

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年9月14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）（注）

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）

（注）速水議長は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、9:01～10:20の間、会議を欠席した。この間、藤原副総裁が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

政府からの出席者：

大蔵省	村田吉隆	総括政務次官（9:01～14:38）
経済企画庁	小野晋也	総括政務次官（9:01～12:21）
	小峰隆夫	調査局長（13:17～14:38）

（執行部からの報告者）

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
企画室審議役	白川方明
国際局参事役	沼波 正
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
国際局国際調査課長	桜庭千尋（9:01～9:44）
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

藤原議長代理

それではただ今より金融政策決定会合を開催する。

(午前9時1分開会)

本日は総裁が月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため遅参するので、その間私が議事進行役を務めさせて頂く。

初めに本日の取り進め方を申し上げますと、まず金融経済情勢に関する執行部からの報告を行なう。その後、金融経済情勢に関する委員方の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府からの出席の方の発言、採決、そして金融経済月報の基本的見解の取り纏めの順に進めて参りたい。

議事要旨の承認は本日は月報の議論の後に行なう。本日は先般決定した議事要旨の公表早期化に即して、前々回7月17日会合分と前回8月11日会合分をそれぞれ承認頂くことになっている。また、本日は7~9月最後の会合なので、最後に先行き半年間の会合のスケジュールを承認頂く予定である。

政府からの出席者として大蔵省からは村田総括政務次官、経済企画庁から小野総括政務次官が出席されている。なお、小野経済企画政務次官は午前中でお帰りになり、午後は小峰経済企画庁調査局長がお見えになると伺っている。

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

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

藤原議長代理

それでは、金融経済情勢に関する執行部からの報告に移る。まず最初に

増淵理事と山下金融市場局長から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説明してもらう。

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

前回会合でのゼロ金利政策解除決定を受けての金融調節運営は、当初普通預金の大量流出など広範な資金シフトがみられたこともあり、コール市場等で多少の混乱がみられたため、日々の市場地合いを睨みながら、必要十分な資金の供給を着実に進めてきた。その結果、次第に落ち着きを回復して、オーバーナイト加重平均レートは8月18日以降、0.25%前後の水準で安定的に推移している。因みに8月16日に始まった今8月積み期の無担オーバーナイトレートの加重平均値は0.25%となっている。

この間の調節運営で特に苦勞したのは、政策決定直後の1週間である。まず第一に8月14日については、オーバーナイト加重平均レートが0.10%と新誘導水準を大きく下回ることになった。これはゼロ金利解除決定前の資金の駆け込み的な需要増大に対応して供給していた資金が大量に積み上がっていたためである。8月14日のオペ前の当座預金残高は8兆2,500億円となっていた。加えて15日の積み最終日を迎えていたため、既に準備預金の積みが大きく進捗していたので、残り所要額が14日オペ前の段階で2兆5千億円前後の水準にまで低下しており、需給は著しく引き緩んでいた。このために、当日は定例オペと追加オペで合計3兆8千億円に上る即日資金吸収を機動的に実施し、当座預金残高を需要に見合った適切な水準に引き下げた。その結果、オーバーナイト加重平均レートは15日には0.22%まで上昇した。追加資料にFedの最近の利上げ時におけるFFレートの推移を示しているが、Fedの場合も事前には、金利先高期待からの金利上昇を抑える緩め調節を余儀なくされるために、引き上げ決定後には余剰資金を吸収しており、誘導目標を達成するには3営業日程かかっている。今回私共もほぼ同様な展開となったと思う。

もう一つの調節上の山は16日以降の数日間の調節である。新積み期入

り後、ゼロ金利解除ということで、資金の取り手が俄かに弱気化してビットレートを引き上げて資金調達に動いたため、レートが一時0.3%前後まで強含むなどやや混乱がみられた。その背景としては幾つかの要因が指摘されているが、基本的にはゼロ金利の下でジャブジャブな市場環境に慣れきっていた取り手サイドが、状況の変化を受け資金繰りに対する漠たる不安を強めて慌てて資金を取りにいったことが主因ではないかと思われる。これに対して私共では17日以降、日々の資金需要の動向を睨みながら潤沢な資金供給を行なうとともに、特に不安感の強かった交換尻の資金繰りに配慮して交換尻残高を厚めにするとともに、為決売手等を実施するなどにより必要な資金吸収は夕方に後ずれさせるなど肌理細かい調節運営を実施した。その結果8月21日以降は徐々に落ち着きを回復して、連日0.25%前後でオーバーナイトレートが形成される安定した市場地合いが続いている。

ゼロ金利解除によって短期金融市場がどう変わったか若干触れたいと思う。一言で申し上げると、ゼロ金利導入前のような緊張感や活気が戻って再びマーケットらしくなったのではないかと思われる。例えばまず第一に、当座預金需給をビビッドに反映してオーバーナイトレート形成がされるようになった。ゼロ金利時代には本行調節を待たずに朝一番で大量出合いができてしまうことが常態化していたが、現在は、朝方の定例調節をいわば固唾を飲んで待って、本行の当座預金供給額の変化をみながらレートが形成されるようになっている。月末などのいわゆる物日も再び強く意識されるようになってきている。第二にはコスト意識の復活によって超過準備や短資預金等の非適用先預金残高が大きく減少している。第三の変化点は、コール市場残高が、生保や投信を主体とした普通預金からのシフトバックによって18兆円程度から25兆円前後へ回復してきていることである。マーケットではターム物や金先レートの形成がこれまでのようにゼロ金利解除に関する要人発言に大きく影響される状況から、経済指標等により素直に反応するようになったと指摘する声が多くなっている。調節担当者としては、市場参加者が流動性リスクを再び意識して資金繰り管理をゼ

ロ金利以前のように緊張感を持って行なうようになったことが、何といても大きな変化であって、それを日々実感している。

次に前回会合以降の金融・為替市場の動きをみると、ゼロ金利解除後 8 月 21 日頃までは長期金利、あるいは短期金利はオーバーナイトレートの上昇を受けて概ね予想された範囲内での上昇を示したほか、株価、円／ドル相場とも概ね保ち合い圏内での小動きとなるなどゼロ金利解除に対する取り敢えずの反応は総じて落ち着いたものとなった。その後は主要経済指標の公表等に伴ってマーケットの景況感が振れたことから、それらにつられる格好で相場がやや大きく動いている。すなわち 8 月 21 日の全産業活動指数が市場予想比好調な結果となったことを受けて、4～6 月期の GDP 見通しが大幅に上方修正されるなど、マーケットの景況感がやや強気に振れたことや大原元農相の発言もあって長期金利が大きく上昇して、9 月 6 日には昨年 8 月以来の 1.99% を記録した。また、円相場は 7 日には 105 円ぎりぎりまで円高化し、さらに株価も 8 月末には 17,000 円台を回復するなど、株高、円高、債券安といった展開となった。もともと 9 月に入って株価が下落に転じたため、一時的には株安、債券安、円高という状況になった。その後は 7 日の法人企業統計の公表や 8 日の朝日新聞インタビューでの総裁発言等を受けて、景気回復テンポの加速とそれに伴う金利上昇懸念がやや後退して、長期金利は 1.85% 前後まで低下したほか、円／ドル相場も上昇一服の展開となっている。マーケットの主要指標について前回政策決定会合前日の 8 月 10 日と昨日とのレベルとを比較してみると、まず長国 10 年債利回りは 8 月後半特に 21 日以降の上昇を主因に 13bp の上昇となっているが、現時点では当面の天井は 1.8% から 1.9% といった市場の大勢予想の範囲内に収まっている。また株価の方は 8 月下旬に大きく上げた分を 9 月に入り吐き出した格好となり、概ねゼロ金利解除前の水準とトントンとなっている。大量の持ち合い解消売りをこなしながらの横這いなので、まずまずの展開であったといえるのではないかと考える。この間円／ドル相場も 2 円程度の円高化に止まっている。全体としてみると、ゼロ金利解除後のマーケットは、8 月下旬以降やや上下に振れる展開

となったが、これまでのところ、オーバーナイトレートの上昇を格別の波乱もなく吸収してきたといえるように思える。

以下では当面のリスク・ファクターを確認する観点から各市場動向の最近の特徴点について簡単にレビューさせて頂く。まず気がかりなのは、株価が8月28日をピークに6%弱の下落を示していることである。こうした株価の下落は、9月中間期末に向けた益出しや持ち合い解消の動きが株価全般の押し下げ要因として作用していること、NASDAQの9月8日以降12日までの下落幅が9%と大幅化したこと、NASDAQの下落を背景に、電機株を中心とした値嵩ハイテク関連株が売られていること、それから小売関連株が収益見通しの悪化などを受けて大幅な下落を記録していること、などによるものである。因みに8月28日以降のTOPIXの下落率3.9%に対する電機株および小売株の寄与度は2.0%ポイントと半分強に上っている。最近の主体別株式売買状況をみると8月下旬以降、持ち合い解消関連主体である事業法人、銀行、生損保の売りが加速している一方、外人がわが国の景気回復期待の強まり等を背景に買い戻しを進めた格好となっている。9月入り後は市場筋の見方を総合すると外人がNASDAQの下落などをを受けて模様眺めの姿勢に転じる中で持ち合い解消売りの動きが一段と拡大した上に日経平均の銘柄変更などネガティブなテクニカル要因も加わって、株価の下落に拍車が掛かったものと思われる。もっとも最近の株価下落の主因である持ち合い解消や中間決算絡みの株売りの動きは9月中旬でひとまず大きな山を越すものとみられる。因みに持ち合い解消関連主体のネット売買額は、9月中旬をピークにして売り越し額を減少させている。このため最近の比較的大幅な株価下落にもかかわらず、市場では下値不安はあまり聞かれていない。これは基本的には企業業績見通しの一段の改善、米国経済のソフトランディングシナリオの強まり、あるいは10月から再び大量満期到来を迎える郵便貯金の株式市場への流入期待などから今月下旬以降、株価は緩やかな上昇過程に戻るといった見方が多いためと思う。もっとも手放しで先行きを楽観する向きは少なく、当面のリスク・ファクターとしてはIT関連企業の業績に対する先行

き不透明感を反映して、このところやや不安定な動きを示しているNASDAQを中心とする米国株価の動向や原油価格の上昇問題などが意識されている。第二に気掛かりな点としては長期金利の上昇に歯止めが掛かったかどうかがある。10年国債の利回りは9月入り後も株価が下落に転じたにもかかわらず、上昇を続けて6日には1.99%と2%寸前まで上昇した。ゼロ金利解除前にはオーバーナイトレートの引き上げにより一時的に長期金利が上昇することはあっても、運用難に苦しむ投資家の押目買い意欲が強いことから1.8%から1.9%が当面の天井ではないかといった見方が多かった訳であるが、結果としては予想以上にオーバーシュートした格好となった。これについて市場筋では8月下旬の上昇は主として景気見通しの上方修正とそれに伴う日銀の再利上げ観測などを背景としたいわば良い金利上昇であったのに対して、9月に入ってから大型補正予算に関する有力議員の発言等を契機とした国債増発懸念の高まりやムーディーズによる国債格下げルーマー——ルーマーといっても実際には8日にスペイン、ポルトガル並みのAa2格への引き下げが発表された訳であるが——を映じたいわゆる悪い金利上昇の形となったと見る向きが一般的である。実際イールドカーブの変化の中で、ゼロ金利解除後9月6日までの上昇幅をみると、6年以上の長期債の利回りが相対的に大きく上昇している。また、7日の法人企業統計公表後の金利の低下では、10年以上の長期債の利回りの低下が相対的に小幅になっていることが分かる。国債増発規模等に関する見方についてのアンケート調査結果というのがあるが、この10月から10年債の発行額が現行の1.4兆円から1.6兆円に増額されると見る向きが44%に達している。またイールドカーブは満期構成の長期化に伴ってスティープ化する、つまり長期債の方が上がるといった見方が29%となっている。こうした市場筋の予想の変化が最近のイールドカーブの変化に反映されているものと思われる。従って、当面の長期金利の上昇に歯止めが掛かるかどうかは取り敢えず今後の補正予算、並びに来年度予算策定の過程で市場の国債増発懸念に配慮した対応が取られるかどうかにかかっているように思われる。因みに、増発規模がどの程度になるかで、

大変注目されている長国 10 年 10 月債の発行額は、本日の午前 10 時 30 分に公表される予定になっている。第三に短期金融市場におけるターム物レートについて一言だけ触れると、0.25%のオーバーナイトレートをベースにして小幅のターム・プレミアムが乗った形でのレート形成が 3M以下の年内物を中心に安定的に形成されるようになってきている。残された留意点としては R T G S 移行も絡んで今年も年末越え資金に対する根強い不安が存在することである。短国イールドカーブの変化を見ると、年末越えに近い 4M がやや大き目に上昇しているが、そうした年末越えの不安感を反映したものと言えると思う。今のところ年末越えのプレミアムはこれで見ると、10bp 弱と比較的小幅であるが、先行き無用なレート上昇を回避できるよう今年も調節面で万全の対応を図っていきたいと考えている。

最後に為替市場の動向であるが、今回のゼロ金利解除決定は、決定日当日の相場には全く影響を及ぼさないという過去の政策変更時にはあまり例がないやや特異なパターンとなった。これは決定内容が市場予想通りであったことに加えて、ゼロ金利解除の実体経済等に対する評価が分かれたため売り買い交錯となって取り敢えず方向感のない相場展開となったことによるものと思われる。もっともその後はわが国の景気回復期待の強まりや米国における景気減速を示唆する指標発表等を受けて、円買いの動きが優勢となって円／ドル相場は 9 月 7 日には一時 104 円台まで上昇した。この間ユーロ相場が大幅に下落して特に対円での下落が大きくなったことから、対ドルでの円高要因として作用している。その後ムーディーズによる本邦国債の格下げや介入実施の可能性を示唆する E C B 総裁発言等を受けたユーロの反発などから、円／ドル相場は現在 107 円台まで戻しているが、市場では引き続き円ブル感が根強く存在している状況である。例えばリスク・リバーサル、I M M の円ポジションなどはこのところ円ブル方向に傾いている。これが円相場の大幅な上昇に繋がっていないのは、外人の対内株式投資がこのところ総じて売り越し基調できていたことによる面が大きいものと思われる。景気回復期待が強まり、外人の日本株買い

が再び拡大した場合には、相場が円高方向に振れるリスクは少なくないものと思われる。またこのところ、対ドル、対円とも既往最安値圏内で不安定な動きを強めているユーロについては、取り敢えず為替市場介入以外打つ手がない状況であるにもかかわらず、今のところ、口先介入以上の動きが窺われないうえ、ドイツの当局者によるユーロ安容認的発言が引き続き聞かれることもあって、下値の目途は全く付かない状況にある。このためさらにその下落が進んだ場合には、本邦生保の見切売り等を招来して対円相場が一段と下落し、これが円買い圧力となって円の対ドル相場でも円高方向への圧力が強まるリスクもある。わが国経済に予想以上に大きなインパクトを及ぼす可能性がある点は、リスク・ファクターとして留意しておく必要があると思われる。以上である。

藤原議長代理

それではただ今の説明について質問等あればどうぞ。

三木委員

株式の持ち合い解消関連主体の売買高の推移をみると7月中旬位に、ここだけぼんと跳ね上がっているのは何かあったのか。

山下金融市場局長

これはそごうの破綻処理に関連する動きである。この時にはそごう破綻に伴って貸出償却を増やさなければならないという判断から、銀行が7月10日から7月14日にかけて4,228億円の株を売って益出しをし、その後時間差を置いて3,385億円買い戻した形となっている。同時のクロス取引は問題になるので、若干時間差を置いて行なっている。つまり、まずそごう破綻で償却負担が増えると考えたところで、銀行が益出しの売りを行ない、その後買い戻しているのがこの数字に表われた動きである。

と発言している。アメリカが動かないのであればなかなか介入は効かないのではないかと、また恐らく欧州当局間での意見も必ずしも纏まっていない、といったこともあって、マーケットからも介入は難しいと見透かされている状況である。

武富委員

今の話でドイツの発言を表面的に受け取ると、通貨価値の安定に対して昔とかなり違うスタンスのように思うが、もう少し踏み込んで言うと、どういう力学が働いているのか。

山下金融市場局長

ブンデスバンクの当局者はもちろん通貨価値を守りたいという意欲が強いと思う。一方、現政権の社民党は、元々保守党やブンデスバンク、ドイツの一般的な国民の見方に比べ通貨価値について少し現実的な立場をとってきた感じがある。つまりかつてのドイツマルクは強いものでなければならぬといった形の「信仰」は比較的弱い。むしろシュレーダーとしては、経済の改善を強めることによって政権基盤を強くしたいという基本的な線があるので、格別インフレになってもいけない状況なのだからユーロ安でも良いではないかという感じが強いように思う。そうした政治的な判断が表面に出てきている気がする。

藤原議長代理

それでは次に国際局から海外金融経済の動向についての説明をしよう。本日は松島理事と平野国際局長が海外出張のため、沼波国際局参事役をお願いする。

2. 海外金融情勢に関する報告（資料-3）

沼波国際局参事役

前回決定会合以降の海外経済の動向を振り返ると、米国経済が緩やかな

減速傾向を辿るソフトランディングへの期待が一段と強まった点が特徴であり、海外経済が全体として拡大基調を続けているという基本的な構図に変化はない。直近の原油価格高騰の影響については、各地域で既に物価面に影響が出始めているが、これが景気全体にどのような影響を与えるのかについては、各地域とも現段階ではまだ計り兼ねているのが実情であろうと思う。

まず米国について、前回決定会合以降判明した指標を見ると、景気減速を示す指標が多い。具体的には7月の住宅着工が3か月連続で前月比減少したこと、企業のコンフィデンスを示すNAPM景況判断指数の8月が98年12月以来の低い水準になったこと、それから8月の雇用統計のうち民間非農業部門が非常に小幅の増加に止まったこと、の三つが景気減速を示す指標として市場では注目されている。この最後の雇用者数の数字は、多少過小評価されている。実は8月に大きなストライキをした会社があり、8.5万人がストに駆り出されたことから、この人員が雇用者数から除外されている。その8.5万人を足すと10.2万人になる訳だが、それにしても前月、前々月の数字に比べると雇用者数の増加が少ないと受け止められる。それから物価は引き続き全体として落ち着いた動きを辿っている。この間Fedは8月22日のFOMCで6月に続いて金利据え置きを決定した訳であるが、ステートメントの中で「最近のデータは需要の伸びが経済の潜在成長率に向かって減速していることを示している」と明言したことが市場に安心感を与えたこともあって、マーケットにおけるインフレ懸念は一段と後退している。米国の金利であるが、長期金利は国債、スワップ、社債のいずれもこの間小幅低下している。またフェデラルファンドの先物金利は、9月に入って一段と低下していて、年内における追加利上げ観測はほとんど解消した相場展開になっている。株価は一部ハイテク企業に対する業績不透明感などから直近一昨日まで3日連続でNASDAQ中心に下落したが、前回会合の時と比べるといずれの指数も上昇している。もとより、Fedとしても米国経済の先行きを手放しで楽観視している訳ではないが、8月22日のステートメントの中でも雇用逼迫度合いが極めて高

い状況下、引き続きインフレリスクを注視しているという表現でインフレ警戒感を崩していない。以上が米国経済である。

次にユーロエリアの経済は引き続き内外需とも堅調に拡大している。景況判断指数は引き続き高水準を続け、失業率も6月、7月は9.1%と92年6月以来の低い水準になっている。これがユーロ全体の基本的な構図であるが、ドイツで一部弱目の指標が最近出ている。例えば6月の鉱工業生産が-3.7%、あるいは7月のI F O経済研究所の景況判断DIが99.1%と100%を切るような指標が出ていて、この辺のドイツの一部の指標を捉えて先行きのユーロ経済拡大テンポの頭打ちを示唆する材料とする見方もあり、これが最近のユーロ安の一因ともなっている。また最近フランスのファビウス大蔵大臣がこれまで上方改訂を重ねてきたフランスの成長見通しについて、2001年について今までみていた3.5%からこれを3.0%に引き下げる——これは原油価格高騰の影響だと言っているそうだが——と発言したというような報道もなされている。欧州景気の先行きについてこうした弱気な見方が拡がってくれば、さらにユーロの一段安に繋がる可能性もあるのではないかと、マーケットではみられている。次に物価は原油高に加えユーロ安の影響もあってじり高傾向である。7月の消費者物価指数の前年比は6月に続いて2.4%とECBが物価安定の定義としている2%を上回っている。こうした状況下でECBは8月31日の定例理事会で最近の物価は原油価格および為替相場に大きく影響されていることから、短期間のうちに金融政策で対処することはできないが、中期的な物価上昇圧力を抑制することが必要であるとして25bpの利上げを決定した。しかし市場では先行き追加利上げの観測がなお根強いようである。本日の定例理事会はさすがに金利据え置きを予想する向きが圧倒的大勢であるが、ユーロの短期金利先物相場を見ると年内に更に25bp程度の再利上げがあることを既に織り込んだ相場になっているようである。

次に東アジア経済はN I E s、A S E A N諸国とも全体として景気は好調を続けている。第2四半期の実質GDP統計が大体出揃ってきたが、これを見ると前年比では前期より若干伸びが鈍化した国が多いが、全体とし

て回復基調が続いていることに変化はない。ただし、NIEs、韓国、台湾、香港、シンガポールとタイ以下のASEANの二つのグループを比べてみると、二桁近い成長率を記録しているNIEs諸国と政局、社会情勢の不安定化や構造問題の重荷を抱えて内需に今一つ弾みのつかないマレーシアを除くASEAN、タイ、インドネシア、フィリピンとの間にはかなりの成長力格差があるのが現実である。今、かなりの成長を続けているNIEs諸国の先行きについては年の後半はさすがに成長率が鈍化するのではないかといった見方が多いようである。ただしこれは、通貨危機の後に盛り上がったpent-up・デマンドが剥落していくことなどの影響であって、いわば巡航速度への移行だとそれぞれの国では冷静に捉えられているようである。物価は景気回復、原油高に加えて一部の国では通貨安の影響もあって、NIEs、ASEAN諸国ともに消費者物価上昇率が緩やかに上昇している。この中で韓国銀行は9月7日の金融通貨委員会で金融市場の不安定なムードに配慮するとの理由で8月に続いて政策金利の据え置きを決定したが、同時にステートメントの中では物価上昇率の加速化には緊急に対処する必要があるという表現を入れてインフレ警戒的なスタンスを表明している。なお、最近ずっと問題になっていたインドネシアはワヒド大統領が8月の国民評議会を乗り切ってその後もメガワティ副大統領への日常業務の権限委譲などの一連の策を取ったことから、取り敢えず政情不安は後退している。またIMF融資についても9月7日に新融資趣意書がIMFとの間で調印されて、第三次の融資が実行されるという見通しがついたことで取り敢えずインドネシアの為替・金融市場とも全体としては総じて落ち着いた展開となっている。私からの報告は以上である。

藤原議長代理

それではただ今の説明について質問等あればどうぞ。

篠塚委員

アジア諸国の高い成長見通しの背景には原油の価格上昇はどの程度織り込まれているのか。

沼波国際局参事役

原油価格の上昇はつい最近の現象であり、正直言ってまだこういう色々な見通しの中には織り込まれていない。

藤原議長代理

アメリカの大統領選挙を前にして候補者が色々な政策を発表しているが、その政策が実現する、しないといった色々な思惑や見通しが経済動向に影響していることはあるのか。

沼波国際局参事役

マーケットの色々な話の中で大統領選挙の両候補者の政策の違いが特段取り上げられることはほとんど聞いたことはないので、まだそこまで消化しきれていないのではないかという気がする。

植田委員

ユーロエリアでマネーの伸び率が少し減速してきているが、これについて何か議論があるのか。

沼波国際局参事役

8月31日のECBの公表文の中ではまだユーロ地域の中の流動性は潤沢で、これはどちらかというとインフレに繋がりがねないという表現をしていたので、委員が指摘された点に対する認識はまだないのではないのかと思う。

植田委員

目標よりは上にあるからか。

沼波国際局参事役

はい。

藤原議長代理

他にないか。それでは次に調査統計局から最近の国内経済情勢について説明して頂く。永田理事と村山調査統計局長にお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

まず私共の現状認識であるが、今回は幾つか大きく振れた指標が出ている。輸出入、あるいは法人季報統計の設備投資、機械受注、住宅着工といったところであるが、結論として、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いうこれまでの判断を動かす必要はないと考えている。具体的に需要別に見て行くと、公共投資は補正予算の執行一巡に伴い減少に向かい始めている。この点先月までは高水準で推移とみていたので、見方を若干変えている。その他のところは変えていない。純輸出は緩やかな増加傾向、設備投資は増加、個人消費はなお回復感に乏しいということである。また住宅投資は横這い圏内、生産は増加である。前回も申し上げたが企業部門を起点とする所得と支出の前向きの循環は前進を続けていることが確認されている。法人季報により、企業収益の改善傾向が改めて確認された訳である。設備投資については4~6月は一服しているが、先行指標の動きからすると、基調としては増勢が続いていると判断している。また今回は賞与の削減の動きが一巡したことが確認され、先行き家計の所得が緩やかながら改善に向かう下地は整ったとみている。物価面では大きな変化はなく、国内卸売物価は横這い、消費者物価は幾分弱含み、企業向けサービス価格は小幅の下落となってい

る。

先行きであるが、景気は今後も緩やかな回復を続ける可能性が高いと考えている。理由は、情報関連需要の拡大を背景として、輸出、企業収益、設備投資の連関が当面続くことである。勿論、情報関連財については世界的に設備投資の拡大が急ピッチで行なわれており、先行き供給過剰に陥るリスクを念頭に置く必要はあると思う。ただ、ヒアリングをしてみると、これまではDRAMという特定の半導体に偏っていたわが国の生産構造にロジックIC等かなり広範囲な品目、あるいは需要国についての拡がりが見られている。またメーカーは長期的な契約をするといった手立てを打っているので、これまでの半導体サイクルとは少し違っている可能性もある。従って、当面現在のブームが急速に縮んでしまう可能性は低いとみている。第二に企業の人件費抑制スタンスには変化はないが、今後は生産活動の増加につれて家計所得が緩やかに改善すると見込み得る下地が整ってきたと判断している。また、補正予算については、これが編成されるならば、今後のフィスカル・ドラッグの影響がその分弱まる筋合いにある。物価の先行きについては、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が大きく後退していると考えている。ただ、技術進歩については、一定の幅で物価を引き下げる方向に影響する。また、最近みられる流通合理化、規制緩和の影響も今後とも低下方向に働く。従って、全体としてみると、物価指数としては横這いしないしやや弱含みで推移することが予想される。

以上が総論であるが、以下各論について説明する。まず、図表5 通関の輸出入が7月は振れている。実質輸出合計の7月は-7.9%と、6月11.8%の増加の後反落している。これについては、通関日数が平年より1.5日ほど少ないことがある。従って、この分が輸出入の減少に寄与している。当然この反動が8月以降に出てくるので、この落ち込みは一時的とみている。また、輸出を主導している情報関連財についても、需要の変調が窺われない状況である。図表7 民間の世界半導体需要予測を見ると2000年度について大体3割増の予測をしている。6月までの実績も大体3割増であり、

概ね予測に沿った線で、需要が推移しているのので、今後ともこういった面での輸出増加が期待できる。

次に図表 11、法人季報による 4～6 月の設備投資は前期比 -6.9%と、1～3 月 +7.3%の後反落している。ただ、収益率を見ると、1～3 月はかなり高かったが、4～6 月も高水準横這いで、収益についてはそこそこの水準を維持している。そこで 4～6 月設備投資の減少をどうみるかであるが、図表 12 製造業・大企業の設備投資は第 2 四半期 +1.7%と引き続き増加している。また中堅中小の製造業についても同様の傾向である。因みに製造業・大企業の減価償却と利益からなるキャッシュ・フローのレベルは 3.5 兆円位ある。これに対して設備投資のレベルは、2.3 兆円位に止まっており、差し引き 1 兆円強のフリー・キャッシュ・フローがあることになる。すなわち設備投資も増加しているが、それ以上にキャッシュ・フローが増加しており、いわば設備投資を増やしながらかも返済できるポジションにある訳である。同様な傾向は他の業種でも見て取れる。非製造業・大企業の方は設備投資が第 1 四半期に二桁の伸びの後、第 2 四半期にそれを戻す形でかなり振れている。また、中堅中小の非製造業についても 6%増の後反落である。そこで図表 13 業種別にブレークダウンしてみると、電気機械・大企業では設備投資は順調に増加している。また非鉄についても、IT 関連の素材関連の設備投資が増加しており、こういったところに設備投資が波及している姿が見て取れる。ただ、鉄鋼の大企業は、99 年度から設備投資が減少を続けている。また不動産の大企業は 99 年末頃からかなり増えているが、これは東京を中心とする再開発案件が計上されているため、これも基調的な動きと理解できる。一方図表 14、統計上かなり一時的な振れがみられる業種として卸売・大企業を見て頂くと、1～3 月著増の後、4～6 月は元に戻ったが、これは大型の事業用不動産を 1～3 月に一括計上して、4～6 月はそれが剥げたということである。事業所サービス、すなわちリース業についても同様である。運輸通信の方は一部通信関連の企業の子会社の合併があり、その際に各社がグループ全体の資産を計上したため、1～3 月はかなり大きく振れている。それが 4～6 月元へ戻っ

た訳で、これも統計上の二重計上による振れである。それから旅館の中堅中小は、99年に入ってから設備投資が激増して、その後今年度4~6月に反落した。中堅中小企業については、毎年4月にサンプルを全て入れ替えるので、恐らく去年のサンプルが設備投資が非常に強いサンプルを拾い、1年経過した後それが抜けたのではないかと理解できる。こういった一時的な特殊要因を除いて考えると、製造業が牽引する形で設備投資は基調として増加しているといえると思う。次に図表16、設備投資の先行指標にも少し振れが見られる。まず機械受注は、6月前月比+14.4%の後7月-11.9%と7月は反動減になっている。ただ業界の7~9月見通しは前期比+10.7%なので、ここまで届かないとしても恐らく前期比プラスは確保できると思う。従って、7月のマイナスは一時的な振れと解釈している。それから、建築着工床面積では非製造業用がこのところ減少に転じている。こちらの方は大店舗法改正に伴い、その前の駆け込みが一巡した要因が効いている。従って、これはある程度趨勢を映じたものであると考えている。ただ鉱工業用、製造業については順調に回復している。

次に図表17 個人消費関連の指標を見ると大まかには、7月は全般的に不振であった。7月は不振ではあるが、一進一退の範囲内での振れであると解釈している。家計調査、乗用車が7月はマイナスである。ただ家電販売については、猛暑でエアコンが売れたこともあり、相変わらず顕著な伸びを続けている。デパート、チェーンストアについては7月は全般的に不振であり、衣料品を中心に低迷している。8月についても、悪かった7月と同じ横這いのようなヒアリング結果である。9月入り後については、残暑がある一方で、既に衣料品は秋物に切り替わっており、この秋物がまた売れないとのことである。コンビニエンス・ストアの売上高は7月は増加しており、猛暑から飲料等が良かったとのことである。7月は消費関連指標が悪かった訳であるが、デパートなど伝統的な販売統計については、いわば構造的に不振な業種を対象にしているともいえる訳であり、最近伸びている新業態、あるいは新興企業についての販売統計が整備されていないのが実情である。今回そういった点をカバーするために、供給面からみて

はどうかということで、図表 20、消費財の供給数量を試算した。考え方としては、全量調査である通関輸入から消費財の輸入を捉えようというもので、これは 98 年頃からかなり伸びている。鉱工業生産指数の中の消費財の出荷も 99 年の中頃辺りから少しずつ伸びている。ただ、直近 7 月については両方とも少し減少している。この供給量の統計は在庫を勘案していないし、サービスも入っていないといった大きな制約があるので、これだけから消費の全てを語る訳にはいかないが、伝統的な販売統計が示唆するほど消費は悪くないのではないかと思われる。だからといって回復している訳でもないので、従来同様、一進一退の動きで回復感に乏しい状況にあるとの判断で宜しいかと考えている。次に図表 21、クレジットカードの利用額の前年比の寄与度を見てみると、一般小売店の寄与度が高くなっており、デパートからこういう新興の一般小売店、専門店へ需要がシフトしている傾向も見取れる。

次に図表 31、規模別のボーナスの前年比を見てみると、6 月は規模合計で +3.5%であった。当初 +1.7%であったが、その後の確報で上方修正されている。ただ 7 月は -2.3%なので、6、7 月を括ると +1.0%である。これに公務員のボーナス減を加えると、全体では前年比 +0.1%とほぼ横這いである。なお、7 月がマイナスになっているのは、景気回復期にはよくあるパターンであるが、比較的業況の良い先が早目にボーナスを支給したためである。その分 6 月が嵩上げされて 7 月はその反動が出た訳である。このことから、98 年夏場以降ボーナスのカットが続いてきた訳であるが、こういった動きが一段落したといえるかと思う。家計所得を取り巻く環境は引き続き厳しいが、先行き生産等の回復に伴い緩やかながら改善に向かう下地は整ったといえるかと思う。

次に図表 34 原油の状況は昨日の北海ブレントが 31.35 ドルと 12 日に比べると若干下げてはいるが引き続きかなり高い水準である。昨日下げたのは、アメリカの石油戦略備蓄在庫が放出される可能性が取り沙汰されたことが材料となっている。それでも 9 月 10 日に 80 万バレルの増産が決定される前とそう変わらない水準である。米国の E I A の推計では、現在原

油は供給超過の状態になっている。それにもかかわらずこういう形で原油の価格が上がっており、仮にこういった需給の引き締まりが仮需ではなく実需であるとする、OPECの増産余力は限られているので、留意していく必要があると思う。少なくとも現在の世界の成長率見通しからすると、今後も原油需要が増える筋合いにあるので、注意していく必要があると思う。ただOPECではかなり仮需があるとも言っている、その辺はまだはっきりしない。因みに銅を始めとする非鉄についてもこのところLME在庫が減少しており需給が引き締まっている。こういった点は、かなり世界経済見通しが高い成長率であるだけに注意していく必要があると考えている。

最後に生産の状況を説明する。7月の生産は若干減少になっているが、8、9月の予測指数を繋げると、7～9月では前期比+2.1%と、4～6月よりも増加テンポはやや高まる見込みになっている。私共が別途実施している企業へのマイクロヒアリングによっても、大体+2%内外の伸びが期待できる。ただこれについては、名古屋の水害の影響が9月に出る可能性がある。従って9月は下振れする可能性がある。トヨタは9月12日の夜勤から13日の昼の勤務まで操業停止にしており、1万7千台の生産減である。これは全国の自動車生産を月次ベースで2%下押すレベルである。勿論これは10月以降取り戻すが、一時的に9月は下振れする可能性がある。なお、10～12月の生産は私共のヒアリングによると、伸び自体は7～9月の2%よりも低くなるが、引き続きプラスの伸びが期待できるので、生産は順調に今後も増加すると言えらると思う。以上である。

藤原議長代理

それではただ今の説明について質問等あればどうぞ。

中原委員

今の説明であると、色々振れている指標があるが、大体それらは一時的な振れで、趨勢は変わっていないという見解か。

村山調査統計局長

はい。長々と説明したが要すれば変わっていないということであり、それだけ説明が長くなった。

藤原議長代理

宜しいか。それでは最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事と雨宮企画室企画第1課長にお願いします。

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

最近の金融環境を説明する。今月の概況の説明は、ゼロ金利政策解除後の金融機関の貸出態度、あるいはマネーの動向、企業金融の動向についてはまだデータが十分揃っていないので、もう暫くデータの蓄積を待って判断させて下さい、ということである。ただ、それでも一部出たDI、あるいは貸出動向に関するヒアリング調査等を踏まえると、金融機関の貸出態度、資金需要の一部に動意は窺われるが、全体としては弱含みであること、あるいは企業金融が全般的には緩む方向にあるという傾向には今のところ大きな変化は生じていないとみられること、が指摘できる。

まず図表1クレジット関連指標の中の5業態合計貸出残高の8月を見て頂くと、前年比で-2.0%となっている。6月-2.1%、7月-2.0%であったからマイナス幅が拡大する傾向には歯止めが掛かりつつあると判断している。図表2償却要因等の特殊要因を調整した後の前年比の伸び率でボトムにあったのが、今年の2月-2.5%であり、このボトムに比べ極く僅かであるがマイナス幅は縮まってきている。償却前の裸の数字も同じような傾向を辿っている。ヒアリング調査等によると極く一部ではあるが、IT関連等で新規の資金需要の動きがみられ始めているが、全体としては既往の借り入れ返済圧力が強く、残高を強く持ち上げるまでには至っていない状態かと思われる。

直接金融市場も大きな変化はないが、図表3CP発行残高の8月が、若干減っている。実は昨年8月位からはそろそろ年末越えのCP調達が始まっていたが、今年については先程調査統計局長からも説明があったとおり、非常に手許の資金が潤沢であることと若干RTGS化に関わる不透明感もあって、年末越えのCP調達はまだ始まっていない。これがマネーの伸び率低下の大きな要因となっている。それから社債発行額は、7月3,500億円であるが、前月説明したように、条件決定が月末にずれ込み、払い込みが8月に大幅にずれ込んだものなので、基本的な傾向は月5千~6千億円ペースということで変わりない。図表5マネー関連指標でマネタリーベースの前年比をみると7月5.8%から8月4.6%へと伸びを1%強落としている。銀行券の発行残高は7月5.7%から8月5.6%とほとんど伸び率を変えていない。9月は足許までの途中ラップが6%なので、銀行券そのものはそう大きく伸びは変わっていないが、日銀当座預金がゼロ金利解除に伴い減少しており、前年比では7月の11.1%から8月-3.3%に、また平残ベースで7月5.3兆円だったものが、8月は4.7兆円になってマネタリーベースの低下に寄与している格好である。これは足許4兆円程度になっているので、マネタリーベースについては当座預金の伸び率の減少によって引き続きマイナス方向に寄与するものと思われる。マネーサプライは、M2+CDで7月前年比2.0%の後、8月1.7%と1%台である。この1.7%という数字は94年6月の1.5%以来の低水準である。この要因として先程CPを挙げた訳であるが、各個別商品毎のこの1か月の特徴を申し上げると、CDは8月+20.7%と相当大きく膨らんでいる。これはゼロ金利解除により生保等からの普通預金が流出した金融機関がCDの発行によって資金を吸収し直したためである。それから株式投信は、7月前年比20.5%に対して8月は22.0%と株価の低迷の割には堅調を維持しているが、公社債投信は7月の15.0%から8月は7.0%とやや大きく伸びを落としている。金額でいうと公社債投信7月は43兆9千億円だったのに対して8月は40兆千億円と、3兆円方落としている。これはやはりターム物レート等が上がる中で、相対的に金利の魅力が低下したMMFを中心に若

干資金が流出しているためである。

図表 8 のM2+CD増減とバランスシート項目の対応がM2+CD前年比の要因分解である。財政要因、海外要因等変わらない中で、民間資金調達要因というマイナス寄与が膨れている。この民間資金調達要因をさらに要因分解したのが資金調達増減の寄与度分解であるが、CPが足許8月はマイナスに転化している。取り敢えず当月の要因としてはこれが大きい訳である。しかしこれがなくなれば新しいマネーが戻るかという全体としての資金需要が基調的には低迷しているので、やはり2%内外という我々の見通しの線の中での動きであろうと考えている。後は10月以降、郵貯の流出がどうなるかが次のポイントになるかと思われる。

図表 10 金利関連では、まだ貸出金利のうち短プラ、長プラが動いたというだけであり、これが企業金融にどう浸透していくかこれから観察していきたいと思う。一応事実だけ確認すると、企業資金調達コストの短期プライムレートが、ゼロ金利時代の1.375%からゼロ金利解除後ちょうどゼロ金利解除前の水準と等しい1.5%に僅かながら上昇している。長期プライムレートについては、足許長期金利の動向を映じて2.4%と若干上昇している。これは昨年8月頃のレベルである。

こうした下での企業金融の状況であるが、まだ具体的な指標は出ていない。図表 14 に8月の中小企業金融公庫と商工中金のDI調査があるが、実は調査時点が8月中旬頃としか発表されていないので、ゼロ金利解除の直前か直後か分からない。このためもう少しその他の調査のデータの蓄積をみて判断したいと思う。貸出態度判断DIだけをみると、中小公庫で7月緩和超の20.1%に対して8月緩和超19.5%と余り変わっていない。ただ資金繰りが7月に比べて8月が若干悪くなっているのも、何か意味のある動きなのかどうかデータの蓄積を待つて判断したいと考えている。それから法人季報が新しく公表されたので、企業の財務状況についての4~6月の新しい数字を追加したが、先程説明があったように、資金の余剰額は4~6月3.46兆円とむしろ拡大しているし、借入金対売上高比率も改善方向に動いている。借入金対売上高比率は大分改善してきており、最近では

97年位のレベルとなっている。

(午前10時20分速水議長入室)

最後に倒産の数字について説明する。図表18、7月1,672件と5、6月の1,500件台に比べ、若干増えている。因みに、今年に入って3月が1,712件なので、それ以来の数字であるが、このうちそごう関連が28社、2兆9千億円ある。この2兆9千億円があるので、負債総額も4兆2,500億円と既往ピークの負債総額となっている。さらに業種別の特徴では引き続き建設業の増加傾向が続いているほか、今月については卸・小売の件数が増えているのが特徴である。全体としては昨年2月の特別保証制度の導入をボトムにじりじり増えてきている状況が続いている。以上である。

藤原議長代理

それでは、ただ今の説明について質問があればどうぞ。

篠塚委員

金利関係の指標で、短期プライムレートや長期プライムレートの変化だけ説明され、まだどういう効果が出てくるのか分からないとのことであったが、これまでの利上げの際の経験から判断して、例えば半年後とか1年後にどのようになっているかというようなことは見当がつかないか。

雨宮企画室企画第1課長

これまでの経験ということであると、恐らく昔であると短プラと長プラがこれだけ上がったから、これだけ借入金を掛けて幾らだと計算できたのであろうが、今回は金利の自由化が完成してから初めての金利引き上げとも言えるので、この後の市場金利の動向を睨みながら考えなければいけない。それから企業の借入期間がどの位かという機械的な計算は可能で、色々な計算の仕方はあるが、大体企業の平均借入期間は1年半から2年で

ある。そうすると足許例えば 0.1~0.2%金利が上がったとして、これが全部企業に出尽すまでには1年半から2年と考えられる。逆に言えば足許の短プラの0.125%、あるいは長プラの0.2%位の上昇による影響が全部出尽すまでには相当時間が掛かる。言い換えれば今年度内の収益に与える効果は非常に小さいとみておいてよかろうと思われる。

藤原議長代理

ほかにはないか。

中原委員

しかし短期の足の短い借入金の比率が大きいのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

その短期借入金を全部加重平均した平均期間が1年半位である。例えば短プラの0.125%部分は3か月から半年で全部変更される。ただし長期の方は平均大体7年から3年の間なので、それを全部加重平均すると今申し上げたとおりである。多分実際の企業経営の感覚からすると各社によってもう少し短い、長いというものはあるかもしれないが、大体平均すると1年半から2年という感じである。

三木委員

しかし中小企業への銀行からの貸出態度や中小企業からみた貸し渋り問題というものはやはり短プラで判断されることが多いから、短プラだけがぱっと上昇していることは中小企業に効いてくる訳であろう。

雨宮企画室企画第1課長

金利が上がったことを奇貨として金融機関の貸出態度が変わって、例えばもう少し量を絞り出すとか…。

三木委員

それはないだろう。

雨宮企画室企画第1課長

多分そこが心配されるのだろうと思うが。

三木委員

しかし短プラで借りているところは非常に財務基盤が弱いところであるから、収益にはもろに効いてくるのは事実である。

雨宮企画室企画第1課長

恐らく全体としては僅かな上昇であるが、業種あるいはクレジット格付けの差によって相当差は大きいのだろうと思うが。

増淵理事

短期プライムレートが実際にどのような企業に適用されているかは、最近の情勢は三木委員が言われるとおりであるし、そこでどのような変化が出るのか出ないのかは冒頭雨宮企画室企画第1課長が言ったように、もう少しデータの蓄積を見ないと分からない。例えば短観などでも、対象としている中小企業は比較的良いところが多いのかもしれないが、その辺まで見ないと分からないと思う。ヒアリングで逐次その辺りを確めて報告したいと思う。

藤原議長代理

総裁がお見えになったが、ちょうど執行部からの説明が一巡したので、ここで10分休憩する。

速水議長

それでは10時35分に再開する。

(午前 10 時 27 分中断、10 時 35 分再開)

Ⅲ. 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いたいと思う。本日の討議の形式はいつものとおり最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、次いで自由に討議して頂きたいと思う。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戴し討議して頂きたいと思う。そして最後に政府から出席されている方々から意見があれば承るという順で進めていきたい。

まず、金融経済情勢について意見を述べて頂くが、ポイントを絞って効率的に議論頂くために、一人 10 分程度を目途にしてお願いしたいと思う。是非ご協力をお願いしたい。本日は山口副総裁から願います。

山口副総裁

つい最近第 2 四半期の GDP 統計が出た。これは過去の数字ではあるが、これによって私自身は二つのことを確認できたと思っている。一つは今年に入って 2 四半期連続のプラス成長になったことで、昨年までのリセッションからは抜け出したこと。第二点目は、これによって 2000 年度の成長率が 2% あるいはそれプラス α に達する可能性が高くなってきたことの二点である。

次に民需の評価であるが、第一に設備投資については、GDP 統計でも振れが大きい訳であるが、投資計画の上方修正が電気機械セクターを中心に続いている。機械受注などの受注統計も月々の振れを均してトレンドをみると増加が続いている。第 2 四半期 GDP 統計における設備投資の減少は恐らく一時的なものであって、引き続き増加基調が続いていると思う。またそれを支える企業収益も増勢が持続しているように思う。今後の

ポイントとしてはむしろ来年度にかけての設備投資増加の持続性如何が大事なところだと思う。持続性に加えて電気機械中心の増加がもう少し裾野を広げていくのかどうか、今後の注目点ではないかと思う。それから民需の第二として個人所得については、雇用者所得が昨年度までのマイナスの状態から、僅かではあるがプラスの方向へシフトしてきていると思う。プラスといっても度合いは非常に小さくて、今のところ前年比1%弱程度のプラスに止まっている。冬のボーナス、あるいは来年度のベアが今後の節目になっていく訳であるが、それらを展望しても何かこれまでと大きく屈折するような数字が出てくることはなかなか予測し難いので、1%程度の雇用者所得の増加トレンドが暫く続くのではないかと思う。そういう意味では個人部門が企業部門の後から少し遅れてついていくパターンが暫くは変わらないように思う。問題はその程度の雇用者所得の改善の下で、需給ギャップが持続的に縮小していくに足る程度の成長——それは恐らく2%前後の経済成長ということだと思うが——が可能かどうかポイントになるが、設備投資のモメンタムが持続するならば、恐らくそういうことも可能ではなかろうかと思う。過去1年間の経過をみても、雇用者所得の伸びは今よりも少し低く、政府固定資本形成が昨年初をピークにその後1割程度レベルダウンしてきている中でも企業収益に支えられた設備投資の増加傾向が生じ、今日まで持続してきているので、海外環境が余程大きく変わるようなことが避けられるならば、投資の持続性にも期待をかけられると思う。しかし、そこがどうなるかが、一番のポイントであろうと思う。

第三の点は物価の動きである。今週海外出張をして、改めて最近の原油価格上昇の捉え方が、日本と特にヨーロッパ諸国では非常に違うことを再認識した。ヨーロッパではこれが一種の社会問題になっているし、その社会問題が高じて賃金の上昇を誘発しはしないかという警戒心が非常に強い状況だと思った。ただ日本では石油の影響を込みにしたうえで、卸売物価が僅かにプラス、CPIが僅かにマイナスの状態であるから、物価への影響は今のところ軽微だと思うし、状況が急に変わると思えない。需給

バランスが緩やかに改善しつつあるが、需要圧力が物価に対してこれを持続的に引き上げる程の力強さはみられないと思う。また、コスト面からみても雇用者所得の伸びが1%前後であれば、コスト圧力が物価面に生じてくる段階でもないと思うので、物価は横這い圏内を続け、その中で収益の増加や労働分配率低下の動きと両立するような物価の展開が続くのではないかと思う。

最後にゼロ金利解除後の市場の動きをみると、この1か月の間にアップダウンはあったが、結局ゼロ金利解除を決定した前後の頃と余り変わった動きにはなっていないと思う。株価の軟調が続いているのが何故か、あるいはいつ頃これがどちらの方向に変わるのかが当面のポイントだと思う。期末を控えた持ち合い解消の動きがやや加速していることが最近の軟調の主たる理由であるとするれば、それ程心配はないのではないかと思う。という訳で幾つかのポイントをみた限りではゼロ金利を解除する時点で思ったような判断、つまり緩やかな成長が当面持続するということに落ち着くような気がする。以上である。

速水議長

次に藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

執行部から報告があったように最近の指標はやや振れが大きくなっているが、よくよく吟味して見れば景気は緩やかに回復しているというこれまでの情勢判断を変える必要はないと思う。4~6月のGDPは前期比1.0%と前期に続いて高い伸びとなった。この結果仮に7~9月以降がほぼ横這いで推移したとしても今年度は2%近い成長を達成する計算になる。GDPの各項目を見ると公共投資が大きく増加したり、設備投資がマイナスになるなどの動きはあるが、これらは公共関連財出荷や設備投資の先行指標などとはそぐわない面がある。やはりGDP統計はある程度均して見るべきだと思うし、実際1~3月と4~6月を均して見ると官需から民需へ

のシフトという大きな構図は維持されてきているように思う。

この間GDPベースの個人消費が大型店の販売統計などから窺われる消費動向に比べ、しっかりとした動きになっていることは心強い材料だと思う。その他の経済指標は概ね緩やかな回復という見方に沿った動きと思う。とりわけ家計の雇用・所得環境の面では6月と7月を合わせた特別給与は前年比若干のプラスとなっていて所得全体についても緩やかな改善が始まっているように見て取れる。

次に金融資本市場の動向については、ゼロ金利解除から8月下旬までの間とそれ以降とで分けて見た方が良いかと思う。8月下旬までは株価の上昇、長期金利の若干の上昇、強含みの円相場という組み合わせが実現した。全体としてみればゼロ金利解除は冷静に受け止められ、むしろ日本買いといった好ましい相場展開を現出した。その後8月下旬以降は現在に至るまで国債増発懸念やアメリカNASDAQの下落、ユーロの下落など新しい要因が加わってきた。ただ長期金利は一頃2%近くまで上昇した後、また1.8%台に戻っているし、為替相場も106円から107円程度で推移している。総じて金融為替市場の変動は小さいものに止まったと見て取れる。やや気になるのは株価の足取りで、最近弱目の動きが続いていることである。足許の相場下落には、中間期末に向けた持ち合い解消売りや利益確定売りなども寄与しているようなので、こうした特殊要因が一巡した後の相場の展開を注意深く見守っていきたいと思う。さらにマネーなど金融の量的指標も、引き続き弱い動きが続いている。貸出面では、IT関連などで新規の資金需要も出始めているとのことであるが、全体として返済圧力が強いために、直ちにプラスに転じていく訳でもなさそうである。こうした量的指標低迷の主因は、基本的には収益の好転や金融システム不安の後退などによるものだと思うし、景気回復と両立するものと考えているが、引き続きよく点検していきたいと思う。同時に世の中でこうした表面的なマネー関連指標の動きをもって金融の引き締めという誤解が生まれぬよう、これまで以上によく説明していく必要があると思う。取り敢えず以上である。

速水議長

それでは次に田谷委員お願いします。

田谷委員

全体としてあるいは基調として景気情勢をどう見るかについては、前回の会合時と変わっていない。ただ7月の経済指標、例えば輸出、設備投資の先行き、あるいは賃金動向などで弱目に出たものが見られる。最近の軟調な株価も弱めの景気先行指標などの動きと共にこうした経済指標に反応した景気の先行きに関する気迷いを反映したところもあるように思う。7月の経済指標が弱めに出た理由の一部は7月が土曜日から始まったため、平日の業務日数が昨年比べて1日少なかったことによるところがあるように思う。8月は逆に昨年比べて1日多くなるので7、8月を均してみることが必要であろう。季節調整はしても日数調整をしていない統計も多くあるように思う。

ところで第2四半期の国民所得統計が発表になったが、個人消費が予想以上に強く逆に民間企業の設備投資が前期比下がり、これまでの企業先行・家計遅行型の景気回復シナリオとは逆になった。しかしそうしたシナリオが崩れたとは思われない。国民所得ベースで個人消費の数字は前期比1.1%増だった訳だが、これは各種の消費関連指標からすると少々強目に出た感があるし、雇用者所得の伸びも高目に出た。最近の他の雇用・所得関連指標から判断してももう少し緩やかな伸びに落ち着いてくるものと思われる。ただ、雇用・所得関連指標が限定的ながら改善してきていることは事実である。労働力調査によると就業者数の減少は7月には前年比-0.1%まで小さくなってきたし、雇用者数は+1%と概ね横這い圏内ながら僅かなりとも増加気味になってきた。特に注目すべきは最近の自営業者、家族従業員の減少が第一次オイルショック時に次いで大きなものとなっているが、それを雇用者の増加でほぼカバーする形になっている点である。経済構造の変化を吸収しながら労働市場の悪化が回避されるようになって

てきている。所得面でも、毎勤統計によると、夏のボーナスはほぼ確実に前年比プラスになりそうであるし、生産の増加に伴って所定内・所定外給与は緩やかな増加を続けている。公務員賃金の低下を考慮しても全体として前年比の賃金は下げ止まったと思われる。各種の消費者コンフィデンス指標も基調としては改善してきており、トレンドとして見れば消費性向の下げ止まりも明確化してきている。消費水準指数、小売販売額などの動きからも分かるように、月々あるいは四半期毎の振れを伴いながら個人消費は緩やかな回復に向かいつつあると思う。

次に設備投資は、国民所得統計ベースで第2四半期は前期比マイナスになった。7月の機械受注も前月比大幅なマイナスになった。これらのことから一部に設備投資の先行き懸念が出てきたが、これらの数字は特殊要因によるものを含めた大幅上昇後の反動減の側面が強いと思われるし、機械受注の場合は日数調整の問題もある。トレンド線を描いてみれば設備投資、あるいはその先行指標である機械受注が依然として増加傾向にあることは間違いないと思われる。企業収益の回復は明確化してきているし、生産の増加傾向も変わっていない。第3次産業活動指数の昨年来の上昇傾向も変わっていない。企業先行・家計遅行型の景気回復シナリオは崩れていないと見るのが妥当と思う。公共投資は昨年末の補正予算執行が第2四半期で一巡したようなので今年後半は下落するだろう。来年前半の動向は今年度の補正予算に依存することになる。民間住宅投資は、今後の減税延長論議の帰趨にもよるが、今後仮に低下するにしても大きく景気の足を引っ張ることにはならないように思われる。輸出、特に対米、対欧州の輸出について慎重な見方が台頭してきたが、欧米景気は今のところ依然として順調なのでここ1月、2月の動きだけからの即断は避けた方が賢明のように思う。以上、景気回復基調は外部からのショックや環境の激変がない限りここ暫くは続くと思われる。

物価については原油価格の上昇で輸入物価の上昇率が高まっているが、今のところ国内物価は落ち着いている。8月の国内卸売物価は前年比+0.2%、7月の全国消費者物価指数(除く生鮮)は、前年比-0.3%であっ

た。第2四半期のGDPデフレータの前年比下落率は若干上昇したが、輸出物価デフレータの大幅下落や公務員賃金の低下を映した政府最終消費支出デフレータの下落の影響もある。国内の需給状況をよりよく反映した民需デフレータ、あるいは民間最終消費デフレータの下落率は昨年末に比べると若干小さくなってきている。全体としても物価情勢は足許デフレ状況が強まっているとは言えず、横這いないし若干弱含みといったところには変わらないと思う。マネーサプライの動向については、後程金融政策に関する議論のなかでゼロ金利解除後の金融市場全般の動向をレビューしようと思うので、そこで触れたいと思う。以上である。

速水議長

次に植田委員をお願いします。

植田委員

現状の見方については既にプレゼンテーションのあった3人の方と大差ないので、極く手短かに話したいと思う。今日の会合の趣旨から言うとレビューすべきは利上げの経済への影響、それを含めて実体経済の今後をどうみるかであると思う。前者については、まず金融資本市場への影響から考えると、取り敢えず短期の影響は出尽したと思われる。その結果は基本的に予想される範囲内であったし、特に大きな混乱はなかったと思う。株式市場の動向は心配ではあるが、軟調な動きを続けているのは8月の利上げの影響というよりももう少し中長期の経済の姿に対する見方、および極く短期の需給要因によるものかと思う。利上げとの関連で言えば、株式市場はある意味では織り込み済みだったような気がするし、これに対して債券市場はむしろ逆にゼロ金利解除後、どちらかと言えばやや普通のパターンで景況感の変化や債券需給等に反応するようになったとみられる。こうしたやや違った反応が出たことについて、どう見るのかはおもしろい点なので今後の分析の対象かと思うが、参加者が必ずしも同じではないので反応が違ふことは十分有り得ることかもしれない。それから利上げの実体経済、

あるいは物価動向への影響については、もう少し長い期間を取って考えないと何も言えないことは既に何人かの方が指摘されたとおりに思う。それも含めて今後の実体経済については、総じてここ1か月位出たデータを見ると想定していたパターンと比べて余り強めの指標は出ていない一方で、やや不安を感じさせるデータも幾つか出ているように見える。しかし、これも良く見てみると必ずしも今の段階でものすごい不安に思う必要はないという部分が強いように思う。加えて、全体として緩やかな回復基調にあるというこれまでの見方を変更する必要はないと思うが、やや不確実性が色々なところに出てきているので引き続き今後のデータを見守りたい。

後は既に出た点の繰り返しだが、その中では設備投資の持続性が一つの焦点かと思う。設備投資を引っ張っているIT関連の伸びの持続性に関連しては、調統からの説明にもあったように世界規模でのIT関連財の需給動向が一つのポイント、あるいはそれを早めに反映するアメリカの成長株、NASDAQ等の動きも一つの興味深い点かと思う。また中小、特に非製造業の設備投資がどれ位伸びているかもポイントであるが、取り敢えず第2四半期はそこがやや伸び悩んだことから見ると、中小非製造業の設備投資のここ半年強の伸びの中に、98年からの資金制約が改善されたことによる一時的なものがあつたことが必ずしも否定できない気がするので今後それ以外の部分がどれ位伸びていくか注目したいと思う。消費については一進一退という皆さんの感じと私も同感であるが、データを素直に見るとGDP統計については思ったよりやや強めのデータが出ている一方、その他の指標はそれ程でもないと思うので、このギャップについて今後分析が必要かと思う。物価・賃金については賃金は思ったほどではなかったが、ボーナス全体としては漸く下げ止まったところである。その他の物価指数については卸売物価指数を除いて弱めの動きとなっている。田谷委員も指摘されていたがGDPデフレーターについては不気味に大幅な下落が続いているので、これについてはその意味を分析し、対外的にきちんと説明する努力が必要のように思う。以上である。

速水議長

篠塚委員をお願いします。

篠塚委員

景気の状態については、緩やかに回復しているという先程の執行部の情勢判断で私も良いと思っている。また先行きについても民間需要の自律回復が持続する可能性が高いと私自身も思っている。さらに金融情勢、金融資本市場も含めた金融一般の情勢についても、先程執行部の説明にあったとおり、まだ実態的な判断をするまでのデータも揃っていないので現時点で判断することは差し控えたいと思う。現時点ではゼロ金利解除後1か月しか経っていないが、今のところ大きな混乱がないということでほっとしている。今回は主に実体経済について新しく出たデータなどを中心に判断の材料を少し追加したいと思う。まず、最初に設備投資については、11日に公表された今年4～6月期の実質GDPの統計において、前期比-3.3%と3四半期振りに減少した。しかし、設備投資は先行指標なども踏まえると景気のメインエンジンである位置付けはまだ健在であると評価している。その理由の第一点は機械受注である。機械受注統計を見ると7月には前期比-11.7%となって7～9月期の見通しの達成は難しくなったようにも思うが、均してみると増加基調が続いていることは事実であって、5四半期連続の前期比増加は十分に可能であると今のところ判断している。また、受注額を機種別に見ていくと、従来型の例えば産業機械とか工作機械などにも増加傾向がみられていることも比較的安心材料かとみている。第二番目に大蔵省の景気予測調査を見ると、土地購入費を除く中小企業の設備投資計画が全産業ベースで本年5月時点の前回調査に比べ前年比で-7.4%から+11.6%へと大きく上方修正されていることである。第三番目に4～6月期の法人企業統計で設備投資を支える企業収益が引き続き改善基調にあることが確認できる。製造業で見ると売上高が前年比+4.3%増加しているし、営業利益、経常利益もそれぞれ前年比で+57%、

+55%と非常に大きい伸びを示している。非製造業についても前年比+2.6%の増収であるし、同+30%の経常増益になっている。さらに、こうした企業業績の改善の背景には売上高が増加しているだけでなく、リストラの効果が非常に大きく寄与している。この点を私は労働分配率に着目して統計を分析してみた。労働分配率を見ると特に製造業では98年の第4四半期から非常に大きく低下している。また非製造業でも、製造業に比べるとマイルドではあるが、均せば労働分配率が低下傾向にあることがはっきりと読み取れる。2000年4~6月期の労働分配率は、製造業が59.6%である。これをゼロ金利導入直前の98年第4四半期と比べると-9.4ポイントとなっている。非製造業についても2000年4~6月期の労働分配率は51.9%で、これも同様にゼロ金利導入直前の98年第4四半期と比べ-5.3%ポイントになっている。こうした分配率の動きの背景をもう少し詳述すると、第一に製造業の総人員が4~6月期に前年同期比で8.5%減少している。この数字は第2次石油危機の82年10~12月期や83年1~3月の-4.2%を大きく上回るもので、過去最大の減少である。人員の整理をしたことは明らかである。二番目にその結果製造業の人件費は法人企業統計が始まった54年以来、前年比で-5.7%と最大のマイナス幅を記録している。三番目に売上高人件費率も低下基調である。人員削減の効果もあり製造業の販売管理費は今年の4~6月期に前年同期に比べ1.8%減少しており、これも売上高経常利益率の改善に寄与していると思う。第四番目に、企業マインドについても大蔵省の景気予測調査の景況判断指数、BSIを用いると、大企業・製造業が小幅低下したが引き続きプラスを維持する一方で、大企業の非製造業もプラスに転じており、先行きも改善が続く見通しになっている。

次に個人消費についてはGDPの4~6月期も本年1~3月期に続いて前期比で+1.1%と高い伸びとなった。今年4月に導入された介護保険制度がサービス支出を嵩上げしている面もあるが、1~3月期も閏年要因から押し上げられていた面もあるので、4~6月期の個人消費は伸び率が実勢に比しやや強すぎるように感じている。これを以ってして個人消費が強い

とまで言う積もりはないが、これまで個人消費は非常に弱い弱いと言いつづけていた気もするので、個人消費についてはもう少しニュートラルにみるべきではないかと今は思っている。小売業や流通など今消費を巡る状況が変動しているので、伝統的な販売統計だけでは現在の個人消費の実勢を正確には捉え切れていないと、改めて強く思った次第である。

雇用・所得環境の面では、GDP速報を見て雇用者所得についても全体的に歯止めが掛かっている印象を強く持った。大蔵省の景気予測調査の雇用人員に関する判断を見ると、大企業では9月末時点で過剰超過の判断であるが、中堅企業・中小企業ではそれぞれ不足超過になっている。さらに大企業では前回6月時点の見通しに比べると過剰超過の幅が縮小している。全体的に雇用の過剰感が薄れている傾向にあることがこの統計からは確認される。二番目に、労働需給では、有効求人倍率が99年の第3四半期の0.47倍を底にして、緩やかな上昇を続け現在7月時点で0.6倍となっている。これらに関連して、リクルート社の求人雑誌に掲載された関東近県の求人広告件数に対する応募者の比率を指数化したものがある。この指標は首都圏の有効求人倍率として読み替えてもいいかと思うが、リクルート社の求人広告からみた有効求人状況を全国の有効求人倍率と比較してみると、両者は同じような動きを示しており、特に全国の有効求人倍率に比べるとこのリクルート社のデータは景気に先行する形で動いている。そして、最近急ピッチで倍率が高まっているのが確認できた。

企業収益改善の背景である総人件費抑制姿勢は雇用者所得にとって重石になっているが、企業活動の盛り上がりや背景に僅かずつながら家計所得も増加していることが雇用の面からも展望できると思っている。例えば今年の夏季賞与は6~7月を均してみると、前年比+1.0%と前年水準を僅かであるが上回っている。私は今年の4月最初の会合で、昨年は収益が赤字であるなどの理由から中小企業を中心に夏季賞与を支給する事業所の数が減ったけれども今年の夏季賞与では状況が変わるのではないかと申し上げたが、実際に夏季賞与の支給事業所数の増加が確認されたことを力強く思っている。今後の企業収益の改善および先行きの改善状況などを踏

まえると、この冬の賞与についても支給事業所は昨年冬には前年割れであったが、今年は夏に続いて増加するのではないかと考えている。こうしたこと等から今年の冬の賞与支給額が前年を上回ることは十分に期待できると予測している。昨年10～12月期には個人消費が前期比で-1.6%と大きく落ち込んだし、そうした教訓もあって今年度下期の腰折れを懸念する見方も市場等にあるが、以上のような統計の状況から今年度下期は昨年とは状況が違っているのではないかと判断している。こうした中で、GDP統計を改めてみると、雇用者所得が実質ベースで1～3月期前期比+3.9%に続いて、4～6月期前期比は+0.2%とプラスとなっている。また名目でみても同じく1～3月期前年比が+0.5%に続いて、4～6月期の前年比は+1.4%と高めに出ている。統計は客観的に見るべきと思うが、今後の労働分配率が急ピッチで低下していくこと、また毎月勤労統計や労働力調査などから計算したユニット・レーバ・コストの試算結果が4～6月期前年比-6.3%であったことなどを踏まえると、果たして雇用者所得がこれほど強くて良いのかといった印象を持った。先程植田委員も指摘していたが、これからデータを精査して、所得、消費の関係がどのようになるか注意深くみていきたいと思っている。以上である。

速水議長

中原委員、お願いします。

中原委員

まず7月の景気動向指数を分析すると、景気の変化方向は上昇局面にある。DIの先行・一致ともにそれぞれ2か月連続、15か月連続50%超である。しかしながら量感から申し上げると、ピークアウトとは言わないまでも頭打ちした可能性が非常に強くなったと思う。それはCIの先行・一致が前月比でマイナスになってきていることにも表われており、変化率で取ってみると、CIの先行・一致ともに低下が明確であるし、特にCIの一致は変化率の下方へのトレンドが極めて明確である。それから長期先行

指数の変化率では金融重視型が6~7月に極めて低い数字となっているほか生産重視型は6月マイナスの後7月はマイナス幅を拡大しており、長期先行指数から見た来年第2四半期位までの見通しは、大変弱いといえると思う。一致C Iと遅行C Iの比率の前年比を取ると12月をピークに、6月-2.9%、7月-5.0%である。これは景気あるいは鉱工業生産指数の前期比に半年位先行する性格のものであるので、赤信号が灯ってきている。大蔵省の景気予測調査でも景況判断を見ると大企業・中小企業、製造・非製造の別なく、7~9月の現状判断、10~12月見通しともに前回を下回っており、方向感は弱体化している。

次にQ Eの4~6月の消費が非常に強く出たが、名目では前年同期比で-1.7%というのが家計調査の全所帯の数字である。Q Eではこれが名目で+0.3%である。家計調査からG D Pに加工する場合に控除される項目が住居、自動車購入、保険・医療サービス、移転関係で、この四つを差し引くと先程の-1.7%が-2.6%になる。それに民間の消費に占める割合である約6割を掛けた-1.6%がQ Eベースとなる。今回非常に異例なことに世帯数の伸びがあり、これがQ Eの消費量に対して0.8%の貢献をしている。さらに直接推計する家賃、自動車、医療の合計が0.8%である。このうち家賃は消費全体のウェイトが18%位であるが今回0.6%と特別に大きく出ている。それを全部足すと四捨五入の関係があって-0.1%となる。それから介護保険の移行分の消費への寄与度が名目0.4%であるから、-0.1%+0.4%で0.3%という先程のQ Eの数字になってくる。実質にすると+1.1%であるから、世帯数の伸びと家賃の伸びが非常に効いてきている。しかも単身世帯はバラツキが大きいため今回入っていないが、単身者の消費支出は落ちてきており、これを入れると低くなる。

次に公的需要は1~3月が小さく出過ぎた訳であるが、その理由を綿密にヒアリングしたところ、99年度の決算見込み額をかなり絞った結果1~3月が小さく出たということで、昨年と全く逆である。また事実地方で8千億円程度の不使用がたったことも極めて重大なことである。いずれにしても出来高統計と公的需要の動向がこの1~3月、4~6月と食い違って

きている。それから公的需要の加工値でみると平成7年度の43.3兆円が最近のピークであり、それから10年の39兆1,000億円までダウンしているのが現実である。そういう訳であるので、公的需要はこれからも趨勢的に減ることはほぼ間違いない。

民間設備投資も法人季報とQEを比べてみると法人季報の中で顕著なのは、中小企業資本金1,000万円以上の1~3月+20.3%が4~6月+11.2%と半減したことである。中小企業資本金1,000万円以下は統計がない。さらに金融機関、個人企業もQEに入っていないが、個人企業経済調査等の数字でみると個人企業の1~3月は+78.5%だったのが4~6月で+19.2%に下がっている。そういう訳で、中小企業の資本金1,000万円以上であるとか、個人企業の投資の伸びが下がってきているのが特色である。それから最近発表になった企画庁の4~6月民間企業資本ストックの速報によると、新規投資額は前期比で+2.8%と3期連続の増加となっているほか、ストックは前年同期比で3.1%であるから、非常に緩やかな増大が続いている。法人季報で内容をみると、設備投資を行なう業種が非常に偏っており、しかも一時的なものが多い。4~6月でみると投資の伸びがプラスになっているのは僅か4業種で、後の9業種はマイナスである。しかもプラスになっているのは、不動産の38.1%が筆頭であるが、これは持続性がない。それから電機が18.0%でほとんど1~3月の18.9%と変わらない。サービス業——これはパチンコとか旅館であるが、——が半減して17.3%であり、先程申し上げた中小が下がっている原因である。それから食料品の13.9%の四つの業種であって、持続性が疑問視される。有形固定資産の回転率の改善とITの伸びは非常に強い相関があるが、今回の局面では回転率が余り上昇しないまま設備投資が増大している。これは簡単に言うと、人件費を圧縮したとか、設備廃棄を行なうことによりキャッシュ・リッチな状況を作って、余剰金の一部をITに回していることを意味しており、先行き売上高の増加がない限り、こういったITの増加は難しい。もう一つのエビデンスは機械受注で、7月の達成率が1~3月103.1%、4~6月102.1%から7月90.2%と下がってきており、

96年、97年と似たような動きにある。IT関連産業自体をみても、IT投資自体が若干下がっているし、IT産業の非IT投資が急減している。機械受注も船舶・電力を含め全体の受注額をみると前年比で-7.6%である。そういった中で、電気通信機械、それから半導体製造、通信それぞれ低下しているのが特徴である。

次に雇用・所得である。先程篠塚委員が少し言われたが、4~6月法人企業で人件費の削減が前年同期比-5.4%、人員のカットが-5.1%であるから、GDP統計の雇用者所得が前年比+0.5%、+1.4%と2四半期連続で増加になっていることと合わない。雇用者所得はリストラされた人員の分だけ低下しているはずであるが、退職金あるいはその他の一時金の支払で押し上げている可能性がかなりあるのだと思う。それからもう一つのインプリケーションは、一人当たりの人件費がほぼ横這いで据え置きであることがこれから分かることで、主として人員カットにより固定費を削減している訳である。雇用者賃金の単価が下げ止まってきたことが毎勤統計からも実証されているが、これから公務員のリストラが本格化するので雇用・所得については予断を許さないと考えている。ポイントは人件費の抑制が企業によってこれからも行なわれるかどうかである。もう一つ法人季報で気になったのは企業収益である。前から私は、交易条件の悪化が続いており、企業収益に影響を与えていると言っていたが、4~6月売上高の増加率は+3.1%であるが、売上原価は+3.7%で、売上原価の方が伸びてきている。企業のリストラについては、今の人員のこともあるが、法人季報をみると短期の借入金が-5.1%、長期の借入金が-3.0%とこの期が一番大きく短期借入金を返済している。長期借入金の返済は、11年4~6月からみて今回のマイナスが初めてであるので、企業はいよいよ財務のリストラに本格的に乗り出した訳で、その裏返しとして銀行の貸出が伸びないのだと思う。ROAも若干改善はしているが55~90年の平均ROAが約4%であるので、4~6月の2.9%では、まだまだ程遠い。そういった中で問題は総資産の額が依然として増えていることである。これは多分土地の評価替えによるものと思うが、ROAの分母が膨らんでしまったという問題点

も出てきている。

鉱工業生産について簡単に申し上げますと、過去のピークを抜いた業種の中で、はるかに抜いたのは電気機械だけであり、一人勝ちである。あとピークを抜いているのは、化学除く薬品とパルプ、紙・加工紙であるが、この二つは抜いた後で反落しているかもたもたしている。鉱工業生産の全体をみると、91、97年のピークの二つは同じ高さであるが、現在は97年のピークにまだ追い付いていない状況である。その関連で在庫循環について、X軸に出荷指数、Y軸に在庫指数をとってみると、これまでの景気の山である80年2月、85年6月、92年2月は、第一象限にある45度線の下で止まっている。そして97年3月だけは第四象限のところまで止まっている。今回は第一象限に入った訳であるので非常にピークに近いのではないかと思う訳である。

最後に輸出入について申し上げますと、世界景気についてのOECDの先行指数が最近発表になり、99年11月の+6.0%をピークに、それから低下を続け、7月は+3.0%まで鈍化している。そういった中で韓国等に問題が出てきているから、これからの日本の輸出環境は必ずしも楽観を許さないと思う。以上である。

速水議長

三木委員お願いします。

三木委員

まずゼロ金利解除の評価を申し上げますと、ゼロ金利解除後の実体経済、マーケットの動きは今のところ予想どおりの線を辿っており、景気回復の足を引っ張るような影響はみられず、判断のタイミングとしても評価できると思っている。

本日はその次の問題である実体経済の現状と先行きについて、私はミクロの面に焦点を当てて話をしてみたいと思う。

まず実体経済を総括すると、設備投資を中心にした内需の緩やかな拡大

に支えられて景気は回復軌道に乗ったと思う。そして民需の自律回復による持続的な経済成長の道筋が見えてきており、着実にその方向に進みつつある。つまり輸出、公共投資という外生需要主導型から、民需主導型へのシフトが徐々にかつ着実に進んでいると思っている。4～6月のGDPまでは主として輸出と公共投資に支えられてきた訳であるが、7～9月以降は徐々に民需主導の姿になることが見込まれると思うし、实体经济を担う現場の動きをみても、こうした変化を「物の動き」という面から掴んできた感じである。ただ、先行きのリスクはなお残存しており、三点指摘しておきたい。一つは雇用・所得の回復に時間がかかる中で、個人消費は平時に戻ったに過ぎず、今はまだ脆弱であること、二番目は公共投資による下支えがなお必要であること、三番目は、輸出は先行き減速する可能性が強いこと、である。

以下主な需要項目の評価と留意点について申し上げる。まず設備投資についての全体観は先程の調統の説明のように4～6月のGDPでは小幅のマイナスに振れている訳であるが、6月以降の実体面での増勢基調は崩れていないと判断して良いと思っている。IT関連主導型の投資動向は変わっていないし、通信、運輸など非製造業・大企業ではなお抑制色が強いが、その他の業種では規模を問わず回復感が出てきている。ただ能力増強投資にはまだまだ時間がかかることに変わりない。引き続き拡がりを伴いながら増勢基調を維持しているとみてよいのではないかと思っている。それから設備投資の先行指標も割と良い数字が出ているので持続性も当面キープできる。機械受注は先程から話があったように、7～9月の見通しは前期比10.7%、前年比30%の高水準で走っているし、非住宅・民間の建築着工床面積をみても増加に一服感が出ているものの前年比ベースでの伸びは7月も+31%とかなり高いことから、当面高水準の工事量が期待可能である。

輸出は今後減速する公算が大きい。一つはアジアの現地在庫の積み上がり懸念である。現地のランニング在庫に過剰感が出ている。アメリカ経済の動向次第では、一時的な剥落現象が見込まれると思う。これがわが国の

アジア向け輸出の減少に繋がる可能性に気をつけておかなければいけない。二つ目は、アメリカの自動車販売の落ち込み懸念である。原油高を背景に、米国の自動車販売は年率 1,700 万台のかつてない高いレベルから 1,600 万~1,500 万台レベルのペースに減速する可能性が高い。そうなる
と日本の自動車輸出に響いてくる可能性がある。既に日本の自動車メーカーは輸出の剥落も織り込んで 10~12 月の生産計画を立てているが、この 10~12 月の計画を見ると、当初計画に対して約 3%の減産計画を織り込んでいる。

住宅は持ち家が一巡してマンションで支えられている姿であるが、着工戸数は徐々に減少していく公算が大きいと思う。内需主導による景気の自律回復のためにも、来年 6 月で期限の切れる政策減税を延長して、住宅着工を下支えしていくことが必要ではないかと思っている。それから本年度の当初予算ベースの公共投資は、昨年度補正後予算のずれ込みを考慮した年度対比でみて 2、3 兆円の段差が出るだろうと思うが、これを埋めるための補正予算が現在政府で検討されている。民需の自律回復に向けての支えとして、需要創出という意味ではなお望まれる措置だと思う。ただ財政再建路線への道を念頭に、質・量の両面から効率的な補正を組んで頂きたいと期待している。特に質の面では従来型公共投資から脱却して、日本経済の活力を高めるための社会インフラ、福祉、環境、ITといったものに重点を移し変えることが必要ではないかと思っている。

次に、在庫については、先程中原委員からお話があったが、在庫循環の面からみた場合に、一部素材業種で生産調整に追い込まれる兆しが出てきている。つまり第一象限の 45 度線を越えかけており、今後注意を払っていく必要がある。

個人消費は、足許の家計調査をみる限り家計は引き続き所得の目減りに合わせて消費を控える身の丈に合わせた消費スタンスを続けていて、一進一停の評価には変わらないが、自動車、家電、旅行といった品目のサプライサイドの統計を見ると、間違いなく量は増えてきている。量は増えてきているために生産現場にもその意味での回復感がやっと出てきているの

だと思う。生産者側からみると、価格が落ちているために消費の回復感になかなか繋がらないが、この状態を以って平時と考えるべきではないかと思う。今の個人消費はあくまでも普通の状態で、大きな伸びもなければ落ち込みもない、平時に戻っただけに過ぎない状況であるが、一方企業から家計に、そしてそれが個人消費に繋がって行く環境は整ったといえる。ただ、雇用・所得の回復には時間が掛かるので、個人消費の動向にはなお注意を要することに変わりないと思っている。

企業収益は回復基調にあるが、バランスシート調整を抱えている中で、なお回復感は脆弱だと言わざるを得ない。従って家計部門への波及まではなお時間が掛かる。企業収益の中身が脆弱だという理由は、本業であるコア部分については内需の回復を受けて、量の回復はみられているものの、メガコンペティションの強まりの中で価格面での回復感が湧いて来ないため収益に力強さが伴わない結果になっているためである。二番目に超低金利による金融収支の下支えという非コア部分の収益にかなり依存している姿であることもある。三番目は、当面年金債務の処理、あるいは時価会計導入等で潜在的な減益要因が控えている、という三つがあるのだろうと思っている。

最後に実体経済の今後の課題として、二つ付け加えておきたい。一つは構造調整の遅れである。民間の自助努力による構造調整がなお道半ばであり、それを抱えての景気回復である以上、これ以上の問題先送りは日本経済の再建にとって非常に問題となる局面まで来たと思う。二番目にこれは特にミクロの立場で申し上げたいが、物作りの基本が疎かになっている点である。この1年半、H2 ロケットの失敗、JRのトンネル崩落、原子力事故、最近では食品の一連の事故、三菱自動車に始まる自動車の問題等、製造業での物作りの原点である技術と品質管理が忘れられているケースが非常に目立つ。強調したい点は、この原点を忘れて構造改革を進めても意味がないことである。最近ではITがもてはやされているが、ITは単なるテクノロジーであり、ITだけで飯は食えないことである。ITを使って物を作る、サービスを提供する、ここに意味があるのであって、この原点

論議をもう少し日本経済は考える必要がある局面だと付言したいと思う。

それから最後に物価を巡る動向について触れたい。物やサービスの価格である物価は企業業績に直結するだけに、企業経営者の関心は非常に高い。最近の産業界の物価に対する見方はなお弱い状況にある。確かに実体経済は量の面では着実に回復感を強めているが、価格の面では物価がなお下がる、下がった価格はもう戻らない、こういう弱気な見方が蔓延している。このメガコンペティションの中で、競争による価格下落と合理化・生産性向上によるコスト引き下げの両者のスピードが相拮抗していれば問題ないが、今はぎりぎりの均衡状態になってしまったというのが彼らの実感であろうと思う。しかもバランスシート調整を抱えて企業体力が立ち直っていない段階だけに、物価の基盤の弱さが先行きの展望にさらに陰りを落としているのではないかと思う。GDPデフレータのマイナス幅が拡大していることから、まだデフレではないかといった声が彼らから強い。我々は足許の物価は需給の弱さに起因する物価下落ではなく、流通の合理化、あるいは国際競争力コストへ持っていくための価格破壊によるいわば良い価格下落であって、経済にはプラスと評価しているが、実体経済を担う企業経営者には決してそのようには映っていない。従って、我々と産業界の見方の間にこういう点の落差があることを注意しておく必要がある。

マーケット環境では、わが国の輸出入決済通貨の大部分はドルであるが、ここに来てユーロの最安値更新の動きに一部の企業が影響を受ける可能性が出てきた。一つはユーロ通貨圏でわが国輸出商品の国際競争力の低下が起こっていることである。二つ目はユーロ圏の現地企業の連結決算での収益に円換算値の目減り現象が起きていることである。特に第一の方の問題を受けて、本邦輸出企業では国内における川上の素材メーカー、関連部品メーカーへの値下げ要請に踏み切る動きが今懸念されている。過去何回かあった対ドルでの円高問題と同じ現象が起きる懸念である。企業にとってはたださえ物価の基盤に対する不安がある局面の中で、ユーロ安が追い討ちをかける格好になりつつある点が危惧される。長期金利については、補正予算の規模次第で、国債の需給不安が再び台頭しかねないので、国債

の発行計画と市場心理の変化を注意深くみておく必要があるのではないかと思う。それから株式についても最近の株価下落は持ち合い解消による一時的な動きと思われるが、株価は景気動向の先行指標の側面もあるので、市場が描く企業業績回復、景況見通しを注意深くみておく必要があるのではないかと思っている。以上である。

速水議長

最後になったが武富委員お願いします。

武富委員

本日の会合ではゼロ金利解除の影響について一言二言申し上げるべきだと思う。この1か月間、金融市場について言えば大きな混乱はなかったという評価でよいかと思う。足許の株価がもう一つ強くないことは、皆さん指摘されたように若干心配ではあるが、主たる要因は、中間期末を控えたある種特殊な需給要因が中心だろうと思う。債券市場については、一時景況感の上振れを反映していたが、それが足許の色々な経済指標をみて元に戻ったような感じの動きと、補正予算との絡みで先行きの国債増発とその中身にも若干目が向いたことによる需給要因も少し視野に入っただけの展開が交差していると思うが、今のところ大きい混乱はないように思う。実体経済面への影響はまだ時間が足りないので、評価をするのは時期尚早だと思う。ゼロ金利解除前に喧伝されていた心理面を通じた実体経済への悪影響については、今のところ看取されないと思う。例えば金利感応度の高い分野で需要がやや後退しているかであるが、例えば住宅販売の現場で今のところそういう話は聞いていない。そもそも日本では金利感応度の高い需要項目は、アメリカなどに比べても少ないから、そういう意味の影響は出ていないと思う。企業金融を通じた貸付市場や資本市場を通じた実体経済への影響については、執行部からも話があったように、まだ十分材料がないが、そもそも今の局面は、そのルートそのものを使いたくても使えない構造になっているから、そう大きい影響が出てくるとも思えない。

次に足許の景況と先行きの見通しについて申し上げる。この1か月間に
出た7月の月次統計を見る限りもう一つすっきりしたものではないが、所
詮大きな構造調整下での循環的景気回復であるから、景気回復が一本調子
で進むことは初めから想定はしていない訳で、こういう構造調整下の景気
回復は90年代半ばでも経験済みのことだと思ふ。先行きに関しての大勢
観は、企業部門の調整がかなり進んできた結果、その辿り着いた水準は前
回の景気回復期の山であった97年の1~3月、4~6月位のレベルまでき
ていて、恐らくそれを先行き凌駕する意味では、企業の体質改善を伴った
緩やかな景気回復を今暫くは展望しても良いのではないかと思ふ。例えば、
法人季報ベースで全規模、全産業の労働分配率をとると、4~6月期は
66.4%までさらに下がっている。この水準は97年1~3月の景気の山の時
の66.6%を少し凌駕するところまできている訳である。損益分岐点比率
については、既に今年の1~3月に83.7%まで低下していた。これも97
年1~3月期がちょうど83.7%であったので、前回の景気の山と同水準ま
できており、4~6月期についても97年4~6月期と比べて少し良いとい
う損益分岐点比率の改善の流れは大勢観として続いていると思ふ。このよ
うなことで、企業の収益基盤は相当改善の度を強めている。例えば売上高
営業利益率でいくと、今度の不況の最悪期が98年4~6月期だったが、こ
の時の売上高営業利益率2.09%は今年の1~3月期には3.27%、4~6月
期も2.94%とほぼ3%内外まで戻っている。前回景気の山の97年1~3月
期、あるいは4~6月期も同じ比率は3%弱であったので、こういう面
でも前回の景気回復のピークまで辿りついていて、今の流れからするとこれ
よりもさらに良くなってくると思ふ。この結果、減価償却費も入れた
キャッシュ・フローが潤沢になって、問題となるストック面の調整、ある
いは処理余力が高まっている。それが端的には借入金の返済進捗に繋がっ
ているのだろうと思ふ。従って為替が急激に円高になるようなことがなけ
れば今暫くは企業収益も増益基調が続くのではないかと思ふ。その為替に
ついては、これまでの円高に対して企業努力で対応してきた結果、例えば
経常損益ベースで見たブレイクイーブンになる為替水準も4~6月期は相

当改善してきている。あくまで試算であるし、絶対水準そのものは少し幅を持って見ないといけないが、104円弱～107円位の間と、一応試算結果としては漸く110円を切るところまできているようである。従って現行のような水準で安定的に推移してくれば為替面から企業収益が大きく悪影響を受けることはないと期待したいと思う。

以上良い面の話をしたが、労働分配率がこれからももう少し改善するということは、個人セクターに対してはある程度厳しい状況になる訳で、皆さんが指摘されているように、個人消費は回復までもう少し時間が掛かると思う。しかし労働分配率が下がったからといっても、企業活動が活発になって雇用機会も増えるとか、残業が増えるといったように、限界的にはプラスに働いているので、労働分配率の低下と個人消費の緩やかな回復は、どこかのタイミングで両立する局面を迎え得ると思う。それから企業のフロー面の改善がストック面の問題の解決に向けられていることは、結局金融政策の影響が及ぶルートの貸付市場が空白になるという意味で問題を残しているものの、企業体質の改善としてはプラスに評価できるのではないかと思う。さらに敢えてリスクということ言えば、情報関連財の需要がグローバルベースでかなり強く持続性もあるとは思いますが、それに対応して日本だけでなく欧米諸国で設備能力の拡大をしてくるので、需給が当初予定よりは少し悪くなるようなルートは一つあり得ると思う。ただ相当棲み分けが進んでいるので昔のメモリーの時のような大きな反動はなかろうと思っている。ただ、私はむしろ素材にそういう部分があるのかなと思っている。今鉄鋼と化学のアジア向け輸出が堅調で、それが景気を一部リードしているところがある。化学など一部の商品については情報関連財の好調からの良い影響もあるが、アジア諸国も化学プラントの増設を今年の後半から来年前半位で能力化出来るタイミングに入っているようである。90年代前半にアメリカの景気が良くなってアメリカのメーカーのアジアに対する供給力が不足した間隙を縫って日本のアジア向け化学製品の輸出が出来た経緯がある。しかし、90年代後半に入って、欧米各資本のアジア政策をみると、アジアのマーケットを重視しシェアを落とさない

スタンスに変わってきている節もある。このようなことを考え合わせると、需給的に少し引き緩みがあるかもしれない、アジアとの国際分業に絡む輸出動向が少し変化する可能性があるという目で今後の景気を点検していく必要があると思う。以上である。

速水議長

それでは金融経済情勢について追加的な意見や議論がありましたら自由に発言して頂きたい。金融政策運営に直接関わる意見はまた午後に伺いたいと思う。

先程植田委員が株価が 16,000 円位のところでふらついていることを懸念されていたが、私の感じでは三木委員も指摘していたように、中間決算の前に持ち合いを少しでも高く売って利益を出すという企業行動によるものだと思う。新会計制度等が始まるので皆この 9 月末決算に向けて少しでも高くなったら売る行動に出ており、上値に重みがかかっている。これだけ収益が上がってきているから上がるはずであろうが、こういう要因が大きいことが実態だと思う。

それからユーロが著しく下がっていることは、理解が出来ない面もあるが、アメリカに投資した方が儲かるということが作用していると思う。アメリカの労働の生産性が高いこともあって、大量に直接投資が出ていることがきっかけになってユーロは 91~92 円まで下がっている。そういう情勢の中で原油価格が凄く上がってきたことは、ヨーロッパの国々にとっては大変なことだと思う。先程山口副総裁も言及していたし、昨日までヨーロッパにいて色々見て来たと思うが、原油が 30 ドルを超えて上がってきているので、ヨーロッパはユーロが安くなり原油も高くなって益々物価が上がっていく可能性があることを非常に心配しているのだと思う。そうかといって協調介入は出来ないと思う。今度の場合は産油国の輸入意欲が強いため入った資金が還流していくので、世界の金融為替市場が混乱することは起こらないと思うが、上げていく原因が今一つはっきりしないだけに長く続けば日本にもかなり響くはずである。それでどれ位まで上がって

くのか、日本はこれに対してどういう準備が出来ていて、余り心配しないで済むのか、その辺のところを知りたいところである。山口副総裁、如何か。

山口副総裁

どこまで上がるのかについては、皆が知りたがり、しかしなかなか答えがない状況だと思う。答えがない一つの理由は今の原油需給の逼迫が世界的成長率の加速をバックにしたファンダメンタルな需要増の部分が多いからだと思う。加えて非常にスペキュラティブな——サウジアラビアの人に言わせれば、市場マニピュレーションに近いような——需要増加が加わって高騰している部分もあるようで、そういうのが一体どれ位の大きさなのか、また長続きするのか良く分からないという不確実性が市場の中にあるような感じがする。ただ、サウジなど生産者サイドの話を知っていると、彼らは価格が高いところで安定しかつ持続することが一番良い訳であって、余り高すぎると、今度は中期的に石油代替的なエネルギーの開発の動きによって、ついこの間まであったような1バーレル10ドル台のところへ大きく下落してしまうのではなかろうかとも同時に心配している。従ってぎりぎりのところで安定し、供給者にとって有利な価格とはどの程度なのか、そうした価格帯を模索している状況であって、数字にすると20ドル台の半ば位である。そうすると今よりは10ドル位低いところが長期的に目指している価格ということになり——これは建前の議論かもしれないので、実際にそういうところへ誘導するような供給政策をとるかどうかが良く分からないが——そこへ少しずつ収れんするような動きであれば、余り問題はないだろうと思う。アメリカ、ヨーロッパとも、日本とはインフレーションの状態が違っているので、状況は日本よりは深刻であるが、以前に比べて石油へのエネルギー依存度が格段に低下しているので、かつて石油価格が大幅に上昇した時に比べれば今回の影響ははるかに小さいはずで、そこは冷静に対応する必要があるのではないかと欧米とも言っている。これが直近の議論の特徴点だったと思う。

速水議長

ヨーロッパでは末端のガソリンスタンドとか輸送関係で騒いでいるのであって、製造業への影響は余り出ていないという状態ではないのか。

山口副総裁

ヨーロッパでは石油のリファイナリーからガソリンスタンドなどへ石油を輸送するルートにストをかけてしまっているため、末端のガソリンスタンドで物が無い状態が続発しており、これが一種の社会問題になりつつある。

中原委員

私は石油屋であるから、少し解説する。まず需給関係は、先程調統から話があったように増産が急増しているため供給過剰に陥る可能性が出てきている。IEAなどの発表した実績見通しによると、OPECの生産量は第1四半期が26.5百万バレル/日、第2四半期が27.8百万バレル/日であるから、130万バレルの増産になっている。そのうちイラクは230万から280万まで50万バレル増産している。直近のOPECの生産は6月が27.79百万バレル/日、8月が28.79百万バレル/日なので、第2四半期に比べさらに+100万バレル/日になっている。生産の見通しでは、第3四半期が大体28.3百万バレル/日、第4四半期が28.7百万バレル/日、来年の第1四半期が29.0百万バレル/日なので、需要の下方修正を頭に入れると、在庫は第3四半期には1日当たり320万バレルの積み上げ、第4四半期には30万バレルの取り崩し、来年の第1四半期には130万バレルの積み上げとなり、今の見通しであると在庫は補填される可能性がある。ただし、80万バレル増産するとの声明は新聞にははっきり書いてはいないが、10月1日から11月12日OPEC総会までの1か月半位のことである。それから来週にOPECの40周年を記念して、OPEC首脳がベネズエラのカラカスに集まる予定である。

OPECの増産が可能になったのは、イランとサウジが和解したためであるが、ベネズエラは強硬派の筆頭なので、そのベネズエラで開かれるOPECの40周年首脳会議がどうなるか注目される。もう一つはスペキュレーションの話であって、今山口委員も指摘されていたが、一番著しいのはブレント・マーケットである。ブレント・マーケットは通常WTIがブレントに対して1ないし1.5ドル/バーレル上鞘であるが、先週はブレントがWTIに対して逆に3.25ドル/バーレルの上鞘になっている。先週の木曜日にはほとんど38ドル/バーレル台に乗せ、その後急落して、火曜日の終値は31ドル70セントである。こういうマーケットのスクイズあるいは市場のマニピレーションを行なっている主体は同じだと思うので、これは司法問題になることがほぼ確実であると思っている。それからもう一つの留意点は在庫が低いために、先物の相場でヘッジマージンが現在マイナスになっており、精製業者としてはスポットブレントを購入する動機がない。そこで在庫が片一方で取り崩されることになる。ブレントはアメリカの東海岸、一部はガルフコーストのリファイナリーまでつかえているので、このOPECによる増産と精製業者による在庫の取り崩しは綱引きになる。いずれにしても増産した油のかなりの部分はまだ海の上に浮かんでおり、消費国に着いていない状態である。

ヨーロッパが騒いでいる一方で、日本が騒がない理由は、ヨーロッパはシェル、BP、エクソンモービル、フランスのトータル社の4社位しかない寡占状態であり、価格の転嫁が容易である。その結果、暴動などもあり、直近12日にはイギリスの給油所の60%が閉まってしまった状態になっている。そこでEUやイギリスでは独占禁止法を扱うモノポリ・コミッションがメジャーのプライシング・プラクティスを調査しようとする段階になってきている。一方日本では過当競争のために正当な価格転嫁ができていないので、消費者には負担をかけないで、石油会社はその負担を被っている。それから価格がどこまで上がるかについては、価格の上限があって、その点を私は若い時に研究して国際学会でも発表したが1960年のUSドルを使うと、大体ピークが第一次オイルショック1973年の5ドル/バー

レルである。2000年のUSドルは1960年に比べて大体5倍で、アメリカの経済規模が2倍になっているから、ノミナルタームで現在に直すと $5 \times 5 \times 2$ で50ドルとなる。つまり第一次オイルショックと同じ影響を被るのは50ドルに上がった時である。ただしこの間に、石油の使用効率の上昇があるので、それを入れると例えば60~65ドルということになる。目先の目途は名目で恐らく40ドルを突破するかしないかであると思うが、片一方でOPECによる増産があり、それが消費国に到達するまでのラグの問題もある。他方でマーケットスクイーズの調査の結果暴落するかもしれない。それからアメリカの中小の石油業者が高いスポットオイルを買うのを手控えている。同時にクリントンが戦略的石油備蓄を放出して、スワップを行なうことが考えられる。例えば、これからヒーティングシーズンになるので、3か月とか5か月とかの期間、現在の0.9をやるから何か月先には1で返せというような物理的なスワップ・スキームがとられるかもしれない。

日本への波及については、石油化学などはナフサが高騰しているので、今この価格転嫁を懸命に図っているところである。以上である。

速水議長

それ程上がっていかない見通しなのか。

中原委員

私はこれからはそう上がらないと思う。先程申し上げたようにブレントで38ドル近くになり、WTIで35ドルを超えているから、波はあると思うが、いってもせいぜい40ドルで、これも余りないと思う。

ただもう一つ忘れてはいけないのは、アメリカのエアーラインが実需で先物を買っていることで、それは全部現物で引き取る実需買いであることである。今年の年末にかけて非常に大きな波乱がくるのではないかと思う。

速水議長

ここでお昼にしたいと思う。1時10分に再開する。

(午後0時21分中断、午後1時13分再開)

速水議長

それでは先程に続いて、何か追加的な議論あるいは質問がありましたらどうぞ。

中原委員

先程言い忘れたが、現象的に言うと石油の高値は10年サイクルで回っている。73年、80年、90年、今度は2000年である。そういった意味でも恐らくサイクルとしてもあるのではないかという気がする。

山口副総裁

先程確か3人位の委員が、第2四半期のGDPデフレータの低下がさらに大きくなったことに触れていたと思う。調査統計局のスタッフから指摘を受けて数字をチェックしてみると、今年の1~3月までは実質GDPの前年比よりも雇用者所得の前年比の方が低く、単位当たりの雇用者所得、いわばユニット・レーバ・コストは下がり続けている。その関係が4~6月になって逆転して、実質GDPの前年比が1%、名目雇用者所得も1.4%になり、ユニット雇用者所得が前年比で上昇した。ユニット・プロフィットはどうかというと、これは当然相当上がっているはずである。そうするとユニットプライス、つまりGDPデフレータがなぜ下落するのか、ましてや下落がさらに大きくなるのかという疑問が出てくる。このQEの中で生産サイドと分配サイドとの整合性がとれているのかどうかこの限りではよく分からない。また、篠塚委員がユニット・レーバ・コストが大幅に下がっていると言われたのは毎勤統計…。

篠塚委員

それは法人季報統計である。

山口副総裁

それとの整合性の問題もある。指摘されていたように確かにこの辺はよく精査しておく必要があると思う。

篠塚委員

私は一番最初、GDPデフレーターが余りにも下がり過ぎているのでどうしたのかと色々見ていくうちに分配率が下がっていながら雇用所得の方が非常に上がっているのです、おかしいと思った。しかし、まだこれは一次速報値の段階でまだ三面等価の推計値になっていない訳だから今後注意深く見ていきたいという指摘だけしておいた。

植田委員

私も同じ質問をしようと思ったが、経済企画庁からの出席者がいないので聞けないでいる。

篠塚委員

来たら聞こうと思う。これは物価に関してかなり大きなテーマなので是非注目していきたいと思っている。

田谷委員

所得の伸びは1.44%であるが、ちょっと高い気がする。それが高いのか、デフレーターが低く出過ぎているのか両方なのか…。

(午後1時17分小峰経済企画庁調査局長入室)

植田委員

小峰経済企画庁調査局長に質問であるが、第2四半期のデータで法人季報でみると労働分配率が大幅に下がっている。賃金雇用者所得の名目GDPに対するシェアもそうだと思うし、さらにユニット・プロフィットも増えていると一般に思われている。従って名目GDP、あるいはGDPデフレーターが増大していないとおかしいと思うが、現実には大幅に低下しており、皆整合的にうまく合わないという感じを持っている。如何か。

小峰経済企画庁調査局長

突然難しい問題である。GDPデフレーターに公的部門も相当寄与したりしているが、ちょっと即答はしかねる。研究してみる。

篠塚委員

確かに公的部門が入っていて、政府最終消費支出のデフレーターは、確か4~6月には-3.4%と3四半期連続でマイナス幅が拡大してはいるが、公的部門は寄与度からみても小さいと思った。分かったら教えて下さい。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に移りたいと思う。

これまでの討議を踏まえ、次に金融政策運営について今回お一人5分程度を目途にご意見を伺いたいと思う。山口副総裁から願います。

山口副総裁

当面の金融政策については、前回決定したコールレート 0.25%を目安に運営していくことの継続でよいと思う。前回の決定会合でゼロ金利解除に賛成票を投じた時、私自身が考えていたのは、経済情勢の変化に応じて政策金利を微調整していくという考え方だった訳であるが、そういう意味からすると需給ギャップがまだ拡大しつつあった時期に採ったゼロ金利

政策は、ギャップの縮小を展望できるようになってきた情勢の変化に合わせて解除することが適当であると思った訳である。さてここから先どうかと考えると、私自身は先程申したように緩やかな景気の回復傾向を展望しているが、その回復のテンポ、あるいは需給ギャップの縮小テンポは、予見される限りではまだ緩やかなものに止まるのだろうと思う。また午前中議論されたように賃金コストからの物価の上昇圧力が生じてくるリスクも極めて低いと思う。加えて来年の後半辺りになると見通しはまだまだ非常に不透明だと言わざるを得ない。特にそこでは私も含め何人かの委員が指摘されたように、設備投資の持続性如何という問題が待っており、そこを見極めるのが非常に重要なポイントだと思う。従って当面は需給バランスの着実な改善が実現し、それが持続していくような景気回復が必要だと思うし、そういう景気回復を支援することに金融政策の主眼を置くべきであろうと思う。そういう意味で現状維持である。

速水議長

藤原副総裁、お願いします。

藤原副総裁

差し当たってはゼロ金利解除後の金融経済情勢を慎重に見極めていくことでよいのではないかと考えている。従って金融政策は現状維持を支持する。先行きについては当面緩和スタンスを継続して景気回復を支援していく方針の下で情勢を見極めていくことに尽きるかと思う。この考え方はゼロ金利解除に際しても十分説明したとは思いますが、マーケットでは先行きの政策スタンスについて随分先走った思惑が生じた場面もあった。引き続き私たちの考え方を丁寧に説明していく必要があると思う。非常に簡単であるが以上である。

速水議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

ゼロ金利政策解除はこれまでのところ市場に冷静に受け止められてきたと思う。これはほとんどの方の判断と同じである。短期のマネーマーケットでは当初レートの振れもみられたが、その後は適切な日銀のオペレーションもあって落ち着いている。長期金利は今月初めまで景況感の強気化、財政悪化懸念、国債の格下げ懸念等から上昇気味になったが、その後の景況感の修正、再利上げ思惑の後退、民間部門の資金需要の弱さなどからの押し目買いで若干低下した。長期債市場の反応は概ね冷静だったと思う。株価の当初の反応は債券市場以上に冷静なもので、8月末頃までは景況感の強気化、NASDAQ市場の上昇、外人買いなどもあって上昇した。その後NASDAQ市場の調整、国内景況感の変化、中間決算期末を控えた法人の売り、また益出しクロス取引が困難になるとの思惑や日経株価指数の銘柄入れ替えに関連した売りといった要因等から低下し、足許の株価水準はほぼゼロ金利解除直前に戻っている。最近の軟調な株価に金利の上昇や円高もある程度は寄与しているとは思われるが、これまでのところ決定的な要因とは考えられていないと思う。今月以降の市場における株価見通しは、実現するかしないかは別にして、年末に向け好調な企業業績や郵貯資金の流入期待などを反映して上昇するとの見方が強いようである。為替市場における円相場も、当初若干円安になった後円高になったが、それも限定的なものだったといえると思う。以上の見方、つまり市場はゼロ金利解除をかなり冷静に受け止め、これまでのところ混乱はほとんど起こらなかったという評価は、多くの人に共有されていると思う。

一方、金融の量的な側面では、オーバーナイトのコールレートが上昇することで準備預金が減り、マネタリーベースの伸び率が下がった。また普通預金が金利面で相対的に魅力を失い、法人預金の一部が銀行CP等に流れたりしたこともあって、M2+CDの伸び率が8月は前年比1.7%にまで下がった。ただ広義流動性の前年比伸び率は3%台半ばで安定的に推移している。金融市場では現在構造変化が起こっており、今後とも資金のシ

フトは様々な金融資産の間で起こると考えられ、こうした下では様々なマネタリー・アグリゲイトの動きを全体としてみる必要があると思う。また当面相対的に狭義のマネーサプライの伸び率は下がるかもしれないが、金融不安の有無、設備投資と企業のキャッシュフローとの関係、金融機関の貸出態度、個人・法人の債務返済動向等からその意味を考えることが必要かと思う。

金融政策については、経済・物価情勢に変化がみられず、金融市場もそれなりに落ち着いており、現状維持でよいかと思う。今後とも経済・物価情勢や金融市場動向とともに金融の量的側面などにも注意して政策を考えていこうと思う。以上である。

速水議長

植田委員、お願いします。

植田委員

私も現状維持で宜しいかと思う。一応前回反対した手前、一言コメントをさせて頂く。仮に前回ゼロ金利解除をしなかったとして、今回どうだったか今考えてみると、株価も依然として不安定であるし、もの凄く下がっている訳ではないが、物価も弱含みであるので、今回もゼロ金利維持に投票したような気がする。

しかし今回は 0.25%の現状維持に賛成である。理由は簡単なことであり、ゼロ金利解除は私の見方ではやや早すぎた解除、あるいは利上げだったと思うが、だからといって上げた直後に大きな経済情勢の変化なしに直ちにまたゼロに戻すと、日本銀行は何の定見もない中央銀行であるという評価を受け、その金利引き下げから大した効果も期待できないと思う。違う表現をすると、ゼロ金利政策は金利の低い水準と、時間軸の効果両方合わさって大きな影響を及ぼしてきたのだと思う。仮に今ゼロに下げて、さらにデフレ懸念払拭までまた続けると言ったとしても、時間軸の効果はほとんど復活しないと思われるし、0.25%の水準下げだけでは大した効果は

ないと思う。むしろそういう朝令暮改のような政策への不信感、あるいは政策一般への不確実性を高めるというマイナスが懸念されるかと思う。ということで、今回は現状維持で宜しいかと思う。

速水議長

それでは篠塚委員お願いします。

篠塚委員

ゼロ金利を解除してまだ1か月しか経っていないこともあり、この効果は十分に見極め得る状況ではないと思っている。しかしゼロ金利解除については多くの批判も受けたが、執行部からの報告にもあったように、幸いにして現時点では金融資本市場で利上げによる大きな混乱もなかった訳であり、その意味では私は金融政策は現在のオーバーナイト物コールレート0.25%でよいと思っている。

当初はインフレ懸念がない中で利上げを押し切ったとの批判を随分受けたが、その後つぶさに意見を拾ってみると、市場ではそのテーマから次のテーマに関心が移っていると私自身は思っている。すなわち日銀は次のステップに向けてどのような政策的な枠組みで臨んでくるのかにもう関心が移りつつあるのではないかと思っている。次のステップにどのような政策的枠組みで臨むかといった国民の要請について、私達は何らかの答えを出す必要があるのだろうと思っている。そうでないと、例えば現在は幸いにして市場は落ち着いているようであるが、また再利上げの思惑などがあり、市場が混乱することも起こりかねないと思うからである。こうした課題に応えるものとして、我々としては物価レポートを公表すると言っているのですが、その公表の結果に注目が集まっているのではないかと思っている。しかし、私の個人的な意見では、物価レポートがこうした課題の全てに答えると期待されるとすれば、それは危険ではないかとさえ思う。すなわち過去1、2年の日本経済を考えると、ゼロ金利政策というぎりぎりの措置を行なわなければならなかった程、経済が異常な状況であった。現在

は漸くこうした状況から抜け出したところであり、こうした点は実体経済の動きや色々な経済指標が少しずつ緩やかに改善していることから理解できると思う。しかし、依然として経済の歩みはバブル崩壊等の大きな重石が残る状況のプロセスにあり、その中で極めて緩やかな回復基調を歩み出した初期の段階だと思う。このように日本経済の回復力はまだ安心できる程強くはないので、これに対応する金融政策も、この時点ではリジットなものにするべきではないと思っている。経済の実態を十分に検証してゼロ金利政策の解除を提案したが、先行き本当にどうにも立ち至らなくなったならばゼロ金利に戻ってもやむを得ないのではないかという気持ちでいた。ただ直ぐに戻ったのではそれこそ信頼は全然失われてしまう訳であるが、もう少し弾力的に考えても良いのではないかと思う。このような意味で、金融政策運営は、当面現実の経済がどのような成長経路を辿っていくのか、物価がどのような変動を辿っていくのかという情勢を精査・分析し、その情勢判断に即して政策を対応させていく当たり前のことに尽きるのではないかと私自身は考えている。以上であり、金融政策運営は現状維持である。

速水議長

中原委員お願いします。

中原委員

私は、ネガティブな指標が出てきている訳であり、8月の決定会合当時に比べて現在が良くなっているとは必ずしも言えないと思う。ゼロ金利解除に踏み切ったのには、幾つかの理由があった訳であるが、私の理解では一つは構造的なデフレ圧力よりは、循環的な回復力の強さを評価したのだと考えている。極端に言えば、オールド・ジャパンからITに代表されるニュー・ジャパンへと金融政策の焦点が移ったと言えるのではないか。二番目は、雇用・所得動向は必ずしも明確な回復を確認してはいなかったもので、先行きの明確な判断がなされたとは必ずしも思っていない。ただし、

設備投資を中心とした緩やかな回復という認識であったろうと思う。三番目にそごう問題に代表される企業の過剰債務問題、あるいは金融システム問題については、一応問題がないとの判断であったと思うが、特に市場のセンチメントについての判断は必ずしも明確ではなかったように思っている。そういう訳で、その後1か月の経過をみていると、最終消費については4~6月のQEが一時的な要因もあり、過大に評価されている。むしろ人件費のカットが続いていることで、消費も低迷を続けるのではないかと思われる。それから民間設備投資は、伸びてはいるが、伸び率は期待された程強くない。持続性もさる事ながら、伸び率自身がそう大きくないのではないかと思っている。公的資本形成については、先程も数字を申し上げたが、財政引き締めが明確であり、平成7年度から年々減っているような状態である。そういった中で景気の循環的な回復がピークに近づきつつあって、実際7月の動向指数では少し腰折れしてきたし、世界情勢もこれから秋口にかけてOECDの先行指標をみても、予断を許さないところに来ていると思っている。そういった中で、GDPデフレーターが下がり、その中で内需のデフレーター、消費のデフレーターも下がっている。それから最終消費支出のデフレーターも1~3月が-0.8%、4~6月が-0.6%とマイナスの低位にある。さらに、CPI総合は生鮮を除いたベースでも横這い程度で改善はしていない。東京都は7月-0.7%、8月-0.8%と除く生鮮で11か月連続の前年割れ、含む生鮮でも12か月連続割れであるから、物価の状況が改善されたとはとても言えない。そういった中で、マネタリーベースが例えば2000年1月から9月11日まで-19.6%と過去最大の下げ率になっており、マネーの収縮が非常に激しい。その前は79年5月から81年4月にかけて-11.9%、その後も90年1月から92年の12月にかけて-11.6%である。今回はY2Kなどもあったが、過去最大の下げ率を記録しているから、問題であると思っている。それから日本銀行の政策の具体的な目標が不明であるので、0.25%上げた理由が必ずしも世の中に十分に分かってもらえない。世界の学界の大勢とも逆行する訳である。そういう状態であるので、私はなるべく早く1.5%ないし2%という潜在成長率

に乗せるように努力すべきであると考えている。以上である。

速水議長

それでは次は、三木委員お願いする。

三木委員

今回の金融政策判断は非常に簡明である。現行の金融調節方針を継続する。

二つだけ付け加えると、景気の回復を確たるものにするためには、超低金利による金融緩和策を続けることが大事である。二つ目は、今政府では財政再建路線への道を念頭に、質・量の両面から効率的な補正を組み、景気を下支えすることを検討されていると思われるので、金融政策としてもこれと整合性を取った政策を続けていくことをアカウンタブルにしていくべきだと思う。以上である。

速水議長

それでは最後に武富委員お願いする。

武富委員

私も現状の金融調節方針を継続することにより、緩やかな景気回復をさらに後押しすることでよいと思っている。先行きについての考え方を言うのは時期尚早であるが、大枠としては景気回復の度合いに応じた金融政策をグラジュアリズムで遂行していくことでよいと思う。このことが市場には分かり難いといった声もあるが、抽象的にはそういう大枠以外のものはないだろうと思う。その大枠の中でももう少し具体的に分かり易いと市場が思うだろうものをどう工夫していくか知恵を出す必要性があるとは思いますが、今の日本経済の段階ではそういうことに馴染む段階かどうかという判断も別途しておくべきだろうと思う。経済が新しい構造へシフトしていく大きな過渡期にあって、経済自体が色々展開しながらどこに中長期的な新

しい尺度があるのか探っている段階である。

ましてや我々が勝手にこれが中期的な尺度だとあてがってしまうのは、却って経済の本当の意味の自律的な調整能力を削いでしまうかもしれないと、謙虚になるべきだろうと思う。従って、仮に何らかの尺度を考えるにしても、そういう過渡期の限定付きの尺度のようなもの考えるかどうかなのだろうと思う。端的には例えば潜在成長率がどの辺にあるのか。これはまだ経済自身も模索しているのだと思う。大体定常状況の時でも潜在成長力を計算することは、色々な問題がある訳である。色々な尺度について理論的、実務的な知恵があり、その意味で道具は多少あるが、そういうものも基本のところはやはり潜在成長力をどうみるかが大きな軸になっており、その軸たるべきものが極めてはっきりしない状況である。そういうことをよく踏まえたうえで、今後の運営姿勢の透明度を高める道具立てを考える時にもよく配慮していくべきだろうと思っている。透明性を高めろとか、分かり易くしろと言うのは簡単であるが、そういうことを言うに馴染む経済の展開とそうでない展開の局面があるとすれば、今はそうでない局面であることを忘れてはいけないという感じがしている。やや蛇足であるがそういうことを先回りしてちょっと言っておきたいと思う。

速水議長

それでは次に私の見解を申し上げたいと思う。

本日はゼロ金利政策を解除した後の最初の会合であり、皆様からは、その後の金融経済情勢の評価や今後の政策運営の考え方などについて、意見を頂いた。まず、ゼロ金利政策を解除した後の金融資本市場の動向では、執行部からの説明にもあったように、全体として落ち着いた展開を辿ったと思う。8月半ば以降は、市場参加者の景気の見方が少しずつ前向きになっていく中で、日本国債の格下げやユーロ安、米国株価の下落といったような新たな要因が加わった。金融・為替市場が大きく動くまでには至らなかったが、このところ、株式市場が軟調な動きをしているので、この辺りは注意してみていきたいと思う。実体経済面では、この1か月間に出た指

標の中には、特殊な要因もあって大きく振れたものが少なくなかったようであるが、それでも企業収益の改善が続き、今年度の設備投資計画は上方修正されていること、雇用者所得の減少傾向に歯止めが掛かったことなどが確認できる。

ゼロ金利の微調整については、4月頃からここで真剣に討議が行なわれてきた。最近のGDPを見ても、1～3月が年率で10.3%、4～6月が4.2%と、これらは瞬間風速であるが、アメリカ、ヨーロッパなど他の国と日本の格差が少しずつ狭まってきた感じがする。勿論、この7～9月も、これまでの指数を見る限りそう悪くはならないと思うが、10月短観がどのように出てくるか楽しみにもう少し待ちたいと思う。しかし、これ位の数字が出ている時に、金融市場で金利がゼロであることは、考えようによってはやや奇異なものであったのではないかと思う。そういう意味では4月から皆様と真剣に議論をして、4月以降市場に対してもゼロ金利はなるべく早く解除したいということをコミュニケーションし始めて8月に実施ができたことは、それを市場が冷静に受け止めてくれたこともあって、今のところは間違っていないかと思う次第である。このようなことで、企業部門の改善を起点とした経済の前向きな循環メカニズムが続いている。景気の現状認識としては、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先月の判断を維持しておいてよいと思う。

先行きの物価動向については、当面は、これまでの基調に大きな変化が生じるとはみていないが、原油価格の動向とその影響については注意深く点検していく必要があると考えている。

以上のような認識を踏まえて、当面の金融政策運営については、現在の金融緩和スタンスを維持して、物価の安定を確保する下で、景気回復を支援することが適当だと思う。従って、本日は現状維持でいきたいと思う。

以上は、皆様方の議論を議長として纏めさせて頂いたものであるが、これから先は、「金融政策の方向」についての私の考え方を申し述べたいと思う。これから何をするのかと色々聞かれるが、私がゼロ金利解除の後の課題として、考えるところを少し述べさせて頂きたい。先般の解除後、委

員の方々には非公式にゼロ金利解除後の課題について聞かれれば、私は市場の活性化といったようなことを話したいと申し上げたが、これからの経済政策の重点は、皆さんも指摘のとおり、官から民へ、いわゆる民間の自律的主導による構造改革の達成ではないかと思う。これなくしては景気の長期的な安定成長はできないと思う。こうした中で金融政策面、あるいは金融調節面で目指す方向は何かといえ、経済に必要な資金供給を十分に行なっていくことはもとより、金利機能をフルに活かして、市場の活性化を図っていくことであると思う。かつてフリー・フェア・グローバルといった言葉が流行したことがあるが、市場の活性化はやはりこういった言葉に表わされているのではないかと思う。特に国債、社債、手形、株式といったものの市場を拡大し、流動化していくことが今私共にとって大切な課題ではないかと思う。

次にこのことによって、家計の面では、1,360兆円という金融資産が、これまでのような銀行の預貯金というような間接金融一辺倒ではなく、その一部を多少のリスクがあっても直接金融市場へシフトさせていくような魅力ある市場化を図っていかなくてはいけない。先進諸国と比べてもその方向を目指すべきであろうし、制度的にもペイオフが始まり、護送船団方式がなくなって、家計が金融機関の選択をしていかなければならない大切な時期であるから、そういうことをも含めて直接金融の方途をもっと拡げていくことが必要ではないかと思う。三つ目は海外からの長期、短期の投資を円の市場に巧く受け入れていく市場や諸制度の整備が、これからの円の国際化に繋がっていく道だと思う。これらの取組みを一つ一つ固めていく必要があると思う。

最後には、郵貯がまだどうなるか分からないが、郵貯も含めて進む金融の再編にどう対応していくかは、これからの課題の一つであることは間違いない。決済制度をRTGS化等により合理化していくことも当面の課題であるし、グローバル化を進めていくことも私共の課題であることを忘れてはならないと思う。このようなことを市場の活性化という言葉で捉え、執行部にも一度考えてもらい、議論しようとしている次第である。市場の

活性化へ向けて、どのような問題があり、どのような対策があるか、議論して参りたいと思っている。以上私の当面の課題として捉えていることに対する考えの一端を述べさせて頂いた。

先程来の物価の安定に関する総括的検討については、現在執行部で取り纏め作業を急いでいる段階である。この報告書の早期公表に対する各方面からの期待の強さを踏まえると、10月の決定会合で、委員会の了承を得たいと考えており、またこの方針については、19日の記者会見でも簡単に触れたいと思うが、それで宜しいでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

それではそうさせて頂く。私からは以上であるが、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、意見や議論があれば自由に発言下さい。

中原委員

少し逆戻りして申し訳ないが、先程から出ているように先行きのリスクは大きく二つあると思う。一つは原油価格の動向であり、もう一つはアメリカ株価の行方である。アメリカの株価について詳しいことは申し上げないが、以前山口委員からのご質問であなたは急落する、急落すると言ったが、いつになったらアメリカの株が下がるのかと尋ねられ、今年の8月と申し上げた。私はサマーラリーが終わってよいよ危険な時間帯に入って、今月から10月の末にかけて危険な時間帯が来ると分析しているので、アメリカの株価は大きく揺れる可能性があると思っている。もう一つ、アメリカの30年国債の利回りは、8月に5.62%をつけて、私の見通しでは恐らくこれが底値になってこれから上がる。そして、これが世界的に波及して長期金利高が世界的に波及すると思っている。それから日本の株式はNASDAQに似て動いているので、当然アメリカの株価の影響を受ける。グローバルゼーションと言う以上は持ち合いも解消されるし、PERも割

高なところが落ちてきて、いずれアメリカあるいは欧米並みになる。従って日本の株価はどちらかと言うと低下方向へのバイアスがあることを忘れてはいけないと付言しておきたい。

速水議長

他に何か意見があるか。

篠塚委員

植田委員に質問がある。まず最初に先程現状維持と言われたのはゼロ金利を解除した現在の政策金利である 0.25%での現状維持ということなのか。そうだとすると、前回大勢がゼロ金利解除した際、慎重に見極めたいとして植田委員は反対された訳であるが、その時の説明に、「学者的な関心でさらにテイラールールに基づいて計算などしてみたい」と言われていた。新しく計算し直して何か新しい変化が出たのかどうか、お知らせ頂きたいと思う。

植田委員

1か月前とどこが違うか考えてみると、インフレ率は大差ないかGDPデフレーター等の情報を入れれば微減位である。实体经济は年率の成長を見込まれる分の12分の1だけ上に行っているので、両方合わせてプラス・マイナス・ゼロ位だと思う。従って、前回この辺だと思っていた水準と大差ないと思う。

速水議長

よろしいですか。それでは政府から出席された方々からもし何かあればお願いします。

村田大蔵総括政務次官

わが国経済は、先般発表された本年4~6月期のQEによれば、2四半期

連続プラス成長になるなど緩やかな改善が続いているが、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続いているものの、業種や規模によるばらつきが依然存在している。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、未だ確信を持てるような状況にはない。物価についても、GDPデフレーターが6四半期連続で前年比マイナス、消費者物価指数（全国・総合）が11か月連続で前年比マイナスとなっている。このように、景気は緩やかな改善が続いているが、民需の回復力は未だ力強さを欠く状況にあると思われ、政府としては引き続き経済動向を注視しつつ、景気を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、全力を尽くして参りたいと考えている。

他方、わが国財政は、これまで景気回復のため財政出動を続けてきた結果、一段と厳しさを増しており、今後の財政出動に当たっては、公需から民需への円滑なバトンタッチを行なうとの観点に配慮しつつ、予算の内容の効率化を進めることにより、公債発行額を出来る限り圧縮していくことが必要であると考えている。また、補正予算については、財政首脳会議の場等において政府与党で具体的に議論・検討されているが、いずれにせよこうした認識の下、財源は専ら国債に頼れば良いとする考え方は再考しなければならないと考えている。

日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と合わせ、わが国経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済の動向を注視しつつ豊富で弾力的な資金供給を行なうなど、適切かつ機動的な金融政策運営を行なって頂きたいと考えている。政策委員各委員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るようお願い申し上げます。

速水議長

それでは小峰経済企画庁調査局長。

小峰経済企画庁調査局長

本日月例閣僚会議があり月例経済報告が決まったが、景気の判断については1か月前と全く同じである。景気は厳しい状況をなお出していないが、緩やかな改善が続いているとの判断である。また各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心に自律的回復に向けての動きが続いている。

今週11日に平成12年4～6月期のQEを発表したが、実質GDP成長率は季節調整済で前期比1.0%、年率4.2%、前年比で1.0%の数字になって2期連続のプラス成長となった。なお名目では前期比0.4%、前年比では-0.9%の結果になっている。

しかしながら7月以降の景気動向について幾つか懸念材料があると考えている。一つは雇用情勢が依然として厳しいこと。二番目に猛暑の効果が一部にみられたにもかかわらず消費全体の停滞感が依然として強いこと。三番目に原油価格の上昇が米国やアジアに与える影響が懸念されていること。四番目に物価は引き続き弱く、地価の下落も続いていること。五番目に株価も下落していること。六番目に倒産件数、負債金額が増加していること。七番目に金利の上昇や円高の現象がみられることである。また今後の経済を展望すると、機械受注の増加などから企業部門を中心とした緩やかな回復が少なくとも年内は続くと思われるが、これが家計部門に波及するにはなお時間がかかることである。従って経済の現状を考えると本格的な景気回復実現に向け、下方リスクが多いことに留意した用心深い経済運営をなすべきであると考えている。こうした観点から新たな経済対策を早急に策定すべきであると考えている。

日本銀行におかれては、今後とも金融・為替市場に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考えている。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。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現状維持との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。他に議案をご提出下さる方は…。中原委員であるか。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

中原委員案、議長案の順番で読み上げさせて頂く。中原委員案である。

「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」。以上である。

続いて議長案である。「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。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。」。別添対外公表文である。「平成12年9月14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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致or賛成多数）。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。」。

速水議長

中原委員、説明があればお願いします。

中原委員

日本経済を取り巻く状況は前回の決定会合と今回を比べても、今回の方が良くないと私は総合判断をしている。そういった中で4~6月期のQEが出たが、実質GDPの成長率1.0%のうち0.9%までは公的需要によるものである。国内民需による成長、自律的な成長へのバトンタッチが出来ていないという状況にある。そうした状況においては私の提案のごときさらなる金融緩和を行なうべきであると思う。二番目に、消費者物価指数、生鮮を除いても全国は-0.2%から-0.4%、公共投資についても6月-0.9%、7月-0.7%、8月-0.8%とマイナス幅がかなり大きくなっており、デフレ的な様相は依然払拭されてない。GDPデフレーターも直近で-1.9%と6期連続でマイナスなので、更なる金融緩和を行なうべきである。

それから公的な固定資本形成の額が毎年低くなっている中で、秋口以降財政的な事情もあって、これまで以上に締まり気味になると色々問題が起こってくる。恐らく補正が出ると思うので補正が出ることを見越して早目に量的な緩和に踏み切り、潜在成長力とみられている1.5%とか2%まで景気を加速するべきであると思う。それから、マネタリーベースやマネーサプライの伸びが急激に鈍化しているので、為替、株価、長期金利に悪い影響があるのではないかと考えているので、量的な緩和によって实体经济の刺激を図りながら、経済のよりスムーズな成長を図る必要がある。

あとはいつも申しているが、やはり日本銀行の目標は物価の安定なので、それに対して目標数値を明確に国民に示す必要がある、その上で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るべきではないかと思う。

速水議長

何かご質問、あるいは討議があればどうぞ。

それでは採決に移ってよろしいか。ご異議がないようなので採決をする。
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]

金融市場調節方針に関する議案。まず中原委員の議案について採決して下さい。

[中原委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

中原委員提出議案の採決結果をご報告する。賛成 1、反対 8。以上である。

速水議長

それでは次に私の提出した議案について採決する。正式な議案を持ち回って決裁をお願いします。

[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

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

議長提出議案の採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1 である。なお、反対委員は中原委員である。

速水議長

賛成多数で可決された。中原委員はもし反対理由があればどうぞ。

中原委員

一つは量的な指標、例えばマネーサプライの前年比が 4 月の 2.5% から 8 月 1.7%、マネタリーベースの伸びも 4 月の 11.7% から 8 月 4.6% と、

非常に収縮してきている。現行の金融政策のままでは先行き特に為替であるとか、株価、長期金利にも悪影響を与えるのではないかと考えている。

第二の理由は、現在かなりのデフレギャップがあるし、世界経済は今のところ良い訳であるが、色々波乱要因が出てきて先行き予断を許さない状況にあるためである。本日も台湾の株式が急落して安値を付けたし、こういった波乱もあるので、なるべく早いうちに金融スタンスを改めて、より積極的な成長を目指すべきだと思う。

三番目は、勿論物価の下落、あるいは弱含みが続いていて、改善の傾向がないことである。これは消費者物価指数あるいはGDPデフレーターについて然りである。

現在の政策であると、一体何を目標にして0.25%という政策を採っているのか非常に分かり難い。先行き1年あるいは2年先の目標あるいは見通しを出していない以上、常にアカウンタビリティに欠ける。以上である。

速水議長

それでは採決が終了したので、政府からの出席者を招き入れて下さい。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として賛成多数で現状維持が決定された。増淵理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これを以って指示とするので願います。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。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次の議題に移る。金融経済月報の検討に入る。金融経済月報のうち最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえてご検討をお願いします。

まず調査統計局吉田企画役と企画室の雨宮課長からポイントを説明してもらおう。

吉田調査統計局企画役

最初に書いてある総論、いわゆる現状判断に当たる部分は前月と同じである。確認すると「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。」というように前月と同じにしてある。

その他も今回はいわばマイナーチェンジである。各論については、公共投資について、先月まで「高水準で推移している」としていたが、どうやら補正予算の執行も一巡してきたようなので、今回は「補正予算の執行一巡に伴い減少に向かい始めている」と変えてある。それから、設備投資については、前月まで「増加を続けている」としていたが、今回は「増加基調を続けている」と基調を書き入れた。心は法人季報やQEの4~6月前期比でみると設備投資の増加が一服した感じであるが、それでも基調としての増加は変わらないとの判断であったので、そういったニュアンスが出るように工夫したことである。先行きの部分もマイナーチェンジで、公共投資について「遠からず減少に転じる」としていたものを、「公共投資が減少する一方」と直したが、それ以外の書き振りは同じである。確認のため申し上げると、全体観としての景気の先行きの表現は「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」という記述を踏襲している。

物価面では、消費者物価について若干変えている。先月までは「民間サービス価格がやや弱含んでいる」としていたが、春先の外食産業でのハン

バーガーの値下げがそろそろ一巡して 3 か月前対比では民間サービスがプラスになってきており、その一方で7月は電力料金に原油価格の上昇が波及してきたので、「原油価格上昇の影響から石油製品、電力が上昇したものの」という形で入れ替えている。ただ、「これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している」の部分は同じである。

それから念のため申し上げると、物価の先行きに対する記述と同じであるが、例えば「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」という部分、それから先行き色々あって物価指数は総じてみれば横這いしないし弱含みに推移するであろう部分は同じである。以上である。

雨宮企画室企画第1課長

金融パートの方を説明する。まず9月の前半の記述はこの間のゼロ金利解除後の市況の状況を客観的に記述しているものである。若干記述を変えたのは、金融の量的側面のところで、前月まで「基本的に慎重な融資姿勢を維持している。ただ、民間銀行の自己資本面からの制約は云々」というように昨年の2月の公的資本の注入、あるいはゼロ金利政策の実施等を念頭に置いた表現があったが、これを1年以上続けているので、融資先の信用力を見きわめつつ、ある程度貸出を増加させようとしていることをシンプルに書いた点である。

それから民間銀行貸出については、前月までは「基調としては弱めの動きが続いている」だけであったが、前年比マイナス幅の若干の縮小を数字上確認し、ヒアリング等でもその傾向を確認したので、「ただ、このところ、前年比マイナス幅の拡大傾向には、歯止めが掛かりつつある」という表現を入れさせて頂いている。

それから企業の資金調達コストは、ゼロ金利政策の解除を受けた市場金利の幾分の上昇を書いている。企業金融や金融機関の貸出姿勢については、数か月データの蓄積を待って判断したいと考えているが、これまでのところは大きな変化は生じていないとみられるとしている。

三箇所だけ数字を微修正したい。まず長期債の利回りでは、「最近では1.8%台半ばで推移」とあるが、今日1.88%~1.885%になっているので、この「半ば」を取って、「1.8%台で推移している」としたい。それと国債と民間債のクレジット・スプレッドについて、「ほぼ横這いしないしやや縮小」と書いてあるが、4日程前まで縮小傾向だったものが朝方から戻っており、これも前月と同じ「総じてみれば、ほぼ横這い圏内で推移している」に修正したい。さらに為替レートのところで「概ね105~106円台」と書いてあるが、ここ最近の相場を踏まえて、1円ずつずらして「106~107円台で推移している」と修正したい。以上三点である。

速水議長

ご異議、ございませんか。それではこれで採決に入りたいと思う。

[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

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ご報告する。賛成 8、反対 1 である。反対委員は中原委員である。

速水議長

それでは反対理由を述べたければどうぞ。

中原委員

いつも反対してばかりで申し訳ないが、前から問題にしているように、どうして潜在的な物価圧力が大きく後退したと言えるかよく分からない。良い物価下落だとか悪い物価下落とは分けられないと思うし、もし技術革新や流通革命による物価の下落であればアメリカの方がもっと激しい訳であるが、アメリカはCPIで3.5%を超えている。それからもう一つ言えば、GDPデフレーターが1~3月の-1.7%が下方修正されて-1.8%になり、4~6月は-1.9%になっている。消費者物価も改善する姿がみえない訳であるが、そういった中でどうして大きく後退しているといえるか分からない。それが分からないので反対した。以上である。

速水議長

それでは、ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って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。なお、本件の対外公表については先般決定した月報の公表早期化に即して9月18日月曜日の午後2時に行ないたいと思う。

V. 議事要旨（7/17日開催分、8/11日開催分）の承認

速水議長

次の議題に移る。議事要旨についても先般公表の早期化を決定した。本日はそれに則って7月17日分の議事要旨と8月11日分の議事要旨のご承認を頂きたいと思う。お手許にお配りしてある7月17日分の議事要旨と8

月 11 日分の議事要旨について、各々ご異議はございませんでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

宜しいですか。それでは、政策委員会としてはこれを承認することとする。なお、これらの議事要旨は 9 月 20 日の午後 2 時に公表することになる。それでは、決裁をお願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

VI. 平成 12 年 10 月～13 年 3 月の金融政策決定会合開催予定日等の承認
速水議長

最後の議題に入る。10 月から来年 3 月までの半年間について決定会合開催予定日の承認を行ないたいと思う。この半年分について既にお配りしてある日程で宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。

[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

VII. 閉会

速水議長

以上で本日の議事を全て終了した。次回の金融政策決定会合は10月13日金曜日に予定している。本日はどうも有り難うございました。

(午後2時38分閉会)

以上