

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年5月18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）

後藤康夫（審議委員）

武富 將（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）

政府からの出席者：

大蔵省 武藤敏郎 大臣官房総務審議官

(9:00～12:14、14:11～15:28)

経済企画庁 河出英治 調整局長 (9:00～15:28)

(執行部からの報告者)

理事

黒田 巖

理事

松島正之

理事

永田俊一

金融市場局長

山下 泉

国際局長

平野英治

国際局参事

小山高史

調査統計局長

村山昇作

調査統計局参事

早川英男

企画室参事（企画第1課長）

山本謙三

(事務局)

政策委員会室長

小池光一

政策委員会室調査役

飛田正太郎

企画室調査役

門間一夫

企画室調査役

栗原達司

I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を始める。

(午前9時開会)

本日は通常どおり、最初に前々回会合の議事要旨の承認を行い、次いで執行部からの報告、金融経済情勢に関する委員の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議と採決、最後に金融経済月報の基本的見解のとり纏めという順で進めて参りたい。

本日は政府からの出席者として大蔵省の武藤総務審議官、経済企画庁の河出調整局長が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録する約束になっており、委員および政府からの出席者はそのことを前提に発言頂くようお願いする。

II. 議事要旨(4/9日開催分)の承認

速水議長

前々回4月9日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異議ございませんか。

三木委員

今回の議事要旨については作成途中で何回か議論があった。最終的にはある委員の量的緩和についての説明に対する反論、および日銀幹部の発言に対する指摘については、いずれもここで発言があった訳であるが、議事要旨の本旨からみて記述しないのが適当ではないかということで、外してあるという理解で宜しいか。

速水議長

然り。

三木委員

そういう理解であれば、結構である。

速水議長

いずれ議事録としては全部出ることになる。

三木委員

議事録には全て載る訳である。ただ、議事要旨の建前からみると、その本旨から外れているため外したと理解する。

速水議長

それでは宜しいですね。

[全委員が賛意を表明]

政策委員会としてこれを承認することにする。本議事要旨は5月21日金曜日の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

執行部からの報告に移る。最初に前回会合以降の金融調節方針の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いする。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

前回政策決定会合以降の短期金融市場の動向については、ターム物金利が長期ゾーンを中心に大幅に低下し、一段とイールドカーブのフラット化が進むなど、かなり大きな変化がみられている。まず、無担オーバーナイト・レートは当方の連日1兆円台の積み上幅を維持する市場調節を受け、加重平均レートが一貫して0.03%と実質ゼロ金利水準で推移した。この間には、4月末および5月初の大型連休前後の資金繁忙期を挟んでいた訳であるが、都銀等の必要調達額がやや膨らんだ5月6日、7日に最近の平常時に比べて0.02%での出合いが減った程度であり、格別の変化はみられない。加重平均レートが0.03%となったのは4月5日以来であり、営業日ベースでは昨日で27営業日連続となる。

オーバーナイト・レートが実質ゼロ金利水準で極めて安定して推移する中で、ターム物金利が先週に入り再び大幅に低下してきている。例えば、ユーロ円出合いレートの3Mは前回会合時の4月22日には %であったが、5月10日には %、昨日は %と低下している。6Mも同様

に22日には %であったが、10日には %、昨日は %と、先週初来の低下幅は実に10bpになっている。この結果、イールドカーブは前回政策決定会合時からみて一段のフラット化が進んでいる。水準としては、既に3M、2Mが %、1M、3Wが %、2W、1Wが %、T/NとO/Nが %と、概ねフラットな状況になっているほか、6Mも %、1Yも %の水準まで低下している。前回会合以降、長いゾーンでレートの低下が大きく進展している。また、TBレートも3M、6Mともに足許は0.035%まで低下しており、CDの3Mレートも直近では0.05%と、いずれもゼロ近傍の水準まで低下している。

先週以降にターム物金利が再び大幅低下を示している背景としては、第一に都銀の運用調達ポジションが普通預金の流入や貸出の伸び悩みなどから大きく改善してきているため、ここにきて一部の先が1~3か月物への資金放出を積極化しており、これに煽られる形で系統、地銀などの出し手金融機関がオファー・レートを大きく切り下げてきたことが挙げられる。第二には、こうした中で預金金利が市場金利に比べ割高になってきていることである。例えば、預金金利も1~6か月の定期預金金利は0.10%とユーロ円金利よりかなり割高になってきており、現在0.05%にある普通預金金利を含めた預金金利の引き下げが近く実施されるとの見方が一部で流れた。第三に、先般、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢となるまでは現在のゼロ金利政策を続けていくという総裁の発言が改めて強く打出され、0.03%というオーバーナイト・レートを前提とした積極的なデュレーション・リスク・テイクの動き——オーバーナイト・コール等、短期ファンディングによるより長いターム物への投資——が広がっていることなどが指摘できる。

こうした最近のターム物金利の低下を巡る話題を三点紹介したい。第一は、TB・FBの入札が過熱の度を強めていることである。例えば、先週12日に行われた第6回のFBの入札は応札倍率13.52倍となり、平均落札レートは0.057%まで低下している。また、14日に行われた1年物TBの応札倍率は13.27倍、金利は0.047%となり、まさに過熱状況になってい

る。これは、オーバーナイト・レートが0.03%のまま長期に亘り動かないことを前提とすれば、0.03%を多少でも上回れば信用リスクがなく、流動性の高いTB・FBに運用した方が有利という判断が働いているためと窺われる。第二には、年末越えのCDの発行がここに来て活発化していることである。例えば先週13日には、都銀の一部行が年末越えの8M物CDを0.13%から0.14%で2,300億円調達しているほか、昨日も同じく8M物が0.10%の水準で100億円発行されるなど、年末越えの発行が相次いでいる。これは、コンピュータの2000年問題リスクを背景として、年末越えの金利が割高になっているため、多少でも有利な運用機会を求める資金の出し手がこのゾーンへの資金放出を積極化していることが背景と思われる。この結果、いわゆるミレニアム・スプレッドも急ピッチで低下してきている。このような現物マーケットの状況変化を映じ、金先市場でも年末越えとなる12月限と9月限のスプレッドがここに来て大きく縮小している。3月末には23bpのスプレッドがあったが、4月には12bp、昨日は6bpまで縮まってきており、これをいわゆるミレニアム・スプレッドとみるならば、大きく縮んできています。

第三の話題としては、CPレートも本行のCPオペ残高が昨年12月の8兆円から2兆円前後へ削減してきているにも拘わらず、大きく低下していることである。A-1+格、A-1格いずれも総じて3M物TIBORを下回るレートとなってきている。例えば、14日にはA-1格の商社が3MのCPを0.047%で発行している。また信用度の劣るA-2格のレートも銘柄格差は依然大きいものの、全体としては大きく低下してきている。例えばA-2格の自動車メーカーが昨日2W物を0.069%で200億円発行している。この企業は2月頃は3M物で1.2%、4月初には1M物で0.6%でCPを発行しており、僅か3か月のうちに調達金利を大きく好転させた訳である。これは、ゼロ金利定着に伴う資金運用難の中で、デュレーション・リスクだけではなく、信用リスク・テイクの動きも活発化してきていることを示唆するものである。

このようにゼロ金利政策の効果が短期金融市場の全般に広がってきて

いる訳であるが、当面の金融調節運営との関連で注目される動きを三点報告したい。一つは、ゼロ金利定着の下で、本行の資金供給オペの人气が徐々に落ちてきていることである。実際、最近の資金供給オペでは応札倍率が全体として低下しているのに加え、足切りレートもじりじりと水準を切り下げてきている。例えば、CP買現先は5月に入りオペを三回実行しているが、応札倍率が2.75倍、2.36倍、2.07倍と毎回低下してきており、足切りレートも0.050%、0.040%、0.030%と低下してきている。また、手形買入も直近では足切りレートが0.010%まで低下している。これは3か月までのターム物金利がゼロ金利近傍まで低下し、かつ民間需資低調の下で、市場参加者に本行からの十分な流動性が行き渡っている現状を示している。従って、資金供給オペ残高をさらに大幅に積み上げていく場合には、オペ玉を集めることが困難化し、本行の意図通りの資金供給ができなくなるリスクがあることを示唆している。

二点目は、コール市場残高が引き続き縮小傾向を続けていることである。14日時点のコール市場残高は22兆7,000億円と、2月12日対比で34%減、4月末対比で9%の減少となっている。特に、先週に入ってから、年度末越えのCDの大量発行などにより、都銀の資金ポジションが一段と改善をみているため、コール市場の規模縮小に拍車がかかっている模様である。もっとも、現状市場規模の縮小に伴い、特に大きな問題は生じていない。また、仮に普通預金金利が今後引き下げられれば、普通預金からコール市場へのシフト・バックも予想されるが、今後とも金融機関の日々の資金繰りの最終尻をファイナンスするコール市場の流動性の状況には、十分注意を払って参りたい。

第三の注目点は、大量の資金供給に伴う所要準備超過分が引き続き準備預金非適用先や余資金融機関等に集中して滞留していることである。4月の積み期の準備預金積立状況をみると、超過準備は9兆5,300億円、1日平均は3,177億円であり、非適用先の当座預金が14兆3,200億円、1日平均が4,773億円となっている。3月期に比べいずれも若干減っているが、3月の場合は年度末、期明け後の資金需要に対応して一時2~3兆円の大幅

な積み上幅を造成したのに対し、4月の場合はそれがなかったことを映じたものである。業態別には、超過準備を大きく保有しているのは引き続き長信行、外銀、地銀Ⅱなどであり、所要準備の7割近くを占める都銀は超過準備を持たない状況が続いている。この点は前回会合でも議論を頂いたポイントであるが、最近のターム物金利の低下からみて、本行の供給した資金が都銀以外に滞留する形になったとしても金融緩和効果には然程大きな差はないと取り敢えず考えていいように思う。全体としてみると、短期金融市場ではターム物金利が大幅に低下、これがさらに長期金利の大幅低下に波及しているほか、株価も総じて堅調に推移するなど、マーケットでは現状ゼロ金利を起点とする好循環が形成されていると評価できる。ただ、先行きについては、2000年問題に絡む資金フローの変化、米国の株価・債券価格の動向など、不安定要因も少なくないだけに、引き続き内外市場の動向を注意深くモニターして参りたい。

三木委員

コール市場残高が25兆円を割り込む状況になってきているが、市場機能という面からみて、その点は気にしなくて良いのか。

山下金融市場局長

結論としてはそういうことだと思う。実際問題としては、オーバーナイト・レートの出合いが0.03%にほぼ決った形になっているため、出し手・取り手とも粘って交渉する必要もなく、朝方の定例オペの前に取引が集中している結果、市場流動性が朝一番に集中し、午後はかつてに比べて極端に流動性が低下することが一般的になってきている。従って、仮に3時時点や為決時点等で資金が不足した場合に、特に外銀などは資金が出てくるのかという不安を持っている。現在の「ゼロ金利」を目指すオペレーションを始めるに当り、市場流動性が大きく落ちた場合、私共としては特に信用リスクの高い先がなかなか取り難くなるのではないかと心配していた。しかし結果的には、この3か月の経験で例えば短資に大量の資金が溜まっ

ているし、ともかく流動性は潤沢に供給されているため、ビッドアップすれば資金はいつでも出てくるという感じが次第に定着してきている。確かに、市場規模自体はTBやターム物にシフトしたり、色々な形で資金が流出しているため小さくなってきているが、コール市場が3割以上減少してきたとしても、問題が生じていることは格別ない。ただ、こうした状況が長期化した場合には、実際に短期金融市場で働いている人達が不要になるとか、収益が上げられずに短資が相当人員を減らしていく可能性はある。また、外銀等のオペレーションの担当者達もリダンダントになっていき、従来に比べてオペレーションに時間がかかるとか、資金が直ちに出てこなくなるといったリスクはあると思う。その意味で中長期的には今少し様子をみなくては分からないが、現時点では格別問題は起きていないと判断している。

三木委員

有担比率が5割近くにまで上昇してきているが、これはどう理解すべきか。

山下金融市場局長

二つ理由がある。一つは無担は手数料が2bpかかるため、出合いレートが0.03%であっても出し手としては0.01%で出していると同義である。有担の場合も出し手の取り分は、同様に0.01%であり、出し手にとっては担保がつく分、有担の方が有利である。一方、取り手としては無担の場合、0.03%で取った場合には手数料が2bp乗るため、実質コストは0.05%となる。有担の方は出し手に対して0.01%で、手数料は2bpが普通になってきているため、コストは0.03%であり、担保があれば取り手にとっても安い。要するに、コスト的には、有担の方が両方にとってメリットがある。また、第二の理由は、有担の方は出し手が気配値(0.01%)で放出しても、取り手がない場合には、短資が抱える形で市場の規模を維持している面があり、この点もかなりきいている。

三木委員

つまり、オーバーナイト・レートをターゲットにする現在の調節方針を念頭に置き、仮に上げていく方向を考えた局面においても十分に機能を維持できるレベルだと考えて良いか。

山下金融市場局長

金利が動くということになれば、ビジネスチャンスが生じてくるため、資金は市場に出てくると思う。

三木委員

絶対量を余り問題にしなくても良いということか。

山下金融市場局長

流動性を大量に供給している限りは、回っていくと思う。仮に何か起きた時は、ビッドアップすれば取れるはずである。ただ、金利上昇局面については、流動性の問題というよりは、現在金融機関は、オーバーナイト・レート 0.03% を前提としたポジションを大量に作っており、TB、FBなどもスプレッドがほとんど取れないところで 3 か月、6 か月、あるいは 1 年でも 0.04% 台で買っている先がいるため、非常に大きな金利リスクを抱えることになる。その前提が変わるとの期待がでてくると、我々の想定以上に金利が跳ねるといった変化があり得ることは想定しておく必要がある。

中原委員

外銀がビッドアップする場合は、どの程度で取れているのか。

山下金融市場局長

現時点では、ほとんどビッドアップせずにとれているようである。夕方

近くになると、親密先に駆け込んで出してもらおうとか、あるいは短資が大量に資金を保有しているため、通常のレートさえ出せばある程度の額であれば取れているのが現状である。

中原委員

余りビッドアップは起きていないのか。

山下金融市場局長

現実にはそれ程起きていない。個々のケースでは例えばDDなどで取って、マーケットでビッドアップしないようにするなど、それぞれ工夫しているようである。ビッドアップが生じても、今のところせいぜい0.04%程度である。

中原委員

短資業界として客を失いたくないため頑張っているということか。

山下金融市場局長

当初はこうした状況は長く続かないだろうという判断だったと思う。ただ、いずれにしても保有コストは1bpであり、コスト的には今後も続けていくかどうかの判断が要るが、取引先が出したいという時には、シェア競争の観点からも極力対応したいということだと思う。日銀当座預金への滞留を減らすための工夫の仕方としては二つあり、極力取り手を探すことと、今一つは例えばTB、FBを買う形で自らが運用することである。ただ、後者の場合には、自分の手許に何千億円の資金が残ると予想していたものの、実際には取り手が出てきたり、出し手の資金放出がそれ程集まらなかったりすれば、流動性に穴が空くリスクがあるが、そうした状況を勘案しつつ工夫し試しているようである。現実には引き続きかなりの額が溜まっている。

武富委員

超過準備に対する姿勢が外銀と都銀で違うのは、外銀は資金繰りのフラクチュエーションが大きいという事情があるからであり、金融政策のスタンス、その時々金融政策の意図に対するビヘイビアや考え方そのものが違う訳ではないということか。

山下金融市場局長

都銀はやはり構造的に取り手である。取り手は自分の準備を調節できる。

武富委員

外銀は日によって取り手に転じることもある。

山下金融市場局長

勿論ある。ただ、外銀が取り手になるのは、ポジションをかなり作りアービトラージを行なっている時である。特に、超過準備を沢山残しているのは相当預金が集まっている銀行であり、こうした先は邦銀に対して、余り大きなクレジットラインを持っていない。従って、資金が余れば日銀の準備預金に預けるほかはないということになる。可能な限りは売出手形やTBを買うが、残りは準備預金に預けることになる。ただ、日銀に対するクレジットラインにも枠があるようであり、一定の限度はある模様である。何れにしても、そうした形で、コストとクレジット・リスク管理の両方を考えて行なっている。

武富委員

市中銀行の基本的な姿勢は無駄をなくすということであるが、日銀が何か量的なものを操作対象にした場合、彼等のビヘイビアや対応の仕方はどれ程変わると考えて良いか。

山下金融市場局長

基本的に外銀がリスクを取る場合には、一定以上のスプレッドを取れない限りは運用してはならないという考え方がある。日本の銀行はリスクのないTB、FBや売出手形で運用するのであれば、アービトラージを行なう場合にスプレッドが1bpや2bpでも良いという感じがある。外銀の場合にはROEやROAの縛りがある点が違うと思う。

速水議長

日銀のCP買入残高が約2兆円に減ってきているが、発行残高は余り減っていないのか。

山下金融市場局長

発行残高も資金需要の落ち込みに伴い、このところやや落ちてきている。

速水議長

本行が買入を少なくしているのは他の物を買っているからか。

山下金融市場局長

否。3月、4月は公共工事の支払や年度末の支払から大幅な資金余剰期になっているため、3月3日から4月16日の間にネットで供給を約21兆円減らさなくてはならない状況になった。従って、売出手形で吸収する部分を極力減らす狙いもあって、供給の方も極力落とした。供給を落とす局面では一番大きなCPやレポをある程度落とさざるを得ない。現在は買入手形をほとんどなくし、むしろCPとレポ、TB、FBの買入を通じて供給しているが、20兆円もネット供給額を減らす必要があったため、CPも減らしてきた訳である。私共としてはCPマーケットに影響を与えるようであれば、CPの残高は維持しつつ、他のもので供給を減らし、あるいは売手で吸収することを考えていたが、これだけオペ残高を減らしながらもCPのレートは急速に下がっている。ゼロ金利の下でCPについても投

信等が運用しているため、日銀が買入れをしなくてもマーケットで十分消化されているのが現状である。

速水議長

国債の保有残高 53 兆円のうち、短期証券が 25 兆円であるが、暫くはこの比率でいくのか。

山下金融市場局長

FBは毎週1兆円ずつ公募入札に回っており、しかも7月以降再びその金額が引き上げられていく予定であるため、本行の短期国債保有額は急激に減っていくことになる。

篠塚委員

TB・FBの入札状況をみると、この四回で落札シェアが特に落ちているのは外銀・外証である。特にFBの四回目の入札で8.4%に落ちているのは、何か特別な事情があったのか。

山下金融市場局長

これだけ低い金利では、このまま運用する訳にはなかなかいかない。外銀・外証の場合には、例えば外国中銀など外準運用ニーズがある先への販売のほか、スワップをかけ、ドルベースに直してどの程度で回るかという形で運用する客がどの程度いるかということで入札姿勢が変わってくる。また、金利入札であるため、7倍、8倍あるいは13倍という過熱入札になると、レート観が外銀・外証が持っていたよりも低くなることもある。例えば豊富な余資を有する農中等が大量に入れてくれば取れなくなることもあり、色々なファクターが影響しているように思う。いずれにせよ外銀・外証の場合には、やはり採算性を強く考えるため、スプレッドが小さくなってくると基本的に取引は減ってくる。また、ジャパン・プレミアムがほとんど消滅したことに伴い、かつてのように円転コストがマイナスという状

況がなく、従来のようなコスト面でのメリットもないため、取引ウエイトは自然に減るということであろう。

速水議長

次に移る。小山国際局参事から為替市場の動向、海外市場の動向について報告して頂く。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

小山国際局参事

円相場は120円台を中心に狭いレンジ内で動いた後、先週末から昨日にかけて円安方向に若干シフトしている。要因は二つあり、一つは日米金利差、今一つは日米両国の当局者の発言が当面の円安容認と受け止められたことである。

第一点の日米金利差については、日本と米国に分けて考えられる。日本の方はJGBのイールドが低下しているという現実の金利低下が一点。二点目が中原委員の京都での緩和発言、あるいは総裁のデフレ懸念払拭まで低金利継続といった発言等が日本の金利の先行きについての緩和方向を指していると受け止められている。

米国では米国経済の強さを示す指標がその後も発表されていることである。一つは4月の鉱工業生産が0.6%と、予想の0.3%を大きく上回って伸びた。4月のCPIも市場予想の0.4%を大きく上回る0.7%となり、エネルギーを除くコアについても0.4%と予想の0.2%を上回ったが、何れも米経済の強さを示す発表と受け止められた。これを受けてインフレ警戒感が台頭し、前回の会合時には5.50%であった長期金利が昨日は5.90%と、ほぼ40bp上昇している。FFの先物も5~10bp上昇する結果になっている。このCPIの上昇は、基本的には原油価格の上昇に伴うエネルギー価格関連の上昇によるが、一部ホテル代の上昇や、処方箋の薬の上昇などもあり、今後見極めていく必要がある。米国では本日FOMCが行なわれる。市場の見方はノーチェンジがフィフティー、引き締めバイアスが

フィフティーというのが一般的になっている。仮に、明確な利上げがあればサプライズになり、株下落からドル下落という展開を想定する市場関係者が多い。

二番目の円安要因として申し上げた当局者の発言であるが、一つは7月4日から財務長官に昇格指名されたサマーズがAPECの場で強いドルは米国の国益に適うと発言をしていることである。日本側でも田波大蔵省事務次官がサマーズ発言に異を唱えないと発言し、両者とも当面の円安容認として受け止められた。

最近の動きはこの円の動きが中心になっており、ユーロはサイドラインである。この円安に連れてアジア通貨がここ数日若干軟化しているが、特に大きく動いてはいない。

次に国際金融市場全般であるが、米国の株価は11,000ドル台から11,100ドルまで上げ、その後CPIと鉱工業生産の発表に伴い小反落している。これを受け欧州・アジアとも小反落している。

最近の特徴点としては、一つは引き続き国際投資家のポートフォリオのリバランスが続いているとみられていることである。アジアおよび日本のアンダーウェイトを修正するという基調にある。但し、ここ数日の円安に際しては、例えばヘッジファンドのマクロ系や米系の短期筋、あるいは米系の中長期筋も一時的かもしれないが若干ドル・ロングの方向にシフトしている。この点今後の見極めがなお必要である。この間、本邦資本の動きは月々の振れや季節性を勘案すると、流出の勢いが強まっているとはまだ判断し難い。

第二の特徴はエマージングマーケットの外貨建て債務のいわゆるスプレッドが縮小してきており、これを受け起債市場へ復帰する動きが若干出てきていることである。ブラジルがシングルBの格付けでスプレッド675bpという高レートを払いはしたが、久方ぶりに国際市場に復帰している。ただ、スプレッドは2~3月にかけて大きく縮小したが、4~5月はやや下げ渋った感じがある。また米国内におけるハイ・イールド債のスプレッドも余り縮小していない。

実体経済について特徴点を申し上げると、米国は鉱工業生産の好調もあり、引き続き拡大基調である。先週の前半までに発表された物価関係の統計は落ち着きを示すものであるが、CPIの発表により若干のインフレ警戒感が出てきている。欧州は拡大基調ではあるが、拡大テンポがスローダウンしているという基調に変化はない。東アジア諸国は一応底入れの様相が各国で濃くなっているが、本当に最終需要が強くなってきているのかは引き続き見極めが必要である。この間、アジア・エマージング全般に株価が上昇している。この影響をどう考えるかについては、これまで先送りされてきた需要が若干解きほぐされるという効果、あるいは企業リストラが幾分円滑化する方向が考えられるが、そもそも株価上昇の持続性については見極めが難しいと認識している。

植田委員

国際収支をみると、本邦機関投資家の対外中長期債投資が3月はネットで処分超だったのが、4月の暫定的な数字では逆にかなり伸びている。これは単純に期末を越えたからなのか、それともゼロ金利の影響や、為替相場観の変化が考えられるのか。

小山国際局参事

例年4月はあの程度の流出がある。従って、これは季節性によるものか、いわゆる金利安によるものか判然とはしない訳であるが、その季節性を上回って流出しているとはいいい難い面があると思う。5月に入っても、取りたてて流出が強まっている感じではない。

速水議長

米国連銀のFOMCの引き締めバイアスというのはどういう表現になるのか。

小山国際局参事

リスクはどちらにあるという言い方や、might や would 等の助動詞の使い分けを工夫している。正確に調査して報告したい。

後藤委員

今回からはバイアスの変更も公表されるのか。

小山国際局参事

公表することもあるとしている。公表した方がマーケットに対して誤解を与えない、あるいは公表した方が適切だと考えた場合には公表することになっている。常に公表する訳ではない。

後藤委員

バイアスの変更は現段階では非常にやり難いのではないかと感じていたが、公表しないこともあるのか。

小山国際局参事

然り。ただ、今回は公表するだろうというのが市場筋の見方である。バイアスということは何か起きればアクションをとるということである。

速水議長

従来もそうしたことをやっているのか。

小山国際局参事

昨年12月にそうした新しい公表の方針を決定しており、今回実施すれば初めてである。

武富委員

引き締めバイアスの場合、利上げのサプライズに比べれば市場は織り込

み済みであり、トリプル安にはならないということか。

小山国際局参事

マーケットプレーヤーの観測では、バイアスでニュートラル、何もないと若干ドルが弱含むとみている筋が多い。

後藤委員

今年度に入る頃には、日本の機関投資家の米債買いは例年に比べて弱いのではないかと予想されており、それが円高要因になるだろうと言われていた。その後、為替は120円程度で硬直的に張付いている感じであり、さらに金利差が大きく膨らみ円安方向になるとすれば、資本流出が増加していないと説明が難しいがどうか。

小山国際局参事

本邦投資家のスタンスについては、3月の頃は市場では海外に余り出ていないのではないかと感じていた訳であるが、実際に統計を集計したところ、昨年と同じ程度の規模が出ているのではないかと再認識したのが現実である。本邦資本の海外投資については、取りたてて勢いが強まっている訳ではないが、ステディーに出ているし、中長期債投資は出ている。一方、株式投資は月々の振れがあるが、昨年と比べるとネットの流出額が少ない格好でしかしステディーに出ている。円安の背景にある資本筋の動きとしては、ここ数日海外筋の動きが目立っており、一つはヘッジファンドのマクロ系が少しドル・ロングに寄っている。また、年金やリアルマネーと称している中長期ファンドも円売りドル買いのヘッジを多少しかけ始めたというアネクドタルな情報があり、海外筋の動きが少し変化したと考えている。これが基本的な変化か否かはまだ確認できない。むしろ市場筋では円はベンチマークに比べるとアンダーウェイトであるとの評価が引き続き強い。一時的なコレクションという見方もあるし、ヘッジファンドの関係者は一夜にしてポートフォリオのストラテジーを変えることも往々

にしてあると言っており、ここは見極めが必要である。

速水議長

日本の株買いに向けて入ってくる資金も減っているのか。

小山国際局参事

海外証券投資の株式は3月に大きく入った後、4月も流入超であるが規模は多少小さくなっている。5月上旬もネットで約2,000億円入っている。これは約定ベースであり実際のキャッシュフローとは若干違うが、3月が約2兆円、4月が約1兆円、5月が上旬で2,000億円、中旬はこれまでに970億円という状況である。

速水議長

減っているのか。

小山国際局参事

減っているとみるか、引続き流入が続いているとみるか。

中原委員

4月の3週頃から減ってきているのではないか。

小山国際局参事

確かに3月がピークである。

松島理事

流入が一服気味になってきている。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告をお願い

する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

まず、概況を申し上げる。純輸出は横這い圏内の動きである。個人消費は低水準で一進一退である。設備投資については、足許、先行指標などに持ち直しの動きが窺われるが、基調としては減少を続けている。公共投資は増加、住宅投資は持ち直している状況である。この結果、生産は下げ止まっている。従って、前月は足許の景気は下げ止まりの様相という表現を使ったが、今回は下げ止まっていると言い切った形になっている。なお、物価面については、消費者物価が引き続き弱含みで推移しているが、下落幅が拡大する徴候は依然みられていない。

先行き 4~6 月については、公共投資の進捗、あるいは住宅投資の持ち直しから小康状態を維持していく可能性が高いとみている。今後は民間需要が回復するきっかけを掴めるかがポイントになる。その面では前月からの変化が二点ある。株価がさらに上昇を続けていることと、設備投資関連の足許の指標が改善していることである。まず、株価上昇がマインドを明るくしている一因と考えられる。ただ、企業は増産に対しては引き続き慎重であり、この面で強気化するとしても、7~9 月以降となる可能性が強まっている。また、個人消費に関しても回復に向かう動きは依然として見出せない状況である。また、足許の設備投資の関連指標の改善については、企業金融の緩和を背景にして、これまで資金繰り不安等から先送りしてきた中小企業等の小規模な合理化・情報化投資が一旦この時期に集中したためとみている。従って、先行きについては、企業が有利子負債の圧縮などによるリストラ姿勢を強めていることを考えると、設備投資全体としては慎重にみておくべきであるという判断を変えていない。以上を踏まえると現時点では民間需要が回復に向かう蓋然性は引き続き高くないと判断される。物価は今後も軟調を続けると見込まれるが、最近の動きからみて、消費者物価の下落テンポは引き続き緩やかなものにとどまる可能性

が高い。ただ、景気が現在の下げ止まりから浮上し得ず、再び悪化に転じるような場合には、物価の下落テンポが徐々に速まっていく可能性は依然払拭されていない。

各論であるが、まず公共事業は2~3月に急増したものの、4月入り後の発注は一転して大幅に減少している模様である。輸出は、東アジアでは韓国あるいはタイが底入れした模様であるが、米国向けの乗用車輸出が足許抑制されることもあり、全体としては横這い圏内で推移するとみている。設備投資については1~3月の機械受注が前期比0.7%増、建築着工床面積も7.8%増、一般資本財出荷も3.3%増と、いずれも改善を示している。1~3月の3.3%増という資本財出荷の持ち直しは、昨年資金繰り不安の強い時期に先送りされていたpent-up・デマンドが表面化したとみている。また、機械受注、あるいは建築着工床面積等の先行指標の持ち直しは、こうしたことに加えて、昨年中資金繰り逼迫から設備投資を大幅に削減していた中小零細筋が資金繰り不安感の後退に伴って設備削減テンポを緩めていることも影響していると解釈している。従って、設備投資は基調としては今後減少を続けるとみている。因みに、法人企業動向調査のアンケート調査によると、大企業はリストラの本格化に伴い設備投資が減少を続けることになっている。一方、中小企業の動向調査によると、中小零細筋については設備投資実施割合のマイナス幅が縮小している。従って、全体としては減少が続くのは間違いないとみている。

次に、個人消費関連であるが、まず家計調査の消費水準指数が1~3月は前期比-1.3%とかなりのマイナスになっている。ただ、内容的には乗用車購入の落ち込みが響いているが、乗用車の新車登録台数自体は1月の高伸を映じて+3.3%とむしろプラスになっている。従って、-1.3%という家計調査の数字はサンプル上の問題があると考えられ、この点は割引いてみておく必要がある。なお、5月中旬までの都内百貨店の売上げ状況は、店により非常に差が大きい展開となっており、中には前年比プラスの店も出てきている。全体としては4月よりは好転している感触である。内容的にみると春物衣料は不振に終わったが、現時点の主力である夏物衣料が順

調である。ただし先行きについては、引き続き慎重な見方を変えていない。総合的に消費をみると、全体としてはやはり一進一退である。月により、あるいは品目により強い面が出たり弱い面が出たりする状況の繰り返しが続いている。消費者のマインドについての各種コンフィデンス指標を見る限り、消費者のマインドは下げ止まっており、一部には強い指標もある。ただし、平均消費性向自体はまだ低下を続けており、マインド面の好転が実際にどれだけ支出に結び付くかについては、引き続き慎重にみておく必要がある。住宅投資は1~3月に回復しており、総戸数でみると前期比+7.8%となっている。住宅金融公庫等の申込状況からみて夏場にかけても増勢を維持すると判断している。また、分譲も足許は販売が好調である。住宅についての特別減税措置が2000年12月末までの入居者に適用されることになっているが、分譲住宅については工事に1年強要するため、本年後半頃に着工しないと間に合わない。従って、夏場以降はこうした分譲マンションの着工についても増勢に転じるとの見方が業界では多い。

以上を踏まえた上での生産であるが、鉱工業生産は下げ止まっており、1~3月は+0.4%である。当面の生産については、波及効果の強い自動車の出荷が内外需向けともに弱めに推移することもあり、全体としては引き続き目立った回復は見込み難い状況である。因みに4~6月の鉱工業生産予測指数を用いると、前期比-0.7%となる。私共のマイクロヒアリングに基づいても、大体横這いの感じである。なお、7~9月の生産計画についてヒアリングしてみると、全体として幾分増加する可能性が出てきており、1%弱のプラスになる感触である。特に、家電等の一部では住宅の着工増を予想して足許若干なりとも在庫を積み上げていく動きもあるようである。

次に物価を巡る環境であるが、海外要因についてみると、これまでは供給側がかなり供給削減策を打ちながらも、なかなか指標に反映しない状況が続いていたが、最近ではアジア諸国の景気底入れもあり、需要の減少に歯止めが掛かりつつある。従って供給削減策に市況が反応する土壌が醸成されつつある。こうしたことを背景にして、原油価格が上昇するなど、国際

商品市況は底入れしたように窺われ、輸入物価は円ベースでは3か月連続の上昇となっている。また、国内卸売物価については、総じて年率2%程度の下落が続いている状況である。なお、国内商品市況は、全体としては概ね下げ止まっている。卸売物価の先行きについては、最近の国際商品市況の反転により、5月以降は国内卸売物価の下落テンポが幾分緩まる可能性がある。企業向けサービス価格については、軟化を続けている。消費者物価は、除く生鮮食品のベースで前年比小幅マイナスのまま横這いで推移している。4月の東京の消費者物価も、下落幅の加速はみられていない。4月はサービス価格の改定が集中する時期であり、全体として下落幅が拡大する可能性もあったが、結果としてはそうした状況になっていない。

消費者物価は引き続き軟調に推移しているが、需給ギャップそのものは拡大しており、下落幅がなぜ拡大しないのかが一つの問題になる。その背景について四点程挙げられる。第一番目に、いわば指数バイアス、あるいは何らかの特殊要因の影響についてみると、短観のD Iとの関係でみる限りにおいて、消費者物価の動きと企業がもっている価格観等は概ね整合的である。従って、足許の消費者物価の下げ渋りは特殊要因等のみでは説明し得ない。第二の可能性としては、物価の下方硬直性である。需給ギャップが拡大しても、物価はゼロ以下には下がり難いということである。こうした傾向はやはり短観のD I等々の指標をみる限り感じられるところであり、消費者物価下げ渋りに対して、程度はともかく、いささかなりとも影響しているように窺われる。三番目は、GDPギャップの過大推計の問題である。すなわち、GDPギャップの推計に用いる設備の資本ストックの量が陳腐化等によって実際にはそれ程ないということも考えられる。その点も短観のD I等々を通じてチェックしてみると、そうした可能性も排除はできない結果になっている。第四に、企業行動がこれまでの売上げ重視から、資本の利益率、あるいは資本効率重視に変化している可能性である。以上が下げ渋りの原因として考えられるが、当面の消費者物価の先行きを展望するに当たっては、二点ポイントがある。一つは商品について卸売物価が下落していることとの平仄をどう考えるか、二番目はサービスに

ついて上昇気味の家賃を含めたベースでどうなるか、ということである。まず、商品価格については、卸売物価全体としてはかなりのテンポで下落している訳であるが、内容をみると中間財・最終財・資本財等は下落しているが、消費者物価との関連の深い最終財・消費財の下落テンポは鈍化気味となっている。従って、消費者物価の商品についても、当面は緩やかな軟化にとどまる可能性が高いように考えられる。なお、サービス価格については、家賃の動きがこのところマクロ経済環境からみてイレギュラーな動きになっており、民間サービス全体の下落テンポを現時点で見通すことは極めて困難である。この点についてはもう少し時間をかけてみていく必要がある。

後藤委員

個人消費は全体として心配との説明であるが、消費者コンフィデンスの指数をみると、98年の夏頃からかなり改善されてきている。一方、生活不安定指数がまた悪化しているとの報道があるが、こうしたコンフィデンスの動きや実際の消費の一進一退等指標によって不整合な動きをしていることをどう理解すべきか。

村山調査統計局長

本来であれば、消費者コンフィデンスは消費性向に現われるはずである。ただ、過去にも必ずしも一対一の関係がある訳ではなく、これのみで消費性向の先行きを占うのは非常に難しい。ただ、全体として、例えば97年秋口にみられた大幅な落ち込みから、多少でも改善しているとは判断できると思う。最近の消費については、所得面の前年比マイナスがかなり響いているのではないか。本来コンフィデンスが回復してくれば、足許の所得が伸び悩んでいても、消費は増えてもいいはずであるが、現時点ではそこまで至っていないということである。非常に読み難い展開ではあるが、消費業界が現在最も懸念しているのは、やはり夏季ボーナスの動向である。現在は何となく小康状態であるが、夏場のボーナスが前年比大きくマイナ

スになれば、マインドが多少良くなったとしても、所得面から心配であるという声が強い。ただ、全体としては、所得が伸び悩んでいる割には消費はそう大きく落ち込んでいる訳ではなく、マインドの好転が多少下支え要因になっているのは事実である。

篠塚委員

消費者物価の中で家賃が最近上がってきているという説明であったが、単純な要因分解の寄与度では、家賃は下がってきているのではないか。

村山調査統計局長

2月の段階ではまだマイナスであったが、3月は少しプラスになっている。東京の数字をみると、明らかに4月の家賃がかなりプラスになっている影響が大きい。個人サービスがマイナスになり、これが家賃の上昇を打ち消す形で、民間サービス全体としてはほぼ横這い、前年比トンになっている。

篠塚委員

東京だけがプラスで、全国では横這いということか。

村山調査統計局長

そうではない。3月は全国でも家賃は若干上昇している。従って、この辺が業界筋から聞いている感触とは違っており、恐らくサンプル上の問題もあるのではないかと考えている。

三木委員

設備投資関連の機械受注について、外需はどうなっているのか。

村山調査統計局長

外需で確実に上向きつつあるのは、一つは半導体製造装置である。こち

らは年初から受注が上向いており、本年はまずまず出ていく可能性がある。また、これまで急減していた東アジア向けの資本財が、この1~3月に若干出てきている。これがどの程度年後半にかけて回復していくかはまだ判断し得ない。大きく増加するという訳ではないが、1~3月だけみれば、若干なりとも回復基調にある。

三木委員

卸売物価はなお下落基調という見方はどうなのか。

村山調査統計局長

前年比でみて-2%近辺、四半期の変化をみても年率に換算すればその程度低下している。従って、コンスタントに年率2%で落ちている感じである。先行きについては、輸入物価が多少上昇してきているため、-2%が若干小さくなっていくと思う。

三木委員

下げ止まるということか。

村山調査統計局長

下げ止まるというのは、前期比プラス・マイナス・ゼロ近辺になるイメージであるが、そこまではいかない。マイナス幅が縮小する程度である。

三木委員

卸売物価を下げる方向で大きな力になっているのは、やはり中間財と資本財であろう。消費者物価に近い方の最終財は、それ程下げていないのではないか。

村山調査統計局長

然り。

三木委員

中間財と資本財の動きが、ある程度今後下落を止める方向にいくのかが注目点ということか。

村山調査統計局長

その意味では、鉄鋼を除き化学品等の国内市況は一応底入れしているため、今後そうした動きが卸売物価段階にどの程度波及していくかが問題になってくる。ただ、電気製品や一般機械等はなお下落傾向を続けており、全体としてプラス・マイナス・ゼロまでにはなかなか至らないと判断している。

後藤委員

国内商品市況のグラフの推移をみると、99年3月頃に商品指数の総合は下げ止まってきているが、これは鋼材等の素材関連以外のものは一種の底入れ状況になってきていることを反映しているのか。

村山調査統計局長

鋼材は引き続き下落傾向にあるが、非鉄、木材等は昨年末、あるいは本年初から徐々に上昇している。ただ、これはかなり海外市況高を映じたものである。一方、鋼材は国内市況を映じているため、そこは分けて考える必要がある。ただ、海外市況も当然日本の需給が関係している訳であり、これまでは減産にも拘わらず、なかなか下げ止まらなかった。これが一応は減産効果が割とストレートに出てくる結果になってきており、その意味で世界全体の需給に回復の素地が出てきている。

三木委員

中間財や資本財のウエイトが非常に大きく、下げる方向に対するバイアスがあるとすれば、その動きが今後どうなるのかがポイントである。石油化学製品も鋼材市況も3週間程前から完全に下落が止まってきた。これは、

やはり公共投資の影響が非常に大きく出てきていることと、東アジア経済の回復である。その影響と輸入物価が原油等の国際価格が上昇してきていることに伴い若干上がっている。それがやはり国内市況を上げる方向に動き、鋼材市況はH型鋼も棒鋼も2,000円絡みで上がってきている。低いレベルであることは間違いないが、ようやく持ち直してきている。気になるのは、卸売物価がテンポこそ遅いものの下落基調にあることであり、経済回復の面では最大の問題になっている。その意味で、下げ止まるのではないかと期待している。

村山調査統計局長

当面は原油価格を中心として輸入価格が上がってきているため、下落テンポはやはり鈍化している。ただ、原油価格の値上がりは、国全体としては交易条件の悪化につながるため、企業収益には当然マイナスに効く訳である。単に下げ止れば良いという訳ではない。やはり国内の需給が持ち直し、その面からも下げ止まっていくことが必要になってくる。

三木委員

要は需給バランスの問題であり、下げ止まるために一番重要なのは在庫調整であろう。今一つは、国際市況が上がってくることである。その二つが効いてきている。在庫調整は完全に終わる。しかも、中間財も資本財もほとんどの業種がある意味では限界利益がほとんどないレベルの値段になっているが、そのような状況は企業として長続きしない。環境さえ整ってくれば当然、企業に利益を確保する余地が生まれてくる。現状はようやく利益を考えられる局面になってきたのかと思う。

山口副総裁

三木委員の発言と関係するが、生産動向については4~6月は多少減るとの説明であった。これは需要との関係でみると、需要よりもむしろ抑え気味にした結果、多少減るといふ数字が出てくるという評価なのか。

村山調査統計局長

4～6月の生産については、生産の予測指数を用いると若干のマイナスであるが、マイクロヒアリング等を勧案するとほぼ横這いという判断ではないかとみている。問題は生産と出荷の水準であるが、仮に4～6月の生産がほぼ横這い、あるいは若干マイナスで推移したとしても、現在の出荷レベルとの差からみると在庫はかなり減る形になる。従って、本来であれば在庫積み増し局面に移行してもおかしくない状況ではあるが、いずれにしても企業サイドは生産増に対して極めて慎重である。このままの推移でいけば、出荷見合いで考えて、4～6月は在庫がかなり減る形になる。

山口副総裁

7～9月には生産が多少戻しそうな予測にあることは、在庫の復元が一つのばねになる可能性があるのだろうが、その他の要素も合わせてみて、7～9月の生産はかなり増えそうな可能性があるのか。

村山調査統計局長

4～6月、7～9月の小さな変動を作っている主因は自動車の生産である。4～6月の自動車は対米輸出向けをかなり抑制的に運用するため、その面から生産が減る。仮に、この要因がなければ、4～6月は今少し生産が増えてもよい状況である。逆に、自動車は7～9月は4～6月よりも生産レベルを多少上げる計画であり、そうした綾から4～6月よりも7～9月が多少上がるということである。自動車以外のものは4～6月、7～9月で生産スタンスがそう大きく変わっている感じではない。

山口副総裁

基本的には、小さな幅の中での変動という程度か。

村山調査統計局長

然り。ただ、生産のマイナス幅が大きく拡大する状況ではなくなってお

り、資料上は生産は下げ止まっていると言い切っている。

三木委員

実体からみると、企業サイドとしては、4～6月はまだ在庫調整型を続け、6月末をもって在庫調整はほぼ終わるだろうという見方になっている。従って、需要が出てこない限り、在庫積み増しの局面に入ることはずなまいと思う。むしろ在庫調整が終わると、需要見合の生産が可能になるため、今後の在庫の戻し分に期待している。7～9月から戻し分が出せるのではないか。その意味では、調査統計局長の説明のとおり僅かな変動かもしれない。

村山調査統計局長

7～9月については、まだ慎重ではあるが、需要が予想より堅調という判断が出てくれば、上振れする可能性は否定できない。三木委員が指摘されたように、在庫水準が6月末には低くなるため、需要見合で生産が多少上向く局面はあり得ると思う。

速水議長

最後に、山本企画室参事から最近の金融面について報告をお願いします。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室参事

先程金融市場局長から説明があったように、短期金融市場ではオーバーナイト金利が一貫して0.03%で推移しており、金融機関の多くには流動性確保に対して極めて強い安心感が広がっている状況である。ターム物金利は、4月13日の総裁記者会見における「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまではゼロ金利を続ける」という発言を受けて、金融緩和の長期化期待が強まる形で一段と低下している。ジャパン・プレミアムもほぼ解消された状態が続いている。長期金利はターム物金利の低下をきつ

かけに、金利リスク、あるいは信用リスクについても市場参加者のリスク・テイク姿勢が強まっている状況であり、国債のみならず、社債、金融債等が全般に低下を続けている。株価も足許はともかくとして、3月末以降、米国株価が上伸したことも加わり、総じて底固い動きを示してきた。この間、コール市場残高は普通預金への資金シフト、あるいは長めの資金取引へのシフトが生じているため、引き続き緩やかな減少傾向を辿っている。

金融の量的側面については、余り大きな動きはない。資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷しているほか、昨年秋以来の貸し渋りを懸念した手許資金積み上げの動きも明瞭に収まってきている。この結果、民間の資金需要はトータルとして一段と低調な状態にあると認識している。民間銀行の方は、経営健全化の中で基本的に慎重な融資態度が変わっていないようにみられる。ただ、資金調達面での安心感が広がっていること、あるいは公的資本が入り自己資本面からの制約が緩和されてきていることを受けて、大手行などでは経営健全化計画の中の貸出計画に沿い信用リスクの小さい融資案件から徐々に融資を回復させる動きに変わりつつあるように窺われる。企業金融を巡る逼迫感は引き続き和らいできていると判断している。

再度詳細に確認したい。短期金利の動向としては、ターム物金利、ユーロ円3か月物の金利は3月から4月にかけて下げ止まり気味かとみられたが、引き続き低下をしている。ユーロ円TIBORも昨日は0.12%である。TB・FBレートも引き続き軟化を続けており、昨日で0.035%と、かなり低水準になっている。1か月物インプライド・フォワード・レートをみると、最長の8月スタート9月エンドという3か月後の一番長いところでも、昨日時点では0.1%台前半で収れんしている。少なくとも9月までは、流動性リスクがほとんど意識されていない状態にあることが窺われる。

次に、長期金利について1年物のインプライド・フォワード・レートで説明する。今回の金融緩和実施前の99年2月10日から3月にかけて、まず短期ゾーンの金利が下がった後、前々回の決定会合の4月8日時点では徐々に短期金利の低下から中期ゾーン部分の低下がみられるようになっ

てきた。当時は長期ゾーンの7年先、8年先、9年先のところは、ほとんど下がっていなかった訳であるが、その後今回にかけて、長期ゾーンの9年先等も次第に低下してきている。勿論その背後には、景気回復に向けて明確な動きがみられないことがあるが、市場参加者の資金運用難やターム物金利の大幅な低下に触発された形で、運用対象が短期から中期ゾーン、さらに長期ゾーンへと広がってきた状態を反映していると思われる。また、2月10日と直近5月13日の間で一番大きな低下を示しているのは、2年先から5年先までのゾーンであり、中期ゾーンの低下幅が非常に大きい。この結果、債券金利でみると、短期債のみならず、中期債利回りの著しい低下が目立つようになっている。98年10月は長期債の流通利回りが10年物で0.7%に達した最低金利時のイールドカーブである。これに対して、直近5月12日のイールドカーブをご覧頂くと、10年物のところではボトムとの間にまだ距離があるが、5年以下のところでは既に昨年の10月を下回る水準に入ってきており、中期債までは過去最低水準を更新している状態である。短期、中期のところでは金利の低下が著しく目立ってきている。

次に、量的な側面のうち民間銀行貸出については、5業態計の償却要因等調整後の実勢の数字が3月は-1.0%から-1.1%にリバイスになっている。3月-1.1%の後、4月が-0.8%であり、本年初以来のマイナス幅が緩やかに縮小する傾向が引き続いている。都銀、長信、信託の貸出計画は現時点での9月計画が実勢ベースで+0.5%であるが、銀行サイドが融資姿勢を徐々に緩和し、経営健全化計画に盛り込んだ中小向け貸出などを増やす計画に沿い融資をある程度増やしていく姿勢になってきたことが読み取れる。そういう意味では、3月の-1.1%、4月の-0.8%は徐々にプラスに切り替わっていくライン上に一応乗っている状況である。しかし、銀行の窓口から聞こえてくるのは、資金需要が非常に弱いということであり、この貸出計画が本当に達成できるかどうかは、必ずしも容易でない感触である。

資本市場調達も企業の手許資金積み上げの動きが収まってきていることを反映し、むしろ調達は緩やかに鈍化しているのが現状である。CPの

発行残高は3月末が14.1兆円、4月末が13.6兆円と、本年初以来、非常に緩やかに残高が減ってきている状態である。因みに、残高が最も大きい
昨年の12月末のCPの市場残高は15.6兆円であった。そのうちオペ残高
が7.6兆円であり、つまり5割程度が日銀オペによって占められていた状
況である。それに対して、4月末は市場残高が13.6兆円、うちオペ残高が
1.9兆円と、日銀のオペ自体は10数パーセントのウエイトにまで減ってき
ている。短期金利の低下の中で機関投資家が徐々にCPの購入を増やして
おり、CP金利はむしろ低下を続けている。非常に落ち着いた市場動向で
ある。

マネーサプライは3月のM2+CDの伸び率が3.7%、1~3月で3.6%
である。長い目で振り返ると、前年比は96年末から97年末まで約3%前
後の動きを続けた後、97年以降3%台後半から4%台の動きという状況で
ある。この間、名目GDPの方はゼロないしはマイナスを続けていたため、
いわゆるマーシャルのkは97年以降急ピッチで上昇してきており、金融
緩和の効果が累積してきている。

山口副総裁

冒頭、金融市場局長から格付の比較的低いCPの金利などが急速に下
がっているという説明があったが、それはオープンマーケットにおいて信
用リスクをある程度果敢に取っていく動きが出てきていることを意味し
ていると思う。金融機関貸出の面ではどうか。同様の動きがあるが、な
かなか指標性が低いため読み取れないとみるべきなのか、それとも金融機関
貸出の動きがオープンマーケットの動きよりも多少遅れているとみるべ
きなのか。

山本企画室参事

アネクドータルに言えば、貸出計画は半年に一回策定する計画であるた
め、必然的にマーケットディーラーがその場で対応するのに比べて遅めに
切り替わっていくことになる。ただ、今回の貸出計画を策定する上では、

経営健全化計画の中で提示した貸出計数の実現をかなり意識しているため、ほんの僅かではあっても、信用リスクがやや高めの先にも前向きに取り組む動きを含んだ計画であると認識している。貸出の実績そのものは、大企業自体が一旦積み上げた手許資金について財務リストラ、あるいはバランスシート圧縮の意識から非常に強い返済圧力がかかっていると聞いている。従って、中小企業などに対して今後貸出が出てきても、逆に大企業からは返済されるため、貸出の実績がなかなか上がってこない可能性は常にあるのではないか。現時点では、銀行サイドが貸出を伸ばしたい程には資金借入需要がないという声が営業店からは聞こえてくる。勿論、貸出を伸ばすために、信用リスクが相当悪い先をも一挙に取り込んでいくかという、そこまでは踏み切っていない。

山口副総裁

信用リスクを無視して貸出が始まって心配であり、適度のリスク・テイクが戻ってくるのが望ましいのであろう。信用リスクが小さい融資案件については、多少手掛け始めており、時間が経てば広がりを見せていくと考えてよいのか。それともやはり、ここ数年間の痛い経験を踏まえ、強い歯止めが掛っており、外延への広がりがなかなか出てこないとみるべきか。

山本企画室参事

確かにCPに関わる信用リスクというか、CPとTBの格差等は急激に縮小しているが、一方で社債など非常に長い物になると、それ程著しい見直しが起きている訳ではない。例えば、流通市場においても徐々に社債を買っていきこうという動きが出てきているが、社債と国債とのスプレッドについては、A a a格と比較するとA格やB a a格の方の格差縮小は極めて小さい。やはり3か月程度のタームでは流動性さえつけば然程リスクを意識しなくても良いため、CP等は格差が急激に縮まるが、長い物についてはそうはいかないという意識がマーケットにもあると思う。

速水議長

企業が手許資金を使う形で借入を返済しているのか。

山本企画室参事

大企業についてはそうである。大企業は昨年の秋の貸し渋り懸念に対応し、グループ企業にも金を回せるように思い切ってCPや社債を発行したり、あるいは借入を起こして大幅に手許資金を積み上げてきた。このため、むしろ資金は余剰気味になっており、返したい状態にあると思う。ただ、銀行サイドとしては融資を続けたい訳であるし、企業のサイドからみても、借り入れのコストが高くないため、どの程度のピッチで融資返済が進んでいくのかは明らかでない。

三木委員

大企業の信用リスクの取り方に関してであるが、全体的には山本企画室参事が説明したような状況だと思うが、気になるケースが一、二、ないではない。本来であれば、格付からみても、業績からみても、貸し増しの対象にならない先に、メイン以外の銀行が貸出を増やしている事例がみられる。具体的には、金融再生委員会に提出した経営健全化計画で貸出が増えないとしている銀行である。そうした動きも注視しておかなければならない。

速水議長

流動性の回転状況をどうみているのか。

山本企画室参事

流動性の回転は遅くなっている。名目成長率に対するマネーサプライの量をみると、97、98年の上昇はマネーサプライ自体が平均的に4%前後伸び、一方、名目成長率の方はゼロないしマイナスであったことが計算上は現われている。この背後には、貸し渋りを懸念して手許流動性を高めに積

み、その資金自体は実体経済の取引活動には使われていない予備的に積み
られたものであったことがある。従って、今後金融システム不安が落ち着き、
手許資金を厚めに積む必要がないと意識し始めた後、この傾向がどのよう
に変わっていくのか、あるいは実体経済活動に入っていくのか、その辺は
まだ判断し難い。

三木委員

企業の財務を扱っている部署からみると、貸し渋りに懲りているため、
年度中は手許流動性を落とすにしても年度末には再び元の水準に戻すと
いった感じになっているようである。現在は様子を見ているため、余り動
きがないが、いずれ手許流動性を取崩すのは間違いない。

(午前 10 時 55 中断、午前 11 時再開)

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、執行部からの報告等を踏まえて政策委員会としての検討を行
なっていきたい。最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、自由に
討議して頂きたい。その後、金融政策運営について、再度順番に意見を頂
戴し、討議して頂く。最後に政府から出席されている方々から、もしご意
見があれば賜る。

まず、金融経済情勢について意見を頂きたい。本日は、武富委員からい
かがでしょうか。

武富委員

経済金融情勢が足許のところ小康状態を辛うじて保っているのは事実
である。小康状態をもたらしている要因の中には、今後景気に対してプラ
スに働く潜在的な力も秘めていると期待している。ただ、全体の基調が弱

いことには変わりがない。特に下期以降を展望すると、一部は構造問題に起因するが、中長期的な経済調整圧力がまだ色濃く残っており、ダウンサイド・リスクが根強いいため、目を離せないというのが全体観だと思う。

まず、足許の小康状態をもたらしている要因の一つは、当然ながら政策関連需要としての公共投資と住宅投資であり、この効果が所期の目的をそれなりに挙げつつあり、景気の下支えになっている。

二つ目は金融面のリスク・プレミアムが解消した点である。この背景は金融安定化の法案が通り、金融システム安定化の枠組みができたことと、日銀のゼロ金利と流動性の供給政策である。金融市場局長の報告にもあったように、リスク・プレミアムの解消のみではなく、デュレーションリスクと、場合によっては一部信用リスクも取る動きも出てきている。こうしたことを出発点に、金融ルートから実体経済に働きかけるメカニズムが作動するための必要条件は、少なくともできつつあると思う。

三番目に、敢えて言えば、まだ弱い景気展開にも拘わらず株価の動きが比較的堅調なことは、株式市場が、根底にある構造問題や過去からの負の遺産等には敢えて目をつぶり、転換への変化に力点を置いて着目しているということかもしれない。これが実物投資等の担い手にも良い意味で波及していけば、期待が持てると思う。

以上三点を挙げたが、なかなか思いどおりには進展しないかもしれない。政策関連需要については時間がくれば息切れするものが出てくるであろうし、住宅投資は意外と根強い需要があると思われるが、どこまで続くか分らない。また、金融ルートの良い形でのメカニズムの作動については、結局金融機関からみてバンカブルな格付にある企業がどれだけ本当に借入れるかという十分条件が必要になる訳であるが、そこにまだ不確かさが残っている。株価も力点を変化のモメンタムに置いているとしても、企業のリストラや収益の改善が実績として現われない限り、いずれかの時点でマイナスに転じかねない。そうした意味で、現状の小康状態もまだ万全とは言いきれない。

下期以降について、この時点では慎重にみておかざるを得ないことにつ

いては、色々な角度から論議ができるが、ここではセクターとしては製造業、需要項目としては設備投資に絞って申し上げる。一点目は過去に他の委員も指摘されたが、損益分岐点比率がまだ悪化傾向を続けていることである。昨年の7～9月期には悪化にやや歯止めがかかるかと思わせる動きがあったが、10～12月の結果はさらに若干悪化している。特に、製造業の中でも大企業が悪化している。中堅・中小は、統計上どこまで信用してよいのか分からないが、若干の改善である。しかし、製造業全体としては悪化している。その要因は専ら売上高の減少にある。現状の損益分岐点比率の水準そのものは、減価償却費が90年代に入り概ね横這い、人件費も大企業に関しては人員をそれなりに削減してきた効果があり、また人件費そのものの伸びも以前に比べれば比較的マイルドに止まっているため、93年頃に比べてまだ良い訳である。それにも拘わらず、売上が伸びない中で損益分岐点比率が悪化している。非常に消極的な形で売上高人件費比率がまだ上昇しており、なお色々な形のリストラ圧力が残っている。また、円相場が正常化し、輸出採算が一頃より良くなっているが、まだ現在の水準では輸出が経常利益段階で十分採算の採れるところまでは到達していない。

二点目はそうした状況の中で、最近よく指摘されるように資本係数が中期的なトレンドラインから上振れている。これをトレンドラインに戻すことを一種の設備投資ストックの正常化だとすれば、まだフローベースの設備投資を相当抑制しなければならない。通産省統計の実稼働率も93年の景気ボトム期を若干下回る水準まで低下している。中原委員が以前指摘されたように、GDPに対する設備投資比率も70年代の第一次オイルショックから78年の円高の時期にかけて大きく下がった際の比率をも下回る水準にまできており、設備投資を相当調整しているものの、まださらなる調整圧力は残っている。その中で設備のビンテージが長期化しているため、製造業部門は大変厳しい状況に置かれている。中長期のそうした調整圧力が短期循環にも影を落としかねない。つまり、先行きこれだけの設備抑制が残るとすれば、資本財出荷は弱いと考えられる。在庫循環がかなり良い

状況にきているが、循環が大回りをしてなかなか進捗していないのが資本財であり、資本財を中心に在庫循環が途中で逆戻りしかねない不安もある。在庫率指数に注目しているが、まだ相当高い感じがある。そのようなことで、短期的にはともかく、多少先まで展望すると慎重な見方を外せない。

三木委員

実体経済は依然として明暗が入り交じったままの斑模様の底這い状態に変わりはないという全体観である。ここに来ての変化点は、公共投資の波及効果の一つとして前回申し上げた普通トラック、建設機械に下げ止まり現象が出てきたこと、および住宅投資の着工も本格化の動きになってきていることである。その関連で家電等の販売も強いことに加え、東アジア経済の回復の動きが実体経済に及びつつあるため、産業界の一部からは潮目が変わってきたのではないかという声が出始めたことである。私個人としては、とてもそうした考え方には至らないが、一部にはそうした声が出始めたのが大きな変化点である。その中で当面のポイントは、経済の循環的な動きに伴い構造問題に起因するマイナス効果を相殺してなお残るプラス効果の広がり具合であり、これがマージナルな動きに止まるのか、産業界全般に広がりを持った動きになるのかである。一方、時間軸という点からは、短期的な動きなのか、持続性を伴った中期的なトレンド変化とみるべきなのかを十分に見極めなければならない。

実体経済の一部に出ている潮目の変化の兆しについて、これを二点に分けて申し上げる。一つはアジア経済の回復という量的側面の問題である。アジア経済の回復を背景にした需要増加の動きについてみると、韓国、タイ、台湾を中心とした諸国における経済回復の動きが一段と地に付いた動きとなっており、これが日本の物の動きに着実に結び付きつつある。自動車のノックダウン生産が前年を上回るペースになってきているほか、ストップしていたプラント輸出も動き始めたため、川上であるわが国の素材産業に好影響を及ぼしつつある。鉄鋼ではホットコイル、半製品輸出が増加し始め、石油化学製品も動き始めている。こうした量の側面に加え、価

格の面でもアジア需要の持ち直しを背景に国際価格が上昇の動きになってきている。市況をみると、鉄、スクラップ、石油化学製品等の素材価格は総じて本年1月をボトムに10%から20%値を戻しており、ようやく底固さを増しつつある。ここ数か月、国内の素材業界では価格が限界コストのレベルまで低下し、これ以上は価格低下の余地がないという認識が広まっていた。しかし、アジア市況の回復に、在庫調整がようやく完了しつつあることも手伝い、国内でも値戻しが可能な環境が出来上がってきたのではないかという見方になってきている。価格の下落は企業経営、企業決算にとって最大の負のインパクトであり、下落基調に歯止めがかかる兆しを確認できないと企業経営者に設備投資意欲やあるいは真の意味での景気の回復感は生まれてこない。企業経営におけるプライシングについて、ここにきて漸くほのかな明るさを感じられる条件が出てきたのではないか。このような量と価格の回復感に伴い4月、5月の素材各社の単月決算は押並べて上方修正の動きになっている。一部には当初の赤字計画から黒字に上方修正する動きもみられ、これが一部の企業経営者に潮目の変化を感じさせている材料になっている。

一方、個人消費、設備投資の動きについては、低調の域を出ていないのが現状だと思う。中長期的観点からみると、当面わが国企業は雇用と設備と債務という三つの過剰を時間をかけながら処理をしていくことにならざるを得ない。特に、今後の連結決算の開示、ROE重視経営を考えた場合には、企業に対し健全で効率的な経営を迫るプレッシャーが一段と強まる。現状は経済の中に明るい動きが一部見え始めたとはいえ、それが潮目の変化とみなせるだけの広がりや持続性をもつものかどうかの見極めが必要である。今後数年、デフレ圧力が相当かかり続けるであろうという点は見逃せない。

その中で、实体经济の今後のポイントであるが、一つは公共投資の玉切れによる景気下押しのタイミングである。因みに、建設業保証会社と建設省、ゼネコンという実物の積み上げの動きから一つの試算をしてみた。公共工事の7割を占める土木の動きは相当な確度で捉えることができるため、

残りの3割部分が過去の推計からみたものになる。予算の総枠は一般会計の国費、補助事業の地方負担分で約5割弱を占めるが、それに地方単独を入れた地方財政計画と財政投融资の三つが加味されたものが公共事業の事業費ベースであり、実体経済に結び付くと捉えている。補正も含めた過去3年間の予算の合計は平成9年が43.7兆円、平成10年は43.3兆円、平成11年は43.7兆円となる。これを予算執行という形で着工に置き戻して試みる。今般政府が採用した上期は対前年+10%という執行方針が守られると前提すると、次のようなことになるのではないか。平成10年の一次補正および三次補正を合わせ、当初予算の遅れも含めて上期対下期という形でみると、平成10年の上期が合計で20.3兆円、下期が22.8兆円、平成11年の上期は22.4兆円、下期は21.2兆円となる。10年上期20.3兆円の約1割増しが、平成11年上期の政府が考えている22.4兆円に見合う訳である。下期の21.2兆円も、それだけのものが後ズレする形で残るといふことであり、レベルとしては比較的均された形になっている。やはり事務工期と予算の遅れもあり、相当ずれたということではないかと思う。ただ、内容的には四半期別に大きな段差がつき、これが実体経済に影響してくると思われる。すなわち、平成11年上期の22.4兆円のうち第1四半期が8兆円、第2四半期が14.4兆円となる。この8兆円というのは前払金保証の統計が4月は恐らく前年比12~13%減るだろうと言われていることを反映していると考えられる。第2四半期の14.4兆円は予算の通常の季節性からも最大のピークになる。第3四半期は11.1兆円、第4四半期は10.1兆円という形で、第2四半期をピークに第3四半期、第4四半期と段差がつくのはやむを得ないことかと思われる。これが実体経済に反映するのは1四半期後になるため、第2四半期の14.4兆円は第3四半期に出てくることになり、年内は心配ない。問題は来年の1~3月からであり、段差が若干付いてくることになる。去年の一次補正予算が平成10年度内に出てくる比率は62%であり、一次補正も結局11年度に38%ずれ込むことになる。三次補正が平成10年度内に出て来る比率は45%であり、平成11年に55%がずれ込む形でズレの効果もある程度均されてくる。一

つの試算をご紹介しておく。要するに、年内の公共工事は格別問題がなく、問題は来年1~3月になるのではないかという点である。

不良債権の処理から始まる金融システム再生に向けた一連の措置と本行のゼロ金利政策が相俟ち、企業・個人のマインドに大きなプラス効果を及ぼしているが、今後の景況をみる上での今一つのポイントは、恒久減税、住宅ローン等の政策減税がどういう形で個人消費や住宅投資の持ち直しに繋がっていくかである。減税は4月からのスタートであるし、昨年度末にみられた住宅公庫への申込みも着工が実際に動き出すのは第1四半期になるため、こうしたタイムラグを踏まえると、この景気対策の評価を確認するのは4~6月の動向が判明する7~9月になるのではないかと思う。

三番目に株価については、日経平均が年初から直近までに約4,000円値上がりしている。この間の時価総額は約80兆円増えており、資産効果の滲み出しによる経済のプラス効果がどう出てくるかが注目される。ここに来て企業経営者の心理的安心感が聞かれる。表向き含み経営からの脱却としてはいるが、内心は含み損の解消ないし、含み益の回復により、リストラ圧力を和らげる大きな助けになるという声が聞かれる。しかも、これには設備投資の誘発効果もあるのではないかということである。金融を除く上場・店頭企業の経常利益の合計額は98年の3月決算で僅かに11兆円であるが、一方で株がこれだけ動くだけでも80兆円増えている訳である。その資産効果を設備投資に効かすべきだという意味もあると思う。そういう意味でも、5月下旬からの決算発表に伴いこれまでのいわゆるユーフォリックな期待と実体の乖離が表面化し、株価調整に入る可能性は無視できず、株価の帰趨は一つの注目材料である。

四番目は地方の公共投資である。財政赤字問題が大きくのしかかる中で、地方議会が公共投資についてどのような判断をするか先行きを占う上で見逃せない。これは、議会の終わる6月までは何とも言えない。こうした点を総合的に勘案すると、実体経済の動向を見極めるのには今少し時間がかかるため、注目の補正予算についても本格的に議論されるタイミングは7~9月辺りに持ち越される可能性が高いのではないか。

一方、企業金融の現状をみると、大手銀行は信用リスク重視による選別スタンスを維持しながらも、引き続き融資スタンスは前向きである。従って、企業の借り入れニーズを待つことになるが、企業サイドでは設備投資意欲がなお低迷しているほか、売上が落ちているため運転資金ニーズも非常に弱く、貸出は伸び悩んでいる。また、貸出スプレッドの引き上げも事実上ほとんど進展をみていない。最近、貸出市場では都銀・地銀が貸出難のために、メイン先すら融資増をストップしているような低格付けで業況の良くない先に対しても、開発銀行並みの融資を行なうケースが出てきている。わが国銀行が収益と信用リスクを勘案したいわば正常な貸し渋りの姿になってきたと言われるが、一面で貸出計画達成のために大企業に対してはリスクを取るというケースもみられる訳である。ただ、中堅中小企業の真の実力を把握しつつリスク・テイクしていく、本当の意味での信用仲介機能を発揮するにはまだなっていないのではないか。

この間、金融資本市場では5月の連休明け以降、信用リスクに対する警戒感が一段と後退しており、短期金融・債券・株式市場とも堅調な基調になっている。特に、短期金融市場と債券市場では機関投資家が資金運用難から少しでもリターンの高いものを求めており、CPやSBのクレジット・スプレッドは一段と縮小している。本行のゼロ金利誘導は市場参加者のクレジット・リスクに対する過度な警戒感を払拭させることに寄与したという意味でも、かなり成功したと評価し得る。ただ、一方で、貸出マーケットのディシプリン低下という現象なども含め、ゼロ金利の副作用としてクレジット・リスク意識が稀薄化する徴候がみえ始めている点が多少気になる。こうした投資行動や融資方針については、市場参加者の自己責任において市場メカニズムの中で判断すれば良い訳であり、中央銀行がそれに対して何か言う筋合いではないが、低金利政策継続の中で一部には正常な信用リスク、価格変動リスクに対する感覚や判断が鈍り始めた先があるのではないかとも思われる。今後の金融政策を考える際の一つの留意点としてもテイクノートしておくべきである。

中原委員

3月の景気動向指数により支出のC Iをみると、昨年夏頃から7、8か月間横這いであるが、現在試運転中の長期先行指数生産重視型でみれば2か月連続でプラスになってきた。ただし、金融重視型は2月がマイナス、3月はプラスである。生産重視型の方は変動が激しく、過去になかったような変化率を示しているため、どの程度信用できるかは割引いて考えなければならぬが、いずれにしても8か月先頃に何かの変化が起きるかという期待をさせる動きが出てきている。個別先行指標の中に原材料在庫率指標があるが、これは既に反転しているように見える。新設住宅着工床面積も本年に入ってから反転している。現在横這いのものは乗用車の新規登録台数、マネーサプライであり、なお下落中なのが日経商品指数である。非常にアンステーブルな動きが続いているが、大体底の辺りで横這いであり、このような変化が今少し続けば、8か月先頃には景気に本当の動意が出てくるかという感じがする。ただ、非常に動きがアンステーブルであるため、非常に分析が難しい。

足許で一番目立つのは、消費関係が非常に弱いということである。特に3月に発表された数字は軒並み非常に弱かった。極く最近の計数をみると、4月の東京の百貨店が前年比-3%、大阪地区が-5.7%と、依然として悪い。大阪は中旬に入ってから前年同月割れになっており、本年はゴールデンウィークの曜日構成が良かった割には余り芳しくない。家計調査の実質消費支出の全国世帯も1~3月は前期比で-1.8%と、これも芳しくない。消費者態度指数が2月から良くなったが、実情はこういうことである。雇用環境および収入の増え方という二項目についての質問がこれまで悪化を続けてきた訳であるが、その中で「悪くなる」、「やや悪くなる」が多少減り、「変らない」が増えている。「良くなる」、「やや良くなる」は全く増加していないため、消費マインドは消極的な下げ止まりということだと思う。平均消費性向も依然として低下基調にあるし、4月から始まる減税は規模が4兆円と昨年度とほぼ同じであり、年収が800万円以下の世帯については、一時的であるが前年に比べて増税になる。従って、減税の

効果もそれ程期待できないし、少なくとも景気の浮揚には余力がないと思う。

そうした中で個別にみると、例えばマンションの契約率も2月がピークであり、季節調整後では2、3、4月と次第に下がっている。生産は先月が良かった訳であるが、詳細に内容を調べると、3月の速報のうちの良くなった分の5割がP H S、携帯電話関係、他の5割が新幹線向けの鉄道車両の増加という特殊要因であり、4月は反動でマイナス、5月は一応プラスになっているが、生産がどこまで持ち直すのか慎重にみるべきと思う。実は生産は今年の5、6月から横這っている格好になっており、これも非常に珍しい現象である。5月がプラスになると多分二番底はないと思うが、いずれにしても横這いの基調からは脱しきれていない。そうした中で、自動車関係は5月14日現在のヒアリングではパーソナル・ビークルが増え、リクリエーショナル・ビークルが減り、乗用車は前年比トントン、コマーシャル・ビークルが減っているため、5月の自動車は良さそうではないということである。それから、自動車工業会の生産計画をみると、季調済前期比で今年の10～12月が+2.9%、1～3月が-1.2%、4～6月が-6.0%と、相当下げ幅を強めている。4月は-0.3%程度のものであるが、4～6月については余り良さそうではないという感じである。4月の東京電力の電力販売をみると、販売電力は-4.0%であり、セメント、鉄鋼、繊維、石油化学等は二桁の減少であるが、今回4月で目立つのは契約電力の減少である。84年5月以来15年振りに前年割れをし、-0.5%である。これは多分、鉄、紙、パルプ、機械等の落ち込みに伴うものだと思う。

消費が不振な非常に大きな理由は、家計のバランスシートが非常に悪くなってきたということだと思う。家計の資産価値が落ちてきていることである。アメリカの統計では80年代の半ばに一回下がり、後は一貫してアップしているが、日本の家計の資産価値は90年に入って以降一貫してダウンしている。こうした家計の資産価値の減少が消費の不振に悪影響を及ぼしている。また、雇用が悪くなってきた結果、名目賃金、特に所定内給与もマイナスになってきているし、夏のボーナスも冬以上に悪そう

だという感じがしている。

公共投資については、GDPに入ってくるようなベースで色々分析を試みたが、季調済でみると、平成11年の第1四半期が+2.6%、第2四半期が+9.3%、第3四半期が-7.9%、第4四半期が-1.1%であり、7~9月からはやはり下がってくるのではないかと恐れている。来年の第1四半期は+1.8%という感じであり、やはり息切れするのではないか。年度下期の息切れを非常に心配させる所以である。

失業の長期化が非常に心配されている訳であるが、1年以上の失職者が70万人という報道があった。今一つ心配なのは、失業率は総数で本年3月で5.0%であるが、15~24歳までが10.9%、25~34歳までが5.6%、55~64歳が5.7%である。この三つの年齢層が平均以上であり、特に若年層の15~24歳が前年同月差で+1.7%増えている。25~34歳が+1.1%、55~64歳が+0.6%ということであり、失業率の分布が非常に心配される。

公共事業の地方単独を分析してみると、自治省の数字で地方財政計画プラス経済対策の規模はこのところ約20兆円である。それに対して決算がどうなっているか、つまり達成率でみると、ピークの91年度が110%であるが、次第に下がってきており、95、96年度と2年度に亘って80%台の前半、それから97年度は70%台に入っている。従って、地方単独事業の達成率が非常に下がってきている。これも一つの大きな問題である。

そうした中で、外需にも多くを期待できないのが大変に問題だが、ここで原油価格が上がってきたことが非常に重要である。協調減産が巧くいくかどうかはサウジとイランの関係に係わっている訳であるが、5月15日にイランのハトミ大統領がサウジアラビアのジッダを訪問しており、サウジとイランの関係が79年のイラン革命以来修復されたということになると、原油価格は夏場にかけてかなり強含むと思う。WTIで18~19ドル台を覗いたが、20ドルへいくのではないかと考えられる。従って、足許には色々なデータが交錯しているが、内容をみると消費は必ずしも強くない。失業率も恐らく次に出る数字は5%台に乗っているのではないかと考えているが、失業が進む中で頼みの綱の公共投資と住宅投資のGDPに対する

コントリビューションは4~6月がピークではないかということである。問題は、その後がどうなるかであろう。一番問題なのは、何回も申し上げているように、現在日本が長期的な意味での経済構造、産業構造の転換期にあることである。昭和恐慌は実は1919年にバブルが発生し、1920年に破裂して1927年に銀行取付けが起った訳であるが、それに70を足すと、1989年がバブルのピークで、1990年が崩壊、1997年が山一、北拓の破綻、そして1年違いで1998年に金融関係の二法が出来た。非常に大きな転換期に差しかかっており、なかなか予断を許さない。仮に、設備投資が回復した場合、何が起きるかということ、恐らく必ず海外へ進出していき、日本の国内での受注は減り、国内の産業構造転換を思い切って行なわない限りは、空洞化が長引くことになる。

最後に、先般京都へのお出張時に聞いたが、京都府では4月に入って中小企業の倒産件数が激増した。倒産件数は1月が多く、2、3月と減少したが、4月は倒産件数、金額共に激増し、負債金額は3月の倍になったということであり、これからも中小企業に対する特別保証が切れた時にどうなるかということが窺われると思う。

篠塚委員

公共投資と住宅投資という政策支援を除くならば、消費、投資という実体経済に対するプラスの影響は窺われていないというのが第一点である。しかし、株価が安定してターム物を含む短期・長期の金利が安定していることは評価出来るというのが、全体的な見方である。

実体経済に関して第一点は、やはり前回会合からの大きなデータとして雇用の指標を挙げられる。この結果、政府でも色々対応が具体化されていくと思われ、これに期待したい。そうした中で気懸りなのは、企業のリストラが進み、大企業から労働力が放出されても他に生産性の高い仕事が見つからない。受皿があって、それが見つかって初めて成長に結び付くが、現状では、大企業から雇用が放出されても、新規の産業、新規の雇用まで結び付かない点が非常に不安である。アメリカが1990年代にどのような

状況で新規の産業および雇用を創出したかを参考にすると、1998年のアメリカの就業者は約1億3,000万人であるが、その中で一番雇用を抱えているのがサービス業の3,800万、次が小売業の2,300万、それから製造業の1,900万と続く。しかし、1998年ではこの三産業でむしろ雇用が減少している。雇用が一番減少しているのが製造業であり、それから小売業、サービス業と続く。1990年代に一番雇用を増やしたのはサービス業であり、その中で一番雇用吸収の貢献度が高かったのはヘルス、健康医療関係であった。サービス業全体の3,800万人のうちの1/4、約1,000万人の雇用を抱えていた雇用吸収のトップバッターであったヘルス産業の雇用が減少になった。昨年アメリカでメディケアやメディケイドという高齢者向けの医療保険、貧困者向けの福祉制度の見直しがあり、給付の方法が変わった。それまでは実費を支払っていた訳であるが、昨年それが標準的な診療にかかる医療費を払うことになったため、これを嫌気した人々が大幅に産業から出ていってしまった。勿論、新たに情報産業やコンピュータ関係に雇用吸収力があつたため、問題はなかった。日本では来年雇用保険制度がスタートする。現在は介護関係の分野に雇用吸収があると言われているが、これも政策絡みの雇用吸収がかなり影響している。従って、最初の段階でしっかりとした枠組みを作れば、アメリカが1990年代にかなり大きな雇用吸収力があつたように、ここはかなり変わってくるだろうと思う。これが第一点である。

二番目に、公共事業の発注の仕組みに改革が必要なことを申し上げたい。例えば、舗装業界では上請問題がある。地元の中小企業が元請業者として受注した工事を大手の企業に下請けに出すという。その際、中小企業が単純に中間マージンを取り、それだけ公共工事のコストが上乘せになってしまう問題がある。こうした上請けや下請けという日本的な慣行を是非廃止すべきである。上請けの問題が発生するのは、一つは昭和41年の法律に「官公需についての中小企業者の受注の確保に関する法律」というのがあることである。次にランク制の問題、三番目に指名競争入札の問題という三つの問題がある。ランク制の問題や指名競争入札を急に廃止することは

できないが、この法律に関しては何とか早めに手直しして欲しい。

実体経済の最後に中小企業の倒産の件に触れたい。執行部から、中小企業の設備投資はマイナス幅が縮小するかもしれないという説明があったが、これが中小企業対策である特別保証制度の利用とどう関係しているか、あるいは関係していないのかが気になる。99年3月時点で、特別保証制度利用先で倒産した件数は208件であり、累計で80万件の利用者の0.03%と非常に小さい。208件の負債額は1,296億円であり、4月時点での承諾額約15兆円に対し約0.8%である。この状況を少ないとみるか、多いとみるかを現時点で判断は難しい。こうした状況が今後加速していくかどうか心配であり、注目したい。

次に企業金融について三点申し上げたい。第一点は、調統局のヒアリングによると、一部の生保では手許資金の運用に困っているようだということであった。例えば、CPの引受に当り自ら商社のビルまで来て取引するなど、資金の出し手とは思えない事態が生じているということである。ここまで資金運用が難しくなると、多少のショックでも経営の脆弱化が表面化するのではないかと、非常に心配される。資本市場は日銀の潤沢な資金供給により安定してはいるが、資金を運用する側にとっては非常に厳しい状況にあると思う。企業年金も同じような状況に直面している。やはりゼロ金利に伴い、既に資金の受け手のみならず、運用の面に関してもかなり大きな問題が出てきているのではないか。

二番目は、ゼロ金利の下で消費者金融業界の収益が二桁の伸びを示していることである。調達コストが低いために、消費者金融関係の収益が上がっている訳であり、別に悪いか良いかという価値判断すべきことではないが、ゼロ金利がもたらした新しい業界の動きとして注目したい。

三番目は政府短期証券の問題だが、FBに当初期待したのは円の国際化として外国人の投資家を買って頂きたいということであったと思う。シェアが4割とか2割とか3割とか月により変動があるにせよ買ってもらっているということであったが、ゼロ金利の中では外国人が買うニーズが当初期待したよりはかなり小さくなっているのではないか。保護預り制度の問

題から流動性が乏しいとか、日本国債の品揃えが魅力に欠けるとか、決算を短期化して投資リスクを減らすべきだという問題もあるが、少なくともFBに期待した円の国際化が、ゼロ金利によりある程度魅力を減らしたこともあると思う。

最後に、潤沢な資金供給の中で個人金融資産の構成が日本とアメリカでは大きく違うことについて触れておきたい。98年3月時点で日本の家計の金融資産に占める預貯金の割合は5割と非常に高いが、アメリカは13%である。国債を含めた債券は日本では僅かに1%であり、そのうち国債が0.3%しかないが、アメリカでモーゲージを含めると7%と高い。日本では投資信託が2%であるのに対して、アメリカでは10%である。株に関しては日本が5%、アメリカでは26%である。保険が日本は22%、アメリカは3%である。年金では、日本は公的な年金が圧倒的に多く13%であるのに対し、アメリカは私的な年金が多く33%となっている。アメリカではリスクもあるがリターンが多い金融資産の構成になっている。日本では家計の金融資産の選択としては家計向けの魅力的な金融資産が提供されてこなかったほかに、政策的な問題もあるかと思う。例えば、アメリカには、退職勘定というものがあり、個人が退職後に備えて貯蓄する金融資産には特別勘定として税制上の優遇がなされている。その特別勘定は非常に所得の高い層が高い割合を持っているという所得分配上の歪みもあるが、個人にとっては非常に魅力的に金融資産を運用出来るシステムである。日本では個人が金融資産を選択する形での積極的な営業がなされてこなかった。それは金融資産の比較広告に対して規制が行なわれていたことによる。それも金融当局よりはむしろ民間の業界団体によってなされていた。リスク商品を一般国民に勧め、仮に何か問題が起きれば大変だということであったのかもしれない。家計に対して金融資産の各種の情報を提示し、比較し得る広告を行なっても良いことになったのは1998年6月に全国銀行協会連合会が公正取引委員会の認定を受けて、「銀行業における表示に関する公正競争規約」を改正してからである。つまり、日本の家計の金融資産は非常に遅れており、預貯金に偏っていると批判されるが、それはそうした経

緯によるものである。今少し家計に向けて情報を確り開示すべきであったし、家計に向けた様々な魅力的なメニューが提供されるべきであったと思う。

植田委員

皆さんのご意見や執行部の説明に賛成であるが、先月までと比べると、株価の一層の上昇や設備投資関連の先行指標に若干明るい動きがみられる。しかし、それぞれの持続性や経済に対する影響については不確実性があり、先行きにかけてのデフレ懸念は未だ払拭されていないと思う。金融政策のスタンスとの関連では、その点が一番重要な結論である。

ゼロ金利等の中で金融機関あるいは他の投資家によるリスク・テイキングの動きが目立ってきている訳だが、重要な例外の一つが銀行貸出のマーケットである。調査統計局の2年程前の論文をみると、過去の金融緩和期においては、特に都銀等の主要行が金利をかなりアグレッシブに引き下げるにより需資の開拓を図ったが、主に中小の非製造業が反応して貸出が伸びている。このセクターの借り入れも設備投資も金利にある程度弾力的であった。これが金融緩和策が経済に及んでいく主要なチャンネルの一つであったと思う。しかし、1990年代入り以降はこうした動きがほとんどみられていないことは広く知られた点である。その説明として、暫く前までは主に借り手のバランスシートがバブルの崩壊で痛んでいるためと強調されてきた。私の解釈では、97年秋以降はそれに加えて供給サイドの要因も作用してきたように思う。すなわち、銀行側がある程度スプレッドを引き上げる動きに出てきた。昨年来、あるいは今年度に入り、資本注入が行なわれ、金利が非常に低い水準に低下したため、少なくとも供給サイドの状況が改善されるかどうかの一つの焦点だった訳である。本年度入り後の銀行の計画等をみていると、なかなか改善されたようにもみえない。勿論、需要サイドの影響の方が強い訳であるが、貸出の数字自体も目立った動きはみられない。そもそも従来はリスクの高い借り手から然るべきリスク・プレミアムを取っていなかったというある意味で異常な世界だったが、

そうした状態から多少正常な状態への調整過程に未だにあることがその背景として大きいと思う。また、健全化計画の中で収益確保を迫る圧力が、——勿論、銀行は収益を極力挙げるのが本来の目的であり、それ自体は問題ないが——やや無理のある計画に繋がっていないかどうか若干心配される。

要するに、資本不足という構造問題はかなり解決の方向に向かいつつあるが、以前からの別の構造問題がなお解消されていない中で銀行貸出が伸び悩んでいる側面がある。今後、景気が本格的に回復し、設備投資等が回復していくとすれば、この問題が何らかの形で解決されていくかあるいは、当初は違うルートから資金が投資に向けて仲介されるか、いずれかの動きが必要にならざるを得ない。この辺を注意してみていくべきである。ヒアリング等によれば、ゼロ金利あるいはそれを継続していく姿勢の表明は金利面および銀行の資金繰り面の両方から貸出に少なくともプラスの影響を与えていることは事実である。現在のところは、その影響の度合が先程のような理由でまだ目立つ状況になっていないということかと思う。

(午後0時14分中断、午後1時1分再開)

藤原副総裁

景気は全体として足許は下げ止まり、当面は小康状態を続けると思うが、長期的には民間需要が回復に向かう兆しがまだ出ていないという執行部の判断に違和感はない。現状の好材料の一つは縷々説明のあった公共事業と住宅建設だと思う。それらの相乗効果も手伝い、在庫循環をチャート的に見ると調整がかなり進んでいることが窺われる。今後仮に民間需要が順調に増えてくれば、生産が本格的に立ち直り得る状況が一応出来上がっている。仮に民間需要が順調に増えてくれば、という前提付きではあるが。

金融情勢はオーバーナイト金利ゼロをスターティングポイントとして、金利は長短それぞれ一段と低下し、株価も16,000円台後半から17,000円

の間で堅調に推移しており、マーケットの改善が続いている。また金融機関の融資姿勢も徐々に前向きになりつつあり、企業金融を巡る逼迫感は明らかに緩和していると看取される。このように景気を底入れさせる材料は整ってきているが、生産を本格化させる民間需要の増加が現時点ではみえてきていない。その間、経済が前向きの循環を取り戻すことが出来ないままに財政面からの効果が剥落し、年度後半は再び悪化するのではないかとという恐れがある。個別の需要項目としては、設備投資は足許、中小企業、零細企業が資金繰り環境の改善を背景にして持ち直しの方向にあるようにはみえる。しかし、大企業は収益悪化を続ける下でバランスシートのスリム化を優先させているため、設備投資は減少基調が依然続いている。個人消費も消費性向が持ち直したようにみられる局面もあったが、雇用所得環境の厳しさが厳然とあり、一進一退の状況である。輸出も自動車のアメリカ向けの輸出が抑制される方向にあり、鉄鋼の対米輸出でも緊迫した状態にある。

東南アジアの動向については、前回決定会合以来二度に亘り国際金融会議に出席してきたが、総じて東南アジアの経済は漸く出口を見出し、それぞれ自信を深めている印象であった。ただ、色々な場において、「エクセプト・ジャパン」という但し書きが付くのが残念であった。日本は現時点では決め手となる需要サイドからの刺激を見出すことができず、今後公共投資の減退が始まるまでに民間経済を主軸とした景気回復が実現するかどうかポイントであろう。そうした道筋のピクチャーが描けないでいるのが残念である。従って、現時点では景気回復に向けて、企業部門、家計部門両面で幅広く着実に足許を固めていくしかないのではないか。そのためには、前回決定会合でも強調したが、やはりまず構造調整を進めて民間経済活動が様々な創意工夫を活かすことの出来る環境を整えていくことが重要である。また、金融面でも安定した金融環境を維持していくべく、現状の金融緩和政策を続け、中小企業や零細企業に至るまで前向きな支出活動が盛り上がってくる状況を目指して日本銀行のキャパシティーの中でサポートしていくことが重要である。

山口副総裁

経済の現状については、調査統計局長が説明したとおり、大体下げ止まってきているということで良いと思う。肝心の消費の動きが明確でないという嫌みはあるが、生産の下げ止まりや政策関連需要の顕著な伸びからみて、概ね下げ止ったのではないか。経済の展望についても、調統局長あるいは委員方の意見のように民需の回復を示す手掛かりはまだみえてきていないと思う。皆さん方と同じ意見である。

消費については一進一退という事務局の説明があった。ただ、雇用調整が進行中であり、今後も進行する見込みであることを踏まえると、果して他の需要に先駆けて、消費に自律的な回復が起き得るのかどうか自体がやや疑問である。ここはむしろ企業所得の回復の方が先行せざるを得ないのではないかと思う。設備投資についても99年度は減少基調と以前から見込まれていたが、最近出てきている機械受注データや日本銀行、企画庁の投資に関するサーベイ等もそうした基調を裏付ける内容になっている。従って、年度下半期において景気が再度悪化に向かう可能性、リスクがあり、その意味でこれまでの基調判断と同じ判断をせざるを得ない。

ただ一、二、補足をしたい。一つは年度下半期以降、仮に補正予算の問題は別にして、公共事業がピークアウトした後の経済の姿がどの程度悪くなるかであるが、例えばその時点でアメリカの経済拡大が依然として続いているかどうか、あるいはアジアにおける一定の成長の復元がどのようになっているのか等外部環境によっても当然影響を受けることになる。今一つは金融資本市場の状態が昨年とは非常に大きく変わってきており、そのことも当然国内経済の動きに大きな影響を与えると思う。従って、年度後半から来年にかけての動きについては、そうしたファクターを慎重に吟味し、想定を確りと固めていかななくてはならない。

第二点は、今申し上げた金融資本市場の変化の影響をどうみるかである。ここ暫くの金利低下の動きは、少なくとも私自身が持っていたイメージに比べてかなり大きく、かつ急速である。現時点でも金利低下傾向は続いて

おり、2月12日時点で採った措置の効果が現在も進行形の形でマーケット、願わくば実体経済面にも浸透中である。金利が様々なスペクトラムで限界近くまで低下してきていることに伴い金の流れ方がかなり変わりつつあるという印象がある。先程植田委員からもご指摘があったように、まだ銀行が信用リスクを果敢に取りに行くという状態には至っていないが、それはむしろ当然という感じがする。現状の緩和政策を継続しているうちに、そうした金融機関の融資姿勢がどこまで変化していくのか、リスク・リターンの関係を正常にバランスしていく適切なリスク・テイク姿勢の復活を期待したい。ただ、そこまで至っていない現状においても、実体経済の状態やペースに比べ、金融資産の供給スピードがかなり速くなっていることが事実として指摘できると思う。勿論その裏側で、これは三木委員から指摘があったが、ある種の金融緩和の副作用的なことも生じ始めている。つまり、正常なリスク感覚を若干麻痺させるような現象が起きている訳であるが、これはマクロ経済の現状を考えると、暫くはそうしたことも飲み込みながら現行の政策を続けていくしかないのではないかと思う。しかし、確かにその点には留意が必要である。いずれにしても昨年の極度のクレジット・クランチ現象が現在かなり劇的に逆転しつつある。昨年のクランチは特に中小零細企業の経営をかなり強く圧迫し、例えば中小企業の設備投資の大幅カットを強制した訳であり、時間が経つにつれその逆がある程度生じる可能性がある。金融緩和の実体経済面への影響、あるいは物価面への影響とは明確に捉えることが難しいが、現在のところ企業収益をサポートしていることは明らかなだし、物価に対してもある種の下支え効果を持ちつつあるのではないかと思う。そうしたことを通じ、恐らく構造調整の痛みを和らげる効果を発揮しているのが現状ではないか。ここからさらに一歩進み、有効需要自体に働きかけるような力を時間の経過につれて発揮していくのかどうかを注目したい。

後藤委員

山口副総裁も触れられたが、金融緩和が金融市場に非常に強く浸透し、

金利低下作用が現在もなお継続をしていることが、前回会合時と比べて大きな特徴点である。1~3月にかけてのマネーサプライ（M2+CD）の対名目GDP比率は124%である。マーシャルのkが1980年以来で最大であったのは、1990年3月の113%である。これを現状は大幅に上回っている。マネタリーベースの平残も1月の3.6%の伸びから、4月は5.9%、5月の上旬は5.9%程度であり、流動性供給が非常に増えている。歴史的にみてもかなりの水準にきているのではないかと思われる。こうした金融緩和の長期化予想に伴い、一巡したと思った低金利の波及がまだ続いており、タム物金利が更に一段と低下し、つれて国債、金融債、TBから都銀の発行するCDの金利まで0.05%と普通預金と並んでしまった状態になっている。このように低金利の長期化を織り込んだ価格形成が進み、イールドカーブの変化や、残存期間別の国債利回りの動きなどをみると、運用難を反映して金利の低下が7~8年ものから10年ものまで波及を続けている。

第二点は、こうした資金需給の大幅緩和から市場参加者がリスク・テイクの姿勢を強めている。しかし、企業と家計の資金需要がなかなか盛り上がってこないことや、金融の仲介機能の不全が若干残っているために、運用難からマネーが株式と債券市場へ流入している。金利の低下が波及し、株価が上がることにより企業収益をサポートする、あるいは家計のコンフィデンスを改善する形で我々が予め期待した効果が出ている訳であるが、实体经济が上向く前に、株と債券相場のダブル高になるのではないかととも思う。そのことがまた個人投資家の株式市場への回帰の動きも起こしており、それ自体は期待したプラス効果を生んでいる。反面で、景気回復の見通しの下で株が上がるのであれば、債券価格が上がり長期金利が下がることはない訳であり、債券と株式の同時買いの現状は一種の流動性相場の面がある。その流動性相場は景気の現況の中で良い効果を持っていると思うが、この流動性相場の状態が長く回転を続けていくことはなかなか難しいと思われるし、今一つはこうした良い効果が出ているうちに、植田委員が言われたような金融緩和の効果が实体经济への融資拡大に及んでいくことが望まれる。ただ、かつて緩和期に都市銀行が金利を下げて融資の

拡大を図ったようなパターンは、ROA・ROE重視が叫ばれ、公的資本の早期返済圧力等から適正利鞘を確保する方向が金融界に定着しているとすれば、そこを第一義的な機動力にするのはなかなか難しいのではないか。企業や家計の資金需要をいかに呼び起こしていくか、その上で信用度に応じた利鞘を確保しつつ融資を拡大していく必要があるのではないかと思う。つまり、現在は良い効果が出ているが、流動性相場の側面を持っているため、今後はそれを金融機関の融資を伸ばす形で実体経済の向上にいかにか活かしていけるかを関係者が工夫していく必要がある。

最後に、足許、アメリカの物価指数が発表され、債券価格が下がり、30年物の国債利回りが6%近い水準まで跳ね上がっている。日本の方は10年物の国債が1.23%と、日米の金利差が非常に大きく開いているため、これが資本流出や、為替への影響、輸入物価を通じて国内物価にどう影響していくのかを注意してみていく必要がある。

速水議長

追加的な意見やご議論があれば、自由にご発言下さい。

中原委員

若干コメントさせて頂く。一つは東アジア経済の回復である。確かに一部に実物経済の回復の動きが出ており、それが輸出を通じ、あるいは現地に進出している企業を通じて日本に良い影響をもたらしていることは事実である。ただ、注意すべきは、例えばタイは金融のバランスシートが全く改善していない中での回復ということである。過去の日本の例をみても、それはなかなか難しい回復である。金融経済に非常に大きな打撃を被った例えばタイ等の国については、注意して観察する必要がある。

第二に、構造転換、リストラクチャリングの中で、日本で今一つ問題になっているのは、製造業の賃金が相対的に低すぎることである。産業別の相対賃金をみると、アメリカではサービスや小売、あるいは金融・保険・不動産は製造業よりも低い。95、96年以降になって初めて製造業の平均を

超えてきたが、日本の場合には、残念ながら製造業より低いのは卸売や小売程度であり、それらにしても同じような水準である。一番高止まっているのが金融、保険、不動産であり、サービス業でも製造業よりも1割~2割高く、金融、保険、不動産に至っては3割~5割高い。こういうことでは、なかなか経済が良くならない。非製造業の生産性を上げる、あるいは相対的な賃金格差を減らすことをしないと、日本経済はなかなか大変である。

第三は在庫率である。在庫率は確かに低下し、105という数字が出ているが、過去の不況で底が入った時には100を割れているケースが多く、まだ少し高いのではないかという感じがする。

四番目、昭和の不況が農業や生糸などを中心とした軽工業から重化学工業への転換期だとすると、今回は重化学工業からポスト・インダストリアル、いわゆる知識集約型への転換期であるため、非常に長い時間がかかることを覚悟しなければならない。それを株価で見ると、私は以前に4~6月に反動がくるかもしれないと申し上げたが、ピークの形成が4~6月に若干ずれ込んだものの、頭を打って重くなってきている。昭和恐慌の例では、ピークが1920年、底をつけたのが1931年であり、11年間下がっている。下落率は約78%である。従って、今後の政策運営、あるいはリストラ等々の宜しきを得ないと、2000年を越えて引っ張っていく危険性が十分にあると申し上げておく。最後にニューヨークの株式であるが、過去のS & Pをみると、大相場が二回あり、前回の大相場は1921年8月がボトム、29年の9月がピークであり、S & P 500の上昇率は4.85倍、8年1か月連続で上昇した。その中で小暴落が何回かあり、1928年6月と12月、1929年3月と5月と1929年に近づくと動きが激しくなる。今度は1990年10月が底であり、1999年5月まで8年7か月上昇してきている。上昇率は4.4倍になっている。従って、歴史的に申し上げると、かなりいいところへきている。PERに10年債の利回りをかけた、いわゆる金利修正PERを作ってみると、87年のブラックマンデーの直前の値が2.14であった。それに対して、今年5月に入るとほとんど2であり、金利修正P

ERもほとんどピークに近い。今一つ言えることは、97年10、11月、98年7、8、9月にやはり小暴落があった訳であり、その意味で完全に大天井警戒圏に入っている。

三木委員

後藤委員が流動性相場と言われたが、貸出・資金需要がこれだけ弱い中で金融緩和が進み、流動性相場になっている意味は、要するに実体経済に波及できない限界があるゆえに流動性相場になっているという理解か。

後藤委員

資金需要が出てくる、あるいは金融機関がそれに対応して仲介機能を果たせる体制を整えることが一緒にならなければ、なかなか融資を拡大する形でのリスク・テイクにより、実体経済に緩和効果が繋がっていくのは難しいのではないかということである。

三木委員

ターム物から長期金利までクリアな金利形成になってはきているが、それがある意味で流動性相場ということか。

後藤委員

そういう言葉を勝手に使わせて頂いたと申し上げた。

三木委員

要するに、実体経済とは全く無関係に、現在の長期金利の相場は動いており、その原因はまさに流動性相場だということか。逆に言えば、現在の長期金利は、一部の機関投資家を中心とする金融のプロの世界の相場形成になってしまっている。従って、例えば本決定会合などの一言、一句など何にでも反応し、とにかく何かを動かそうという世界の相場形成になってしまっているという意見があるが、そうした見方は正しいのかどうか。

後藤委員

現在直ちにそのようになるとは思わないが、仮に年度後半に向けての懸念が払拭され、本当に実態のある株価上昇というか、景況感が非常に明るくなっていく状態が生じれば、債券価格は低下の方向に行くのではないかと懸念している。少なくとも、現在の調子でいけば、そうした心配をしなくてはならない時がくるのではないか。

植田委員

教科書的にはそのとおりだと思う。金融緩和の出発点では、実体経済が動かない中で最初に金利が下がったり、株価が上がるという動きが起きている。先を読むのがプロだという世界でそうした状況が起きる訳である。

後藤委員

従って、現時点では今は良い効果を生んでいる。

植田委員

刺激し始めると長期金利は徐々に上がり始める。株価は長期金利の上昇と収益の増大が綱引きになり、必ずしも下がるとは限らないが、そうしたパスを辿っていくのは、正常な動きだと思う。ただその間に実体経済面の動きが起きないと、具合の悪い状況になるかもしれない。

後藤委員

あるかどうかは知らないが…。

山口副総裁

従って、現在の金利の低下は、長期金利も含めて、後藤委員の言われた流動性相場全体として景気回復を促すための必要な条件整備だと思う。

後藤委員

我々もそれを意図して金融を緩和した。

山口副総裁

これで十分かどうかは分からない。十分条件になっているかどうかも分からない。

三木委員

その点は、山口副総裁が言われたように、やはり実体経済にどう波及していくのかを今後慎重にみていかなければならない段階である。

速水議長

言い方を変えればそういうことになる。ファースト・ステップの効果は出ており、これで実体経済がフォローしてくれば望むところである。現在の国債相場は専らプロが動かしているのか。

三木委員

そういう見方がある。

速水議長

日本の機関投資家か。

山口副総裁

そうならざるを得ないと思う。

速水議長

最初に動かすのは、やはりプロであろう。周りがフォローしていけば、それで良いのだろう。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、当面の金融政策運営方針の検討に入っていきたい。武富委員から願います。

武富委員

金融政策の効果が本来の機能を発揮する必要十分条件が何であり、その必要十分条件をしっかりと整備してあるかどうかについて申し上げたい。一つは、金融面で不自然なリスク・プレミアムが存在しないことにより金融の本来期待されている機能が十全に発揮できることがまず条件になる。さらに重要な条件は、期待成長率が必要とされるだけ十分高いことであり、そうした期待成長率を前提に、ある一定水準の経済活動が現実には生じていることである。先程来の議論では現時点でその二条件がカップリングしていない。これをどうカップリングさせるかが政策運営の今後の一つの着目点である。

結局はいかにそうした期待成長率の引上げが可能かである。損益分岐点比率悪化の要因が売上の減少だとすれば、短期的には需要政策はそれなりの意味があるが、本質的には供給サイドからセクター段階、ミクロ段階で新しい供給を提供することにより新たな需要を掘り起こすことが必要である。その意味でリスク・テイクをする経済主体に対する対策や政策が色々考えられるが、一番重要なのは税制ではないかと思う。今一つは色々な意味で将来不安に歯止めをかけ、個人の経済活動も合流することであろう。端的には年金制度の問題であり、雇用対策の問題である。こうした供給サイドや不安心理対策に加え、努力には報いる成果分配の徹底といったセクター段階、ミクロ段階のインデュースイブな政策を打っていくことが重要である。そのことが期待成長率の嵩上げに繋がり、初めて金融政策の効果がそれなりに出てくると思う。従って、それまでは、金融政策が不足していると批判されても、全くイレバントな議論である。

最後に、金利か量かという巷間にある議論については、現段階でのそう

した客観的情勢の判断からみて、無意味ではないかと思う。世の中の議論は量を目標にし、それにより期待インフレ率に働きかけようというものであるが、期待成長率自体の嵩上げを行なう実物の実際の活動がないにもかかわらず、インフレだけ変えようとするのは順序が逆さである。まず、期待成長率を上げ得る対策を打つということであろう。期待成長率の上昇により、それと極めて整合的な形で物価の先行きに対する適正感が生まれてくるのが本筋だろうと思う。クルーグマン流に量を緩和し、期待インフレ率を嵩上げし、実質金利が下がった後に実物経済の活発化を期待するという順序は逆である。まず、実物経済活動を促す供給サイド、あるいは心理面の対策を打ち、現実に関係者が動くとなれば当然それに伴って物価に対するイメージも変わってくるという形で金融政策の効果が現実にも果実を生んでくるのではないか。これはご議論の余地はあると思うが、そのように思っている。従って、現在の政策を続け、中央銀行のみならず広い意味の関係者を全て巻き込んで金融と実体経済がカップリングし得る方向にまず経済の蘇生から図っていくべきだと思っている。

三木委員

今回は現状維持である。総裁にもデフレ懸念の払拭を展望し得るような情勢になるまで現在の思い切った緩和スタンスを維持していきたいと発言して頂いているが、このスタンスを継続すべきである。わが国経済の自律的な回復への兆しがなお窺われない中で、引続き経済の基盤回復を図っていく重要性を考えると、当面は現行の金融政策を維持していくのが望ましく、これまでの判断を継続するのが妥当である。足許の経済には明暗両方あるとはいえ動きが感じられるようになってきた。本行のゼロ金利政策が効果を発揮しており、金融マーケットにも漸く安心感が出始めている局面であるだけに、現在の政策スタンスは動かさないことが重要である。先程後藤委員が言われたような流動性相場をいかに実体経済の回復に結び付けていくかということであれば、現在の金融政策が効果を挙げつつある以上、この段階で動かさないことが肝要である。かつて日本銀行は動かな

いと批判されたことがあるが、現在は動かさないことが日銀の信頼を得る局面だろうと思う。動かないと動かさないとは違う。

中原委員

私は依然として金融緩和をこれまで以上に行なうべきであるという立場である。景気が回復するまでゼロ金利を続けるのも確かに結構であるが、それでは私が常に言っているように、これで打ち止めなのかということになり反動が起こる。私は実際に打ち止めではないと思っている。仮に、名目金利がこれ以上下げられないのであれば、当然量にいくしか仕方がない。非常に長期的な不況に対応し、金融をできるだけ緩和し、火が点き易い状態にしておくことが大切である。

武富委員の議論はまさにそのとおりであり、期待成長率がまずあるべきだというのは確かだが、しかしそれが出ない時に放置しておくのかということもある。期待成長率、期待インフレ率が上がり易いような状態に置いておくことが大切である。実際にこれまで金融緩和が非常に浸透してきているのは、一つには思い切ってゼロ金利政策を採っていることもあるが、更なる緩和期待があることは否めない事実である。そうした市場にある期待、あるいは世界的な期待でもあると思うが、それを必ずしも打ち消す必要もない。

これまでの金融政策により、トランスミッション・メカニズムが明らかになってきたと思う。先に効いたのは円安であった。これには色々な理由がある。勿論金利差もあるし、ベースマネーとの伝統的な関係もあるが、いずれにしても大手の生保等の機関投資家を中心に為替に目が向き、日本の外需にも影響した。次に、3月に入ってから株価の上昇が始まってきた。株価上昇等による資産効果が出てくる。理想的には18,000円台まで上がってくれば大変良かったが、17,300円で止まってしまった。仮に、株価が高止まりすれば、それなりに金融機関、一般企業に対しても好影響を与えるため、できるだけ株価上昇等を下支えしたいと考える。そうした状況がまず起きた後で、これまで議論に出ていたように銀行がポートフォリオの最

適化を図るために有価証券のみでなく貸出に金を回したり、量的な拡大を図ることにより期待インフレ率の上昇を媒介に実質金利を下げ、設備投資等を起こすという考え方もある。いずれにしても、まず第一歩の為替と株に効いたのは大変嬉しいことであり、是非そのモメンタムを維持すべく更なる金融緩和を主張する。名目金利はこれ以上下げられないのであれば、量的な緩和で一定の目的を達成せざるを得ない。

篠塚委員

私は基本的にこうしたゼロ金利は長く続けることができないと思っており、打ち止めにして欲しい。現在の決定会合で採っているディレクティブは、デフレ懸念が払拭するまでゼロ金利を維持するとなっており、どの程度の期間に亘って続くのか分からない。今後もかなり続くであろうという状況である。ゼロ金利はかなり異常な状況であるし、やむを得ざる形で採った措置であるため、今後長期に続くことになれば、今は良い面が出ているが、今後はかなり副作用が出てくると思う。従って、この時期にゼロ金利から引き上げに転じ、正常化しておくことが必要ではないか。この時期を外すと、今後はアメリカ経済に不安定な要素も出てくるであろうし、来年のアメリカ大統領選挙に向けて本年秋からは日本の経済政策に対して要求が出てくると思われるため、独自に何かやり得るとすればこの時期をおいてほかにない。私の提案は2月12日の一段の金融緩和を提示した以前の水準に戻したいということである。

植田委員

2月12日に政策を変更したが、その後の動きを細かく分ければ2月12日と、2月末から3月初めにかけてオーバーナイト・レートを更に下げた局面、4月13日に総裁にデフレ懸念払拭までゼロ金利を続けるという発言をして頂いた局面に分けられる。それぞれがある意味で小さな単位での金融緩和政策なり、その追加であったと思う。その結果としてオーバーナイトレートが実質ゼロになったのみでなく、ターム物金利についても仮にそれ

を目標水準としてコントロールするとすれば目指したであろう極限值が既に達成されている。そうした動きは4月13日の総裁発言をマーケットが信じた自然な動きとも言えるし、感覚的には若干行き過ぎ感もなきにしもあらずである。さらに、これ以上の金融緩和策があり得るかどうかなどという点については、常識的には良いところまできており、この先が全くないことはないが、中央銀行としては非常に極端なことをしないと先に進めない状況であると思う。具体的な内容は本日は差し控えたい。従って、実体についてデフレ懸念がなお払拭されていないという判断の下では現状維持が適当である。

一言付け加えれば、行き過ぎのようにもみえるという立場に立てば、若干それを冷やす行動を採るべきかどうかという論点もあり得るかと思う。現在の政策の範囲では、場合によってはオーバーナイト・レート水準を若干上振れさせることを容認するという手段があり得るが、そうした手段を採用した場合のリスクは非常に大きいと思う。現在の金融資本市場にある安心感、あるいは信頼感、特に日本銀行に対するそれを根本から覆してしまうリスクがかなりあり、若干の行き過ぎは容認すべき局面だと思う。

藤原副総裁

民間経済を軸とした景気回復の展望は依然拓けていない。従って、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢には至っていないという意味で、現状維持を支持する。金融政策も財政政策もほぼ最大限のことを行なってきたおり、現在の日本経済が求めている処方箋は金融システムの建て直しと、企業サイドと財政支出面での構造改革の推進である。金融システムの問題にみられるようにシステムの建て直しの動きは緒についたばかりであるが、例えば銀行株に対する信頼のように、マーケットが良い方向に向かっていると受け止めて将来の変化を先取りして強く反応している。流動性相場か否かという議論があったが、やはりそうした反応は市場が持っている本来的な性格であり、マーケット先験主義というか、マーケット主導主義ということだろうと思う。アメリカの場合も、危険だ危険だといいいながらも実態が

伴っており、相場がそれを見ている。市場が先取りしていることが上手く実体経済に作用を及ぼしていくことにも期待を繋ぎたい。

金融システムの問題もそうであるが、構造改革についても環境整備を具体的に着々と打ち出し、それを実行していけば良い効果を表わしていくと思う。構造改革は必然的にリストラを伴うため、マクロ的にはデフレ圧力がかかってくる訳であるが、同時に市場がそれを好感してポジティブに反応すればデフレ圧力的な痛みを和らげる方向に作用していくのではないかと。要は、実現可能で実効性のある具体策を極力早く現出させていく努力を傾注し続けるということである。現状維持である。

山口副総裁

私も現状維持で臨みたい。現在は2月12日に採った措置、あるいはそれ以後の植田委員の指摘された小さな措置や発言の効果が持続中であり、これを見守るべき状況ではないかと思う。まだ経済全体として漸く下げ止まった状態であり、かつ将来のデフレ懸念が残っているとの認識に立つ以上は、現在の政策を継続するのが最善である。金利、流動性についてかなり強いメッセージを送った結果、マーケットにおいてある種の行き過ぎた反応が起きつつあるのかもしれない。しかし、これもマクロ経済の現状を踏まえ、かつ現在はたまたま年度末を越えて季節的に大幅な資金余剰期に入ってきていることに伴う短期的な現象という部分もあるかもしれないため、船を揺さぶらない方が良いのではないかと。いわゆる副作用とみなし得るような部分については、今後季節的に、また市場の状態が変化していく局面で、果たして何がしかの牽制が必要なのかどうかを慎重に検討していけば良いのではないかと。従って、当面は現状維持が結論である。

後藤委員

我々は現在極限に近い金融緩和を実施しつつ、過剰債務、過剰設備、過剰雇用に手が打たれ、資金需要の回復と金融機関のビヘイビアに変化が出てくるのを待っている状況である。現状の判断としては、デフレ懸念の払

拭を展望できる情勢にはまだ至っていないというのが大方のコンセンサスだと思われるため、現行の思い切った緩和方針を続ける現状維持でいきたい。

(午後2時11分武藤大蔵省総務審議官入室)

速水議長

これまでの意見について何か質問なり付け加えるべきことがあればどうぞ。

中原委員

皆様との大きな意見の違いは、いつ回復するのかについて、比較的短期で回復しそうだ、あるいは回復しつつある見込みがあるという見方と、非常に大きな転換期にあるため、マクロ的にもミクロ的にも相当時間がかかるという見方の違いにあると思う。私は後者の見方である。従って、篠塚委員の例えば2月12日以前の金利水準に戻したいとか、あるいはオーバーナイトを若干上振れさせたいが、暫く我慢しようということではなく、積極的に一段と金融緩和をした方が良いという意見である。

武富委員

金融政策と物価というテーマに何か関連する新しい動きとしては、東アジアが幸いにして良くなってきている状況に端を発するものがあり得る。物価はグローバルな現象であるため、日本にとっては所与の条件としての物価を巡る外部環境が若干変わると思う。ごく目先では、アメリカの景気が基本的に堅調であり、賃金もじり高傾向であるため、その間接的影響が日本にも及ぶかもしれない。海外物価の現在の流れは余程円高に動かない限り、国内のデフレ緩和要因と受け止めたい。従って、差し迫ってもう一段の金融緩和を考えないでも良いバッファーとして、東アジア発の一連の流れを念頭に思い描いている。

また、物価に絡み、内外価格差と内々価格差の是正過程は、構造転換と全く同心円のことである。そうした過程からくる物価の下落を悪質のデフレと考えるのか、あるいは日本経済を良質化する立派な起爆剤と考えるのかという仕分けをしないままに、物価が下がれば、デフレだ、何とかしなければならぬという非常に単純な議論が世の中にある。これに対しては、今少し確りと発言して良いのではないかと思う。

物価の議論が余り出なかったため、私個人の多少バイアスのかかった見方であるが、以上の二点を指摘しておきたい。

速水議長

他に意見がないようであれば、私の意見を申し上げる。

結論としては、当面の金融政策運営は現状維持を支持していきたい。最近の経済指標をみると、執行部からの報告にあったように、足許の景気は下げ止まってきているように思う。最終需要面では公共投資の増加に加え、住宅投資が持ち直してきている。また、生産面では、在庫調整が進捗していることからみて、最終需要が増加していけば、それが生産の増加に結びつき易いという状況に次第になってきつつある。

金融情勢については、株価が強含みであるし、長期金利が低下するなど、全般に改善の動きが続いている。金融機関の融資姿勢も、優良企業の資金需要には積極的に応じていく姿勢が窺われてきている。この辺は、今後も貸し渋りと健全性とのジレンマを各金融機関がいかに乗り越えていくかが課題であろうと思う。企業金融を巡る環境は、昨年末頃までとは様変わりに好転している。しかし、企業収益や雇用・所得環境は極めて厳しい情勢にある。失業率は過去のピークを更新し続けているし、企業のリストラの影響から、今後も雇用情勢は一段と悪化する可能性があると思う。こうした状況下、設備投資や個人消費が明確に回復していくことは、少なくとも現時点では、直ちには期待し難い。海外経済環境も、底入れしつつあるアジア経済が順調に回復していくのか、現在好調な米国経済がこのままインフレなき高成長を持続し得るのかについては楽観はできない。本日の米

国FOMCが引締めバイアスを打ち出すかもしれないという予想があるが、最近のCPIの上昇を見ていると、私もどうしていくのかという感じがしている。こうしたことを踏まえると、公共投資の減衰が見込まれる今年度下期以降、民間経済を軸にした景気回復が実現するかどうかについては、明らかな展望は描けない。この点は前回会合までの判断とほとんど変化はないと思う。物価は現時点ではCPI前年比がほぼ横這いになってきており、心配していたように急ピッチで下落していく兆候はない。ただ景気の展望を前提にすると、今後、需給ギャップが拡大し、デフレが強まっていくという懸念はまだ拭えない。

デフレ懸念の払拭が展望できるようになるまで現在の緩和スタンスを維持するという考え方に照らすと、当面の金融政策運営は現状維持と言わざるを得ない。逆にデフレ懸念が払拭できないのであれば、早期にそれを払拭するために金融をさらに一段と緩和すべきという議論もあるかもしれない。しかし、いわゆる量的緩和がどのような効果を持つのか、またその副作用を考えなくて良いのかという点についても、引続き十分慎重でありたいと思う。金融政策は永続的な効果を持つものであり、その点は財政政策——税制は別であるが——とは異なる。企業の借りる立場からすれば、金利はバランスシート全体にかかってくるが、財政の方は恐らくフローである。現状維持の政策に基づき潤沢な資金供給をしていくことは1回限りのものではなく、毎日出していくものである。オーバーナイトの無担保コールを0.03%最低限維持していただくだけで相当アディショナルな資金が出たり、アディショナルな緩和措置が採られていると認識している。

篠塚委員が言われたここで1回戻すべきではないか、そうしないと機会を失うという懸念も確かに理解できるところである。しかし、決定会合が始まった1年余り前、公定歩合は0.5%であり、それを若干下回るオーバーナイト無担保コールを維持していくことでスタートした。その後、0.25%に下げ、更に状況も見ながら0.25%以下でもいい、極力下げようと指示した。そうした結果をみて、これはデフレ懸念がなくなるまではこうして潤沢に資金を出していくという方針になり、ここまできている。政府で

も財界でも色々な手が打たれるに違いないが、我々としてはこれまで打ってきた措置の効果を十分慎重にみていくのが適切ではないかと思う。

今後補正予算等の追加景気対策に関する議論が熱を帯びてくる場合には、日本銀行に対して長期金利の上昇を防ぐ手立てを始めとして、色々な要望が高まってくるのが予想される。私としては、そうした展開も予想しながらゼロ金利政策についての考え方、即ち、一つには金融政策面で可能なことは全て実施していること、二つ目には、それをデフレ懸念の払拭が展望できる情勢になるまでは続ける積もりであること、三つ目には、しかし財政の規律を失わせて将来に禍根を残すような政策を採る積りは全くないこと、四つ目には構造改革の進展が实体经济を動かしていく上で重要であることを引き続き対外的に明確に説明していくことが重要でないかと考えている。

追加的なご意見ご議論があればどうぞご発言下さい。

政府から出席された方々からご意見があればお願いします。

武藤大蔵省総務審議官

わが国経済の現状については、私共としても、景気は、民間需要が低調なため依然として厳しい状況にあるが、10年度補正予算等の効果が本格化し、公共投資が堅調な動きとなっていることや、信用保証制度の拡充、金融システム安定化策の進展など各種政策効果の下支えにより、下げ止まりつつあると考えている。

こうした状況の下、本日の閣議において、総理より、産業競争力の強化策と雇用対策について、6月中旬を目処に産業構造転換・雇用対策本部において取り纏めるよう指示があったところである。

また、先週末の5月15、16日に、APEC蔵相会談が行われ、宮澤大蔵大臣より日本経済の最近の動向と、緊急経済対策等の取り組み等について説明した。更に、APEC蔵相会談に際して行われた宮澤大蔵大臣とサマーズ米財務副長官の会談においては、大臣より、日本経済について、経済と金融制度の強化、および経済の効率性と競争力強化のための構造改革実施に取り組んでいく旨を説明したところである。

以上、政府の経済財政運営の考え方等についてご理解を賜りますようお願い申し上げます。

河出経済企画庁調整局長

まず、堺屋長官が5月の連休中にワシントンで2月12日の金融政策決定会合の決定に関して若干発言し、それが一部のマスコミに舌足らずに報道された件について申し上げます。この件については、その後の公式な会見において、企画庁長官としての日銀の金融政策に関する正式な意見はこの決定会合で申した通りであると、明確に説明しているところである。

本日の私共の意見であるが、大蔵省からのご説明と重複する点は避ける。まず景気判断であるが、今月の景気判断は基本的には本日の色々なご説明とほとんど同じである。民間需要が非常に低調なため、依然として厳しい状況にあるが、私共は各種の政策効果に下支えされ、下げ止まりつつあると認識している。雇用対策、産業競争力の強化策については、大蔵大臣からご説明があったように6月中旬までに纏める予定である。

こうした経済の現状であるため、日本銀行におかれては現在の金融政策の効果を十分見極めるとともに、自律的な経済回復が明らかになるまで適切な金融調節の手法により潤沢な資金供給を行い、引続き日本経済の回復に資するような金融政策の運用をお願いしたい。

藤原副総裁

私はマスコミ出身者として、河出調整局長からお話のあった、堺屋経済企画庁長官の発言について一言申し上げたい。私も連休中に海外に出張しており、その新聞報道を見てこれは何ごとかと思ったが、翌日の新聞に再び取り上げられていたため、さらにどうしたのかと思った。調べてみたところ、一つの新聞が“根回し発言”的な趣旨の報道をしたものの、同じ新聞が翌日訂正する形を取っていた。仮に、他の新聞記者も同じように受け取ったとすれば、他紙も書くはずである。一紙だけが書き、またそれを訂正したことにマスコミにいた者として関心を持ってフォローしてみたが、

いわゆる我々の言葉でいう、マッチポンプだということが分かった。只今は河出調整局長から真相につきご説明があり、新しい日銀法の精神に基づいた整合性のある対応だと納得して拝聴した次第である。

速水議長

ただ、根回しという表現は誤解されますのでお使い頂かないようにお伝え下さい。

河出経済企画庁調整局長

言葉の意味が違うと思う。必ずしも大臣はそういう趣旨で言ったのではないと思う。

速水議長

長官に宜しくどうぞ。

武藤審議官が説明された本日の閣議の内容はどうなるのか。

武藤大蔵省総務審議官

総理が6月中旬に決めるという指示をされたということであり、中身についてはこれから6月中旬までの間に関係各省で相談して詰めることになるかと思う。

三木委員

戦略会議のような審議機関を設けて検討するという事ではないのか。

武藤大蔵省総務審議官

産業競争力会議で色々ご議論があるのと、雇用問題については4月下旬に総理から対応を十分検討するようとの指示があったところである。本日の趣旨はそうした検討を全部総合して6月中旬に一連の施策の取り纏めをしようということだと理解している。

速水議長

経団連が何か案を作って出すと伺ったが。

武藤大蔵省総務審議官

20日に産業競争力会議があるが、その場で経団連で取り纏めたものの説明がある。その会議で報告されるものが公表されるのではないかと思う。

速水議長

それでは議案の取り纏めに移りたい。委員方の討議によると、当面の金融市場調節方針については、現状維持というご意見が大勢であったため、私から現状維持の議案を提出する。他に正式に議案を提出されるご意向を示された中原委員と篠塚委員は、ここで議案を提出して頂きたい。

[事務局より議案配付]

山本企画室参事

議案を読み上げさせていただきます。最初は篠塚委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

次が中原委員案である。「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。中期的目標としてCPI（除く生鮮）の前年比が1%程度となること（注1）を企図して、超過準備額を今積み期間（5月16日～6月15日）について前積み期間対比で平残ベース5,000

億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（注2）が10%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。（注1）2000年10～12月平均の対前年同期比：0.5～2.0%。（注2）四半期平均対前年同期比。以上。」である。

最後が議長案である。「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。より潤沢な資金供給を行い、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。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。以上。」。別添が対外公表文である。「平成11年5月18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現状維持とすることを決定した（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、以下の通りである。より潤沢な資金供給を行い、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。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。以上。」。

速水議長

中原委員、篠塚委員は議案の説明について何か付け加えることがあれば、願います。

篠塚委員

提案理由として、第一にゼロ金利は非常に異常な事態だと認識しており、

極力早期に正常に戻すべきだと考えていることである。二番目に、デフレ懸念が払拭できるまでゼロ金利を維持するという現在のディレクティブではかなり長期化しかねないため、懸念を覚えている。現在の金融緩和が实体经济を回復させるプロセスにおいて具体的にどう機能しているかが不明であり、現状に反対である。

この時期に2月12日の時点に戻したいのは、日米の経済関係を考えると、今後さらに難しい局面が出てくると思われ、今市場が、比較的安定しているこの時期に元に戻したいということである。最後に、今後ゼロ金利の状況で長い時間がかかるとすれば、既に相当長期間に亘って家計資産の劣化が生じているが、それがさらに進行すると懸念される。

中原委員

提案理由は四つある。一つは下期以降の失速のシナリオに何ら変化がないことである。目先、株価や消費者、企業のマインド等にも改善がみられているが、实体经济を示す最大の指標である消費関連がどうも良くない。教育費支出等が減っているなど一部には消費関連指標の悪化がみられ、非常に不冴えである。さらに今後リストラが本格化すれば、失業率も遠からず5%に乗る。現在小康状態を呈している背景の色々なファクター、例えば持家政策、公共工事の急増、信用保証枠拡大、株価上昇、あるいは消費者マインドの改善等が年度後半には剥落する恐れが非常にある。こうした状況が顕現化する前に、量的緩和による一層の金融緩和を図っていきたい。

二番目として、足許マネタリーベースが伸びてきているが、依然伸びが足りないことである。マネタリーベースの前年比は1月の+3.6%をボトムにして、4月は+5.9%、5月は13日の段階までで+7.2%に回復してきているが、依然昨年10月頃までの前年比である+9%ないし+10%の伸びと比べてかなり低い。量的緩和は不十分である。因みに、1日当りの超過準備額をみると、3月16日から4月15日の積み期間の超過準備額3,500億円に比べて、4月16日から5月15日の積み期間では3,177億円と、早くも300億円強の減少をみている。従って、2月の積み期が1,482億円、3

月が3,500億円、4月は下がって3,177億円ときたが、下期にかけて財政の揚げ超の時期にもなるし、超過準備がどこまで保たれるのか不確実なところがある。

三番目として、皆様方はあらゆることをやった、限界にきたと言っているが、私は必ずしもそうは思わない。限界にきたのは、名目金利のオペレーションである。一段の金融緩和が必要であり、もし0.03%よりも下げられないのであれば、今後は数量を増やし、例えば為替、株価それから銀行のポートフォリオの変化といったトランスミッション・ルートを通じて期待インフレ率の上昇を媒介に実質金利を下げていきたい。そして設備投資を誘発したいと考えている。

四番目として、米国の株価が大天井圏にきており、恐らく本年中には必ずピークに到達すると思っている。ピークに到達した後で調整局面に入ると、非常に大きな影響をわが国経済に与える恐れがあるため、極力早く金融を緩和してそうした事態に対処したい。

速水議長

両委員の提案について、質問があれば。

武富委員

篠塚委員と中原委員に対し、誰もが持つ当然の質問をしたい。まず篠塚委員であるが、0.25%に金利を上げる場合、市場がどう反応すると考えているのか。勿論予断は許さないが、ある程度の想定はあり得ると思う。それが結局実体経済や、経済全体にいかなる影響を及ぼすかというリスク・サイドについて、どのようにお考えか。

次に、中原委員に対する質問である。超過準備を5,000億円上乘せするということは、前積み期間の3,200億円に対して+5,000億円であり、8,200億円の超過準備をこの積み期間に作ることになる。私は先程金融市場局長に敢えて質問した訳であるが、都銀は超過準備を積む気持は全くない。また、現在の超過準備の過半は特別公的管理に入った金融機関のもの

であるという実態を踏まえ、この積み期間に8,200億円もの超過準備を創出できると本当に思っているのか。6月15日には結果が出てくるが、8,200億円の超過準備を作るのは普通ではなかなか難しいと思う。超過準備が作れなかった場合、金融政策に対するクレディビリティが市場でどのように受け止められるかというリスクについてどうお考えか。

篠塚委員

まず最初の点であるが、2月12日の時点に戻すといっても、状況はかなり違っている。大手行に対して既に潤沢に公的資金(7.5兆円)の注入がなされているため、大手行には資金が潤沢にある。運用難の状況でもあり、何とかこなしていくのではないかと期待している。次に、実体経済への影響であるが、例えばマーシャルのkでもバブル期と同じ程度、ないしそれ以上に傾斜が強く出ている。従って、現在のこの状況は場合によればミニバブルであり、土地の価格のみは下がりっぱなしであるが、かなり危ない状況でもある。このように潤沢に資金需給しても、企業側は新たに投資をしようとは思わないし、ましてや消費が全然動かない。むしろ、この長い低金利の中で家計の不満が出てきている。そこを多少なだらかにすることにより、今少し時間をかけた方が良いのではないかと思う。

中原委員

超過準備の計算であるが、98年の第4四半期の平残が57兆2,000億円であり、それを1.1倍すると99年の第4四半期では62兆9,000億円となる。5月13日までの平残が7.2%で伸びているため、それがそのまま伸びるとすれば、約60兆円になる。従って、63兆円から59兆円を引き、それを6か月で割ると6,700億円になり、8,000億円にはならない。銀行券が98年の10~12月から99年の10~12月まで大体5%程度伸びており、5月13日までの5月の伸びも6.6%であるため、今後は余り大きな伸びでなくても良いと考えられる。仮に、5%の伸びとすれば、4,500億円程度積みれば良いということになるため、5,000億円という計算をした。次に、積み

るか積めないかということであるが、執行部の担当の方と色々ディスカッションをしたが、色々オペをやれば 20 兆円程度は積み増すことができるということであり、私は十分に可能だと思っている。

速水議長

他に質問はあるか。それでは、採決に移りたい。篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で一つずつ採決して参りたい。

[政府からの出席者退室]

中原委員

武富委員の質問の一つ付け加えると、要するに短資などに流れている今の比率が概ね 1 対 1.5 になっている。

武富委員

中原委員の想定の中には、短資における滞留分は含まない訳か。

中原委員

それを含んだ上で、オペの金額を考えている。

武富委員

分かりました。

[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

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。篠塚委員の案を採決の結果、賛成1、反対8であった。

速水議長

次に、中原委員案を採決する。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。中原委員の案を採決の結果、賛成1、反対8であった。

速水議長

篠塚委員、中原委員の提案は1対8でそれぞれ否決された。次に、私の提出した議案について採決をしてもらいたい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

植田委員

反対：中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。議長案を採決の結果、賛成7、反対2の賛成多数であった。反対は中原委員と篠塚委員である。

速水議長

それでは、賛成多数で可決された。なお、篠塚委員、中原委員におかれ

ては、改めて反対理由を明確にしておきたいということであればどうぞ。

篠塚委員

先程申し述べたとおりである。

中原委員

一つは実体経済が先行き失速する見込みが濃厚であり、見込みがついてから追い込まれた形での金融政策緩和は避けようではないかという考えである。金融政策の発現までのタイムラグを考えれば、早めに一層の金融緩和を打ち出すべきである。

第二の理由は、金融緩和についてはオーバーナイト金利が0.03%に張り付く等、名目金利をこれ以上引き下げる余地がない、あるいは乏しくなっており、ゼロ金利の誘導はほぼ限界に近づいたと考えている。こうした状況の中で、金融政策が限界に達したことは極めて危険である。やはり量的緩和の手段を用意し、それを実行することにより不測の事態や一段の景気悪化等に備えるとともに、為替、株価を通じての好影響のほかに、最終的に銀行のポートフォリオの変化、あるいは期待インフレ率の上昇を通じた実質金利の低下、それによる設備投資の誘発を招くための措置を打ちたいということである。

三番目に、マネタリーベースの伸びが依然として不足している。5月は13日現在で7.2%伸びているが、やはり10%台の伸びが普通であると思う。四番目に、アメリカの株価が天井圏にあるため、その悪影響が出ないうちに足許を固めておく必要があるという意味でプリエンプティブに対応すべきである。

[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、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。金融市場局長は、ここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。

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。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

次に金融経済月報の検討、採決に入りたい。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。本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いする。まず、調査統計局早川参事と企画室山本参事からポイントを説明してもらいたい。

早川調査統計局参事

まず、冒頭の一文であるが、前月まで「下げ止まりの様相」と書いていたが、生産等についてもほぼ下げ止まったことが明らかになってきたため、「下げ止まっている」と明確に書いた。ただ他方で、「回復へのはっきりした動きはみられていない」ことも同時に併記している。

続いて各論の部分だが、設備投資に関しては「減少基調を続け」と、基調という言葉を入れている。1~3月のみをみると色々な指標が上向いているが、基調は減少であるという積りである。住宅投資、個人消費および純輸出はほぼ前月を踏襲している。公共投資は、まだデータが3月の請負金額までしか出ておらず、発注は増えているが、実は4月の数字については、ヒアリングによると若干少し落ちている感じもある。時期的に5月であるため、「春先の発注増を受けて高水準で工事が進捗しているとみられる」という表現にしてある。在庫および鉱工業生産については基本的に同じである。所得形成については、失業率が毎月かなり上昇しているため、「失業率は既往ピークを更新し続けるなど、家計の雇用所得環境は悪化している」としている。企業金融については、改善の動きが少しずつ続いているので、毎月徐々に表現を前進させており、一応「改善の動きは続いている」

が、「先行きに対する不安はまだ払拭しきれていない」としてある。企業、消費者心理については幾つかの消費マインド関係について、改善しているものもあるため、悪化に歯止めがかかったというより、「下げ止まっているように窺われる」としてある。

次に先行きだが、今回は基本的にはほとんど変えていない。ただ、これまで色々文章を付け加えてきた結果として少し長くなっているため、多少整理した。例えば、金融面の改善について、「金融機関への公的資本注入による金融システムへの不安が和らぎ、株価が持ち直している」という表現を「金融環境の改善」と一言で受けるなどして、全体に短くしている。また、政府でも産業再生策について来月中旬にプランを固めることを踏まえ、先月に比べて「その環境を整備しつつ、円滑に進めることが重要と考えられる」と多少気持を前向きに進めていくところにウエイトを置いてある。

最後に物価であるが、物価、特に消費者物価については、近い将来に直ちに下落幅が大きく拡大するとは考えていない。しかし他方で、仮に年度後半に景気が再び悪化するようなことがあれば、デフレ懸念が払拭できない。その辺を少し詳しく書く方法もあり得るが、まだデフレ懸念と政策がリンクした形になっているため、余り書き込んでいくよりは、むしろその程度であれば表現を特に変えないことにした。ただ、消費者物価を中心に考えると、下落基調という表現は余り適切ではないため、先行きについて「今後とも軟調に推移する公算が大きい」としている。

山本企画室参事

金融部分は先程ご説明したとおりであるが、「オーバーナイト物金利がゼロ%に近い水準で推移するもとの、金融機関の多くには流動性確保に対する安心感が広がっている。」と表現している。ターム物金利についても、「金融緩和が長期化するのではないかとの市場の見方」という表現を使っている。「そうした見方などを背景に、一段と低下した。ジャパン・プレミアムも、ほぼ解消された状態が続いている。」とした。長期金利は、調査統計局から説明のあった冒頭の文章をもってきており、「景気回復への

はっきりとした動きが依然窺われないもとで、ターム物金利の動向などを受けて、全般に低下した。」とした。株価については、お配りしたものには「米国株価の上伸」と手放しに書いてあるが、足許は米国株価が微妙な動きになっているため、1ヶ月前との対比の形で「3月以降の米国株価の上伸などもあって、総じて底固い動きを示した。」という表現の方が適切かと考えている。「この間、コール市場残高は、緩やかな減少傾向を続けている。これまでのところ資金決済面で支障が生じるといった事態はみられていないが、今後ともその動向を注視していく必要がある。」というのは、前月と同じ文章である。

量的側面、資金需要面は基本的に同じである。「実体経済活動に伴う資金需要は低迷を続けている。資金調達環境の厳しさを意識した手許資金積み上げの動きも収まってきている。この結果、民間の資金需要は一段と低調な状態にある。」とした。融資姿勢は、「基本的に慎重な融資姿勢を維持している。ただ、民間銀行自身を巡る資金繰り面は自己資本面からの制約は緩和されてきており、そうしたもとで、大手行などでは、信用リスクの小さい融資案件を手はじめに、徐々に融資を回復させる姿勢に変わりつつある。」とし、貸出計画を踏まえて「融資を回復させる姿勢に徐々に変わりつつある」という表現にしている。「これらの結果、企業金融を巡る逼迫感は和らいできている。今後、民間銀行の融資態度の変化がさらにどの程度進み、企業の投資意欲などにどのような影響を与えていくことになるか、十分注目していく必要がある。」とした。

最後の2行は前月と同じである。一点だけ付け加えると、4月の最後のパラグラフの「これらの結果、企業金融を巡る逼迫感は和らいできている。」の後に、従来、「ただ、格付けが低めの企業などでは依然厳しい資金調達環境にある先も少なくなく、引続き注意が必要である。」という表現をかなり長い期間使ってきた。一挙にこうした懸念がなくなる訳ではないが、従来念頭においていたのは3月期末や、5月の決算公表時に比較的大手の倒産や経営破綻が発生し得るかと考えてこの表現を残しておいたものである。そうした可能性が今のところはなくなってきているため、と

りあえず今回は外した次第である。

中原委員

アメリカの株価は、なぜ3月以降と入れたのか。

山本企画室参事

足許は1万1,000ドルを割り、若干弱くなっているためである。

中原委員

しかし、3月以前から上がってきている。

山本企画室参事

正確には、2月頃まで比較的横這いとみられる状況が続いており、3月前頃から徐々に上昇し、3月末に1万ドルを超えた。従って、最近の上伸の基調は3月頃から取って良いという理解である。

中原委員

言い訳は不要。米国市場は9年間伸びてきている。

山本企画室参事

勿論そうであるが、そこまで言うてしまうのはどうか。

中原委員

これは非常にミスリーディングである。

植田委員

最近の日本の株価をみる際の表現であり、これで良い。

山本企画室参事

そうだと思う。アメリカの株価自体は横這いの時期が長く続いた後、3月からまた一段と上伸したという推移をしている。

中原委員

一段の上伸とか何かを入れるべきだ。

山本企画室参事

「3月以降の米国株価の一段の」ということでどうか。

中原委員

それを入れれば良い。

速水議長

「一段の上伸などもあって」か。

後藤委員

物価については、本日、アジア経済の持ち直しとか、石油や国際商品需給に底入れが窺われるとの説明があったが、それには全く触れていないのか。これを見ると、需給ギャップが拡大してサービス価格も下がっている、景気が下げ止まっている中で需給ギャップは縮まない、賃金も軟化している、と全てデフレの進む要因が並んでいる。むしろ最近の経済情勢についての資料をみると、国際商品市況も底入れしてきているし、国内についても鉄鋼その他一部の素材を除いて下げ止まりの気配がみえてきたとある。卸売物価も消費者物価も益々下がるという感じは、本日の議論と若干ずれるのでないか。

村山調査統計局長

確かに足許のニュースとして、国際商品市況が下げ止まったのは大きい。

いずれ原油価格等が跳ねてくる訳だが、そこまで書くのが良いのか、ある程度それが足許に現れたところで書く方が良いのかを迷っている。確かに、下がる方ばかりを書いているということではあるが、まだ暫く下がり続ける見込みではある。

後藤委員

ある意味では、拮抗する要素が入りながら総体としては下がり続けているという感じではないのか。

村山調査統計局長

プラス要因としては、一応「足許の景気が下げ止まっている下で」という表現は入れている。仮に、委員のご主張を生かすのであれば、それを書き込むことになるか。

中原委員

原油価格の動向は書く必要がある。今回のアメリカのCPIも結局原油が原因である。アメリカではガソリンが19セント上がっており、日本も今後上がる。

早川調査統計局参事

両委員のご指摘を踏まえると、今回は「先行きについては」と書いてあるが、前月のように「今後の物価を取り巻く環境についてみると」という形で、例えば、「国際商品市況は下げ止まっているものの、足許の国内景気は」とするか。

中原委員

原油が中心であり、表面に出すべきではないか。

早川調査統計局参事

私共としては、仮に5月の卸売物価が出てくれば、今少し国際商品市況の下げ止まりと反発の影響が出てきて、マイナス作用が比較的小さくなるか横這い圏内になってくるのではないかという見方である。実は、4月の卸売物価は前月比0.3%と比較的大きな下落であったため、そうした表現をするのであれば、来月の方がタイミングとしては良いかと思った。ただ、先行きの環境ということであれば、ここで入れるのも可能である。

中原委員

何度か申し上げたが、本年の世界経済の最大の攪乱要因は石油の値段である。

村山調査統計局長

輸入物価については足許上昇に転じている。それと絡めて、例えば2行目の部分で、「企業向けサービス価格も軟化している。なお、輸入物価については国際市況が底入れする下で、上昇に転じている。」と一言入れれば、そういうご趣旨が生かせるのかと思う。

中原委員

しかし、他に底入れして上がっている国際市況に何があるのか。

村山調査統計局長

アジアでは例えば化学製品等が全般的に底入れしている状況である。

中原委員

金は上がったが、先般売ってしまったため上がらなくなった。今は銀が上がっている。

村山調査統計局長

非鉄、化学品、木材は基本的に上がっている。

早川調査統計局参事

総じて食料品は強くないが、国際商品市況は原油だけではなく、全体に下げ止まり反発の方向である。

後藤委員

今のようなご提案で良いと思うが、他の委員方はどうか。

中原委員

石油等、例示を二、三上げてもらった方が良い。

村山調査統計局長

一つの案としては、「なお、輸入物価については、原油を中心とした国際商品市況の底入れを映じて、上昇している。一方、消費者物価は、…」ではないか。

再度冒頭から読み上げさせて頂く。「物価面をみると、大幅な需給ギャップなどを背景に、国内卸売り物価が下落傾向を続け、企業向けサービス価格も軟化している。なお、輸入物価については、原油を中心とした国際商品市況の底入れを映じて上昇している。一方、消費者物価は」ということで、以下同文である。

速水議長

「原油を中心とした」ではなく「原油など」の方が良いのではないか。

村山調査統計局長

それでは「原油など国際商品市況の底入れを映じて上昇している」とする。

篠塚委員

本文は「原油市況の反発等から」となっているが。

村山調査統計局長

各論の方は総論に合せる。

篠塚委員

金融の部分に、オーバーナイト・レート金利が0%に近いとあるが、0%については、これまで実質という表現を常に使っていたのではないか。

山本企画室参事

月報では事実上という表現を使ったことはない。

篠塚委員

何か色々使っている。

山本企画室参事

内部資料の場合には事実上と言えば、0.03%とすぐに分かるが、対外的には事実上が何を意味するのかよく分からない。従って、この月報では0%に近いという4月の表現を今月も使っている。

速水議長

それでは、採決に入りたい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告する。基本的見解を採決の結果、賛成9、全員一致であった。

速水議長

それでは、ご決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明については、必要があれば執行部で修文させて頂きたい。本件の対外公表は5月20日午前8時50分に行なう。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は6月14日に予定している。

(午後3時28分閉会)

以上