

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年6月28日
開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室
出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）
藤原作弥（日本銀行副総裁）
山口 泰（日本銀行副総裁）
後藤康夫（審議委員）
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）

政府からの出席者：

経済企画庁 河出英治 調整局長（9:00～12:35）

（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
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室企画第1課長	雨宮正佳
調査統計局	吉田知生

（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	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳

I. 開会

速水議長

6月第二回目の金融政策決定会合を始める。

(午前9時開会)

本日の取り進め方を申し上げますと、前々回の会合の議事要旨の承認、金融経済に関する執行部の報告、委員による討議、もし政府からの出席者のご発言があれば述べて頂き、金融政策運営方針の決定を行なうという段取りで進めたい。最後に本日は4～6月の最後の会合であるため、先行き6か月間(7～12月)の決定会合のスケジュールをご承認頂く予定である。本日は金融経済月報に関する討議はない。

なお、政府からの出席者として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、ご発言は全て記録する前提となっており、委員および政府からの出席者におかれては、そのことを前提にご発言頂くようお願いする。

II. 議事要旨(5/18日開催分)の承認

速水議長

最初に前々回、5月18日会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許の議事要旨に異議があれば指摘してください。

[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。本議事要旨は7月1日木曜日の午後2時に公表されることになる。決裁をお願いする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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. 金融経済情勢についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢等に関する執行部からの報告に入りたい。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いします。

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

短期金融市場の動向をみると、前回政策決定会合以降、オーバーナイト・レート、ターム物レートとも横這いの推移を続けており、格別目立った変化は窺われない。現状を要約すれば6月10日のGDPショックを受けた先行きのゼロ金利政策変更懸念が頭をもたげつつあるが、その後の総裁の記者会見、講演でのご発言や本行による大量流動性供給の継続から、

ひとまず落ち着きを回復し、取り敢えず7月5日の短観の結果、およびその後の本行の調節姿勢を見極めたいとする模様眺め気運の強い状況が続いている。まず、オーバーナイト・レートは、連日の1兆円台の大幅積み上幅造成を受け、一貫して0.03%と実質ゼロ金利水準での推移が続いている。この間、積み最終日となる6月15日には当日の所要準備額が4兆1,000億円と高水準になったため、積み上幅を一旦1兆2,000億円に拡大した結果、通常日と全く変わりなく0.03%での出合いが進む大変落ち着いた展開となった。また、この期間中は為替介入により多額の資金供給が行なわれたが、いずれも他の需給要因と合わせて日々1兆円台の積み上幅を造成する調節を行なってきた。なお、GDPショック後の先行き金利観が微妙に変わりつつある中で、ターム物取引が細る傾向にあり、都銀等の当日のオーバーナイトでの要調達額が次第に拡大する兆しがある。これが今後オーバーナイト・レートの形成やコール市場規模等にどのような影響を及ぼしていくのかを注目して参りたい。

ターム物レートは、10日のGDP公表を受けて3か月以上のタームが若干上昇した後、総じて強含み保ち合い圏内での推移となっている。例えば、ユーロ円出合いレートの6Mは11日に %へ2 bp 上昇した後、 %で横這っている。オファー・レートが強含む中で、出し手、取り手とも短観待ちの模様眺めの姿勢にあり、取引は極めて閑散になっている。この間、TB 6Mは14日に0.04%、25日には0.05%に上昇するなど、FBの公募入札化に伴う短期国債市場残高の増加が意識され、若干強含み気味となっている。金先レート、ユーロ円レートの推移を、今回と同様に第1四半期のGDPが大幅な伸びを示した96年当時と比較してみる。金先の9月限レート、翌年3月限レートは何れのケースともGDP統計の発表を受けて金利先高懸念が台頭し、特に期先の翌年3月限レートが20bp 上昇するなど、強含み圏内でボラタイルな動きを示している。一方、TIBORレートは、96年当時は4月後半にかけてじりじりと強含んでいたのに対し、今回はほぼ横這いになっている。やはり今回の大量流動性供給の効果がキャッシュのマーケットに大きく出ていると言える。

こうしたターム物レートの動きに関して三点申し上げる。一つはTB、FBの過熱入札が影を潜めていることである。最近のTB、FBの入札状況をみると、GDPショック後の入札は何れも応札倍率が低下し、落札レートも若干上昇している。例えば、FBは6月9日の第10回入札が応札倍率では11.2倍、平均落札レートが0.026%であった。それが、直近の23日には応札倍率が6.08倍まで低下し、平均落札レートが0.042%まで上昇している。もっとも、4月7日の第一回入札時には平均落札レートが0.104%であったことを考えると、差し当たり過熱感がやや薄らいだ程度かとも思う。

第二はコンピュータの2000年問題に絡んだ動きである。金先レートの動きをみると、本年12月限と来年3月限のスプレッド、いわゆるミレニアム・スプレッドが18日以降マイナスに転じ、22日には-3bpを記録している。これは、従来、来年3月以降を含めて極めてフラットであった市場の金利観がGDP発表以降右上がりの金利観に変化したため、年末越えプレミアムが剥落する来年3月以降の金利水準が本年末の水準を上回るようになったものと思う。しかし、2000年問題に伴う金利上昇リスクが低下したことを意味するものでは決してなく、年末越え資金取引状況をみると、GDPショック後の調達レートは何れも小幅の上昇となっている。例えば、CPを5月18日に0.09%で調達できていたA-1+格の電気B社は、6月15日には0.14%と5bp上昇した水準での調達になっている。また12月スタート、1月エンドの先日付け取引も、都銀が9日の0.37%から23日には0.53%へ16bpも水準を切り上げて調達しているのが目に付く。マーケットでは、2000年越えの金利上昇リスクがむしろここにきて改めて意識されつつあるように見受けられる。

第三の注目点は、最近のターム物レートの小幅上昇に伴い本行のオペレートも心持ち強含み傾向がみられることである。例えば、国債借入の平均落札レートは6月7日の0.019%から25日には0.037%まで上昇しており、短期国債買現先やCP買現先もほぼ同様の傾向にある。もっとも、手形買入れのみは短資手数料の存在もあり引き続き人気がない。直近17日

実行分は3,000億円のオファーに対し、2,280億円の応札に止まり、6月4日分に続いて二回目の札割れになった。ただ全体としてみると、ターム物レートの強含みから資金供給オペは短期国債買現先やレポを中心に一頃比べて集玉が多少は良くなってきた印象である。

以上申し上げたように、短期金融市場では当面7月5日の短観の結果と、その後の本行の調節姿勢に関心が集中した感があったが、その他にも2000年問題に絡んだ年末越え資金のレート動向、夏場以降本格化してくる年末越え外貨資金調達とそれに関連したジャパン・プレミアムの動き、さらには4月から予定されているFBの公募入札額の増額など、ターム物レートの押上げ方向に作用する要因が目白押しとなっている。今後の金融調節に当たっては、ターム物金利の動向変化にこれまで以上に注意を払っていききたい。

中原委員

2000年越えのリスクが改めて再認識されているのは、どういう理由か。

山下金融市場局長

格別新しい材料が出てきた訳ではなく、一つは時期が次第に接近してきたということであろう。今一つは、これまではともかく日銀のゼロ金利政策が1年以上は続くだろうという見方で金利観がフラットに形成されてきた下で、比較的スプレッドの高かったミレニアム・スプレッドにも資金が流れ込み、下がってきた訳である。しかし、それが変わってきたため、無限定にリスクを取るといった感じがなくなってきたことである。

藤原副総裁

都銀のオーバーナイト・レート取引に若干動意がみられたとの説明があったがどういうことか。

山下金融市場局長

これまで都銀がオーバーナイトの調達を減らしてきたのは、かなり先の物まで0.03%や0.04%で取れたのが一つの大きな要因である。CDやユーロ円取引でやや長めの調達を行ないつつ、オーバーナイトへの依存度を下げてきていた訳である。ただ、金利が先行き上がるかもしれないという予測が出てくると、出し手の方は従来と同じレートでは出せなくなる。GDPの結果にはまだ半信半疑ではあるが、まず短観を見極めるまではゼロ金利が1年以上続くかどうか分からないということになる。場合によると、3か月物等の金利がこの先上がるかもしれないとなれば、資金の出し手は暫く様子を見るべく資金を出さなくなるし、オファー・レートを引き上げてくる。取り手の方もまだ様子が分からないため、無理してビットを引き上げて高いレートで取るところまではきていない、そうした事情でターム物の取引はかなり減少している。従って、資金調達の必要が出てくれば、オーバーナイトでは全く問題なく取れるため、徐々にオーバーナイト調達のウエイトが高まりつつあるということである。

三木委員

長期国債の方はどうなのか。

山下金融市場局長

長期金利は足許概ね1.7%前後の狭いレンジで上がったり、下がったりの動きである。取り敢えず7月以降の国債発行額が決まり、資金運用部の国債買入れが継続されることとなったため需給面では落ち着いた訳であるが、日々ボラタイルな動きになっている。長期国債については、やはり価格変動リスクに対する意識が非常に強いため、色々な要因が出てくるとそれに反応することになる。ただ、1.7%を超えてくると、生保と機関投資家が押し目買いを入れており、金利が大きく上がっていく感じはない。一方、なかなか下がり難いこともあり、1.7%の前後で変動している。GDPの発表を受けて、当面の景気観や短観がどうなるか、その辺の見極め

が一つのポイントとなる。取り敢えずのところは、予想外に良いGDP統計の発表を受け、心配されていた「景気悪化、大型補正予算実施による国債需給悪化」の悪いシナリオが後退し、1.7%前後でもみ合いながら次の方向観をさぐるという展開となっている。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場の動向、海外金融経済の動向について報告してもらう。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

平野国際局長

最近における円の対ドル相場の展開に絞って報告する。相場の地合いは、6月の中旬以降、海外勢を中心とする円買い圧力が強まり、仮に介入あるいは介入警戒感なかりせば、相場が円高に振れ易い地合いが足許まで続いている。その背景は、米国におけるインフレ懸念の高まりを受けた金利上昇とそれに伴う株価下落予想が根強く残る中であって、6月10日に発表された本邦第1四半期GDPの予想外に高い伸びを受け、海外勢中心に円買い圧力が強まったことである。これに対して、介入および介入警戒感が円買い圧力を取り敢えず封じ込めた格好になっており、一時はザラ場で117円台まで急進した円相場——6月10日、6月11日、6月14日——が現在は円安方向に動いて、121円台で推移している。このように円高進行に一応歯止めが掛かっている点において、市場は当局に敬意を表したと言える。しかし、120円を越えても当局がなおかなり強引に円相場を押し下げる介入を行なったとされていること、第二に、ユーロ/円でも初めて委託介入を行なったこと等が市場に様々な憶測を呼んでいるのも事実である。

この点に関連し、三点程申し上げたい。その一つは、市場の憶測としては、当局は、いわゆるスムービング・オペレーションの範囲を越えて、円相場のトレンド自体を強引に円安方向に持っていく意向ではないか、とみられていることである。二番目はマクロ政策が手詰まりの中で、為替政策

に新たな景気刺激策としての位置付けを与えようとしているのではないかということ。第三番目は、7月5日に公表される6月短観DIの好転予想が非常に強いため、円高圧力がさらに高まることを恐れて発射台を円安にしておこうとしているのではないか、といった声が聞かれる。これに対して、海外の当局者の反応は比較的冷めた見方をしているが、6月22日、ルービン財務長官の「日米欧通貨協力といったようなことは知らない」との発言や同日にサマーズが「通貨切り下げで繁栄を遂げることはできない」といったやや批判めいた発言が注目される。この間、為替市場が注目しているのは6月29、30日に予定されているFOMCの結果、および7月5日に公表される短観の二点である。

国際金融市場、国際経済面の動きについては、前回の決定会合以降、基調的な判断を変えるような大きな材料はないが、特徴的な動きを二点程申し上げる。一つは、米国経済であり、依然として力強く拡大を続けており、実体経済面には景気スローダウンの明確な兆しはみられていない。一方、物価面では、5月の消費者物価は落ち着いた動きになったが、労働市場の引き締まりを背景とする賃金上昇率の高まりなどから、インフレ懸念は引き続き根強い。米国の金利動向をみると、30年物の長期国債流通利回りについては、月央にかけて一旦5.9%台に下がったが、下旬以降は再び6%台に上昇し、25日には6.14%と再び97年11月の水準に顔を合わせる形になっている。米国の株価も足許は長期金利の上昇を嫌気して軟調に推移している。市場では月末のFOMCを注目している訳であるが、25bpの利上げは既に織り込み、さらに25bpの利上げが将来あり得ることを視野に入れつつある。

二点目は、東アジア経済である。東アジア経済は景気がスローダウンしている中国を除き、景気回復の足取りが明瞭になってきたと言える。これまで東アジア経済については、輸出増加の持続性、外国資本の還流に対する不安、およびリストラのデフレ・インパクト等のダウンサイド・リスクが懸念されていた。引き続きリスクはダウンサイドにあるとみられるが、ここへきてそうしたリスクの度合が後退しているように窺われる。こうし

た景気の展開を支えているのは、何よりも為替市場の安定、あるいはそれに伴う金利の大幅低下、株価の上昇に集約される金融資本市場の安定である。今一つは先進国の景気好転の影響である。それらに加え、心配されていたインドネシアの総選挙が平穏に行なわれ、社会経済システムの底割れが取り敢えず防げたといったようなことも、心理的に好材料として作用しているかと思う。こうした状況から、株価も景気回復期待の高まりを受けて総じて上昇傾向にあり、東アジア諸国のほとんどの国において、年初来の高値を更新する展開になっている。

三木委員

中国はどうか。

平野国際局長

中国は明確なことはよく分からないが、消費が非常に冷え込んでいると聞いている。統計的には預金が相当増え、その分だけ貯蓄率が上がる形で消費が冷え込んでおり、この点が非常に懸念されている。中国の景気は、盛んに行なわれている公共投資によりかろうじて支えられているとされているが、消費者は先行きに対して相当不安心理を高めているようである。その背景の一つは、国有企業の改革の動きである。これまで国有企業はいわば政府に代わり一般の家計に対する社会保障の負担を一手に担ってきた訳であるが、国有企業改革の一貫として、そうした国家の役割の代替を止めることになっている。従って、社会保障等々がこの先どうなるのかということが、家計に不安心理を高める方向で作用しており、それが消費を冷え込ませている要素である。

三木委員

中国では輸入制限に動いていると聞くが。

平野国際局長

輸入制限というか、密輸の取り締まりを行なっており、そのことが結果的に輸入制限的な効果を生んでいる面があるのかもしれない。一方、公共投資が増えているため、それに絡む輸入が増えていることは統計上も確認できる。

三木委員

輸入制限というが、そうした取り締まりの結果として制限的になるということであれば一時的な現象とみておいてよいのか。特に、広東省の日系企業は軒並み材料不足になり、操業停止に追い込まれている。現地調達もできない材料であり、長引くと余り良くないと思う。

平野国際局長

中国が密輸の取り締まりを行なっていることは事実であるが、公式に輸入自体を抑えているという情報は持ち合わせていない。詳細については、確認のうえご報告する。

後藤委員

アメリカが日本の為替介入について冷めた見方をしているとの説明であったが、98年入り後はアメリカへの資本流入が細っている。加えて、インフレ懸念も出ていくなれば、円安方向を狙った為替介入は少なくとも目先のアメリカにとってそう悪い話ではないのではないか。

平野国際局長

問題は方法だと思う。確かに委員が指摘されるように、アメリカ経済にとっては急速にドル安になり、資本が抜けていくことが懸念されるため、ドル相場はある程度強い方向で安定していた方が望ましいと思う。その意味で急速な円高進行にチェックをかける介入は、アメリカの当座の利益にも合致する面があると思う。従って、今般の介入の当初の段階では、ど

ちらかといえば好意的な発言も聞かれていた。ただ、120 円を越えても強引に円の押し下げ、ドルの押し上げ介入を行なったとされていることについては、スミージングの範囲を越えて為替を景気政策と位置付けて強引に仕掛けてきているのではないかと受止められ、そこまではどうかという感じがあるのではないか。

中原委員

前回の会合で、アメリカのクレジット・プレミアムやトレジャリーなども苦戦しているという話をしたが、最近の状況は如何か。

平野国際局長

結論的には、そう懸念されることは起きていないと思う。私が気にしていたのは、中原委員も以前指摘されたポイントであり、社債金利の対国債スプレッドに関する点である。残存 10 年債をみると、国債に対して社債金利のプレミアムが足許上昇してきていることが窺われる。これは国債金利に対して社債がどれだけ上乘せ金利を払わなければならないかの指標である。こうした現象を説明する要素として、一つはクレジットという要素がある。今一つは流動性である。そして、三番目はたまたま社債市場で A A A 格の発行ラッシュがあり、一時的にスプレッドが上昇しているといういわば需給仮説である。結論的には多分三番目であろうと思う。例えば B B B 格や A A 格等の A A A 格債よりも低格付の社債の流通利回りの対国債スプレッドをみると、そう大きく変化していない。従って、国債に対するいわゆる flight to quality が起きている訳ではなく、クレジットではない。流動性にヒッチが起きているために flight to liquidity が強まっている訳でもない。多分金利上昇懸念が背後にあると思うが、高格付の社債の発行が相当大量に行なわれており、それが A A A 格債の流通利回りを押し上げ、国債に対するスプレッドを上昇させる要因になっているものと一応整理している。ただ、やや気になる動きであり、今後とも注意をしてみたい。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告をお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

前回の金融政策決定会合以降、幾つかの経済指標が発表されているが、基調判断を変えるような材料は特にはないと考えている。

幾つか特徴点を報告したい。まず、公共工事請負金額は2、3月に大幅増の後、4月は反動減、5月についても若干減っている。ヒアリングによると、6月についても然程回復していない状況であり、4～6月の発注はかなり落ち込む見込みである。

次に、実質輸出の合計は、5月は前月比-5.3%とかなり大きな落ち込みである。ただ、第1四半期、第2四半期とみていくと、第1四半期は1.8%増加の後、4、5月の平均は-2.2%であり、横這い圏内の動きが続いていると理解している。地域別には、EU向けが第1四半期、第2四半期と減少幅が拡大している。東アジア向けは伸び率が鈍化しているが、これは主として中国が第1四半期に大幅に増加した後の反動という色彩が強い。因みに、ASEAN4か国は第1四半期に8.1%の後、第2四半期も3.4%と引き続き伸びている。一方、輸入は5月の前月比が-6.3%と、これもかなりの減少である。四半期別には、第1四半期に5.0%増えた後、第2四半期は4、5月平均で-2%の減少である。ただ、第1四半期の5.0%増の約半分が航空機の寄与であり、一時的な増加である。従って、総合的に判断すれば、輸入については年明け以降幾分強含みで推移している状況ではないかとみている。特に、財別の情報関連に注目すると、第1四半期6.3%の増加の後、第2四半期も5.5%と引き続き高い伸びを維持している。特に東アジアからの輸入は今後もある程度増加が見込まれる。

中小企業金融公庫の6月時点の中小製造業の設備投資動向調査をみると、

99年度の当初計画は-24.7%となっており、98年度の6月時点の計画が-25.8%であったので、昨年度の当初計画並みのスタートになっている。従って、今年度も中小製造業の設備調整が続くことを示唆しているものと受け止めている。ただ、昨年については、こうした短観の対象よりも小規模の企業の設備投資は金融面の影響等もあり、通常であれば実績と計画が上方修正されるところが、逆に実績は修正計画よりも若干下回った経緯がある。本年については、そうした金融面が好転しているとすれば、昨年よりも多少上を走る可能性がある。しかし、いずれにしても年度としては大きなマイナスになる可能性が強いとみている。

次に、個人消費の関連で、幾つか統計が公表されているが、全体としては一進一退の範囲内の動きである。まず、家電販売をNEBAベースの季調後でみると、4月に4.1%増加の後、5月は-5.1%である。これまで好調を持続していたパソコンの売れ行きが、5月は若干鈍っている。また、オーディオ、ビデオ関係の売上も5月は鈍っている。ただ、6月については、ボーナス時期に合わせてパソコンの新製品が集中的に投入されているため、多少は良くなっていくという見方である。全国百貨店の前月比は、4月+0.7%の後、5月は+0.6%である。都内も合わせて考えると、5月のデパートについては、前月比微増だと思う。因みに、全国チェーンストアの売上高も4月に+0.8%の後、5月は前月比-0.2%とほぼ横這いである。6月に入ってから都内百貨店の売れ行きは、三越の新宿店南館閉館セールがあり、大きな伸びを示しているが、これを除くと横這い圏内の動きという評価が多い。特に中元セールについては、法人向けを中心に前年割れの予想になっている。先行きについては、ボーナスの落ち込みを心配する声強い。

最後に物価であるが、CSP Iは4月に前年比-1.3%の後、5月は-1.1%と前年比のマイナス幅が若干縮まっている。これは、昨年5月に損害保険料が引き下げられた効果が1年経過し一巡したため、前年比のマイナス幅が縮小したものであり、先行きも引き続き軟調に推移するとみている。次に全国CPIについては、5月の前年比が除く生鮮食品のベース

で0.0%と4月の-0.1%の後、前年比横這いになった。内訳的には、商品の内除く農水畜産物が前年比-0.3%から-0.2%と若干マイナス幅を縮小しているほか、石油製品の前年比下落幅が縮小したことが主因である。東京のCPIについては、6月の除く生鮮ベースが-0.1%と、前年比マイナス幅が0.1%ポイントだけ縮まっている。民間サービスの前年比が-0.1%から+0.4%に転じているためであるが、その主因は家賃の値上がりである。この家賃については、空き家に新規に入居した場合には、その物件が新たに追加された形となる由であり、恐らく今回はそうした一時的な要因が大きく出ているとみている。

中原委員

5月の輸出は東アジア向けも減っているが。

村山調査統計局長

5月にほとんどの地域で減った形になっているのは、通関日数の関係もある。これが季節調整で十分調整しきれていない事情もあり、5月の落ち込みは一時的なものともみている。

速水議長

個人消費でコンビニエンスストアの売上高が伸びているのはどういうことか。

村山調査統計局長

コンビニの5月の売上げは微増である。1月に大きく伸びているのは、新発売になったゲームソフトをコンビニの一部が扱っているためであり、一時的なものである。これを除くと、さすがにコンビニエンスストアも、徐々に伸びが鈍化している。ここでは店舗調整前の数字でみているが、一店舗当たりにすれば、かなり明確に伸びが落ちてきている。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から最近の金融面の動きについて報告を願う。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

雨宮企画室企画第1課長

前回会合以降の金融情勢に関する変化点は大別して二つある。一つ目は、マーケットの金利観に微妙な変化が窺われることである。二つ目は5月のマネーサプライ統計が幾分強い数字になったことである。まず、TBレートの1年物までのイールド・カーブの6月初からの変化をみると、6月9日までのGDP公表以前は、ほとんど0.02%のレートでフラットになっていた。GDP公表後は次第にスティープ化する格好で上方にシフトしており、6月23日では3か月物が0.04%、6か月物が同じく0.04%、1年物が0.07%となっている。その後、先週末段階では、さらに幾分スティープ化しており、3か月物は変わらずの0.04%、6か月物が0.05%、1年物が0.08%になっている。ただ、GDP統計発表前のイールド・カーブは、いわば1年先までほとんどデュレーションリスクがなくなるパターンだった訳であり、この程度のスティープ化はGDP統計の発表を契機に一種のリスクのリバランシングが起きているという意味で、健全な動きとも考えられる。また金先のイールド・カーブの変化について、前々回の決定会合時の5月17日のカーブと直近6月23日を比較すると、大体12月限を頭に20bpから30bp金利が上昇している。これを非常に機械的に解釈すると、ほぼ年末頃を目途に、0.25%程度の利上げが織り込まれ始めたということにはなるが、現時点ではそこまで決め打ちしているというよりも、そうしたリスクも織り込み始めた段階であろうと考えている。

長期金利の直近は6月25日の1.77%である。この1.77%というレベルについては、過去に遡ると4月6日の1.79%以来になり、4月初頭頃の水準である。従って、長期金利については、一気に上がる地合いではないこと、この間株価が堅調であること等から判断してこれまでのところ非常に

攪乱的な動きとみる必要はなかろうかと判断している。

二番目に量的指標のマネーと現金の動きについてである。マネーサプライのうちM2+CDは99年入り後、徐々に伸びを高めており、因みに2月が3.4%、3月が3.7%、4月が4.0%に対し、5月は4.1%と、一応3か月連続の上昇となっている。ただし、3か月前対比の瞬間風速の年率をみると、4月までは瞬間風速がむしろ大きく落ちてきていたため、私共としては、必ずしも前年比の伸びのみをもってマネーが強くなっているとみるのは尚早であろうと考えていた。しかし、5月については前年比、瞬間風速ともに強くなった計数が出ている。このマネーサプライの裏にある預金の動きをみると、法人流動性預金の伸びが最近2か月爆発的に高まっている。これは低金利政策に伴い流動性保有の機会費用が一段と低下したことが影響していると思われ、これがある程度マネーの伸びにも寄与し始めていると考えている。

現金の動きについては、銀行券の発行高の前年比をみると5月が6.3%、6月の23日までは6.3%と、6月に入っても比較的健闘している。銀行券については、5月の連休後若干伸びが低下するとの見通しもあったが、現在のところ比較的堅調に推移している。恐らく機会費用の低下と、その背景に消費動向等が関係してくるのかどうか、今暫く様子を見る必要があると思う。特に、民間ボーナス支払いの集中が今後6月末から7月になるため、やはりボーナスが本年も相当減少するとなれば、銀行券残高にも影響を与える。昨年12月に起きたのと同様の事態であるが、銀行券についてはその後評価する必要があると考えている。

速水議長

法人の流動性預金が増した点を再度説明して欲しい。

雨宮企画室企画第1課長

定期性預金を保有することに伴う金利収入が下がっているため、敢えてある期間固定化される定期預金を保有するよりは、いつでも使える流動性

預金のままでも損はないと判断しているのではなかろうかということである。

速水議長

支払準備として持つということか。

雨宮企画室企画第1課長

然り。手許資金として、金利が低下してしまった定期預金を持たずとも、流動性預金で良いと判断していると思う。経済学ではお金を持つ機会費用は預金を引き出しに行く靴の裏の減り方と金利との比較の関数であると言う。従って色々な金融資産のバラエティーの中で次第に流動性の高いものにシフトし、その結果としてマネーが増えてくるというパスが考えられる。問題はそうしてマネーが増加した後、そのマネーが人々の支出行動に影響を与えるのか、あるいは単なる資産のポートフォリオのリシャッフルで終わってしまうのか、という点が判断の分かれるところである。

ここで説明している法人流動性には生保や投信などがコール資金から流動性預金にシフトしている動きは入っておらず、一般法人で流動性預金の保有が増加しているということである。

速水議長

定期性預金の残高の減少分がかなりシフトしてきているのか。

雨宮企画室企画第1課長

然り。従って、現在のところ流動性の18%の上昇がそのままマネー全体を押し上げることにはなっておらず、まずは定期性から流動性へのシフトの方が大きい。

山口副総裁

マネーサプライが全体としてこの程度伸びていることは、実体経済との

比較では流動性が潤沢に供給されている状態を表わしていると思うが、一方でマネーのチャネルに対してクレジットチャネルもあり、対民間の与信という意味でのクレジットチャネルをみると、余り大きな変化は起きていないように窺われる。非常に弱い状態が続いているのが現状である。そのマネーサイドとクレジットサイド両方をみて、金融セクター全体から実体経済に対しての働きかけの度合いについて何か評価はあるか。

雨宮企画室企画第1課長

非常に難しい質問であるが、マネーサイドとクレジットサイドは当然金融機関のバランスシートに統合される。そのバランスをみると、クレジットの方は余り伸びていないにもかかわらず、マネーという金融機関のライアビリティサイドが相当伸びている。その分に対応するアセットは財政要因、すなわち国債保有である。金融機関のバランスシートとしては貸出は伸びないが国債保有が増える形で預金、マネーサプライは増えるというバランスをしている。従って、クレジットが伸びないのにマネーが伸びている穴は財政要因である。ある意味では日本経済の現状を端的に表わしている部分があり、公共事業で何とか経済が保っている裏には、金融機関が国債をある程度持つことによりその分のマネーも供給されているということである。従って、現在の経済を支えているのはやはり公共事業であり、まだ設備投資や企業の前向きな経済活動をクレジット面から支援している動きはみられないということである。ただし、財政経由ではマネーが潤沢に供給されているためリクイディティの制約は非常に小さくなっている状況がこのマネーとクレジットのバランスから見て取れる。もっとも、リクイディティが十分にあったとしても、結局前向きの経済活動に制約がある場合には前向きの経済活動に繋がらない。前向きの経済活動を刺激するかどうかは、結局リクイディティよりもクレジットということになる。

武富委員

法人預金については、特に中小法人で伸びていることはないか。あるいは、金融機関側からみると下位業態で法人預金の流動化が進んでいる状況はないのか。

雨宮企画室企画第1課長

大企業、中小企業と分けてはいないが、特に下位業態で強く現われていることはない。むしろ大企業で取り敢えず流動性に替え、暫く様子をみたくて借金を全部返済するという動きに出る可能性もある。従って流動性預金が伸びていることが、この先のマネーサプライの伸びを高める方向のみに働くかという、実はマイナスの可能性も包含していることも念頭においておく必要があると思うし、多分そうした趣旨のご指摘ではないか。

武富委員

実はそこまで考えていなかったが、その可能性と、中小企業が実際にみられたように若干設備投資に向かう動き、つまり企業金融の環境が良くなったという一時的現象であれば、前向きに捉え得るのではないかという意味で質問した。あるいは、説明のように、企業金融環境が良くなれば、余り心配しないで、バランスシートを調整していく可能性もある。

雨宮企画室企画第1課長

その可能性もある。

植田委員

コミットメントラインの利用が普及しつつあるという報道があったが、それは貸出しやマネーのデータをみていく際に量的にはどの程度勘案すべきか。数兆円のオーダーか。

雨宮企画室企画第1課長

商社が大きいと、コミットメントライン自体は数兆円のオーダーにはなるが、実際に貸出として出るのは実行した時点である。

植田委員

従って、データをみる際には注意する必要はないということか。普段から両建てで置いておくような部分が減ってくる訳か。

雨宮企画室企画第1課長

然り。実は昨年から多少そうした動きが出ており、預金はむしろ減る方向だと思う。要するに、リクイディティの保証が得られるため、リクイディティの保証として持っていた預金が必要なくなるという意味で、預金と貸出が両建てで落ちる要因にはなる。実際にコミットメントラインを本格的に利用し始めたのは、昨年のいわゆる流動性危機の時に大手商社が手掛けたのが契機になっているが、その際、商社はコミットメントラインを設けたうえで預金と貸出を落とす行動に出ていた。ただ、コミットメントライン自体が現在大きく増えているかという点、むしろ流動性に関する安心感が広まっているため、必ずしも商社以外に広がっている訳ではないように聞いていた。

コミットメントラインについては、突然実行されると、金融機関の金繰りがパンクする意味での金融市場に対する影響が多少心配なところである。従って、昨年からのコミットメントラインの交渉については、企業サイドは同日の引き出しを求め、一方銀行は同日は勘弁して欲しいというような交渉が続いていた。

中原委員

このコミットメントは何か、セミコミットメントか。

雨宮企画室企画第1課長

例えば、2日前であれば応じると、コミットメントすることである。

(午前10時10分中断、午前10時15分再開)

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

それでは、執行部からの報告を踏まえて、政策委員の方々から意見を頂戴したい。本日は今月二回目の会合なので、討議のベースとなる前回の判断を振り返っておく。景気の現状については、公共投資や住宅投資といった政策関連の需要が増加してきており、在庫調整の進捗や鉱工業生産の下げ止まりなどを背景にして、足許の景気は下げ止まっているという認識をした。一方、先行きについては、金融環境の改善やアジアなどの海外景気の持ち直しが景気に対してプラスの効果をもたらすことを期待しつつも、企業収益や雇用所得環境が引き続き厳しい状況にあることや、企業のリスクトラが短期的に景気に及ぼすマイナスの影響などを踏まえて、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待し難い状況にあると判断した。そうした判断から、オーバーナイト・レートをできるだけ低めに推移させるという、思い切った金融緩和策を継続していくことを決定した次第である。本日は、こうした2週間前の判断を変更すべき点があるかどうかを中心に討議頂きたい。

討議の形式であるが、今回はレビューを中心とするという趣旨を踏まえ、金融経済情勢に関する見解と金融政策運営にかかわる議論とを合わせて、ポイントを絞ってお願いしたい。本日は中原委員からの順番になっている。

中原委員

まず第一に景気の動向である。前回は実質GDP成長率の前年同期比、三項移動平均を使うと、底入れあるいは底入れが近いことを示唆しているが、もう2、3期経過をみななければ分からないと申し上げた。その後、4

月の景気動向指数のうち一致指数の原材料消費指数および稼働率指数が生産指数に反してマイナスになったため、一致指数のDIは30と、非常に落ちてきた。この一致指数からみて、景気は低位横這いというよりは、昨年6、7月頃から低位で上下動を続けながら横に這う状態を繰り返している。従って、底入れは早くても10月から12月の可能性が強いのではないかという従来の景気観測に変わりはない。また、通産省の全産業活動指数は4月が-1.4%と、6か月振りに低下した。第三次産業の活動指数も4月は-1.0%とマイナスになった。従って、景気は公共事業と住宅以外を除いては余り良くないことが確認される訳である。

最近の数字で気になるのは、出荷と在庫のバランスが再び崩れ始め、4月の実績を第2四半期分と考えて前期比の瞬間風速でみると、出荷マイナス在庫のバランスがマイナスになってきたことである。前年比の出荷マイナス在庫はプラスであるが、これがマイナスになる危険性が増えてきたのではないかと思う。在庫調整の二段階調整が81、82年に起きているが、その可能性が増えてきている。7~9月で恐らく出荷マイナス在庫のバランスがゼロに近づき、10~12月でマイナスに入り、再び在庫調整に入る可能性を強く示唆している。その要因は二つあり、一つは自動車について聞き込みを行なったが、6月23日までの乗用車プラス商用車は前年比で % である。PVが %、RVが %、CVが % である。これを乗用車に引き直すと、5月は % であるが、6月は23日までの段階で % と反落する可能性が非常に強い。8月までの生産計画は強気であるが、そのまま推移すると、7~9月以降に在庫調整が始まるのではないかと考えられる。輸出の数量も先程は金額で説明があったが、数量ベースでみると4月が+0.5%、5月は-4.1%とマイナスになってきた。純輸出では横這いかもしれないが、輸出が減れば生産と出荷、設備投資等に影響するため、問題が非常に大きくなる。アジア向けは目先は昨年の11月頃が底であるが、EU向けは年初より下落しており、アジアは好調でもEUが不振になっている。そうした中で、東京電力の契約電力の4月が-0.5%と、15年振りに前年割れしたが、5月も-0.8%とマイナスが続いている。従っ

て、景気の低迷が続いている。

かなり以前から本会合でリストラが最も重要だと申し上げていたが、不良資産の処理、人員削減という意味でのファーストラウンドのリストラが今3月期の決算を境として始まってくる。リストラが巧くいけば、新たな大型合併に繋がると思うが、景気の回復はやはりリストラによる経常増益に頼らざるを得ない。恐らく本年度は下期に回復しても、経常の伸びはせいぜい5~10%ではないかと思う。景気回復が収益の回復よりも遅れるとすれば、やはり2001年頃になるのではないかと考えられる。リストラが始まると失業率が上昇して、消費に悪影響を及ぼし、設備投資にも抑制的に働く訳であり、リストラの効果は経常利益には現われるが、景気に出るのは2年程度遅れるのではないかと思う。リストラを促進するためには、規制緩和による競争条件の整備のほかに、新規事業への税制面でのインセンティブ等を考えなければならない。今一つ指摘しておきたいのは、最近OECDが加盟諸国の財政の健全度をチェックしているが、日本は99年に-0.9%、2000年が0.0%という成長率を前提にすると、GDPに対する国と地方を合計した財政赤字は8.7%から9.0%に悪化し、債務残高の対GDPは108.8%から117.9%へと悪化する。さらに、2000年から2004年までの間の成長率が2.3%、物価上昇率が-0.6%と仮定しても、日本のGDP比債務残高は148.3%と大変なことになる。それに対して米国はGDP比が本年が1.9%、来年は1.8%の予想であり、2004年にはGDP比債務残高が42%と、かなり日本と差がついてくる。2000年になると、日本の債務残高の比率がイタリアを抜いて世界一になるケースが考えられる。

また、日本にとって重要なのはアメリカ経済の行方であるが、第1四半期はGDPギャップが4%になっており、相当バブル気味である。FOMCが間もなく行なわれるが、私は多分かなり近い将来に昨年下げた75bp分を取り返すのではないかと考えている。日本は、一時的だとは思いますがGDPに良い数字がでたため、日銀短観がそれを受けて良くなるかもしれないし、あるいは失業率も一時的に下落するかもしれないが、いずれ5%に

乗るのは時間の問題である。そうした中で、最悪のケースは為替の円高と長期金利上昇の二つだと思っている。その意味において、これまで私が考えてきた金融政策を緩和し、その歯止めとしてゼロターゲットिंगをすることについては、益々必要になったのではないかと思う次第である。

篠塚委員

前回の会合以降に公表された経済指標等の中に、基調判断を大きく変える材料は見られないと思う。

今回は三つのテーマに絞って申し上げたい。

まず最初に、経済主体のコンフィデンスについては、1～3月のGDP速報発表後の株価が強含みで推移していることに注目したい。株式市場ではわが国の景気回復期待の高まりを背景に、このところ海外機関投資家が一段と買いの姿勢を強め、本邦投資家による利食い売りともみ合っている感じがする。そして、総じて強含みの展開で現在に至っている。この持続性はわが国の景気動向次第であるが、こうした株価の持ち直しが企業や家計のコンフィデンスを改善させ、経済の前向きな動きを引き出すメカニズムとして働く可能性があるかと期待している。そこで、家計のコンフィデンスに関する私の見方を若干敷衍してみたい。個人の金融資産残高に占める株式のウエイトは、せいぜい4%程度と大きくはなく、株価上昇による資産効果はかなり限定的であると思う。しかし、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」の中で、景気が悪化しているとの見方を示している回答者に対して、さらに景気に関する認識を聞いた部分がある。それによると、金融システムを巡る不安感がまだ強かった昨年11月時点の調査では、「今回の不景気は今まで経験したことのない深刻なものであり、企業の自助努力などでは対応に限界がある」という非常に悲観的な答えをした人達が目立っていた。しかし、直近の調査になると、こうした見方が57%から52%へ5ポイント減少している。それに対して「企業の努力などによって景気は時間が経てばいずれは良くなると思う」という明るい見方が19%から22%へ3ポイント上昇している。こうした意識の変化が底流にあるとすれ

ば、最近の株価の回復は消費者が自分の家族や勤務先の状況について、これまでの経営改善努力が功を奏しているのではないかという自信を強めさせる効果があり、延いては家計にも明るさをもたらす効果があるのではないかと思う。前回会合で、山口副総裁が所得環境が依然厳しい割には消費の落ち込みが然程大きくないのは何故かという問題提起をされたが、私は現在の株価が家計に明るさを与えているのではないかと思っている。一方、企業経営者に対してもこうした株価の回復はコンフィデンスを下支え、あるいは強める効果があると思う。構造調整圧力が根強い中で過度な楽観は禁物だが、企業もわが国全体も設備を廃棄するだけでは長期的な成長力を高めることができない訳であり、企業のリスク・テイク能力をいかにして高めるかが非常に重要な課題になっている。その意味で、「景気も気から」というように、最近の株価回復は企業経営者のセンチメントを高め、リスク・テイクの動きを引き出す効果があると思う。

第二は、物価の動向である。まず商品市況は、このところ総じて底堅く推移している。その背景としては、これまでの在庫調整に伴う減産効果やアジア諸国の景気回復による需要増加などが指摘できる。いずれにしても、素材業種の業況が回復しない限りは、全体の業況改善も見込み難いと思われ、限界的な需給関係を反映するアジアを中心とした商品市況の底入れは注目すべき現象である。また、こうした商品市況の地合いの変化が十分に反映されていないにもかかわらず、5月の卸売物価が僅かながらも前年比プラスとなり、また消費者物価も全国ベースで5月が前月比横這い、東京都の6月の速報も前月比横這いと持ち直している。懸念された物価下落圧力は明らかに和らいでいると思う。これまで本行では需給ギャップが非常に大きいことを前提に、物価下落圧力がいずれ顕在化するはずであると考えてきたが、そもそも潜在GDP、需給ギャップの計測自体が非常に難しい問題を抱えている。多数の機関が計測しているが、それぞれ様々な予測値となっている。例えば、直近のOECDのエコノミック・アウトルックでは、日本の99年度のGDPギャップは-5.6%であり、一方日本の民間の計測では-8%あるいは-10%等の大きな数字も出ている。結局、潜

在GDPの推計は、どのように各生産要素の予測値を置くかにより変わってくる面もあるため、実際の物価が安定した動きを示していることを如実に説明するのは非常に難しく、悩ましい問題である。この点は、デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利政策を継続するという方針を本行が明らかにしている以上、単に物価見通しに止まらず、ゼロ金利政策を継続する根拠は何かという問題に繋がってくる。物価については非常に注意深くみていかなければならない。

第三に、長期金利の問題である。長期金利は5月17日の1.183%から先週末は1.77%台まで上昇している。日本銀行調査月報の昨年6月号に掲載している長期金利関数を用い、新しいデータで再推計をすればいかなる理論値になるか独自に計算してもらったところ、2.25%となった。従って、現在の長期金利の水準は理論値に比して決して高くはないのではないかと思う。長期金利は基本的には先行きの実質成長率とインフレ期待によりかなり説明され、これにリスク・プレミアムが反映されて短期的に振れると考えられるが、この間、株価も上昇基調にあることを考え合わせれば、最近の長期金利の上昇は景気実勢のポジティブな変化をある程度反映しているのではないか。なお、長期金利の残存期間別スプレッドの変化をみると、いわゆる1~3月期GDPショック後は残存期間の短いところから金利が上昇している。これは市場参加者が過度の景気悲観論を見直し、実質ゼロ金利政策の修正時期を意識している中で、これまでゼロ金利の影響を特に大きく受けて低下していた中短期ゾーンの債券を保有するリスクにも目を配り始めたことを反映していると考えている。

以上の三点を踏まえた上で、金融政策運営に関しては、引き続きゼロ金利に誘導する措置を講じた2月12日以前の運営に戻すことを提案したい。ゼロ金利政策の副作用については、これまでも何度か申し上げてきたが、さらに申し上げると経済主体にモラル・ハザードを招来していること、あるいは公的年金や企業年金、保険、財団等の運営が超低金利政策の下で一段と厳しさを増していることなどに十分配慮する必要がある。問題は現在がこうした副作用を甘受してもゼロ金利政策を継続しなければならない

ほどの金融情勢にあると判断するかどうかである。最近の動きを2月12日時点と比較すると、実体経済面では商品市況が上昇に転じ始め、需給バランスに微妙な変化が窺われている。こうした中で、金融市場でも、これまでの景気悲観論一辺倒から回復に向けたポジティブな材料を評価する動きが出てきている。これは、再び実体経済に対して企業や家計のコンフィデンスを持ち直させ、前向きな動きを引き出す効果が期待できる。また、金融市場でも金融経済情勢が微妙に変化しつつある中で、ゼロ金利政策が解除されるための条件とは一体何かといった疑問、迷いなどが意識されているのではないかと思う。金融市場は思惑で神経質な動きをみせているが、今後でてくる景気関連指標に加えて、物価指標の動きなどに敏感に反応し、延いてはこれまでの金融緩和のプラス効果を減殺するような展開になる可能性も否定しきれない。

過去の金融政策運営を振り返ってみると、当時としては止むを得ない面もあったが、事後的にみれば実体経済が持ち直す局面であったにもかかわらず、追加的な金融緩和策を講じたことがある。例えば、昭和60年秋以降の急激かつ大幅な円高進行を受けて、61年1月以降、4.5%であった公定歩合を通算五回引き下げた。最後の引き下げになった昭和62年2月時点の月例経済概況をみると、鉱工業生産は停滞色を強めているというものであった。その判断に立って引き下げが行なわれた訳であるが、今となってみれば当時は既に鉱工業生産は増加に転じていたし、その他の実体経済の指標も改善を示していた。くれぐれも誤解のないように注意して頂きたいが、私は過去の政策を批判するためにこのことを申し上げたのではなく、マクロ統計が景気の流れに遅行するという制約の下で、総合的に金融経済情勢を判断することが極めて難しいことを申し上げたかった訳である。現在もまさに似たような局面にあり、ゼロ金利政策をいつまで継続するのかという判断が非常に難しくなっている。以上の理由から、私はデフレ懸念が払拭される展望は現状では明らかになっていると判断し、金融政策運営を2月12日以前の運営に戻したい。それでもなおかつ超低金利政策の段階である。

植田委員

前回までの判断を大きく修正するような材料が出ていないため、基本的にそうした実体経済に関する判断に基づいて、政策は現状維持で宜しいと思う。

篠塚委員から重要な発言があったので、一言だけ敷衍してみたい。当然のことながら、我々の政策は足許の経済指標に直接反応して行なう訳ではなく、それが将来に向けてどういうインプリケーションを持っているかを睨んで決定すべきものである。それは、金融政策の効果にラグがあるからである。色々な指標をみると、足許は景気が下げ止まりになっているが、将来において再び下方に向かってしまうダウンサイド・リスクは依然としてかなり残っている。篠塚委員も言われたように、アップサイドのリスクも多少は出てきているが、私の判断としては依然としてダウンサイドのリスクの方が大きい。

次に、今後の政策のオプションを考えた場合、引き締め方向では無限大ともいえる可能性があるのに対し、緩和方向では残りのオプションがゼロではないにしてもかなり出尽くしに近い。ゼロ金利政策をデフレ懸念が払拭されるまで維持するという方針を掲げておき、これをアップサイドリスクを重視して一旦例えば 0.25% に戻したとする。その後また景気が悪くなったため、再度長期間のゼロ金利政策維持という方針に戻るとしても、二度目のゼロ金利維持政策が現状程の効力を持つとは到底思えない。そうしたクレディビリティのロス、あるいはコストが発生する。従って、アップサイドのリスクがまだ小さいことを重ね合わせると、政策はどう考えても現状維持ということが私の意見である。

藤原副総裁

前回の会合以来、情勢判断を変えるような基本的な情報はほとんどないと思う。個人消費は横這い圏内、設備投資は中小企業製造業についても依然低迷の様子が窺われる。生産は総じて横這いの圏内、一方、市場金利や

株価の動きは強気になっているとまでは言えないが、非常に悲観的な見方はかなり後退している。

先行き注目すべきは次の三点である。一つは生産動向である。生産動向は生産、所得、需要という前向きの循環メカニズムの出発点となる訳だが、在庫調整の進捗と公共事業や住宅の下支えにより生産が今後どう立上がっていくかが注目点となる。

二点目は需要項目の中の設備投資であり、中小企業の設備投資動向がポイントになる。最近の金融環境の改善が最初に効果を現わしてくるとすれば、この部門だと思う。1~3月のGDPにややその気配が窺われる感じもするが、これが本物かどうか、持続していくものかどうか、短観をも含めて見極めていく必要がある。

三点目は物価動向である。執行部の説明によると、物価は当面横這い圏内で推移する可能性が高いということだが、そうした足許の物価動向自体が意外にデフレ懸念を払拭させる効果を持つかもしれない、ということも念頭に置きながら注視していきたい。

金融政策そのものは現状維持でいきたいと思う。現時点ではデフレ懸念が払拭出来ていないことが第一の理由である。第二に景気回復の基盤が依然脆弱である。第三に今後の民間需要の回復は金融面での良い環境がどの程度持続するかどうかにかかっているということ、従ってその好環境の持続度を確かめていく必要があることである。一頃みられたマーケットでの金利引き上げ予想も鳴りをひそめたと窺われるが、ややもすれば再び思惑も出てくるため、ゼロ金利政策維持というスタンスをここで明確にさせることが、市場に対する私共の積極的なメッセージになると思う。

山口副総裁

私は前回の会合で、経済の先行きを展望すると年度下半期以降についてはまだダウンサイド・リスクが大きいとそのダウンサイド・リスクの実際の規模や性格は、上半期の経済動向、なканずく金融資本市場の動き次第によりある程度変化する性格のものであり、そこを十分に見極める必要が

あると申し上げた。その後も前回の判断を特に変えるべき材料は出ていないと思う。その上で、幾つかの留意点を追加しようと思っていたが、そのうちの幾つかは既に篠塚委員がかなり詳細に述べられ、幾つかの点では篠塚委員と同じ意見になっている感じがした。一つは消費者物価の下落がその後も加速する状況になっていない点である。その理由については、依然として余り明瞭でない部分が残っているが、6月までのデータが出た時点で改めて物価の下落が特に強まっている状況になっていないことを確認できた。第二点目は、消費の動向が全体として一進一退であり、所得の減少の割には何となく持ち堪えている状況が続いていることである。これも理由が余り明確ではないが、あるいは株式市場の動向が影響を与えているのかもしれないという感じがする。ここはなお if の世界であるが、仮にそれが事実だとすれば、それはかなり重要なことではないかという気がする。すなわち、企業のリストラ努力が本格化するにつれて、当然それは雇用、個人所得に悪影響を与えるはずであり、短期的には経済に対する下押し圧力が強まる筋合いのものである。しかし、それが消費者のコンフィデンスの改善により累積的な需要の下落圧力として働くことに何らかのブレーキを掛けているとすれば、いわばリストラによる合成の誤謬が発生し、場合によっては株価が将来再度下落するようなリスクが多少とも緩和されている可能性がある。そうした意味で、資産価格の動き、特に株式市場の動きと消費者およびビジネスコンフィデンスの関連性には今後十分に注意していく必要がある。

そうしたことを考えると、上半期中の動きにより下期以降のダウンサイド・リスクの大きさや性格が変わってくるという私の考え方に、多少補強材料が出ているような気がしないでもない。しかし、まだ特に判断を変えるような動きにもなっていないため、政策については現状維持で臨みたい。

仮に、次回の決定会合まで現状維持で臨むとした場合に、これは現状維持をお採りになる委員方への一つのクエスチョンだが、来週には短観が発表され、意外にマインドの改善を示すような結果が出た際は市場に対して当然ある種の影響を及ぼすだろうと思われる。特に、長期金利あるいは比

較的長めのターム物金利に対して上昇圧力をかけるような動きが出て来た場合、それに対して現状維持の範囲の中でどう対応していくべきかが一つの留意点としてあるように思う。

後藤委員

経済情勢の判断としては、2週間前に比べて変更すべき点は基本的にはない。QE発表後の新たな指標はそれ程多くはないが、傍証的なものも含めてみれば、公共事業は請負金額では減ってきているが、進捗ベースでは増勢を続けているし、それが関連資材の出荷などにも好影響を及ぼしていくと思う。住宅も一応堅調である。乗用車の新車登録台数や一部家電販売も足許上向いているが、その他の個人消費に関する指標は一進一退であり、まだ強さが出ているとはみられない。篠塚委員が指摘されたように、所得環境が厳しい割には個人消費が底固いという感じを私も持っているが、今ひとつ力はない。最も不振なのが設備投資関係であり、4月の中小企業製造業設備投資動向調査によると99年度計画は前年度比でかなり大きなマイナスになっている。また、通産省が3月末時点で調べた全産業の設備投資計画は、昨年10月調査では1.9%増だったが、この3月末時点の計画では1.7%減になっている。先行指標の機械受注、一般資本財出荷も3月はプラスだったが、4月に入ってマイナスに転じている状況である。年度途中の投資計画の上方修正への期待や中小零細企業の非製造業にはなおペントアップ需要が残っている可能性もあるが、設備投資は我々が知り得る情報から判断する限り、総じて非常に弱い状態を脱していない。鉱工業生産も4月の確報値が、やはり下方修正になっており、5、6月の生産予測指数を前提にすると、4~6月の生産は-0.4%の見込みである。

1~3月のQEの数字については、過去を振り返ると昨年の1~3月は信用不安の強いやや異常な状態だったが、それ以外の要因にも留意が必要である。平成8年、9年をみると、平成8年1~3月の実質国内総支出の伸びは2.9%であったが、4~6月に0.2%に落ちている。また、平成9年1~3月も1.6%の伸びであったが、4~6月には-2.5%に落ちている。勿論、

それぞれの時点での景気状況を反映しているとは思いますが、どうも季節調整後でも1~3月から4~6月にかけては成長率が落ち込む何か特殊要因があるように思える。例えば、決算を控えた駆け込みの生産増、あるいは押し込みの出荷等の要因があるのではないか。その意味で、1~3月の数値から4~6月の成長率について楽観的な見通しを持つことは難しいのではないかと判断している。QEの発表後、株価が本年最高値を更新しており、これが企業・家計のマインドに好影響を及ぼすことを期待したい。

金融調節方針については、まだデフレ懸念が払拭されていないと判断しており、現状の思い切った金融緩和方針を維持したい。このデフレ懸念が払拭されるまではというコミットメントは、インフレターゲティングのいわば裏返しとも言えるのではないかと思う。インフレの指標として何を採るかという問題を避けつつ、金融政策運営についてのコミットメントを上手に行なうために、デフレ懸念が払拭されるまではと表明し、そのこと自体が金融市場に非常に大きな効果を持って来た。一つは篠塚委員や山口副総裁が指摘されたように、卸売物価と消費者物価がこのところかなり落ち着いているため、デフレ懸念とは物価が下がることと判断すれば、例えば卸売物価なり消費者物価が2か月連続して下げ止まっている、あるいは上昇すると、政策変更があるのかというマーケットの不安を生んでいる面がないではない。あるいは、この表現でスタグフレーション的な状況になった場合に、金融政策は一体どうするのかという問題も頭の体操としてはあり得る。国際商品市況や為替レートとの関係で景気と物価動向は離れる可能性もあり得る訳であり、この「デフレ懸念が払拭されるまでは」については、自律的、持続的な回復の兆しがみえるまでの金融政策の現状維持と言いつつの方が明確になるのではないかという意見もあり得ると思う。ただ、現状は総裁の度重なる記者会見や講演でのご発言もあって、一時醸し出していた不安が一応落ち着いているし、差し当たり現時点で一番良い表現について私自身迷いもある。従って、単に問題提起だけになる。

ゼロ金利政策は確かに非常時対策であり、副作用も伴うものであり、事情が許せば注意深く正常化を図っていくべきであるが、当面、我々が第一

に考えるべきことは、早すぎる政策転換で景気回復への芽を摘むことのないようにという要請だと思う。以上、本日の私の意見は現状維持であるが、私は「デフレ懸念払拭までは」について、差し当たりベストといえるかどうか判断がつかない。自律的、持続的な回復の兆しがみえるまではと強くゼロ金利政策をコミットして良いのかという気持ちが心の中に半分あるため、本日は全くの現状維持ということで参りたい。ただ、金利の上昇予想、あるいは金融政策の転換予想が余りに先走るといえることがあれば、何か工夫する必要があるかもしれない。

なお、7月5日に短観が発表されるが、短観の結果はマーケットに読んでもらい、日銀としての解釈は極力加えないというのが基本的なスタンスである。私はそれは正しいと思うが、報道はとにかく景況感のDIに集中し、それがマーケットを動かすことになるケースが多い。従って、やはり景況感のDIと同時に企業が持っている収益の見通しなり、それに基づく設備投資についてのスタンスを含めた短観の結果全体が発信している内容を極力バランス良く関係者に受け取ってもらえるように、若干コメントして頂くようお願いしておく。

武富委員

景気の見方は基本線において大きく変える積りはない。また、金融政策についても、取り敢えず現状維持で良いと思う。先行きについては、まだ現在の経済活動水準が低いことや、企業を中心とする供給サイドからの構造調整圧力がまだ残っていることからみて、基本的な枠組みとしては景気あるいは経済の体質についてまだ慎重に考えておくべきである。ただ、その方向性については、若干プラス方向への含みを残した評価をしている。

注目されるのは、需要面においては輸出が海外環境の好転を受けて、その範囲内で多少増加できるかということと、個人消費が今後何とかが持ち堪えてくれるかどうか、の二点である。政策関連需要が暫くの間は景気を支える中で、仮に輸出と個人消費が若干の上向きになれば、景気を下げ止めている民間経済部門における自律的な調整プロセスがかなり加速度を

増し得るかもしれない段階にあると思う。在庫調整については、生産抑制により資本財を除けば進捗が進んでいるが、出荷増により一段と積極的に進捗する局面に切り替わり得る段階まできていると思う。その意味で、引き続き設備投資を中心とする企業需要については厳しい環境であるが、住宅・公共投資に加えて、輸出、個人消費と揃ってくれば、資本財を除く全ての財について先行き在庫調整の灰汁抜け感が展望し得るという期待が持てる程度の局面になっている。

今一つは、輸出、個人消費が何とか落ちずに、若干なりとも上向きということになれば、稼働率も上がり固定費負担も下がるし、売上高の増加により損益分岐点比率も改善傾向に入れる。物価も需給ギャップについて解消期待が生じ、下げ止まり傾向が定着し得る。従って、大企業製造業部門に先端的に見られるようなこれまでのコスト構造の改善努力、あるいはバランスシート調整にも今少し確かな手応えが感じられる方向に動けるのではないかと思う。一番難しいのは個人消費である。そうした企業部門の調整が進むことは、個人にとっては必ずしも良い環境ではない訳であるが、現在の経済は供給者よりも需要者にとってプラスが多い環境だと思う。生計費が個人にとっては下がる訳であるし、労働分配率が下がった分は減税で一部相殺されている。また、金融政策の効果で株価が上昇していることに伴う多少の資産効果もあるだろうし、一連の政策効果が出てくることに伴う安心感、不安心理の解消もあり、何とか持ち堪えてくれると考えている。

金融政策については、現在はターム物、あるいは長期金利に十分目配りするとともに、為替の安定、株価回復に伴う資産価格上昇の効果もよく見守りながら、一番重要な金融と実体経済を繋ぐ信用仲介機能をモニタリングしていく段階である。そうした観点から山口副総裁ご指摘の短観が非常に良くなり、市場が大きく反応した場合の対応や、後藤委員ご指摘のマーケットはデフレ懸念が払拭できるような状況とは何を指すか具体化を求めているということに対しては、まず、短観については暫くは市場に任せることで構わないと取り敢えず思っている。色々な口先介入はするにして

も、何か市場の反応を止める手段は余りないだろうと思う。デフレ懸念払拭の状況については、果してどこまで詳らかにすべきかという問題であるが、私も以前から金融政策を転換する際の条件を内々心の中では設定していた。しかし、それを本席で敢えて披露していないのは、そうした内容が議事要旨を通じて市場に流れると、市場がそれを先に捉えてプリマチュアな反応をし、再び实体经济に悪影響として跳ね返るからである。何か条件を明確にすることが、政策の透明性向上ということでは必ずしもなく、何がデフレ懸念の払拭であるかを取り敢えずは明示しない方がむしろ良いのではないか。将来の含みとしては、長期金利は経済が巧くいけば自律調整力で多少上向くということであり、同時に市場の反応はそれより早いかもしれないという、その二つの闘ぎ合いである。従って、我々がむしろ動かないことを明らかにすることにより、何とかバランスを取っているのではないかと思っている。

三木委員

まず、6月14日以降の変化点であるが、实体经济面の全体観としては、ここへきて潮の変わり目を迎えたという見方が徐々に増えてきている。背景としては三点考えられる。一つはアジアの景気回復に伴う輸出増が、住宅投資の増加や公共投資の増加傾向継続に加わり、在庫調整の進捗も進んでいることである。さらに、それが生産の増加に結び付く形になっているが、民需が出ることにより、生産が増える形になっていない点が、一つのダウンサイド・リスクではないかと思う。

二番目に、ここへきての設備投資の動きである。製造業は相変わらず不振であるが、非製造業は非常に出てきている分野もあり、設備投資が二極分化している。非住宅の着工床面積をみると、全体では4月は依然前年比-0.4%とほぼ前年並みであるが、製造業の設備投資に繋がる工場や倉庫は前年比3割ないし45%の減少であるのに対し、非製造業の事務所、店舗はいずれも+14、15%から+43%と増加しているし、学校、病院なども増えている。そのように、設備投資が二極分化してしまっているのが一つの

動きである。

エリアについても、首都圏、名古屋圏では動きがあるのに対し、近畿圏では動きがないという形で二極分化している。首都圏では、本年の11月頃から来年にかけて大規模な物件が目白押しになってくる訳であるが、そのうち六本木、赤坂、渋谷の再開発は半年早く着工に入っている。これが素材産業の生産の面でプラスとなっているし、早まったことがコンフィデンスの面でもプラスに効いてきている。

三番目に、卸売物価の悪い方の下落が最大の問題となっているが、製造業についてみると、こうした一連の動きの中で価格回復の環境が整ってきており、これが企業のコンフィデンス回復に効いてきている。いよいよ、需給バランスが回復する中で企業の努力でマーケットを価格回復に持っていく動きが出てくると思う。これは、本来的には需要が出てくるのが価格回復のパターンであるが、そこまではいかないにしても、まずは価格回復の環境が整ってきた。

こうした結果、景気のトレンドをイメージすると、1~3月は多少上向き、この4~6月は踊り場で一息入れる状況であり、7~9月で再び若干上向くという状況ではないかと思う。ただ、景気全体の評価としては、依然として明暗入り乱れての斑模様、底這いの景気状況に変わりはなく、民需の自律回復へ向けた確たる兆しはなかなかみえない。従って、従来 of 景気判断を大きく変えるものではない。

金融資本市場については、第一に金融資本市場が巧く回り出しており、現在の実体経済をしっかりとサポートしていると思う。すなわち、間接金融市場は異常な萎縮状況から正常化の方向に進みつつあり、直接金融市場では積極的な信用リスク・テイクが行なわれるようになっているため、中小企業に至るまで資金繰りが巧くついている。これは今回のゼロ金利政策のプラス効果が徐々に実体経済に波及しつつある訳だが、資金需要がなかなか出てこない状況には変わりがない。

第二の問題は、企業の資金繰りが巧く付いていることの副作用であるが、本来廃棄されるべき生産設備、あるいは淘汰されるべき企業など、構造調

整を要求される企業がなお生き延びている現状にあり、結果として構造調整が遅れることである。ある意味では、経済のソフトランディングではあるが、金融緩和のマイナスの副作用とも言える。現行の金融緩和にはそうした功罪両面があるが、現在のところは経済の地盤固めのために金融緩和策のプラス効果の方がかなり大きいと評価しており、現行政策を続けるべきである。

金融調節方針は現状維持としたいと思うが、今後の問題として、二つポイントがある。一つは山口副総裁からも指摘があったように、金融資本市場が景気の回復感をかなり先走って織り込み始めており、ターム物と長期金利に上昇圧力が掛かるのは否めないことである。今一つの問題は、金融政策の判断のタイミングが重要であり、いよいよタイミングを誤らないようにしなければならないポジションにきたことである。金融政策の判断のタイミングについては、過去のデータのみをみるのではなく、現状と先行きをどうみるかであろう。5日に出る日銀の短観のみではなく、実体経済の動きやマーケットの動きから、先行きをどうみるかが日銀に最も求められているのではないか。

篠塚委員から指摘があったが、確かに昭和62年の時はかつてないV字型の景気回復であった。3月末をもって在庫調整が完了すると、4月以降に景気対策が打たれ、4~6月、7~9月と一気にV字で回復していった訳である。住宅投資と建築投資が自動車、電機関係の個人消費を呼び起こしたV字回復であった。そうしたV字回復の局面で日銀が判断を誤ったのは間違いなく、それがバブルに繋がった訳である。今回は残念ながらV字回復にはなり得ないため、その意味では当時より判断し易いと思うが、やはり重要なのはその判断のタイミングである。

金利政策が現状維持の中で、ターム物や長期金利が上がっていく場合にどう対処するのかという山口副総裁の問題提起については、オーバーナイトから始まるイールドカーブのレベル感を持ったうえで、それに対するリスクの状況に応じて手の打ち方を考えるということではないか。

また、武富委員から話があった金融政策の変更の時にいかなる手段を

採って戻していくかについて、十分に考えておく必要があるという点は、確かに本席で議論をすると、直ちに議事要旨の形で出ていくため、私も問題であると思う。従って、執行部も含めて、それぞれそこをよく考えて頂くべきである。本会合で敢えてその議論をする必要はないし、むしろマイナスになると判断している。従って、現状維持についても、かねがね総裁にも発言して頂いているとおり、「デフレ懸念払拭を展望す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する」という従来のスタンスは動かさないことが大事である。マーケットは専ら金融のプロの世界であり、少しでも変化を求めなければならないという動きになるため、マーケットが実体経済と離れていくことがままあるが、その時が一番危険である。ディレクティブは一切動かさず、後は次にどういうタイミングでどう判断するかが、我々に求められた最大の課題である。

速水議長

次に私の見解を述べさせて頂く。結論から申し上げますと、当面の金融政策運営については現状維持で臨みたい。

最近の経済指標をみると、景気は下げ止まっているが、回復へのはっきりした動きはみられないという、前回会合の判断を変えるような材料は出てきていないと思う。5月の公共工事請負金額は前月に続いて低水準であったが、工事進捗ベースでは増加傾向を続けている。一方、個人消費関連指標は横這い圏内である。中小製造業の設備投資アンケート結果は、1～3月のGDPや法人季報で設備投資が増加していたため注目していたが、今年度の設備投資計画が依然慎重であることを示すものとなっている。物価面でもCPIは前年比横這いとなったが、CSP Iは引き続き軟調であることが確認されている。

金融面では1～3月のGDP統計の発表を受けてユーロ円金利先物や長期金利が幾分上昇するなど、金利観の微妙な変化が現われているように思う。これまでのところは金利の上昇ピッチは急激なものではなく、また株価が堅調さを維持しており、懸念すべき状況とはみられない。恐らくこれ

までは一方的に景気のダウンサイド・リスクのみを織り込んでいた市場参加者が、多少アップサイド・リスクにも注意を払うようになってきたのかと思う。

金融市況面で注目すべき動きは、株価が堅調に推移していることである。この原因としては米国株価の堅調、ゼロ金利政策の効果、金融システム不安の後退など様々な要因が挙げられるが、やはり大きな背景として企業収益回復に対する見方が徐々に強まっていることがあるように思う。前回の短観でも示されていたように、必ずしも売上の伸びが高まらない中で収益の持ち直しが予想されているのは、リストラの効果に対する期待が大きいためだと思う。リストラや構造改革については、しばしばデフレ効果が強調されることが多いが、実は株価の上昇という短期的なプラス効果も無視できない。また、市場がアジア経済の改善や商品市況の底入れなどの日本経済を取り巻く環境の改善を敏感に感じ取っている面もあるかと思う。もっとも、この間に先行きの景気回復を明確に示すような指標が多くなっている訳ではなく、その限りではやや期待先行の形で市場動向と实体经济活動との間に距離があることも否めない。いずれ实体经济の弱さに市場が鞘寄せすることになるのか、あるいは市場の期待に沿って経済が改善していくことになるのか、現時点ではまだ見極め難い。当面は株価に示されるような金融環境の改善が長続きするものかどうか、その实体经济との相互作用がどうなっていくかを良く見ていく必要がある。

この関連で留意しておく必要があるのは、市場動向は景気や物価の先行きに関して重要な情報を与えてくれる一方、時に実態と離れてオーバーシュートすることがある点である。市場から得られる情報の信頼性を確保するためには、まず市場における期待形成を安定化させ、市場参加者が様々な情報を出来るだけ冷静に消化できるようにしておくことが大事である。その意味でも、ここで金融政策に関する無用な思惑や憶測が発生することは避ける必要があり現状の政策スタンスをしっかりと維持すること、その背景となっている考え方を市場に対して十分説明していくことが一層意味を増している。以上、金融市況面での明るい変化はあるが、今後民

間需要の自律的な回復力が強まっていくのかどうか、なお、注意深く見守る段階にあると思われる。

先週の 25 日と明日が企業各社の株主総会であり、株主総会後の動き方を注目していきたいが、各社ともリストラ、バブルによる不良資産の償却をかなり思い切って行ない、人事も大きく変えて新しいスタートが切られようとしている。株主総会が終わり新しい陣容でスタートするのは、企業にとっては非常にフレッシュな感じがする時だと思う。今年の今頃は長銀と住友信託との合併の件が発表され、経済の暗さを深めたような気がする。今回は株主総会が終われば、明るいスタンスで企業が前向きに動き出すことを期待したい。

物価に対する潜在的な低下圧力が引き続き残存していることも念頭においておく必要があるが、そうした動きについて注意深くみながら、デフレ懸念の払拭が展望できるようになるまでは現在の緩和スタンスを維持するということだと思う。確かに、この表現については記者会見や講演でも色々質問があったが、政策委員会で英知を集めて判断すると答えており、今後とも色々議論をしていきたい。当面の金融政策運営は現状維持と考えている。

金融経済情勢や金融政策運営について追加的な意見、議論があれば自由に発言して頂きたい。

中原委員

消費者物価の動向については、やはり石油を中心とする商品市況の上昇が輸入インフレの形で影響していると思う。石油の場合には、必ずしもアジアが良くなったからだけではなく、OPEC内の団結が非常に影響する。サウジとイランの関係が修復されたため、直近の減産率は 90%まで上がってきている。今一つは、やはり企業が懸命にリストラに取組み、漸く供給調整ができたため、値上げが少しずつ通ってきたということであり、ダイヤモンドな消費者物価の値上げでは必ずしもないことを考えておく必要がある。

二番目に消費についてである。前回の会合で武富委員の減税の話に対し、私は年収740万円から増税になると申し上げたが、詳しくは793万円以下の年収の人が増税になるようである。いずれにしても、消費が保っているのは所得の上位二分位の人が大体横這いで消費しているためだと思う。下位の二分位の人の消費は、本当に奈落の底に落ちるように減っている。そうした中で夏のボーナスは-6%程度であり、消費の先行きは警戒してみる必要がある。

先程最悪の事態は、短観が出て経済観が良くなる、あるいは失業率が多少下がり、円高や長期金利高が起きることだと述べたが、下期以降、再び経済が悪化した場合に補正等という議論になると、これがまた長期金利に影響する訳であり、非常に難しいと思う。いずれにしても、目先で一番難しいのは、GDPショックに続き短観ショックが仮に生じた場合に、これにどのように対応するのかである。

また、1985年のプラザ合意以降のV字回復の話が出たが、あの時と現在とは全く情勢が違う。当時は地価と株価がスパイラル的に上がり、それが経済の回復を大いに助けた訳である。金融当局の判断はどうであったかは別にして、今回の局面とは全く違っていると申し上げたい。

後藤委員から「デフレ懸念が払拭するまで」ということは、ある意味でゼロターゲットの裏返しだという大変核心を突く話が出た。しかし、明確にどの指標を取るかは、この場面では言いたくないため、そこを自律的、持続的な回復がみえるまでは、とされているとのことであった。これは一般の理解だとは思いますが、日本銀行の使命が物価安定なのか、あるいは背後にあるGDPまで踏み込むのか、非常に根本的な問題があると思っている。私がこれまで提案してきた中では、物価を中心にして考えてきている訳である。勿論、中長期的な物価の安定に至るまでに景気が悪くなれば、それを回復させることは当然あり得る訳であるが、極端に割切れば、物価かGDPかという問題が出てくると思っている。

金融政策のタイミングについては、私が以前から何回も申し上げているが、予防的に考えるのか、事後的に行なうのかにより大きく分かれてくる。

今回は非常に谷が深い訳であり、その辺は慎重に考えなければならない。

最後にリストラの話が出たが、今回は追いつめられたリストラだと思っている。つまり、企業には株の含みもない、土地の含みもない、逆に含み損が出てきている。そうした中で、固定費、人件費、減価償却費が高くなっていくという形で追いつめられたリストラであり、かなり真剣に取り組むのではないかと思う。人事を変えることはポリシーを変えることに直結するため、今回の人事異動がそうした意味で新しいポリシーに繋がることを期待している。以上を、短観ショックに伴い円高に振れる、長期金利高に振れるといったように、下期以降の見通しがなかなか立たない場合に、どのようなことになるかを一番懸念していることを申し上げる。

後藤委員

二点申し上げる。一つは本日の会議の議事要旨が公表される時点でどういう状況になっているのかは分からないものの、「デフレ懸念が払拭されるまでは」という点が分かり難いと言われていることを巡って色々申し上げたが、市場に要らざる混乱や反応を起こす恐れもなしとしないため、私の発言を議事要旨に全部書いて頂く必要は決してない。その点を宜しくお願いしたい。

二番目は、通産省調査の3月現在の設備投資計画が対前年比1.7%減と申し上げたが、三木委員が指摘されたように、全体としては落ちている中で、製造業が-11.7%の一方、非製造業は+4.5%であり、二極化現象が起きていることを追加する。

植田委員

後藤委員のご懸念ももったもな面があるが、結論的には武富委員や三木委員が指摘されたように現行の表現で問題ないと思う。私なりの解釈では、現行の表現はある程度巧くできている。例えば「デフレでなくなるまで」ではなく、「デフレ懸念が払拭されるまで」という表現であり、「懸念」という言葉に足許の数字に反応する訳ではなく、先を見て判断することが

巧く含まれている。

また、GDPなのか物価なのかという問題については、経済を動かしている要因が需要サイドのショックであれば、GDPが良くなりインフレ率もデフレからゼロに戻っていく訳であり、その場合はどちらでいっても矛盾がないと思う。これに対し、サプライショックの場合は、逆方向に動くケースがある。我々はインフレーション・ターゲティングそのものを採用している訳でもないが、諸外国でそうした政策を採っている例をみると、ある種のサプライショックに伴い物価が上昇する部分については、必ずしも金利引き上げというインフレを抑制する方向での対応をしないという免責条項が付いているケースが多い。そうしたケースについては、景気への配慮を若干優先するという意味が込められていると思う。我々がそのように決めている訳でもないし、曖昧なままで良いと思うが、そういう例もあり、全体としては極めて不適切なことを行なっている訳ではない。

後藤委員

分かり難い点はあるが、私も色々考えてみると、現在のディレクティブはなかなか巧くできているという気がする。

速水議長

私は、日本銀行は通貨および金融の調節を行なうに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもってその理念とする、これが私共の判断の背後にある理念であると発言している。これは非常に難しい判断である。先程指摘があったとおり、今後本当に心配なのはスタグフレーションのような状況にならないかどうかであろう。スタグフレーションが生じれば年金生活者その他の問題を始め社会的にも非常に大きな問題になるため、これは相当注意深くみていく必要がある。

篠塚委員が指摘された87年のバブル時は、金融が顕著に緩みマイナス金利でユーロ円による資金調達が可能になる初めての体験であった。当時は、先程指摘されたように株と不動産が一気に上昇し、買わなければ損だ

という感じになっていた状況が非常に違う。株価はまだ 17,000 円台であるが、さらに上がっていくかもしれない。株が上がることは非常に結構である。当時の日本企業は皆競争力を持っていたが、現在は新技術を導入して構造改革を進め得るかどうかが企業の今後の在り方を左右する。

中原委員

当時の輸出型の企業、例えば造船などは大変だった。

山口副総裁

若干コメントさせて頂きたい。一つはデフレ懸念の払拭なる事態をどのように解釈すべきか、あるいは対外的に説明すべきかという点である。私も植田委員が言われたように、今暫くこの言葉を使い続けて良いのではないかと思う。勿論、さらにこれを明確にする余地があるのかどうかについては、良く考えていくべきであるが、今直ちに変える必要はないと思う。同時に、今回の議事要旨が公表される時点で、こうした言葉を手掛かりにして、我々が今にも政策を変更するかのような議論をしたと受け取られないようにすることが肝要である。私自身はそうした議論をしたとは全く思っていない。そこは明確にしておきたい。

今一つは、自分で問題を投げ出したままにしてしまったが、仮に短観で良いデータが出て、それに市場が非常に強く反応した場合どうするかという問題である。これについては武富委員の意見に賛成である。いかなる反応を起こすかは分からないが、仮に良いデータが出るのであれば、それも市場はきちんと消化するのが望ましいし、必要だと思う。特に判断DIだけが改善し、市場がそれに対してのみ強く反応するような場合は多少悩ましいが、後藤委員が言われたように、市場が短観の内容を誤読しているような部分があれば、全体としてはこう理解すべきだという注意を喚起していき、正確に全体像を読んでもらう努力をしても良いと思う。それ以上のことはなかなか考え難い。

藤原副総裁

私も山口副総裁が指摘されたように、本日の会合で現在の政策を変えるべきだという活発な議論が展開されたと記録に残ることはないと思う。また、本会合は現状の政策の可否を議論する場であり、政策変更を議論した会議でないと、断るとか断らないかは余り問題ではない。事実、本席でも現状の政策についての提案があるかもしれない。記録にどのように残し、それが対外的にどのような影響を及ぼすかは、議事要旨の書き方にもよるが、議決結果が自ら表明していくものである。そのニュアンスや雰囲気までをどう伝えるかについては、余りこの場で議論しても意味がない。議論の在り方や議事要旨、意見開陳の時間の長さ等々については、すなわち議事運営の在り方については、この会合とは別の場で一度議論をする機会を持つことにしたらどうか。

篠塚委員

これまでの議事要旨の書き方は、「多くの委員が」とか「ある委員が」といった書き方になっている。私は先程報告したように3、4、5月と消費者物価や卸売物価などに安定的な動きが出ており、デフレ懸念は明らかに徐々に収まりつつあると思っている。従って、皆さん全員現行のまま「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」という表現を断固守るべきと考えるのなら、「ある委員を除いて」と一人反対している私の意見は記すべきである。議事要旨がどのように書かれるかどうかを本席で相談するのはおかしい。

中原委員

私は篠塚委員の意見にはほぼ賛成である。議事要旨の書き方は決まっているし、冒頭議長が言われたように、発言したものは記録に残すということである。議事要旨の書き方を将来変えるとしても、現在は決まったものがあり、それに則って書いた方がよい。

しかも、篠塚委員はデフレ懸念が収まりつつあるから政策を変えるべしと主張している訳だし、私はデフレ懸念が残っているから一段と緩めるべしと言っている。従って、デフレ懸念の払拭について議論していないということではなく、それは正々堂々と記録に残した方が良い。

植田委員

議事要旨については本日この場で議論するのは適当ではない。色々問題があると思われるため、別途改めて議論して頂きたい。

速水議長

議事要旨については、色々な問題があるので、場所を改めて議論することとする。

植田委員

山口副総裁から問題提起のあった金利の件については、結局去年の暮れから考えてきた問題の再燃である。本当に景気が良くなるか、あるいは財政の長期的な状況に対する不安から長期金利が上昇し始める場合は、抑制するのは難しい。これに対し恐らく議論になりそうなのは、景気に関する良いデータにより金利が上昇したり、あるいは国債需給の一時的な悪化懸念から金利が上昇する場合に、結局景気が悪い以上、放置しておけば下がっていくという見方で良いのかどうかである。あるいは放置してしまうと、金利上昇が景気にマイナスのインパクトを及ぼした後で、金利上昇が止まるという悪い姿にもなりかねないため、何か手を打つのかということである。結論は必ずしもないが、そもそも何か手があるのかどうか、あるにしても副作用は何かという、我々がこれまで議論してきた問題を改めて再確認することになるのかもしれない。その後何も手を打たないというのであれば、それでも良いと思うが、いずれにしても理論武装をきちんとしておく必要がある。

山口副総裁

まだ短観も出ていない状態であり、その点はアプリアリにはなかなか結論を出し難い。短観をみながら判断して行きたい。

三木委員

現時点では難しい。

植田委員

総裁記者会見の報道では副題のような形で出ていた。

速水議長

私は「短観等を見て」と言ったつもりであるが、短観とのみ新聞に出てしまった。

それでは、議案の取り纏めに入るが、その前に政府から出席された河出経済企画庁調整局長に何か意見があればどうぞ。

河出経済企画庁調整局長

政府の景気判断は前回申し上げたとおりである。6月18日から20日にかけてサミットがあり、総理がわが国経済運営の考え方を説明され、高い評価が得られた訳である。特にG7の首脳声明においても、日本において景気回復を促進するための重要な政策対応が採られたことなどが勇気づけられる動向であると述べられている。わが国の政策努力に対する各国の理解が得られたことは、わが国経済の将来に対するコンフィデンスの向上という観点からも大きな成果であったと考えている。日本銀行におかれては、引き続き日本経済の回復に貢献するような金融政策を行なって頂きたい。

速水議長

それでは、議案の取り纏めに移りたい。委員による検討によれば、当面

の金融市場調節方針について、現状維持とされる意見が大勢を占めていたように思う。従って、私から当面の金融市場調節方針は現状維持ということで議案を提出したい。ほかに正式に議案を提出されたい方が二人おられたので、それも含め議案を配って頂きたい。

[事務局より議案配付]

それでは、篠塚委員、中原委員、議長案の順で読み上げて下さい。

雨宮企画室企画第1課長

まず篠塚委員からの議案を読み上げる。「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。」である。

次に、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（6月16日～7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。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る。（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。

次に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。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。」。別添を読み上げる。「別添。平成11年6月28日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について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。」である。

速水議長

篠塚委員、中原委員から議案説明をお願いする。

篠塚委員

前回と同じ理由であるが、まず第一点は、超長期に亘る低金利は所得分配上の歪みや市場参加者のモラル・ハザードをもたらしていることである。第二番目は、ゼロ金利が長期化すれば、金利のプライス・メカニズムを発揮し得なくなり、金融緩和感の浸透に行き過ぎが出る副作用があることである。特に、これまで三回に亘り、本行オペの札割れが起きたことなども、今後の金融政策を困難に思う。三番目は、金融経済情勢について、2月12日時点と比較すると、現在は持ち直しの兆しが窺われ、特に物価下

落圧力が和らぎつつあることである。四番目に、こうした状況の下で、ゼロ金利を引き延ばすことは政策変更に伴う潜在的なショックをより大きくする。

中原委員

一つは中央銀行としてのアカウントビリティを考えると、日本銀行は政策目標の具体的な数字を示すべきである。現状では日本銀行は政策目標についても政策手段についても100%の自由度、あるいは裁量を持っており、金融調節方針のディレクティブ以外には何ら対外的にコミットしていない。説明責任は取っているかもしれないが、結果について一体どのような責任があるのか分からない状態である。昨年4月以降、新法の下で日銀は十分な独立性を付与された訳だが、この独立性を勘案すると、対外的に目標を明らかにコミットすべきであると確信している。さもないと、今後仮に経済が悪化した場合には、国債に関する議論をはじめ金融面に関する様々な事柄について、日銀に要求される危険性がある。自らの責任について具体的な数値を明示的に示し、その結果として独立性を確保すべきである。そうした意味において、CPIのターゲットを提案している。CPIのターゲットは、私の解釈ではルールと裁量の間にあるものである。例えば、ミシュキンなどが言っているフレームワークだと思うが、目標期間までの間に例えば景気が悪化した場合には、それに対処することは十分に認められると思っている。

第二の理由は、最近の情勢である。マネタリーベースの平残前年比が1月の3.6%をボトムに上昇に転じ、5月は6.8%とかなり回復を示したが、6月については1日から23日の平残が6.4%と鈍化傾向が窺われていることである。7月についても夏季のボーナスが約6%減少する見通しであり、さらに鈍化する可能性が強い。これまでは日本銀行がゼロ金利政策を進めた結果として、ある程度までは量的な緩和が進み、その結果、為替および株価等の資産価格に好影響を与えてきたと思われるが、今後マネタリーベースを始めとする量的指標が鈍化すれば、その反動が出てくる円高ある

いは株安に繋がっていく恐れが高いと思っている。

三番目の理由は、下期失速のシナリオに何らの変化がないことである。確かに、株価がかなり高い水準になっているなどマーケットの状況が好転しているほか、第1四半期のGDPが1.9%という伸びを示し、実体経済面で改善がみられるが、こうした状況は公共投資、住宅投資、信用保証協会の15兆円を超える保証枠拡大という政策効果を背景としたものであり、こうした政策効果が剥落する下期以降に経済が自律的に回復する目途が立っていないことには変わりない。さらに企業のリストラによる経常利益の回復が恐らく景気回復の突破口になるだろうと申し上げたが、その反面、失業率も遠からず5%台に乗るとみられており、構造改善が今後正念場になる訳である。従って、下期以降の経済の落ち込みが顕現化する前に、量的緩和を進めるべきである。

四番目として、量的緩和への移行により、金融緩和の度合いを市場へ明確に示せるようにする必要がある。現在は金融政策のオペレーションのターゲットであるコールレートのオーバーナイト物が0.03%に張り付いているが、名目金利はゼロであり、量と金利が必ずしもコインの表裏ではない状態である。従って、ターゲットを量に転換しない限り、緩和の度合いの量感を計れない状態に陥っている。本行の金融緩和のシグナルが市場に適切に示されるためにも、量的なターゲットが必要であり、それにより金融政策の自由度を高めるべきである。

五番目に、期待インフレ率以上に長期金利が上がることもあり得るといふご指摘もあったが、色々調べてみたところ、大抵の理論モデルでは期待インフレ率が1ポイント上昇すると、名目金利は上昇するが上昇の幅は1ポイント以下に止まる、従って、名目金利と期待インフレ率の差である実質金利は下落するのではないかと思う。ただ、その下落幅は1ポイント以下である。これは、長期金利にも短期金利にも当てはまると思っている。量的緩和を行なうことにより、期待インフレ率を高めることは依然有効である。

速水議長

両委員のご説明について、質問あるいは追加的な討議がありましたらどうぞ。

植田委員

中原委員は五番目の理由から判断すると、長期金利を上昇させる政策として提案しているのか。

中原委員

期待インフレ率を上昇させる。

植田委員

その結果として、長期金利は上昇する。

中原委員

その結果として実質金利は下落する。

植田委員

名目金利は上昇する。

中原委員

名目金利は上昇するが、上昇幅は期待インフレ率以下に止まる。

武富委員

その辺は一般的にはマネーイリュージョンというか、経済が名目で動く部分があるため、私も分からないところである。単純に名目の長期金利が上がった場合に投資家や企業経営者が実質金利が下がったという判断でむしろ前向きになるのか、あるいは名目金利が多少上がったということで抑制的行動をとるのか、良く分からない。私は実質で動くかなとは思って

おり、むしろ個人消費のところには生計費が下がる効果、名目所得が伸びなくても実質の購買力が高まる効果は何となく実感として持てるのではないかと思っている。マネーイリュージョンばかりではないため、全面的に実質金利の低下が効果がないとは言わないが、現在の局面では経済主体が名目と実質のどちらを実感して動いているのかは、なかなか難しい問題である。

植田委員

私は中原委員の主張は理論的に正しいと思うが、それを明確にして頂くために質問した。ただ、現実にはこうした政策を打ち出した場合に名目の長期金利が上がるか、というのは若干疑問に思う。

世間で量的緩和を支持する人の中には、名目長期金利を抑える政策としてこれが有効なのではないかと言っている人がいるように思われ、それが一部誤解ではないかと感じたので言わせて頂いた。

速水議長

他にございますか。それでは採決に移りたい。篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で採決することにする。ご異議ございませんか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[篠塚委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：篠塚委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

ご報告します。篠塚委員の案につき採決の結果、賛成 1、反対 8 であつた。

[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

ご報告します。中原委員の案につき採決の結果、賛成 1、反対 8 であつた。

速水議長

篠塚委員案、中原委員案は否決されました。次に、私の提出した議案について採決して下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

議長案採決の結果をご報告します。賛成 7、反対 2 の賛成多数である。反対は中原委員、篠塚委員である。

速水議長

それでは賛成多数で議長案が可決された。なお、中原委員、篠塚委員は

反対理由を明確にしたいということであればどうぞ。

篠塚委員

先程申し上げたとおりである。

中原委員

先程申し上げたことに加え、特に強調したい点を申し上げる。一つは、ゼロ金利政策ということで金利にこだわって量をターゲットにしなくては、いずれ株価、為替への好影響が剥落する可能性があるかと心配している。現在はゼロ金利であるため、金利と量の関係が1対1の対応を取っていない訳であり、積み上が1兆円でも1兆3,000億円でも、あるいは金利さえ維持できれば極端に言えばゼロになるかもしれない。いずれにしても、量的な指標が不明確な中で量的指標が減少してきた場合には、株価あるいは為替に影響が出てくると懸念している。

第二の理由は、0.03%に張り付いているので、これ以上不測の事態、あるいは景気の一段の悪化という事態が発生した場合に柔軟な対応ができなくなることである。

三番目は、経済に下方へのモメンタムがついてから追い込まれた格好で政策を発動することは得策でないと思う。民需は秋以降本格的な回復に向かう可能性が乏しい展望であり、金融政策の効果発現までのラグを考えると、現状維持では不十分である。

四番目として、現在は量的緩和もインフレターゲットも行っていないのではないかと考えている。何れにしてもゼロ金利の下で分かり難い状況が続いていると思うので、物価を中心にどの程度安定しているかという数字を明確に示すことが必要である。

[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を決定した。黒田理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。

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をお願いする。

V.平成 11 年 7 月～12 月の金融政策決定会合開催予定日の決定

速水議長

最後に、先行き 7 月から 12 月までの半年間について、決定会合開催予定日の承認を行ないたい。決定会合の開催予定日は先行き 6 か月の日程について、3 か月毎に承認頂いたうえで、対外公表することになっている。従って、7～9 月については去る 3 月の会合時に暫定的に公表しており、今回はそれを改めて確認して頂くことになる。10～12 月については、今回新たに日程が組まれることになる。7 月から 12 月の半年分について、事前にお配りしてある日程案で異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

速水議長

ご異議がないようなので、政策委員会としてこれを承認することとした
い。

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7月16
日金曜日に予定している。

(午後0時35分閉会)

以上