

4 . 金融政策決定会合議事要旨

(2000 年 4 月 10 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2000 年 4 月 10 日 (9:00 ~ 12:54、13:46 ~ 15:33)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優 (総 裁)
	藤原作弥 (副 総 裁)
	山口 泰 (")
	武富 將 (審議委員)
	三木利夫 (")
	中原伸之 (")
	篠塚英子 (")
	植田和男 (")
	田谷禎三 (")

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省	林芳正	政務次官 (9:45 ~ 15:33)
	原口恒和	大臣官房総務審議官 (9:00 ~ 9:45)
経済企画庁	河出英治	調整局長 (9:00 ~ 15:33)

(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
国際局参事役	小山高史
企画室審議役	稲葉延雄
企画室企画第 1 課長	雨宮正佳
調査統計局企画役	吉田知生

(事務局)

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	内田真一

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（3月8日）の議事要旨が全員一致で承認され、4月13日に公表することとされた。

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1 . 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回の会合（3月24日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。

具体的には、期末に向けた金利上昇圧力の高まりに対応し、3月28日より、日銀当座預金の積み上げを実施した。この結果、オーバーナイト金利は、概ね0.02%での安定した推移となった。市場のタイト感
は、各行が期末越えの資金繰りに目途をつけた30日から和らいだため、30日の午後以降、市場動向をみきわめつつ、余剰資金の吸収を行った。

今回の特徴点としては、第1に、都銀が、昨年末や2月末のような、準備預金積み上げのスイング 月末の積み上げに備えて、積み期間初期の積み上げを大幅に抑制すること を行わなかったことがある。これは、都銀等が、取引先の資金決済需要が3月後半には強まることなどを念頭に置き、ほぼ日割り進捗率に沿って積みを進める姿勢に出たためである。第2に、年度末越えレートのピークは3月23日となり、昨年末や2月末と比べ、早めにピーク・アウトを迎える展開となった。これは、外銀等の期末越え資金調達や、地銀や系統金融機関の資金放出が、早くから始まったためである。第3に、期末越え資金供給オペでは、短期国債買い現先の利用割合が高まった。

年度明け後の短期金融市場の金利感をみると、ゼロ金利政策の解除は早くても本年秋以降になるとの見方が多い。このため、3か月物の金利は、むしろ幾分弱含みで推移している。市場は、今後、経済指標や本行の反応をみながら、ゼロ金利政策の解除時期を探っていくとみられる。なお、発行額が増えているTB・FBの消化状況如何などによっては、短期金融市場が不安定化する可能性もあるので、豊富な資

¹ 「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。」

金供給によって、安定した市場地合いの形成に努めていきたい。

2．為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の為替相場は、3月末から4月初にかけて、いったん102円台まで急騰した。その後は、わが国通貨当局の介入報道等や4月半ばのG7を意識して幾分軟化し、104～105円で推移している。

円相場上昇の背景としては、日本の景気回復期待が広まっていること、米国株価が幾分不安定な一方で、日本の株価が堅調に推移していること、などが挙げられる。市場には、介入警戒感や、本邦投資家の外貨資産購入など、円相場の上昇を抑える要因もあるが、全体としては、円買い材料に反応しやすい地合いである。市場のセンチメントをリスク・リバーサルでみると、4月3日の介入報道のあとも、円の先高感が依然強いことが認められる。

この間、ユーロは軟調な展開を続けている。市場では、ECBの利上げ期待の後退や、ユーロエリア企業による域外企業の買収などが、ユーロ売りの材料とされた。当面は、G7でユーロ安に言及があるかどうか注目されている。

(2) 海外金融経済情勢

米国株式市場では、IT関連株の値動きが荒い展開となったが、伝統的産業のウェイトが高いNYダウやS&P500は概ね横這いであった。また、欧州やアジアの株価も軟調ながら小幅な動きにとどまっている。

米国の長期金利をみると、政府関連機関債に対する政府の信用供与枠撤廃の提案などが国債に対する需要をさらに高めるとの思惑等から、30年債利回りは小幅ながら一段と低下した。この結果、国債金利の逆イールド化が進展している。欧州の長期金利は、ドイツの賃金交渉の一部が決着したことなどをを受けて、低下した。

実体経済については、米国では、個人消費や、情報関連分野を中心とする設備投資の好調など、内需主導の力強い拡大が続いている。また、労働生産性の上昇持続などを背景に、賃金・物価はともに安定基調にある。ただ、FF先物金利をみると、市場が今後の金利上昇を予想していることが窺われる。

ユーロエリアでは、輸出の好調に加え、個人消費も堅調具合を増しており、生産、雇用は改善基調にある。なお、消費者物価上昇率は、ECBが物価安定の上限としている前年比2%に達している。

東アジア諸国では、情報関連財の米国、日本向け輸出が好調であるほか、既往の景気浮揚策の効果浸透などから、個人消費と設備投資が持ち直している。目下のところ、物価が急速に上昇する兆候はみられていない。

3．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要をみると、純輸出が増加傾向を辿っているほか、公共投資も補正予算の執行に伴い減少から増加に転じつつある。一方、住宅投資は緩やかに減少しており、個人消費は回復感に乏しい状態が続いている。設備投資は、下げ止まりから緩やかな増加に転じつつある。

こうした需要動向のもとで、生産は増加を続けており、企業収益と業況感の改善が明確化するなど、企業部門では前向きな所得形成メカニズムが着実に作動している。雇用面では、雇用者数・賃金の両面でこれまでの減少傾向に歯止めがかかりつつあるが、家計の所得環境は依然厳しい状況にある。

以上のように、わが国の景気は、持ち直しの動きが明確化しており、企業の業況感や収益の改善が続く中で、設備投資に回復の動きがみられ始めている。民間需要は、設備投資を起点とした自律的回復の過程に入りつつあるが、個人消費の増加を伴う本格的な立ち上がりまでには、今暫く時間を要する可能性が高い。

今月は景気判断を上方修正したが、これは、各種アンケート調査から、企業収益の回復が2000年度も継続する見通しにあることが確認されたこと、設備投資は、電子デバイス業種とその関連業種で能力増強投資が相次いでいるほか、収益と金融環境の改善を受けて、中小企業の投資スタンスも前傾化していること、などに注目した結果である。

先行きについては、設備投資が、緩やかな増加を続けると考えられる。ただ、企業の売上げ見通しは引き続き慎重であり、設備投資の持続性と広がりについては、注意深く点検していく必要がある。個人消費は、消費者心理が好転してきているため、所得の増加が明確になれ

ば、回復に転ずることが展望できる。この点、ベアが低い伸びに止まるとみられるため、夏季賞与の支給動向が鍵を握る。

物価は、国内需給バランスの改善や原油価格の上昇などを背景に、卸売物価が夏場頃まで強含みで推移し、消費者物価も弱含みから横這い圏内での推移に変わるとみられる。企業向けサービス価格は小幅下落が続くと予想される。需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力については、民間需要の一部に回復の動きが出てきているため、一頃に比べれば後退しているものの、引き続き留意していく必要がある。

(2) 金融情勢

短期金融市場では、オーバーナイト金利が、引き続きゼロ%近傍で安定している。ターム物金利は年度末にやや強含んだが、その後は軟化している。市場の金利感をユーロ円金利先物でみると、今年秋口以降にゼロ金利政策の解除があることを見込んでいるようである。

長期国債流通利回りは、概ね 1.8%をはさんだ動きとなっている。債券市場では、金利上昇を示唆する要人発言が売り材料、需給環境の良さが買い材料とされており、現在は双方の材料が拮抗している。

株価は、2万円台で堅調に推移している。IT関連株が調整局面入りしているにもかかわらず、株価全般が堅調なのは、出遅れていた従来型産業の株価が、持ち直していることによるものと理解される。

金融の量的側面をみると、民間銀行は、基本的には慎重な融資スタンスを維持している。ただ、銀行自身の資金繰りや自己資本面での制約が緩和していることもあって、大手行を中心に、融資先の信用力などをみきわめつつ、貸出を増加させようとする姿勢を強めている。

しかし、实体经济活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、企業は引き続き借入金の圧縮に注力している。このように、民間の資金需要は引き続き低迷しており、銀行貸出やマネーサプライは弱含みで推移している。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状

景気の現状について、持ち直しの動きが明確化しているとの認識が一致して示された。多くの委員は、最近の経済指標を踏まえ、企業収益や業況感の改善が明確になっていること、設備投資が増加に転

じていること、雇用者数や賃金面の減少にも歯止めがかかってきたこと、などに言及した。そのうえで、それらの委員は、企業部門では回復の動きが始まったとの判断を示した。家計部門の回復傾向についても、まだ確実とはいえないものの、明るい動きがいくつか指摘された。

まず、各委員からは、企業部門の動きについて、日銀短観など、3月後半以降に発表になったいくつかのアンケート調査結果や、機械受注や建築着工床面積などの設備投資関連指標などを踏まえて、以下のような指摘があった。

第1に、昨年後半以降の生産の増加を受けて、企業収益や業況感の改善が明確になっている。2000年度の収益見通しは、2年連続の増益計画であり、しかも99年度の「減収増益」が、「増収増益」になるなど、状況は一段と好転している。第2に、企業からみた金融環境が、引き続き改善の方向にある。第3に、2000年度の設備投資計画は、この時期の調査としてはかなりしっかりしたものとなっており、設備投資は、緩やかな増加に転じたものと判断できる。

このうちのひとりの委員は、経済の「2極分化」が進展しているもとで、設備投資の実勢をどのように評価するかという点に言及した。その委員は、設備投資動向に業種毎のバラツキが発生することは避けられないとしたうえで、2000年度の設備投資計画では、鉄鋼などで減少している一方、電気機械のほか、紙パや非鉄なども増加しており、この程度のバラツキであれば、「設備投資は全体として回復過程に入った」とみることができるとの見解を述べた。

また、別の委員は、自動車の国内販売台数や、産業機械・電気機械の生産指数など、生産・受注の主要統計において、前年比プラスの伸びが定着してきたことを述べたうえで、Tビジネス（伝統的な重厚長大産業などの分野）では、公共投資や輸出の効果でフル生産の先が出てきており、また、Eビジネス（情報通信関連分野）も民需に支えられて好調を持続している、と発言した。ほかの委員も、このところの設備投資の動きには業種別にも広がっていく兆しがある、との見方を付け加えた。

さらに、別の何人かの委員は、企業の動きが着実になっていることを裏付ける材料として、企業の広告活動が積極化していることや、トラックの混載便や宅配便の回復など物流活動が活発になっていることなどを紹介した。

ただし、これらとは別のひとりの委員は、企業部門の動きは楽観を許さないとの立場から発言した。具体的には、3月短観で大企業製造業の99年度設備投資実績見込み額が下方修正されたこと、短観以外のアンケート調査や法人季報は、中小企業の設備投資が弱いことを示していること、在庫と出荷のバランスが崩れていること、などを懸念材料として指摘した。

また、もうひとりの委員も、これまでの企業収益の回復は、外生需要の増加、リストラの効果、ゼロ金利政策などに支えられた脆弱なものであるほか、年金債務などの損失処理という課題も抱えているとしたうえで、現在の収益回復をあまり楽観視することはできない、との見解を付け加えた。

家計部門の動きについては、まず、多くの委員が、個人消費は総じて回復感に乏しい状態が続いているとの認識を示した。ただ、同時に、乗用車の新車登録台数や家電販売が堅調に推移していること、百貨店・チェーンストア売上高やコンビニエンスストア売上高も落ち込みを回避していること、消費者コンフィデンスは改善傾向にあること、などの好材料も指摘された。

また、会合では、最近では流通革命や消費の構造変化 新機能・新技術の投入、商品のライフサイクルの短縮化、および、財からサービスへのシフトなどが顕著であるため、個人消費の実勢を、各種販売統計のみで把握することは難しく、雇用・所得面とコンフィデンスの双方から、マクロ的に捉えていくしかない、という認識が示された。

これを受けて、何人かの委員は、個別の販売統計は一進一退の状況が続いているものの、雇用・所得環境の悪化に歯止めがかかりつつあるほか、消費者コンフィデンスも改善傾向にあるという評価を示した。

雇用・所得環境の悪化に歯止めがかかりつつあるとの認識については、何人かの委員が、年明け後の常用雇用者数と名目賃金が緩やかに増加していることや、企業の雇用過剰感が徐々に縮小していることなどを、その根拠として挙げた。また、それらの委員は、失業率が2月に既往ピークを更新したことについて、必ずしも景気の弱さを示しているものではない、との見方を示した。すなわち、企業の求人数が大きく伸びていることとあわせて考えると、労働市場の流動化などを背景に、構造的なミスマッチが発生していることを示唆している可能性があるとの認識であった。

ただし、ある委員は、個人消費動向についても慎重な認識を示した。

その委員は、企業の雇用過剰感は、縮小しているとは言え、依然高水準であること、構造調整下の産業の従業員世帯では限界消費性向が高いため、所得の悪化は消費支出の減少にそのまま反映され、しかも、こうした世帯のウェイトが高いこと、パート比率の上昇によって、家計所得は実質的に減少していること、などを指摘した。

以上のような景気の現状を総括して、ひとりの委員は、財政・金融両面からの景気下支え措置、東アジア向け輸出、そしてIT関連投資などに支えられて生産が増加し、それが企業収益の改善をもたらして、設備投資の回復につながった、これまで不透明だった民需の自律回復メカニズムが少しずつみえ始めているが、企業経営を巡る3つの過剰雇用、設備、債務と消費の構造変化を抱えているため、「まだら模様」の回復パターンになっている、と発言した。

別の委員は、設備投資や個人消費に関する懸念材料を踏まえて、先行きは予断を許さないとしたが、このところの実体経済の状況を景気動向指数で確認すると、循環的な景気押し上げ圧力と、構造的かつ長期的な下押し圧力がせめぎ合う中で、前者が後者を上回りつつある、との見解を明らかにした。

このような議論を経て、景気の現状に関する委員の認識は、「景気は、持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資が緩やかながら増加に転じるなど、一部に回復の動きがみられ始めている。」という線に集約された。

物価については、各委員から、現在は全体として横這い圏内にあるが、民間需要の一部に回復の動きが出ていることを踏まえると、需要の弱さに由来する物価低下圧力は後退していると判断してよいとの発言があった。そのうえで、何人かの委員は、消費者物価指数の前年比がこのところ幾分マイナスになっていることについて、これは、技術革新や流通革命、既往円高がもたらした輸入競合品価格の低下圧力、消費者物価指数の作成過程で、物価動向の実勢が指数に正確に投影されるよう様々な工夫が重ねられていること、などが影響している、との見方を述べた。

これらとは別のひとりの委員は、原油価格の動向に言及した。その委員は、3月下旬のOPEC総会で増産が決定されたあと、原油価格は、当面、WTIベースで20~30ドルの間 多分25ドル前後で推移するだろうが、OPEC諸国のバスケット価格(7油種の

平均価格)を22~28ドルで安定させようとする新生産調整メカニズムがうまく作用しない惧れがあり、とりわけ年末にかけてはイラクの出方が鍵を握る可能性が高い、と発言した。

なお、地価については、ある委員から、全体としてまだ下げ止まっていないものの、個別にみると、一部優良物件では上昇しているとの見方もあるなど、「2極分化」現象がみられており、今度の動向を注意深くみていきたいとの発言があった。

(2) 金融面の動き

金融市況に関する各委員の発言は、第1に、自律的回復の動きが一部に出始めていることが金融市況面でも確認できるか、第2に、ゼロ金利政策の解除を金融市場がどの程度織り込んでいるか、といった2つの観点に焦点を当てたものが中心となった。

株価については、ひとりの委員より、ここにきて、IT関連株の調整が目立つ一方で、それ以外のセクターの優良企業に物色が広がるなど、株式市場全体が堅調な地合いになりつつあり、また、それは、実体経済との関係でもバランスが取れている、との趣旨の発言があった。これに対して、別の委員は、海外勢の日本株買いブームが昨年で終わっていることや、日経平均が4月に入って年初来高値を更新している一方、TOPIXが高値を更新していないことなどからみて、最近の日経平均の動きは、中期的な波動の中での上昇相場の延長局面にあるにすぎないとの慎重な見解を明らかにした。

短期金融市場の動きに関する言及もあった。複数の委員は、ユーロ円金利先物をみると、秋口以降のゼロ金利政策の解除を織り込み始めているのではないかと、この見方をとった。

長期金利については、景気回復の動きが一部に出ている中であって、依然として低位で安定していることを巡って、意見の交換があった。

ひとりの委員は、長期金利が安定していることの解釈として、4つの仮説を提示した。具体的には、長期金利が経済成長率と整合的に決まってくるとの立場に立って、現在の日本の潜在成長率が1.5~2.0%、期待インフレ率がゼロ%とすると、名目長期金利の均衡値も1.5~2.0%となり、現在の水準が低すぎるとは言えない、市場は、ゼロ金利政策がかなりの期間続くと考えており、ゼロ金利政策解除の

ためのハードルがかなり高いものであると想定している、民間の資金需要が低迷しているため、金融機関の国債購入意欲が強く、この需給要因が金利の低位安定を支えている、債券市場にバブルが発生している、といったいくつかの考え方を整理した。

こうした整理を受けて、別の委員からは、市場が想定する長期的な名目成長率が低下していることを考えると、最初の仮説の妥当性が最も高い、との意見が出された。また、その委員は、欧米では、ディスインフレ傾向や財政赤字縮小の流れを受けて、長期金利が低下を続けているが、こうした動きも日本の長期金利の形成に一定の影響をもたらしている、との立場をとった。そのうえで、その委員は、長期金利だけから市場の金利感を読み取ることは難しいので、今後は、短期、中期の金利も合わせて分析していく必要があるとの認識も明らかにした。

これに対して、もうひとりの委員は、今後景気回復を示すデータが追加的に出てきて、ゼロ金利政策の解除を織り込み始めたり、あるいは膨大な債務残高に市場が再び注目したりする可能性を考えると、長期金利が上昇するリスクを排除できない、と述べた。

(3) 景気の先行き

景気の先行きについては、最近の経済状況が改善していることを踏まえ、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったかどうか、議論の大きな焦点となった。

ひとりの委員は、すでに「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に到達したとの判断を示した。これに対して、多くの委員は、そうした状態に着実に近づきつつあるものの、デフレ懸念が払拭されたと判断するには、なお点検すべき事項が残っているとの姿勢をとった。

まず、多くの委員が、日本経済は、これまでの会合で議論してきた回復シナリオ 企業収益の回復が設備投資など企業の支出活動の増加をもたらす、企業の支出活動の増加が生産の一段の増加などマクロ経済全体に波及する、そのことが家計所得の好転と個人消費の増加につながる、 に沿って改善してきており、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に着実に近づきつつあるとの見解を述べた。

しかし、それらの委員は、同時に、民間需要の自律回復力にはまだ

点検すべき点がいくつか残っているとの認識をあわせて示した。

ひとりの委員は、現時点では、設備投資の増加傾向は確認できたので、今後の注目点としては、今年度の設備投資計画がどの程度上方修正されるのか、個人消費が夏場にかけてどの程度改善していくか、といったことを挙げた。

別の委員も同様の立場から発言し、景気判断を前進させることに異論はないが、現時点での設備投資計画はほぼ前年度実績見込みのレベルなので、足許までの材料だけで、民間需要の自律的回復が本格化した状態 かなり大きな外生ショックが加わらない限り、前向きの循環メカニズムが途切れないような状態 に入っていると論じるのは、時期尚早である、との認識を明らかにした。

また、ほかの委員も、先行き、公共投資や輸出が減少に転じた際に、設備投資と個人消費がこれをカバーすることが見込みうるかどうか、大きなポイントであるとの考えであった。

需要項目別には以下のようなやり取りが交わされた。

まず、設備投資については、今後、持続性と広がり備わっていくかどうかを注目したいとの認識が、いくつか示された。

ひとりの委員は、バブル崩壊以降、経常収益と設備投資の相関が高まっていることと、今年度は増益見通しになっていることを踏まえると、今後は設備投資が徐々に増額されることが期待できると発言した。別の委員は、大企業・製造業の設備投資が底打ちしたので、今後のポイントとしては、下げ止まり局面にある中小企業の設備投資が増加に転じるか、ITを活用した設備投資が産業全体に広がり、これがトリガーとなって設備投資に持続力と力強さが加わっていくか、といった点を指摘した。ただし、ほかのある委員は、今後の留意点として、構造調整圧力やバランスシート問題の存在を勘案すると、設備投資の経済全体への波及効果は、過去のパターンと比べて不確かになっている可能性がある、との認識を説明した。

個人消費に関しては、様々な見方が示された。

ひとりの委員は、消費者態度指数が96年後半のレベルまで回復してきたことや、所定外賃金やパート収入の増加など、所得面でプラスの材料が徐々に出てきていることを踏まえると、個人消費動向は、ある程度しっかりしたものになるのではないかと、この見方を述べた。別の委員も、雇用の過剰感が和らいでいることや、定額郵貯の満期資金の一部が消費に向かうことが期待されるなど、個人消費を巡る環境は悪

材料ばかりではない、という考えを示した。

また、何人かの委員は、企業が人件費抑制スタンスを維持するもとの、企業収益の改善が定例給与には反映されにくくなっているが、賞与支給がある程度増額されることは期待できるとした。その意味では、今年の夏季賞与の支給動向が個人消費の帰趨をみきわめるうえでのひとつのポイントになる、との見解を述べた。

ただし、別の複数の委員は、夏季賞与に過度な期待を寄せることは危険であるとの留意点を付け加えた。このうちひとりの委員は、企業収益は依然脆弱であり、本年の春闘でも、企業はベアおよび賞与の抑制を強く打ち出すなど、かつてなく厳しいものであったので、夏季賞与の支給に限って大幅に増額されるとは考えにくい、との見解を述べた。

なお、もうひとりの委員は、夏季賞与の支給動向だけで、雇用・所得環境の判断を固めることは早計であり、少なくとも今年の冬季賞与までは見定める必要がある、との判断を示した。

個人消費を評価する際には、足許の消費を巡る環境のほかに、中期的視点も欠かせない、とする意見が出された。

何人かの委員は、かつての高度成長期とは異なり、今は経済の潜在成長率が大きく低下していることや、消費が構造変化を起こしており、安価な商品やユーザーのニーズを捉えた商品の販売は好調であるが、それ以外では苦戦している商品が多いこと、などを踏まえると、個人消費に高い伸びを望むこと自体に無理がある、との認識であった。そのうえで、現状のように、雇用・所得環境が下げ止まり、消費者コンフィデンスも持ち直しているような状況のもとで、消費支出が一進一退となっているのは、いわば「平時の状態」であり、それをネガティブに捉えるべきではない、との見解を明らかにする委員もいた。

また、複数の委員は、現在の企業の人件費抑制スタンスは、90年代の資本収益率がきわめて低かったことすなわち、労働分配率がきわめて高かったことの修正過程と考えられる、との理解を起点に議論を展開した。ひとりの委員は、これは、実質賃金が労働生産性に見合うレベルまで低下しつつあることを意味しており、弾力的な労働市場への変貌と、雇用環境の整備のためには、避けることのできない調整プロセスであると発言した。もうひとりの委員は、こうした調整が不可避であることに賛意を示すとともに、实体经济への影響にも言及した。リストラとしての単なる賃金引き下げは、総需要に対してかなりのマイナス圧力を及ぼすが、この過程で技術進歩が伴っていれば、

リストラ圧力を軽減しうるし、全体としてはプラスになることもある、との考えであった。そのうえで、この委員は、最近のIT関連分野の動きなどは、後者のような展開を示唆している旨を付け加えた。

個人消費の帰趨については、以上のように様々な論点を示されたが、結局、大方の委員の認識としては、個人消費は、今後時間をかけながら緩やかに回復に向かうことが見込まれるが、その際、雇用・所得環境の動向に着目していく、という線に概ね収斂した。

これまで経済を支えてきた公共投資と輸出に関する発言もあった。

公共投資については、何人かの委員が、積極的であった財政支出が、今後抑制方向で運営されることになると、来年度にかけての日本経済にマイナスインパクトを及ぼすので、民間需要の自律回復力がこれを吸収できるかどうか、よくみていく必要があると発言した。

輸出面については、何人かの委員が、米国経済、米国株価が失速することを、リスクシナリオとして指摘した。このうちのひとりの委員は、米国株価では、すでにNASDAQがピーク・アウトしたとみられ、今後調整局面に向かうとの見通しを付け加えた。

また、別の委員は、好調を続けてきたアジア向け輸出について、ここにきて現地のランニング在庫が積み上がっており、また、韓国経済に過熱感が出ていることや、タイ経済の回復が金融セクターの不良債権処理を引きずったままの状況であることなどを踏まえると、今後、一時頭打ちとなる可能性があるとの発言した。そのうえで、その委員は、輸出が頭打ちになると、国内民間需要の回復もいったんは踊り場に差しかかるのではないかと、この見通しを付け加えた。これに対して、ほかのある委員は、日本とアジアの関係は、半導体や情報関連を軸にしたものであるため、現地在庫の積み上がりの影響は限定的なものに止まるのではないかと、この意見を述べた。

物価の先行きについて、大方の委員は、民間需要の一部に回復の動きが出ているため、需要の弱さに由来する物価低下圧力は一頃に比べて後退している、という認識を概ね共有した。ただし、民需の回復力が十分に確認されたとは言えない以上、物価低下圧力にはなお留意する必要があるとの見方が多かった。

このうちのひとりの委員は、今後も予想される物価指数の低下と、需要の弱さに由来する低下圧力の後退との整理の仕方について発言した。まず、その委員は、卸売物価指数には、機械類の趨勢的な値下がりやを反映した低下圧力がかけており、消費者物価指数にも、技術・

流通面の革新や統計調査方法の工夫などの効果による低下圧力があることを指摘し、今後、原油価格上昇の影響が薄まると、これらの低下圧力が表面化するかたちで指数が低下していく可能性がある、との認識を示した。そのうえで、その委員は、こうした中で、需要の弱さに由来する物価低下圧力が後退していくことを説明するためには、これらの物価指数が低下しているもとでも、企業収益は悪化していないこと、したがって、物価指数の低下と民間需要の回復が両立しうること、などを説明していくことが望ましい、との考え方を明らかにした。

・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、景気は、持ち直しの動きが明確化している、民間需要面では、設備投資が緩やかながら増加に転じるなど、一部に回復の動きがみられ始めている、金融面では緩和感が浸透しているが、一部にゼロ金利政策の解除を織り込む動きがある、もっとも、民間需要の自律回復力については、なお点検すべき点が残っている、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は、一頃に比べて後退しているが、引き続き留意する必要がある、といったものであった。

以上の認識を踏まえ、多くの委員は、わが国経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に着実に近づきつつあるが、そうした情勢に至ったとまでは言えない、との判断を共有した。

この結果、当面の金融政策運営方針としては、現在のゼロ金利政策を継続することが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

もっとも、ひとりの委員は、景気は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったとの判断に基づいて、ゼロ金利政策を解除し、オーバーナイト金利を0.25%に引き上げることを主張した。その委員は、その理由として、景気が再びデフレ・スパイラルに陥るリスクは十分小さくなった、経済の改善とともに、ゼロ金利政策のメリットは薄まり、デメリットが目立つようになってきている、一進一退を続ける個人消費は、90年代の高めの労働分配率の修正過程という要因を受けているため、現状程度の展開を十分とみるべきであり、それ

がしっかりと回復するまで待つことでは、遅すぎる、市場は、ゼロ金利政策の解除を「緊急避難措置」の解消と受け止めるので、それによって長期金利が大きく上昇することはない、といったことを列挙した。

また、別のひとりの委員は、現段階ではゼロ金利政策の継続を支持するが、今後は、ゼロ金利を解除する方向で「バイアス」をかけながら、金融経済情勢を点検していくとの考えを表明した。その理由として、ゼロ金利政策は、当初、景気底割れ懸念と金融システム不安に対する「緊急避難措置」の性格を有していたとすれば、最近における景気の循環的な改善傾向に沿って、この部分の微修正を視野に入れていくことは自然な流れである、ゼロ金利自体を解除しても、金融緩和政策を堅持する基本姿勢に変化はない、今の日本経済は、IT関連を中心とした成長分野と、構造調整が遅れがちなセクターとが混在する「段違い平行棒」の状況にあるが、本来マクロ経済を対象とする金融政策が、その照準を、長期間にわたってその低い方の棒に合わせ続けると、次第にバランスを失う恐れがある、といったことを指摘した。

さらに、もうひとりの委員からも、ゼロ金利政策解除の機が熟しつつあるのではないかと、との見解が示された。

このような指摘を踏まえて、会合では、ゼロ金利政策の解除の是非やその考え方などを巡り、様々な論点での意見交換があった。

まず、民間需要の一部に回復の動きがみられている現状と、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にはなお至っていないことを、どのように整理するか、について、あらためて問題提起があった。

何人かの委員は、今後、民間需要の自律回復力がしっかりとしていくためには、現在の設備投資の増加に持続性と広がりに伴うこと、そうした企業部門の回復の動きが、家計部門にも波及して、雇用・所得環境に回復の展望が得られること、などが必要であるとの考え方を念押しした。

もっともこの点については、ゼロ金利解除を主張した委員から、すでに設備投資が増加に転じたもとで、今後さらに、設備投資や雇用・所得面でしっかりとした動きをみていくと言っても、具体的には、何をどのようにチェックするのか、という疑問が投げかけられた。

これについて、ひとりの委員が、設備投資計画は、現時点においてもすでに前年並みとなっているので、あとは、これが今後どの程度

上方修正されうるのか、関連する先行指標や企業収益の動きから点検していけばよい、そのうえで、企業部門の改善は、設備投資動向以外にも、賞与支給の上乗せや販売管理費の増額といったかたちで滲み出してくるはずであり、そうした波及動向を確認していく、との理解を説明した。そのうえで、その委員は、家計部門改善の分岐点を特定することは難しいが、以上のような企業部門の一層の改善は、家計部門にとっても大きな材料である、との認識を付け加えた。

また、別の委員は、家計部門の改善傾向をみきわめることの難しさに同意したうえで、「雇用・所得環境のこれ以上の悪化を想定しなくてもよいような状況になるかどうか」がひとつの判断基準になる、との見解を示した。

次に、何人かの委員からは、民間需要の自律回復力をみきわめるための時間的余裕がなくなっているわけではない、との認識も示された。

これらの委員は、経済のダウンサイドリスクは明らかに後退している、ゼロ金利政策にマイナスの面が伴っている、といった指摘には理解を示しつつも、現在の物価情勢は、需要面の弱さに由来する物価低下圧力が後退しているとはいえ、物価上昇圧力が差し迫っているわけではないと述べた。

このうちのひとりの委員は、幅をもって考えるべき話と断ったうえで、「テイラー・ルール」を引用し、現在の状態は、そのルールから算出されたオーバーナイト・コールレート水準が、これまでのマイナスの領域から、ゼロ%近辺に戻った段階と理解できる、と発言した。そのうえで、ほかの何人かの委員とともに、今後、財政面からの刺激策が徐々に抑制される方向にあるが、目下のところ、民間需要の自律回復力がこうしたショックを吸収できるかどうかについて十分な自信がない、インフレが発生するリスクも殆どない、といったことなどを踏まえると、現状はまだ、ゼロ金利を解除した結果、経済が失速して再びゼロ金利に戻るといった事態に陥るリスクを意識するべきではないか、との判断を示した。

ゼロ金利政策を解除することの位置付けについても、やり取りがあった。

ゼロ金利政策の解除を唱えた委員も含めた何人かの委員から、ゼロ金利政策は、99年始めに、日本経済が金融システム面での不安感との相互作用によってデフレ・スパイラルの瀬戸際まで行った際に採った「緊急避難措置」であり、それ自体は、経済の改善に伴って解除する

と考えるのが自然ではないか、との発言があった。

これについては、ひとりの委員が反論し、そのような局面で採った強力な緩和政策が、実は最近まで経済にとって必要な政策とされていた以上、そこから戻る際にも入念な点検が必要となる、これまで、ゼロ金利解除の基準は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になること」と説明してきており、ここにきて「緊急避難措置の解除」というニュアンスを強調しすぎると、ゼロ金利解除の基準がかえってわかりにくくなる、との意見を述べた。この指摘については、「緊急避難措置の解除」の考え方に理解を示すひとりの委員が、構造調整に取り組んでいる産業分野からみると、そのような説明をすれば、ゼロ金利政策の解除を受け入れてもらうための素地を作ることができる、との考えを述べた。

各委員は、市場に対して日本銀行の考え方をどのように伝えるか、という点についても、意見を述べた。

会合では、ゼロ金利政策を解除する際に、長期金利や円相場の急上昇といった無用のショックを起こさないためには、それができるだけ市場にとってのサプライズにはならないような状況を設定すること

いわゆる「地ならし作業」が大切である、との認識が共有された。何人かの委員は、そうした認識を踏まえたうえで、現在の金融市場の状況を見ると、景気判断を進めてきている日本銀行の認識と市場の認識との間には幾分乖離がある、そうした乖離を埋めるためには、本日の景気認識に関する議論を金融経済月報に集約的に反映させるなど、対外的に十分な説明を重ねていく必要がある、といった見解を述べた。

なおこの関連で、利上げを主張した委員は、「緊急避難措置」の解除という趣旨でゼロ金利政策を解除すれば、市場の期待インフレ率が大きく高まらずに済むので、長期金利の上昇をうまく抑制できる、との考え方を再度強調した。これに対しては、別の委員より、ゼロ金利政策の解除を、かりに「緊急避難措置の解除」と言ったとしても、その表現と「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になった」という判断との違いがわかりにくい以上は、市場が利上げ局面の第1歩と受け止めて長期金利が上昇してしまう可能性は排除できない、との趣旨の見解が示された。また、ほかの何人かの委員も、ゼロ金利解除の位置付けはともかく、景気や物価に関する市場の見方次第では、長期金利の上昇に弾みがつくことは十分にありうる、との意見であった。

こうした議論を踏まえて、議長が「ゼロ金利政策という異例の金融緩和政策と、実体経済動向との整合性を、あらためて点検すべき局面に入りつつあると思う。ただ、当面は、ゼロ金利政策を継続し、デフレ懸念払拭の条件である民間需要の自律回復力について、実体経済や金融市場の動向をもう少しチェックしていくのが適当である」との総括的な見解を述べた。また、市場とのコミュニケーションを図る観点から、本日の議論の概要を、記者会見で紹介したいとの意向が確認された。これに対して、複数の委員が、個別の意見に詳細に言及することは望ましくないとの留意事項を述べた。

こうした議論とは別に、ひとりの委員は、CPI上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由としてこの委員は、景気動向指数の動きをみると、景気は循環的にかなり強いと判断されるが、構造調整圧力は一向に和らいでおらず、経済の先行きは予断を許さない、企業の設備・雇用過剰感は依然高水準にあり、設備投資や個人消費の先行きには不確定な面が多い、物価は、消費者物価指数が前年比でマイナスであり、GDPデフレーターは前年比マイナス幅が拡大気味である、インフレの危険はなく、また市場には円の先高感があるので、もう一段の金融緩和を行って、景気をさらに刺激し、円高の進行を阻止すべきである、

金融政策の目標が物価の安定である以上、国民に具体的な目標を示し、その結果についての責任を明確にすべきである、物価目標の背後にあるGDPや経済のパスを公表して、透明性の高い政策運営を行うべきである、といった点を列挙した。

・政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省と経済企画庁からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- 経済の現状認識については、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業の活動に積極性がみられるようになっており、自律的な回復に向けた動きが徐々に表れている。しかし、自律的回復の鍵を握る民需の動向は依然として弱い状況であり、現時点では財政面からの下支えの手を緩めることなく、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、民需中心の

本格的な景気回復の実現に努めなければならないと考えている。

- 4月5日に発足した新内閣は、前内閣からの政策の継続性を念頭に置きつつ、当面する諸課題に的確に対応するというこ
とで、以上のような考え方を確認した。その一方で、平成12年度
予算における公債依存度が38.4%となるなど、わが国財政が危
機的な状況にあることを踏まえれば、経済が本格的な回復軌道
に乗った段階において、財政構造改革に向けた対応も行う必要
がある。ただ、現在は、経済が厳しい状況を脱していないこと
から、政府としては引き続き景気回復に万全を期すこととして
いる。このような政府の経済運営の基本的考え方は、今週末に
予定されているG7において、各国に説明することになると考
えられる。
- 日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施とあわせて、
経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注
視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切
かつ機動的に金融政策を運営していただきたい。

採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、景気は、持ち直しの動きが明確化している、民間需要面では、設備投資が緩やかながら増加に転じるなど、一部に回復の動きがみられ始めている、金融面では緩和感が浸透しているが、一部にゼロ金利政策の解除を織り込む動きがある、もっとも、民間需要の自律回復力については、なお点検すべき点が残っている、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は、一頃に比べて後退しているが、引き続き留意する必要がある、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、ゼロ金利政策を続けていくことが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した昨年2月12日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、別のひとりの委員からは、CPI上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定するという量的緩和に踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引き上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で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、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、
植田委員、田谷委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、経済の先行きには、様々なダウンサイドリスクがある一方、インフレのリスクは現状ほとんど存在しないため、受動的かつ現状維持的な政策スタンスを放棄し、より積極的なものに変更すべきである、ゼロ金利政策は、そのもとで採り得る選択肢が継続か解除しかありえない非連続な政策であり、継続すればするほど、解除の際のマイナスインパクトが大きくなって、ハードランディングになる、ゼロ金利政策の解除の目途が抽象的で不明確であるので、これを改め、1～2年先の物価などの予測を数値で示して、アカウンタビリティを高めるべきである、

予測数値を示すことは、かりにゼロ金利政策が解除されたあとでも同様に当てはまる、といったことなどを挙げて、上記採決において反対した。

篠塚委員は、わが国経済はデフレ・スパイラルの瀬戸際から脱出し、ゼロ金利政策の所期の目的は達成されたため、この緊急避難措置は終了すべきである、景気の回復とともに、ゼロ金利政策の副作用が一段と顕著になっている、ゼロ金利政策を解除しても、超金融緩和政策が続いていることに変わりはない、企業の期待成長率や資金需要が高まったあとで、ゼロ金利政策を解除すると、市場は、緊急避難措置の解除とは受け止めず、インフレ・リスクへの対応を強化しているとみるので、市場が混乱することになりかねない、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。その際、ひとりの委員は、設備投資や物価に関する判断が前進している根拠をあらためて確認した。そのうえで、経済の先行きは予断を許さないとみているが、冒頭の「民間需要面でも、設備投資が緩やかながら回復に転じるなど、一部に回復の動きがみられ始めている」という表現は、個人消費がまだ回復していないことをあわせて意味している、との理解に立って賛成する、と発言した。

採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を4月12日に公表することとされた。

以 上

(別添)

平成12年4月10日

日本銀行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（賛成多数）。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

以上

(2000 年 4 月 27 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2000 年 4 月 27 日 (9:00 ~ 13:23)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優 (総 裁)
	藤原作弥 (副 総 裁)
	山口 泰 (")
	武富 将 (審議委員)
	三木利夫 (")
	中原伸之 (")
	篠塚英子 (")
	植田和男 (")
	田谷禎三 (")

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 原口恒和 大臣官房総務審議官 (9:00 ~ 13:23)

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長 (9:00 ~ 13:23)

(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
企画室審議役	稲葉延雄
企画室企画第 1 課長	雨宮正佳
調査統計局企画役	吉田知生 (9:37 ~ 13:23)

(事務局)

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室審議役	村山俊晴
企画室企画第 2 課長	田中洋樹 (9:00 ~ 9:27)
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	内田真一
企画室調査役	清水誠一
金融市場局調査役	岩崎 淳 (9:00 ~ 9:27)

・ 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（3月24日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月2日に公表することとされた。

・ 「手形買入および手形売出の見直しについての基本方針等」に関する決定

1. 執行部からの提案内容

手形買入オペに関し、日本銀行当座預金決済の即時グロス決済化（RTGS化）を機に、現在の短資経由買入方式に代えて、金融機関等を直接の買入の相手方とする直接買入方式を採用するとともに、オペ実施店に関しても、本店、大阪支店、名古屋支店となっている現行方式を改めて、本店および全支店で実施していくこととしたい。これは、RTGS化に伴い、日本銀行・短資業者間および短資業者・金融機関間の2つの決済が同一時点で処理されなくなるという状況のもとで、オペの円滑な実施に支障が生じないようにすること、および、支店の取引先もオペ対象先に取り込むことにより、地方を含め、民間企業債務を活用しつつ幅広く資金供給しうる体制を整えること、を狙いとするものである。また、手形売出オペにおいても、短資経由方式を廃止し、直接方式とすることとしたい。

こうしたRTGS化に伴う手形オペ見直しに関し、基本方針を定めるとともに、その基本方針に基づき、本店をオペ実施店とする直接方式の導入についてはRTGS化に先駆けて実施することとし、そのために必要な基本要領の制定、業務方法書の一部変更を行うこととしたい。

2. 委員による検討・採決

以上の執行部提案について採決を行った結果、全員一致で決定し、適宜の方法で公表することとなった。

・ 「国債売買における売買対象先選定基本要領の改正等」に関

する決定

1．執行部からの提案内容

国債売買オペ対象先の第2回選定を機に、国債売買オペおよび国債借入オペの対象先選定要領を改正し、対象先が満たすべき要件として、「国債振替決済制度の参加者（間接参加者を除く。）であること」を加えることとしたい。これは、国債利子課税制度の一部改正に伴い、市中における国債の保有・決済の形態が振替国債に集中する見通しにあること等を踏まえ、金融市場調節の円滑化の観点から、こうした改正を行うことが適当との判断に基づくものである。

2．委員による検討・採決

以上の執行部提案について採決を行った結果、全員一致で決定し、適宜の方法で公表することとなった。

．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（4月10日）で決定された金融市場調節方針¹に沿って運営し、オーバーナイト金利は、株価が急落した17日を含め、0.02%で安定して推移した。なお、「積み上」幅の公表を取り止めてから1ヶ月半が経過したが、「積み上」幅に対する市場の関心は次第に薄れてきているように窺われる。

この間、ターム物金利は、12日の総裁記者会見を受けて、ゼロ金利政策の早期解除観測が強まったことから、一時的にやや強含む局面もみられたが、その後は株価の急落やG7共同声明を契機に、こうした観測が後退したことから、再び弱含んでいる。

2．為替市場、海外金融経済情勢

¹ 「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。」

(1) 為替市場

円の為替相場は、4月中旬以降、総裁記者会見、G7共同声明、日米両国の株価急落などを背景に神経質な展開となったものの、相場としては小動きであった。一方、ユーロの為替相場は、G7共同声明に「ユーロ安懸念」が盛り込まれなかったことや、域内の政局不安などから、月央以降急落し、既往最安値を更新した。

(2) 海外金融経済情勢

米国株価の急落後の米国・ドイツ・韓国の株価の動きをみると、いずれも、ハイテク銘柄を多く含む指標が、年初来のピークに比べ3～4割方下落したのち、若干回復している。この中で米国株価の回復テンポが最も速く、米国経済のファンダメンタルズの底固さに対する市場の信認が窺える。

株価急落のきっかけとなった米国の物価動向についてみると、このところ、CPIコア（除く食料、エネルギー）の上昇が目立っている。とりわけ、サービス部門で、燃料価格の上昇の影響による輸送サービス価格の上昇に加えて、医療サービス、家賃、ホテルサービスなどでも、サービス需要の拡大を背景とする価格上昇がみられ始めている。

3 . 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降、公共工事請負金額、通関統計、百貨店売上高、鉱工業生産指数などが公表されたが、前回会合で決定された景気判断を変えるような材料は特にない。

まず、3月の公共工事請負金額は第二次補正予算分の工事発注の本格化に伴い、大幅な増加となった。

次に1～3月期の実質輸出は、前期比（季節調整済み）+4.9%となり、情報関連財、資本財を中心とする増加傾向を確認する内容となった。また、実質輸入は、「コンピューター2000年問題」に対応した部品在庫積み増しの反動などから、年初いったん減少したものの、その後は、情報関連財・消費財（中国やASEANからの衣料品）等を中心に増加し、1～3月期は、前期比ほぼ横這いとなった。

設備投資関連では、法人企業動向調査による2000年度の大企業の設備投資計画は、製造業で前年度比+3.3%、非製造業で-2.3%と、3月短観の内容をほぼ確認するものとなった。

個人消費関連の指標をみると、昨年末に比べ幾分持ち直しているものの、引き続き回復感に乏しい状況が続いている。3月の小売販売統計は、家電販売が好調な一方で、百貨店やチェーンストアの売上げは、衣料品の不振などから、減少している。これに対して2月の旅行取扱額は、前月比(季節調整済み)+7.0%と増加している。消費者コンフィデンスも、一部指標(消費者態度指数)で引き続き改善の動きがみられる。

物価面では、3月の企業向けサービス価格指数(CSPI)は、広告出稿料の上昇などから、前月比+0.4%となった。

最後に、今朝(4月27日)公表された3月の鉱工業生産指数(速報)は、2月の指数がうるう日の影響で高めであったことの反動で、前月比(季節調整済み)-1.0%となった。もっとも、予測指数に比べると、電気機械を中心に、全業種で上振れしている。この結果、1~3月期の指数は前期比(季節調整済み)+2.8%となった。

(2) 金融情勢

わが国の株価は、米国株価の急落をきっかけに、一時大幅に軟化した。その後、日経平均は、構成銘柄の入れ替えの影響から弱い動きを続けているが、そうした影響を受けにくいTOPIX(東証株価指数)は、米国株価急落の直前の水準を回復している。

この間、短期金融市場は落ち着いた動きが続いている。ユーロ円金利先物(金利ベース)は、総裁記者会見を受けて強含んだ後、株価の急落やG7共同声明を受けて、軟化した。

3月の企業倒産件数は、98年6月以来約2年振りに1,700件を上回り、昨年半ば以降の漸増傾向が続いている。この間の特徴は、小規模倒産が目立っていることと、いわゆる不況型倒産(販売不振・赤字累積・売掛金回収困難などを原因とする倒産)の割合が徐々に高まっていることである。ただし、信用調査機関では、不況の深刻化というよりは、大手のリストラや構造改革の進展に伴う整理・淘汰の要因が大きいと見ている。

．金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状と先行き

会合では、前回会合（4月10日）以降に明らかになった経済指標等の評価を中心に検討が行われた。この結果、前回の基調判断を変える材料はみられなかったという点で、委員の意見は概ね一致した。

まず、ある委員は、公共投資や純輸出といった外生需要は、これまでの想定どおり経済にプラスに寄与していると述べた。

また、複数の委員が、3月の鉱工業生産指数等から、生産が引き続き増加傾向にあることを概ね確認できたとの評価を示した。このうちひとりの委員は、生産の増加は、企業収益の増加基調が続くことを支える重要な材料として受け止めていると述べた。

設備投資については、3月の法人企業動向調査や4月の支店長会議における報告などから、回復傾向がほぼ確認されたという認識が共有された。ひとりの委員は、製造業においては、この3月期は、過剰債務の削減が進捗した模様であり、これが短観の設備投資の動きにも表われていると述べた。なお、この委員は、非製造業の一部には過剰債務を抱え構造調整が遅れている業種もあり、「二極化」の問題は残っていると付け加えた。ただ、この委員を含めて複数の委員が、今回の景気回復は構造調整圧力をこなしながら進んでおり、構造調整をクリアしなければデフレ懸念の払拭が展望できないというものではないとの見方を示した。また、別の委員は、構造問題は構造政策で対応すべきであると述べた。この間、ひとりの委員は、企業収益は、外観は増益ながら中身がなお脆弱であるため、その改善を過度に評価すべきではなく、設備投資への波及は慎重に見極めていく必要があるとコメントした。

こうした中で、ある委員は、残されたハードルは、企業部門から家計部門への回復傾向の波及という点に絞られてきているとの認識を示し、多くの委員の議論もこの点に集中した。

まず、個人消費に関する各種の統計は、弱いものと強いものがミックスしており、全体としては一進一退であるという認識でほぼ一致した。もっとも、複数の委員が、民間需要の自律的回復のモメンタムを見極める上では、個々の売上げ統計や消費支出額をみることもさることながら、個人消費の前提である家計所得と消費性向がこれ以上悪化

しないことを確認していくことがより重要であると述べた。この点、何人かの委員が、消費者コンフィデンス関連指標は改善を続けており、消費性向は下げ止まってきているとの認識を示した。また家計所得についても、複数の委員が、企業活動の積極化や企業収益の改善を背景に、先行き、徐々に持ち直し傾向が広がってくるのではないかとの期待感を示した。ただ、今回は雇用・所得情勢を巡る新しい材料はなかったため、何人かの委員が、今後、夏季賞与も含め賃金の動向に注目していきたいと述べた。このうちひとりの委員は、公務員賞与が前年比マイナスとなることや民間における一般労働者数が前年比で減少していることなどを考えると、夏季賞与にはあまり期待できないかもしれないとの見方を示した。これに対して別の委員は、所定内給与の下げ止まりや企業収益の改善を踏まえると、夏季賞与について少なくともマイナス幅の縮小は期待でき、それでも、所得環境の下げ止まりは確認できるのではないかと述べた。また、ある委員は、雇用・所得環境、消費性向がまずまずの線を回復している点を総合判断すれば、消費については、先行き、「一進一退」の状態から「一退」の動きが消えて、少なくとも下落リスクがほぼ消える状態を見通したいとコメントした。

一方、景気の先行きについてやや慎重な見方をするひとりの委員は、景気動向指数を分析すると、秋以降のリセッションの可能性があり、C I（コンポジット・インデックス）一致指数とGDPの関係等からみて、今次景気回復局面は、生産ばかりが伸び、需要が十分追いついていない、原油価格は、強含み横這いで推移し、秋以降徐々に上昇すると予想されるほか、OPECの生産余力が限られている中で、需要が非常に強くなった場合、それを賄いきれるか疑問がある、米国で干ばつが深刻化する惧れがあり、これがリスクファクターとなりうるので、ここ3ヶ月ほどは注意が必要である、民事再生法の施行に伴い倒産が増加すると予想される、と述べた。

（２）金融面の動き

金融面では、多くの委員が米国およびわが国の株価動向に言及した。何人かの委員は、わが国の株価は、銘柄変更の影響の大きい日経平均株価を除けば、NY株価急落前の水準を回復しており、欧米に比較しても、底固さを示しているとの見方を示した。このうち、ひとりの委員は、日経平均については、銘柄変更に伴いテクニカルな要因で水準

が大幅に下落したため、過去の水準と比較する場合には、今後暫くの間、実際の数字に調整を加えたうえでみていく必要があるとの見方を示した。

一方、米国株価について、ある委員は、当分の間かなりボラタイルな相場展開が予想されるので、緊張感を持ってみていく必要があると述べた。別の委員は、米国株価の調整はダウンサイドリスクとして言及されることが多いが、それがインフレのない持続可能な安定成長に向けた調整の一過程であるとするれば、望ましいことともいえ、冷静に見るべきであるとの認識を示した。ただ、この委員も、市場の調整はなかなかグラデュアルにいくものではなく、当分不安定な地合いが続く可能性もあると付け加えた。

また、ひとりの委員は、世界的な株価の調整と為替相場の関係についても言及した。この委員は、米国株価の下落に伴い各国で追隨的な株価の調整が起こった場合には、為替相場は大きく動かないと考えられるが、仮に日本の株式市場が相対的に安定を維持したような場合には、なにがしか為替相場の調整が起こるかもしれないと述べた。その上で、グローバルマーケットをみていく場合、株式市場と為替市場をセットでみていくことが重要であると指摘した。

この間、ひとりの委員は、日米の株価、日本の長期金利および円ドル相場について、チャート分析の観点から、NASDAQは、今後4月14日の終値を割り込めば、大きく下落する可能性が高い、NYダウはかなり強い天井感を示す形となりつつあり、ここ1ヶ月が重要なポイントとなる、日経平均は、市場において当面の底値と見られていた値を割り込んでおり、要注意である、長期金利は中期的に見てレンジが次第に狭まってきており、今後、どちらに離れるか注目する必要がある、円相場は101円から112円のレンジにあるが、どちらかに抜ければその方向に大きく動くおそれがある、と述べた。

・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

ひとりの委員は、景気は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったとの判断に基づいて、ゼロ金利政策を解除し、オーバーナイト金利を0.25%に引き上げることを主張した。

これに対して、大方の委員は、わが国経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に着実に近づきつつあり、企業部門の回復が家計部門にどのように波及していくか、良く見極めていくべき段階にあるが、前回会合以降そうした点を確認できるだけの新しい材料は出ていない、との判断を共有した。

このため、当面の金融政策運営方針として、今回は、ゼロ金利政策を続けていくことが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

この間、ゼロ金利政策解除に関する考え方を巡って、多くの議論が行われた。

まず、ゼロ金利政策解除の位置付けを巡って、いくつかの議論が行われた。まず、ある委員は、世論の一部には、日本経済を潜在成長率を大きく上回る水準までもっていくために、ゼロ金利政策を長期に継続するべきではないかという議論もあるが、むしろ景気の流れを素直に反映する形で政策の微調整をしていく方が、結局は着実な景気回復に資することになるとの見方を示した。その理由としてこの委員は、構造調整圧力がある中で、現実の成長率を一気に潜在成長率を上回る水準に押し上げ、かつ定着させることは実際上かなり困難であること、このためにゼロ金利が長期にわたって継続することになれば、今はそれほど目立たない副作用も徐々に無視できなくなる懸念があること、などを挙げた。

また、ある委員は、ゼロ金利解除が遅れた場合のリスクを整理して、金融政策上最も重視すべき点としてインフレリスクがあり、やや小さめのリスクとしていわゆる「ゼロ金利の副作用」があると述べた。そのうえで、第1の観点については、他のひとりの委員とともに、インフレリスクと早めの解除によりデフレ懸念が再発するリスクを比較すると、今の時点では、後者の方がまだ大きいとの判断を示した。ただ、インフレ率の予測は分析の前提等によって大きく結論が異なってくる点には留意する必要があると述べた。

また、この委員は、いわゆる「ゼロ金利の副作用」についても、いくつかの論点を示した。第1に、「ゼロ金利のもとで短期金融市場の

規模が縮小したり、機能が低下しているのではないか」という点については、普通預金の一部はコール市場と代替的に利用されており、市場規模が大きく縮小しているというのはあたらない、市場では様々な情報に反応して金利形成がなされており、大幅な機能低下はみられない、と述べた。第2に、「解除時期が遅くなることによって利上げ時の市場の混乱が大きくなるのではないか」という点については、市場は景気動向に敏感に反応しているので、景気が良くなってくれば市場金利は自然に上昇すると考えられ、時間の経過とともに利上げ時の混乱が大きくなるとは考えにくいとの見方を示した。第3に、「ゼロ金利が構造調整を遅らせているのではないか」という点については、ゼロ金利を解除して僅かな幅の利上げをしたとしても、構造調整の進展に大きな違いが出るとは考えにくいと述べた。また、別の委員も、ゼロ金利政策が、所得配分の歪みとか、ある種のモラルハザードを生んでいるというのは事実であるが、解除したとしても超低金利には変りないことを踏まえると、この点をあまり強調することは適当でないとコメントした。

そのうえで、これらの委員は、結局は、「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢となるまでゼロ金利政策を続ける」というコミットメントに沿って、客観的なデータによって、民間需要の回復力を点検していくしかないと述べた。

また、市場とのコミュニケーションについても、多くの議論がなされた。ある委員は、前回会合に続いて、ゼロ金利を解除する方向で「バイアス」をかけながら金融経済情勢を点検していくとの考えを示した。この委員は、「バイアス」はゼロ金利の解除か継続かという二者択一の間、その中間を設けることで金融政策の自由度を広げる趣旨もあるとしたうえで、市場との対話の観点から、その内容を敷衍した。この委員は、まず、過去14ヶ月に亘って、日本銀行の政策判断は現状維持を貫いてきたが、景気判断は徐々に上方修正されており、これと整合的にフォワード・ルッキングな姿勢を採るとすれば、政策面でも変更を窺いうる段階に入ったとの認識を示した。そのうえで、ゼロ金利政策解除に否定的な世論も一部に根強いことを勘案すれば、議事要旨等を通じてこうした「バイアス」をかけた議論があることを予め明示的に市場に伝えることによって、先行きありうべき政策変更をある程度織り込ませ、また、当局側からも市場の反応を見極めることができるというメリットを述べた。これに対して、複数の委員が、日本銀行の経済情勢に関する判断は、これまでも金融経済月報や議事要旨

で伝えてきており、「バイアス」という道具立てを使わずとも、その考え方は既に活かされているのではないかと、との意見を示した。

これとは別のひとりの委員は、市場と日本銀行の見方にギャップがある場合、市場の見方を我々の見方に鞘寄せさせるということに加え、市場の側に立ってなぜギャップが生じているのか考えてみることも必要ではないかと述べた。この点に関連して、もうひとりの委員は、市場では、金融政策の先行きを予想する上で、経済情勢の判断よりも、政治情勢や国際会議といった外部環境にかなりのウエイトをかけている場合が少なくないように思われると指摘した。そのうえで、今後とも、様々な機会を捉えて、日本銀行の着眼点を明らかにしていくとともに、金融政策はあくまで決定会合における経済物価情勢の判断に基づいて決定されるということについても、改めて理解を求めていく必要があると述べた。

また、ひとりの委員は、政策変更時のショックを和らげるという意味では、ゼロ金利を解除した際の説明方法、具体的には、「解除したといってもかなりの緩和が継続している」旨をどう説明していくか、解除後の政策運営について何らかの方向性を示すかどうか、といった点が重要ではないかとコメントした。もっとも、別の委員は、後者の点に疑問を呈し、現在「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」という形で将来の政策に方向性を示しているのは、ゼロ金利政策のもとでの異例のコミットメントである、解除後は、そうしたことをしなくとも、政策の方向性は議事要旨等を通じて十分伝わるはずである、と述べた。

この間、ひとりの委員は、CPI上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由としてこの委員は、IMFによる世界経済の成長率見通し(2000年)が4.2%の中、日本は0.9%と先進国最低であるだけに、インフレ懸念のない状況下、できるだけ成長率を加速させるべきであること、消費者物価指数は前年比でマイナスであり、GDPデフレーターも前年比マイナス幅が拡大気味であること、日本の株価は不安定さを増しているとみられること、ゴールデン・ウィーク明けには円高になる気配が感じられること、物価の数値目標を具体的に示すことで国民に対する中央銀行としての責任を果たすべきであること、といった点を列挙した。また、この委員は、これまで多くの委員が、

ゼロ金利政策は、かなり強い政策であり、実質的に量的緩和を伴い、かつ、インフレ・ターゲティングの要素も取り入れたものである、と主張してきているが、解除する場合にはその逆の効果が出る可能性があることも十分勘案しなければならないと述べた。

．政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国の経済は、各種の政策効果やアジア経済回復の影響から緩やかな改善が続いている。また企業の活動にも積極性がみられるようになるなど、自律的回復に向けた動きが徐々に現われてきている。しかし全体としてまだ需要の回復が弱い中でこれまで財政面からの下支えの手を緩めることなく、景気が本格的な回復軌道に繋げるための万全の体制を採ってきた。今後とも先に成立した平成 12 年度予算の円滑かつ着実な執行を通じて公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、民需中心の本格的な景気回復を実現するよう全力を尽くして参りたいと考えている。
- 平成 12 年度の公債依存度が 38.4%となるなど、わが国財政が危機的な状況にあることを踏まえれば、今後経済が本格的な回復軌道に乗った段階で、財政構造改革について 21 世紀のわが国の経済・社会の姿を展望しながら、根本的な視点に立って、必要な措置を講じていかなければならないと考えている。ただ、わが国経済が依然として厳しい状況を脱していないということから、政府としては引き続き景気回復に万全を期す所存である。
- 日本銀行におかれても、政府による施策の実施と合わせ、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的な金融政策を運営して頂きたい。

経済企画庁からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 月例経済報告における政府の判断は、主として3つの内容から成っている。まず、第1に、全体としての需要の回復が弱く、雇用情勢も厳しいことから、景気はまだ厳しい状況を脱していない。しか

し、第2に、生産や企業マインド等は引き続き改善しており、景気の緩やかな改善は続いている。第3に、景気の改善は、設備投資の回復など企業部門を中心に表われており、これは自律的回復に向けた動きの始まりと位置付けられる。こうしたわが国経済の状況を見ると、公需から民需へのバトンタッチを円滑に行ない、景気を本格的な回復軌道に乗せていくとともに、揺るぎない構造改革を推進するということが最重要課題であると考えている。

- 日本銀行におかれては、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で、かつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、現在のゼロ金利政策を続けていくことが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した昨年2月12日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、別の委員からは、CPIの上昇率に目標値を設定したうえで、本格的な量的ターゲティングに踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000年7～9月期の

マネタリーベース（平残）が前年同期比で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、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員、篠塚委員

篠塚委員は、実体経済は、デフレ・スパイラル入りのリスクもあったゼロ金利政策導入時の緊急事態を脱し、最近ではデフレ懸念の払拭が展望できる情勢になっていると考えられること、企業のキャッシュフローが積み上がっている中で、ゼロ金利を解除したからといって設備投資に悪影響が出るとは思われないこと、ゼロ金利政策が長期化するほど、解除が一段と困難になるとともに、副作用に対する懸念も高まっていること、を理由に、上記採決において反対した。

中原委員は、景気の現状から見て先行きの政策効果の

息切れが懸念されること、これほど長く将来の金利水準にコミットしているというのは世界でもあまり例がなく、そうしたことをやるのであれば、物価や成長率に関する予測を示すべきであること、ゼロ金利政策は、継続か解除かの非連続的な政策であり、实体经济に合わせたファインチューニングができないこと、を理由に、上記採決において反対した。

以 上

(別添)

平成12年4月27日

日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(賛成多数)。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

以 上

(2000 年 5 月 17 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2000 年 5 月 17 日 (9:00 ~ 12:13、13:01 ~ 15:28)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 速水 優 (総 裁)
藤原作弥 (副 総 裁)
山口 泰 (")
武富 将 (審議委員)
三木利夫 (")
中原伸之 (")
篠塚英子 (")
植田和男 (")
田谷禎三 (")

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 原口恒和 大臣官房総務審議官 (9:00 ~ 15:28)

経済企画庁 小池百合子 総括政務次官 (9:00 ~ 15:28)

(執行部からの報告者)

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室審議役	稲葉延雄
企画室企画第 1 課長	雨宮正佳
調査統計局企画役	吉田知生

(事務局)

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（4月10日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月22日に公表することとされた。

. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1 . 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回の会合（4月27日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、概ね0.02%で安定的に推移した。この間、ゴールデンウィーク明け以降は、都銀等の残り所要額の増加や、連休明け後の資金決済需要の高まりに配慮し、日銀当座預金残高を6兆円弱とするやや厚めの資金供給を実施した。なお、5月8日には、いわゆる「積み上幅」が9千億円と、昨年2月25日以来はじめて1兆円を下回った。もっとも、これにより市場地合いに変化が生じたということはなく、金融調節関連情報の新たな公表方法が市場関係者の間に定着していることが窺われた。

ターム物金利は、ゼロ金利政策の早期解除観測が幾分後退していることを背景に、弱含みで推移している。

この間、短期国債市場では、公社債投信や地域金融機関等からの資金流入から、このところ需給がタイト化している。政府短期証券発行に対する応札倍率が上昇している一方、日本銀行の短期国債現先オペでも、買入玉が集まりにくく、応札倍率、平均落札レートとも低下をみている。こうした状況を踏まえ、金融調節においては、短期国債買現先オペのウエイトをやや下げる一方、CP買現先オペや国債借入オペ（レポオペ）を活用することにより、適切な資金供給に努めていきたい。

¹ 「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。」

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

為替市場では、前回会合以降、総じてみれば、円安、ユーロ安、ドル高の動きが進行している。ドル高の基本的背景としては、米国株価が底固く推移していること、米国と日本・欧州との間の金利差が拡大していること、欧州から米国への資本流出の動きが続いていること、などが挙げられる。ユーロについては、5月初まで下落傾向が続いていたが、ECBによるユーロ安に関する緊急声明発表（5月5日）、ユーロ評議会が「ユーロ安に対する懸念の共有」を表明したこと（8日）等から介入警戒感が高まり、足許は、やや持ち直している。

この間、市場のセンチメントをリスク・リバーサルでみると、ドルの下値不安の後退が窺われる。また、ボラティリティをみると、ユーロ/ドルでは、市場が値荒い動きを見込んでいることがわかる。

(2) 海外金融経済情勢

昨日（5月16日）の米国FOMCでは、FFレートの誘導水準の50bp引き上げが決定され、また、先行きインフレ圧力が高まるとのリスク判断が示された。政策変更発表直後の米国市場の状況を見ると、長期金利やスワップ金利はやや低下、株価は上昇、ドル相場は堅調に推移した。さらにラテンアメリカ諸国においても株価上昇、為替強含みの動きがみられ、全体としてポジティブな反応であった。なお、FF先物金利は、各限月にわたって小幅に上昇しており、先行きの追加利上げがほぼ織り込まれた状態になっている。

ユーロエリアと米国間の資本フローをやや長い目でみると、ユーロエリアから米国への中長期証券投資は、ユーロの対ドル相場の低下とほぼ並行して生じていること、証券投資の中味はこのところ株式が中心になっていること、などの特徴点が窺われる。

実体経済動向をみると、米国では、2000年第1四半期の実質GDP成長率が前期比年率+5.4%と引き続き高い成長を示した。生産水準や製造業稼働率はさらに上昇しており、景気減速の兆しはみられていない。雇用面では、失業率が約30年振りに4%割れとなったほか、雇用コスト指数や時間当たり賃金が一段と上昇するなど、潜在的なインフレ圧力の高まりが窺われている。なお、4月の消費者物価については、ほぼ市場予想通りの落ち着いたものであった。

この間、ユーロエリア、東アジア諸国においては、実体経済面に大きな変化はみられていない。

3．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要をみると、外生需要の面では、純輸出が、堅調な海外景気を背景に増加傾向を辿っているほか、公共投資も補正予算の執行に伴い増加しつつあるとみられる。一方、国内民間需要の面では、住宅投資は基調として緩やかに減少しており、個人消費も、なお回復感の乏しい状態が続いている。しかし、設備投資は、緩やかに増加しているとみられる。

以上のように、わが国の景気は、持ち直しの動きが明確化しているが、企業部門と家計部門とではやや異なる動きとなっている。

まず、企業部門では、輸出、生産がこれまでの見方よりも幾分強めに推移している。また、設備投資についても、機械受注の動きなどからみて、回復傾向に変化はない。ミクロ情報でも、電子部品関連分野で投資前倒しや上方修正の動きが出ている模様である。一方、個人消費については、3月の消費水準指数等が地方公務員の賞与減額の影響もあって弱い結果となった。家計の所得環境については、一部判明している大企業の夏季賞与受結状況をみると、規制緩和が進む通信業等で、収益力の強化を狙ってここにきて大幅な引き下げを図る動きもあり、幾分厳しめとなっている。

物価面をみると、国内卸売物価は、幾分強含んでいる。消費者物価は、基調として幾分弱含みの状況が続いている。企業向けサービス価格は小幅の下落を続けている。

先行きについては、外生需要はこれまでと同様、純輸出が引き続き増加傾向で推移すると見込まれるほか、公共投資も、補正予算の工事進捗によって夏場まで緩やかな増加を続けるとみられる。国内民間需要に関しては、設備投資は、当面緩やかな増加が続くと考えられる。生産は、ミクロ情報によると、4～6月、さらには7～9月にかけても、増加を予想する企業が多い。他方、個人消費は、当面の賃金の動向が鍵を握ると考えられる。生産および企業収益が増勢を維持する可能性が高い状況下、所定内・所定外賃金が緩やかながらも増加し、夏季賞与についても、電機をはじめとする業績好調先や、これまで賞与

未払いであった一部中小企業等で、ある程度増加することが期待される。一方、上述のような通信業等の例もあり、賞与の全体像は、現時点で判明している情報からはまだ判断しにくい。

物価は、全体としてみれば、当面は横這いの範囲で推移するものと予想される。国内卸売物価は、当面、電気機械等が技術革新を反映して下落を続けるものの、国内需給バランスの緩やかな改善に加え、これまでの原油価格上昇の転嫁が続くことから、横這い圏内の展開を辿る可能性が高い。一方、消費者物価は、国内の需給バランスが緩やかに改善する可能性が高いほか、いずれ円高の影響も弱まっていくため、今後、これまでの弱含み傾向が徐々に薄れ、横這い圏内の推移になっていくとみられる。

(2) 金融情勢

短期金融市場では、オーバーナイト金利は引き続きゼロ%近傍で推移している。ターム物金利やユーロ円金利先物レートは、やや軟化しており、ゼロ金利政策の早期解除予想が幾分後退していることが読み取れる。ただ、年内ないし来年初めにかけてゼロ金利政策の解除が織り込まれている点はこれまでと変わりなく、具体的な予想解除時期が内外の株価の動向などにより変動している状況と考えられる。

長期国債流通利回りは、狭いレンジでの展開となり、足許では1.7%前後で推移している。

株価は、米国株価の急落を受けて、一時大幅に下落したが、その後は、銘柄変更の影響が大きい日経平均株価以外の指標をみれば、海外の株式市場と比較しても、相対的に底固く推移しているように窺われる。

国債と社債の流通利回りスプレッドは引き続き縮小傾向を辿っている。また、このところ企業倒産が増加している中であっても、社債発行市場の機能低下はみられていない。

金融の量的側面をみると、民間銀行貸出は、基調としては弱めの動きが続いているものとみられるが、大手行を中心に貸出を増加させようとする姿勢を強めている。しかし、資金需要面では、収益回復に伴うキャッシュ・フローの増加などを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、实体经济活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状

景気の現状については、「持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資の緩やかな増加が続くなど、一部に回復の動きがみられる」との判断が委員の間で共有された。多くの委員は、輸出が予想以上に堅調である、設備投資は緩やかな増加傾向が続いている、生産が高い伸びを示している、企業の収益回復を受けて、雇用・所得環境の悪化に歯止めがかかりつつある、との認識を示した。

需要項目別には、以下のような議論があった。

まず、何人かの委員が、輸出はアジア向けの情報関連財を中心に、予想以上に増加傾向を辿っていると述べた。

また、多くの委員が設備投資は引き続き緩やかに増加しているとの認識を明らかにした。その根拠として、先行指標について、機械受注が昨年後半以降3四半期連続で前期を上回っているほか、非居住用建築着工が前年を上回る傾向が定着してきたこと、一致指標とみられる資本財の出荷が好調を続けていること、ミクロ情報でも、電子部品関連分野において投資の上方修正の動きがみられること、などが指摘された。ただ、ひとりの委員は、機械受注を業種別にみると、情報関連業種を除けば伸びていない、リース統計におけるパソコン等の動きからみて、中小企業の情報関連投資が芳しくないことが窺われる、といった点を挙げて、設備投資の広がりにはなお確認できていないとの見解を示した。

この間、ある委員は、設備投資を中心とする国内需要の増加を裏付ける材料として、鉄鋼の内需関連受注数量が昨年秋頃から前年比プラスとなっており、さらに本年入り後は、発注増業種が広がりをみせるとともに、水準も前々年を上回るレベルに達していることを紹介した。

何人かの委員は、このような設備投資動向を支えるファクターとして、企業収益が一層改善の方向にあることを指摘した。このうちのひとりの委員は、かねて企業収益はまだ脆弱であると懸念していたが、設備投資の増加に起因する内需回復に加え、最近の国際商品市況の回復傾向や足許の円安の動き等から、そうした懸念は徐々に後退しているとの考えを示した。

個人消費については、多くの委員が、一進一退の状態にあるとの判断を示した。このうち、ひとりの委員は、実質消費支出、消費水準指数などの個人消費関連指標がこのところ弱めとなっていると指摘した。さらにほかのひとりの委員は、ゴールデンウィーク後半の消費はさほどふるわなかった模様であること、業種別の分析を試みると、好調業種に勤務する世帯は消費性向が相対的に低く、生産増加等の動きが消費改善に繋がりにくいことなどを付け加えた。これに対し、別のひとりの委員は、消費関連統計は、サンプルによる振れが生じやすい面があるので、業種別の消費動向を月次や四半期で分析する場合には慎重にすべきである、と強調した。

そこで、会合では、個人消費の基盤となる雇用・所得環境について、様々な議論が交わされた。まず、雇用面について、ひとりの委員は、失業率がピーク水準で推移しているほか、引き続き就業者数の減少傾向が窺われるといった懸念材料を挙げた。また、別の委員は、公的需要の剥落等から失業率が5%に乗り高止まりする可能性があり、こうした中で高齢者の失業率が上がる一方、若年層の失業率が下がるといった二極化の動きが強まってくるとの見方を示した。これに対し、複数の委員は、失業率は景気の遅行指標であり、また、労働市場の流動化といった構造変化を反映している可能性が高く、失業率の高さそのものを過大に懸念するべきではないとの見解を示した。また、これらの委員は、有効求人倍率、新規求人、雇用者数などの指標を併せてみれば、雇用環境は厳しいながらも下げ止まりとみるのが妥当であると述べた。

次に、賃金面について、何人かの委員が、公務員賞与の引き下げとも関連して特別給与は減少したものの、所定内賃金が前年比僅かながら増加に転じているとともに、所定外賃金の増加傾向が定着しつつあることに言及した。そのうちのひとりの委員は、本年春のベアが既往最低水準ながらもマイナスを回避した点を指摘した。これらの委員を含め多くの委員は、足許、賃金の悪化に歯止めがかかりつつあるとの認識を共有した。ひとりの委員は、これらの議論を総括し、企業部門の好調さが家計部門にも一部波及しつつある段階であるとコメントした。

この間、別の委員は、景気動向指数による分析から、本年1月頃から、景気の回復力は過去の景気回復局面を上回っていると発言した。

物価については、4月の国内卸売物価が前年比+0.5%となったこ

とに関して、ひとりの委員は、電気機器をはじめとする機械類が技術進歩から下落している一方、その他は総じて上昇していると述べた。別のある委員は、原油価格の上昇の影響といった外生的要因だけでなく、国内需給バランスの改善が、最近の国内卸売物価の下支え要因になっているのではないかとコメントした。一方、消費者物価については、複数の委員が、これまでの為替円高の影響から輸入品・同競合品の値下がりが続いていることが最近の指数の弱含み傾向の背景にあるとの見方を示した。

ひとりの委員は、以上の物価を巡る状況を整理して、原油等の商品市況上昇による物価下支え効果と、技術進歩や流通革命を背景とする物価下落圧力が綱引き状態にあると述べたうえで、それらの要因が指数に現れるラグの長さやその影響の度合いの違い等によって、各々の指数が異なる動きを示しているとコメントした。エネルギー価格に関連し、別のひとりの委員は、本年第1四半期の世界の石油消費が若干減少しているにもかかわらず、最近原油価格が反騰しているほか、米国では天然ガス市況も高騰しており、これらのエネルギー価格の上昇にも注目すべきだと発言した。

ある委員は、地価の状況についても言及し、大手不動産販売会社の調査によると、首都圏の住宅地価が、本年入り後上昇の兆しもみせており、今後の動向を注視していきたいと述べた。

(2) 金融面の動き

金融面では、わが国および米国の株価動向について多くの発言があった。

まず、わが国の株価について、何人かの委員は、4月後半以降、米国株価の急落を受けて一時大幅に下落したが、その後は総じてみれば底固い動きを示しており、現時点では、経済にマイナスの影響を及ぼす可能性は小さいとの見方を示した。そのうちひとりの委員は、このところ、海外投資家が大量の日本株を売却しているとの見方が聞かれるが、日本の景気持ち直しの動きや企業収益の増加が期待されることから、長期にわたり海外投資家が日本株への投資を手控える可能性は低いのではないかとこの立場をとった。もうひとりの委員も、株式市場において、日本経済に対する信認が大きく揺らいでいるとは思わないと付け加えた。

これに対して、別のある委員は、チャート分析の観点から、最近の

株価（日経平均）は、98年10月のバブル崩壊後最安値から本年4月の年初来高値までの上昇分の5割近くを失った水準にまで下げており、18ヶ月に亘った長期上昇傾向の終焉を意味するものではないかと述べた。

なお、ひとりの委員は、日経平均株価の銘柄変更に伴い、株価を時系列で捉えるには東証株価指数（TOPIX）をみる方が適当である旨主張した。ただ、その委員は、東証株価指数は加重平均株価であり、日経平均株価のような単純平均株価との性格の違いにも留意すべきであると補足した。

最近の米国株価の下落について、複数の委員は、健全な調整とみることができると述べた。ただ、そのうちひとりの委員は、漸進的な調整が望ましいものの、いずれかの時点で金利上昇の効果が急激に効き出し大幅な株価下落をみる可能性も否定できず、今後の展開を予想することは難しいと発言した。もうひとりの委員は、米国の債券市場参加者が先行きかなりの金融引き締めを予想しているのに対し、株式市場参加者の多くが利上げは緩やかに止まり、その結果株価に比較的強気の見通しを置いていることを紹介して、米国市場関係者の間でも今後の金利・株価の動きについて意見が分かれていると付け加えた。

別の委員は、機関投資家の投資行動と投資マインドの間に乖離が生じつつあることや、NYSEとNASDAQの合計取引金額の対GDP比が96年には100%程度であったのが、足許300~400%に達しているなど、株式市場における取引金額がこれまでにない水準に増加していることを指摘して、米国市場は依然として警戒すべき状態にあるとコメントした。

そのほか、ひとりの委員は、米国株式市場のわが国に対する影響について言及した。この委員は、米国市場が動揺した際のわが国経済への波及経路として、為替市場や日本の株式市場における調整が引き起こされる、米国経済の減速を受け日本の輸出環境が悪化する、の2つに整理したうえで、現時点ではいずれの影響も生じていないとの見方を明らかにした。

長期金利についても、複数の委員が言及した。ひとりの委員は、このところ長期金利が比較的安定して推移しているのは、ゼロ金利政策が一因となっており、本来であれば、景気指標等に応じて、もう少し敏感にレートが変動するのが自然ではないかとコメントした。他方、別のひとりの委員は、ゼロ金利政策が長期金利の低位安定に寄与して

いるとしてもごく僅かであり、現状でも、基本的には先行きの経済および物価に関する期待を反映してレートが形成されているとの見解を示した。

この間、ひとりの委員は、企業倒産と関係付けて企業金融について発言した。この委員は、生産や収益全体が増勢を続ける中での倒産件数の増加は、構造調整の進展という意味での前向きの動きと捉えることができ、倒産増加が金融機関の融資態度を一段と慎重化させていることはないとの見方を示した。

(3) 景気の先行き

景気の先行きについては、本年後半以降の経済情勢の見方について多くの議論が行われた。

ひとりの委員は、設備投資の先行指標である機械受注が堅調であること、雇用・所得環境が着実に改善し続けていること、生産の増加傾向が続く可能性が強いことなどから、すでに「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至っているとの判断を示した。

これに対し、多くの委員は、そうした判断を最終的に下すには、なお確認すべき事項が残っているとの認識であった。各委員から、具体的に、設備投資の持続性や広がりが見られるか、雇用・所得環境について、下げ止まりから改善の方向感が見られるか、米国経済が減速した場合、輸出がどのような影響を受けるか、先行き財政支出が減少した場合に、設備投資と個人消費といった民間需要がこれを十分吸収することができるか、などのポイントが指摘された。

もっとも、大方の委員は、実体経済の内生的要因によるダウンサイド・リスクはかなり後退し、ある程度のプラス成長路線に向かって着実に歩み始めているとした。このため、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に近づきつつあるという流れは、しっかりと維持されているとの考えであった。

また、ひとりの委員は、97年後半以降の局面と比較して、景気改善の流れが逆戻りするリスクの度合いは相当減じているとの見方を示した。この委員は、その理由として、今回局面においては、金融システム安定化の枠組みが整備されていること、設備投資は、情報関連分野を中心に増加傾向を辿っており、こうした状況がもう暫く続くこと

見込まれること、アジア経済が好調を続けていること、財政面では、増税といった強いデフレショックが生じることは予想し難いこと、といった前回局面との相違点を挙げた。

需要項目別には、まず、設備投資について、何人かの委員が、機械受注の4～6月の業界見通しが前期比減少となったものの、大企業を中心に企業収益が回復してきていること、このところ受注見通しを実績値が上回る傾向となっていることなどから、先行指標は底固く、設備投資は緩やかに増加していくとの見方を示した。

ただ、別の何人かの委員は、現在のところ設備投資は情報関連分野に集中しており、伝統的ビジネスや中堅・中小企業への投資の広がりにはなお確認できないと指摘した。これに対し、もうひとりの委員は、企業収益、企業マインドの改善とを合わせて考えると、少なくとも設備投資の回復という方向性については、自信を持てる段階に入ってきたのではないかとの見方を示した。別のある委員は、機械受注の中味をみると、情報関連以外の機械類も底打ちから反転を窺う展開となっており、設備投資の裾野が広がる兆候があると付け加えた。

個人消費に関しては、その基盤となる雇用・所得環境について、多くの議論があった。何人かの委員は、これまで入手できたミクロ情報等によると、ボーナスの増加はあまり期待できないのではないかとの見通しを述べた。これに対し別の何人かの委員は、企業が総人件費抑制をはじめとする構造調整を進めている中、それらの影響が集約的に現れるボーナスには、もともと大きな伸びは期待できないとの認識を示した。これらの委員は、消費者マインドの基調に影響を与えるのは、給与の約8割を占める所定内給与や所定外給与であり、これらを含めて総合的に判断する必要があると付け加えた。このうちのひとりの委員は、このところ所定内・所定外給与の底固さが増していることを踏まえると、夏のボーナスが前年を大きく下回るといったことさえなければ、所得環境の底固さは維持されるとみておいてよいのではないかとの見解を示した。また、別のある委員は、雇用・所得環境の回復には時間を要するものの、先行きの悪化リスクは概ね解消されつつあると発言した。

以上の議論を踏まえ、ひとりの委員は、消費性向は概ね70～72%をキープしており、その意味で、身の丈に合わせた消費スタンスが維持されているといえ、雇用・所得環境の下げ止まり感が強まれば、個人消費は徐々に「一進一退」から「一進一停」の内容になってく

るものと思われる」と述べた。その委員は、こういう段階になれば、雇用・所得がなかなか伸びない中での個人消費の動きを考えると、少なくとも「消費は平時に復した」といえるのではないかとの見解を述べた。

なお、ある委員は、素材産業を中心に在庫調整圧力が顕現化する恐れがある、このところの建築着工や住宅着工の増加の動きは、首都圏の大規模再開発や大規模小売店舗立地法施行前の駆け込み、さらに住宅ローン減税といった一時的要因に依存しているにすぎない、ユーロ安が進行している状況下、欧州勢が機械類の対日輸出に注力しており、国内機械産業の受注が減少する恐れがある、といった点を指摘し、他の委員に比べて景気の先行きに慎重な見方を述べた。この委員は、C I（コンポジット・インデックス）の先行指数や長期先行指数の分析をもとに、早ければ秋にかけて景気に陰りが出てくる危険性があると続けた。

物価の先行きについて、大方の委員は、国内需給バランスの改善を背景に、需要の弱さに由来する物価低下圧力は着実に弱まりつつあるとの認識を共有した。同時に、民間需要の自律的回復が確認されていないため、潜在的な物価低下圧力には引き続き留意する必要があるとの意見が多く出された。

各物価指標について、ひとりの委員は、足許の国内卸売物価はやや高い伸びを示しているが、原油価格上昇の影響がこれ以上波及しない限り、先行き小幅のプラス幅で推移するとの見通しを示した。また、もうひとりの委員は、最近の消費者物価の弱含み傾向は、大企業、中小企業を問わず収益の改善傾向が続いている中での若干の下落であるため、需要の弱さとの相関が薄れつつあるとコメントした。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、景気は、持ち直しの動きが明確化している、民間需要面でも、設備投資の緩やかな増加が続くなど、一部に回復の動きがみられる、金融面では株価が一時不安定な動きをみせたが、総じてみれば底固い動きを示している、

もっとも、民間需要の自律回復力については、なお点検すべき点が残っている、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は、一頃に比べて後退しているが、引き続き留意する必要がある、といったものであった。

以上の認識を踏まえ、多くの委員は、わが国経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に着実に近づきつつあるが、そうした情勢に至ったとまではいえない、との判断を共有した。

この結果、当面の金融政策運営方針としては、現在のゼロ金利政策を継続することが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

こうした中で、ひとりの委員は、景気は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至っているとの判断に基づき、金融市場調節方針をゼロ金利政策を導入する直前に戻し、コールレートの誘導目標水準を0.25%とすることが適当であると主張した。この委員は、その理由として、景気は民間需要主導の自律的回復局面に入っており、わが国経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際のような状態に戻るリスクは大幅に後退していること、景気が持ち直す中でゼロ金利政策を長期にわたり継続すると、その効果が行き過ぎて、かえって経済活動の行き過ぎなどのリスクが蓄積されていく可能性が大きいことを指摘した。

これに対し、多くの委員は、個人消費の基盤である雇用・所得環境についてももう少し状況を見極めるべきである、米国の利上げやそれを受けた米国市場の動きを引き続きウォッチする必要がある、といった今後の留意点を指摘した。そのうえで、先行き財政支出の減少を想定した場合に民間需要の回復の力強さについてまだ何がしかの不安が残るとの判断から、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には至っていないとの認識を示した。このうち何人かの委員は、金融経済情勢に関する見方について、日本銀行と市場の間になおギャップが残っており、それを埋め合わせるプロセスが引き続き必要であると付け加えた。

もっとも、これらのうちひとりの委員は、企業部門のポジティブなメカニズムが家計部門にも一部波及しつつあり、こうした流れが逆戻りするリスクは相当減じていると述べた。このため、この委員は、引き続き、ゼロ金利政策を解除する方向での「バイアス」を持って判断に臨みたいとの考えを示した。また、もうひとりの委員は、ゼロ金利政策解除の機は熟しつつあるとの考え方を強めているとの認識を述べ

た。

こうした中、会合では、ゼロ金利政策解除の条件に関する考え方や、ゼロ金利政策を解除した場合の影響等について、様々な議論があった。

最初に、ある委員より、ゼロ金利政策解除の条件に関連して、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という条件が想定している経済状況についてあらためて確認したいとの問題提起があった。この委員は、企業部門の改善の家計部門への波及が明確になる前でも、好調な輸出や設備投資の回復を背景に生産の高い伸びが持続すると見込まれるのであれば、マクロ経済のメカニズムとして、いずれは家計部門にベネフィットが及ぶと考えるのが自然であると述べた。このため、そうした段階でゼロ金利政策解除の条件が満たされるとみるべきなのではないか、と述べた。

この点について、ひとりの委員は、今回の景気回復が、企業部門の回復が先行し、その後、雇用者所得の改善、消費の回復というパターンを辿ると想定することが可能であると述べた。他方で、家計部門のみに焦点を当てることにはリスクがあり、結局は、総需要全体の動きをみていくことが適当であると続けた。この委員は、雇用者所得が下げ止まったとしても、設備投資が予想外に伸びないということがあるかもしれないし、逆に、雇用者所得の回復が明確でなくとも、設備投資の持続的な回復が成長を牽引することが確認できれば、ゼロ金利政策を解除しうると説明した。ただ、この委員は、他の多くの委員が指摘するように、当面は夏場にかけての雇用者所得の動向およびその消費への影響に着目するのが適当であると付け加えた。

次に、ゼロ金利政策を継続することに伴う将来のリスクについて、意見交換があった。ゼロ金利政策の解除を主張した委員は、マーシャルのKの動きからみると、現在、日本銀行は過剰な流動性を供給し続けていると判断され、現時点ではインフレが起きる兆しがみえないからといって、将来のインフレ・リスクの顕現化に繋がらないという確信は持てないのではないかと、景気の本格的な回復を待ってからゼロ金利を解除すると、市場は急激な利上げを予想してかえって混乱する恐れがないか、といった問題を提起した。

これに対し、ひとりの委員は、現在はデフレ・リスクが十分に小さくなったかどうかを検討すべき段階であって、まだ、インフレ・リスクを中心に置いた議論に転換するタイミングではないとの見解を明らかにした。この委員は、需要の強弱に起因する物価の上振れ・下振れ

リスクの比較考量を軸として政策を運営するという原則を述べたうえで、例えばプラス成長についての持続性が見込めるのであれば、金利をゼロからプラスに戻すべき論拠となろうとコメントした。また、別のある委員は、ゼロ金利政策の解除は、インフレになるまで待つということではなく、デフレに陥るリスクが十分小さくなるということに着目すべきとの考えを付け加えた。

さらに、この委員を含めた複数の委員は、金融の量的指標は引き続き注視しなければならないが、ここ数年、マネー指標と物価ないし実体経済との相関関係が弱くなっており、マーシャルのKをみる場合でも今までの考え方をそのまま適用するのは難しいのではないかと発言した。

別のある委員は、これらの議論を総括し、ゼロ金利政策の解除は、「インフレ・リスクが明らかになる」といった新たな基準を持ち込まずに、「デフレ懸念の払拭」というこれまでの方針に基づいて済々と判断すべきである、と述べた。また、昨年4月に「デフレ懸念の払拭の展望」という、あえてインフレ・サイドのリスクに言及しない基準を採用したのも、こうした対応を想定したものであるとの認識を示した。この委員は、経済が改善を続けるもとの、現在のような極端な金融緩和策を続けると、将来の大きな金利変動とか、経済活動の行き過ぎなどのリスクが蓄積される可能性が大きくなるとの理解を示し、適切な政策運営を行うためには、経済の情勢をチェックしながら、漸進的に進むことが必要であるとの見解を述べた。このため、この委員は、ゼロ金利政策の解除も、「経済の改善に応じて極端な金融緩和の度合いを調整する政策」と位置づけることができると付け加えた。

また、ゼロ金利政策を解除した場合の影響についても、いくつか発言があった。ひとりの委員は、ゼロ金利政策の効果として、将来の政策運営に対するコミットに伴う「時間軸効果」により、中短期ゾーンのターム・プレミアムがほとんど消滅していること、豊富で弾力的な資金供給により、流動性プレミアムも消滅していること、といった点を認めたとうえで、ゼロ金利政策を解除した場合には、反動として、これらのリスク・プレミアムが利上げ幅以上に市場金利を押し上げる懸念があるとの認識を明らかにした。また、この委員は、米国が94年2月にFFレートを実質ゼロ金利に誘導する政策を変更するまでの経過をみると、91年に実体経済が底入れし、それから2年遅れて銀行貸出が増加しはじめ、さらに93年10月にグリーンSPAN議長が銀行のバランスシート調整の完了を示唆しており、こうした一連の流れが

わが国でも参考になると述べた。

一方、別のある委員は、ゼロ金利政策解除の影響について、市場がゼロ金利政策解除を金融緩和スタンスの中での微調整と理解すれば、長期金利の上昇幅は限定的とみられる、したがって、国債を保有する金融機関への影響も大きくない、企業の支払利息は増加するものの、一部の業種を除けばダメージは小さい、為替レートについては、日米金利差が拡大しているもとでは影響は軽微であろう、個人消費については、利子所得の増加からプラスの効果がありうる、設備投資に対する影響は限定的であろう、等の諸点を列挙した。

以上のほか、市場とのコミュニケーションについても様々な議論があった。まず、ある委員は、民間では、構造調整やバランスシート調整問題が全て解決するまでゼロ金利政策が継続されるとの期待が根強く、日本銀行の意図と乖離しているのではないかと、との見方を示した。これに対して、別の委員は、金利先物市場では年内の利上げが織り込まれており、市場も、構造改革が終了しない限りゼロ金利政策が続くとみているわけではない、との見解を述べた。この点、初めの意見を述べた委員は、金融市場関係者の認識は日本銀行と比較的近いとしても、産業界や財界には、日本銀行の考え方が十分理解されていない可能性があり、こうした先との対話にも心掛ける必要があると指摘した。これらの委員を含めた大方の委員は、構造問題に金融政策で対処することは適当でなく、あくまでマクロ経済の観点から政策を判断していくべきだと、との見解を強調した。

こうした議論の中で、多くの委員は、市場と日本銀行との間で、コミュニケーションを行う努力を続けていくことが必要であるとした。ある委員は、市場の認識を日本銀行サイドに引き寄せるとのみならず、市場の見方の背後にある考え方をよく点検することも重要だと述べた。ただし、別の委員は、市場の期待形成は、国際会議や政治日程といった経済情勢以外の要素に影響され過ぎる面があるので、ゼロ金利政策解除の方向性なり考え方がある程度の幅で理解されていけば十分ではないかと発言した。

以上の議論とは別に、ひとりの委員は、CPI上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲットに移行し、また、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由としてこの委員は、現在、景気は循環的に一番モメンタムの強い時点に来ていると判断されるが、構造調整圧力が強く、必ず

しも需要増加を伴っていない、本年度下期には財政の下支え効果が低下すると見込まれるので、財政の効果が残っているうちにそれにシンクロナイズさせて緩和策を打ち出すべきである、米国金融市場に不安定な兆候がみえる、ゼロ金利政策は解除するか継続するかの非連続的な政策であり、フレキシビリティに欠ける、日本銀行が物価の安定に責任を持つ以上、CPIの目標を明示的に示す必要がある、物価目標の背後にあるGDP成長率や経済のパス等についても、フォワード・ルッキングでプリエンプティブな金融政策を行うためにこれらの見通しを公表することが有効である、といった点を列挙した。

・政府からの出席者の発言

会合の中では、経済企画庁からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- 最近の経済動向については、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きも徐々に現れており、景気は緩やかな改善が続いている。しかし、完全失業率がこれまでの最高水準で推移し、また企業の本格的なリストラが実施されつつあるなど雇用・所得環境はなお厳しい状況にある。こうしたことから、個人消費の改善傾向が定着するには至っておらず、企業部門を中心とした回復の動きがいまだ家計部門には波及していない。また、米国経済の先行きには不透明感もみられる。
- 政府においては、今後、公需から民需へバトンタッチを円滑に行い、景気を本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済運営に万全を期する方針である。
- 日本銀行におかれては、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で、かつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営していただきたい。

大蔵省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気は緩やかな改善が続いているが、全体としてまだ需要の回復が弱く厳しい状況をなお脱していない。また、米国におけ

る株価の動向等を背景に、このところ株式市場においても不安定な動きがみられるところである。

政府としては、これまで財政面からの下支えの手を緩めることなく景気を本格的な回復軌道に繋げていくために万全の体制を採ってきたが、引き続き、平成 12 年度予算の円滑かつ着実な執行を通じて、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、民需中心の本格的な景気回復を実現するよう全力を尽くして参りたい。

- 平成 12 年度予算における公債依存度が 38.4%となるなど、わが国の財政が危機的な状況にあることを踏まえると、経済が本格的な回復軌道に乗った段階においては、財政構造改革についても 21 世紀のわが国の経済、社会のあるべき姿を展望し、根本的な視点に立って必要な措置を講じていかななくてはならないと考えている。しかし、現状は、わが国経済が依然として厳しい状況を脱していないことから、政府としては、引き続き景気回復に万全を期したい。
- 日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施とあわせて、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営していただきたい。

採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、景気は、持ち直しの動きが明確化している、民間需要面でも、設備投資の緩やかな増加が続くなど、一部に回復の動きがみられる、金融面では株価が一時不安定な動きをみせたが、総じてみれば底固い動きを示している、もっとも、民間需要の自律回復力については、なお点検すべき点が残っている、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は、一頃に比べて後退しているが、引き続き留意する必要がある、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、ゼロ金利政策を続けていくことが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した昨年 2 月 12 日以前の方針に戻すことが適当であるとの考

えが示された。一方、別のひとりの委員からは、CPI上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定するという量的緩和に踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年1～3月期のマネタリーベース（平残、注²）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。同委員は、本提案について、CPI、マネタリーベースの目標期間を前回までの提案に比べ先延ばししたほか、マネタリーベースの定義変更³に合わせ、新ベースでの必要マネタリーベースを計算し直した結果、目標とするマネタリーベースの伸び率を前年比10%から同15%へ変更したことを説明した。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

² 「新ベース」

³ 日本銀行は、2000年5月15日、マネタリーベースの定義を従来の「日本銀行券、貨幣流通高、準備預金の合計値」から、「日本銀行券、貨幣流通高、日銀当座預金の合計値」に変更する旨、公表した。

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、
植田委員、田谷委員

反対：中原委員、篠塚委員

篠塚委員は、景気はすでに民需主導の自律的回復局面に入っており、経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に陥るリスクは大幅に後退している、景気が持ち直す中でゼロ金利政策を長期にわたって継続すると、その効果が行き過ぎてかえってマイナス面の影響が強まると思われる、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。

中原委員は、本年度下半期からの景気屈折が予想され、また来年度以降は公的支出がかなりのマイナスになることが見込まれるので、現在のゼロ金利政策では不十分である、ゼロ金利政策は、解除か継続かの2つの選択肢しかなく、また、何を基準に判断しているのか曖昧であり、余程うまく解除しない限りターム・プレミアムや流動性プレミアムが大幅に拡大し、金融引締め効果が強く出過ぎる恐れがある、その場合は、オールドジャパンに属する企業に対するショックは予想以上に大きくなる、したがって、量的レジームへ転換することが適当である、といったことなどを挙げて、上記採決において反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を5月19日に公表することとされた。

以 上

(別添)

平成12年5月17日

日本銀行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（賛成多数）。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

以上

(2000 年 6 月 12 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2000 年 6 月 12 日 (9:00 ~ 12:30、13:21 ~ 15:48)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 速水 優 (総 裁)
藤原作弥 (副 総 裁)
山口 泰 (")
武富 将 (審議委員)
三木利夫 (")
中原伸之 (")
篠塚英子 (")
植田和男 (")
田谷禎三 (")

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 林 芳正 政務次官 (9:00 ~ 15:48)

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長 (9:00 ~ 15:48)

(執行部からの報告者)

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室審議役	白川方明
企画室企画第 1 課長	雨宮正佳
調査統計局企画役	吉田知生

(事務局)

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	内田眞一

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（4月27日）の議事要旨が全員一致で承認され、6月15日に公表することとされた。

．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1 . 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回の会合（5月17日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、概ね0.02%で落ち着いた展開を辿り、日銀当座預金残高は、5兆円前後での推移となった。

この間、無担保コール市場残高が、1988年以來の7兆円台まで低下した。都銀等の資金ポジションが貸出低迷により一層好転していることや、市場参加者がRTGS（資金取引の即時決済）の開始を控えてDD取引（短資会社を介さない取引）を増やしていることが、こうした傾向をもたらしている。ただし、これまでのところ、市場機能自体が目立って低下しているわけではない。

2 . 金融・為替市場動向

（1）国内金融資本市場

国内金融資本市場では、全体として、米国株価動向に振られやすい展開を続けている。5月後半までは、米国株価の大幅下落を受けて、株価が軟調に推移し、長短金利は、ゼロ金利政策解除の観測が後退したこともあって弱含んだ。6月上旬にかけては、雇用統計の発表などに伴う米国のインフレ懸念後退を受けて、内外の株価は持ち直した。

各市場の特徴をみると、まず、株式市場では、時価総額ウェイトの大きい情報通信関連の株価が引き続き米国NASDAQの動きを反映して推移したため、全体としてもNASDAQとの連動関係が目立つ展開とな

¹ 「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。」

った。また、春先まで日本株を買い越してきた外人勢は、5月には大幅な売り越しに転じた。市場では、株価の先行きについて、国内景気の持ち直しや企業収益の回復基調を買い材料とみる一方、売り材料としては、不安定な米国株価、総選挙を控えた国内政治情勢、持ち合い解消などが挙げられている。

債券市場では、内外株価の軟調と、これを受けたゼロ金利政策の解除予想の後退を背景に、長期国債流通利回りが一時1.6%台半ばまで低下した。その後は、本行幹部の発言や1～3月期のGDP統計などの各種経済指標の発表を受けて、1.7%を挟んだ推移となっている。この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは横這い圏内にある。

短期金融市場でも、5月後半に、ゼロ金利政策の解除観測がいったん後退したが、ここにきて再び強まっている。市場が予測するゼロ金利政策解除の時期は、9月頃との見方が多いが、7月との見方も出ている。

(2) 為替市場

円の為替相場は、106～108円を中心とする方向感の欠ける展開が続いている。

6月入り後、ユーロ高ドル安と1～3月期の法人季報が強めの結果であったことなどを背景に、いったん105円程度まで強含んだが、1～3月期のGDP統計が発表されたあとは、再び106円台に戻している。この間、外人勢は、日本株を売り越す一方、中長期債を大量に買い入れており、その動きの円相場への影響はニュートラルとみられる。

3. 海外金融経済情勢

米国では、内需主導の力強い拡大が続いている。ただし、住宅投資や耐久消費財支出の一部では、勢いが幾分鈍っている。物価面では、4月の消費者物価の上昇率がやや低下した。失業率は、依然低水準ながらも幾分上昇し、時間当たり賃金の伸び率もやや鈍化した。米国経済には、全体として、景気減速の兆しが出始めているように窺われる。

ユーロエリアでは、輸出の好調と内需の拡大、雇用環境の改善が続いている。物価は、4月の消費者物価が前年比+1.9%と、ECBの物価安定の定義の範囲内(前年比+2%以内)に収まったが、コア・ベースの上昇率は幾分高まった。マネーの伸びは+6%台と、ECBの参照値(+4.5%)を大きく上回っている。こうした情勢を踏まえ、ECBは6月8日に0.5%の利上げに踏み切った。

N I E S、A S E A N諸国では、総じて高目の成長が維持されている。輸出が好調であり、既往の景気浮揚策の効果も浸透している。物価上昇率は依然低いが、需給の引き締まりや原油高、さらには一部国の通貨安もあって、緩やかに高まりつつある国が多い。

米国金融市場では、インフレ懸念の後退から、国債利回りやF F先物金利が明確に低下しており、次回6月末のF O M Cにおける利上げ観測は大きく後退している。株価は、5月下旬にかけて軟調に推移したあと、6月上旬には、インフレ懸念の後退等を好感して反発した。

欧州の長期金利は、米国長期金利の低下とユーロ相場の反発を背景に、低下傾向を辿った。各国の株価は、基本的に米国株価につられる展開になった。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要については、純輸出が増加傾向を辿っているほか、公共投資も補正予算の執行に伴い増加している。一方、民間需要では、住宅投資が緩やかに減少しており、個人消費もなお回復感に乏しい状態が続いている。しかし、設備投資は増加を続けている。

こうしたもとで、生産は増加を続けており、企業収益の改善も明確化するなど、企業部門は予想以上の回復となっている。家計部門では、雇用者数、賃金の両面で減少傾向に歯止めが掛かりつつあるが、企業の人件費抑制スタンスに目立った変化がない中で、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある。

物価の現状には、大きな変化はない。

以上のように、わが国の景気は持ち直しの動きが明確化しており、企業の業況感や収益の改善を背景に、設備投資の増加が続いている。民間需要は、設備投資を起点とした自律回復過程に入りつつあるが、個人消費の増加を伴う本格的な立ち上がりまでには、なお時間を要する可能性が高い。

先行きについては、外生需要面では、純輸出が情報関連財の好調に支えられて増加傾向を辿るとみられる。公共投資は、夏場までは緩やかな増加を続けるが、その後、徐々に減少に転じていくとみられる。

民間需要のうち設備投資は、情報関連を中心に、当面緩やかな増加

が続くと考えられる。一方、個人消費を支える家計の所得環境については、今後、所定内・所定外給与が、生産活動や企業収益の回復傾向の続くもとで、緩やかに増加する蓋然性が高い。反面、賞与の支給動向には、リストラや規制緩和への対応等も作用するとみられる。このため、賞与を含めた所得環境は、全体として改善に向かうとしても緩やかなものになると考えられ、今後の情勢をもう少しみきわめる必要がある。

物価の先行きについては、国内需給バランスの緩やかな改善や、これまでの原油価格上昇の影響が、物価に対して上昇方向に作用するとみられる。一方、技術進歩や、流通合理化・規制緩和の影響は、低下方向に作用するものと考えられる。なお、これまでの円高の影響は徐々に薄れていくと見込まれる。こうした状況のもとで、物価は全体として、当面は横這い圏内で推移すると予想される。需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力については、民間需要の一部に回復の動きが出てきていることから、一頃に比べて後退しているものの、引き続き留意していく必要がある。

(2) 金融環境

資金仲介活動をみると、民間銀行は、基本的に慎重な融資スタンスにあるが、ヒアリングや各種D・Iからは、大手行などで貸出を増加させる姿勢が強まっていることが窺われる。また、社債、CPなどの直接金融市場では、クレジット・スプレッドが縮小したままの状態にあり、好環境は維持されている。

企業の資金需要面では、キャッシュ・フローの増加などを背景に、実体経済活動の改善が外部からの資金に対する需要には結びつきにくい状況が続いている。また、企業サイドでは借入金圧縮スタンスを維持しており、この結果、民間の資金需要は依然低迷している。

こうしたことを背景に、民間銀行貸出は、前年比マイナス幅が3、4月と2か月連続で縮小したあと、5月は再びマイナス幅を拡大した。この動きには、経営健全化計画の達成のために、一部の銀行が3月末に貸出を増加させ、その後反動減となったことが関係しているものとみられる。社債、CPの発行は、落ち着いた状態が続いている。

この結果、5月のマネーサプライ伸び率は再び低下した。また、企業の資金調達コストは、依然低水準で推移している。

以上のように、企業金融には緩和感が広がっているが、資金需要面での動意はなお出てきていない。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状

景気の現状について、大方の委員は、持ち直しの動きが続いているとしたうえで、ここにきて、企業部門の回復傾向が明確になってきていることに注目した。

企業部門については、ほとんどの委員が、1～3月期法人季報などを材料に、回復傾向がはっきりしてきているとの見解を述べた。

まず、多くの委員が、企業収益では、増収増益のパターンが定着しつつあるなど、改善傾向が一段と明確になってきたとの見方を示した。このうちのひとりの委員は、人件費の低下などを反映して、損益分岐点比率の低下が鮮明になってきたことも指摘した。また、別の委員は、2000年3月期の増益が、輸出による生産の増加、リストラの効果、さらには金融収支の改善に支えられた減収増益型であるのに対し、2001年3月期決算見通しは増収増益型に切り替わっていることに着目した。ただ、この委員は、このような見通しは不透明感の残る2000年度下期の回復を前提としたものであるとして、やや慎重な見方もあわせて示した。

続いて、上記の企業収益などの改善を背景に、設備投資の回復傾向が一層明確になってきたとの見方が示された。多くの委員は、2000年1～3月期の法人季報によって、大企業ばかりでなく、中小企業の設備投資の増加も確認できたと指摘し、それを踏まえて、業種、企業規模による格差はあるにせよ、設備投資にも裾野の広がりがみられるようになってきたとの認識が共有された。このうちのひとりの委員からは、設備投資は、公共投資の減少分を穴埋めしながら生産を支える力を持ち始めているとの判断が示された。もっとも、何人かの委員は、設備投資の先行指標である機械受注が4か月連続で減少していることを指摘し、留意する必要があるとの考えを付け加えた。

これに対して別のひとりの委員は、法人季報は、首都圏再開発案件や大規模小売店舗立地法関係の駆け込み発注によって計数が膨んだ面が大きい、名目設備投資の対名目GDP比率は、足許上昇過程に入ったが、その実勢は必ずしも強くない、として設備投資について厳しい認識を示した。

家計部門の動向については、全体として回復感には乏しいが、雇用・所得関連指標では、徐々にしっかりとした材料が出始めているという見方が、大勢の評価であった。

複数の委員は、個人消費の関連指標は強弱区々との見解を示した。このうちのひとりの委員は、百貨店やコンビニエンス・ストアの売上高、あるいは家電販売額といった各種販売統計はやや弱めであったが、消費者コンフィデンス指数は改善を続けており、直近4月の家計調査は統計の振れを考慮に入れたとしてもかなり強い、といった見方を述べた。

雇用・所得環境のうち、まず雇用面については、複数の委員が、雇用者数の減少傾向が完全に止まったとは言い切れず、構造調整のもとでダウンサイドのリスクはなお残っているとの見方を述べた。しかし、これらの委員を含む多くの委員は、有効求人倍率や新規求人数が徐々に改善していることも指摘した。このうちのひとりの委員は、雇用関連統計は振れが大きい、過去の経験では有効求人倍率の確度が最も高く、その改善傾向を踏まえると、雇用情勢は、徐々に改善の方向に向かい始めたと判断できる、との見解を明らかにした。また、その委員は、5月時点の労働経済動向調査（労働省）によれば、雇用調整を実施している企業の割合が低下し、来年度の新卒採用計画が大幅に改善していることも、前向きな材料として付け加えた。

次に所得面では、何人かの委員が、経済活動全体の持ち直しを反映して、所定内給与と所定外給与がしっかりとした改善傾向を辿っていることを指摘した。また、夏季賞与に関しては、これまでの労使交渉の妥結状況を踏まえると、前年を幾分下回るかたちとなっているが、98年、99年のような大幅なマイナスは回避できるとの見方が多かった。

以上の議論を踏まえ、大方の委員の認識は、家計の雇用・所得環境の悪化傾向はほぼ止まったという線に集約された。

これに対してひとりの委員は、日本生活協同組合のアンケート調査では、家計が依然として消費を切り詰めている結果が出ており、また労働力調査によれば、適当な職が見つからないために求職活動をしていない人が445万人にのぼっていることを挙げて、個人消費を巡る環境はきわめて深刻である旨を強調した。

物価動向については、何人かの委員が、国内卸売物価が前年比で

小幅のプラスを続けている一方で、消費者物価や企業向けサービス価格が弱含みになっていることに言及した。それらの委員は、国内卸売物価では、国内需給バランスの改善や原油価格上昇の影響が物価上昇の方向に作用している、企業向けサービス価格では、通信分野などでの競争激化に伴う値下げは続いているが、オフィス賃料などの低下圧力がここにきて特に強まっている訳ではない、消費者物価の弱含み傾向は、基本的には、これまでの円高の影響や一部外食産業の値下げ競争を反映したものである、といったことを指摘した。全体としては、需要の弱さに起因する物価低下圧力は徐々に後退している、との評価が多かった。

会合では、何人かの委員が、1～3月期のGDP速報についての評価を述べた。それらの委員は、直前の市場予想に比べれば低めの数字となったが、公共投資が3四半期連続の大幅減少となるもとで、民間需要が成長を牽引しているバランスのとれた姿となっており、自律的回復に向けた動きが確認できる材料である、との認識を示した。

また、複数の委員は、GDPデフレーターが前年比で大幅マイナスになったことについても言及した。これらの委員は、政府最終消費支出のデフレーターが大きくマイナスになっている一方で、民間需要デフレーターはほぼ横這いに転じており、GDPデフレーターの動きをもってデフレ圧力が強いとみる必要はない、との趣旨の見解を述べた。

以上の議論を踏まえて、景気の現状判断については、「持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資の増加が続くなど、一部に回復の動きがみられる」との判断が委員の間で共有され、前回会合時と比較して、判断を幾分前進させることとなった。

もっとも、ひとりの委員からは、企業部門の回復傾向がはっきりしてきていることや、雇用・所得関連でも徐々にしっかりとした指標が出ていることを踏まえると、景気の現状判断をさらに一段と前進させる余地があるのではないかと、との意見が出された。

逆に、別の委員は、1～3月期のGDPは閏年要因で嵩上げされている、4月の景気先行指数が50を割り込んだことや、企業の出荷と在庫のバランスなどを総合すると、景気の山が接近しており、秋口に在庫調整に入る可能性がある、日経景気インデックスでみ

ても、これまでの回復は、97年3月の山から99年4月の谷まで下落した分の半分も取り戻していない、過去の平均的な景気拡大局面が2年強とすると、すでに半分以上が経過している、企業収益は、なお多額の特別損失を計上しており、依然厳しい状況にある、原油価格は需要の強まりを背景に上昇する惧れがあり、今後の米国消費者物価の動きには注意を要する、などとして、慎重な景気認識を述べた。

なお、この委員が景気循環の観点からいくつか発言したことについて、ほかのひとりの委員からは、現在の日本経済は、グローバル化の中で通用するような生産性や競争力を向上するために、構造調整に取り組んでいるところであり、その動きはこのような短期の循環論では捉えられないものであるとの趣旨の発言があった。これに対して、この委員は、景気動向指数などは、在庫循環のような短期サイクルに着目した指標ではなく、景気全体を判断できる有力な指標であり、それらによれば景気回復はピークにかなり近づいている、複数のサイクルとして、設備投資循環と建設投資循環を合成してみると、次の景気の大きなピークは、これらのヤマが重なる2010年頃とかなり先であり、それまでは景気に力強さが感じられないことになろう、との見方を示した。

(2) 金融面の動き

金融面では、最近の株価や金利の動きと実体経済の関係について、いくつか発言があった。

まず、株価動向については、最近の不安定な動きには、米国経済・株価の先行き不透明感が主に影響しているとの見方が多かった。また、ひとりの委員は、こうした株価の動きが、今年後半の景気や企業収益の不透明感を示している可能性も否定はできないので、この動向については、為替市場の動きと合わせて注意深くみていく必要がある、との見解を述べた。

もっとも、別の委員は、株価が、景気持ち直しの明確化や、企業リストラの着実な進捗などを反映して形成されているという基調的な流れに変化は生じていない、金融資本市場全体で flight to quality (質への逃避) が起きている訳ではない、したがって、米国市場が落ち着けば、国内株式市場も安定するのではないかと、この認識を明らかにした。また、ほかの委員からは、現状程度の株価下落で

あれば、実体経済に対して大きなマイナスの影響を及ぼすことはない、との考えが示された。

これらとは別のひとりの委員は、日本の株価について、市場の地合いは弱く、夏から秋にかけて98年10月の安値に接近する惧れがある、海外投資家は、最近の日本株がNASDAQとの連動関係を強めたため、国際分散投資の観点でのヘッジ機能は低下した可能性があるともみており、これが海外勢の日本株売りにつながっている、と指摘した。また、その委員は、米国では、株価の高PER（株価収益率）や銀行貸出の伸びなど過熱感は根強く、これの修正過程でのマイナスインパクトが懸念されるほか、これまでの利上げによって、ラテンアメリカ諸国がかなりの影響を受けていることにも警戒感を表明した。

市場の金利感に関して、複数の委員は、ユーロ円金利先物の動きなどをみると、市場参加者は、景気持ち直しの流れを踏まえ、年内のゼロ金利解除を既に織り込んでいるように窺われる、と指摘した。

（3）景気の先行き

景気の先行きについては、企業部門の回復傾向が一段と明確になる一方で、家計部門では一進一退の動きが続いていることを踏まえ、民間需要の自律的回復の展望について、さまざまな議論が行われた。

多くの委員は、「企業先行・家計遅行」の回復パターンはある程度予想されていたとは言え、企業サイドの回復がこれだけ明確になっているにもかかわらず、家計サイドがなかなか立ち上がってこないことをどのように整理すればよいか、という問題意識のもとで発言した。

まず、何人かの委員が、企業が感じているグローバル化や金融資本市場からのプレッシャーは非常に厳しく、資本収益率向上に対する意識はきわめて強い、したがって、バランスシートの改善が引き続き最優先課題となっている、などの事情を挙げた。このため、かりに収益環境が改善してきたとしても、家計サイドにそれがすぐには伝わりにくくなっている、といった見方が示された。

また、このうちのひとりの委員は、現段階の設備投資の回復力について、IT投資は、依然としてITメーカー自体の投資が主流であり、ITユーザーの投資への広がりには限定的である、IT以外の投資も優良企業を中心に着実に増加しているが、中堅中小企業まで括ると増加の動きはまだ少数である、などとして、今後の設備投資の広が

りにはなお注目すべき点が少なくない、といった考えを示した。

同時に、家計サイドの動きをどのように評価するか、ということについても議論があった。

ひとりの委員から、家計部門の立ち直りが鈍いことについては、これまでの高すぎた労働分配率が調整されている過程にあることを踏まえてみていく必要があるとの趣旨の発言があった。

また、別の委員は、最近の労働市場では、非自発的離職者が漸く減少に転じたが、長期間失業している人や摩擦的な失業者が増えるなど、ミスマッチが強まっており、家計部門の回復のためにはこうした構造的な課題の克服も必要であるとした。そのうえで、その委員は、5月中央に政府が決定した緊急雇用対策は、労働需給のミスマッチ解消を重点としたもので時宜に適っている、との見解を付け加えた。

さらにほかの委員は、経済成長率が1%前後のもとで、所得面の目立った伸びを期待することには無理がある、企業がリストラを続けているため、雇用面の悪化リスクはなお残るし、雇用の回復にも時間がかかる、したがって、雇用・所得を合わせてみて、悪化が止まり、先行きの悪化リスクがほぼなくなることで、まずは良いのではないか、また、消費支出も、所得の低迷、消費の構造変化、将来の社会保障など、先行きの不安があるもとでは、そう簡単には増加しない、

技術革新や流通革命を受けて価格は低下しているが、量は増えており、家計の実質支出額はそれなりに増加している、などと述べ、現状の家計の動きは「平時の状態」に向かいつつあるとの認識を強調した。

以上のような企業と家計の状況を踏まえ、会合では、民間需要の自律的回復に向けて重要なことは、景気回復のエンジンである企業部門の回復が十分に強くなり、それが家計部門へ波及していく道筋が確保されているかどうかということである、との認識が大方の委員の間で共有された。

そのうえで、それらの委員は、企業サイドでは収益水準の上昇を背景に、設備投資や賃金などの支出余力は確実に高まっている、これはいずれかのタイミングで家計部門に波及すると考えられる、との判断を共有した。また、こうした状況を「ダムの水位は上昇しているが、放水量がまだ増えていない」と表現する委員もいた。

企業部門の回復の家計部門への波及をどう把握するかという点については、ひとりの委員が、所得がマイナスになるとか、消費者コンフィデンスが落ち込むといったことがなければ、そうした波及が進んで

いる、と判断することが可能であり、すでにそうしたプロセスは始まっているとの考えを述べた。また、別の委員も、有効求人倍率の上昇や、所定内、所定外給与の増加は、こうした動きの始まりとしてとらえることが可能である、との見方であった。

一方、何人かの委員は、構造調整などの影響もあって雇用・賃金面ではっきりとした動きが把握できないとしても、企業部門サイドで前向きな循環メカニズムがさらに強まっていれば、その効果はいずれ家計部門にも滲み出るはずであるとの展望を述べた。したがって、家計部門だけをフォローするのではなく、設備投資とあわせた民間需要全体の動きをみていくことによって、民間需要の自律回復力を判定していけばよい、との考え方を明らかにした。

以上のようなやり取りを受けて、ひとりの委員が、景気の先行きについて総括的な見方を述べた。その委員は、まず、2000年度前半は、昨年度分の公共投資のキャリーオーバー（繰り越し）、輸出の大幅増加、設備投資の増勢持続などを背景に、生産は増加を続け、総需要全体としてプラス成長のモメンタムが維持されるとの見解を示した。また、年度後半以降については、財政面からの下支えが弱まる分を、民間需要がカバーできるかどうかのポイントであり、家計部門は、急速には好転しないにしても、ゆっくりと持ち直すことが展望できる、

企業部門の前向きな循環メカニズムがさらに強まり、設備投資に弾みがつくかどうかは、次の短観で点検する必要がある、との考えであった。

別の委員からも、民間需要の自律的回復の条件は少しずつ整ってきているが、今後は、短観などで企業部門の力強さを確認するとともに、雇用・所得関連指標の下げ止まり傾向がもう少しはっきりする必要がある、との認識が示された。

このように、景気の先行きについて、委員の間では、民間需要の自律的回復に向けた道筋が見え始めているが、なお点検すべき点が残っている、というのが概ね共通の認識となった。

物価の先行きについては、上記のような景気の先行き見通しを踏まえ、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は後退している、といった見解が示された。

このうちのひとりの委員は、国内卸売物価で、これまで物価低下方向に作用していた機械類の価格低下の寄与が和らいでおり、こうした面にも需給バランスの改善の動きが浸透しているとの見方を述べた。

また、別の委員は、消費者物価の低下について、これまでの円高の影響なども作用しているほか、企業収益の回復が明確になっていることも合わせて考えると、少なくともこの動きをもって、経済の中でデフレ的な動きが進んでいることにはならない、との判断を明らかにした。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、景気の現状は、持ち直しの動きが明確化している、民間需要面では、設備投資の増加が続くなど、一部に回復の動きがみられる、金融資本市場では、株価がやや不安定な動きとなっているが、総じてみれば、景気持ち直しと整合的な展開となっている、先行き、民間需要の自律的回復に向けた道筋が見え始めているが、なお点検すべき点が残っている、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は後退しているが、引き続き留意する必要がある、といったものであった。

以上の認識を踏まえ、多くの委員は、わが国経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に近づいてきているとの見解を共有した。

具体的には、それらの委員から、「日本経済はデフレ懸念という状態からは離脱しつつある」、「ゼロ金利政策の解除基準に近い景気情勢になっている」、「ゼロ金利政策解除の機は熟してきている」などの発言が相次いだ。また、判断を一段と進めている別の委員は、「日本経済は、民間需要が主導する自律回復局面に入っている」として、コールレートの誘導目標水準を0.25%とすることが適当であると主張した。

もっとも、民間需要の回復力について、なお詰めるべき点が残っているとの見方もほぼ共有され、当面の金融政策運営方針としては、現在のゼロ金利政策を継続することが適当である、との見解が大勢意見となった。

会合では、ゼロ金利政策の解除について、様々な角度から議論が行われた。

第1に、ゼロ金利政策の解除を主張した委員は、民間需要の自律的回復を判断する際には、様々なリスクを点検することが必要だが、各々のリスクを完全にみきわめることは不可能であり、政策判断は、そうした不確実性のもとで下さなければならない、そうして決定した結果、万が一経済が再度失速したらゼロ金利政策に戻ることもありうるという弾力性も必要である、との考え方を明らかにした。

このうち、前者については、ひとりの委員が、基本的には共感を示したうえで、これまで、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という条件を示してきた以上、ある程度自信を持ってその基準が満たされたことを確かめる必要があると述べた。別の複数の委員からも、全てのリスク・ファクターをみきわめるというより、GDPギャップの縮小がある程度の期間にわたってみえてくるとか、民間需要の自律的回復が無理なく説明できるようなエビデンスが整うことが、ゼロ金利政策解除の条件であるとの発言があった。

また、後者についても、複数の委員より発言があり、政策運営の弾力性を否定するものではないが、日本経済が、過去2年近くの間非常に厳しい情勢にあったのも事実であり、そうした事態に陥るリスクは十分小さくなった、という見通しをしっかりと持ちたい、との見解が示された。

これらとは別のひとりの委員は、政策運営の信頼性を維持する観点から、上記の2点について、ゼロ金利解除のためには経済成長率がどの程度まで上昇すればよいかとか、ゼロ金利解除後の金利水準を、最低どの程度の期間キープする必要があるか、といったこと等について、より具体的な条件を示していく必要があると指摘した。

第2に、今後の情勢判断における家計部門の位置付けについて、議論が行われた。

ゼロ金利政策の解除を主張した委員は、ゼロ金利政策解除の決断に向けて残された要件として各委員が想定しているのは、家計部門の改善なのか、それとも、内需全体の改善の動きなのか、という疑問をあらためて投げかけた。

これについてひとりの委員は、家計部門の改善を期待しながらみることも必要だが、それとともに、家計回り以外のところで、これまで見ていたよりもさらに明確な改善の動きが出てくれば、それも経済全体の判断を一步進める材料になりうる、との理解を説明した。そのうえで、その委員は、他の委員とともに、個人消費や雇用・所得環境だけではなく、設備投資も含めた民間需要全体を総合的に点検すること

が必要である、と見解を明らかにした。

第3に、インフレリスクが顕在化していない段階での利上げをどのように整理するか、ということについて、何人かの委員が発言した。

複数の委員は、ゼロ金利政策は、昨年2月に日本経済がデフレスパイラルの瀬戸際に陥ったことに対応して採った「極端な金融緩和政策」であり、経済の改善傾向が強まればその効果は一層強力になるとの認識を述べた。そのうえで、それらの委員は、このような極端な金融緩和政策を長い間続けていると、いずれは、経済の変動を大きくしたり、急激な金利上昇が発生するリスクが増大するなど、むしろ、経済の持続的な成長を損なう可能性が高まることになる、と指摘した。

こうした認識を踏まえて、ひとりの委員は、デフレ懸念という状態から離脱しつつあるという状況を踏まえると、経済の回復力への配慮に万全を期しつつ、「極端な金融緩和政策」を微調整する局面になりつつあるとの趣旨の意見を述べた。また、何人かの委員からも、中長期的にみて、経済・物価の安定を確保するためには、経済の改善傾向に応じて金融緩和の度合いを微調整することが適当であるとの判断が示された。さらに「デフレ懸念の払拭」というゼロ金利政策解除の基準には、まさにこの考え方が盛り込まれているとの見解を付け加える委員もいた。

また、以上のやり取りを受けて、ゼロ金利政策の解除は金融引き締めへの転換ではない、との認識が多く示された。

第4に、財政政策運営とゼロ金利政策の解除との関係についても、言及があった。

何人かの委員は、日本の財政事情を踏まえると、中長期的に財政再建が必要であり、財政面からの経済へのサポートが低下することは避けられないとした。ただし、このうちのひとりの委員は、本年度下期から来年度にかけての短期的な見通しということになると、不確実性がきわめて高いとの認識を示した。そのうえで、その委員は、かりに今年度下期に本格的な補正措置が採られなくても、民需の回復が大きくは阻害されないと言えるのであれば、それはゼロ金利政策解除の有力な材料となりうる、との見方を述べた。

別の委員は、過去三四半期にわたって、成長率に対する公共投資の寄与度がマイナスであったにもかかわらず、民間需要の自律的回復が徐々に見え始めている、今年度当初予算が、国、地方で予定通り執行されれば、大きな成長抑制要因にはならない、したがって、財

政の先行きが見えないことを理由に、金融政策のアクションを控える必要はない、との見解を明らかにした。また、ほかの委員も、ゼロ金利政策を解除しても超低金利政策が続くことに変わりはなく、こうした金融政策運営は財政再建の方向性と十分に両立しうる、との考え方であった。

各委員は、ゼロ金利政策の解除が市場や国民にどの程度理解されているか、ということについても、意見交換を行った。各委員の共通した認識は、市場とのギャップは、なお埋め切れてはいないが、それは着実に縮小してきている、というものであった。

ひとりの委員は、市場はゼロ金利政策の解除をまだ十分には織り込んでいないとし、別の委員は、産業界の中で過剰債務・設備の処理を続けている先は、ゼロ金利政策解除に関する心理的な抵抗感がきわめて強いことを指摘した。

しかし、別の委員は、経済指標の好転や、様々なルートを使った情報発信の積み重ねの結果、市場とのギャップは着実に縮小していると発言した。また、ほかの委員も、主要な市場参加者は、様々なヘッジ手段を駆使したり、保有国債の短期化を図るなど、着々と金利上昇に備えており、これが市場の価格形成にも少しずつ反映されている、

金利先物からみたゼロ金利解除の予測分布は、9月以前のタイミングもかなり視野に入りつつあるようにみられる、内外でゼロ金利解除を巡る賛否両論の議論が活発化しており、これ自体、市場の予想の強まりを示している、といったことを指摘した。そのうえで、この委員は、現状、すでにゼロ金利政策の解除が市場にとって全くの予想外ということではなくなっており、市場とのコミュニケーションはこれでほぼ十分と判断すべきである、との見解を明らかにした。

さらにもうひとりの委員は、デフレ懸念の払拭は、物価と実体経済の動きをみきわめた総合判断であるが、それに加えて、経済情勢と金融市場の動向を勘案した「判断のタイミング」が重要であるとの考えをあらためて付け加えた。

以上の議論とは別に、ひとりの委員は、CPI上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由としてこの委員は、景気の先行きには警戒信号が出ており、物価もGDPデフレーター、消費者物価ともにマイナス基調である、中小公庫、地銀協、商工会議所の調査では、中小企業の最近の

業況感に明確な改善がみられない、これまでの財政政策の効果が残っているうちに、これとシンクロナイズするかたちで量的緩和を行い、物価上昇率を引き上げるべきである、何らかの政策運営ルールを明示し、市場との対話に役立てる必要がある、日銀は物価の安定に責任を持っている以上、その目標数値を示して、説明責任、結果責任を明らかにすべきである、といったことを挙げた。

なお、この委員は、総選挙後の政権が今年度の補正予算をどう判断するかが全く不透明な段階でゼロ金利政策を解除するのは、日銀法第4条にある政府の経済政策との整合性が確保できていない、ここで景気の見通しを誤ってゼロ金利を解除すると、今後、日銀の独立性が大きく損なわれることになる、といった見解も付け加えた。

・政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きも徐々に表れており、景気は緩やかな改善が続いている。しかし、足許の雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這いであるほか、米国経済にも不透明感がみられる。

政府としては、これまで財政面からの下支えの手を緩めることなく、景気を本格的な回復軌道に繋げていくために万全の体制を採ってきたが、引き続き、平成12年度予算の円滑かつ着実な執行を通じて、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、民需中心の本格的な景気回復を実現するよう全力を尽くして参りたい。

- 平成12年度予算における公債依存度が38.4%となるなど、わが国の財政が危機的な状況にあることを踏まえると、経済が本格的な回復軌道に乗った段階においては、財政構造改革について、必要な措置を講じていかななくてはならないと考えている。しかし、現状は、景気のみきわめが必要な段階にあるので、政府としては、引き続き景気回復に万全を期す考えである。わが国経済は、2四半期連続マイナス成長のあと、本年1～3月はプラスに転じはしたが、今後の財政運営については、9月に公

表される4～6月期のGDPの結果を踏まえて、さらに判断を行うことが適切であると考えている。

- 日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施とあわせて、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的な金融政策を運営していただきたい。

経済企画庁からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- 去る9日に公表したGDP速報によれば、本年1～3月期の実質GDPは季節調整済前期比で2.4%の増加となった。この結果、平成11年度の実質成長率は0.5%と3年ぶりにプラスとなり、はっきりとしたプラス成長に転換するという政府の目標を達成した。

景気は緩やかな改善が続いている。しかし、雇用情勢が依然厳しく、企業のリストラが続いていることなどから、夏のボーナスを含め、今後の所得や物価の状況などには注視していく必要がある。設備投資が持ち直していることは事実だが、实体经济にはかなりのGDPギャップが存在しており、回復の持続性と広がりはまだ明確にはなっていないと判断している。米国経済の先行きには不透明感もみられる。

- 今月中旬以降に、2回目の景気動向指数研究会を開催し、景気の谷の暫定設定を行う予定である。これは、統計学術的観点から事後的に認定するものであり、現時点の景気判断に影響するとか、ましてや景気回復宣言になるということではない。
- 日本銀行におかれては、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営していただきたい。

採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、景気の現状は、持ち直しの動きが明確化している、民間需要面では、設備投資の増加が続くなど、一部に回復の動きがみられる、金融資本市場では、株価

がやや不安定な動きとなっているが、総じてみれば、景気持ち直しと整合的な展開となっている、先行き、民間需要の自律的回復に向けた道筋が見え始めているが、なお点検すべき点が残っている、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は後退しているが、引き続き留意する必要がある、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、ゼロ金利政策を続けていくことが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した昨年2月12日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、別の委員からは、CPI上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定して、量的緩和に踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「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。」との議案が提出された。

同委員は、前回会合まで、「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。」という文言を付した議案を提出していたが、今回はそれを削除した。この点について、同委員は、なお書きは、99年2月以前に金融システムの動向が特に強く懸念されていたことを反映していたものである、現在はデフレ懸念の払拭が展望できる情勢と判断しているため、このなお書きを付す必要はない、もちろん不測の事態が生じた際に、必要な政策対応を講じることを否定するものではない、と説明した。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネ

タリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員、篠塚委員

篠塚委員は、景気は民需主導の自律的回復局面に入っており、経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に陥るリスクは大幅に後退している、景気が持ち直す中でゼロ金利政策を長期にわたって継続すると、その効果が行き過ぎてかえってマイナス面の影響が強まると思われる、ゼロ金利政策を解除してもなお超低金利の状態であり、景気回復を支えていくことができる、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。

中原委員は、今年度後半には、景気が減速する可能性が高まっているので、金融面からさらに景気を刺激する必要がある、地価の下落が続いており、不良資産の拡大や金融機関の貸し渋りを通じて、中小企業などの業況がさらに悪化する可能性がある、市場との対話は、テーラールールやマッカラムルールなどの何らかの具体的な政策ルールを示すことを行う必要がある、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を6月14日に公表することとされた。

以 上

(別添)

平成12年6月12日

日本銀行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（賛成多数）。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

以上