

( 2000 年 6 月 28 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2000 年 6 月 28 日 ( 9:00 ~ 12:56 )

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 ~ 12:56 )

経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:00 ~ 12:56 )

( 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	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

## ・ 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（5月17日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月3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、前回会合（6月12日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>に沿って運営し、オーバーナイト金利は0.02%で安定して推移した。

### 2．金融・為替市場動向

#### （1）国内金融資本市場

短期金融市場では、ゼロ金利政策の早期解除予想が強まっていることを反映して、1～3か月物など短めのターム物金利の上昇が目立っている。ちなみに、直近の手形売出オペの落札レートをみると、市場は、7月17日の金融政策決定会合におけるオーバーナイト金利誘導水準の0.25%への引き上げをほぼ完全に織り込んだ形となっている。

この間、長期債市場や株式市場は、神経質ながら方向感に乏しい展開となっている。

#### （2）為替市場

円の為替相場は、前回会合以降、総じて緩やかな円高傾向を辿っている。これは、米国経済の先行きの減速を示唆する経済指標の公表を受けた、日米景気格差の縮小予想、ゼロ金利政策の早期解除予想の台頭、等を背景としている。

### 3．海外金融経済情勢

海外景気の拡大傾向に大きな変化はない。まず、ユーロエリアでは、

---

<sup>1</sup> 「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。」

鉱工業生産が順調な増加基調を続けるなど、拡大傾向が続いている。また、NIEsやASEANなどのアジア諸国でも、輸出が好調を維持する中で、個人消費や設備投資も持ち直しの動きが続いている。

この間米国では、家計支出は引き続き高水準にあるが、住宅投資や自動車など耐久消費財支出の一部ではスローダウンの兆しもみられている。ただ、サービス需要を中心に、全体として需要が強い状況に変わりはなく、労働需給の逼迫も続いている。これらの要因は、CPIコアの上昇圧力として働き続けている。

米国金融市場では、5月の小売売上高など、最近公表された経済指標が市場予想比やや弱めであったことから、先行きの利上げ観測はやや後退した。この間、株価は落ち着いた展開となっている。このように、市場は全体として、先行きの景気のスローダウンを織り込む展開となっている。ただ、米国経済がソフト・ランディングできるかどうかは、なお見極め難い。

米国の企業金融の動向をみると、最近では、社債発行市場において異なる格付け間の発行利回り格差が拡大している。社債の発行額も、引き続き高水準ながら、4、5月はやや減少している。銀行貸出は高い伸びが続いているが、アンケート調査などからみた銀行の貸出姿勢は、このところやや厳格化している。このように、企業金融の面では、これまでの連銀の引き締め措置の累積効果が、徐々に表れつつあるように窺われる。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

前回会合以降に公表された経済指標は限られており、前回会合で決定された景気判断を変えるに十分な材料は揃っていない。

まず輸出入関連では、5月の実質輸出は前月比 - 6.6%の減少となった。ただ、これは1～3月の大幅増加の後の一時的な反動である可能性が高く、輸出は基調的には引き続き増加傾向にあるとみられる。この間、5月の実質輸入は、情報関連財や中国からの衣料品輸入の増加を反映して、前月比 + 8.8%と増加した。

設備投資関連では、中小企業金融公庫の設備投資調査（調査時点4月）が公表された。これによると、今年度の中小製造業の設備投資は前年比 + 1.6%と、この時期の調査としては1973年以来27年振りのプラスという、かなり強めの結果となった。過去の例からみて、今後こ

の計数はさらに上方修正されていく可能性が高い。業種別には電気機械や化学、プラスチック、非鉄、精密機械等が好調であり、案件としてはIT関連向けの能力増強投資が目立つ。こうしたことからみて、大企業のIT関連投資などの波及効果が、最近では中小の製造業にも表れてきているように窺われる。

個人消費関連指標は、回復感に乏しい展開が続いている。この間、家計所得の面では、日本経済新聞社による夏季賞与調査の中間集計が前年比+1.2%とプラスになった。これは、他の諸機関の調査に比べて業績好調の電気機械のウエイトが高いといった相違はあるが、日経連や連合などその他の夏季賞与調査でも、時間の経過とともに前年比マイナス幅が縮小する傾向が窺われる。

5月の鉱工業生産は、前月比(季節調整済み)+0.2%の増加となった。6月の予測指数を勘案した4~6月期の生産は、前期比(季節調整済み)+1.4%と、引き続き増加する見通しである。

## (2) 金融環境

マネタリーベースは、これまで郵便局が郵便貯金の大量流出に備えて多額の銀行券を保有していたことから、4月には前年比10%を超える高い伸びとなっていたが、その後は、郵便局が5月にかけて銀行券保有を通常レベルにまで圧縮してきたことを反映して、5月、6月と平残ベースの伸び率は低下している。

5月のマネーサプライ(M2+C D)前年比は+2.2%と、前月(+2.9%)に比べ伸び率が低下した。これは、金融機関が経営健全化計画を意識して3月末にかけて貸出を積み上げた影響が剥落したことや、郵便局の保有銀行券の減少、などを反映したものである。

この間、投信の動向をみると、株式投信、公社債投信とも、かなりの増加を示している。このため数字上は、郵便貯金の流出は投信の増加にほぼ吸収された形となっており、マネーサプライにはさほど大きな影響を及ぼしていない。

5月の倒産件数は、4月に引き続き、前月比小幅減少となった。こうした減少傾向が先行きも続くと楽観はできないが、少なくとも、倒産件数が大きく増える兆しは窺われていない。内訳をみると、中小建設業などのウエイトが高くなっており、こうした傾向は今後も続くことが予想される。

## ・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（6月12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。

何人かの委員が、設備投資や所得面などで、いくつかの前向きの材料がみられたことを指摘した。ただ、これらの委員も含め、大方の委員の見解は、前回会合での景気判断を大きく前進させる十分な材料が得られたとまではいえないという点で、概ね一致した。

ひとりの委員は、前回会合時に、経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にほぼ到達しつつあるとの見方をとっていたが、この「ほぼ」という留保条件が取れるだけの材料が、今回会合までの短い間に得られたとまでは言えない、と述べた。この間、別のひとりの委員は、景気は回復軌道に乗ったとの見方を示しつつ、構造調整や企業リストラの動きが継続する中で、従来の回復局面に比べ、回復の実感には乏しい状況だ、とコメントした。

まず、企業部門の動向に関して、議論が行われた。

ひとりの委員は、企業収益に関する民間調査機関の見通しの特徴点として、売上高の伸びは99年度が若干のマイナスであったのに対し、今年度、来年度はプラスとなっていること、経常利益は、昨年度に引き続き、今年度、来年度と大幅増益となっていること、3か月前時点の見通しと比べても、収益予想は一段と上方修正されていること、増益となる企業の数も、昨年度に比べ、今年度は増えると予想されていること、を指摘した。

次に、設備投資について、多くの委員が、中小企業金融公庫の調査による中小製造業の今年度の設備投資計画が、この時期の調査としては27年振りのプラスと、かなり強い数字となったことを指摘した。このうちひとりの委員は、今年度上期の伸び率は、前年比+14.4%という高い伸びが見込まれており、少なくとも上期における中小製造業の設備投資はかなり力強く増加する姿が展望される、との見方を示した。

さらに、この調査についてある委員は、調査対象18業種のうち、今年度は10業種で設備投資の増加が見込まれていること、企業の投資姿勢も前向きとなっていること、なども指摘した。

そのうえで、複数の委員は、こうした調査結果は、大蔵省景気予測調査（6月7日公表）による中小製造業の設備投資計画が良好な結

果となったことや、通産省の設備投資計画調査（6月17日公表）で、大企業・中堅企業製造業の設備投資が明確な増加（+6.6%）を示したことなど、他の調査結果とも整合的である、と述べ、中小製造業の設備投資の増加傾向は、複数の統計からも裏付けられる、との見方を示した。

こうしたことを踏まえ、これらの委員を含む何人かの委員は、IT関連投資の好調が関連中小企業に波及する形で、設備投資は徐々に裾野の広がりをみせてきており、企業部門の改善傾向は一段と明確になっている、といった見解を示した。ただ、このうちひとりの委員は、設備投資の動きは現状ではITのメーカー中心で、ITのユーザーへの広がりはなお限定的である、との見方を述べた。

結局、多くの委員は、中小非製造業も含めた設備投資の裾野の広がりについては、6月短観（7月4日公表）をみて判断を固めたい、との意向であった。

この間、何人かの委員は、ミクロ情報や業界統計などからみた企業部門の動向についてコメントした。

ある委員は、企業の生産動向について、4月から5月初にかけては一時やや「踊り場」の感もあったが、5月の連休明け以降、アジア向け輸出の好調に加え、設備投資の増加や国内自動車販売の好調といった民需の動向も反映して、生産は再び上向いており、事前の計画に比べ、実績が上振れていく傾向もみられる、と指摘した。

別のひとりの委員は、5月の高速道路の交通量は、大型車を中心に10か月連続で前年比増加となっており、活発な荷動きが続いていること、5月の広告件数が前年比二桁の増加を示しているなど、サービス部門も好調であること、などを紹介し、企業部門の前向きの動きは、1～3月期に続いて4～6月期も維持されている、と述べた。

次に、家計部門の動向について、議論が行われた。

まず、雇用・所得面では、何人かの委員が、雇用・所得環境の悪化は止まったとみられるが、企業のリストラや人件費削減の動きが維持されている中で、従来の景気回復局面に比べて、企業部門の回復が家計部門に及ぶまでに時間がかかっていることは否めない、との見解を示した。

一方で、多くの委員は、日本経済新聞社による夏季賞与調査の中間集計が若干の前年比プラスとなったことに言及した。

ひとりの委員は、かねてから、「夏季賞与にはあまり期待できない」とみていた通りの数字といえる、とコメントした。一方、別の複

数の委員は、この時期の賞与調査はサンプル要因により幅が出やすいことに留意する必要があるが、少なくとも、今夏の賞与が昨年や一昨年のような大幅なマイナスとはならない見通しは立った、との明るい面を指摘した。これに対し、別のひとりの委員は、夏季賞与についての各種調査をみると、一人当たりの夏季賞与支給額は前年比 - 2%程度から若干のプラスとの結果になっているが、賞与支給対象者が減少しているため、支給総額はなお前年比マイナスとなる可能性がある、との見解を述べた。もっとも、その委員も、年末賞与については、企業収益の増加、生産の伸びなどに伴う求人倍率の改善にみられるような労働需給の改善、といったマクロ環境を併せて考えれば、支給総額が前年比でプラスに転じる可能性がかなり高くなってきたとの見通しを示した。

こうしたことを踏まえ、ひとりの委員は、企業部門の改善が家計部門に波及していく道筋は、少しずつ確かになってきている、と述べた。別のひとりの委員も、労働分配率が既にかなり下がっていることもあり、企業収益の増益基調が維持されるのであれば、いずれ、こうした動きは家計所得にも反映されていく可能性が高い、と述べた。

次に、個人消費の動向について、ひとりの委員は、ある民間調査機関による消費者態度指数などからみた消費者のマインドは、消費税率引き上げ前の96年末前後のレベルまで戻っており、また実質消費支出も同時期の水準に概ね近づいている、との前向きな材料を指摘した。

別のひとりの委員は、財政赤字が拡大する中で、いずれ増税が行われるとの不安、将来の社会保障制度への不安、地価の下落傾向が止まっていないこと等、資産効果に根ざす不安が、消費マインドに影響を及ぼしている可能性を指摘した。同時に、足許の消費性向はまずまずの水準を維持しており、「身の丈」に合った消費行動は維持されている、との見方を述べた。

次に、こうした民需の動きを踏まえた景気の先行きについて、何人かの委員が言及した。

ある委員は、民間調査機関の経済見通しが、約3か月前に比べて軒並み上方修正され、今年度については+1%以下~+2%以上(平均+1.7%程度)、来年度については+1%程度~+3%以上(平均+1.8%程度)の予測となっていること、いずれの年度についても、殆どの機関は大型補正予算を想定しておらず、公共投資はマイナス寄与が予測されていること、を紹介した。

さらに別のひとりの委員も、各種の設備投資調査などが示すような

設備投資の伸びに加えて、個人消費もプラスとなるならば、今年度は+2%前後の成長を展望できる計算となる、と述べた。その上で、こうした成長の実現可能性について、7月初に公表される6月短観や夏季賞与の動向をみて確認していきたい、と述べた。

この間、景気の先行きについて他の委員よりも慎重な見方をとるひとりの委員は、景気動向指数をみると、CI（コンポジット・インデックス）先行指数が本年1月以降は落ちてきているほか、経験的に景気に先行するとみられる一致・遅行比率（一致指数を遅行指数で除したもの）も、昨年12月をピークに低下傾向にある、設備投資主導型の大型景気（岩戸景気、いざなぎ景気、バブル期）を除いた71年12月から85年6月までの景気拡大局面の期間を平均すると25か月にしかならない、名目GDPや鉱工業生産の水準は依然低く、特に名目GDPはこのところ前年同期を下回る水準で推移している、公共関連財出荷は90年頃の水準から10%以上低下しており、公共事業の効果が落ちている、企業の十分なりストラが進んでいない、と述べた。

さらにこの委員は、原油価格について、ノルウェー沖の油田でストライキが発生しており、こうした事件は今後の原油価格が変動し易いことを示唆している、米国のガソリン価格が急騰している、今般決定されたOPECの増産の効果が末端に到達するまでには2か月はかかり、この間に夏の需要期は終わってしまう、イラクの原油生産中止の可能性がある、と述べ、そのうえで、本年の暮れから来年初にかけて、原油の需給は逼迫する懸念がある、との見解を示した。

次に、物価の動向について、議論が行われた。

ある委員は、卸売物価がやや強含んでいる一方で、消費者物価やGDPデフレーターが前年比若干のマイナスとなっていることをどう考えるべきか、との問題を提起した。

この委員は、企業部門の回復が家計部門の回復に先行している状況のもとで、企業の活動を反映しやすい卸売物価が強含む一方で、個人消費の相対的な弱さ（需要要因）や、稼働率の上昇に伴う単位当たり生産コストの低下（供給要因）を背景に、消費者物価やGDPデフレーターがやや弱めの動きを示すことは、景気回復の初期において、特に不思議なことではない、との見解を示した。さらにこの委員は、景気の回復が一段と進んでいけば、様々なところで需給の逼迫傾向が進み、物価もいずれ下げ止まっていくと予想される、と述べた。加えて、96年度を例に、当時の成長率は+4.4%とかなり高くなっていた一方、GDPデフレーターは一貫して下落していたことを指摘し、供

給余力にゆとりを残したまま経済活動の水準が上昇していく段階において、景気の改善と物価の若干の軟化が共存した例は過去にもみられる、と指摘した。

この間、別のある委員は、企業の視点から物価の動向を解説した。

この委員は、企業からみて、需要の弱さに起因する製品価格の下落リスクは、ほぼ払拭された、一方で、競争激化の中で、企業が製品価格を積極的に上げていくことは難しい状況である、この間、国際価格に比べて高い価格が付けられている製品については、国際的な「メガ・コンペティション」の中で、国際価格に鞘寄せされる動きが続いており、とりわけ消費者物価は、非効率な流通構造等の要因から、こうした圧力の影響を強く受けているほか、一部の企業間の紐付き取引の価格にもこうした圧力が働いている、との見方を述べた。

そのうえでこの委員は、こうした圧力は、いわば、国際競争力をつけるために必要なコスト構造の調整であり、デフレ的な物価下落とは言えないし、また最近では、このような構造変化を前提にコスト構造自体を見直していく企業も目立ってきている、とコメントした。

別の委員も、企業は、製品価格の安易な引き上げは難しいことを前提として経営戦略を立てていかざるを得ない、との考え方を示した。そのうえでこの委員は、既に多くの企業は、こうした意識のもとで、供給サイドの生産性向上などを通じて収益の増加を実現している、と述べた。

## (2) 金融面の動き

何人かの委員は、短期金利の動向などからみて、金融市場は、そう遠くない時期のゼロ金利政策解除を織り込んできている、との見解を示した。

こうした中で、長期金利が総じて低水準で安定的に推移していることについて、議論が行われた。

まず、ひとりの委員が、長期金利の低位安定に関し、短期金利が先行きのゼロ金利解除を織り込んで上昇していることとの整合性、民間の経済見通しが軒並み上方修正され、今年度について2%成長を予測する先も出てきていることとの整合性、をどう考えるべきか、と述べた。さらにこの委員は、こうした点をチェックしていくことは、ゼロ金利政策解除の市場への影響を考える上でも重要である、と付け加えた。

別のある委員は、短期的に債券の需給環境が良好であることに加え、

日本経済の先行きについて、金融市場は、民間の調査機関などよりも慎重にみていることが、長期金利の低位の理由となっているのではないか、との見方を示した。

この間、別のひとりの委員は、市場がゼロ金利解除をほぼ織り込んでいること、当面、資金需要の大きな盛り上がりは展望し難いこと、を併せて考えれば、ゼロ金利政策の解除によって長期金利が急騰する可能性は小さいのではないか、と述べた。

なお、景気に対して慎重な見方を示すひとりの委員は、米国の株価について過去80年間の推移をみると、米国連銀が公定歩合を6%以上に引き上げると、その後しばらくして株価が急落する傾向がみられ、今後、7月中にも米国株価は大きく下落するリスクがある、との見方を述べた。また、日本の株式について、東証一部時価総額に占める銀行株のウエイトは足許約9%と83年以降の最低にまで低下し、銀行セクターが重石となっていると指摘し、他方、企業収益におけるリストラ効果はすでに市場に織り込まれているので、プラス方向のサプライズがあるとすれば、売上高の力強い伸びではないか、との見方を示した。

## ・ 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。

ひとりの委員は、企業部門において、前向きの所得形成のメカニズムが働いている、こうした動きは、雇用・所得環境の改善を通じて、民間需要の自律的回復につながっていくことが展望される、この結果、経済が先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクは十分小さくなった、との判断を示した。そのうえで、こうした経済情勢判断のもとで、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」というゼロ金利政策解除の条件もクリアされたと考えられるため、このタイミングでゼロ金利政策を解除し、オーバーナイト金利を、ゼロ金利政策導入以前の水準である0.25%前後に引き上げることが適当である、と述べた。

これに対し、大方の委員も、前回会合時点で判断した通り、経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に着実に近づいている、との見解を示した。ただ同時に、前回会合以降に入手した経済指標は限られており、経済情勢についての判断を現時点でさらに進める材料

が得られたわけではない、との見方を共有した。こうした見方を背景に、当面の金融政策運営方針としては、ゼロ金利政策の維持を決定することが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

この間、ゼロ金利政策解除の是非を巡って、さまざまな観点から議論が行われた。

まず、ゼロ金利政策の性格、および、その解除の意味合いについて、多くの委員が発言した。

ある委員は、金融政策の役割については、短期金融市場の調節という狭い観点だけではなく需要管理等マクロ・マネージメントの面を十分考えるべきであり、ゼロ金利政策の解除は、約10年振りに金融引締を行うに他ならない、として、ゼロ金利政策の解除に慎重なスタンスを示した。また、92～94年の米国の「実質ゼロ金利政策」と日本の現状を比較し、日本では実質金利は依然プラスであり、また米国の場合、バランスシート調整圧力が終わったかどうか時間をかけて見極めたと述べ、当時の米国の金融政策が一つの参考となるとの見方を示した。

一方、別のひとりの委員は、金利水準は、あくまで経済全体の姿の中で評価する必要がある、と述べた。そのうえでこの委員は、ゼロ金利政策の導入後、経済は明らかに改善してきているが、こうした改善の度合いに比べて、ゼロ金利政策解除に伴う金利の変化幅が相対的に小さいのであれば、きわめて景気刺激的な金融環境が維持されることになり、これを「引き締め」と捉えるのは妥当ではない、と述べた。

また別の委員も、ゼロ金利政策の解除は、異常な金利体系を正常に戻すという「超金融緩和の中での微調整」と捉えるべきであり、「引き締め政策への転換」とみる必要はない、と述べた。一方でこの委員は、金融市場や企業は、金利が上がるという点にのみ注目し、これを引き締めと受け止める可能性はあるので、日本銀行としても、「超金融緩和の中での微調整」という趣旨について、内外に向け、十分に説得的な説明を行っていく必要がある、と述べた。

次に、ゼロ金利政策の解除と財政政策等との関係について、何人かの委員が発言した。

ゼロ金利政策の解除を「引き締め」とみる委員は、財政が中立になるようとしている時にこうした措置をとれば、経済に対して悪い影響が及ぶ、との懸念を述べた。

他方、ゼロ金利政策の解除を「超金融緩和の中での微調整」とみる

ひとりの委員は、景気の改善に合わせて、金融緩和の程度が調整されるとともに、財政発動の規模も徐々に縮小していくことは自然な流れであり、仮にゼロ金利政策を解除しても、財政政策の方向性や、日本の内需拡大に対する米国等の強い期待とも整合的である、との見解を示した。同時にこの委員は、「財政が出動する中で金利を上げるのか」といった誤解をされるおそれがあり、また、日本経済の内需主導の回復に対する米国等諸外国の関心も強いことを踏まえれば、アカウントビリティの観点から、ゼロ金利政策解除の位置付けや、その前提となる経済情勢の見方について、内外や市場に向けて説明し、理解を得ていく必要がある、と述べた。

別のひとりの委員も、実体経済の改善の中で金融緩和の程度を微調整することは、政府の経済政策と矛盾するものではない、と述べた。さらにこの委員は、財政政策は予算制度の中で決められ、直接に需要を創出するのに対し、金融政策は財政の効果も踏まえて機動的に運営すべきものであり、そもそも性格を異にするものだ、と指摘した。そのうえでこの委員は、「財政との整合性」という言葉は、過去において、使われ方によっては金融政策の対応を遅れさせる方向に働いた例もあったように思われ、その意味はよく吟味されるべきである、と述べた。

さらに、ゼロ金利政策の解除を検討する上での具体的なチェック・ポイントについて、何人かの委員が発言した。

多くの委員は、設備投資と個人消費を合わせた民間需要の自律的回復力の強さが確認できるかどうかを鍵である、との見解を述べた。そのうえで、何人かの委員は、6月短観などで企業部門の回復力を確認するとともに、その他の経済指標も併せて、雇用・所得環境の下げ止まりが明確に確認できるかどうか、注視していきたい、との趣旨を述べた。

さらに、何人かの委員は、債券・株式・為替市場といった金融市場の状況や、米国の実体経済や金融市場の動向とその日本経済への影響などを、重要なチェック・ポイントとして挙げた。

この間、ひとりの委員は、自分は一貫してゼロ金利政策の継続に反対票を投じてきたし、その理由として「ゼロ金利政策の副作用」といった点も指摘してきた、ゼロ金利政策を評価するうえでは副作用も重要な視点のひとつであると引き続き考えている、しかし、ゼロ金利政策を解除する理由について、内外の市場関係者などの理解をきちんと得ていくためには、やはり、経済金融情勢について、各種の指標

などを丹念に分析し、「経済が改善し、デフレ懸念も払拭されてきた」という点を客観的に示していくことが最も重要である、と述べた。別のひとりの委員も、ゼロ金利政策の解除に当たっては、日本銀行がすでに示している「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という基準に照らし、先行きの経済について、どのような見通しを描けるのかがポイントである、と述べ、大方の賛同を得た。

この間、さらに別のひとりの委員は、ゼロ金利政策を解除できる情勢になったかどうかについて、次のような意見を述べた。

すなわち、仮にかなり高い成長率が見込まれるようになったとしても、GDPギャップや、目指すインフレ率の水準と現実のインフレ率の差によっては、依然としてマイナスの金利、したがってゼロ金利がしばらくは望ましい場合があり得る、と述べた。さらに、この点について「テイラー・ルール」に基づいた最適政策金利を試算すると、前提の置き方によっては、現在、こうした最適政策金利がゼロ近辺に上昇してきている可能性があるが、結果は前提次第で大きく振れる、との見解を示した。そのうえで、「デフレ懸念払拭」のためには、こうした最適政策金利がもう少しはっきりとプラスになるまで待つという考え方もあり得ること、さらに、この試算結果は当然ながら一つの参考材料に過ぎないことを付け加えた。

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、景気は回復局面にあるとはいえ、大きなデフレギャップが残存しているうえ、インフレ懸念が生じているとかデフレギャップが消滅したという実証研究は全くないので、更なる金融緩和を行うべきであること、潜在成長率+2%、目標インフレ率+1%、名目GDPのターゲット+3%を前提としたうえで、マッカラム・ルールのフレームワークに沿って計算すると、現時点でのマネタリーベースの伸び率（前年比）の目標値は約+15%と考えられること、CPIやGDPデフレーターが前年比マイナスとなっていること、秋口に財政が減少すると景気は失速する可能性が非常に高く、経済対策の効果が残っているうちに量的緩和に踏み切るべきであること、CPIの目標値を明示し、その背後にあるGDP成長率なども公表することによって、フォワード・ルッキングかつプリエンプティブ（予防的）な政策運営となること、を挙げた。

## ・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。

- 景気は緩やかな改善が続いているが、雇用情勢は厳しく、個人消費も概ね横這いであるなど、景気は厳しい状況を脱していない。設備投資は持ち直しの動きが明確になっているが、その持続性や広がりについてはなお見極めが必要である。企業収益の大幅な改善についても、これが雇用・所得環境の改善や個人消費の増加につながっていくのか、まだ確信を持てる状況にはない。GDPデフレーターやCPIも前年比マイナスが続いている。さらに、米国経済には不透明感もみられるところであり、景気の動向については、なお見極めが必要な段階にあると考えられる。

政府としては、これまで財政面からの下支えの手を緩めることなく、景気を本格的な回復軌道に繋げるための万全の体制を採ってきたが、今後とも平成12年度予算の円滑かつ着実な執行を通じて、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る所存である。

- 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、財政構造改革につい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。しかしながら、景気の動向について、依然見極めが必要な段階にあることから、政府としては引き続き景気回復に万全を期すことにしている。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月期はプラス成長に転じはしたが、先行きについては、なお見極めが必要と考えている。時期尚早な政策変更により景気の腰折れを招き、よもやわが国の経済運営に対する内外の信用を失うことがないよう、政府としては、今後の財政運営のあり方については、本年4～6月期のQEなどを見極めた上で、さらに判断することが適切と考えている。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施とあわせ、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。

- 各種の政策効果やアジア経済などの影響に加え、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きも徐々に強まってきており、景気は緩やかな改善が続いている。しかしながら、企業は本格的なリストラを実施中であり、雇用状況は引き続き厳しく、またボーナスの妥結状況等を考慮すると、個人所得も当面低い伸びにとどまると見込まれる。今後雇用や所得がしっかりと改善すれば、消費の回復も期待できるが、目下のところは予断を許さない。また、設備投資の持ち直しの動きが明確になっているが、実体経済になおかなりの需給ギャップが存在していることもあり、回復の持続性と業種的な広がりについてはまだ明らかでないと考えている。

今後の経済を取り巻く環境をみると、米国など世界経済の動向とその内外通貨や株式市場などへの影響、長期金利の上昇、円高、設備投資の持続性と波及性、企業リストラの加速、金融再編・不良債権処理の企業活動に対する影響、地方公共団体の社会資本整備費の削減など、さまざまな不確定要因がある。

政府としては、1日も早く経済を潜在成長率に見合った持続可能な自律的回復軌道に乗せることが喫緊の課題と考えている。このため、21世紀に相応しい経済新生に向けた構造改革を早期かつ強力に推進するとともに、自律的な景気回復を確実、強固なものとするに政策の重点を置いている。

- 経済の回復を確実、強固なものとする観点からは、今後、民需を中心とした本格的な回復軌道に乗り得るかどうか、その広がりや持続性を見極める必要がある。日本銀行におかれては、金融為替市場の動向も注視しつつ、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。」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）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、日本経済は、民間需要主導の自律的回復局面に入っており、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ことから、ゼロ金利政策解除の条件である「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至っていると判断されること、ゼロ金利を解除しても、超金融緩和の状況が続くことに変わりはないこと、を理由に、上記採決において反対した。

中原委員は、ゼロ金利政策は抽象的な言い回しが多く、明確な数字や基準が欠けており、市場との対話を行い難い政策であること、インフレ・リスクがない状態の中で、ゼロ金利政策の継続だけではマネタリーベースやマネーサプライが鈍化し、株価、為替等に悪影響を及ぼす可能性があるため、現在のパッシブ（受動的）なスタンスの政策をより積極的なものへ切り替えるべきであること、を理由に、上記採決において反対した。

## ・ 2000年7月～12月における金融政策決定会合の日程の承認

最後に、2000年7月～12月における金融政策決定会合の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

平成12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、「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

(別添2)

平成12年6月28日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成12年7月~12月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表	(議事要旨公表)
12年7月	7月17日<月>	7月19日<水>	(9月20日<水>)
8月	8月11日<金>	8月15日<火>	(10月18日<水>)
9月	9月14日<木>	9月19日<火>	(11月2日<木>)
10月	10月13日<金>	10月17日<火>	(11月22日<水>)
	10月30日<月>	—	(12月5日<火>)
11月	11月17日<金>	11月21日<火>	(12月20日<水>)
	11月30日<木>	—	未定
12月	12月15日<金>	12月19日<火>	未定

以 上

( 2000 年 7 月 17 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2000 年 7 月 17 日 ( 9 : 00 ~ 12 : 31、13 : 13 ~ 16 : 01 )

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 村田吉隆 総括政務次官 ( 9 : 00 ~ 16 : 01 )

経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9 : 00 ~ 16 : 01 )

( 執行部からの報告者 )

理事	増淵 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	内田真一

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（6月12日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月21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（6月28日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.02～0.03%で落ち着いた展開を辿った。

この間、市場では、今回会合でのゼロ金利解除を見越してゼロ金利の間に準備預金の積みを進捗させる動きが台頭したため、先週末には、オーバーナイト金利に上昇圧力が加かった。もっとも、日本銀行が大量の資金供給を行ったこともあって、結果としては加重平均レートは0.03%となった。

#### 2 . 金融・為替市場動向

##### （1）国内金融資本市場

短期金融市場では、今回決定会合での0.25%の利上げをほぼ完全に織り込む動きとなった後、12日夕に発表された「そごう」の民事再生法適用申請により、解除観測は大きく後退した。ただ、金利の低下幅は、長めのタームほど小さく、仮に今回見送られても、8月ないし9月の会合で解除される可能性が大きい、という市場の見方を反映する形となっている。

長期金利（10年債流通利回り）も、このような金融政策を巡る思惑を反映して概ね同様の動きを示した。もっとも、当面は、ゼロ金利解除の有無にかかわらず、1.6%から1.9%のレンジ内の動きにとどまるとの見方がコンセンサスとなっているように窺われる。

---

<sup>1</sup> 「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。」

株式市場では、長短金利の上昇にもかかわらず、米国株価の堅調を背景に、強含みで推移したのち、「そごう」の民事再生法適用申請を受けて17,000円ぎりぎりまで水準を切り下げた。この間、NASDAQの急落以降続いていた外国人投資家による日本株の売却は、一服してきている。

## (2) 為替市場

円の対ドル相場は、ゼロ金利政策解除観測が強まっているにもかかわらず、むしろ円安方向の動きとなっている。これは、米国株価が堅調に推移していること、一部格付機関による日本国債格下げや「そごう問題」など日本サイドの悪材料が続いたこと、などによるものである。市場の一部には、この段階でのゼロ金利政策解除は、日本経済にマイナスとの見方から円安要因になるとみる向きもある。

## 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が、最近の経済指標には景気減速を示唆するものが多い。これに伴い、次回FOMC(8月22日)での利上げ観測は後退しており、長短金利は低下している。FRBでは、こうした景気減速が持続的なものかどうか、見極める姿勢を示している。

ユーロエリアでは、輸出の好調に加え、内需が拡大を続ける下で、生産は増加基調にあり、製造業のコンフィデンスは既往ピークを更新した。雇用面でも失業率が低水準で推移している。こうした状況下、欧州中銀は、7月6日の定例理事会で、政策金利の据え置きを決定した。その際の記者会見でドイセンベルク総裁は、「今後数か月を展望すると、輸入物価上昇がラグをもって消費者物価上昇率に影響を及ぼすであろう」と述べ、インフレリスクを念頭に置いた政策スタンスを示唆した。

NIEs、ASEAN諸国では、米国、日本等への情報関連財輸出が好調を持続していることや、既往の景気浮揚策の効果浸透等から、個人消費に加え、設備投資でも持ち直しの動きが続いている。この間、インドネシア、フィリピン、タイでは、構造改革の遅れなどを背景に、自国通貨の軟化や国債の対米国債スプレッドの拡大などがみられている。

## 4 . 国内金融経済情勢

### ( 1 ) 実体経済

最終需要をみると、外生需要面では、純輸出が、緩やかな増加傾向を辿っているほか、公共投資も増加しているとみられる。国内民間需要面では、設備投資が増加を続けている。個人消費については、一部指標にやや明るさが窺われるものの、全体としてはなお回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資は横這い圏内で推移している。

こうした最終需要動向の下で、生産は増加を続けており、企業の収益や業況感も改善を続けている。特に製造業においては、情報通信関連分野を中心に、内外需要の増加が設備投資を誘発する構図が中小企業にも広がるなど、前向きの循環メカニズムが強く働いている。家計の所得環境は、引き続き厳しい状況にあるが、所定外給与や新規求人数が増加するなど、企業活動回復の好影響が家計部門にも一部及びつつあり、雇用者数や賃金の減少傾向には歯止めが掛かりつつある。

以上のように、わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。今回は、6月短観において、製造業を中心に輸出、生産、収益、設備投資の間で好循環が生じていること、中小企業の設備投資の上方修正が続いていること、の2点が確認されたことから、景気の現状判断を前進させた。

物価面をみると、国内卸売物価は、横這いの推移となっている。一方、消費者物価は、輸入品・同競合商品の値下がりが続いており、総じて幾分弱含みで推移している。この間、企業向けサービス価格は通信料引き下げなどを反映して下落幅が一時的に拡大した。

先行き、景気回復の持続性を考えるうえでの焦点は、公共投資が今後減少に転じていくとみられる下で、他の需要がそれを克服できるかどうかにあるが、次のような点を踏まえると、緩やかな景気回復が持続する可能性が高いと考えられる。第1に、輸出は、好調な情報関連財需要と堅調な世界景気を原動力に増加を続ける可能性が高い。第2に、設備投資についても、情報関連分野が引き続き増加傾向を辿るほか、中小企業も、過去の収益と設備投資の関係からみて2000年度の設備投資は上方修正されると考えられる。第3に、個人消費については、消費者コンフィデンスが雇用不安から下振れするリスクは小さくなっているだけに、雇用者所得の増加が明確になれば、緩やかな増加に転じることが展望できる。雇用者所得については、当面賞与の増加に大

きな期待が持てないとしても、生産活動に見合う形で、今後、所定内・所定外給与を中心に極めて緩やかに増加していく蓋然性が高い。第4に、在庫については、現在、需要好調な電気機械の分野では出荷増に見合った在庫の積み増しが行われているが、公共投資関連財については、メーカーが慎重な生産スタンスを維持しており、公共投資の減少が大幅な在庫調整の引き金となる可能性は低い。

この間、留意点としては、輸出、生産、収益、設備投資の連鎖を牽引している情報関連分野で、わが国のみならず、海外でも活発な設備増強が行なわれている点が挙げられる。このため、万一供給能力が需要の伸びを上回り、価格が急落するような事態となれば、同じルートで負の連鎖が働き、景気にもかなりのダメージが生じ得る。もっとも、現在の需要の強さからみて、当面、そうしたリスクは小さいと思われる。また、「そごう」の民事再生法適用申請の影響については、失業・連鎖倒産の面で大きな問題を生じさせる可能性は小さい。懸念すべき点があるとすれば、こうしたことを契機に予想外に消費者心理の冷え込みや企業マインドの下振れが起こるといったケースであろう。この点は、引続き状況をフォローしていきたい。

物価の先行きを規定する要因についてみると、まず国内の需給バランスについては改善傾向が今後も持続すると予想される。こうした展望の下で、経済全体として需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。もっとも、技術進歩が一定の幅で影響するほか、流通合理化や規制緩和の影響も低下方向に働くとみられる。こうした状況の下で、物価指数は、全体としてみれば、横這いないしやや弱含みで推移すると予想される。

## (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などの資本市場でも好環境が維持されているが、金利上昇予測やクレジットリスクに対する意識といった面で、変化の兆しも若干見られ始めている。例えば、CP市場では、金利上昇を見込んだ駆け込み発行がみられた。また、社債市場では、これまで縮小を続けてきた信用スプレッドが若干拡大した。これらは、まだ大きな動きとはなっていないが、今後、資本市場を見ていくうえで重要なポイントとなるものと考えて

いる。

他方、民間の資金需要は依然低迷している。このため、民間銀行貸出は、基調としては弱い動きが続いており、社債、CPの発行も、落ち着いた状態が続いている。

この結果、マネーサプライの伸び率は、2%前後の伸びが続いている。先行き7～9月期は、4～6月期に比べ、伸び率が幾分鈍化する見通しにある。

以上を背景に、企業からみた金融機関の貸出態度は厳しさが後退しており、企業金融には緩和感が広がりつつある。国民生活金融公庫の調査によれば、これまで遅れていた小企業についても、資金繰りや貸出態度判断に改善の動きがみられている。

この間、企業倒産件数は、このところ概ね月間1,500件台の動きとなっているが、その中で、建設業のウエイトが上昇している点が特徴である。

## ・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、前回会合以降に公表された各種の経済指標や6月短観の結果などに基づいて、景気の現状と先行きに関して、議論が行われた。

まず、公共投資について、ある委員は、補正予算の執行に伴い幾分増加しているが、今後緩やかに減少することが見込まれると述べた。また、この委員は、住宅投資は、昨年比微減程度で推移しており、景気の大きな抑制要因とはなっていないとの見方を示した。さらに、輸出については、輸出入それぞれの前年比の動きを比較すると、純輸出の増加傾向が続いていると述べた。

企業部門については、ほとんどの委員が、6月短観の結果などを踏まえ、回復傾向がはっきりしてきており、企業規模・業種にも広がりがみられてきているとの見解を述べた。

まず、生産について、ある委員は、輸出に加えてやっとな設備投資の増加というプラス要因も出てきており、明確に回復軌道に乗ったとの判断を示した。こうしたもとで、企業収益についても、複数の委員が、増収増益のパターンが定着しつつあると述べた。

また、多くの委員が、設備投資の増加傾向とその広がりに言及した。

何人かの委員は、6月短観では、前回短観に比べかなり広い範囲で増額修正が行われており、現在の生産・収益の状況を踏まえれば、今後もかなりの増額修正が期待できるとの見方を示した。このうち一人の委員は、こうした見方は、機械受注など先行指標の動きとも整合的であると述べた。また、別の委員は、機械受注の先行きについて、日本機械工業連合会の受注見通しなどから判断して、7～9月期も強めの数字が期待できるとの見方を示した。さらに、一人の委員は、IT関連の設備投資が素材産業や中小企業にも波及しており、これらの先での設備投資を誘発していると述べた。

こうした議論を踏まえて、企業部門の回復のモメンタムは一段と強まっているという認識が、概ね共有された。

これに対して、一人の委員は、企業がROAを気にするようになると設備投資の伸びはそれほど高くない、日本の場合、IT関連産業が鉱工業生産に占めるウエイトは15%程度にすぎず、IT投資が経済を引っ張っていく程度は、米国に比べて小さい、と述べ、他の委員に比べ慎重な見方を示した。

家計部門の動向についても、多くの委員は、最近では企業部門の改善が徐々に波及し、雇用・所得環境にも改善の方向が見えつつあるという見方を示した。ただ、念のため、夏季賞与の動向が表われる6月の関連指標もみたくうえで、全体の雇用・所得環境を最終的に確認したいという意見もあった。

まず、雇用環境について、複数の委員は、リストラ圧力は続いているものの、先行き期待が持てる状況にあるとの認識を示した。このうち一人の委員は、最近の各種指標について、常用労働者数が前年比若干のマイナスとなっている以外は、失業率、有効求人倍率、新規求人倍率、求人数など、いずれも雇用情勢の改善を示していると指摘した。また、別の委員は、製造業・卸小売業・サービス業など、常用労働者数が減少している業種でも、新規求人数が増加していると指摘し、雇用の減少傾向には歯止めがかかっていくことが期待できると述べた。さらにもう一人の委員は、失業率については、需要不足よりも、このところ就職率のみならず充足率も低下しているところから、ミスマッチによる部分が大きい、との見方を示した。これに対して、別の委員は、労働参加率が低下していること（15歳以上の人で就職活動をしていない人の割合が増えていること）を指摘し、失業率が低下しているといっても、実態は失業率の数字よりもかなり悪い可能性があることを示

唆した。この間、一人の委員は、企業部門にリストラ圧力が残存していることを理由に先行きの雇用のダウンサイド・リスクは残るとして、引き続き雇用に対して慎重な見方を示した。

所得環境については、何人かの委員が、一人当たり名目賃金は緩やかに持ち直してきているとの認識を示した。まず、所定内・所定外賃金については、生産の増加を反映して残業代が増加を続ける中、所定内給与も本年入り後は1%前後の伸びとなっており、伸びはさほど大きくないものの安定してきているという認識が概ね共有された。次に、特別給与については、各種の調査結果を踏まえると、夏季賞与は概ね前年並みで着地する可能性が高い、との指摘が何人かの委員からあった。これに対して、別の複数の委員は、今月末にかけて公表される6月の指標もみたくうえで、全体の状況を最終的に確認したいと述べた。

この間、一人の委員は、「人件費の伸びをマイナスにしないと労働分配率は下がらない」といった見方があるが、これは誤りであるとの見解を示した。すなわち、いくつかのシュミレーションによれば、短観で想定されている程度の売上げの伸びを前提とした場合、人件費の伸びをある程度抑制すれば、労働分配率は2年程度でバブル期以前の水準に戻るとみられると述べた。

次に、消費性向について、ある委員は、概ね70%から72%台をキープしており「身の丈に合わせた」スタンスが維持されているとコメントし、消費は平時に入ってきていると述べた。また、別の一人の委員も、5月の消費水準指数（全世帯）は前月に続いて強めの数字となったと指摘し、消費性向は今年に入ってから緩やかに回復基調になってきているとの見方を示した。ただ、この委員は、消費者センチメントの指標の中には、最近の株価動向や、雇用・所得情勢の改善が極めて緩やかなことを反映して、改善の一服を示すものもある、と付け加えた。

こうした情勢の下で、多くの委員が、個人消費について、現状、回復感には乏しいが、先行き若干の好転が望める状況になってきているとの見方を示した。ある委員は、雇用者所得が、昨年までの減少から今年は小幅ながら増加に向きが転じつつあり、その傾向がここ数か月続いていることから、仮に消費性向を横這いとしても、個人消費が成長率にプラスに働く見通しになってきたとの見方を示した。また、別の委員も、個人消費は、循環要因だけでなく、構造要因が大きく作

用している、構造調整を抱える中で雇用・所得が伸びるには時間がかかると考えられるが、企業収益の回復、現金給与総額の増加傾向、完全失業率の低下、消費者物価の安定など個人消費を押し上げる環境は整ってきた、と指摘し、個人消費が大きく減少するリスクはほぼ解消したと述べた。

これに対して、景気に慎重な見方をしている一人の委員は、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」によれば、「支出を減らしている」と回答している家計の割合は98年以降ほとんど変わっておらず、消費者マインドは改善していない、民事再生法の施行や政府税調の増税路線が消費者マインドにマイナス方向に働いている、中小企業就業者や自営業者の世帯の消費は、倒産動向との相関が強いが、最近の倒産増加の最大の原因は「売り上げ不振」であり、これは名目GDPが伸びていないことと関係している、とコメントした。

以上の議論を踏まえて、景気の現状判断について、「企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」との判断が委員の間で概ね共有され、前回会合時と比較して、判断を前進させることとなった。

一人の委員は、景気は、民間需要の自律的回復による持続的成長が確たるものになる途上であるが、その道筋はみえてきており、回復軌道に乗った、との評価を付け加えた。

また、会合では、こうした設備投資を中心とする景気回復の持続性について様々な角度から議論が展開された。

ある委員は、景気循環面から現在の景気の持続性についてコメントした。すなわち、過去の景気拡大局面の長さは平均34か月である、2年そこそこで拡大局面が終わってしまったケースもあるが、これは、オイルショックのような強い外的ショックにさらされた場合か、設備投資に点火しなかった場合のどちらかである、現在設備投資は明確に増加に転じているが、資本ストックの伸びはなお低く、旺盛な技術革新を考えると、近い将来にストック調整圧力が高まるとは考えにくい、との見方を示した。また、他のひとりの委員とともに、在庫循環もまだ若く、近々調整局面に入るという見方は悲観的すぎる、と述べた。

別の委員は、今後、大きな外的ショックが起こらなければ、設備投

資を中心とする景気の好循環が維持される可能性が高いとの見方を述べた。この委員は、97年と現在の局面の比較を示し、97年当時は、金融システム問題、アジア金融危機、財政政策の転換などによって景気後退がもたらされたが、現在は、当時とは状況が異なると述べた。すなわち、金融システムの状況は、万全とはいえないにしても97～98年の状況からは大きく改善していると指摘した。また、財政政策との関係では、仮に今年度の補正がなくても、現在の設備投資の源泉が、政府関係支出とは別のIT関連などの分野で起こっており、設備投資を中心とした経済の好循環は持続していく可能性が高いとの見方を示した。さらに、輸出に関しては、米国経済のスローダウンの程度は明確ではないが、海外経済全体としては成長率の上方修正が続いており、大きなネガティブショックは当面想定しなくてよいのではないかとコメントした。

さらに、会合では、「そごう」の民事再生法適用申請の影響について、多くの議論が行われた。

まず、「そごう」の破綻それ自体としては、金融機関は債権放棄の枠組みの中で既に引き当てを積んでいること、少額債権の保護などもあり、納入業者の連鎖倒産の影響も小さいと考えられることなどから、悪影響は限定的なものに止まる、という点で委員の見方は概ね一致した。

ただ、処理の枠組みが突然変更されたことに伴う影響については、様々な議論が行われた。ある委員は、この問題の本質は既に生じてしまった損失の分担の問題であり、債権放棄か民事再生手続きかという処理方法の違いによって経済に与える影響が異なるとは考えられないと述べた。また、別の複数の委員も、この問題をきっかけに金融システム不安やクレジット・クランチが発生し、マクロ的な影響が生じるリスクは小さいとの見方を述べた。このうち一人の委員は、金融機関は、問題企業の状況をかなり正確に把握した上で、経営方針・融資方針を決めているはずなので、金融機関の信用供与の面で大きな影響が起こる可能性は小さいとの評価を示した。

こうした中で、多くの委員が、心理面の影響に言及した。一人の委員は、「特定セクター」のストック問題に対する警戒的な見方が一般的に根強いことを指摘し、他の何人かの委員とともに、今回処理方法が突然変更されたことが、市場や企業心理にどのような影響を与えるかももう少し確認したほうが良い、との見方を示した。

これに対して、一人の委員は、「そごう問題」によって、構造改

革の本格化に引き金が引かれ、94～95年、97年に続き、金融危機の第3幕が開くかもしれない、現状、株価が低水準の企業が大きな借入金を抱えており懸念される、と述べた。

このような議論の結果、景気の先行きについては、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」というのが概ね共通の認識となった。

物価については、上記のような情勢を踏まえ、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、といった見解が概ね共有された。

多くの委員は、本年度の成長率がある程度高いものになるという見通しが立ってくる中で、当面は需給ギャップが縮小に向かうことは確実になってきたとの認識を示した。ただ、そのうち一人の委員は、生産関数に基づいて推計した需給ギャップは依然として大きく、物価下落圧力は、弱まったとしても引き続き存在する可能性も否定できない、と付け加えた。これに対して、別の委員は、景気が底を打って回復に向かう段階では、需給ギャップは常に大きいものだが、景気はそうした状況から立ち上がってくるものである、こうした経験則を踏まえると、需給ギャップが大きいことは事実としても、物価の先行きを判断するうえでは、むしろ現在の設備投資を中心とした回復のモメンタムに着目することがより重要なのではないかとコメントした。

また、多くの委員は、現実の物価の動きの中から需要不足による下落圧力が残っているかチェックしていくというアプローチに立って、それぞれの物価指数の動きの背景について分析を示した。

まず、国内卸売物価が前年比でプラスになっていることについて、ある委員は、原油価格上昇の影響を除いても、下げ止まり感が強まってきたと指摘した。また、別の委員は、国内卸売物価が前年比で強含んでいるというのは、バブル崩壊以降初めてのことであって、それだけ、企業活動が活発化しているということではないかとの見方を示した。さらに別の委員は、国内卸売物価を見る限り、需要不足による下落圧力はほとんどみられないとの見方を示した。

消費者物価が前年比で小幅の減少を続けていることについて、ある委員は、日本の物価は国際的にみてなお高すぎることも踏まえれば、IT革命や流通合理化によるいわば価格破壊的な動きを反映したもの

で、需要の弱さによる物価下落とは峻別して考えるべきであると述べた。また、もう一人の委員は、最近の消費者物価の下落は、主として、供給サイドでユニット・レーバー・コスト（一人当たり賃金／生産性）が下がっていることや流通革新の動きによるものであるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、消費者物価が若干弱含むという傾向はしばらく続くと思われるが、今のところ、企業収益の増加と両立していることから、デフレ的とみなすには当たらないと述べた。さらに、別の委員は、短観の製品需給判断が緩やかに改善している一方で、製品価格判断が足踏みを続けている点に言及した。この委員は、その背景としては、内外価格差の是正、技術革新、流通革命などの動きがある、と指摘した。そのうえで、企業収益が増加し、雇用者所得も減少していないという状況を踏まえれば、消費者物価が軟化したとしてもデフレ・リスクは伴っていない、との見方を示した。また、もう一人の委員は、ユニット・レーバー・コストの低下には、生産性の上昇による部分と賃金の下落による部分があるが、このうち、賃金の下落は需給ギャップを反映しているとも言えるので、慎重を期するということであれば、夏季賞与を見たうえで全体の賃金が下げ止まったことを確認すればよいのではないかと述べた。また、別の委員も、消費者物価の低下の背景については、さらに検討する必要がある、とコメントした。

この間、ある委員は、企業向けサービス価格の一部、例えば、不動産・一般サービス価格の下落にはデフレ的な圧力が残っていると指摘し、その背景として、1980年代後半からの投資ブームで作り出された商業用不動産関連の過剰設備の影響が、商業用不動産の賃料や地価等に集中的に影響を及ぼしているという面があるのではないかと述べた。もっとも、この委員は、一部の業種の構造的なデフレ圧力が問題ということではなく、あくまで全体としての物価水準を検証することが重要である、と付け加えた。

地価について、ある委員は、東京を中心に空室率が低下していることや、一部調査によれば、東京・名古屋などの住宅地では底入れ傾向が明確化してきたことなど、景気と連動した前向きの動きもみられている、とコメントした。

もっとも、一人の委員は、景気は回復してきており、C I（コンポジット・インデックス）一致指数は97年3月のピークに近づきつつあるものの、力強さが感じられない、一致指数と遅行指数の比率や交易条件の悪化などから判断して、本年10～12月頃に景気が下降局面

に入る可能性がある、などとして、慎重な景気認識を述べた。また、同じ委員は、足許原油価格が下落しているが、産油国がさらに増産して在庫が十分補填されない限り、秋口から冬にかけて強含む恐れがある、米国では原油価格の上昇によるコスト・プッシュ・インフレの恐れがあり、FRBもそうした問題意識を持っているのではないかとコメントした。

## (2) 金融面の動き

金融面では、「そごう問題」の株式市場等への影響、金融環境の評価などの点について議論があった。

まず、「そごう問題」の金融資本市場への影響については、複数の委員が、株式市場は「そごう問題」公表の翌日は下落したが、その後は上昇していると指摘した。また、別の委員は、もしこの程度のショックで金融資本市場が著しく不安定になっていくのであれば、構造問題が市場の動きを經由して景気循環に悪影響を与えるというように認識を改めないといけないが、様々な市場動向を幅広く観察すると今のところそこまで心配する必要はなさそうであると述べた。ただ、市場の動きに細心の注意を払うという意味で、現在のような市場の動きが今後も定着していくかどうかもう少し見極めたほうが良い、と付け加えた。さらに別の委員も、投資家の一部には、今回の動きを構造改革の流れの一環として前向きに受け止める見方もあるが、他方、短期的にはある種の不安心理が芽生えていることも事実であると述べた。こうした議論を踏まえて、委員の認識は、この問題の影響が収束し、金融資本市場全般が安定する方向性を、もう少し見極めることが適当という点で、概ね一致した。

金融環境について、ある委員は、企業の資金繰り判断、貸出態度判断などから、着実に改善していると述べ、現在の企業の資金需要、銀行の貸出スタンスなどから判断して、仮にゼロ金利政策を解除したとしても、企業金融の良好な環境は維持される、との見方を示した。また、別の委員も、設備投資が全体としてキャッシュ・フローの範囲内に止まっている中、外部資金調達が必要となるにはしばらく時間がかかると見込まれると指摘し、逆に言えば、資金調達コストが幾分上昇しても、強いマイナス・インパクトを与えることはない、との見通しを述べた。

なお、一人の委員は、一部海外格付機関による日本国債の格下げに触れ、その背景として、名目成長率が国債の利子率を下回っていると国債残高が発散する恐れがあるが、そうした中で財政拡大が続いていることへの懸念があるのではないかとコメントした。

## ・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、景気の現状は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している、引き続き良好な金融環境が維持されている、先行き、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、といったものであった。

以上の認識を踏まえ、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」に至りつつあるとの認識が概ね共有された。

すなわち、多くの委員から、「民間需要の自律的回復に向けた道筋が見えてきた状態に該当するといっている」、「デフレ懸念の払拭という基準から見てゼロ金利解除の条件は満たされた」、「ゼロ金利を解除しても良いところに入ってきた」などの発言が相次いだ。

ただ、多くの委員から、ゼロ金利政策解除のタイミングについては、いわゆる「そごう問題」が市場心理などに与える影響について、もう少し見極めてから判断しても良いのではないかという意見が出された。また、このうち何人かの委員からは、この問題の市場心理への影響とあわせて、企業マインドや消費者センチメントへの悪影響の可能性も指摘された。ある委員は、個別企業の問題が重要ということではないが、この問題が象徴している「特定セクター」の構造問題が世間で強く意識されている現状では、本日ゼロ金利を解除した場合に、企業家心理にマイナスのインパクトを与えてしまう恐れもないわけではないと述べ、今日のところは、解除を見合わせるのが適当である、との意見を示した。別の委員も、取り巻く経済諸情勢、とりわけ、いわゆる「そごう問題」の経済界、金融界に対する心理的な影響を考えると、判断のタイミングとしては決めがたい、と述べた。

また、会合では、ゼロ金利政策の解除は金融引締め第 1 歩ではないが、10 年ぶりの金利引き上げであることも事実であり、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見も示された。具体的には、何人かの委員から、雇用・所得環境について、夏季賞与を含めた賃金全体の姿を念のため確認したいという意見があった。また、一人の委員は、これに加えて、消費者物価の動きについてもう少し見てみたいと述べるとともに、前回会合で言及した「テイラー・ルール」に基づく適正金利に関する分析結果について再度注意を喚起した。すなわち、需要の弱さから物価の下落が加速していくリスクは極めて小さくなってきている、ただ、「テイラー・ルール」に基づいて計算した適正金利は こうした試算は大きな幅を持ってみる必要があるが、ようやくゼロ近傍になったところである、 こうした中で、適正レートがもう少しはっきりとプラスになるまで待つという選択肢もありうる、と述べた。

このような議論の結果、今回は、ゼロ金利政策の継続が適当との意見が大勢となった。

これに対して、一人の委員から、民間需要の自律的な回復の展望は拓けており、今回ゼロ金利政策を解除すべきである、との意見が表明された。この委員は、経済の先行きに不確実性があるなかで、デフレ懸念が 100% 払拭されるか、あるいはそのかなり近くまで待つということになると、ゼロ金利政策が長期化し、その結果、外的ショックが起こった場合などに国債引き受けなどの異常な政策に追い込まれるとか、解除の際市場が過度に反応する、といったリスクが生まれる、と指摘した。そのうえで、金融政策は、データを分析し先行きを見通しながら、景気的情勢に応じて微調整していくことを基本とすべきであり、そうしたトラックレコードを積み重ねていくことが、日本銀行の信認を高めていくことにつながるはず、と述べた。

この間、複数の委員が、仮にゼロ金利政策を解除したとしても、財政政策と方向が異なるわけではないとの見方を示した。このうち一人の委員は、ゼロ金利政策を解除したとしても超低金利の範囲内であり、政府の景気対策と統合的な金融緩和を実施しているということ、対外的に丁寧に説明していく必要があると述べた。この委員は、公共投資の成長率に対する寄与度は、昨年第 3 四半期から 3 期連続で前期比マイナスになっていると指摘した。また、もう一人の委員は、わが国の内需拡大に大きな関心を寄せている米国に対しても、ゼロ金利を解

除したとしても、民間需要の回復が確たるものになるまで、超金融緩和状態を続けることに変わりはない、という点で理解を得られるはずであり、問題はない、と付け加えた。

以上の議論とは別に、一人の委員は、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、現在の景気持ち直しは、財政・輸出等外生需要に支えられた面が大きく、先行きかなりの補正予算編成がなければ秋口以降財政政策の効果が剥落することを考えると、ここで一段の緩和を行い、潜在成長率まで成長を加速させるべきである、

中小・零細企業にまで景気回復が十分広がっていない、「そごう問題」を受けて、ゼネコン・不動産・流通などの業界に対する影響や消費者・企業マインドの悪化などが懸念される、地価の下落が加速し、マネーサプライが失速している、といったことを挙げた。また、この委員は、ゼロ金利政策の解除は、時間軸効果の消滅と実質的な量的緩和の終焉を意味する、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、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態となっている。設備投資は足許持ち直しの動きが明確になっているが、その持続性や広がりについてなお見極めが必要である。企業収益の大幅な改善が、雇用・所得環境の改善や個人消費の増加に繋がっていくのかどうか、まだ確信を持てる状況にはない。またこのような状況のもと、最近の大型企業倒産が雇用等様々な面において経済に及ぼす影響についても十分に注視する必要がある。物価面でもGDPデフレーター・消費者物価指数が前年比マイナスが続いている。このように、わが国経済がデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になり、民需中心の本格的な景気回復を実現するかについては、なお見極めが必要な段階にあると考えられる。
- 政府としては、引き続き景気の下支えに万全を期すため、速やかに公共事業等予備費を使用することとしたところであるが、今後

とも平成 12 年度予算の円滑かつ着実な執行などを通じて、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、景気を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう全力を尽くして参りたい。わが国経済の先行きについては、なお見極めが必要と考えられることから、今後の財政運営のあり方については、4～6月期のQEの結果などをよく見たうえで、さらに判断を行なうことが適切と考えている。

- このような政府の経済運営の基本的考え方については、先般のサミット蔵相会合において各国に説明し、理解が得られたものと考えており、引き続き適切な経済運営に努めて参りたい。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と合わせ、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行なうなど、引き続き適切かつ機動的な金融政策を運営して頂きたい。

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。

- 景気は、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加えて、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きも徐々に強まっており、緩やかな改善が続いていると認識している。しかしながら、雇用状況は依然厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いている。企業倒産もこのところ増加をしており、金利の動向が及ぼす心理面を含めた影響には留意が必要と考えている。
- こうした中で、今後のわが国経済を取り巻く環境を見ると、米国など世界経済の動向とその内外通貨や株式市場への影響、長期金利や円高の問題、設備投資の持続性と波及性、企業リスストラの加速、金融再編・不良債権処理の企業活動に対する影響、地方の社会資本整備費の削減など、様々な不確定要因があると考えている。
- 政府としては、経済を持続可能な持続的な回復軌道に乗せることを目指し、21世紀の新たな発展基盤となる経済社会の構築を図る観点から、日本新生プランの具体化のための新たな経済政策を取りまとめることとした。
- 日本銀行におかれては、金融為替市場の動向も注意しつつ豊富かつ状況に応じて弾力的な資金供給を行なうなど引き続き景気回復に寄与するような金融政策を運営して頂きたい。

## 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、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している、引き続き良好な金融環境が維持されている、先行き、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、以上を踏まえ、日本経済は、ゼロ金利政策解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつある、といったものであった。しかし、最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近のいわゆる「そごう問題」については、市場心理などに与える影響をもう少し見極める必要があることが、留意点として指摘された。

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、一人の委員からは、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。

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 1 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、デフレスパイラルを懸念して導入した極端な緩和政策を、経済が改善する中でも続けていくと、将来の経済変動を過度に大きくするリスクが増大する、持続的な景気拡大のためには経済情勢の変化に対応して金融緩和の程度を調整していくことが望ましい、「そごう問題」のような先行きの経済情勢に対する不確実性は今後も前提として考えていかざるを得ないが、景気回復の蓋然性が高ければ、ゼロ金利解除に動くべきである、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。

中原委員は、需給ギャップは確かに縮小しているが、なお依然として大きい、消費者物価や GDP デフレーターはマイナス幅を拡大している、CPI の目標や成長率の見通しが不明確なもとでは、フォワード・ルッキングで、

プリエンプティブな政策は採りがたい、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。採決の結果、「基本的見解」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を7月19日に公表することとされた。

### 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、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

中原委員は、需給ギャップは依然として大きく、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力が「大きく」後退したとはいえない、消費者物価・GDPデフレーターなどの動きを踏まえれば、物価低下圧力の後退を過度に強調すべきではない、いわゆる良い物価下落と悪い物価下落を厳密に区別することは困難であり、その計算方法も明らかになっていない、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。

## ・「本日の金融政策決定について」の検討

会合では、今回の会合は市場の注目度が高く、一度は市場がゼロ金利政策の解除をほぼ織り込んだという経緯も踏まえれば、本日の決定についての考え方をとりまとめて、対外的に説明することが適当であるという意見が多く出された。これを受けて、別添2の対外公表文が賛成多数で決定され、同日公表されることとなった。

### 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、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

中原委員は、本日は政策変更があったわけではない、本日の公表文は抽象的表現が多く、ゼロ金利解除のための具体的な検討項目や数値が入っていない、日銀は「市場との対話」を標榜して市場にゼロ金利解除の期待を充満させてきたが、この公表文では、本日の現状維持決定に至る経緯について市場などの理解を得られるか疑問がある、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。

以 上

(別添1)

平成12年7月17日

日本銀行

### 当面の金融政策運営について

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

( 別添 2 )

平成 1 2 年 7 月 1 7 日

日 本 銀 行

## 本日の金融政策決定について

- ( 1 ) 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、いわゆる「ゼロ金利政策」を継続することを決定した。
- ( 2 ) 委員会では、景気の現状について、「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」と評価した。また、先行きについては、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」と判断した。
- ( 3 ) 物価面では、こうした緩やかな景気回復が展望されるも、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している」と判断した。
- ( 4 ) 以上を踏まえると、日本経済は、ゼロ金利政策解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつあるというのが委員会の大勢の判断であった。
- ( 5 ) しかし、最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近のいわゆる「そごう問題」については、市場心理などに与える影響をもう少しみきわめる必要があることが、留意点として指摘された。
- ( 6 ) こうした点を総合的に検討した結果、上記方針が賛成多数で決定された。

以 上

( 2000 年 8 月 11 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2000 年 8 月 11 日 ( 9:01 ~ 12:15、12:53 ~ 17:18 )

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 村田吉隆 総括政務次官 ( 9:01 ~ 17:18 )

経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:01 ~ 17:18 )

( 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	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（6月28日）の議事要旨が全員一致で承認され、8月16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（7月17日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.02～0.03%で推移した。

この間、金融機関の準備預金の動きをみると、8月入り後は、一旦、ゼロ金利政策の解除観測が後退したため、準備預金の積み進捗ペースが鈍化した。もっとも、足許では、ゼロ金利政策の解除予想が再び広まっていることから、金融機関の準備預金の積み前倒し姿勢がやや強まっている。

なお、7月中旬に、生保等が余資運用を普通預金からコール市場へシフトさせたことから、無担保コール市場残高が一時増加したが、足許では、そうした資金シフトが収束し、同市場残高は7月前半以前の水準に戻っている。

#### 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、7月下旬にかけて、株価下落、長短金利の低下の動きとなったが、足許では、株価が小康状態となる中で、ゼロ金利政策解除の思惑が再び強まってきたことから、長短金利は上昇している。

各市場の動きをみると、まず、株価は、「そごう」の民事再生法適用申請をきっかけに下落した後、米国 NASDAQ の軟調や日債銀の譲渡

---

<sup>1</sup> 「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。」

延期等を材料に、海外投資家主導で売却の動きが広範化し、8月初には年初来安値を更新した。ただし、この間の株価下落においては、米国市場の影響を受けた情報関連株の下げの寄与が大きく、「そごう」破綻の直接の影響は限定的であると考えられる。足許においては、海外投資家の売りの動きが一服し、小康状態となっている。先行きについては、中間決算期を意識した持ち合い解消売りといった需給悪化懸念がある一方、企業収益の増益見通しに大きな変化はみられない。このため、市場では、当面、日経平均株価でみて16千円を挟んだ狭いレンジでのみみ合いが続くとの見方が多い。

長期金利は、株価の下落を背景としてゼロ金利政策の解除観測が後退したため、8月初にかけて幾分低下した。ただ、過去の株価下落局面と比較すると、長期金利の低下は小幅に止まった。その背景としては、9月までにはゼロ金利政策の解除がありうるとの見方が根強いこと、補正予算編成に伴う国債増発懸念が意識されていること等が指摘できる。その後、長期金利は足許にかけて再び1.7%台前半まで上昇している。

短期金融市場では、ゼロ金利政策の解除観測の後退・再燃によりターム物レートが大きく振れる展開となった。足許では8月初にかけての金利低下分を取り戻し、本日の決定会合での0.25%の利上げを概ね織り込む水準となっている。

この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは、低格付け債で若干拡大する兆しがみられたが、これまでのスプレッド縮小の動きの修正の範囲内と考えられ、「そごう問題」の影響は限定的と評価できる。また、ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いており、「そごう問題」の影響はみられない。

## (2) 為替市場

円の対ドル相場は、株価下落等を背景に円売りが進み、7月末には109円台後半まで下落した。その後は、ゼロ金利政策の解除観測の強まりから一時107円台まで円が買戻された。この間の市場センチメントをリスク・リバーサルで見ると、わが国経済の改善の流れは変わらないとして、中期的には引き続き円高基調を予想していることが窺われる。

## 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が、住宅投資や耐久

財消費などの家計支出には鈍化傾向がみられはじめ、景気減速との見方も台頭している。2000年第2四半期のGDP統計では、個人消費の伸びが大きく鈍化しているほか、9日発表のFRBのベージュ・ブックにおいても、個人消費の減速を報告する先が増加している。他方、供給サイドでは、生産性の上昇が続いており、このため、物価面では、落ち着いた状態が保たれている。

米国金融市場では、インフレ懸念が一段と後退し、国債、スワップ、社債のいずれの利回りも低下傾向を辿った。FF先物市場でも、次回FOMC(8月22日)での利上げ観測が後退している。米国株価は、NASDAQが一部ハイテク企業の業績下方修正を受けて下落したが、NYダウ平均株価は金利低下を好感して堅調に推移しており、総じて落ち着いた動きとなっている。

ユーロエリアの景気は、内外需とも幅広く拡大を続けており、生産も力強く増加している。物価面では、原油高やユーロ安の影響もあって、ジリ高傾向を辿っている。6月の消費者物価指数は、前年比+2.4%とECBが物価安定の定義としている範囲(前年比+2%未満)の上限を上回った。

NIEs、ASEAN諸国の経済は、米国、日本等へのIT関連財の輸出が増加していることや、既往の景気浮揚策の効果浸透などから、好調を持続している。この間、政情不安が続いていたインドネシアでは、経済改革に関するIMFとの合意に向けての前進等から、通貨安に歯止めが掛かりつつある。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

最終需要をみると、外生需要面では、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高水準で推移しているとみられる。一方、国内民間需要面では、設備投資が増加を続けている。個人消費については、一部指標にやや明るさが窺われるものの、全体としてはなお回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資も横這い圏内で推移している。

こうしたもとで、生産は増加を続けており、企業収益や業況感も改善を続けている。家計の所得環境は、企業の人件費抑制スタンスに目立った変化がなく引き続き厳しい状況にあるが、企業活動回復の好影

響が家計部門にも一部及びつつあり、夏季賞与の出足も前年水準を若干上回るなど、雇用者所得の減少傾向に歯止めが掛かっている。

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、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。

家計部門についてやや詳しくみると、このところ、消費水準指数、家電販売、旅行取扱額といった強めの指標が観察される一方、百貨店、チェーンストア販売額が減少を続けるなど低調な指標が残存しており、現時点では回復感に乏しいとの見方を変えるだけの材料は揃っていない。もっとも、消費財の供給数量をチェックしてみると、輸入品がかなり伸びているほか、国産品も緩やかな増加を示しており、消費の実態は販売統計から窺われるほどは弱くはないと考えられる。

夏季賞与については、毎勤統計における6月の特別給与は、前年水準を1.7%上回る出足となった。とくに、最も規模の小さい企業（5～29人の事業所）が高い伸びを示しており、7月以降はこれらの企業の支給ウエイトが高まることを勘案すれば、6～8月計でみた特別給与が前年比プラスとなる可能性が高いと考えられる。こうした特別給与の動きと、所定内・所定外給与が前年水準を上回って推移していることを総合すると、賃金は全体として下げ止まったと判断できる。

この間、製造業の在庫循環についてみると、情報関連の生産財は需要好調から前向きな在庫積み増し局面にある一方、情報関連以外の生産財では、多くの先で在庫抑制姿勢を堅持しており、在庫と出荷のバランスは崩れていない。

先行き、設備投資は、機械受注が4四半期連続で前期比増加となるなど、先行指標の動きからみて、増加が続くことが予想される。個人消費については、家計所得の改善が見込まれるほか、消費者マインドも雇用環境の改善を背景に比較的落ち着いた動きとなっていることから、今後、緩やかな増加に転じる可能性が高いと考えられる。

物価の先行きについては、国内需給バランスの改善傾向が今後も持続すると予想され、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。もっとも、物価に影響を及ぼすその他の要因に着目すると、これまでの原油価格上昇の影響が一時的に上昇方向に作用するとみられるものの、技術進歩や、流通合理化・規制緩和の影響が低下方向に働くものと考えられる。こうした事情のもとで、各種物価

指数は、全体としてみれば横這いしないし弱含みで推移すると予想される。

## (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を維持しているが、大手行などでは貸出を増加させようとする姿勢を続けている。また、社債、CP市場などの資本市場も好環境を維持している。なお、「そごう」の民事再生法適用申請をきっかけとした起債の延期・見送りといった動きは今のところみられていない。

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資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、企業の借入金圧縮スタンスも維持されており、これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうしたことを背景に、民間銀行貸出の前年比マイナス幅は、ほぼ横這いで推移している。一部に半導体関連や素材関連での資金需要の増加を指摘する声が聞かれ始めているが、一方で企業の返済圧力が強いいため、貸出残高の増加には至っていない。

7月のマネタリーベースの前年比は、銀行券の伸び率鈍化を主因に、前月に比べ伸び率が低下した。また、7月のマネーサプライの前年比は2.0%と、このところ横這い圏内の動きとなっている。

以上のような環境のもとで、企業からみた金融機関の貸出姿勢は厳しさが後退しているほか、企業の資金繰りも改善傾向が続いており、企業金融には緩和感が広がりつつある。

この間、企業倒産件数は、特別信用保証制度の効果が一巡したこともあり、このところ横這いから漸増傾向にある。内訳としては、建設業のウエイトが増加している。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状と先行き

景気の現状について、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復しているとの判断が委員の間で共有された。同時に、先行きについても、設備投資を中心に緩やかな回復が続くとの見方が多く示された。この結果、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」に至ったとの認識が大勢となった。

会合では、国内民間需要について多くの発言があった。

まず、企業部門について、多くの委員が、設備投資は増加を続けているとの認識を示した。先行きについても、機械受注が6月にかなり高い伸びとなり、しかもほぼ全ての機種で前年比プラスとなった、7～9月期についても、前期比2桁増の機械受注が見込まれている、建築着工床面積（非居住用）が前年比プラスを継続しているといった先行指標の動きから、堅調な伸びが続くとの見方が多く示された。このうち、ひとりの委員は、設備投資の回復に弾みがつくことが見込まれると発言した。

ただ、ある委員は、機械受注の高い伸びに関して、電子計算機の受注増は、主として金融・保険業からの受注増が影響しており、IT関連業種も含めたその他の業種の寄与は小さい、中小企業の設備投資動向を示すとされる代理店経由分の受注が先行き減少見通しとなっている、機械受注の見通し達成率の四半期ごとの動きをみると、1～3月期をピークに下落している、といった点を挙げて、設備投資の先行きに慎重な見方を示した。これに対し、別のひとりの委員は、ITメーカーのみならずITユーザー、回復感の乏しかった重厚長大型のTビジネス（トラディショナル・ビジネス）、さらには、やや遅行気味ではあるが中小企業に至るまで、設備投資回復の広がりが出始めているのではないかと述べた。

また、複数の委員は、企業の生産活動の回復がここに来て鮮明になっているうえ、企業収益も順調に伸びていることを指摘した。ひとりの委員は、外需から内需へのスイッチングが徐々に進みつつある形での生産回復の姿になりつつあると発言した。これらの委員は、今般公表された法人動向調査においても、企業の業況感が改善していることが確認できると述べた。ただ、ひとりの委員は、財務リストラが継続する中、価格回復感が乏しいこともあって、企業収益の回復を過度に期待するべきではないと付け加えた。

こうした議論を踏まえて、ある委員は、企業部門の回復度合いは、予想を上回る力強さを示していると総括した。

次に家計部門の動向については、前回会合において、情勢判断の最終的な詰めを要するとの意見があった雇用・所得環境について、多くの議論があった。

まず、雇用関連指標について、何人かの委員が雇用者数が前年に

比べて若干減少していることを指摘した。ただ、これらの委員は、同時に、新規求人がこのところ大幅に増えていること、有効求人倍率が徐々に回復していること、失業率が大幅な悪化をみていないこと、といった点に着目すべきだと述べた。

賃金については、多くの委員が6月の特別給与支給額が前年比プラスとなったことに言及した。これらの委員は、その他のアンケート調査等も合わせてみれば、本年度の夏季賞与は、概ね前年並みか若干のプラスになろうと見通しを述べた。さらに、すでに1年近く前年を上回っている決まって支給される給与（所定内給与と所定外給与）に特別給与を合わせた所得全体では、緩やかな改善が始まったのではないかとの意見が相次いだ。

ひとりの委員は、こうした状況を踏まえ、雇用者数と賃金の積であるマクロ的な雇用者所得でも、減少傾向に歯止めが掛かっているとの判断を示した。また、別の委員は、経済全体の改善の恩恵が、家計に少しずつ伝わり始めていると発言した。これらの議論を経て、会合では、雇用・所得環境は、下げ止まりから改善に向かいつつあるとの見方が大勢となった。

続いて、個人消費に関する議論があった。ある委員は、7月の乗用車販売がやや低調であった、今夏の猛暑による消費刺激効果も多くは期待できず限定的なものに止まる、といった点を挙げて、個人消費は一進一退の域を出ていないとの判断を示した。一方、複数の委員が、4～6月期の消費水準指数が前期比プラスとなった、

消費者コンフィデンスに関する指標は概ね改善を続けている、消費性向も足許やや上昇している、ことなどを背景に、先行き、緩やかな増加が展望できるとの認識を述べた。別のひとりの委員も、雇用・所得環境の状況を踏まえれば、個人消費はごく緩やかに一進一退の状態から抜け出すのではないかと発言した。

ただ、これらの委員を含めた何人かの委員は、企業のリストラ圧力が継続する中、家計部門が明確に回復することには時間がかかるとの見方を述べた。このうちひとりの委員は、企業にとって、バランスシート調整、メガコンペティションの強まりの中で、キャッシュ・フローの改善は、まず借入金返済と内部留保の改善、次に設備投資、配当、そして最後に賃金に充当されるというのがビジネスのスタンスである以上、企業業績の回復が家計に波及するのは時間を要すると発言した。このため、企業部門に溜まった水が家計部門に流れ出すという状況は簡単には実現しない、と述べた。この委員は、

したがって、消費の構造変化や社会保障等に関する先行き不安といった構造要因をも勘案すると、個人消費は「一進一退」が「一進一停」の局面になれば当面の判断としてよしとせざるを得ない、この点、消費者心理等の面から判断して、「身の丈に合わせた」消費スタンスは維持されており、すでに個人消費は「平時に復した」と評価すべきではないか、との認識を示した。また、別のもうひとりの委員も、構造調整やリストラといった課題をこなしながらの回復過程では、どうしても、「企業先行・家計遅行」の姿にならざるを得ないとして、景気の現局面においては、家計部門の改善テンポが鈍いことをとくに問題視する必要はないとの見解を示した。

ある委員は、以上のような国内民間需要の動きは、ミクロ面からも確認できると述べた。この委員は、幅広く産業段階の事例を挙げて、経済活動が広がりを持ちながら活発化しつつある実態を紹介した。

他方、別の委員は、今次景気回復局面では、景気動向指数のDIが100%に達したことは一度もなく、景気回復の波及度合いや量感が乏しいと述べた。

景気の先行きについて、多くの委員は、様々な構造的な課題を抱えている中で、成長率が著しく高まることは期待し難い、しかし、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、との見方を共有した。このうち複数の委員が、民間需要の自律回復への道筋が次第にはっきりとしていると述べた。このため、複数の委員が、増加を続けている輸出、比較的堅調な住宅投資なども合わせた需要全体の動きからみて、需給バランスの緩やかな改善が展望できる、との認識を述べた。

もっとも、ある委員は、本年秋季以降、景気は下降局面に入る危険性があるとして、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、その根拠として、景気動向指数の一致・遅行比率の動きからみて、すでに景気はピークに近づいており、7～9月期がピークとなる可能性がある、秋以降、財政支出の減少が予想されており、これが循環的に景気が後退し始める時期と一致する可能性が強い、米国やアジア経済の減速の可能性があり、外部環境についても楽観できない、交易条件が悪化に転じており、企業収益の増益基調が崩れる恐れがある、といった諸点を挙げた。

これに対し、ひとりの委員が財政支出減少が景気に悪影響を及ぼすとの見方について反論を示した。この委員は、当面予想される

財政支出減少の規模は、97年と比べてはるかに小さい、当時のアジア危機とか金融システム不安という環境も現在は変わっている、

GDPベースでみて、すでに昨年後半から財政支出の大幅な減少が始まっており、その中で景気回復が明確化していることに着目すべきである、と述べた。

物価動向については、多くの委員が、一部の物価指数は弱含んでいるが、緩やかな景気回復の持続が展望されるもとの、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退しているとの認識を示した。また、複数の委員が賃金が緩やかに改善していることも、物価下落のリスクを低下させていると述べた。

もっとも、複数の委員が消費者物価やGDPデフレーターがマイナスを続けていることに懸念を表明した。このうちひとりの委員は、卸売物価と消費者物価の動きを捉え、川下にいくほど物価低下圧力が高いことに着目すべきであると述べた。

これに対し、何人かの委員は、最近の消費者物価の動きには、これまでの円高の影響や技術革新、流通革命、あるいはこれらを梃子にした内外価格差縮小の動き等、需要の動きとは異なる要因が下落方向に作用していると指摘した。また、別の委員は、GDPデフレーターについて、90年代で最も高成長を記録した96年にデフレーターが大きく下がっていたなどの例を踏まえれば、基調的な物価動向を判断するうえでは指数の背後にある需給関係や収益・所得の動向をよく吟味する必要があると発言した。この委員は、現在、企業収益が大幅増益となり、雇用者所得もプラスとなっていることからみて、物価指数の下落だけを捉えてデフレと評価することは不適當であると続けた。

この間、原油価格について、ひとりの委員は、米国の石油精製を中心となっている中小石油精製会社における在庫水準が低下しているだけに、今後、高値波乱含みが予想され、依然として目が離せない状況にあるとコメントした。また、この委員は、地価の動きについても触れ、収益還元価格を下回るような低い地価がみられることに懸念を示した。

## (2) 金融面の動き

金融面では、「そごう問題」が市場心理に与える影響について、多

くの議論があった。大方の委員は、市場への影響は限定的なものであるとの見方を共有した。

まず、株価動向について、多くの委員から、7月後半以降のやや不安定な動きは、米国 NASDAQ の下落を受けたハイテク株調整等が作用している面が強く、「そごう問題」の影響は限定的である、との見方が示された。このうち複数の委員は、業種別にみても、電気機器などハイテク関連株の下落の寄与が大きくなっていることを指摘した。また、別の委員は、銀行株が7月中旬以前の水準に戻していることからみても、97～98年のような金融システム不安の高まりという状況には至っていないと述べた。

他の金融資本市場の動きをみても、社債市場における信用スプレッド拡大の動きは限定的であるほか、ジャパン・プレミアムも引き続きほぼ解消された状況が続いているといった認識が多く示された。さらに、ある委員は、海外投資家による株式売却の動きがみられるが、その売却資金は円債投資に向かっている模様であり、海外マネーの日本離れは生じていない、との見方を述べた。

また、ある委員は、主要金融機関は、本年度の不良債権処理額の急増は避けられるとみている、本年度の不良債権処理額は、地価等についてかなり厳しい前提を置いても、収益の範囲内に収まると考えられている、といった見方を紹介したうえで、「そごう問題」をきっかけに金融システム不安が再燃する可能性は大きくない、と発言した。

以上の各市場の動き等を踏まえ、これまでのところ、「そごう問題」を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない、との認識が概ね共有された。

もっとも、ひとりの委員は、「そごう問題」による直接的な市場への影響は限定的であると他の委員同様の認識を示したうえで、株式市場の大きな流れをみると、株価の調整は本年春先から始まっている、

したがって、株式市場が中長期的な動きとして日本経済の成長率や企業収益の動きをどのように反映していくのか、もう少し見極めたいとの見解を述べた。また、別のある委員は、これまで株価が上昇してきた背景には、ゼロ金利政策、外国人投資家による買い、IT関連株の牽引といった要因があるが、これらの背景が崩れつつあり、売りが続きやすい状況になってきたと指摘した。

企業倒産についてもいくつか発言があった。ある委員は、倒産件数はじりじり増加しているが、消費者コンフィデンスが改善していることに着目すべきであり、倒産件数の増加自体をことさらに懸念する必要はないと述べた。また、もうひとりの委員は、今後も大型倒産の発生の可能性は否定できないが、それが大きなサプライズとなり、金融システム不安を急激に惹起するというような可能性は少ないのではないかと指摘した。

## ・ 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、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している、雇用・所得環境は、下げ止まりから改善に向かいつつある、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、金融資本市場では、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するとといった事態はみられていない、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」に至ったとの見解を共有した。

この結果、当面の金融政策運営方針としては、ゼロ金利政策を解除し、コールレートの誘導目標水準を0.25%前後とすることが適当である、との見解が大勢意見となった。また、多くの委員が、ゼロ金利政策解除に関する様々な論点や考え方を、国民や市場に対して分かりやすく説明し、広く理解を求めていくことが極めて重要である旨、強調した。

多くの委員は、実体経済に関して、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったと判断されること、いわゆる「そごう問題」の市場心理などに与える影響について、概ね見極めがついたことから、前回会合において指摘された2つのポイントをクリアし、ゼロ金利政策を解除すべき状況になったとの認識を示した。これらの委員は、新たなコールレートの誘導水準は、ゼロ金利政策の導入前と同様

「0.25%前後」とすることが適当であるとの考えを述べた。

ある委員は、ゼロ金利政策を解除した場合の市場への影響について、株価は、一時的な下落圧力がかかる可能性は否定できないが、深刻なインパクトは考えにくい、0.25%の利上げは、日米金利差への影響は微々たるもので、為替市場のトレンドを変えるには至らない、長期金利についても、金融緩和スタンスが継続されるとの見方が維持されれば、影響は限定的、といった諸点を述べた。この委員は、さらに、取り巻く経済諸情勢を勘案すると、現時点はゼロ金利政策解除のタイミングと判断できる、との見方を示した。

ゼロ金利政策の解除は「金融緩和の程度の微調整」であり、金融面から景気回復を支援する状態は続くとの認識も多くの委員から示された。ある委員は、ゼロ金利政策の導入時と比べると、民間の経済成長率見通しは1~2%程度高まっているほか、企業の利益率が明確に上方修正されていることを踏まえると、0.25%という政策金利引き上げ幅はかなり小さく、経済情勢との対比でみた「金融緩和の程度」は引き続き極めて大きいとの見解を述べた。もうひとりの委員は、ゼロ金利政策解除の条件である「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」とは、景気が自律的に回復し始めた初期の段階を念頭においており、したがって、今、ゼロ金利政策を解除するとしても、なお金融政策として景気回復をサポートするスタンスに変わりはない、と発言した。

もっとも、ある委員は、現状のように経済成長が安定した軌道に入っていないと判断される状況においては「微調整」といった考え方をとるべきではないこと、米国の例をみても、例えば94年など、十分に景気の状態を見極めてから慎重に対応していること、の2点を指摘した。

また、ゼロ金利政策の解除は、将来の不確実性やリスクを念頭に置いた慎重な政策運営であるという考え方が、何人かの委員から示された。複数の委員は、経済状況がここまで改善している中で、景気最悪期に決定した金融緩和政策をいつまでも継続すると、いずれ経済・物価情勢の大きな変動をもたらしたり、より急激な金利調整が必要となるリスクが増大する、そうした観点からみれば、経済の改善に応じて金融緩和の程度を調整することは、長い目でみて健全な経済発展に資する、との認識を明確にした。別の委員は、ゼロ金利政策の解除後も、経済情勢が大きく変化すれば、臨機応変かつ弾力的に政策を見

直すこともありうるとの立場に立つ必要がある、との考えを示した。

金融政策と構造調整の関係についても、いくつか発言があった。ある委員は、企業の過剰債務問題は、長期的なプレッシャーとして日本経済に作用し続ける恐れがあるとの認識を示したうえで、金融政策の観点からは、そうした構造問題を抱えながら、現実にどのような成長軌道を辿り、物価がどう変動するかに着目すべきであると述べた。別の委員は、現在の日本経済は構造的要因と循環的要因が複雑に組み合わさっているが、循環的な経済の推進力の強さの度合いに応じて金利水準を微調整することは、自然なステップであると発言した。

政府の経済政策との関係についても、様々な議論が行われた。

まず、何人かの委員が、政府、日本銀行とも、民間需要主導の自律的景気回復を目指して努力するという目標は十分共有しており、かつ、ゼロ金利政策を解除しても十分景気刺激的な政策であることから、政府の経済政策との整合性は確保されているとの認識を示した。このうちひとりの委員は、そうした政策の基本ベクトルが一致していればよく、そのうえで各政策手段の採り方が結果的に異なるということもありうることを述べた。もうひとりの委員は、財政政策に機械的に歩調を合わせて金融政策を運営するのではなく、財政政策からの影響も含めて、民間需要の自律回復が物価安定と両立しながら実現するかどうかを基準に金融政策を運営することが、本質的な意味で政府の経済政策との整合性確保に繋がると主張した。これらの議論を受けて、別の委員は、ゼロ金利政策の解除は、金融政策の自主性を定めている日本銀行法第3条だけでなく、政府の経済政策の基本方針との整合性に言及している同法第4条も満たした措置と考えることができる、と発言した。

なお、ゼロ金利政策の解除を主張したある委員は、以上の議論を踏まえ、今回、ゼロ金利政策を解除するにしても、それは、その条件としてきた「デフレ懸念の払拭」という考え方に基づくものであり、一部で取り沙汰されている日本銀行の独立性の証明といったことではないということを確認しておく必要があると述べた。

会合では、ゼロ金利政策の解除とは異なる2つの意見が表明された。

ひとりの委員は、わが国経済は、デフレ懸念を払拭できる状況に着実に近づきつつあるが、「払拭できた」と完全に言い切るだけの自信

はないと述べたうえで、ゼロ金利政策を継続することが適当であると主張した。

その理由として、株式市場は、取り敢えず下げ止まりつつあるとみられるが、市場の方向感が中長期的な景況感を反映して、上向きになっているという感触を得たい、金利の調整が可能な局面に入ったと判断するには、実体経済について、ボトムからある程度の幅を超えて上昇しているということをもう少し確認したい、といった点が挙げられた。この委員は、この点について、かなりの幅を持って評価すべきと前置きしたうえで、「テイラー・ルール」による適正金利に関する試算を示した。それによると、日本経済には水準としてまだ大きな需給ギャップが存在しており、現時点の適正金利は若干のマイナスかぎりぎりプラスになった程度とされた。この委員は、足許のインフレ率等からみて、政策変更せずに「待つこと」のコストは小さく、計算される適正金利がもう少しはっきりとしたプラスになるまでゼロ金利政策を維持してもよいのではないかと述べた。

これに対し、ゼロ金利政策の解除を主張したひとりの委員は、この点は需給ギャップの大きさそのものを重視する考えである一方、需給ギャップの変化の方向が物価動向に同様に影響するという考え方もありうる、との見解を示した。この委員は、デフレ懸念の払拭が展望できるかどうかという観点からは、需給の改善傾向がはっきりと予想できることが重要ではないかと述べた。

もうひとりの委員は、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、わが国経済のGDPギャップはかなり大きな規模で残存していると考えられる、物価について、インフレの可能性はほとんどなく、むしろ、消費者物価がマイナス基調にあることを懸念すべき、マネタリーベース、マネーサプライがすでに鈍化傾向を示している中で、ゼロ金利政策を解除すると、日銀当座預金残高が1兆円程度減少すると考えられることなどから、そうした金融の量的指標がさらに悪化し、株価や為替に悪影響が及ぶ危険性がある、政策目標を具体的に示し、金融政策のパフォーマンスを測るメジャーを用意して、行内での政策議論や市場との対話に役立てる必要がある、といったことを挙げ、早期に一層の量的緩和を行い、かつそれを一定期間継続する必要があると述べた。

これに対し、ゼロ金利政策の解除を主張したひとりの委員は、金利

引き上げと金融の量的指標との関係についての考え方を示した。その委員は、マネタリーベースは、金利引き上げ当初、超過準備の供給が不要となることからある程度減少しようが、時間の経過に従い、景気回復に伴う現金需要の増加がマネタリーベースの増加に繋がる可能性がある、マネーサプライの動きは、企業向け・家計向けの金利動向に大きく依存するので、マネタリーベースの変化を受けて直ちに減少するという事は予想し難い、と述べた。

なお、何人かの委員は、金融政策決定会合で表明されるべきこと等が、本会合に先立って様々な形で伝えられ、必要以上に混乱を生じたことに触れ、この間の情報発信および情報管理のあり方について、遺憾の意を述べた。このうちのひとりの委員は、こうした混乱の理由の一端には、日本銀行の説明不足があったとしたうえで、今後の金融政策運営に当たっては、これまでも増して、政府等との意思疎通を図るとともに、マーケットとの対話も改善していく必要があると述べた。

## ・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、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態となっている。設備投資は足許持ち直しの動きが明確になっているが、その持続性や広がりについて、なお見極めが必要である。企業収益の大幅な改善が雇用・所得環境の改善や個人消費の増加に繋がっていくのかどうか、まだ確信を持てる状況にはない。GDPデフレーターや消費者物価も前年比マイナスが続いている。こうした中で、先般の大型企業倒産を契機として、わが国経済の先行きに対する懸念が強まり、市場等に影響を及ぼしていることについて、十分に注視する必要があると考えられる。

このように、わが国経済がデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になり、民需中心の本格的な景気回復を実現するかについては、なお見極めが必要な段階にあると考えられる。

- 政府としては、これまで財政面からの下支えの手を緩めることなく、景気を本格的な回復軌道に繋げていくために万全の体制を採ってきたが、引き続き景気の下支えに万全を期すため、

先般、公共事業等予備費の使用を閣議決定したところである。今後とも、平成 12 年度予算の着実な執行などを通じて、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、景気を民需中心の本格的な回復軌道に乗せるよう全力を尽くして参りたい。わが国経済の先行きについては、なお見極めが必要と考えられることから、今後の財政運営のあり方については、4～6月期のQ Eの結果等をよくみたくうえで、さらに判断を行うことが適切と考えている。

- 先般の沖縄サミットにおいても、マクロ経済政策は内需主導の成長を確かなものとするよう引き続き支援的なものとするべき旨が、首脳声明に盛り込まれたところであり、政府としては、引き続き適切な経済運営に努めて参りたいと考えている。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施とあわせ、経済の回復を確かなものとするため、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、現行の金融市場調節方針を継続していただきたい。

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。

- 各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心とした自律回復に向けた動きが続いており、景気は緩やかな改善が続いている。しかしながら、なお雇用情勢は厳しく、個人消費も概ね横這いの状態にある。とくに足許、消費の停滞感、株価の下落、先行指標の一部悪化などがみられ、景気が自律的回復軌道に乗ったことを確認できる状況にはない。さらに、企業倒産をみると、件数はやや高い水準となっており、負債金額の増加がみられるほか、企業のリストラ加速、不良債権処理、海外経済動向など一段と神経質な動きも生じており、注意すべき状況にある。

このため、今の時期は、金利の動向や金融政策の変更が、たとえ実態が微調整であっても、景気に軸足を置いた政策からの方向転換と受け取られる場合など、心理面も含めた影響の大きさには、計り知れないものがあると考えている。

- したがって、経済の現状を考えると、引き続き景気回復に軸足を置いた機動的、弾力的な経済・財政運営の継続が必要であ

る。日本銀行におかれては、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、引き続き景気回復に寄与するような金融政策を運営していただきたいと考えており、現時点でゼロ金利政策を解除することについては、時期尚早と考えている。

## ．採決

### 1．議案の提出

以上の議論を踏まえ、会合では、ゼロ金利政策を解除し、コールレートの誘導目標水準を0.25%前後とする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、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2つの議案が提出されることとなった。

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。

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。

議長からは、本議案の提出に際し、ゼロ金利政策の解除は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置である、ゼロ金利政策解除後もコールレートは極めて低い水準にあり、金融が大幅に緩和された状態は継続し、景気回復を支援する役割を果たす状況は維持される、今回の措置をひとつの契機として、国民が、日本経済は改善しているという明るい認識を持つことや、市場のダイナミズムが一段と発揮されることを期待する、との補足説明があった。

## 2. 政府による議決延期の求めとそれに関する討議・採決

議長がゼロ金利政策の解除の議案をとりまとめたことを受け、大蔵省および経済企画庁からの出席者より、日本銀行法第 19 条第 2 項に基づき議決の延期を求める必要性などにつき、両省庁間で協議し、また必要に応じて大蔵大臣および経済企画庁長官と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（午後 2 時 51 分中断、午後 3 時 10 分再開）。

会議再開後、大蔵省および経済企画庁からの出席者より、「わが国経済の現状や市場の動向等に鑑みれば、現時点におけるゼロ金利政策の解除は時期尚早と思われることから、議長案の採決を延期することを求めたい」と、協議の結果が報告された。このため、大蔵省および経済企画庁からの出席者から、「日本銀行法第 19 条第 2 項の規定に基づき、議長提出の金融市場調節方針の決定に関する件に係る政策委員会の議決を次回金融政策決定会合まで延期すること」との議案が提出された。

その後、会合では、政府による議決延期の求めについて、討議が行われた。

まず、複数の委員が、政府からの出席者に対し、議決延期を求めることの理由を明確に説明して欲しいと述べた。これに対し、大蔵省からの出席者は、企業部門を中心に景気が回復傾向にあるとはいえ、雇用・所得環境については、引き続き厳しい状況にあると判断している、株式市場を含む市場動向についても、警戒感を緩めていない、といった点を挙げて、景況感や市場についての見方が日本銀行と比べてやや慎重であると説明した。また、経済企画庁からの出席者は、米国株価の先行きに不透明感がある、アジア経済の回復基調にやや一服感が感じられる、財政からの景気下支え要因が今後減衰する可能性がある、不良債権処理の影響が現時点では十分見極め難い、など、景気の下方リスクを指摘して、現時点の政策対応としてより慎重であるべきとの考えを述べた。

また、もうひとりの委員は、日本銀行法第 19 条第 2 項に規定する議決延期の求めとは、そもそもどのようなケースを想定したものか、政府と日本銀行との間の景況感についての差違があるといった状況も念頭に置かれているのか、確認しておきたいとの発言があった。

これに対し、別の委員は、日本銀行法改正時の議論の過程では、本条項は、予期せぬ議案とか、高度に専門的な議案が出された場合に、政府が一旦持ち帰り、政府の見解を十分に説明する時間的余裕を与えるというケースが例示されていたはずであると述べた。

これを受けて、執行部から、日本銀行法改正時の議論として、金融制度調査会答申「日本銀行法の改正に関する答申」（平成 9 年 2 月 6 日）の該当部分<sup>2</sup>と、国会審議における大蔵省・武藤総務審議官（当時）の答弁（平成 9 年 5 月 14 日）<sup>3</sup>が紹介された。

---

<sup>2</sup> 「政府と日本銀行の政策の整合性の確保のみならず、国民にその過程を明らかにするという透明性の確保のためには、政府にその見解を政策委員会において十分説明する機会を与えることが重要である。したがって、政策委員会は、この仕組みが政府と日本銀行の間で金融政策に関する意見が異なる場合の政策調整の仕組みとして用意されているという趣旨を踏まえ、その運営に当たり、政府の見解が十分に説明されないまま議決が行われることのないよう、十分な配慮が必要であると考えている。」

<sup>3</sup> 「仮に政策委員会で議案が提案されましたときに、政府からの出席者が十分に予期された範囲内の議案であって、事前に政府部内での方針が大体とりまとめられているといったような事柄であれば、そこはその場でご説明し、ご判断をいただければいいわけでございますけれども、（中略）新たに提案された議題についての政府の見解が必ずしも明らかでないという事態が生じ得るわけでございます。そういう場合には、政

以上を前提に、各委員による議論が行われた。

ある委員は、政府から議決延期の求めに応じるべきであるとの考えを示した。この委員は、その理由として、議長案の採決を強行すると、内外から日本の政策当局に対する不信感が決定的なものとなり、今後の政策運営に禍根を残す、政府経済見通しと日本銀行の見方とが、特に設備投資と輸出について非常に乖離しており、その違いについて、さらに議論を深める必要がある、日本銀行の政策目標についての説明が極めて抽象的な表現となっており、これが今回の議論の原因となっていると思われるので、日本銀行の政策目標について政府との間で1ヶ月をかけて十分な擦り合わせを行うべきである、新日銀法施行後、僅か2年半しか経過していない中、日本銀行の独立性のあり方について重大な問題が投げかけられており、然るべき冷却期間を設けることが適当である、議会制民主主義のもとで、政府による議決延期の求めの背後には与党・国会の意思があるということを見無視すべきではない、4～6月期のGDP統計を確認してから判断すべきである、といった点を列挙した。さらに、この委員は、株主総会に際し予め大株主と十分な意見の擦り合わせを行う一般の株式会社の例を参考に挙げつつ、政府から議決延期の求めがあったことは、極めて重大な事態であるとの認識を述べた。

これに対し、他の多くの委員は、議決延期の求めに反対の立場をとった。ひとりの委員は、日本銀行と政府との間で景気認識についてギャップが存在するといっても、企業部門が主導する形での景気回復という見方は一致している、先行きに関する様々なリスク・ファクターについては、日本銀行としても十分念頭に置いている、といった点を踏まえれば、今後の景気回復の持続性に関する判断の若干の差に過ぎないと述べた。そのうえで、この委員は、議決延期の求めが政府から出されたことを踏まえ、日本銀行がそうした政府の見解も含め十

---

府の中でさらに検討をして、意見をとりまとめるべき一定期間の、それはそれほど長い期間とは考えられませんが、一定期間の検討が必要になるということがまず考えられますし、またあるいは政策委員から説明を求められた際に、政府から出席しておる者が十分な説明ができればベストなわけですが、必ずしもそれだけの準備がない場合もあるいはあるかもしれません。どういう場合が具体的に考えられるかということについては、まだ明確に申し上げるだけのものがございませんけれども、ある程度抽象的なことにはなりますが、今言ったような事態に当たりまして、その議決延期の請求を行うということでございます。」

分に議論を行ったうえで自主的に政策を決定することは、新日銀法の枠組みに沿った手続きであると述べた。さらに、そうして選択された政策については、当然、日本銀行が責任を負うべきものであると続けた。もうひとりの委員も、景況感の差は極めて微妙なものであり、今回の判断をあえて次回に延期しなければならないという強い理由にはなりにくいのではないかと発言した。

また、別のある委員は、ゼロ金利政策の解除の条件である「デフレ懸念の払拭」という考え方は、景気回復の初期の状況を想定しているのに対し、政府は民間需要の回復が確たるものとなることを念頭に置いているのではないかと発言した。この委員は、そうであれば、景況感に対する考え方に若干の差が生じることはやむを得ないとの認識を示した。ただ、同時に、政策目標について、政府と日本銀行の考え方に整合性がとれていなければならないと続けた。そして、政府の出席者と意見交換を行った結果、政府と日本銀行の政策運営の基本ベクトルの整合性は確保されていると判断されると述べた。

以上の議論を踏まえ、政府が提出した議長案に対する議決延期の求めについて、日本銀行法第 19 条第 3 項に基づく採決を行った。その結果、政府による議決延期の求めは、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

### 3．金融市場調節方針の採決

このあと、直ちに、金融市場調節方針に関する議案として、中原委員案、議長案が順に採決に付された。

中原委員案は、採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

議長案は、採決の結果、賛成多数で議決された。

#### 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、  
篠塚委員、田谷委員

反対：中原委員、植田委員

植田委員は、株式市場の動向等をもう少し見極めたい、一定の前提に基づき試算した適正な金利水準が漸くゼロ近傍に達したという状況であり、これがもう少しはっきりとプラスになるまで待ちたい、足許のインフレ動向から判断して、「待つこと」のコストは大きくない、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。なお、同委員は、景気情勢等に対する見方は、他の委員と大差ないと付け加えた。

中原委員は、ゼロ金利政策の解除は、先行きの日銀の独立性や経済政策運営における政府との関係等の問題に大きな影響を与える可能性がある、政府の経済見通しと日本銀行執行部の見方との乖離が、特に設備投資と輸出で非常に大きく、アカウントビリティが不十分である、今回の決定は内外からの政府・日本銀行の政策的一体感に対する不信感をさらに一段と強めることになるため、時間をかけて政府との間で擦り合わせを行うべきである、量的緩和の実質的終焉は、株価、為替に悪影響を与えると思われるなど、金融市場に対して良い影響を与えない、GDPギャップがかなり残存する中での利上げは、オーソドックスな経済理論では理解できないうえ、世界の経済学界での主流的意見にも反することから、諸外国より「日銀異質論」が生じかねない、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。

上記採決の後、政府からの出席者は、議決延期の求めが否決されたことは誠に残念であるが、日本銀行におかれては、今回の決定が回復しつつあるわが国の景気の腰折れや金融資本市場への悪影響をもたらすことのないよう、新たな金融市場調節方針のもとにおいても、景気や金融資本市場の動向等を十分注視しつつ、豊富な資金供給を行うなど、適切かつ機動的な金融政策運営を続けることを要望したい、と述べた。なお、政府からの出席者は、議決の延期を求めた事実と理由は、本日中に公表する予定であると付け加えた。

これに対し、議長は、景気の先行きに対する見方や経済政策の基本方針が政府と日本銀行との間で大きく異なっているということはないと考えられる、今回の措置は、金融緩和の程度を微調整したものであり、景気回復を支援する状態は継続する、との認識を示した。そ

のうえで、本日の決定について「政府と日本銀行との対立」という図式で捉える向きが出るかもしれないが、今回の件は、日本銀行法のもとで用意された政府との透明な意思疎通の枠組みにしたがって齊々と取り進められたもので、この点、誤解が生じることのないよう、対外的に正確に説明していく必要がある、と発言した。議長は、続けて、日本銀行としては、今後とも、「政府の意見は決定会合の場でしっかり伺ったうえで議論をし、その模様は議事要旨で公表する」という日本銀行法に定められた枠組みに則して、政府と密接な意思疎通を図りつつ、適切な政策判断に努めてまいりたい、と強調した。

## ・ 対外公表文「金融市場調節方針の変更について」の検討

対外公表文「金融市場調節方針の変更について」は、議長の指示により執行部が原案を用意し、それについて検討が行われ、最終案が固められた。

その際、日本銀行の金融政策が政府の経済政策の基本方針と整合的なものであるべきことに配慮したステートメントにすべきとの意見があった。これを受けた討議の結果、「適切かつ機動的な金融政策運営を継続する」ことを盛り込むことが支持された。

採決の結果、賛成多数で議決され、別添1のとおり公表することとされた。

### 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、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

なお、議長は、合わせて、本日の会合で政府が議決延期の求めを行い、これが否決されたことを公表すると述べた（対外公表文は別添2）。また、政策変更時の恒例にしたがい、本日、議長が記者会見を行うこととなった。

## ・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」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を8月15日に公表することとされた。

### 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、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

中原委員は、卸売物価に比べ消費者物価、GDPデフレーターといった最終需要段階に近い物価指数の下落幅が大きくなっていること、依然として大きなGDPギャップが存在すること、を踏まえると、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力が「大きく」後退したとはいえないと考えられるほか、消費者物価、GDPデフレーターといった実際の物価がマイナス幅を拡大している状況下においてこうした記述は不適當である、として上記採決において反対した。

なお、閉会に際し、議長は、本日の決定会合の開催時間中に、会合の進行に関する報道が一部でなされたことは極めて遺憾であると述べた。そのうえで、出席者全員に対し、会合の議事内容に関する情報の取り扱いを厳正にするよう、強く要請した。

以 上

(別添 1)

平成 12 年 8 月 11 日  
日 本 銀 行

## 金融市場調節方針の変更について

(1) 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針を以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて 0.25%前後で推移するよう促す。

(2) 日本銀行は、昨年 2 月、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけるためのぎりぎりの措置として、内外に例のない「ゼロ金利政策」を導入した。その後、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで「ゼロ金利政策」を継続するとの方針のもとで、この姿勢を維持してきた。

(3) その後 1 年半が経過し、日本経済は、マクロ経済政策からの支援に加え、世界景気の回復、金融システム不安の後退、情報通信分野での技術革新の進展などを背景に、大きく改善した。現在では、景気は回復傾向が明確になってきており、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い。そうした情勢のもとで、需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退した。

このため、日本経済は、かねてより「ゼロ金利政策」解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったものと考えられる。

( 4 ) この間、7月央以降は、いわゆる「そごう問題」の影響にも注目してきたが、これまでのところ、この問題を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない。

( 5 ) 今回の措置は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置であり、長い目でみて経済の持続的な発展に資するという観点から行うものである。

今回の措置実施後も、コールレートは0.25%というきわめて低い水準にあり、金融が大幅に緩和された状態は維持される。日本銀行としては、物価の安定を確保するもとの、適切かつ機動的な金融政策運営を継続することにより、景気回復を支援していく方針である。

以 上

( 別添 2 )

平成 1 2 年 8 月 1 1 日  
日 本 銀 行

### 政府からの議決の延期の求めについて

本日決定した金融市場調節方針に対しては、大蔵省および経済企画庁からの出席者が、日本銀行法第 1 9 条第 2 項に基づき、議決を次回金融政策決定会合まで延期することを求めた。政策委員会は、同条第 3 項に基づいて採決した結果、これを反対多数で否決した。

以 上

( 2000 年 9 月 14 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2000 年 9 月 14 日 ( 9:01 ~ 12:21、13:13 ~ 14:38 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 速水 優 ( 総 裁 ) ( 注 )  
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 ( " )

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

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 村田吉隆 総括政務次官 ( 9:01 ~ 14:38 )

経済企画庁 小野晋也 総括政務次官 ( 9:01 ~ 12:21 )

小峰隆夫 調査局長 ( 13:17 ~ 14:38 )

( 執行部からの報告者 )

理事	増淵 稔
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
企画室審議役	白川方明
国際局参事役	沼波 正
企画室企画第 1 課長	雨宮正佳
調査統計局企画役	吉田知生

( 事務局 )

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
国際局国際調査課長	桜庭千尋 ( 9:01 ~ 9:44 )
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	内田眞一

## I . 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（8月11日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>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0.25%で安定的に推移している。

まず、金融市場調節方針の変更直後の8月14日と15日のオーバーナイト金利は、誘導目標の0.25%を下回った。金融機関は8月11日の利上げを見越して準備預金の積みを大幅に進捗させていたため、この両日は資金需要が乏しかった。一方、日本銀行の金融市場調節では、ゼロ金利政策の方針のもとで、8月11日まで大量に資金を供給してきたため、市場には一日で吸収しきれないような規模の資金が残っていた。この結果、14日、15日（7月準備預金積み最終日）の市場では、需給が大幅に緩んだ状態が続くことになった。なお、米国でも、利上げ後に市場金利が誘導目標水準に達するまでに数日間を要する傾向があることが確認されている。

新積み期入りとなった8月16日以降は、当初、金融機関が流動性の確保を重視して資金を積極的に調達したため、オーバーナイト金利は0.25%を上回る局面もあったが、日本銀行が資金を潤沢に供給したことを受けて、市場は徐々に落ち着きを取り戻した。オーバーナイト金利は、8月18日以降、概ね0.25%で安定的な動きを続けている。

なお、日銀当座預金残高は、準備預金制度非適用先の当座預金と超過準備のいずれも、ゼロ金利政策時と比べて大幅に減少した。また、コール市場残高は、普通預金からのシフトバックを中心に、18兆円から25兆円程度まで回復している。

### 2 . 金融・為替市場動向

#### (1) 国内金融資本市場

ゼロ金利政策解除直後の金融資本市場の動きは、きわめて落ち着いており、市場関係者が政策変更を冷静に受け止めたことが確認された。

---

<sup>1</sup> 「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。」

8月後半には日経平均が17千円台に乗せ、長期金利は9月上旬に2%直前まで上昇したほか、円相場も幾分円高方向での動きとなった。もっとも、その後は、株価、長期金利、円相場はいずれも軟化した。

株式市場では8月下旬にいったん、日経平均が17千円台を回復したあと、米国NASDAQ指数の下落や日本企業の間接期末を控えた持ち合い解消売りの圧力などから軟化を続け、最近では、前回会合時並みの16千円台前半で推移している。ただし、市場のセンチメントは、堅調な企業業績見通しや、米国経済のソフト・ランディング期待の強まりなどを受けて、さほど弱体化していない。

長期金利は、8月後半以降高傾向となり、9月上旬には2%直前まで上昇した。8月末に株価が軟化に転じたあとも、長期金利が上昇を続けたことには、財政政策運営に対する懸念も影響しているものとみられる。その後は、幾分弱めの経済指標の発表などを受けて反落し、最近では1.8%台後半での推移となっている。

短期金融市場のターム物金利では、年末越えの4か月物金利が、RTGS（資金の即時グロス決済、2001年1月4日開始予定）を控えた資金調達意欲の強まりから、幾分強含んでいる。

## （2）為替市場

円対ドル相場は、前回会合以降、幾分上昇した。日本の景気に対する見方の強まりや、米国経済の減速を示唆する指標の発表、さらにはユーロ急落の動きも加わって、9月7日には対ドルで一時104円台まで上昇した。その後は、日本の弱めの経済指標の発表や、一部格付機関による本邦国債の格下げ発表などから、円相場は幾分反落している。もっとも、市場のセンチメントは、依然として円について強気なようである。

円対ユーロ相場は急伸し、既往最高値を大きく更新した。欧州当局者の発言や、本邦機関投資家による間接期末を控えたユーロ建債の処分売りを巡る思惑などが、ユーロ売りの材料となった。

## 3．海外金融経済情勢

米国経済についてはソフト・ランディングへの期待が強まっており、海外経済全体としては拡大基調が続いている。原油価格上昇については、物価への影響が出始めている国があり、各国とも、今後実体経済にどのような影響が出てくるのかを注目している。

米国では、内需主導の高成長を続けているが、耐久財消費、住宅着工、雇用統計など、景気減速を示す指標が増えており、物価動向も落ち着いている。8月22日のFOMCでは金利据え置きが決定され、その際の公表文に「需要が潜在成長率に向かって減速しつつあることが確認された」との認識が示されたため、追加利上げ観測が後退し、長期金利は幾分低下した。ただし、FOMCは同時に、「需給ギャップを巡るリスクはなお懸念され、引き続きインフレ・リスクを注視している」ことも併せて表明し、慎重な姿勢を崩していない。

ユーロエリアでは、内外需とも拡大を続けている。景況判断指数は引き続き高水準で推移しており、失業率も9.1%と92年以来の低水準にある。物価は、原油高やユーロ安の影響もあって、引き続きジリ高傾向を辿っており、7月の消費者物価上昇率は前年比+2.4%と、ECBの物価安定の定義の範囲を上回っている。こうした状況のもとで、ECBは8月31日に0.25%の利上げを決定した。

東アジア諸国では、輸出の好調や、既往の景気浮揚策の効果浸透などから、個人消費、設備投資の持ち直しが続いている。多くの国では、本年第2四半期のGDPの伸びが幾分鈍化したが見え、回復基調は維持されている。物価面では、需給の引き締まりに原油高も加わって、消費者物価の上昇率は緩やかながら上昇している。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

この1か月間、大きく振れた指標が幾つかみられたが、「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」という判断を動かす必要はないと考えられる。

最終需要をみると、公共投資は補正予算の執行一巡に伴い、減少に向かい始めている。純輸出は緩やかな増加傾向を辿っている。民間需要面では、設備投資が増加を続けている一方、個人消費はなお回復感に乏しい展開が続いている。こうした下で、生産は増加を続けている。

このように、企業部門を起点とする所得と支出の前向きな循環は、前進を続けている。4～6月期の法人季報では、企業収益の改善傾向が確認された。設備投資は一服したが、先行指標の動きも勘案すれば、基調としては増勢が維持されているとみられる。また、6～7月の毎勤統計で、両月をあわせてみれば、企業の賞与削減の動きが一巡したことが確認され、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるとはい

え、先行き緩やかながら改善に向かう下地は整ったとみられる。

物価面では大きな変化はない。国内卸売物価は横這いの一方、消費者物価は幾分弱含みの推移が続いている。この間、企業向けサービス価格は、小幅の下落を続けている。

先行きの景気も、以下の3つの理由から緩やかに回復する可能性が高い。第1に、世界的な情報関連需要の拡大を背景とする輸出、企業収益、設備投資の連鎖が当面は続くと思われる。第2に、企業の人件費抑制スタンスに大きな変化はないが、それでも、家計所得が、今後、生産の増加につれて緩やかに改善する下地は整っている。第3に、補正予算が編成されれば、これまで下期以降に顕現化するとみていたフィスカル・ドラッグの影響がその分弱まる。

物価の先行きについては、全体として、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。最近の原油価格上昇の影響は物価の上昇方向に作用するとみられるが、技術進歩、流通合理化、および規制緩和の影響が低下方向に働くとみられる。こうした事情のもとで、各種物価指数は、全体としてみれば、横這いしないしやや弱含みで推移すると予想される。

## (2) 金融環境

ゼロ金利政策解除後のデータはまだ十分には揃っていないが、各種の情報を総合すると、これまでのところ、金融機関の貸出姿勢や企業金融の緩和傾向に大きな変化は生じていないとみられる。

民間銀行貸出は、基調的には弱めの動きが続いているが、このところ、前年比マイナス幅の拡大傾向には、歯止めがかかりつつある。ヒアリングによれば、IT関連等に新規資金需要の動きがみられるとの指摘もあるが、これらが貸出全体を大きく持ち上げるまでにはまだ至っていない。資本市場では、CPの発行残高が、前月に比べて減少した。社債は、月々の振れはあるが、均してみれば毎月5,000~6,000億円程度の発行ペースを維持している。

8月のマネーサプライの前年比伸び率は+1.7%と、前月に比べて0.3%ポイント低下し、94年6月の+1.5%以来の低い伸びとなった。8月のマネタリーベースの伸びは、ゼロ金利政策の解除に伴って超過準備や準備預金制度非適用先の日銀当座預金が大幅に減少したことから、前年比伸び率は+4.6%と前月に比べ1.2%ポイントの大幅低下となった。

企業の資金調達コストは、市場金利上昇を背景に、長短プライムレ

ートや社債、C P金利などで、わずかながら上昇している。

7月の企業倒産は増加した。業種別には、卸売・小売業や建設業の倒産が目立っている。

## ・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、大方の委員は、この1か月間の動きをみたところ、一見弱めにみえる指標も出ているので慎重な点検が必要であるとしたうえで、「景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」という前回会合時の判断を変更する必要はないという認識を共有した。

まず、各委員の関心は、足許の民間需要の動向に向けられた。

設備投資の現状について、何人かの委員は、4～6月期のGDP速報では設備投資が前期比減少となったが、これは一時的なものであるとの判断を示した。その根拠としてそれらの委員は、4～6月期の法人季報で企業収益の改善が続いていることが確認されたこと、電機メーカーなどで今年度の設備投資の上方修正が続いていること、先行指標も増加基調にあること、さらには生産や第3次産業活動指数も増加していること、などを挙げて、企業部門全体としての改善傾向に変化はないとの認識を述べた。

ただし、このうちのひとりの委員は、過剰債務の処理、退職給付会計や時価会計の導入、国際競争による価格引き下げ圧力など、潜在的な減益要因が少なくなき、企業収益の実態にはまだ脆弱な面が残っていると発言した。

なお、これらとは別のひとりの委員は、法人季報の設備投資の増加が、13業種のうち不動産、電機、サービス、および食料品の4業種に偏っており、業種的な広がりがみられないこと、機械受注統計の業界見込みに対する実績達成率が低下していること、中小企業や個人企業の設備投資の伸び率が低下していること、などを指摘して設備投資についてきわめて慎重な判断を述べた。

家計所得や個人消費については、何人かの委員から、ボーナス支給が6～7月を均してみても前年を上回ったことを踏まえ、雇用者所得の緩やかな改善が始まっているのではないかと、との見方が示された。

このうちのひとりの委員は、雇用所得環境の改善傾向を窺わせる材料として、最近の自営業者や家族従業者の減少が第1次オイルショック時に次いで大幅なものとなっているにもかかわらず、雇用者数の増加がそれをカバーしていることは注目に値すると指摘した。また、別のひとりの委員は、「大蔵省景気予測調査」によれば、中堅・中小企業では雇用不足感が出始めていること、ある就職専門誌が掲載する求人広告件数に対する応募者数の比率が、このところ急速に高まっていること、中小企業でボーナスを支給している事業所の割合が増加している模様であること、などを紹介した。

こうしたもつとで、個人消費について、ひとりの委員は緩やかな回復に向かいつつあるのではないかと、この見方を述べた。また、何人かの委員は、4～6月期のGDP速報において個人消費が2四半期連続で増加したことについて、他の関連指標を踏まえると強すぎる感は否めないが、同時に、個々の販売統計では捉え切れていない個人消費の動きを示している面もあるので注目したいとの考えであった。さらに、もうひとりの委員は、価格引き下げ競争に巻き込まれていて回復感に乏しい生産の現場でも、個人消費が数量面で持ち直しているという手応えをつかんでおり、その意味では「消費は平時に戻った」と言えるが、雇用・所得の回復に時間がかかる中で個人消費にはなお注意を要することに変わりはないと述べた。

なお、これらとは別のひとりの委員は、4～6月期のGDP速報の個人消費は、介護保険サービスの導入、世帯数の増加、家賃の寄与によって実勢以上に押し上げられた面がある、企業の人件費は法人季報でみて前年比5%程度減少しており、雇用所得環境が改善したとは言えない、今後は公務員給与引き下げの影響が雇用所得面に現れる、などとして、家計部門についてもきわめて慎重な立場をとった。

4～6月期のGDP速報の評価についても、何人かの委員が発言した。大方の委員は、内訳計数の前期比は振れが大きかったり、民間需要よりも公的需要の寄与が大きかったりしているが、1～3月期の動きと合わせて均してみれば、公的需要主導から民間需要主導へしっかりとシフトしていることが確認できるとの評価を述べた。このうちの複数の委員は、この数字を前提とすると2000年度の経済成長率が2%前後になる可能性が高まっているとの見方を示した。

また、GDPデフレーター的大幅下落について、ひとりの委員は、輸出デフレーター的大幅下落や公務員賞与の削減を受けた政府最終消費支出にかかるデフレーター下落などが寄与している、国内の

需給状況をより反映した民需デフレーターや民間最終消費支出デフレーターの下落幅は昨年末頃と比べて若干小さくなっている、としたうえで、GDPデフレーターの下落幅が大きいことだけをもって、「需要の弱さに由来する物価低下圧力が大きく後退している」との判断を変える必要はない、との見解を述べた。

さらに、何人かの委員は、GDP統計の所得面に注目し、雇用者所得の伸びがGDPの伸びを上回っており、ユニット・レーバークストは上昇している、最近の企業収益動向からみて、ユニット・プロフィットも上昇している可能性が高い、ということ踏まえると、4～6月期速報のGDPデフレーターが大幅マイナスとなったことは整合的ではない、との問題提起を行った。また、このうちのひとりの委員は、GDP統計において高めとなった雇用者所得の伸びに関し、最近のほかの指標から判断するともう少し緩やかな伸びに落ち着くのではないかと見方を付け加えた。

これらとは別のひとりの委員は、設備投資や個人消費について慎重な見解を述べたほか、景気動向指数からみた景気の量感はピークをつけた可能性がある、生産動向は、電気機械、化学（除く医薬品）、紙パなどが堅調だが、それ以外の業種や全体では過去のピークを更新していない、公共投資は今後も趨勢的な減少傾向を辿ると見込まれる、世界経済に関するOECDの先行指標（コンポジット・リーディング・インディケーター）の動きも鈍っている、といったことを挙げて、きわめて慎重な景気認識を示した。

## （２）金融面の動き

金融面については、ゼロ金利政策の解除を受けた金融資本市場の反応は総じて冷静であった、という認識がほぼ共有された。

まず、ゼロ金利政策解除後の金融資本市場の動向について、多くの委員が、ゼロ金利政策を解除した前後で大きな変化はなく、きわめて冷静な反応であったとの認識を明らかにした。また、金融環境についても、金融機関の貸出姿勢や企業金融が緩和された傾向には大きな変化はみられない、との見方が示された。

さらに、何人かの委員は、ゼロ金利政策の解除が実体経済動向に及ぼすインパクトについても、現段階での評価は時期尚早だが、金融資本市場の冷静な反応を踏まえると、少なくともこれまでのところでは大きな影響は出ていないとみられると発言した。

ゼロ金利政策解除の短期的な影響が一巡したとみられる8月後半以降の金融市況の動きについても、各委員からの発言があった。

何人かの委員は、8月下旬までの金融資本市場では、株価の上昇、長期金利の若干の上昇、および円相場の強含みという「日本買い」の現象がみられたあと、8月末から9月上旬にかけては、株価が軟化する一方で、長期金利や円相場がなお上昇するといったかたちで、市場によって動きが区々となったことに注目した。

8月末以降に株価が先行して下落したことについては、持ち合い解消売りの圧力が強まったことや、米国株式市場の軟化の影響などが、その要因として挙げられた。ひとりの委員は、株価についてはグローバルイゼーションの流れの中で捉えるべきであり、国際的に割高なP E Rや持ち合い構造が修正される間は株価は下落圧力を受け続ける、と発言した。また、その委員は、米国株式市場について、チャート分析等によれば米国株価は9月から10月末にかけて大きく下落する危険性があるとも付け加えた。これとは別の複数の委員は、株価下落の主たる要因が持ち合い解消売りであるならば、それが一巡すれば市場は落ち着く筋合いにあるとの考えを述べた。

一方、長期金利や円相場がその間も上昇を続けたことについては、強気の景況感が維持されるもとの、国債増発に対する警戒感やユーロ安の影響などが加わったことが指摘された。

なお、ひとりの委員は、最近のユーロの下落について、今後、日本企業のユーロ向け輸出の競争力低下や、ユーロ圏の本邦現地企業の連結ベースでの収益悪化といった影響が出てくる可能性があるとの注意が必要であると発言した。

このほか、複数の委員は、マネーサプライや民間銀行貸出などの量的金融指標が弱い動きを続けていることに言及した。それらの委員は、こうした量的指標の低迷は、企業収益の好転によって既往債務を返済しようとする動きが続いていることや、金融システム不安の後退を反映したものであり、基本的に景気回復と両立しうるとの立場をとった。このうちのひとりの委員は、マネーサプライの伸びの低下には、法人預金の一部が普通預金から銀行C P等に流出するといったシフトが寄与しており、広義流動性の伸び率は安定的に推移していると指摘した。そのうえで、その委員は、引き続き様々な量的金融指標を丹念に点検し、金融システム不安の状況、設備投資と企業のキャッシュ・フローの関係、金融機関の貸出態度、個人・法人の債務の返済動向などと合わせて、総合的に解釈していく必要があると発言した。また、もうひ

とりの委員は、表面的なマネー関連指標の動きだけをもって、「金融が引き締まった」と誤解されることのないよう、十分に説明していくことが必要であるとの考えを付け加えた。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きについても、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、設備投資を中心に緩やかな回復が続く」という前回会合時の判断が維持された。

会合では、主に民間需要の回復力とその持続性について、議論が行われたが、その前提として、まず、それらを支える外生需要を巡って、いくつかの意見が述べられた。

公共投資については、複数の委員が、平成11年度補正予算の効果は一巡しており、今後は、今年度の補正予算の内容と規模に注目していきたいと発言した。

住宅投資についても、ひとりの委員から、現状はマンション建築に支えられているが、今後の下支えとしては、住宅減税の延長が必要であるとの発言があった。一方、別の委員は、今後の住宅投資動向が住宅減税次第であることは事実としても、かりに住宅投資が減少しても、経済全体に対する影響は限定的である、との立場をとった。

輸出面では、ひとりの委員が、7月の輸出の減少は通関日数減少による一時的な振れの可能性が高く、海外経済が拡大基調を辿っていることを踏まえると、輸出の増勢は維持されているとの判断を述べた。一方、複数の委員は、いくつかの財ではアジアなどで現地在庫が積み上がっていることや、米国自動車販売の減速を見越して本邦自動車メーカーが減産計画を立てていることなどを挙げて、今後、輸出が一時的な踊り場を迎える可能性もあると指摘した。

民間需要の展望については、設備投資の裾野の広がりや、その持続力を軸に意見が交された。

まず、設備投資の裾野の広がりについては、何人かの委員が発言し、これまではIT関連産業が設備投資の増加を主導してきたが、ここに来て、業種や規模を問わず回復感が広がりつつある、との認識を明らかにした。

もっとも、これらの委員の中には、情報関連財の設備投資について、日本ばかりでなく、欧米、アジアなど世界規模でそのピッチが速まっ

ているため、今後、世界的な供給過剰に陥るリスクがあることを念頭におく必要があるとの意見もあった。ひとりの委員は、米国 NASDAQ 市場は、こうした動きに敏感に反応するので、この面にも注意を払う必要があると発言した。ただ、別の委員は、現在の情報関連財の設備投資は、95～96年の時のような汎用性の高い D R A M ( Dynamic Random Access Memory ) 一辺倒ではなく、商品や販売先が多様化しているため、そのリスクを過度に深刻に受け止める必要もないとの見解を述べた。

次に、設備投資の持続性との関連で、企業の構造調整の進展度合が議論された。会合では、構造調整圧力が引き続き経済の重石となっているというのが、各委員の共通認識ではあったが、ひとりの委員は、企業の人件費削減による労働分配率の低下や販売管理費の削減などを踏まえて、企業経営のリストラがかなり進展している、との認識を述べた。別の委員も、企業部門の調整の度合いを、売上高営業利益率、労働分配率、損益分岐点比率の観点で確認すると、現状はいずれも、前回の景気のピークであった97年1～3月期のレベルに比肩するところまで改善してきており、今後企業部門の好調が続けば、これらを上回ってさらに改善することが期待されると発言した。

なお、ほかのひとりの委員からは、構造調整の先送りは許されない状況にあるが、昨年来、航空宇宙、原子力、食品、および自動車などの各業界で事故が相次いでおり、構造調整を進める際にも基本技術と品質管理という原点に立ち返った製造業の基盤強化を欠いてはならないとの認識を述べた。

以上のような企業部門や設備投資の展望を踏まえ、何人かの委員は、今後の景気回復も、引き続き、企業先行・家計遅行のかたちをとりながら、緩やかなものとなる可能性が高いとの見解を述べた。

ひとりの委員は、雇用・所得環境の緩やかな改善が始まった可能性があるとは言っても、前年比1%前後の伸びとなっている雇用者所得の動きが、今年の冬季賞与や来年度のベアで大きく上方に屈折することは考えにくいとの展望を示したうえで、景気回復は緩やかなものになるとの認識を明らかにした。ただし、その委員は、今後、財政面からの景気サポートが減衰することを見込んだとしても、海外環境等に大きな変化がなければ、企業収益に支えられた設備投資の増加が続き、GDPギャップが縮小していくことは十分に可能であるとの考えであった。

会合では、最近の原油相場の上昇や、その影響についても議論が行

われた。

まず、ひとりの委員から、原油相場の上昇は、世界的な経済ファンダメンタルズの改善だけではなく、市場の思惑などによって動きが増幅されている可能性があるとの見方が示された。その委員は、欧州では、物価全体が上昇傾向にあることもあって、原油価格上昇を深刻に受け止めていることも紹介した。しかし、この委員も含めた複数の委員は、現在は、エネルギー源の多様化や省エネが進んでいるため、原油価格の影響は過去に比べて小さくなっているとの認識を明らかにした。また、別の複数の委員からは、とりわけ日本について、現在は需給バランスにゆとりがあるため、原油価格上昇が輸入物価の上昇をもたらすようなことはあっても、それがコストアップ要因となって物価全体を押し上げるようなことにはならない、との判断が示された。

なお原油価格の先行きについて、ひとりの委員は、すでに産油国はかなりの増産をしており、その多くが消費国に入着すれば各国の在庫が補填されるほか、今後米国が戦略石油備蓄を取り崩せば年明けには原油の需給は供給超過に転ずる可能性があるとして指摘した。同時にその委員は、今後北半球では暖房用の需要が高まる中で、イラクの動きや先物市場の動向次第では、年末にかけて乱高下する可能性があるとの認識も付け加えた。

こうした議論のあと、各委員は、原油価格の動向やその影響について、注意深く見ていく必要があることを確認した。

## ・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、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している、ゼロ金利政策解除後の金融資本市場の反応は冷静である、先行き、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、といったものであった。

ひとりの委員は、ゼロ金利政策の解除は、経済情勢の改善に応じて政策金利を微調整する措置として決定したものであるが、ここから先

についても、需給ギャップの縮小テンポの緩やかな状態が続くと見込まれること、賃金の上昇が物価を押し上げるような情勢ではないこと、来年後半の経済の見通しはまだ不透明であり、設備投資の持続性についてチェックをすることが欠かせない、といったことを挙げたうえで、当面は、需給ギャップの着実な改善とその持続を実現することが必要である、との見解を述べた。

また、別の委員は、現在でもゼロ金利政策の解除はやや早すぎたと考えているが、だからといって直ちにゼロ金利に戻るようでは、政策運営の信認が損なわれる、したがって、この時点でゼロ金利に戻ったとしても、ターム物金利等の低下はほとんど期待できず、政策としての効果はきわめて限定的であるとして、あらためてゼロ金利に戻すことを求める考えは今回はない、との立場を明らかにした。

この結果、これらの委員も含めた大方の委員の共通認識としては、現在の金融緩和スタンスを維持し、物価の安定を確保するもとの、景気回復を支援していくことが適当である、という線で一致した。

先行きの金融政策運営の考え方についての発言もあった。

ひとりの委員からは、市場の関心は専ら次の利上げに移っており、日本銀行は、これまでの「デフレ懸念の払拭」に代わるようなフレームワークを示すべきであるといった声をよく聞くが、こうした見方はやや過大な期待であり、当面は、日本経済がどのような成長経路を辿り、物価がどのように推移するかを精査分析していくことが先決である、との認識が示された。また、その委員は、日本経済は改善しているとは言っても、バブル崩壊後の構造調整の重石を抱えており、そうしたもとの、先行きの政策運営に枠組みをはめるのは得策ではない、との見解も付け加えた。

別の委員も、先行きの政策運営に具体的なメルクマールを設定することには、慎重な考えであった。その委員は、市場が数値を用いた政策運営の尺度を求めることには無理もない面はあるが、だからと言って中央銀行がそうした尺度を示しても、それによって透明性の確保が達成される訳ではない、安易にそうした尺度を示すと却って経済の自律調整メカニズムを歪める恐れもあると発言した。そのうえで、その委員は、今後の政策運営の基本的な考え方としては、景気回復が進めば、それに応じて金利を微調整していくということに尽きるのではないかと、との見解を明らかにした。

こうした議論を踏まえて、もうひとりの委員は、先行きの政策運営については、当面は、金融緩和スタンスを継続して景気回復を支援

していくという方針のもとで、民間需要の自律回復力やその持続性、そのもとでの物価動向などを、注意深く見守っていく、その際は、日本銀行の情勢判断や政策運営の考え方を国民や市場に対して丁寧に説明していくことが大切である、と総括した。

ほかのひとりの委員は、当面留意すべき事項として、金利機能がフルに活かされるように、市場の活性化を図ることが大切であり、そのためには、債券市場や株式市場などの流動性を拡大することが必要である、それによって、家計も今まで以上に直接金融市場にアクセスし、多様な金融資産選択を行い得るようになることが望まれる、海外からの資金を受け入れることができるよう、市場の諸制度を整え、円の国際化につなげる必要がある、郵便貯金を含めた金融再編や、RTGSなどによる決済制度の合理化も重要である、といった諸点を列挙した。

以上の議論のあと、議長より、今春以降続けてきた「物価の安定」の総括的検討については、現在、執行部で取りまとめ作業を急いでいるところであるが、本件の早期公表に対する各方面からの期待の強さも踏まえ、10月の決定会合で委員会の了承を得たいとの考えが示された。各委員はこれに賛意を示し、その方針を定例記者会見で対外的に明らかにするところとなった。

以上とは別のひとりの委員は、まず、ゼロ金利政策の解除について、構造的なデフレ圧力より循環的な回復力の強さに焦点を当てたものであり、金融政策の対象が、オールド・ジャパンからITに代表されるニュー・ジャパンに切り替えられたことになる、雇用所得動向に必ずしも明確な回復が確認できないもとで、設備投資の緩やかな回復だけで政策変更を行った、市場心理に関する判断を明確にしないまま解除の決断に至った、と述べた。

そのうえで、その委員は、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、ゼロ金利政策解除後は弱目の指標が多く、8月に比べても状況が好転したとはとても言えない、4～6月期のGDPは公的需要がサポートしているにすぎない、各需要コンポーネントは、大方の期待とは異なり、今後次第に弱まっていく公算が高い、GDPデフレーターや消費者物価の前年比マイナス幅は大きく、物価の状況も全く改善していない、マネタリーベースの

縮小テンポが急激であり、為替、長期金利、株価への悪影響が懸念される、日本銀行の政策目標は不透明であり、世界の流れに逆行している、といったことを挙げたうえで、こうした状況のもとでは、量的緩和を行って、潜在成長率である 1.5～2.0%まで景気を加速させ、これを一定期間維持する必要があるとの見解を述べた。

## ・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からは、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は、4～6月期のGDP統計が2四半期連続のプラス成長となるなど緩やかな改善が続いているが、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態となっている。設備投資は足許持ち直しの動きが続いているが、業種や規模によるばらつきがある。企業収益の大幅な改善が、雇用・所得環境の改善や個人消費の増加に繋がっていくのかどうか、まだ確信を持てる状況にはない。物価面でも、GDPデフレーターや消費者物価指数の前年比マイナスが続いている。このように、民需はまだ力強さを欠く状況にあると思われる。
- 政府としては、引き続き、経済動向を注視しつつ、景気を民需中心の本格的回復軌道に乗せていくよう、全力を尽くしてまいりたい。他方、わが国の財政運営は一段と厳しさを増しており、今後は公需から民需への円滑なバトンタッチを行うとの観点に配慮しつつ、予算内容の効率化を進めることにより、公債発行額をできる限り圧縮していくことが必要と考えている。補正予算については、財政首脳会議の場等において議論されているが、いずれにせよ、こうした認識の下、財源は専ら国債に頼ればよいという考え方は再考しなければならないと考えている。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と合わせ、わが国経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、適切かつ機動的な金融政策運営を行って頂きたい。

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。

- 景気は厳しい状況をなお脱していないが、緩やかな改善が続いているという判断である。各種の政策効果やアジア経済の回復など

の影響に加えて、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが続いている。4～6月期のGDPは2四半期連続のプラス成長となったが、いくつか懸念材料がある。具体的には、雇用情勢が依然厳しい、猛暑の効果はあったが、消費全体の停滞感は強い、原油価格の上昇が米国やアジアに与える影響が懸念される、物価は弱く、地価の下落も続いている、株価が下落している、倒産件数、負債金額が増加している、金利の上昇や円高の傾向がみられる、といったことである。

- 今後の経済を展望すると、少なくとも年内は企業部門を中心に緩やかな回復が続くと思われるが、家計部門に波及するにはなお時間がかかるため、今後も下方リスクが多いことに留意した用心深い政策運営が必要である。
- 日本銀行におかれては、今後とも、金融為替市場の動向も注意しつつ豊かでかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き景気回復に寄与するような金融政策を運営して頂きたい。

## 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、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している、ゼロ金利政策解除後の金融資本市場の反応は冷静である、先行き、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、物価の安定を確保するもとの、景気回復を支援していくとの観点から、現在の金融緩和スタンスを継続することが適当である、という意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、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2つの議案が採決に付されることとなった。

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

I（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1のとおり公表すること。

#### 記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。

#### 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、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

中原委員は、マネーサプライやマネタリーベースなどの量的指標の収縮が目立っており、金融資本市場に及ぼす悪影響が懸念される、需給ギャップがなお残り、物価動向に改善の展望が見出せないうえに、世界経済に不安材料もあるもとでは、できるだけ早期に、より積極的な成長を目指すような政策運営に転換する必要がある、オーバーナイト金利0.25%の政策の目標がわかりにくく、政策のアカウンタビリティを高める必要がある、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」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を9月18日に公表することとされた。

### 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、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

中原委員は、消費者物価が前年比マイナスで推移しているほか、GDPデフレーターの前年比マイナス幅が拡大している中で、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力が「大きく」後退したとの判断について納得できないとして、上記採決において反対した。

## ・議事要旨の承認

前々回会合（7月17日）と前回会合（8月11日）の議事要旨が、各々全員一致で承認され、9月20日に公表することとされた。

## ・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2000年10月～2001年3月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)  
平成12年9月14日  
日 本 銀 行

## 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。

以 上

(別添2)

平成12年9月14日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成12年10月~13年3月)

	会合開催	金融経済月報公表 (議事要旨公表)
12年10月	10月13日<金>	10月16日<月>(11月22日<水>)
	10月30日<月>	— (12月5日<火>)
11月	11月17日<金>	11月20日<月>(12月20日<水>)
	11月30日<木>	— (1月24日<水>)
12月	12月15日<金>	12月18日<月>(1月24日<水>)
13年1月	1月19日<金>	1月22日<月>(3月5日<月>)
2月	2月9日<金>	2月13日<火>(3月23日<金>)
	2月28日<水>	— 未定
3月	3月19日<月>	3月21日<水> 未定

以 上

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 経済企画庁「国民経済計算」、通商産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動指数」
- (図表 2) 経済企画庁「国民経済計算」
- (図表 3) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 4) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」
- (図表 5) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民所得統計」、大蔵省「法人企業統計季報」
- (図表 6) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建築着工統計」
- (図表 8) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」
- (図表 9) 労働省「毎月勤労統計」
- (図表 10) 経済企画庁「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 11) 経済企画庁「国民所得統計」、大蔵省「外国貿易概況」、通商産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」「商業販売統計」、総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本電気専門大型店協会(N E B A)「商品別売上高」、外食総研「月次売上動向調査」、運輸省「旅行取扱状況」
- (図表 12) 建設省「建設統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 13) 通商産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 14) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」
- (図表 15) 日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 16) 総務庁「消費者物価指数」
- (図表 17) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民経済計算」
- (図表 18) 国土庁「都道府県地価調査」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行、欧州委員会

- ( 図表 20 )      ダウ・ジョーンズ社、全米証券業協会、ブルームバーグ社
- ( 図表 21 )      日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- ( 図表 22 )      日本銀行
- ( 図表 23 )      東京金融先物取引所
- ( 図表 24 )      英国銀行協会
- ( 図表 25 )      東京証券取引所「東京証券取引所日報」、日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」
- ( 図表 26 )      日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」
- ( 図表 27 )      日本経済新聞、東京証券取引所
- ( 図表 28 )      日本銀行
- ( 図表 29 )      日本銀行
- ( 図表 30 )      日本銀行
- ( 図表 31 )      日本銀行「国内銀行貸出約定平均金利の推移」
- ( 図表 32 )      日本銀行
- ( 図表 33 )      日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- ( 図表 34 )      日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「証券業報」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- ( 図表 35 )      日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 36 )      日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」
- ( 図表 37 )      大蔵省「法人企業統計季報」
- ( 脚注図表 )      東京商工リサーチ「倒産月報」
- ( 図表 38 )      日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 39 )      日本銀行「マネーサプライ速報」
- ( 図表 40 )      日本銀行「マネーサプライ速報」、経済企画庁「国民所得統計」
- ( 図表 41 )      日本銀行「マネタリーベース速報」
- ( 図表 42 )      日本銀行「準備預金積立て状況等」