

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年8月11日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（審議委員）

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. 開会

速水議長

それでは 8 月の金融政策決定会合を開催する。

(午前 9 時 1 分開会)

初めに本日の取り進め方について説明させて頂く。まず前々回会合の議事要旨の承認を行ない、続いて金融経済情勢に関して執行部から報告がある。その後、金融経済情勢に関する委員方の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、それからもしあれば政府からの出席者の発言、そして採決、最後に金融経済月報の基本的見解の取り纏めという順で進めて参りたいと思う。

本日の政府からのご出席は、大蔵省から村田総括政務次官、経済企画庁から河出調整局長が出席している。

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

II. 議事要旨 (6/28 日開催分) の承認

速水議長

それでは最初に、前々回 6 月 28 日会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨に異議はあるか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認する。6 月 28 日分の議事要旨については、8 月 16 日水曜日午後 2 時に公表する。それでは決裁を取って下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

次に金融経済情勢等に関する執行部からの報告に入りたい。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融・為替市場の動向について、山下金融市場局長から報告をお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山下金融市場局長

前回会合以降の調節運営は、ゼロ金利解除思惑の変化に伴う資金需要の変動に対応する形でやや振れの目立つ展開となった。もっとも無担コールオーバーナイト加重平均レートは本行の豊富な資金供給の継続を受け、引き続き 0.02～0.03%の実質ゼロ金利水準での推移となった。この間の動きは、概ね三つの局面に分けることができる。まず第一は 18 日以降、31

日までの局面である。このフェーズでは金融機関が今回 8 月 11 日会合でのゼロ金利政策解除を見越して、準備預金の積みをかなり積極的に進捗させた。この結果、31 日は 1 日当たりの残り所要額が 3 兆 6,500 億円まで減少している。そうした中で調節面では、前回会合時の 17 日にかけて大幅に増加させた当座預金残高を徐々に圧縮し、21 日以降は 5 兆円程度を維持する調節を実施した。第二は 8 月 1 日から 8 日までの局面である。7 月末にかけての株価の大幅下落を受けたゼロ金利解除観測の後退から、金融機関が積みの進捗を抑制する姿勢に転換しマーケットの資金余剰感が一段と強まったため、当座預金残高を 5 兆円弱に抑える調節を行なった。第三のフェーズは今回会合でのゼロ金利解除観測が再び強まった 9 日以降の局面である。特に昨 10 日は資金の出し手が強気化して、資金放出を遅らせる姿勢を示した一方、都銀等が準備預金を再び積極的に積み上げる動きに出たため、朝方から無担コールレートが 0.03% を越えて上昇する気配となった。そこで 9 時 20 分の定例オペで当座預金残高を前日比 5 千億円拡大する調節を行なったが、その後も出合いが余り進まず、むしろ生保等の出し手がオファーレートを 0.05% から 0.08% へ引き上げる動きを示したため、9 時 42 分に 2 月 28 日以来となる追加オペ短国買現先 5 千億円を実施して、当座預金残高を 5 兆 9 千億円まで拡大するオペレーションを行なった。その結果、徐々に出合いが進み、無担コール加重平均レートは結局 0.03% で着地した。なお、昨日の準備預金残高は 1 兆 4,800 億円の大規模積み上げとなった。都銀等はレートを余り上げずに積みを進める結果となった訳で、昨日のところは巧くやったことになる。都銀合計の積み進捗率の推移をみると、7 月 17 日以降日割進捗率対比 3% から 4% アヘッドする展開となった後、8 月に入って若干のビハインドとなっていたが、昨日は再びプラスの領域に入っている。当面の注目点は生保等機関投資家の普通預金の動きである。前回会合前には普通預金を引き出して 1W から 2W のターム物に運用する動きが広がった。無担コール市場残高の前年比増減額をみると、7 月 10 日前後からマイナス幅が縮小し、14 日にはプラスに転換、一時的に 4 兆円程残高が増える形となっているが、このかなり

の部分が普通預金からのシフトとみられている。本日は、仮に生保がゼロ金利解除を予測して普通預金取り崩しの動きに出た場合、オーバーナイト・レートが強含むケースも想定されるので状況に応じ機動的に資金供給を実施し、市場安定に全力を上げる所存である。

次に前回会合以降の金融・為替市場の動きについては、7月末にかけての株価の大幅下落を受けて目先のゼロ金利政策解除観測が大きく後退し、つれて長短金利が短期ゾーンを中心に低下するとともに、円相場が円安方向に振れる展開となった。もっとも今週に入ってから、総裁の国会での発言等を契機に本会合でのゼロ金利解除の思惑が再び高まってきたことから、長短金利が上昇するとともに円相場が反発に転じるなど、夏休みに伴い商いが細る中で全体としてかなり神経質な動きがみられている。まず焦点の株価動向は、概ね二つの時期に分けてみることができる。第一の時期は7月31日までの大幅下落局面で、日経平均株価は7月12日の1万7,342円から31日の1万5,727円へと1,600円方の下げとなっている。第二の時期は8月入り後のもみ合い局面で、ゼロ金利解除観測の高まりにもかかわらず概ね1万5,800円から1万6千円前後の狭いレンジでの小動きとなり、総じてかなり落ち着きを回復してきた局面と言える。因みに昨日の終値は7月12日対比では7.9%の下落となっている。日経平均の銘柄変更前の旧ベースで見ると、1万8,781円になる。7月末にかけての株価大幅下落は、そごうの民事再生法適用申請にNASDAQの下落や日債銀の譲渡延期発表等の悪材料が重なって外人投資家を中心に情報通信関連の値嵩株等の売りが広範に広がったためである。最も大きく下げたのは7月17日から31日の期間であるが、これはNASDAQが14%方の大幅下落を示し、これが電気通信サービスなどの情報通信関連株の下落に繋がったことに加え日債銀の譲渡延期発表が契約破棄の連想を呼び金融システム不安再燃懸念が一部に台頭したこと等を反映したものである。この間そごう破綻の直接的な影響は総じて限定的なものに止まったと言える。例えば7月12日から31日の局面におけるTOPIXの下落率は9.4%で、IT関連3業種の寄与度4.3%ポイントに対し、そごう関連5

業種の寄与度は0.9%ポイントに止まっている。そごう問題の影響を最も大きく受ける業種とみられていた銀行株は、8月に入って大きく値を戻して既に7月12日の水準まで回復している。またそごうのメインバンクである興銀の株価も7月28日に一旦14%の下落を示した後かなり持ち直してきている。こうしたこと等からみてもいわゆるそごう問題の影響は株価には既に概ね織り込まれたと言える状況にあると考えている。なお、これまでの株価の下落を主導してきた外人の売りが7月31日週も2,200億円強の売り越しになっているが、森首相の日債銀の譲渡契約遵守発言等を好感して今週に入り売り一服といった感じになってきている。市場では着実な企業業績の回復を眺め、既に下値は固まったとみる向きが増えてきているが、当面は金融機関等による9月中間決算を睨んだ益出しや持ち合い解消の動き、個人の信用買い期日到来に伴う売り圧力、あるいはパフォーマンスの悪化している投信の解約懸念等の需給要因から上値も重く、暫く1万5,500円から1万6,500円のレンジでのみ合いが続くといった見方が多くなってきている。因みにゼロ金利政策を決定した昨年2月12日との比較でみるとTOPIXは昨日段階で36%上昇した水準にある。この36%の上昇に対するIT関連3業種の寄与度は24%ポイント、銀行はゼロ、その他29業種が11%ポイントとなっている。IT関連は昨年秋口からの急上昇の調整がある程度進んできていること、銀行株はこれまでの下落から割安感が指摘されるようになってきていること、その他の業種の株価も収益の着実な回復につれて緩やかな上昇が期待できること等を勘案すると、市場筋が指摘するように下値はかなり固いものになってきていると判断できると思う。もっとも米国株価が下期収益の下方修正等からIT中心に不安定な動きを示す可能性やこれに伴う海外投資家の投資スタンスの変化をリスクファクターとして意識しておく必要があると思う。

次に長期国債利回りの推移は、株価の大幅下落を受けて7月12日の1.775%から8月4日の1.665%へ約10bp下げた後、ゼロ金利解除観測の再燃から反発に転じて昨日は1.730%と8月4日対比6.5bpの上昇となっている。この間のイールドカーブの変化を見ると7月12日から昨日まで

の変化幅は、1年から3年の短期ゾーンでは既に7月12日を上回っており、25bpのオーバーナイト・レートの上昇をかなり織り込んだ形となっている。これに対して残存5年以上のところではなお7月12日を若干下回るレベルにあって、仮に本日ゼロ金利解除を決定した場合、やや上に振れるリスクが残されているように窺える。しかし引き続き運用難を背景に投資家の押目買い意欲が強いため、例えば10年債では1.8%から1.9%が当面の天井といった見方が一般的となっている。過去の株価下落局面における長期金利の変化をみると、今回は株価の大幅下落の割には長期金利の低下が小幅に止まった印象がある。これは実体経済の回復を背景に、仮に8月会合でゼロ金利政策解除が見送られるとしても9月以降の早い時期に実施される可能性が高いといった見方が多いこと、また補正予算策定の可能性が取り沙汰されていることや、来年度予算編成を控えて国債の増発が次第に意識されてきていることなどを映じたものと思う。因みに、投資家に対するアンケート調査で債券利回りに影響を与える要因をみると、債券需給が7月調査では利回り上昇要因に転じているのが目立っている。この間クレジット・スプレッドの動きをみると、例えば社債流通利回りの対国債スプレッドはトリプルB格など低格付債で若干の変化が窺われるが、どちらかというところまでの下げ過ぎの修正という面が強く、そごう問題の影響は限定的なものに止まっているように窺われる。ジャパン・プレミアムもほぼゼロの状態が続いており、この面でもそごうの影響はほとんどみられていない。

次に短期金融市場におけるターム物レートの動向は、この間のゼロ金利解除観測の後退、並びにその再燃の動きにつれて短めのゾーンを中心に大きく振れる展開となった。例えばユーロ円1Mをみると7月12日の0.23%から8月7日には0.07%と16bpの低下となった後、この2日間大幅に反発して0.20%の水準まで13bpの上昇をみている。7月12日から8月7日にかけてのレートの低下幅とこの3日間のレート上昇幅を比べてみると、例えば1W物はこの間に17bp低下した後、17bp上昇している。その他ユーロ円レート、金先レートも各タームでこの間のレート低下分を概ね取り戻

しており、本日会合での 0.25%の金利引き上げをほぼ完全に織り込む格好となっている。また短国レートも昨日段階では各タームで 7 月 12 日のレベルにまで上昇し、0.25%の利上げをほぼフルに織り込む形になっている。

最後に円ドル相場は、そごうの民事再生法適用申請と本邦株価の大幅下落、大手ゼネコンの経営危機報道等を背景に 7 月 11 日の 107 円前後から 7 月 28 日には 109 円台後半まで円安化が進行した。しかしそのレベルでは輸出筋のドル売りが大量に出たことなどから押し戻される形となり、8 月入り後はドル・ロング・ポジション調整の動きも出て 108 円台でもみ合う展開となっている。一昨日以降は、総裁発言等を契機としたゼロ金利解除観測の強まりから円高方向に振れ、昨日の東京では 107 円台半ばまで上昇した。もっともその後海外で日銀は政府の圧力に屈して今回会合でのゼロ金利解除を見送るといったルーマーが流れたことから、一気に 109 円前後まで円が下落するややヘクティックな展開になっている。過去の金融不安を契機とした株価大幅下落局面における円相場の動きと今回の動きを比較してみたい。今回は山一証券破綻時や長銀危機の発生時に比べて株価の下落幅はそれなりに大きかった訳であるが、それにもかかわらず円相場の下落幅は相対的に小幅に止まっている。これはリスク・リバーサルを見ても前 2 回が円ベア方向に振れているのに対して、今回は基本的に円ブル方向にあって特に 6 か月物が総じて安定した動きを示しており、今申し上げたことと整合的な動きとなっていると思う。これはそごう問題等があっても日本の景気回復基調や金融システムの改善の流れ自体は変わらず、日本のファンダメンタルズは過去の株価下落局面に比べ大きく改善しているとの見方からマーケットが中期的には円高方向をみていることを示すものと思われる。以上を簡単に総括すると、そごう問題の影響は比較的短期間のうちにマーケットに織り込まれ、全体として落ち着きを回復してきており、問題の株価も徐々に下値を固めつつある情勢となってきた。また今回会合でのゼロ金利解除の織り込み状況をみると、短期金利にはほぼ完全に、長期金利にも中短期ゾーンを中心にかなりの程度織り込まれてき

ている一方、円相場、株価についてはその程度はかなり落ちるものと思われる。従って仮に本日ゼロ金利解除を行なった場合には、円相場、株価が一時的に円高、株安に振れるリスクは残ると思われるが、反面材料出尽くしで不確実性が除去されるプラス面もあり、そのネガティブな動きは総じて限定的なものに止まる可能性が高いと判断できるように思われる。以上である。

速水議長

質問をどうぞ。

三木委員

8月は非常に取引が薄いのが故に、何らかのショックを受けた時にボラタイルになりやすいと言われているが、その辺についてどうか。二番目に仮にゼロ金利解除となった場合、ディレクティブに即して金融調節をきちっと実行できるか。三番目はその場合の相手先の財源の持ち方をどのように見たらよいか、その辺を説明してもらいたい。

山下金融市場局長

まず第一の点については、夏休み入りで為替も株も随分出来高が低くなっているのは事実だが、流動性が低いところで大きく相場が動くのはサプライズが起こった場合である。今回はこれだけ報道があり世の中が皆注目しているので、どちらの決定が行なわれるにしろサプライズではないので相場が跳ねることはないと思う。マーケットの人達もお盆休みにかかって迷惑だと言いながら、早目に休みを取って備えるなど色々対応している。ロシアの大統領がどうしたとか、流動性が低いところで突然大きな出来事が起こると、大きな相場変動がある訳である。今回の場合は前もって日程もセットされ、争点もこれだけ明確になっているので、流動性が低いことだけで相場変動が大きくなる心配はないと思う。

二番目の調節のコントローラビリティについては、私共としては大変

緊張している。なぜ緊張しているかという点と1年6か月にわたるゼロ金利で、市場参加者の資金繰りについての感覚が鈍くなってきていると感じるからである。そういう中で生損保あるいは信託等の機関投資家が普通預金等からかなりの流動性——恐らく10兆円程度——を一気に動かすのではないかと思う。仮に本日ゼロ金利を解除して、14、15日に生損保、信託等の資金が動いた場合には、混乱——マクロで資金がなくなる訳ではなく、ミスマッチの問題であって銀行は金利さえ上げれば巧く調達できる訳であるが、そういう大規模な資金移動を生じるプロセス——が起こるので14、15、16日位については相当慎重に対応していかなければならないと思っている。従ってもし仮に誘導金利が引き上げられるとしても、14、15日から例えば0.25%という誘導目標を直ちに達成できるかどうか分からない。既に昨日段階で5兆9千億円を供給し、恐らく今日も6千~7千億円供給する形で進めているので、14日はスタート時点から6兆5千億円になっている計算である。仮に、生保等の資金の大量流出でばたばたすると、14日も最初は相当の額を供給しなければいけないことになる。マーケットが落ち着いて、その後資金を段々吸収していくプロセスでレート・コントロールが可能となる訳であり、14日から直ちに0.25%にはならないかもしれない。つまり最初は混乱を回避するために大量の資金供給を行わなければならない可能性があり、従って一時的には金利は余り上がらない可能性もある。最初の1週間位は若干大目にみて頂きたい感じがする。

中原委員

先程の10兆円とは何か。10兆円は普通預金を引き出して動くお金か。

山下金融市場局長

然り。生保等はかつてコールで運用していたものをゼロ金利以降コールで運用しても0.01%にしかならないので0.05%のレートがつく普通預金で運用している。それは大手都銀1行当たり多分1.5兆円とか2兆円程度であり、それが一斉に抜かれる可能性がある。

中原委員

先程言っていた1兆円とは何か。

山下金融市場局長

前回7月会合の時には17日が決定会合であったので14日金曜日に生保が普通預金を引き出し混乱しかかったことがあった。そういうことが起きても対応できるよう1兆円位供給できる準備はしていると申し上げた。

速水議長

8月に減るといっているので調べてもらったが、そんなに減っていない。

三木委員

三番目のマーケット参加者の玉繰りの関係はどうか。

山下金融市場局長

質問の意味はオペ手段としてどれを使うか、オペ手段によってはネックが生ずることはないかという意味か。それは金利先高観があるので、資金はなるべく安いうちに確保したいという意欲が強まってきている。このため短国にしろレポにしろ、あるいは買入手形、どれを使っても十分の応札があり、問題なく必要な資金供給ができる形になっている。

三木委員

それは自信があるのか。

山下金融市場局長

はい。

中原委員

先程よく聞こえなかったが、8月10日のオペレーションは何か。最初5千億円でその後また5千億円を実行したのか。

山下金融市場局長

朝の段階で前日に対して当座預金残高を5千億円拡大するオペレーションを行なった。それでも睨み合って金利が上がる気配になったので、2月28日以来の追加オペを実施して5千億円の資金を供給した。

中原委員

合計1兆円実行したのか。

山下金融市場局長

当座預金残高を前日比1兆円拡大する調節を行なったということである。

植田委員

生保が普通預金から抜いても常識的にはインターバンクに出すのだと思うが、出すけれどもある種のミスマッチで混乱するのか。

山下金融市場局長

ミスマッチを起こすと思う。生保がオーバーナイトで出すのかあるいはCDを買うのか分からないが、多分金利の高いところに出しに行くので、抜かれる先と金利を高く出す先が一致するかどうかは分からない。

速水議長

他になれば、次に移る。平野国際局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

平野国際局長

それでは海外経済・国際金融の動向について説明する。まずこの間の概況を申し上げますと、海外経済は全体として米国経済の高成長にも牽引されて拡大基調を辿っている。金融市場では、米国経済が持続可能な成長経路に向けて減速傾向を辿るとの見方が一段と強まりつつある。アジアでは心配されていたインドネシア情勢も取り敢えずは小康を得ており、前回の決定会合時と比べて大きな変化はない。日本経済を巡る当面の外部環境としては良好な状態が続いている。

それでは米国経済をご説明する。図表1米国の主要経済指標をみると、米国景気は情報技術関連の設備投資を中心に内需主導の力強い拡大を続けているが、住宅投資や耐久消費財購入などの家計支出は鈍化している。米国の第2四半期の実質GDPは前期比年率で5.2%であり、第1四半期の4.8%に比べ伸び率を高めている。寄与度では個人消費の伸びが大きく鈍化している。それから9日に公表されたFRBのベージュブックを見ると、前回6月14日に比べて個人消費の減速を報告する先が広がっているとされている。一方8日に公表された労働生産指数統計によれば第2四半期の生産性が大きく伸びを高める下で、ユニット・レーバ・コストが低下する形になっている。物価ではCPI総合、CPIコアは、家計支出が減速しているとみられる一方サプライサイドで生産性の上昇が続いているため、物価情勢も取り敢えず小康を保っていると言えるのではないかと思う。金融情勢については、市場のインフレ期待が一段と後退して、米国の長期金利は国債、スワップ、社債いずれの利回りも低下している。FFの直近の先物金利は、8月22日に予定されている次回FOMCにおけるFRBの利上げ観測が一段と後退した姿を反映している。因みにFF先物金利から推計される次回FOMCにおける25bpの利上げ確率は約14%程度である。前回の決定会合時点ではこれが約50%であったので、利上げ観測が大きく後退している姿となっている。株価は、NASDAQとNYダウでまちまちの動きとなっている。NASDAQは一部ハイテク関連企

業の業績見通しの下方修正等があってやや波乱含みの展開であるが、NYダウについては金利の低下を好感して堅調に推移している。総じてみれば落ち着いた推移と言えるのではないかと思う。この間グリーンSPAN議長は議会証言において個人消費の減速に関し、株価の上昇一服とか家計負債の積み上がりといった要因を指摘している。しかし減速の持続可能性についてはなお確信が持てないとしているほか、労働市場の逼迫を引き続き指摘している。インフレ警戒的な姿勢を完全に解いている訳ではない。

続いてユーロエリア経済をご報告する。ユーロエリアの主要経済指標を見ると内外需とも幅広く拡大している。そうした中で生産も鉱工業生産の5月が前年比+7.2%、前月比+0.8%となるなど力強く増加している。こうした状況の下で物価は生産者、消費者段階とも原油高あるいはユーロ安の影響もあってじり高傾向を辿っている。例えば6月の消費者物価の前年比を見ると、前年比2.4%とECBが物価安定の定義としている2%以内の上限を6月は上回った形になっている。こうした状況の中でECBは6月8日の定例理事会で利上げを決定しそれ以降は政策金利を据え置きながらインフレ動向を注視する姿勢をとっている。

続いて図表3 東アジア諸国の主要経済指標である。一言で申し上げると、NIEs、ASEAN諸国経済とも全体としては好調を持続している。中国では輸出が非常に高水準で推移している。中国については、経済動向が若干心配だった訳であるが、輸出の好調にも支えられて第1四半期、第2四半期ともGDPベースでは8%台の成長を記録している。それから中国の物価は5月、6月と前年比プラスに出ている。こうした環境の中で中国経済のデフレ懸念は大きく後退していると思う。

図表9 エマージング諸国通貨では前回インドネシアの政情不安について若干触れた。現在も政情が安定している訳ではないが、経済改革に向けてのIMFとの合意に進展がみられた。こうしたことからインドネシア・ルピア安に一応の歯止めが掛かりつつある。取り敢えずは小康を得ている。しかしワヒド政権は引き続き不安定であり、今後の情勢については注意しておく必要がある。

速水議長

質問がありましたらどうぞ。

中原委員

平野国際局長はアメリカ経済は減速しているのか。

平野国際局長

1か月位前までは、マーケットは完全に減速シナリオを織り込んでいるが、実体経済から素直にみると必ずしもいわゆるソフトランディングに向かう証拠は十分ではなく警戒的にみておく必要がある、という報告をしていた。その後出てきた実体経済の色々な指標を合わせ考えると、割合バランスを回復するような——いわゆるソフトランディングの確率がさらに高まるような——感じになっていると思う。ただ第2四半期は個人消費は減速しているが設備投資は非常に強い、全体の総需要でみても前期比年率5%以上で走っている。アメリカの潜在成長率が上がっているといっても5%の総需要の伸び率は引き続き高いであろうと思われ、これが例えて言えば4%位に減速すれば全体としてさらにこのバランスが良くなると思うが、必ずそうなるというまだ十分な証拠はないなという感じである。個人的にはいわゆるソフトランディングの確率に対してこれまでかなり懐疑的であったが、最近ではその確度が高まっているのではないかとみている。

中原委員

物価についてはどうか。

平野国際局長

物価ではサービスのコアが引き続き高い上昇を続けていて、明確に鈍化する兆しはみえていない。ただ、コアの伸び率が加速する感じではなく取

り敢えず頭打ちの感じである。その背景には色々あるのだと思うが、一つは総需要が家計支出の減速を中心に多少鈍化してきていることと、生産性の高い伸びが続いていることがプラスに寄与してきているのではないかという感じがする。従って、物価についても従来よりは若干楽観方向で考えている。昨日サンフランシスコ連銀のパーリー総裁がCPIのコアについても鈍化する兆しがあると言ったやに伝えられている。何を根拠にそのように言われたのか、十分確認してみたいと思う。従来よりは私はややポジティブな方向で捉えている。

中原委員

ただ、実際の数字は3.7%位だから総合とコアのスプレッドが非常に大きくなっている感じがする。

三木委員

韓国のGDPが依然として二桁台の高い伸びを続けているが、韓国経済が在庫調整局面に入ってくるのではないか、あるいは軟着陸を狙って引き締め方向にいくのではないかといった辺りをどうみておくべきか。

もう一つは、アメリカ経済は報告にあったように個人消費が減速し、輸入を減らすことになる訳であるが、東アジア、特にタイとインドネシア、マレーシアは相当影響を受けるだろうと予想される。日本からみても輸出に支えられている構図は依然残っている訳だから、それぞれ内需拡大型の経済が堅調に続く方向になっているかが重要な問題である。その辺の動きをどのようにみるか。

平野国際局長

韓国経済については、韓国銀行の見通しによれば2000年は通年で8.9%位の成長になるとのことである。これは瞬間風速でみて一応上期は高いが、下期は若干下がってくるという見通しなので、いずれは調整局面になるかもしれない。ただ、韓国の輸出は引き続き好調で、特にITが良く伸びて

いることと、内需の面でも設備投資、個人消費が引き続き好調であるので、年内は何か大きな外部環境の変化が起こらない限り、一応韓国銀行見通しの線で走れるのではないかと思われる。一方でインフレの方は足許7月は2.9%と若干上がってきているが、韓国銀行がターゲットとしているインフレ率は2.5%±1%であり、今の状況で一応物価上昇率の通年予測が2%余りに収まるのではないかということなので、韓国銀行が急激な引き締めをせざるを得ないとか、そこで景気が崩れるといったリスクは相当低いとみている。それからASEANのうちマレーシアについてはIT関連の輸出が引き続き好調を保っていて経済見通しも上方修正されてきている。IT関連の輸出に大きな変動がない限り、マレーシアはまずまずそう心配する必要はないのではないかと思う。前からご報告しているとおり東アジアで先行き心配なのは政情不安のインドネシアと、同じように多少政局が不安定であり、不良資産の処理が遅れているタイがどうなるのかである。率直に申し上げてタイ、インドネシアは内需拡大の自律的な成長軌道に乗っているとは言えず、この二つの経済を支えているのは輸出ということである。タイはIT関連の輸出もそこそこあるので、輸出主導型のパターンで年内は持つ感じがするが、先行きには今後の政局とも絡み不安要素が残る。インドネシアはITをほとんど持っていないので最大のリスクはアメリカ経済の帰趨と政局であろうと思う。前回の決定会合位までワヒド政権がひよっとしたらこの夏場に重大な局面を迎えるかなと思っていたが、その後のIMFとの交渉進展、あるいは国民評議会におけるワヒド弾劾の回避がほぼはっきりしたので、前回の状況と比べると政局は小康を得ている。従ってルピアも一旦は9,500ルピアまでいったが今は8,500ルピア位と1千ルピア程強含んでいる。最大のリスク・ファクターは引き続き残るが、前回の決定会合に比べれば少なくなっている。ただ、アメリカ経済が今後どうなるかによって、アジア経済ひいては日本経済に大きな影響が及ぶことは事実であるが、そのアメリカ経済は、どちらかと言えばソフトランディングの確率を相当高めてきた感じがするので、そういう意味では良いバランスで動いているという判断をしている。

速水議長

それでは次に進む。村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告してもらおう。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

経済の現状評価について報告する。まず現状認識は前回と大きく変えていない。すなわち、純輸出は堅調な海外景気を背景に緩やかな増加傾向にある。公共投資は高水準で推移し、設備投資は増加を続けている。個人消費については、先月同様一部の指標にやや明るさが窺われるが、全体としてはなお回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資は横這いである。この結果、生産は増加を続けており、企業収益、業況感も改善を続けている。特に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っている。前向きの循環メカニズムがこのように強く働いている状況である。一方、家計の所得環境については、引き続き厳しい状況にある訳である。ただ、企業活動の回復の影響が家計部門にも一部及んでおり、夏季賞与の出足も前年水準を若干ではあるが上回っている。このように雇用者所得の減少傾向に歯止めが掛かっているというのが私共の判断である。先月はこの点、雇用者所得の減少傾向に歯止めが掛かりつつあると報告したので、判断を一步進めた形である。ボーナスについて後程詳しく説明するが、6、7、8月の合計でみて前年比プラスとなる可能性が高いと考えている。こうしたボーナスの動きと、これまでの所定内、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と思う。総括判断は、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、と前月と同じである。物価面についても前月と変わっていない。国内卸売物価は横這い、消費者物価は輸入品等の値下がりが続いており総じて幾分弱含み、企業向けサービス価格は通信料引き下げ等から小幅な下

落、といった状況である。

次に先行きについては、景気回復の持続性を考えるうえでの焦点は、今後公共投資が減少に転じていくとみられる下で、他の需要がこれを克服できるかどうかである。輸出あるいは設備投資の増加傾向には、これまでのところ判断を変えるような材料は窺われていない。個人消費については、今後賃金の緩やかなプラス傾向が定着していくと考えられることから、いずれ緩やかな増加に転じる可能性が高いと考えている。生産については、私共のミクロヒアリング等の結果でいくと、7~9月も増加を続ける見込みであるが、予測指数の2.9%までは達しないとみている。10~12月についても、公共工事の減少を反映して減速はするが、なおプラスの増加傾向が続くと考えている。一方、最近の株価下落をきっかけとして、企業および家計の行動が慎重化することも考えられるが、今のところそうした兆候はみられていない。次に物価の先行きの方も基本的には変えていない。国内需給バランスの改善傾向が今後も持続すると予想している。こうした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と判断している。ただその他の要因に着目すると、技術進歩が一定の幅でマイナス方向に影響するし、流通合理化、あるいは規制緩和の影響も物価を引き下げる方向に働くとみられる。結局、各種の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ように予想している。

図表9 設備投資の機械受注は、6月分が公表になり前月比+14.4%と非常に大きな増加となっている。この結果、4~6月の仕上がりでは前期比+3.1%と4四半期連続の増加となった。また今回発表された7~9月の業界見通しは民需全体で+10.7%と二桁の増加見通しになっている。次に建築着工床面積は4~6月前期比-1.9%と若干マイナスをつけているが、10~12月、1~3月と二桁の伸びが続いており、その反動減の色彩が強く実勢はなお強いと読んでいる。一般資本財出荷は4~6月前期比-1.9%とマイナスになっているが、1~3月に+7.5%とかなり大きく増えており、これは大型コンピュータの出荷、あるいは発電設備の出荷の反動と理解して

いる。

図表 12 個人消費関連指標では、一部耐久財等を中心に明るい動きもみられるが、弱めの指標もあり、全体として回復感に乏しいとの見方を変える材料はまだ揃っていないと考えている。強い指標を紹介すると、家計調査、消費水準指数の方は4~6月前期比+3.8%となっている。ただこの中では、自動車が相当伸びており、交通・通信全体で16%も伸びている。これは実勢より高いと思うので、その分割り引いてみる必要はあるが、これを差し引いてもそこそこの伸びを確保した。また家電販売についても、堅調な伸びが続いている。パソコンに加えて、デジタル家電、エアコン等が売れている。また旅行取扱額も比較的強い指標となっている。一方で弱い指標は全国百貨店売上高、全国チェーンストア売上高であり、衣料品を中心に4~6月は前期比マイナスになっているし、7月以降の私共のヒアリングによっても中元、ボーナス商戦が前年割れを続けるなど、比較的低調な動きになっている。なお、自動車販売については、6月にかなり大きく増えた後、7月は反落しており、振れを均すと一進一退と考えている。このようにデパートを始めとして、伝統的な販売統計については弱い訳であるが、こういった統計については、業態としてのシェアが低下している可能性もある。そこで今回供給面からチェックしてみた。図表 15 で供給面からみた消費として消費財の輸入、消費財の国内出荷の実質ベースを見ると、輸入品は99年頃から相当な勢いで増えており、例えば6月の消費財輸入の前年比は18%前後に達している。一方、名目値は6%前後しか伸びておらず、結局輸入物価が12%位下がっている形である。従って、主として実質ベース、数量ベースで増えている。また国産品についても緩やかながら改善傾向にある。特に耐久消費財を見て頂くと、耐久消費財は明確に国産品も上向いている。ただ、非耐久消費財は国産品が低調である。勿論こういった分析は、出荷統計、あるいは輸入の通関統計を基にしており、在庫を考慮していないので、一定の限界があることは確かである。ただ一つ言えるのは、少なくとも消費の実態については、デパートあるいはスーパーの販売額等から窺える程の弱さではないことであると思う。

図表 16 消費者コンフィデンスは、6月は、区々の動きとなっている。ただ全体として言えることは、株価がこの4月以降下落した割には比較的落ち着いた動きであることである。その落ち着いた背景を、図表 17 消費者コンフィデンス指数の内訳でみると、指数を上を引っ張っているのは雇用環境の改善である。特に最近では新規求人が増えていることもあり、これがプラスに効いている。日経消費予測指数でも同じような傾向である。このようなことから考えると、個人消費が先行き下振れするリスクは小さくなってきている可能性が高いと思われる。また乗用車は95、96年にRVの新車はかなり売れ、それがそろそろ買い換え期に向かっている。こういった潜在的な買い替え需要が見込めるものもあるので、個人消費は今後雇用者所得の増加が明確になるにつれ、緩やかながらも増加に転じる可能性が高いと考えている。勿論、株価の下落が続く、あるいは業況不芳先の倒産が続くといった場合には、雇用・所得環境の悪化に対する不安が再燃して、消費者コンフィデンスが慎重化する可能性も考えられるが、今のところそのような兆しはないということである。そこで、雇用者所得についてみてみたい。図表 26 賞与については、6月の特別給与は毎勤ベースで調査産業全体で前年比+1.7%になった。業種別の寄与度でみると運輸、通信、卸小売の寄与が大きい。ただ6月の特別給与の支払は、全体で約5割である。残りは7月4割、8月1割という形で出てくるので、問題は6、7、8月と合計した場合にどうなるかである。この点、大企業500人以上については、前年比-3.7%と、これまでの各種調査が物語っているように前年を割れている。ただ、例えば5~29人の事業所では前年比+5.6%となっており、いわば中小企業を中心に前年を上回っている状況である。そこで規模別の夏季賞与の支給パターンをこれまでの実績でみると、この5~29人の事業所は、6月よりもむしろ7月に支払われる割合が多い。従って、仮に中小企業の方が前年を上回っているのであれば、恐らく7月のトータルも前年を上回る可能性が高く、こういったことから考えると、6、7、8月の合計でも前年比プラスとなる可能性が高いのではないかと考えている。先程申し上げたように、所定内、あるいは所定外給与は既に前年

水準を上回っている。こういったことを考え合わせると、雇用者所得はここにきてほぼ下げ止まったとみることができるのではないかと思う。

次に、図表 22 在庫の関係で一点付け加えておきたいと思う。一部には今後在庫調整局面に向かうのではないかという見方もあるが、その根拠は生産財の在庫循環図である。出荷はかなり伸びている。一方で、最終需要財の方は生産財に比べて出荷の伸び率が低く、この生産財の在庫も増加している。こういったところから、生産財の在庫調整が起こるのではないかという見方に繋がっている訳である。ただ、私共はそういった見方をとっておらず、生産財を電気機械とその他のものに分けて考える必要があると考えている。生産財、除く電気機械生産財をみると、在庫は前年比まだマイナスである。すなわち在庫抑制スタンスを維持しており、いわば電気機械を除くと非常に慎重な在庫投資スタンスが続いている。一方、電気機械生産財を見ると、在庫はプラスであるが、出荷も大きくプラスになっている。これは、需給が逼迫している中で、今後の米国のクリスマス需要を前にして、在庫を積み増している局面である。こういったことから考えると、先行き生産財全体で在庫調整が起こることは今のところ考え難いと判断している。ただ半導体については、世界的に能力増強投資が行なわれている。従って、やや長い目でみると、これまでのいわゆる半導体サイクル同様、需給バランスが崩れるリスクが今後ないのかどうか、注意深くみておく必要があると考えている。ただ足許をみるとそのような兆候はない。

最後に物価について一点申し上げる。図表 42 消費者物価については、前年比若干のマイナスが続いているが、輸入とその他の消費に分けてみると輸入および輸入競合商品は前年比のマイナス幅が足許も拡大しつつある。一方、その他消費、すなわち国産品の方は前年比がまだマイナスではあるが、マイナス幅が落ち着いてきている。従って、商品が前年比マイナスを続けているのは、主としてこういった輸入および輸入競合商品の値下がりによるものと言えるかと思う。私の方からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

村田大蔵総括政務次官

賞与に関し、人事院勧告が8月15日に発表される。周囲の状況からみて、昨年もそうであったように、公務員に対してはむしろマイナスの状況ではないかと思っている。公務員の賞与についての評価はどのようにみればよいか。

村山調査統計局長

公務員それから一部の公益企業、例えばNTTといったところは前年比マイナスであるとみている。NTT等についてはこの調査に既に入っているし、これに入っていないのは、ご指摘の公務員がある。ただ、そういったものを含めたうえでも、全体として僅かながらプラスになるのではないかと思う。少なくともマイナスにはならないと今のところ判断している。

中原委員

中小企業の設備投資の見通しについて、私は執行部の見方は強すぎると思うが、何か裏づけるデータはあるのか。

村山調査統計局長

典型的な先行きの見通しに関するデータとしては、一つは私共の短観、それから中小企業金融公庫、それから大蔵省の調査といったものがある。これはいずれについても、かなりの伸びが予測される内容になっている。問題は如何なる理由でそのようなことになっているかだと思う。一つはまず製造業については先程申し上げたように、大企業を中心にいわゆる電気機械関連の設備投資、能力増強投資が行なわれており、これが中小企業の関連業種にも波及しつつあって、こういった業種を中心にかなり高い伸びが期待される。一方では、非製造業の中小は97年から98年にかけて、クレジッ

トクランチということで設備投資をいわば収益の状況に見合う以上に削った訳である。その分いわばペントアップ・デマンドが溜まっていたということで、昨年の央以降からそういったものが出てきていると思う。その背景としては、金融環境が一時に比べれば公的資本注入等により改善しつつあることと、自らのキャッシュ・フローが今増加しており、全体としてみると、財務リストラを続けながらも設備投資を行なえる状況になるということで、そういう背景の下に現在かなり強めの計画になっていると理解している。

速水議長

図表 24 の雇用をみると、5、6月と求人が3割近く増えている。製造業も非製造業も大幅な増え方だと思うが、雇用者数ではそれ程増えていない。やはりまだミートしていないということなのか。

村山調査統計局長

図表 25 に新規求人数についての内訳のグラフがある。3割近い伸びの内訳をみるとサービス業、それから卸小売、製造業の順になっている。ただサービス業といっても、例えばプログラマーといったいわゆるIT関連も多いし、また比較的若年層に求人が集中している。一方では、中高年を中心にかなりの失業者がいる訳なので、今指摘があったようにそこには需給のミスマッチがあると思う。これはいわば職种的、あるいは年齢的な面でミスマッチがあるということである。従って、新規求人は増えているが、それがなかなか雇用に繋がらないことは事実である。私共も求人はこれからも回復すると思うが、だからといって直ぐに雇用者数が増えていく訳でもないところは慎重に考えている。

速水議長

この勢いであれば、最近の流れのように失業率は下がっていく。

村山調査統計局長

失業率については、今申し上げたような状況の下で、急激な低下は期待できないと思うが、そうはいつでも恐らく今がピークで、これ以上どんどん上がっていくこともないと考えている。

速水議長

この勢いであれば一時と違って所得、雇用は余り心配する必要はないと思う。

村山調査統計局長

先程消費者のセンチメントで説明したように、アンケートをみても雇用不安は一時に比べれば和らいでいることは事実である。

三木委員

河出経済企画庁調整局長、図表 22 の在庫循環の動きは経済企画庁ではどのようにご覧になっているのか。

河出経済企画庁調整局長

私共は生産財は今のご説明と同じような認識をしているが、最終需要財がまだ必ずしも捗々しくないことは生産が好調な中で注意しておく必要があるのではないかと思っている。

速水議長

他になければ次に移る。雨宮企画室企画第 1 課長から最近の金融環境について報告してもらおう。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室企画第 1 課長

最近の金融環境の現状評価について説明する。まず概況では資金仲介活

動と企業の資金需要、貸出動向に関する評価は全く変えていない。ヒアリングベースでは一部で資金需要が下げ止まりつつあるというような情報も得られているが、現段階ではまだ見方は変えていない。それから社債・CP市場の動向は基本的には好環境を維持しているとみている。先程市場局長から説明があったとおり、いわゆるそごう問題の影響が社債の流通市場で極く一部にみられたが、発行面ではこの1か月影響はみられていない。この間、マネーサプライは引き続き横這い圏内の動き、企業の資金調達も大きな変化はない。企業からみた金融機関の貸出態度DI等をみると、引き続き厳しさが後退する動きになっている。

以下特徴点だけ申し上げる。図表1クレジット関連指標では5業態の貸出残高が前年比で5月-2.2%、6月-2.1%、7月-2.0%とほぼ横這い圏内で若干マイナスが縮まる動きになっている。その中で地銀が5月-0.1%、6月0.4%、7月0.9%とマイナスからプラスに転じているが、これは実は預金保険機構向けの貸出が増えたためである。ただ、この要因を割り引いてもマイナス幅がどんどん拡大する状況ではなくなりつつある可能性がみえてきている。市場局のヒアリング調査によっても、極く一部ではあるが、半導体、あるいはアジア向け輸出が伸びている素材等の業種で新規の資金需要が下げ止まりつつあるようなヒアリング結果も得られている。ただ、新規需資が若干出ても返済圧力が非常に強いので、残高が急速に回復することにはならないと思われる。図表2で償却要因等調整後の前年比をみると、97年暮れから伸び率を大きく下げてきて、ここ数か月-2%位でマイナス幅としては横這いの動きに転じている。この辺、市場局のヒアリング情報等を含めてもう暫く点検していきたいと考えている。次に直接市場では、図表3CPの発行残高については、7月にCPレートの上昇があり、発行手控えがあったが、特に大きな動きではない。社債発行額は5、6月と比べて7月に3,594億円と突然大きく落ち込んでいる。これは個別に案件を全部調べてみたが、特にそごう問題等でローンチを止めたといったことはなく、偶然7月末に発行が集中したので、払い込みベースでは8月に数字が出てくるということのようである。ただ社債

の発行の伸びも少しずつ下がっている状況である。図表4 貸出、資本市場調達全部含めた民間部門資金調達も達観してみれば97年から本年の春先まで伸び率を大きく下げた後、足許、マイナス幅としては横這いの動きを続けている。

次に図表5 マネー関連指標では、まずマネタリーベースは、6月6.4%、7月5.8%と銀行券の伸び率の低下を主因に引き続き伸び率を低めている。この春先に、銀行券の伸び率は専ら郵貯の手許現金の取り崩しから低下した。これは5月までに一段落しているとみているので、足許での銀行券の伸び率低下は、いわば機会費用低下に伴う要因の出尽くしによるものとみている。

それからマネーサプライは、6月のM2+CDの伸び率1.9%に続く7月は2.0%と若干伸び率を上昇させたが、総じて2%前後の横這い圏内の動きである。広義流動性についても、6月2.9%がリバイズで3.2%になっており、7月も3.2%ということで横這い圏内の動きが続いている。

企業周りの金利関係のうち、図表11 新規約定平均金利は6月までしか数字が出ていないが、長期、短期とも横這い圏内の動きが続いている。若干気になるのは、図表12 スプレッド貸出のスプレッドの短期が、2月以降上がっているようにみえることをどう評価するのかである。一つ留意しておくべきは、今年の2月から3月にかけて短期のスプレッドが非常に下がったのは、3月期末に向けて、一部で関連子会社向けに相当低利のスプレッド貸出を実行したためである。ただそれを除いても、足許若干強含んでいるようであるが、これは都銀が平均的にスプレッドの厚い中小企業向け貸出を増やしていることに伴う構成比の変化によるものである。仮にスプレッドの上昇が金融の逼迫を示すとすれば、様々なDI調査が悪くなるはずであるが、最近のDIをみると、7月分の新しい指標が出た中小公庫と商工中金のうち中小公庫の調査は7月+20.1%と5、6月に比べて引き続き改善傾向にある。この+20.1%という数字は実は97年11月の27%以来の高い数字である。因みに97年11月は、金融システム不安がまさしく爆発した時で、11月は27%であったが、これが12月には突然19%ま

で落ち込み、その後どんどん落ち込んだ時期である。計数的にはそうした金融システム不安期の直前位まで中小企業からみた金融機関の貸出態度判断は戻っており、資金繰りDIをみても同じような傾向である。

図表 18 倒産件数は、4月 1,562 件、5月 1,521 件、6月 1,538 件と原計数でみてほぼ横這い圏内の動きである。季調済の計数でも4月 1,508 件、5月 1,442 件、6月 1,531 件と足許横這い圏内の動きである。大きくみると昨年特別保証制度の効果が切れた辺りから増えている傾向には変わらないが、足許大きく増えている訳ではなかろうかと思われる。それから業種別の特徴では建設業が増えており、例えば建設業のウェイトが4月の31%から6月35%、件数も490件程度から550件弱へと増えていることが特徴である。次の図表 19 で倒産件数 1,500 件位のイメージを掴んでもらうと、98年7月の直近ピークが1,819件で、これは歴代6位の倒産件数であり、ピークは84年の何月かに1,965件というのがある。倒産の一番多かった頃はその位の件数である。私からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原委員

最近では負債の総額が著増しているのではないのか。

雨宮企画室企画第1課長

大型が増えているので、負債総額が増えている。

村田大蔵総括政務次官

倒産件数横這いというように言われる根拠は何か。

雨宮企画室企画第1課長

倒産件数についてまず1、2年のタームの長い傾向としては、昨年の春

位から少しずつ増える傾向にあり、その傾向は続いていると思われる。ただ足許その傾向から離れて急速にピッチが速くなっているかということ、それはない。図表 18 は私共の内部で作っている数字であるが、倒産にはもの凄く季節性があるので、季節調整した数字でみると、足許 4、5、6 月は 1,508 件、1,442 件、1,531 件というように、1,500 件内外で動いている。この後これがずっと続くかということ、特別保証制度の効果が薄れてきてから漸増傾向にあり、リストラや産業構造の変化といった動きもあるので、恐らくじりじり増える傾向が続くとみておいた方がいいとは思う。ただ、足許大幅に増えている、そのピッチが高まっている訳ではないだろうとみている。因みに民事再生法の件数も 50 件内外でほとんどこの 3 か月変わっていない。勿論中身で大きいものが出てきたというのは質的な違いがあるかもしれない。

中原委員

50 件というのは、月 50 件か。

雨宮企画室企画第 1 課長

月間である。累積では今申請件数が確か 300 件位になったと思う。それがこれから少しずつ毎月毎月出てくる格好である。

速水議長

建設業 35% というのは断然多い。

雨宮企画室企画第 1 課長

昔から数字としては建設業がいつも一番多く、沢山倒産するし、沢山新規参入してくる産業であるが、足許若干それが増えている印象がある。ただこれを評価するのはそれこそ先行き 10 年、20 年の日本経済のコースをどう設計するかとの関係で評価する必要があると思う。

中原委員

下期に公共事業が減れば、目先倒産は増える。

雨宮企画室企画第1課長

倒産件数は増える。ただ、倒産を評価する時は、それによって消費者コンフィデンスが悪くなるかとか、雇用にどの程度影響を与えるかなどを合わせて評価することが必要になる。

中原委員

M2+CDの見通しはどうなっているのか。

雨宮企画室企画第1課長

見通しは今のところ4~6月に続き、7~9月も2%前後であるので、足許2%であるから、一応そういうラインで走っていることになる。

中原委員

年内横這いか。

雨宮企画室企画第1課長

実勢はそうみている。なぜ実勢と申し上げるかということ、年末にはまた例の郵貯シフトが10月から始まるので、ややテクニカルな要因で少し上に振れる可能性があるからである。今のところは資金需要に若干変化の兆しのようなものがあるが、仮に新規の動きが出たとしても残高が大きく伸びる状況ではないので、なかなか横這い圏内から上にも下にも振れ難いのではないかとみている。

山口副総裁

今の資金需要環境の中で、コールレートが僅かばかり上がった場合、貸出金利はどうなるのか。

雨宮企画室企画第1課長

まず短期プライムレートは、コールが僅かばかり上がることにより、ターム物も若干上がるであろうから、上がる可能性はあろうかと思う。もう一つはスプレッド貸出のウェイトが相当増えているので、当然それも若干上がることになる。しかし、今申し上げたとおり、新規の貸出量自体が非常に小さくなっているため、ストックベースの約定平均金利に反映するスピードは非常に遅く、いわばストックベースでの企業の借入金利に反映する程度は非常に小さいと思われる。

山口副総裁

上げようとするのと却って返済圧力が強まることもある。

雨宮企画室企画第1課長

そうかもしれない。

速水議長

預金金利はどの位上がるのか。

雨宮企画室企画第1課長

仮にコールレートを0.25%上げたとして、単純に98年の2月の前の世界に戻ると考えると、流動性預金で0.04%、全体で0.1%上がるか上がらないかといった程度だと考える。

速水議長

90年以降の10年間ずっと下がり続けていた預金金利がここで初めて上がることに意味がある。

中原委員

貸出のスプレッドはどうなるのか。

雨宮企画室企画第1課長

それは今山口副総裁から指摘があったとおり、スプレッドは基本的に需要と供給の関係で決まるので、資金需要が強くない状況であるから、仮に調達金利が上がったとしても、それをどの程度転嫁できるかというところ、やはり資金需要の強さとの関係になる。その意味では環境は決して良くない情勢と思っている。

中原委員

銀行の収益は悪くなるのか。

雨宮企画室企画第1課長

それは幅というかマグニチュードによるが、元々0.0幾つの世界の寄与が大きいとはみていない。

山口副総裁

先程の新規貸出が小さいというのは、ストックに対してフローを比較した場合のことか。

雨宮企画室企画第1課長

そうである。

三木委員

スプレッド貸出が大きくなっているというが、スプレッド貸出で対応できるところは貸出先として良い方なのか。

雨宮企画室企画第1課長

言われるとおりであります。

三木委員

そうした先に対するスプレッドは實際上全く貸出の需給バランスになってしまうので、貸出需要の欠しい中ではスプレッドが大きく上がるとは思わない。それよりも短プラがどれだけ跳ねるかであろう。短プラで借りざるを得ないのは、中小企業の力の弱いところであるから、その方が問題ではある。スプレッド自体は問題ないと思う。一頃はスプレッド幅拡大の動きがあったが、今はほとんど動いていない。約定平均金利が上がっているのは全く構成比によるものだと思う。

速水議長

それではこれで説明を終わる。7分休憩をする。10時45分から再開する。

(午前10時38分中断、午前10時45分再開)

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは再開する。これまでの報告等を踏まえ、政策委員会としての検討を行なって参りたい。本日の討議の形式はいつものとおり最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂く。次いで自由に討議頂き、その後で、金融政策運営に関してもう一度順番に意見を頂戴して討議して頂く。そして最後に政府から出席の方々から意見があれば承るという順で進めていきたいと思う。

まず、金融経済情勢について意見を頂くが、一人10分程度を目途にポイントを絞ってお願いしたい。その後の議論の時間をなるべくとりたいたいと

思うので、効率的な議事運営に協力をお願いしたいと思う。本日は武富委員からお願いする。

武富委員

まず経済情勢一般について、極く簡単に申し上げて、その後で今やや懸念材料として念頭におかれている消費と資産デフレの後遺症のようなことについて産業界がどのようにみているか申し上げたいと思う。もし時間が余れば、先行きに対する意味合いとしてITの利用がどのようになっているかも申し上げられればと思っている。

経済情勢一般については、月次で出てくるマクロの経済指標からみる限り、フローベースの経済は、企業先導で回復している傾向が続いている。6月までに出た月次の指標を4~6月のGDPに翻訳し直した場合、1~3月対比4~6月も幸いプラスになれる可能性が出てきたと思う。勿論先行きGDPがどう出るか予断は許さないで、断定的には言えないが、実勢としては1~3月対比4~6月は前期比プラスの経済の走り方であったと思う。現実に民間の有力二大調査機関も4~6月のGDP予測をしており、一応前期比プラスと出ると思う。焦点は先行きであるが、企業先導型の回復パターンからみて、機械受注等の相当強い数字、あるいは先行きに関する産業サイドの予測からみると、当面半年位の間このパターンが持続する可能性がかなり出てきたと思う。それから個人消費は一進一退の基本パターンにそう大きな変わりはないかもしれない。雇用者所得は先程報告があったように、小じっかりしてきているから、消費マインドに悪影響を及ぼすような要因がなければ少しずつ切り上げていけるというような意味で、今の流れが続く可能性は十分あると認識している。

以上がマクロ計数からみた判断であるが、とかく世の中ではマクロ指標と実感の間にずれがあるので、相当幅広く産業界にヒアリングしてみた。大手商社2、3社から聞くと、社内各部門の売上・収益いずれも前年を上回っているとのことである。それから、総合化学メーカーというか、多角経営をしているある大手企業では、石化、繊維等のオールドエコノミー、

半導体関連部品、医薬品等のニューエコノミーいずれの部門の設備投資額も前年比大幅プラスの計画とのことである。これはどちらかというとも良い部門の会社かもしれないが、今のマクロの状況はマイクロベースでもある種確認できる。それから、マイクロ・セミマクロにおいて毎回報告している荷動きからいっても、少なくともフロー経済の今の比較的良い流れが十二分に反映されていると思う。毎回申し上げる高速道路の通行台数は6月も前年比で伸びており、11か月連続でプラス、四半期ベースでも4期連続でプラスである。例えばトラック輸送の混載便は5月前年比+7.9%と消費税駆け込み前の仮需があった97年3月の10.3%という伸び以来の高い伸びだそうである。それから、宅配便も5月は11.1%ということである。この1~3月期の宅配便の伸びは、バブル時代の89年1~3月期以来の高い伸びであったが、足許4、5月の走り方をみると、1~3月に近い伸びを確保できそうな様子である。このような荷動きは、当然生産・出荷活動がマクロ指標で比較的良い状況にあることの反映であるし、企業が色々販売努力をしていることの反映でもあると思う。大手10社ベースの広告売上高も6月は13.7%と非常に高い伸びになっており、かつ9か月連続の増加である。それから、航空貨物も伸びていると聞いているし、海運の方も外貿関係は非常に高い伸びになっている。問題のバルクキャリア等についても鉄鉱石とか石炭等の輸入を始め、去年の7月以降伸びてきていると聞いている。国内の生産や設備投資活発化の象徴的な表われとして業界の人は粗鋼1億トン体制の久し振りの復活が物流面へ波及しているような印象を持っている。また、人の動きについても、航空旅客、レジャー関係は去年の7月から、ビジネス関係も今年の2月から伸びてきているとのことで、荷動き、人の動き、それぞれ先程申し上げたマクロのフロー経済の改善傾向の明確化をマイクロベースでもセミ・マクロベースでも確認できる。

問題は、そうはいっても実感がないという方がいることで、これもむべなるかなのところはある。消費がかつてのような手応え感、盛り上がり感が乏しいと皆さん指摘される訳である。一様に指摘されているのは、将来に対する雇用、年金不安である。年金受給者も年金を貯蓄に回してしまう

とか、金利収入がないので、元本には決して手をつけない防衛的な態度になっている。それから非常に質と値段に対してコンシャスで無駄な消費はしないという姿勢も変わっていない。例えばここで紹介するには小さいアネクドータルエビデンスであるが、まぐろの値段が下がっているようである。昔であると値段が下がるとさく単位でかなり買い込む人が多かったが、最近では値段が下がっても切り身で買って行くようであるし、同じことはパンについても言えるそうである。昔は消費者は一つ、二つ余計に買っていたが、今は本当に必要な物を必要な時に必要なだけしか買わない。これがもうパターンとして定着していると思う。それからよく値段が通らないという話を聞くが、実質はマイナス的イメージではなく、嗜好の変化や流通チャネルの変化を反映している。例えばお酒をとってもビール、清酒、ウィスキーから発泡酒、チュウハイ、カクテルというように嗜好が移って、移った方の物の値段がそもそも安いということがある。それからこういうものの販売チャネルも近所の酒屋さんから値引きをする量販店へという流れになっている訳で、決して消費自体が強いとか弱いことを反映している訳ではないと思う。それから、いわゆる製造小売業で安い物、良い物を売っている訳であるが、そういうところで買えない物をデパートで買うという回帰現象も一部にみられるし、100円ショップならぬ300円ショップが出てきて、相当良い物が買えるというような方向になっていることもある。さらに消費者は決して値段にコンシャスなだけではない。最近ミュールという女性の履く流行のサンダルがあるそうであるが、これはどのような値段でも人気があって買って行くようである。色々聞いてみると消費性向が大きく上がるためには、何か新しい時代を予感させる、あるいは実感できる状況が必要と思う。これは私が言ったのではないが、聞いた方々の感じではこの中には政治等も含まれると言っていた。バブルを知らない世代が今住宅取得世代に入っているが、この世代の人達が住宅を買う場合には、住宅取得に合わせて消費についても良い内容の物を買うので、相当の熱気もあると聞いている。消費者が望む物を作り出す能力が供給側にあれば、所得の増加と共にある程度ニーズのマッチングが可能なのではないかと

いうことである。

資産デフレは色々な心配がある。先程もあつたように、民事再生法適用企業が増えるというような指摘は大手都銀筋からも聞かれる。大手ゼネコンから色々な再建計画が出ているが、ともかく受注量がバブル期に比べると半分位に減っている中で再建計画が巧くいくのかどうかと心配する優良大手ゼネコンもある。それだけに再建計画そのものが超長期再建計画になって、むしろより現実的な気もしないでもない。こういう基本的な問題はあつたが、資産デフレとの絡みでつとに聞かれる不振 3 業種でも、先程言ったフロー経済の活発化の良い流れが波及してきている。ゼネコンも今年の年明け以降、設備投資の活発化を受けて、民間からの受注は増えている。それから不動産業者も今のところはいいい感じが出てきており、例えば不動産業者の業況判断DIは、住宅・宅地・分譲業者のDIがプラスに転じているし、ビル賃貸業および不動産流通業者のマイナス幅も縮小している。マンションの購入者も極めて実需に基づいた慎重な客であるけれどもニーズを巧く取り込むとかなり売れるので、例えばインターネット接続を標準化して、かなり安い均一の接続料で提供するような工夫もなされているようである。流通も悪い悪いと言われているチェーンストア業界でも来店客数は増えている。問題は買入客数であるが、これも数のうえでは前年を上回り出した大手チェーンストアもあり、売り値は伸びないが売上額としては前年とんとは確保できるような格好である。そごうの問題は前回申し上げたように、一応その限りで収まっているし、全国を飛び回っているような人の話によると、地元の商店街では大手流通があのような形になると、自分達にとってはプラスだというような受け止め方もあり、パニックは地方でも広がっていないとも聞いている。以上のようなことでフローについて言えば、かなり良い経済状況になっていると思う。

速水議長

次に山口副総裁お願いする。

山口副総裁

前回の決定会合で委員会の大勢判断として、わが国の景気は企業収益が改善する中で設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復しているという認識まで来たが、その時までもう少し最終的な詰めを要する、という認識も同時にあった訳である。その点を中心に考えてみると、雇用・所得環境の評価であろうし、それをマクロ経済の展望の中でどのように位置付けることができるかという問題になると思う。雇用・所得環境は、先程説明があったとおりであり、雇用はまだ下げ止まったとは言い切れないと思う。労働需給に改善の兆しが出てきているから、今後期待を持てる要素が出てきていると思うが、この時点ではまだ雇用は若干減少している。一方で賃金の持ち直し傾向は、それなりにはっきりしてきたと思うので、両者の積である雇用者所得でみると、下げ止まってきたように思う。従って、消費者心理が何か別の要因で冷え込むことがなければ、消費も極く緩やかにこれまでの一進一退から多少は抜け出す可能性が出てきたように思う。ただしそうは言っても、いわゆるダムから下流に向けての放水量が目立って増えるとは、今暫く期待し難い環境ではないかと思う。この程度の雇用・所得環境の改善で、マクロ経済の成長がどの程度自律的に回転していくことが可能であろうかというのが、私共にとっての判断の眼目であろうと思う。これまでの調査統計局エコノミスト諸君の見通しでは、仮に米国経済の急激なスローダウン等々の外部環境の急速な悪化が避けられるとするならば、雇用者所得が極く小幅に増え出す位のことでも、今年度は設備投資主導で2%程度の経済成長が可能であろうといった見方であったと思う。設備投資に関係する動きとして、例えば機械受注の大幅な増加傾向であるとか、外部環境が引き続き極めて好調であることを合わせ考えると、調査統計局のみているような経済の動きと、今のところ整合的な指標が出てきていると思う。従って、需給バランスの緩やかな改善を展望して良いのではないかと考えている。

物価については、特に大きな変化が生じている材料はないと思う。現在は卸売物価が若干の前年比プラス、C P I が若干の前年比マイナスという

ことで、ほぼ横這い圏内の動きだと思う。横這い圏内というよりは、今後指数としては幾分弱含みで推移する可能性の方がどちらかといえば高いのかもしれないが、民需について申し上げたような認識で概ね宜しいとするならば、需要の弱さによる物価の弱さは、大体解消しつつあると思う。それでも物価が指数的にみて幾分弱含みで推移するならば、円高の時間差を置いた影響のほかに、技術進歩要因とか流通構造の変化要因による部分の方が大きいのではないかと思う。

後は前回の会合でもう一つ問題にした、いわゆるそごう問題の尾の引き方であるが、これも私は事務局の報告とほとんど同じ評価をしている。幸い金融システム不安的なメンタリティーにはならず済んでいると思うし、その点は銀行株がそごう問題勃発直前の水準までほぼ戻していることによって確認できると思う。その点では97、98年頃の金融システム環境とは大分変わってきているように思う。株価については、調整局面がなお続いているが、金融システム不安がそれを引き起こしているというよりは、例えば日本のガバナンスの在り方に対する海外勢からのなにかの不信感であるとか、あるいはNASDAQに連動した国内ハイテク株の調整といった要素が強くなってきているように思う。株価が下がるリスクがないのかと言え、何とも言えないと申し上げるほかないが、ただ短観その他の網羅的なデータのほかに、最近出ている色々な企業業績の発表状況をも、企業業績の好調振りを大体確認できると思う。これが続いている限り、時間の流れの中で業績の一層の改善が株価に反映されていくであろうと考えている。そういう意味で、いわゆるそごう問題の取り敢えずの落ち着きどころは見えてきたのではないかと思っている。いわゆる大型倒産、あるいは有名銘柄の破綻は、今後表面化し、それが色々な形で経済に悪影響を及ぼすのではないかとの見方がある。そういうものが表面化する可能性は当然あると思うが、最近の一部ゼネコンの債権放棄を巡る報道——これは事実そうであるもの、あるいはルーマーに過ぎなかったもの、両方あるようであるが——が出た時の株価の反応振りは、どちらかといえば若干上がる反応であったと思う。これはどのようなことが起こり得るかにつ

て、非常に示唆的であったと思う。よく取り沙汰されているような銘柄の破綻が表面化した時にプラスに働くかマイナスに働くか一概に言えないと思うが、むしろ問題はサプライズなものが出てくるのかどうかではないかと思う。過剰債務の問題、金融機関からみれば不良資産の問題というのは、なおかなりのプレッシャーとして日本経済の中に残っているように私自身は思っている。ただ近い将来このようなものが何か集中的な問題を引き起こして、金融システム不安をもう一度惹起するという可能性よりは、もう少し息の長いプレッシャーとして日本経済に作用し続けるとみている。そういう意味ではこれは息の長い構造問題であり、金融政策としては、結局のところ経済がそのような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、物価がどのような変動を辿るかを基準に運営していけばよいのではないかと思う。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

私は前回の会合でデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に立ち至った旨の見解を述べたが、その後今日まで公表された経済指標はこうした見方を裏打ちするものであったと思う。概略を申し上げますと、設備投資動向は、先行指標である機械受注が6月にかなり高い伸びを示し7~9月についても前期比二桁が見込まれている。設備投資は当面明確な増加を続けていく可能性が高いと思われる。注目された家計の雇用・所得環境についても、6月の特別給与が前年比プラスとなったほか、その他のアンケート調査からみても、今年度の夏季賞与はおよそ昨年並みで落ち着く見通しが立ったように思う。所定内給与や所定外給与が前年比プラスとなっていることなどと考え合わせると、所得全体についても緩やかな改善が始まったと言えるのではないだろうか。こうした民需に加えて増加を続けている輸出、比較的堅調な住宅などを合わせた需要全体では、当面潜在成長率を

上回る伸びが見込めるように思う。従って、需要の弱さに由来する物価低下圧力は十分に小さくなったと言えると思う。この間、いわゆるそごう問題の影響をみると、株価は7月中旬以降水準を切り下げていることは事実である。ただこうした株価の下落には、アメリカのNASDAQの下落も大きく寄与していると思われるし、業種別にみても電気機械などのハイテク関連の株価の下落幅が大きくなっている。また、ジャパン・プレミアムやクレジット・スプレッドの動向をみても、金融システム不安の再燃といった事態、懸念は生じていない。こうしたことからみて、いわゆるそごう問題の市場心理などに与える影響も一応の見極めはついたと言えると思う。

次に、世間一般で言われている不安材料について、私なりに四点触れておきたい。まず第一に、雇用情勢や個人消費の改善テンポが鈍いことを問題視する向きがあるが、この点は現在の景気回復メカニズム等の関連で評価する必要があると思う。つまり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、家計遅行の姿とならざるを得ない。逆に言えば現時点では家計部門の回復が遅いことが、先行きの持続的成長の前提となるとも言えるし、家計部門の顕著な回復を期待すること自体に無理があるように思う。第二点は、この1年間倒産件数がじりじりと増加する傾向にあって、倒産件数の増加を懸念する声があるが、その中でも消費者コンフィデンスが改善していることに注目する必要があると思う。そもそも景気回復の初期には、経験則からみても倒産件数が増加する傾向があるし、ここにきて倒産件数等のピッチが急速に速くなっている訳ではない。第三にGDPデフレーターを以って、デフレ懸念が残っているとする議論があるが、過去の例をみても、90年代で最も高成長を記録した1996年にデフレーターが最も大きく下がっている事実がある。このように基調的な物価動向を判断するうえでは、指数の動きだけをみてもだめであり、背後にある需給関係や収益・所得の動向をよく吟味して見る必要があると思う。現在企業収益が大幅増益となって、雇用者所得もプラスとなっていること等からみて、物価指数の下落だけを捉えてデフレと

みなすことは不適當だと思う。四番目に先行きの財政支出の減少がリスク要因として取り上げられている。これは程度問題だと思うが、当面予想される財政支出減少の規模は、前の1997年当時と比べて遥かに小さいオーダーであるし、当時はアジア危機とか金融システム不安といった環境もあったが、現在はそういうことはない。また、GDPベースでみて既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になってきていることに注目すべきだと思う。情勢判断については以上である。

速水議長

それでは次、田谷委員お願いします。

田谷委員

前回会合では、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢になりつつあると言った。しかし、同時に幾つか確認、見極めをしたい点があるとも言った。具体的には個人消費に関連して、雇用・所得周りの統計を確認したいということで、特に夏季ボーナスを含んだ給与がどうなるかと、そごうの法的整理に関連した不確実性を見極めたい点を挙げた。その後発表された統計やマーケットの動きなどを含めた情勢を点検すると、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢に立ち至ったように思う。この点を中心にしてお話したいと思う。まず、個人消費については、家計調査報告による4~6月期の全世帯消費水準指数は、前期比+3.8%、前年同期比-0.3%であった。同じ時期の実質小売販売額も前期比+0.3%、前年同期比-1.3%であった。消費水準指数のこうした高い伸びは続かないと思うが、消費はそこそこ安定化してきたようである。問題になっている雇用・所得関連の情勢も既に何人かの方が指摘されたように、毎月勤労統計によると常用労働者の前年比の減少率が6月までの3か月間に-0.4%、-0.3%、-0.2%と低下してきた。また、現金給与は同期間0.6%、0.7%、1.0%と伸び率が若干高まってきた。特に注目された夏のボーナスを含む6月特別給与の部分は前年比

+1.7%と大企業から推測されていた以上の数字になった。これによって6月から8月までのボーナス期全体の給与も前年比でプラスになりそうである。これまで特別給与部分は若干のマイナスになるのではないかと考えていたので、予想以上の改善となりそうである。失業率は高止まりしているが、求人倍率は緩やかながら回復してきている。これらのことから雇用・所得面での悪化には歯止めが掛かったと判断できると思う。また、家計調査報告でみると、勤労者世帯の消費性向はこのところ若干ながら改善してきているし、消費動向調査による消費者態度指数も改善を続けている。個人消費全体としては悪化に歯止めが掛かり、緩やかな回復が展望できる情勢になってきたように思う。

このところ企業の倒産件数が増えてきたが、これは中小企業に対する特別保証制度が導入されてから2年程経って返済期に入り、そうした制度を利用した企業の中からも倒産が出てきていることもあるし、過去の例からみても、景気回復の初期に倒産は増える傾向にある。またこれは、経済構造が変化してきている反映でもあると思う。ただ、今後とも、消費者センチメントの動向にも関連するので、注視しなければならないと考えている。

設備投資関連指標については、これも皆さんが指摘している点であるが、予想以上に強い統計が発表された。これも皆さんが指摘している点であるが、機械受注、船舶・電力を除く民需の部分は、6月前月比+14.4%、前年比+28.2%であった。4~6月でも事前の見通しが前期比マイナスであったのに対して、+3.1%となったし、7~9月の見通しも前期比+10.7%となっている。6月の数字は昨年12月に続くポジティブサプライズとなった。4~6月の受注達成率も100%を超えている。民間非居住用建築着工床面積は6月に前月比が下がったが、前年比では21.9%と高い水準で推移している。これらのほか、6月に実施された法人企業動向調査によるほとんどの業界の景気、また、企業のみる国内景気判断指数は改善を続けているし、1~6月の設備投資の前年同期比変化率は、+4.4%と、設備投資増加の持続性はよりはっきりしてきたのではないかと思う。

次に物価では、国内卸売物価は、夏季電力料金の上昇を調整すると、7

月は前月比変化なしで、前年同月比+0.3%であった。石油化学上昇の影響がプラス方向に働く一方、商品全般の価格低下がマイナスに響いている。全国の生鮮食品を除いた消費者物価は、6月も前年比-0.3%と小幅な下落が続いている。全体として物価は概ね横這い圏内で推移している。

このところの株価下落については、そごう関連問題の影響もあったが、それ以上に米国NASDAQ市場の動きなどを反映している面が強いと思うし、金融機関を中心とした機関投資家の持ち合い解消売りや、個人投資家が年初積み上げた信用買い残の解消売りなどによるところが大きいように思う。またそごう関連企業の債券流通利回りの対国債スプレッドが大きく上がっている訳でもない。ましてや国際金融市場で邦銀がジャパン・プレミアムを要求されるようになった訳でもない。そごうショックはこれまでのところそれなりに市場で消化されてきたように思う。以上のことから前回確認したり見極めたいと言った主な点はクリアしたように思うので、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢に立ち至ったように思う。以上である。

速水議長

植田委員お願いします。

植田委員

実体経済については、我々がほぼ想定していたとおり順調に改善が続いていると思う。機械受注等の先行指標から判断して、設備投資は少なくとも今年一杯位は堅調な伸びを続けることがはっきりしているし、これまでの見通しから若干上方修正しても良い位のデータが出ているかと思う。もう一つのニュースとしては、田谷委員が詳しく述べていたように6月のボーナスのデータが良かったことである。7月のボーナスについても、6月のボーナスを前提とした場合にどのようなデータが出るか、私なりに色々計算してみたが、結局大きなマイナスになる確率は極めて低く、夏全体としてボーナスがプラスに出る可能性がかなり高い結果となった。従っ

て、賃金全体として下げ止まりの傾向がかなりはっきりしてきた。そのインプリケーションは次の二つである。賃金を様々な財・サービス価格にとってのベースの一つであるとみると、賃金が下げ止まったということは、物価全体が下落していくリスクが低下する方向での大きな材料である。一方、総需要への影響について言えば、景気回復の動きが消費へ及んでいく可能性を若干高める材料とみることができる。そして、実際そのとおりに消費がある程度回復していくとすれば、結果として、今年度についてやや悲観的な見方をしている人からみればびっくりする位の高い成長率が出てくる可能性も否定できない情勢と思う。ということで、デフレ懸念を払拭できたと言いきる自信はないが、デフレ懸念の払拭に着実に近づきつつあるというのが私の判断である。

そのうえで懸念材料について少し議論したいと思う。第一に、今のような見方からすると実際の成長率は考え得る潜在成長率よりも高いところを当面走る可能性が極めて高くなってきている。しかし、景気回復が始まったとみられる約1年前位から現在までを振り返ると、その間の成長は1%弱であるかと思う。これは潜在成長率よりも恐らくやや低め位かと思う。従って、昨年はいわゆる需給ギャップは若干拡大した可能性がある。今年の第1四半期位から需給ギャップが漸く縮小に転じ、向こう半年あるいは1年位は縮小が続いていく展望が出てきたところである。すなわち、需給ギャップの面から言うと極めて低いところからのリバウンドが始まったところではないかと思う。

次にそごう問題、あるいは株価低迷について若干議論したい。これも複数の方が言われたように、そごう問題の直接の影響についてこれまでのデータを見ると、市場あるいは実体経済に対してマイナスの影響を及ぼす可能性は極めて小さいと判断できるのではないかと思う。それとは別に、株価は、7月以降というよりは、2月ないし4月からやや大きな調整をしてきた。その理由は複合的なものかと思うが、ここ2か月程は、NASDAQの下落が大きく効いていることもあるかもしれない。また、昨年末から今年年初にかけてIT関連中心にやや行き過ぎた上昇があり、その修正

局面が半年近く続いたこともあるかと思う。それに加えて、そごう、日債銀等の処理スキームが決まらなかったことが政策についての不安感を引き起こし、株価全体にマイナスの影響を及ぼしたこともあるかもしれない。さらに、日本銀行の金融政策について反省してみると、4月位から利上げがあるかもしれないという感触がマスコミ中心に少しずつ流れてきていた。金利上昇による株価下落の可能性が、4月以降数か月をかけてかなり織り込まれてきたような気がする。それに加えて、ここ1か月位は、利上げが本当にあるのかないのか不確実性が高まったことがあり、それが追加的にマイナスの影響を株価にもたらしたことも否定できないかと思う。しかし、これはある意味では利上げをすれば出尽くしになる材料かもしれない。もう一つよりファンダメンタルに考えると、株価は昨年初めからかなり上昇している訳で、現在の株価水準は今年度の例えば2%前後の成長をほぼ織り込んだものなのではないかとも思われる。逆に言えば、本年初の株価はもっと高い成長を織り込んだ水準だった可能性がある訳で、株価が半年強先をみて値段をつけるという経験則からすると、今後2%以上の成長が有り得るか、来年にかけての景気回復の持続性はどうか、また、不良債権問題の重石からくるデフレ圧力、あるいはIT関連の設備投資の持続性といったものを株式市場が真剣に評価している段階という見方もできるかと思う。以上を纏めると、株価については、そごうや日債銀問題、あるいは需給動向等やや短期的とみられる要素の影響が峠を越したかどうか、より中長期的には日本経済、あるいは企業収益に関する我々の見方に鞘寄せされていくのかどうかといった分岐点みたいなところにあるかと思う。どちらについても大丈夫だというのが私なりのベースラインシナリオであるが、若干のリスクがあり、もう少し動向をみたいというのが正直な気持ちである。

最後に物価について申し上げると、賃金、国内卸売物価指数は下げ止まり傾向をみせているが、それ以外の指数については下げ続けている。7月の国際コンファランスで、ジョン・テーラーが名目金利がゼロの状態の下では物価の下落率、デフレ率の絶対値が潜在成長率より大きくなるとデフ

レ・スパイラルに陥るリスクがあるとしていた。なぜかと言えば、実質金利が均衡ないし中立的な水準と考えられる水準を上回ってしまうので、総需要に対してマイナスの圧力を及ぼし、それが物価に跳ね返るというスパイラル現象が起こるということである。そういう点から言うと企業サービス価格指数、CPI、GDPデフレーター等、手放しで安心できる状況ではないことは一応留意しておく必要があるかと思う。以上である。

速水議長

それでは次、篠塚委員お願いします。

篠塚委員

私は前回の会合で企業活動の回復が明確化する中でその良い影響が家計部門にも及びつつあり、景気が緩やかに回復していると評価した。その後1か月弱経て、新たにこれを支えるような経済指標が出てきたのでそれを紹介し、さらにそごう問題についての評価をしたいと思う。まず最初は企業活動の回復が明確化したことである。例えば日本経済新聞社が毎月東証一部、二部の上場企業の経常利益の見通しを取り纏めているが、その8月初めの公表分によると今年度上期が前年比+9%、下期が+18%と引き続き高い伸びを見込んでいる。こうした中で、機械受注など設備投資の先行きの指標が堅調を維持してきている。それから建築着工床面積も非常に大幅な増加となっていて4~6月期も小幅な反動減に止まる。さらに、企業広告の売上高が増加テンポを強めている。私は、これを、企業が広告を打てば消費が喚起できるという自信を深めている表われと注目している。具体的には通産省の特定サービス産業動態統計で広告業売上高の前年比が昨年の10~12月期6%、今年の1~3月期10%、4~6月期が11%となっている。そうした中で4~6月期の生産は前期比で+1.6%と、4四半期連続して増加している。先行きについても7、8月の予測指数を踏まえると、7~9月期も前期比+2.9%と増勢を強める見通しである。そうした背景には、輸出の増加や国内における情報関連財の需要の拡大、加えて情報関連

分や設備投資の更新、建設投資等の持ち直しの動きがみられることを指摘できるかと思う。それから第三次産業活動指数も4~5月を均して1~3月期に比べると前期比+0.4%と小幅の増加傾向を続けている。こういったことを踏まえると企業の景況感の改善がさらに明確化していると思う。8月9日に公表された経済企画庁の法人企業動向調査も、調査時点が日銀短観と同じ6月であるが、短観とほとんど同じ内容で大企業を中心とした景況感の強さを示している。

次に家計部門の持ち直しについて若干触れたい。既に指摘されているように、雇用・所得環境については賃金面で良い材料が出てきた。所定内・所定外給与を合わせた「決まって支給される給与」が6月も前年比+6%と12か月連続でプラスとなった。夏季賞与がプラスとなったことは非常に明るい材料だと思う。雇用面は、まだ毎勤等でマイナスが続いているが、マイナスの幅が縮小しつつあるようにみえる。プラスに評価できるのは、有効求人倍率が着実に改善していること、および、新規の求人数の前期比が増加ピッチを強めていることである。また、企業の雇用判断も引き続き過剰超幅が縮小している。これは中小企業金融公庫の中小企業景況調査の従業員判断をみても明らかである。そして、消費者コンフィデンスではこうした雇用環境の改善などが浸透していることが確認できる。一つは消費者態度指数で、雇用環境、物価の上がり方、暮らし向き、消費財、耐久消費財の買い時の判断、こういったものに関する意識が四半期連続で改善がみられる。二番目は単身者の消費者態度指数でも雇用環境、耐久消費財の買い時の判断、収入の増え方、暮らし向き等に関する意識が前向きに改善し、前年差で6期連続上昇していることが挙げられる。これらはいずれも各調査項目の改善度合いからみると雇用環境に関する消費者意識の改善を支えるものとみることができる。このほか、サンプル数は少ないが電通が出している消費実感調査の6月調査でもかなり面白い結果が出ていて、雇用不安を感じている人が減っているとか、消費に前向きになっていることが明らかになっている。

こういったことを受けての個人消費であるが、雇用・所得環境の改善と

消費者コンフィデンスの改善・落ち着きを背景に個人消費は緩やかながら増加しつつあると思う。家計調査の消費水準指数は全世帯で前期比+3.8%、勤労者世帯でも+3.3%である。個人消費との関連で特定サービス産業動態統計を見ると、クレジットカードの販売・信用・業務取扱高の前年比が堅調に持続してプラスで推移している。特に一般小売店での取扱高の伸びが顕著になっている。一方、物価については大きな変化はないとは思っているが、賃金の上昇傾向がはっきりしてきて、雇用者所得全体が下げ止まったとなると、先行きCSP Iや消費者物価に関しても下げ止まる方向に作用するとみている。

最後に金融面ではそごう問題の影響をどのようにみるかが最大のポイントかと思う。結論を先取りすると、私も、そごうグループの経営破綻は当該企業だけのミクロ的な事象とみて差し支えないと思っている。従って、デフレ懸念の払拭が展望できた現在、そごう問題だけを理由にしてゼロ金利政策を継続させる必要性は乏しいと考える。まず金融システムは必ずしも万全ではないが、仮に大口の債務者等の経営破綻が一時的に集中すれば今年度も金融機関が業務純益を上回る不良債権処理を余儀なくされることも考えられる。ただ、今回のそごうの経営破綻は、負債総額が巷間言われている1兆7千億円とか1兆8千億円であれば、金融システム安定化の枠組みが整った現在、金融システム不安が再燃する可能性はないとみていると思う。その第一の理由は、主要金融機関の今年度の不良債権処理額については、金融機関の想定からは多少上振れるかもしれないが経済金融情勢が緩やかであっても回復を続ける限り昨年度のように急増する事態は避けられ、期間収益の中で何とかカバーできるのではないかとみていることである。第二の理由は、債務者区分や地価の下落率をどのように想定するかで不良債権の額は違ってくるが、非常に保守的な前提を置いて推計したとしても今年度の不良債権処理額は業務純益を上回るものの、有価証券含み益などでカバーし得る程度の範囲内に収まると思われるからである。また、いわゆるそごう問題の中には、瑕疵担保条項の取扱いなどを巡って日債銀のソフトバンクへの譲渡が契約どおりに履行されるかどうかも含

まれていたと私は理解しているが、この点も瑕疵担保条項の破棄が回避されたことでそれに端を発して海外で日本の金融経済政策運営に対する不信感が持たれる事態が当面回避されたとみるので、一応安心していいのではないかと思う。

速水議長

それでは次に中原委員をお願いします。

中原委員

先月からの動きでは、循環的な景気回復がピークに達して恐らく7～9月辺りがピークになる可能性があり、その後の景気の持続性が非常に問題であると思っている。そして今回の景気循環では雇用と消費の面で非常に大きな問題を持っており、特に常用雇用が依然として下落を続けていることは重大な問題である。世界経済の好環境の中でこの程度の回復であり、依然として水面下での回復に変わりはない。従って本年度の成長率が執行部が示してくれたような2%台の半ばはおろか、2%にもいかないと私は思っている。この成長率の見通しの違いが色々な違いになって出てくる。それから勿論物価の見通しについても私は依然として本年度はGDPデフレーターでもマイナスが依然として続いていることを重視している。以上が総論である。

6月の景気動向指数を見ると、DIの一致指数は14か月連続で50を超え、先行指数も3か月振りに50を上回った。CIについても先行、一致、遅行の3指数とも前月の水準を上回っているから、景気の順調な回復局面にある。CIで見ると、97年3月のピークを100として96.2まできているので、回復のピークに近い局面に差し掛かってきた。ところがいわゆる一致/遅行比率をとると、99年12月の101.0がピークであり、トレンドとして下がってきている。過去の例でみるとピークを打ってから1年前後あとで景気の低下局面に入る可能性が高いので、本年秋以降にターニングポイントを迎える可能性が依然として強く残っていると思う。それからも

う一つの問題はDIで、これまでの景気回復局面では100%に達したことがかなりある。今回は景気の回復が先行、一致指数とも90.9%に止まっていることに象徴されるように、波及の程度が依然として弱い。従って私は本年度第4四半期頃から景気が後退する可能性が強く、さらに財政の効果が剥落する時期と符合するのではないかと思っている。設備投資で機械受注が強いとのことであったが、4~6月で括ってみると、IT関係のメルクマールとなる電算機の受注は前年同期比で9.1%の伸びであるが、そのうちの6.3%は金融・保険業からの受注である。そして電機、通信、情報サービスといったIT関連産業は1.4%、その他産業1.4%とほとんど寄与していない。もう一つこの機械受注で申し上げると、代理店を通じた7~9月の予想は-12.2%である。これは中小企業の設備投資の代理変数であると考えられるので、中小企業の設備投資の先行きはそれほど明るくないと思う。たまたま通産省の会議でもこのような話が出たようであるが、代理変数としての代理店扱いの数字をみるとそういうことになる。同時に機械受注を電機、通信、情報サービスとその他の非情報通信業種に分け、その投資の内容を電気機械、通信と非情報化投資に分けてみると、99年のデータでは最もウェイトの高い非情報通信産業の非情報化通信投資、つまり非IT産業の非IT投資のウェイトが39.5%を占め、2000年に入って緩やかに低下していることが問題と思う。もう一つは機械受注の達成率は大体1~3月にピークを打った後、4~6月にかけて下落してきているので、遅くても10~12月、早ければ7~9月がピークになることを暗示している。

消費については依然として一進一退であり、猛暑効果も計算してみたが、例年より2度をやや下回る位の暑さということで、6月から8月一杯続いても1%弱家計消費を押し上げる程度と思っている。それから7月には乗用車の新車登録台数が季調済みで前月比-5.7%になることも気掛かりである。

アメリカでは依然としてかなりの勢いで拡大が続いていると思うが、一番の問題点は一致/遅行指数の比率の前年比が下落中であり、6月は

0.3%、これがマイナスになると景気後退になるので、騰勢が続いている中で景気後退の芽が出てきたということである。それからアジアも、OECDの景気先行指数を見ると99年11月の+6.0がピークである。本年の5月が+4.8、6月が+4.9であるから、段々と下がってきている。特に韓国で株価指数、鉱工業生産指数の前年比が低下しそうである。過去の経験から言うと株価の下落にある程度ラグを伴って鉱工業生産指数が下がってくるパターンがあるので、要注意である。

日本の景気の先行きについては、企業収益をどうみるかが論点となっているが、私は交易条件を非常に重くみている。これは輸出物価を輸入物価で割ったものをとっているが、4月から悪化し始めており、過去の例でみると大体1年半位で全産業の営業利益の悪化に響いてくるので要注意である。いずれにしても、私は本年の秋以降、景気が下降局面に入ると考えている。

最後に石油のことを少し申し上げたい。石油については、非常に複雑な情勢にあり、本来ならば世界の需要が予測よりも低く、OPECも増産するはずである。非OPECの増産も行なわれているので、価格は下がるはずであるが、現在は逆に一旦下落した後、元に戻ってきている。その原因はOPECの増産した原油がまだアメリカに届いていないことと、アメリカでリファイニングを持っているのは、中小の石油会社であり、精製が追いつかず在庫を取り崩している最中にあるためである。そして最近の発表にあったように、アメリカの原油在庫は900万バレルにまで減少し、原油価格は2ドル上昇している。原油価格の動向には依然として目を離せない状況にある。そごう問題その他については後程申し上げさせて頂く。

速水議長

それでは最後に三木委員お願いします。

三木委員

最後であるので、若干纏めのような感じも入れて、全部についてレ

レビューしてみたいと思う。まず基本認識としては、今会合の焦点は、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となったか否かを確認することが一つ。そのうえで取り巻く政治経済情勢を勘案し、マーケット、企業、家計への心理的影響を考慮して、金融政策判断のタイミングを見極めることだと思っている。デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になったかどうかは、物価の面からみて下落が止まったのか、先行き下落リスクがなくなったかを確認するとともに、その背後にある実体経済の動きと合わせて総合判断することだと思っている。そういう観点から実体経済の動きからくる景況判断の総括は構造調整中での景気回復局面であるから、所詮量感には乏しく、またスピード感も緩慢と言わざるを得ないが、景気は回復軌道に乗ったと言える段階に入ったと思う。ただ、今はまだ民需の自律回復による持続的な経済成長が確たるものになっていく途中段階であって、その道筋が見えてきたに過ぎないと思っている。個別にレビューしてみると、まず生産は、アジア向け輸出の堅調に加えここにきて設備投資が着実に回復感を強めていることを背景に、回復感が鮮明になってきた。先行きも民需の回復に支えられての生産堅調が展望でき、企業の生産は質、量を伴った回復感を強めていくものと考えている。それから設備投資は波動的に拡がりを持ちながら増加を続けており、ITメーカーに加えこれまで回復感の遅かった重厚長大産業であるTビジネスにも波及し始めており、やや遅行気味であるが、中小企業への波及もみられてきている。設備投資の先行指標である機械受注は6月の受注実績が2年8か月振りに1兆円の大台を突破して、1兆765億円になった。前月比では+14.4%とこれは3年8か月振りの高い伸びになっている。こういうことも然ることながら、機種別の機械受注の前年比をみると、今回は原動機、電子通信機械、産業機械、工作機械等、ほぼ全ての機種でプラスになった。さらに7~9月の受注見込みも前期比は+10.7%と過去最高の伸びになり、設備投資の回復感に弾みがつくことが見込まれている。それから、6月の建築着工床面積・非居住用は前年比+16%と6か月連続のプラスという形で、前年比の伸びがかなり高くなっている。当面高水準の好需要が期待できるが、種

目別の前年比でもこの5、6月は事務所、店舗、工場、倉庫など公共投資を除く全ての種目でプラスになっている。この事務所と店舗に一部絡む分野は、かねがね申しあげている首都圏を中心とする約60棟の高層ビル、オフィスビルである。それから店舗についてはこの6月の大店法を控えてのスーパーとチェーンストアの駆け込み需要が一度に出ているため、一段落するとその分剥落する可能性はある。工場、倉庫は設備投資に繋がるし、一部物流の拠点投資にも繋がるものであろう。

企業収益も生産回復を背景にして改善基調にあるが、なお財務リストラ継続が不可欠な中では企業収益回復に過度に期待を寄せることはできないと思っている。企業部門で溜まった水が家計部門に流れ出すような状況は簡単には実現しない。輸出、公共投資に支えられた生産増、リストラによるコスト減、ゼロ金利による金融収支効果に加え、ここにきて漸く民需による生産増が寄与してきたところである。量の面では改善の動きとなってきたが、価格が下がったまま上がらないという点がなかなか増収に繋がらない。つまり、やっと質の面も伴いつつある局面であり、企業経営者にとってはまだまだ不満が残る姿である。

雇用・所得環境では、雇用環境は生産の回復傾向を反映して、減少傾向に概ね歯止めが掛かりつつあると思う。労働力調査で雇用者数の実数の推移をみると、本年3月の5,270万人をボトムに回復基調にある。因みに6月は5,379万人まできている。先行きは構造調整圧力が残存している以上、雇用回復には時間がかかるし、また雇用悪化リスクもなお残留している。それから賃金動向をみると、4~6月の名目賃金は前年比+0.8%と緩やかな持ち直し基調をキープしている。先行きについては、生産堅調を踏まえると下落リスクは考え難く緩やかな増加基調を辿ることは間違いないと思うが、回復にはかなりの時間を要する。企業にとってバランスシート調整圧力が継続するとともに、メガコンペティションの強まりの中で国際競争力コストをキープして勝ち抜かなければいけない訳であるから、キャッシュ・フローと収益の改善はまず借入金の返済に充て、そして内部留保の回復に充てられる。そして第二に企業の永続を狙った設備投資に

向け、第三に配当、最後に賃金に充てるというのがビジネスの基本スタンスである。財務リストラ、雇用リストラを抱える中で、企業業績の回復が家計に顕著に波及するのには時間がかかる。個人消費は雇用・所得面の伸びに時間がかかることと、消費の構造変化、社会保障等の先行き不安という構造要因が働くことから、当面明確な回復感が出るには時間がかからざるを得ない。つまり政策判断としてみると、個人消費はこの一進一退が一進一停の局面になることをもってよしと考えることで十分ではないかと思っている。足許の消費をみると、自動車、家電、IT関連、旅行等でプラス、デパート、スーパーがマイナスと引き続き強弱入り乱れているが、企業収益の回復、賃金・失業率の改善、消費者物価の安定とデータの的には個人消費を押し上げる環境は整ってきており、また消費者コンフィデンスも上向きになってきた。消費支出も可処分所得のレベルに合った消費支出ということで、消費性向がまずまずのレベルでキープされている。つまり家計は身の丈に合わせた消費スタンスをキープしており、マクロでは消費は既に平時に復したと言える局面ではないかと思っている。

物価を巡る動向では、国内卸売物価は前年比プラス基調になってきたが、総じてなお前年並みの横這い圏内の動きとなっている。原油価格上昇による嵩上げ分を除去したベースで計算してみても、前年比-0.3%と概ね下げ止まり感をキープできている。需要の弱さに由来するいわゆる悪い物価下落はストップして、先行きの下落リスクもほぼ解消したと評価できる。なお、国際競争力コスト達成のため、緩やかに価格下落圧力が働いている商品、新技術、新商品やITによるいわゆる良い価格下落は、経済がグローバル化する中での不可避的な価格下落と捉えるべきではないかと思っている。一方、消費者物価は下落基調にあって、当面下落リスクは残ると思われるが、中身は日本の非効率な流通構造を背景にして、割高な国内価格がITによる流通合理化を梃子に、割安な国際価格に鞘寄せするいわゆる内外価格差の縮小によるところが大きいと思われる。これも需要の弱さに起因する物価下落とは峻別すべきであり、良い価格下落として、国民生活

のためにはむしろ歓迎すべきものと言った方がよいのではないかと思う。

それから最後にそごう問題は、単なるトリガーの一つであるから、このこと自体は大きな問題ではないと思う。問題はこれをトリガーにして不動産、ゼネコン、流通の3業種問題に火が点いて、金融市場において銀行の不良債権問題、金融システム不安が再燃しないかが一つの大きな今回の問題であり、これは心理的影響だと思っている。そごう問題後のこういった心理的影響のマーケットへの反映をみると、若干金融資本市場には動きが出ている。短期金融先物市場ではLIBORベースとTIBORベースで1、2bp程度の格差が出ている。金利スワップ市場でも2年物でLIBORとTIBORで2ないし3bp、5年物で同じく5bp位の金利差がついている。債券市場でも銀行債の対国債スプレッドが10bp程度拡大して、20～30bpになっている。しかし金融不安がピークに達した98年秋当時に比べると、現在は金融再生スキームが整備され、不良債権の貸倒引当金も十分に積み立てられていることから、市場の不安感はほぼ解消しているとみてよいのではないかと思う。さらに瑕疵担保条項の問題で紛糾した国有化2銀行の問題も一応一段落したことから、日本の金融システムを巡る海外勢の不信感も取り敢えず収まっているのではないかと思う。こうした点を踏まえると、足許の現象はやはり一時的現象であり、影響は限定的と思う。以上である。

速水議長

これで一巡した。ここで追加的な意見、あるいは質問をしたい方がいればどうぞ。

中原委員

先程石油問題について申し上げたが、追加をすると、要するに中小の精製業者による在庫の取り崩しがあったことで、目先の原油価格は高値波乱含みに推移する。同時にベネズエラの大統領がOPEC諸国を回っており、30ドル/バーレルの価格を維持しようとして工作しているので、年末にかけ

て石油市場は要注意だということである。

それからそごう問題については、私は金融面でのショックは一応収まったが、実体面ではこれから雇用の問題等があるので、余程注意してみる必要があると思う。また、経済の見通しについて付け加えると、公共投資が7~9月をピークに以降2002年の1~3月にかけて約7、8兆円落ちていって、これがかなり影響すると私は思っている。純輸出についても見通しが違っており、私は本年度はゼロ、来年度が-2%位になるのではないかと思っている。さらに物価についても見方が違っており、私はCPI、GDPデフレータの下げ幅はまだ拡大中であって、WPI、CPI、GDPデフレータというように最終段階にいくに従って物価は下がっている訳であるから、風下にいくほど物価の下落圧力があるのではないかと思う。IT革命が良い物価の下落に繋がるといわれるが、これはWPIに効くのであって、CPIにはほとんど効かない。私はCPIが下がっているのは需給要因によるところがかなり大きいと思っている。それから何より問題なのは地価であり、これが依然として下がっており、収益還元価格を下回るような異常な価格が出ていることを考えておく必要がある。日本経済は異常から立ち直ったと言われているが、地価については依然として異常である。それから株については、これまで上がってきたのはゼロ金利、外人買い、ITによるものである。外人買いでなぜ上がったかという点、最初は郵貯に期待した、それからバーゲンハンティングをやったということで、昨年9兆円前後の買い越しになった。本年からは貯蓄への期待が外れ、景気も不透明になったということで売りが続いている。アメリカの株価については、前回7月が曲がり角と言ったが、そのとおりに下がって、今戻っているが8月後半から9月、10月にかけて大幅に下落する危険性をはらむと思う。以上である。

速水議長

他にあるか。それではここで午前中の討議を終わり、12時50分に再開する。

(午後0時15分中断、午後0時53分再開)

速水議長

それでは午後の討議に移りたいと思う。

三木委員

議長に提案がある。昨日の朝の各新聞や今朝の新聞に、あたかも本日会合でのゼロ金利解除が既に決まっているかのような報道がなされている。ブラックアウト期間中にこうした記事が出ることは誠に不愉快極まりないことである。今度の場合は、政府にとっては不愉快な記事であるから、そっちから漏れたとは思えない。本行サイドだと言わざるを得ないので、ボードメンバーも執行部の皆さんも含めてここに参加するメンバーにはコンプライアンスをしっかりと考えてもらうよう注意を喚起したい。

速水議長

私も同感である。

中原委員

今の三木委員の発言に関連して言えば2日位前から多数を確保したといった記事が出る。誰かが喋ったのか憶測で書いたのかであろうが、非常に微妙な時期であるので私は非常に問題であると思う。

山口副総裁

三木委員が言われたようにルールはルールとしてきちんと考えて対応するべきだと思う。

速水議長

ブラックアウトルールは非常に便利な良いルールである。しっかり守っ

てもらいたい。

それでは先程の議論の続きでもし何かあれば続けて下さい。

篠塚委員

そごう問題について追加的に申し上げたい。いわゆるそごう問題の市場心理に与える影響をもう少し見極める必要がある対象として株価の動向だけに焦点が当たりすぎていないかと思う。それで株式市場でそごうが破綻した7月12日以降の株価の動向などについて少し調べた。その結果、7月12日以降の株価の下落率はTOPIXが8月10日までの間に、-7.7%であった。そごう関連として銀行と小売、建設、繊維、不動産の5業種を取り、株価の下落率をみると、-8.6%で、TOPIXの下落率に対するそごう関連業種の寄与度がどれ位であったかということと大体2割であった。それに対してIT関連株の調整があり、電気機器と通信、サービスの三つの業種を束ねたIT関連株価の下落率がどれだけTOPIXの下落に寄与したかということ、50%であった。つまり、そごう関連の影響というよりもIT関連の落込みの方が大きかったことを指摘しておきたい。それからもう一つは、国内の株価の問題というよりもアメリカNASDAQとの関連が非常に大きかったということである。NASDAQのこの間の下落の影響がどの程度日本の株式市場におけるIT関連銘柄の下落に影響しているかに注目している。すなわち、国内株価の当日の下落率とNASDAQの1日前の下落率の相関係数を、7月12日以降、TOPIXの下落率の寄与率という形で計算してみると、大体8割近くの影響を受けていたことになる。つまり最初に申し上げたIT関係の関連業種のTOPIXへの影響度が5割と非常に高く、かつNASDAQとの関連でみると8割ということで、株価の下落は、そごうの問題から派生している要因がかなり小さいと申し上げたい。それから最近の株価の動きについては、午前中にも説明があったように、非常に薄商いの中で外国人投資家の日本売りによって起きている面が非常に強い。外国人が売ったお金がどこかに流れているかということ、現時点では外に流れている訳ではなく、まだ国内にある。日

本株の売り越しが膨らんだ7月下旬、一方では円債投資が膨らんでいるので、7月末にかけて円安、株安が進行したが、円資産の日本滞留が裏付けられているので、海外マネーの日本離れはかなり限定的ではないかとみている。

結論としては株価そのものを注目するのではなく、そごう問題の影響が全体的にどのような影響を及ぼしているかという形でみるべきではないかと思っている。以上である。

速水議長

他にございませんか。

山口副総裁

植田委員が言われた二つの懸念のうちの最初の点について少しだけコメントしてみたい。結局需給ギャップの大きさそのものを重視するのか需給ギャップの変化の方向を重視するのか、言い換えればフローで考えるのかストックで考えるのかと言ってもよいのではないかと解釈した。私は、物価の動向あるいはデフレ圧力の動向に限界的な需給の変化がより大きく影響するのか、それとも残存しているギャップの大きさそのものの方がより強く影響するのかは、一概には答えを出せない問題で、恐らく双方考慮しないといけないと思う。恐らく植田委員が提起している理由はいわゆるテイラー・ルールフレームで考えると、これは金利のレベルとしてどういうものを示唆するのだろうかという問題があるためではないかといった気もしたが、それは前提の置き方で色々な解が出てくることはこれまでも議論したところだろうと思う。その問題は別にして、我々が今考えているデフレ懸念の払拭を展望できるのかどうかとの関連でコメントすると、私は将来に向けての需給の改善傾向がかなりはっきりと予想できるのであれば、それはデフレ懸念の払拭を若干フォワード・ルッキングに展望して考えることによって明らかにプラスの材料であると思う。ストックが問題になるとすれば、結局需要が思った程成長してこないような場合、

直ちにそのストックのギャップの大きさが物価に対する大きなデフレ圧力としてもう一回顕在化してくる可能性があるという意味であるから、成長率、経済の拡大テンポが果たして我々が期待しているように動くかどうか常時細心の注意を持ってチェックしなければいけないという意味で受け止めてはどうかと思う。

植田委員

その点は極めて重要な点だと思うので、政策に関するセッションで申し上げようと思っていた。テイラー・ルールのような考え方は、ギャップの水準がインフレ率に影響することをベースに作られている。ギャップの水準がインフレ率に影響を及ぼすのであれば普通のフィリップス・カーブのような話になる訳であるが、指摘のようにギャップの変化の方が影響を及ぼすとの考え方もあるかもしれない。いずれにせよ、そういう関数関係によって最近の日本経済を説明することが極めて難しい状況にあると思う。後程、私の考えをもう少し申し上げてみたいと思う。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは金融政策運営方針に関する委員のご意見を発表して頂きたい。当面の金融政策運営方針について今回はお1人5分程度を目途にご意見を伺いたいと思う。武富委員からお願いします。

武富委員

今朝申し上げたように日本の経済の今の特徴は分かり難さを残している。一方で若干懸念する人達が指摘する着眼点は、資産デフレの問題であったり、物価についてもデフレ的だという認識であったり、二極分化したところがあるという点である。負け組の倒産懸念には資産デフレからくる倒産懸念もあるが、負け組でかつ不況が長期化したから倒産懸念があるというようなことが片一方である。広い意味の構造調整圧力が90年代の

10年をかけてかなり軽減してきたが、最後のしこりが残っている感覚なのだろうと思う。しかし他方でフローベースでみると、午前中申し上げたように実は予想外に強い流れが生まれている。そういう中で金融政策をどうするのかであるが、単純明快な経済でない故に他の政策についても色々な見方が可能になってくるし、かつその説明をするにはなかなか難しいところがある。従って金融政策についての世間の理解が十分とれないこともあるかなと思う。それは分かり切ったことである。今言ったような少し分かり難さを残している経済であることを踏まえればなお金融緩和的な枠組みの下で、景気支持的に運営するとの基本スタンスはまだ必要であると思う。しかしフローベースの活発になった経済に照らしてみると、ゼロである必要が本当にあるのかということ、それはほとんどなくなっているというのが私の認識である。結局構造的なもの、循環的なものの組み合わせの中で、経済の一番中心になる推進力はどうなっているのか。その推進力の強さの度合いに応じてそれぞれの段階で一番ふさわしい金利水準に調整していく道筋を考えると、今は必ずしもゼロである必要はなく、大枠の緩和的な姿勢の下で経済実態に合わせた微調整をすることは自然なステップであると思っている。人間お互い先行きを予知できないので、話は難しくなると思うが、結果としてそういうスタンスであっても、経済の持っている将来に向かっての力を最適資源配分する形で活かしていくことに必ず繋がると考えている。我々が当面の尺度にしているデフレ懸念の払拭が展望できる状況は整っていると思っている。物価についても経済の分かり難い構造を映して表面上分かり難いが、午前中三木委員から話のあったような物価観を私も部分的に共有しており、日本の価格構造は広い意味での正常化過程にあり、その限りでは過去に比べて水準が切り下がる部分があって、色々な意味で経済はその過程を通らないと本当の意味で構造転換をしないし筋肉質にもならない、あるいは先行きの景気の循環的な上昇を確保できないのだろうと思う。今は民需を中心に短期循環的な需給関係が相当程度改善して、その意味において物価が下がるよりもむしろ上がっていく蓋然性の方が高い訳である。そういう意味で統計を見ると、例えばC

PIが前年比若干マイナスという状況は暫く続くだろうと思うが、それはその水準切り下げという正常化プロセスによるものと思う。一つの象徴的な話としては、ユニクロの製品をアメリカ人がお土産に買って帰るという現象が起こっている訳である。これは物価の正常化のプロセスが中長期的、国際的にみた均衡点に少しずつ近づいているという一つのシンボルと思う訳である。日本で価格破壊の中で最先端を走っている企業が提供する価格水準に一所懸命他の企業も追い付こうと努力している。その水準であれば国際的にみても十分価格、品質ともに通用するから、かなり構造的なところも克服できるところまで来ている。そういう意味でデフレ懸念払拭の環境は整いつつあるのではないのかと思う。株価も視野に入れたいといけませんが、これはもう多くの方が言っていたようなことで、かなりの部分の悪材料は短期的には出尽くしつつあると思うので、そういうことを踏まえると、この局面で政策金利がゼロである必要はなくなってきたとみている。以上である。

速水議長

次に山口副総裁お願いします。

山口副総裁

午前中申し上げた経済についての判断を前提に、ゼロ金利という状態を解除してその直前の状態、つまりオーバーナイト・コールレートを0.25%中心に引き上げることを考えていいと思う。

時間の制約の中で一つだけよく言われる政府の政策との整合性の問題について触れてみたい。政府も日本銀行も民需主導の自律的な経済の回復を目指し、そのために努力する点では私は目標は全く共有していると考え。そうだとすると、我々にとっては仮にコールレートを4分の1パーセント程度に引き上げる措置をとった場合、新しく生まれる金利水準が引き続き民需の回復をサポートできるようなレベルなのかどうか問われる訳で、私は依然としてそういう水準であろうと考える。ここを厳密に議論

しようとする、先程植田委員が提起されたようなジョン・テイラーが提起している問題を論じないといけないのだろうと思う。それは多分中立的な金利水準というのが一体どの辺りにあって、それとの対比で現在なり今後の金利水準をどのように評価するのかということだろうと思う。概念的にはそういう問題だと思うが、実務的に中立的な金利水準はどの辺かとなると、簡単には結論が出ない。昨年2月以降の経済の変化を考えると、私はその直前の短期金利水準に戻してもまだ十分景気刺激的な水準だろうと思う。

第二に政府が難しい財政ポジションの中で景気刺激のために努力している時に、ミニマムな変化であるにせよ金利の是正を図ることは整合性がとれるのかどうかという問題が提起される。実はこれとやや違う議論として、財政はもう限界にきているから金融政策で頑張ってもらいたいとの議論もある。財政は一所懸命やるから金融も合わせてくれと言う人が、財政はもう引込むからあとは金融で頼むと逆のことも言う。というようなことを聞いていると、結局財政がどういう展開をしようと、金融政策は民需の自律回復力が物価の安定と両立しながら実現していくのかどうかを基準に考えるほかないように思う。これは仮に財政政策が今度は財政再建に乗り出すようなことを考えればもっと明確になる訳で、その時金融政策も財政再建と歩調を合わせて金利を引き上げていくと整合性がとれるのかということ恐らくそうではなく、我々はマクロ経済の安定的な成長を念頭に置きながら、政策を議論していくのであろうと思う。そう考えると民需主導の回復をサポートするような金融政策を比較的中長期のビジョンを頭に置きながら行なっていくことが、本質的な意味で政府の政策と整合的になるのではないかと思う。

速水議長

次に藤原副総裁お願いする。

藤原副総裁

情勢判断で申し上げたとおり、私はデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に立ち至ったと判断している。またいわゆるそごう問題の影響にも一応見極めが付いたとも思う。従って、7月17日に合意されたステートメントに2項目メンションしてあったポイントをクリアしてゼロ金利政策を解除すべき状況になったと考える。コールレートの誘導水準はゼロ金利政策の導入以前と同じ0.25%前後とすることが適当だと思う。ゼロ金利政策の導入時と比べて成長率の見通しや企業の利益率はいずれもかなり明確に上方修正されている。例えば先行き1~2年の民間の成長見通しは、ゼロ金利政策導入時の昨年2月頃と比べて1~2%程度上方修正されている。この数字と比べて0.25%という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緩和の程度は、引き続き大変大きいと思う。従って、0.25%引き上げる措置は超金融緩和の中での微調整というべきものだと思う。また、経済の動きに合わせて政策をこのように微調整しておくことは、先行きの経済の急激な変動や大幅な金利調整といったリスクを回避して、健全な経済発展を中長期に亘って持続させていくうえで必要かつ妥当な措置であると考え。その意味で私はこの段階におけるゼロ金利の解除は、現在の政府の政策姿勢とも整合的なものであると考える。日銀法第3条の日本銀行の自主性と第4条の政府の経済政策との整合性、両方を満たした措置だと考える。以上である。

速水議長

次に田谷委員をお願いします。

田谷委員

これまでゼロ金利政策解除の条件としてきたデフレ懸念払拭が展望できる、あるいは民需の自律的回復が展望できる、先行き需要の弱さによる物価低下圧力が十分小さくなるが見通せることから、今までの皆様のご意見と同じ無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.25%へ微調整するこ

とが適当と考える。

結論はそういうことであるが、最近、それも特に今週初め頃からの金融政策を巡る論議が大変残念な展開になったと思う。率直に申し上げて金融政策決定会合で表明されるべきことを含めて多くのことが様々な場面で表明され、必要以上に混乱をもたらしたように思う。また確認しなければいけないことは、仮にゼロ金利政策を解除するにしても、それはあくまでもこれまで政策委員会でその条件としてきたデフレ懸念払拭の展望が満たされたからであって、一部で取り沙汰されている日銀の面子でも独立性の証明でもない点である。また混乱の理由の一端は説明不足、説得不足にあったと思う。今後の金融政策運営を考えれば、これまでも増して、政府、関係機関との意思疎通を図り、マーケットとの対話もこれまでの経験に照らして改善すべきところは改善していかなければいけないと思う。以上である。

速水議長

植田委員お願いします。

植田委員

私は、皆さんの景況感とほとんど大差ないが、金融政策は現状維持ということで申し上げてみたいと思う。先程山口副総裁が言われたように、ストックとフローは微分の世界位の違いかと思うが、細かいことを言う人が1人位いてもいいかなということで若干申し上げてみたい。要するに理由は、大きくは二つであり、一つは午前中申し上げたような市場動向、特に株式市場動向である。先程も申し上げたように、「そごう」だけではなくもう少し様々な要因で株価が調整してきて取り敢えず下げ止まったとみられるところである。今後どこまで戻せば安心かというハードルの設け方には意味がないが、安定した、あるいは方向感として上向きであることの感触を得たいと思う。しかも、先程の私の見解が正しいとすると、市場が不安定化する可能性は十分にあると思う。それなら少し待って見届けても

良いのではないかと思う。この期に及んで利上げを先送りすれば却って不透明感を高めてしまうリスクもあるかと思うが、これを突き詰めて議論すると、先程田谷委員が言われた問題に行き着く気がするので、私のコメントはこの点については控えたいと思う。

二つ目には、景気が底を打って反転に向かい、その持続性についてある程度の自信が持てれば、景気上昇に合わせて金融政策を微調整するという意味で利上げを始めることが正しい方法かと思う。しかし、我々はこれまで短期金利がゼロに張り付いていて微調整できなかった局面を経過してきた訳である。そこから今後微調整できる局面に入ったと判断するには、景気が反転したあるいは継続的に上昇していく見通しが出るだけでは少し弱いのではないか。すなわち、ボトムからある程度の幅のハードルを越えて上昇することが必要ではないかと思う。これをさらに学者的に言うと、ここ2、3回申し上げてきたようなテイラー・ルール的なもので正しい金利の目安を計算してみるのが一つの在り方である。細かいことは繰り返さないが、結論としてはまだ大きな水準の需給ギャップが存在している可能性がある。また目標インフレ率次第ではその率と現実のインフレ率との差が大きいため、これらの要因によって、適正金利はまだ若干のマイナスかぎりぎりプラスになった状態位である可能性を否定できない。さらに、適正金利がプラスになりつつあるとしても、もう少しはっきりプラスになるまでゼロ金利を維持する議論に私は魅力を感じる。そうすれば、金利をどこかで上げた場合にも、次にやむを得ずまたゼロにする時の利下げの効果が増すという効果が得られるかと思う。一方、このように若干待つコストを考えてみると、足許のインフレ率動向等からみてコストは非常に小さいのではないかと思う訳である。しかし、これは学者的な議論であり、テイラー・ルールにしても誤差が大きいため、既にかんがりのプラスであるかもしれない。またそういうフレームワーク自体に何か理論的な欠陥があるのかもしれない。さらに、山口副総裁が言われたように、こういう分析的なツールが理論的には魅力的であっても、現実の金融政策に直ちに応用するには誤差等が大きすぎてなかなか難しい面があるかもしれない。この

ギャップを私なりに埋める作業を色々な形で努力してきた訳であるが、個人の感じとしてもなかなか埋め難いものがあり、力不足を感じている。取り敢えず、今日のところはこういうやや単純な議論に基づいてゼロ金利維持で宜しいのではないかと申し上げてみたいと思う。ただ、皆さんに説得されれば変わることは吝かではないと思う。

速水議長

篠塚委員お願いします。

篠塚委員

私は前回7月の会合で申し上げた判断から何一つ変わっていない。すなわち、ゼロ金利政策を導入する直前のオーバーナイト・コールレートの誘導目標水準 0.25%とすることが適当であると考えている。既に日銀では前回の公表文で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表現しているし、デフレ懸念が払拭できるような情勢に至りつつあると委員会の多数意見として表明した。その後の詰めのために材料を待っていた訳であるが、午前中の議論にあったように、企業活動と雇用所得環境などに対するマイナスの情報は何もなかった訳で、前向きな情報が得られたように思う。従って、私の立場からすれば、現時点の景気の情勢判断はデフレ懸念の払拭が展望できたこと以外には考えられない。ゼロ金利解除の条件は満たされている。前回の会合直後に出したステートメントのもう一つの焦点はそごう問題であった。この点について、市場参加者などの見方を窺うと、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評価しているにもかかわらず、最近のいわゆるそごう問題について市場心理に与える影響をもう少し見極める必要があると書いたために、そのことを捉えて金融政策は株価動向次第であるのかのような認識が広まってきたように危惧している。その点についての懸念を二つ申し上げたいと思う。第一の懸念は金融政策の運営について、市場が不信感を持っているのではないかということである。これは田谷委員が言われたのと似た

ところがある。我々はゼロ金利政策の解除の条件として、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢という、判断基準だけを示して、それに即して金融情勢判断を毎回点検してきた。そして、7月の金融経済月報で景気が緩やかに回復していると判断を示し、また今月もその判断を維持している。そうした下で、仮に今回もゼロ金利政策を継続するとなると、市場ではこれまで言ってきた金融政策を運営する基軸は一体何だったのかという不信感が高まると思う。仮に今回も金融政策の多数意見がゼロ金利政策の継続となった場合でも、その理由はあくまでもデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至っていないことではないと思う。しかし、午前中の議論にもあったように、実体経済の回復を示す経済指標等が相次ぐ中で、こういった評価を繰返すことには私は無理があると思っている。私自身はゼロ金利政策の解除を早くから主張していたし、ゼロ金利が導入された昨年2月の2か月後である4月22日から解除の議案を延々と出してきた。当初私はゼロ金利が短期金融市場における流動性リスク・プレミアムを押し下げる効果はあるかもしれないが、それがさらに実体経済を浮揚するほどの効果があるかどうかに対して疑問を持ち、反対してきた。その後約1年半が経ったが、現時点では金融環境が正常化しつつあるし、流動性懸念が再び高まる可能性は小さくなっていると思う。そうした下では、マーケットの過剰反応さえ避けられれば、ゼロ金利政策の解除が景気回復のメカニズムを損なうほどの影響を及ぼすとは考えられないと判断している。因みに、日経NEEDSモデルによる試算では、ゼロ金利政策の解除が経済成長率に与える影響は非常に軽微と出ている。また、最近私自身が企業経営者などと意見交換をした中でも、現時点でゼロ金利政策を解除しても実体経済への影響は然程大きくないといった声も聞かれた。第二の懸念は先程少し触れた株価と金融政策の関係である。株価はやや長い目でみれば、経済のファンダメンタルズを反映すると理解している。そして、現在経済のメカニズムは回復方向に動き始めており、今年度の企業業績は増収、増益が見込まれている。そうであるならば、目先の株価の動向についても、過度に神経質になるべきではないと思う。先程申し上げた7月12日以降の

株価下落の主因は、NASDAQの下落などを背景にしたIT関連銘柄の株価調整と知っている。このところNASDAQとIT関連業種の株価の相関が非常に高い訳である。そしてTOPIXに占めるIT関連業種のウェイトが約4割と高いためにTOPIX全体がNASDAQの調整の影響を受けていると思う。しかしこれは、そごう問題とは直接関係のない動きだと判断する。NASDAQの下落などを背景にして、今IT関連業種の株価調整が起きているが、その株価が今低迷している責任までゼロ金利政策が負う必要はないと判断する。株価下落を問題視する向きが多いが、そもそも株価の適正水準を評価することは非常に難しいと思う。例えば株価収益率で、国際比較をした場合、今の日本の株価がまだ高いという見方さえもできる。金融政策が株価といった思惑の絡んだ短期的な動きに左右されることがあってはならないと思う。原点に立ち戻って、株価が経済のファンダメンタルズを反映すると考えれば、株式市場においても今後景気回復のメカニズムの下で企業業績の回復予想などを次第に反映していくと考えるべきではないかと思う。ゼロ金利政策を解除するといっても、不確実性が高い経済情勢の下であるので、不測の事態などによって、情勢の展開が大きく変化すれば、臨機応変に政策を見直すこともあり得るのだという立場に立たなければ判断はできないと思う。第二に、解除したとしても景気に中立的な短期金利水準であって、十分に緩和的な政策が維持されていることを国民に説明していくことが必要であると思う。以上である。

速水議長

次に中原委員お願いする。

中原委員

私の立場は変わらないが、ここで最初に幾つか申し上げたいと思う。一つはこれまで私がずっと批判して異を唱えてきたことであるが、日本銀行の政策目標が全くはっきりしていないことである。抽象的にデフレでもなくインフレでもないとか、良い物価下落は良いが悪い物価下落は悪いとか、

デフレ懸念の払拭など、色々言っているが、日銀のパフォーマンスを計るメジャーメントが全くない中で議論をしているから、私はこれまでずっと反対してきた。本日も全く同じである。ただ本日の議論で、一つ、二つ非常に進歩したと思うのは、GDPの成長率について、2%はいくであろう、もっといくだろうという話が出たことである。執行部が示している見通しが皆さんの下敷きになっていると思うが、それによれば2%半ば位の成長とのことであるので、そういった意味で成長率を使って議論できる共通の土俵ができたと思う。やはり目標をきちんと決めて数字で表わさない限り、日本銀行としては問題が出てくる。いずれにしてもインフレ率とGDP成長率は非常に重要なことなので、2%成長という声が出てきた、あるいはその後ろに執行部の2%台半ばという見通しが出てきたことが私は一つの進歩だと思っている。

それから先程植田委員と山口副総裁が議論していたが、これも非常に重要な問題で、GDPギャップの水準か変化方向か、それが一体幾らあるのか分からなければ需給の弱さに基づく物価低下圧力が大幅に低下したのかは分かるはずがない。そういう意味でもう少しはっきりとGDPギャップならGDPギャップ、物価なら物価について数量化した目標を作らなければ、私はいくら議論しても市場の納得は得られないと思う。それに付け加えて申し上げれば、確かに現実是非常に難しいから全く分からないという不可知論になったり、完全主義者はこれでは駄目だとなるかもしれない。先程山口副総裁も理論を現実に適用するのは難しいと言われたが、その逆もまた言える訳であり、やはり現実を何で把握するのかは、インパーフェクトであっても何か持たなければできないと思う。この間も申し上げたが、例えばテイラーが言っているように、インフレターゲットとして2%を掲げる、そしてECBの物価安定の2%以下であるとか、フェデラル・リザーブが内部で持っている2%といったものに近い方がいいと言った訳である。そのような目標がなければ私はこういう議論は非常に世の中の理解を得るのは難しいと思う。本日私は提案するが、私がこれまで物価目標付きマネタリーベース・ターゲティングを継続して主張している一番大きな理由

は、GDPギャップが足許で少なく見積もっても、3~4%はあるであろうし、経済企画庁のミニ白書で使われたモデルを使って高めの計算をすれば7~9%ある訳だから、日本の潜在成長率と考えられる1.5~2%よりはかなり大きい。そういうことであるので、GDPギャップをきちんと議論しなければ、私は金融政策についての正しい答えは出てこないと思う。先程テイラー・ルールもあったが、インフレギャップがなくなったとか、あるいはデフレギャップがなくなったとか、将来のインフレの恐れがあるというような論文は全くない訳であり、私は景気は昨年4月にボトムを打って回復していると考えているが、非常な需要不足があることを一体どのように考えるのかと思う。それから第二の理由は、インフレになる可能性はほとんどない訳であり、しかも消費は一進一退の状況である。そして生鮮食品を除く消費者物価は、東京地区では3月から5月にかけて前年比で-0.4~-0.5%、6月は-0.9%、7月は-0.7%とトレンド的にマイナス幅が拡大しているし、名目GDPも依然としてマイナスであるから、私は早く量的な緩和を行なって、一層金融緩和を促進し、経済を早く1.5~2%の潜在成長率のパスに乗せなければいけないと考えている。しかもそれを一定期間キープすることが必要である。三番目に申し上げたいことは、現在のゼロ金利政策が実質的な量的緩和をもたらして、これが株価や為替といったマーケットに好影響を与えてきた経過を再認識する必要があると思う。そしてそういったことを踏まえ、全体的な金融の量的側面をみると、マネタリーベースやマネーサプライが非常に鈍化してきていることは非常に問題ではないかと思う。M2+CDは前年比で4月2.9%であるが、5月2.2%、6月1.9%、7月2.0%と鈍化傾向にあるし、マネタリーベースも4月の11.7%から5月7.6%、6月6.4%、7月5.8%と伸び率が鈍化している。このような量的な側面は先程の逆であり、株価であるとか、為替等に影響が出かねないし、円も再び円高気味になる危険性もあると思う。もし0.25%位上げれば、積み上の1兆円がなくなることは確かであり、マネタリーベースが減る、それからマネーサプライも信用乗数が10程度であるから、10兆円位影響があると思う。先進国の中で一番デフレであっ

て、しかもGDPギャップが大きい日本においては、一刻も早くそういったデフレ状態を解除すべきであると思う。以上である。

速水議長

それでは最後に三木委員お願いします。

三木委員

金融政策判断では、ゼロ金利解除を巡っての考え方を二点だけ先に整理しておきたいと思っている。第一はゼロ金利解除の条件であるデフレ懸念の払拭を展望できるような情勢とは、民需による自律回復軌道に乗り、景気が回復し始めた初期景気段階で、デフレ懸念がなくなった状態のことを念頭においている。民需による自律回復に乗り、民需による自律回復が確たるものになったという流れとの間には、色々なレベルがあると思う。第二の問題は、従ってゼロ金利解除といっても、金融政策として景気回復を確たるものに支えることには変わりなく、超金融緩和の中での微調整であり、異常な金利体系を正常化することだと整理したい。こういった考え方の中で、実体経済、物価の動きを改めて整理すると、生産の回復が鮮明になっていること、所得は下げ止まり先行きの下落リスクもなくなったこと、個人消費は平時に復していること、物価の下落が止まり先行きの需給ギャップからくる下落リスクもほぼなくなったとみていいことからデフレ懸念払拭を展望できるような情勢という意味では、ゼロ金利解除の条件は満たしていると思っている。そうすると残るは全く判断のタイミングの問題になると思っている。その第一は財政政策との整合性が最大の問題だろうと思う。今日まで財政も金融も景気回復に向けて全力投球をして来ている訳で、ポイントは、政策目標について政府と日銀の考え方の整合性がとれているかどうかだろうと思う。政策目標のベクトルが合っていれば、政策手段——この政策手段は今の本行の場合は金利になる訳であるが——の考え方は色々な意見交換の結果として、結果的に違っていてもこれはやむを得ないと思う。ゼロ金利解除といっても引き続き景気回復に向けて

景気を下支えするという意味で、財政政策との方向性、つまり基本ベクトルは全く変わらないと思う。また、景気の回復感に応じて、政策にアクセントをつける意味でも財政と金融両者の整合性はとれていると思う。ゼロ金利解除は超金融緩和を維持しつつ、異常な金利体系を正常化する微調整である。財政政策も財政再建を意識しつつ、財政規模を徐々に減らす微調整を行なっている訳であり、方向感は違わないとみてよいのではないかと思う。二番目はマーケットへの影響になるが、株式市場に一時的な下落圧力が掛かる可能性は当然否定できないが、深刻なインパクトは考え難いというのが一つの結論である。株は期待と投機で動くので論理的には非常に説明し難いと思うが、現在の株価は主としてIT関連の数十銘柄がリードしている動きであろうという感じがしている。もう一つは銀行株であるが、銀行株はこの1年金融システム不安の解消の動きとともに戻ってきて、今ほとんど大きな動きはない。IT関連と銀行を除いたその他株はどうかというと、この1年間少し戻しただけで大きな動きはない。これらを考えるとIT関連の動きがリードする構図には変わりがなく、影響は限定的と言えるのではないかと考えている。株価の水準を議論するのは非常に難しいし、余り意味がないとは思いますが、株価の水準は心理的影響要因ということになるのだろうと思う。ただ一つだけ言えることは、今回のそごう問題から予測されるリスクとしての心理的要因はあくまでも銀行の金融システム不安に繋がるのではないかという点だろうと思う。銀行の有価証券含み益を都長信ベースで見ると、日経平均1万5,300円台までは含み益ということなので、この辺は一つ念頭における感じがしている。次に為替市場は日米金利差縮小で一時的に円高に向けた投機的な動きが入る可能性があるが、せいぜい25bpの戻し方では、日米金利差には微々たる影響に過ぎないことと、今回のゼロ金利解除でファンダメンタルズに大きな変化はないとの見方が現実的だと思うので、トレンドを変えるようなことはなく、これも影響は限定的とみてよい。三番目にもう一つの大きな問題は、長期金利であるが、超金融緩和は引き続き継続するから資金が潤沢な状況であることには変わりなく、金融機関の余資は債券にいかざるを得ないから、

25bp 程度であれば影響は限定的とみてよいのではないかと思う。以上の点から判断のタイミングと思われ、金融調節方針としては、誘導目標を0.25%に戻し、正常な金利体系とすることを提案したいと思う。以上である。

速水議長

何か追加的な意見、あるいは議論があれば発言して下さい。

藤原副総裁

午後の議論に先立って、三木委員が言われた今回の政策決定会合にまつわる喧騒状況については、田谷委員からも指摘があったが、我々も色々反省することがあり、それを材料として今後のより良い政策決定、金融政策運営に役立てていくべきだと思う。別に一つ一つの記事を検証する積もりはないが、騒ぎは今週の月曜日に入ってから俄かに大きくなってきたと思う。私も2年半前まで新聞記者をしていたが、金融政策であれほど異常な報道がされたことは、余りなかったと思う。新法になってからは、昨年9月が異常な騒ぎ方であった。昔を振り返りながらマスコミのビヘイビアにも問題があると私は思うが、そういった騒がれ方をした原因も色々あると思う。その一つには日本銀行としての情報発信、市場との対話にも原因と理由が求められるかもしれないと、私自身のことも含め今反省している。これを今後の政策運営、それから政策決定会合の運営について活かしていきたいものだと思う。これは感想である。もう一つ先程植田委員が金融政策の判断について意見を開陳された最後に非常に柔軟な態度を示されたと思う。私には何も態度を変えてもらう資格もなければ、権限もないし、理論的な裏付けもないが、もしお考えを少し微調整して頂けるなら、非常に有り難いと思う。というのは政策決定はやはりできるだけ多くの人の賛同を得た形にしたいと思うので。

速水議長

私も先程言われた二つの開きの差がよく分からない。理論的な学者の議論なのであろうが、正直いってどこがどう違うのかよく分からなかった。

先程田谷委員が言われたが、これほど大きく騒がれるのは珍しいことだと思うが、一つは7月に我々は実施する積もりでいたところへ突然の飛び込みがあってできなかった。それでステートメントを出した訳である。私が国会に呼ばれた時も経済閣僚懇の際もあの内容を言った。当日の審議の内容は4週間経たなければ要旨も出ない訳であるが、経済閣僚懇で説明をしたら政調会長に「あなた、それは一方的な意見でしょう。他にも意見があったでしょう」、「他の意見も言わないと駄目じゃないか」と言われた。9人の意見の中で1人か2人の意見をいちいち披露する必要はなく発表したものを出せばいいのであって、そんなことを政調会長が知っていることはおかしいことである。それから、久保亘元大蔵大臣に対してもあの線で説明した。その際、「あなたは議長としてどっちに出したのか」と問われ「それはここでは言えない。4週間経たないと駄目である」と言って席へ戻った後、色々情勢の改善を示す指標が出てきているという話をして「今あなたはどう考えているのか。個人的に」と問われた。私もちょっと考えたのだが、向こうも真面目に良く聞いて分かってくれている人だったので、「個人的には実体経済面でのデフレ懸念は払拭が展望できたと思っている。しかしこれは私個人の意見であってこの次に開かれる会合で皆で議論して新しい資料に基づいて政策判断をする」と念も押しおいた。このように説明したが、最初の部分だけが飛ぶように流れたことは私の不覚だったのかもしれない。事実はそのようなことである。ステートメントを出した線は公表しているのだから、そこはご理解頂きたいと思う。

村田大蔵総括政務次官

今総裁からお話があった中で、経済閣僚懇の中でこの場限りの話をした際、亀井政調会長がそれ以外の人の意見を知っているのはおかしいという発言があった。もし、私ども政府出席者からそういうことが漏れたという

意味があったら訂正をさせて頂きたいと思う。断じてそういうことはない。

速水議長

そんなものをどうして政調会長が私に向かって言わなければならないのかなという、不可思議な感じがした。

篠塚委員

今は決定会合なのであくまでも議論をそちらに戻すべきではないかと思う。

失礼な言い方だが、藤原副総裁が言われたことで意見を変えるのはちょっとおかしいのではないかと思うがそのうえで植田委員に教えて頂きたい。私も何度もこの席上でゼロ金利解除の提案をし、その時にオーバーナイト・コールレートを 0.25% にしたとしてもまだ超低金利の中の微調整に過ぎないという言い方をしつつ、実は何を基準にまだ超低金利と言うのかということも、適正な金利水準がなければ低いとも高いとも言えないとも思っていた。それが本当に分かれば世話がないのだが、それについて今のところ学会で使える唯一のルールが私の理解ではテイラー・ルールというものである。この決定会合でも植田委員は確か 2 度ご自分で計算した結果を出されたし、執行部からもテイラー・ルールに基づいて現実の想定値を与えてやると例えばどの位の金利になるかも事前にペーパーをもらって勉強などしたが、どの計算を見ても皆に納得してもらえそうなものはなかなか難しい。例えば計算してもらった植田委員の二つのケースでも仮定や想定、潜在成長率を何%に置くかといった想定次第では全部で 24 ケースに分かれ、その中でもなかなか適切なものがない状況であった。植田委員はテイラー・ルールで計算してもう少し待つと思われると言われるが、やはり潜在成長率を何%に想定するかとか、ギャップはどれ位になるとか、そこの説明をきちんとして頂かないと考え方は分かるが、結論を皆で共有するのはなかなか難しいのではないのかと疑問に思う。そごう問題についても、現在少し下げ止まっているかもしれないけれども、

懸念があり、もう少し行方を見極めたいとのことであるが、その行方を見極めたいといった時に一体何を見極めたいというのか、教えて欲しい。

植田委員

話が長くなるかもしれないが、金利については二つの考え方がある。一つはテイラー・ルールでどういう金利が出てくるかということであり、もう一つは中立的な水準はどれ位で、それと比べて現在がどっちにあるかという話である。これはテイラー・ルールの一部だと思うが、後者から申し上げると、長期的に成立するであろう金利の水準は実質金利で言えば恐らく潜在成長率の近辺にある。名目金利であれば、それに中長期的なインフレ率、場合によっては日本銀行の目標インフレ率を足したものになると思う。そうすると潜在成長率の幅はあるけれども、常識的に考えて1~2%の間位なので、インフレ率がゼロ近辺であれば、名目金利は最低1%かもう少し高い水準が長期的にニュートラルな水準であろうと思う。短期と長期の区別を無視して話をすると、ゼロ金利であっても0.25%であっても景気刺激的であることには変わりないと思う。テイラー・ルールについては、そのフレームワーク自体が正しいかどうかは別にしても、仮定の置き方によって色々な結果が出てくる。ただ、何回か私の計算を紹介した際には、私なりにどういう仮定を置いたかについてある程度説明した積もりであったが、途中の計算方法等を省略したので分かり難かったかもしれない。いずれにせよ、テイラー・ルールでは適正金利を大きな幅でしか捉えられないので、それで以って直ちに足許の金利を決めるようにはなり難い気がする。それでも、適正金利の幅を見てみると、残念ながら現状ではゼロよりも下の方に出てくる可能性がかなり高いことを私としては心配してきた訳である。

それでは何を待てばいいのかとのご質問については、市場動向とテイラー・ルールのようなもう少しファンダメンタルなもの両方が懸念されると私は申し上げた。市場動向については何を待ちたいか少し申し上げたと思う。すなわち、株が例えば1万8千円に戻るといったことではなく、

下がってきて漸くここ数日下げ止まったところなので、本当に下げ止まったかどうか、そしてできれば少し上向きのモメンタムが出てきたなというような感触を得たいということである。ただ、それにはそれ程時間を要しないとの気持ちも持っている。もう一つ、テイラー・ルールの方は色々計算してみて、今は少しマイナス位なののがかなりプラスになるまで待つのは、正直言ってかなり時間がかかると思う。これも6月後半の決定会合で申し上げたと思うが、そこまで待つには数か月の時間が必要な気がする。数か月待つと、適正水準が例えば0.1%とか0.2%位上がると思う。今0%位なら0.25%位になるかもしれない。9月、10月位になると、我々の中でももう少ししっかりとした来年の見通しを作れるようになってくるであろう。来年の見通しがかなりしっかりと出せるようになってくる辺りが一つのポイントかと思う。これらが、テイラー・ルール的な意味から待つ場合に私が念頭に置いていることである。

中原委員

先程藤原副総裁が植田委員を勧誘されたようであるが、私は前から申し上げているように、政策委員会のメンバー、審議委員はそれぞれ身分を保証され独立した存在なので、それぞれが独立した考え方を持つべきであると思う。勿論意見を交換するのは結構であるが、公開の席であれ非公開の席であれ、勧誘するとかそそのかすことは私は非常にまずいのではないかと思う。そういう意味で私は、自分で研究し勉強し自分の判断で決めるべきだと思うので、皆様方もそう思っているとは思いますが、ご注意頂きたいと思う。

植田委員

私は、中原委員が言われたように自分で十分考えたうえで先程のような意見を申し上げた訳である。それでは、会合の中でそれを絶対変えてはいけないかということ、私はそうは思わない。

中原委員

私は藤原副総裁に申し上げた。あなたに申し上げていない。

植田委員

私も私の意見を申し上げただけである。議論した結果、自分の思っていたことがバイアスだった、間違っていたという場合は、ポジションを変える方が正しいと思う。ただ、是非賛成してくださいというだけでは変えられないということである。

藤原副総裁

私は能力も説得力もないと申し上げたように、理論的な部分で植田委員の考えが分からなかったことが多かったが、最後に言われたのは結局理論から離れた全体の感触と考えた。私は不謹慎かどうかとも確かめて発言した積もりで、何もFRBの例を出すまでもないが、私のような説得力がない場合は別として、説得力のある者同士で真剣に議論して、そうかそのとおりだということであつたら別にそれは説を変えることでもないと思う。本来的なあり方である。

中原委員

意見を交換するのは自由。でも最後は自分で決める。

田谷委員

幾つか植田委員にお聞きしたい。需給ギャップは短観から計算されたものをお使いか。もう一つは足許の物価上昇率はゼロと置いているのか。違う数字を置いているのか。

植田委員

色々なケースを置いてみたということである。

田谷委員

しかし、その中でもっとも蓋然性の高いのはどういう前提を置いた時と考えているか。

植田委員

最もプラスに出やすいのは製造業の需給ギャップと言うか、短観のディフュージョンインデックスみたいなものを使って、足許のインフレ率をゼロと置き、さらに目標インフレ率をなるべく低く置く場合だと思う。

速水議長

自分の意見を外で話すのは構わないが、ここで議論したことや他の人の意見はこうだったということ、どういう議論をしていたかということは、4週間経って議事要旨が公表されるまで漏れないようにして頂きたい。

武富委員

個人名は4週間経っても漏らしてはいけない。

速水議長

それでは私の見解をここで申し上げる。多くの委員の方々からご指摘があったように、前回会合以降に発表された経済指標からは民間部門に自律回復力が備わってきたことが確認できたと思う。まず、企業部門の回復度合いは足許の生産や機械受注の動きをみる限り予想を上回る力強さを示しているように思う。これまで注目してきた家計の雇用・所得環境についても、夏のボーナスも含めた賃金や雇用関連指標は改善に向かっている。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言って良いと思う。従って私は民間需要主導の自律回復の姿が次第にはっきりとできてきていると思う。勿論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と思うが、少なくとも日本経済はデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢には至ったものと判断する。

また、そごう問題が市場心理などに与える影響についても株価、ジャパン・プレミアム、クレジット・スプレッドなど金融資本市場の動きを幅広く点検したところでは、金融システムに対する懸念が広がったり、市場のセンチメントが悪化するような事態は生じていない。4月後半以降の株式市場は米国NASDAQの下落もあってやや不安定であったが、ここにきて徐々に安定を取り戻している。

以上の認識を踏まえて私はゼロ金利政策を解除して、当面の金融市場調節方針についてコールレートを0.25%前後で推移させるようにすることが可能かつ適当な段階に至ったものと考えている。ゼロ金利政策の解除の位置付けについては、内外で様々な論点が指摘されている。例えば金融引締めではないかとか、景気を失速させないかとか、インフレ・リスクがないのに金利をどうして上げるのかとか、あるいは政府の経済政策と整合的でないのではないかと、といったことが言われているようである。これらについて、我々が共有しておく必要があるのは、次のような考え方ではないかと思う。

まず第一に、ゼロ金利政策の効果や副作用については、委員会でも様々な議論をして参った。しかし、この政策を解除するとの決断はあくまでデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至ったという情勢判断に基づくものである。第二に、ゼロ金利政策の解除は金融緩和の程度を微調整する措置であって、解除後も金融が大幅に緩和され、金融面から景気回復を支援する状態が続くことである。第三には、そのような政策対応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ことである。経済状況がここまで改善している中で、極端な緩和政策を継続すると、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。こういうことは過去にも日本で随分起こっている。こ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ものだと思う。

最後にこの会合では、金融政策に関する我々の考え方を国民や市場に対してきちんと説明していくことの大切さが繰り返し議論されてきた。仮に

本日ゼロ金利政策の解除が決定された場合、以上申し上げたような考え方を分かり易く説明して、広く理解を求めていくことが必要であると考えている。

私からは以上であるが、これまでの討議を踏まえて当面の金融政策運営についてさらに追加的なご意見やご議論がございましたら、ご発言下さい。

中原委員

これまでの議論の中で幾つか出たポイントで、私にはどうも納得できないことがある。一つは上げることによって金融の自由度を高め、金融政策の自由度を高めるという議論である。それはいつもある議論であるが、マクロ政策は金融政策だけでなく財政政策もある訳である。それでは財政政策も自由度を高めたいとなったら一体どうなってしまうのか。やはり金融政策と財政政策は車の両輪であるから、そこでよく意思疎通をして齟齬のないようにしなければいけないと私は思う。

二番目に、ファイン・チューニングとの議論であるが、これは二つ考えなければいけない。一つは今のような情勢でまだ経済成長が安定軌道に乗っていない時にそういうファイン・チューニングをするのがいいのかどうか。もう一つは、アメリカのグリーンズパンをみているとファイン・チューニングは94年の例もそうであるが、情勢をよく見極めて、本当に大丈夫だとなってから金融政策を変えているので、私はファイン・チューニングという考え方も余程慎重にするべきではないかと思っている。

速水議長

財政と金融が整合性を持った方向で動かなければいけないことは、私もそのとおりであると思うが、財政と金融の機能は違う訳であるから、自ずから違ってくるところはあると思う。私は財政のゼミを出たので金融との比較をよくしたものであるが、財政というのは国を治める以上歳出を国会で決めてもらって必要な資金を納税義務によって、いわゆる強制収奪経済として調達する訳である。歳出が大きすぎて納税が足りなければ赤字が出

るので国債を出さなければいけない訳で、その負担は次の世代に押し付ける格好になる。その辺は問題があると思う。金融は信用の供与であるからこれにはリスクがある。金利を取ってリスクカバーに充てていくのはこれは当然のことである。無利子の信用供与では競争もないし、資本主義のダイナミズムは生じてこない。今の日本は財政も金融もややおかしいことになっているように思う。私はファイン・チューニングという言葉を使いわず微調整という言葉を使っているが、これをファイン・チューニングと訳すのは適当でないのかもしれない。94年2月にアメリカは不景気が続いて漸く少し明るさがみえてきて1年半か2年振りにFF金利を3%から3.5%に上げた。あの時は物価はまだ下がっていた。そういう状況の中で結局 a less accommodative stance と、緩和政策を少し弱めるという表現を使っていたように思う。そういう例を指しているのだろうと思うが、日本のゼロ金利は全くの非常措置として採った手段であって、当時はGDPも年-1.9%だったものが今は1.5~2%にはなるという時にこのままに置いておくのはおかしいと思うし、条件が揃えば元に戻るのが当然だと思う。そうしないと市場のバイタリティというのは出てこない。

中原委員

以上の話は前回総裁と意見交換させて頂いたので後は財政当局、あるいは政府全体とよく意思疎通をされたらいいと思う。

速水議長

こういう意見は国会でも申し上げたし、今までもあらゆる機会に言っている。

山口副総裁

中原委員が言われた二点であるが、私は第一点の自由度を回復するためにゼロ金利を解除しようという議論は、今日誰もそういう論点は提起していなかったと思う。

[複数の委員より「していない。」の声あり]

デフレ懸念払拭の展望が得られるのかどうかを焦点に議論してきたと思う。

中原委員

それはメインフォーカスであって、その途中には言ったような議論が出た。私は記憶にある。

山口副総裁

かつては議論にあったかもしれないが、今日はそういう基準で判断している人はいなかった。言われた二点は重要なことだと思うが、先程中原委員が開陳されたような第4四半期から景気が後退していくリスクが強いとの景況判断に立てば、主張されるような結論になると思う。

私を含めて何人かの委員は、異なる景況判断に基づいて異なる政策的な主張をしたと思うので、結局それは景況判断の問題だと思う。

それとは別のことだが、金利を微調整することと量の関係が時々取り沙汰されるが、これをどう整理するのかという問題がある。量といっても色々あり、いわゆる準備預金とかマネタリーベースという量を取ると、先程中原委員も言っていたと思うが、過剰準備に相当する部分を供給する必要がなくなってくる訳である。預金金利がどういう動きをするのかよく分からないが、マージナルにせよ預金金利が上がると、現金保有の機会費用が上がるから、ひょっとしたら銀行券保有意欲にも影響を与える可能性もあるかと思う。もう一方で経済活動が私などが期待する回復を続けていくならば、そちらから出てくる現金需要の増加が予想され、結局こういうものがお互いに影響し合う結果としてマネタリーベースの総量が出てくる訳であるから、時間が経つにつれて景気回復の影響が強くなるかもしれないし、一義的な解は得難いと思う。ただ一時的には当初段階で過剰準

備を供給する必要がなくなる分の影響が強めに出てくる可能性はあろうかと思う。ただそのことと金融機関が企業なり家計なりに働き掛けるマネーサプライの世界の話はまた別だろうと思う。これは企業向けの金利、家計向けの金利がどれ位動くかということによると思うし、この動きがほとんどネグリジブルだとすると恐らくマネタリーベースの変化は信用乗数の変化で相殺される可能性が極めて高いと思う。

中原委員

執行部の2%台半ばといった見通しを何人か挙げていたが、そういう数字が出てくることは非常にいいことであり、景況感の違いとの指摘は全くそのとおりである。ただそういうものに基づいて政策を行なった結果が出れば一番良い訳であるが、日本銀行の場合にはこれまでそうしたパフォーマンスのメジャーがなかった。だから成長率の目標に言及があったことは大変良かったと思った訳である。

量について申し上げれば、少なくとも積み上の1兆円はいずれなくなる訳で、限界的な信用乗数がどの位になるか分からないが、直ちにはかなり影響があると私は思っている。山口副総裁が言われたように時間が経てば経済がアジャストしてくるとするのは別の話だと思う。

山口副総裁

マネタリーベースが落ちた場合に信用乗数にほとんど変化がなく、マネーサプライもその分減ると言われているのか。

中原委員

信用乗数が一定であればそうだと思う。

山口副総裁

いや、信用乗数の変化が多分ないだろうから、マネーサプライも減ると主張していたのではないか。

中原委員

限界的な信用乗数はどうなるか分からないが、と言った。一定の影響は直ちにあるはずである。

速水議長

特に他にご意見がなければ議案の取り纏めに入る。その前に政府から出席された方々にもしご意見ございましたらどうぞ。

村田大蔵総括政務次官

本日の金融政策決定会合に当たり、一言申し述べる。わが国の景気は、緩やかな改善が続いているが、完全失業率が高水準で推移するなど、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態となっている。設備投資についても、足許持ち直しの動きが明確になってきてはいるものの、業種や規模によるバラツキが依然存在するなど、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についても、企業が引き続き人件費抑制姿勢を示している中で、果たして雇用・所得環境の改善、ひいては個人消費の増加に繋がっていくのかどうか、未だ確信を持てるような状況にはない。

物価についても、GDPデフレーターが5四半期連続で前年比マイナス、消費者物価指数（全国・総合）が10か月連続で前年比マイナスとなっている。また、こうした中、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ものと考えられる。

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る。

政府としては、これまで財政面から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取って参ったが、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ていくよう全力を尽くして参る。また、平成13年度予算編成に当たっては、景気を本格的な回復軌道に乗せるよう引き続き全力を挙げつつ、財政の効率化、質的改善に取り組んで参りたいと考えている。

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、政府としては今後の財政運営のあり方については、9月に公表が予定されている本年4～6月のQEの結果などをよくみたうえで、さらに判断を行な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である」旨が、G7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併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、現行の金融市場調節方針を継続して頂きたいと考えている。政策委員各位におかれては、ご審議に当たり以上申し述べた政府の経済・財政運営の考え方等につき、ご理解を賜りますようお願い申し上げます。

河出経済企画庁調整局長

最近の経済動向をみると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と認識している。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。特に足許の動向をみると、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と考えている。

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と考えている。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切れないものがあると考えている。

従って、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なうなど、引き続き景気回復に寄与するような金融政策を運営して頂きたいと考えており、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。以上である。

速水議長

ただ今のご発言は参考意見としてお伺いして宜しいか。それとも政府として正式に日銀法第 19 条第 2 項に規定している議決延期を求めておられるのか。

村田大蔵総括政務次官

参考意見である。

河出経済企画庁調整局長

議長、議案の提出がありましたら大蔵省代表とも相談をしたいと思っているので、中断をお願いしたいと思う。

速水議長

それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。これまでの委員による検討によれば、ゼロ金利政策を解除して当面の金融市場調節方針についてコー

ルレートを 0.25%前後で推移させるというご意見が多数を占めていたように思う。そこで私の方からはその趣旨の議案を提出したいと思う。これとは異なるご意見の方で、ここで正式に議案として提出されたい方がいればどうぞお願いします。

[中原委員が議案提出を表明]

政府から議決延期の求めをするという意思表示をされるのでしょうか。

村田大蔵総括政務次官

本日の会議の審議の状況を伺うにつき、ゼロ金利政策を解除する議長の議案が議長によって取り纏められるということであるが、私大蔵省の総括政務次官および経済企画庁調整局長は、日本銀行法第 19 条第 2 項に基づき本日の日本銀行政策委員会金融政策決定会合において、議決延期請求権を行使する必要性などについて、両省の間で協議し、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りたいと考えているので、私共が協議を終えるまで会議を一時中断して頂きたいと思う。会議が一時中断されている間に両省の間で議決延期請求権を行使する必要性などについて協議が成立した場合には、速やかに会議の再開をお願いします。

速水議長

承知した。ただ議決延期の対象となる議長案の文面がまだ確定していないので、文面が固まったところで、改めて確認したいと思う。

事務局は中原委員と私の議案を配って読み上げて下さい。読み上げの後議案の説明をする。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

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

次に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。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。以上。」である。

速水議長

それでは私から提出した議案について、若干補足させて頂く。議案の基本的な内容は、ディレクティブを昨年2月のゼロ金利政策導入の前の状態に戻すものであるが、提案理由を纏めたメモをお配りする。

[メモを配付]

それではこれを読ませて頂く。「提案理由。1. 日本経済は、『ゼロ金利政策』解除の要件である『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢』に至ったものと考えられる。2. 『そごう問題』を契機に、金融システムに対する不安が拡大したり、市場心理が著しく悪化するような事態はみられていない。3. 『ゼロ金利政策』は、昨年2月に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導入した措置である。日本経済がここまで改善している中で、このような極端な緩和政策を継続すると、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。」。昨年2月は、金融システムの不安がどうなるか読めなかった時で、かつデフレ・スパイラルの懸念があった時である。「4. 以上を踏まえると、『ゼロ金利政策』を解除することが適当である。5. 『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。6. 『ゼロ金利政策』解除後もコールレートはきわめて低い水準にあり、金融が大幅に緩和され、景気回復を支援する役割を果たす状況は維持される。7. また、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。」。7. のところには、預貯金の金利が10年間下がっていた状況から、少しでも上がる方向になり、1,360兆円に及ぶ庶民の資産に少し明るい見通しが出てくるだろうことを含んでいる。これが私の議案であるが、他に議案を提出された中原委員から説明をお願いします。

中原委員

提案理由は毎回申し上げているとおりでありますが、もう一度繰り返して申し上げますと、第一の理由はGDPギャップが依然として大きいことである。少なく見積もっても-3~-4%、経済企画庁のミニ白書で使われたモデルを使って、高目の計算結果を考えると-7~-9%である。従って依然として日本経済の潜在成長力と大きく乖離している。しかも今提案理由の説明で、このような極端な緩和政策を継続すると、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とのことであるが、そのようなことを論証した論文はこれまでのところ私の目にとまっていない。それからデフレギャップも、GDPギャップは存在している一方、インフレの懸念もないから、日本は依然として需要不足である。従って金融を緩めて、財政政策とともに需要の増加に寄与すべきである。第二に物

価の動向は、消費が一進一退の中で東京の生鮮食料を除く消費者物価が3月から5月にかけて前年比で-0.4~-0.5%、6月-0.9%、7月-0.7%と幾分マイナス幅を拡大している。それからGDPデフレーターもマイナス幅を拡大している。従って、なるべく早く1.5~2%の潜在成長率の軌道に乗せて、それを一定期間キープすべきであると考えてるので、量的な緩和を行なうべきである。それから三番目に、量的な側面をみると、現在マネーサプライ、マネタリーベースが一段と伸び率が鈍化させており、M2+C Dは4月に+2.9%、5月+2.2%、6月+1.9%、7月+2.0%と鈍化している。マネタリーベースについても+11.7%から+7.6%、+6.4%、+5.8%と伸び率が鈍化してきており、株価や為替に悪影響を与えるのではないかと考える。特に積み上の1兆円がなくなることについては少なくとも当面は影響が大きいと私は考える。以上の三点を申し上げる。

速水議長

私の議案は多数の委員のお考えを集約して提示したものであるが、ディレクティブはこれで宜しいか。昨年2月のゼロ金利政策導入の前の状態である。その他何か質問や追加的な討議があればどうぞ。ディレクティブは宜しいですね。

[多数の委員が賛意を表明]

中原委員

いずれにしても、私は今までの政府の2人の方の意見も伺っていると、日銀法の第4条による整合性というのとれていないと思うので、その辺をどう考えるかということである。

速水議長

私は第4条の整合性はとれていると思う。あらゆるレベルで連絡をとり合い、話し合ったりしている。私も話はしてきた。それに対して中央銀行

の立場で通貨および金融の調節における政策の決定の自主性は尊重されなければならないという第 3 条の条項に基づいて決定したいと思う訳である。

先程政府の方から議決延期の求めに関する検討を行ないたいとの意思表示が出ているので、10 分間休憩とする。

(午後 2 時 51 分中断、3 時 10 分再開)

3. 政府による議決延期の求めとそれに関する討議・採決 速水議長

それでは、再開する。政府の方から正式に議決延期の求めを出すのかどうか。

村田大蔵総括政務次官

会議を一時中断して頂いたが、その間私共は日本銀行法第 19 条第 2 項に基づき、議決延期請求権を行使する必要性などについて協議を行ない、その結果協議が成立したのでここに会議を再開して頂くよう要請する。

本日の会議における各委員の議論や提案された議案等を踏まえ、両者の間で協議を行なった結果、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機尚早と思われることから、私大蔵省総括政務次官および経済企画庁調整局長は、ここに本日の日本銀行政策委員会金融政策決定会合において、議長により取り纏められた議案の採決を次回の金融政策決定会合まで延期して頂くよう求めたいと思う。以上である。

速水議長

それでは、議決延期の請求を出されるようであるので、政府からの議決延期の求めについて、皆さんで討議をして頂きたいと思う。そして最後に各々の議案について採決するというところで取り進めたい。

執行部は政府から提出された議決延期の求めを配って読み上げて下さい。

[事務局より政府からの議決延期の求めを配付]

それでは読み上げて下さい。

雨宮企画室企画第1課長

大蔵省村田総括政務次官、経済企画庁河出調整局長提出分。「日本銀行法第19条第2項の規定による議決の延期の求めに関する件。案件。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』（平成12年8月11日付政委第117号）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。」。以上である。

速水議長

これについて何かご説明を求められる方はおられるか。いないようなので、この請求について皆様からご意見、ご議論を自由にご発言頂きたいと思う。どなたからでもどうぞ。

中原委員

議事の進行はどのようになるのか。

増淵理事

議事について私から簡単に申し上げる。この政府からのご提案について委員方でのご議論が尽くされたところで他の議案を含めた採決に移って頂く。つまり政府のご提案についてのご議論があって、その後政府の案を含めた三つの議案のうちまず政府案について可否の決定があり、その決定の如何にもよるが、その後中原委員案と議長案について採決することになる。取り敢えずこの場で政府案についてのご意見、ご議論があればそれに

ついて討議して頂く。

中原委員

採決はどの順で行なうのか。

増淵理事

採決はまず政府の議決延期の求めについてその採否を決定して頂く。

中原委員

私の案と混乱するがどうなっているのか。

増淵理事

採否で延期が可決となれば議長案の採決は延期となる。もし延期の決定が否決されれば中原委員案と議長案の採決が行なわれる。

中原委員

了解。

速水議長

何かご議論があればどうぞ。どなたからでも。

三木委員

村田大蔵総括政務次官、提案理由をもう少しご説明頂けないか。どういう理由でなのか、その辺をもう少しクリアにお話頂けるとありがたい。

村田大蔵総括政務次官

私共は企業を中心に景気が回復傾向にあることは皆さん方と食い違いないだろうと思っている。そのうえでこれがまだ雇用あるいは所得の面にどのような良い効果があるかについては、多くの委員の皆さん方とは

違ってまだ私共は横這い傾向であり、引き続き厳しい状況にあると判断している。その意味で我々としても引き続き景気サポートタイプの政策を金融面でもお取り頂きたいと考えており、ゼロ金利解除はまだ早いと判断し、延期請求を提出した訳である。

三木委員

財政政策は、経済政策を基に行なわれるが、その中での本行の金融政策は財政政策と整合性を持つのが当然である。基本的な政策の考え方自体は同じように超金融緩和であり、同じように景気をサポートすることには変わりはないと思ってこの議長案の提案が出ている。その点ベクトルは合っているのではないか。

村田大蔵総括政務次官

私共は今後の補正にしても4~6月期のQEを見てから判断をしようという考え方であって、そういう意味でより慎重な考え方を持っている。また市場の動向についても株式市場を始めとして、まだ警戒感を緩めていない。

河出経済企画庁調整局長からつけ加えることが何かあるか。

河出経済企画庁調整局長

村田大蔵総括政務次官のご意見に大体尽きているが、私共は先程も申し上げたようにまだ色々な内外の下押し要因が多少あるのではないかと考えていて、景気回復に軸足を置いた政府の経済政策運営を行なう立場からはこういった下方リスクにより慎重であることが必要だろうと考えている。そういった面で、政府の考え方からは金融政策の在り方についても再度慎重にご審議して頂きたいということになり、大蔵省とも相談したうえで、議決延期の請求をお願いした。

村田大蔵総括政務次官

ここはこの場で何回も委員の皆様方にご審議頂いているが、これが引き締めであるかどうかである。市場に送るシグナルが変わる訳であるから、そのところを我々は心配している。

三木委員

政策の基本線のベクトルは、変わっていないと思う。ただ景況感となると当然その間に色々とレベルがあるので、政府は我々の景況感よりまだまだ慎重に考えたいということであって、基本線は良いがその差が出てきていると理解すれば良いか。

村田大蔵総括政務次官

政府は、企業の利益が即家計の方に流れていくのかどうかについて、リストラも進んでいるし、その賃金水準や労働分配というか賃金の分配もまだ是正局面にあるのではないかと考えているので、そういう意味で多数意見の皆様方よりはこの点について慎重な態度をとっている。

山口副総裁

先程河出経済企画庁調整局長は下方リスクの例を幾つか挙げられたと思うが、もう一度言って頂けないか。

河出経済企画庁調整局長

先程の意見の時にも申し上げたが、アメリカの株価の先行きについて不透明感があるとみている。これも程度問題であろうがこれまで急角度で回復してきたアジア経済に一服感がみられる。それからこれまでの景気の下支え要因であった公共投資について補正予算をどうするかという議論もあるが、現在の政策のままだとかなり減衰しつつあるとみている。それから不良債権処理問題の影響が必ずしも今の段階で十分見極めがたいといったような下方リスク・下押し要因があるのではないかとみている。そ

ういった意味でより慎重な対応が現時点では必要ではないかと考えている。

武富委員

第19条第2項が初めて適用されるケースなので後学のために伺いたい。今のお話を承っていると、「景況感についての微妙なニュアンスの違いがある」と政府サイドが中央銀行側に対して思っておられるようである。それが出発点になって議論が始まっているようにお見受けするが、必要があればその景況感のところについてさらに議論するとして、そもそもこの第19条はそういうことを前提にした条項なのかどうか少しよく分からないので念のために確認しておきたい。鳥居委員会で日銀法改正の議論をした時に、この条項は具体的イメージとしてどういうものを想定していたのか。私の理解が間違いでないとすれば、予期せぬ議案が出てきた時とか、非常に高度に専門的なテーマにかかわる議案が出て、政府側において即座に評価し難い場合は、一旦持ち帰るといような議論もされたと思っている。要するに今の状況がこの第19条第2項を適用するのに適当な状況なのかどうかもう一つ良く分からないということである。日銀法改正に関わった藤原副総裁がここにおられるが、事務局でももし当時の記憶があれば教えてもらいたい。

藤原副総裁

私は金融制度調査会の日銀法改正小委員会で議論に参加したが、その前の鳥居委員会でひとしきり議論があったと思う。今武富委員が指摘したようにこの条項の発動については余り予想していなかった案が出て、一体どういうものなのだろう、それをちょっと持って帰って検討したいとか中身が良く分からないのでチェックしたい場合に一旦持ち帰って吟味したい、検討したいというようなケースを中心に議論した。例示的にそういうものは出たが他のケースを全然排除してはいないので、もし過去の議事録等に何かあれがあれば、紹介してもらいたい。

増淵理事

事務局の方からその当時の金融制度調査会答申等の該当する部分をそれぞれ読み上げさせて頂く。

雨宮企画室企画第1課長

それでは金融制度調査会答申の該当部分を読み上げさせて頂く。文言に後者というのがあるが、これは議決延期の求めがあった時に、委員会で採決することを指しているので後者というのはその積もりで聞いて頂きたい。「後者の仕組みによる場合において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り、従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、その運営にあたり政府の見解が十分に説明されないまま議決が行なわれることのないよう十分な配慮が必要である」と考える。なお、政府が議決の延期を求めることの出来る期間については、次回の通貨及び金融の調節に関する事項を議事とする政策委員会…」、これは今決定会合であるが、次回決定会合までということが適当であるということであって、基本的にはただ今武富委員および藤原副総裁からご説明のあったような状況を想定している考え方かと思われる。要するに政府としての見解が十分に説明できないようなケースを取り敢えず想定していると思われる。

さらに国会の日銀法の審議において、政府委員からのご説明が幾つかあるのでそれを引用する。これは当時の大蔵省武藤総務審議官の答弁であるが、「従いまして仮に政策委員会で議案が提案されました時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取り纏められているといったような事項であれば、そこはその場でご説明し、ご判断を頂ければ良い訳でございますけれども、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る訳でございます。そういう場合には政府の中でさらに検討して意見を取り纏めるべき一定期間のそれはそれ程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出来ればベストな訳でございますが、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。というような、どういふ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ただけ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あたりましてその議決延期の請求を行なうということでございます。」ということである。

速水議長

他にご討議頂くことはあるか。

中原委員

私は議決延期請求は重大な事態だと思っている。これは例え話であるが民間の株主総会においては、普通、大株主の提案は出る前に経営陣と大株主が話をして出さないようにするのが通常である。そこで話し合いが不調になった場合大株主から株主提案が出るが、その場合には議長の責任が大変重大になるので、多くの場合、民間だと株主総会が終わった後で議長は辞任することになる。大株主なのでオーバーライドすることはない訳で、万一票が足りなくてオーバーライドされた場合では次の株主総会において賛成した取締役が辞任されるケースもある。特にアメリカのケースは非常に厳しい。

本題に入ると、日銀法の第4条に規定されているとおり日本銀行は日頃から政府と緊密な意思疎通を図るべきであるが、どうも先週から今週にかけて国会の予算委員会や、月例経済閣僚会議において色々やり取りがあったようでそれがマスコミの報道を通してみると、挑発的な言辞ともなっ

みたりして、エスカレートしていった感があり、私としては極めて遺憾である。これまでG7においても政府と日本銀行との関係はどうなっているのかと海外から色々批判めいたものが出た訳であるが、このようにエスカレートした中で議長案の採決を強行することになると海外の当局や市場関係者から日銀を含めた日本の政策当局への不信を決定的なものにして、今後の政策運営に禍根を残すのではないかと思う。

第二点はどうも政府の経済見通しと日銀の見通しが違いすぎるという感じを私は非常に強く持っていて、政府の見通しはGDPで2000年度が1.0%、うち内需は0.9%、日銀の執行部が我々に示してくれた見通しでは、今年度が2%台半ば、うち内需が2.2%位、2001年度の成長率は1%台の前半、うち内需が1.2%位と非常に乖離している。特に2000年度の設備投資については政府の見通しが1.4%に対して日銀の見通しはほとんど2桁に近い。輸出も政府の経済見通しは3.8%であるが、日銀はそれを大きく上回る8、9%である。前から申し上げているように、日銀の見通しをある程度対外的に説明して、その前に勿論政府と意思疎通したうえで日銀の見通しを対外的に出さないと市場等の納得を得難くなるのではないかと考えている。今回はそうした手続きがはっきり踏まれているとはみえないのでそういう点で政府当局のお考えがあるのかもしれないと思っている。

三番目に、何を目標にするのかどうも良くははっきり分からない。物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に努めると書いてあるが、政策手段は100%自由度を確保して、目標については極めて抽象的な表現になっている。今回何回も指摘しているが、デフレ懸念の払拭が展望できる経済状況については具体的な定義もないし数字もないことなので、私は1か月あれば政府と擦り合わせることができるのではないかと思う。特に経済目標、それから三木委員からベクトルの話があったが、ある程度時間をかけて経済見通しとか、目標について政府と擦り合わせて共通の認識を図るべきだと思う。

四番目に、本件は議決延期請求が出たことによって、今後の金融政策、

日本銀行の将来の在り方について極めて重大な問題を投げかけたと思う。日本銀行が独立性を獲得してまだ2年余りで、それも色々な偶然的な事由もあって手に入ったが、今は戦後日本が民主主義を手に入れたのと全く同じで、オールド・ブンドスバンク的な独立性ではなく日本の議会制民主主義の中でどのようにして日銀の独立性があるべきか今回は問題を投げかけたのではないかと思う。然るべき冷却期間を設けるのが適当であると存ずる。それから最後に日本銀行は日銀法の中で活動している訳で、政府は議会制民主主義の下での行政であり、背後には国会という国権の最高機関がある訳であるから、政府からの議決延期請求については、国会の意思が背後にあることを無視してはいけないのではないかと思う訳である。

私はいずれにしても不信とか対立が決定的にならないように次回まで冷却期間をおいた方が良くはないかというふうに思う。以上である。

速水議長

私は第4条の政府との関係について言えば、この間の閣僚会議に出席して企画庁の8月の報告と認識を審議して頂いたがほとんど同じことを言っており、変わっているとは思わない。金融政策の決定であるから同じ時期にスタートしなければならないというものでもないし、タイミングが違ったりすることもある。こちらが政策判断としてどれでいくか決定するのは第3条で認められた我々の自主性である。

他にご議論はあるか。

山口副総裁

議決延期請求の提案理由を拝聴すると、景気情勢についてのなにかしらのギャップがあるためということのようであるが、先程村田総括政務次官が言われたように企業がリードする形で景気の回復がみられるという点については認識は全く共有されていると存じる。河出局長から幾つかの今後のリスク・ファクターみたいなご指摘を頂いたが、これらのうち例えばアメリカの株価の動向であるとか、不良債権問題の持つ意味は、この会合

でも繰り返し議論してきたことである。そういう日本経済の中にまだまだ潜在的なリスクが残っている点についての認識は共有しているのだと思う。そうすると問題はこういう問題点なり下方リスクなりを抱えながら日本経済が走らざるを得ない時に、しかしその中で現実にどの程度の景気回復が表面化しつつあるか、それは今後どれ位持続する可能性があるかというところの判断で若干の差がある程度ではないかと思う。ウェイトの置き方が少し違うのかもしれないが、いずれにしても私はご提案の理由を伺っていて、私共の認識とそれ程大きな差があるという感じは毛頭しなかった。

中原委員が調査統計局スタッフの見通しを例に引かれて、政府見通しとの差が非常に大きいと言われたが、政府経済見通しはクォーターに改定している訳ではないから、日銀のスタッフがローリングベースで経済見通しを改定していくのと比べると、時間が経つにつれてギャップが出てくるのはいわば当然のことで、それは認識ギャップそのものではないように思う。

問題は若干の認識の差、あるいは情勢判断の差がある時に、日本銀行が日本銀行の判断に基づいて独自の政策決定を行なうことの意味なのだと思う。この日銀法はわが国の議会制民主主義の中で日本銀行にこういう形で自主的な判断、独立的な判断の余地を与えている訳で、議決延期請求を行使されたことは、この日銀法の中で認められた意思疎通の一つの究極の方法であるので、これはこれとしてきちんと拝聴し、議論して結論を出せば良いことなのだろうと思う。議決延期請求が出てきたからさらに政府と擦り合わせを行ない、それはなるべく共通のポジションに立った方がなおベターであると思う点では私も人後に落ちない積もりであるが、法律が定めるところに従って、情勢判断の差がどうしても埋まらない場合は日本銀行の判断に基づき政策決定を行なうことがあり得るし、しかしその採った政策については当然責任が生ずると思う。私が申し上げたいことは以上である。

三木委員

一番大事なのは政府の政策との整合性、つまり基本的なベクトルの整合性だけは最後の一線として守っていかなければならないと思う。そういう意味でその整合性について先程から村田総括政務次官に聞いた訳である。ただ、現状の見方については、政府の方ではリスクを非常に慎重にお考えになっている部分が色々ある、あるいは景況感そのものに差があるということなのだろうと思う。お話があった企業から出た収益が簡単に家計の所得にいくことは考えられないという点は私も先程申し上げたように全く同意見である。簡単に企業収益が所得に反映されるようなことにはならないと思っている。どうも政府の見方と今日の皆さんの意見との間に若干ズレがある気がする。私共のここでの議論はあくまでもデフレ懸念の払拭が展望できるという景気回復の初期の段階を念頭に置いて今日の議長案が出てきた訳である。政府のお考えは景気回復の段階という点で言えばもう少し先のことのように思う。景気回復の段階には色々なレベルがある訳で、もう民需回復が確たるものになるというレベル感を念頭に置いた時には政府が言われるようなリスクはまだまだ大きいと思う。もしそういうことであればそこは当然景況感に対する考え方の差が出てきて然るべきで、そうした全体の見方に今回食い違いが出てきたのかという印象は否めない。

河出経済企画庁調整局長

政府の見通しと日銀の見通しとの違いであるが、政府の見通しは昨年の7~9月のQEの時のデータをベースに作っている。それが1%程度ということであり、ここ2四半期のGDPが明らかになっているので、私共も今の時点で考えると政府見通しの1%は十分達成できるような状況だろうと思っている。日銀の数字については具体的に伺っている訳ではないので何とも適切なコメントはできないが、今伺ったような2%台半ばという数字になるかどうかについては、正直言って今の時点では私共は考え難いと思っている。民間シンクタンクが6月下旬以降出している見通しは、私共が把握している限りでは43機関であるが、一番高いのが2.5%、一番低

いのは0.9%であり、平均は1.7%であった。しかもこのうちかなりのものは下期の補正予算を織り込んだ数字が入っているので現状判断はそれほど基本的な差はないと思っているが、先行きに対する見方を固めるには、先程村田政務次官がおっしゃっていたように時間がもう少しかかるのではないかと考えている。それからリスク・ファクターを考慮すると、2%台半ばという数字は今の時点では私共は考え難いと思っている。

速水議長

2.5%という数字は私共も全く出していない。

河出経済企画庁調整局長

2%台半ばという議論であればそれはちょっと考え難いということである。

山口副総裁

スタッフは当然スタッフの見方を作る訳であるが、それは日本銀行の見方としてオーソライズされたものではない。2.5%という数字を皆で共有しながら今日の議論を組み立てた訳でもないので、そこは誤解のないようにして頂きたい。

武富委員

先程来のご議論を伺っていて若干私に分かり難いのは、本当に微妙な景況感の差なのだが、それでどうしてゼロ金利の継続でないといけないのかという説得的な説明はして頂いていないと思う。それから先程の三木委員の議論にも関連するが、先行きどういう条件が客観基準として整ったら解除してもいいとお考えなのか分からない。そこのところのしっかりした定義がないと、ただ次まで待ってくれということになる。しかもこの条項は先程質したように、このような状況が第19条2項を適用すべきシチュエーションと看做すのかどうか自体も私自身分かり難いものがあるので、およ

そこを発動するからにはなぜゼロ金利継続でなければいけないのか少し納得的にご説明頂けないかと思う。要するに解除することによる心理的効果が測れないからという定性的なご意見なのだと思う。マーケットを通じて实体经济に浸透していく期待の部分は人間である以上、100%は分からないと思う。そここのところについてどちらがどうとは勿論断定的に言えないので、そこは最終的には判断の問題に属する訳で、その部分は次回に延ばしても残ることは残るだろうと思う。その辺のところはどうももう一つ私には分かり難い。

速水議長

これ以上議論をしても時間がかかるばかりで結論が出ると思えない。第19条3項にあるように、前項の規定による議決の延期の求めがあった時は、委員会は、議事の議決の例により、その求めについての採否を決定しなければならないから、採決に移りたいと思う。

中原委員

一つだけ申し上げたい。慎重を期せば、4~6月のGDPをみて少なくとも2期連続でプラスになったことを確認したうえでもなぜ遅いのかという議論は当然あると思う。私は慎重を期すのであれば第2四半期のQEが出るまで待った方がいいと思う。

速水議長

その議論は既にかなり出ている。

採決に移りたいと思う。宜しいですか。

最初に政府から提出された議長案に対する議決延期の求めについて日銀法第19条3項に基づいてその採否を決定するための採決を行なう。その後、金融市場調節方針に対する議案として、中原委員案、議長案の順で一つずつ採決することとする。ご異議ございませんか。

[全委員が賛意を表明]

それでは異議がないようなので採決する。政府からの出席の方は別室へ
お願いします。政策委員会としての議決がなされてからまたお呼びする。

[政府からの出席者退室]

それでは政府から提出された議長案に対する議決延期の求めを採決す
る。事務局は正式な議案を持ち回って、委員から決裁を得た後にその結果
を報告して下さい。

[議決の延期の求めについて事務局より決裁文書を回付、
各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

日本銀行法第 19 条第 2 項の規定による議決の延期の求めに関する件に

ついでに採決結果を報告する。賛成 1、反対 8、反対多数で否決された。

4. 金融市場調節方針の採決

速水議長

それでは続いて、金融市場調節方針に関する議案を順番に採決する。まず中原委員の議案の採決をお願いする。事務局は正式な議案を持ち回って、委員から決裁を得た後、結果を報告して下さい。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

中原委員提出の議案についての採決結果を報告する。賛成 1、反対 8、反対多数である。

速水議長

それではただ今の議案は否決された。次に私の提出した議案について採

決する。事務局は正式な議案を持ち回って、委員からの決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

議長議案の採決結果について報告する。賛成 7、反対 2、賛成多数である。なお、反対の委員は植田委員、中原委員である。

速水議長

それでは、7対2の賛成多数で可決された。植田委員と中原委員は反対の理由をもし明確にしておかれないということであればどうぞ。

植田委員

名前付きで出るチャンスであるので、極く簡単に三つだけ申し上げる。第一に、景気情勢等に関する見方には、他の委員と私の間で余り差はない。

従って、不謹慎ではあるが、今回の利上げが失敗に終わる確率は非常に低いと思っているし、私の反対が杞憂に終わる可能性は高く、また、そうあって欲しいと願っている。これは反対理由にはならないが。

二番目に、そのうえで私は何割かのリスクがあることに配慮した。先程来申し上げているように二点であり、一つはマーケット動向、特に株式市場の動向等についてももう少し見極めても宜しいのではないかという点である。もう一つは、現実の足許のインフレ率の動向、あるいは推計されるGDPギャップ等から判断して、適正な金利は漸くゼロに達したかどうかという辺りであるので、もう少しはっきりプラスになるまで待つことにある程度の魅力を感じているという点である。

三番目に、そのように待つことのコストが足許のインフレ動向から判断して、それほど大きくないのではないかと思われることである。以上である。

速水議長

中原委員、どうぞ。

中原委員

今回の政策決定会合は日銀の独立性についてテストする最初のケースであったと思うが、日銀法第4条に規定されている政府の政策との整合性、意思疎通が、必ずしも取れているとは思われないことである。この1週間、10日間の国会の予算委員会その他月例経済閣僚会議等におけるマスコミ報道を見ていると、敢えて挑発的とも取れるような言辞が飛び交い、それが一層エスカレートしたような感があり、極めて遺憾である。先行きの日銀の独立性の問題、それから経済財政諮問会議における日銀の関与の在り方等の問題を惹起するほか、内外あるいは市場に対して日本の政策当局がとうとう割れたという不信感を与えるのではないかと思うので、今後の政策に禍根を残すことを強く危惧する。

第二に、日銀としては今後はっきりとした経済見通しを出すべきことで

ある。政府の見通しは実質で2000年度が1.0%うち内需が0.9%であるが、日銀内部の私共がブリーフィングを受けて下敷きになっている経済見通しは今年度は2%半ば、内需が2%余り、2001年度が1%の前半のうち内需が1%余りとなっており、大幅に乖離している。特に設備投資については政府見通しが1.4%なのに対して日銀は二桁近く、輸出については政府見通し3.8%に対してその大体2倍から3倍に当たるというように非常に大きく食い違っているので、今後はアカウンタビリティを十分に考えて行なう必要があると思う。今回はそういう説明が尽くされていないと思う。

三番目に、マスコミ等の報道によれば政府と中央銀行との間で経済政策に不調和があるのではないかという印象が過去何回かのG7において海外に渡ったとのことである。今回の措置によりそれが決定的になる恐れがあり、政府と中央銀行の一体感が失われたとの印象も与えざるを得ないと非常に懸念している。従って時間をかけて政府と擦り合わせをすべきであったと思う。

それから量的な問題では、ゼロ金利を解除すれば当座預金は現在の5兆円前後から積み上を1兆円外すので、4兆円程度にまで減少すると考えられるので、これによって株式市場等に好影響のあった量的な緩和の実質的な終焉を意味すると思う。為替市場に対しても必ずしも良い影響は与えないと思う。

最後に何と言っても一番大きな問題はGDPデフレギャップがかなりある現在、生鮮食品を除くCPIが依然として下落気味である時に利上げをすることは、経済学のオーソドックスな理論に私は反するのではないかと思う。特に最近国際的な学会で日本の経済が随分取り上げられ、日銀の金融政策が分析されている訳であるが、そういった場での世界の経済学者と日銀のやりとりをみるにつけ、これはもしかしたら日本異質論ではなく、日銀異質論と言われかねないと強く懸念している。以上である。

山口副総裁

中原委員に一つ伺いたい。時間をかけて擦り合わせをすべきであると言われたが、実はこれはかなり丹念な擦り合わせを政府と行なった。擦り合わせをしても、どうしても僅かなギャップが残る場合には、中原委員はどうすべきだと言われるのか。

中原委員

私は僅かなギャップが残ったと言われるが、それは日本銀行としての立場からみてのことであり、恐らく政府からみて僅かなギャップであれば本日のような延期請求は出さないと思う。従って私は実態は僅かなギャップではないとみている。これは別に政府に聞いた訳ではないから分からないが、しかし延期請求が出てきた背景は、その辺にあると思う。

山口副総裁

そのギャップが残った場合はどうすべきだと言われるのか。

中原委員

ギャップが残った場合は、先程申し上げたように時間をかけて十分慎重に話をするべきだと思う。

山口副総裁

それをずっと行なってきた訳である。

中原委員

ずっとそれを行なってきたかはよく存じない。

山口副総裁

事実、行なってきたが、仮にでも行なった結果どうしても埋まらない場合は、どうすべきだと言われるのか。

中原委員

それは仮定の問題であるから、答え難いと思う。

山口副総裁

そうではなく原則的な問題である。

中原委員

私は詰めて行なうべきだと思う。先程の話では1か月QEが出るまで延ばしてくれと具体的な話が出ている訳であるから詰められると思う。

山口副総裁

それは政府の判断基準である。我々はもう1年以上別の判断基準をずっと議論してきた。

中原委員

先程から言っているように、その判断基準が良かったかどうかについて、私は最初から疑問を持っている。だからそれがマーケットとか政府にとって必ずしも十分に分かっていたのかどうかは知らないが、いずれにしてもそのようなギャップが僅か1か月だけとはいえ残ったために延期請求が出てきたことを私はシリアスにとっている。

山口副総裁

1か月待つて欲しいと政府に言われたら、結局待つべきだと言っている訳か。

中原委員

私は先程議決延期請求に賛成した。

山口副総裁

常に政府の方針に従うべきであるということか。

中原委員

従うとは言えない。

速水議長

独立性ということをいつも随分言われているではないか。

それではここで、政府の方に入って頂き先に進みたいと思う。

[政府からの出席者入室]

政府からの議決延期の求めについては、反対 8、賛成 1 で否決された。中原委員案については反対 8、賛成 1 で否決された。議長案、ゼロ金利解除案であるが、反対 2、賛成 7 で可決された。

村田大蔵総括政務次官

ただ今政府による議決延期請求が否決されたと同い、議決延期請求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下においても、景気や金融・資本市場の動向等を十分に注視しつつ、豊富な資金供給を行なうなど、適切かつ機動的な金融政策運営を続けられることを要望したいと思う。

河出経済企画庁調整局長

私共も同じ要請である。願います。

速水議長

私からも一言申し上げる。本日は政府からの議決延期の求めを否決し、

ゼロ金利政策を解除することとなった。ただ本日議論させて頂いたところ、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異なっていることはないと思う。繰り返しになるが、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る。従って、金融が大幅に緩和され、景気回復を支援する状態は継続することとなる。この点は政府にもご理解頂けるものと思っている。また、本日の決定について、政府と日本銀行との対立というような図式で捉える向きも多くなると思う。しかし今回の件は、新日銀法の下で用意された政府との意思疎通の枠組みに従って、しっかりと議論を行ない、斉整と取り進めたものと考えている。この点誤解を生じることのないよう、対外的に正確に説明するよう努めていく必要があると思う。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させて頂き、その模様は議事要旨で公表するという新日銀法で定められた枠組みに即して、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参りたいと考えている。こうした私の考えを大臣方にも是非ともお伝え下さいますようお願いする。

さて、先程当面の市場調節方針として、ゼロ金利政策を解除し、オーバーナイト・レートを 0.25% とする議長案が賛成多数で決定された。増淵理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って、金融調節に努めるようこれをもって指示とするのでお願いする。

村田大蔵総括政務次官

私共政府側として、本日議決延期請求権を行使した事実とその理由は、本日中に公表せざるを得ないと考えているので、お含み置き願いたい。

速水議長

私共も、本会合終了後 30 分後にその他の公表文と一緒に公表することとしたい。

それではここで、対外公表文の作成をしたい。金融市場調節方針の変更

に関する対外公表文の検討および決定に移りたい。まず原案作成のために多少時間を頂きたいと思う。藤原副総裁、山口副総裁と執行部は別室で原案を用意して下さい。その間皆様は自席で10分間お待ち下さい。

(午後4時19分中断、午後4時28分再開)

5. 対外公表文「金融市場調節方針の変更について」の検討 速水議長

それでは、金融市場調節方針の変更に関する対外公表文の検討および決定に移りたい。原案の用意ができたようなので、事務局から読み上げてもらう。

雨宮企画室企画第1課長

「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、こうした緩和スタンスを継続することにより、金融面から景気回復を支援していく方針である。以上。」である。

速水議長

それでは、意見等があればどなたからでもどうぞ。

三木委員

(5) であるが、先程村田大蔵総括政務次官からあったように、政府の経済政策の考え方と整合性を持った形で今後も潤沢な資金を供給して欲しいといった話があった。その辺のところをはっきり書いておかなければいけないのではないか。

増淵理事

この最後のパラグラフには、今三木委員が言われた趣旨が入っている積もりだが、もう少し明示的に政府の経済政策も考えながら行なうということとを…。

三木委員

村田大蔵総括政務次官からは、採決後に、議決延期請求は否決になったが、日本銀行としては云々というお話があった訳である。これは非常に大事なことから必ず入れておかないと、誤解されてしまう。

増淵理事

一番最後の辺りに政府の経済政策との整合性を明示するとしてどういう言い方が宜しいのだろうか。

三木委員

あるいは、村田大蔵総括政務次官からはっきり要請があったという形でも。

山口副総裁

政府の政策、あるいは政策目標との整合性をどう考えるかについては、私は今日申し上げたような考えでいるが、ただ整合性の取り方は先程からの議論の中でも色々な考え方が当然あるので、その言葉をここに入れるのはどうかという気がする。景気回復を全力を上げて支援していく、サポートしていくと強く言えばいいのではないか。

三木委員

要するに、議決延期を提案された政府代表の議案が否決され、残念ながらということで再度日銀に対してこういうことを強く要請したいと言われたのであるが、その中身については我々は全く同意見な訳で、それをはっきりと文言で出しておく必要があるという意味である。

植田委員

それは、緩和スタンスを継続して景気回復を支援するということではないか。

三木委員

しかし、これでは日本銀行だけの話になっている。

植田委員

それは日銀のペーパーであるから当然なのではないか。

三木委員

議決延期請求が出たのは間違いのない事実であるから、日銀だけの論理で言い連ねるのはどうかと思う。そういう意味で今回ちょっと違う。

藤原副総裁

言われていることは分かるが、この金融市場調節方針の変更についての中身は日本銀行が採る政策の説明なので、これはこれで宜しいかと思う。今言われたようなことは記者会見等で総裁から当然言及されると思うし、日本銀行の政策方針の中に精神は入っても、文字としてはここに巧く入らないような気もするので、気持ちを他のオケージョンで表明することではどうだろうか。

三木委員

駄目だね。今回これだけのことをしている訳である。本行の政策方針はこの1ページに尽くされている。

山口副総裁

そういう要請があったことを、総裁が記者会見で明確に紹介されれば、私はそれで十分だと思う。

三木委員

私は反対だ。

山口副総裁

ここに書くというのは如何なものか。

三木委員

(5) の一番最後のところに書けば良いと思う。引き続き緩和は続けるということである。そういう趣旨をはっきりさせるべきである。

植田委員

具体的にはどういう文言が必要なのか。

三木委員

どういう文言がというのは考えてもらって結構である。少なくとも、政府代表である村田大蔵総括政務次官、河出経済企画庁調整局長も了解の下で金融緩和を続けて欲しいという要請についてはアクセプトしている訳である。

雨宮企画室企画第1課長

文言を最後まで詰めていたのは、実はここであって、気持ちとしては政府からのご要望を踏まえてこういう文言になっている訳である。政府サイドからみても、例えば、緩和スタンスを継続することにより金融面から景気回復を支援していく方針であることを日本銀行としてもはっきり言っていると適宜引用できるような形にした積もりではある。会合後、日本銀行と政府のしていることは整合的ではないのかと、両方が意見を聞かれると思う。その場合には両方とも、いやいや整合的であるとか、大きくみれば整合的でないとは言えないと答えると思うが、政府サイドとしてもその時こういうものがあれば答えやすいという気持ちはもっている。村田大蔵総括政務次官、いかがか。

中原委員

日銀の見解であって、村田大蔵総括政務次官は関係ない。

速水議長

これは今日発表するが、口頭でいいのではないか。

三木委員

口頭では今回は駄目だと思う。政府の方もそれぞれ意見を述べる場がきちんとあって意見を述べられた結果である。こういう結論になって、そのうえで政府としても議論を再度付け加えられた訳である。それについては何らかの形で触れておかないといけないと私は思う。所詮、総裁の記者会見で言うことであれば、この文章の中に入れておいて何がおかしいのか。

山口副総裁

どういうことを入れたいのか。

三木委員

表現は任せる。村田大蔵総括政務次官が述べた表現を一部取り上げて頂いても結構である。

増淵理事

事務局からで申し訳ないが、私共の考え方としては政府のお考えも踏まえこういう表現にした積もりである。委員方の間で今伺っているとこのままでいいのではないのかという声もあるので、どちらかということが決まり、これは是非入れろということであれば考える。

三木委員

是非入れてもらいたい。どうせ喋ろうかと言っているのだから入れてもらいたい。

篠塚委員

私は入れなくても良いと思う。というのは、過去、金融調節方針の利上

げ局面では、「はい、どうぞ」と政府が言ってくれて上げたことはなかったと思う。常に色々認識が違ったりしている。では、その時に日銀が金融市場調節の方針の変更についての対外公表文を出す時にどう書いていたかという、どういうプロセスがあったとしても、結局日銀の判断で最終的にはこのようにしたと書くのではないか。しかも、物価の安定が一番の目標で、最後に景気回復を支援していくとしており、その点は反映されているので私はこのままで良いと思う。

三木委員

反対である。

今一番大事なのは政府との真っ向対立となっている結論を公表文で外へ出すことなので、きちんとすべきである。それぞれ政府の方も意見を述べる場があって、その意見を踏まえてのことである。中原委員の話ではないが、そんな生ぬるいことを考えては駄目である。

記者会見では言わざるを得ないと言っているのに、なぜ書いて悪いのか。ディレクティブの中に入れる訳ではない。公表文の一番最後に、政府もそう言っているし、我々の方もそこはきちっと行なうということを書いて安心してもらうような表現にする訳である。だからそこを書きなさいと言っている。言わないのなら別であるが、記者会見で言おうとしている位なら書けば良い。何をこだわっているんだ。

植田委員

これに何を追加するかがもう一つはっきりしない。

三木委員

今回のゼロ金利解除に対して、政府からも潤沢な資金供給というか物価の安定を図る緩和スタンスを継続し、金融面からも景気回復を支援して欲しいという意見、あるいは要請があったということでも結構である。村田大蔵総括政務次官が述べたような表現で良いと思う。それを一部

入れて頂ければ良い。

植田委員

要請があったと明示的に書くということか。

三木委員

結論はこういうことで決まったのだから政府としても仕方がないとしても、その後、わざわざ政府代表の方からお話があったことについては、我々もそれを行なうということであろう。それが、ここにある金融面からの景気回復への支援は依然として行なうということであろう。

山口副総裁

私は三木委員とは原則的な考え方が違うが、そこまで言われるのであれば(6)を設けてはどうか。そこで、政府代表から表明されたことに触れてはどうか。

増淵理事

要請を入れるのは如何かと思う。こうした考え方は政府の経済政策の基本方針と整合的であると考えらるというような表現を入れるのはどうか。三木委員のご意見との間にまだ距離があるか。

三木委員

それを整合性というのか知らないが、政府の要請を踏まえてという感じの方が大事ということである。

武富委員

三木委員が言われていることを表わすのは、例えば、この一番最後の行の「金融面から」の前に「政府とともに」あるいは「財政とともに、金融面からも」とすることは足りないか。

三木委員

そこに「政府の要請も」というような、何かそういうのが入らないかな。

増淵理事

日本銀行の政策の方針に政府からの要請もありというはおかしい。

速水議長

「政府とともに」というような言い方でいいのではないか。あるいは「財政とともに」。

中原委員

私は議長案に反対した立場であるが、書くのであればそういう要望があったということを切ってしまう方がいいと思う。「政府とともに」というのはちょっとおかしい。

武富委員

金融政策を政府とともにするのではなく、景気回復を支援するという意味である。

中原委員

議決延期の議案が出た訳だから何か触れない訳にはいかないだろう。

三木委員

と思う。

増淵理事

整合性については、日銀法第4条にも法律の文言として整合性ということとは書いてある。

三木委員

だから敢えて書いてもおかしくはない訳か。

増淵理事

法律ではその経済政策の整合性については明言している。事務方の考えではあるが、政府からの要請という言葉が日本銀行としての対外公表文に出てくるのは理解し難いと思う。この原案でもそういう気持ちを込めた積もりだが、政策の整合性ということであれば、これは法律にも書かれていることなので、それを明示することは可能であると思う。

三木委員

それでも良い。

増淵理事

それで宜しいですか。

田谷委員

それは(5)の後ろか、(6)か。例えば最後の文章にもう一つ付け加えて、「こうした方針は政府の景気支援方針と整合的であると考え。」とするのか。

三木委員

「であると考え」というのはこっちの一方的な意思だ。

田谷委員

ただ「要請」は書けないと思う。

三木委員

要請が難しいのだったら、整合性を念頭に置きつつとか何か巧い表現があるだろう。

雨宮企画室企画第1課長

今の田谷委員とほとんど同じだが、景気というよりもう少し全般的な経済政策ということで、その(5)の「金融面から景気回復を支援していく方針である。」の文章に続けて、「こうした考え方は政府の経済政策運営の基本方針とも整合的であると考え。」というような表現を付け加えるというのではいかがか。

村田大蔵総括政務次官

そうすると、何で私共が議決延期請求を出したのかという問題を誘発する。ベクトルが同じでも多少違う訳である。

雨宮企画室企画第1課長

基本方針ということで三木委員が言われたベクトルという感じを出すということである。要するに、景気対策とか景気政策とかの考え方を「経済政策運営の基本方針」という格好でそのベクトルのイメージを取り敢えず出す訳である。そして、「考える」という意味では日本銀行が考えているということである。

山口副総裁

いつか似たような表現を使ったことがある。

雨宮企画室企画第1課長

9月21日の会合で大きな議論になった際、最後に纏まった表現がこれである。正確な文章は覚えていないが、「こうした考え方は政府の為替政策運営の基本的な考え方と整合的であると考え。」といったように、考

えるという方針は、日本銀行が考えるということで宜しいとなった経緯がある。

三木委員

それを念頭に置いて言っている。

村田大蔵総括政務次官

私共はここに出ている。

植田委員

少し微妙な話になるが、議決延期請求を出されて否決された訳である。

増淵理事

そのこと自体は公表される。

植田委員

微妙な差は残る訳で、その中でぎりぎりの整合性を追求するところまでなのではないか。

増淵理事

ここまでというのは、ここに書いてあることという意味か。

植田委員

整合的なものと考えたとまで踏み込んでしまうと、日銀の一人よがりではないかということが却って出てくるような気もしないでもない。

篠塚委員

私もこのままで良いと思う。

河出経済企画庁調整局長

私が申し上げるのもどうかと思うが、緩和スタンスの例示に私共が要請したようなことを書いて頂ければ、私共がこういう要請をしたことも受けて緩和スタンスになっているという当方の説明材料になる。

藤原副総裁

豊富で弾力的なといった文言か。

河出経済企画庁調整局長

金融なり経済動向に応じて弾力的な資金供給を行なう等といったことを緩和スタンスの例示にして頂ければ、私共が要請したことも受けてこうなっているとして、当方も説明しやすいと思う。

田谷委員

ただ、「豊富で弾力的」とは言えない。

増淵理事

先程話を聞いていたところでは、「豊富で弾力的」とは言われなかった。「適切かつ機動的」だったか。

村田大蔵総括政務次官

適切かつ機動的な緩和スタンスという政策運営を続けられることを要請すると言った。

雨宮企画室企画第1課長

日本銀行としては物価の安定を確保する下で…。

河出経済企画庁調整局長

金融為替市場の動向も注意しつつというのでもできれば入れて頂きたい。

増淵理事

余りにも政府の表現と一緒にすると…。

速水議長

「日本銀行としては物価の安定を確保する下で」のその次に入れるのか。

増淵理事

数分頂きたい。

雨宮企画室企画第1課長

事務局の案を読み上げる。(5)の第2パラグラフから読む。「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、金融面から景気回復を支援していく方針である。」。

山口副総裁

もう一度確認したい。適切かつ機動的な…。

雨宮企画室企画第1課長

原文からの変更点で言えば、「こうした緩和スタンス」というフレーズを「適切かつ機動的な金融政策運営」というフレーズに入れ替えるということである。

速水議長

「こうした緩和スタンス」を消しただけだな。

雨宮企画室企画第1課長

そうである。「こうした緩和スタンス」の代わりに「適切かつ機動的な金融政策運営」とした。

三木委員

村田大蔵総括政務次官、そういうことで宜しいか。

村田大蔵総括政務次官

いやいやお任せする。

速水議長

金融政策運営を継続することにより…、また金融面からというのが入るのか。

雨宮企画室企画第1課長

金融面から景気回復を支援していくというのは宜しいのではないか。

田谷委員

金融面というのは要らない。

篠塚委員

要らないですね。

雨宮企画室企画第1課長

ではもう一度読む。今度は下から3行目の日本銀行としては、から読む。宜しいか。「日本銀行としては、物価の安定を確保するもとで、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。」。

三木委員

結構である。

速水議長

他、特にないか。ではこれで決定する。

事務局は正式な対外公表文を持ち回って決裁を取っていただきたい。

[事務局より議案配付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1、賛成多数である。

速水議長

ただ今、政策委員会として賛成多数で金融市場調節方針の変更に関する対外公表文が決定された。以上の決定事項の公表は会合終了後約 30 分ないし 40 分後に行なう。それまでの間は厳に出席者限りということでお願い

いする。対外公表文は執行部で合わせて英語に翻訳して公表することとする。また、これらに合わせて、本日の会合で政府が議決延期の求めを提出し、それを否決されたことも公表したいと考えている。さらに、政策変更時の恒例により、本日中に私が政策委員会を代表して記者会見を行なうので宜しくご了解頂きたい。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

最後に金融経済月報の検討、採決に入りたいと思う。金融経済月報のうち最初の3ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえてご検討をお願いする。まず、吉田調査統計局企画役と雨宮企画室企画第1課長からポイントを説明して下さい。

吉田調査統計局企画役

それではまず実体面から説明を申し上げる。冒頭の総論は、前月に判断を大幅に前進させた後、今月は同じである。一応読み上げると、「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。」という判断を踏襲している。細かい修正も今回は僅かであって、公共投資について下期以降は減少に転じるとみていることから、そろそろ高水準横這い位になっているということで表現を変更している。それから所得も、毎勤の特別給与が6月はプラスと出ており、その内容からみて6~8月トータルでもプラスの可能性が高くなっていることを踏まえて上方修正している。具体的には、「所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きもみられ、賃金・雇用者数の減少傾向には歯止めが掛かりつつある。」としていたが、今月は「所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きが続き、雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。」としている。先月までは賃金と雇用者数を別に書いていたが、今月は別々に書くというよりは掛け算した結果としての雇用者所得の減少傾向に歯止めが掛かっているとしている。

先行き部分のところは先月と全く同じである。ただ一番最後に金融政策に関する「なお、日本銀行による金融緩和措置などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくものと期待される。」という文章があるので、本日の政策変更を踏まえて修正する必要があるれば、ご意見をお伺いできればと思う。

残りの部分では、物価についての先行きの見方は変えていない。現状認識について、7月の卸売物価指数が出て輸入物価がやや上昇したことを踏まえて、書き振りを変えている。具体的に言うと、輸入物価は「幾分下落している」としていた訳であるが、その要因となる原油価格下落の影響がむしろ消えて、一旦下落した後価格が上昇した分の原油が入着するようになっているので、それを踏まえて「4月以降の原油等国際商品市況の上昇等を反映して、上昇している」としている。国内卸売物価はマイナーチェンジで、先月までの横這いの動きに3か月前対比が今月は-0.1%となったことを受けて「ほぼ」を入れ、上昇要因と下落要因の順番を引っくり返し、「原油価格上昇を受け石油製品は上昇したものの、電気機器等の下落が続いていることから、ほぼ横這いの動きとなっている。」と修正している。以上である。

雨宮企画室企画第1課長

金融面の前半の市況の動きがこの1週間で非常に大きく変わってしまったので、大きく変更した。第2パラグラフから読ませて頂くと、「ターム物金利は、ゼロ金利政策の解除観測の変化を反映するかたちで、7月中旬以降、一旦低下したが、足許では再び上昇している。」とした。もともとは「解除観測が後退したことを受けて低下している」という記述だった訳であるが、この数日大きく環境が変化したのでこのようにさせて頂きたいと考えている。

長期債流通利回りは、足許の市況を映じて若干書き込んでおり、為替相場も同様である。それから「金融の量的側面をみると」というパラグラフで、「大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、融資を回復さ

せようとする姿勢を続けている」と、前月まで「強めている」と書いていたが、強めていると毎月書き続けるのでは加速度的に強まっているような感じがするので、そういう姿勢を維持しているというややニュートラルな表現に戻した。

マネーサプライでは、単純に「6月」を「7月」に直し、「低下した」を一応0.1%上昇しているので、「上昇した」に変えたいと思う。以上である。

それから吉田調査統計局企画役からご説明した「なお、日本銀行による金融緩和措置などによる良好な金融環境も」というところはゼロ金利政策を踏まえて書いていたものである。今日ご決定頂いたご方針でも引き続き金融緩和スタンスは継続するので、余り大きく変更する必要はないと考えたと、この「措置」という言葉を取って、「日本銀行による金融緩和などによる良好な金融環境」とすることで通じることは通じるかなと思っている。

田谷委員

金融緩和の継続としてはどうか。なぜかというと、金融緩和というと新たな措置のように響くからで、金融緩和状態の継続といったニュアンスにすべきと思う。

雨宮企画室企画第1課長

宜しいでしょうか。今の文章を田谷委員の案でもう一度読み上げると「なお、日本銀行による金融緩和の継続などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくものと期待される」。これで宜しいでしょうか。

田谷委員

ちょっともう一つ。株価のところであるが、7月中旬以降下落しているという事実と違う感じがする。下落したとか下落してきたとかしないといけない。

雨宮企画室企画第1課長

足許でも下がり続けているという印象を与えてしまうということか。
「下落した。」で良いか。

中原委員

ここはだめだ。一回下がって、上がっているから。

雨宮企画室企画第1課長

7月中旬と比べると水準としてこうなったということだけ記述している。
宜しいでしょうか。「株価は、7月中旬以降、大手小売業者の民事再生
法適用申請や米国株価の軟調等を受けて下落した。」。

速水議長

これで採決をする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

基本的見解についての採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1、賛成多数である。なお、反対は中原委員である。

速水議長

反対理由を明確にしておかれないのであれば。

中原委員

他は宜しいと思うが、物価の先行きについて「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」の「大きく後退」というところがどうも納得できない。理由は三つあり、一つはWPI、CPI、GDPデフレーターと最終需要段階に近づけば近づくほど下落幅が大きくなっている訳であるので、こういった状況の中でこのような表現は如何なものかと思う。それから二番目は、GDPギャップは確かに方向としては縮小しているが、調統の推計でも98年前半位のレベルまで戻ったに過ぎない。依然としてかなり大きなデフレギャップが存在しているため物価低下圧力は大きいと思う。三番目に生鮮食料を除くCPIをみても、6月は前年比-0.9%、7月同-0.7%とマイナス幅が以前より大きくなっているし、GDPデフレーターについても昨年6月以降全期マイナスを継続している。ご承知のように今年の第1四半期は前年比-1.7%であるから、もう少しエビデンスが出るまでこのようなことは言えないのではないかと私は思う。以上である。

速水議長

表現はともかく、物価自体はWPI +0.3%、CPI -0.3%と大きなマイナスとはなっていないのではないか。

それでは、ただ今ご決裁頂いた基本的見解に沿って後段の背景説明部分

は必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。本件の対外公表は、来週火曜日 8 月 15 日の午前 8 時 50 分に行なう。

三木委員

あと議長、記者会見は。

速水議長

今日やります。

三木委員

何時からか。

速水議長

まだ分からないが、30～40 分後には…。

雨宮企画室企画第 1 課長

30～40 分後に公表文を出してから、政策広報課の方でクラブと折衝して決める。もともと何時に終わるかというのは分からないので決められない訳である。

三木委員

是非、万遺漏なきを宜しく願います。

VI. 閉会

速水議長

最後に一つだけ申し上げておきたい。決定会合の様子は本当にここに居る人しか分からない訳であるが、この様子を報道したものについて若干報告したい。共同通信の報道で一つは 4 時 1 分に「16:01 速水日銀総裁、決定会合にゼロ金利解除を提案（了）」、それから 4 時 46 分に「日銀総裁

が解除案提出、政府は議決延期請求権を行使。関係筋によると、日銀の速水優総裁は 11 日の金融政策決定会合でゼロ金利政策の解除を提案し、会議に出席している政府の代表は議決の先送りを求める議決延期請求権を行使した模様だ。」とある。情報の出所はなお不明確であるが、こういうのが出るというのは極めて遺憾な事態だと思う。本件については状況把握にもう少し努めてみたいと思っているが、ここで改めて本日の決定内容は会合終了後の公表において初めて対外公表されるものであること、それまでの間は情報管理を厳しく堅固に実施して頂きたいことを改めて確認させて頂く。政府代表の方々も宜しく願います。

どうも長時間ご苦勞様でした。閉会に致します。

(午後 5 時 18 分閉会)

以 上