

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年11月26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）

政府からの出席者：

大蔵省 林 芳正 政務次官（9:00～12:34）
経済企画庁 小池百合子 総括政務次官（9:00～12:48）

（執行部からの報告者）

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室参事	稲葉延雄
企画室企画第1課長	雨宮正佳
調査統計局	吉田知生

（事務局）

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	内田眞一

I. 開会

速水議長

ただ今より金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日の取り進め方を申し上げる。最初に、前々回会合の議事要旨を承認して頂きたい。次に、執行部から金融経済情勢に関する報告をしてもらう。その後は、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する委員による討議、もしあれば政府からの出席者のご発言、金融市場調節方針の採決という順に進めて参りたい。

政府からは大蔵省の林政務次官、経済企画庁の小池総括政務次官が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録することになっている。委員および政府からのご出席の方においては、このことを前提にご発言されるようお願いする。

II. 議事要旨 (10/27日開催分) の承認

速水議長

まず、前々回10月27日会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異議はないか。

[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こととする。なお、本議事要旨は12月1日の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

続いて、金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移りたい。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について山下金融市場局長から報告してもらう。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

前回会合以降の金融調節運営についてみると、引き続き朝方のオペ前から0.02%での出合いが進む大変落ち着いた市場地合いが続いたため、連日1兆円の積み上幅を維持する調節を継続してきた。その結果、オーバーナイト加重平均レートは一貫して0.03%の実質ゼロ金利水準での推移となった。この間、15日には10月期の積み最終日、16日には11月期の積み初日を挟んだが、大幅な超過準備が供給される下で通常日と変わらない大変落ちついた展開となった。オーバーナイト・レートおよび年内物のターム物レートは、一貫して0.03%で推移している。こうした短期につい

ては実質ゼロ金利状態に全く変化が窺われていない。

ただ、年末越えのレートはここに来てかなりの変化がみられている。一つは、これまで上昇基調を辿ってきたインターバンク・レートにピークアウト感が出てきていることである。例えば、ユーロ円TIBORの2Mは16日に0.47%に上昇した後、横這い推移となっているが、小数点3位以下でみると10月28日以降17営業日連続して上昇した後、24日から上げ止まり横這い推移となっている。また、ユーロ円の出合いレートは2M、3Mについて19日にそれぞれ1bpの低下となるなど、全体として上昇傾向に歯止めが掛った形となっている。これは本行の大量の年末越え資金供給を背景に都銀など資金の取り手の年末越え資金調達を着実に進展していることに加え、16日の総裁の記者会見により2000年問題のような不測の事態が生じた場合に巷間言われているような有担貸出について制限的に対応するとか、ましてや経営責任を問うことは全く考えていないという本行のスタンスが改めて明確に確認されたため、資金の出し手・取り手双方に一種の安堵感が広がったことなどを背景としている。こうした状況変化を受けて、地銀等による小口の資金放出がみられているほか、資金の取り手がビットレートを若干引き下げており、先週から今週にかけて2Mで0.45%から2bp~3bp引き下げられている。この間、系統金融機関を始め大手の出し手は引き続き自行の資金繰り見通しが固まるまでは資金放出を見送るという姿勢を変えていないが、銀行券が大量に流出するなどの混乱がなければ12月上旬以降徐々に資金が出てくるものと期待されている。

第二の変化は金先レートが先物を中心に上昇傾向に転じていることである。例えば、2000年6月限は16日の0.21%をボトムに上昇に転じており、昨日は0.305%と約1週間で10bpの上昇となっている。出来高もこのところ平均で約4万枚を切る超閑散状態が続いていたが、ここ数日間取引が俄に膨らみ、昨日は15.3万枚と本年7月2日以来の大商いとなっている。これはOECDによる日本経済見通しの上方修正や株価の一段上昇、さらには越智金融再生委員長が今週初めに「来年度は1%を超す成長になり、金利も正常な水準に戻すことが必要だ」と発言されたことなどから、

一部でゼロ金利政策の早期解除懸念が台頭してきたことを映じたものである。昨日の金先レートの水準をみると、2000年3月限が0.18%、6月限が0.305%、9月限が0.435%となっており、来年9月までの0.25%程度の金利引き上げを織り込んだ格好となっている。

第三の変化は短期国債などオープン市場の年末越えレートがここにきて強含みに転じていることである。例えば、短期国債3Mのレートは24日に0.045%から0.120%へと大きく跳ね上がっている。これは同日に実施されたFB34回債の入札の応札倍率が1倍ラインぎりぎりの1.07倍になり、4月の公募入札開始以来の最低となったほか、平均落札レートも0.074%と4月26日発行の3回債以来の水準に上昇するなど、不調に終わったことを受けたものである。これに伴い、FBのイールド・カーブも11月22日から11月24日への1営業日で年末越えとなる26回債以上が大きく上方にシフトしている。これは都銀等の年末資金繰りに目途がつきつつあり、インターバンク・レートの上昇にも取り敢えずピークアウト感が出始めている中で、都銀等の担保ニーズに基づく短期国債調達が減少に転じていること、マーケットが本行の現先・アウトライトによる短期国債買入が今後は大きくペースダウンすると見込んでいることなどから、俄に荷もたれ感が強まったためとみられる。年末越えのレポ・レート、あるいはCPレート等もそれぞれかなりの上昇となってきた。これまで本行オペへの期待等から実勢以上に低下していたこれらのレートが、インターバンク市場におけるレート上昇のピークアウト感の広がりによってオペ拡大期待が剥落しつつあり、いわば実勢が表われた結果とみることが出来る。そうした意味ではある程度自然な動きとも言えるが、短期国債レート等の急激な上昇は年末越えの一部の残存期間のレートに限った動きといえども好ましくないと判断し、昨日は短期国債買現先を8,000億円、国債借入レポ・オペを5,000億円、CP買現先4,000億円の合計1兆7,000億円に上る大量の資金供給を行なった。これは10月14日以来の今回の年末越え資金供給オペレーションで最大規模の供給額であり、これを受けて短期国債3M物レートは昨日1.5bp程度の低下を示している。

こうした昨日のオペレーションを加えた年末越え資金供給オペ残高は25兆7,000億円と、前年の実績19兆2,000億円を大きく超えるに至っている。10月下旬から11月上旬の3週間に亘り1営業日当たり1兆円ペースで資金供給を行なったが、この2週間は7,000億円台とややペースダウンさせてきている。これは資金需給上、年末越えに必要な最小限の資金供給は概ね終了したことに加え、1兆円ペースで一気に供給額を積み上げていくと、肝心の12月に入り供給力に制約が生じる懸念もあるため、市場に不安感を与えない範囲内でペースダウンを図ってきたことによるものである。

こうした中で最近のオペレートの推移をみると、国債借入の直近11月25日の平均落札レートは一気に0.17%まで上昇している。短国買現先も0.076%、あるいは昨日のCP買現先も0.113%まで上昇するなど、大きくレートが跳ね上がっている。これはオープン市場でのレート上昇を映じたものであるが、応札倍率も各オペとも高水準になっており、オペへのニーズの強さが感じられる。私共としてはインターバンク市場、オープン市場双方の年末越えレートの動向や、Y2K要因に基づく追加的な資金確保の動向等を睨みながら、引き続き弾力的に年末越えの資金供給を行なうことにより、市場の安定確保に努めて参りたい。

中原委員

一説には年末越え資金供給は40兆円を超えと言われていているが、どのような見通しか。

山下金融市場局長

11月25日段階での実績は、25.7兆円である。私共の現在の資金需給の見通しによると、恐らく自然体では24、25兆円で十分なはずであるが、後はY2K要因でどの程度銀行券が出るか、銀行がいくら抱えるか、企業がいくら借入れを増やすかにかかってくる訳である。また、実際12月に入り、例えば農中等の資金の出し手がどの程度年末越えの資金を出して

くるか、それに伴い年末越え金利がどのような動きを示すかによる。ただ、今申し上げたオペのレート状況等からみれば、引き続き本行が相当出していないと金利が大きく跳ねてしまう可能性が少なくないため、マーケット関係者が言っている 40 兆円というのも全く荒唐無稽な数字ではない。ただ、これだけ資金が積み上がる一方で、Y 2 K について然程大きな混乱はないという見方が拡がることになれば、12 月半ば頃からマーケットの雰囲気が変わってくる可能性もある。そうなれば、12 月の後半、中旬以降はそれ程資金供給をしなくても済む可能性もあり、その辺は予断を許さない。Y 2 K には理屈では分からない心理的な要因が多く、我々としてはマーケットの動向をみながら弾力的に資金を供給することに尽きる。結果的に委員が言われる 40 兆円になる可能性も十分あるし、あるいは多少少なくて済む可能性もある。

三木委員

40 兆円という数字は本行の供給玉との関係から見たものか。

山下金融市場局長

Y 2 K オペレーションを検討する際に、どの程度出せるか供給余力について申し上げた訳であるが、想定した以上に供給力が拡大している感じである。手形買入が僅か 2 兆円しか出来ておらず手形の集玉が悪いが、CP も Y 2 K 要因もあって発行が増えてきている。CP オペは、今年のピークである 7 兆円強を大幅に超える可能性がある。短国オペはまさに去年は全くなかったものであるが、現在、残高が 10 兆円を超えてきている。しかも、短国の発行は 10 月から毎週の発行額が 2 兆円に増えて市場残高が増えてきているため、以前に供給能力として 30 数兆円という数字を申し上げたが、それは十分超えていけるとみている。

三木委員

そこまでは大丈夫か。

山下金融市場局長

十分いけると思う。

植田委員

Y2K関連で、担保になる物に対する需要と資金に対する需要の両方があり、物に対する需要は金利低下要因であろう。資金に対する需要の方は金利上昇要因である。担保の目途が一応立ったのであれば、そちらの金利低下要因はなくなってきており、資金需要の方からくる金利上昇要因が主に目立つようになってきたと理解してよいのか。

山下金融市場局長

これまで都銀は例えば年末越えのものを調達しても、それをオーバーナイト等で運用するのではなく、TB、FBを買い、期末までの短い物で運用するとか、担保で使える物を入れるという形で対応してきた。しかし、年末越えにある程度目途がついてきたことに伴い、これ以上TB、FBを多く買う必要はなくなり、例えば一昨日の入札でも都銀の消極姿勢が目立ったためレート引き上げ要因になった訳である。その意味では、11月末段階で都銀の担保玉の手当については、目途が相当ついてきたのではないかと思う。これまでは、資金不足からインターバンク市場で金利が上がってきた一方、本行のオペはTB、FB、レポ、CPなどを対象としているため、オペに必要なCPや国債を持っている生保などが安い金利で資金を調達して、マーケットで資金を放出するという形で金利上昇が抑えられていた面がある。しかし、ご指摘のとおり、都銀が資金繰りにある程度目途をつけ、担保調達を落としているため、その面からの金利低下要因が弱まる一方、本行のオペが今後はペースダウンをするだろうとの見方から、外銀等の資金を取り遅れている先が慌てて動き始め、金利上昇圧力が強まっているのが現局面ではないかと思う。

速水議長

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

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

平野国際局長

前回決定会合以降の為替市場は、全体に薄商いが続いている。そうした中で、22日の東京市場までは16日の米国FOMCにおける利上げをこなしながら、どちらかといえば円安・ドル高で推移したが、22日の海外市場から再び円高気味の展開となっており、足許は104円台で推移している。こうした足許にかけての円高の材料としては、何と云っても日本経済の回復期待を背景とした日本の株価堅調が指摘できる。そうした中で、本邦の中堅生保筋がかなり大規模なドル売り、円買いを行なったことが円高のきっかけになったという噂もある。ただ、市場には介入警戒感があるほか、米国の資本市場も比較的堅調に推移していることもあり、これが円高の進行に一応の歯止めとなっている。マーケットで取り敢えず注目しているのは12月8日の第3四半期QEの発表と12月13日の短観である。

この間、動きが目立ったのはユーロ相場である。ユーロの対ドル相場は今月中旬以降弱含みで推移していたが、23日以降急落し、対ドルでは1.01台、対円では106円台となり、対円では既往最安値、対ドルでも既往最安値圏という非常に安いレートで推移している。このユーロ安の背景には、米国経済の力強さと日本経済に対する回復期待に市場の関心がより集まっていることがベースにある。ユーロサイドの弱材料としては、一つは11月4日にECBが50bpの利上げを行なった後に発表されたドイツ等の実体経済指標が余り良くなかったこともあり、経済に対する利上げの悪影響を懸念する見方があることである。今一つは、ドイツ第二位のゼネコンであるホルツマンの破綻表面化に対して政府が救済の手を差し伸べようとしていることや、イギリスのボーダフォンによるドイツのマンネスマン買収の難航などが、市場でユーロ経済の構造改革を遅らせる動きとして嫌気

されていることである。なお、25日には欧州委員会がユーロ経済の見通しとして、2000年、2001年とも2.9%の成長をすとの強気の見通しを公表しているが、マーケットでは反応が薄い状況である。

資金フローの動向について、約定ベースで捉えた対内外証券投資の推移をみると、円高地合いの為替動向と関連して11月に入ってから居住者による対外中長期債投資が処分超になっている。また、居住者による対外株式投資も取得超のペースが大きくスローダウンしていることが窺われる。一方、非居住者による対内中長期債投資、あるいは非居住者による対内株式投資は引き続きかなりの流入超になっており、他の情報と合わせてみると、内外の資金が日本株に向かっていることを窺わせる状況である。

次に、国際金融と海外経済について報告したい。前回決定会合以降の変化として米国の利上げを指摘できる。FRBでは16日、インフレ的なインバランスを抑えて景気拡大を持続するため、25bpの利上げに踏み切っている。利上げ後の米国金利の動向をみると、まず長期金利が上昇に転じている。FFの先物金利イールドもシフトアップし、年明け後の追加利上げを織り込む展開となっている。しかし、株価はこうした金利上昇にもかかわらずハイテク株を中心に上昇傾向を辿り、NASDAQは既往ピークを更新する展開になっている。

最後に、東アジア経済の景気回復傾向が一段と明確になってきていることは、かねて報告しているとおりである。前回決定会合以降、幾つかの国で第3四半期のGDPが公表されている。マレーシアの第3四半期は8.1%と公表されている。韓国やマレーシアが一段と伸びを高めたほか、シンガポールは高成長を持続し、台湾でも地震の影響にもかかわらず5%の成長を記録している。GDPのコンポーネントをみると、既に動意が窺われる韓国で第2四半期から第3四半期に比べて設備投資の伸び率が高まっている。半導体、液晶、あるいは自動車などで設備投資が出ているものと思われる。設備が第2四半期まではマイナスであったシンガポールやマレーシアでも第3四半期は前年比プラスに転じていることが注目される。このように東アジアではサプライジングともいえるような景気回復が続いてい

る訳であるが、その中で当面の懸念要素はインドネシア北スマトラ地区のアチェ特別州独立問題の帰趨である。10月に選出されたワヒド大統領が11月になり住民投票を7か月以内に実施する意向を示している。同時に、ワヒド大統領は住民投票は独立の是非を問うものではなく、自治権の拡大、あるいはイスラム法適用権を問うものとしたいようであるが、それでアチェの安定が回復されるかどうかは疑問視する声も強い。この間、軍部や国会からは住民投票に対する批判が噴出している。こうした政権の不安定性が海外資本の還流遅延に繋がるのが懸念されているほか、仮にアチェの自治権拡大、場合によっては独立という事態に立ち至ると、アチェはインドネシアの石油、ガス輸出の約3割のシェアを現在占めているため、同国の輸出および財政収入へのダメージは相当大きなものになると懸念されている。また、イリアンジャヤ州やカリマンタン州の独立運動も既に起きているが、これを機に一層激化する懸念があり、今後のインドネシアの政治情勢は先行きが注目されている。

中原委員

2001年のヨーロッパの成長率はどうか。

平野国際局長

2.9%である。

これは欧州委員会が公表したものである。IMFやコンセンサス・フォーキャストの見通しに比べても強い。欧州委員会は年に二回見通しを出しているが、春の見通しに比べて2000年、2001年とも0.2%ポイント上方修正している。このように一段と強めに出してはいるが、マーケットでは必ずしもそれに反応していない。

中原委員

イリアンジャヤなどインドネシアで独立運動が起きている地域はいずれも石油に関係がある。

平野国際局長

これらは資源豊富な地区である。アチェは生産量が多いが、石油の埋蔵量は相当少なくなってきたため埋蔵という点では、他地区の方が実は重要である。そこでも既に独立運動が起きており、アチェの帰趨如何ではさらに激しくなることが懸念されている。これは、インドネシア単独の問題ではなく、マレーシアやタイ、フィリピンも同様な民族問題を抱えていることもあり、経済はNIEs、ASEANとも非常に良いが、政治面ではインドネシアの帰趨が大きな注目点であろうと思う。

三木委員

今年初頃のユーロ安の時点では、ドイツもイタリアもまだ立ち上がっていない状況であり、ある程度のユーロ安はむしろ輸出が増え、景気の回復に持っていけるという声があった。今回のユーロ安は先般のECBの利上げが若干早過ぎたという印象が出たのか。

平野国際局長

市場ではそうした見方もある。ECBの首脳は最近のユーロ安を静観する姿勢を保っている。昨日ドイセンベルク総裁がインタビューにおいて、足許でインフレ懸念が出てきている訳ではないため、このユーロ安がインフレ懸念や経済との関係で特に大きな問題とは思わないが、ただユーロコンフィデンスに影響する部分については悩ましいと言っている程度である。全体としては、冷静に受け止めている感じがする。ただ一方で、マーケットの方には利上げが大き過ぎたのではないかという声がかすぶっている。それでも、欧州委員会の見通しなどユーロ経済そのもののファンダメンタルズは良くなりつつある。昨日のヨーロッパの株価もドイツとイギリスが既往最高を記録した。経済のファンダメンタルズそのものが大きく崩れ、それがユーロ安を招いている訳ではない。従って、暫くは静観しようというECB首脳の見方に繋がっているのではないかと思う。大きく

ユーロ安になれば、コンフィデンスに影響することになる。

武富委員

以前には、ドイツマルクと円がドルに対して長い目では概ね平行な方向に収れんする傾向があった。今回のユーロ安では、円は中長期にユーロと平行になるのか、あるいはむしろドル安により円が強くなるのか、その辺はどう考えているか。

平野国際局長

中長期的に経済がどう動くかに左右されるため、何とも言い難い。現状の相場の地合いがどうかということであれば、Y2Kも控えているため為替市場でそう活発な金の動きがある訳ではないが、一応年末にかけての話題の一つはユーロ/ドルのパリティということである。その過程で円がどこまでユーロに対して高くなっていくかである。円については1ユーロ100円という声はなく、一応1ユーロ105円に行くか行かないかがディーラーの頭の中にある一応のイメージだと思う。

中原委員

私は二つ理由を考えている。一つは目先のユーロの経済はいいが、構造調整・構造改革が非常に遅れていること。今一つはアメリカのような単独な経済圏と違い、何をみて判断すればよいのかが非常に分かり難い。従って、マンネスマンの買収やホルツマンの破綻の話などの個々のニュースに非常に反応し易いのではないか。

平野国際局長

それは言われるとおりだと思う。ユーロ経済が全体としてまだ市場の中でこなれていない部分があるため、ユーロ相場が個々のニュースに反応し易い。株が強く、ファンダメンタルズも結構いいという感じが出ているが、通貨そのものは個別の材料に反応して振られるように、経済と通貨の間に

不整合な動きが出てくるのは、このためであると思う。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告願う。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

経済活動の現状評価について報告する。予め結論を申し上げれば、前回決定会合での現状判断、すなわち「わが国の景気は、足許輸出や生産を中心に下げ止まりから持ち直しに転じつつある」という現状判断を変えるような材料は特にない。

10月分の通関統計から説明する。10月単月としては輸出が前月比5%の減少、輸入も4.8%の減少である。仮に11月、12月が横這いで推移すれば、第4四半期の輸出は前期比-2.0%、輸入が-4.4%になる。輸出は第3四半期に7.9%と著増したが、10月はマイナスになっている。実質輸出の内訳を地域別にみると注目すべきは米国であり、10月は-6.7%とかなり大きく落ちている。その主因は自動車輸出の減少であり、財別にみると自動車関連の10月は前月比-8.5%と大きく落ち込んでいる。中国も10月は-13.9%とかなり大きく落ち込んでいる。第3四半期に9.6%と大きく伸びた後、10月は2桁の減少になっている。財別には電器関係等の資本財、あるいは鉄鋼関係、化学等の中間財が減少している。また、ASEAN4も10月は-2.4%と減少している。こちらも情報関連が落ちている。以上を再度財別で確認すると、中間財の10月は-4.3%であり鉄鋼、化学等が減少している。情報関連では、ASEAN4が-3.8%である。この評価であるが、自動車については私共のマイクロヒアリングによれば自動車各社の10~12月の輸出計画は、前期比で3%内外の増加になるということである。仮に計画どおりに進めば、11月、12月と盛り返してくる。この3%という自動車の輸出計画が仮に実現し、その他の項目が11月、12月と横這いに推移した場合を単純計算すれば、10~12月は若干のマイナス程度に

収まることになる。情報関連等では需要がかなり強いため、10月の落ち込みは情報関連についても恐らく一時的なものだと思われる。従って、総合的に判断すると、10~12月の輸出は前期比プラスになるというこれまでの判断は現段階で変える必要がないと考えている。中間財が若干マイナスになっているが、アジア市況は化学品等を中心にして足許市況が多少落ちてきている。勿論、かなり急激に上げた後の落ち込みである点を考慮する必要があるが、中国の買い付けが足許少し落ちているというニュースもあり、中間財がこれまでのような伸びを続けるかどうかはやや慎重にみておく必要がある。そうしたことを勘案しても、これまでの基調判断を大きく変える必要はないと考えている。

次に、輸入を財別にみると、素原料が10月は-5.2%と落ち込んでいる。現在、石油精製各社は減産により原油価格高の国内転嫁を図っており、そうした関係から原油の輸入を控えめにしていることが表れていると解釈している。中間財については、化学、金属製品等が減少した。一方、相変わらず増えているのは情報関連であり、半導体を中心に増えている。資本財部品も航空機の輸入から10月は増えている。因みに、米国からの航空機輸入に伴い米国が10月はプラス7.2%となっているが、これは一時的なものである。こうしたことから判断すると、輸入が7~9月+3.9%とかなり大きく伸びたのは、生産の増加を映じたところが大きいと思われる。生産の増加テンポが今後鈍化することを考えると、輸入についても今後は緩やかな伸びに止まると思われ、その兆候が10月に表われたということである。ただ、マイナスのままいくとは現在のところ考えていない。

次に、個人消費については一進一退の推移を続けていると判断している。9月には全般に弱い指標が多かったが、逆に10月はやや強めの指標が多く、やはり一進一退の基調が続いている。まず、小売業販売額が最もカバレッジが広い訳であるが、9月-0.7%の後、10月は前月比+1.7%である。家電販売は9月に前月比+6.9%の後、10月は-0.5%と高水準横這いである。内容的には9月に一旦伸びが鈍化したパソコンが10月には再び伸びを高め、逆にエアコンの伸びが落ちている。全国百貨店の10月は+2.3%と、

9月の-3.4%の後プラスとなっており、都内もほぼ同様の動きである。共通しているのは、これまで不振を続けていた衣料品が寒気が戻ってきたため売れ出したことである。従って、デパートについてはこれまで同様天候要因により上下する状況が続いている。また、全国チェーンストア売上高は9月が3.8%の後、10月は-0.6%とほぼ横這いであった。9月の大きなプラスにはダイエーのセールが響いており、10月もそのセールが一部継続しているため高水準横這いである。内容的にはこうしたセール品のほか衣料品も動き出している。11月については、都内百貨店の方は概ね横這いの動きが続いているとのヒアリング結果である。自動車は11月19日までの途中ラップが出ているが、これから計算すると前月比2割程度の増加となる。自動車の登録は月末に集中するため、途中ラップからはなかなか傾向が読めない訳であるが、内容をみると一部の新車効果はかなり大きく出ており、月末次第ではあるが前月比で11月はプラスをつけるのではないかとみている。全体としては一進一退の状況である。

次に、C S P I、サービス価格指数が出ているが、前年比は9月-1.0%の後10月は-0.9%とマイナス幅が若干縮んでいる。10月は広告の出稿量が多く、若干値上がりしたことが主因であり、基調的には大きな変化はない。全国C P Iの10月前年比は総合で9月-0.2%の後-0.7%である。前年比のマイナス幅を拡大している主因は生鮮食品であり、昨年秋口に天候不順から生鮮食品が値上がりした関係である。生鮮食品だけでは10月は-10.8%の値下がりである。ただ、生鮮食品を除いた総合でみると、9月0.0%の後、10月は-0.1%である。主因は米の値下がりである。次に東京のC P I総合は10月-0.9%の後、11月は-1.3%であったが、同様の要因である。除く生鮮では-0.2%の後、-0.3%である。11月の特徴点としては、被服が前年比マイナス幅を拡大しており、一部には円高の影響で輸入品が下がっていることもあるかと思う。

速水議長

名目経常収支と実質貿易収支の動きを説明して欲しい。

村山調査統計局長

經常収支については、貿易以外の所得収支等が足許かなり大きな振れを示しており、一時的に大きな赤字になっている。従って、貿易収支に比べて黒字幅は小さい。また、名目と実質の違いがある。数量ベースでみた実質貿易収支はかなり黒字幅を拡大しているが、名目では、原油価格が前年に比べて約2倍になっているため、その分名目貿易収支も黒字幅は小さくなっている。その二つの要因から、足許、実質貿易収支と名目經常収支が違う動きをしている。

三木委員

こうした二つの乖離は、やはり原油の乱高下が要因として一番大きいのか。こうした乖離になったのは、久しぶりではないか。

村山調査統計局長

原油に限らず、輸入価格の変動には相当大きいものがあるため、そうした場合には実質と名目はかなり乖離してくる。特に今回の場合は、原油の値上がりがここ1年で急であり、一番大きい要因になっている。

山口副総裁

第二次補正の政府案が出てきたが、この規模はこれまで経済予測の前提として考えていたものよりも多少大き目かと思う。財政のパスはまだ来年度予算が提示されていないため、はっきりしないが、2000年前半頃までを展望した財政のパスについては、これまでの想定を変えなくて良いのか。

村山調査統計局長

補正予算の規模については、私共が概ね9月頃に想定していた線と同じような規模であるが、ご指摘のように多少は上振れている。

三木委員

当時の数字よりは多少は上であろう。

村山調査統計局長

1兆円まではいかないが、上振れている。今後の財政支出のパスに与える影響は、ご指摘のように来年度の予算次第の面があり、確たることは言えない。ただ、通常考え得るような前提を置くと、少なくとも来年の上期にかけてフィスカル・ドラッグが起きるような状況ではなく、景気に対してかなりニュートラルな形になると思う。

山口副総裁

政府支出全体、あるいは公共事業費として横這い程度か、緩やかに落ちる程度か。

村山調査統計局長

GDP統計にどのように出るかはなかなか難しいところであるが、実感としては1~3月は恐らく工事ベースで一旦は公共事業のレベルが落ちると思う。その落ちたレベルで4~6月以降ほとんど横這いでキープできる。従って、上期については少なくとも景気全体に対してマイナスインパクトはまずないということであり、その意味では従来考えていたよりもかなり確かな足取りになると思う。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から最近の金融面の動きについて報告して下さい。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

雨宮企画室企画第1課長

前回の会合以降に金融関係で出た指標はマネーサプライと企業倒産の2

つである。最初にこの間の株価、長期金利の動向を振り返って頂いた後、マネーサプライと企業倒産の状況についてご説明申し上げる。

まず、日本の株価、米国株価とも引き続きハイテク、電機、通信中心に上伸を続けており、日本では11月22日に18,822円と年初来の最高値をつけている。NASDAQがほぼ連日最高値をつけているが、中身的にはそれと似たような展開になっており、業種別株価をみると製造業の中では電機が突出しているし、非製造業では通信が突出している。証券は商いが増えているため、その収益増加に基づいて買われている訳であるが、製造業の中の電機、非製造業の中の通信が突出してリードする格好で株価を持ち上げている。このように日米で株価がシンクロ的に上昇している中で、為替はやや高方向での横這い圏内の動き、長期金利も上昇方向で動いているが、足許は長期金利が徐々に良くなっている印象である。今月の半ばまでは専ら米国の不安と国債の需給懸念が材料として大きかったが、それらがほぼ消化されたことにつれ、再び日本経済のファンダメンタルズに関心が向かっていると思われる。足許1週間の市場動向をみると、日本経済の回復に対する買いが入る中で株価も上がり長期金利も若干強含み、円も多少強含んでいる。当面の材料としては来月に入りGDP統計、短観などの実体経済指標と来年度予算が焦点になると思う。

M2+C Dと広義流動性の前年比の推移をみると、M2+C Dが9月の3.3%から10月は3.5%と僅かではあるが伸びを持ち直した。この背景をM2+C Dとバランスシート項目の対応で分析すると、M2+C Dの要因分解で10月はその他、海外、財政という3つの要因はほとんど変わっていない中で、民間資金調達要因のプラス寄与が多少拡大している。さらに、この民間資金調達要因の内訳を寄与度分解したものをみると、マイナスが続いてきた民間金融機関借り入れのマイナス寄与が縮んだことが大きな要因になっている。ただ、これについては前回会合でもご説明した通り、9月末にかけて金融機関が貸し出しをやや積み上げたことが平残ベースで10月に効いてきた事情があると思われるため、実勢ベースとしては11月の数字を見てから判断したい。ヒアリング等で得られる資金需要の状況は

これまでとほとんど変わっておらず、10～12月を通してM2+C Dは3%台半ばより多少下のレベルを見通しており、基調的にはそうした動きから出たところではないと思う。

企業倒産については、東京商工リサーチベースでこれまで月1,300件の半ばから後半であったが、10月は1,405件とほぼ横這い圏内ながらも若干増えている。10月は特別保証制度の1年目になるため相当増えるかもしれないという見方もあったが、落ち着いて推移している。この間の倒産の推移を振り返ってみると、今年2月まで急減した後、3月以降は少しずつ増えているといった展開である。特別保証制度を利用した先が倒産した部分とそうでない部分をみると、特別保証制度利用先以外の部分は1,100件内外でほとんど変わっていない。一方、特別保証制度を利用した先の倒産件数は4～6月の平均が月147件、7～9月の平均が213件、10月が257件と、資金繰りが相当厳しくなり保証を使ってみたが、結局立ち行かなくなった先がじわじわ増えていると思われる。産業別・業種別の内訳をみても、ほとんどこの間の変化はない。従って、当面は横這い圏内ではあるが強含む展開が続くと思われる。

速水議長

補正予算は真水が7兆5,000億円という規模であり、主として短期国債で賄う由であるが、それに長期金利はどの程度反応しているのか。

雨宮企画室企画第1課長

その点については二つのポイントから申し上げる。長期金利全体の水準としてはどうかという意味では、補正予算案の骨格や数字が徐々に明らかになるに従いむしろ11月中旬まで下がってきたのが実態である。従って、金利全体としては補正予算、あるいは経済新生対策の規模に強く反応したということではなく、あの程度の規模は十分消化し得たと思う。ただし、年限別にやや細かく国債のイールド・カーブを1年から10年までプロットしてみると、前回会合の11月11日と直近11月19日を見比べて6年、

7年、8年辺りの中期ゾーンの上がり方が若干大きくなっている。今後の国債発行額が多少中期債の方にシフトしていくという予想が若干影響を与えているかもしれない。ただ、全体としてイールド・カーブを押し上げているとか、長期金利全体を押し上げるということではないと解釈している。

篠塚委員

現時点では景気回復感から株が緩やかに上昇し、長期金利も上がり、円高であり、全体を評価すれば、長期金利の上昇そのものは悪い金利の上昇としてみなくても良いと思うが、如何か。

雨宮企画室企画第1課長

その点は委員会としてご議論頂くべきであるが、材料として悪い金利上昇か良い金利上昇か判定する場合には、全体としての株価や為替レートとを総合的に評価するのが一つのポイントである。ゼロ金利導入の2月以降起きていることは、株が底入れして相当上がってきた中で長期金利が強含み、為替も強含んでいる状況であり、達観してみれば日本経済に対するコンフィデンスの回復と軌を一にした動きと捉えて良いのではないかと考えている。

速水議長

悪くない上昇か。

雨宮企画室企画第1課長

さらに水準の評価となると難しいが、株の上昇度合いや景気指標のこのところの強目の出方、あるいは海外の日本に対する見方の変化、OECDなどの国際機関の日本経済の見直しに対する上方修正の仕方、各企業に対する格付のアップなどという客観情勢と比べれば、長期金利の上がり方がむしろ鈍いという評価も可能かもしれない。今少し上昇しても不思議はな

いという見方も可能である。いずれにせよ、その辺は12月に入りGDP、追加的な景気指標、短観等を受けて市場がこなしていくとみている。

(午前10時13分中断、午前10時20分再開)

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

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いたい。本日は今月二回目の会合であるため、討議のベースとなる前回の判断を簡単に振り返っておく。景気の現状については、足許、輸出や生産を中心に下げ止まりから持ち直しに転じつつあるということで認識を一步前進させた。一方先行きについては、民間需要の速やかな自律的な回復は依然として期待し難い状況にあるという認識を維持した。金融政策運営については、こうした景気認識を踏まえゼロ金利政策を継続することが適当であるという結論に至った次第である。本日はこうした判断に変更すべき点があるかどうかを中心にご討議頂きたい。

討議の形式としては、金融経済情勢に関する見解と金融政策運営に関する議論を合わせてお願いしたい。まず篠塚委員から願います。

篠塚委員

景気は引き続き持ち直していると判断している。前回会合以降に追加された経済指標について、私なりに整理したい。まず第一は、上場企業の約8割に及ぶ9月中間決算の取り纏めの結果をみると、売上高はほぼ予想どおりの減収に対し、経常利益の上方修正が明らかになっている。すなわち、上期の経常利益について製造業では素材・医療品などを中心に当初予想に比べ減収幅が大幅に上方修正されている。また、電気・ガスを除く非製造業は当初の減益予想から一転して前年比一割強の増益となっている。この結果、金融を除いた全産業では当初予想は一割強の減益だったが、ほぼ前年並みまで大幅に上方修正されている。この間、売上高はほぼ当初予想ど

おりの減収になっており、リストラによる利益率の引き上げが当初予想を大幅に上回るペースで進んでいることを示している。また、99年度通期の予想についても小幅の下方修正がされていたが、前年比では一割強の増益が見込まれている。これを達成するには下期の収益が鋭角的に回復する必要がある訳であるが、上期決算が示すようにリストラが予想を上回るペースで進展していることを踏まえると、現在の円高水準を織り込んでも企業収益の回復が本格的に始まっていくと思う。

第二に、第三次産業の活動指数が7~9月は前期比+0.9%と、引き続き堅調に推移している。特に、通信が前期比+6.3%、情報サービス業もソフトウェアの受注などを中心に同じく+2.2%と伸びが目立っている。

第三に、消費者マインドに関して申し上げる。本行の生活意識に関するアンケート調査をみると、足許の景況感は「良くなっている」から「悪くなっている」を引いたものでみて、昨年11月調査、本年3月調査、今回の9月調査と回を追って急ピッチで回復している。1年後についても、悪くなっているという見方は前年の同じ時期には4人に1人の割合であったが、今回は1割程度に止まっており、先行きに対する不安感がほとんど窺えない。また個人消費の先行きについて、私は、12年度、13年度の郵貯集中満期到来による家計所得の押し上げ効果にも注目している。10年前に預けた定額貯金の満期の利子額は12年度で年間約26兆円とみられているが、これは雇用者所得の約1割に相当するかなり大きな額である。家計では長らく利子所得を実感出来ずに過ごしてきただけに、郵貯満期到来による利子所得が個人消費に与える所得面、心理面へのプラス効果を軽視すべきではない。第四に物価面については、これまで下落を続けてきた企業向けサービス価格指数が、若干ではあるが前年比マイナス幅を縮小した。単月の動きであるため即断は出来ないが、物価の下落懸念が一層薄れてきていると判断している。

最後に、不動産取引に関する取引が変化している。地価はまだ下げ止まっていないが、法務省で出している土地取引件数をみると、前年比が4~6月期の+3.8%から7、8月では+0.9%とプラスが続いており、土地

取引の下げ止まり感が窺われる。

こうした中でやや気がかりな点についても触れたい。先週のTOPIXの騰落率を業種別でみると、不動産が2割強の上昇と第一位だった。これは東証が不動産投資市場を創設するとの報道が材料であるという見方が強いが、むしろこれをベースに不動産の証券化ビジネスが急拡大する可能性が高まっているという環境変化に注目したい。業界関係者からヒアリングしたところ、大都市圏の賃貸ビルの売買事例から算出した利回りは6%から10%程度にも達しており、現状の金利水準では例えば長期固定金利の資金を3~4%の金利で調達できるとすれば、高いリターンが確保できるビジネスになっているということであった。業界関係者はバブル期の反省から現在は一件当たり数十億円や数百億円に達するような巨額の投資に単独で取り組むことは躊躇しているが、不動産投資を通じた資本や海外資本などが流れ込むと、その局面で資産価格を巡る情勢が大きく変わる可能性もあると思われる。これは先行きのリスクとして指摘しておきたい。

次に、金融政策運営についてであるが、私は引き続きゼロ金利政策を解除してコールレートの誘導目標水準を0.25%にすべきであると提案したい。第一の理由は、わが国の景気が着実に持ち直していることである。また先週OECDの99年GDP見通しが公表されたが、日本については前回の-0.9%という見通しから今回は+1.4%へと大幅に上方修正されている。また、金融市場でも日本経済の持ち直し期待を背景に、特に株式市場の強い展開が目立っている。こうした景気回復感の高まりが意識されるにつれて長期金利の上昇局面に入ると思う。長期金利の上昇は、ゼロ金利政策に踏み切った本年2月時点でも強く懸念された事態であるが、現在は2月当時の経済状況とはかなり異なるというのが第二の理由である。すなわち長期金利は基本的には先行きの実質経済成長率の見通し、およびインフレ期待により相当程度説明される。それにリスクプレミアムが反映され、短期的には振れることになる。実際に国債のイールド・カーブは中長期ゾーンを中心に徐々に立ち始めている。もっとも、長期金利がわが国の景気情勢のポジティブな変化や持ち直し期待などを素直に反映すると考え

るならば、このところの株価の上伸に比べてなお上昇の度合いが小さいとみることも出来ると思う。今後7~9月のGDP速報や12月の短観などの出方次第であるが、内容によっては長期金利が2%を超えて上昇していく可能性は十分にあると思っている。勿論、急激な変化は望ましくないものの、長期金利の上昇自体は自然体で受け止めるべきである。2月12日にゼロ金利政策に踏み切った際には、長期金利上昇が一番大きな懸念材料であった。その時点では景気回復期待や期待インフレ率の高まりではなく、リスクプレミアムの高まりという悪い形での金利の上昇であったし、それが先行きの实体经济に与える悪影響を懸念して採った政策だった。しかし、現在は实体经济に回復を示唆する材料がかなり現われており、それを反映して長期金利が上昇している、あるいは上昇していくのであるならば、仮にそのタイミングが景気の本格的回復の前であったとしても否定的に受け止めることは適切ではない。实体经济を素直に反映する動きとして自然体で臨むべきであり、何でもありの政策に対する過大な期待を丁寧に払拭していくことが私達の課題である。

本行はデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで現在のゼロ金利政策を続けていくと公表している。しかし、先行き景気の持ち直しを示す材料が次第に積み重なっていく場合、市場関係者などから再びゼロ金利政策解除の条件は何かという問いかけが増えてくると思う。当然ながら、金融政策の運営はフォワード・ルッキングでなければならない。設備投資などの民需の回復が経済指標の中に明確に確認された段階では、政策対応としては既に後手になる。ゼロ金利という異常事態を修正するためには従来の政策変更と比べて格段の注意が求められる。従って、私達は色々な場で講演などの機会も活かしつつ、市場関係者に対して徐々にシグナルを発していく戦略的なアプローチが不可欠である。以上の理由から、この時期にこそゼロ金利政策の転換を視野に入れた対応の在り方を検討すべきだと思う。

植田委員

篠塚委員が指摘されたような明るい側面もあるが、取り敢えずは足許がやや以前に比べて明るくなってきているということかと思う。しかし、より中長期を睨んだ場合には、様々な不確実性が依然として残っている。特に、消費と投資の自律的な回復の見通しはまだ立っていないと判断している。

そのうえでの政策としては、現在の本行のスタンスに含まれている若干のインフレーション・ターゲティング的な側面に照らし、前回会合で近い将来のインフレ率の見通し等についての大まかな把握、あるいは展望をさせて頂いたが、ゼロ金利政策を現時点で解除する必要はないという結論であった。現在もこの結論を変える必要はないと思う。いずれにせよ現時点での情報を総合する限り、12月に発表されてくる幾つかのデータ、サーベイ調査の結果、より重要なのは年明けの消費動向、設備投資に関する先行指標の動きをみない限り何とも言えない状況であると思う。従って、現状維持である。

藤原副総裁

前回以降公表された経済指標等には、基本的な景気判断に変更を迫るものはなかった。従って、結論としては現在のゼロ金利政策を続けていくことになると思う。

最近、世界中で各機関による経済見通しや成長率の見通し作業が行なわれているが、軒並み上方修正となっている。特に、日本に関してはかなり大幅な上方修正となっているのが目につく。一例として、16日に発表されたOECDの見通しをみると、99年については前回の -0.9% から $+1.4\%$ に 2.3% ポイントの上方修正、来年については 0.0% から $+1.4\%$ ポイントの上方修正になっている。他の国はドイツが $+1.3\%$ 、イタリアが $+1.0\%$ であり、日本の成長についてかなり楽観的というか、上方修正の方向にみていると思う。勿論、日本は公共事業や輸出の寄与がかなり大きい状況であり、民需主導型の回復には至っていないが、去年までのデフレ・スパイ

ラルの瀬戸際といった極端な状況からは脱したと思う。

私達はこれまでゼロ金利政策というぎりぎりの金融緩和政策が経済の改善にどのように働いているかという観点から点検してきたが、今後はこうした政策と多少明るさが見えつつある実体経済の状況が整合的かどうかという観点からも情勢を点検していく必要があると思う。その際の点検の基準として、私共は「デフレ懸念の払拭を展望できるような情勢」というメルクマールを明らかにしている。既に足許の物価は横這いに転じており、問題はこうした物価の落ち着きの持続性に絞られてくるのではないかと。今後、それをどのようなポイントに焦点を合わせながら判断していくのかを考えておく必要がある。物価に影響を与える要因としては、いわゆる需給ギャップ、在庫調整の進捗状況、賃金上昇率、金融諸要因など様々なものがあるが、これを実体経済活動という点からみると、ポイントは先行きの民需の自律的回復が展望できる情勢になるかどうかである。こうした観点から設備投資についてみると、今後発表される各種の設備投資計画調査や先行指標あるいはミクロ情報から企業の投資スタンスに前向きな動きがみられるかどうか、言い換えれば製造業にみられているような下げ止まりの動きが広がり始めるかどうか注目していきたい。一方、個人消費については、消費性向はかなり振れやすいことは確かである。従って、消費の足許の状況を把握するうえでは様々な販売統計等を丁寧にみていくことが重要であるが、先行きの消費動向を判断するに当たっては、消費のバック・ボーンである雇用・所得環境に改善の方向がよりはっきりと見えてくるかどうかを判断のポイントに据えるべきである。勿論、その他にもアメリカの経済やアメリカの株価などのリスクファクターはあるだろうが、それらを私達の政策を考えるうえでの標準シナリオに含めることは難しいと思う。基本線としては、あくまで最もあり得べきシナリオに基づいて検討していくべきである。

山口副総裁

最近の情報の中で一つ新しく出てきたのは、やはり第二次補正の政府案

が固まったことである。来年度の経済を展望するうえで、これまで我々が念頭に置いていた数字よりも、1兆円程度上振れた数字になってきており、これにより来年前半にかけて財政面から景気の足枷になる動きが薄れつつあるのではないかと思う。今一つ、10月の貿易統計によると10月は輸出入とも減少という結果になっている。しかし、世界景気全体として、同時拡大、同時回復という傾向が時間を追って明確になってきており、輸出の増加トレンドは今後とも続いていくのではないかと思う。以上の二つを合わせて考えると、外生需要が当面は堅調を続ける見通しにあり、その中で民需が徐々に誘い出されてくるかどうかがポイントである。この点、民需のはっきりとした回復を示すエビデンスはまだ出ておらず、これまでの判断が維持されると思っている。

先程、篠塚委員から民需の回復がはっきりしてきた段階で金利を手直しするのでは、後手に回ってしまうとの指摘があった。ここは若干意見を異にする部分になるが、民需の回復がはっきりしてくることで我々は何を判断しようとしているかといえば、私はデフレ懸念が払拭されるかどうかの判断の一つの材料として民需の展望をつけたいと思っている。つまり、漸くデフレ懸念が払拭されるかどうかの判断に立ち至るということである。仮に、そういうところを越えてインフレリスクの方にリスクが大きく変わりつつあるということであれば、それは多少後手に回る部分が出てくるのかもしれないが、そこまで懸念するのは時期尚早ではないかと思う。従って、2000年中の経済の動きの中で、我々は民需回復の展望をどの程度掴むことができるのかを今少し材料を待ちながら点検していったよい状況ではないか。

マーケットの動きについては、株式市場、長期債市場、為替市場を合わせてみて、現在の経済の持ち直し傾向をサポートする動きになっていると思う。中でも長期金利の動きが若干パズリングな面を持っている。景気全体の持ち直し傾向の中で、長期金利が大きく言えば横這いの動きになっているが、一つには基本的なバックグラウンドとして、民間の資金需要がまだ極めて弱い状態にあるためかと思う。それに加えて、若干テクニカルな

要因もあり得る。その一つは海外のファンド筋などがJGBを組み入れる比率が増えつつあるという情報もあり、海外からの資本流入がエクイティのみではなく、ボンドにも向かっていることにも表われている。今一つは、日本銀行がこのところ発表してきた短国の買い切りオペの導入や、運用部の短期ファイナンスに協力するという決定について、マーケットが今後の日銀の動きを過剰に読み込んでいる可能性もないではない。これらの要素が集まり、長期金利の安定傾向が続いているようにも考えられる。今後、生産の回復を軸とするマクロ経済の改善が着実に進んで行くなれば、長期金利についてもある程度見直しが行なわれて自然である。若干の水準訂正は驚くに値しないことであり、素直にアクセプトとしていくべきである。その点は篠塚委員の意見に基本的に賛成であるが、長期金利の自然な上昇を受け入れていくことと、金利政策により、それを政策的に切り上げていくことは別の事柄ではないかと思っている。

為替市場は常に不安定な要素をはらむ訳であるが、ここ数か月の動きをみる限り、やはりアメリカのインフレ懸念がどれくらい強まるのか、あるいはモダレートになるのか次第に非常に強く影響を受けてきた。現在は幸いアメリカのそうした懸念が後退し、市場も小康状態になっていると思う。7月以降生じたドルに対する円為替の15%程度の上昇に伴うデフレ的な影響は、日本にとっての輸出市場の拡大で相当程度オフセットされつつある状況ではないかと思う。しかし、何分アメリカの経済成長率が衰える兆しをほとんどみせていないため、インフレ懸念が再びぶり返している可能性も当然ある訳であり、そこから出てくる為替市場の不安定要因については常に念頭に置くべきである。

要約すると、民需回復までの橋渡しが幸い途切れなく進んでいる状況であるが、まだ民需についての確たる展望がついた訳ではない。今暫く現在のゼロ金利政策を継続することにより、景気の兆しから回復に至る歩みをしっかりと支えるべき段階ではないか。

武富委員

金融経済情勢に関する判断と、それに基づく金融政策の運営方針に関しては、今回も前回申し上げたことと同じ見解である。経済は全体感としては軟弱の域を出ていないが、同時に回復に向けた色々な兆しや条件も徐々に揃いつつある。経済の基盤がぬかるみだったところから、足で踏んでも崩れない比較的硬い粘りのある地盤の部分も出てきている状態である。その意味で、金融経済情勢全体が液状化現象を起こしていた局面で採った一種緊急避難的な金融政策の部分については、いずれ見直しも可能かもしれないという展望も徐々に開けつつあると感じている。勿論、経済全体はまだ軟弱であり、第二次補正予算により経済回復に向けてのダメ押しをしなければならぬ情勢である。従って、この局面で緊急避難的な部分を直ちに解除できるかといえば、時期尚早だろうと思う。金融政策については引き続き現状の枠組みの極めて弾力的な機能をうまく生かし、緩和効果がより浸透していく方向で努力をすべきである。

先行きの経済を評価する際、私自身が頭の片隅に置いておきたいと思っている点を三つほど申し上げる。一つは、仮に先行き幸いに回復という言葉が使える時期がきた場合、我々の判断と国民の8割程度の人が持っている景気実感との間でズレを生じる懸念があり、その辺は十分に説明していく必要がある。この会議でも二極分化の話が出ている。仮に景気が回復するとしても良い方の一極で引っ張る形の回復であり、全てを混ぜた平均値で経済全体について評価をすれば、悪い方の極にいる人の方が圧倒的に多いため、日銀が回復という言葉を使うと実感に合わないという声が出る可能性がある。そのことが中央銀行の情勢判断そのものに対するクレディビリティを失わせるようなことがあり得べしという意味で、相当工夫した言い方をしていく必要があると思う。

二番目は、経済が二極分化をしており、良い方の一極は経済のソフト化、サービス化、デジタル化の流れに沿ったところとなっているが、広い意味で非製造業になる。そうした部分のウェイトが高まった経済における景気循環とは、従来の製造業のウェイトの高い時の景気循環と同じなのか、違

うのかに留意しなければならない。プリエンプティブにフォワード・ルッキングで先行きをみようとする場合、こうした構造が変わってきた経済の循環に対するしっかりとした見方を持っていないと説得力に欠けてしまうのではないか。前回アメリカがデジタル産業革命の中にあるという見方が多いと申し上げたが、恐らく日本でも今後はそうしたことを軸にして成長率が上がっていくと思う。その際、それは循環なのか上方へのシフトなのかということであり、「先行きこのようになるというイメージを描き、それに対してこういう政策を採る」という時、その因果関係の説明はかなり厄介であると感じている。

三番目は、先行きを考える場合にはデフレ懸念がどうなるかが一つの論点であるし、今一つは産業の構造調整に伴い出てくるデフレ圧力のようなことも論点である。例えば、私は過剰設備を廃棄していく時の経済に対する諸々のマイナス要因については慎重な見方を崩していないが、この二つの問題と絡み、結局、需給ギャップが本当はどうなっているのかを知りたい。その意味では統計が不完全な気がしている。色々なミレニアム・プロジェクトが取り沙汰されているが、供給能力の本当の実態を一度悉皆調査することも今後10年先の日本経済の再生のあり方を考えるに当たり必要なのではないか。その結果として、需給ギャップからくるデフレの問題なのか、構造調整からくるデフレ圧力の問題なのかについて今少し正確な判断ができるのではないかと思う。景気が回復してきても伝統的な尺度では引き続き判断が難しい。ましてや、世間にそれを十分説明することは相当丹念にやらないと難しいだろうと気にしている。

三木委員

前回会合以降、実体経済面では余り目立った新材料が出ていないが、景気は底這いと言わざるを得ないと思う。引き続き公共投資と輸出で下支えしつつ生産が持ち直し、底這いを続けていると思う。明るい部分が増えてきているが、まだ底打ちとまでは言えない状況である。民間設備投資も低迷しており、何よりも現在個人消費が踊り場状態にあるため、民需が自律

的回復軌道に乗って成長を遂げてゆく姿がまだ展望しづらい。その民需の自律的回復のために、我々の金融政策が狙っているのは景気を担う実体経済における企業と家計のうち、今回はまず企業の収益回復を図り、それを家計の方に展開していくことである。そうした形での回復を狙わざるを得ないのが今回のゼロ金利政策の原点だったと思う。家計の立場からみればゼロ金利などは全く異常な金利体系であり、安定的な経済成長を考えれば想定し難い政策である。従って、経済成長の在り方としては一刻も早くこうした体系からは離脱することが望ましいが、残念ながら今言ったような実体経済の現状を考えると、まずは企業の収益回復を図らざるを得ない。

残念ながら今度の中間決算や来年3月末の本決算をみると、企業の収益はリストラ効果、要するにコストダウン効果に支えられて漸く収益を出した状況である。生産は確かに輸出に支えられ増えてはいるが、決して内需では支えられていない。かつ、リストラで挙がってきた収益の大半は円高で飛んでしまっている。こうした状況を踏まえると、民需の自律的回復のためには、正常な経済活動から収益を挙げていく環境を整えることが一番重要である。幸い政府には二次補正を相当の規模で組んで頂いたので、来年上期までは十分に下支え効果として続いていくことが確認できた訳であり、残るのは民需の自律的回復ということになる。民需の自律的回復をいかに確認するかであるが、実体経済をみていく色々な経済データは全て後追いになる。後追いのデータにより判断していたのでは遅いのではないかという篠塚委員のご指摘はそのとおりではないかと思う。ただ、先行指標のデータも幾多入っている。例えば、機械受注統計などは3か月から6か月先の動きを示す先行指標データである。こうした過去のデータと先行指標とをマッチングさせつつ確認していくことになる。

今一つ非常に分かり難い要素が入ってきているのは、あらゆる分野で明暗入り乱れた二極分化の状態になっていることである。これは業種によっても、地方・エリアによってもそうである。大阪と東京の間、同じ業種の中でも企業間で格差が大きく出ている。自動車などが典型的な例である。こうした二極分化になると、マクロのみならず、実体経済に極力近いミク

口のデータもみないと確認には繋がらない。

日本政策投資銀行が製造業の設備投資動機をアンケート調査しているが、そこから窺われる最近の民間設備投資の特徴を紹介したい。一つは、コスト切り下げの省力化・合理化投資、新製品新技術開発投資は平成3年当時と比べてほぼ遜色のないレベルを維持し、ウェイトが次第に増えてきている。一方、維持・補修投資は、先送りも次第に限界にきたため、ここにきて漸増基調になっている。ただ、能力増強投資は依然として低迷基調にある。しかもレベル感では平成3年時点に対して3分の2の水準に落ち込んだままである。実数では平成3年度の能力増強投資は32.5%のウェイトであるが、平成11年度は24.1%と落ち続けており、さらに落ちる見込みである。維持補修は9.4%が16.7%と大幅に上がってきており、合理化・省力化投資も17.6%が18.8%とそこそこのレベルを続けながら徐々に増えている。新製品・新技術投資も14.8%が16.0%とやはり多少増えてきている。先行きを見通すと、この維持補修は上積みが可能だが、省力化・合理化投資はまずまずの水準まできているし、特にIT技術を取り込まなくてはならない状況であるため、さらなる伸びはなかなか期待しにくい。能力増強投資は依然として減少トレンドが続くとみざるを得ない。従って、結果的に設備投資全体としてはまだ回復は期待し難いのではないかと思う。

別途、工場建屋、店舗、オフィスビルなどの箱物の動向を示す指標として非住宅着工面積統計があるが、この非住宅着工面積の原単位——1億円の投資をした時に一体何万 m^2 できるか——の推移をみると、昭和63年度は1億円当たり1.38万 m^2 、これに対し平成3年度は、1.17万 m^2 と次第に減ってきている。平成10年度は0.8万 m^2 と、半分近くまで減ってきている状況である。このように一貫した減少トレンドにあることは、非住宅設備投資が行なわれても、設備投資の構造変化に伴い物の生産への跳ね返りがそれだけ小さくなっていることを意味している。また、非住宅着工面積そのものも減少基調が続いており、ある民間機関の予測によると、この第3四半期10~12月は前年比で依然として5%減、第4四半期も10%減と年

度一杯はなかなか期待できない。従って、あれだけの補正を打って頂いたのだと思う。

今一つの問題は、個人消費である。個人消費をマイクロベースでみると、ここへきてやや明るさが出てきたのは自動車である。自動車の生産計画は、99年10～12月は250万台、続く来年の1～3月が260万台ということで、走っているが、最近それが270万台に上方修正されてきている。これは輸出がここに来て上期対比ほぼ横這いから若干減になっているが、国内の自動車販売がやや持ち直しの動きになっているため、各社の計画がここへきて上方修正になってきた訳である。内容的には今まで支えてきた軽がむしろマイナスとなっているが、これは今年の10月から新規格に変わっているため、その効果が剥落したものである。輸出も若干のマイナスであり、いわゆる登録車と称される従前からの車種をプラスとみている。これだけ売れる、また売っていかうという方向になってきたことが大きな変化である。この結果、99年度の年間ベースの生産台数は994万台見当になるが、年初は980万台でみていたし、去年は997万台であり、久々にマインド面でも明るさが出てきていると思う。

次に、構造調整リストラの問題である。過剰設備や過剰債務への対応という構造調整リストラの中で、最近製造業を支える基本技術がレベルダウンしてきていることが問題である。製造業は基本技術という土台が盤石であってこそ、そのうえに付加価値の花が咲いていく訳であり、この問題は貿易立国、かつ技術立国という日本として基本となる国際競争力にかかわることになる。最近の東海村の原子力の事故、H2ロケットの失敗、JRの相次ぐトンネルの壁面剥落など、いずれもこの基礎技術、基礎品質管理という一番肝心なことを忘れていたのではないかと思う。景気回復に向けて財政と金融、民間の自助努力による構造調整の合わせ技により回復を図って来た段階であり、この製造業の基本技術のレベルダウンの問題が大きな落とし穴になるのではないかと危惧している。

前回会合でリストラによる企業物価の下落について申し上げたが、具体的な動きとしてはまだ出てきていない。景気底這いの中で需給バランスの

悪化に伴う企業物価の下落は一応ストップし、物価は引き続き横這いであるが、当面の懸念材料としては企業の大胆なリストラに伴う原材料、部品購入価格の大幅な絞り込みによる値下げである。これで企業物価が全体的に下落していく動きに繋がっていかないかを慎重にみておかななくてはならない。

次に企業金融であるが、金融資本市場は、円滑に機能している。实体经济が必要な資金は十分調達できる環境が確保されているが、資金需要が依然弱い。銀行は経営健全化計画達成に向けてスプレッドよりも量を確保する姿勢を継続しているし、企業の資金需要に引き続き前向きの体制で臨んでいる。ただ、資金需要が弱い状況に変わりがなく、来年3月の計画達成は非常に厳しい状況だと思う。資本市場も順便に機能している。社債市場では格付けの高低を問わず一段と薄い信用スプレッドでの発行が可能になってきている。社債の発行環境は、わが国が金融システム不安に陥る前の96年の状態に概ね戻った感じである。96年段階ではシングルA格がLIBORプラス20~25bpであったが、現在はLIBORプラス10~15bpという状況になってきている。

短期金融市場は年末越えのターム物金利に上昇圧力がかかっていたが、やや踊り場にかかってきたかと思っている。本行が潤沢な資金供給を続けているためインターバンク市場の流動性不安は引き続き聞かれない。オープン市場もインターバンク市場で潤沢な流動性が確保されているため、年末越え問題を除けば、引き続き円滑な金利形成の下で取引が行なわれている。CPも薄目のスプレッドで円滑に消化されており、基本的に問題なくワークしている。長期債市場は、補正予算による国債の需給悪化不安がとりあえず後退している。差し迫ったリスクとまではいえないが、当面は長期金利上昇リスクが引き続き懸念される。市場の期待を背景にした、景気回復見込みからくる良い金利上昇であれば良いが、そこからはみ出る思惑からくる金利上昇、あるいは欧米の長期金利の上昇地合いに引きずられる大幅な長期金利上昇の二つにまだ注意が必要であり、本行が前向きに対処する姿勢を示すことが重要である。株式市場は景気の底打ち見通し、ある

いは米国株下落懸念の後退等が好感されて、非常に堅調であるが、企業の業績から乖離し過ぎているとの見方も聞かれる。現在の企業収益はあくまでもコストダウンにより生みだされてきたものであると考えると、株高は企業・家計マインドにプラス効果を及ぼしていることは間違いない。ただ、個別に見ると、持ち合い解消等で造船・商社・鉄鋼など大型株の売却が目立つ一方で、情報関連株・インターネット関連株へ人気が集中しており、やはりこの分野でも市場の二極分化が激しく、必ずしも株高の恩恵が株式保有主体に遍く行き渡っているという感じではない。

こうした現状の景況感、金融市場環境を踏まえると、金融調節方針としてはまだ現行のゼロ金利政策を変更する状況にはない。さらなる金融緩和効果浸透のため効率的、機動的に豊富な資金供給を行なうことに引き続き留意しつつ、現行のゼロ金利政策を継続することが重要だと思う。

中原委員

まず景気の全体感であるが、何度も申し上げているように、本年の4、5月に底が入り上昇中である可能性が高い。ただし、景気回復の方向感は一明瞭であるが量感が非常に弱々しい。一応現状では再来年の第2四半期頃までは保つかという指標が出ている。次に、第二次補正 18兆円の評価である。2000年度の特に前半の落ち込みを防ぐ政策であると思っており、恐らく2000年度の半ば前後には第三弾の景気支援策が求められる可能性が強い。過去の例をみると、政府が大型の経済対策を発動したことが3回ある。92年8月に10.7兆円の対策が打出された時はダウが14,309円から21,076円へと6,767円上がっている。この時は93年の冷夏、政治改革、衆議院の解散等、政治の空白から回復が途絶えた。94年4月には15.2兆円の対策を打っている。その結果、ダウは16,078円から21,552円まで5,474円上げた訳であるが、それは94年後半になり円高進行によるインフレ率の低下、実質金利上昇等によって潰えてしまった。その後大変な円高になったため、3回目の大型対策として95年9月に14.2兆円という大規模な対策が出された。その結果、ダウは14,485円からバブル崩壊後の最高値で

ある 22,666 円に実に 8,181 円上昇した。非常に順調であったが、96 年 6 月の消費税率 2% 引き上げを契機として崩れた。今回は昨年 10 月に 60 兆円の金融対策、11 月には 23.9 兆円の経済対策が打たれ、株価が 10 月の底値の 12,879 円から上がってきた。堺屋長官が 7 月 18 日に今回の第二次補正は 5 兆円と言ったため、次の日に 18,532 円という高値をつけた後調整していたが、今回第二次補正で 18 兆円行なうことが現実になり、一昨日は、19,036 円の高値を付けている。今回は景気回復感がある程度広がった段階での第二弾の景気刺激策であり、これまでのストップ・アンド・ゴー政策の是正という意味では大変評価されるが、結果的には 2000 年度前半の落ち込みを防ぐ政策ではないかと思っている。

以上申し上げたことを踏まえて、中期的なリスクを申し上げたい。需要項目別に一番気になるのは公共投資の請負金額である。本年度 4 月からの請負ベースの累積額を 96、97、98 年度と比較すると、国は概ね例年並みであるが、都道府県分については 10 月段階で 1 兆円下回っている。市区町村についても 10 月までの累計が 96~98 年度を下回っており、地方公共団体が税収減や地方交付税交付金の減少を背景に地方単独事業を圧縮している姿がはっきりみえる。気になるのが住宅投資であり、これがマイナス方向になるのではないかと懸念している。4~6 月のような大きなプラスは今後は望めないと思われ、0 ないし若干のマイナス方向で推移すると考えると、帰属家賃への影響を通じて GDP の消費が減っていく可能性がある。輸出については円高のデメリットがかなりあると思う。前回、前々回は輸出の価格転嫁率の話をしたが、これは計算の方法やスタート時点の取り方に色々あるようなので、この問題は取り消させて頂く。逆に、交易条件として円高が輸出数量に与える影響等を考えてみると、99 年上期平均が 118 円 70 銭、本年度の第 4 四半期以降は 105 円ということで計算すると、99 年度は -0.3%、2000 年度は -1.1% 程度の GDP の輸出減少になる。原油は非常に問題であり、本年上期の平均が 13 ドル、第 4 四半期以降が 1 バレル 25 ドルと考えると、99 年度に与える影響はほとんどないが、2000 年度については 0.3% 程度の影響があるという推定結果が出る。

以上、足許といえども必ずしも完全ではない。特に民需に繋がる芽がない。今回の回復について、これまでの三回の例と比較すると、危険なのは例えば暖冬になるとか、政局の空白が出るということもあるが、より大きいのは石油の問題である。石油の問題については、今年の初めから政策委員会で随分警告してきたが、一番問題なのは実はイラクに対する国連の制裁である。国連は人道援助を条件に、6か月ずつ切ってイラクの石油の輸出を認めてきている。今週の月曜日に、突如その延長は2週間しか認めないとしたため、イラクが反発して輸出を完全にカットしてしまった。イラクの輸出は、OPECの中では10%強を占めている。ヨーロッパに対する輸出が48%、アメリカに対する輸出が44%、極東が8%という比率であり、仮にイラクの石油輸出の停止が長引けば相当な波乱要因にならざるを得ない。この月曜日には、ニューヨークでWTIが27ドル97セントという高値を記録した。アメリカ対イラクの対立の中でサウジアラビアがどう動くかなどの不確定要因もあるが、アメリカにおいて在庫が急減している。10月の石油在庫——原油および石油製品の合計——は、前月比で-8.6%の大幅減少になり、6~10月累計では約1億バーレルの減少になる。このような急激な減少は10月については、過去30年間なかった大変な状況であり、これがどうなるかが恐らく今後冬場にかけての世界経済を大きく左右すると思っている。

Y2K問題についても以前からこの場で申し上げてきたが、影響が出てくるのは意外に遅い感じがする。恐らく12月に入ってから加速的に出るのではないかと思っている。例えばファンドマネージャーなどの動きから察すると、外債については10日前後に手仕舞う、株式についても20日前後に手仕舞うようであり、その意味で出来高が非常に薄くなるため、乱高下する恐れがある。特に、円相場については、それを狙った投機的な動きも出るだろうし、あるいは逆に実需が非常に大きく出てくるのではないかと思われ、どちらかと言えば円高になるのではないかと予想している。

今少し中期的に考えると、来年度の半ば頃までは落ち込みを防げると思うが、いわゆる三つの過剰が問題である。これも色々計算の仕方がある訳

であるが、例えば名目設備投資の名目GDPに対する比率は、12.3%、直近のアメリカが11.2%であり、ほぼ近くなった。逆にモデルにより適正な比率を推計すると、一定の条件をつければ、やはりアメリカ並みになってしまい、今後減らさなければならぬ。これを業種別にブレイクダウンし、一定の条件付きで大企業ベースで計算すると、加工業は恐らく来年の7~9月頃にどうにか始末がつくかということであるが、その他の製造業や通信事業者サービスを除くその他非製造業は2001年の1~3月頃まで延びる恐れがあり、過剰設備の始末には予断を許さない。

雇用についても、労働分配率は直近で70.4%であり、アメリカ並みの64%まで下げるにはどうすべきか色々計算すると、相当時間がかかるという結果である。さらに2、3年かかる感じであり、一番問題なのは製造業の中小と非製造業の中小の労働分配率が非常に高いことである。それに対してどのような手が打たれ、どのような現象が起きるかについては十分注意する必要がある。過剰債務についても、なかなか正常に戻すのは難しい。いずれにしても、目先はともかく、なかなか楽観できる情勢にはない訳であり、以前から申し上げているように、量的な緩和を推進して下支えていくことが必要である。

速水議長

金融経済情勢、当面の金融政策運営について追加的な意見、あるいは質問、議論があれば自由に発言頂きたい。

篠塚委員の話には関心がある。不動産の証券化が進んでいる実情を十分承知していないが、どのような形でどの程度、証券化が進み、市場がどのようになっているのかを伺いたい。

また、篠塚委員は一貫してゼロ金利解除の意見を展開されている訳だが、今後Y2K問題など要注意の時期を控えており、その辺りの状況をどのように考えているのかを聞かせて頂きたい。

篠塚委員

まず最初の件であるが、具体的な案件について詳細には承知していない。もっとも、業界の人にヒアリングしたところでは、利回りは相当程度確保できるため実際にやろうと思えばいつでも可能な状況にあり、ミニバブルが起きる危険もあるということであった。皆さん手許に一応流動性は確保しているため、別に貸出を伴わなくても、ある時期になれば急速に国内からも海外からも資本が一気に流入する懸念があるとのことであった。

Y2Kに関しては、前回会合でも申し上げたように、私もこの時期にゼロ金利の解除を提案することについての懸念はあったが、Y2K問題は日本だけではなく世界中が抱えている問題である。世界中でそれぞれ対応している訳であり、懸念があったとしても、それ以上足許の景気判断の中には織り込めない。方向としては、Y2Kを控えた状況を踏まえたくて、欧米ではこれまでのデフレ懸念からインフレ懸念の方に舵取りを変えるために金利を上げてきている。日本も同様にY2K問題については随分取組んできたし、日本銀行も対応方針を既に公表しており、若干の懸念があったとしても何とかクリアできるだろうと思っている。

市場には、ゼロ金利以降徐々にではあるが良いデータが出てきている。そうした先行きに対する期待感が、明らかに長期金利の中にも出てきているとみている。勿論ゼロ金利を解除する場合にショックは伴うかも知れないが、それで以って直ちに景気後退に繋がるともみていない。例えば、韓国があれ程短期的に回復できたのは、一時的に大変なショックではあるが利上げをした訳であり、それにより大きなリストラを乗り越えてきていると思う。その意味で、日本の場合はゼロ金利が当初期待もしなかったような大きな効果を発揮したが、これを続けていくことは構造改革、リストラ効果の浸透に繋がっていないと思う訳である。従って、一時的にはかなり大きなショックを招くかも知れないが、それを乗り越えていかなければならない。長期金利の上昇などをみていると、市場が徐々にそのように取組み始め、金先市場においてもそのような状況になりつつあるとも考えられ、この時期に解除していくのが良いと思う。内需の自律が確立するまでとい

うことでは、かなり時間がかかると思わなければならない。

速水議長

不動産の証券化は、土地だけではなく建物についても進んでいるのか。不動産の状況はむしろインフレリスクの問題だと言われたが、それ程まで進んでいるのか。

篠塚委員

それは人々によりどの程度リスクを気にするかにもよると思うが、私はトピックスや東証二部の状況、あるいはスポーツカーが売れているなどの状況に懸念を覚える。平均すると余り大きな動きではないが、二極分化が色々な分野で出ていることはバブルの局面でも同じだった。90年代初期のような大きなバブルの懸念はまだ出ていないが、ミニバブルの状況は確かに出ている。实体经济に資金が回っていない分だけ、まず株に資金が流れ、次いで国債に流れ、その資金が国内でぐるぐる回っている。統計の中に明確には表われていないが、そのような状況の中で幾つか懸念されるものが動き始めている。現在の政策を続けていくことは、その状況を一層深く進めるのではないかと考えている。

中原委員

長期金利の動きを色々研究してみると面白い現象がある。アメリカの30年債、ドイツの10年債、日本の10年債の利回りをみると、いずれも90年の第4四半期がピークであり、その後下がり続け、98年の第4四半期前後から本年の第1四半期にかけて底を打っている。日本の場合には第4四半期で1%割れをしたし、アメリカは98年の半ば頃、ドイツは98年の第4四半期から第1四半期にかけて鍋底状態になっており、長期のトレンドが転換したのではないかと考えている。従って、日米独において長期金利は恐らく上昇傾向に転じたのではないかと判断している。アメリカでは10月25日に6.4%の高利回りをつけ、11月16日に5.98%と一時6%を割れ

たが、その後直ちに上がり、11月24日には6.24%と非常に強いが、同時に株価も上がっている。長期金利も株価も上がるという87年10月のブラックマンデーのような嫌な状況になってきている。

アメリカの株価についてコメントしたい。私は以前の会合でFOMCの金利の引き上げは、株価については恐らく失敗であったと申し上げた。6月も8月も失敗し、利上げの後で新値を更新した。今回は0.25%上げてニュートラルに戻した訳であるが、今回の特色はまだ新値を切っていないことである。新値を切るといっても、金利を引き上げた時からどの程度の間にも新値を切るかが重要である。FOMCのやり方は今回も間違えていたと思うが、株価の反応は以前の二回と違っている。

また、S&P500の理論値からの乖離度がある一定のモデルを使って計算すると、87年のブラックマンデーの 때가60%、本年7月の中旬にFOMCの後しばらく経ってピークを付けた 때가69%、11月19日現在で同じく69か70%であり、再び乖離度が高まっている。要警戒である。

山口副総裁

先程の篠塚委員のご意見について、不動産の証券化がどの程度進んでいるのかは最新の情報を持ち合わせていないため、その点に関しては申し上げることはない。しかし、そこかしこにミニバブル的な資産価格の変化が出始めているとの指摘については、正面から考えると相当難しい問題を提起することになる。私はそれ程にミニバブル的な資産価格の上昇が起きているのか、やや疑問である。ただ仮にそうだとすると、篠塚委員は实体经济は2000年を展望してもそう良くなってくるとは思えないとも言われており、实体经济の動きと資産価格あるいは一部の資産価格の動きが非常に乖離した動きを始めた場合、金融政策はどうするのかという問題に翻訳して考えることができる。金融政策は資産価格を相当強く意識して運営すべきという本質を持っているのかどうかという問題にならざるを得ない。また、中原委員がフェデラル・リザーブの金利引き上げを株価の動きで成功か失敗か判断されていたようだが、そうした判断の仕方についても一体何

を目標に金融政策を運営すべきかという問題に関係してくる。私はここで
の議論を通じて物価の安定、現状はデフレ的なプレッシャーがかかっている
物価であり、デフレ懸念がなくなるのかどうかを基本にして考えたいと
思っている。お二方のご意見を伺っている限りでは多少違う基準を持って
おられるようである。そこは本日どうするかという問題とは余り関係ない
が、本質的には重要な問題を含んでおり、私は若干違うポジションで考え
たいことをコメントさせて頂く。

篠塚委員

デフレ懸念があったためにゼロ金利という金融政策を採ったこと、物価
安定のためにはデフレ懸念をなくさなければならないという先見性を
もって臨んでいることは分かる。ただ、徐々にそれが浸透してきた結果、
現在どういう状況に立っているかについて見方が違ってくる。デフレ懸念
の状況から物価はほとんど横這いの状況になっており、この先もゼロ金利
政策を続けていけば、次にはインフレの懸念が出てくる危険性があるとい
う立場でみている。デフレ懸念の払拭のために金利をゼロにコントロール
し、实体经济はマイナスでいながらマネーだけは大量に供給されていった
訳であり、そのマネーは円高のため、海外へは出ていかず国内でぐるぐる
回っている状況である。一体そのお金は今後どこに行くのかと言えば、実
体経済にしっかり出てくるまで待とうというのが現在の判断である。実際
に設備投資になかなか向かわないのは何故なのか、実際にお金がどこに
回っているのかをウォッチすると、明確なデータはないが、確かにゴルフ
会員権が上がっているとか、億ションが出れば必ず完売してしまう、ス
ポーツカーが盛んに売れるという状況が出始めている。これは二極分化し
ているからである。既にそういう局面であり、实体经济が回復するのを
待っている訳だが、实体经济が動き始め、一斉に設備投資が動き始めた時
には後手になる。こうした状況は必ずしも今インフレ懸念があるとはいえ
ないと指摘されたがその点から見方が分かれてくる。金融政策において資
産価格だけを見ているのかと言われると若干困るが、現状の政策を延々と

続けていくことの危険性を申し上げた訳である。この状況が続けても皆さんは設備投資から貸出が伸び、実体経済が活発になることにはなかなかならないということで納得しているが、私はこれが延々と続くことによる危惧を申し上げている。

植田委員

その点に関しては、インフレ率が実際に上がってきてから引き締めたのでは遅い訳であり、ある程度先のインフレ率がどうなるかをみて現在の政策を決めるやり方で良いと思う。従って、将来のインフレ率をみる際に、現在ある情報をきちんと把握しているかどうかという点に帰着する。そうした観点から、私は先程まだインフレーションになる非常に深刻なリスクがある状態ではなく、むしろデフレ懸念がまだ残っている状態であり、現状維持で良いと申し上げた訳である。さらに言えば、金融緩和の結果もあって株価は上昇してきているが、金利が下がった以上自然なことであり、しかし、株価の上昇が貸出や設備投資をまだ刺激している状況ではない。地価についても指摘されていたが、個別には色々な事例があるにせよ、平均的なインデックスをみる限り下落が続いている訳である。これが止まり若干上昇に転じたとしても、ある意味では金融緩和下において多少の上昇は自然なことであり、それ自体が直ちに近い将来のインフレ懸念には結び付かない。勿論、地価が上昇に転じるタイミングが非常に重要なポイントだとは思っているが、非常に強い自律的な経済回復が民需中心に起こり、それが現在というよりは近い将来のインフレリスクに繋がるとは判断し難い状態ではないかと考えている。勿論、それにも何%かのリスクはあるだろうが、それと現在金利を上げて状況をむしろ悪くしてしまうリスクを勘案すれば、後者の方が圧倒的に大きいのではないかというのが、委員会での平均的な意見だと思う。

三木委員

ミニバブルと言われたが、億ションが売れているのも1億5,000万円の

億ションが7,000万あるいは8,000万に下がっているから売れているのである。値が下がったから売れているだけである。新たに1億5,000万円や2億円の億ションなどは全然売れないのが実態である。ゴルフ場も3億円までいった小金井が7,000万円まで下がっているため売れているだけであり、要するに大幅に下がっていることによるものである。そうした実態を本当にミニバブルと言って良いかどうか、実感からはその感じではないように思う。

中原委員

先程の山口副総裁の意見は非常におかしいと思う。私はこれまで金融政策は物価を中心に考えると言っている。アメリカの金融政策が株でどうのというのは、株価への影響について言っただけであり、その面からはこれまでうまく働いていないと指摘しただけである。私の最終的な判断は物価であり、そこは誤解してもらいたくない。従って、物価目標付きターゲットングを提案している。ただし、それでは資産価格は全然無視して良いかということ、それは大問題である。

山口副総裁

大問題である。

中原委員

いずれにしても資産価格が現在のアメリカの株価のような状態になった時に完全に無視できるかということ、無視できないだろうと思っている。それには非常に長い議論が必要である。

三木委員

バブル時の間違いには、それが一つの大きな要因になった。

速水議長

しかし、資産を債券化し流動化していくのは良いことだと思う。借地借家法について最高裁でも貸主を保護することが決まり、非常に良い傾向だと思うが、まだインフレを心配するところまではいかない。今一つ三木委員が盛んに言われているように、輸出中心の重工業にとっては105円前後という円高により利益が削減されていることは確かだと思う。しかし、日本は毎月100億ドル、1兆円近い輸出超過であり、アジア辺りは円が105円程度になっていることに対して非常に歓迎している。アジアの輸出は、例えばフィリピンなどは32%の伸びで、いずれも前年比二桁であり、しかもGDPに対して50~100%を超えるような構成比を持っている。日本円が105円程度のレベルにあるため、アメリカやEU、アジアの競争力が日本に抑え込まれず全体的に貿易が増え、並行貿易で両サイドに大きく伸びている。アジアは輸出で経済が明るくなり始めており、これが世界全体の景気が明るくなってきている基盤だと思う。105円レベルで日本に損が出ているのであれば別であるし、これで損が出るような産業は構造改革していかななくてはならない訳であり、その辺のところでは推移できることはもって良しとすべきだと思う。資本が流入してくる一方、日本からアメリカなどに債券投資、国債買いの資金が出ていないことが円高の背景にあることは間違いない。先般から量的緩和すれば協調介入で円高を是正するなどという不毛な議論が世間に横行しており、私共はじっと堪えているが、為替も良いし、長期金利もまずは安定し、株価も上がっている。為替についても今後何があるか分からないが、この程度のレベルで安定していけば良いのではないか。私はさらに円安にすべきだという感じを全く持っていない。

中原委員

不動産については、現象面としては篠塚委員が言っていることが正しい面がかなりある。例えば、10月に発表した短観をみると、全国企業24業種の中でプラスに転じているのは4業種だけであるが、その中に不動産業が入っている。最近では、大都市圏の有用な土地を新規に取得し優良な建造

物を建てて賃貸に出せば、利回りベースで8~15%になると言われている。そうした意味では極めて高いリターンを得られるビジネスが出てきている。不動産投資、不動産を証券化するビジネスが恐らく急拡大する余地を持っているのではないかと思っている。全国的ではないが、場所によっては不動産価格が理論価格よりも下方にオーバーシュートし始めているのではないかと思う。

篠塚委員

先程、山口副総裁が長期金利が株価上昇に比べて上昇の度合いが小さいことについて纏めて下さり、非常にプラスになった。最後に今後長期金利が上昇し、若干水準調整をしていくことは自然な上昇として受け入れていくが、金融政策として長期金利をどうするかは別問題であるという言い方をしていた。それでは、この先海外でも日本の国債を買う動きが出てきたり、日本の景気の回復期待から緩やかに上がっていく時に、政策的に金利をゼロのままに抑えておくことの矛盾はどのように説明するのか。

山口副総裁

私どもの政策金利たる短期金利についての政策判断の基準は、この場でも一貫して議論してきた訳であり、その基準についての新しい判断に到達することができれば、そこには政策変更の可能性が出てくる。長期金利が上がるか安定を続けるかは市場が決めることであり、良く分からないが、さらに経済に持ち直しの動きが続き、それを先取りする形で長期債の利回りが上昇に転ずるのであれば、それは市場の自然なりアクションとして受け止めていけば良いと申し上げた積もりである。そこに何か矛盾が生ずると考える必要はないのではないか。

植田委員

全く矛盾がない一つの解説として時間軸の議論を使えば、長期金利は現在から将来の短期金利の予想値のある種の平均である。短期金利は一応ゼ

口に政策的に据え置き、デフレ懸念払拭まで短期金利をゼロにすると市場が信じているとすれば、デフレ懸念払拭がいつかということ市場は予想する訳である。情勢が良くなってくれば、デフレ懸念が払拭されゼロ金利が解除される時期が早まるだろうと考える。その場合、平均である長期金利は上昇する訳であるが、それと足許でゼロ金利が続いていることは矛盾しない。全く矛盾しないケースは、市場が予想しているゼロ金利解除の時点と我々が本当に解除する時点が結果として完全に一致するケースである。そうしたことを一つのベンチマークとして考えると、現在のマーケットは極く近い将来にゼロ金利が解除されるというところまでは決して織り込んでいないと思う。

速水議長

宜しければ、ここで私の見解を纏めさせて頂きたい。

まず、金融経済情勢については、この2週間の間に発表された経済指標や金融市場の動きを点検したところでは、経済の前向きの循環メカニズムが漸く動き始めた可能性があるとした前回の判断を変更する必要はないと思う。従って、金融政策運営においてもゼロ金利政策の継続を支持したい。

本日は中間レビューであり、当面の経済情勢や市場動向について注目しておくべきポイントを幾つか挙げさせて頂きたい。第一に今後企業や家計の所得形成がどの程度しっかりとしたものになっていくかということ、第二に本年の最高値を更新した株価の動向、最近の長期金利、為替をどう評価するかということ、第三にコンピューター2000年問題に伴う年末越え金利の動向である。一つ目の所得形成については、経済の前向きの循環メカニズムが本格的なものになるための鍵を握っていると思う。最近、輸出や生産の増加を背景に企業収益や雇用面で明るい動きがみられ始めている。これは、これまでなかった前向きの材料である。今後、このような所得や収益面での改善の動きが家計や企業の支出活動に結びつき、それが生産、所得の増加をさらに強固なものにしていくかどうか、12月短観も含めて今

後公表される企業の収益見通し、設備投資計画等を確認していきたい。

次に金融資本市場の展開であるが、当面の懸念材料であった米国の金融市場が安定していることもあり、日経平均は年初来の最高値を更新している。一方、長期金利は前回会合時には1.7%台であったが、ここに来て1.9%辺りまで徐々に上昇している。これについては、株価との相関関係や円相場動向などを含めて金融資本市場全体の中でチェックする必要がある。現状は、株価の堅調などを踏まえると、日本の景況感の改善を反映したものと解釈し得ると思う。仮に、こうした傾向が続き、長期金利2%といった水準がみえてくれば、世の中では再び様々な議論が起きてくると思う。我々としては極力総合的な判断に努めつつ、こうした長期金利の上昇は決して景気の回復を阻害するものではないことについて、理解を求めていく必要がある。

株価動向について、私が着目しているのは、日米の株式市場のいずれも情報通信関連、半導体関連等の成長業種が相場をリードしていることである。米国ではナスダックが既往最高値を更新しているし、国内では日経平均が年初来最高値を更新した日でも、値上がり銘柄の数が値下がり銘柄よりも少ない状況にあることは注目すべきだと思う。経済を牽引していく成長産業の新旧交代が起き始めていると考えてよいのではないか。こうした産業構造の変化を伴ってこそ、新しい経済発展の基盤が築かれるはずであり、注目すべき動きである。また、今回の補正予算では公共投資の部分以外にも中小企業対策として幾つもの法律改正、あるいは項目が加えられている。しかも、それらはいずれも期限付であり、いつまでに何をやるべきだとしている仕組みは高く評価したい。中でもニュービジネスの促進を色々な角度から奨励している点は、中小企業であるから数字の面で表に出てくるには時間がかかると思うが、これなくして経済の復興、構造改革は達成していかないと思う。特に、情報サービス、IT産業等がこうした面から伸びていくことを期待したい。ただ、同時に株価について特定銘柄ばかりが上がっていくのは、期待形成に行き過ぎが生じているケースがあるようにも思うし、引き続きこの辺のところは注意深く点検していく必要がある。

ある。

最後にY2Kに伴う年末越えの金利には、ここにきて漸く上昇傾向に歯止めがかかりつつあるような印象を持っている。この間の日本銀行による措置などにより、年末越えの資金繰りに関する不安感はやや後退しているようにみられる。ただ、これまでのところ年末越え金利が下落し始めるには至っていない。我々としては引き続き積極的な年末越えの資金供給を続け、市場の無用な不安感を払拭していくよう努めていくことが必要ではないかと思う。

以上であるが、金融経済情勢や金融政策運営について、さらに追加的な意見、議論があれば発言頂きたい。

特にないようであれば、政府から出席頂いた方々から、もし何かあればご発言頂きたい。

林大蔵政務次官

本題に入る前に、先程議論があった不動産の流動化について、立法府における状況をご参考までに申し上げておく。現在SPC法があるが、色々な方々からなかなか使い難いという要望が寄せられている。従って、今少し広い視野に立ち、従来型のいわゆる資産を流動化するものに加え、集団投資スキームで資産を運用する形の類型として捉え、現在金融審議会で来年の通常国会に法案を提出する方向で作業を進めている。

植田委員

それは追加的に新たな不動産を組み入れることが可能なものか。

林大蔵政務次官

然り。資産運用型はファンドのようなものである。今までは資産流動化だけであったが、二つの類型に分けて議論をしている。いわゆる定期借家権については、先程総裁が触れられたが、多少看板を掛け換えて「良質な賃貸住宅等の促進に関する特別措置法」として国会審議中である。これも

2年越しの懸案であり、私共としては早期の成立を期待している。

わが国経済の現状認識と今後の財政運営について申し上げる。議論が色々あったとおり、わが国経済は、各種の政策効果の浸透に加えて、アジア経済の回復等の影響と相俟ち緩やかな改善が続いており、景気は最悪期を脱していると考えている。しかし、まだ自律的な回復の鍵を握る民需の動向、いわゆる消費、設備投資は依然として弱い状況にあると認識している。従って、政府としては、景気の本格的な回復と新たな発展基盤の確立を目指すために、先般11月11日に「経済新生対策」を決定し、それを受けて11月25日に平成11年度の第二次補正予算を閣議決定をさせて頂いたところである。内容を申し上げますと、歳出面においては、経済新生対策関連として、いわゆる社会資本整備を歳出ベースで3兆5,000億円、先程総裁が触れたベンチャー対策等を含めて中小企業等金融対策費が7,733億円、住宅金融対策費2,001億円、雇用対策費1,917億円、金融システム安定化対策費として9,279億円、介護対策費9,110億円を計上することとしている。この他、義務的経費の追加等、特に緊要にしてやむを得ない事項等について措置をするとともに、既定経費の節減等を行なうこととして予算を編成している。一方、歳入面は、租税等について最近までの収入実績等を踏まえて1兆4,410億円の減収を見込んでおり、これに前年度決算上の純剰余金の残額5,849億円を計上し、その他収入の増加を見込んでもお不足する歳入について、やむを得ざる措置として7兆5,660億円の公債の追加発行を行なうこととしている。なお、追加発行する公債のうち、3兆8,260億円が建設公債、3兆7,400億円が特例公債という仕分けになっている。

今回の措置に伴い、平成11年度第二次補正後の公債発行額は38兆6,160億円、公債依存度は43.4%と過去最高になる訳である。国債の追加発行については、市場のニーズを十分に勘案し、5年利付債の導入を含めて中短期債の追加を中心に対応していきたい。また、その一部を特例公債の出納整理期間——来年の4月から6月まで——における発行で対応していきたいと考えている。また、現在10年債については、各月の発行額を昨年

末の国債発行計画策定時に予定していた1兆8,000億円から1兆4,000億円に減額しており、減額分は中短期債に振り替える措置を実施している。第二次補正予算に伴う追加発行に加えて、この振替措置の年度末までの継続を織り込んだ国債発行計画を策定して、昨日11月25日に総裁もメンバーの国債発行等懇談会にお示ししたところである。

以上の結果、平成11年度一般会計第二次補正後予算の総額は、第一次補正後予算に比べて、歳出歳入とも6兆7,890億円の増加となり、出来上がりは89兆189億円になる。なお、特別会計予算および政府関係機関予算についても所要の補正を行なうほか、財政投融资計画についても、「経済新生対策」の実施のために、補正において日本政策投資銀行、日本道路公団等13機関に対して3,315億円を追加しており、総額は53.3兆円になる。政府としては、「経済新生対策」の着実な実施により公需から民需への円滑なバトタッチが行なわれ、経済が民需中心の本格的な回復軌道に乗っていき、また長期的な発展基盤を確実にしていかなければならないと考えている。

日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施と併せ、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、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたいと考えている。政策委員方におかれては、以上申し上げた政府の経済財政運営の考え方等について、ご理解を賜わり、ご審議を頂きたい。

小池経済企画総括政務次官

経済企画庁として一言申し述べたい。まず、わが国の景気は民間需要の回復力が弱く厳しい状況をなお脱していないが、各種の政策効果の浸透に加えアジア経済の回復などの影響もあり、緩やかな改善が続いている。11月の月例経済報告における主な指摘事項を申し上げますと、第一点として個人消費は収入が低迷していること等からこのところ足踏み状態にある。第二に公共投資は事業の実施が進んでいるが、着工は低調な動きとなっている。第三に輸出はアジア向けを中心に増加している。第四に雇用情勢は残業時間などの増加といった動きがあるものの、完全失業率が高水準で推移

するなど依然として厳しい。

従って、政府としては将来の公需の鈍化などが景気減速をもたらしかねないとの懸念を払拭し、公需から民需へのバトンタッチを円滑に行ない景気を本格的な回復軌道に乗せていくと共に、21世紀の新たな発展基盤を築くために、11月11日に経済新生対策を決定したところで、その強力な推進を図りたいと考えている。

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

速水議長

それでは、議案の取り纏めに移る。先程の委員による検討、ご意見では、当面の金融市場調節方針についてゼロ金利政策を継続するのが適当とのご意見が大勢を占めていたように思う。従って、私からはその旨の議案を提出したい。他に議案を提出したい方はおられるか。

[篠塚委員、中原委員が議案提出の旨表明]

それでは、事務局は篠塚委員と中原委員、私の議案を配り、読み上げて下さい。

[事務局より議案を配付]

雨宮企画室企画第1課長

篠塚委員案、中原委員案、議長案の順番で読み上げる。まず、篠塚委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持する

うえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

続いて中原委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間（11月16日～12月15日）の超過準備額を前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、2000年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る（注）。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る。（注）マネタリーベースについて2000年7～9月期平残で前年同期比10%程度の伸びを実現するためには、現状程度の銀行券の伸び（前年同月比6%程度）が続くことを前提とすると、来年9月までに買いオペ等の拡大により現状比3兆円程度準備預金の残高を増額させる必要がある。以上。」。

最後に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」。別添の対外公表文は、「平成11年11月26日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（全員一致 or 賛成多数）。すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」。

速水議長

それでは、篠塚委員案、中原委員案の順でご説明頂きたい。

篠塚委員

第一点として、前回会合以降に新しく出てきた経済指標は多くはないが、先行きプラスの材料が多くマイナスの材料が見出せなかったことに加え、世界の経済見通しなどは全般的にデフレ懸念からインフレ懸念に方向が転換したのではないかと思われることである。二番目に、ゼロ金利政策を導入した本年2月時点ではデフレ懸念の下でリスクプレミアムの上昇から長期金利が上昇したが、現在足許で起こっている緩やかな長期金利の上昇はむしろ景気回復期待や期待インフレ率の高まりを反映している訳であり、状況が大きく変わってきていることである。三番目に、現在ゼロ金利政策の解除に関してはデフレ懸念の払拭が展望できるまでとしているが、それは明確な経済統計、例えば設備投資などが出るまでということになると思われ、政策的には後手になる。以上を考え合わせるとゼロ金利解除の時期にきたと思われ、議案を提出した。

中原委員

第一にCPIのターゲティングについて申し上げる。一つは金融政策にディシプリンを与える。二つ目に目指すところを抽象的ではなく分かり易く示すことにより、人々の将来の期待を安定化させる。三つ目に政治的な介入を防ぐ楯として役に立つため、CPIターゲティングを早急に実現すべきであると考えている。

二番目に、日本銀行はわが国の経済において物価の安定に主たる責任を負っている立場であり、その目標数値を明示的に国民に示すことは当然である。三番目として、物価の具体的な数値目標が明示的に示されれば日本銀行が説明責任あるいは結果責任をより明確に果たし得ると考えている。四番目に、将来のCPIの目標を明示的に提示することにより、物価だけ

ではなくその背後にあるGDP成長率、あるいは経済のパスなどについても、常に日銀として予測して金融政策を運営することが必要になるため、従来以上にフォワード・ルッキングでプリエンプティブな金融政策を行なえると思う。この点については、イギリスのケースが現状では一番良いのではないかと思う。現状に比べてメリットがあることはご説明したとおりである。アメリカについては、ハンフリー・ホーキンス法に基づいて通貨信用量、国内非金融部門の負債残高について目標および計画値を前年第4四半期対比で公表しているほか、実質GDP成長率、CPI物価上昇率、失業率についてもFedおよびFOMCメンバーの見通しを自発的に公表している。勿論、Fedはインフレーション・ターゲティングを採用していないが、それでもこのような公表を行なっている訳であり、やはり具体的な予測数値を対外的に示す必要はある。五番目に、景気は本年4~5月頃に底を打った可能性が強いが、その足取りは極めて緩慢でフラジャイルである。従って、アメリカやアジア等の景気拡大が続いているうちに、景気を一段加速させて確かな足取りにする必要がある。そのために量的緩和により一段の金融緩和を促進する必要がある。円高のインパクトについては、水準が120円の場合と108円を上回る円高の場合では、経済に与える影響がかなり違ってくる。現在は105円という相当な円高になっているだけに、マネタリーベースを拡大する量的緩和政策を打ち出すことにより、円高を若干でも緩和できればと考えた次第である。このままでは、為替は100円にトライする可能性があると思っている。

次に、経済新生対策が出たが、やはり財政とシンクロナイズした格好で金融政策を打ち出すことにより景気の足取りをなるべく確かなものにしたいたいと考えている。そうした中で、恐らく来年に入ると景気対策の第三弾も出てくるかもしれないし、あるいは財政赤字が拡大するなかで国債引受けや買い切りオペの増額といった要請が強くなると思うが、そうした圧力に対処しながら日銀として自由度の高い柔軟な金融政策の枠組みを維持するためには物価目標付きのマネタリーベース・ターゲティングが最善である。

前回三木委員からも質問があったが、CPIの対象期間をいつに取るかについては、切りの良いある年の10月から12月を対象期間に置くのが良いのではないかと考えている。ただ一方で、余り長く、例えば3年後になっても適当でないし、対象期間が近すぎてもトランスマッション等から考えて実現性に問題が出てくるため、2年近傍が良いのではないかと思う。あるいはそれを超える最初の10月から12月期が良いのではないかと思い、ターゲティングの期間を決めている。マネタリーベースの追加目標の対象期間についてもご質問があったが、超過準備の増加額が5,000億円以内で達成できることを頭に置きつつ、金融政策の効果波及に1年程度かかると考えて、2四半期から3四半期後に10%を達成するのが良いのではないかと考えている。

植田委員

中原委員に質問である。前回までの案と比べてインフレーションの部分を目標とされた点が大きな違いだと思うが、中期的目標としてという表現はこれまでであったか。

中原委員

変わっていない。

植田委員

中期的目標という表現は従来もあったか。

中原委員

物価目標付きと以前から言っている。

植田委員

いずれにせよ目標とされるのであれば、それをヒットさせようという意図があると思う。達成しようという意図があるとするれば、それに対して現

在何らかのアクションを採るということである。CPIの目標が0.5%から2.0%で、現状のマネタリーベースの伸びが6%前後であるものを10%に上げるとなると、一応緩和方向のアクションを採るように見える。そうであれば、間に入るべきポイントとして2001年第4四半期のインフレ率の見通しが必要だと思うが、中原委員はいかなる理由で何%と見通しているのか。

次に、その見通しと比べると目標が高めにあるために緩和方向のアクションが必要ということだと思うが、マネタリーベースの4%程度の伸び率の上昇により、この目標を見通しと比べて達成できる理由はどこにあるのか。それと関連して、本会合でのこれまでの議論では量を増やすだけではほとんど緩和効果が出ないというのが平均的な意見だったと思うが、それについてどう考えているのか。勿論、自分は信じていると言われればそれまでだが、何か新しいポイントをお持ちなのかどうか。以上の三点を伺いたい。

中原委員

目標については、遅くともこの時期までに物価をゼロに持っていかねければならないというものである。そこで、CPIの上方バイアス約1%を考慮して、1%を中心に上方に1、下方に0.5を加減したものである。いかに達成するかは、マッカラムルールで一定の条件をおいて計算している訳だが、1%に到達した時点で再度判断すれば良い。仮に未達の場合には、判断になると思っている。達成出来るのかどうかだが、少なくとも随分先の話をしている訳であり、仮にそれまでに到達出来ないということになると、これはまた大変なことになると思うが、トランスミッション等についてはこれまでお話しているとおりである。

植田委員

特に見通しをお持ちではないということか。

中原委員

見通しは過剰設備の問題、過剰雇用の問題が終わる大体その辺になるだろう。早くてその頃になればゼロにはいくのではないかと思っている。

植田委員

2年後のインフレ率は約ゼロということか。これを1%強上げるのに、マネタリーベースの伸び率を現在よりも4%位高めるということか。

中原委員

然り。

(午後0時34分林大蔵政務次官退室)

植田委員

そのうえで私の感想を申し上げる。本会合で何度も議論してきたように、マネタリーベースの伸びと中長期的なインフレ率の関係は、現在貨幣需要関数が非常に不安定な下で非常に不安定であることが第一点。また、ゼロ金利になってしまっている特殊な状況の下で、マネタリーベースをただ伸ばすこと自体が可能かどうかとも怪しい訳だが、伸ばすだけでは緩和効果は非常に限られていると思う。コミットメントとして2年後にインフレ率を何%にもっていくと打ち出すのは、達成の可能性について非常に不確実性が多いと思う。従って、マーケットからは日本銀行は場合によっては達成不可能な目標を打ち出したと受け取られてクレディビリティが下がる、あるいはいかに達成するのか良く分からない手段を使っているということでアカウントビリティも下がってしまう可能性がある。そうした観点から、私はこの案には反対である。

中原委員

それでは何うが、植田委員は1年後、2年後のインフレ率はどの程度だ

と思っているのか。

植田委員

私は前回会合で説明したとおり、非常にラフな前提をおいてゼロ近辺ないし若干その上に今あると考えている。

中原委員

それは1年後のことか。そうであれば、私よりも多少上にある。私は今少しコンサバティブだ。

植田委員

ただ、両側にかかなりのリスクがあることも前回申し上げた。

速水議長

他にありますか。それでは、篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で採決することにするが、ご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[篠塚委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：篠塚委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員
中原委員
植田委員

棄権：なし
欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。篠塚委員の提案について採決の結果、賛成 1、反対 7 であった。続いて中原委員案である。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。中原委員の提案について採決の結果、賛成 1、反対 7 であった。続いて議長案である。

[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

植田委員

反対：中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。議長案採決の結果、賛成 6、反対 2 であった。反対は中原委員、篠塚委員であった。

速水議長

それでは、議長案が賛成多数で可決された。なお、中原委員、篠塚委員は改めて反対理由を明確にしておかれるということであれば、どうぞ。

篠塚委員

議案の提出時に反対理由を三点挙げたが、一つ付け加える。世界経済が同時的に景気回復の局面に入り始めた中で、市場でも徐々にゼロ金利解除に向けての認識が高まってきているこの状況下で、金融政策を中立の状況に戻すことが必要であると判断し反対した。

中原委員

反対の理由は、第一に世界の景気回復の中で日本が相対的に経済回復の

足取りが重く、各国にとって心配の種となっており、日本の景気回復をより確かなものとしてフラジャイルな状況から脱出するために、積極的な金融緩和策を打ち出すことが国際協調上必要だと思う。二番目に円高への対応が現状では不十分であり、100円台ということ自体も問題であるが、時間的なラグを伴って輸出数量に悪影響が出てくるように思われる。さらに円高に進む危険性があるため、現状維持では対応不十分だと思う。次に、マネタリーベース、あるいはマネーサプライなど量的な指標が一段と鈍化しており、やはり景気への悪影響が避けられないのではないかと思う。特に申し上げたいことは、現行政策ではオーバーナイト金利がターゲットであり、これ以上金利を下げる余地がないため、色々な外的ショックがあった場合に量を増やすこと以外には方法がないのではないか。その意味においても、レジームを変えておいた方が弾力的な対応ができると思っている。何回も申し上げるが、ECBの枠組みに比べて日銀だけが目標も手段も全く拘束されない状況になっている。そうした中で、政治的な圧力をはねのけるためには、一定の物価付きのベースマネー・ターゲティングのような手を打っておく必要がある。アカウンタビリティの問題からしても、潤沢にとか、デフレ懸念が払拭されるまでという抽象的な表現に始終しており、やはりできるだけ早い機会に具体的な数値目標を示した方が良い。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針として賛成多数でゼロ金利政策を継続することが決定された。黒田理事と金融市場局長は、ここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。なお、決定事項の公表は、会合終了後30分後に行なうので、それまでの間は厳に出席者限りということをお願いする。

V. 閉会

速水議長

以上で、本日の議事は全て終了致した。次回の金融政策決定会合は、12月17日に予定している。

(午後0時48分閉会)

以上