政策委員会・金融政策決定会合議事録

開 催 日：1999年12月17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）（注1）
　　　　　藤原作弥（日本銀行副総裁）
　　　　　山口　泰（日本銀行副総裁）（注2）
　　　　　武富　將（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）

（注1）速水議長は9:09より会合に出席した。その間、藤原副総裁が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。
（注2）山口副総裁は、ベルリンで開催されたG20に出席のあと帰国し、14:35より会合に出席した。

政府からの出席者：

大蔵省	大野功統	総括政務次官（10:54～12:15）
	原口恒和	大臣官房総務審議官（9:00～10:52、13:16～15:44）
経済企画庁	小峰隆夫	調査局長（9:00～15:44）

（執行部からの報告者）

理事	黒田　巖
理事	永田俊一
金融市場局長	山下　泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室審議役	稲葉延雄
企画室企画第1課長	雨宮正佳
調査統計局	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

藤原議長代理

ただ今から政策委員会を開催する。

（午前９時開会）

交通大渋滞により議長の到着が遅れているため、私が議長をつとめさせて頂く。

本日の取り進め方を申し上げる。まず執行部より金融経済情勢に関する報告がある。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に関する委員方の討議、もしあれば政府からの出席者のご発言、さらに金融市場調節方針の採決、そして金融経済月報の基本的見解の取り纏めの段取りで進めていきたい。最後に本日は10～12月期における最後の会合であり、来年１月から６月までの決定会合スケジュールをご承認頂く予定である。

本日は政府からの出席者として、大蔵省から原口総務審議官、経済企画庁から小峰調査局長が出席されている。

なお、ベルリンのＧ２０に出席されている山口副総裁は本日午後に帰国の予定であり、間に合えば会合に出席する予定である。

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を前提とする約束であり、委員および政府からの出席者におかれてはそのことを前提にご発言頂くよう、宜しくお願いする。

それでは、最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いする。

（午前９時９分速水議長入室）

Ⅱ．金融経済動向についての執行部からの報告

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は、年末越えのレートの上昇に対応して年末越え資金の大量供給を継続する一方、日々の調節は積み上1兆円を維持するオペレーションを行なってきた。まず、オーバーナイト・レートの動きをみると、年末越え資金の大量供給もあって、足許のオーバーナイト市場の需給は積み上1兆円を維持する調節の下で一段と引き緩む格好となっており、加重平均レートは14日まで0.02%から0.03%の実質ゼロ金利水準で推移した。その後、11月積み期の積み最終日となる15日には、朝方から積み進捗の遅れが目立っていた一部都銀等が積極的な調達姿勢を示して0.03%のオファーをテイクンした。このため、出し手がオファー・レートを0.05%へ引き上げ、さらに生保がこうした市場の地合いを眺めて久方振りに0.08%のオファーを出すなど、放置するとオーバーナイト・レートが大きく跳ね上がる状況となってきた。従って、9時20分の定例オペで積み上幅を1兆5,000億円に拡大する調節を行なった。1兆円を上回る積み上幅の造成は10月5日以来、積み最終日としては9月14日以来である。その結果、出し手が歩み寄る形で0.03%での出合いが進んだが、加重平均レートは結局0.035%に上昇した。12月期の積み初日となる昨16日については、朝方から0.02%での出合いがみられるなど落ち着きをかなり回復したが、一部の出し手が取り手のビッドを慎重に見極める抑制的な放出スタンスをとっていたことから、出合いの進捗が通常に比べ遅れ気味となっていた。このため、9時20分のオペでは安全策を採り、積み上幅を1兆2千億円とする調節を行なった。その結果、0.02%での出合いが進捗し、加重平均レートも0.03%、0.025%に低下するなど、通常日とほぼ同様の大変落ち着いた地合いに戻る推移となった。

次に当面の焦点である年末越えレートの動きであるが、12月上旬をピークに大きく低下に転じた後、足許は再び上昇をみせている。例えば、ユーロ円の出合いレート1M物は7日の0.75%をピークに下落し、今週前半に

は0.27%と僅か4営業日で48bpの低下を示した後、昨日は再び0.45%へリバウンドしている。３Ｍ以上の長めのゾーンも12月3日をピークに同様の展開となっている。ユーロ円ＴＩＢＯＲの１Ｍはこの間に0.09%から12月3日には0.88%まで跳ね上がり、12月15日に0.36%まで低下した後、昨日は0.40%まで上昇するという大きな変動となっている。一方、短期国債レートの動向をみると、例えば３Ｍ物は12月1日に0.23%を付けた後、低下に転じ13日には0.09%まで下落している。その後、15日には再び0.20%まで上昇する荒い動きとなっている。このように先週年末越えレートが大幅に低下したのは、本行の大量の年末越え資金供給等を背景に都銀など資金の取り手の年末越え調達が順調に進捗しており、年末までの資金繰りに概ね目途を付けた先が増えてきていることが背景である。こうした中で、8日付けの日経が「一部の地銀が年内の資金繰りをほぼ固め、年末越え資金放出に動いているため、金利低下観測が浮上している」と報道した。これが引き金になり一部地銀・信託等の小口の資金放出がみられたこと、さらには年末越え資金繰りに目途を付けている一部大手都銀が都銀他行に大量の資金放出を行なったことなどがレートの大幅低下の要因になっている。

一方、一昨日以降にレートが再び上昇を示している背景としては三点指摘できる。第一は地銀・系統等の資金の出し手は先週末までに公務員賞与の支払いなど当面の資金不足要因が一巡したため、年末までの資金繰りを固めた上で今週初から年末越えの資金放出を積極化するものと見込まれていたが、期待に反してそうした動きがほとんど見られなかったことである。第二には、そうした中で調達がやや遅れ気味の一部都銀がビッドを引き上げて調達を積極化したほか、一部の外銀・外証がクリスマス休暇を来週に控え、年末越えの資金繰りを一気に固める狙いから、同様にビッドを引き上げ資金調達を積極化する動きが目立ったことである。一部の外銀ではドル資金等の外貨資金調達のため円を調達し、外貨にスワップする円投スワップの動きを示す先もみられている模様である。第三には一昨日のＦＢ入札が応札倍率1.42倍、平均落札レート0.153%、昨日のＴＢ３Ｍの入

札が応札倍率1.47倍、平均落札レート0.207%とそれぞれ低調な結果に終わったため、来週21日に予定されている年内最後のＦＢ入札は札割れになるのではないかという不安感が強まっていることである。ここに来て総じて出し手が資金放出に一段と慎重な姿勢を示しているように窺われる。

以上のように都銀等資金の取り手の年末越え資金繰りには概ね目途がつきつつある状況であり、全体としてはピークアウト感が出てきてはいるが、足許では年末にかけての預金の動きがなかなかみえ難いこともあり、なお不安感が根強く残っており、それが一部金融機関の年末越え資金の取り漁りに繋がっている状況である。

この間、アメリカ・欧州の年末越えレート——1か月物のキャッシュレート——をみると、例えばドル金利は11月末に年末越えとなった際に87bp上昇し、6.48%となった後は高止っており、15日までに2bp低下したに過ぎない。またユーロ金利は15日には3.56%まで上昇しており、まだ強含み傾向に変化がみられていない。やはりＹ２Ｋ問題に起因する年末越えの流動性リスクプレミアムについては、各国中銀の積極的な対応にもかかわらず、事柄の性格上なかなかこれを払拭するのが難しい状況にあると思われる。

この間の本行の年末越えの資金供給額は昨日時点で42兆円、昨年同時期の17.9兆円の2.3倍に達している。オペ手段別では短国買現先が18.1兆円、ＣＰ買現先が9.5兆円、国債借入れが9.4兆円となっている。各週の1営業日当たりの平均供給額は11月29日から12月3日週に1兆5,000億円まで拡大し、レートの上昇を抑え込んだ訳であるが、12月13日週は7,800億円に段階的に引き下げてきている。今後も金利動向やマーケットの地合いの変化等を睨みながら弾力的な資金供給を続けて参りたい。

最後に、年末に向けた調節のイメージについてご報告する。昨日時点ではグロスの供給残高が42兆円、吸収残高が21.8兆円であり、ネットの資金供給残高が20.2兆円となっている。これが年末にどうなるかであるが、Ｙ２Ｋ要因のない例年パターンの資金需給を前提とすれば、ネットの要供給額は24兆円程度と見込まれる。問題はＹ２Ｋ要因がどの程度になるか

であるが、11 月末時点の考査局のヒアリング調査によると、金融機関が年末時点で保有する手許現金は大手行、地域金融機関合計で例年より現金を4 兆円多く持つ計画である。一方、個人の現金保有については、仮に、例えば 4,000 万所帯が各 10 万円ずつ例年より余計に現金を保有することになると、4 兆円という計算になる。このようなかなり強めの仮定を前提にすれば、ネットの要供給額は 24 兆円プラス 4 兆円プラス 4 兆円ということで 32 兆円となる。従って、年末時点のグロスの総供給額を 43 兆円、資金吸収オペを 30 日までに全て期落ちさせると仮定すると、11 兆円が余剰となる。もっとも、金融機関は年初 1 月 4 日に想定されている不測の事態に備えて、考査局のヒアリング調査では準備預金を 10.3 兆円余分に保有する計画にあり、11 兆円の余剰分はほぼこれに見合うことになる。従って、43 兆円の供給は 1 世帯が 10 万円多く引き出すというややオーバーな仮定を置いても大体カバーできる線にある。足許の銀行券の動きをみると、Ｙ２Ｋ要因が影響しているのかどうかは分からないが、私共の想定より払いが 1 兆円以上上振れており、16 日までの平残前年比は 7.5%と先月までの 6%前後からかなり上昇している。金融機関が実際にどの程度の超過準備を保有するかにより、最終的な必要資金額、必要供給額が変わってくる訳であるが、仮に現金が想定以上に流出するなどの事態が生じれば、レート動向も睨みながら弾力的に追加的な資金供給を行なっていきたい。また、年末接近に伴い銀行券などに不測の動きが発生し、オーバーナイト・レートに潜在的な上昇圧力が強まってくることが予想されるため、来週以降は積み上幅を段階的に拡大し、極力レートの上昇を回避したいと考えている。なお、年末時点で超過準備等が 10 兆円程度になれば、12 月 30 日の積み上幅は場合により 10 数兆円のオーダーになる可能性がある。この点については、無用の誤解が生じないようマスコミ等に対しそのメカニズムや意味について十分説明を行なっていきたい。Ｙ２Ｋ対応のマーケットオペレーションもいよいよ仕上げの局面に入ってきたが、市場の安定確保に引き続き全力を上げていく所存である。

中原委員

11兆円という数字は何か。

山下金融市場局長

年末時点の資金供給残高を43兆円と仮定する。まず、現時点で想定される通常の資金需給を前提とすると、必要な資金供給額は、24兆円となる。それに銀行が保有する追加的な現金準備と、4,000万所帯が10万円ずつ例年より余分に現金を持つと仮定すると、Ｙ２Ｋ要因による市中の現金保有増が合計8兆円となる。このＹ２Ｋ問題に起因する資金不足要因を加えると要資金供給額は32兆円になる。従って、43兆円を供給すると、11兆円が余る形になるが、金融機関は1月4日に不測の事態が起こることに備えて、年末には超過準備を10兆3,000億円持つ計画としており、これを勘案すると需給はほぼ見合っている。要するに、1世帯辺り銀行券を10万円余計に持つというかなりオーバーな仮定をおいても、十分対応できる資金を既に供給している訳であり、今後多少準備需要が拡大するような事態があっても問題はないと考えている。

植田委員

資金の出し手が思ったほどは出してきていないのは、9月9日のような漠然とした不安感によるものなのか、別途の理由があるのか。

山下金融市場局長

10月下旬辺りから地銀を中心とした出し手は基本的に年末越えの資金を余り出してこなかった。一般的には、Ｙ２Ｋ要因もあって年末の資金繰りになかなか目途が立たないため、それを固めてから資金を出してくるのではないかと言われていた。12月初に税金の納付があり、公務員を始めとするボーナス対応が10日頃まで続くため、そうした資金流出要因がある程度固まれば年末の所要額がみえ始め、地銀等も今年最後の稼ぎ場として、年末越え資金を出してくるのではないかと思われていた。しかし、これが

これまでのところ予想外に出てきていない感じである。その背景としては、幾つかの仮説があり得るが、基本的には年末に向け銀行券がどの程度出るか、預金がどの程度流出するかが分からないという不安があり、そうした下では、余裕資金は手許に抱え、無理をして出さないという保守的な意識が働いている点が大きいのではないかと思う。金融機関がどの程度意識しているか分からないが、銀行券が我々の想定よりもかなり出ていることは事実であり、そうしたことを感じているとすれば、一段と慎重な放出姿勢になると思う。いずれにしても、「都銀の年末越え資金調達にある程度目途がついた」と報道された12月初めの段階で、一時一部の地銀や信託、投信による小口の資金放出と都銀大手の放出がみられたが、その後はなかなか資金の出し手が出てきていない。12月中旬になれば、年末越え資金が出てくると思っていたのが想定違いになったことから、特に昨日辺りは一部都銀と外銀・外証がしびれを切らしてビッドを上げて資金を取り漁りにいったためにレートが大幅に上昇している。

植田委員

仮に、年末に向けて積み上が10兆円になってしまえば、所要準備はかなり早い時点で終了してしまう。その場合、年明け後にＹ２Ｋ需要がなくなっても、取引動機のために相当量の供給が必要になり、結果として積み上は2兆円、3兆円といったオーダーで走るようなイメージで宜しいのか。

山下金融市場局長

然り。昨日が積みの初日であるが、5,000億円近くの積み下になっており、都銀等は取り敢えず積みの進捗を一生懸命に抑えている。しかし、いずれにしても年末日には多分10兆円を超える積み上になる。それは12月30日から1月3日までの5日間そのまま積みに寄与することになり、相当な積みの進捗になる。1月4日の積みの所要額は恐らく0～1兆円程度に落ちると思われる。そこで取引決済需要に応じるために3兆5,000億円とか4兆円の当預残高を維持すれば、積み上は3兆円台になる。積み上とは元々

そういうものであり、積み上額が大きくなったからといって政策的なインプリケーションのない、極めてテクニカルな指標であることを説明していく必要がある。

三木委員

調節玉に不安はないのか。

山下金融市場局長

当初は、金利がこれほど上がることを想定していなかったため、大量の資金供給を行なうことは、なかなか難しいかと思っていた。ただ、実際には年末越えの資金需要が強まった結果、レートが上昇し、オペへのニーズが高まっており、応札倍率も引き続き高い。また、何と言っても短期国債のマーケットが非常に大きくなってきていることが効いている。短期国債現先オペは既に残高が 18 兆円となっている。短国市場でも、投資家が買いを手控えてきているため、流動性が極端に落ちてきており、対日銀でしか保有している在庫がはけなくなってきている面もある。本日の新聞辺りも日銀のオペの供給テンポがスローダウンしたために金利が上がっていると報道しているような状況である。要するに、短国やレポ市場では引き続き年末越え資金のオペ玉として使える在庫がかなり残っており、現状はオペを打てばさらにかなりの額の資金供給ができる状況になっている。

三木委員

短期国債中心にということか。

山下金融市場局長

これまで短国現先オペが 18 兆円、ＣＰとレポでそれぞれほぼ 10 兆円弱というオーダーで供給してきた。

三木委員

各国中銀も同じように流動性を供給しているのであろうが、レートは余り下がっていない。日本だけが良い方向へいっているのは本行の施策の宜しきを得てということか。

山下金融市場局長

その辺の評価は難しい。私共の場合には、ゼロ金利政策の下で基本的には金利の上昇は好ましくないとの判断から、年末越えレートの上昇を抑え込もうと早目に大量の資金を供給している訳である。他の国、特にＥＣＢが典型であるが、自らは能動的な資金供給は然程行なわず通常のロンバートタイプの貸出ファシリティの下で資金が必要であれば担保を使って借りなさいという通常対応の部分がみられる。勿論、どこの中央銀行も多目の資金供給を実施しているが、私共のように金利の押し下げを狙って大量に供給していくというやり方はしていない点が違うのではないか。11 月末に年末越えとなった１Ｍ物レートの上昇は、日本とアメリカはほぼ同じ程度の上がり方になっている。その意味では、やはり年末越えの不安・リスクは各国のマーケットで同様に意識されているが、その中で我々が一番積極的に金利上昇を押さえ込む対応を取っているということであろう。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場と海外金融経済動向について報告を願う。

２．為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料－2）

平野国際局長

まず円の対ドル相場は前回決定会合の 11 月 26 日に 104 円から 101 円台にまで急騰した。ただ、翌週初には本邦当局による円売り介入報道等から反落した。その後 12 月 6 日には日本の第 3 四半期のＧＤＰが公表され、12 月 13 日には短観が発表されたが、これらが市場の事前の予想に比べれ

ば若干弱目の内容となっていたことに加え米国株式市場の好調もあり、円高急進懸念は後退している。ただ、ドルが一気に強くなっていくということでもなく、ある程度相場が円安方向に振れたところでは輸出企業等のドル売り注文が出ており、いわばドルの上値あるいは円の下値も限定される展開である。達観すると、11月末以降は概ね102円から103円台でのもみ合いとなっており、現在も103円程度で動いている。この間、12月1日の介入の決済日に際して総裁談話が公表された。これについては様々な受止め方があったが、少なくとも市場にそれなりの警戒感を与えた効果はあったと思う。いずれにしても、年末を控えてプレーヤーが大きく動き難いこともあるが、当面ドル／円については底固い展開を予想する向きが多い。

その底固さの背景を敢えて整理すると、マクロファンダメンタルズの面では、一つは日本経済に対する過度の回復期待が後退したことがある。二番目には、米国経済や米国資本市場の好調が指摘できる。内外資金フローの変化に起因する為替の需給という面で敢えて要因を探るとすれば、一つはこれまで日本の株式市場を中心に外国資本が相当流入してきていた訳であるが、12月は海外の企業の決算期ということもあり、対内資本流入の勢いが若干一服していることがある。二番目に、本邦機関投資家筋の外債処分によるリパトリエーションの動きが11月から12月初に向けてみられた訳であるが、こうした動きも一巡してきていることを指摘できる。リパトリエーションの動機の一つには、Ｙ２Ｋ対策としての手許流動性の積み増しがあったかと思う。今一つは一部生保の財務リストラ絡みの外債処分を背景とするリパトリエーションがあったと思う。ただ、そうであるとすれば、Ｙ２Ｋ対策としてのリパトリエーションについては、年明け後再び資金が海外へ戻り、外債投資に向かうことも予想される訳である。

ユーロも相当激しく動いており、前回決定会合前の11月23日頃から12月の月初3日にかけてほぼ一本調子に急落している。3日には一時ザラ場で1ユーロ1ドルのパリティを割り込むという場面もあった。ただ、この水準ではＥＣＢによる介入警戒感が台頭したほか、その後ドイツを中心に結構良好な経済指標が公表されたこともあり、やや持ち直している。しか

し、その場面では再び輸出筋のユーロ売りが出て、12月中旬以降は再び軟調な展開になるなど、非常に不安定な地合いが続いている。ユーロエリアの経済については、マクロファンダメンタルズは良好に推移していると考えられ、この面からユーロ安が一気に進行する理由には乏しいともみられる。現に、12月15日にはＥＣＢのドイセンベルク総裁やフランス中央銀行総裁のトリシェがユーロには上昇余地があるという発言をしており、足許はユーロは若干戻している感じである。

アジア通貨については、韓国ウォンの上伸がかなり目立っている。その背景には韓国経済および株価の復調がある訳である。韓国当局者は日本と同様にウォン高進行に対する懸念を繰り返し表明している。ただ、アジアの通貨危機発生以前のレートとの比較でみると、97年7月1日対比の下落率は12月13日時点で－21.3%と通貨危機発生以前のレートに比べて、なお20%程度ウォン安の水準にある。ウォン高に韓国当局者は懸念を表明しているが、客観的にみればこの程度のウォン高が韓国経済の回復に水を差すことはないという感じがする。

続いて、国際金融・海外経済について報告する。前回の決定会合以降も米国経済の堅調、欧州経済における景気拡大テンポの高まり、東アジア経済の明確な景気回復という基本的な構図に変化は窺われない。米国の主要経済指標をみると、住宅投資に若干の鈍化が窺われるが、達観すると個人消費、設備等を中心とする内需主導の力強い拡大が続いている。クリスマス商戦の状況について、全米小売業協会の見方は、商戦全体では前年比6.5%増である。昨年の前年比が5.9%であり、今年のクリスマス商戦は昨年の伸びを小幅上回る。ただ、この全米小売業協会の見通しを基にして99年第4四半期の乗用車を除く小売の売上高を試算すると、前年比で6.7%程度になる。小売売上高除く自動車の第3四半期の前年比が8.1%であり、米国の消費は年央の勢いと比較すると消費のモメンタムは緩やかながらも弱まりつつあると言えるのではないか。ユーロエリア経済をみると、第3四半期のＧＤＰが前期比1.0%となっており、第2四半期に比べて伸びを高めている。輸出の好調に加えてこのところ個人消費も堅調に推移して

いる。製造業コンフィデンスと消費者コンフィデンスともに回復傾向にある。因みに、11月のコンセンサス・フォーキャストによるユーロエリアの99年成長見通しは2.1%、2000年は2.9%となっている。このようにユーロ経済のマクロファンダメンタルズは堅調に推移しており、各国の株価もいわば高値追いを続けている。東アジア経済では、第３四半期の各国のＧＤＰが韓国、香港、マレーシアで前期比大きく伸びを高めている点が特徴的である。香港では輸出の上伸、株価上昇の資産効果等による輸出・消費の回復がＧＤＰの伸び率上昇に寄与していると思う。この間、中国では政府による追加景気刺激策の効果が徐々に浸透しつつあると判断されるほか、輸出も相変わらず好調に伸びてきており、一段の減速は回避されているとみることができる。もっとも、国有企業改革、金融改革、あるいはＷＴＯ加盟問題等、中期的にみれば不安定要素が少なくない状態に変わりはない。

最後に、Ｙ２Ｋ問題が成長に与える影響について色々なサーベイが発表されているが、99年中は特需が出てプラスに作用し、2000年はその反動が出てマイナスに作用するというのが一般的な構図である。今後の下振れリスクについては、余り心配する必要はないのではないかというサーベイ結果が多い。

中原委員

中国は最近輸入が大幅に増えているがどういうことか。

平野国際局長

10月の輸入の数字は低いが、11月には激増している。10月は国慶節に伴い、多少生産も落ち込み、その結果として輸入が落ち込んだ。11月はその反動が出ている。また、統計上の問題として指摘されているのは、相変わらず密輸の取り締まりを行なっており、従来は計数に表われてこなかった輸入額が計数上表われてきていることである。11月以降については生産も立上がり、まだ数字には表れていないが政府の補正予算の効果が出てく

る。それが固定資産投資を押し上げ、それに絡む輸入も出てくる。今後は経済も多少上向いていくことに伴い、輸入が増えてくるのではないか。

速水議長
　次に、村山調査統計局長から経済情勢について報告をお願いする。

3．国内経済情勢に関する報告（資料－3）
村山調査統計局長
　まず現状認識であるが、判断を一歩先に進めている。最終需要は公共投資の増加が一服している。住宅投資も頭打ち傾向が明確になっている。個人消費についても夏場に比べると明るい指標が増えているが、総じてみれば一進一退の範囲内で推移している。設備投資については、これまで減少基調にあり、前月は減少テンポを緩めつつも基調としてはなお減少と判断していた。これを一歩進め、下げ止まりの気配をみせていると判断を変えている。純輸出については、輸出の増加を主因に拡大を続けている状況が変わっていない。従って、最終需要について設備投資以外の判断は変わっていない。設備投資について判断を変更した材料は7～9月の法人季報、あるいは12月の短観を始めとする各種アンケート調査の結果である。
　生産は増加を続けている。リストラの効果等もあり企業のキャッシュ・フロー、利益率は好転している。企業の業況感も改善を続けている。ただ、先行きについては非常に売り上げ見通しが慎重であり、業況感の改善がこれまでのところ設備投資に対する企業の積極姿勢を誘発するには至っていない。なお、雇用指標については雇用情勢の悪化に歯止めがかかりつつあることを示唆するものが引き続きみられるが、環境全体としてはなお厳しい地合いにあると考えている。総括判断としては、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ている。前月は転じつつあると表現しており、この点でも一歩進めている。こうした下で、企業収益の回復が続くなど民間需要を巡る環境は徐々に改善しつつある。この判断も今回付け加えたものである。もっとも、民間需要の自律的回復の

はっきりとした動きは依然としてみられていないという判断は変えていない。要すれば、総括判断としては民間需要を巡る環境は改善しつつあるが、現時点ではいつ民間需要が本格的に上向くかについては確認できないということである。

現状判断を一歩進めた背景の一つは、短観において、円高が進んだにもかかわらず足許の業況判断ＤＩが改善しており、3月まで改善すると見込んでいることである。第二点として、本年度下期の企業増益の実現可能性も一段と高まっている。第三点目に、設備投資も多くの業種で下げ止まりの気配をみせていることである。第四に、補正予算が成立したことも来年度にかけての景気を下支えする要因となる。物価面については先月と判断を変えていない。国内卸売物価は横這い、消費者物価も前年並みの水準、企業向けサービス価格は小幅な下落である。

次に先行きについて、まず外生需要をみると、輸出は増加テンポが減速するが、海外の堅調な景気を反映して基調的には増勢が進むと考えている。公共投資も一旦は工事量が減少するが、補正が出てくれば年度末までには工事の発注が増える。従って、この 1～3 月は一旦は外生需要全体として横這い、ないし若干弱含む可能性もあるが、基調的には外生需要は経済を下支えすると判断している。そうした下で、設備投資については投資を行なうための環境は整いつつあり、今後次第に下げ止まりが明確化していく可能性が高いと判断している。ただ、企業が売り上げの増加に対して非常に慎重な見方を変えていないし、債務返済圧力も残存している下で、設備投資が本年のどの時点で明確な増加に転じるかは見定めがたい。

物価の先行きについては、国内の卸売物価は電気機械等で趨勢的な低下が続いている。また、円高による押し下げ効果も今後見込まれる。一方、プラス要因として原油価格が大幅に上昇しているし、国内の需給ギャップも水準はなお大きいと考えられるが、方向としては緩やかな改善傾向にあると判断している。従って、卸売物価は当面概ね横這いで推移すると予想される。消費者物価についても、ほぼ前年並みの水準で横這いの推移、企業向けサービス価格はこれまでと同様に小幅の下落を続けると判断して

いる。物価は全体としてみれば、概ね横這いの範囲内で推移するということである。留意点としては、今後の国内需給バランスが物価の先行きを考える上での焦点となる。この点、まず外生需要は輸出の増加、あるいは公共投資のサポートが継続される。さらに、企業収益の改善等民需を巡る環境は徐々に改善しつつある。従って、当面需給バランスが崩れ、物価が大きく低下するリスクは小さいと考えている。ただ現時点では、外生需要から民間需要へのバトンタッチがスムーズに進み、需給ギャップが持続的に縮小する展望が拓けた訳ではなく、外生需要が減少に転じた場合に物価が再び軟化するリスクには引き続き留意しておく必要がある。

以上が総論であり、次に各論について報告する。10月の実質輸出の合計は前月比−4.9%と、8、9月に増加した後、減少しているが、これについては一時的なものであると判断している。その根拠として、足許米国向けが自動車の輸出の落ち込みから減少しているが、自動車メーカーの10〜12月の輸出計画をみる限り、今後回復する可能性があるためである。また中国向けも大幅に減少しているが、中国も景気が悪くなる状況ではないためである。また、米国についてはクリスマス商戦が好調であり、輸出の増加基調自体に変化はないと考えられる。なお、年明け後の輸出については、いわゆる2000年問題による現地在庫積み上げの反動、あるいは円高のスポット物への影響が出てくる。従って、増加テンポは一旦ブレーキがかかる可能性が高いが、海外景気の回復、あるいは情報関連財に対する世界的な需要拡大傾向を考えると、そうしたショックの一巡後は輸出が再び拡大していく可能性が高い。海外景気全体としては上向いている。因みに、民間のコンセンサスによる99年の世界経済見通しは1か月前に比べて若干ながら上方に修正されているし、2000年見通しについても全体で3.9%と99年の見込みの3.5%よりも若干高い成長率が見込まれている。ただ、米国中心に色々リスクがあることは事実である。

次に、設備投資の前提となる企業収益の状況である。12月短観によると、大企業の99年度計画の前年比経常利益は19.2%と2ケタ増益である。非製造業も増益、全国短観も製造業、非製造業ともかなり大きな増益見込み

である。この背景としては、人件費あるいは債務残高の削減により、いわば収益が出やすい体質に変わってきていることがある。因みに、法人企業統計季報を用いて人件費の推移をみると、製造業大企業では人件費が非常に急角度で削減されている。また、売上高対比でも人件費比率が下がっている。同様の傾向は、製造業中堅中小企業あるいは非製造業中堅中小企業でもみられる。非製造業大企業でも製造業大企業とかなり似た形で人件費が削減されている。設備投資を巡る環境として設備投資とキャッシュ・フローの関係をみると、製造業大企業ではほぼ設備投資が減価償却費並みにまで減少してきている。一方、キャッシュ・フローはここもと収益の回復により改善気味であり、キャッシュ・フローと設備投資の差が広がっている。このことは先行きについて売り上げが伸びる見通しが立てば、借入れを増やさなくとも設備投資の増加が可能な環境が整いつつあるということである。非製造業大企業は多少様子が異なっているが、その他の業種については大体同じような傾向にある。

こうした状況の下で、設備投資の先行きについてである。まず先行指標である機械受注は7～9月プラスの後、10月も増加しており、製造業については下げ止まり、非製造業は振れを伴いながらも下げ止まりつつある。建築着工床面積も機械投資に比べてまだ抑制色が強いが、減少テンポはやや緩んできている。短観で99年度を括った設備投資計画を確認すると、大企業については製造業、非製造業ともに前回調査に比べて若干の下方修正となっている。製造業は現時点では前年度比－10.9％の減少である。ただ、この水準と既に7～9月まで出ている法人季報の設備投資の水準とでは相当の差がある。すなわち、法人季報によると、既に年度前半で大企業製造業の設備投資は削減されており、その水準で仮に横這いとすれば、本年度は－18％になる。過去のデータでは法人季報と短観の大企業製造業はかなり似た動きを示しており、今後の可能性としては、短観の－10.9％という設備投資がさらに削減されて法人季報ベースに鞘寄せされるか、今後下期にかけて実際の設備投資が多少上向くという二つの可能性がある。ただ、12月短観においては、下期の設備投資計画は9月に比べて大幅に上方

修正されている。因みに、製造業は前回に比べて8.2%、非製造業も6.8%上方に修正されている。従って、今後12月短観よりも設備投資の計画が削減されるとしてもそう大きなものにはならないだろうということであり、少なくとも大企業製造業については今後出てくる可能性がある。なお、中小企業については水準がなお低いが、非製造業を中心に比較的速いテンポで上方修正が行なわれる。同じことは短観よりも規模の小さい企業を含んでいる中小公庫の設備投資計画調査でも見て取れる。すなわち、卸売、小売、サービス、製造業いずれにおいても平均並みのテンポで6月から10月にかけて上方修正されている。次に、2000年度の設備投資については情報がまだ極めて少ないが、大蔵省の景気予測調査の中に中小企業の2000年度設備投資についての予測調査がある。製造業、非製造業とも11月時点の計画は毎年マイナスからスタートしているが、製造業については過去8年の中でマイナス幅が一番小さい水準からのスタートである。また、非製造業も過去の平均並みの水準からスタートしている。

個人消費の前提となる雇用関連について確認させて頂く。有効求人倍率が8、9、10月と改善している。新規求人倍率も同様である。また、パートの有効求人倍率も回復傾向にある。完全失業率も高水準ながらも若干低下している。このように、9月以降は雇用調整の悪化に歯止めがかかりつつあることを示す指標が見られる。ただ、企業の人件費抑制の動きがまだ残存しているため、賃金は軟化を続けている。当面は生産の増加テンポも7~9月に比べて鈍化する可能性が高いし、冬のボーナスが引き続き前年水準を割込む内容となっている。従って、雇用者所得が全体として下げ止まるにはまだ時間を要するとみておくべきではないかと考える。因みに、99年冬のボーナスの妥結状況は日経連、日経新聞調べとも4、5%の前年比マイナスである。ただ、大きくマイナスをつけている先は夏冬型で以前に妥結している企業が中心である。今期新たに交渉した企業だけをとればマイナス幅はかなり小さくなっているし、日経新聞では若干プラスになっている。こうしたことは来年度の雇用者所得を見通す上では一応プラスの材料ではないかと考える。

こうした下での消費を総括すると、この7～9月については天候要因もあり、やや弱めの数字が多かった。10月あるいは11月はその反動もあり、若干強めのものもある。ただ、全体としてみるとやはり一進一退の域内での推移と言える。因みに、乗用車の軽自動車を含む出荷額ベースでみると10月の－0.1％の後、11月は4.5％と一応増えている。ただ、軽自動車が減る中で普通・小型が増えているものであり、新車効果あるいは人気車種に偏りがみられるために業界は慎重な見方を変えていない。全国百貨店については10月の秋物衣料が寒気から多少プラスを付けているが、11月都内百貨店では再び落ち込み、前年比－4.7％である。季調後前月比は－3.8％と再びマイナスになっている。これは11月下旬の平均気温が2～3度高くなり、秋冬物の衣料品が再び売れなかったためである。ただ、全国ベースでは今少しマイルドになると考えられる。大阪支店等の情報を勘案すると、大阪は然程落ちておらず、気温の影響は全国ベースでは今少し軽微である。なお、12月に入ってからの歳暮商戦では、個人客については前年比プラスになりそうである。特殊要因としてはＹ２Ｋ関連で防災グッズが売れ始めており、今後ミネラルウォーター、缶詰、懐中電灯、乾電池、石油ストーブ、ガスコンロなどの駆け込みが本格化する可能性が出てきている。また、ミレニアム関連の商品が日本でも売れている。例えばシャンパン、Ｙ２Ｋも関連して正月は家にいることが多いため、お節料理、カレンダー、時計などが売れているとのヒアリング結果がでている。なお、消費者コンフィデンスについては、春先かなりのテンポで回復したが、その後回復が一旦ストップしている。足許は緩やかな改善を示す指標もある。

以上を受けての生産の動きであるが10～12月については予測指数や企業の感触からみて小幅の増加が続くとみている。年明け後については現時点では腰だめの域を出ないが、総じて横這い圏内の推移が見込まれている。10～12月の生産の内訳をみると、マイナスになるのは乗用車あるいは住宅関連財である。一方、プラスになるのは電気機械、化学、半導体製造装置を中心とする一般機械である。予測指数では10月の速報値ベースで弾くとプラスの1.7％になる。ただ、10月の生産指数が確報で下振れたため、

これをもとに弾くと現時点では10～12月が1.2%になる。私どものヒアリングでは1%内外であり、多分その近辺で落ち着くのではないかと考えている。1～3月については乗用車が生産計画を幾分下方修正しているため、全体としては横這いと考えている。Ｙ２Ｋ問題の生産面への影響であるが、汎用コンピューターは年明け後まで投資が手控えられている。一方、電子部品のように年内在庫を積み上げるものもあり、トータルすれば在庫積み増しの動きの方が大きい。その分、10～12月の生産が押し上げられ、1～3月にその反動がくる。また、消費財がＹ２Ｋ関連で売れているため、生産に同様の動きが顕在化する可能性がある。

次に、在庫の循環図からみると在庫調整は概ね完了している。ただ、短観の在庫判断ＤＩはまだ十分には下がりきっておらず、企業は在庫積み増しには当面慎重であると思う。

最後に物価であるが、輸入物価は為替円高の影響から円ベースでは3か月前対比でマイナスが続いている。今後も来年初にかけて原油高の影響が幾分強まるが、現在の円高が押し下げ方向に寄与するため、円ベース全体としては落ち着いた動きになると考えている。また、輸入物価の国内物価への影響については、目先は原油の値上がりの影響が若干の押し上げ圧力として先行した訳であるが、その後は円高のマイナス効果がこれを相殺するとみている。国内物価の前提となる国内需給については、稼働率は回復傾向にあり、短観の設備判断ＤＩ、雇用判断ＤＩから求めた擬似的な需給ギャップも幾分改善している。ＧＤＰギャップは算出方法次第で大きな差があるが、大きな傾向としては、かなりの幅が存在する中で本年前半には若干改善したと思う。製品需給の面では在庫水準判断ＤＩ、需給判断ＤＩいずれも改善傾向にある。国内卸売物価の3か月対比は9、10、11月と0.1～0.2%の上昇になっているが、全体としては横這い圏内での強含みである。これは技術進歩、あるいは品質向上要因から恒常的にマイナスが続く機械類の下落を相殺する形で、今回は主として原油高が表われているものである。次に、企業向けサービス価格を国内需給要因でみてみると、7月－0.2%の後8月から－0.1%が続いており、今後も小幅な下落傾向が続く

とみている。最後に、消費者物価の前年比は商品・サービスともほぼ前年比横這いの推移である。

以上から物価全体を総括すると、国内卸売物価、消費者物価ともほぼ横這い圏内である。企業向けサービス価格は下落しているが、そのテンポは非常に小幅なものに止まっている。従って、全体としては概ね横這いの範囲内で推移している。先行きについても原油価格、あるいは為替相場に大きな変化がなければ当面物価は横這い圏内で推移すると見込んでいる。

三木委員

設備投資計画について、短観と法人季報の関係からの予測を今一度説明願いたい。

村山調査統計局長

大企業製造業は今年度全体として前年比－10.9％という計画になっている。これに対し、短観の大企業製造業とほぼ同じ動きを示している法人季報は、7～9月までの実績を横這いで伸ばすと今年度は前年度比－18％になる。従って、一つは法人季報ベースのように横這いで推移するとすれば、短観の計画自体が3月短観で大幅に下方修正される可能性がある。今一つは、短観の下期の計画自体は9月に比べて上方修正されているため、それほど下方修正はないのではないかと考えれば、大企業は既に設備投資をかなりカットしているだけに、年度計画上は下期にかけて四半期毎に積み増していくと予測される。

三木委員

上振れるということか。

村山調査統計局長

その可能性も考えられる。少なくとも、これまで減らしてきたペースでさらに減らしていくことは、この四半期ベースでは考えられないのではな

いか。どちらかといえば、下期にかけて多少増えていく可能性が高いのではないかとみている。

三木委員

そうでなければ、18%といったマイナスになってしまうということか。

村山調査統計局長

然り。大幅なマイナスとなり、短観の－10%にはならない。

篠塚委員

説明資料の中で物価の最終的な判断をみると、「当面、需給バランスが崩れ、物価が大きく低下するリスクは小さい」と纏めている。そのうえで「しかし現時点では、外生需要から民間需要へのバトンタッチがスムーズに進み、需給ギャップが持続的に縮小する展望が拓けた訳ではないので」、「外生需要が減少に転じた場合に、物価が再び軟化するリスクは避け難い」と表現しているが、ここでの外生需要は海外と財政政策の公共投資の問題とどちらを考えているのか。

村山調査統計局長

財政については今回補正予算が付いており、大きな落ち込みはないとみている。従って、大きなリスクは海外にある。

篠塚委員

国内の需給に関連して三つの図表が出されている。そのうち二つの図表は方向性としては需給ギャップが縮小するが、ＧＤＰギャップについては色々推計上の問題があるにせよ、足許の方向が需給ギャップの縮小ではなく、拡大方向になっていることをどう解釈するか。

村山調査統計局長

これは全て 7~9 月のデータであるが、今般公表されたようにＧＤＰがマイナスになったためである。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第１課長から、最近の金融面の動きについて報告してください。

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

まず概況であるが、短期金融市場はオーバーナイト金利が引き続きゼロ金利水準をキープしている。この間、ターム物金利が足許は若干凸凹しているが急速に低下している。長期金利を長期国債の流通利回りでみると、11 月中旬から下旬にかけて景況感の改善などを背景に 1.9％程度まで強含んだが、その後は円高の進行、ＧＤＰ統計および短観の結果がマーケットの予想に比べ幾分控え目であったと受け止められたことなどを材料に若干低下しており、1.7％程度まで低下している。株価も 11 月中に上昇傾向を辿った後、同じく円高の進行に加え、一時外人の利益確定等の売りが嵩んだことから幾分軟化し、足許では 18,000 円台前半で推移している。ジャパン・プレミアムもこの数日で大分様相が変わっている。資料では「年末越えの取引に若干のプレミアムが生じた状態が続いている」と纏めているが、実際はこの数日間でほぼなくなり、昨日段階では１Ｍで 0.01％、３Ｍで 0.00％である。一方、国債と社債の流通利回り格差にみるクレジットスプレッドも多少の凸凹があるが、低格付けのトリプルＢ格に対する人気は引き続き上昇傾向にあり、クレジットスプレッドも縮小傾向を辿っている。

金融の量的側面、金融機関の融資行動、社債市場等には余り大きな変化がない。金融機関の融資姿勢をみると、ヒアリング、あるいは短観ＤＩ等からは融資先の信用力などを見極めつつ融資を回復させようとする姿勢がむしろこの 1、2 か月強まっていると判断される。金融機関の融資姿勢

は若干ここにきて積極味を増しつつある反面で、資金需要はこれまでと同様に低迷を続けており、結果として民間銀行の貸出件数が弱含みで推移している状況に変わりはない。直接金融市場では、社債市場の環境は引き続きクレジットスプレッドが縮小する格好で人気が続いている。社債市場の発行環境は大変良いものの、発行額自体は大変落ち着いた動きであり、残高の前年比は明確に低下傾向にある。この間、ＣＰは 11 月までの本行によるＣＰオペの拡大等を契機に発行が増加している。マネーサプライは民間資金需要の低迷を反映して伸びがやや鈍化している。

以上が概況であるが、以下、二、三のポイントをご説明したい。金利形成の面でほぼＹ２Ｋ問題が峠を越えたため、関心の対象はＹ２Ｋ終了後の金利形成、あるいはＹ２Ｋ終了後の金利形成からマーケットの期待がどのように行なわれているかを読み取ることに移っている。そうした観点からユーロ円金利先物をみてみたい。金先カーブのそれぞれ現時点と来年３月スタート、来年６月スタート等々の３か月物の金利先物をプロットしてみると、9 月 8 日の決定会合の直前と比べると 10 月から最近までかなり下方にシフトしていることがわかる。因みに、来年の３月にスタートのレート水準は 9 月段階では 0.25％であるが、現在みられる来年３月スタートの金利は 0.15％であり、約 10bp 下がっている。言い換えれば、9 月頃は年が明ければどの程度の可能性かはともかくとして、ゼロ金利の解除があり得べしというリスクを幾分織り込んだ金利期待形成が行なわれていたが、現在それがほぼ完全に払拭されているということだろうと思う。その点、先週時事通信が 24 社に対して行なったアンケート結果——向こう半年以内の金融政策の予想で引き締め方向が 1 社、現状維持が 20 社、追加緩和が 3 社——と平仄が合っている。その意味ではこの 3 か月、ゼロ金利政策の一層の浸透が極端に浸透しているのかもしれない。

長期金利と株価は前回も申し上げた通り、この間の国債需給懸念やアメリカ株価の暴落懸念が一段落し、むしろ国内の景気物価に焦点が移っているが、11 月後半から 12 月にかけて長期金利も低下、株価も低下となった。材料的には一時 101 円 35 銭までいった為替円高化やＧＤＰ、短観等であ

り、足許だけ取ってみるとやや弱めの動きを材料に低下したと考えられる。ただ、10月以降の長期金利と株価の動きを眺めると、ほぼ長期金利が横這いの中で株は全体として上向き方向であり、株が企業収益の改善を評価している一方で、長期金利はゼロ金利の継続を前提に織り込んで安定している印象がある。この間の株の低下に関して業種別の特徴的な動きを二点申し上げる。これまで株価上昇を牽引した製造業の電機、非製造業の通信などが上昇一服になっているのが特徴である。売買主体の面では、買い越しで来た外人が11月29日から12月3日には久しぶりに売り越しに転じており、これが多少きっかけになった面もある。ただ、キャッシュだけをみると外人がそのまま売り続けている訳ではなく、翌週はかなりの買いを入れており、ここは契機になったということだと思う。一般にマーケットでは12月は外人がポジションを閉めるため、利益確定の売りが出たことが材料になっていたようである。

次に金融機関の融資態度、企業金融を巡る情勢について説明する。貸出は償却要因等調整後で11月は結局−2.1％になり、9月−1.7％、10月−1.6％と若干マイナス幅が縮んだ後、再びマイナス幅を拡大している。ただ、金融機関の貸出態度自体は引き続き引き緩む方向にある。中小公庫調査により専ら中小企業からみた金融機関の貸出態度をみると、厳しいと答える企業の割合が減り、緩いという企業の割合が徐々に増えている状況が続いている。しかも、中小公庫の調査は概念としては短観の中小企業よりも小さい先であるが、その直近の11月調査で厳しいという数字が21％である。緩いとする企業の割合の上からの距離を測ると21％、下から距離を測ると31％である。従って短観的にＤＩを作ると、31−21の10％である。要するに、緩いと答える先の方が既に多くなっており、しかもこの数字はここ数か月着実に大きくなっている。また、貸出のスプレッドは長期はやや弱含みの中で横這いの感じである。短期はこの6月をピークに明確に下方に転じている。これが金融機関経営にとって良いことか、悪いことかは非常に難しい問題ではあるが、少なくとも優良企業を中心にスプレッドをある程度削ってでも貸出を作っていく姿勢が計数的にも表われ出し

ている。しかし、一方で設備投資が起きない、あるいはキャッシュ・フローをはるかに下回ることもあり、資金需要が出てきていない。この結果、貸出が伸びない状況が続いている。

このため、マネーサプライもやや弱めの動きが続いており、M2+CDが10月の3.6%に対して11月は3.0%と伸びを落としている。10、11月を平均すると3.3%とほぼ私共の予想通りであるが、予想通りにやや弱めの数字が続いている。一方、ベースマネーあるいは現金は非常に堅調な動きが続いている。マネタリーベースの前年比は10月の5.5%に対して、11月は6.0%と引き続き6%内外の動きが続いている。12月については銀行券の前年比をみると、14日までの平均が7.3%、昨日16日までの平残は7.5%になっている。因みに、季調済みで11月と12月が横這いでいくとして、その原計数前年比を試算すると9.7%となる。銀行券は昨年12月に非常に急激に落ち込んだため、元々伸びは高くなるとみている。あとは年末銀行券が市中にどの程度滞留するかに左右されることになるが、いずれにしても銀行券は前年の裏要因もあり、やや高い伸びが続いている。

武富委員

法人の流動性預金はY2K絡みもあり、取り敢えず年内は温存しておこうという意向があるとの主要各社ヒアリングであるが、これは年末を越えれば定期性預金にシフトバックするのか、借入返済に回るのか、あるいは資金調達せずに済むことになるのか。預金が金融機構から出ていき、結果としてインターバンク市場に余計な資金不足要因として跳ね返ってくることはまずないのか。

雨宮企画室企画第1課長

残念ながら現在の実体経済動向とそれに伴う資金需要を踏まえると、ご指摘のようなことは考え難い。むしろそうなって欲しい。

武富委員

あるいは流動性のまま暫く保有し、最終的にはやはり高利運用に回っていくのか。

雨宮企画室企画第１課長

Ｙ２Ｋ不安が１月に入ると直ちに消えるのかどうかであろう。世の中では次は２月29日問題だと言い出すかもしれない。逆に、金融機関はＹ２Ｋ対応のために長期の資金調達をし、その期落ちが１月に巡ってくる訳であり、本当に１月４日に仮に何も問題がないとしても、今暫くは神経質な展開が続くかもしれない。ただ、いずれにせよ不要な金を積んでいるとすれば、どこかの段階では返済に回る。その間に経済活動が上向いていくとすれば、そこで使用されるのであろうが、それが１月中にくるかどうかは見通し難い。

（午前10時35分中断、午前10時43分再開）

Ⅲ．議事要旨（11/12日開催分）の承認

速水議長

冒頭私が不在にしたため11月12日会合の議事要旨のご承認を頂いておりませんので、ここでご承認頂くことにします。お手許の11月12日開催の決定会合の議事要旨に何かご異議があるか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、ご承認頂いたことにする。これは12月22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
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：山口副総裁

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、これまでの報告等を踏まえて政策委員会としての検討を行ないたい。はじめに金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、次いで自由に討議して頂きたい。その後、金融政策運営に関して再度順番にご意見を頂き、討議したい。最後に政府からご出席されている方々からご意見があれば承る。本日は植田委員からお願いする。

植田委員

私の見方は事務局の見通しと余り違いがないし、前回まで申し上げてきた見方も大きくは修正していない。報告にあったようにアメリカ、ユーロランド、さらに東アジアを中心としたエマージング諸国の経済も非常に好調が続いている。この背景としては二つのポイントが大きいと思う。一つは1998年から各地でとられた金融緩和政策の影響が出ている。また、特にアメリカを中心として供給サイドが強化され、さらにＩＴ関連、あるいは

その周辺の動きが良い影響をアメリカおよびその他世界に及ぼしている。これらの金融緩和政策については、昨年のグローバルな金融危機をまず終息させるという大きなプラス効果を果たしたうえに、通常のルートで各地において景気刺激効果を与えたと考えられる。また、米国の生産性上昇、ＩＴ関連を中心とした動きが米国の景気上昇を長引かせるとともに、米国の輸入増大を通じて世界経済を牽引した点が無視できない。今後を展望すると、金融緩和政策が徐々に打ち止めになってきているため、とりあえず好調な世界経済の動きがより一層長続きするためには、米国を含めて供給サイドの改善の動きが続き、拡大していくことが重要である。例えばＩＴ関連では、アメリカ以外の地域は達観して言えばアメリカのＩＴ関連に向けて輸出を伸ばす形で恩恵を被ってきたと思われるが、むしろ今後はこれが本格的に自国経済 の供給サイドの効率性の上昇に繋げることができるかが焦点となってくる。そのためには、これをサポートする規制緩和や、税制変更等の動きがどの程度進むかがやはり重要なポイントになる。逆にリスクとしては、米国を中心とするこうしたサプライサイドの改善の動きが単にテンポを遅くする、あるいはストップするだけになり、世界経済全体にある種のマイナスのサプライショックとして作用することではないかと思う。これは言い換えればアメリカの経常収支赤字の維持可能性という問題でもある。

日本経済も、その他世界経済と環境は非常に似ている。すなわち昨年来金融不安対策、あるいは金融緩和政策がとられ金融危機は終息している。完全に終息したかどうかは分からないが、かなり終息しつつある。また、米国あるいはそれに引っ張られた東アジア向けの輸出が伸びるというプラス効果を被っている。さらに国内要因としては非常に大きい財政からの刺激があったことであり、良い面の環境が似ている。それにもかかわらず供給サイド・構造面の改善の動きが遅れ、あるいはマイナスの側面を引きずっており、例えば金融緩和政策の通常の意味での経済への影響、あるいは輸出、財政の増大による乗数効果を通じた経済面へのプラスの影響がこれまでのところは極めて弱く、世界経済全体の好調な動きに完全に乗り切

れていない。しかしながら、既にデータ等で確認できているように、生産等では、下げ止まりから一部上昇へ転じる動きが出てきている。

今後を展望するうえでの幾つかのポイントを申し上げたい。まず外生的な要因である財政の動き、あるいは海外経済をバックとした輸出の好調は当面続くと思われるため、外生面からは景気が悪化し、腰折れしていくことはないというのが中心シナリオである。リスクとしては、アメリカ経済が中心になって引っ張っている動きがストップし、アメリカ株価の暴落、あるいは為替の急速な円高を招くというような点を指摘できる。設備投資の関連については、企業部門のリストラの成果が収益の上昇という形で実現しつつあることがデータ的にも確認できる。それに伴い、設備投資がこれまでの計画以上に減少していく感触はなくなりつつあるし、一部に明るい材料も出てきている。ただし、マクロ的に一気に上がっていく兆候はまだ全くみえていない。要約すれば、設備投資に下げ止まりの気配がみえているという調査統計局の判断に違和感はない。デフレ的な影響を持つリストラがいずれ強い効果を出していく可能性があるが、リストラがそこそこ進行した結果、あるところまでは良い効果を出し始める準備ができた状況にあるのかと思う。さらに、Ｙ２Ｋ要因を除けば、金融面でもジャブジャブに資金が出ており、投資を中心として資金需要が出てくれば金融面からサポートする体制は十分整っている。

アップサイドのリスクとしては、設備投資において日本でもＩＴ関連を中心に極めて強い動きが来年あるいは再来年に向けて出てこないとも限らない。また株価の上昇が１年強続いているため、これがどこかで地価の下げ止まりから上昇に結びつき、広範な投資の増大に繋がっていく可能性もある。数値的な感触を申し上げれば、今年度はゲタを除くとほぼゼロ成長かと思う。来年度について今年度との対比で申し上げれば、住宅投資は若干伸び悩むが、設備投資がかなりのマイナスからゼロないし若干のプラスに転じる可能性が出てきたため、その他を大差ないとみれば、ネットでは今年度対比若干のプラスが可能かと思う。従って、政府見通しの1%成長については、それ程違和感のある数字ではないと判断している。

篠塚委員

まず景気の現状評価については、私は以前から経済指標等のポジティブな変化に着目して景気が持ち直していると判断してきており、今回執行部が景気の判断を持ち直しに転じていると一歩進めたことには、全く違和感がない。

まず最初に、民間需要の自律的回復のカギを握ると思われる設備投資については、前回会合でも申し上げたが、企業の積極姿勢は依然としてみられないものの、先行き設備投資を増加させる可能性を引き出す環境が着実に整いつつあるとみている。すなわち、人件費などのコスト削減により、企業収益が出易い体質に既に変わってきている。日本の労働市場については、これまで賃金の硬直性がしばしば指摘されてきたが、幾つかの計算により、80年代と90年代を比較すると、非製造業を中心にしたパートタイムの比率の上昇や年功賃金の見直しなどに伴い、日本の賃金の弾力性もかなり変わってきたことが分かる。例えば、賃金の労働需要に対する弾性値は80年代から90年代にかけて大きく上昇していることが窺われる。また今春闘において、例えば労働分配率が引き下げられるとすれば、雇用者所得の減少を通じて個人消費に皺が寄るのではないかと懸念されてきた訳であるが、年度上期を振り返ってみると、個人消費はコンフィデンスの改善もあって、一進一退であり、春に懸念したほどは大きく崩れなかった。加えて、企業のコスト削減も相応の進捗が確認された。

次に、12月の短観についてみると、今年度の設備投資計画は大企業では製造業、非製造業ともに前回調査に比べて下方修正されている。しかし、年度計画を上期、下期に分けてみると、上期が大きく下方修正された分、下期については不動産、造船・重機、リースを除く大半の業種で上方修正されている。すなわち、今後設備投資が増加に転じる時点が然程遠くないことを示唆している。また世界的な競争に勝ち残るためには、最新の情報通信技術や環境技術を積極的に取り込むことが不可欠であるし、そうした認識が産業界にも強まっているため、設備投資のニーズは着実に高まって

いるはずである。例えば、就業者1人当たりの情報通信関連設備の装備額をみると、アメリカと比べて日本は大幅に見劣りがしている。その遅れを取り戻そうとするニーズは潜在的にかなり蓄積されていると思う。かつて95年から96年度に移動体通信関連の設備投資が急増し、それが全体の設備投資を押し上げたことがあったが、設備投資の牽引役になるセクターが存在することは大きなインパクトを持っている。また昨年度以降、資本提携や企業買収などを通じて外国資本の流入が急増していることも、また企業の設備投資の積極姿勢を引き出す一つの誘因になると思っている。昨年度の対内直接投資は前年比で+89%と大きく増加し、本年度上期には同じく2.3倍と既往ピークになった前年度の投資額に匹敵する規模に達している。この中でルノーのような大型の資本参加は特殊要因として割り引く必要もあるが、ともかく生産性が低いと指摘されていた非製造業でも通信、商事、貿易などを中心に前年比で3割増となっている。こうした外国資本の進出が国内の競争を刺激し、経営革新を図るインセンティブを与えるのではないか。

次に、個人消費については総じて一進一退で推移している。こうした中で雇用者所得は依然として厳しい状況が続いている。最近の日経新聞社による今冬のボーナス調査では、今冬に交渉した先が前年並みを確保しているために、今年の夏に比べると前年比マイナス幅が縮小する見込みである。生産等の増勢が維持されていることも考え合わせると、雇用者所得の減少テンポが緩やかになっていく可能性が高い。さらに株価上昇に伴う株式時価総額の大幅な増加も、高所得者層を中心に個人消費を下支える効果があると思う。

最後に、物価の面では企業向けサービス価格指数が若干弱含んでいるが、国内の卸売物価や消費者物価は横這い圏内で推移している。国内の卸売物価では、特に電気機械を中心に機械類の下落が続いているが、これは技術進歩による品質向上を反映している面が小さくないと思う。アメリカでもコンピューターや半導体などについては品質の変化を織り込んだ価格指数を用いているが、情報通信関連投資のデフレーターはアメリカの場合年

率２割強のペースで下落していると言われている。こうした物価指数の下落は需給の引き緩みを背景としたデフレ・スパイラルとは明らかに異なる。今後わが国でもＩＴを中心に情報通信関連のウェイトが高まるにつれて、卸売物価の変動要因が需給ギャップによるものなのか、あるいは生産性上昇によるものなのかを一段と的確に分析していくことが重要である。民間需要を取り巻く環境の改善のほか、海外景気の堅調さや経済新生対策に基づく補正予算の効果なども踏まえると、景気は当面持ち直し傾向を辿る可能性が非常に高いと思う。

次に、このような景気判断に基づき、ゼロ金利政策を採っていることと、今後の構造調整の問題との関係をどう考えるべきかについて問題提起をしたい。すなわち、現在わが国経済の構造問題の進捗はどうなっているか、そのこととゼロ金利政策はどのような関係にあるのかについてである。まず株式市場をみると、春先には企業のリストラに対する期待が株価を押し上げていたと思う。しかし、今年度上期に相次いで発表された各企業のリストラ策の内容などをみると、大方の先では短期的な収益改善を企図したコスト削減策にとどまっていたため、大半のリストラ関連銘柄の上昇は一時的であった。その後投資家の関心がこうしたオールド・ジャパンの再生に対する期待から、ニュー・ジャパンの成長に対する期待へと急ピッチにシフトしてきている。それではオールド・ジャパンとして束ねられた産業あるいは企業の構造調整、特に財務体質の改善がその後どうなったかである。これを東証一部上場企業の有利子負債残高で分析してみると、99年９月末残高で203兆円の有利子負債残高のうち非製造業は７割という高い割合を占めており、その中でも建設、卸、小売り、商社、ノンバンク、不動産の６業種で上場企業全体の有利子負債残高の４割を占めている。この６業種全体の９月末時点での有利子負債残高は、１年前に比べて僅か5%の減少にとどまっている。依然として高水準の有利子負債残高を抱えたままであり、この有利子負債残高の高止まりと表裏一体の関係をなすものに金融機関の不良債権問題がある。わが国の不良債権の処理は一応は適切な引き当てという形で進捗しているが、本来であればこれをバランスシートか

ら切り離していかなければならない訳である。この点がまだ不十分であり、収益力もはかばかしい改善はみられない。

このように構造問題を抱える企業において財務体質の改善ペースが緩やかである背景としては、諸外国でみられたようなリストラ成功の原動力、すなわち資本コストからのプレッシャーがかなり弱かったという点が指摘できる。従って、改めてゼロ金利政策を継続する条件という問題に立ち戻らざるを得ないと思う。今、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢についての対外的な公表振りとしては、9月9日の議事要旨では、景気回復や需給ギャップの縮小を完全に確認できないまでも、少なくとも需給ギャップが拡大するリスクが十分小さくなったか、悪化するリスクよりも改善する見込みの方が上回ったという判断が必要になるという考え方が示されている。勿論、本委員会の、全員が同意見ではないが、一応そのような解釈をしている。私自身は少し以前から悪化するリスクよりも改善する見込みの方が上回っていると判断してきた訳であるが、他の委員からは楽観的であるという指摘を受けてきた。それでは、先程の執行部の報告等についてはどのように判断するかである。先程の執行部の報告は、私の解釈では先行きの景気展開が悪化するリスクよりも改善する見込みの方が上回ってきているという方向感について概ねコンセンサスが得られるような表現になっていると思う。しかし、市場参加者等の間ではゼロ金利政策継続の条件に関する様々な見方がまだ飛び交っている。例えば、仮に自律的な景気回復のメカニズムが動き出すとしても、低収益企業の有利子負債残高が余りにも高い水準にあるため、こうした企業やセクターを延命させるにはゼロ金利政策をやはり継続すべきなのではないかという意見さえもある。私は金融政策が構造問題を解決する魔法の杖にはなり得ないし、目指すべきでもないと考えている。仮に、マクロ経済の自律的回復が展望できる情勢になっても引き続きゼロ金利政策を継続するならば、本行が預金者から利子相当額を税金のごとく徴収し、それを不採算部門に投じることと同じである。すなわち財政政策の分野に踏み出すことになるのではないかとさえ考えられる訳であり、マクロの経済の自律的回復が展望できる

状況になってもゼロ金利政策を続けるということであれば、到底こうした政策は支持できない。景気判断の上方修正に伴いそうした意見が強まる可能性があると思われるため、この場でも構造調整問題とゼロ金利政策を継続することについて、どのように考えるか議論して頂きたい。

（午前10時52分原口大蔵省総務審議官退室、
午前10時54分大野大蔵総括政務次官入室）

中原委員

民需の回復に繋がるかといった中で、注意点はないかを申し上げてみたい。まず、10 月の景気動向指数により分析をすると、ＤＩの先行系列が42.9%と2月以来の50%割れとなった。しかし、速報段階で含まれていない四つの指標を加味すれば最終的にはＤＩの先行系列が 50%を上回るだろうと思う。問題はＣＩの方であり、10月の先行指数、一致指数、遅行指数はともに前月比マイナスになってきた。特に先行指数がマイナスということは、経済活動がやはり弱々しいものであることを示唆している。長期先行指数はいずれも上昇を続けている。本年正月に方向感として底は入ったと思うが、量感が非常に弱く、極めて脆弱な回復過程にある。それを裏付けるものが、ＱＥと短観である。ＧＤＰの名目値が改訂になり、名目設備投資に対する名目ＧＤＰの比率が改訂前の 13.8%から改訂後は 14.7%へ約 1%弱増えている。設備投資の比率が高くなってきたことは、まだ調整の糊代が残っているということである。今一つ気になるのは公共投資であり、98年度については最初は40.7兆円であったが、今度の改訂で39.1兆円へ約1.7兆円減っている。こうした公共投資の減少は、特に地方で公共投資が振るわない実態を表わしている。

需要要素の状況について触れたい。短観において、大企業・製造業の設備投資が−10.9%ということが非常に衝撃的であった。先程色々説明があったが、設備投資の減少懸念を拭いきれない。機械受注も 10 月はプラスになったが、半導体の製造装置を除けば−3〜−5%という数字になりそ

うであり、19か月ぶりのプラスではあるが非常に偏っている。設備投資の来年度の見通しを色々調べてみたが、好調であろうと思われるのは製造業では投資全体の中で7%を占める電気機械であり、これはそれなりの好調を維持すると思う。次に、製造業の中で減少すると思われるのは全体の3%を占める鉄鋼・非鉄である。これは回復の遅れが目立ち、リストラを懸命に行なっているところである。化学も全体の4%を占めるが、これも依然として減少であろうと思う。全体の5%を占める輸送機械は抑制基調が続いており、大きくは落ち込まないとしても伸びない。従って製造業全体についてみると、一部の加工業種は増加であるが素材業種等が抑制気味であり、大企業を中心として製造業は非製造業に比べ回復が遅れている。非製造業の12年度の見通しで増加するのは全体の10%である通信である。ただし、ＮＴＴを中心とした交換機等のデジタル化対応投資は一巡している。今後出てくると考えられるのは世界共通の移動体通信システムであり、これは多分再来年の春頃までは伸びると思う。また、リースは全体の24%であるが、これも回復傾向にある。さらに、サービスでは再来年の春にユニバーサルスタジオ、秋にディズニーシーなどの、建設投資があり、その面では堅調であろうと思う。その他は金融機関で全体の4%であり、情報化投資が一定の水準で行なわれると思われる。結論的には、設備投資は底を入れて立ち上がってくるとしても、来年度の後半以降になり、全体の立ち上がりがみえてくるのが、2000年度の後半、2001年に入ってからだと思う。ただし、ここで一つ考えなければならないのは情報化投資のテンポであり、通信白書によるとアメリカでは90年に13%しか占めていなかったが、97年には設備投資の34%を占めている。日本は13%であるが、これが仮に5年間で30%になるとすれば、設備投資全体が年間で4～5%伸びることになるし、13%が20%になるとしても年間2%伸びることになる。この情報化・ＩＴ投資が今後の唯一最大の注目点であり、また頼みの綱である。いずれにしても、設備投資が立ち上がってくるのは来年度の下期以降であると考えている。

第二に雇用については、短観をみると大企業ではそれなりに進展してい

るが、中堅と中小においては必ずしも進んでいない。中小企業で心配なのは、大企業に比べて労働の分配率が依然として高いことである。中小企業の個人消費に占めるシェアは約 78%あるため中小企業の個人消費に与える影響は非常に大きい。最近のデータをみると、労働分配率が大企業は57、58%であるが、中小企業は80%であり、大企業と中小企業の格差が大きくなっている。そうした意味で過大な人件費負担が依然として中小企業にかかっており、これが消費を低迷させ、設備投資を減少させる一因になっている。いずれにしても労働分配率の高まりが非常に心配である。失業率の低下については幾つか理由があると思うが、一つは女性労働参加率の低下が大きいとみている。不況期に女性労働参加率が下がることは過去にもみられているが1%の低下で労働市場から約 5.5 万人の流出になり、これが女性の失業率を約 0.2%改善する要因になる。第二に短時間労働者の増加が挙げられる。第三は男性の雇用を優先して希望の職をあきらめたために、男性雇用が改善されたという要因があるが、最初の二つの要因が大きく効いているのではないか。第三に資金繰りとの関係でみても、確かに雇用削減に緩和感が出ているが、恐らく信用保証協会の特別保証を中心とした融資の拡大により、一息ついている訳であり、在庫増に伴う資金需要には対応できても長期資金には対応できないため、新規雇用が促進されないという面もある。

中小企業の足許の在庫率もアジアにシェアが奪われて落ちてきており、短観を通じて大企業と中小企業との格差が非常にはっきりしてきた。短観との関連では、円の下期の想定レートは 107 円 93 銭と足許に比べて 5 円程度の差があるが、短観の収益、売り上げ等については円高の影響を過小評価していると思われ、恐らく将来収益を中心に過小評価の科が出るのではないかと考えている。

次に石油化学の話である。現在のところヨーロッパの主要都市、ロンドン、ジュネーブ、パリ、ブリュッセル、フランクフルト、ウィーン、東部アメリカ、ボストン、ニューヨーク、バッファロー、デトロイト等をとると、普段よりも暖かい冬であり、暖房油の需要が落ちてきている。原油に

ついても、サウジとクェートの石油大臣はＹ２Ｋ問題が起きれば増産すると言っているが、他方ノルウェーでは１万バーレルの減産を来年３月まで続けると言っているし、11月のＯＰＥＣの生産量は10月に比べて減っている。イランが31万バーレル、イラクが45万バーレルの減産をしているため、10月比97.4%の水準であり、在庫が減っているため、現在の天候パターンが逆転すれば、40ドル／バーレルも可能である。依然として世界経済の先行きについて非常に重大な影を投げかけていると思う。

アメリカ経済の最近の状況をみると、生産性が4.9%伸び、ＣＰＩは2.6%、ＰＰＩが3.1%、賃金が3.6%伸びている。こうした中でＣＰＩについては９月が1.6%、10月が2.6%であり、1%を上回って来ている。さらに将来上がっていくと思われる。まず第一に、石油の上昇分がまだ十分に転嫁されていないためであり、恐らくこの２か月後に石油の上昇分が0.2%程度ＣＰＩを押し上げる。これは日本でも同じである。日本でもガソリンはまだ５、６円／リッターしか転嫁されておらず、今後上がってくる。ＣＰＩで今一つ見逃せないのは、本年の春頃までに幾何平均へ移行していることである。これは１年経つと効果がなくなるが、その効果が大体0.3%と見積もられているため、その分効いてくる。三番目に、住宅の賃借料は、アメリカの場合は持ち家に移ると家賃の分が減る一方、住宅価格が7%伸びている一方で、賃借料が2%しか伸びていない状況であり、賃借料への転嫁が遅れている。これがＣＰＩを将来押し上げるように思う。長期金利の動向を30年債でみると、年初の5%から12月16日には6.345%と、1%以上上がってきている。この１年間をみるとＣＰＩの上昇、長期金利の上昇が極めて明白であり、恐らく来年度半ばまでを展望すると長期金利は7%程度になると予想されるし、恐らく年央から後半にかけて8%になると予想されるため、そうした意味での金利の上昇傾向が最も警戒すべき問題であり、これが恐らく株式に影響を与えるのではないかと考える。私は何回か前の会合で、年末までには6.5%になるだろうと申し上げたが、大体その辺までいった訳である。そうした上昇基調は依然として続いていると言える。

三木委員

何回も申し上げるが、正常な経済成長を考えた場合ゼロ金利は全く異常な金利であり、ゼロ金利からは早く脱却していかなければならないのが日本経済が置かれているポジションである。我々がこのような金融政策を行なっているのは経済の持続的成長を図るためであるが、現在は政策変更の判断のタイミングが最大の問題となり、その点に常に焦点を絞って考えていくポジションまで来たかと思う。そうした判断のタイミングを何に基づいて考えるのかとなれば、やはり過去のデータだけではなく現状分析が一番大事であり、さらに少なくとも半年先をみた判断が一番大事な問題である。

景気の現状は一言では緩やかな持ち直しということだと思うが、踊り場から階段を一歩上がったイメージである。公共投資、住宅投資、東南アジア向け輸出に支えられながら、緩やかな持ち直し軌道を走っている。まず実質ＧＤＰの前期比は、5期連続マイナスの後、本年1～3月、4～6月とプラスになり、7～9月に再びマイナスになっているが、7～9月が再びマイナスになったというトレンド自体に若干違和感を持っている。原計数を前年同期比という形で置き直してみると、本年1～3月が底であり、4～6月、7～9月はプラスになっている。この方がむしろ景気の実感に合っている。いずれにしても、景気が緩やかに持ち直しているという判断で良いと思う。

二番目に、この緩やかな持ち直し傾向の中でのミクロの動きを申し上げる。11月の自動車の国内販売登録台数は前年比で＋0.6％と久々のプラスとなり、しかも12月10日現在の統計では　　％となっている。来年1～3月は自動車メーカーにとっての決算期であり、元々各社とも拡販を目指す訳であるが、国内販売が若干出てきたことにより多少強気に転じているのではないかと思う。これは先程の村山調査統計局長の実体経済についての説明の中で、多少違う点である。従って、自動車メーカー各社の来年1～3月の生産計画に基づいて鉄鋼をはじめとする素材、部品メーカーに対する

発注計画が提出されているが、1～3 月の生産計画は年率ベースで 1,080 万台という水準になっている。昨年は 997 万台であり、非常に強気の生産に戻ってきた感じである。この点からも個人消費の緩やかな回復がなにがしか読み取れる。

非住宅の建築着工は、全体では前年比－7.5％と依然として 25 か月連続のマイナスである。内容的には工場は＋4.4％と、実に 23 か月振りのプラスになっている。倉庫も＋0.1％と 25 か月振りのプラス。店舗は＋16.8％と 4 か月振りのプラスになっている。従って、メインであるオフィスビル等の建築物件を除けば設備投資案件の下げ止まり傾向が読みとれる感じがする。機械受注も 3 か月連続でプラスになっており、これもこの一連の動きという感じがしている。実体経済の現状は業種間、企業間、エリア間、あらゆる場面で二極分化を内包しながらの持ち直しが一層顕著になっているため、マクロ景気に確たる回復感がなかなか出難くなっている。

次に企業金融では、金融資本市場は引き続き円滑に機能しているが、資金需要は依然として弱い。銀行は経営健全化計画の達成に向けて現在はスプレッドより量を確保する姿勢を継続しており、いわゆる第Ⅰ分類正常先の資金需要に対しては引き続き前向きに応じる姿勢で臨んでいるし、社債市場も良好な起債環境が継続している。いつでも低い信用スプレッドで起債できる状態が続いている。ただ、企業にとってバランスシート調整が最大の懸案事項になる中、やはり必要資金は減価償却費と内部留保で賄うため借り入れ需要には跳ね返らず、なかなか設備投資資金には繋がっていかない。因みに、12 月上旬に発表された通産省の設備投資調査結果を見ると、企業は長期資金調達のほぼ全額を内部調達で対応しており、外部調達は一切増加させていない。また、外部調達では銀行借り入れの返済を進め、その分を社債へ乗り換えていく姿が計数面で確認できる。今後Ｙ２Ｋ問題をクリアすれば、年度末の手許流動性を一段と落とそうとする企業が増えてくると思われ、結果として銀行借り入れの返済や社債発行の抑制という現象が強まるのではないか。

三番目に、こうした動きの中で先行きの経済見通しについては基本的に

は東南アジア向け輸出の増加に支えられ、緩やかな景気持直しが続き、政府の経済新生対策約 18 兆円に住宅ローン減税の延長も決められたため、工事の中弛みも回避できると思うが、先行きのリスクとして三点を指摘したい。一つは円高問題である。二つ目は企業のバランスシート調整がこれから本格化する問題、三番目は悪い長期金利の上昇問題である。

第一の円高問題については、企業収益の観点からみると、これまでの円高は耐えられる範囲である。例えば、素材ではアジアの需要回復を背景とする国際商品市況の上昇により輸出価格が平均2割程度上昇しているが、2割の円高に伴い相当相殺されてしまい企業収益に残っていない。しかし、輸出増による生産増で稼働率が上がることにより、固定費がカバーされている。また、この円高はアジア経済回復の牽引役になっており、日本経済との間で相互に好循環を生む側面も持っている。円高は東南アジアの輸出増加を促し、現地の生産と所得の増加を生み、今や、内需の増加に向かいつつある。そうした経済回復の局面がさらなる日本のアジア向け輸出の拡大に繋がり、日本の景気下支えになる好循環が起きている。しかし、これ以上のさらなる急激な円高は本邦企業の脆弱な収益回復プロセスを崩すマイナスインパクトとなり、景気回復の足を引っ張ることは間違いない。110 円つまり 115 円から 105 円の間のレベルが許容の限界であって、円高がさらに進行し 100 円を切ることになれば、短期的には市場介入しかないかもしれないが、断固たる措置を採るべきである。自国通貨の買い介入は外貨準備が制約になり、市場に足許を見られかねない弱みがある。自国通貨の売り介入はその制約がないだけに、効果が大きいというのが歴史的な経験則といわれている。大蔵省の考え方に協力して、この点は進めて行きたい。

二番目の問題は、既存セクターのバランスシート調整と大手銀行の合併、再編の影響である。既存セクターは今後連結決算、時価会計の導入で真の経営体力が表面化するだけに、バランスシート調整を一段と加速せざるを得ない。これまでの動きは、残念ながらある意味ではやはりゼロ金利のマイナスの副作用として、お金が繋り、相当先送りされる局面にあった訳で

ある。しかし、いよいよ年度決算が連結計算、時価会計に移行することにより、真の経営体力が問われ、それにより格付けも決まってくるため、バランスシート調整の問題が今後一段と加速していくと思う。そこへ大手銀行の厳しい融資スタンスが構造調整を加速させる局面にきている。要するに、大手行では合併再編に備えて自らが有利なポジションを確保するために、資産の健全化に早急に取り組まざるを得ない局面になっている。新会社の中で有利なポジションをとることが合併比率に影響するため、大手銀行は、そこに非常に焦点を絞った動きになってきている。その意味では資産の健全化に早急に取り組まざるを得ないし、信用リスクの高い先に対する貸出スタンスが非常に厳しくなっている。貸出の環境には全く問題がないと申し上げているのは、あくまでも第Ⅰ分類正常先についてであり、銀行の特に合併、再編を控えた大手行を中心とするⅡ分類先に対する貸出態度が非常に厳しいスタンスになっていることが心配である。具体的には、要注意先、第Ⅱ分類に該当する企業が貸出返済のために否応なしに非効率部分の切り離し、整理を求められ、収益の上がっている稼働資産といえども早く閉めて売却し、それにより借金を返済しろという動きが非常に強い形で出てきている。バランスシート調整の遅れている非貿易財セクター、ゼネコン、流通、不動産などを中心に本格的な構造調整が進行することになると思う。マーケット論理の中では設備廃棄あるいは企業淘汰が避けて通れないし、構造改革によるマイナスの副作用は止むを得ないと思っている。マーケットの中にある経済界も、そこを十分認識した上での動きになると思う。

三番目に長期金利の悪い上昇問題であるが、市場は二次補正予算による国債需給悪化懸念は消化したと思う。当面はゼロ金利のアンカー効果もあり、長期金利の悪い上昇懸念は一旦後退することが見込まれ、2%以下のレートで微妙にバランスする状態が続いている。大手銀行の債券投資スタンスは時価会計導入を控えてリスクテイクの慎重姿勢が崩れていないが、貸出が伸びない中で再生委員会に出した収益計画を達成するためには運用収益をある程度国債で稼いでいかざるを得ず、債券投資にさらに前向き

になっている先も出てきている。このところ市場では簡保や官庁系の投資家が毎日数百億円ロットで現物債を購入している模様であり、こうした動きが政府は当面長期金利の上昇を抑え続けるのではないかという期待感を生み、債券購入の安心材料になっている。もっとも、市場参加者の中には、国債の供給が増加する一方で資金運用部の国債引受けがゼロになるため、民間消化分が急増するというシナリオで需給懸念がくすぶっている。従って、中長期的には市場の需給悪化懸念を手掛かりにした悪い長期金利上昇が生じるリスクはなお残留しており、金融政策上は十分注意していかざるを得ない。

武富委員

経済情勢がまだはっきりしない中で、企業あるいは産業のそれに対する調整がどの段階まできているのかという点に絞って申し上げたい。景気の現状は緩やかな持ち直しという三木委員の表現のようなことになっているが、取り敢えずは外生需要で支えられると思う。ただ、外生需要については先行き3か月から6か月を展望しても、ほぼ見方は一致している。補正予算で追加された規模見合いの公共投資等の発注が年度末に出てくるまでの間、公共投資のペースダウンがあるかもしれないが、大局的にみれば景気に対して支持を続けていくし、輸出も、アメリカ経済に急変なかりせばそこそこ堅調な動きを当面続けられることを前提にして良いと思う。現時点での日銀の景気に対する判断は、国内民間需要の自律的回復はまだ見えていないという言い方であるが、見えていないという言い方ではいつまでも済まされない段階にきているのではないか。リスクは大いにあるが、方向性についての表現を多少実態的に工夫していくべきである。これは非常に難しいが、個人消費は一進一退の感じが当面も続くとなれば、国内民需の先行きを考えるには設備投資ということになる訳であり、その方向性についての見方を今回ないし次回の決定会合では出していきたい。そのためには、企業の調整がどの辺まで進んでいるかを明確に押さえておかなければならない。そうした問題意識ではあるが、相当広範なアプローチをし

ないと正確な状況は分からないし、現場の雰囲気まできっちり押さえないと分からない。しかし、一応は損益分岐点比率に色々な調整の最終尻が出てくるという前提に立ち、そこに焦点を合わせてお話をしたい。

損益分岐点比率については、本年3月頃から、決定会合時にアベイラブルになった昨年10～12月の法人季報の統計に基づき、昨年7～9月期に損益分岐点比率が最悪期のピークに達し、その後改善傾向に入っているかもしれないと報告した。その後、法人季報による損益分岐点比率は若干のジグザグはあったが、方向としては改善傾向が続いており、今年7～9月期の法人季報による限りは、ほぼ改善傾向は定着したと判断してよいところまで来ている。法人季報の数字は季節調整を行なってもブレるため、今回は断層修正をして後方3期移動平均で大きな流れを掴むこととした。損益分岐点比率は明確に改善傾向が定着したと判断し得る理由の一つは、重荷であった固定費がその後のリストラ努力で相当切り下がってきていることである。特に大企業、製造業ではそれが明確になっているし、従来損益分岐点比率をなかなか改善させない要因であった売上高の急減が今年の4～6月、7～9月の直近2四半期についてはほぼ横這いになっている。マクロ的にはその頃から財政支出の効果が効き、輸出も徐々に伸び、消費が一進一退で持ち堪えていることとが企業の売上高横這いに繋がったと思う。コスト水準を切り下げた時に、売上高が従来の急減から横這いになり、限界的には損益分岐点比率の改善に繋がるパターンが定着したと思う。

これは、全産業について同じ傾向がみられる。一応業種別、セクター別に全部分析してみたが、どのセクターをとってもそうした判断から大きくはブレていないとみている。因みに、従来の損益分岐点比率の上昇、下降と、設備投資の上昇、下降がどのような関係にあるかについても分析してみた。その結果、少なくとも大企業製造業のセクターでは、概ね損益分岐点比率が悪化から折り返して改善に入った後、4四半期ないし長くても6四半期経つと、設備投資が底入れから反転上昇に向かう関係が見て取れる。原計数ベースでみると、損益分岐点比率の最悪期は昨年の7～9月であり、10～12月からは改善傾向に入っている。また、後方3期移動平均でみると、

本年の 1～3 月を最悪期として、改善傾向に入っている。従って、どこを出発点にとるかによるが、足許は設備投資の方向転換のタイミングに入っているかもしれない。少なくとも過去のそうした経験則が今回も適用できるとすれば、安全をみても来年度入り以降夏場頃までには、設備投資に方向性の変化が出てくるタイミングにあるのではないか。これは短観における 99 年度設備投資計画が－10％内外で収まるということは、実は 99 年度下期に相当投資をしないと辻褄が合わないという執行部の認識とかなり符合する。水準が大変低いところからであるし、ＧＤＰに占める設備投資の比率がかつてに比べて低くなっているため、設備投資に変化の胎動が現われてもＧＤＰ全体に直ちに寄与する訳ではないが、風速としての風向きの変わり方は既に足許でも出始めていてもおかしくない局面には立っている。

人員も賃金も減らした結果、少なくともほとんどのセクターで労働分配率は明確に下がってきている。中小企業はまだ人員が多少増えたりしており、必ずしも労働分配率は下がっていないかもしれないが、全体の平均としては明確に下がってきている。この流れが始まれば、企業の中に先行きポジティブに動く素地が出来ていると考えて良いと思う。ただ、これまでに構造が変化してきているし、バランスシート調整圧力もあるため、従来と同じパターンで設備投資が予想どおり出てくると楽観的に考えている訳ではない。それでもレベルの問題は別として、方向性は今ようやく動き出してもおかしくない局面まできていると思う。

分野としては、ＩＴ投資が日本でもそろそろ相当のペースで拡大し得るような状況になってきているのではないかと思う。中原委員から先行指標である機械受注の中で 10 月の増加は半導体製造装置程度しかないという話があったが、まさにそのことはＩＴ投資の大本のところが動いているということである。旧来型産業分野についてはリプレイスメント以上の投資が出てくるとは考えていないが、やはりＩＴ投資はアメリカの先例からみても今後日本が行なっていける分野であろう。そういうことを中心に設備投資も来年度の夏場頃を展望すれば、従来の調整局面から瞬間風速として

は上昇方向に転じ得るだけの環境が整ってきたとみている。

藤原副総裁

前回の会合以降に出た判断材料の中で、最も特徴的なのは短観や法人季報などに示された収益の回復や設備投資の下げ止まりの確認だと思う。企業活動の面でさらに前向きの材料が得られたという点で、足許の景気についての判断はその分だけ半歩——調統局長は一歩と説明したが——前進させて良いと判断している。

金融面をみると、短観などに示された企業の判断は、資金繰りおよび金融機関の貸出態度の両面で引き続き企業金融の緩和が進んでいることを示しており、これも好材料である。そうしたことがどのようにマーケットに反映されているか、株価と長期金利の動きを振り返ってみると、10月以降、株価は1万7,200円から最近まで千円近く上げ、長期金利は一高一低だが総じて横這いの低位安定が続いている。こうした金融資本市場の動きを経済動向との関連で評価すると、株式市場はこのところの企業部門の改善の動きを評価・歓迎しているようだが、長期金利は個人消費なども含めた全体の景気動向をやや慎重にみているのではないかと思われる。先程いくつかのアンケート調査の紹介があったが、ゼロ金利政策は当分解除されないとみている証左が長期金利の動向に現われているのではないか。経済の実体とそれを市場がどう映しているかという差があるようにも見受けられる。

景気の先行きについては、これまでも議論されてきたとおり、設備投資と個人消費がポイントである。この点でも、まず企業収益の改善、設備投資先行指標の持ち直し、一部雇用関連指標の下げ止まりなどの民需を巡る環境からみて、半歩前進とみてもよいのではないか。デフレ懸念の払拭との関連でポイントとなる物価の見方であるが、判断が益々難しい情勢になってきた。個々の物価指標をみていても、まだ決め手に欠ける印象である。足許物価が横這いで推移している背景には、一方で原油価格の上昇、他方で円高要因が寄与している。そうしたいわば外的な要因のみで物価の

基本動向を判断するのは危険である。一方、これだけ技術革新が進展している中で、情報通信機器などを中心にかなり強い物価下落圧力が働いていると思うが、これは時代の流れを反映したものであり、デフレスパイラルをもたらすような悪性の圧力とは言えない。先行きの物価を巡るリスクという観点からまず注目すべきは、需給関係に由来する物価下落リスクではないかと思う。これを判断するためには、広い意味での需給ギャップの考え方を基本にしておくべきである。これは生産関数を推計している狭い意味での需給ギャップではなく、より大きな需給の逼迫あるいは緩和の状況といった意味での需給ギャップである。この点では、短期的には在庫調整の進展による需給の改善が好材料として指摘できるし、やや長期的な需給地合いという点からみれば、短観の雇用判断と設備判断はともに反転し始めていることにも留意したい。これらはデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢の判断において、重要な材料である。結局、問題はその持続性ということに絞られてきたのではないか。現段階では、まだ民需回復に向けての環境が改善し始めているのみであり、その具体的な証拠が得られていない。従って、今後はこうした環境の改善が具体的に企業や個人の実際の支出活動にいつどのように結びついていくのか、それに伴い、需給環境の改善が持続的なものとなるかどうか、その点に細心の注意を向けてみていく必要がある。

田谷委員

まず景気の現状と展望について第3四半期の国民所得統計、12月短観などから読み取れることは、景気は非常に緩やかな持ち直し局面に転じてはいるが、民間需要の持続的回復を展望できるまでには至っていないことだと思う。消費の回復が途切れ、これまで景気を下支えしてきた住宅投資や公共投資が低下し、民間設備投資も底入れの気配はあるが明瞭な回復の見通しは持てないのが景気の現状である。最近の株式市場の動きなどにも、外人投資家の売りという要因があるにせよ、景気の先行きについての気迷いがみられる。個人消費については、雇用者所得の低下と比べて、下げ幅

が小さく、消費マインドがそこそこ安定してきたようである。今後は雇用所得情勢次第だと思う。住宅投資は進捗ベースで捉えるＧＤＰベースでは、今後とも緩やかな減少が続きそうである。民間設備投資は 7～9 月は－2.1%であったが、季節調整と原系列の改定による部分があり、前回の改定前の統計と比較すると－1%程度である。また、法人企業統計調査では前期比プラスとなっており、設備投資には底入れの可能性がある。次に、公共投資は今回の統計改定で 97 年 4～6 月期からかなり下方修正されており、地方政府の支出が予定通り出ていなかった可能性がある。ただ、一般政府レベルでは、今後少なくとも来年半ば辺りまでは多少の上下はあるにしても落ち込みはないのではないかと思う。外需は海外景気の好調による所得効果によりこのところ輸出が好調である。これは今後とも期待できるとは思うが、最近の円高の影響も注視すべきである。物価については、卸売物価、消費者物価、ＧＤＰデフレータともに横這いから若干低下気味である。需給ギャップの状況からみて、こうした基調が続く可能性が高いと予想される。つまり、潜在成長率に近い成長が展望できるまでは状況に大きな変化はないのではないか。ただし、短観の製商品需給判断などをみると、需給ギャップの幅は依然として大きいものの方向としては若干縮小気味となっており、今後はこうした点にも注目したい。

次に、個人消費と民間設備投資の先行きについて若干詳しく触れたい。個人消費に関連して、雇用環境は足許の失業率、有効求人倍率などは取り敢えず悪化が止まったようにみえる。しかし、産業構造転換や企業のリストラの動きは止まった訳ではなく、改善傾向が定着するにはかなり時間がかかると思う。所得環境は所定外労働時間が生産の回復とともに増えてきてはいるが、常用雇用が減り続けて、雇用形態がパートにシフトし、全体として改善し始めたとはまだ判断できない。もっとも、ボーナスは今後企業収益の改善とともに増えることが期待される。こうした様々な要因により、雇用・所得環境は一進一退が予想されるため、個人消費も一進一退だろうと思う。

設備投資は底打ちの気配があるが、持続的な回復シナリオはまだ描けな

い。機械受注、工作機械受注、リース業契約高、資本財出荷等の統計には底打ちの気配が一部出てきているようである。最近の製造業稼働率の若干の上昇や、全体としての設備投資の水準が減価償却費にほぼ匹敵するところまで落ちてきていることもそうした見方を支持すると思う。また、企業収益は法人企業統計季報によれば改善傾向にあり、7～9月期の全産業ベースの経常利益は前年比22.8％増となっている。日銀の企業調査グループと同様、民間の証券アナリスト達も今年度は減収増益と予想している。増益要因は、主として人件費の削減を中心とした固定費の削減と輸出の増加などによる数量効果とされている。ＩＴ関連投資などの合理化、効率化投資は企業収益と関連性が強いと言われており、企業収益の面からも設備投資の底入れが期待できるかもしれない。しかし、企業収益は投資へ向かうだけではなく、債務圧縮にも使われるし、金融資産でも保有される。円相場や金利の行方にも影響される。短観の本年度設備投資計画をみると、中小企業はそこそこの上方修正になっているが、大企業ではそうした動きがみられない。期待される情報化投資もラフにみて設備投資全体の２割以下と思われ、全体を引っ張る力強さには欠ける。

最後に、最近のＭ２＋ＣＤの伸び率の低下が気掛かりである。確かに、最近の２年ほどは、マネーと実体経済の関係が薄れたようにみえるかもしれないが、最近のマネーサプライの伸び率低下は仮に一部の金融不安や企業の資産圧縮を反映したものであるとしても注目している。基本的に、80年代後半はマネーの伸びが高過ぎ、あるいは金利の引き上げが遅れ、90年代は総じてマネーの伸び率が低過ぎ、あるいは金利の引き下げが遅れたのではないかという印象を持っている。もっとも、実際により適切な政策がどうすれば可能であったかは別である。しかし、マネーの動きは短期的に実体経済との関係が希薄化したようにみえても、中長期的にはやはり大事であり、今後のマネーの動きを注視していきたい。

速水議長

大野大蔵総括政務次官が退席されるので、もしあればご発言頂きたい。

大野大蔵総括政務次官

まず、経済の現状認識と今後の財政運営について申し上げると、経済は、各種の政策効果に加えて、アジア経済回復などの影響から、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思われる。しかし、経済の自律的回復の鍵を握る民需の動向は依然として弱い状況にあると判断している。このような状況の下で、政府は景気の本格的回復を目指すとともに、21世紀の新しい発展基盤を確立するために、11月11日に「経済新生対策」を決定した。これを受けて編成された平成11年度第二次補正予算が12月9日に国会で可決、成立したところである。政府としては、本対策に盛り込まれている各種の施策を着実に実施していくことはもとより、平成12年度予算においても引き続き景気に配慮して、公需から民需への円滑なバトンタッチを是非とも図りたい。日本の経済が民需中心の本格的な回復軌道に乗ることが大切だと考えている。また、平成12年度の税制改正については、昨日、政府税制調査会において答申が取り纏められており、政府としても、本答申を受けて今後具体的な税制改正作業に取り組んで参る。

次に、金融政策の適切かつ機動的な運営という点では、日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施と併せて、経済の回復を確実なものとするために、金融・為替市場の動向も注視して頂き、豊富で弾力的な資金供給を行なうなど、引き続き適切かつ機動的な金融政策を運営して頂きたい。政策委員の皆様におかれては、ご審議に当たり、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、ご理解を賜りますよう宜しくお願い申し上げる。

(午後0時15分中断、午後1時16分再開)

速水議長

それでは、現状に対する判断、意見について追加すべきこと、あるいは質問があれば、どなたでもご発言下さい。

植田委員

二点申し上げたい。一つは篠塚委員が言われたことは大事なポイントである。ゼロ金利のように金利を極端に低位に保っておくことと構造調整とのトレードオフをどう捉えるかは、極めて難しい問題であり一定の答えはないと思う。従って、篠塚委員の言われた面に賛成するところもあるが、取り敢えず逆方向の反論をさせて頂く。篠塚委員の言われたことは、資本コストが一般的に高い方がそれ以上の収益率を上げられる良い企業が残るという意味で経済の効率性にとってはプラスであるが、逆に資本コストが余りに低過ぎると悪い企業が温存されてしまうということだと思う。ただ、現状は財市場、労働市場、あるいは金融市場など全てのマーケットで非常に大きなスラックがある状態であり、悪い企業の存在が良い企業に資源をまわさない形で足を引っ張る心配はない。景気が良くなり色々なマーケットが逼迫してくれば、そうした問題が出てくるが、その場合は政策的に、あるいは自然と金利が上がり、悪いものが淘汰されていく局面に入ると思う。むしろ、ここまでの局面は逆に金利を上げ、さらに資本コストを上げれば、全体の経済ががたがたになり、リストラどころではなくなることを心配していた。さらに申し上げれば、低金利ではあるが経済のグローバル化や会計制度の変更に伴い、企業部門では資本に対する高い収益率を稼ぐ必要があるという意識が非常に高まり、これがリストラへの動きを強めている。さらに金融機関をみれば、スプレッドが上昇していることもあり、企業が実際に払っている、あるいは感じている資本コストはかなり上昇してきている側面もあるのではないか。従って、さらに足許の政策金利を上げて構造調整を促進することが必要かどうかという問題がある。

二番目は、田谷委員がマネーの伸び率の低下が心配だと言われた。これも答えのない問題ではあるが、例えばマーシャルのｋは 97 年以降かなり急速に上昇してきている。Ｍ２+ＣＤの対ＧＤＰ比率を単純にマネタリスト的に解釈すれば、ここ 3、4 年はインフレが心配な状況であったという答えになるのではないか。今少し正しい解釈としては、金融システム不安に伴い、より危険な資産よりも相対的に安全な資産であるマネーに対する

需要が高まり、それがここに反映されている。従って、ここへきての若干の伸び率の低下は、金融システム不安が若干後退しつつあること、あるいはかなり後退しつつあること、さらに設備投資が伸びない中での緩やかな回復が続いていることを示している。それでも名目ＧＤＰを大幅に上回るマネーの伸びが続いているので、いずれにせよマネタリスト的な解釈からはむしろインフレが心配であるということになると思う。若干心配であるということの背後にそれ以上の意味が何かあるのか、質問したい。

篠塚委員

植田委員の言われたことに余り異論はない。むしろ私が問題提起したのは、足許の経済状況の判断が前向きに評価されていく中でゼロ金利を続けていくこと、その解除のタイミングとしてデフレ懸念の払拭が展望されるまでと言っていたこととの整合性の問題である。いつまでも続けるとの主張として、多額の有利子負債を抱えている先がある以上はなかなか解除できないということが他方ではある。それに対して、我々は金融政策でどのように対応するかという言い方をした。もともとゼロ金利を採用した２月時点から、勿論構造調整進捗の足を引っ張るという副作用もあるが、しかし遍く低い資本コストを提示することにより企業には頑張ってもらおうという形で金融政策を実施してきた訳である。しかし、足許ゼロ金利を続けることのアンカーであるデフレ懸念の払拭が展望されるという言い方が今まさに変わるという時に現状維持となれば、どういう理屈付けでゼロ金利を続けるのかと問われるのではないか。その際のひとつの理由として、有利子負債の調整にまだ懸念があるというのがある訳であるが、その点に関して皆さんはどう判断するのかゼロ金利を採った時点での状況からは徐々に変わってきており、解除の前提となるデフレ懸念払拭の展望がもうここまで拓けている訳である。それでもなおゼロ金利を継続することは金融政策ではなく、ある種ミクロの産業政策にまでコミットする状況ではないかと思われる。それには反対である。従って、植田委員が先程言われたこと自体に関してはそれほど大きな異論はない。

植田委員
その点は政策の問題であり、後のラウンドで意見を申し上げる。

田谷委員
マーシャルのｋ、あるいは所得流通速度の動きについて、データをかなり長期に取ったものを見たが、例えば1955年からのトレンドを引き、現在どこに実際のマーシャルのｋがあるかといえば、トレンド線に乗るか乗らないか程度の水準で推移している。

植田委員
55年から引くとですか。

田谷委員
どこからのトレンドで見るかも一つの問題としてある。基本的に80年代後半からの金融政策をみると、その都度色々な理由からマネーサプライの伸びが高かったり低かったりする。その都度理由付けがあったが、80年代後半のマネーサプライの伸び率は高かった。それにどう対応すべきであったかは別問題であると申し上げた訳であるが、90年代に入ってからの金利の引き下げスピードはかなり遅かったのではないかとも言える。これは日本のみならず、アメリカやイギリスなどをみても同じような時期に同じようにマネーが動いている。従って、その都度の理由で低下現象を放置することは、今から考えると失敗だったのではないかという基本認識を持っている。要するに、現在のマネーサプライの伸び率低下を仮に企業の資産圧縮の動きを反映したもの、昨年に比べた金融不安の解消を反映したものとして、このまま特に問題がないと放置してよいのかということである。当面は低下が継続しそうであり、非常に注視していると申し上げる。

植田委員

非常に長期のマーシャルのｋのトレンドをみると、以前は人々がマネー以外の金融資産で資産を運用するような手段が限られていたため、全体の資産残高≒マネーという前提があった。しかし、最近では他の金融資産の割合が増えているため、トレンドの変化があると思う。後者については指摘されたような面があると思うが、今少しショートランのマネーの動きと、そこから何を読み取るかについては見方は分かれる。私の感じでは、マネーから余り情報を取り過ぎると失敗することもあるという程度に、貨幣需要関数は不安定なのではないか。それでも無視することのできない重要な指標であることは勿論である。

田谷委員

ただ、日本においてＭ２+ＣＤのウェイトが、それほど大きく下がっていないことは事実である。また、現在の金融システムあるいは銀行部門における信用創造機能が低下していることも事実であるが、その下でも私は伸び率低下の意味をどちらかというと強く捉える。

植田委員

これは継続して議論していくポイントである。

中原委員

マーシャルのｋについては、そのまま取るのか、いつからのトレンドを取るかで色々あると思う。例えば、78年の第１四半期頃から取り、一種の平均ＧＤＰという概念で考えてコブ・ダグラス関数を使って計算すれば、80年代後半から90年代初め計算結果はマーシャルのｋのトレンドラインから上方に乖離しているが、その後は下方に乖離している。色々な解釈の仕方が出来る。

武富委員に伺いたい。お話しされたことには大体同感であるが、非常に同感なのは、先行きが一体どうなるのかをできるだけ明示した方が良いと

いう点である。損益分岐点の話について私も 75 年からのデータを持っているが、最近言えることは中小企業と大企業が非常に乖離していることである。中小企業が悪い訳であるが、大企業は 94、5 年頃のレベルまで回復している。中小企業は悪くなったり上がったりしている。歴史的には確かに大企業は 93、94 年頃を一つのピークとし、98 年前後がまた一つのピークとなっている。そこから下がってきてはいるが、レベル的にはまだかなり高いのではないか。これが直ちに設備投資に反映されるのかどうかについては疑問を持っている。色々研究してみると、一番早いのが加工業種だが、来年度の 7～9 月まで調整が終わらないとみており、損益分岐点で大企業と中小企業がかなり違っているのではないか。それがどこまで設備投資の改善に結びつくのかについて私は慎重な見方をしている。さらに申し上げると、円為替について大企業の採算レートは 105 円程度になるが、中小企業は 115 円程度の感じであり、非常にまた苦しむのではないかと考えている。今一つ雇用調整に関しては、分配率は、確かに下がってきているが、一つは中小企業と大企業が開いてきていることである。中小企業がこれからなかなか大変であり、国際的にみると日本はまだかなり前途遼遠だと思う。色々な数字があるが、アメリカとの差は 6 ポイント程度違うのではないかという気がする。

武富委員

特に反論というほどではないが、大企業と中小企業の格差拡大、あるいは業種別、セクター別格差の拡大があるのは事実である。言われるように損益分岐点比率的な観点でみるだけでなく、経済の特色として国際的に同列ないし優位なところと、明らかに劣位なところの格差拡大・二極分化ということと同じ流れがあるとは思う。最近の損益分岐点比率も中小企業の全産業でみれば、93 年暮れ頃の一番悪かった時よりは若干良い水準まで来ている程度であり、大企業との比較で損益分岐点比率の改善が遅れているのも事実である。ただ、全体の流れをみる場合、どこに力点を置くかにより先行きの評価が変わってくるため、難しい点はある。大企業が下請け関

係の中小企業に仕入れ価格を切り下げる形で変動費を身軽にして損益分岐点比率も良くなることがまず先行し、中小企業の方はその煽りを暫く受けるが先行きまた浮上してくるというセクター別のタイムラグが当然ある。従って、中小企業の損益分岐点比率が非常に高いことに重点を置いて経済の現状を評価してしまうのもバランスに欠ける。損益分岐点比率が平均的にみれば、特に大企業製造業を中心に改善傾向に入り、約1年近く経つまで調整が進めば、過去の例からみて設備投資の方にもそろそろ動きが始まるかもしれないと申し上げている。もとより損益分岐点比率が改善すれば直ちに設備投資が出るということではなく、タイムラグが1年から1年半はあると言っている。早い方の1年をとると、そろそろ足許がそうした段階に入っており、設備投資が旺盛に出てくるということではないが、これまで長期に下がってきたものが底を打って瞬間風速的には方向を変え、多少上向いてくるという変化の入り口にあるという評価である。損益分岐点比率が改善すれば直ちに設備投資が出てくるというほど単純な議論では勿論ない。

アメリカと日本との差については、全くご指摘のとおりである。ただ、逆にそうであれば、植田委員がご指摘のように経営そのものもグローバリゼーションの中で同じ尺度でやっていかざるを得ず、そこに日本の企業の経営陣も焦点を合わせている訳であり、それだけ確たる現状があるということは、それを縮める努力が始まる訳である。例えばＩＴ投資なども引き出すような方向になってくると思う。日本の企業の色々な調整スピードがアメリカに比べて極めて緩慢なため、明確な方向性が出てこなかったが、ある程度後ろ向きの構造調整に皆が追いついてきた段階では企業部門からアメリカとの経営力格差のキャッチアップという形で色々な前向きの動きが出てくる。むしろ彼我のギャップは、先行きのキャッチ・アッププロセスのモメンタムになる側面もあるのではないか。そうした観点であり、断定的に民需も必ず出てくると極端なことを言っている訳ではない。説明したような流れが企業の中で緩慢ではあるが始まっており、アメリカほど様変わりにはならないまでも、日本でも先行きの設備投資が出てくる蓋然

性が次第に高まっている。来年の夏場頃までの間は、そうした観点で企業部門をフォローしてもおかしくないと申し上げた。

篠塚委員

確認したい。武富委員は先程の意見開陳の中で、現時点で日銀が採っている「景気は持ち直しているが、まだ民需の自律的な回復はみえていない」という表現は続けていられない時期にきているのではないかと言われた。表現を実態に即したものに直していくべきではないかとか、経済実態に即した方向性を今回あるいは次回に向けて出していきたいという発言だった。これは月報の表現などについても直した方がよいという考えなのか、政策方針についてお話になる前置きということなのか。

武富委員

主として政策判断との絡みで申し上げており、今月号の月報の表現を変えるとか、来月号も必ずこうすべきだとまでは言及していない。つまり、経済そのもの、特に民需を巡る環境が大変不透明であり、正直にその不透明な状況をみれば明確には分からないというのが正しい判断である。ただ、外生需要に対する数か月先までの見方については、日銀だけではなく世の中でも概ねコンセンサスらしきものがある。また、外需がそこそこ景気を支えてくれるという岩盤ができ、次のステップは国内の民需だという状況に差しかかりつつある。従って、多少リスクはあるが、民需の特に設備投資についてどのようなことになるのか、少しでも手がかりを探っていくべきではないかということである。はっきりとした自律的回復はみえていないということは、市場からみると判断留保の無責任に映るため、いつまでもそうした表現では済まされなくなるのではないかと申し上げた。それに応える意味で、一歩早めに多少納得性のある形で設備投資の微妙な限界的な変化があり得ることも視野に入れたいということである。まだ断定はしていないが、極くラフな一つの尺度だけからみると、限界的な変化をそろそろ現実的に予測してもよいかという局面まではきている。それほどの意

味である。

速水議長

二つほど申し上げたい。一つは資産価格の動向である。執行部からも余り説明がなく、議論が出なかったが、状況が非常に気になる。見方によってはこの辺が底であり外国人が相当株を買いに来ているとも聞く。それ自体が非常に大きな問題の一つではないかなと思うが、どう判断すべきかまだ分からない。

今一つは、三木委員の言われた円高が心配という点である。私もどうなるか読み難い。三木委員が言われた通り現在程度のレートであれば利益も出るし、むしろ輸出が伸びて生産を増やす形にもなっている。アジアにとっても円高により輸出が非常に増え、経済再生のための大事なファクターになっている。特に、中国などからは円が強くなってきたため、自国通貨の切り下げの問題なども考えないで済むようになったという声が聞こえてくる。そうした意味で、円が強くなったことが世界経済の景気を持ち上げ、貿易を増やす要因になっていることは間違いない。105 円や 110 円という水準以上には動かないように安定させるのは、むしろ大蔵省の問題だと思うが、現在の世界の為替市場はドルとユーロと円の 3 通貨の鬩ぎ合いという感じである。100 円なり 110 円なりで維持すべく、円売りドル買いを行なっても、日本の現状は経常収支も資本収支も黒字であり、円が強くなっていくのは当然である。アメリカは経常の赤字がＧＤＰの 4%にもなるという非常に心配な状況であり、資本の流入も特に日本からは入っていない。そのような状況をアメリカは心配しており、日本の介入でドルを強くしてしまうことを非常に嫌う訳である。従って、協調介入には乗ってこないと思うし、こちらが一方的に大量の介入を実施すればアメリカは非常に困るはずである。先般、アメリカが 4 連休で取引の少ない時に、ヘッジファンドが動いたり、その他偶発的なことに伴い 105 円から 101 円まで急騰した際に介入したのは一方的な介入であったが、その介入は効いたし、アメリカサイドでも特に問題にしていない。そのように三基軸通貨

という感じで相手のことを考えていなければならない。　　　　　　などからは、ユーロも以前に日本があのような介入をしたために弱くなり、ドルと対になってしまっており、従ってドルとやる時は対ユーロでも介入して欲しいと言われる。そうした三基軸通貨の閲ぎ合いということをいつも考えながら、極力市場に任せていくべきである。輸出企業もヘッジは可能なはずであるし、自国通貨を使っていく努力もしていかなければならない。財界に対しても為替の変動に対する抵抗力をつける努力をお願いしたい。

三木委員

何回も申し上げているが、要するにレートの安定が必要だということである。21 世紀は完全なメガコンペティションの時代であり、その中で生きていくには一にかかって国際コスト競争力の有無である。そのためのリストラ・構造調整がある程度進む過程までは、為替レートは安定していなければ困る訳である。レベルではなく、安定させておいて欲しいということである。闘える局面ではファンダメンタルズとして反映されるのであり、当然為替レートはまた強くなるであろう。これは仕方ない。ただその過程には少なくとも 2、3 年はかかるため、そうした過程が始まるか始まらないかのうちに突然為替レートが変わり、一瞬の間に黒字が赤字になるようなことで企業が対応し得るかということである。その意味で、この 4 年間のリストラ効果からみれば、日本経済の実力は今度の短観にも出ている 110 円前後、105 円から 115 円の間だということである。先程申し上げたように、現状程度のところまでは東南アジアの輸出に依存して収益は回復している。それでも残念ながら価格のアップ分は円高で全部消えてしまい、結局コストの面で固定費がカバーできるメリットが残り素材産業はフル生産で一息ついている。しかし、単体の輸出損益だけをみれば赤字の先が多い。コストの面で固定費がカバーされるから収益が出ている。そういう状況を考えると、現在が許容の限界である。

必死になって構造調整に取組む過程が始まったばかりである。残念なが

ら、この8か月間のゼロ金利の一番大きなマイナスの効果は構造調整を遅らせたことである。本来ならばマーケット論理で市場から退出しなければならない企業が生き延びてしまった。しかし、次はいよいよ時価会計であり、放っておけなくなった訳である。従って、今後は構造調整が否応なしに進むと思う。特に貿易財は国際競争に晒されており、現在でも相当のリストラをやってきている。非貿易財はそれに晒されていなかったが、ようやくリストラせざるを得ない局面になった。これが経済の回復過程の中でも大きな混乱要素になるが、やらざるを得ない。ここでその二つにさらにお金がついて回るようなことに絶対なってはならない。現在のポジションでは、ゼロ金利の効果はその点だけは問題があるにしても他の点で大きな効果があり、為替レートもその意味でここまでが限界だと申し上げている。この先、さらに急に90円や85円になるとすれば問題である。アメリカでも 90 年代までの不況からの立ち直りでは、やはりドル安に持っていき景気を建て直している。東南アジアも自国通貨安に持っていき、景気を立ち直らせている。ドイツもやはりユーロ安の形にして初めて立ち上がってきている訳であり、どの国も同じようなパターンを辿っている。日本経済も全く同じパターンになってきている。回復の方向を安定させるには100円程度が限度だと申し上げている。

速水議長

乱高下の場合の介入は良いが、特定の水準を決めて持ち上げるような介入はやれない。

三木委員

それはなかなか難しいと思うが、100円程度がガードラインになるのではないかという気がする。アメリカは今年度は恐らく3,000億ドルの経常赤字になると見込まれるが、その場合にアメリカは一体どうするのかと言いたい。

速水議長

円が強いためにアジアの輸出が伸び、アジアの景気が非常に良くなっている。アメリカもヨーロッパも輸出が伸びている。その辺は円高の効果によるところが非常に大きく、アジア諸国はそれを非常に多としている。

三木委員

ここまではである。しかし、これから先は皆心配している。

速水議長

それはどうか分からない。乱高下にはスムージングなオペレーションを行なわなければならないが、大量の介入により水準を維持することは大国がやるべきではない。他の国が迷惑する。

三木委員

大国でも国が潰れてしまってはどうにもならない。日本はまだ脆弱な経済基盤であり、そこは考えざるを得ないのではないか。

速水議長

市場が為替を動かすのであり、行き過ぎだと思えば市場は必ず戻す。

三木委員

マーケット論理だからこそ、変動相場制なのであろうが、その中でも国益は考えなければならない。アメリカなどは徹底的に国益優先である。

中原委員

私はこの問題について以前から速水総裁と意見が違う。円高が良いか円安が良いかはその時々の経済情勢次第であり、現在の情勢は間違いなく円高が良くない。介入するかしないかは、最後は一国の国益である。結局は国益であり、国際協調で国を滅ぼしては何もならない。これは大蔵省が行

なうことであるから余り踏み込まないが、大蔵省が判断されてやれば良いのではないか。

ただ、産業界出身として申し上げれば、やはり急激な変化が起きるとアジャストするまでに最低1年かかる。どんな身軽な企業でも1年かかり、その間に実損が出てしまう。従って急激な変化は望ましくないし、急激に変化した後でそのレベルに止まっていれば非常に困る。中小企業では大体115円が採算レベルだろうと申し上げたが、経済企画庁が毎年初に民間がこの1年間どの程度の為替レベルを考えているかというサーベイを行なっている。本年初めのサーベイ結果が112円か113円である。長い間みていると、年初のレベルよりも為替相場が高くなった時には経済が巧くいっていない。年初のレベルよりも円安になっている時は比較的巧くいっており、私はレベルも問題だと思う。

田谷委員

基本的に民需の回復を窺うか、窺わないかという非常にクリティカルな局面において、為替レートはかなり大事である。長期金利と同様に為替レートを中央銀行の政策でコントロールできるとも思わないが、為替介入は効く場合と効かない場合があり、効く場合の条件は色々ある。例えば、総裁が言われたように協調介入の方が効くし、あるいは相場に行き過ぎ感がある時は効くと思う。マーケットが介入主体はかなり大量の資金を持っていると信じる場合も効く。しかし、金融政策の変更可能性が期待できるか否かも一つの条件である。私も確かに為替はマーケットで決まるべきであると思うが、急激な変化はあり得る。従って、そうした場合のスムージングオペレーションにおいても、中央銀行として何らかの対応を採る局面はあり得る。

速水議長

私もそう思っている。

三木委員

為替の対外価値の安定という問題は当然大蔵省が行なうことであり、大蔵省の考えに対して整合性があれば是非その方向で為替介入する必要がある。

2．当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

この辺で当面の金融政策運営方針についてのご意見を聞かせて頂きたい。植田委員からお願いする。

植田委員

基本的に景況判断は足許若干明るくなってきているが、先行き不透明である点には変りがないため、政策としては現状維持でいきたい。

前々回の会合で、景況感に基づいて来年のインフレ率等を考えてみるとどうなるかという話をしたが、それを今一度繰り返してみたい。非常にラフな方法で来年度のインフレ予測をしてみるということである。結論的には非常に大きな誤差を織り込まないとならないという意味で、こうした作業は非常に難しい。しかし、そのうえでもここ迄の情報を総合する限りでは来年度におけるプラス方向でのインフレリスクは極めて限られており、現状では、利上げ方向に焦って走る必要はないのではないか。従って、現状維持である。

分析作業の内容を簡単にご紹介したい。非常にラフではあるが、先程申し上げたように来年度の成長率はプラスの可能性がかなりあると仮定する。0.5%でも1%でも大差はないため、中間の0.8%に中心値を取ってみる。アップサイドとダウンサイドの誤差を±1%として、0.8%の成長、1.8%の成長、−0.2%の成長という3ケースを考える。これが物価にどういう圧力を及ぼすかは、ＧＤＰギャップがどうなるか、従って潜在成長率がどうなるかに依存する。先程、調統からその点は非常に難しいという説明があったが、言い換えれば、足許のＧＤＰギャップをどうみるかについ

ても非常に幅がある訳である。物価動向を巧く説明しようとすれば、統計的には潜在成長率をむしろゼロにまで落とさないと説明できないと言える。逆に、通常の生産関数的なアプローチに基づいて潜在成長率を計算すれば、1.5%より多少上のレベルにくるイメージになる。潜在成長率についても、ゼロ、1.6%中間の0.8%という3通りのケースを置いてみた。その場合、GDPギャップについて3×3の9通りのケースが発生してくる。そのそれぞれに一定の確率を割り振ると、来年にかけてのGDPギャップの変化の分布が得られる。これに足許のインフレ率ゼロ、さらにサクリファイス・レイシオすなわちGDPギャップが変化した時にCPIインフレ率がどの程度変化するかという比率を推計した。ここでは0.6%を用いて来年度のインフレ率の分布を作成している。このサクリファイス・レイシオ0.6%とは、色々な推計をした中でも最大のものである。

出来上がった分布をご覧頂くと、中心値はゼロ%、全体の平均は−0.012%である。インフレ率がマイナスの率になる確率は37.5%となり、デフレ懸念は払拭出来ていないことになる。むしろ、どの程度のプラスのインフレリスクがあるかという点からみると、一番高いインフレ率でも先程の設定の中では1.08%である。しかも、この確率は2.5%と非常に低い。さらに、このケースが出てくるのは成長率が1.8%、潜在成長率がゼロ%というやや在り得ないケースである。達観すれば、0.5%を上回ってインフレ率がさらに上にいくリスクは現状余りないと判断される。勿論、どこかでインフレ率の反応がノン・リニアになり、急速に上がり出すとか、景気がさらに回復する可能性は否定出来ない。

付け加えれば、この計算以外でも短観の製商品需給判断インデックスを用いてインフレ予測式を作り、さらにそのインデックスとGDPとの関係を過去のデータから推計し、GDPが0.8%あるいは1%近く上昇するという設定で来年のインフレ率を予想させると、政府見通し通りの0.3%程度になる。いずれにせよ、大きなインフレ懸念はない一方、マイナスのインフレ率に陥るリスクも残っている。マイナス方向が出た場合には、成長率の設定が−0.2%というのは若干甘いかもしれず、デフレについても現

状ではまだ配慮が必要である。

さらに性急にゼロ％金利を0.25％へ上げると、為替レート、長期金利等に対してはかなり大きなショックになると思われるし、その後再びゼロ金利に戻すようなことをすれば、極めて深刻なクレディビリティー・ロスに繋がると考えられる。そうしたリスクも考えると、インフレ率の予測分布が今少し右に寄るまでゼロ金利解除は待つべきではないかと思う。

篠塚委員

私は前回と同様にゼロ金利を解除し、コールレートの誘導目標水準を0.25％にすべきであると判断している。最大の理由として、わが国の景気が着実に持ち直していることが挙げられる。輸出や公共投資等の外生需要の増加を起点として生産等の経済活動がプラスの方向に動き出した。これが企業収益や雇用者所得面にも波及し、民間需要を巡る環境が改善しつつあると思う。この間、物価面でも需給バランスの失調から大きく下落するリスクが後退しており、民間需要の自律的回復の展望が徐々に拓けつつあると考える。

第二の理由は、こうした景気情勢にもかかわらずゼロ金利政策を長期化させることは、構造調整の進捗を遅らせる要因になりかねないと危惧するからである。仮に、わが国の潜在成長率が1％台の後半として、いずれそこまで風速ベースで成長率が盛り上がっていくと考えれば、技術革新や規制緩和等を背景とした新しい産業の成長が牽引力となる訳であり、その萌芽が出てきていると考える。特に、最近は異業種からの新規参入が顕著であり、ベンチャー企業の成長や既存企業の攻めのリストラ、事業再構築による新規分野の進出などは非常に目覚ましい。例えば、伝統的な金融機関経営の世界においてさえも、最近ではイトーヨーカ堂やソニーが進出を表明している。テレマーケティング各社がインターネットにも対応した顧客サービス業務の拡充に向けて人材確保や拠点増設なども加速させている。消費が非常に低迷しているが、これは明らかに消費者に新しいインパクトを与える。結局、顧客のニーズを積極的に取り込む新しい動きが進んでい

ることを私は高く評価している訳である。

いずれにしても、新たに成長する分野が今後の経済を引っ張っていく訳であるが、依然として財務体質の改善などがなかなか進まない非効率なセクターが併存しているために、業種の間でも二極化傾向が強まることは避けられないだろうと思う。現在の業種別株価もそうした動向をはっきり表わしており、それを先取りしていると解釈できなくもない。また、国民レベルで経済の二極化現象を甘受できるかどうかが、今後のマクロ経済政策の運営において非常に重要になってくると思う。過去、日本経済が高い成長を遂げた時代のように、経済が年率4～5%成長していれば、ある程度の差はあるにせよ誰もがプラスの成長を実感出来たと思うが、平均して1%台後半あるいは2%にいくかどうかも分からない低い成長が続くことになれば、業種間あるいは企業間で三木委員の言われる明暗入り交じった状況が続くと思われる。しかし、そうした経済情勢が続く中でも、ともすればマクロ経済政策によりまだ下支えするべきであるとか、何かやるべきであるといった声が引き続き出てくるリスクがある。その結果、マクロ経済政策が景気の実勢に比べて過度に緩和することになり、所得分配面の不平等をさらに強め、しかも構造調整のインセンティブを鈍らせていくのではないかという懸念がある。従って、ゼロ金利解除を提案したい。

次に、ゼロ金利政策を解除した後、どういう金融政策運営に進むべきかについて申し上げたい。私は前回に引き続き足許の状況を前向きに評価してゼロ金利解除を提案をしているが、現時点で本行ではデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢にはなっていないという判断をしている。しかし、景気が持ち直しているとか、金融面での良好な環境も維持されているとしている訳であり、今後の景気転換次第ではあるが、ゼロ金利解除の可能性が徐々に視野に入っていかざるを得ないのではないかと思う。現在のゼロ金利政策の下では、流動性を無限に供給することもアナウンスしているし、さらにデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を続けるというメッセージを出しており、市場参加者にある程度の期間にわたる政策の継続を明確に提示している訳である。市場参加者の間には

こうした安定的な表現が分かり難いという批判もあるが、一応、総裁を始めとしてボードメンバーによる対外的説明や議事要旨などを通じてそうした理解はある程度浸透していると思う。それだけに、ゼロ金利政策の解除を展望すれば、ゼロ金利とデフレ懸念の払拭というアンカーに代わる金融政策運営の在り方を示していかなければならない。

前々回会合でも申し上げたが、一つはインフレ・ターゲティングのようなものも選択肢になるかもしれない。しかし、ターゲッティングを採用するか否かは別として、やはり何らかのインフレ率とその背後にある需給バランス等について何か中期的な日本銀行の見通しに関し、ピンポイントの数字ではなくともレンジを示していくことを考えていかざるを得ないし、重要な検討課題ではないか。私はゼロ金利解除を提案している訳であるが、解除した後に金融市場が不安定化しないようにするためにも、政策運営の浸透を高めることにより政策運営に対する信認を獲得することが非常に重要であり、柔軟性のある政策運営を可能にする唯一の道であると思う。

中原委員

ＧＤＰでみると、第１四半期は公共投資、第２四半期はハウジング、第３四半期は外需で保ってきた訳であるが、先行きについては確固たる見通しがまだ立たない。その中で、個人消費は夏までの勢いを落としてきたし、為替の円高は恐らく半年程度のラグをもって企業の収益に効いていき、企業収益は下方修正になると思う。さらに大企業と中小企業の格差がついてくる。また中小企業の在庫調整圧力も増えるのではないか。補正予算も恐らく景気の下支えにはなるが、上に引き上げる力にはなり難いのではないかと思う。今回の一連のフィスカル・パッケージは四回目であるが、本当に巧く民需の回復に繋がるのかどうか十分に注意しなければならない。現に、ダウは昨年10月の1万3,000円割れから直近の1万9,036円まで6,000円しか上がっていない。これは過去三回のフィスカル・パッケージに比べて一番少ない上がり方であり、大変懸念を持っている。従って、今回のリカバリーが巧く中長期的に繋がるのか、短期的なものに終ってしまうのか、

非常に微妙な局面にある。

こうした状況の下で、二点申し上げる。一つは量的な指標が減少してきていることを心配している。マネタリーベースの前年比は11月が6%であり、8月以降6%前後で推移しているが、アメリカではマネタリーベースの伸び率が大きく上がってきており、10月には10.0%、11月には12.0%にまで達している。理屈は別にして、機関投資家等の行動からみると円高が進行する恐れがあるのではないかと思う。マネーサプライも10月の3.6%の後に、11月は3.0%まで下がっている。バランスシート・アプローチの内容をみても、民間金融機関貸出のマイナス寄与によるものであり、資金需要の低迷や不良資産等が背景となっている訳であるが、3%まで落ちてくると外部からも色々批判が出てくるし、今少し上げるべきではないかと思っている。

今一つの心配は、財政赤字と長期金利との関係である。経済新生対策とそれに伴う補正予算については、どうにか長期金利へのインパクトを吸収できたと思っているが、来年度の予算に伴う財政赤字、あるいは国債残高の増大等がどのように消化されていくのか気になる。ＯＥＣＤのフォーキャストによれば、一般政府債務残高の対名目ＧＤＰ比率は2000年には117.6%になると言われており、これが長期金利の大幅な上昇に繋がらなければ良いと考えている。政策委員会としても財政が破綻経路に乗るのか乗らないのか、あるいはこれから市場に対してどのようなインパクトがあるかも含めて、財政と長期金利の見通しについて我々なりの分析をしておく必要がある。特に来年の4月以降を懸念しており、現在のように落ち着いている時に長期金利の見通し、あるいは財政の在り方など財政問題についての認識を深めておいた方が良いと思う。

先程、武富委員や篠塚委員から提案があったが、私もやはり日本銀行としては非常に難しいと思うし、色々な過程があるとは思うが、向こう2年間あるいは3年間程度のインフレ率、ＧＤＰについての予測を公表すべきだと考えている。

以上のようなことから、私は今回も以前と同様な提案を出す積もりであ

る。

三木委員

金融調節方針は現行のゼロ金利政策を継続し、その浸透を図ることにしたいと思う。

まず第一は財政・金融政策で景気を下支えしつつ、民需の自律的回復による景気の回復へと繋ぐ公需から民需へのバトンタッチのシナリオが未だ道半ばの段階にあることである。第二は円高問題とバランスシートシート調整が終っていないという問題、悪い長期金利の問題という三つのリスクが残留していることである。第三には個人消費、設備投資という民需の柱が立上がる確たる兆しがいまだ見られないことである。特に、設備投資は下げ止まりの兆しがみえつつあるが、その前提となる企業の収益環境が脆弱である。このため、金融収支の負担軽減が体力上大きな支えになっている局面にある。第四には、物価の潜在的下落圧力がなお残っていることである。特に、企業物価は需給のアンバランスに伴う悪い物価下落圧力はほぼ解消したとみているが、企業が原材料あるいは部品の購入価格を抜本的に見直すリストラの動きが急速に進んでおり、この波及効果から来る下落リスクが今後も大きく残ると思っている。

以上を踏まえると、引き続きゼロ金利政策を継続し、機動的弾力的な資金供給により流動性を担保して景気回復への下支え効果を発揮することが重要である。

武富委員

この段階では現行の金融政策を今暫く続けることになると思う。企業の調整は大変緩慢かつ遅々としたものだが、過去1年振り返ってみるとそれなりに進捗してきている。その延長線上に今少し前向きな企業活動が、例えば設備投資が出てくるかもしれないという観点で景気をみても非現実的ではない局面まではどうにかきたと先程申し上げた。ただ、直ちに金融政策を超緩和から普通の緩和に振り替えることに直結するものではない。

民需の特に設備投資が限界的に従来の抑制一色から変わっていく中で、物価に対するある程度将来に関する意味合いが次第に汲み取れるようになってくる訳であり、確かに民間の設備投資活動が上方トレンドで持続し得ると確認できるまでは慎重に様子をみるということだと思う。

篠塚委員が指摘された生産性向上に伴う物価の低下と、需給軟化に伴う物価の低下とは峻別すべきだという点については、私の以前からの持論であり賛成である。民間需要が上向いて持続できるかどうかは、その辺の物価の評価と微妙に絡むところであり、私は今少し手応え感が出てくるまでは現状維持に傾いている。

藤原副総裁

民需回復への環境は徐々にではあるが整ってきつつあると思う。しかし、まだ環境の改善であり、今後具体的に設備投資や個人消費が回復していくという展望を得るには、今少し情勢を点検していく必要がある。デフレ懸念払拭の内容については先般国会に提出した半期報告でも纏めてあるが、私なりに要約すれば、まず第一に広い意味での需給ギャップの縮小が完全には確認できないまでも、これ以上拡大しないという展望が持てるかどうかである。第二には景気のアップサイドの可能性がダウンサイドのリスクを上回ったかどうか、その点検結果によると思う。この観点から現状をみると、第一のデフレギャップの観点からは短観の雇用・設備判断あるいは製品需給判断からみて、足許は需給ギャップの拡大にストップがかかっていると言える。今後は民需を巡る環境の好転が具体的な動きに結び付いているかどうかをみていく段階である。これは第二の観点、つまり景気のアップサイドとダウンサイドの点からみても同じである。篠塚委員は足許のアップサイドの可能性がダウンサイドのリスクを上回っていると言われたが、私はまだ両者が拮抗している局面に漸く来たかどうかではないかと判断している。その意味では週単位というよりも月単位の差があるという感想を持って伺った。いずれにしても、現段階ではデフレ懸念の払拭が展望できたと言い切れる情勢には至っていないと思われ、金融政策運営と

してはゼロ金利政策の継続を支持したい。

一つ付け加えると、金利先物や長期金利の動向からみて、市場はゼロ金利解除のリスクをほとんど織り込んでいない。先程、この景況感とマーケットの反応の差を指摘したが、今少し市場との対話を続けて私達の景況感とマーケットの景況感との折り合いを付けていく必要があると考える。

田谷委員

先程、景気は非常に緩やかな持ち直し局面に転じてはいるが、民間需要の持続的回復を展望できるまでには至っていないと申し上げた。これには幾つか論点がある。一つは物価の見通しについて、植田委員のチャートで言えば、私はゼロからやや左の方を見込んでいた。例えば、卸売物価、消費者物価、ＧＤＰデフレータなどを前年比でみるとほとんどマイナスであり、確かに国内卸売物価の３か月前比は若干プラスになっているが、全く横這いというよりも横這いから若干の低下という局面が続くのではないかと思う。需給ギャップの状態からすれば、そうした状況が続く可能性が強いのではないかと考えている。また、例えば在庫循環表などからみて、既に在庫循環が完了した、あるいは完了しつつあるとみるのはまだ早いのではないかという印象を持っている。少なくとも現在のゼロ金利政策を維持することが必要である。さらに、足許では円／ドルレートは比較的落ち着いているが、円高リスクが解消した訳ではないと思う。

確かに通貨高は物価の安定や企業の合理化努力を促すため、経済にとって長期的には好ましいものである。しかし、短期的にはデフレ圧力をもたらす。特に、日本経済が民需主導の景気回復を窺えるかどうかの瀬戸際にあることを考えると、円の急騰、それも経済のファンダメンタルズから乖離した円の急騰は問題であり、それを抑制できればそれに越したことはない。三木委員も言われたが、介入権は大蔵省に属する。ただ、最近も為替市場介入に伴い、介入資金の非不胎化の議論があった。この議論は確かに日本銀行が日々所要準備を１兆円、あるいはそれを上回る資金供給を行なっている状況下では、余り意味がないのも事実である。日本銀行は介入

資金も利用して豊富で弾力的な資金供給を行なっており、本日もこの方法により大量の資金を市場に残す調節を実施したという先般の総裁談話はそのとおりである。しかし、市場の求めていたのは、さらなる金融緩和のシグナルだったのではないか。今後、仮に円相場が経済のファンダメンタルズから乖離した円高となり、その影響が深刻になると予想された場合、これまでの日銀の金融政策の延長線上で考えれば、積み上幅の引き上げを実施すべきではないかと思う。4月あるいは5月以来、積み上幅は通常1兆円に固定化されてきている。試行錯誤の結果、安定的にオーバーナイト・レートをゼロにすることと整合的な額が1兆円であったという市場調節のプロの感覚は尊重する。ただ、事実の問題として、積み上幅1兆円がゼロ金利とともに政策スタンスを表わすある種の指標性を持ってきている。ゼロ金利に対するコミットメントはデフレ懸念が払拭される展望が持てるまでという表現による時間軸を取り入れることでかなり強化されたが、そこに為替要因を加え、円高が行き過ぎていると判断される限りにおいて積み上幅の引き上げを行なえば、それは金利体系に影響を与え、円相場にも影響を与える蓋然性は強いと思う。ただ、この問題は執行部から説明があった2000年問題とは全く完全に切り離せればということである。

（午後2時35分山口副総裁入室）

速水議長

山口副総裁、出張から帰られたが、何か発言があるか。

山口副総裁

議論がほとんど最後まで進んでいるのであれば、本日は発言を控えることにする。

速水議長

それでは私の意見を言わせて頂く。本年最後の決定会合でもあり、改め

て昨年 11 月の数字などと比較してみると、やはりかなりの変化が起きている。日本に対する外からの信認が強くなってきている。ここへきて株価が１万 3,000 円台から１万 8,000 円台まで上がっており、あるいはジャパン・プレミアムも昨年の今頃は 0.3%、0.4%であったものが、なくなってきている。為替も 115 円から 112 円という水準であったのが、現在は 103 円まで買われている。当時私共が一番頭を痛めていた長期金利の問題にしても、一時は 2%ないし 2.5%まで上がり、緊張感を持って会合に臨んでいたことを思い出す。外からの信認のみならず、国内でも金融システムがこの１年で安定化してきている。不良資産の自己開示や自己査定などについても早くから指摘していたが、かなり実行されてきているし、公的資金の注入も受け入れられ、そうした意味で金融機関の安定化がかなり進んできている。景気自体はまだ多くの方が言われるように財政とゼロ金利で支えており、構造改革が走り始めているのは確かだが、本当の成果は今後に期待する状況であるし、今回の二次補正がどの程度進んでいくのかを見定めていくことが今後の課題である。

市場もＦＢの公募が始まり、短期証券のみで既に 40 兆円の市場ができていることは、非常に大きな変化である。今後増発される長期の国債についても、市場を拡大して流動性を増やし、市場で消化し、内外の投資家活動を吸収していけるように、あるいは銀行が買って流動化していけるように整備していくことが我々の直面する課題ではないかと思う。そうしたことを反映して、日本銀行のバランスシートも特融あるいは預金保険機構への貸出なども心配していたよりも少なくて済んでおり、全体の資産規模が引き締まってきている。以上、この１年を振り返ってみると、かなりの変化が起きてきているが、これもゼロ金利をここまで維持し続けてきた効果ではないかと思っている。

当面の金融情勢については、私も委員方と同様に、下げ止まりから持ち直しに転じているとみているし、とりわけ今回の特徴としては、何人かの委員からも指摘があったように、ここにきて民間需要を巡る環境が徐々に改善していることが挙げられる。先月の会合でも、生産・所得・支出を巡

る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申し上げた。今月はこうしたメカニズムのうちの所得形成という面で、企業収益の改善傾向が確認されたことは大きなポイントだったように思う。企業収益については、これまで経済構造調整に伴う下押し圧力や円高の進行などがマイナス要因として指摘されてきた。実際、そうした下向きの力は現在も働いている。しかし、これらのマイナス要因にもかかわらず、企業収益の基盤がかなりしっかりしてきていることは先行きの景気を展望するうえで好材料である。市場では短観の結果をやや慎重にみているようである。確かに、企業収益や設備投資は前回に比べて極く小幅の修正となっているが、企業の予想為替レートがかなり円高方向に修正されて107円台となっているにもかかわらず、底固い結果であったことは率直に評価して良いと解釈している。

次に、このような収益動向が個人や企業の支出活動にどのような影響を与えていくのかがポイントとなってくる。まず、設備投資が漸く下げ止まる気配をみせていることは、これまでになかった前向きの材料である。特に、中小企業・非製造業の上方修正のピッチが速まってきていることは、従来のわが国の景気回復パターンからみても注目すべき動きである。ただ、現時点では設備投資が明確に増加に転ずる展望が描けるというまでには至っていない。一方、企業収益の改善が雇用・所得環境の改善に明確に繋がり、それが個人消費の回復をもたらすのには今少し時間がかかりそうだと思う。ただ、雇用面についても、雇用者数の減少に歯止めがかかりつつあるといった変化の兆しも現われているように思う。このように、民間需要を巡る環境が徐々に改善しつつあることは、ゼロ金利政策についてのコミットメントであるデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢との関連からみても大きな意味がある。ただし、現時点では、今後、民間需要が明確に回復するという展望まで得られている訳ではない。その意味で、物価に対する潜在的な低下圧力にもなお留意が必要である。従って、現段階では当面の政策運営としては、ゼロ金利政策の継続が適当であると判断している。

来年を展望すると、次第に判断の難しい局面に入っていくと思う。皆さんが指摘されたように、政策運営の選択肢について、今後はいわば単線ではなく複線で考えることが必要になっていくと思う。まず、内需の力が途絶えて再びデフレ圧力が高まったり、あるいは米国の金融・資本市場の大きな修正などの外生的なショックに見舞われた場合の危機対策については、引き続き念頭に置いていく必要がある。同時に、経済の改善傾向が続いていけば、現在の極端な金融緩和政策、これは異常な事態であるが、これと経済実態の整合性にも十分目配りし、適切な判断を行なっていかなければならない。従って、来年はこれまで以上に経済情勢や市場動向をしっかり分析・討議し、政策運営に誤りなきよう期して参りたい。また、その結果としての委員会の判断やその背景となる考え方、着目している材料などについて、市場や国民に対してしっかりと説明していく必要がある。そうすることが金融資本市場の期待形成の安定を確保しどのような方向であれ円滑な金融政策運営を行なっていくための近道であると考えている。

これまでの政策の討議を踏まえ、金融政策運営について何か追加的なご意見があれば、ご討議頂きたい。

篠塚委員

植田委員に教えて頂きたい。先程説明された試算結果におけるインフレの分布をみると、ゼロが 25%の確率で左右対称に 37.5%、37.5%となっている。プラスの方にウェイトがかかればゼロ金利を解除しても良いかという話だったが、仮に現在は25%になっているゼロインフレの確率が50%なり、安定的に70%といった形でゼロにかなり安定的な確率が表われた場合、どう考えるのか。

植田委員

ゼロのところに固まるということか。

篠塚委員

然り。それについてどのようにお考えか。

別にプラスになるまで判断を変えないということではなくても、デフレ的なマイナスから上がってきてゼロの所で推移している訳である。

植田委員

究極のご質問であり、余り整合的な答えではないかもしれないが、その場合は経済実態をどうみるかだと思う。経済実態と合わせて判断するということである。

中原委員

潜在成長率について、改めて説明して欲しい。

植田委員

潜在成長率は、一番下がゼロ、上が1.6%、間が0.8%と３通りである。

正直に申し上げると、やや右に出るように作ってある。従って、田谷委員が言われたように、今少し普通の意味で潜在成長率を考えれば左に寄るという感覚はある。

田谷委員のご意見にコメントさせて頂きたい。為替がファンダメンタルズを伴わない大幅な円高傾向を示した場合には、積み上を増やしても良いのではないかというお話だったが、少なくとも私個人はその件には反対してきた。その理由は単純である。積み上を増やす形で量を増やすことに意味があればそうした手段は有効であり、状況次第では使うべきである。通常は積み上を増やせば、短期金利が低下して量が増えること、あるいはそのシグナル効果を通じて短期金利が低下し、これが為替に円安圧力を及ぼし、場合により介入をサポートすることになると思う。現状では短期金利がＹ２Ｋ要因を除けばほぼゼロであり、このメカニズムが働く余地は非常に限られている。従って、量を増やして為替を円安にするというアクションをとった場合、その説明が出来ない状態に陥る。説明をするとすれば二

通りある。マーケットの誤解かもしれないが、積み上を増やしてくれればドルを買うというエクスペクテーション、パーセプションのようなものがあるため、それを利用することが一つである。しかし、そうしたエクスペクテーション自体が合理性のあるものだとは判断し難く、それを利用して我々が行動すれば短期的には効くのかもしれないが、将来は効かなくなる。あるいは同じような合理性の乏しいマーケットの予想、要求等に応じて行動していかなければならない状況に追い込まれるリスクを兼ね備えている。同時に、エクセス・リザーブを為替との関係で使ってしまえば、エクセス・リザーブという現在でも妙な注目を集めている変数が一層妙なシグナル機能を発揮して一人歩きしてしまうリスクも大きい。

今一つの意味があるケースとしては、恐らく長国の買いオペ増額を決断することかと思う。この場合は、長期金利がどちらに動いたとしても為替は円安になる気がする。すなわち、意味のあるアクションが後に待っているため、それに繋がるワンクッションとして積み上を増やすことがあり得なくもないかと思う。積み上を増やさなくとも同様の効果は発揮できるのではないかと思うが、間にそれを入れることはあり得る。ただ、こうした対応には色々なコストもある訳であり、私は100%排除する積もりもないが、そう簡単に踏み切る方向での意思決定は難しい。要するに、言われている方向での極端ではないが、中間の話だと思う。しかし、中間的な話をしようとすれば、極端な所についてもある程度の判断を持っていないと、我々自身の行動に説明がつかない状況に追い込まれてしまうリスクが高い。いつまでも判断を後延ばしにしている間に円高になるというリスクが常にある訳だが、若干慎重にならざるを得ないというのが私の現時点での意見である。

田谷委員

良く分かる。結局、極端な円高とはどんなものかということになる。過去の為替市場介入で良く効いたといわれる場合の状況や条件をみてみると、協調介入であるとか、行き過ぎ感の有無、あるいは押し上げ押し下げ

と言われるようなテクニカルな問題と同時に政策変更期待が背後にあったケースだと思う。従って、私は100円を突破すれば直ちにこういうものを考えるべきだとは主張していない。しかし、今後の局面における急激な円高は困る。その事態に大蔵省が介入を行なった場合、日本銀行としてどう対応すべきかを考えると、こういうこともあるのではないかということである。確かに、短期金利がほぼゼロになってしまい、これ以上は下がらないということではあるが、やはりデフレ懸念の払拭が展望できるまでという時間軸を与えたことにより金利体系が変わった訳である。非常に漠然としているが、そこに市場の持っている為替軸を付け加えるような感じではどうかということである。マーケットも極端な円高が続くと予想した場合、金融政策に為替軸が入ることにより金利体系に対しても影響を与え得るのではないかと思う。植田委員の二番目の極端なケースについては、本日議論してもなかなか難しいと思うため、意見を控える。

植田委員

時間軸あるいは期待との関係であるが、現在の時間軸はオーバーナイトレートという我々が直接コントロールできる変数について、あるコミットメントをすることにより期待に影響を与え、時間軸の効果を作り出している。為替の場合はそうではないし、その直接コントロールできる変数を通じての影響はある意味で使い尽くしている。従って、単純にエクセス・リザーブと為替を直接結び付けるのはリスクが大きい。

要するに、例えば間に短期金利があり、それを下げることを通じて為替に影響を与えるということになる。これを下げるシグナルとしてエクセス・リザーブを使うという通常のメカニズムがワークするのであれば、私も非常に突発的な円高が起きた時に、デフレ懸念が強まることに対応してそこを使うことに全く反対ではない。しかし、そこを使い尽くしてしまった後で、次にどうするのかということになれば、残っている中で意味がありそうなのは恐い状況だと思う。

田谷委員

ゼロ金利ゆえに一種のコーナーソリューションになってしまっている訳である。その一方で意図したのか否かは別として、積み上幅1兆円ということが指標性を持ってきてしまっている。従って、我々は短期金利のみに影響を及ぼしてマーケットに影響を与えている状況では既になくなっているのではないか。既に1兆円が意味を持ってしまっており、その1兆円に付け加える額を積み上げることにより、さらに植田委員が第二のポイントとして言われたところの思惑に働きかけ得る可能性がある。そこにいくいかないは別として。

植田委員

いくという決断して使わなくても良いと思う。そこまでを読み込んだマーケットの期待があるとすれば一部合理的であるが、そうではないとすれば、1兆円と為替を直接結び付けるというマーケットにありそうな期待は説明が付かないものである。そこに乗って行動するのは必ずしも健全ではないというのが先程申し上げたことである。

田谷委員

一昨日、実際にそうした状況があった訳である。私が申し上げたいのは、我々が打ち得る手段はないと言うことはないということである。仮に、極端な突発事故で為替が円高になり介入が行なわれた際、それを日本銀行として何らか強化する手段というか…。

植田委員

勿論、事態との相対的な関係によるが、事態が悪くなって何かしなければならないため、一度に買いオペを増額をするかといえば、そのコストも大きい。そこまでいかずに、積み上を増やして効くのであればやってみるかという議論はあり得る。その場合のコストはこれまでの説明や我々の内部的な考え方とはやや違うことをした場合に、マーケットも一部は我々と

同じ考え方であろうため、クレディビリティー・ロスに繋がるかもしれない。勿論、全体の色々な問題との相対であるということは言われる通りである。ただ、それ以前に大量の介入をやって頂くというのが、まずあるべき手段だと思う。

三木委員
それは間違いない。田谷委員の意見は介入をすると同時にその介入資金を含めて過剰にマーケットに持たせるということであろう。為替ターゲット論というのを聞いたことがあるが、同じような考え方になるのか。

田谷委員
為替ターゲット論というのは知らない。

三木委員
介入のみでは効果がないため、介入と合わせて何をするかという議論のように聞いている。

中原委員
為替ターゲッティング論というのは海外にはある。

植田委員
一番すっきりするのは、日銀がドルを買えるのであれば積み上を増やすことは…。

田谷委員
それは一番極端な例として私は申し上げなかった。例えば、極端な状況として国内資産を使ったオペが未達になるようなことだと思う。

植田委員

その場合はすっきりする。

速水議長

この辺で、政府からの出席者に発言があるようであればお願いする。

原口大蔵省総務審議官

本日出た為替に関するご議論は省内に十分伝える。

小峰経済企画庁調査局長

まず、12月の月例経済報告の判断は、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、各種の政策効果に加えアジア経済の回復等の影響で緩やかな改善が続いているというものである。民間需要の回復力が弱く、厳しい状況を脱していないという判断はこれまでと全く変えていないが、中身をやや細かくみれば若干変化があり、例えば消費は10月になってから秋口に比べてやや改善したと思う。ただ、基本的には収入が低迷しているため、足踏みを脱していない。設備投資については色々ご議論があったが、機械受注の製造業を中心に底入れの気配があることは事実である。我々も設備投資の回復に繋がっていけば良いと期待はしているが、現状の判断としてはやはり大幅な減少が続いている。

今月6日に四半期のＧＤＰ速報を発表したが、これを基にして現在平成12年度の政府経済見通しを作成しているところである。なお、このＧＤＰ速報では、4～6月ＧＤＰが季節調整済みの前期比で1%増の改訂になり、その後7～9月は1%減になった。4～6月、7～9月と若干変動が大きくなっているため、これを均して99年度の上半期としてみると、98年度の下半期に比べると1.2%の成長、年率では2.5%である。今年度の前半はその程度の勢いで動いてきた。

政府としては将来の公需の鈍化が景気減速をもたらしかねないという懸念を払拭しつつ、公需から民需へのバトンタッチを円滑に行ない景気を

本格的な回復軌道に乗せていくとともに、21 世紀の新たな発展基盤を築く観点から先般決定した経済新生対策を強力に推進することとしている。日本銀行においては、経済の回復を確実にするため、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りたい。委員方の検討によると、当面の金融市場調節方針についてはゼロ金利政策を継続するというご意見が大勢であったかと思う。従って、私からその旨の議案を提出したい。他に正式に議案を提出される方はお願いします。

[中原委員と篠塚委員が議案提出の旨表明]

それでは事務局は篠塚委員案と中原委員案、私の議案を配付して読み上げて下さい。読み上げの後、両委員から議案の説明をして頂く。

[事務局より議案配付]

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、篠塚委員案は「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて 0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」である。

次に中原委員案は「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（12月16日～1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大させる必要がある。以上。」である。

最後に議長案は、「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。」である。別添の対外公表文については、「平成11年12月17日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（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。」である。

篠塚委員

ゼロ金利解除を提案する理由を申し上げる。今回の景気判断は一歩さらに前進させている。私の解釈では完全にデフレ懸念が払拭できる展望がみ

えるところまできている。それにもかかわらず、ゼロ金利政策を継続していくことになれば、恐らく日本銀行のクレディビリティーに問題を生じるのではないかと思う。足許必ずしもしっかりと自律的回復のデータを確認している訳ではないが、先行きに関してこれだけはっきりと前向きの姿勢を出していながら、依然、同じ政策を続けていくことに関しては、明確な説明が必要なのではないかと思う。

中原委員

提案理由の中で一番大きいのは、現状でウェイト・アンド・シーの態度を採るべきではないということである。現在は構造問題の調整が十分に進まず相当大きなデフレやＧＤＰギャップを抱え、ＧＤＰデフレーターが３期連続マイナスになっている中で、政府が経済新生対策を打出した時期である。それとシンクロナイズするような格好で金融緩和策を打出すことにより、できるだけ早く日本の潜在成長力――私は 2％程度と考えている――への成長軌道に乗せてやることが必要である。金融政策のラグは、１年程度と考えられるため、現在打ち出さないと来年下期以降の財政が失速する時期に間に合わないのではないかと考える。金融政策のラグを考えてフォワード・ルッキングに金融緩和策を打出すべきである。第二の理由として、現在のゼロ金利政策は、継続するか解除するかというゼロ・ワンの世界であり、フレキシブルな対応が非常に難しい。従って、ここで量に移行してフレキシブルな対応をするとともに、自由度の高い金融政策を採り、ある程度金利を自由に上下させながら様子をみることが必要である。それは現在のような株高の時期にやるのが適当である。

三番目の理由としては、インフレーション・ターゲティング――私はゼロ・ターゲティングと言っている――については、国際的な学界の動向や世界の中央銀行の動きからみて、やはり一つの大きな潮流になっており、物価に関する国民の期待形成においてアンカーの役割を持たせることができる。また、中央銀行の金融政策の正否を国民が判断する上での物差を提供する。それにより、アカウンタビリティーを向上させるメリットがあ

る。わが国も早急に導入を図るべきである。日本銀行はわが国経済において物価の安定に主たる責任を持っている訳であり、その立場からその目標数値を明示的に国民に示すことが必要である。それにより初めて日本銀行の説明責任、結果責任を果たし得ると思う。最後に、提案しているのは、2年後でゼロ・インフレであり、大変にモデストな格好であるが、このような将来時点でのＣＰＩの目標を明示的に提示すれば、物価だけではなく、その背後にあるＧＤＰの成長率等、経済のパスがどうなるかについても明示的に予測し、金融政策を運営することになる。その点で、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採れると考える。

速水議長

質問か追加的な討議があればお願いする。

それでは採決に移らせて頂く。篠塚委員案、中原委員案、議長案の順に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］

山口副総裁

私は討議に参加出来なかったため、採決に参加しない。

［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

武富委員

三木委員
中原委員
植田委員
田谷委員
棄権：なし
欠席：山口副総裁

小池政策委員会室長
　篠塚委員のご提案を採決の結果、賛成 1、反対 7 であった。山口副総裁は欠席扱いとする。

[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]

<u>議決結果</u>

賛成：中原委員
反対：速水議長
　　　藤原副総裁
　　　武富委員
　　　三木委員
　　　篠塚委員
　　　植田委員
棄権：田谷委員
欠席：山口副総裁

小池政策委員会室長
　ご報告する。中原委員のご提案を採決の結果、賛成 1、反対 6、棄権 1 であった。

[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
　　　武富委員
　　　三木委員
　　　植田委員
　　　田谷委員
反対：中原委員
　　　篠塚委員
棄権：なし
欠席：山口副総裁

小池政策委員会室長

議長案を採決の結果、賛成 6、反対 2。反対は中原委員、篠塚委員であった。

速水議長

それでは議長案が可決された。反対の方は、反対理由を明確にしておかれたいということであればどうぞ。

篠塚委員

第一点は今回景気判断を着実に上方修正したことによりデフレ懸念の払拭が展望できる状況の入口まで至ったと判断する。そうした判断にも拘わらず、なおゼロ金利政策を継続するとなれば、中央銀行のクレディビリティーを失わせるのではないかと思う。二番目は、景気判断の上方修正にもかかわらずゼロ金利を続けることにより、副作用である構造調整の進捗を一段と遅らせ、さらにその解除の時期を難しくさせる。最後に、金融経済情勢が最悪期を脱したと判断できるならば、できるだけ早く金融政策を

元の状況に戻し、上げ下げができる中立な状況に戻しておくことが必要であり、それが残存している様々なリスクへの対応として必要なのではないかと思う。

中原委員

一つは、現在の状況をみるとアップサイド・リスクはほとんどないが、ダウンサイド・リスクはかなり残っている。特に政策効果の息切れ、あるいはさらなる円高の悪影響等が懸念されるため、現状維持という政策は採るべきではない。第二はマネーサプライ、マネタリー・ベース等の量的な指標が一段と鈍化しており、円高プレッシャー、あるいは景気への悪影響等にも繋がりかねない。こうした状況に対応するためには、さらに一段の量的な金融緩和が必要であり、現状維持では不十分である。三番目に、恐らく4月以降には財政赤字が拡大していく中で本行に対する日銀引受け、あるいは買い切りオペ増額等の要請が非常に強まってくると懸念される。従って、手をこまねていると完全に受け身の状態になるため、予めはっきりしたポリシーを打出し、それ以上は引き受けられないことを明確にすべきである。四番目に、現在のディレクティブでは日銀のアカウンタビリティーが十分に発揮されているとは言えない。例えば、潤沢にとか、デフレ懸念が払拭されるまでなどと非常に分かり難い抽象的な表現が多い。従って、政策目標として何がいつどうなることを目指しているのかが明確に分からない形になっている。議長案は日本銀行が先行き１年あるいは２年後に物価あるいはＧＤＰその他重要な経済予測がどうなっているのかを伝えておらず、アカウンタビリティーを果たしていない。

［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の継続が決定された。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、約30分後に行なうので、それまでの間は厳に出席者限りでお願いする。

Ｖ．金融経済月報の検討

速水議長

次に、金融経済月報の検討と採決に入る。金融経済月報のうち最初の4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願いたい。まず、調統局吉田課長と企画室の雨宮課長からポイントを説明して下さい。

吉田調査統計局経済調査課長

12月金融経済月報基本的見解の実体経済部分について、ポイントをご説明する。まず、総論部分を読み上げさせて頂くと、「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ている。こうしたもとで、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。」としている。前月と比べ、「下げ止まりから持ち直しに転じつつある」という文章が「転じている」と変わっている。また、民間需要の文章の前に「こうしたもとで」ということで、「民間需要を巡る環境が徐々に改善しつつある」という文章を挿入し、全体で三つの文章から構成するように変えた。今月の一番大きな特徴は、従来は輸出から生産・所得への波及プロセスを中心に考え、そうした下で判断を修正してきたが、今月はむしろ企業部門で起こりつつある変化、例えば収益面、キャッシュ・フローないし利益率の改善、あるいは設備投資が下げ止まり気配をみせている点に注目して総論部分の判断を変えている点である。

各論以下についても、基本的に流れを踏まえて変更させて頂いている。まず、最終需要では、設備投資の記述を「下げ止まる気配をみせている」としている。先月までは「減少テンポを緩めつつも、基調としてはなお減

少を続けている」としており、この部分は表現を進めている。輸出と生産は単に10月単月の統計がやや前月比減少になり振れがあったので、「傾向である」とか「基調である」という言葉を加えたのみである。企業の業況感については、短観、法人季報等により企業の収益が改善していると窺われるため、「企業収益の改善も明確化しつつあり」とやや強目の表現にしている。先行き部分の記述では、アジアを始めとする海外景気の回復が生産面に及ぼすプラス効果については、これまで生産面だけで指摘していたが、今月はそれに加えて「それが企業、ひいては家計の所得面にも好影響を及ぼしていくとみられる」と、外生需要から生じる乗数効果を先月よりもポジティブに評価している。大きく変えたのは、企業のリストラに関する書き振りである。先月までは企業のリストラ自体は意義があるが、それがもたらす合成の誤謬について懸念するような書き振りにしていたが、実際、人件費の削減がかなり進むなどリストラ効果を挙げつつある。そうした下で民間需要を巡る環境が良くなっているため、今月は「企業部門では、リストラによる収益改善が相応の効果をあげつつあるが、控え目な売上見通しのもとで、設備投資に対する慎重なスタンスが暫く続くと考えられる」という書き振りに変えてある。その後の「民間需要を巡る環境が徐々に改善しつつあるとはいえ」については冒頭表現の変更に伴い先月まで「景気が持ち直しに転じつつあるとはいえ」と書いていた部分を変えた訳である。

物価に関しては、単月の輸入物価の動きで方向感が逆になったため、テクニカルな修正を施している。物価の先行きに関しては、先月まで「一部の財・サービス価格の下落が続いているものの、既往の原油価格上昇の転嫁が暫く続く」という書き振りで概ね横這いとしてきた。すなわち目先の要因だけを指摘するスタイルにしていたが、今月からは、実際の需給バランス等が色々な指標で改善してきているのではないかということもあるため、需給バランスの改善を一つ加えた。また、先月まで「物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存する」と書いていたが、この書き振りでは目の前にそうした低下圧力があるような感じが出る。これまでの議論

では低下圧力自体には当然引き続き留意していく必要があるが、当面外生需要によるサポートが続き、民間需要を巡る環境も改善していると考えられるため、書き振りを改めた。

雨宮企画室企画第1課長

金融パートについては、最後のパラグラフ以外は専らこの1か月間の市況等の変化に伴うテクニカルな内容変更と修正である。一番最初のコール市場残高は、先月は「横這い圏内」であるが、足許では23兆円程度まで若干増えているため、その旨を記述している。ターム物金利は、足許の2日間は多少ピックアップしているが、レベル的にはピークと比べると相当下がっており、ここは「急速に低下した」ということで宜しいかと思う。その他市況の変化に応じて修正しているが、後程この2、3日の変化で若干修正した方がよいと思われるものは纏めて説明させて頂く。

多少変えたのは一番最後のパラグラフである。先月までの表現はこの春先以降続けてきたものであるが、まだゼロ金利政策が金融市場や金融市場における投資家の行動にどのような影響を与えるのかよく分からないため、それを注視していくというような表現として、「今後投資家のリスクテイク姿勢や民間銀行の融資態度の変化がどのように進み…」となっていた訳である。しかし、現段階においては、社債市場の環境の好転や金融機関の融資姿勢の取り敢えずの積極化を背景に企業の資金繰りも緩和してきているため、それが今後「実体経済活動にどのような影響を与えていくのか」と、いわば着眼点をワンポイント前にずらした表現にしている。

この間の変化に伴いお手許にあるものを修正する必要があるのは、まずジャパン・プレミアムである。今お手許にあるものは、「ジャパン・プレミアムは、年末越えの取引に若干のプレミアムが生じた状態が続いている。」となっているが、これは既に解消しているため、「年末越えの取引も含め、足許ではほぼ解消されている。」でいかがか。次に、長期国債流通利回りが「1.7%台半ば」となっているが、「1.7%台前半」に直させて頂いてはいかがか。三点目は、為替レートが「概ね102円台」となってい

るが、この3日間は103円に足がついているため、「概ね102～103円台で推移している。」としてはいかがかと思う。

中原委員

設備投資の表現は時間的にどの程度のことを考えているのか。下げ止まる気配をみせているとする一方で、基調としてはなお減少としている。それは共存するのか、それとも下げ止まってしまい基調が変わったのか。

吉田調査統計局経済調査課長

まだ確実に変わったとは言えないが、間もなく下げ止まりそうな気配が感じられるため、先月よりは判断を前に進めている。まだ下げ止まったとはみていない。

中原委員

基調として減少を続けているというのは生きているのか。この判断の背後にあるのか、ないのか。

吉田調査統計局経済調査課長

微妙な局面に差し掛かりつつある。

植田委員

微分係数がマイナスからほぼゼロに収束しつつあるという状況ではないか。

中原委員

基調的には完全には変わっていない訳か。変わったのか。

吉田調査統計局経済調査課長
微妙である。恐らく下げつつあるのと、下げ止まっているとの間の微妙なところである。

雨宮企画室企画第1課長
気配であり、ここ2か月は気配があったが、やはり基調は変わらなかったということも一応あり得る訳である。従って、背景説明の部分でも引き続き減少しているという表現はないが、基本的には下げ止まる気配をみせているという以上の詳しい説明を入れていない。そうした感触が得られ始めているというところである。

速水議長
それでは採決して下さい。

[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
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：山口副総裁

小池政策委員会室長

基本的見解の採決の結果、賛成8であり、出席委員の全員一致である。

速水議長

ただ今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。本件の対外公表は12月21日午前8時50分に行なう。

Ⅵ．平成12年1月～6月の金融政策決定会合開催予定日の決定

速水議長

最後に、来年1月から6月までの半年間について、決定会合開催予定日の承認を頂きたい。決定会合の開催予定日は、先行き6か月の日程について3か月毎に承認を頂いたうえで、対外公表している。来年1月から6月までの半年分について、お手許の日程で宜しいか。

[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致したい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

<u>議決結果</u>

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

Ⅶ．閉会
速水議長
以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は、新年1月17日を予定している。

（午後3時44分閉会）

以　上