

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年2月10日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 大野功統 総括政務次官（9:00～12:37）

原口恒和 大臣官房総務審議官（13:30～16:01）

経済企画庁 河出英治 調整局長（9:00～16:01）

（執行部からの報告者）

理事

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会する。

(午前9時開会)

本日の取り進め方を説明する。まず、前々回会合の議事要旨の承認を行ない、続いて金融経済情勢に関して執行部から報告がある。その後、金融経済情勢に関する委員の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府からの出席者のご発言、採決、最後に金融経済月報の基本的見解の取り纏め、という順で進めて参りたい。

本日、政府からは大蔵省から大野総括政務次官、経済企画庁からは河出調整局長が出席されている。なお、大野次官は午前中のみで、午後は原口総務審議官が出席と伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としている。委員および政府からの出席の方々におかれては、このことを前提に発言頂きたい。

II. 議事要旨(12/17日開催分)の承認

速水議長

最初に、前々回99年12月17日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異議ありませんか。

[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2月16日午後2時公表である。

[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

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢等に関する執行部からの報告に入る。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おう。

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は、Y 2 K対応で発生した余剰資金の吸収オペレーションを1月17日で終了、18日以降は、連日朝方から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、積み上1兆円を維持する資金供給を行ってきた。その結果、無担コール・オーバーナイトレートは加重平均レート、中心レートとも一貫して0.02%の実質ゼロ金利水準に貼り付く格好となった。ここに至るの特徴は、都銀など多くの金

融機関が再び超過準備保有回避の姿勢を強めており、積みの進捗を意識的に遅らせる資金繰りを行なっているため、積み上幅の実績は積み下ないしリザーブ・ニュートラル前後の日が多くなっていることである。その分、短資預金を主体とする非適用先の残高が積み上がる形となっており、足許の資金余剰感が極めて強い状況が続いている。超過準備等の動きをみると、Y2K要因のあった12月期を除き、非準預先のウェイトが徐々に拡大している。

ターム物レートの動向は、1月22日のG7共同声明を受けてゼロ金利政策の早期解除期待が後退したため、1月下旬以降総じて低下傾向にある。例えば、ユーロ円出合いレート6Mは1月17日の0.16%から24日には0.13%、その後0.11%にまで低下している。また、短期国債3Mは、1月17日の0.105%から最近では0.05%前後まで低下している。ターム物レートの動きで注目されるのは、一つは2月29日越えのレートである。例えば、ユーロ円出合いレート1Mは2月29日越えとなる1月末以降若干強含んでいる。これは一部の金融機関が閏日に関するいわゆる2月29日問題を警戒し、資金調達をやや積極化させているためである。もっとも、ユーロ円出合いレートの1Mと3Mの推移をみると、年末越えとなる11月末ないし12月初には0.03%から0.76%に大きく跳ね上がったのに対して、今回の2月29日越えは0.03%から0.05%へ僅か2bpの上昇に止まっており、この問題は現在のところマーケットで然程大きく意識されている訳ではない。

今一つの注目点は短期国債のイールドカーブの変化である。1月17日のイールドカーブでは4月以降償還のレートが0.10%を越える水準まで上昇している。来年1月以降償還分についてはレートが0.235%まで跳ね上がっており、その後G7声明公表後はゼロ金利早期解除期待の後退などからイールドカーブが大きく下方にシフトしている。2月9日は6月償還分までが0.05%前後の水準でフラット化しており、7月償還分以降のところではイールドカーブが立つ格好となっているが、来年1月償還分のレートでも0.155%と1月17日対比でみると8bpの低下となっている。このイー

ルドカーブからは、少なくとも6月まではゼロ金利が続くとの市場の見方が読み取れるように思われる。

このようにゼロ金利早期解除期待が後退し、足許の資金余剰感が強まる中で、金融調節面では資金供給に苦勞する局面が続いている。先行き3月までの要資金供給額を見通すと、当面3月2日までは資金不足が拡大し、3月2日のピークにはネット資金供給残高が38兆円に達する見込みとなっている。3月2日に38兆円を供給するために、1月末対比でオペによる新規の資金供給をどの程度行なわなければならないかであるが、短期のネット資金供給の3月2日残高と1月末の残高の差が9兆9,000億円になり、この9兆9,000億円を1月末から3月2日までにネットで供給していかなければならない。しかし、この間に28兆円もの既往オペの期落ちが到来するため、新規のオペによる必要資金供給額は合計38兆円となり、毎日1兆2,000億円を供給していく計算になる。2月29日には、恐らく昨年9月8、9日のように安全のため余分な資金を抱える先が出てくる可能性が高いことを勘案すると、28日までに資金供給残高を3月2日のピーク時を充足する水準まで積み上げておきたいと考えている。このため、先程1兆2,000億円と申し上げたが、閏日対応から余分な資金を抱える先が出てくる可能性が高いことや最近の資金供給オペで未充足になっている分を考えると、連日1兆7,000億円程度の供給を行なっていかなければならない。しかし、金融機関サイドでは足許の資金余剰感が強いというのに、先行きについてもゼロ金利政策継続を予想して資金繰り不安をほとんど感じていないため、今から積極的に調達に動く姿勢を示していない。この結果、資金供給オペのパフォーマンスがここにきてかなり悪化してきており、応札倍率が軒並み落ち込んできているほか、落札レートも0.01%まで低下するものが増え、1月31日以降は札割れとなるオペが目立ってきているのが実情である。こうした状況の下で、2月1日から相対的には集玉パフォーマンスの良い年度末越えのオペを開始し、これを多用するなどの工夫を凝らしている。今後も2月29日問題の帰趨をも含めた市場動向を睨みながら、必要な資金供給が的確に行なわれるよう万全を期して参りたい。

最後に、かねてからの懸案である資金需給表等の公表方式の見直しを実施することとしたので報告したい。現行の準備預金をベースとする資金需給表や積み上幅の概念は、金融調節による資金供給が全て所要準備の積立額に反映されることを前提として構成されている。しかしながら、ゼロ金利政策の下で従来にない豊富な資金供給が継続され、かつその相当部分が超過準備や準備預金非適用先の当座預金残高として保有されている結果、毎日公表している資金需給表上の資金過不足額や積み上幅の見込み額と実績がそれぞれ大幅かつ恒常的に乖離するなどの問題が発生している。本件については、本会合でも度々議論頂き、積み上幅や資金需給予想の在り方も含めて、全体的に見直しを行なうべきとの指示を頂いたところである。こうした問題点は昨年末のY2K対応による大量の資金供給により、これらの乖離が巨額になったため、一部マスコミからも積み上幅の量的指標としての意義を疑問視するコメント記事が出されている状況である。

このような状況や委員方から本会合で頂いたご意見等を踏まえ、今回資金需給表の公表形式等を見直すこととした。ポイントは二つである。第一は、資金需給表を現行の準備預金をベースとする形式から、当座預金をベースとする形式に改めることである。具体的には、資金過不足、つまり銀行券、財政を足し合わせた資金過不足と金融調節の合計を——従来は準備預金増減と表わしていた訳であるが——当座預金の増減として表わす形になる。当座預金は超過準備や非適用先の当座預金残高を含む広い概念であり、これらの残高がどのように増減しても、資金過不足の予測と実質的な乖離の問題は生じないことになる。第二のポイントは、積み上幅見込み額のアナウンスメントの見直しである。具体的には、即日スタートの金融調節オファー時である9時20分に行なっている積み上幅見込み額のアナウンスを止め、当日の金融調節と、その結果としての当座預金残高の前日比増減額見込みをアナウンスすることとする。例えば、「短国買現先オペにより3,000億円の資金供給を行なう。この結果、本日の当座預金残高は前日比1,000億円の増加となる見込みである」といった表現になる。このように積み上幅見込み額の公表を止めることにより、実績との乖離の間

題がなくなるだけでなく、積み上幅が本行の政策スタンスを表わすシグナルかのような一部の誤解を解いていくうえでもプラスに働くものと期待している。これらの措置を実施すれば、資金需給表等の金融調節関連情報がより適切で分かり易いものとなり、金融調節に関するアカウントビリティの一層の向上に繋がるものと考えている。なお、本件は来週 14 日に対外公表を行ない、その後システム対応等実務面での準備を整えたうえで、3 月 16 日の 3 月積み期の初日から実施する予定である。従って、14 日の夕刻まで対外厳秘の扱いでお願いしたい。

速水議長

公表の仕方は金融市場局長に任せる。これまでの積み上や積み下の公表が誤解されがちであったことを考慮して、現状に適合した分かり易い方法を考えてくれたものと理解している。

中原委員

1 日当たり 1.2 兆円積むのが本来であるが、2 月 28 日までに積み上げたいため 1.7 兆円で積んでいくという理解でよいのか。

山下金融市場局長

札割れが起きていることと、これまで毎日 1.2 兆円のペースで出来ていなかったこともあり、1.7 兆円のペースでないと間に合わない。

中原委員

これまでは毎日どの程度のペースだったのか。

山下金融市場局長

平均的には約 1 兆円のペースである。

中原委員

実績か。

山下金融市場局長

実績である。確かに毎日のように札割れは起きているが、額自体はそれ程大きくはない。ただ、昨日は1兆5,000億円のオファーに対して6,000億円と大きく割れた。

田谷委員

発表する時は、これまでの形式と新形式の実例のようなものも併せて示すのか。

山下金融市場局長

勿論、対外公表の時には記者に十分説明しなければならないと思っており、両方の対比、変更点をしっかり示したい。

中原委員

先程1月の償還が何と言ったのか。

山下金融市場局長

昨日の短国イールドカーブの状況では、6月20日償還分まで大体0.05%前後に下がってきている。これは、6月20日償還分まではこれでも買える、すなわちゼロ金利が続くと想定している訳である。その後は、イールドカーブが若干立っている。昨年6月4日時点のイールドカーブでは、1年先までゼロ金利が続くとの期待から0.03~0.04%で横這っていたが、それが6月10日のGDP統計の発表で大きく形状が変わった訳である。現在のカーブの形状から6月頃までは、ゼロ金利が続くとマーケットは見ているものと読み取れると申し上げた。

篠塚委員

マクロでは資金不足になることが分かっているものの、足許では金融機関は全く取る積もりがない状態であるとすれば、3月2日のピークの近くには金利が大幅に跳ね上がることが予想されるのか。

山下金融市場局長

そうした状況が起きないように、万全を期していきたい。仮に計画しているペースで資金供給ができず、最後に巨額の不足を埋めるために大量供給に動くことになれば、金利が上がり多少混乱が生じることになる可能性が大きい。Y2Kの時は皆が資金が欲しいため、いくら供給してもオペレートが上がっていく形で46兆円もの供給を行なった。今回は先々資金が足りなくなるのは分かっているが、実際には当面の資金繰りに不安がない訳である。何か起きたとしても、日銀が必ず供給してくれるという安心感がある。マクロ的に不足するのは、国債とFBの発行増加が主な理由である。これは例えば証券会社などが引き受ける場合の資金調達については、短期金融市場での資金調達を増やしたり、日銀のオペに依る必要がある。従って、我々としては資金不足がピークとなる3月2日までにできるだけ資金供給を行ない、足許の余剰分は売出手形で吸収、そのエンド日を3月2日以前に設定する形で、最後に1日に何兆円も資金供給するようなことに追い込まれないようにオペを組んでいる。現在はミクロ的には足許はじゃぶじゃぶであり、先々は資金が大幅に不足する時期となるが、それは日銀が供給してくれるであろうから今から手当てしておく必要はないというミクロの見方と、マクロでは前もってある程度供給しておかなければ間に合わないという、一種の「ミクロの合成の誤謬」的な事態が起きている。

篠塚委員

各金融機関ではマクロ的には最終的には中央銀行が供給してくれるだろうと思っており、日銀としては色々工夫をしつつ準備しているというこ

とか。

山下金融市場局長

然り。要するに事前に供給しておかなければ不足する。例えば国債が大量に発行されたり、T Bの発行等で実際のファンディングが必要になってくる。Y 2 Kと違うのは、金融機関の資金繰りについては全く不安感がないが、他方マクロでは確実に足りなくなる点である。そのことは我々も一生懸命マスコミなどに説明したりしているため、資金需給の先行き見通しについては十分認識されてはいるが、個別行としては今から調達しておく必要はないという感じになっている。

中原委員

いざとなれば、日銀が面倒をみてくれるということか。

山下金融市場局長

最終的にはそういうことである。ただ、各行が一斉に調達に走れば金利が上昇する訳であり、それは避けたい。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場、海外金融経済の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

円の対ドル相場は、1月27日頃までは104円から105円の狭いレンジで安定的に推移してきたが、28日から2月初めにかけて急速に円安方向に振れている。2月2日には昨年9月中旬以来の109円台を付けた後、現在も109円を挟む展開である。ユーロの対ドル相場は逆に1月下旬以降急落し、1ユーロ・1ドルのパリティー水準を大きく割り込んだ。一時は既往ボト

ムの 0.96 台まで下落したが、その後若干反発し 0.99 台で推移している。因みに、ユーロ発足時のレートは 1.16 台であり、現在のレベルは発足時に比べると 15% 方下落したことになる。このように先月末からは、いわばドル高の状況が続いているが、その背景には米国経済、資本市場の堅調持続という事情がある。こうした相場の動きを名目実効レートで見ると、現在のドルの実効レートは少なくともここ 10 年間の最高値にある。一方、円の実効レートについては、足許はマイナス方向になってきているとはいえレベルそのものは 95 年当時の 80 円の頃と同じであり、超円高局面を除けば、なお相当高いレベルにある。

最近の円安の背景を改めて整理すると、一つは米国経済の市場の予想を上回る好調の持続であり、二番目は日本経済に対するある意味では行き過ぎた回復期待感の後退が基本的に効いていると思う。日本経済に関し市場で指摘されている材料としては、一つは昨年第 4 四半期の GDP に関する悲観予想である。堺屋経済企画庁長官が第 4 四半期の GDP は第 3 四半期に続いて二期連続マイナスになると発言したことがそうした悲観予想のきっかけになっており、市場では前期比で -1% 前後になるという予想が一般的である。二つ目は日本の財政事情の悪化に対する不安が指摘されている。これは以前からのムーディーズが日本の格付けをさらに 1 ノッチ下げるのではないかというルーマーや、最近では東京都が大手銀行に対して外形標準課税導入構想を打ち上げたことが多少嫌気されている。こうした中でドルの下値不安が後退し、特に短期金利を中心とした日米金利差にも注目が集まっており、ドル買いの材料とされている。

対内外証券投資の推移について、資金フローから眺めてみたい。結論的に申し上げますと、対内外証券投資は 1 月は対外中長期債投資、対外株式投資いずれもネットで処分超である。日本から外へは証券投資に絡む金が流れず、むしろ処分超で入ってきている。一方、外から日本に入ってくる対内中長期債投資、対内株式投資は中長期債投資を中心にかなりの流入になっている。要するに、対内外証券投資ではネットで大幅な流入超となったということである。この面からはドル余剰になるが、一方でシカゴの I

MMが1月中に非常に大きなショートポジションを作っているとか、あるいは日本の生保や信託が外債投資にかかるヘッジ外しを相当積極的に行なった事実もあり、いわば先物の世界で円売りドル買いが進行しているということである。それがこのところの円安を裏付ける一つの背景かと思う。繰り返しになるが、日本から海外へ大量に資金が流れ、それが円安を主導している訳ではない。2月に入ってから基本的な状況は変わっていない。

ユーロ安については、ユーロ経済の回復傾向が非常に明瞭になっているだけに、何を背景にユーロ安になるのか今一つ分かり難い面がある。ユーロ安の背景について敢えて言えば、一つはユーロが発足した時のレートそのものが相当高かったことである。1.16というレートはユーフォリックなムードの中で高く形成されたことに対する修正が起きているのではないか。二番目は米国経済が予想外に好調であることである。それに加え、欧州域内での構造問題の取組みの遅れに対する失望感が市場におけるユーロ安センチメントを助長しているという指摘もある。

次いで国際金融、海外経済についてご報告する。FOMCは2月中に利上げを行なったが、その後の長期金利の推移を国債利回りでみると、特に30年物の国債を中心に全般的に低下した。2月に利上げを行なったが、FF先物金利の推移をみると市場では追加的な利上げを織り込む展開になっている。短期については少なくとも先高感がなお強い。米国の株価については、ニューヨーク・ダウはやや軟調に推移しているが、S&Pが上昇、NASDAQ、中小企業の株価を代表するラッセル2000はいずれも既往ピークを更新する展開になっており、米国株価は全体として引き続き堅調である。欧州においてもECBが2月3日に利上げを実施している。この間、長期金利はユーロ安を嫌気して強含む場面もあったが、達観すればほぼ横這い圏内で推移している。一方、株価は欧州景気の回復、あるいは企業再編に伴う企業収益の改善期待を反映して上昇しており、ドイツ、フランスでは既往ピークを更新している。以上、前回決定会合以降の米欧金融市場の特徴を纏めると、中央銀行による利上げが先行きのインフレ期待を未然に防ぐ措置と受け止められて長期金利が落ち着き、これが取り敢

えず好感されて株価が堅調に推移するという展開のように窺われる。

次に、海外景気は米国経済の予想を上回る好調持続、欧州経済の拡大傾向、エマージング経済の回復という世界同時景気回復傾向に変化は窺われない。米国では第4四半期の実質GDP推計値が出ているが、前期比年率で5.8%と第3四半期に続いて非常に高い伸びになっている。99年の暦年のGDP前年比は4%を記録している。雇用面では1月の失業率は4.0%と30年ぶりの低水準に落ち込んでおり、労働市場は非常にタイトな状況が続いている。先日公表された第4四半期の非農業部門の労働生産性は前期比年率で5.0%、前年比で3.3%と非常に高い伸びを示している。これまでのところインフレの表面化が回避されていると思う。ユーロエリアの景気は輸出の好調に加えて個人消費も堅調の度合を増しており、拡大基調を保っている。

最後に東アジア経済については、輸出の好調に加えて、個人消費、設備投資、いわば内需にも持ち直しの動きが広がりつつある。2000年の成長率予測が出ているが韓国を除いて伸びを高める状況になっている。ただ、日本との関係では、NIEs、ASEANの4か国の合計、8か国の成長率を日本からの輸出ウェイトで加重平均したベースで見ると、2000年にかけて成長率そのものが高まるが、99年からのゲタを除いたベースで試算すれば風速的にはやや減速するイメージである。

韓国の大宇の件を報告する。経営破綻した大宇グループの対外債務再編に関する交渉が難航していたが、1月22日、韓国当局、外国債権銀行団の運営委員会、大宇グループの三者は、当該債権を韓国当局が買い取る案に基本合意した旨公表している。同案について、債権銀行団の多数の同意が得られるかが注目されている。このステアリング次第では金融市場においても一混乱あるかと注目されていたが、事態は解決に向かって良い方向に動いていると思う。

植田委員

ユーロエリアでは消費者物価のコア部分は落ち着いているのか。

平野国際局長

落ち着いている。

植田委員

生産者物価の前年比はかなり上がってきているが、これは景気との関連なのか、それともユーロ安の反映なのか。

平野国際局長

ユーロ安、原油価格の上昇がここに映じている。確かに景気は良くなっているが、アメリカに比べればまだ景気回復初期の局面であり、稼働率もそれほど上がっていない。従って、ECBは先行きのインフレを心配し始めているが、足許ホームメイド的にインフレが生じてきている状況ではない。

植田委員

韓国の大宇グループが負っていた債務の政府による買取りは、債権者に損が出るような買取りか。

平野国際局長

掛け目が6割と言われている。

中原委員

円安に関連して海外で経済の先行きに対する色々な論調が出ていると思うが、最近はどうか。

平野国際局長

まず第1四半期、第2四半期のGDPが合わせて相当高かったため、日本経済も順調に回復するのかと思っていたところ、二期連続のマイナスに

なるとすれば、やはりそうでもなくリセッション、ダブル・ディップではないか、先行きは大丈夫かという論調が聞かれるところである。次に、それと絡めて、日本銀行のゼロ金利政策は結構長期化するのではないかという見方が強まっている。三番目は、ここにきて財政収支の悪化に対する懸念が日本経済の足枷になりはしないかという議論が幾つか出始めている。それにはさらなる格下げルーマーや東京都の外形標準課税構想も相当に効いていると思う。

中原委員

どういう受け取り方をしているのか。

平野国際局長

それ程財政事情が悪いのかという受け止め方である。金融機関の再生を妨げるし、日本経済全体にとってはマイナスではないかとみられている。いずれにせよ、地方財政の悪化の象徴として受け取られているということである。

山口副総裁

そうした見方と、資本が日本に入り続けていることは、どう関係付けて考えるのが良いのか。1月の動きとしては、資本の流れは本邦資本が処分超、海外資本が流入超であり、円高になって良いはずだが逆になっている。

平野国際局長

2月は債券市場には資本が入ってきていないが、株式市場に入ってきている。対外的にはほとんど流出しておらず、基本的には同じ基調が続いている。その部分の資金のフローだけから見ると、むしろ円高ではないかと思うが、一方で例えばIMM辺りのポジションをみると、去年の秋以降、年末頃迄は約6万枚の相当な円ロングだったが、現在は約4万枚の円ショートであり、むしろ相当円安に向かうポジションを張っている。生

保・信託のヘッジ外しや、円キャリー・トレードなども若干出ているかもしれない。それらが合わさり、相場としては内外資金フローが逆に動いているにもかかわらず円安が進んだということである。しかし、先物でポジションを張って買っている動きが円安を主導しているとすれば、何かのきっかけで相場観が変わると円高に動く逆の巻き戻しが起きるといった感じがする。先物で相場を張っている動きの根拠としては、基本的にはファンダメンタルズでみた日本経済が米国経済に比べて予想していたよりも良くないため、取り敢えずそちらの方に張っておこうということだと思う。今一つは、そうした状況であれば、日本の機関投資家もいずれ海外に投資をし始め、つれて資金が外に流れるため実際その面からも円安の力が働くと思っている節もある。ただ、いずれにしても、このまま一気に円安に向かうとも言えない状況であり、今日辺りは非常に方向感のない展開となっている。やはりアメリカがどうなるのか、日本の10~12月のGDPが実際にどうなるのかが非常に注目されており、3月短観も市場参加者の視野には入ってきている。

山口副総裁

市場の中で円高観、円安観が拮抗している感じか。

平野国際局長

リスク・リバーサルでみると、ドル・プットが相当のドル・コールに転じており、ドルの下値は固くなっている感じであるが、1日で大きく動くので明日以降もこれで安定する保障はない。

中原委員

I MMは残高がかなり大きく振れている。

平野国際局長

昨年8月末の円ロングのピークが6万枚、11月下旬も円ロングで4万枚、

12月末が円ロングで2万枚であった。これが直近では円ショートで4万枚弱である。1枚が1,250万円であり、4万枚ということは約5,000億円のショートというイメージで捉えられる。あとはアネクドータルな話であるが、投機筋を含めてどちらかと言えば、ドル・ロングで持っていると考えざるをえない。

速水議長

個人のドル預金が増えているとか、先日の野村の8,000億円の投資信託設定といった資金がドル債投資に回っているということはないのか。

平野国際局長

個人のドル預金は増えているが、全体の相場を左右する程のボリュームではない。二番目の野村の投信設定は国内株を中心にした投信であり、その金が海外に向かっている訳ではない。しかし、この先特に4月以降は海外物を繰り入れた投信を設定する動きが出てくる可能性はある。

田谷委員

円キャリー・トレードの動きが報道されている。最近は金の相場の動きも含むキャリー・トレードの動きが出ている訳であるが、これは銀行等にヒアリングすれば、多少は実態が分かるのか。

平野国際局長

銀行からみると、単にヘッジファンドに対して金を貸しているだけであり、その先をどこまで把握しているかは良く分からないし、少なくともマクロのデータはない。野村総研は一定の前提を置いて試算しているが、どの程度実態を表わしているのかは不明であり、報告するだけの自信がない。ただ、一昨年辺りに相当なキャリー・トレードが行なわれていたことは明白な事実である。現在は客観的には米国の資本市場は安定し、かつ金利差が開いているため、円を借りてドル資産に投資するキャリー・トレードが

出やすい環境である。そうした話がアネクドータルには聞かれる。ただし、そう大きなキャリー・トレードが出ているとは思えない。一つはヘッジ・ファンドは色々な意味で痛手を被っているため慎重になっていると言われており、余り大胆にキャリーを行なって儲けようという動きは一頃よりは少ないのではないかと思う。今一つは、仮に大規模なキャリー・トレードが行なわれているのであれば、為替の基調がこの程度の円安では止まらず、さらに円安方向に動くのではないか。キャリー・トレードが出ていることは事実であるが、相場を大きく左右するようなドミナントなファクターになる程に大規模なものではないと思っている。また、キャリー・トレードでは円を売ってドルに投資するだけでなく、金や商品に向かうなど、色々なことをしており、そこまで含めた実態となると掴み難い。

三木委員

東アジア、NIEs、ASEAN諸国のGDPにおける内需、外需依存度はどのような感じか。

平野国際局長

2000年のコンセンサス・フォーキャストによれば、投資も消費もプラスに出てくるとみられている。例えばフロントランナーである韓国をみると、コンセンサス・フォーキャストでは99年の実質GDPは9.7%、2000年が6.9%の予想になっている。このうち民間消費は99年が8.7%、2000年が6.8%、総固定資本形成が99年5%、2000年8.3%となっている。韓国は昨年から消費が非常な勢いで立上がり、ペントアップ・デマンドが一気に現われているため、消費は伸び率が落ちるが、内需としては相当な勢いを維持する。タイは99年の4.3%に対して2000年は5.1%の予想となっており、民間消費は99年2.6%、2000年5.4%と相当上がってくる。総固定資本形成は99年の-0.2%から2000年は+4.6%である。NIEs 4か国とASEAN 4か国の2000年の予想をみると、いずれの国も民間消費、総固定資本形成がプラスに出るし、99年との比較では韓国の民間消費

を除き全て消費、投資共々伸び率が高まるイメージになっている。しかも、2000年に対するフォーキャストのこれまでの推移をみていると、時間の経過につれて上方修正されているため2000年の見通しがさらに上方修正される可能性もある。

三木委員

上振れの可能性の方があるということか。

平野国際局長

然り。ただ、それ程大きな上振れではない。

中原委員

総固定資本形成には民間も公的も入るのか。

平野国際局長

公的投資も入る。

大野大蔵総括政務次官

経済成長が二期連続マイナスとなる場合に、季節調整による第4四半期と第1四半期との関係を海外では余り吟味しないのか。この冬のボーナスなどでも昨年の春闘で決めた先では-5%落ちたが、冬だけで決めた先では0.5%しか落ちていないなど、企業の景況感は良くなっている。そうしたことを考えると、日本人のライフスタイルと関連して、季節調整を若干考えないと、表面的な数字のみで外国から評価を受けたのではかなわないという気がする。その辺は何か対策を考えなければならない感じがあり、どのようになっているかというのが一点。今一つは、国の借金が多くなることと為替相場が関連している点である。このところ大蔵大臣も景気対策としては平成12年度予算を最後にしたいと考えており、その先2年間程度様子をみたうえで、いよいよ財政問題に取り組んでいこうかという発言を

されることがよくある。そうしたことは余り海外で評価されないのか。つまり、アメリカは日本に対して景気刺激策を要求してくるが、民間のムーディーズは日本を格下げしようとしており、官民で矛盾がある。やはり日本がやろうとしていることが然るべく評価されていない感じがある。そこはどのようにお考えか。

平野国際局長

テクニカルな季節調整が十分でないがゆえに、数字が歪んでいるのであれば、季節調整をしっかり行なうことが前提になるし、誤解があるところは解いていくことが必要だと思う。ただ一つだけ申し上げたいのは、海外からは日本国内の色々な細々とした指標はよく分からず、結局は分かり易いGDPや生産、あるいは短観やマネーサプライなどに注目し、それを中心に日本経済に対するイメージを固めるという面がある。その意味ではGDPは非常に重要な指標の一つであり、そこはしっかり統計を作り、かつ説明していくことが必要であろうと思う。

二番目の日本経済の財政を巡る話であるが、先程申し上げたのは、あくまで市場がどうみているのかである。引き続きその観点で申し上げますと、長期的にみれば日本は財政に大きな問題を抱えており、その改善に努力せざるを得ないことは分かっていると思うが、取り敢えず目先の世界で材料として取り上げる時には結局日本経済は民間の力が十分でなくまだ脆弱であるということである。従って、この先も財政で経済をサポートせざるを得ないのであるとみて、財政構造を長期的には建て直す努力をするにしても、短期あるいは中期的には財政構造の悪化が益々高ずる可能性の方が高く、例えばムーディーズが格下げをしてくるかもしれないというように市場は読む訳である。あるいは、日本の国債金利が従って上がってしまうかもしれないと読む。それを材料にして、例えば格下げとなれば日本経済にはマイナスであり、円は売りと連想されている。本当に日本経済が立ち直り、財政再建へ向けたプログラムが打ち出され、国内世論も含めてそのプログラムに信を置くならば、当然マーケットではプラスの評価になる

と思われる。取り敢えずマーケットの関心は、今少し短期的に財政が日本経済を支えなければならない状況の中で、財政構造は悪化するという事ではないか。

速水議長

構造改革の下で、従来の統計の在り方を注意深く考え、今少しミクロも見ていく必要がある。その辺は改めて議論したい。

次に、国内経済情勢について、村山調査統計局長から報告願う。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

ただ今の、GDPが仮に二期連続マイナスになった場合、どのような説明が可能かというご質問については後程お答えしたい。

まず概況である。公共投資と住宅投資は共に緩やかな減少に転じている。前月は公共投資は増加一服、住宅投資は頭打ち傾向と表現しており、今月は若干マイナスに改めた。個人消費は基本的には回復感が乏しい状態が続いている。設備投資は下げ止まりつつある。先月は下げ止まりの気配としていたが、こちらは若干ながらプラス方向に改めている。純輸出については足許の輸入の増加から10~12月は減少しているが、輸出はプラスであり、基調としては引き続き増加方向にあると判断している。生産は増加を続けており、企業収益の改善も明確化している。従って、企業部門における前向きの所得形成メカニズムは着実に作動している。ただ、多くの企業ではこれまでのところ設備投資に対する積極姿勢を誘発するには至っていない。今回は多くの企業ではという表現をしているが、意味するところは一部の企業は多少動き始めているということである。以上の総括判断は、わが国の景気は足許持ち直しに転じているということである。これまで輸出や生産を中心にと表現していたが、輸出については、足許、輸入が増えていることもあるため、全般的に持ち直しに転じていると表現している。先行きについての判断は変えていない。

今月の判断のポイントとしては、消費支出と設備投資をどうみるかではないかと考えている。すなわち消費については全般的に販売統計が弱い訳であるが、一方では衣料品輸入等が急増している。こうした異なる動きをどう解釈するかである。結論を先に申し上げると、従来からの回復感に乏しいという状況を逸脱するものではないと考えている。今一つのポイントである設備投資については、先行指標が引き続きプラスの方向を示している。また大手電機メーカーが相次いで来年度の設備投資計画の増額修正を公表しており、判断を幾分前進させた。物価面については、大きな変化はない。卸売物価はほぼ横這いで推移しており、消費者物価も同様である。企業向けサービス価格は小幅な下落を続けている。

先行きについては、公共投資は緩やかな減少が続くが、春以降は持ち直すと見込んでいる。純輸出も増勢を維持するとみられる。設備投資は企業収益の改善が続いているため、いずれは緩やかな増加に転じていく姿が想定される。ただ、企業が売り上げの増加に対して慎重な見方を変えていないこともあり、設備投資が明確な増加に転じるタイミングについては現時点ではなお見定めがたい。個人消費については、概ね所得に見合った形で推移する可能性が高いと考えている。物価の先行きについては、国内卸売物価は年央近くまで概ね横這いで推移する可能性が高まっている。消費者物価は概ね横這い、企業向けサービス価格は小幅な下落と見込まれ、概ねこれまでの状況が先行きも続くとみている。しかし、物価が再び軟化するリスクについては引き続き留意しておく必要がある。

各論について申し上げる。輸出は12月は2.7%増加したが、10~12月で括ると+0.2%の微増である。財別は情報関連が10、11月と減少している。これはY2Kに伴い国内需要が盛り上がり、輸出力が乏しくなったという一時的な要因も原因である。輸出の先行きについては、これまでの円高の影響が欧州向け自動車等の一部に出始めている。ただ海外景気の回復、情報関連財の需要拡大から考えると今後も緩やかな増勢が続くと見込まれる。

輸入については11月に合計で+16.6%と著増した後、12月の減少も小

幅に止まっている。10～12月で括ると、+5.8%とかなりの増加である。この中には米国からの飛行機の輸入があるが、これを除いてみても10～12月で+4.3%と、なお極めて高い伸びとなっている。12月の前年比は+19%と、この1年間かなり輸入が増えてきたことを物語っている。財別には11月に消費財、情報関連財がかなり増えている。12月は反落しているが、それでも10～12月を括ると消費財が6.1%増、情報関連財が9.5%増となっている。資本財も伸びているが、これは飛行機が入っているためである。輸入が増加した要因の一つは、Y2K絡みの輸入である。ただ、消費財については中国からの安値の衣料品等が著増しており、こうしたことを消費との関連でどう考えるかがポイントである。

次に、設備投資については現状製造業では下げ止まっている。全体でも下げ止まりつつあると考えている。一般資本財出荷は設備投資とほぼ同時に動くが、7～9月に+5.4%と大幅に増加した後10～12月は-1.3%となった。ただ、Y2K問題に伴い汎用コンピューターの調達が年末まで一時的にストップしたことが響いており、この分を差し引く必要があると考えている。しかも、最近になり大手電機メーカーが相次いで増額を発表しているし、機械メーカーからのヒアリングでも電子機器部品、あるいはその製造装置の受注が年明け後に活発化しているようである。先行指標等をみると、製造業の機械受注については下げ止まったとみられるし、建築着工床面積も振れはあるがほぼ下げ止まったと考えられる。また、リース取扱高は緩やかに増加している。非製造業についても、機械受注、建築着工床面積とも足許増加しており、リース取扱高についても下げ止まりつつある。ただ、建築着工床面積は11月に大型案件が集中している反動が出る可能性があるし、大企業の非製造業に対するヒアリング等でみても、さらに先行き設備投資を手控える恐れがあり、非製造業全体については下げ止まったという判断はまだできない。

次に、中小企業の動向である。調査により多少定義が異なるが、全般的に利益が回復傾向にある。これとかなり相関の高い設備投資実施割合等がこのところ上にきている。先行きについては調査によりなお慎重な見方も

あるが、先行きに対しては慎重にみるバイアスを考えると、恐らく中小企業も下げ止まりに向かっていると思う。12月の法人企業動向調査によると、99年下期の設備投資は9月調査に比べれば上方修正されている。ただ、前年比は上期が-5.9%、下期が-8.4%とマイナス幅は拡大したままとなっている。こちらは法人季報に比べるとサンプル数が少ないため幅を持ってみるべきであるが、一応留保事項としてこうした情報も頭に入れておく必要がある。全体としてほぼ下げ止まっているように見えるが、法人動向調査や非製造業大企業の今後の投資スタンスから勘案すると、明確に下げ止まったかどうかについての判断は3月下旬から4月にかけて公表される来年度計画に関するアンケート調査等を待ちたいと考えている。

個人消費関連指標をみると、まず消費水準指数勤労者世帯の12月は-5.1%とかなり落ち込み、10~12月で括ると-1.6%となっている。乗用車新車登録台数(含む軽)の10~12月は-5.4%である。しかし、1月は盛り返し12%増となっている。家電販売の10~12月は+3.3%と相変わらずパソコン、あるいは新製品が出た白物等を中心に売れ行きが良いようである。全国百貨店の12月は+1.1%、10~12月で括ると-0.5%と若干のマイナスに止まっている。しかし、全国スーパーマーケットの12月は前月比-1.3%と、11月の-4.8%後でもマイナスであり、全体として10~12月は前年比-2.1%の大きな落ち込みになっている。

以上、全体として消費指標が弱い一方で、通関統計では消費財の輸入が増えていることをどう解釈するかである。仮説としては二つある。一つは消費の実勢が非常に悪く、輸入が増えた分だけ流通在庫が溜まっているという仮説である。二つ目は消費の実勢は消費関連の指標からみて取れるよりは強めであり、輸入分は売れているという仮説である。事実関係を整理すると、まず家計調査は10~12月は減少する姿である。夏場と違うのは、ボーナス等が落ちた影響がストレートに消費支出の減少に繋がった点である。すなわち、今回はラチェット効果が生じていない。第二点目の事実として、家計調査の所得面はより対象範囲の広い毎勤統計に比べて減少幅がかなり大きいことである。具体的には、12月家計調査の所得が

-5.7%になっているが、毎勤統計では-2.9%に止まっている。恐らく家計調査に所得の弱いサンプルが入ってきた可能性があり、消費についてもサンプルバイアスが生じている可能性がある。次に小売指標については、百貨店とチェーンストアではかなり10~12月の売れ行きが異なっている。第四点目に、輸入は衣料品をはじめとして急増しているが、国内の流通在庫は私共が調べた範囲では積み上がってはいない。最近は売れ筋商品のみをジャストイン・タイムで輸入するようであり、どの小売業者も流通段階の在庫は過大ではないとしている。なお、衣料品輸入の急増については、新興小売店の輸入が相当効いているようである。最近定番品に特化してかなり安く中国から直接輸入する店舗、業態が増えており、こうした先では前年比8割増の売り上げを記録している。五番目の事実は、購入数量で捉えた消費と物価指数を用いて計算した実質購買額すなわち名目購買額を当該の消費者物価で実質化したものとの間にかなり差が出てきていることである。一つは安値品にシフトし、例えば同じ肌着でもこれまでウールを使っていたものが化繊になると単価は下がるが、物価が下がらない。今一つは、新興勢力による輸入品の増加が果たしてCPIに正確に反映されているのかという問題である。因みに、衣服の全国CPI 12月の前年比は-0.4%であり、余り下がっていない。しかし、大型小売店にアンケートした「価格が上昇という人から低下という人のパーセントの差」は百貨店や専門店ではここへきて急に下落している訳ではないが、チェーンストアの1月の調査では急落している。安値品にシフトしているか、新興勢力との競争上かなり値引きをしていることが反映しているのではないかと思う。以上の事実関係を総括すると、消費はラチェット効果が働かず、主に所得の減少を反映して弱含みに推移している。ただ、その弱さは家計調査あるいはチェーンストアの売上高が示唆する程の弱さではない。従って、総合的に判断すれば、消費は回復感に乏しいというこれまでの判断を変えるものではないと考えている。先行きについてはラチェット効果がなかった分、その反動を想定する必要がないこともあり、概ね所得に見合った形で推移する可能性が高い。

鉱工業生産は10～12月は前期比+0.8%である。曜日構成を勘案すると、1.8%の増加になる。1、2月の予測指数を基に1～3月の前期比を計算すると+4.5%、閏年要因を勘案しても3%と高い伸びになる。因みに、私共の主要企業に対する生産のヒアリング結果でも1%台半ばの数字が出ており、1～3月の生産が1～2%伸びるのは確かではないかと考えている。しかも、予測指数には一部メーカーが生産を計画している新製品のゲーム機械が含まれていないため、本指数では上振れる可能性もある。

最後に物価である。原油価格がこのところ高値を更新しており、本日も26.75ドルをつけている。今後もどちらかといえば強含む可能性が高いと考えている。この結果、交易条件は引き続き悪化している。ただ、直近の原油価格は直近1、2年のボトム水準から見ると2倍近い上昇であるが、90年代というやや長い流れで捉えれば、90年代後半の平均価格を2、3割方上回る程度に止まっており、そう異常な水準ではない。次に卸売物価等の推移であるが、輸出物価の1月の前月比は+0.8%である。ただ、この1月から為替レートの反映方法を変えている。これまでは契約がなかった分は横這い処理をしていたため、例えば3か月後に契約があった段階で価格の変動分プラスそれまでの為替の変動分も一度に計上することになり、大変大きなジャンプになっていた。1月以降は契約はなくても、その月の為替レートの変動分だけは変動させている。この結果、新ベースでは+0.8%であるが、これには過去に契約がなかった分の為替レートを一挙に計上した要因が入っている。従来ベースでは輸出物価は+2.0%と、円安に対応した値上げが進んでいる形である。一方、輸入物価は新ベースでは前月比+1.0%、旧ベースでは+2.2%である。なお、国内卸売物価については前月比は0.0%と、11月、12月、1月と横這いである。1月の前年比は-0.3%である。卸売物価は、これまでと同様横這いの動きだと思う。C S P Iについては全体に小幅な低下が続いている。C P Iも米や切り花等の天候要因で下落したものを除くと、全体としてほぼ横這いであり、物価は当面ほぼ横這い圏内で推移すると判断している。

大野大蔵総括政務次官から質問のあった件について、若干私共の見解を

申し上げたい。仮に、GDP統計が7~9月、10~12月と二期連続のマイナスになった場合にどのように考えるべきか。私共は景気は持ち直しと言っているが、そうした表現が可能なのかどうかということになる。私共が描いていた景気の足取りのシナリオは、輸出が増加しているし、財政も出ているということである。これと企業におけるリストラが相乗効果を持ち、企業収益は好転するという状況はまだ変わっていない。企業収益は好転が続いていると判断をしている。こうした企業収益の好転を背景として、いずれはキャッシュ・フローの一部が企業の支出活動に徐々に向けられていくと考えられる。これが設備投資であり、カットしていたボーナスなどを徐々に元に戻すことになる。そうしたことを梃子に民間需要が立ち直る、その後所得の回復に伴い個人消費も次第に良くなっていくというストーリーを考えていた訳である。

前半部分については、企業部門をみる限り生産は増加しているし、企業収益も増加基調にある。また各種の企業マインドの調査についても、概ね好転の傾向にあり、そこは判断を変える必要はないと考えている。問題は個人消費の方であり、申し上げたようなシナリオにおいては、企業の経費節減努力が続く下ではその皺が雇用者所得の方に寄りやすい。従って、その分個人消費については弱くなる可能性はある。特に個人消費はGDPの6割を占めており、個人消費の回復が遅れるとなればシナリオどおりの帰結ではなくなるかもしれない。ただ、それが行き過ぎると当然ながら総需要が減退し、生産の伸びも落ちてくるが、1~3月の生産等の計画をみる限り、まだその恐れはないように考えている。しかも消費の実勢については、各種の指標が意味するほど悪くはないという判断である。従来であればキャッシュ・フローが良くなればストレートに設備投資に繋がっていたが、企業部門においてはまだリストラや過剰債務の返済も必要であり、そうしたものにリークするところが多い現状を踏まえれば、それ程ストレートな景気回復は望み得ない訳であり、我々が考えていたこととそう大きく外れたコースを歩んでいる訳ではない。

今一つ政務次官が質問された趣旨は、そうした状況を特に海外の方にと

のように理解頂くかということである。どうしても海外のエコノミストは GDP あるいはマネーサプライなどのマクロの指標を見がちである。我々に比べてミクロ情報が少ないため致し方がないが、統計には一定の限界があることを理解頂いていくということではないかと思っている。因みに、これまでの実質 GDP をみても、速報値と確報値ではかなり大きくリバイズされるケースがある。速報値でプラスと出ていたものが確報ではマイナスとなる、あるいはその逆になるケースが過去何度も起きている。どの統計にしても、かなりの幅をもってみて頂く必要がある。また、例えば 93 年から 97 年にかけて一旦景気回復した訳であるが、その局面でも GDP の前期比マイナスが二期連続したことが二回程ある。それ程現在の景気回復は一本調子ではない訳であるが、二期連続マイナスになったとしても、先行き総崩れになるという訳でもない点も説明していく必要がある。

大野大蔵総括政務次官

Y 2 K で例えば旅行を差し控えたといった統計はあるか。

村山調査統計局長

ヒアリングではご指摘のような影響が出ていたと聞いているが、その金額的な度合いは残念ながら判断できかねる。

速水議長

次に、国内金融情勢につき雨宮企画室企画第 1 課長から報告をお願いします。

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

前回以降の短期金融市場の動きは、概ね Y 2 K 問題の要因が台頭する以前の安定的な状況に復している。この間、長期国債の流通利回りは 1 月中低下傾向を辿り下旬にかけて 1.6% 台前半まで軟化したが、その後は反発

し、足許では1.8%台半ばまで上昇している。株価は好調を続けており、足許では1万9,000円台後半、一時は2万円をつける動きになっている。ジャパン・プレミアム、いわゆるクレジット・スプレッドの動きには大きな変化はない。また、金融の量的側面の動きもこれまで説明していた傾向に大きな変わりはないが、量的指標はここにきて益々やや弱含みな感じが強まっている。基調的には資金需要が弱いとみている。民間銀行貸出は弱含みで推移しており、社債やCPの発行も低調な動きになっている。こうした資金需要の動向を受け、マネーサプライの前年比も伸び率の鈍化傾向が続いている。

この間の大きな市場動向を概括する。昨年10月から12月にかけては日米の株式市場がいわば写真相場的に動き、円はやや高めに動き、これを嫌気して長期金利は横這いで動くという局面であった。これに対して今年に入ってから、表面上は米国株価と日本の株価が写真相場的なものから離れ、異なる動きをするようになってきている。ただし、米国でもNASDAQ等に表示されるように、全般的にハイテク株は好調であり、米国景気の持続性に対する期待が強まったことが、例えば為替の円安や日本の株価上昇の背景になっているという意味では、米国の景気の先行きに対する見方が引き続き相場動向を左右しているように思われる。この間一貫して株価が堅調であるのに対して、長期金利が非常に低位安定していることが特徴的である。我々としてはこうした株価や長期金利の動きから極力マーケットの景況感を読み取るべく報告している訳であるが、この解釈が非常に難しい状況が続いている。

この間の将来の金融政策に対する見通しも含めた金利観の変化であるが、1年物のインプライド・フォワード・レートを見ると、本年に入ってからの変化が端的に窺われる。1月以降の変化としては、G7を挟んでそれまで多少強まっていたゼロ金利解除予想が後退しており、全体的にイーロドカーブが下方にずれている。その後は足許の円安や株高等を背景に、幾分上方にシフトしている。このような金利観を受けて、長期金利も月初下がり、月末以降上がる展開を辿っている。株価の特徴的な動きに触れた

い。日経平均は12月末から1月末までの1か月で18,934円から19,539円へと605円上昇しているが、電気機器、通信等のいわゆるハイテク銘柄は当月に関してはむしろ調整局面であった。具体的には8,083円から7,344円へ739円低下している。それに対し、電気機器、通信以外が10,851円から12,195円へ1,344円の上昇を記録しており、幅広い銘柄で上がっている。ただ、これをもってハイテク一本槍だった状況が、収益回復期待が幅広い銘柄に広がってきたと解釈するには多少の留保が必要である。これだけ幅広く物色された一つの理由は、先月から今月にかけて投信の大量設定が行なわれ、野村だけで1兆円近い投信の大量設定が行なわれ、幅広く買いが入ったという要因がある。従って、企業の収益期待がより広範なベースになってきたかどうかについて結論づけるのはまだ早いと思われる。

次に、量的指標について説明する。貸出の5業態合計償却要因等調整後は12月が-2.2%に対し1月は-2.4%と、若干ではあるが引き続きマイナス幅を拡大している。表面計数も12月の-5.9%に対して、1月は-6.0%と僅かながらもマイナス幅を拡大する動きであり、基本的にこの間の基調的な弱さが続いている。同様のことが直接金融市場にもいえる。社債発行は12月と1月についてはY2Kで発行を手控えたという特殊要因もあり、2000年1月は2,252億円と極端に少なかった。ただ、毎月のフローの額が徐々に縮んできている結果、残高の前年比ベースでも伸びが落ちてきており、直近のピーク98年12月の+6%に比べ、直近は1.6%にまで伸びを低めている。

こうした動きを受けて、マネーサプライも不冴えな動きが続いている。前年比ベースでは、99年央から徐々に伸び率を下げているM2+CDは11月2.9%の後、12月はあれだけハイパワードマネーを爆発させたのにもかかわらず2.6%となっている。金融機関3業態の表面預金の計数が12月は2.8%の伸びであったのに対し、1月は2.3%と低下している。これは表面預金であり、マネーサプライをみるには金融機関預金を取り除くためこのとおりの落ち込みにはならないが、マネーサプライが引き続き弱

い基調であることには変わりがないとみている。最後にハイパワードマネーは、12月の前年比が11.3%、1月は18.1%と、平残ベースでは1月の方が伸びが高くなっているが、これは12月末までに日本銀行が大量に供給した資金が平残ベースで1月にも効いたためである。末残前年比は12月37.7%、1月末6.0%であり、実態的には1月の後半から2月にかけてのマネタリーベースの伸びは6、7%と、足許は昨年のペースに戻っていると思われる。

私共が考えているような景気の足取りと2四半期連続のGDPマイナス、あるいはマネーや貸出の計数が引き続き目立って弱くなるなど色々と説明し難い現象が同時に起きている一方、長期金利が低位安定している現象をどう理解するかが問題となる。専ら企業部門の立て直しを中心に景気回復が進んでいることの特徴的な表われなのかもしれないが、GDPが弱い、長期金利が上がらない、マネー・貸出が伸びない現象は、海外からみると典型的に弱い景気の道筋であり、春先に向けてなかなか説明の難しい局面に入っている。

中原委員

インプライド・フォワード・レートを見ると、1月24日から直近までで4年物、5年物、6年物が上がっているが、これはどういう意味か。

雨宮企画室企画第1課長

当初は5年債の発行が始まったため、中期ゾーンが少し重くなっているのかと思ったが、5年債の入札は非常に好調に終わっており、目下のところマーケットにそうした荷もたれ感はない。むしろこの辺のイールドカーブの歪みは、元々年末から年始にかけて国債市場の流動性が非常に低くなっていたため、その中でイールドカーブのでこぼこが偶然大きく出たのではなかろうかと解釈している。中期債のゾーンが大きく膨らんでいることに余り意味を見いだすのは難しい。

中原委員

これは財政懸念の反映ではないのか。

雨宮企画室企画第1課長

因みに、裸の国債のイールドカーブをご覧頂きたい。昨年12月16日や本年1月14日辺りと直近を比べると、2年、3年、4年辺りが多少高くなっている。これは年初にかけて、あるいはG7を挟んでゼロ金利政策が当分解除できないという期待が強まったことが、その後再び幾分修正されているのだと思うが、4年、5年以上のイールドカーブの形状は変わっていない。確かに、最近では材料として財政に対する懸念が議論されているが、まだイールドカーブで直接長めのところにそうした影響が出ている状況ではない。逆に、国際会議等では長期金利の低位安定のパズルがそういう点からもしばしば議論されている。

大野大蔵総括政務次官

金融市場動向の説明時に長期的には資金が不足しているが短期的にはあり余っているということであったが、それが全く統計に影響してこないのではないかという感じを持った。現在は金利は上がらない、マネーサプライは増やさなくても良い状態だと思うが、仮に長期的には不足状況が起きてくるとすれば、いつか姿形が現われてくるのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

資金需給の要因で3月には不足するということであり、資金供給が足りなければその直前になって金利が上がる。そうならないように金融市場局で調節している。それと同じアナロジーで考えると、いずれ何かが起きてくるとすれば、資金需給という具体的な需給の面で現われるか、あるいは将来の成長期待やインフレ期待という期待形成の変化という形で現われてくるかのどちらかだと思う。前者の具体的な資金需給で考えると、設備投資のレベル自体が非常に低くなっており、実際には減価償却を下回ると

ころまできている。仮に設備投資が反転しても直ちに資金需要が出てこないレベルまで下がっているため、当分借り入れ需要が膨らむとか、金利が上昇し出す状況は生じそうにない。ただし、長期金利の方は資金需給要因だけではなく、インフレや景気回復期待、財政に対する懸念という期待要因が引っ張って動く可能性が十分あり、当分低いまま推移すると考えるのは適当ではないと思っている。

(午前 11 時中断、午前 11 時 5 分再開)

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、これまでの報告等を踏まえて、政策委員会として検討を行なって参りたい。本日の討議の形式は、最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、次いで自由に討議する。その後で金融政策運営に関して再度順番にご意見を頂き、討議する。

最後に政府から出席されている方々からもしご意見があれば承るが、大野大蔵総括政務次官が午前中のみのお出席であるので、午前の最後にももしご発言があるようであれば承ることとしたい。

まず、金融経済情勢についてご意見を述べて頂く。本日は中原委員から願います。

中原委員

12月の景気動向指数をみる限り景気は依然回復過程を辿っている。しかし、回復の量感はかなり低い。DIでみると、一致指数は6か月連続して50%台を超えている。先行指数も12月は未発表のものが三つあるが、確定すれば50%を上回ると思う。この結果、昨年一年間では2月、7月を除き50%台を上回ることになる。CIについては、一致指数は昨年5月を底にして急激に立ち上がっているが、9月で頭を打っている。過去の平均的

な回復過程に比べ量感がかなり低い。C Iの先行指数は前月はゼロである。結論として、統計学的には本年秋頃までは量感が弱いままに続く可能性が一応見出される。長期先行指数の金融重視型は上昇トレンドが続いているが、変化率はこの2か月間連続して減少しており気がかりである。依然として低いのが常用雇用である。これは異常に下がり続けており、今回の景気後退の特色を非常に良く表わしている。

GDPが一番大きな問題点である。昨年の第1四半期、第2四半期は+1.5%と伸び、第3四半期は-1.6%、第4四半期も現在のコンセンサスは-1.2%である。名目、実質ともに昨年の第2四半期までは上がったが、その後は下がり第4四半期に底を打ったことになる。富士山を上る時、出発したのが一昨年の第4四半期、頂上に着いたのが去年の第2四半期、第3四半期から下山を始めてしまい第4四半期で出発した時点と同じレベルになってしまった状態である。一昨年の第4四半期が実質で475.6兆円、名目で492.8兆円であり、富士山の高さはそれから実質で12兆円、名目で10兆円弱まで上がった所で下山してしまった訳である。2四半期マイナスがつくとリセッションであるが、これからまた登山を始めるとなると非常に骨の折れることであり、これが私の最大の危機感である。

そうした中であって、重要なポイントだけ申し上げる。まず鉱工業生産は確かに回復傾向にあるが、業種別の寄与度をみると、伸び率の6割が電機と輸送機械の2種類で説明できる。IT関連業種と輸出関連の業種のみが改善している状況である。データが公表されている492品目について生産が前年比でプラスとなった品目数のウェイトをみると、今回の景気回復局面ではそのウェイトが50%を超えた辺りから頭打ちになっている。83年2月、86年1月における回復局面では、その品目数が60%から70%にまで達しているが、今回は業種、品目毎にばらつきが大きく、また広がりもみていないため、生産面についても問題がある。消費も非常に減速が甚だしい。消費水準指数の95年を基準にした季調済みデータをみると、この12月は全世帯で93.7%であり、90年後半の96.4%、昨年前半の95.4%を全て下回る90年代で最低の水準である。この消費の不振をどのように考

えるかが非常に大きな問題である。鉱工業生産指数についても、80年頃からデータをみると、ピークが90年前後と96年、97年頃の107前後であり、現在の102という水準はまだ非常に距離がある。スーパー、コンビニ等で聞き込みを行なったが、1、2月は売上げが非常に悪くスーパーで約10%減、コンビニでは恐らく約5%の減ということである。粗利が大体15%減になり、経営者はその内に小売業で恐らく倒産が続発するのではないかと言っていた。百貨店等は比較的良いようであるが、統計に若干信憑性に欠けるところがあるのではないかと言っていた。いずれにしても、小売は消費者の買い渋り、安値の品物を買う傾向、あるいは衣料品等にみられる輸入品からの価格攻勢等があり、非常に悪くなっている。雇用指数も非常に悪くなっており、特に、建設業では昨年12月は99年のピークである10月に比べて45万人減っている。倒産も非常に増えてきており、12月の倒産は件数で前年同月比約36%増、その中で建設業は53%増、サービス業等が66%増と99年から月を追う毎に増えてきている。

こうした状況は、一つは政策効果の息切れが目立ってきていることである。現在は端境期であるが、公共工事請負金額のピークアウトがはっきりしてきたのではないかと思っている。地銀で作っている地方天気図のDIも3か月連続下がっており、景気は出発点に戻ってなかなか難しい状況にある。

原油価格については何回も話しているが、WTIで高止まりしている。その背景は色々あるが、一番大きいのはOECDの加盟国の使用可能在庫が趨勢的に下がってきていることである。例えば、87年からトレンドを引いて上下にワンプをとると、16~22日分であったのが次第に下降し、99年においては10~15日分と半減近いところへきている。現在はその下限のレンジを下に抜けている状況であり、在庫状況は厳しい。従って、3月27日に行なわれるOPEC総会において、4月以降の減産が継続されることになれば、在庫を補填する暇がなくなる。これに関しては、アメリカ等の先進国が増産を迫る政治的な圧力をかけている。アメリカでは本年夏のガソリンは恐らく低在庫からかなり価格上昇する恐れがあり、2ドル/ガ

ロン程度までいくかもしれない。在庫を補填するには、最低1年はかかる。これは精製能力に段々制約が出てきているうえ、ガソリン等の品質について環境規制が強まってきており、精製能力の拡張許可を得るために最低2年かかるためである。そうした中で、OPECの生産能力の余剰が急速に消滅しつつあり、今後も石油の価格動向から目が離せない。

三木委員

前回会合以降、景気の現状と先行きに対する判断を変えるだけの材料は特にないと思う。従って、注意すべき変化点だけを申し上げておきたい。

一番の問題は個人消費である。GDPの中に占める個人消費のウェイトは6割であり、個人消費の推移が最大の問題である。個人消費はマクロ観としては引き続き回復感に乏しい状態が続いており、二極分化斑模様の中で平成12年もなお不透明と判断せざるを得ない。家計は所得の減少に伴って消費水準を落としており、消費性向は71~72%と高止まりしている。これは第一に家計の所得環境が芳しくない中で生活防衛型消費になっていること、第二に消費の飽和感が強いこと、第三は安価なあるいは機能重視の代替商品を志向する形で消費構造変化が起きていることが背景にあると思う。こうした構造調整を進めなければならない状況の下では、消費の現状はマクロでみれば好況でも不況でもない普通の状態という判断をした方がよいのではないか。

先程の調統局の説明はよくミクロの問題も踏まえて分析しているが、例えば小売の中で全く売れていないのはイトーヨーカドー、ダイエーその他既存のチェーンストアである。一方で、ユニクロのような新しい先では売れに売れている。しかも、そこで価格破壊が起きている。例えばフリースという防寒具をチェーンストアが3,000円で売り出したところ、ユニクロが1,900円で売り出したため、ヨーカドーなどは1,000円にするという形で価格破壊だけが進んでいるということである。端的に言えば販売量のトータルは変わらないが、プライス・ダウンだけが残ったということである。ある意味では、日本の消費者物価が高すぎる分野がまだ残っていると

いうことである。物流コストが高すぎた面もあるが、そこに火がつけば否応なしに消費者物価は下がっていかざるを得ない。卸売物価も同様である。日産のMr. ゴーンの新しい購買政策は3年間で2割下げよう言っている訳である。2割下げるということは、国際競争力コストに裏付けされたコストダウンをきちっとサプライ側に織り込み、プライスの形で反映させてくれれば良いということである。物流も、全て集約してコストを下げる形のリストラである。そのリストラ効果をユーザーに還元するのは決して悪い物価下落ではないと思う。卸売物価にもそういう問題がある。消費者物価にもなお電力コストを始めとしてそういう部門が依然として残っている。要するに、個人消費の状態は良い部分と悪い部分が全く斑であり、しかも中身が入れ替わって値段だけ下がっている。今回の政府見通しの来年度1%成長とは、ある意味ではゼロ成長のようなものである。しかし成長は成長であり、そうした1%成長という過程を経ながら次にどういいう成長に持っていくかということになる。この1年間は、個人消費もせいぜいトータルで1.5%程度になるのが普通の姿であり、これをもってリセッションというものではないと思う。

次に、自動車の国内販売台数が1月に前年比+2.8%と非常に伸びていることが特徴である。乗用車だけでも、前年比+4.4%と非常に伸びている。ただ、これが4月以降の回復に繋がるかどうかは非常に疑問であり、まだ消費判断を変えるほどの材料とは言い難い。先般大手流通の経営者から日本銀行は空の上から鳥瞰的に経済を見ているため景気判断に実感とのずれが生じている、地べたからミクロの視点で経済や資本市場をみて欲しいという指摘を受けた。先日の参与会でも同じような指摘をされた方がいた。このところ調査統計局では的確にミクロ情報も織り込んだ判断材料を提供し、分析してくれているが、外部にはまだそのように映らない。経済が二極分化している中では、マクロとミクロの判断がずれるのは仕方がないことであるが、我々としてはやはりマクロ指標に重心を置きすぎる判断に陥らないよう気をつけるべきだと思う。

設備投資については、製造業、非製造業ともに下げ止まり傾向がはつき

り出てきた。製造業の関連指標をみると、12月の産業機械受注は前年比で+9.6%と久しぶりに相当の伸び率になっている。10~12月のリース取扱高も前年比+4.5%、10~12月の資本財出荷も+0.7%と底打ち感が出ている。非住宅の建築着工関連も前年比では11月は+2.2%、12月はほぼ横這いと、これも久しぶりにプラスの方向にきた。汐留、六本木、品川、東京駅周辺、晴海の臨海副都心、埼玉副都心といった首都圏のビッグプロジェクトがいずれも今年の11月からこの12年度にかけて予定どおり着工に入りつつある。10階から41階まで60棟のビル建築が進む予定になっており、設備投資の下支え効果として非常に大きいものである。

消費者物価はなお下落余地があると思う。卸売物価は需給がしっかりし始めているため、需給悪化からくる下落リスクはほぼ解消したと言える。消費者物価については衣料品、日用雑貨品等でもアジアからの安値輸入により価格体系の崩れがみられており、なお下落余地が残っているが、これはいわゆる悪い物価下落の兆しとは受け取らない方が良いのではないかと感じている。

金融市場では長期金利の上昇リスクが先行きの懸念材料として残る。円高懸念はやや後退しており、金融市場の問題は専ら長期金利の上昇懸念に絞られてきた感じがある。悪い長期金利上昇は实体经济にマイナスの影響を与えることは言うまでもないが、銀行の評価損発生を通じて金融システム不安の台頭に繋がるリスクも多少気にしておかなくてはならないのではないかと。ゼロ金利政策の下での資金運用難、貸し出しの伸び悩みの中で、金融機関はマーケットリスクにかなり鈍感になってきている感じがする。5業態の国債保有は98年11月から99年11月までで約18兆円増え、残高が約50兆円にも上っている。仮に金利が1%変動すれば、3兆円程度の評価損が発生する計算になる。経済界からも金融システム不安の再燃リスクを警戒する声が出始めており、本行としても金融政策判断の重要な材料の一つとして悪い長期金利の上昇分については、注意しておくべきである。

武富委員

昨年の後半から足許にかけてマクロの経済指標とミクロ、セミマクロの実感との間で典型的なすれ違い現象が起きる時期になっているのではないかと思う。GDPが2期連続マイナスになるかもしれない一方、地表とはいかないが、地上50cmのところでは色々調査すると民間にはマクロとは多少違う感触もある。恐らく政策関連需要が小休止をしている一方、民間の方に良い動きが出始めているがまだ統計に表われるほどの力強さはないというすれ違いの局面であり、マクロかミクロかに偏った判断をし過ぎると、恐らく間違える局面だと思う。そうした状況は債券市場と株式市場の動きにも一部出ていると思う。株価はむしろミクロ、セミマクロの良い方向を捉え、そこが急激に上昇して全体を引き上げている。債券市場の方はミクロではなく、マクロの指標を中心に展開している。そこが長期金利と株価の動きに表われている。つまり、市場の方も景気全体のすれ違いの局面をよく映し出しているのではないか。

地上50cmから見た現象を幾つか申し上げると、荷動き関係で二つある。一つは全国的高速道路の交通量が昨年夏場から徐々に上がってきており、それが続いている。通行料金の方も多少遅れたが前年比ベースではじわじわと上がってきている。人や物の動きは多少良くなっている。荷動きのもう一つの側面である物流業界のセミマクロの統計をとっても、航空貨物や陸上貨物も昨年の秋口から若干動きが良くなっているし、総合物流会社の大手からも同じような話を聞いている。また、メジャーな四媒体に対する大手広告会社の売上高はどの指標でも昨年の10~12月から数字が上がってきている。昨年12月も相当伸びた業種もあるし、全体としても伸びている。出稿量ではなく金額ベースでも伸びている。三番目の材料としては、ある大手の経営コンサルティングでは、これまで後ろ向きのリストラに関する相談がほとんどであったが、昨年からは前向きの事業展開についての相談になり、現在はそれ一色になっているということである。四番目に、あるリサーチ会社の消費者の態度に対する調査などでも、指数で見ると一頃より消費に対する姿勢は上がっている。上がったところで一進一退して

いるが、その中で重要なのは景気に関係なく支出するものを支出するという行動が見て取れるということである。最後に、量販店は先程の執行部の統計でも11~12%という高い伸びを続けているが、そのなかでも三十数%を達成している先もある。色々な供給サイドの工夫をすれば伸びるということで、消費を非常に悪いと考えるか、業態間の色々な構造的なシフトや需要側のシフトがあると考えべきなのか、そこを間違えると景気判断も間違ふ。

以上は、地上50cmの限られた情報であるが、それでもって民間需要がこれから上向きに転じるとまで言えるかどうかは、今一つ確信はない。例えば、荷動きをとっても輸出入取引が活発である。特に、輸入などは国際分業が相当進んでいることが分かるような動きになっているし、荷動きも専ら沿岸地方中心であり、内陸の倉庫における搬入、搬出はそれほどでもない。要するに、マクロの生産と輸出が起点になって循環が好転しているという私共の考え方がミクロの面でも出ている。今一つの切り口は、こうした一連の動きは情報通信関連を中心にして回っているという見方である。先程の消費者に対するリサーチでも、最近では女性が一番買いたい物として洋服ではなくパソコンが登場してきたなど、情報通信中心になっている。この情報通信を今少しポジティブに考えて良いかと思うのは、恐らく同じインターネット時代でも第一フレーズから第二フレーズへシフトしていく入り口に立っているからである。パソコンで繋ぐインターネットから、情報家電や携帯電話、あるいはデジタルテレビという第二世代に移っていく過程の中で需要が出てきている。それを受けて、半導体製造装置のメーカーは既に昨年の5、6月から先行きを相当ポジティブに見始めており、これは恐らく一過性ではないと思われる。

以上のようなことを考え合わせると、民間部門における少なくとも企業部門の流れにはポジティブなものがあり、企業の所得・支出を巡る循環は良い方向に動き出している。それが追々個人の方にも良い影響を及ぼす可能性は地上50cmからみると出てきたという感じはする。

山口副総裁

まず、12月あるいは10～12月を中心に経済指標をみると、生産関連を除き全般的に余り良い指数が出ていない。特に、家計調査ベースの消費が前期比で引き続き減少になっており、純輸出も10～12月はたまたまかもしれないが前期比減少している。設備投資も資本財出荷などでみると前期に比べ減少している。そのようにマイナスの指標が多く、第4四半期のGDPはマイナスに出る可能性が大いにあると予想している。しかし、経済が改善に向かう流れは依然として続いているように思う。その理由は三つある。

第一はデータの問題であり、調査統計局長から詳しく消費中心に説明があったようなことである。雇用者所得の減少、特に12月の減少幅が大きかったことは事実であり、所得環境が消費者にとって厳しいことは疑いがなく、消費の不振は恐らく事実だったと思う。しかし、その度合は明瞭でない。家計調査のデータが示すよりはマイルドであったと判断すべき材料もある。第二にデータもさることながら、マクロ経済が改善に向かう基本的なロジックが維持されているのか、それがダメージを受けているのかがより重要である。これも基本的に調査統計局長と同意見であり、今回の景気回復がいかなる始まり方、進み方をするかを考えた場合、企業部門の立ち直りがどうしても先に出てこない限り、その後続くものはないだろうと考える。企業部門の立ち直りは企業収益の改善から始まる訳であるが、それが10～12月の様々な状況に伴い基本的にダメージを受けてしまったことは多分ないであろう。むしろ企業収益の改善は着実に進行しているように思う。特に製造業に注目すると、生産のレベルがかなり上がりつつある。1～3月を含めて生産の回復傾向がかなり顕著に出てきている。その中で、国内の卸売物価の安定傾向が続いており、ここにきて為替レートも小康状態になってきているため、かなりの増益になりつつあるはずである。これが投資の方になかなかスピルオーバーしていかない点が問題であるが、設備投資については先行指標に下げ止まり傾向が出てきており、経済が改善・回復に向かう基本的なロジックは依然として続いている。

第三番目に、そうした経済の大きな流れを支える環境条件も現在のところ比較的良い流れではないかと思う。株価、長期金利、為替などの市場の状況を総合的にみて、そのように言える。それぞれのマーケットが不安定な要素を抱えてはいるが、株式市場では偏りがあるものの好調が続いているし、長期金利の低位安定が続き、為替相場の小康状態が続いていることは全体として明らかに景気の改善を促進する力である。環境条件の第二として外部環境の好調が挙げられる。日本にとっての輸出マーケットの好調も現在のところ翳りがほとんどない状態が続いている。アメリカ経済はかねてからリスク・ファクターとして指摘されているが、どうやら高成長が暫く続くのではないかと考えられる。恐らくドル金利がさらに上昇していくことになるため、それにより米国経済のスローダウンが先にくるのか、株式市場におけるリスク・プレミアムの急激な上昇が先にくるのかは分からないが、まだいずれも具体的な兆候はみえていない。環境条件の最後にメンションしておくべきことは、財政の動きである。支出はなだらかに減少に転じつつある状況であるが、少なくとも当面大きなマイナス・ファクターにはならないのではないかと思う。以上を総合し、経済の改善に向かう流れが続いていると考えている。

今後の展望について、三点ほど述べたい。第一は、肝心の企業部門の動きであるが、企業収益の改善がいずれかの時点で設備投資の回復に繋がっていくことを期待するが、そのタイミングや程度はまだ極めて不透明な状況である。企業自身が現在まさに来年度の設備投資計画を策定中のはずであり、確かな年度計画が入手可能になるまでこの点の判断は難しい。調査統計局長の説明の中で、大手電機メーカーなどの大幅な設備投資増額の事例が紹介されていた。これ等を集計してもらうと、来年度の電機メーカーの投資計画は平均して3割程度の増加になる。期待を持てる材料が徐々に出てきている。ただ、こうしたニューテクノロジーのウエイトは、全体の設備投資の中ではまだそれ程高くないため、残りの伝統的な産業において数パーセントの投資の削減が続いてしまえば、新しい投資分野における何割という投資の増加が帳消しにされかねない。従って、そうした点も含め

て企業自身が策定中の新しい投資計画をみない限り、投資にどのように向かっていくのかの判断が難しい。

展望の第二点は企業収益の改善、企業部門の立ち直りが家計にどのように均霑していくかという点である。家計の消費性向なり消費マインドは、昨年来の動きをみてみると、株価変動の影響などもある程度は受けてきているように思うが、雇用者所得の減少、名目賃金の切り下げに歯止めが掛かってこない限り、消費の本格的な回復は望み難い。従って、この夏にかけてボーナス支給の回復が起きていくのかどうかの一つの着目点になる。企業収益の改善という一つの前提条件はそれなりにできつつあるが、リストラ続行中の中で企業が賃金についてどういう方針を打ち出していくのかは、今後の情報がないと判断のつき難い分野である。

展望の最後のポイントは物価の動きである。以上のように投資、消費という民需についての不確実性が非常に大きく、需要の面からデフレ圧力の払拭を展望できる状況にはまだなっていないと思う。為替相場は一頃のような円高一方向への方向感がかなり後退してきているし、世界景気の好調の中でコモディティプライスの上昇が重なってくれば、海外要因による物価の押し上げが今後数か月の中で今少し明瞭に出てくる可能性がないではないと思う。ここは一つの新しい変化である。一方で、先程三木委員が価格破壊を伴いつつ、流通構造の変化が起きていることをかなり詳しく紹介された。そうした見方に私も非常に共感を覚えるものであり、今後景気が回復していく原動力をやはり技術革新、構造変化に求めざるを得ない場合、そこで価格の修正がどの程度起きてくるのかは十分に研究を深めておく必要がある。価格の低下が全般的に出てくる場合は、これまで一応デフレと定義してきている訳であるが、バランスシートの改善と価格の低下が同時に起きてくる可能性もあり、それはデフレという必要はないと思う。従って、デフレ圧力の払拭を展望できる状況になるかどうかを考えていく場合にも、非常に大きな技術革新、構造変化を伴いながら景気が回復していくとすれば、それと整合的な価格の状態はどういうことになるのかを我々としても押さえておく必要がある。

藤原副総裁

金融経済情勢には前月から大きな変化はなく、景気は緩やかな持ち直し傾向を続けていると思う。その中で、年明け後の生産の予測指数が高い伸びになっていることが注目される。予測である分は割引いてみる必要もあるが。設備投資については、マクロの指標が下げ止まりを示す中で、一部電機メーカーなどで来年度の半導体関連などの設備投資を増額する具体的な動きがみられている。こうした動きがどの程度マクロベースで広がりを持っていくのか、今後発表される各種の設備投資アンケート調査等に注目していきたい。金融市場では、前回会合以降円安ドル高の動きが進んだことが指摘できる。こうした動きは、日本の景気回復にとっての一つのリスクが後退したとまでは言うて良いと思う。またドル高の背景にあるアメリカ経済の先行きに対する不透明感の後退も世界経済にとってプラス材料である。こうしたことを受けて、株価は堅調を続けているし、長期金利もやや上昇している。為替、株式市場も含めた全体としての金融市場の動きは、景気の改善と整合的なものになっている。

この間、気になるのはマネーや貸出などの量的金融指標に幾分弱めの動きが目立っていることである。各種のアンケート調査などからみて、企業金融の面では緩和が浸透しているにもかかわらず、こうした現象が起きている原因としては、企業が資金繰り懸念の後退やキャッシュ・フローの増加といった好条件の中で、一段と過剰債務の圧縮を続けていることが預かって大きいかと思われる。設備投資が本格的に増加すれば、企業の借入需要も増加すると考えられる。ただ、多くの企業ではキャッシュ・フローを下回る水準まで設備投資を減らしており、これが多少増加する程度では借入れには直ちに結びつかないかもしれない。従って、貸出やマネーが伸び悩む傾向は今後も暫く続くかもしれないことを念頭に置いておく必要がある。

ただ、こうした動きは景気の改善や設備投資の下げ止まりの動きと整合的でないとはいえない。仮に10～12月期のGDPがマイナスになると、

二期連続のマイナス成長となる訳であるが、そこにマネーの指標がさらに弱くなるという現象も重なり、海外だけではなく日本でもそれを色々解釈することになるかと思う。私自身は、昨年前半の経験からもGDP統計についてはかなり均してみるべきであり、マネー指標の弱さについても先程申し上げたような解釈をしている。従って、これで景気持ち直しという判断を変える必要はないと思うが、今後出てくるGDPの指標やマネーの指標などと景気感との関係については、特に対外的に十分注意深く説明していく必要がある。

物価の先行きについては、需給ギャップの水準などからみてダウンサイド・リスクがまだ残存していると思う。ただ、最近では世界経済の回復などを背景として、原油を含めた国際商品市況の上昇傾向が一段とはっきりしてきている。これまでは為替の円高がこうした上昇圧力を相殺する方向に働いてきたが、為替相場の流れもこれまでとはやや違ってきている。実体経済の持ち直し傾向に加えて、物価を巡る外部環境も変化しつつある。従って、デフレ懸念の払拭の展望を巡る判断は春先にかけて大事なポイントの一つになると思われる。

田谷委員

ここ1か月ほどの間に発表された統計から判断すると、昨年第4四半期のGDP成長率はマイナスであった可能性が強い。ほとんどの主要支出項目の伸びがマイナスであった可能性がある。物価も下げ止まりつつあるとは言えない。ただ、供給サイドの統計には一部明るさもみえてきている。鉱工業生産が伸び、出荷が増えて在庫が減ってきているため、短期的な景気循環の側面からは景気の底打ちが確認されつつあると思う。

以下では主として支出サイドからコメントをしてみたい。まず、個人消費の統計にかなり弱い数字が出ている。マインドは若干改善してきているが、所得がついてこないのだと思う。家計調査報告によると、12月の全世帯消費支出は前年比名目で-5.2%、実質で-4%であり、特に勤労者世帯の消費が弱いようである。暮れのボーナスの減少が響いている。家計調査

報告による勤労者世帯の名目可処分所得は前年同月比で-5.7%の大幅減少であったが、家計調査の数字にはサンプルに若干バイアスのある可能性があり、支出も所得もマイナスに大きく振れすぎていることも多分事実ではないか。ただ、毎勤統計による名目賃金でも12月は前年比-2.9%であった。その中で所定内給与は横這い、所定外給与が4.2%伸びたにもかかわらず、特別給与が-5%になったことが大きい。しかも常用労働者数がパート労働者の割合が増えている中で、前年比で依然として若干減り続けている。失業率、有効求人倍率などをみても雇用情勢の改善が一服しており、雇用・所得環境が好転していない。山口副総裁が言われたように、夏のボーナスがどうなるかはかなり重要なポイントではないか。企業の人件費抑制姿勢も継続しているし、そうした中で商品の中身や流通経路の変化は続いている。私も三木委員や武富委員が言われた点を注目している。例えば、パソコンが引っ張る形で家電販売が絶好調であるし、既存のスーパーや百貨店の売り上げは減っているが、新興量販店やコンビニの販売額が好調を保っている。こうした変化を統計が正しく捉えているか、あるいは設備投資などへの影響を注視する必要がある。最近の株価の上昇は直接的な資産効果はまだ限定的であろうが、消費者マインドには好影響を与えていると思うし、株価を含めた資産価格動向も注目すべきである。

設備投資は下げ止まりつつあるにしても、いつどの程度のペースで回復するかは依然として不透明である。機械受注は昨年第4四半期は第3四半期に続いて前期比プラスになりそうである。特に、電子、通信の機械受注はこの2年間でほとんど低下しておらず、全体の機械受注に占める割合も90年代前半の30ないし35%から最近では45%近くになっている。情報化関連資本財出荷にも同様な傾向がみられる。設備投資の2割前後を占めるIT関連投資が今後伸びそうなことは、最近の大手電機メーカーの設備投資計画などから窺われる。株式市場における電気、通信株価の動きもそうしたことを示唆している。30%に達したパソコン普及率、携帯電話のインターネット接続、インターネット接続料金の低下などを考えれば、IT投資のメリットが格段に高まったことは確かである。ただ、それが全体とし

ての設備投資を引き上げるほどの力があるのかどうかの判断はまだつかない。企業収益が改善しつつあることは確かだが、過剰設備と債務の削減が継続中である。12月の法人企業動向調査によると、10～12月の設備投資実績見込みは前期比+2.7%であったが、前年同期比では-6.2%である。

公共投資は減少している。公共工事請負金額は、昨年第4四半期に前期比でも前年同期比でも減少した。地方分を含めて現在は公共工事発注の端境期にあり、補正予算の効果が今後出てくることを期待している。住宅投資は減税効果の一巡もあって減少してきている。これまで好調だった分譲も利上げ後の公庫申し込みの低調振りからすると、減税の期限延長による一時的持ち直しはあるとしても、今後は低下していくものと見込まれる。10～12月期における実質輸出の伸びは小さく、実質輸入の伸びは比較的大きかった。しかし、海外主要国の景気見通しはこのところさらに好転してきているし、昨年末の輸入増加の一部はY2K絡みのものが含まれていたこともあり、純輸出は今後緩やかながらも増加傾向に戻らうと思う。

物価は下げ止まっていない。卸売物価は電気機械類を中心とした機械類の価格が下がる一方で、石油関連製品の価格が上がり、全体としてほぼ横這いで推移している。ただし、前年比では依然としてマイナスである。消費者物価は生鮮食品を除く総合指数で見ると、石油関連製品の値上がりにもかかわらず前年比マイナスである。企業向けサービス価格はほとんど全ての項目で下がり続けている。こうした物価の下落傾向には情報化、グローバル化、市場化の影響もあるだろうが、物価水準全体としての低下は懸念材料である。ただ、三木委員が指摘した価格破壊について今少し研究を深めるべきである。

最後に、マネーサプライについて申し上げたい。M2+CDの伸び率が最近下がってきているが、それは金融不安やY2Kなどに関連したマネーに対するプリコーショナリー・デマン드의剥落によるものであり、そうした要因を調整した後のマネーサプライの伸び率は余り下がっていないという見方もある。さらに今月末には2月29日要因もあり、マネー需要関数が安定的になっていないことも事実かもしれない。そうした特殊要因

調整後のマネーサプライの推計ができないものかと思う。特殊要因調整後のM2+C Dの伸び率は97、98年において実際にはかなり低く、反対に昨年からの伸び率は比較的高いかもしれない。今後ともそうしたことも含めて、マネーの動きにも注目していきたい。

植田委員

昨年後半は第3四半期、第4四半期ともGDPではマイナス成長になった可能性が高い。私も昨日数字を置いて試算してみたが、第4四半期は1%近くのマイナスになっても不思議ではない感じである。これをどう解釈するかであるが、マイナスの動きを起こした原因に持続性があるのか、あるいはマイナスになったものが負の循環を作り出していくのかどうかポイントになる。この点については、現状得られる情報を前提とする限りは、取り敢えず大丈夫だと思う。すなわち、マイナス成長になった原因として大きいのは、一つは財政からの刺激が昨年後半一時的に落ち込んだことにある。ただし補正予算の効果もあり、本年前半か来年度前半には前期比ではプラスに戻ることが予想されている。今一つの外生需要のコンポーネントである輸出をみると、昨年半ばからアジア、アメリカ経済の好調を背景に伸び始めたが、年末にかけてY2K関連で伸び悩んだ。しかし、これも一時的と考えられ、本年に入ってから円安もあり好調な伸びに復帰するだろうと考えられる。従って、外生需要の落ち込みは、取り敢えず現在では一時的とみられる。

この中で国内民需の動きが下げ止まりつつあるようにも見えるが、リストラの継続という要因が非常に強く効いており、力強く上昇していくまでには至っていない。特に、消費の弱さが目立っている。私なりに置いた数字を寄与度でみると、データの的には昨年後半のマイナス成長の半分以上が公共投資のマイナスで説明できるため、今申し上げたような見方とも整合的かと思う。二番目の要因として消費であるが、消費性向が下がっていないことからみると、公共投資の減少やリストラによる雇用者所得のマイナスに対する受動的な反応である可能性が強い。従って、外生的なショック

のマイナス面の持続性という観点からは、取り敢えずそれ程心配しなくてよいだろう。

昨年後半のマイナスが負の循環として悪い要素を今年に及ぼし続けるであろうかという観点からは、山口副総裁が言われたこととほぼ同意見であり、企業収益の改善が続いているため、設備投資については余り心配する必要はないであろう。消費についてもほぼ同意見であり、不安は残るが非常に心配な状況ではないと思う。消費と物価との関連について皆さんが言われたことに賛成である。消費のデータ面を見る際に、データに表われている以上の物価下落があるのではないか、それが意味では良い意味での物価下落であり、裏返せば実質消費は今少し高い可能性があるということにも共感する。しかし、より広げて考えると、IT投資が伸び、生産性が伸びていくような局面が後半に来るのであれば、良い意味でのサプライショックが日本経済を襲い続ける訳であり、景気が良くなっていく中で物価は余り上がらない状況が続いていくと思う。そうした良い物価の下落に金融政策としてどのように対処するのか、良い物価の下落は放置するのか、一部は政策的に対応する方向でいくのかは、どこかできちんと考えなければならない問題だと思う。

昨年後半、我々が徐々に景気の見方を上方修正させていった一つの要因は、生産面のデータの改善に着目したためである。しかし、GDPベースでは昨年後半はかなり弱かった訳であり、両者の動きにかなりのギャップがある点が注目される。この点、GDPの中でも需要項目別に生産誘発の度合いが違うため、産業連関表から生産誘発係数を調統局に計算してもらい、説明できるかを試みてみた。例えば、後半は生産誘発度の高い輸出が伸び、誘発度の低い公共投資が下がっていったために、GDPの低い伸びと生産の高い伸びのギャップが説明できるかということであるが、残差はかなり大きかった。つまり、そうした要因だけでは説明できない。昨年、第1、第2四半期に集中した公共投資がGDPベースでは発注時点で捕まえているものが多く、生産面への波及が多少後ろにズレ込んだ可能性があるかもしれないが、恐らくこれだけでは説明できない。そうした要因も含

めて両者のギャップをきちんと検討していく必要がある。

最後に資産価格であるが、国際局長の説明では、為替円安の一つの要因として東京都の銀行に対する課税があるとのことであった。これは本来であれば財政を良くする動きであり、それで円が売られるのはやや変な動きであるが、解釈としては元々悪かった財政状態が本当に悪いという懸念を一層強めてしまったということかもしれない。しかも、この程度の対応では根本的な解決にはなっていないという見方が効いているのではないか。こうした動きが仮に出ているとしても取り敢えずは為替市場への動きに止まっており、長期金利が多少上昇しているもののそれ程強く働く状況ではない。その背景としては、日本の国債市場において外国人のウェイトが小さいという状況があるかもしれない。しかし、これが長期金利に影響すれば非常に恐い動きであることは念頭に置いておかなければならない。それは我々が昨年 1 年間一貫して議論していたことである。一時的なリスク・プレミアムの上昇であれば国債買いオペなどで対応できるかもしれないが、長期的に財政状態が悪く、それによりリスク・プレミアムが非常に上昇してくる場合には、金融政策ではそれに対応できないかもしれない、あるいはそうした懸念をむしろ悪化させてしまうリスクもあるからである。必ずそうなるという訳ではないし、逆になる可能性もあるかもしれないが、こうしたことも一つの懸念事項として念頭に置いておく必要がある。

篠塚委員

前回会合に引き続き、わが国の景気情勢は持ち直していると判断しており、執行部の景気判断に大きな違和感はない。すなわち、景気の流れを大掴みにみると、昨年 10～12 月期には公共投資が緩やかな減少に転じ、また純輸出もコンピューター 2000 年問題の影響から一時的に減少したため、外生需要がマイナスの寄与度になる可能性が高いが、民間需要を巡る環境は改善しつつあるという全体感を持っている。

まず第一に、直近の経済企画庁の法人企業動向調査における国内景気に関する見方をみると、「上昇」超幅が 7～9 月期の 10 から 10～12 月期の 6

へと若干低下し、本年 1~3 月期も横這いになっている。しかし、こうした中で自社の経常利益に対する見方は昨年 の 10~12 月期、本年 1~3 月期、さらに 4~6 月期の計画と緩やかながら改善が続く形になっている。これまでの企業収益の改善は主にコスト削減により実現してきたが、さらにマクロベースで減収、増益が持続することは困難であると思う。従って、この計画実現のためにはまず本年春頃から設備投資に踏み切る動きが徐々に広がり、企業の売り上げ増加期待がある程度実現することが是非とも必要になる。調査統計局のミクロヒアリングや支店長会議における支店長報告、私自身の業界からのヒアリング結果などを踏まえると、コンピューター 2000 年問題の重石も取れたこともあり、情報通信関連分野を中心に設備を増強する動きが出始めているという感触を持っている。こうした動きがどの程度の広がりを持つかについては、3 月短観など来年度の事業計画に関する各種の調査などを見て確認していきたい。

一部にはキャッシュ・フローが増加してもそれが主に債務の返済に充てられ、設備投資の増加に繋がらないという見方がある。そこで法人企業統計を用いて長期債務残高のキャッシュ・フローに対する比率を計算してみた。長期債務を、何年で返済できるかという年数である。この長期債務の残高とキャッシュ・フローの比率をバブル前の 80 年代前半と比較してみた。その結果、製造業、特に大企業ではバブル前期のレベルまで概ね戻っていたが、非製造業の特に卸小売業、サービス業、不動産業、建設業などではまだかなり過剰債務の調整を要する状況にあった。このように過剰債務の調整については業種間の格差がかなりあるし、また、恐らく同じ業種の中でも企業間でかなり大きなばらつきがあるとみられる。この面でも二極化が生じていることが窺われる。従って、債務負担が比較的軽く技術革新のテンポが速い分野の業種や企業がまず主導する形で、設備投資の増加に転じる動きが出てきていると考えている。

第二に、個人消費は足許回復感に乏しい展開が続いているとみている。その点は皆さんと同じである。やはり個人消費に関する需要サイドの統計と供給サイドの統計との乖離が非常に気掛かりである。最近企業経営者の

方々と意見交換をしたが、特に個人消費動向についての統計と実態の乖離に対する懸念を指摘していた。例えば、ある大手の量販店グループによると、昨年秋以降、衣料品の売上げが落ち込んでいるが、その理由については中間所得層の所得循環が引き続き厳しいことに加え、新興小売店等に需要を喰われている面が少なくないと分析している。このような新興小売店筋では、企画、製造、そして営業までを一貫して行なっており、中国等から安価な売れ筋の定番商品を大量に輸入している。既存の販売統計ではこうした消費実態が正確に反映されていない。従って、家計調査における実質消費が過小評価されている可能性がある。こうした点からも、消費のデータに関しては留意する必要がある。今後の個人消費を見通すと、所得面では所定内、所定外時間にかかる給与が昨年10月から11月でも7~9月期に比べて増加していることや、今後冬季賞与のマイナス・インパクトが剥落することなどから、さらに悪化するリスクはなくなってきたとみている。またマインド面でも昨年12月調査の消費者態度では改善を示しており、個人消費は今後落ち込むリスクはかなり小さくなっていると思う。

第三に、物価面では、流通業界における経営の革新、合理化の中には新興勢力の参入も当然含まれているが、こうした経営の革新や合理化、さらには情報関連分野における技術革新などを背景にして物価が下落することをどのように評価するかが益々重要になってくると思う。物価指標は非常に分かりやすいだけに、一般の方々は「物価下落=デフレ懸念」と単純に解釈するきらいがある。しかし、物価指標を評価する場合には、経済活動のモメンタムの方向性を見極めることが重要である。例えば流通業界の生産性や効率性が上昇し、それが物価に反映されるのであれば、経済活動に対してプラスのモメンタムが働いていると評価できる。日本銀行としてはこうした物価動向に関する肌理細かい分析を前広に對外的に説明して行くことが重要な課題になっている。

第四に、金融情勢については、このところ金融機関や企業においてゼロ金利政策の継続を前提とした行動が目立ち始めているように思う。すなわ

ち金融機関、特に中小金融機関では貸出需要の低迷などを背景に国債への投資を前傾化させているほか、企業でも国内の公募普通社債の発行年限については5年以下のシェアがかなり拡大傾向にある。こうした現象については、ゼロ金利政策の時間軸効果が浸透した結果という見方も可能であるが、一方では価格変動リスクに対する意識が比較的薄い主体にこうしたリスクが偏在しつつあることに注意を要する。さらにゼロ金利の解除時期を巡り様々な憶測が流れているため、ショックを和らげる方法について考えていくべきである。

最後に、インフレ・ターゲティングについて触れたい。このテーマは通常のインフレ期におけるインフレ・ターゲティングの有用性と現時点で採用することの適否が混同して議論されることがないように、十分に注意を喚起していく必要がある。すなわち、インフレ・ターゲティングを厳密なルールではなく限定的な裁量が働く余地がある政策運営の枠組みと理解すれば、アカウントビリティを向上させ、中長期的な目標がアンカーとなりインフレ期待を安定させるなどのメリットがあると考えている。また、ゼロ金利政策はある意味では非常に明瞭な政策運営スタイルであるだけに、ゼロ金利政策を解除する場合にもこれに代わって将来の政策運営に関する期待の振れを小さくする政策運営の在り方として検討に値すると考えている。しかし、現時点でインフレ・ターゲティングを導入することは慎重に臨むべきであると考ええる。インフレによる債務負担軽減への期待が根強い中で、いずれインフレ・ターゲティングが調整インフレ政策への足がかりへと変質する可能性は決して小さくないからである。さらに、物価を巡る環境が供給サイドの構造変化の進展に伴い上方バイアスを持つうえ、そのバイアス自体が変化している過程にある現状を考えると、目指すべき物価上昇率がどこにあるかという点も大きな検討課題になる。インフレ・ターゲティングに変わる対応策として、例えば経済見通しを公表することが有力な選択肢にもなるのではないかと考えている。その場合には、特定の指標に対する過度なコミットメントを避けるために、複数の経済指標に関する見通しを公表することも適当ではないか。いずれにしても、イ

ンフレ・ターゲティングの導入の是非が現在議論されている中で、日本銀行としてもこのテーマに対して否定形の話法を使うのではなく、建設的な議論を展開していくことが必要である。

速水議長

それでは一応終わったので、ここで大野大蔵総括政務次官にコメントを頂きたい。

大野大蔵総括政務次官

まず、個人的な感想を申し上げますと、我々にとって一番大きな問題はGDPである。篠塚委員から統計と実態との乖離という話が出たが、やはり統計はある程度独り立ちしてそれなりのインパクトを与える訳であり、ここで二つの問題を考えて頂ければ有り難い。それは、仮に統計と実態との乖離があるとすれば、統計の手法なり、在り方を考え直して頂くと有り難いし、勉強しなければならない。その意味で、実態に合わせて日銀の統計を変えるとの話を知り、大変喜ばしい。今一つの問題は、その統計の背景にある実態を十分説明頂かないと、特に海外における評価に無用な悪影響を与えてしまう。そうした意味で宜しくお願いしたい。統計と実態との乖離が何により生じているのかについては、構造改革が急速に進展している中で、良いものと悪いものが分かれば教えて頂きたい。価格破壊があれば、そういう点も今後の政策に十分反映させていかななくてはならない。篠塚委員からインフレ・ターゲティングの話が出た。永田町でもそろそろ論議が活発になってきているが、植田委員の話では物価が上昇しない景気回復があり得るとのことであった。つまりクルーグマン流に申せば、インフレ期待感が景気を上げるということのようであるが、物価を上げずに景気が回復できるとすれば大変良い。そうした点も今少し勉強させて頂きたい。人間のライフスタイルの変化を肌理細かくみていかないと、心理的におかしな方向に影響を与えてしまうという感じがした。以上個人的な見解である。

わが国経済は各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響で緩やか

な改善が続いている。しかし、個人消費や設備投資など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であり、現段階では財政面からの下支えの手を緩めることなく公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、民需中心の本格的な景気回復の実現に努めなければならない。このような認識の下、政府は昨年 11 月に決定した経済新生対策に盛り込まれた諸施策を着実に実施すべく、平成 11 年度第二次補正予算の迅速な執行に努めるとともに、経済運営に万全を期すとの観点から平成 12 年度予算を編成し、現在、国会において審議をお願いしているところである。

平成 12 年度予算における公債依存度が 38.4%となるなど、わが国財政が危機的な状況であることを踏まえれば、経済が本格的な景気回復軌道に乗った段階において、財政構造改革について 21 世紀のわが国の経済・社会のあるべき姿を展望し、根本的な視点に立って必要な措置を講じていかなければならないと考えている。しかし、わが国経済は依然として厳しい状況を脱していないため、政府としては引き続き景気回復に万全を期すこととしている。このような政府の経済運営の基本的考え方については、去る 1 月 22 日の G7 蔵相・中央銀行総裁会議においても各国に説明したところである。

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。政策委員各位におかれては、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は是非ご理解を賜りたい。

(午後 0 時 37 分中断、午後 1 時 30 分再開)

速水議長

それでは事務局からの報告、委員方の情勢判断に関し自由に討議頂きたい。

中原委員

株式については、98年10月からの上げ基調が大体この2月前後で一つの区切りを打ったと思っている。俗にいう節分天井に近いが、かなり長いスパンで上げてきたので一区切り打った。月足で数えても、新値で10本程出ているためちょうど良いと考えている。現在の株式相場は単純平均が昨年の高値を抜けておらず、全体の嵩上げが出来ていないと思っている。三番目に株式で申し上げたいことは、店頭やマザーズの市場が非常に活況であるが、ある意味でそこにおけるバブルは実態が伴っていないものが多く、アメリカのNASDAQより激しいものがあるのではないかと思う。現在話題のソフトバンク株は高値が13万9,000円になっているが、株価が14万円として時価総額は14兆円であり、1万円落ちると1兆円なくなってしまうことになる。その下にヤフージャパンという子会社があり、その下にインターネット総合研究所がある。これはマザーズに上場した2社のうちの1社であるが、99年6月期の売り上げは僅か7億2,500万円であるのに対し、時価は1兆円である。しかも従業員は40人である。要するに、店頭、マザーズではバブルに近いものが出てきている。アメリカではFOMCが利上げを行なったが、今回は過去三度の利上げと違い上げた後ダウが新値をとっていない。1月14日にダウが歴史的な高値1万1,750ドルつけ、1月31日に1万701ドルまで落ちて、その後2月2日のFOMC開催日に1万1,118ドルまで戻したが、昨日は1万699ドルと逆に下がってきている。FOMCの利上げが効いた、あるいは効き始めたと解釈している。また、アメリカで一つ気になることは、逆イールド現象が出てきたことである。日本でも過去のバブル時に何回かこのような逆イールド現象があったと思う。私はこの逆イールド現象が景気下降のシグナルかと考えている。原油以外の金も高騰しているし、CRBも上がってきている。本年は原油に限らず商品市況が非常に注目点かと思っている。

先程から統計とGDPの問題が出ているが、私は統計を割り引いても実感も悪いと思っており、皆様方とはかなり意見が違う。安売り競争が始まったのは大変に良いことである。確かに価格破壊という意味もあるが、

そういうことはアメリカでも起きた訳である。それが物価指数に反映されているかどうか、あるいは技術革新がどの程度反映されているかは長く問題になってきた訳であり、別に新しい問題でもない。日本の場合には、消費関係の統計を抜本的に変えなければならないのではないかという話は20年前から出ていたように記憶するが、その必要性が益々強まったと思う。いずれにしても、消費が不振な理由、あるいは安値にいつてしまったのは家計でも債務返済の重みがあり、これは主として住宅ローンであるが、その結果、貯蓄率が上がり消費が減る、そこで安いものに流れるという当然の話である。別に驚く話でも何でもない。統計には問題があるが、統計の問題点を割引いても実感として悪いと思っている。

速水議長

先般出席した での感想を申し上げる。 には堺屋長官の10~12月のGDPはマイナスかもしれないという発言が既に伝わっていたが、 での主な討議はアメリカに集中していた。グリーンズパン議長も 報告していた。アメリカではITを中心に生産性が非常に上がり、ここ数年可処分所得が大幅に増えていった。しかも所得を全部使って特に株を買い、借入までして資産価値を上げていった訳であるが、これは見合いのないものであり心配である。要するに、マイナス貯蓄により資産を高くし、財、サービス、労働力が不足した結果として大きな経常収支の赤字が生じている。超過需要を減らしていくことを考える必要があるということで議論が白熱した。

日本について聞かれたことの一つは、仮に10~12月がマイナス成長だとして、本年1~3月をどのようにみているのかということである。今一つは、全世界の国債残高の35%が日本の国債であり、今後さらに増えようとしているが、それにもかかわらず長期金利が2%以下という状況は何故なのかということが問題にされた。1~3月はどうかという質問に対して私は次のように答えた。第4四半期の実質GDPが仮にマイナスになったとしても、そのこと自体により日本経済が改善傾向にあるという判断が変わ

る訳ではない。第一に第3四半期のマイナスは第1四半期、第2四半期の高い伸びの反動という面が大きかったとみている。第二に、生産は季節調整済み前期比で第3四半期で3.9%、第4四半期で0.8%と増加傾向にあり、本年に入ってもこの傾向が維持されている。第三に企業収益の改善や設備投資の底入れなど民間需要の面でもポジティブな動きがみられている。12月の我々の短観では、企業のカレントプロフィットは今年度上期は前年比12%アップ、下期は20%アップとなっている。1~3月がどうなるか、年度間で0.6%という政府見通しが達成できるかどうかは、今少しみていかないと分からないと答えておいた。情勢はそれほど悪くはないということを強調した積もりである。民間需要が自律的な回復に繋がっていくかどうか、明確になっていないため、私共はゼロ金利政策を続けていくと言った訳である。

国債の問題については、確かに長期金利が1.8%というのは非常に説明がし難いかもしれないが、日銀がゼロ金利政策の下で豊富な流動性の供給を行なっている、民間部門も1,300兆円という貯蓄を持っているが民間資金需要の弱さから他に投資するものが余らないという状態にある。国債市場も短期証券を市場化して既に40~50兆円の市場になっており、流動性を増やしていくことにより国債増発分を含めた吸収は十分可能であることを説明した。わが国の国債については確かに各国が関心を持っている。先般、ムーディーズが日本国債を格下げする方向で見直す方針を表明したが、仮に格付が下がるようなことがあれば、国債だけではなく日本の信用にかかってくるという感じがしている。

先程から議論になっているマクロとミクロの乖離は確かに今後問題になっていくと思われる。特に、リストラの影響が出始めることと景気を良くしていくことはある程度矛盾する面が出てくる。加えて、流通部門・サービス部門等の非製造部門における規制の撤廃・緩和が行なわれ、市場がオープンになり規制などで支えられていたものが輸入品でいくらかでも代替できる、いわゆるメガ・キャピタル、メガ・コンペティションの時代になってきた。これが一つの構造改革だと思う。製造部門でも構造改革が行

なわれているし、流通部門でも消費者の中でも構造改革が進みつつある。そのプラス・マイナスを全てマクロの数字で見ていると、なかなか時間がかかる。アメリカでも 91 年から GDP は上昇しているが、雇用にしても銀行借り入れにしてもかなり遅れて上がってきた。株式だけは GDP に先立って上がり、後に下がっている。こうした状況は十分に起き得ることである。アメリカの場合も 80 年代に自由化が進み IT 産業に結実したと思うが、製造から消費に至るまで IT 化が進んでいったことが大きな構造改革になった。日本でも同様の状況が起きつつあると感じており、そうした中での金融政策の操作は非常に難しい。同時に、皆さんが指摘されたように説明を巧く行なっていく必要がある。

中原委員

武富委員が指摘されたように、株式はミクロを見ており、債券はマクロを見ているのは全くそのとおりである。株価は将来の企業収益を現在価値で割り引いたものであるし、債券は金利により変動するものであるからである。現在の情勢で特段それが起きているのではないと思う。アメリカの 90 年代初頭のジョブレス・リカバリーがよく唱えられるが、80 年代後半から 90 年代初めにかけてのバブルは世界史的に大変なバブルであり、自ずからアメリカの 90 年代とは色々な意味で異なっている。ジョブレス・リカバリーも参考になるだろうが、基本的には性質が違っている。

武富委員

債券市場と株式市場の件について、一般論として常にそうではないかという部分はそのとおりだと思う。しかし、現在株が上がっている中身には、常にとりよりも 10 年もかけて遅々として進まなかった企業段階の構造調整について、一部の企業では投資家からみると先行き質的に良い方向に転換できるとみられる先が出てきたことに反応している部分がある。その意味では、「常に」とは段差がある変化を投資家が読み取っている部分と、後ろ向きの構造調整ではなく新しい情報化の波に乗れそうな先とそうで

ない先を投資家が峻別している。情報化は90年代に既にあったことであるが、その方向に巧く乗り切れないでいた。一部の企業にはここで乗れそうな部分が出てきており、第一期世代の情報化と第二世代に移ろうとする情報化が同時に進行する局面である。そこに一番近いのは技術を持った日本の家電業界であるとして注目が集まっているという意味では新しい現象である。従って、一般論プラス現在の局面で、なぜ日本の株が遅ればせながら上がってきたかといえ、そうした質的变化、新しい変化への対応を捕えている部分もあると思う。

三木委員

これまでの日本株に対する投資家の態度をみると、実現するかどうか分からないようなリストラ計画やITがもてはやされた面がある。特に、リストラ計画は直ぐに株価上昇に繋がるが、あくまで計画であり、本当に実行できるかどうかは別である。ただ、企業の立場からは株価は特に資金調達面において非常に大事なため、IRに力を入れている訳である。従って、勢い膨らんだリストラや構造調整を行なうという形で株価に迎合するが、実際には全く動かないという状況もある。この半年程度は結果的に元に戻ったが、このところ銘柄が広がらなかったのはある意味でそうした動きがあったからだと思う。つまりここに来て投資家からみても、先行きの中期計画が収益に結び付くのは先になるが評価できるものが出てきており、それが銘柄を広げる形で株価が上がる方向へきていると思う。その辺はどうか。

武富委員

そうだと思う。噂で買って事実で売ることを一旦やり、実態として多少いける先と計画倒れの先の選別が起きたという意味で、次のステップに入っている感じはする。しかし、いけそうだと思われている先でも、本当に巧くいくのかなという先がないではない。

三木委員

それは大いにある。まだまだ構造改革の影響がでると思う。それを念頭に置き、GDPの問題などを判断しなければならないのではないか。

速水議長

アメリカは92年に東西冷戦が終わり、軍事支出が少なくなってきたのであろうが、貯蓄が日本のようにないところから始まって、まず財政の赤字をなくすという命題を掲げながら運営していった訳である。日本は流通部門も規制を緩和したと言いながら、まだまだ規制が残っており、やはり規制緩和や構造調整に取り組んで行かなければならない。これを一つの過程として、結局は消費者の生活水準が高くなっていくことに繋がっていくのだろうと思う。従って、その過程を金融政策でどうカバーしていくのが次の課題である。

山口副総裁

田谷委員は物価はまだ下げ止まっていないと言われたが、指数自体をどのように眺めるか、指数の動きをどのように解釈するか、という二つ観点があり得ると思う。例えば、国内の卸売物価指数の場合、前年比ではマイナスであるが、去年の春頃から前月比ではゼロ、フラットという状態が出てきている。要因分解をみても、マイナスの方向にまだ振れているのは機械類のみという状態になりつつある。機械類は10年以上の期間に亘って毎年必ず下がっている。この下落は国内卸売物価全体を毎年0.5%程度引き下げる寄与がある。技術進歩、あるいは生産性上昇の速さがそうした価格の動きとして出てきている部分が圧倒的に大きいのではないか。例えば、96年のように非常に高成長であった時でも、機械類の価格はかなり下がっている。好不況の波に影響されずに下落が続いている。こうしたものだけが値下がり品目として残った場合、指数としては下げ止まらないが、読み方としては必ずしも悪い価格下落ではないかもしれない。

CPIの方は今少し読み方が難しいが、前年比で-0.1%ないし-0.2%

の微細な下落幅になってきており、ほぼ横這いに収れんしつつある状況ではないか。ただ、直近月では米や切り花が1か月だけ突然下がる、次の月には他の品目が突然下がるというように何かが入れ代わりながら指数全体として下げ止まらない状況であり、CPIも完全に下げ止まったとは言えないと思う。従って、概ね下げ止まりつつあるが、完全に下げ止まるかどうかは今後何か月かの動きをみる必要があるのではないか。ただ、卸売物価について技術の展開を軸に今後の経済が動いていく場合には、指数そのものの動きとはまた別に、価格の実態として上方バイアスが従来よりは拡大しつつある可能性があるのかもしれない。ここは情報をよく踏まえて判断する必要があるが、そうしたことをまとめて価格の判断をし、それが金融政策にとっていかなる意味を持つかを考えていく必要がある。

篠塚委員がインフレ・ターゲティングに言及された後、物価情報のみならず今少し広い指標について我々がどう考えているのかの情報を公開しても良いかもしれないと話された。私は共感できる部分が多いが、どういう情報をどのように公表していくのかは色々な方法があり得る訳であり、そこは叩き台を基に議論させて頂いた方が良いと思う。

田谷委員

確かに、国内卸売物価の四半期毎の動きは第3四半期、第4四半期と前期比でみてほぼ横這いであるが、然は然りながらまだマイナスの数字があると申し上げた。それを指摘した一つの背景は、GDPデフレーターなどの前年同期比は今年の第1四半期が -0.7% 、第2四半期 -0.6% 、第3四半期は -0.8% であり、仮に第4四半期に -1% というような数字が出れば、それはそれなりに意味があると思うからである。卸売物価が去年の後半においてほぼ横這いということは、多分そのとおりである。消費者物価について、その時その時の個別品目が下がることにより、例えば前年同月比で -0.1% といった数字が続いている訳であり、 0.9% 程度の上方バイアスがあることを頭に置くと、若干ながらマイナスの数字が続いている以上はまだ下げ止まったと言い切れないのではないか。しかも、国際商品市況ある

いは円の相場を勘案すると、下げ止まったと言い切れるのかという気がする。国内卸売物価が消費者物価の先行指標だとすれば、消費者物価も今後はほぼ横這いの状況に立ち至るかもしれない。従って、多分、物価が下げ止まったと言い切るのは多少早いのではないか。

山口副総裁

バイアスが0.9%かどうかは実は相当ラフな試算であり、厳密なところは分からない。日銀としての公式見解も、バイアスは多分あるだろうが、その程度についての公式見解はまだない。

田谷委員

私も消費財のデフレーターについて今少し研究が要ると思っている。

篠塚委員

インフレ・ターゲティングに関しては、一度この決定会合の場で何らかの形で我々のものの見方を明確な数字に出した方がよいのではないかと申し上げたことがある。特に、最近ではインフレ・ターゲティングが政府の方でも色々議論されているため、検討していかなければならないのではないかと。私はインフレ・ターゲティングが良いとは思っていない。ただ、きちっと検討すべきだし、いずれゼロ金利を解除する際には、何らかの形でその判断について説明できるようにすべきだと思う。そうした判断をする時は、一つの指標ではなく複数の指標により判断することになる訳であり、どういう指標を判断材料としていくかに関して検討していく必要がある。より慎重に検討していこうという提案である。私は一つの指標に限定すべきではないと思っている。

速水議長

物価に関する統計もそうであるが、従来の体系をそのまま延ばした統計では、こうした構造改革の時には適切さを欠く。政府もそうした見直しを

始めるのか。

河出経済企画庁調整局長

GDP統計の季節調整の在り方などについては、色々と批判もあるため、検討しているところである。

速水議長

卸売物価はある程度は構造変化を考慮して変えていくようになっているのか。

村山調査統計局長

卸売物価についてはウェイトは5年毎にしか変えていないが、その中の品目はかなり見直している。代表品目が変われば、その都度新たにドミナントになった品目と入れ替えている。それに加え、技術進歩が相当大きいため、見掛け上の価格は一定でも品質が非常に良くなっているとか機能が良くなっている製品については、そうした製品が市場でドミナントになった段階で入れ替える。その際、名目的な価格は一定でもその品質向上分を差し引き、実質的に価格は下落しているといった計算方法をしている。従って、卸売物価が機械中心に下がっているのは、そうした要素がかなり大きいと考えている。

武富委員

やや先走るような話だが、eコマースが先行き非常に大きくなってくると、統計上どう補足するのが問題となると思う。B to Cの一部は家計調査などに反映する形で、末端で捉えられるだろうが、そこにおける取引のボリュームもあるし、価格は恐らく低いものも出てくるであろう。今後取引が大きくなっていくと、統計上の問題ばかりか景気判断が正しく出来なくなるかもしれないという感じがある。

速水議長

質が良く価格が安い物は消費者が集中して買っている。不動産でも三菱地所のインテリジェントビルなどは1,000億円かけて建てたようだが、全て入居者が決まっている。不動産も流動性のないものは無理であろうが、必要なものが安く便利に手に入るとなれば買われている。消費に構造変化が起きてきている。

三木委員

商業ビル、オフィスビルについて、B to BなりB to Cなりeコマースという新しいインフォメーション・テクノロジーを取り入れ労働生産性を上げるインテリジェントビルであれば、坪単価は高くても総合コストは安くなる。値段は同じだが、スペースが広く取れるとかITが入るためほとんど全部売れている。それ故に1,000億円の着工に入った訳である。一方で首都圏の30キロから40キロ圏の例えば五反田や大崎では著しく空いていく。従って、全体としては賃料が下がるということである。しかしGDPのベースでは、1棟5~600億円するビルが60棟建てば3兆円近い設備投資が増える計算である。先程調査統計局から話があった弱電3社の設備投資の増分と同様に相当寄与するのは間違いない。しかし、サービス価格が落ちる五反田辺りでは現状で坪8,000~12,000円であるが、その価格が落ちていく。こうしたミクロの動きを数値でどう判断するのは難しい。

山口副総裁

そうした土地を担保にしている金融機関は大変である。

三木委員

大変だと思う。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

これまでの討議を踏まえて、当面の金融政策方針について意見を頂きたい。中原委員から願います。

中原委員

GDPが下がり、98年の第4四半期の振り出しに戻ったことは非常にシリアスである。先程からの議論では、良い話、悪い話色々あるが、オールド・ジャパンは非常に苦吟しているのが現状である。良い芽が出ていることは大変結構であるが、それが伸びる一方でオールド・ジャパンが雇用調整、設備調整、債務問題を抱えていることを十分に認識しなくてはならない。そうした中で債券が落ち着いているが、金融機関が比較的積極的に国債を買っている。全国銀行勘定の総資産に占める国債・地方債の保有残高シェアは94～98年は概ね4%前後であるが、99年以降は足許6%近くまで達している。都銀等は貸出が伸びないため公社債を買ったのだと思う。事業法人も余剰資金を設備投資に回さず、公社債投信等を買っている面がある。設備投資についても色々話が出ているが、オールド・ジャパンの立場からすればまだ過剰感が強い。以前に名目設備投資の名目GDPに対する比率が14、15%まで下がってきているとお話したが、あれは高度成長期における設備投資主導型の比率の一番低い所であり、将来はそれがアッパー・リミットになるかもしれない。比率からみても、まだまだ調整が足りないと思っている。

従って、これから大変な時期が続く。そうした中でウェイト・アンド・シーではなく、早く日本の潜在成長力と考えている1.5%ないし2.0%の成長軌道に乗せなければならない。また、金融政策にはラグがあるため、なるべく早い時期に積極策を採って緩和を行ない、フォワード・ルッキングに金融政策を行なうべきである。

三木委員

次回会合までの金融調節方針については、ゼロ金利政策の継続で臨みたい。また、多少先の調節スタンスについては、引き締めでもさらなる緩和でもない中立型でいきたい。

本日は金融政策について二つ問題意識を提起しておきたい。第一は、日々の金融調節の積み上幅について、下にも振らせることが必要な時期になってきたのではないかということである。公表形式の見直しについては賛成であるが、現在の積み上1兆円という金額は金融調節の現場からみると、結果としてゼロ金利を維持し、金融機関の信用創造機能をサポートする必要にして十分な金額となっていると思う。金利がゼロではない通常レベルでは、市場の資金需要に対して必要とする以上の資金供給を行えば、金利が誘導目標から低下するため自ずからチェック機能が働く。しかし、金利がゼロに貼りついている現状では、必要以上に過剰流動性を供給しても金利はゼロ以下の低下余地がないため、積み上額が適正か否かを判断できない。結果的にはオペ未達現象の続発あるいは準備預金非適用先への資金滞留額の一段の高まりなど、市場が発するシグナルを吟味して判断するしかない。こうした必要以上の資金供給の副作用として、最も懸念されるのは短期金融市場の市場機能が損なわれ、本行の市場調節に問題が生じる事態が出つつあるのではないのかという点である。最近の市場には日銀は必要な流動性をいつでも供給してくれるという安心感が蔓延してしまっており、金融市場局の説明にもあったように例えば3月上旬の税揚げ日に備えたオペを打っているにもかかわらず、主要参加者のディシプリンの後退から資金を取り急がず結果的にオペの札割れが生じている。市場の流動性不安が徐々に後退してゼロ金利政策の浸透が進んだ現状では、結果としての積み上1兆円固定化による副作用が生じているのではないか。積み上幅は金融調節の目的ではなく手段であり、この際積み上幅を下にも振らせてみてはどうかということである。

第二に、デフレ懸念の払拭という問題である。日銀の金融政策の在り方やアカウンタビリティ強化の観点から、昨年12月以降ボードメンバー

による勉強会を行ない、物価の安定とはという原点論議と政策目標あるいは判断目標の数値化という問題について議論してきている。ただ、ゼロ金利解除の条件であるデフレ懸念の払拭という抽象的で分かり難い表現も、もはや放置しておく訳にはいかないのではないか。総合評価という曖昧な言葉だけではアカウンタビリティを尽くしたとは言えないし、数値化が望ましい。数値化が難しければ定性的な言葉も交えて結構だが、市場に対して明快に日銀のスタンスを示すことが必要ではないか。基本はデフレ懸念の払拭という広い意味を含むフレーズの一体どこに日銀は力点を置いているのかを、対外的に明らかにすることではないか。金融政策の最終目標は物価の安定であり、物価に力点を置くことではないかと思う。そして、物価を取り巻く実体経済に関し、それを構成する項目の動きについての判断基準を明らかにすることではないか。ゼロ金利政策の前提となる経済の循環メカニズムを念頭に置いて、企業収益、家計所得、個人消費、設備投資、生産といった各項目について、どのような推移をすればデフレ懸念払拭と日銀では判断するのかをより具体性を持たせて示すことが必要ではないか。なかなか定量化、定性化、あるいはその組み合わせとも難しいと思うが、まずはデフレ懸念の払拭という抽象的な表現から脱却して一歩前進することが必要ではないかという提案である。

武富委員

現行の政策の継続で宜しいと思っている。企業部門の調整がさらに進むようにということであるし、中原委員の言われたマクロ的にウェイトの高い古い日本の産業構造調整が終っていない部分についても、善し悪しは別として手当てする枠組みを維持するということである。その岩盤が割れないように支えつつ、企業部門の前向きの良い循環を促進する意味合いにおいて、現状を維持していけば宜しいかと思っている。その際に物価の見方であるが、現状程度のゼロ近辺で安定した物価は経済にとって決して悪くない。仮に、雇用・所得が暫くは似たような状況が続くとすれば、企業部門から始まった生産・所得・支出の循環がおいおい個人消費へドッキン

グしていくためには、価格の低下により消費の数量が増え、それが生産の数量増に繋がると良い。その意味で供給商品の色々な工夫や価格も含めて消費者の利便性を高める努力を続けることにより、恐らく思い描いているような循環が徐々に大きくなっていくと思う。そのためにゼロ金利政策は下支えとして維持すべきである。

そもそも構造調整でオールド・ジャパンの身動きがとれないことは、90年代に入ってから明らかなことであり、10年経ってもそういうことになっている状況である。従って、90年代の景気の循環の特色は一本調子では上昇しないことであり、当初からそうした回復は想定していない。デコボコしながら徐々に水準が切り上がっていくかもしれない。従って、循環で上昇していく部分は過不足なく評価し、それに見合った金融政策を採るべきであり、現在は巧く後押しし下支えする現状体制が良いと思う。

山口副総裁

先程申し上げたような経済についての判断をベースに、私も現在のゼロ金利政策を継続することで良いと思っている。約1年前この政策に踏み切った頃に比べ、物価の下落幅も小さくなってきているし、物によっては下げ止まりに近づいてきている。また、デフレ期待という余り捉え所のないエクスペクテーションも1年前に比べてかなり改善してきているのではないか。従って、同じゼロ金利であってもその持つ刺激の度合いは、現在の方が多少強まっている可能性があり、そうした政策を当面続けた方が良いと考える。民需についての不確実性の度合いがまだかなり残っているため、それをきちっと見極めるべきタイミングであろう。

藤原副総裁

私もゼロ金利政策の継続を支持したい。実体経済の持ち直しや物価を巡る外部環境の変化などからみて、いわゆるデフレ懸念の払拭に向けた方向性はしっかりと維持されてきていると思う。しかし、個人消費や設備投資などの民間需要の自律的回復については、明るい材料が出始めてはいるが、

今少し時間をかけて確認していきたい。特に、3月末から4月初めにかけて短観を始めとした各種の設備投資調査が出揃うため、そこで来年度の設備投資にどのような展望が持てるかを注目していきたい。

先程、篠塚委員、三木委員からもメンションがあったが、最近政治サイドから出ているインフレ・ターゲティングの問題については、決定会合においても何度も議論され、勉強も続けている訳である。その中から概ね二つの点については合意が形成されているのではないかと判断している。第一は、インフレ・ターゲティング方式なるものについては検討の余地があるが、インフレ・ターゲットという言葉に名を借りた調整インフレといった考え方には反対であるというコンセンサスができていると思う。第二に、金融政策の透明性を高めるという意味では、インフレ・ターゲティング方式等も含めて色々と検討する価値があることについても意見が一致していると思う。透明性を高める意味でのさらなる検討は、インフレ・ターゲット・ポリシーに限定せずに、そもそも物価の安定とは何かとか、本行の見通しを公表できるかどうかなどなど多くの問題に亘ると思う。新日銀法の施行以来2年近くが経過し、色々な新しい枠組みの基礎固めもほぼ終了しつつあるため、今後は今申し上げたような点も含めて透明性向上のためのさらなる工夫を具体的に検討し、方法を見出せばそれを実施していくことが大きな課題である。

田谷委員

私も先程申し上げた景気、物価に関する見方を踏まえ、現在のゼロ金利政策継続が適当だと思う。

この1か月に起きた興味深かったことは、時間軸を持ったゼロ金利政策がかなり強い政策だということである。G7直後にゼロ金利の解除が遅れるのではないかという思惑が強まり、10年物の国債の利回りが1.6%台まで下がった。それだけが長期金利低下の要因であったとは言えないが、少なくとも一つの大きな要因であったと推測できる。従って、ゼロ金利解除時期についての思惑が大きく振れることは極力避けなければならない。こ

の関連で、金融経済月報において注意深く我々の景気物価情勢に関する判断を公表すると同時に、それ以外の手立ても考えていかなければならないかもしれない。

先程金融市場局長から積み上幅の報告形式を変更するという説明を受けた。ただ、そうした変更の時期と、事後的に計算できる積み上幅の変更を下に振らせてはどうかという意見もあったが、それが同時あるいは前後して起きた場合、市場がどのように反応するかは考えなければならないのではないか。私も前回、前々回の会合で1兆円の積み上幅がかなり硬直的になっていると申し上げたが、この時点でそうしたことを行なうことの是非は考えなければならない。

最後に、私も就任以来デフレ懸念の払拭が展望できるまでという表現が今少し具体的にできないものかと思っていた。その点は既に検討されてきている訳であるが、今少し具体的な言葉なり数字なりで表現していくべきであり、議論には積極的に参加したい。

植田委員

私も現状維持で宜しいかと思う。全体として景気は持ち直しに転じている基調の中での踊り場のような局面が昨年の後半である。本年前半は、希望も込めて申し上げればかなり明るい局面ではないかと思うし、機械受注のデータもその方向を示している。しかし、昨年前半の財政等の外生的な需要の増大に後半民需が反応しなかった点には留意しなければならないし、本年後半のどこかの時点で財政からの需要が減衰していくと予想されるため、再び昨年と同様のことが繰り返さないとも限らない。言い換えれば、国内民需の持続性についてまだ自信を持てる状況ではなく、引き締め方向へスタンスを切れる状況にはまだないということであり、ゼロ金利維持で宜しいかと思う。

三木委員が積み上等を多少下に振らせてみてはどうかと言われた。その結果としては、オーバーナイトは振れないとしても中長期の金利が上方に振れることになると思う。局面が変わってくればそういうことも必要かも

しれないが、まだまだそうした冒険をする時期ではないと思う。二番目にインフレ・ターゲティングについては、何故この時期に世間でこれ程議論されるのか良く分からないが、我々が議論してきた内容を要約すれば藤原副総裁が言われたようなことになる。中長期にこうした政策を真剣に考える余地があることは否定できないし、現行のゼロ金利解除の条件を明確にすること自体が既にある意味でのインフレ・ターゲティングにもなるが、さらに近づける方向が検討課題になるとの何人かのご発言に賛成である。しかし、それを詰めて議論するとなると、例えば解除のハードルとなる目標インフレ率をどの辺に置くのかといった点について、当然仔細に議論しなければならない。その場合、良いサプライショックから物価が下がることを無視するのか、あるいはそれも含めた物価の下落を問題にするのかなどもきちんとスタンスを決めなければならない。また、金融政策にはラグがありフォワード・ルッキングが求められることからすれば、先々こういう条件、こういう水準に物価が辿り着くことを予想できれば解除するという言い方になると思う。何度も申し上げているように、足許の変数と解除の条件が直接リンクする訳ではないため、曖昧さや総合判断的な面は残らざるを得ない。そのことは我々の共通認識としなければならないし、対外的にもそうした方向に舵を切る際には明確に説明しないと、また誤解だけを受けてしまうリスクもある。

篠塚委員

私は前回に引き続きゼロ金利政策を解除し、コールレートの誘導目標水準を0.25%にすべきであると思っている。ゼロ金利政策は副作用のみだと言っている訳ではないが、副作用が時間が経過するほどに高まってきていると感じる。一方で、足許の景気情勢については、再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に戻るリスクは後退し、民間需要の自律的な回復が展望できるような状況になりつつあると思っている。そうした状況の変化を総合的に判断すると、ゼロ金利政策という極めて異例な政策を打ち切るべきである。このところ、日本経済が本格的に回復するためには構造調整が不可欠であ

るという認識が広まっているが、現在採っているゼロ金利政策がどのように位置付けられるのかについても疑問がある。ゼロ金利政策が構造調整の痛み止めというよりも、結果として構造調整を先送りするインセンティブを高める方向に働いているのではないかと懸念する。例えば、国民所得統計で民間資本ストックと新規の設備投資の額から設備の除却率の時系列をラフに計算してみると、97年から99年の第3四半期にかけて極めて緩やかではあるが除却率がむしろ低下していることが窺われる。勿論、民間資本ストックが正しく推計されているかどうかという問題はあるが、仮に実態がこうであるとするのならば、少なくとも構造調整の進捗が鈍いことは事実であるし、先送りされた結果として除却率が緩くなっているのかもしれない。

先週、松本市で地元の経済界の方々と話をする機会があったが、「現在景気を支えるための経済対策はもう十二分に採られている、今後は民間企業の自立した経営努力によって、収益力を回復させる以外に道はない」という意見や、「カンフル剤は長く打つと企業の経営体質が却って弱まる」、あるいは「政策運営が構造調整のショックを和らげる方向に行き過ぎている」といった声が聞かれた。勿論、その反対のご意見もあったが、紹介したような声の背後には財政構造に対する危機意識の高まりがあるように思った。特にゼロ金利政策の長期化が構造調整を却って先送りさせているのではないかという問題提起として受け止めた次第である。

私の昨年2月時点のオーバーナイト金利0.25%に戻すという提案は、金融政策を機動的に運営できる余地を確保することを企図したものである。0.25%という水準はそれでも極めて低い水準であり、依然として金融緩和の状況には変わりがない。ゼロ金利解除は金融引き締め策の第一歩だと受け止められがちであるが、私としては異常事態を脱却した以上は正常な状況に戻し、機動的な政策運営ができる状況に戻したいと考えている。そうした考え方を市場関係者や国民に対してきちんと説明していくことが非常に大事であるし、そのことが金融市場の混乱回避に役立つのではないかと。ゼロ金利政策を続けてくれという声も松本で聞かれたが、その方々もいず

れ解除する方向にあることは理解しており、ショックを和らげる方策について十分に検討して欲しいということであった。

速水議長

それでは、私の見解を述べさせて頂く。ここ1か月の経済指標や金融環境は引き続き強弱区々であるが、全体として経済の足取りは極く僅かずつしっかりしてきていると思う。これまで数回の会合で注目してきた企業収益の回復や民間需要を巡る環境の改善は着実に続いている。生産は今年に入っても増勢を維持しているようであり、収益や雇用面にプラスの効果をもたらしていることは明らかである。生産の増加を支えているのは、これまでのところ外生需要である公共投資、好調な海外経済動向を反映した輸出であろう。民間需要については全体としてまだ力強さに欠けるが、最近大手メーカーが電子デバイス関連投資の増額を発表したり、消費財の輸入が増加してきているなどの動きが出てきている。これらはまだ限界的であるが、企業や家計の支出態度が変化し始めている兆しかもしれず、注目していきたい。株式市場が2万円前後まで回復してきていることも、ハイテク分野の行き過ぎには注意しなければならないが、全体として最近の経済改善の動きを反映しているものと思う。また、円相場も円安方向になっており、為替相場が景気にマイナスに作用するリスクは一頃に比べて弱まってきた。

一方、企業のリストラなどの経済の構造調整によるマイナス作用は続いているのではないか。例えば、企業収益は改善しているが、人件費は依然抑制されている。このため、冬季賞与は前年割れになり、個人消費は全体として伸び悩んだと思う。設備投資も現段階では下げ止まったとはいえ、明確に反転上昇が始まったとは言えない。この点は今後でてくる来年度の設備投資調査、新卒採用時期の雇用賃金情勢等を踏まえて民間需要の自律的回復の動きを見極めたい。市場の景況感にも目を配る必要がある。仮に、来月発表される第4四半期GDPが二期連続でマイナスになれば、海外勢を中心に日本経済への見方が弱気化する可能性がある。マネーの伸び率の

低下も市場では弱い材料として受け止められる恐れがある。最近の円安方向の動きも海外投資家が日本経済の改善がまだ脆弱であると見越していることを示しているのかもしれない。こうした認識であるため、私も多くの委員の方達と同じく、金融経済情勢の判断を変える必要はないと考えている。その意味で物価に対する潜在的な低下圧力に留意する必要がある、当面の金融政策運営スタンスはゼロ金利の継続が適当であると判断している。

前回会合の後、自由民主党でインフレ・ターゲティングを検討しようとする動きが出てきている。インフレ・ターゲティングについては、これまでの決定会合でも非常に活発な議論が交わされてきている。多くの委員のコンセンサスとしては、中央銀行として物価安定に向けて強い決意を示し、金融政策運営の透明性を高めるために行なうのであるならば、様々な技術的な困難はあるにせよ、検討してみる価値はあるということだと思う。しかし、やや高めのインフレ率を設定し、その実現のためには長期国債の買入れを含めあらゆる手段を総動員するという発想であるならば、それは調整インフレ論であり採り得る選択肢ではない、といった点がこれまでのコンセンサスではなかったかと思う。従って、後者の調整インフレ論の考え方については、断固として反対の立場を貫いていきたい。一方、前者のように金融政策の枠組みの見直しとして考えるという場合には、本日も何人かの委員からご指摘があったように技術的な論点を掘り下げる必要がある。本件は、数字を示しさえすれば透明性が高まるといった単純な理解ではなく、その得失と実現可能性に関する冷静な議論が大切である。例えば、国民にとって望ましい物価の安定をある物価指標の特定の数値で示すことが可能なかどうか、あるいはそれが適当なのか、また、インフレ目標との関係で切り離すことができない先行きのインフレ見通しや経済予測には不確実性が伴うが、それをどのように示していくかといった論点がある。さらに、何人かの委員からもご指摘頂いたように、この問題はいわゆるインフレ・ターゲティングの採用の可否にとどまらず、広く金融政策の透明性向上の観点から検討する必要がある。これまでの会合で様々な論点

は既に十分に明らかにされている。そこで金融政策の一段の透明性の向上を課題にして、日本銀行として今少し組織的に検討してはどうかと思っている。検討のための具体的な方法を考えさせて頂きたい。

これまでの討議を踏まえ、当面の金融政策運営について、ご意見、ご議論があれば自由にご発言下さい。

三木委員

総裁が言われた最後の部分について、色々な意見はあろうが、日本銀行としてはこうだという形で最後に纏めなければならないと思う。その意味で、組織的に今少し詰めて、極力早い段階に本行としてのスタンスを出すことが必要ではないか。その進め方については、議長としてお考え頂き、お諮り頂きたい。

先程の積み上、積み下についての議論について、お二人の意見が違うのは、植田委員はゼロ金利の解除と密接に絡み、金利が妙に跳ね上がることを懸念するため、現在のタイミングでは不适当ということだと思う。一方、田谷委員は公表スタイルを変える時に、同時、あるいはその前後に積み上を変えるのはタイミングとして芳しくないというご意見かと思う。それも尤もである。私は元々結果としての1兆円であるとしても、市場の余計な憶測が出かねないので動かすなと言ってきた。政策を変えない限りは積み上も変えるべきでないと言ってきた訳である。しかし、非常に微妙な時期とはいえ、あれ程の未達がでるのは過剰流動性の持ち方の枠を越えているからだと思う。この1週間程のオペの札割れ状況をみていると、なお資金供給を続けなければならないのか疑問に思うことが一つである。ゼロ金利からいつ脱却するかは、本年における本行の最大の金融政策である。そのためには、タイミングや判断、プロセスについてのアカウンタビリティを相当考えていかなければならない。しかし、マーケットの現状は全く行き過ぎて鈍感になっており、市場機能が失われかねなくなっていること懸念する。ゼロ金利に踏みきる際、市場機能を損なわないようにという条件を付けてスタートした訳であるが、その状況にきてしまった懸念がある。

その二つを考えると、ショックを和らげるべくグリーンспан流に徐々に正常化へ持っていく環境を作っておかなければならないと思った訳である。そうした意味で、下にも振らしてみたらどうかと申し上げた。後者については色々ご意見があると思う。現在はそのタイミングではないということであれば、それはそうかと思う。しかし、その辺は思いを含んで頂いて金融市場局長にお任せしたい。

中原委員

日銀は丁寧過ぎるため、モラル・ハザードが起きる訳である。今回一応形式を変えれば、実態は変わらないため一歩か半歩前進か分からないが、市場の理解が進むであろう。そのうちRTGSに移行する時にどうするかをも頭に入れながら取組んでいるようなので、期待している。金融機関がモラル・ハザードを起こし、何でも日銀が面倒をみてくれるということになると全く困る。

山下金融市場局長

確かに、モラル・ハザード論や三木委員が言われたことに共感する部分はあるが、ゼロ金利政策で我々が実現しようとしてきたことは、ともかく流動性面での不安をなくし、全般に金利水準を下げて金融機関がリスクテイクをしやすくすることであり、ある意味ではモラル・ハザードを人為的に起こすことである。去年の5月にはほとんど1年先までイールドカーブが寝てしまう形になり、その次には信用リスク・プレミアムをとっていく形でCPレートが下がり、長短金利が全般的に下がっていくプロセスが生じたのは成功であったというのが当委員会の評価ではなかったかと思う。ゼロ金利政策の狙いは、金融機関を始めとして市場に流動性面での安心感を与え、リスクテイクを通じて何か新しい動きを出させるということだった。従って、モラル・ハザードを持たせないでゼロ金利政策を運営するようと言われるのは、ゼロ金利政策を止めるということと等しいのではないか。

中原委員

私は、資金需給を前もって公表していることを言っている。

山下金融市場局長

言われている意味は分かるが、現在の枠組みは資金需給の公表を前提としている。三木委員が言われている点について、一つは確かに札割れが起きており、1月31日以降で七回、約1兆円の未達が生じている。ただ全て先日付オペで起きている訳であり、我々はこうした事実を見越して先に先にと供給しており、日々の実際の資金供給に穴が空いている訳ではない。つまり、当日については確実に積み上1兆円以上に相当する額を供給している。先日付オペの札割れが高じて当日の供給でも1兆円を供給できない状況も想定されるが、現段階ではそこまではまだ追い込まれていない。

第二に、短期金融市場の機能が損なわれつつあるため積み上幅を削減せよとのことであるが、1,000億円や2,000億円削ってみても、金融機関に流動性面での安心感がある限りは余り効果は期待できない。短期金融市場取引は金利が上がるかもしれないとか、そうしたリスクがあることによつて成り立つ面が大きい。つまり、ある程度イールドカーブが立つ、つまり金利が上昇するかもしれないとの予想がなければヘッジの動きも起こらない訳である。要するに、短期金融市場における取引が減っているとか、金先取引が減っているのは、ゼロ金利が解除され、金利が上がるかもしれないという状況を作らない限り変わらない。積み上幅を1,000億円や2,000億円カットしたところで、短期金融市場の機能が復活することにはならないと思う。植田委員が言われたように、そうしたことを行なうことにより市場が日本銀行はゼロ金利を解除するかもしれないと慌ててヘッジ取引をすることになれば、動くかもしれないが、多少ターム物金利が上がってもよいとの覚悟が必要になる。昨年5~6月にイールドカーブが寝た際、オペの札割れが発生したため多少積み上を落としていこうかと考えたこともあった。しかし、6月10日のGDP統計公表後、ゼロ金利解除を巡る憶測が台頭してきたことから、本会合でも大した意味もない積み上

幅の圧縮を実現するため、わざわざリスクをとることはないのではないかという議論が三木委員を中心になされていた。そこで、ゼロ金利政策以前のリザーブ・ニュートラルとある意味では同様の位置付けで積み上1兆円の調節を継続し、資金需要が拡大し、オーバーナイト・レートが強含む時には大量に資金を出して対応してきた訳である。意図的にこの方法を変えることは植田委員が言われたようなリスクがあり得ると思う。勿論、ご心配の札割れによって、本当に当日の供給までできなくなれば、そうしたリスクはなしに積み上幅が1兆円よりも下に振れることになる。ただ、現在はそこまでは追い込まれていないということである。

三木委員

マーケットは1兆円をターゲットとしてみてきたが、そうではないことを明らかにするのが今度の公表形式の改定である。今一つは、あくまでもゼロ金利解除に向けての地均しとして、マーケットを刺激する意味で下にも振らしてみることもあるのではないかと思った訳である。しかし、確かに植田委員の言われるように金利が跳ねる可能性がある。従って、ゼロ金利を解除するという見方が出るリスクを判断したうえでなければならず、確かに現在はそのタイミングではないと思う。

植田委員

イールドカーブに悪い影響を与えずに、積み上に対する過度の関心を逸らすことはやはり難しいと思う。

中原委員

何をすべきだと言っているのか。

三木委員

下にも振らせてはどうかと言ったが、植田委員が言われたような点があり、まだそのタイミングではないと思った。確かに、私も現状維持を主張

している訳であり、その意味では少し早いかもしれない。

今度は解除していくかどうかというタイミングの時に非常に大きな問題になるであろう。従って、今少し具体的に分かり易い説明を検討してはどうかと言っている。それがないままにゼロ金利解除に取り組むのはマーケットに対して非常に大きな問題を生じると思う。そのための一つの手段として考えたものであるが、いずれにしてもその辺は山下金融市場局長は十分お分かり頂いているようである。

山下金融市場局長

仮に、マーケットが本当に緩み、当日も供給できないようなことになれば、積み上を減らすことは十分あり得る。ただ、三木委員が言われるように今後ゼロ金利解除に向けて地均し的な誘導を行なっていくことは私の一存で判断できることではなく、本会合で議論頂いたうえで総裁が記者会見でその方針を表明されるなどアカウンタブルな手続きが必要であろう。新日銀法の下ではそういうシステムになっている。

山口副総裁

ゼロ金利解除の基準を今少し具体性をもって語れないかということについてであるが、勿論例えば物価がこうなった場合、成長率がこうなった場合など具体的な数値で予め示すことができればそれに越したことはない。しかし、それは不可能だと思う。植田委員が言われたように、どうしても将来についてのある種の総合判断にならざるを得ないのではないか。ゼロ金利解除の場合のみならず、どの政策変更についても同じことが言えるのではないか。我々が将来の経済についてどういうイメージを持っているのか、そうしたことを今少し具体的に明らかにしてみるとか、現状からさらに透明性を高めるための措置として幾つかのアイディアはあり得ると思う。それを具体的に考えてみようというのが議長が最後に言われた提案である。従って、その中で考えてみたいとは思いますが、突き詰めれば市場が求めているのは政策変更がいつあるかが分かるようにして欲しいとい

うことであり、それにストレートに応えることはできない。

三木委員

そこまで考える必要は毛頭ないのではないか。アカウンタビリティは何も金融マーケットに対してだけではない。金融政策の在り方として、極力分かり易くするということである。分かり易さのためには数値化が一番であるが、難しい点は多々あると思う。その場合には、その数値自体はターゲットにはせず、参考値や見通しとして公表するなど色々な方法があろう。それすらも非常に難しいのであれば、こうした項目に着目して判断していくと説明するようなことで良いと思う。そのようなアカウンタビリティを求められているのではないか。特に金融市場の一部のアナリストの人達ではなく、それ以外の現場から非常に求められていると思う。それがないため皆色々な意見になり、不安が強くなる。その意味で申し上げている。

速水議長

金融政策の一段の透明性の向上を図るための検討を始めるということではないか。下手をすると黒か白かということで、ターゲットにするのか、あるいはゼロ金利をやめるのかといった憶測も出てくる。透明性ということとを表面に強く出していく必要がある。

三木委員

ターゲットということに一切こだわる必要はなく、どこまで透明性が出せるかという点を念頭に置けば良い。ましてやインフレ・ターゲティングなどは one of them である。そうではなく、マネーサプライやベースマネーなどが何とか数値化できないかと考えている。

中原委員

いつも思うが、日本銀行は真空の中に住んでいる訳ではなく、天下の流れに取り残されていくのが非常にまずい。その辺を良くみて対応しないと、

時世から落后する心配がある。

速水議長

市場は確かに機敏だし動きは早いですが、現時点で私達が結論を出している訳ではないことを白とも黒とも言うべきではない。言える立場ではない。金融政策の一段の透明性の向上のために検討を始めるとしか言えない。

先程、三木委員が言われたのは、「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」という表現を今回変えるべきだというご意見か。

三木委員

今回変えるということではなく、「デフレ懸念の払拭を展望できるまで」という表現をそろそろ今少しアカウンタビリティーのある表現に変えることは出来ないかということである。それは一朝一夕にできる訳でもないし、物価にも絡むため勉強してはどうかという意味である。現在ゼロ金利を解除するタイミングではないことは百も承知で継続と申し上げている。その意味で、先程の植田委員のご意見にも納得した。

藤原副総裁

そうした点も含めて検討することになるのだと思うが、三木委員が言われた「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」というフレーズは既に定着してからかなりの時間が経っており、色々言われてはいるものの、皆ある程度の見当をそれぞれ付けている。また、与えられた条件の下では何となく分かるという感じもあり、ある日急にこの表現が別の表現に変わった場合には、また別のショックがあるかもしれない。そうしたことも含めて検討するという事だと思う。

三木委員

そうしたことがないではないかもしれない。

速水議長

他にご意見はありますか。それでは議案の取り纏めに入る前に、政府からご出席の方のご意見を頂きたい。

河出経済企画庁調整局長

10～12月のGDPがマイナスかどうかというお話があったが、1か月程先に発表する予定であり、直接のコメントは差し控えたい。ただ、最近の動向をみると、供給面と需要面では違った動きがあるのではないかと認識している。供給面では、生産は7～9月期に続き、10～12月期も前期比プラスで緩やかな上昇傾向にあるとみている。在庫も在庫率が前年を下回るなど、調整は概ね終了しつつある。ただ、需要面では民間需要の回復力がまだ非常に弱い。個人消費はマインドに若干の改善がみられるが、収入が低迷しているため特に12月は前半を下回る結果が出ている。また、住宅建設も今年度前半はかなり増加した訳であるが、秋以降低調になっている。公共投資は政策の端境期でもあり、このところ前年をやや下回る状況になっている。ただ、本年に入り2次補正予算の効果が出てくるため、今後は公共投資の増加が見込まれる。また、生産は1～3月もかなりの増加が見込まれ、さらには企業収益の増加や堅調な株価がやがては賃金、雇用や設備投資に波及することが期待される。機械受注などの設備投資の先行指標もかなり持ち直しの動きがでていと認識している。

政府の本年の政策目標は公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、12年度後半には民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくことである。そのためには現時点の景気動向が極めて重要であり、昨年末に決定した経済新生対策の実施に全力を挙げているところであるが、さらに今年度予算の迅速な執行に精力的に取り組んでいくとともに、来年度予算の早期成立を図ることが肝要だと思っている。日本銀行においても、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ながら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の運営をお願いしたい。

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意見が大勢を占めていたように思う。従って、私からその旨の議案を提出したい。他に正式の議案を提出したい方はおられるか。

[篠塚委員と中原委員が議案提出の旨表明]

篠塚委員と中原委員の分を含めて、それぞれの議案を読み上げてもらう。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

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。」

次に、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（2月16日～3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。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。以上。」。

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。」。

別添の対外公表文である。「平成12年2月10日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（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

篠塚委員、中原委員は議案の説明があればどうぞ。

篠塚委員

私は結構である。

中原委員

提案の変更点は積み期の関係で数字を変えたことと、超過準備の増額幅を5,000億円程度と元に戻したことである。

提案理由を説明する。一つは去年の4～6月を底に景気は回復過程に入っていると思うが、量感として非常に弱い。最近は特に生産等の供給面は好調であるが、必ずしも需要がそれにフォローしない状態となっている。日本においてはセイの法則は成立し得ず、その結果として第4四半期の実質GDPがマイナスになることは大変ショックである。98年第4四半期が富士山の裾野で、そこから一生懸命頂上に登っていったものの、直ちに下山

しなければならないことになっており、何のために政府の公共投資があるのか良く分からない。一刻も早く量的緩和に踏み切らなければならない。二番目に、現在の物価動向をみるとGDPデフレーターはかなりのマイナスとなっているし、消費者物価についても横這い、弱含みといった感じであり、下がる懸念の方が上がる懸念よりも大きい。その中で景気は依然として脆弱であり、金融面から景気刺激を図って然るべきである。

三番目として、国際的な学界の動向あるいは世界の中央銀行における日米を除く金融政策の動向をみると、インフレ・ターゲティングをフレーム・ワークとして肯定し、あるいは採用する動きが広がっている。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、中央銀行の金融政策の成否を国民が判断する上での物差を提供し、アカウンタビリティを向上させるメリットがあると思う。日本銀行でも早急に物価予測の公表とセットの形で導入を図るべきである。日本銀行が物価の安定に主たる責任を負うことを、特に中央省庁の再編後は明確に国民に伝えるべきである。そのためには数値目標を明示的に国民に示すことが説明責任、結果責任を果たす上で極めて重要であるし、また、政治からの介入を防ぐことになると思う。最後の理由は、将来時点における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成長率と経済のパスがどうなるかについても示すことになり、イギリスにおけるインフレーション予測の如く常にフォワード・ルッキングかつプリエンティブな金融政策を行なえることである。そうした意味で数値をもった予測を示し、フォワード・ルッキングでアカウンタブルな運営をすべきである。

速水議長

議長案は従来どおりである。追加的な質問や討議があればどなたでもどうぞ。

それでは、採決に移りたい。篠塚委員案、中原委員案、議長案の順に一つずつ採決するが、どうか。

[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

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告する。篠塚委員の提案は採決の結果、賛成1、反対8であった。

[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：田谷委員
欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告する。採決の結果は、賛成 1、反対 7、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
山口副総裁
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：なし

小池政策委員会室長

ご報告する。議長案採決の結果、賛成 7、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

反対理由を明確にされたい場合には発言して下さい。

篠塚委員

まず第一に現在の景気的情勢は持ち直しており、ゼロ金利を解除しても良い状況だと判断している。1年前の流動性不安に対して潤沢に資金を供給した時点から比べると、状況はかなり正常化したと判断している。二番目にそうした状況のままでもなおゼロ金利を採っていると、構造調整を先送りさせるマイナスの作用が強調されるからである。三番目にはオーバーナイト金利を0.25%に戻すとしても、まだ依然として非常に超緩和の状態であることには変りない。四番目として民需を巡る環境は徐々に改善しているがまだ完全ではなく、金融政策を中立に戻して機動的な政策運営ができる状況を目指すというだけである。0.25%への変更は今後引き締めに転じるという立場ではない。

中原委員

第一の理由は、現在のゼロ金利政策が経済の回復促進にそれ程役に立たなかったことである。より厳しく言えば、経済の悪化を止めることが出来なかった。具体的には、第4四半期のGDPの実額が98年第4四半期並みにまでに落ち込む可能性が高いし、鉱工業生産指数も97年末頃のレベルまで戻ったに過ぎない。消費水準指数に至っては、90年代の最低のレベルまで落ち込んでいる。確かに景気は回復局面にあると思うが、量的にみて緩慢である。従って、量的な緩和を行なうことにより景気回復を促進することがまず必要である。第二の理由は、日銀としてウェイト・アンド・シーの態度を取り過ぎているからである。財政とのシンクロナイゼーション、あるいは財政の効果が出ている時に金融もさらに緩めて相乗効果を出すべきだと申ししていたが、そのタイミングを逸してしまった。今からでは遅まきかもしれないが、やらないよりはやった方が良くと思う。その意味でウェイト・アンド・シーを取らずに緩和に踏みきるべきである。三番目

は、金利がゼロに張り付いたままで、金利の機能が無くなってしまったことである。そのために金利を自由に動かす訳にはいかない、量も自由に動かせないことになっており、ここで思い切って量的緩和にレジームを変え、金利が自由に動けるようにする必要がある。次に、重要な点として、デフレ懸念の払拭ということにコミットし過ぎている。先行きの金利水準について、これ程長い期間に亘り、無期限にコミットしている、あるいはそうしたことを示しているのは、アメリカを始めとする先進国、インフレ・ターゲットを採用している国でもどこにもない。金利水準を将来に亘ってコミットし過ぎている。ゼロ金利政策に残された余地は解除するか継続するかという非常に非連続的な世界である。従って、できるだけ早い機会により自由度が高い、量的な世界へとレジームを変更すべきである。

速水議長

それでは、採決が終了したので政府からの出席者を入室させて下さい。

[政府からの出席者入室]

山口副総裁

中原委員の言われたことに関して二つ申し上げる。ゼロ金利政策があたかも景気の回復に貢献しなかったかのような言い方は、非常にアンフェアな評価である。

中原委員

私は回復促進にと申した。

山口副総裁

私は回復を促進したうえでかなりの力があつたと思うし、それは株式市場、アセット・マーケットの動きを含めて明らかにそうである。それに満足すべきかどうかは別の問題だと思うが、ゼロ金利政策の評価としては私

は全く違う意見を持つ。第二に、金利水準をコミットし過ぎていると言われているが、ゼロでコミットしているのが最も強い金融緩和政策のはずであり、それについて何か問題であるかのような言い方、評価は理解できない。金利政策について最大限のコミットメントをしているのがゼロ金利の継続であるし、我々は経済の現状から考えてそれが必要であると判断している。

中原委員

ゼロ金利が一定の効果を果たしたことを否定している訳ではない。それなりの効果はあったと言っている。それを超えてさらにポジティブに効果がでていくかということになると、私は意見が違っていると申し上げている。コミットし過ぎているかどうかは、オーバーナイトの金利であり、金利政策としてだけみても最も強い金利政策ではない。それは見方が違う。

山口副総裁

金利政策について、他にどのようなコミットメントがあり得るのか。他には中長期の金利をコミットすることしか残らない。

中原委員

それも一つだと思う。私は手段については言っていないが、そうしたことも必要があれば考える余地もある。

山口副総裁

中原委員の提案で欠けているのはその部分である。マネタリーベースの増加自体が可能かどうかについては、既に壮大な実験をしてしまい可能ではないという結論がほぼ出ていると思う。いかなる手段をもってすれば可能なのかについては余り言われていない。手段を伴わない限り具体的な提案にはならない。

中原委員

私が申し上げているのは、まず、1年以内のショートタームでマネタリーベースを増やしたらどうかということである。仮にそれが増えなくなれば、非代替的なところまで買っていく必要があるかもしれない。しかし、まずやってみなさいということである。これは何度も申し上げた。

三木委員

中原委員の提案で棄権が1名となっていたが、棄権はどなたか。

小池政策委員会室長

田谷委員である。

三木委員

棄権は特に発言を要しない訳か。

中原委員

それはその人の自由である。

速水議長

田谷委員、何か述べることはありますか。

田谷委員

特にありません。

速水議長

それでは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ということをお願いする。

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、採決に入りたい。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検討をお願いしたい。まず、調査統計局吉田課長と企画室雨宮課長からポイントを説明してもらう。

吉田調査統計局経済調査課長

実体部分から説明申し上げる。まず総論は、「わが国の景気は、足許、持ち直しに転じている。こうしたもとの、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。前月との変更点としては、前月あった「輸出や生産を中心に、」という表現を削っている。また、「下げ止まりから持ち直しに転じている。」の「下げ止まりから」の部分も削っている。それぞれの理由は、まず輸出・生産の部分については、輸出から生産を起点として企業セクターから景気が回復していく道筋自体はここにきて変わっていない訳であるが、事実として10～12月の数字等をみると、輸出の増加をメンションするほどにはなっていないため、ここは落とさせて頂いた。「下げ止まりから」を削ったのは、12月以来「下げ止まりから転じている。」という言い回しをしており、その間の時の経過を考慮して削らせて頂いた。結果として文章は変わったが、ここにきて判断を特段前進させたり、後退させたりするという意味を込めたものではない。

各論の設備投資については、先月までは「下げ止まる気配をみせている。」としていたが、今月は僅かに進めて「下げ止まりつつある。」としている。大手電機メーカー等ではここへきて相次いで設備投資増額の動きがあるし、中小企業でも僅かながら動きが出ており、機械受注の統計から

みても余りこうした判断に違和感はないと思っている。住宅と公共投資については従来からそろそろ落ち始めるのではないかという印象であり、今月はそれぞれニュアンスを若干後退させている。住宅投資については「頭打ちから小幅な減少に転じている。」としている。公共投資は公共財関連財出荷の統計等を見て、「緩やかに減少しているものとみられる。」という表現にしている。

同様に先行きの表現も変えており、住宅・公共投資については、「住宅投資は、今後も徐々に減少していく可能性が高いほか、公共投資も緩やかな減少が当面続くとみられる。」と表現している。補正予算が執行されて実際に公共投資が増えてくれば、足許と先行きの書き振りはまた変わってくる。企業の業況感基本的には前月と大きく変わらないが、これまで収益・業況感の改善が「積極的な企業行動に繋がっていない。」と述べてきた部分を、「多くの企業では繋がっていない。」という書き振りにしている。これは、先程申し上げたように一部企業では積極的な行動がみられ始めているためである。同様に先行きでも、「企業部門では、リストラによる収益改善が相応の成果をあげつつあり、成長性の高い分野では投資活動積極化の動きもみられ始めているが、多くの企業では、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を続ける可能性が高い。」と同様の修正を行なっている。所得形成では、「雇用者数の減少には徐々に歯止めが掛かりつつある。」としている。先月までは「歯止めが掛かりつつあることを示唆するものもみられる。」という若干まどろっこしい表現であったが、労調等の完全失業率等にはまだ月々の振れがあるものの、毎勤等でみると雇用者数の下げ止まりがほぼ確認できているため、「歯止めが掛かりつつある。」という表現に直させて頂いている。

最後に物価については、輸入物価の動きが先月までと違ってきているため、「輸入物価は原油等国际商品市況の上昇に加え、最近の円安の影響もあって足許では、幾分上昇している。」と修正したい。単月でみると2月の輸入物価は契約通貨ベースで1.2%増えているし、円ベースでも旧ベースでみると2.2%、新ベースでは1.0%上昇している。

雨宮企画室企画第1課長

金融部分は、冒頭の部分を前月は「コンピューター2000年問題に伴う大幅な資金需要の増加の中で、総じて安定的に推移した。」としたが、今月はイメージとして秋口頃の状況に復したという趣旨の書き振りにしている。ターム物、株価、円、長期金利等はそれぞれ市況の動きに応じて表現を変えさせて頂いている。定性的な判断としては、社債やCPの発行の状況が前月は「足許では落ち着いた動きとなっている。」と、従来の「伸びが鈍ってきている」という表現から「落ち着いた動き」へと変わってきているが、社債残高の伸びの低下があるため、「社債やCPの発行も、足許では低調な動きとなっている。」としている。マネーサプライについては、前月まで「伸びがやや鈍化している。」としていたが、ここは「伸び率の鈍化傾向が続いている。」という継続性を持たせた表現にしている。

一点市況の数字だけ修正させて頂きたい。「円の対米ドル相場は、円安ドル高方向の動きが進み、最近では」の後、「概ね107～108円台」とあるが、実は今月に入ってから月初107円台が続き、一昨日、109円35銭、昨日が108円79銭と若干109円台を覗いているため、107～109円に変えて概ねを削らせて頂き、「円の対米ドル相場は、円安ドル高方向の動きが進み、最近では107～109円台で推移している。」としたい。

中原委員

なぜ公共投資の部分のみ「みられる」と書いてあるのか。

吉田調査統計局経済調査課長

直接的に把握するのに適当な指標がなく、公共財の関連出荷等を通じて間接的に覗いているため、「みられる」という表現にしている。

速水議長

採決に入る。

[全委員が賛意を表明]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告する。基本的見解採決の結果は賛成9、全員一致であった。

速水議長

ご決裁頂いた基本的見解に沿って後段の背景説明の部分は必要に応じて執行部で修文させて頂きたい。本件の対外公表は2月15日午前8時50分である。

VI. 閉会

速水議長

以上で議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は2月24日を予定

している。

(午後4時1分閉会)

以上