

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年1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）  
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	林 芳正	政務次官（9:00～15:39）
経済企画庁	小峰隆夫	調査局長（9:00～15:39）

（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	山岡浩巳

I. 開会  
速水議長

ただ今から1月17日の金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日の取り進め方を申し上げる。まず前々回会合の議事要旨を承認し、続いて金融経済情勢について執行部から報告がある。その後、金融経済情勢および当面の金融政策運営方針に関するご討議を頂く。もしあれば政府からの出席者の発言を頂いてから、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序で進めて参りたい。

政府からの出席者として、本日は大蔵省から林政務次官、経済企画庁からは小峰調査局長がご出席である。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言は全て記録することを前提とする約束であり、委員方および政府からの出席の方々におかれてはそのことを前提にご発言頂くようお願いしたい。

II. 議事要旨(11/26日開催分)の承認

速水議長

最初に前々回、1999年11月26日会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異義ありませんか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会として承認することとする。なお、本議事要旨の発表は1月20日の午後2時に行なう予定である。

[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、金融経済情勢に関する執行部からの報告に移りたい。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いします。

#### 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については、年末にかけてY 2 K問題に伴う資金需要の高まりに対応して未曾有の大量資金供給を行ない、年末年始を幸い平穏なうちに乗り切った後、年明け後の2週間は余剰資金の吸収を段階的に進めてきた。その結果、本日の為決時点では当座預金残高ベースで5兆2,000億円前後、積み上幅は1兆4,000億円程度と、概ね12月半ば以前の水準に戻るようになる見込みである。これにより、今回の金融調節面におけるY 2 K対応は格別大きな波乱もなく成功裏に終了したと評価出来

ると思う。勿論、2月29日問題等のリスクもなお残されてはいるが、ともかく大きな山は越すことができたと考えている。

この間の金融調節面での対応をやや敷衍して申し上げる。年末にかけては年末越えターム物レートの上昇に対応し、12月28日まで51営業日連続で合計46兆5,000億円の年末越え資金を供給した。併せて12月21日以降は年末接近に伴う足許の資金需要の急増に対処するため、積み上幅を急ピッチで拡大した。30日には積み上22兆6,000億円に相当する大量の資金を供給して越年した。年明け後については、Y2K問題による格別のトラブルもなく市場取引が平穏裏に行なわれていることを確認した1月4日の午後から資金吸収オペのオファーを開始し、余剰資金の吸収を進めてきた。資金吸収に当たっては、無理な大量オファーにより市場レートを押し上げる結果になることを極力回避するため段階的に進めることとし、応札レートの動向を睨みながら概ね一日平均2兆5,000億円前後のペースで吸収オペを実施してきた。その結果、1月14日の12月積み期最終日の当座預金残高は7兆6,600億円と、12月30日の23兆1,100億円に比べて、約15兆5,000億円の減少となっている。この間、銀行券が10兆7,000億円戻ってきており、財政要因が約4兆円の不足であったため、金融調節面ではこの8営業日で合計22兆1,000億円の吸収を行なったことになる。本日も合計で2兆5,000億円の資金吸収を予定しており、資金需給が予測どおり若干の余剰となれば最終時点の当座預金残高は5兆2,000億円、積み上幅1兆4,000億円前後となる見込みである。Y2K対応の事後処理も概ね終了し、12月央以前の状態に戻ったということが出来る。このようなオペレーションを行ってきた結果、この1か月間の無担コール・オーバーナイト・レートの交換戻時点の中心レートは0.01~0.02%、加重平均レートで0.02~0.03%と、実質ゼロ金利水準で大変落ち着いた推移を辿った。なお、12月30日の加重平均レートが0.05%に上昇しているが、これは一部破綻金融機関がレートを大幅に引き上げて調達を行なった結果であり、全体の出来高が細る中で加重平均レートを押し上げたことによる。

準備預金積立て状況の推移であるが、1月15日で終わった12月積み期

をみると、この間の大量資金供給の結果、1日当たりの超過準備額が5兆7,419億円となる。準備預金非適用先の当座預金残高も1日当たり3兆6,519億円となり、いずれも既往最大を記録している。また、これまで超過準備をほとんど保有してこなかった都銀が1日平均2兆円もの超過準備を抱えるなど、ほぼ全ての業態が大量の超過準備を保有する結果となった。各金融機関がY2K問題を意識して、年末年始の資金繰りに万全の備えを行なったことを示している。

次に、この間のターム物レートの動きをみると、ユーロ円出合いレートの1M物は12月上旬に0.75%でピークをつけたあと、12月央の13日前後には一旦0.27%まで大きく低下した。その後27日にかけて年末越え資金を取り遅れた一部都銀、欧州系外銀等の取り上がりに伴い薄商いの中で再び0.58%まで上昇したが、これらの金融機関でも28日には年末越え資金調達が目途が最終的についたため、レートは急速に低下し、12月29日以降は0.03%から0.04%とゼロ金利に戻った格好となっている。年明け後のターム物レートの動向で注目されるのは、短期国債レートがやや上昇傾向にあることである。例えば、3Mの短期国債のレートは年初の0.075%から先週は0.1%台に上昇し、同じく1M物も年初の0.16%から14日には0.23%まで上昇している。また、ユーロ円出合いレート3M物もFB3Mの上昇に連られる格好で年初の0.06%から先週後半には0.12%まで上昇している。

こうした最近のターム物レートの強含みの背景としては、三点指摘できる。まず第一に、短期国債のレート動向をみると、先週12日入札分の41回債よりFBの発行額が従来2兆円から2兆7,000億円へ7,000億円増額されたことに伴い、需給悪化の影響が出やすい状況にある。不調が予想されていた41回債については、運用妙味に着目した系統金融機関等の積極的な応札があり、応札倍率は2.7倍と事前予想に比べて大変好調な結果ではあったが、平均落札レートは0.16%と前回比6.5bpの上昇となっている。第二の背景は、今週以降、都銀等の年末越え資金調達分の期落ちが本格化するため、巨額のロールオーバー需要が発生し、ややもするとレート

が上がり易い地合いにあることである。そのうち、本行オペの期落ち分は今週以降2月までに合計約40兆円、1日平均1.3兆円にのぼるため、本行がどの程度ロールオーバーに応じてくるかに注目が集まっている。第三には、マーケットではY2K問題を無事通過したため、本行が早晚ゼロ金利解除の方向に動くとの見方が徐々に強まりつつあり、長めの短期金利を中心に上昇圧力が掛かり易い状況になってきていることである。例えば、ユーロ円金先の9月限レートは正月のインタビュー記事における総裁の「世界全体がこれだけ明るい中で、ゼロ金利はおかしい」といった発言を契機に、12月30日の0.355%から12日には0.47%まで11.5bpの上昇となった。その後、一部米系調査機関が「山口副総裁が年明け後景気見通しを大幅に下方修正した」と報じたことなどから、若干の低下となっている。このように政策委員会メンバーの発言等に従来以上に反応し易い市場地合いになってきた。私共としては、引き続きオーバーナイト・レートを中心とする短期金融市場のレート動向を睨みながら、ロールオーバー・オペを着実に実施し、ディレクティブの実現に必要なかつ十分な資金を供給して参りたい。

なお、年明け後の本行の金融調節について、FedやECBに比べて吸収テンポが緩やかであり、これが為替相場の円安化に繋がっているといった報道がなされている点に若干触れたい。FedとECBと本行の年末年始のオペレーションなどを比較すると、短期オペによるネット資金供給額の12月中の増加額はFedは約8兆円、ECBは貸出ファシリティ実行分も含めて約4兆円、これに対して本行は33兆円の増加となっており、本行が圧倒的に大量の資金供給を行なっている。この間、年明け後の資金吸収動向をみると、Fedでは資金供給オペの期落ちを中心に約7兆円、ECBは1月5日に3兆3,000億円強の資金吸収オペをオファーしたが大幅札割れとなり、約1兆4,000億円の資金吸収を行なったに止まっている。これに対して、本行では12日までの段階でも資金吸収オペを中心に15兆円強の吸収を行なっており、絶対額の比較では本行が一番積極的に資金吸収を行なっている。ただ、本行の場合には元々の資金供給額が巨額であっ

たこと、12月中に大量に流出した銀行券の戻りが追加的な資金余剰要因として働いている——日本では年初来12日段階までに9兆4,000億円の銀行券が戻ってきているが、Fedは3兆9,000億円しか戻ってきていない——ことなどから、余剰資金の減少テンポが一見緩やかにみえるのもやむを得ない。Fedの場合には、昨年末の大量資金供給からFFレートがターゲットの5.5%を大きく下回る水準まで低下しているため、資金吸収を急ぐ事情があるが、本行の場合にはターゲットレートはゼロであるため、金利を押し上げるような無理なテンポで資金吸収をする必要がなかった点が基本的には違っている。

いずれにせよ、今回のY2K問題を通過することにより、わが国の短期金融市場を中心とするマーケットの構造自体や私共の調節の在り方などについて、様々な問題や特徴点が浮き彫りにされたことも事実である。FedやECBなどとの国際比較も含めて分析調査を鋭意進め、その成果を今後の金融調節運営面にも十分役立てて参りたいと考えている。

中原委員

例えば、どういうことを考えているのか。

山下金融市場局長

一つは以前からご指摘頂いている積み上を中心とした現在の調節公表方式の見直しについてである。今回の20何兆円という積み上を作る、あるいは所要額がゼロという状況の下では現在の方式は、アカウントビリティー等の観点から問題が多いことが明確になってきたため、その辺りの見直しを進めて参りたい。また、日本のマーケットにおける色々な構造的な問題、例えば国債市場ではフェイル慣行が認められていないとか、長国先物も金利が非常に下がっている中で標準金利が6%のままになっているなどの色々な問題点が、このY2K騒ぎの中で、様々な形で表われることとなった。短期金融市場についても、例えば手形やCPなど資金繰り部署が担当している部分とTBやレポなどディーリング部門、債券部門が担当し

ている部分とが分断されており、なかなか金利裁定が働かないといった問題点が明らかになってきている。さらに、調節面でもこれだけ大量の資金供給を行なったことは初めての経験であり、資金吸収オペレーションも巨額に上っている。そうした面でも私共としては多くの新しい発見があったため、何れ総括結果を報告させて頂きながら私共の運営に活かしていきたいという趣旨である。

### 三木委員

そのところは極力早く実施された方が良い。問題はあれだけ大量に資金供給しなくてはならなかったのかどうかということと、吸収のピッチである。

### 山下金融市場局長

その点については、これから諸外国との比較をしながら研究して参るが、日本がこれだけ大量の資金供給を行なわなければならなかった要因としては三点あったと思う。一つはゼロ金利で超過準備を保有するコストが非常に低いことである。二番目は山一・拓銀破綻以降、金融機関サイドにおける資金繰りに対する不安感が残っており、流動性逼迫時にはとにかく資金を持ちたいという潜在的な感覚が強くなったことである。昨年9月9日問題で日本だけが多少混乱したのは、そうした側面が残っているためだと思う。三番目は、自助努力を強調した結果、据え置き貸出は極力使いたくないというインセンティブを生じ、最後まで使われない結果になったことである。この三つのうち最大の要因は、ゼロ金利ではないかと思う。

### 速水議長

次に、平野国際局長から為替市場の動向と海外金融経済動向について報告をお願いする。



## 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

昨年末から本年1月中旬にかけての円の対ドル相場を概観すると、年初にかけては円高が進行し、年明け相場は101円台ミドルでスタートしたが、その後、1月4日の東京市場での介入報道をきっかけに急速に円安方向に切り返し、足許は106円を挟む展開となっている。本日は105円60銭程度で動いているが、達観すれば106円を挟むところである。ユーロの対ドル相場の年明け後の展開は、ユーロエリア経済の回復期待から対ドル、対円で急反発して、1.03ドルを挟む動きが続いていたが、先週末にかけては再びユーロ安が進行し、14日のニューヨーク市場で1.01ドル台へ急落した後、本日の東京市場でも1.01ドル台の推移になっている。現在の地合いは比較的ドルが底固い。この状況はドル/円のリスク・リバーサルでもドル・プット・オーバーの縮小の形で明確に表われており、円に対してはドルの下値不安の後退という状況を示唆している。基本的な背景としてまず挙げられるのは、米国経済の好調およびこれを背景とした米国株高である。最近公表された指標でみると、12月のPPI生産者物価、CPI消費者物価が比較的落ち着いた内容であった一方、12月の小売の売上げ、あるいは12月の鉱工業生産が市場予想に比べやや強めの数字が出ており、インフレなき経済成長が続いていることが裏付けられた格好になっている。本邦サイドの要因として、一つは大蔵大臣、黒田財務官等が年初から為替介入に対して積極的な発言をしている。例えば、6日に黒田財務官は為替介入はスミージングだけとは限らない旨新聞社のインタビューで答えている。市場はこのレベルで介入が入ってくるとは必ずしも思っていないが、底流には介入警戒感があることも確かであるし、G7を控えて動き難いというムードがあり、これがドルを支えているとも言える。

本行の調節との関係は金融市場局長から詳しく説明があったが、結論としてはなにがしか円安に効いている部分があると思われる。本行のポストY2Kの流動性吸収スピードがFedやECBに比べて遅いことが本行の一段の金融緩和に対する思惑を呼び、これが円安ドル高の一因になっ

ているという声が海外筋を中心に聞かれている。しかし、円安進行の流れを振り返ってみると、1月4日の介入報道をきっかけとして円安の地合いが4日の東京市場から形成されている訳である。一方で本行の金融調節に注目が集まり始めたのは第2週からであり、本行調節がFedやECBに比べて吸収テンポが遅いという印象がドルを支えている部分は全くない訳ではないが、支配的な要因ではないと考えている。

こうした流れの中でプレーヤーの動きとして若干目立つ点を三点申し上げる。第一に日系の機関投資家の外債投信にかかるヘッジを外す動きに伴う円売り・ドル買いの動きが出てきている。第二に輸出筋が予約レートを一頃よりも円安・ドル高のレベルに切り上げる動きをみせており、現在は106円のlow辺りに相当大きな予約が入っているようである。第三はヘッジ・ファンドを中心とする円キャリー・トレードの動きが一部にみられるという話が出てきており、これらの動きをみても従来とは若干違い多少円安を意識した動きになっている。

続いて年末年始の株価と金利の状況について若干整理したい。米国の長期金利は昨年末にかけて概ね落ち着いた動きを示していたが、年明け直後に一段高い水準へ上昇し、直近では6.6%台と約二年半振りの高水準である。FF先物金利も上昇している。FF先物金利の推移から読み取れることは、次回2月12日のFOMCにおける25bpの利上げおよび3月以降のさらなる利上げが織り込まれていることである。米国株価は相当荒い展開になっている。昨年12月後半以降は既往ピークを重ねる展開となり、年末にはニューヨーク・ダウ、S&P、NASDAQとも既往ピークを記録している。年明け後一時大幅に下落したが、その後は長期金利の上昇をこなしながら反発し、ニューヨーク・ダウはさらに既往ピークを更新している。

欧州の長期金利はユーロエリア、イギリスとも12月中旬以降上昇基調が続いている。この間、株価も上昇傾向を辿り、昨年末にはドイツ、フランス、イギリスとも既往ピークを更新した。年明け直後はニューヨークと同じ様に大きく反落したが、その後また切り替えし、足許まで高値圏で推

移している。エマージング市場でも昨年末にかけては株価が上昇傾向を続けているが、その後はやや不安定な展開になっている。こうした国際金融市場の状況をどう理解するかであるが、全体としてY2K問題を大過なく乗り切ったことで市場の関心は再び経済のファンダメンタルズに向かっていると思う。そうした中で欧米における金利上昇観測が強まる一方、欧米を中心とする景気の拡大回復期待の強まりから株価は大きな振れを伴いつつ高値圏で推移している状況である。

次に、国際経済の状況であるが、米国主要経済指標をみると、内需が引き続き堅調に推移している。若干需要鈍化の兆しが窺われるのは住宅着工であり、着工件数が少し落ちてきているが、個人消費、設備投資、何れも堅調である。消費者コンフィデンス指数の12月は141.4と、統計開始以来二番目の高水準と絶好調である。小売売上げについても非常に高い数字になっており、前回決定会合でクリスマス商戦が必ずしも盛り上がっている訳ではないと報告したが、商戦の終盤に相当盛り上がり、クリスマス商戦も良かったという評価である。米国については1月13日のグリーンSPANFRB議長の講演の中で、この1年余りの間に実質金利が1%程度高まり4%台に乗っていることが先行きの米国経済にどのような影響を与えるか、良く注意しておく必要があるという話があった。現時点で実体経済面で鈍化の兆しが窺われるのは住宅だけという状況である。

ユーロエリアの景気も輸出の好調に加えて個人消費が堅調の度合を増しており、拡大基調を辿っている。雇用環境も徐々に改善しており、失業率は足許9.8%と低下してきている。マネーサプライの伸びは高めであり、足許6%台とECBのマネーサプライ参照値4.5%をかなり上回ってきている。消費者物価は11月の前年比が1.6%であり、原油価格の上昇や既往のユーロ安に伴う輸入物価上昇の影響から緩やかな上昇が続いている。2000年の初めにかけて物価が今少し上昇するという予測が強いようであるが、一気に伸びを加速するという見方は余りない。イギリスは輸出と個人消費が堅調なことから景気が非常に良い。一方で労働・生産両面の需給の引き締まりが窺われるため、先行きの物価上昇が懸念され、12、13日の

金融政策決定会合において、政策金利を 0.25%ポイント引き上げ 5.75% とすることを決定している。東アジアでは、相変わらず回復の傾向が続いている。中国の 99 年の GDP の成長率の速報は 7.1% と、政府見通しの 7% を達成している。

#### 中原委員

ユーロ急落の主因は何か。

#### 平野国際局長

週末のニューヨークで急落した訳であるが、一つはサマーズ長官の発言が効いていると言われている。ユーロがそのポテンシャルを発揮するマクロ的、ミクロ的条件はまだ整っていないとの発言が若干嫌気されている。今一つ、ギリシャ・ドラクマが中心レートを切り上げるといふ報道がなされ、これがユーロ売りに繋がったと言われている。ギリシャは 2001 年初にユーロエリアに加盟すると言われている。従って、ユーロに対してギリシャ・ドラクマの中心レートが設定されている訳であるが、それがドラクマの現行レートに比べると、かなりドラクマ安の水準に設定されている。ユーロエリアに加盟していくことになれば、当然レートは下がっていくという思惑が市場に生じるため、何となくドラクマが売られてきた。しかし、ユーロに対するドラクマの中心レートが切り上がることになれば、ユーロエリア加盟を前提としたドラクマ売り・ユーロ買いの動きが逆転する、あるいはその圧力が減るため、その分だけユーロ売り、ユーロ安という思惑となりユーロが売られたとも言われている。さらに敢えて言えば、ブンデスバンクのウェルテケ総裁が ECB が対応すべきインフレリスクはないと言っており、これがユーロエリアの金利が上がらないという思惑および金利差の関係からドル高・ユーロ安に繋がった。勿論、ユーロ、円の両方に共通しているが、米株価の上昇のように米国サイドにも強い材料があったということかと思う。

中原委員

円／ドルについての市場のセンチメントはどうなっているのか。

平野国際局長

円／ドルは基本的にG7までは動き難いというセンチメントが続いており、様子見である。今日一番注目されているのは、本日の日本銀行の調節でどの程度余剰資金が吸収されるかであるが、発表後でも余りレートが動いていない。一応本日の調節で特に市場の期待を大きく揺るがすようなことはなかったということである。ボラティリティーも落ち着いている。リスク・リバーサルドルのプットオーバー幅も縮小したままであり、その意味では余程大きな材料が出てこない限り、当面は再び円高が急速に進行するような地合いではない。ただ、G7後の展開はまた別の問題であると思われる。

速水議長

本日の調節とは、金融市場局の調節か。

平野国際局長

然り。例えば、一気に積み上1兆円といった形で以前の姿に急激に戻すようなことになれば、市場に失望感が出て円が買われ、ドルが売られるという感じもしていた。今のところは一応平静に受け止められている。海外の報道では、確かにポストY2Kの本行の流動性吸収スピードが遅いということがかなり書かれてはいる。しかし、先程金融市場局長から説明があったような初期条件の違いや、そもそも金融政策のスタンスが違うといったことも徐々に認識され始めており、この点のみにより年明け後の円安が進んだということは全くないと思う。

三木委員

台湾、シンガポール、特にASEAN諸国の内需の動きはどうか。輸出

の依存度が高いのは当然であるが、それが内需喚起の方向に徐々に効いてきている状況に変化はないか。

#### 平野国際局長

基本的には変化がない。ASEANでは、内需の中で設備投資に注目をしているが、タイの設備投資は第2四半期でプラスになり、第3四半期はまた伸びを高めると感じになっている。マレーシアも設備は第3四半期からプラスに出ている。それ程大きなプラスではないが、一応内需にも芽が出てきたと評価できる。インドネシアはまだ国内の混乱が続いているが、タイとマレーシアについては設備投資が出てきた。これが先行きどの程度持続するものなのかどうか、仮にこの先多少資金需要が出てきた場合に、金融的な意味での対応力がネックにならないのかどうかを中心に注目している。

#### 速水議長

先週アジアの総裁方が集まり、BISの特別総裁会議を開いた。アジアはやはり輸出主導の形で予想GDPの伸びを上回る状態が続いており、国内に刺激を与えて生産も伸び、設備投資も出ているし、外資も入ってきている。中国を除けばそうした明るい見通しであった。

#### 平野国際局長

多分、本年はネット外需のプラス寄与度が昨年よりも落ちてくると思われ、黒字がどんどん拡大するという訳ではない。黒字は黒字であるが、内需がある程度伸びてこなければ彼らの経済見通しがなかなか達成されない。輸出に相当依存する状態は変わりないとしても、限界的な動きとしては内需がどうなるのかが比較的重要なポイントである。一応足許では現われてきているが、ASEANについては先行きこのまま伸びていくという確証はまだ持てない。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告願う。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

結論から申し上げますと、前月の基調判断を変える材料はないと判断している。そうした中で、設備投資の下げ止まり気配をサポートする数字が引き続きみられる。また、Y2K問題に起因するとみられる振れが主として輸出、生産、輸入の一部に生じている。最終需要について確認すると、公共投資の増加が一服している。住宅投資は頭打ち傾向が続いており、今後緩やかな減少が続くとみている。個人消費は一進一退である。設備投資は下げ止まりの気配である。純輸出は振れはあるが、基調としては増加している。この結果、生産は増加を続けており、収益の改善も続いている。ただ、収益の改善が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。また、雇用情勢の悪化に歯止めが掛かりつつあることを示唆する指標も引き続きみられるが、全体としては雇用・所得環境はなお厳しい地合いにあると判断している。総括判断は前月と同じであり、「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。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりした動きは依然みられていない。」ということである。

次に、コンピューター2000年問題に起因する振れの問題について、ミクロ調査の状況から現時点で敢えて挙げれば次の三点である。第一点目は国内の電子機器メーカーが前倒しで部品在庫の積み増しを図っている。この結果、旺盛な需要に応じきれない電子部品メーカーが国内向け出荷を優先しているため、輸出の増加には繋がっていない。逆に、輸入サイドでは電子部品等の在庫積み増しのための輸入増がみられた。因みに、こうしたミクロの情報を裏付けるものとしては、64メガバイトのDRAMがあり、年末にかけてかなり高水準の価格が続いている。在庫積み増しが終わり1月

以降在庫が余剰になれば、こうした市況は反落する可能性が高かった訳であるが、現在のところ高水準のままほぼ横這いになっており、旺盛な内外需要に応じきれなかったことを裏付けている。第二に、設備投資の面では汎用コンピューター等の調達を年明け後に遅らせる動きがみられたことである。Y2K問題が解決してから汎用コンピューターを調達するという動きであり、生産面では10~12月はマイナスに効いている。第三に、小売販売面でチェーンストア等を中心に食料品等の買い溜めの動きがあったが、その規模は全体として大きなものではなかった感触である。

物価面では国内卸売物価は横這い、消費者物価は天候要因から農水畜産物価格が低下しており、全体としても幾分弱含んでいる。ただ、消費者物価の基調が変化したとは考えていない。企業向けサービス価格は小幅の下落を続けており、基調判断を変えていない。

次に先行きである。輸出は基調的には緩やかな増勢を維持する可能性が高いと判断している。公共投資は工事量の減少が一旦明確化するが、補正予算が実施に移されることにより年度末までには工事の発注が増加すると考えられる。従って、外生需要全体では1~3月には一旦横這いとなる可能性もあるが、基調的には経済を下支えしていくことが見込まれる。設備投資については、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。ただ現時点では、設備投資が今後どの時点で明確な増加に転じるかについては見定め難い状況である。物価の先行きはこれまでと同様であり、卸売物価は当面横這いとみている。消費者物価もほぼ前年並みの水準で横這いとみている。ただ、企業向けサービス価格は小幅な下落を続けると見込まれる。従って、物価全体としてみると、概ね横這いの圏内で推移すると予想される。民間需要を巡る環境は徐々に改善しつつある訳であり、当面需給バランスが崩れて、物価が大きく低下するリスクは小さいと判断されるが、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は拓けていない。従って、来年度の下期以降、仮に外生需要が減少に転じた場合には、物価が再び軟化するリスクに引き続き留意しておく必要がある。



Y 2 Kの関連から、輸出および輸入に振れが生じていると申し上げたが、11月の実質輸出計は+1.8%となった。ただ、10月に大きく落ち込んだ後の1.8%であり、10、11月の平均で見ると-1.0%とまだマイナスになっている。この主因は情報関連であり、10、11月では-2.4%になっている。年明け後の動きについては、海外景気の持続的な回復、あるいは情報関連財に対する世界的な需要拡大の傾向は変わっていないため、輸出の緩やかな増加傾向が続く可能性が高いと考えている。勿論、円高の影響から例えば欧州向けの自動車のスポット輸出、あるいは工作機械で競争が激化しているというような要因はあるが、全体としては1~3月について緩やかな増加基調と判断している。11月の実質輸入は前月比+16.6%と二桁の大幅な増加となっている。ただ、これには曜日要因も絡んでおり、曜日要因を調整すれば、前月比は+7.9%程度である。これでも大きな伸びであり、10、11月の平均で前期比3.7%とかなり大きな伸びが続いている。財別にみると、11月は消費財が25.8%と大きく伸びている。内容的には冬物の衣料やAV機器であり、特にY 2 K絡みではない。一時的にこうした消費財の輸入の入着が増えたものと判断している。情報関連については11月に17.2%と増えており、こちらはY 2 K絡みの輸入ではないかとみている。いずれにしても、11月は全ての財で増加した形になっているが、国内の景気の状態からみて、今後は輸入の伸びが鈍化していくと判断している。

次に設備投資であるが、全体として下げ止まりが確認されている。まず製造業の機械受注は下げ止まったとみられる状況であり、建築着工床面積は短期の振れが大きい指標ではあるが、ほぼ建設投資も下げ止まったようにみられる。リース取扱高も下げ止まっている。非製造業のリース取扱高をみると、製造業と同様に下げ止まりつつある感じである。10月の機械受注は増加しているが、かなり振れの大きい指標である。建築着工床面積も10、11月は増加しているが、11月については商業において大型建築物の着工がたまたま集中している。こうした大きな振れがあるため、なお投資が下げ止まりとは即断できない状況である。

次に、消費の全体を示すものとして消費水準指数の全世帯をみると、7

～9月は-1.7%とマイナスの後、10、11月はほぼ横這いである。12月が出ている自動車についてみると、軽乗用車を含んだ出荷額ベースで7～9月は-2%の後、10～12月には+1.5%と若干増加している。12月単月ではほぼ横這いである。内容的には人気車種が一部に偏っており、業界全体としてはまだ弱気な見方が多い。家電販売の12月については、私共のヒアリングによればパソコンを中心にかなり堅調であったと聞いている。デパートの7～9月は残暑等の影響でやや弱めの数字である。10、11月も気温が高めであったため、冬物が不振である。12月は冬物衣料が回復してきている。また、歳暮需要についても個人は下げ止まっているが、法人はまだマイナスとのことである。こうした状況から判断すると、12月は若干持ち直し、前月比はプラスではないかと判断している。なお1月入り後の都内百貨店については、年初のセールがかなり奏効しており、一部のデパートでは年初に限れば前年比4割増といった先もあった。ただ、勿論そうした状況は持続していないが、それでも足許までは比較的堅調との判断が多いようである。全国チェーン売上高の方はヒアリングによると、Y2K絡みや衣料品の持ち直しから、12月は持ち直しということである。1月もほぼ横這いの展開が続いているとのマイクロヒアリングの結果である。なお、旅行取扱額は7～9月は若干増加したが、10～12月は-1.5%と、若干弱い数字となっている。Y2K関連で消費を再度纏めると、飲料品あるいは食料品、懐中電灯、石油ストーブなどが売れた訳であるが、大きなインパクトはなかった。コンビニ業界では年末年始に出勤者が多かったため、主力の弁当が相当売れたようである。全体としては、一進一退の展開と判断している。消費者コンフィデンスをみると、日経の消費予測指数などを中心に足許持ち直しの傾向が続いている。

次に、生産の状況についてレビューする。鉱工業生産は7～9月に3.9%と大幅に増加した後、10～12月は一部情報関連財、生産等に供給制約がかかることもあり、前期比小幅の増加に止まる見込みである。年明け後の1～3月についても、ヒアリングによれば総じて小幅の増加が予想されている。まず、11月の鉱工業生産は前月比+3.8%の増加となった。予測指数

の5%を若干下回っている。12月の予測指数で繋ぐと、10～12月の前期比は+0.2%とほぼ横這いになっている。当初12月段階での予測指数を繋ぎあわせると+1.7%であったため、下振れしている。この要因の一つはパソコン、携帯電話向けの電子部品の供給が追いつかなかったためである。AV機器関連部品の輸出が下振れしているし、コンピューター2000年問題を控えて、汎用コンピューターが落ち込んでいる。あるいは、前期にたまたま増加した鉄道車両等の特殊要因が今期は剥落していることによるものである。なお、10～12月の生産については私共のマイクロヒアリングでも微増程度との結果が出ており、恐らくその線で着地すると見込まれる。1～3月の生産については、前月の段階ではほぼ横這いを見込んでいたが、Y2K問題に伴う振幅が小幅に止まっており、むしろ乗用車では一部の人気乗用車の増産体制が整うとか、情報関連財も好調を維持している。従って、現時点では全体として小幅ながら増加する計画となっている。因みに、1月の生産指数の予測指数は+3.1%である。勿論、電子部品については既にかかなりの先で供給の天井に当たっており、電子部品業界ではこの正月休みを返上して生産している。在庫調整は概ね完了しているとみられる。ただ、企業は当面在庫積み増しに対する慎重なスタンスを崩していないため、出荷が増加すれば在庫率が低下する形になる公算が大きいと判断している。

次に、景気が持ち直しに転じていることを反映し、7～9月以降は雇用情勢の悪化に歯止めが掛かりつつあることを示す指標がみられている。ただ、今冬のボーナスは引き続き前年水準を割り込んでおり、雇用者所得が基調として下げ止まるにはなお時間を要すると考えられる。この点、完全失業率は8月に4.9%とピークを付けた後幾分改善しており、11月は4.51%まで下がっている。有効求人倍率も5～8月まで0.46倍が続いたが、11月はボトム圏ではあるが0.49倍まで上昇している。先行指標となる新規求人数は前年同期比でプラスになっている。内容的にはサービス業、製造業に改善がみられる。なお、雇用のミスマッチ度を示すUV曲線は97年にかけてかなりミスマッチが拡大し、その後98年4Qまでほぼ同じミスマッ

チ度を続けていたが、足許99年3Q、4Qでは再びミスマッチ拡大の方向に多少シフトしており、ミスマッチはまだ縮小していないと判断できる。常用雇用者は10、11月とほぼ横這い圏内で推移しているが、内容的には、正規労働者である一般労働者の採用は減少傾向が続いており、逆にパート労働者が増加している。こうした傾向は恐らく今後も暫く変わらず、今春の学卒の未就職者が一時的にせよ増加する懸念がある。

国内卸売物価の前年比は9月の-1.3%から12月の-0.6%までマイナス幅は縮小傾向にある。この主因は原油であり、為替・海外市況連動型すなわち原油のプラス寄与度が大きくなってきている。なお、原油についてはWTIで28ドルまで上昇している。これは3月のOPEC総会で減産の動きが一旦見直しになるためであるが、先週末にOPEC首脳陣が集まり4月以降も減産を継続する方針を打ち出したとのことである。卸売物価は3か月前対比でも横這い圏内の推移であるが、3か月前に比べて0.1%程度上昇している。企業向けサービス価格指数は国内需給要因でみて8月の-1.1%からほぼ同じペースが続いており、11月は-1.0%となっている。3か月前対比でも-0.1%から-0.2%と小幅な下落が続いている状況に変わりない。消費者物価全国の総合除く生鮮食品の11月は前年比-0.2%と10月の-0.1%から若干マイナス幅が大きくなっている。ただ、商品あるいは民間サービスは前年比がほとんど変わっておらず、マイナスに寄与したのは米あるいは切り花などである。米は豊作から値下がりしているほか、切り花は昨年は台風の影響から価格が上昇していた裏が出た形で下落している。なお、東京のCPIは同じように除く生鮮食品でみて11月の-0.3%から12月は-0.4%までさらにマイナス幅を拡大している。12月のマイナス幅拡大の主因は98年12月のたばこ増税である。これが一巡し、99年12月からはマイナスに効く形になる。なお、全国CPI総合の11月は-1.2%とかなり大きな落ち込みになっているが、主因は生鮮食料品が11月、12月と落ち込んでいるためである。これは昨年の秋口に天候不順から生鮮食品が高騰していた裏が出ている。因みに、全国の生鮮食料品の昨年11月は前年比+25.7%であったが、本年はこれが前年比、

-18.3%に効いており、これは経済要因というよりも天候要因と考えている。

#### 篠塚委員

卸売物価は全体では12月は0.1%であるが、ウェイトの高い機械が9月からマイナスを続けている。調査統計局では、この機械類の中で品目別に技術革新や生産性上昇の結果、数量が増えて価格が下がっているとか、そうではないといった点について分析しているのか。

#### 村山調査統計局長

ご指摘のように機械類はコンスタントに値下がりする状況である。これについては技術革新要因、あるいは大量生産によるコスト低下要因が大きいと思っている。ただ、個々の企業では必ずしもそういう見方ではなく、いわば競争が激しい中で一所懸命コストを下げて漸くこうした形になっている、いわば需要要因から下がっている部分も大きいとの見方である。それにもかかわらず、マクロ的な観点からみると、そうした企業は別に赤字になっている訳ではなく、得べかりし利益を削っているという点では確かに企業側が言っているようなことだと思うが、マクロ的には生産性の上昇等により値下がり分を十分カバーしているということである。従って、その辺の解釈の仕方は非常に難しいところであり、今後とも注意して参りたい。

#### 中原委員

最近グリーンSPANが講演の中で物価指標としてはGDPデフレーターが一番はっきりしていると言っている。日本の場合、GDPデフレーターが一貫して下がってきている。その観点からみるとまだデフレ基調は続いている、あるいはそれが勢いを増しているとは言えないのか。

村山調査統計局長

私共では物価の基調をどの指標でみるべきかを研究している。概念的に言うと、GDPの内需デフレーター、GDPデフレーターで、基調をみるのも一つの見方である。ただ、これは統計の改訂による振れもかなり大きいし、四半期毎にしか出ず、出る時期も遅い。従って、参考にすべきことは確かであるが、それだけでは判断できない。結論から申し上げますと、GDPデフレーターだけではなく、今申し上げたようなもの全てをみつつ総合的に判断するしかない。概念的には確かにGDPデフレーターに優れた点もある。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から最近の金融の動きについて説明してもらう。

#### 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、金融市場および金利については年末越え、あるいはY2K問題などの要因にもかかわらず、本行による極めて豊富な資金供給を受け、総じて平穏に推移した。この間、長期国債の流通利回りでもみた長期金利は昨年11月以降総じて低下傾向を辿っている。足許では1.7%台前半で推移しているが、年明け後の極く最近ではやや強含んでおり、1.8%台に近づく展開となっている。日本の株価は米国のハイテク株、特にNASDAQの動きを受けて相当振幅の激しい展開となっており、足許では米国ハイテク株の反発を受けて上昇している。本日は300円程上がり、1万9,260円という展開になっている。ジャパン・プレミアムは引き続き解消された状態にあるほか、国債と社債の信用クレジット・スプレッドも引き続き縮小傾向を辿っている。

金融の量的側面についてはこの間余り大きな動きはない。民間金融機関の融資スタンスには大きな変化はなく、引き続き基本的には慎重なスタンスの中、経営健全化計画に示された貸出計画への対応を意識してスプレッ

ドを相当縮小するとか、中小企業向けの新しい商品を開発するといった形で貸出の発掘・開拓を強めている。しかし、企業は全体として借入金を圧縮していくスタンスを維持しており、資金需要は全体として引き続き低迷し、貸出は弱含みで推移している。資金需要という面では、一部金融機関では年末の年越しおよびY2K関連の資金需要に期待する向きもみられたが、結局12月を締めると、CPの発行が若干増えたほかは資金需要面で大きな動きはほとんどみられなかった。社債はY2Kを控えた手控えムードからむしろ減少した。昨年秋口までは貸出がマイナス幅を拡大している中で、社債・CP等の直接金融市場が比較的堅調であったが、昨年の10月以降は間接金融、直接金融ともにやや低迷が目立ち始めている。こうした資金需要の実勢を映じ、マネーサプライの前年比も伸びがやや鈍化しつつある。

特徴点を説明する。まずY2K問題に関する短期市場の振れが一段落したため、ここでマーケットの先行きの金利観を総括してみる。ユーロ円の金先でみた、比較的短期の先行きの金利期待である。1月12日の直近分と前回会合近辺の99年12月16日とを比べると、9月、12月——限月でいえば3限月先、4限月先——辺りからこの1か月で約20bp上方にシフトしている。前回会合の12月16日段階では、引き続き2000年中はゼロ金利の解除がないというのがマーケットの中心的な見方であると申し上げたが、この1か月で市場の金利観が変化しており、本年9月以降までを展望すればゼロ金利解除のリスクもありうべしという方面で市場の金利観が若干変化していると思う。ただ、長いところがやや読み難くなっている。国債の10年までのイールドカーブの動きをみても、直近の1月11日と、12月16日時点でのイールドカーブをみると、5年辺りを境にクロスしている。すなわち、短いところはこの1か月で金利が多少上昇しているにもかかわらず、長いところはむしろ低下しており、全体としてイールドカーブがフラット化している。これをそれぞれのスタート時点毎の1年物に分解し、直近1月12日分と12月16日を比べると、1年先が20bp程度上昇しているのに対し、長いところがむしろ低下している。短いところが上昇

しているのは今申し上げたような金利期待だと思われるが、長いところは解釈が難しい。昨年末以降の材料としては 2000 年における長期債の発行が昨年と同じであったために需給に対して多少安心感が出たとか、Y2K というイベント・リスクが終わり買い安心感が広まっているなど幾つか解釈はあるが、どれもぴったりとくるものはない。むしろ昨年末から本年初にかけては長期債の市場流動性が非常に低下した状況であったため、今少し取引が戻ってから実勢をみるべきだろうと考えていたが、長いところも少し金利が動き出しているのかもしれない。

以上の金利観を前提に長期金利と株の動きを説明する。長期金利は 12 月末に 1.645% と、この 1 か月半で 1.9% から 1.645% まで一貫して下落してきた。しかしその後、1 月に入ってから若干反転上昇しており、12 日の 1.730%、14 日直近は 1.775% である。1 月 13 日に銘柄の変更があったため連続性はないが、1.775% まで上昇している。日経平均株価は非常にギクシャクした動きになっており、現在は 1 万 9,000 円台に乗せている。株価のギクシャクしている内容を銘柄別にみると、一昨年のボトム 98 年 10 月 9 日の日経平均 1 万 2,879 円から昨年末の 1 万 8,934 円までの合計 6,000 円強の変化幅のうち、業種および企業別には電気機器、通信が約 5,310 円とほとんどを説明している。電気機器、通信以外の業種はプラスではあるが、745 円と寄与は非常に小さい。しかも電気機器の日経平均採用社数 19 社のうちソニーだけで 2,047 円、通信は 3 社採用のうち NTT データで 1,755 円と、情報通信関係の一極集中という形が非常に強く表われている。まさしく日本経済を牽引していく産業の新旧交代が端的に表われている。一方でこれだけ一部の銘柄に買いが集中すると、この銘柄のアップダウンにより非常にダウ全体が大きく変動することになりがちである。実際に年明け以降の日経平均のアップダウンもほとんど電気通信のアップダウンで説明できる状況であり、暫く不安定な動きが続く可能性がある。

次に量的な動きである。民間銀行貸出の前年比をみると、5 業態合計の償却要因等調整後は 11 月 -2.1% の後、12 月は -2.2% とマイナス幅を若干拡大させた。また償却要因等調整前のベースでも、11 月の -5.7% に対



して12月は-5.9%とマイナスを拡大させており、貸出は引き続き低迷地合いが続いている。資本市場調達の動きをみると、CP発行残高は11月末の総残18.1兆円に続き、12月末は18.6兆円である。従って、11、12月とCPは発行が増えたが、社債発行額は12月6,200億円と、Y2Kに伴う手控えのムードもあり落ちている。社債発行残高は99年の10月頃までは大体前年比4%弱と横這いの伸びをキープしていたが、このところの残高の前年比は1.4%まで伸びを急激に低めている。このように間接、直接共に伸びがやや鈍っている状況である。因みに、Y2Kを巡る企業の資金需要の動きは、こうした調達サイドからみる限り大きな動きはなかったと思われる。その傍証として直近の企業の預金残高の動きをみると、法人の流動性預金はゼロ金利政策の効果で非常に伸びが高い訳であるが、11月の前年比+21.8%が12月は21.4%とむしろ伸びが若干落ちている。平残ベースであるため、企業がY2K対策として手許を厚くしたことが末残に表われている可能性もあるが、全体としてY2Kに伴う資金需要も余り強くなかったことがこれでも見てとれる。

こうした状況を反映してマネーサプライもやや弱めの動きが続いており、99年第3四半期のM2+CD実績は前年比+3.6%であった。第4四半期10~12月の実績見込みは3.3%である。これに続いて1~3月の見通しであるが、やはり引き続き民間の資金需要が弱めで推移することを前提に、3.1%、レンジでは2.7~3.5%という見通しを立てており、徐々にながら引き続き伸びを弱めるという見通しを持っている。月報では3.3%前後という格好で公表したい。このようにM2+CDの伸びが少しずつ鈍化していく中で、12月はハイパワード・マネーがY2K要因で爆発しており、マネタリーベースの前年比は11月の6.0%に対して12月は11.3%となっている。銀行券も当然高い伸びになっている。銀行券も平残は12月に10.1%となった後まだその余韻が残っており、1月12日までの平均は引き続き15.4%となっている。これは徐々に伸びを低めていくと見込んでいる。

藤原副総裁

先程のユーロ円金利先物やイールドカーブなどについての説明は、そうした動きの中にゼロ金利解除のセンチメントが反映されてきつつあるということか。

雨宮企画室企画第1課長

多少反映されつつあると思う。前回会合で共同通信が実施しているエコノミスト 20 社に対するアンケート調査によれば、昨年 12 月における来年中のゼロ金利解除を予想しているエコノミストの割合がほぼゼロであると紹介したが、1 月の調査は 1 割か 2 割位に上がっている。ただ、デフレ懸念の払拭に向けた民間需要の自律的回復力がみられるかと考えれば、それは弱いという見通しの下で眼にみえる予想にはなっていないが、リスクとしては少しずつ勘案し始めている。

山口副総裁

その場合、普通であれば長い物ほど跳ねる幅が大き目に出てくるはずである。逆の状況が起きているのはどういうことか。

雨宮企画室企画第1課長

その点がこの 1 週間の最大のディスカッションの対象であった。一つの方法としては、昨年末に公表された 12 年度の国債発行計画で長期債が増えなかったため安心感が出たといった需給的な説明が聞かれたが、今一つ統一的な説明はできない。最も当てはまりそうな説明は、この年末から年始にかけて Y 2 K 要因により国債市場の流動性が非常に低下する中で、長めの物がそうした需給要因に振れ過ぎてしまったというものである。逆に言えば、本年に入り取引が戻るに連れて、長いところも徐々に上がってきている訳であり、全体としてイールドカーブが多少上方修正した水準に落ち着くのかもと予想している。

#### 山口副総裁

それにしても、例えば去年の夏以降とか秋以降を起点に多少時間の幅を長くとってみても、その間かなり大きな変化が色々と起きているのに比べ、長期金利がなぜこの辺にいるのかはやはり非常にパズリングである。

#### 雨宮企画室企画第1課長

今申し上げているのは、需給要因ないし需給に関する材料を持ち出さずに、景気や金融政策に対する期待という要因のみにより無理矢理説明しようとする仮説である。一つは去年の1.9%に上昇した時点と比べると、その後に出た経済指標が例えば7~9月のGDPがマイナスであったとか、生産が10~12月は結果的にほぼ微増になってしまっており、期待されていたほどの強い経済成長、あるいは強い景気回復期待がGDPと生産によって若干抑えられた。一方で先程紹介のあった総裁等々の発言もあり、そうはいってもある程度良くなるのであれば、ゼロ金利政策解除のリスクを全く見込まないのは非現実的であると認識されている。従って、1.9%の時点で強気であったところが多少修正され、短いところはゼロ金利解除のリスクを織り込み若干修正した格好でイールドカーブのフラット化が進んだという解釈は可能だと思う。ただ、やはり今少しマーケットの取引が戻り、レートが練れた時点で判断した方がよいかとは思う。

#### 植田委員

実際はそうではないと思うが、元々長期のところは、ある程度ゼロ金利解除がどこかで起きるものとして織り込んでいけば、ゼロ金利解除が近づくとつれてイールドカーブはフラットになる。

#### 雨宮企画室企画第1課長

その場合は、長期の方は一定、段々短いところが持ち上がっていく格好でフラット化する訳であるが、現在はシーソーのように動いており、納得頂ける説明を持ち合わせていない。

速水議長

社債と国債とのスプレッドが縮小しているのはどうみるのか。

雨宮企画室企画第1課長

国債等を買っても金利を稼げないため、引き続きある程度トリプルB格やシングルA格の金利の高い社債を買い、多少とも期間利益を上げようとするクレジットに対するリスクテイキングの姿勢が強まる方向にある。実際に、社債市場が12月に若干縮小する中でもトリプルB格の社債は比較的順調に発行されている。従って、こうしたクレジット・リスクテイクの動きが今少し前傾化していけば、景気回復にもプラスの作用をするはずであると期待しているが、まだ銀行貸出も含めてそうした力が全体として企業の支出行動を積極的に後押しするまでには至っていない。

三木委員

しかし、スプレッドは高くなっているのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

発行でみるか、流通でみるかにより毎月多少違っている。12月については、発行でみる限り一服しているが、流通レートでみる限りはそれなりに人気が続いている。

三木委員

出し易くはなっているが、スプレッドが相当上がってきているため、余り意味がない。つまり、それだけ資金需要がない訳であり、まだ低調という感じなのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

そのようなことはないと思う。日本では社債市場の規模が全体的に小さ

いため、発行利回りで絵を書くと銘柄によってギクシャクして絵にならないし、逆に流通利回りはそれ程取引はないため、信頼できるのかという両方の問題がある。従って、その点を割引いてみる必要があるが、流通利回りは足許ほぼ横這いで推移している。さらに国債との利回り格差をみると、トリプルB、シングルAでもむしろ国債との価格差は縮む方向であり、企業にとっては社債の発行環境は引き続き改善が続いていると思う。

速水議長

社債、CPの発行が減ったのは、Y2Kの影響と考えるべきか。

雨宮企画室企画第1課長

社債については、Y2Kにより何かマーケットの混乱が起きた場合等に対する懸念から発行を手控える動きがあったようである。ただ、社債の発行が1~3月に戻るかという点、金融市場局のヒアリングでは区々であり、基本的には企業の実体経済活動に伴う資金需要が弱い中で社債の発行だけが今伸びていくことは考え難い。

速水議長

今後2月29日が到来するが、Y2Kの関連で引き続き注意しておかなければならないこととしては何があるのか。

山下金融市場局長

コンピューターのY2K問題に派生したリスクについては、基本的には大きな山を越しており、それ程の問題はないと思う。日本の場合昨年9月8、9日に他の国ではどこにも起きなかったにもかかわらず、地銀等の出し手が抱えてしまい金利が上がった訳であり、一部の都銀等では2月29日を意識するという声はある。しかし、現時点で2月29日を越えるのは2か月物であるが、金利形成を見ている限りその分が高い状況はまだ起きておらず、その意味ではY2K問題は基本的には終わったという感じではな

いか。勿論、2月29日に何かが起こり得ることはあるため、備えていかなければならないが、マーケットの観点からは多分それ程のことはないと思っている。その近辺にきて、再び資金需要が出てくるようであれば、弾力的に対応していく。現段階では、ともかく多額の資金を供給した訳であり、その期落ちが一気に到来するため、そこを巧く円滑に運営しながらその額を次第に落としていくことになる。外的なショック、例えば色々な形でアメリカの動きやゼロ金利解除への思惑から、金利が多少振れるリスクはあるかもしれないが、取り敢えずはY2Kを非常に巧く乗り越えて全体として落ち着いた中で、次の要因を待っている感じではないか。

速水議長

金利形成の面では正常化しつつあるのか。

山下金融市場局長

先週までは短期と債券は取引が非常に低調であったが、今週辺りから正常に戻り流動性も高まってくると思う。レート形成も練れてくる感じであるため、この間に出た色々な材料をこなしていくと思う。従って、特に長期金利の動きなどには注目していく必要がある。

山口副総裁

年末年初の何週間かは基本的に取引が止まり、あるいは必要最低限に縮小しているため、むしろこの何週間かが終わると、再度色々なポジションをあちこちで作りはじめの動きから金利や資産価格の変動をもたらす可能性があるという指摘されていた。その点、年初から世界的に株価が波乱含みでスタートしたため、くるべきことはきてしまっているような気がする。

速水議長

本日辺りの円高、株高はどのようにみるのか。

山下金融市場局長

ニューヨーク市場の株高を反映して買われているほか、投信の設定なども大きくなっているため、そうした材料で買われていると思う。株価が1万9,000円を大きく突破してきたため、円が買われているのではないか。年初は外人が益出しから株をかなり売っていたため円安に傾いた面があると思うが、現在は外人も再び買ってきているのではないか。

三木委員

業態の貸出計画の3月の数字をどうみるのか。

雨宮企画室企画第1課長

10月時点の-0.4%に対する12月時点の計画は-0.4%と全く変えていない。これは、取り敢えず努力目標のままキープしている訳であり、実態的にはほぼ間違いなく下振れになると思う。ただ、監督庁からの指示になっている計数は末残であることと、対外的に公表されるのはユーロ円インパも含んだベースではなく国内店ベースであることに注意が必要である。国内店の貸出は、ある程度ユーロ円インパを国内店に移管してくれば、数字が作れる性格のものであり、末残でもあるし1日頑張れば出来ないこともない。従って、金融機関としてはどうしようもない数字にはしないように何とか頑張りたいと考えているようである。いずれにせよ平残ベースでユーロ円インパを含む数字については、相当急速に戻らない限り3月に-0.4%では着地しないため、それは期待し難い。その見通しの下でマネーサプライも引き続き弱い見通しを持っている。

(午前10時53分中断、午前11時再開)

#### 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、これまでの報告を踏まえて政策委員会としての検討に入りたい。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、次いで自由にご討議頂く。その後で政策運営に関して順番にご意見を頂戴し、討議して頂く。最後に政府から出席されている方々からご意見があれば承るという順で進めたい。

まず金融経済情勢に関してご意見を頂く。本日は篠塚委員からお願いする。

篠塚委員

景気情勢については、前回から引き続き持ち直していると判断している。従って、執行部の景況判断に大きな違和感はない。今回は本年最初の会合でもあり、来年度までの景気展開について一応の見方を整理したいと思うが、その前にコンピューター2000年問題の実体経済の影響について一言申し上げたい。大きな変動がなかったという報告であったが、私自身は何が起きるか分からない非常な不安から昨年末までの経済活動に大きな影を落としていたと理解しており、その不安が消えた形でスタートする2000年1～3月期については、委縮していた経済活動が復元する力が加わるのではないかとプラスに受け止めている。

来年度までの景気展開の姿であるが、私は民需を中心とする緩やかな自律的な景気回復の道筋がみえてきていると判断している。設備投資は企業収益や景況感の改善、機械受注等の先行指標の下げ止まりなどから今後増加に転じていくと思われる。日本政策投資銀行のアンケート調査をみると、IT関連分野のほかに医療、福祉、環境関連等を中心に新しい分野への進出を企画している企業が約二割もあり、潜在的な設備投資ニーズが高いと思っている。特に、IT投資の本格化が注目される。IT投資は狭い意味での情報通信産業に限らず、あらゆる産業において生産性の引き上げやイ



インターネット、移動通信などの新方式による販路拡大等を狙い、動きが広がっていくと思われる。例えば、アメリカに比べ遅れている電子商取引の分野等でもコンビニ業界を核とした業務提携などの新しい動きが次々と起きている。アメリカの例をみても、こうした動きは企業間の競争を通じて加速度的に拡大するポテンシャルを持っている。IT投資の拡大を期待し得る背景として労働力人口の減少も重要な点ではないか。労働力人口は2005年まで増加した後、減少に転じるという見通しが出されている。短期的な視点と中長期的な視点とが混同されているが、わが国が抱える雇用の問題としては長期的には少子化の問題、高齢化の問題が非常に重要である。これに対処するためには労働行政の抜本的な転換が求められるが、外国人労働者の受け入れ問題等の幅広い改革が必要ということで、法務省が前向きに検討する姿勢をみせているなど大きな意識の変革が起きている。IT投資をフル活用し、生産性を急ピッチで向上させざるを得ないのが目先の労働力人口減少から持ち上がってくる問題である。来年度以降の設備投資をみるうえで、こうした労働面からの視点も必要である。

一部には過剰債務を抱えているために、キャッシュ・フローが増加しても設備投資に繋がり難いという指摘も聞かれるし、現にそうした統計も出ている。しかし、債務負担の度合いは業種毎に違うし、同じ業種の中でも企業毎にかなり違っており、債務負担が比較的軽い企業や業種、技術革新のテンポが速い分野から設備投資が回復していく可能性が高いと思われる。以上のように私は今後の設備投資をポジティブにみているが、重要なことは設備投資やそのベースになる企業業績について二通りの意味で二極化現象がさらに鮮明化するだろうということである。第一には、昨年度後半以降の株式市場が示唆しているように、情報通信等の成長分野を代表とするニュー・ジャパンと従来型のオールド・ジャパンの二極化がある。第二にオールド・ジャパンの中で生じる二極化現象である。これはリストラを通じて資本収益率を持続的に上昇させ得るようなビジネスモデルの変革にまで踏み込めるかどうか、あるいは単なるコスト削減のリストラにとどまるかどうかという意味で大きく二極化すると思う。従って、平均的

な姿では全体の景気動向が非常にとらえ難くなっており、これが今後の景気情勢を判断する上で重要なポイントになってくる。

次に、個人消費については雇用・所得環境が依然厳しい地合いにあるが、生産活動の好転が雇用・所得環境にも徐々に波及し始めているとみている。また、富裕層を中心とした資産効果も見逃せない。すなわち資金循環統計の調整勘定をみると、家計部門の株式の保有額が昨年9月までの1年間で株価上昇によって約25兆円増加した。10年度の雇用者所得が282兆円であり、株価上昇のみで約1割に相当する資産価値の増加が実現したことになる。日本では2,000万円以上の貯蓄残高を保有する富裕層が株式保有残高全体の約8割を保有しており、こうした富裕層を中心に株価上昇による資産効果が働いていると思われる。従来から日本の家計の金融資産選択は安全志向が強いと指摘されているが、最近はこの富裕層を中心に家計のリスク許容度が徐々に高まりつつあるといった指摘を多く耳にする。さらに来年度には郵貯の定額貯金が大量に満期を迎える訳であるが、2,000万円以上の貯蓄残高を持つ富裕層が郵便貯金全体の約7割も保有しており、今後郵貯満期到来分の一部が投信等を通じて国内の株式に流れるとともに、個人消費にもそれが振り向けられる可能性が非常に高い。また個人消費については、家計調査に含まれていない単身者世帯の動向にも十分な目配りが必要である。全体の世帯の中で家計調査対象世帯が7割で単身者世帯が22%を占めているため約4分の1弱と思われるが、この単身者世帯の消費支出は若年層における通信・教養娯楽等の選択的支出を中心に2人以上の家計世帯に比べてかなり強い消費の回復をみせている。この間、一般世帯では企業の人件費抑制スタンスを背景に雇用・所得環境が依然として厳しいが、これを世帯主以外のパート就労等により世帯全体での所得を下支えしているとみられる。これが最近パート比率が急ピッチに上昇している一つの背景であると思う。

最後に、物価動向は達観すれば横這い圏内で推移するとみているが、そうした中に技術革新や流通の効率化などを反映した物価下落圧力が織り込まれていることは特に注意が必要である。今後市場ではゼロ金利政策の

解除への認識が徐々に高まる中で、デフレ懸念の払拭の判断基準として物価指標をどのように評価するかという議論が活発化すると思われる。私は技術革新などの供給要因が強く働く結果として物価が下落していても、経済のプラスのモメンタムが働いている場合にはデフレ懸念が強いとはいえないと理解している。従って、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢というのは、実質的には民間需要を中心とする自律的な景気回復がある程度の確率で見通せる状態と考える。ただ今申し上げたことを前提にすると、私はゼロ金利政策を解除できる情勢に近づいていると思う。

#### 中原委員

11月の景気動向指数が出たが、景気は4~5月頃を谷として緩やかに反転している。先行DIは7月に50%を僅かに下回ったが、それを除くと平成11年の3月から11月までは50%より上にある。一致DIは7月から5か月連続して50%超にある。CIは前月差を取るとその動きが非常によく分かるが、前月比で6月は+1.6%、7月+0.4%、8月+3.2%、9月+0.9%の後、10月が-2.2%、11月が-2.3%であり、景気の量的な回復に力強さがない。このことは過去のオイルショック以降の五回の景気循環、第7循環から第11循環のパターンと比較すると非常にはっきり分かる。いずれにしても、CIの先行・一致の変化率をみると、いずれも上方トレンドの延長線上にあり、2000年の第1四半期が順調な回復過程にあることは確かである。金融重視型の長期先行指標をみると、変化率は上昇中であり、2000年の第2四半期、第3四半期についても緩やかではあるが景気回復が続くと考えられる。従って、何回も申し上げていたように、4、5月頃に底が入り緩やかに回復していくが、量感に非常に乏しいことが11月の景気動向指標によっても確かめられた。

日本の国内について一番重要なポイントは、個人消費と設備投資がどうなるかである。個人消費についてみると、パート増が雇用者数の減少に歯止めを掛けている。しかしながら、一人当たりの所得は減少傾向にあり、さらに二人以上の世帯の消費の大幅減に加え、単身者もこれ以上の伸びは

見込めないため足許の状況が非常に弱い。個人消費の22%のシェアを占める単身者については増勢が続いているが、今後も全体を牽引することになるかどうかについては、ウェイトが低いことからみて懐疑的である。また、所得上分位の消費が減少していることも気にかかる。勤労者世帯以外の消費も信用保証枠拡大の効果一巡を背景にマイナスになってきている。失業率が4%に止まっているのは、パートが前年比4%以上伸びて大きく寄与しているためである。つまり、一般労働者からパートへの振り替えが進むことにより失業率の上昇が抑えられている。ただ、パートの賃金は月平均10万円と一般労働者の約4分の1であり、振り替わりの進行は平均賃金を下げ、個人消費に対してマイナスに効く。消費の中でも情報関連の消費のシェアは日本でも急速に高まっており、名目ベースで足許約3%と90年の2倍に達している。最近になって一部の専門家では、日本の情報関連機器の普及はアメリカにほぼ追い付いてきているのではないかという見方が出ている。その根拠はパソコン台数の飛躍的な普及に加えて、日本では携帯電話が多いため、これを含めた総端末のベースではアメリカと余り差がなくなってきたことである。

生産と投資については、景気循環が従来どおり巧く進展して回復局面に入っているのは、加工業種のうちの大企業が主導する業種のみである。残念ながら、大企業主導の業種と中小企業主導の業種では完全に別物になってきてしまっている。大企業主導業種とは電機、輸送、精密、一般機械が主であり、中小企業主導業種とは食品、プラスチック、その他加工、窯業、土石、繊維等である。今後更新需要が望まれるのは、全体の10%を占める大企業主導業種および全体の12%を占めるIT関連だけである。従って、全体の4分の1程度には先行投資や更新投資が期待できるが、全体の4分の3については期待ができないということになる。また、景気循環ではある意味では当然であるが、鉱工業生産指数を最終財と生産財に分けて分析すると、前年同期比の伸び率の格差が非常に大きくなっている。86年6月の半導体ブームの時も両方の格差が非常に開いた訳であるが、それに似たような段階になってきている。当時は、半導体の品不足からメーカーが

ダブル発注やトリプル発注を行ない、その反動が出たと記憶しているが、今回もそうした状況が起きてくるとすれば、海外の卸売段階からの半導体関連へのダブル発注、あるいはトリプル発注が発生している可能性がなきにしもあらずである。従って、海外の受注に対応して生産財が伸びている可能性も勿論あるが、この両者の乖離は16年振りの大きな幅であり、景気の弱さからするとやや異常である。生産財への需要が落ち、あるいはピークアウトすると非常に悪い影響が出てくる。なお、設備については、最近の法人季報の調査で7～9月に前年同期で有形固定資産の残高が-3%と調整が進んでおり、良いニュースである。

次に問題になる外需については、現在の景気の持ち直しは輸出の伸びと、それに伴う生産の拡大によって支えられている訳であるが、やはり輸出の先行きは慎重にみた方がよい。特に円高の可能性と、アジアは確かに好調ではあるが、例えばタイやインドネシアなど不良債権の処理が終わっていない国があるからである。円高の影響については、実質実効レートでみると依然として95年の秋頃のレベルの円高であるし、99年上期の117円台に比べて10円以上の円高になっている。これがラグをもって効いてくるため、1年間では0.2～0.3%程度のGDPの輸出寄与を押し下げることになる。輸入についても、円高効果がかなり効いていると考えられる。例えば、輸入数量の分析をすると、99年11月は前年同月比19.8%の増加と、10か月続けて前年を上回っており、98年後半からの輸入価格下落による割安感から輸入品の急速な流入に繋がっている。原油価格の高騰があるが、半面で繊維、機械は前年水準に比べて1割程度下落している。輸入の増加要因を価格の下落と所得効果に分けると、98年10～12月以降は価格要因が7ポイント程度のプラスに働いており、依然として価格要因の方が大きい。従って、円高の行方については、気を付けなければならない。特に、景気回復の初期段階においては輸入が非常に増えるため、Y2Kの要因もあるが、気をつける必要がある。

構造調整については、これも何回も申し上げているが、過剰雇用、過剰設備の解消にはまだ時間がかかり、過剰債務を含めて全体の調整が終わる

には3、4年かかると言わざるを得ない。

国際資本移動からみると、99年以降はヨーロッパからアメリカへの証券投資の形とアメリカから日本へ株式資金が流入する一方で日本からアメリカの国債購入という格好で資金が流れており、今のところはアメリカの経常赤字のファイナンスが十分行き届いている。

本日一番申し上げたいのは、石油価格の見通しである。今年一番の注目点はやはり石油である。1月7日のWTIは24ドル22セントであったが、1月14日には28ドル02セント/バーレルと1週間で4ドルの上昇となっている。これは過去三番目に高い水準である。湾岸戦争時の91年1月、および90年9月に続いて三番目である。GDPに占める石油消費の比率が1974年の第一次オイルショック時は4.0%、80年第二次オイルショック時が6.3%、90年の湾岸危機当時は2.4%、昨年が17.50ドルで1.4%であったが、仮に今年は25ドルが続けば、1.9%まで高まる。1859年から近代の石油産業が始まったが、1859年から1999年までの140年間につき石油の値段の分析をした。それによると、1960年のUSドルで表示すると、74年のオイルショックは5ドル/バーレルにまで上昇しており、これはそれまでのピークに並んでいる。第二次大戦前後や20世紀への移り目前後も5ドルである。一番上がったのが1980年の10ドル/バーレルで、90年の湾岸戦争でも10ドル/バーレルになった。99年のドル価値は1960年の5倍であり、ノミナルで50ドル/バーレルになってもおかしくない。現在の25ドル/バーレルというのは、5ドルということである。アメリカのGDPに占める石油消費の比率が4%から1.9%に下がったのは、とりもなおさずアメリカ経済が大体倍伸びたためである。エネルギーの消費効率化もある。しかし、本年50ドルになれば、アメリカではGDPに与えるインパクトは第一次オイルショックと同じ程度になる。本年の第1四半期には30ドルに乗せ、第2、第3四半期と次第に上昇し、第4四半期はOPECの減産が6月まで続けば36ドルとなり、来年度の第1四半期には39ドル程度まで上がる危険性がある。産油国の生産能力は、OPEC全体では3,200万バーレル、イラクがその中で260万バーレル、その他が2,900

万バーレルである。これら産油国の生産が重要である。現在の減産体制は3月までであるが、これを6月まで延ばそう、あるいは12月まで延ばそうということもあり得る状況である。従って、6月末までに減産が解除されないと、世界の在庫水準は惨めなほど低くなってしまふ。その結果、サダム・フセインが今年度の第4四半期から来年度の第1四半期にかけてキャスティング・ボートになってくるということであり、そうなれば原油の高騰は避けられない。いずれにしても世界の需要が相当伸びているし、中国辺りも本年は原油の輸入を20万バーレル/日増やすとしている中で、OPECの減産がどこまで続くかが最大の注目点である。いずれにしても、本年は昨年よりも石油が下がることは考え難い。40ドル台、何かショックあれば50ドル台に上昇することは十分に考えられると思っている。

金融面では、昨年末はY2Kにより日本銀行の資金供給のピークが46兆円だった。そこまで供給が可能であることがよく分かった訳である。これまでゼロ金利に達した後は量的緩和しかないと主張してきた際、量的緩和は出来ない、あるいは量的緩和をやっても意味がないという話もあったが、Y2Kのお陰でそうした疑問に対して一定の答えが出たと思っている。今回も99年2月の時と同じように株価や為替に効果があったと思っている。

### 三木委員

経済の安定成長を考えた場合、ゼロ金利政策は全くの異常な金利政策である。平成12年予算も引き続き限界に近い財政出動を行なっており、かつゼロ金利政策の浸透を図る中で景気の回復に向けての動きが進んでいるため、この異常な政策から抜け出す局面が金融政策の最大の課題だと思う。

二番目は景気の回復についてはどう判断すべきかであるが、实体经济の生産と販売、その結果としての企業収益をキチンと把握し判断することである。さらに、そうした一連の経済サイクルの動向のみならず、時間軸としての景気の現況と先行きについてフォワード・ルッキングな政策判断が

焦点になると思う。特に、実体経済は構造調整の過程にあり、あらゆる局面で二極分化の様相を呈しているだけに、マクロ統計のみならずミクロの現場の動きを慎重に判断する必要がある。

三番目は、実体経済は底這いの中での持ち直しの動きではないかということである。主として輸出・公共投資の外生需要に支えられている構図には変わりなく、個人消費・設備投資の自律的回復の確たる芽はなかなか出てこない局面と総括される。その中で注目すべき点が三点ある。一つは景気回復過程においては企業収益の改善が一番最初に生じる。企業収益の3月決算に向けての改善基調は主としてリストラ効果とゼロ金利効果によって支えられている。輸出増の効果については、国際価格の上昇効果が円高でほぼ帳消しになっているため、生産増による固定費のカバーにとどまっている企業が非常に多い。やはり、生産・販売の回復に収益がなかなか追いついていかない。また、足許の株価も二極分化の傾向が顕著である。日経平均の6,000円絡みの上昇も中身が全く偏っているため、少なからぬ企業はこの3月に低価法により評価損を計上せざるを得ない局面にあり、当期利益段階では依然としてまだ問題が残る。企業収益を建て直し、家計への所得配分に繋げて個人消費を刺激し、さらに生産増へという循環を考えると、まだ企業収益の行方を注視する段階と言わざるを得ない。

次に、個人消費である。新商品や安い商品、デジタル化関連のものはよく売れているが、消費の構造変化、消費の飽和感、年金・社会保障等の問題から来る先行き不安感と所得の減少を考えると、抑制的な消費支出にならざるを得ない。今春闘もワークシェアリングの方向が打ち出されてきており、失業率の悪化は避けられると思うが、過剰雇用の問題は先送りとなり、所得、消費の好循環メカニズムには乗り難い。個人消費はマクロ的には一進一退であるが、GDPが+1%前後ということを考えれば、個人消費としてはこの状態がむしろ平常状態と捉えるべきではないのかという感じがしている。好況、普通の状態、不況という大雑把な三つの局面を考えた場合、普通の状態にあると認識して企業経営を考える局面にきている。

三番目に設備投資であるが、設備投資抑制はもう2年来続いている訳で



あるし、しかも償却が進んでいるため、いよいよ下げ止まりの動きとみて良いと思う。ただ、過剰設備の需給ギャップはまだ調整過程であり、過剰債務の返済が優先される。一方、IT関連や合理化投資は行なっていくが、企業収益が脆弱なため企業は大型の設備投資には踏み切れず、下げ止まりが精一杯という感じである。

次に、足許の物価は安定基調にあり、先行きの下落リスクはほぼ解消したとみてよいのではないか。生産者物価をみると、マクロ的な需給バランスからくる悪い物価下落のリスクはほぼ解消している。市況商品については在庫調整も終わり、アジアの景気回復や生産の持ち直しから強含みになってきている。素材、中間財メーカーでは、いわゆる陥没価格の値上げが通る環境になってきた。一方、企業のリストラに伴い原材料、部品購入価格について合理化効果の均てんを求めての値下げが波及的に広がっていく動きを注意していく必要があるが、その辺の打ち合いを考えると、先行き下落リスクはほぼ解消したという感じがしている。

企業金融の面ではY2Kを乗り切り、企業は再び手許流動性を圧縮して、過剰債務の削減に取り組み始めている。流動性の心配は全くなく、むしろ金利リスクに鈍感になり過ぎている感じである。銀行サイドでは経営健全化計画の達成プレッシャーもあり、引き続きスプレッドより量を重視して貸出増加への前傾姿勢を継続しているが、依然として資金需要がなく貸出増には結びついていかない。

こうした中で、政策運営上より注意すべきリスクとして、長期金利の上昇と米国リスクの問題、円高の三つがある。まず長期金利上昇懸念については、都銀等では預金が増えて貸出は減る中で資金の運用先として国債の投資残高を膨らませてきている。マーケットリスクからも中短期債にシフトしているが、誰がババを掴むのか不安という運用になっているのが実態である。マーケットは得てして一方向へ急に動く懸念があるため、マーケットの動きには相当注意しなければならない。米国では株式が二極分化の様相を呈しながらバブル的要素を強めており、調整リスクが懸念される。米国株価と消費の好循環が崩れれば、世界経済にデフレ圧力が掛かりかね

ないし、日本株への連鎖安が懸念される。さらに、かねがね総裁が言われていることであるが、米国の経常赤字をファイナンスしてきた資本の動きの調整になると思う。アメリカはこれまで世界の需要を一手に引き受けて世界景気を支えてきた訳であるが、今やその役割が終わったとしてEU、日本に対しても内需拡大を迫り、自国の輸入を減らす動きになる。一方、保険業やNTT接続料などの規制緩和により、輸出障害を取り除くよう、一段と努力を求めてくると思う。そして、アメリカの消費を抑え、金利引き上げでインフレ懸念を払拭し、景気の持続を図りつつ、秋の大統領選挙に臨むというシナリオになっていくと思われ、こうした動きを非常に注意しておかなければならない。三番目の円高問題については、日本の景気回復期待、貿易黒字という円高材料に米国リスクが加わることも考えると、景気回復過程にある日本経済にとってさらなる急激な円高は明らかに景気の足を引っ張る。その状況は昨年9月のG7時点と変わっていない。今回のG7では、各国が円高懸念を共有するという9月の合意を引き続きキープすべきである。また、本行はゼロ金利政策の浸透政策を続けてきている訳であり、その中での介入は効果があると思う。引き続き大蔵省の政策との認識の共有を図り、円高問題に対応していくべきであろう。

#### 武富委員

足許の金融経済情勢には目立った変化がみえず、持ち直し傾向を維持している状況だと思う。個人消費が一頃は多少弱い感じかもしれないと懸念していたが、12月から1月に入っての動きはますますのようであり、引き続き一進一退と考えて良い。

目先の注目点は引き続き設備投資である。設備投資について徐々に前向きになり得る状況が整ってはいるが、何分環境の整い方も弱いし、投資の改善を始める水準ないしスタート地点も非常に低いため、なかなか経済全体を引っ張っていくようにはならない。その意味で、色々なミクロの情報を丹念に集めて判断したい。マクロの統計としては、機械受注や年度末にかけて各種アンケートが出てくるため、そこで設備投資がどの程度ポジ

タイプな方向に動いているかを確認しても遅くないと思っている。設備投資が重要なのは、仮にそれが更新投資であっても、その対象となる財、商品の分野については、ある程度供給側が価格に前向きな感じを持てる状況になっていることを意味するからである。デフレ懸念が払拭できるという金融政策の時間軸の一つの尺度を考えるうえでも、設備投資が需要そのものとして、あるいは供給サイドの先行きの価格に対する考え方を反映するという意味でも、設備投資がいかに引っ張り出されてくるかが非常に重要である。そういう意味で、これが遮断されないためにも、円高がこれ以上進むと具合が悪いという感じを持っている。現状の100円台半ばの水準は、一つの試算では限界利益ベースでブレーク・イーブンの水準と考えられる。また、現段階での設備投資は金利に反応するよりもむしろ収益やキャッシュ・フローに反応すると思う。そうした認識に立つと、企業の売上高輸出比率が非常に高まった結果、円高になると、海外の所得効果から多少輸出のボリュームが伸びても円の手取りが減ってしまい、収益を通じて設備投資に余り良い影響にならない。

中長期的な点で二つ申し上げたい。一つは、これまで中長期にみた日本の経済の枠組ないしビジョンがよく分からないと言われてきたが、ここへ来て一つ明確なのは、情報、通信という方向でのベクトルはグローバルに定着していることである。ネット、モバイル、デジタル等どういう言葉を使ってもよいが、この動きは止めようにも恐らく止められない。善し悪しの問題でもないし、経済的にどういう意味があるのかを問う以前の流れとして、これは大きな動きになる。従って、先行きの不透明感が一つ消えたと言うか、少なくともこの分野には明確な方向性がはっきりしてきた。ただ、そのことがどの程度の付加価値をパイとして持っており、どの程度成長率に寄与するかはまだ不透明であるし、ネットと言えば金が集まるような一部のエクイティ・ファイナンスの局部的バブルが起きているほかには運用機会がない状態でもある。先端的に起業の動きがあるのは良いことであるが、まだパイとしては小さい。この動きで期待されるのは、既存の大企業がこれをどう効率活用していくか、ビジネスモデルの改善等の形でも

かなりの企業が取組めるのではないかという意味で、ポジティブな動きだと思っている。今一点は中長期の課題としての物価である。先行きデフレ懸念を払拭できるか、できないかについては色々な側面からみなければならないが、中長期で考えると過去10年から15年間、世界的に物価が下がってきていることの圧力がまだ残っている。その中で、恐らく本年から来年にかけての局面で、グローバルな物価下落への圧力が一部緩和される動きも同時に出てくるのではないかと思う。世界的に需要が回復し、拡大の方向にあるため、そうしたことが色々な形で物価面に出てくると思う。原油は一つの典型的な例である。恐らくエマージングマーケットにしても、今後の景気回復につれて現地における賃金の上昇も徐々に起きてくるだろう。エマージングマーケットの通貨はドルリンクになってしまっているが、通常であればエマージングマーケットが回復していく過程では、通貨の価値を少し強め、グローバルな要素価格の均等化圧力のようなものもその分緩和される訳であり、長い物価低下トレンドの中で本年か来年には物価を多少上げる要因も環境としては出てくるかと思っている。それを金融政策を考えるに当たりどのように捉えていくかは別途判断がいるところである。

#### 山口副総裁

10~12月の経済指標を振り返ってみると、全体としては余り冴えなかったという印象である。現在、年度を含めて展望できる経済の姿はせいぜい1%成長であり、その程度の軌道の中では多少アップダウンがあるのも自然だという気がする。従って、大事なことは経済の流れがどちらに向かっているのか、改善の動きが途切れていないかどうかである。私は年明け後急に悲観的になっていることもなく、流れは引き続き改善の方向に向かっていると思っている。

第一は、企業部門で生産の増加トレンドが続き、収益が持ち直しつつある、それを背景に企業投資が底を打ちつつある動きが途絶えていない。ただ、全体として設備投資の回復が既に始まっていると判断する材料はまだ

出ておらず、そうした方向が多少先の方にみえてきた状況ではなからうかと考えている。このような企業部門の立ち直りが収益、投資へと順次立ち直っていくプロセスが、恐らく家計部門の本格的な回復に先行するのではないかと思われるため、ここに注目している訳である。企業部門の改善を支えているのは、今のところ世界景気のスピードアップという要因が大きいと思う。以前、昨年後半に起きた15%程度の円高をオフセットするために、世界経済ほどの程度の拡大が必要かという調査統計局の試算を引用しながら、まさにオフセットするような世界貿易の拡大が起きていると申し上げたことがある。その後も世界景気全般に加速傾向が続いている折、少なくとも昨年生じた円高の影響に限れば、それが輸出入の数量収支を通じてデフレ的な影響を及ぼしてくるという経路は余り心配しないではないか。ただ、輸出物価、輸入物価という交易条件の方は昨年後半の円高の下で数%悪化してきており、企業収益を通じた影響が多少残ると思う。

二つ目の要素として重視しているのは、資産価格の動きである。資産価格が経済の動きを映し出しているという側面に限ってみれば、株価や為替の上昇がそれに当たる。この点で一つ例外的に動いているのが長期債の金利である。長期金利が基本的に横這いの範囲内で止まっている理由は私もよく分からない。為替の動きとは若干整合的なのであろうが、株価の動きと余りにも違うため、幾つかの仮説を考えている。その一つは、株式市場は企業のリストラを買っているのであり、マクロ景気回復自体を買っているのでは必ずしもないということである。仮に、このような仮説になにがしかの真理があるとすれば、日本株への投資に伴う予想収益率や期待収益率が比較的大きい割に、日本経済のマクロ的な動きについては、引き続きかなり緩慢な回復に止まるという見方が市場に多いということではないかと思う。その点は、今少し時間が経ってみないと明らかにはならない。いずれにしても、こういうことを考えると、最近の混じり合った経済指標の状況にもかかわらず、全体としては景気回復に向かう力が働いているように思う。

向こう1年間程度の展望について、年末に調査統計局が経済見通しを試算したところでは、来年度は成長率が1%前後、CPIでみたインフレ率がゼロ圏内だったが、私は余り違和感がない。年度後半に財政支出が緩やかに減少していき、その分民需が多少とも勢いを増す形でこうした数字が実現していくのであれば、それが中期的に満足すべき状態かどうかは色々な考え方があり得るが、少なくともデフレ懸念の払拭に繋がるシナリオではないかと思っている。ただ、調査統計局のインフレ率の予測については、下振れる可能性が若干残っているのではないかという気もする。以前、私は今年度の物価見通しについて上振れる可能性を指摘したことがあるが、来年度の見通しについては少し迷いがある。一つには、調査統計局の物価見通しは需給ギャップと直接結びつけられている訳では必ずしもないが、需給ギャップが余りないという想定と整合的な見通しになっている点であり、この点は今少し十分に点検していくべきではないか。為替についても、市場の見方を踏まえるとどちらに動いていくのかよく分からないが、当然確率としては円高方向に振れる。その場合に短期的にはオーバーシュートする可能性もあると思う。従って、将来のデフレ懸念を吟味する場合には物価の背後にある需要の動向なり需給バランスなりを考える必要がある。その意味でも、冒頭に申し上げた企業部門の立ち直り方の程度がポイントではないか。収益の好転までは確認しつつあると思う。三木委員から当期利益の段階まで下りていくとどうか分からないという指摘もあったが、少なくともその前の期間損益の部分では好転が確認されつつある。しかし、それが投資にどう跳ねていくのかについては、まだ余り包括的な情報がない段階ではないか。IT投資の秘めるポテンシャルについては、私も篠塚委員あるいは武富委員と同じような感じを持っているが、ここ一、二年間にデフレ懸念が払拭されるかどうかということに関わらしめて考えると、今少し設備投資全体の力強さについて判断できる材料が欲しい。確かに、IT投資を中心にして投資を増やす先があるし、それは増えつつあるが、アメリカなどと違うのは日本ではまだ投資を削る先も結構多いということである。結論として、調査統計局の成長率と物価の両方を含

めた経済見通しについて格別の違和感はないが、それが下振れるリスクがまだ若干残っており、そこは今後出てくる包括的なデータによりチェックしていく必要があるし、まだそのための時間的なゆとりはあると思う。

#### 藤原副総裁

本日レビューした経済指標には、前月までの私共の景気判断を特に変更するものはなかったと思う。つまり、公共投資の増加は一服、住宅投資も頭打ち、個人消費は一進一退という状況であり、設備投資の先行指標も下げ止まりの気配をみせているという前回の判断に沿った動きになっている。輸出入については、11月の計数やY2K問題等もあったと思うが、基調として輸出は増勢を維持しているとみて差し支えない。この間、一般に遅行指標として考えられている失業率や雇用者数などの雇用指標が比較的着実に改善しているように見える。リストラの動きを受けた雇用のパートへの代替といった動きを通じて、賃金の調整が従来に比べて速やかに進んでいることを反映しているように思われる。一方で、生産の増加に伴い、時間外の形で賃金の好転要因も発生している。こうした雇用、賃金環境の好転が持続するのかどうかを着目していきたい。最大の注目を寄せている設備投資であるが、当分の間は毎月の関連指標で下げ止まりかどうか、それが本物かどうかを確認していくことになるかと思う。先行き2月から3月にかけて興銀や開銀の設備投資調査が発表されるし、4月早々発表予定の3月短観などにより来年度の展望がほぼ固まると思われるため、その辺りが非常に重要な情勢判断のタイミングになってくるかもしれない。

金融面について、日本銀行はY2K問題をかかえていた12月末にかけてピーク時に積み上23兆円といった巨額の資金供給を行ない、マーケットは比較的安定的に推移してきた。そうした動きの中で、これまでの我々の主張を裏付ける動きが二、三確認できたと思う。第一に、単に積み上額やマネタリーベースが増加しても、そのみにより金融機関の貸出姿勢や投資態度が変わることはないという点である。第二に、昨年末まで積み上幅が大幅に拡大する中で円高が進行し、年明け後は積み上幅が圧縮する形で円

安が進行しており、資金供給と為替相場の関係は薄いのではないかとみられる点である。第三は、担保の制約から短資に積み上がる資金は1兆5,000億円程度が限度であり、それを上回る資金供給を行なえば超過準備が積み上がるという主張があったが、実際には短資の滞留資金は4兆円をはるかに上回る水準まで積み上がり、この面でも金融機関の準備をコントロールするのは難しいことが判明した点である。

このほか、金融面では極く最近になりイールドカーブ等からみてゼロ金利政策解除の可能性も少しずつ織り込まれているのかとも窺われる動きが出ていることにも注目していきたい。ただ、これは私共が実際にどのような決定を行なうかとは別問題であり、市場参加者のリスク管理の在り方として健全な動きだと考えている。今後とも私共の情勢判断を適切に市場に伝え、それに対する市場の反応を受け止めていくという相互的な交流の形で、本来の意味での市場との対話を続けていくことが必要である。そうした過程を通じてマーケットとある程度意識を共有していくことは、いずれ起こり得る政策変更のための一つの条件ではないかと思う。

#### 田谷委員

景気に対する見方を大きく変えるような指標はこの間余りなかったと思う。景気は政策による下支えと外需の回復により緩やかな持ち直し局面に転じてはいるが、民間需要の自律的回復が展望できる状況には至っていない。設備投資が下げ止まりつつあることは種々の指標で確認できるものの、いつどの程度回復するかは全く不透明であるし、個人消費は一進一退ながらも最近弱めの指標が多く出てきている。住宅投資は住宅減税の期限延長などに伴い、緩やかな減少傾向が続きそうであるし、公共投資についても地方分が国の想定計画を下回る可能性が強まってきている。外需は昨年末に一時的な輸入の急増などもあり落ち込んだようであるが、海外主要国の景気状況からみて、基調としてみればまだプラスだと思う。

設備投資と個人消費について若干詳しく触れてみたい。まず設備投資は各種先行指標からみて下げ止まりつつあるとの判断は強められると思う。



また企業収益はリストラの結果回復しつつあるという見方は変わらない。しかし、いつどの程度回復するのは、全く不透明である。先月半ば頃に相次いで発表された民間研究機関の経済予測をみても、来年度は設備投資が回復しないとしている先も半数ある。残りのほとんどの先も非常に緩やかな回復を予測している。設備投資について高めの伸びを予測する先はほんの一部である。株式市場の動きなどをみても回復のリード役がIT関連投資であることは確かであるが、投資全体への波及はそう大きなものではなさそうである。

次に、個人消費は一進一退は変わらないが、この間どちらかという弱い指標が多かったと思う。強めの数字はパソコン、携帯電話などの増加による家電販売程度であり、9月から11月の実質消費は前年同月比-2.3%から-2.9%であった。消費性向は97年末から98年にかけての落ち込みと、その後の回復を経て安定化してきたようであり、消費の所得に対する連動性が戻ってきたことになる。雇用情勢は失業率が若干下がってきたが、企業のリストラが継続しているため、改善は継続したとしてもかなり緩やかになりそうである。しかも、企業の過剰雇用対策が新規雇用の抑制を伴っているため新卒者の内定率が低く、一時的には失業率の上昇すらもあり得る。所得については11月時点で生産の回復から所定外給与こそ伸びたが、所定内給与は若干マイナスであった。全体としては全産業の現金給与は11月は前年同月比-1%、常用雇用指数もマイナスであり、雇用者所得は-1.2%であった。しかも、12月のボーナスは前年比3%前後のマイナスだったという調査結果がある。消費が安定的に伸びる状況にはない。加えて、年金制度改革の遅れや財政悪化懸念が広く認識されるようになっており、株価の回復による資産効果も限られたものに止まるなど消費者コンフィデンスの改善も一直線にはいかなそうである。

最後に物価情勢であるが、まず国内卸売物価は前年比下落率が小さくなっているし、3か月前比では昨年半ばからプラスになってきている。ただし、この上昇はほとんど原油価格の上昇によるものと思われる。生鮮食品を除く消費者物価は前年比および3か月前比ともマイナスを続けている。

またGDPデフレーターもマイナスを続けている。物価に対する上下圧力を把握するためには需給ギャップの推計が必要になるが、通常の方法で推計されたGDPギャップのマグニチュードは物的、人的資本の陳腐化により過大評価されている可能性が強い。短観のデータなどを援用して需給ギャップの変化方向を分析することも必要かもしれないが、マネーのデータを利用することも必要である。97年末辺りからそれまで観察されたマネー・GDP・物価の間の長期均衡関係が観察されなくなっているが、最近の調査統計局の分析によれば金融不安に関連したマネーに対する予備的需要を考慮するとそうした関係は依然として安定的に存在し、そうした関係を利用すると1年半程度先のインフレ率を予測できるとのことである。その試算によるとGDPデフレーターの前年比変化率は来年度末でもプラスに浮上しない確率が高いし、消費者物価指数は若干プラスに浮上することになるが、指数の約1%の上方バイアスを考慮すればまだデフレ懸念払拭とまではいかないと思う。

#### 植田委員

昨年末に景気あるいは株価の見通しについて申し上げたし、年末の調査統計局の見通しとも結果的に大差ない。その後に新しい情報が入った訳でもない。今後をみる上で大きなポイントの一つは企業部門のリストラの動きである。基本的には、日本企業の利益率水準が国際的に極めて低いため、国際標準並みに上げていくという努力の最中にあると思う。以前に比べてそうした動きが強まっているのには、明らかに色々な種類のグローバリゼーションが影響している。その一つには、日本の銀行部門の金融仲介能力が弱まっていることにより、企業部門がマーケットに依存した調達を迫られていることが挙げられる。その過程でグローバリゼーションもあり、国際標準並みの利益率を稼ぐことがポイントになってきている。今後利益率を上げていくための対応としては、リストラをさらに継続することもあるろうし、景気回復の結果として自然に上っていくこともあろう。また、新たな技術進歩が次々に起こり、これが利益率向上に繋がるケースもあり得

ると思う。IT関連を中心とした第三の動きがある程度大きな役割を果たしている中で利益率が回復していけば、景気等に対しては明るい材料になるが、依然としてその不確実性は高い。

物価に関しては皆さんが言われたように、当面上方への大きなリスクはないと思う。ただ、現在の物価動向を動かしている要因は三つに分けられる。一つは技術進歩による価格低下、二番目は需給要因、三番目は石油、あるいは素材関連商品の動きである。一番目の要因は、今後も継続してマイナス圧力を物価に及ぼしていくように思われる。二番目の需給要因が非常に分からない。山口副総裁あるいは田谷委員が言われたように、通常の需給ギャップから判断すれば、物価はこの要因からさらに下落しても不思議はないが、それを必ずしも観察していない点をどう評価するかである。この点は昨年来問題になっていたが、依然として十分な答えは出ておらず、今後も継続して分析する必要がある。三番目の石油については、中原委員も触れていたが、本年の物価動向をみていく上でのリスクファクターである。インフレが起きるとすれば、この分野になる可能性がかなりあるため注意していく必要があるが、いずれにせよ1%内外の成長では、二番目の需給要因から大変なインフレになるリスクは非常に低い訳である。さらに、国内の成長率が上振れるケースは技術進歩を伴った投資が大規模に起きるケースであろうが、その場合はインフレが進むリスクは余り大きくないように思う。

そのうえで、デフレ懸念払拭が展望できるかどうかに関して設備投資の動きが焦点になるが、やや先の動きについてまとまった情報が得られるものとして短観がある。来年度については4月初に第一弾が出るため、毎年  
の常として大企業については最初の短観である程度信頼できる情報が得られる。ただ、5割以上のウェイトを占める中小企業についてはその後の上方修正のペースがポイントになるため、6月あるいは9月短観までみないと余り明確な状況は分からない可能性がある。相当遅くなる訳であるが、そうした可能性があることを念頭に置く必要がある。

最後に、ここ1か月以内の動きの中で新しい情報として得られた点は、

Y2Kに関連した資金供給とそれに対するマーケットの反応である。この点は、藤原副総裁が積み上、あるいはエクセスリザーブと為替レートの関係等について指摘されていたことに基本的に同意見である。単純な積み上に為替レートが強く反応しているとは思えなかった。ただし、若干関連があるとみえたのは、積み上そのものに反応したというより、それが近い将来により大胆な金融緩和政策が実行されるかどうかについて人々が何らかの期待を持ったかどうかという点に関っていたように思えた。この間、ベースマネーの伸びが急拡大したが、ここは中原委員と私は意見が違い、この急拡大が日本銀行は積極的に資金供給をしようとしたことの結果である、あるいはそうした能力があることを証明したものではないと思う。達観すれば、ベースマネーに対する一時的な需要の伸びが高かったことに受動的に対応しただけである。

(午後0時23分中断、午後1時16分再開)

#### 速水議長

ニューヨーク駐在参事が先週金曜日にサマーズ財務長官とグリーンSPANFRB議長がワシントンとニューヨークで講演した模様を送ってきている。討議の参考になると思うので、ポイントを紹介する。サマーズ財務長官は“The Imperative of Balanced Global Economic Growth”と題する講演で日本経済に関して次のように発言している。ダイナミックな成長を実現するにはまだ多くの障害が残っている。日本の当局は金融システム関連では外為取引の規制撤廃、株式仲介手数料の自由化等のいわゆる金融ビックバンを実現したほか、大手金融機関の経営安定化を図り金融界のコンソリデーションの動きを加速させてきた。しかしながら、問題資産の処分、より効果的で弾力的な破綻処理方法の実現といった重要な課題が未だに残っている。1993年以來の規制緩和の動きは、金融、電気通信、小売りの各部門以外ではほとんど進展がなく、規制が技術革新や競争を阻害して市場を歪めている。構造改革を成功させるためには、それを支えるよう

な良好なマクロ経済情勢の確保が必要である。しかし、日本経済には回復の兆しは窺えるが、民間の予測によれば今年度の成長は低いものに止まり、大きなアウトプットギャップが残ると予想されている。国内需要を創出する施策としての財政支出の役割は中期的には限界が生じるかもしれない。しかし、再度不況に突入することがあってはならず、マクロ経済は引き続き景気刺激的なものとする必要がある。この点、金融当局も、デフレ懸念が一掃されるまではゼロ金利政策を維持することを再度確約している。

講演後に、日本銀行は積極的なスタンスに欠けているのではないかという質問に対し、次のように答えている。日本経済は循環的な景気回復過程に入りつつあるかもしれないが、潜在成長力がどの程度なのかの判断は難しい。1993年頃には4%前後と考えられていたが、現在はそれより若干低いのではないかと。要するに成長力も下がっているため従来のような考え方は無理だと言っていると思う。日本の金融改革で重要な課題は何かという問いに対し、問題先の問題点に関する透明性の確保、問題が生じた場合の迅速な処理等が挙げられるが、最も重要なのは不良資産の処分であると言っている。

グリーンSPANFRB議長は、“Technology and the Economy”という題で講演したようである。その中で、アメリカは巧くいっているが、一番大事なことは、企業の競争で価格が儲けにいかないでコストダウンに向かって行くことだと言っている。企業は競争相手が新たな投資によりさらなる低コストを実現して、マーケットシェアを奪うことを懸念し、コストを価格に転嫁し難しくなっているが、それが物価安定の背景だと言っている。雇用の流動化については、次のように触れている。日欧諸国では新たな技術の応用が遅れている、これらの諸国の労働市場は相対的に非弾力的かつ割高であることが重要なポイントである。新技術の導入に伴う収益率の向上は主に労働コストを置き換えることにより達成される。労働者の解雇が割高となる日欧諸国では同じ設備から得られる収益率が米国と比べて低い。労働者の解雇が高くつく経済では新規雇用も高くつくことを忘れてはならない。最後に日本経済の先行きをどうみるかとの質問に対し、グリー

ンスパンFRB議長は、日本は金融システム問題に本格的に取り組んでおり、最近明るい兆しがみえている。不況の根源は金融仲介が正常に機能しない中で、企業が代替的な資金調達手段を有していなかったことにある。米国でも19世紀に資本市場が発展していない時には不況が発生したが、こうした状況は現在では発生していないと言っている。金融についてはゼロ金利を続けることを頭に置いている言い方であるし、為替については何も触れていない。

それでは、先程の皆さんのご意見に対しご質問、ご討議あればどうぞ。

#### 田谷委員

藤原副総裁は積み上の引き上げが何ら影響を与えなかったのではないかなど三点指摘されたが、最初の二点について私は違った見方をしている。第一点は、積み上をあれだけ増やしても金融機関の運用姿勢に何ら変化はなかったと指摘されたが、ロイターや時事によるマーケットのコメントは、幾つかに集約されると思う。例えば、ロイターでは日銀がいずれ吸収するとの見方から多くは運用に向かっていないというコメントがみられた。いつ吸収されるか分からない資金であるため運用に回すとは思えない、あるいは日銀が供給したY2K対策用の資金はいずれ吸収されるものであり、準備預金を取り崩して運用に回すことはないと言われていた。要するに、これは特殊なものであるという認識が当初からあった訳であり、そうでないケースとは相当違った行動になるのではないか。従って、今回は運用姿勢に変化がみられなかったとしても、必ずしも今後積み上げを増やした場合に同じようなことが起きるという保証はない。

第二点は為替との関連について植田委員も指摘されたが、ほとんど影響がなかったと言われた。マーケットが新年に入ってから資金吸収ペースについて相当神経質になっていたことは事実であり、今週になってからの最終的な着地点はどこにあるのかを非常に気にしていた。つまり、植田委員も言われたが、その背後にある金融スタンスを探るべくその点に着目していた。従って、昨年あれ程積み上げ幅を引き上げたのに円安にならなかつ

たではないかというのは、第一点と同じ理由からそうならなかった訳である。藤原副総裁が言われた第三点もそういったことと関連しているのかもしれない。先程も執行部はY 2 K絡みで色々なオペレーションを行なった結果分かったこと、あるいは問題点をサマライズすると言われたので、それに非常に期待している。現時点で、藤原副総裁が言われた三点について、必ずしもそのとおりだと言うのは時機尚早ではないかと思う。

#### 藤原副総裁

私が指摘した三点は、12月末にかけてマーケットの中で日本銀行のオペレーションを通じて起きた現象について私のオブザベーションとして申し上げたのであり、法則性を持ってこのようになったのではないかと断定したものではない。従って、これが一般的な因果関係を持つものであり、かつ普遍的な理論に結実するかどうかは、金融市場局等での分析調査の結果を待ちたい。

#### 中原委員

その話に関連して私は為替について全く別の評価をしている。年末にかけてはアメリカの方が早くから積みに動いている。伸び率の点で全然速かった。一方、年初に入ってからアメリカが早くひき日本は残しておいた訳であり、年末にかけて円高になり、年初にかけて円安傾向になったことは全くおかしくない。短資に積み上がった4兆円も、都銀などが情勢を考えて短資にこれまでの1兆円とか1兆5,000億円以上の4兆円、5兆円を持っていったというだけの話であり、何ら不思議な現象ではない。

#### 藤原副総裁

市場の中でああなるのではないか、こうなるのではないかとしきりに言われていたことが、結果としてそうならなかったという事実・現象を紹介したのみである。それがどういう意味を持っているのか、そこから何か今後の参考になるような理屈が導きだされるかどうかまでは現時点では分

からない。

植田委員

前回も議論したが、数日の積み上幅の上昇のようなものが重要なのではなく、それがより一層の金融緩和政策に繋がるかどうかという期待のところで動いていると思う。

田谷委員

然り。

植田委員

それを行なうか、行なう場合にはどのようなものがあるのかは、前回会合で議論したようなことに行き着くのではないか。

田谷委員

金融政策運営に関する議論の際に再度その点を考えてみたい。その前に、山口副総裁も触れた長期金利の動きについて議論したい。確かに、山口副総裁が言われるように株式市場でダウが上昇しているのは、必ずしも景気回復を買っている訳ではないかもしれない。また、両宮企画室企画第1課長が説明したように、流動性がかなり低い相場の下で形成された価格ということもそのとおりかもしれない。あるいは昨年10、11、12月辺りに明確になってきた生産の伸び率や、GDPの変化率などからみて景気回復の程度についての見方が若干下方に修正された結果かもしれない。しかし、この間、アメリカでもヨーロッパでも長期金利はかなり明確な上方トレンドにあった訳である。しかも、全体としてみれば秋口から現在に至るまで、日銀も日本の景気に対する見方を底打ちから持ち直しに転じてきているという方向に修正してきた訳である。さらに、財政赤字、あるいは国債発行額の先行きについての見方も楽観的になった訳ではない。そうした中で、なぜ金利が超安定した状況になっているのかである。10年物国債の発行額



が据え置かれたとか、あるいは民間資金需要が弱いためだとか、ゼロ金利政策の浸透、さらには先行き金利上昇予想が強かったことの反動である等々、色々言われているがどうも決定的ではない。私が注目しているのは為替との関連である。為替と金利は同時決定される訳であり、この間の円高傾向に伴い円高リスクがかなり高まったために、欧米金利との連動性が一時的に弱まっているのではないか。本年に入ってから円安に振れた訳であるが、これが定着した場合は長期金利はトレンドとして上昇してくる可能性があるようにも思う。この点は為替と絡んでいるし、雨宮企画室企画第1課長が円安が定着する要因として指摘した三点に絡んでいるのではないかと思われ、懸念をかなり強くしている。結論を出そうというのではないが、別に有力な見方があれば教えて頂きたい。

#### 山口副総裁

言われたことに余り違和感はない。非居住者の日本買いの中に景気回復要因が入っていないと言う積もりもない。ただ、穏やかな景気回復しか望めないかもしれない、それもリストラが本格的に進展し始めるであろうという期待の方が流入要因としては強く効いているのかもしれないと思ったに過ぎない。景気回復の方向に徐々ににじり寄っているのは事実だと思うが、それにもかかわらず長期金利がほとんど反応しないのはパズリングだと思っており、問題提起した。先程色々な仮説があり得ると申し上げたが、田谷委員の指摘もあるいはその一つに数えて良いと思う。仮に為替相場が反転して円安の方向に動き始めれば、当然景気にも影響を与える筋合いのものである。ただ93、94年のアメリカでは、市場が短期金利が3%で、実質金利としてはゼロという状態が非常に長く続くと思いついでいる中、実際に連銀が金利を引き上げ始めたため、予想外のことが起きて少々狼狽した。そうした例にならって別の仮説を考えると、市場がゼロ金利解除はそう簡単にはできまいと強く確信していれば、現在のような動きになるのではないかという気がする。これは実際に短期金利が動き始めれば、かなり強い反動がくるというリスクをはらんでいる状態ではないか。これもま

だ仮説の域を出ない。

#### 三木委員

ゼロ金利という後がない中であれだけの過剰流動性を持たせた訳である。しかし、結果的には余り変わらなかったのは信用創造に繋がる資金需要がなかったためである。今回のケースは、ゼロ金利という後がないところに至ってしまっている中で、なお金融緩和だとか量的緩和を目指してさらに過剰流動性を供給してみたとしても、2000年問題があったにせよ必要以上の金が出ているとしか思えない状況である。それにもかかわらず、信用創造には繋がらない。やはり資金需要があるのかないのか、金融機関に信用創造に持っていく力があるのかないのかでしか決まってこないのではないか。そのことが奇しくも今回の経緯を経て非常によく分かったのではないか。藤原副総裁はそのことを言われたのではないかと思う。

#### 田谷委員

私は依然として資金の性格がよく理解されていた故にそうなったのだと思う。

#### 中原委員

私もそう思う。

#### 速水議長

先程、植田委員が、前回と同じになると言われたのは、どういう意味か。

#### 植田委員

最後は国債買いオペなどという話に行き着く面もあるということである。

ベースマネーの話に戻れば、ベースマネーが増えたり人々が保有したのは、貸出のためにベースマネーの需要が増えたのではなく、2000年問題に

よる一時的な不安心理に伴いベースマネーに対する需要が増えたためである。それに対して本行が供給した訳であり、元々貸出に繋がるような性格のものではなかった。

田谷委員

然り。

植田委員

それは別にして、金利ゼロの下で資金供給をさらに長期的に増やせば、貸出あるいは債券投資に回るかということ、私は疑問である。それを決めるのは、例えば債券投資であれば債券投資の収益率であり、資金がどこにどの程度あるかということではない。収益率とは端的に言えば長期債を買った時の金利、ないし所有期間利回りと調達コストの差である。ここに影響しない限り、いくら資金を積んでもそれは債券投資には向かわないと思う。逆に、ここが動けば我々は金利ゼロの下でいくらでも資金を出すと言っているし実際に出る訳である。買いたいだけの資金はいくらでも出ていく訳であり、それ以上に出す理由は乏しいという議論を我々は一貫して行ってきたと思う。勿論、長期債の価格を変えていくというオペをすれば、それは別である。

田谷委員

前回も植田委員がそう言われたので、それはそのとおりだと申し上げた。オーバーナイト・コールがゼロの下では、好むと好まざるとにかかわらず、積み上というリザーブについてマーケットは注目せざるを得ない。決定会合が終わり、ダイレクティブは変えないと言った途端に、ゼロ金利が所与になる訳であり、その後金融スタンスの変更なりを予測しようとして注目するのがリザーブになる。

植田委員

それは間違った注目である。金融市場局にリザーブの値を政策スタンスの変更のシグナルにするという意図はない訳である。しかも、政策変更は本会合で決めない限りあり得ないことである。

田谷委員

ただ、1兆円の積み上幅は非常に固定化されてきており、これを下げることが何らかの意味を持ってきている。あるいは、引き上げることが何らかの意味を持ってきている。

植田委員

マーケットがそう思っているだけである。

田谷委員

実際にも動かしてきていない。動かすのが怖いという面もある。そのため、明らかにそうしたスタンスの擬似ターゲットになっている。従って、それを使うことにより、我々が金融政策を変更する意図を仮に持つとすれば、マーケットがそのように積み上を読むことは正しいということになる。

植田委員

引き締め方向でも緩和方向でも何かを決めるか、そのように考えている時に、その先行指標として同時に動かすことはあり得るかと思う。

田谷委員

そういうことである。

植田委員

ただ、前回会合で積み上だけを動かし、他は何もしないというのは極めて奇異なことだとも申し上げた積もりである。

田谷委員

然り。従って、変更することについて議論をしておき、その後どのような条件下ではこういうことを行なうのかを議論すべきである。多分、お互いそれ程変わったことを話している訳ではないが、實際上相当難しくなってきたのではないかと思う。積み上について何らかをディレクティブに入れるか、入れないかを含めて検討すべき問題である。

植田委員

そうした意味があるとしても、積み上をそのように使うことが良いかどうかは別途の問題としてあり得る。

田谷委員

そこを議論する必要があるのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

1年以上かけた議論の結果、積み上を使わないという結論が得られているのではないか。

三木委員

田谷委員、その議論は一度本会合で行なった。結果的に、積み上は使わない、ディレクティブには入れないという整理になっている。私は未だにそれで良いとは思っていないが、我々も一応その結論に合意している。従って、その問題を改めて議論するならば、決定会合の場では一旦そういう結論で仕切っている以上、むしろ別の場で今少し取り上げてはどうか。今回の積み上云々という問題は、山下金融市場局長にしても非常に困った事態だと思う。

### 速水議長

困ったかどうかは知らないが、あれがベストであったかも分からないし、1兆円は色々な経緯で決まってしまったようなところがある。多少技術的なことが政策として考えられ過ぎている。

### 三木委員

外部がそのように受け取っている。

### 速水議長

ダイレクティブでゼロに近い金利にするよう指示し、現場がそれを実現するために考えた末、積み上をあのレベルに置いている。このところはポリシーで決めるべきことではない。政策としては金利を極力低くするということが良い。

### 三木委員

ダイレクティブの範囲としては、やはり潤沢な資金供給ということと同じであり、必要にして十分な流動性を持たせるということまでであろう。これまでの整理ではそうになっており、その結果が今度のような形になったのであろう。

### 武富委員

金融政策の討議に入ってしまうそうであるが、田谷委員に質問したい。藤原副総裁のコメントに対する意見について、どのような意図があったのかを十分理解したかどうか分からないが、Y2Kという特殊要因は当事者たる大手金融機関も分かっていたことである。従って、田谷委員としては、一時的ではなく恒久的に日銀信用を大量供給する姿勢に変えれば、金融機関等のビヘイビアが変わったのではないかという意味合いを込めて言われたと思う。議論の余地はあろうが、実態をみると借入需要はない。また、国債運用についても消極的な意味では国債投資をしなければならないと

しても、まず経済動機からは特段のインセンティブがないY2Kという特殊要因があったからこそ、この時だけは結果として都銀に超過準備が多少発生したのだと思う。これまでのビヘイビアからみる限り、借入需要が明日にも大量に出るとか、魅力のある国債が発行されるとかということが目前に迫っていない限り、都銀が超過準備を積むことは現実問題としてないし、今後もないと思う。そこが教科書と全く違うところであり、仮にY2K時と似た調節を今後も続けるとアナウンスしたとしても、何も変化は起こらなかったであろうと思う。

仮に、経済の中から本当に資金需要が出てくる、あるいは貨幣に対する需要が出てくるのであれば、アナウンスしようがしまいが、ゼロ金利のレジームはそれに対して弾力的に量的にいくらでも対応できることを日銀は一貫して表明してきた訳である。また、一時の現象であるにせよY2K絡みで46兆円台の年末越えの資金を短期オペで供給できている訳であり、現実に資金需要がどういう形にせよ出てくれば、金融仲介機関を通じて直ぐにも対応できるレジームであることを市場は分かっている。従って、この枠組みを持っていること自体が田谷委員がコメントした示唆を既に取り込んでいる。一部の市場の人はまだそこまで理解していないかもしれない。しかし、まさに短期のオペ手段で46兆円強の資金を出せるレジームを我々は持っているということであり、民間に色々な活動さえ出てくれば即応できると思う。

今一つ、田谷委員は、調統局の早川参事以下の書いたレポートがマネーと実体経済の関係が一時的にずれたことを説明する一つの要因として予備的流動性の保有動機を指摘しており、しかしそれ以外はマネーと実体経済の長期的な均衡関係は存在する、と言われた。その場合の長期的均衡とは、マネーが出れば先行き物価や実体経済に影響が出るということを言われていると思うが、果たしてどうなのだろうか。現実に実体経済が動いて貨幣需要が出てくれば、それを妨げない金融政策の運営さえしていればマネーは出る訳である。「アコモデートしたことが」という意味での均衡関係なのか、あるいは先に意図的にマネーを出すことが実体経済を動かして

均衡関係が事後的に成り立つと言うのか、そこは大いに議論の余地がある。二つのコメントの意図は分かるが、一言で言えば教科書どおりにことは動いていないということである。教科書が間違っているのかもしれない。各局面における経済の性格や、そこに介在する経済主体の構造パターンを十分にみた上で議論をしたい。

#### 山口副総裁

武富委員が言われた点で、田谷委員が最初に提起された問題は重要だと思う。来年度一杯を展望して物価が水面上に顔を出すのか出さないのか、それはマネタリーな現象とをどう関係付けるのかということは、そこへアプローチする一つの方法論だと思う。方法論自体についても色々な議論があり得るが、デフレ懸念の払拭を展望するとは一体どういうことなのかに結局戻る訳であり、個々の物価指数を議論の中でどう位置付けるかということ提起されたのだと思う。植田委員がいみじくも物価の変動要因を指摘されたように、技術革新などが契機になり価格がその生産性上昇を反映して切り下がってくることは多分デフレ的現象ではないと思う。私としては結局需給バランス上、需給ギャップ的に下落圧力がかなり大きいと判断するのかどうかであると申し上げた積もりである。結局、田谷委員は専ら物価指数に着目されて懸念の払拭をなかなか展望できないのではないかと結論を出されたと思う。それも一つの考えであり、あり得る答えである。しかし、物価指数だけで考えていくのが良いのか、物価の動きは当然色々な動きを含んで最終的に物価として成り立つ訳であり、そこに行くまでのバック・グラウンドを加味したうえで総合判断すべきではないか。私はどちらかといえば後者の方で考えている。いずれにせよ、ここは今後何度も議論する必要があるポイントになる。

#### 植田委員

マネーと物価、あるいは特に調統の論文との関係で一つ申し上げる。マネーが今少し伸びていた時に、これが景気や物価にプラスの影響を与える



かとなると、必ずしもそうではない。予備的動機で積み上がっている部分が多いからである。Y2Kのところは除いて去年の平均的な伸びをみると、金融不安が鎮静化していった分だけ予備的動機で積み上がっている部分が小さい。従って、残った部分はかなり出ており、むしろインフレ圧力が溜まっているという計算結果になっていたと理解している。しかし、私は必ずしもその結果を信じない。すなわち、ゼロ金利の下でマネーが大量に出ていっても、金利低下に繋がらないため支出拡張圧力は弱い。従って、通常局面においてはそうしたマネーが非常に出ていくということは心配であるが、現状では積み上がったマネーはそれ程心配ではないというのが私個人の意見である。

#### 中原委員

この議論との関係で調統局に再度確認したい。潜在成長率とGDPギャップ、特に中長期的なものとの足許の潜在成長率について教えて欲しい。

#### 村山調査統計局長

まず、潜在成長率は計算するのが難しくなっている。通常の方法で潜在成長率を求めるには生産関数というアプローチをとる。問題は生産関数から得られるGDPと現実の値とのギャップが非常に広がっていることである。これまでは安定的と認識されていた生産関数にかなりの構造変化が起きていると思う。技術進歩率に変化が起きているのか、あるいは我々が依拠している資本ストック統計などの陳腐化が早いといった変化が起きているが故に誤差が拡大しているのかもしれない。あるいは労働のミスマッチが生じているのかもしれない。従って、生産関数の誤差が拡大していると考えられ、潜在成長率を議論する場合は相当大的な誤差を念頭においておく必要がある。その誤差の生じてくる原因によりインプリケーションが相当変わってくる。すなわち、仮に技術進歩率が変化しているのであれば、これは長引くことになると思うし、たまたま経済の構造変化を映じて資本の陳腐化等が現段階で進んでいるということであれば、それは

一時的なものである。その点、正直なところ判断しかねている。

ご参考までに従来の潜在成長率を生産関数等で申し上げると、2%前後ではないか。しかし、現実の物価はそうした例えば2%という潜在成長率から求めた需給ギャップほどは下がっていない。従って、逆に物価の現状を説明するための潜在成長力を逆算すると、これはほぼゼロに近い形になる。答えは恐らくその中間のどこかにあり、どちらに取るかによりデフレ懸念の払拭という判断も相当大きく違ってくる。

中原委員

GDPギャップもゼロ～2%か。

村山調査統計局長

GDPギャップについては、何%という大きさよりも、むしろ過去に比べてどの程度大きいかということになる。絶対的な10%とか5%ということではなく、ある一つの方法に基づいて計算するとどの程度の大きさになるかということである。その意味で、従来の生産関数アプローチで計算すれば、現在は従来の中で一番大きな需給ギャップがあることになる。しかし、別のアプローチでいけば需給ギャップは大きいですが、過去のピークをそう上回っている訳ではなく、ここもかなり幅をもってみる必要がある。いずれにしても、これだけ実際の物価と需給ギャップの推計値の間関係が大きく動いているということは、その裏では相当大きな資本の陳腐化や労働需要のミスマッチ、あるいは生産性の伸びの変化などの大きな変化があるはずである。そこを全力で見極めようとしており、今暫く時間を頂きたい。

中原委員

需給ギャップを割と小さくみているのか。

村山調査統計局長

物価の動きからは、10%といった巷間言われているほどのことはないと思う。むしろ、例えば短観の需給D Iなどからみれば、需給ギャップは徐々に縮まっている状況である。物価の現実の動きもほぼそれと整合性のある形で動いており、そうした可能性をも念頭に置いているということである。ただし、そう決め付けた訳ではない。

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

この辺で政策に関する討議に入りたい。当面の金融政策運営方針について、篠塚委員から願います。

篠塚委員

金融政策運営については、引き続きゼロ金利政策を解除してコールレートの誘導目標水準を0.25%にすべきであると判断している。第一の理由は、わが国経済がデフレ懸念の払拭を展望できるような情勢になりつつあると判断しているからである。来年度の実質GDPの成長率をみると、主要民間機関の見通しは平均が+1.0%程度で政府見通し並みである。このうち成長率が高い方から3分の1程度を一括りにすると+1.6%程度、低い方から3分の1程度を纏めると+0.5%程度に止まる。私は比較的高い方の1.0%台後半の成長率をイメージしている。

第二に、景気回復のメカニズムが働く中で想定される長期金利の上昇と円高進行の影響についても、ある程度リーズナブルな長期金利の上昇や円高であれば、民需の自律的回復を腰折れさせる可能性は小さいと思っているからである。まず、長期金利については、調統局が98年6月に発表している長期金利関数の推計を再推計してもらおうと、直近の推計値では2%程度となる。2%であるならば、金利が現在の水準から多少上振れたとしても受容できるのではないか。なお、長期金利に関して申し上げると、国債については発行市場に限らず流動性の高い国債市場を整備していくこ

とが極めて重要な課題である。今後国債のファイナンスコストを低くするためには、ゼロ金利政策あるいは超低金利政策をアンカーとするのではなく、国債の流動性を高めることにより先進国の中でも低い非居住者の保有比率を高めていく努力が欠かせない。次に円高の影響については、例えば10%程度の円高であれば、成長率が多少下振れることはあるが、企業の円高抵抗が高まっていることや海外景気が堅調を維持していること、さらに民需の自律的な循環メカニズムがある程度確認されていること等を勘案すると、これによりデフレ懸念が再び強まるとは考えていない。また、本年の世界景気見通しが99年見通しの+3.7%から+4.0%へ高まっており、特に東アジアの景気回復が顕著である。私は昨年9月の決定会合でアジアとの貿易が情報関連財を中心に拡大均衡に向かっていると指摘したが、こうした海外環境の好転がわが国の円高抵抗をより高めていくと思われる。

次に、ゼロ金利政策解除に向けた留意点について申し上げたい。ゼロ金利政策は金融政策の歴史上どの国も採ったことのない大胆な政策であり、その解除はさらにチャレンジングな政策運営になると思われる。従って、金融資本市場のショックをいかに回避するか、あるいは和らげるかという点について周到な準備が必要である。資産市場は何らかのショックに対してリスク・プレミアムが過度に高まり価格がオーバーシュートする傾向がある。従って、私共がゼロ金利政策の解除は極めて異常な超低金利の修正を目指すものだと考えたとしても、市場参加者は金融政策が本格的な引き締め局面に転換したと受け止め、近いうちに引き続いて何度か利上げが行なわれるという想定を織り込み、流れが一気に変わっていく可能性がある。こうした事態に対応して、我々が景気に中立的であると考え無担保コール翌日物の金利水準の目途を具体的に示すことが必要ではないか。また、金融政策運営の背景にある景気情勢判断についての見通しを含め、日銀の見方を一段と明らかにしていくことも有益である。仮にゼロ金利の解除——皆さんはこの時点でとは思っていないとしても——を想定した場合に、我々がそれに向けて一体何をすべきかという点について是非議論をし

ていくことが必要ではないか。

#### 中原委員

従来と全く同じく、より弾力的な金融政策が必要と思っている。一つは物価の下落傾向が止っていないことである。GDPデフレーターをみると、バブル期は1.8%、金融緩和期の91年下期から95年の上期は0.9%、超低金利95年下期から98年下期まではマイナスになり-0.3%、ゼロ金利になった昨年の1月から9月は-0.7%と一貫して下がっている。物価の下落傾向が止っていないということである。第二は、今後3年間の期待成長率がサーベイによると0.8%と低下していることもあり、設備投資に火が付くには従来の景気回復局面よりも相当時間がかかるとみられる。三番目は消費者が社会保障や税負担の将来に懸念を持っているために、消費がなかなか伸びないことである。以上のような理由から流動性を増やしマネタリーベースを伸ばすことが必要である。物価については、依然としてダウンサイド・リスクの方が大きい。当面、原油や穀物を除けば物価上昇の心配がないと考えると、輸出は円為替次第という面があり必ずしも楽観を許さない。消費も所得環境の悪化や将来の負担の増大を考えると、ゼロ金利についてこれ以上何もできない。オーバーナイト金利がゼロ金利に行きついてこれ以上何も出来ないというよりは、先行きの金融緩和の余地は残すべきであろう。Y2Kで総供給量の面からは量的な緩和が可能であることが証明されたと思う。

次に、GDPギャップについては、私はかなり大きいと思っている。これが本当に小さいのであれば、何も量的な緩和を採る必要はない。相当に大きいと思うし、潜在成長率もかなりあるのではないか。少なくとも1.5%はあると思われ、その中で構造調整も十分に進まないということになれば、今のままのウェイト・アンド・シーの金融政策で果して十分なのかと疑問である。やはり、財政あるいは経済新生対策が打ち出されている時にこれとシンクロナイズし、1.5%ないし2.0%程度の潜在成長率になるべく早く乗せる必要がある。特に、金融政策が实体经济へ影響を及ぼすまでのラグ

が1年程度あると考えると、直ちに打ち出さなければならない。冷戦が終わった後で、世界的にもインフレリスクが段々減ってきており、インフレなき持続的成長の中の成長に重きをおく必要があると考えている。

今一つ申し上げたいことは、現在のような局面ではフィスカル・ポリシーは拡張的になり、金融政策も拡張的になる訳である。仮に、ここでゼロ金利を止めるということになれば、フィスカル・ポリシーは拡張的であるが、何時これが止ってくるかもしれないという状況の中でマネタリー・ポリシーが制限的になる形でポリシーミックスに相当大きな問題を生じる。しかも、対外的には円高を招くと危惧しているため、ゼロ金利はそうしたトータルなエコノミック・パッケージで考えないとなかなか踏み切れない。また、ゼロ金利の場合は、これ以上メッセージが送れないのが問題である。メッセージは外すか外さないか、1かゼロかということであり、相当に問題がある。弾力的な量的緩和を提案する次第である。

### 三木委員

金融調節方針は、中立型のスタンスでの現行のゼロ金利政策を継続すべきではないかと思う。操作目標を金利ターゲットとし、操作手段はオペによる積み上、積み下の量のコントロールにより現状が実現されている訳であるが、金利はゼロに貼りついてしまっており、過剰流動性をどれだけ金融機関等へ持たせるかが最大のポイントだろうと思う。昨年まではその探り所として結果的に積み上1兆円という線に辿りついたと理解しているが、Y2Kをクリアした以上、改めて状況の変化を織り込んで考える必要があるのではないかと思う。従って、オペに対する応札の金利水準、あるいは応札倍率、オペの未達も含めてマーケットのシグナルをよく判断し、必要にして十分な過剰流動性を持たせるという方針を貫いて行って欲しい。

今一つは篠塚委員からも話があったが、いずれゼロ金利という異常な金利水準から金融政策の舵をきらなければならない。その場合、判断のタイミングが最も大切である。また、金融マーケットと実体経済からはその判断に至るプロセスと中身が最も注目されており、日銀としてその意味での

アカウンタビリティを果たす必要がある。そうした前提で、現在は中立型のスタンスという中でのゼロ金利政策の継続に尽きると思っている。

#### 武富委員

先程申し上げたように、現行のレジームは非常に柔軟なものであり、量的にも物価との関係でも極めて柔軟に対応可能なレジームだと思っている。従って、これを今暫く継続するのが選択肢だと思う。私自身は非常に弾力的なレジームだと思っているが、世間からは分かり難いとか、あるいはまだ十分に理解されていないところがあるため、個人的にはあの場、この場で一生懸命説明しているが、組織としてさらなる説明を続けるべきである。

また、最近ではフォワード・ルッキングとかプリエンティブという言葉が流行ってしまっている。このままいけば先行きゼロ金利を解除する条件が徐々に整ってくると思うが、それに向けて、マーケットにプリエンティブに先行きを織り込んでもらう環境をいかに作っていくかが重要であろう。そうした政策環境を作った後は、プリエンティブというよりも後追いで摩擦のないように政策変更していくということではないか。市場に対してどのようにそういうものを織り込ませていくか。途中の極く短期間には色々な摩擦が生じると思う。摩擦を二、三度乗り越えて長期金利の現在のような落ち着きが維持できるかどうか。摩擦の反応をみながらマーケット心理をよく見極めていけば、金利を上げる時には余りプリエンティブでなくとも良いかという感じを持っている。

#### 山口副総裁

私もゼロ金利政策を当面継続することで良いと思っている。先程向こう1年間程度の経済、あるいは物価に関して意見を申し上げた。結局、リスクのバランスがどのように変わりつつあるか、あるいは今後変わっていくのかを今暫く見極めるべきであるし、見極めるだけの時間的な余裕もあるということに尽きる。

## 藤原副総裁

景気についての判断は前回会合から特に変更することはなく、従ってゼロ金利政策の継続を支持したいと思う。

景気が改善している中でゼロ金利政策を続けていることに伴い留意すべき点につき私なりに感想として述べる。まず、ゼロ金利政策というさらなる金利低下余地のない政策を続けていると、マイナス方向のショックが生じた場合には直ちに何かオーソドックスではない政策を採れといった主張を招き易い懸念がある。こうした懸念については、篠塚委員がこれまでもリスクとして指摘されていた。また、ゼロ金利政策を維持していること自体が、特に海外などからそれ程日本のデフレはまだ深刻なのかといった日本経済そのものへの誤解に結び付き兼ねない懸念もある。事実、こうした誤解がこれまでの海外からの調整インフレ論や量的緩和論の背景にあったことは否定できない。勿論、こうしたことへの配慮からゼロ金利政策を解除するといった考え方は取り得ない訳であり、金融政策はあくまでも先行きの物価を巡る判断に基づいて決定すべきものだと考える。従って、そうしたリスクに対しては、丁寧な説明を繰り返していくことにより対処する以外にはない。情勢判断でも申し上げたとおり、春にかけて来年度の設備投資計画が出揃ってくる訳であり、それを見守っていききたい。

## 田谷委員

先程申し上げたような景気と物価に対する見方から判断すれば、少なくとも現在のゼロ金利政策を維持することが適当であると思う。

そのうえで、1月22日のG7においては、前回のG7以降日銀として短期国債のアウトライトオペの導入、郵貯の大量満期問題に関連した資金運用部との間のアレンジメント、昨年末の潤沢な資金供給などを説明し、今後とも必要に応じそうした資金供給を行なう用意がある点を強調すべきではないかと思う。円高是正のための協調については、アメリカの経常収支赤字の拡大等を考えれば可能性は非常に低い。ただ、現在並びに将来の



円高についての懸念を日米が共有し、仮に為替レートに関して協調することになった場合、その条件としてアメリカ側が金融政策面で持ち出してくる可能性があるのはゼロ金利の解除時期の問題とオーバーナイト金利以外の金利の引き下げではないかと思う。勿論、これは同じことの異なる側面でもある。

#### 植田委員

私も先程申し上げた判断を踏まえ現状維持で宜しいと思う。そのうえで、何人かの委員が将来のゼロ金利解除に向けて考えておくべきという観点から幾つか指摘していたことについては、私も大体賛成である。すなわち、非常に難しい政策を採ってきた訳であるが、仮に幸運にもその解除に向けて事態が進むことになれば、解除することはこれまで以上に難しい判断を迫られるであろう。失敗すれば全員クビという感じもあるし、逆にまずは混乱なしに解除できれば本行のクレディビリティはかなり上昇すると思われる。解除の方向にいくのであれば、一つはそのタイミングを市場に考えさせることが重要であると思う。理想的には市場が良いと思うタイミングと、我々が良いと思うタイミングが大体一致する局面で解除することである。これは武富委員が言われたことである。一言付け加えれば、そうであってもプリエンプティブにすることは必ずしも矛盾しないかもしれない。そうした中で、市場が健全な形で長期金利上昇等の方向に向かい始めた時には無理に抑え込まないことも重要である。以上、色々考えることは篠塚委員と同じだが、結論としてはまだまだ先だと思う。

#### 速水議長

ここで私の見解を述べさせて頂く。

昨年の9月以来、Y2K問題や年末越えといった波乱要因を抱えている中でも、ゼロ金利政策の効果をしっかり浸透させていくという考え方の中で、様々な措置を講じてきた次第である。これらは金融市場に安心感を与え、金利の過度の上昇や取引の混乱を防ぐうえで極めて大きな効果を上げ

てきた。勿論、Y 2 K問題は完全に終わった訳ではなく、今後も注意を継続していく積もりである。取り敢えずは、こうした波乱要因の中でも中央銀行としての責務を十全に果たすことが出来たことは喜ばしい。この間、経済指標は引き続き強弱区々ではあるが、全体としては徐々に改善してきているように思う。また、ここ数か月はY 2 K問題のために金融市場の動向から情報を読み取り難い状況であったが、ポストY 2 Kの状況をみると、市場の金利観が微妙に変化してきていることも看取される。

私は昨年末から年初にかけて、講演やインタビューで日本経済のポジティブな面を取り上げてきた積もりであり、同時にデフレ懸念との戦いにできるだけ早く勝利したいとも言ってきた。バブル期とは正反対に、近年、余りに日本経済に対する悲観的な見方が強まり過ぎているように思ったからである。どの数字をみても、昨年1年で日本売りから日本買いに相当変わってきたと言えるし、循環面からだけではなく構造的な側面でも、次第に経済の新しい流れが芽生え始めているようにみている。従って、当面はこうした明るい芽がどのように育っていくのか、それに対するリスク要因は何かを検討し、適切な判断に努めて参りたい。やはり構造改革が大切であり、あるいは規制の緩和・撤廃が必要である。この点、選挙の年になり、先般のペイオフ特別扱いなどのように多少元へ戻そうという動きが与党の中にも出ていることは気になる。

これから注目して参りたいのは、設備投資の下げ止まりの気配がどうなっていくか、企業収益や企業金融を巡る情勢がかなり改善していることなど、民間需要を巡る環境改善の推移である。目下のところは設備投資が反転・増加するまでには至っていない。冬季賞与が前年割れするなど雇用・所得環境の状態も厳しく個人消費も一進一退を続けており、民間需要を巡る環境の改善が実際の支出活動に浸透するまでには至っていない。この点、春先にかけて実施される来年度の設備投資調査、新卒採用時期の雇用・賃金情勢などの重要な判断材料が出てくると思っている。今月については多くの委員方と同じく、基本的に前回会合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もなお留意す

る必要があるし、当面の金融政策運営スタンス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。

この先の金融政策の選択肢については、前回会合において単線ではなく複線で考えると申し上げた。つまり米国株価の急落や急速な円高の進行など、大きな外生的ショックが発生した場合には危機対応を念頭におく必要がある一方で、このまま経済が改善していく場合には、いずれゼロ金利政策という異常な政策と経済実勢との整合性が問題になるということである。現段階ではこうした複線的な頭を持って経済情勢や市場動向をしっかりと分析・討議して政策運営に誤りなきを期して参りたい。

なお、今月 22 日に G 7 会合が予定されている。前回 9 月の会合時とは異なり、今回は市場環境が比較的落ち着いているし、当時と比べて日本経済は円高進行の下でも着実に改善している。私としては経済情勢と金融政策運営にかかる本日の討議結果を踏まえ、我々の考え方をできるだけ丁寧に説明し、各国の理解を得たいと思う。先行きの経済を展望すると、米国の好景気、株高、巨額の対外赤字の持続性、オーバースペンディングなどが大きな討議ポイントになってくると思う。この点はなかなか答えが見つからないが、リスクの所在や留意点については米国の当局者も含め率直な意見交換をする必要がある。以上である。

それでは、政策について自由討議をお願いします。

#### 篠塚委員

二点ある。第一点は中原委員から石油価格が大幅に上がっていくという予測を伺った。つまりインフレの懸念がかなり現実的な射程に入ってきていると受け取ったが、中原委員の政策の提案ではインフレリスクが減っている、円高になるのを危惧するという発言であり、矛盾している。そこをどう考えているのか。

二番目は植田委員はゼロ金利解除のタイミングについて、タイミングは市場に考えさせるのが良い、市場が良いと考えているタイミングに巧い具合に誘導できれば良いという考えだったかと思う。しかし、市場はマクロ

政策を考えて行動している訳ではない。どのタイミングが良いかは、私達がここで様々なデータを見て先行きどういう条件が整ったらどうするか議論し判断していく問題である。この場での検討がゼロ金利に関する議論という形で議事要旨を通して市場に流れる。市場でなかなかそれが織り込まれていないのは、私達が全く議論していないため反応がないだけである。市場が良いと考えるタイミングとは、結局私達がどれだけ利上げをしなければならぬという情報を多く持ったかをいかに議事要旨に織り込むかということだと思う。市場が良いと考えるタイミングを待つというのではなく、この場で考えなければならない。

市場がどの程度マクロ政策を考えているかに関連し、海外の投資家達が日本の株式を買っていることと長期金利との間に非常に矛盾した動きがあるという話があった。その際、山口副総裁が一つの仮説として海外の投資家達は日本の株をリストラ効果を期待して買っているが、日本のマクロ政策・経済を評価して買っている訳ではないというお話があり、面白いと思った。私も海外の投資家達のうちで日本の株を売っているストラテジストにヒアリングをしたが、別の面白い話をしていた。そのストラテジストが言うには、アメリカの投資家は日本のマクロ経済や政策の話などは全く聞かず、ただ、どの株やどの企業がどうだ、誰がどういう設備投資をしているか、どういう技術があるかといったことだけを質問される。しかし、ヨーロッパでは逆に日本のマクロ政策はどうなっているか、GDPはどうか、そのコンポーネントはどうかというマクロ指標の質問をされるそうである。要するに、市場が良いと判断するタイミングといっても、市場が日本のマクロ政策についてどの程度関心を寄せているかについて多様であり、非常に疑問がある。

#### 中原委員

篠塚委員のご質問について、長期の面と短期の面がある。長期の面では冷戦後の大きな構造変化の中で世界的にみて物価の安定と低金利の傾向が明らかになってきている。特にそのバックグラウンドの一つとして、こ

れまで軍事に従事していた優秀な技術者がマイクロエレクトロニクス等の分野へ転換したためIT革命が起きている。つれて技術進歩、あるいは全要素生産性の向上が著しく、生産性の向上が物価上昇を吸収している。また、金融についてもファイナンシャル・エンジニアリング等の発展もあり国際的に流動性が高まってきている。その中でインフレリスクが過去に比べて趨勢的に小さくなってきている。さらに短期的には、私は日本のGDPギャップ、需給ギャップが非常に大きいとと思っているため、アクセルを踏むような金融政策ができる。また石油については、日本は石油の使用効率が世界一高い訳であり、恐らく日本にとって石油価格の上昇が感じられるまでには間があると思っている。

#### 篠塚委員

一部ではあっても価格は徐々に上がり始めているが、それに対しても余り危惧はないということか。

#### 中原委員

いや、ある。下手をすればスタグフレーションになるが、私は日本については恐らく原油価格上昇のインパクトは少ないと思っている。

#### 植田委員

マーケットにどう考えさせるかという話だが、そもそもマーケットは日本銀行の政策運営を当然非常に気にして動いている。そのうえでどう考えさせるかということであれば、我々の政策スタンスを比喩的に数式で言えば $X$ という変数があり、その予想値が例えば $Y$ を超えるところでゼロ金利を解除するというスタンスだと思う。ただ、 $X$ が何であるとか $Y$ がどの程度であるかを具体的に示しておらず、そこは総合判断だと言っている。従って、批判もある訳だが、一応ある種の枠組みは与えている。望ましいのはその枠組みの大まかな姿をマーケット参加者が把握し、その不等式を満たすかどうかの練習問題を毎回自分で解いてもらうことである。そうで

なければ、この練習問題を我々だけが解いてその結果だけをマーケットに伝え、それにマーケットが右往左往するという事ではないか。多少奇麗事を言い過ぎたが、これ以上具体的に述べると若干問題かもしれない。

中原委員

ある時はマーケットが誤解していると言ひ、ある時はマーケットの考えと我々が一致すれば行動しようとか、そう巧くいくものか非常に疑問である。

植田委員

それ程簡単ではない。従って、先程大変だと申し上げた。

中原委員

先程の篠塚委員に対する答えて、日本の場合には74年、80年に比べて為替が円高になっている、需要の伸び率が非常に落ちてきていることも付け加える。

速水議長

他にご意見はあるか。

それでは、政府からご出席の方にご意見があれば、お願いします。

林大蔵政務次官

まずは経済の現状認識だが、これはご議論があったとおり、各種の政策効果に加えて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が、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が依然として弱い。景気は厳しい状況を脱していないと考えている。こうした状況下、昨年11月に経済新生対策を決定し、11年度の2次補正を昨年12月に国会で通させて頂いた。12年度に向かい公需から民需へのバトンタッチを行い、民需中心の景気回復を本格的に作っていくために、また、先程総裁か

らもお話があったように構造改革の推進を図るという基本的なスタンスに立ち、引き続き適切で機動的な経済運営を行なって参りたいと考えている。

12年度の予算編成について述べたい。一般会計の予算規模は当初予算比で3.8%増の84兆9,871億円となっている。特に公共事業については、景気回復に全力を尽くす観点から編成した前年度の当初予算と同額の9兆4,000億円を確保し、さらに公共事業等予備費を5,000億円計上している。また、金融面においても、金融システム安定化・預金者保護の観点から預金保険機構に新たに交付国債を6兆円ほど積み増すこととし、この償還財源としてNTT株式売却収入を1兆5,000億円ほど見込んでいるほか、4兆5,000億円を国債整理基金特別会計に繰り入れて満額手当をし、万全の対応をとるようにしている。さらに、一般歳出は前年度比で2.6%の増加であるが、特に科学技術振興費を+6.8%、社会保障関係費を+4.1%にしていると同時に、特別枠を設けて活用する中で、重点的・効率的な配分を行なっている。一方、税制では、国と地方を合わせて6兆円を相当上回る個人所得課税、法人課税の減税を継続することに加え、12年度の税制改正においては、住宅ローン減税の延長やいわゆるエンジェル税制の拡充など民間投資等の促進および中小企業・ベンチャー企業の振興を図るための措置、加えて確定拠出型の年金の導入に対応した税制措置等も新たに講ずることとしている。財政投融资計画は次期通常国会に抜本的な財投の見直し法案を提出する予定ではあるが、この改革を視野に入れて対象分野・事業の見直し等を行ないつつ、景気に配慮して真に必要と考えられる資金需要には的確に対応していく方針の下で、重点的・効率的な改善を図っているところである。

以上の結果、平成12年度の公債発行額は32兆6,100億円、公債依存度38.4%という大変な高水準に達している。平成12年度末の国・地方の長期債務残高は645兆円と見込まれており、財政は大変に厳しい状況になっている。なお、12年度の国債発行に当たっては、5年利付国債に加えて15年の変動利付国債と3年の割引国債の導入等国債の多様化を進めて円滑な

市場消化を図ることとしている。財政は極めて厳しい状況であり、経済が本格的な回復軌道に乗った段階では、財政構造改革について、わが国の将来像を明確に展望し、そのうえで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。ただ、足許は経済が大変に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にしている。

このような政府の経済面の基本的な考え方は、今週末に予定されているG7においても各国に説明することになると考えている。

日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施と併せて、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もご審議に当たり、以上申し上げた政府の経済財政運営の考え方等につき、ご理解を賜るようお願い申し上げます。

#### 小峰経済企画庁調査局長

昨年12月19日に閣議了解した平成12年の経済見通しと経済運営の基本的態度について、基本的な考え方を説明させて頂きたい。まず、現状認識としては、最近のわが国経済は、各種の政策効果に加え、アジア経済の回復などの影響から緩やかな改善が続いているが、現在のところ民間需要に支えられた自律的回復には至っていないと判断している。こうした状況の下で、平成11年度のわが国経済は国内総生産の実質成長率が0.6%程度になると見込んでいる。こうした情勢認識に立ち、平成12年度の経済運営においては次の三つの目標を立てている。第一は民需主導の本格的景気回復を実現すること。第二は知恵の時代に相応しい経済社会の構築を目指す構造改革を定着させること。第三が多角的貿易体制の維持強化とアジア地域との経済連携を促進することである。このような経済運営の下、平成12年度には経済新生対策を始め必要な諸施策を推進することにより、年度後半にはわが国経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せることを目指している。この結果、平成12年度の国内総生産の実質成長率を1.0%



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

なお、本日2時に機械受注の新しい結果が出ているため、簡単に結果だけ申し上げる。機械受注は船舶、電力を除く民需でみて、このところ3か月連続して前月比で増加を続けてきた。本日発表された11月は前月比2.2%の減少という結果になっているが、全体としての機械受注の基調は概ね下げ止まりの動きにあると判断している。その根拠としては、7~9月が前期比で3.1%の増加、10月、11月のレベルを均してみると7~9月に比べて4.7%高いレベルにあることである。12月が横這いであれば、10~12月が4%台の増加になるということでもあるし、かなり減らない限りは10~12月もプラスになると見込んでいる。従って、近い将来に設備投資が下げ止まる一つの兆しとして考えている。

速水議長

それでは、議案の取り纏めに入って宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

先程の委員方による検討によれば、当面の金融市場調節方針について、ゼロ金利政策を継続するという意見が大勢を占めていたように思う。そこで、私の方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た方は篠塚委員と中原委員で宜しいか。

[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。中期的な物価安定目標として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（1月16日～2月15日）の超過準備額を平残ベース15,000億円程度とし、その後、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%程度となるよう量的緩和（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。」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。別添の対外公表文は、「平成12年1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。

## 速水議長

両委員から議案の説明をお願いします。

## 篠塚委員

先程、理由を二点と留意点として意見を述べており、結構である。

## 中原委員

今回は案を若干変更させてさせて頂いた。一つは、これまで「中期的目標として」と書いていたが、「中期的な物価安定を目標として」と変更し、物価目標の位置付けをより明確にさせた。第二には、超過準備額については、「前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、」としていたが、「今積み期間の超過準備額を平残ベースで1兆5,000億円程度とし、」と変更した。これはY2K対応で相当な資金供給を行なったため、12月16日から1月15日までの積み期間の超過準備額が平均で5兆円強、1月だけをとると13日までで5兆8,783億円となっており、それを考えたうえで以前の提案に比べて前倒しで積んでいくことに変更した。銀行券が一応6%程度の伸びに戻ることを前提とすると、2月のマネタリーベースの伸びが7.8%になり、その後、毎月2,600億円程度増やしていけば7~9月で10%程度になる。

提案理由については、一つは依然としてデフレの懸念があることである。物価の下落傾向が止っていないし、特にGDPデフレーターでみてそれが顕著である。さらに、企業の設備投資は今後3年間の期待成長率が0.8%に低下していることもあり、従来の景気回復局面より回復に時間がかかる。消費者が社会保障や税負担の将来に懸念を持っている。輸出も為替変動を警戒する面があり、ここでゼロ金利を超えて一層の緩和を行なうことが必要である。

第二は、年末年始にかけてY2K対応に伴い結果的には量的な緩和が実現され、特に本行の資金供給力の面からみて問題がないことや、株価や為替等に効果があることが分かったことである。従って、民需の自律的回復

についてははっきりした動きがみられておらず、外生需要中心の脆弱な動きである以上、それに梃子を入れる必要がある。

三番目としてG7が終わった後は円高に向かう恐れが十分にあることである。現在は特に年明け後、Y2K対応資金の引き揚げ方がアメリカに比べて遅かったこともあり、一時的な円安になっているが、そうしたことを考えてここで緩和しておいた方が良いと思う。

インフレーション・ターゲティングについては何度も申し上げているが、国際的な学界の動向や世界の中央銀行における金融政策のフレームワークの潮流をみると、インフレーション・ターゲティングを肯定、あるいは採用する動きが出てきている。特に、これは物価の安定ということで国民の期待形成についてのアンカーの役割を持たせることができるし、中央銀行の金融政策の成否を国民が判断するうえでの物差を与えることができる。さらに、日銀が物価の安定に主たる責任を持っていることをはっきりさせる意味でも数値目標を明示的に示す必要があると思う。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の成長率やその他経済のパスを予測し、発表することになり、金融政策の運営についてこれまで以上に責任を持ち、これまで以上にフォワード・ルッキングでプリエンプティブな金融政策を採ることになる。何よりも申し上げたいことは、ゼロ金利政策は待ちの政策である。ウェイト・アンド・シーであり、例えば民需が自律的に回復する、あるいは貸出が増えるのを待つという非常にパッシブな対応である。そうした中で財政がやがて切れてくると、非常に難しい局面になってくる。しかも、ゼロ金利政策は継続するか解除するかという1かゼロかの非連続的な政策であり、自由度の高いマネタリーベースへ移すべきだと思う。

速水議長

ただ今の説明について、質問や追加的な討議があればどうぞ。

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こととする。

[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

報告する。篠塚委員の提案を採決の結果、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

報告する。中原委員の提案を採決の結果、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

報告する。議長案を採決の結果、賛成7、反対2の賛成多数であった。反対は中原委員、篠塚委員であった。

速水議長

それでは賛成多数で議長案が可決された。篠塚委員、中原委員は反対理由を明確にしておきたいということであればどうぞ。

## 篠塚委員

まず第一に、景気判断は月を追う毎に下げ止まりから持ち直しを確認してきたし、デフレ・スパイラルに陥るリスクが警戒された昨年2月のゼロ金利政策を決定した時とは明らかに経済のフェーズが変わっていることである。二番目は、このように状況が変わったにもかかわらず、経済情勢が異常な事態の時に採ったゼロ金利のままに踏み止まっていると、市場ではこれが長期的に続くことを前提にして相場形成がなされ、ゼロ金利解除のリスクに対する警戒が希薄になってくる点が懸念される。三番目に、ゼロ金利解除はあくまでも異常な超低金利の修正を目指したものであり、景気中立的に戻すことを狙ったものである。従って、本格的な金融引き締め局面に入ることはないことを明言しておきたい。私が提案している水準はゼロ金利導入前の0.25%であり、依然として例のない低水準である。

最後に、現在は一応危機を脱出したが、現状不足しているのはマネーの量ではなく、民間部門の採算性に優れたプロジェクトである。そのためには、資本の論理を貫徹したスクラップ・アンド・ビルドの構造改革が求められる訳である。ゼロ金利も1年近くになろうとしており、長期化するにつれ構造改革を先送りするデメリットがかなり危惧される。

## 中原委員

反対理由の第一は、オーバーナイト金利ゼロから一步も動かないということであると、日銀の政策意図がどこにあるかが全くオーバーナイト金利に反映されず、市場があれこれと憶測をする訳である。従って、日銀の意図をコミュニケーションする手段をオーバーナイト金利以外に求めるべきは当然である。第二に、日本の経済はGDPギャップを背負い、デフレ的な基調にあることは変わっておらず、現在のスタンスを採ることはウェイト・アンド・シーである。つまり財政政策が効くのを待つ、あるいはその間に民需が自律的に回復し、貸出需要が出てくるのを待つということである。貸出需要が出てくれば全く問題はないが、貸出需要がないためどうするかを考えている訳である。GDPギャップの大きさを考えると、少しで

も何かをしなければならぬと思っている。特にダウンサイド・リスクへの対応が不十分である。政策効果の息切れ、あるいは円高の悪影響等が出てくるかもしれないが、それらに対して非常に不十分である。現状ではマネタリーベースが急低下してしまう恐れがあり、為替や株式に悪影響が出るのではないかと心配している。

#### [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とする。なお、決定事項の公表は、会合終了後 30 分後に行なう。それまでの間は厳に出席者限りということで宜しく願います。

#### V. 金融経済月報の検討

#### 速水議長

最後に、金融経済月報の検討に入りたい。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ため、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、調査統計局吉田経済調査課長と企画室雨宮企画第 1 課長からポイントを説明して下さい。

#### 吉田調査統計局経済調査課長

実体経済部分を説明する。まず、総論部分であるが、先月と今月を比べて判断を変更するような材料は特にないと考え、総論部分は前月と同じにしている。すなわち、「わが国の景気は、足許、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じている。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。

それに伴い、各論部分も基本的には小幅な変更に止めている。まず純輸出については「海外景気の好転を背景に増加傾向を辿っている。」という前段に、「月々の振れを伴いつつも、基調としては、」と付け加えている。これは11月の輸出入には一部にY2K問題に起因するものとみられる振れがあったことを踏まえたものである。在庫と生産については、在庫調整も概ね完了したのではないかと考えている。従って、先月までの「在庫調整が引き続き進捗しているもとで、生産が増加基調を続けている。」という表現のままでは、在庫調整が続いている感じにもなるため、今回は「在庫調整の進捗を反映して、鉱工業生産は増加を続けている。」としている。生産について、先月は「増加基調が続いている。」としていたのに対し、今回は「基調」を削っている。これは先月は10月の生産が単月でマイナスになっていたが、今回は11月の生産がプラスだったため、単純に「増加を続けている。」としたものである。物価については、「消費者物価も、引き続き横這い圏内で推移している。」と「圏内」を挿入した。具体的には、全国のCPI除く生鮮食品の下落幅が米、切り花等の下落もあり11月は-0.1%から-0.2%に拡大したため、「横這い圏内」と表現を変更した。

#### 雨宮企画室企画第1課長

金融部分である。冒頭で12月から1月にかけてY2Kをクリアしたことを入れたほかは、基本的に前月と変わっていない。すなわち、最初に「年末越え資金手当てや『コンピューター2000年問題』に伴う大幅な資金需要の増加がみられたが、日本銀行によるきわめて豊富な資金供給を受けて、金融市場は総じて安定的に推移した。また、金融取引の面でも、同問題に関連した大きな混乱や障害が発生することは避けられた。」というパラグラフを挿入した。その他は市場動向に沿って適宜表現を見直しているだけである。企業の資金需要について、「企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくとのスタンスを維持している。」としている。

前月までは「企業が手許資金を取り崩して借入金を圧縮する動きもみられている。」ということであったが、当月は、12月には企業の手許資金は相当積み上がるであろうという予想の下に、やや基調的な動きとして記述した。先週木曜日に出た計数からみると余り手許資金を積み上げた様子がみられないため、前月と同じでも良かったかもしれないが、結果的にはこれでもバランスシート調整の動きが表われていると考えている。

この資料を配付した後、若干変化している指標があるため、何箇所か訂正させて頂きたい。まず長期金利について、「11月末以降、総じて低下傾向を辿っており、」の「総じて」を「年末まで」に変えさせて頂きたい。

「辿っており、」を「辿った後、幾分反発し、」とし、「足許では1.7%台前半」というのを本日の1.78%を受けて「後半」に修正させて頂きたい。この文章を通じて読むと、「長期国債流通利回りは、11月末以降、年末まで低下傾向を辿った後、幾分反発し、足許では1.7%台後半で推移している。」となる。これで如何か。株価については、「米国株価の反発などを受けて持ち直し、足許では」の後に「再び」を挿入し、「1万9千円台となっている。」としては如何か。「もっとも、その後は米国株価の反発などを受けて持ち直し、足許では再び1万9千円台となっている。」となる。

速水議長

ご意見があるか。

[全委員が賛意を表明]

それではこれで決定させて頂きたい。採決をお願いします。

[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

基本的見解を採決の結果、賛成9、全員一致であった。

速水議長

それでは、全員一致で決定された。ただ今決裁頂いた基本的見解に沿い、後段の背景説明部分には必要があれば執行部で修文をさせて頂きたい。本件の対外公表は1月19日の午前8時50分に行なう。

VI. 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2月10日に予定している。

(午後3時39分閉会)

以上