

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年3月8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（9:01～12:30）

原口恒和 大臣官房総務審議官（13:20～15:37）

経済企画庁 河出英治 調整局長（9:01～15:37）

（執行部からの報告者）

理事

黒田 巖

理事

松島正之

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

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時1分開会)

本日の取り進め方を申し上げておく。まず、前々回会合の議事要旨の承認を行ない、続いて金融経済情勢に関して執行部から報告をしてもらう。その後、金融経済情勢に関する委員方の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府からの出席者の発言、そして採決、最後に金融経済月報の基本的見解部分の取り纏め、という順序で進めたい。

本日は大蔵省から大野総括政務次官、経済企画庁から河出調整局長が出席されている。なお、大野総括政務次官は午前中でお帰りになり、午後は原口総務審議官がお越しになることになっている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提としている。従って、委員方および政府からの出席者の方々はそのことを前提に発言頂くようお願いする。

II. 議事要旨(2/10日開催分)の承認

速水議長

最初に前々回2月10日の会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨に異議はあるか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は3月13日(来週月曜日)の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

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

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する。

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、2月29日の閏日に関するコンピューター2000年問題と長銀問題という二つの攪乱要因への対応に追われる2週間であった。まず2月29日問題に関しては、欧州系を中心とする一部外銀の取り上がりから28日にオーバーナイト・レートが予想以上に大きく上昇するなど、一時的にかなりの混乱がみられた。やや敷衍すると、2月25日にはオーバーナイト・レート自体は0.02%で順調に出合う総じて

落ち着いた展開になったが、2月29日越えとなる2日物や3日物のコールレートやレポ・レートは、一部外銀が取り上がったため0.20%以上の水準まで急騰する状況となった。このようにマーケットが不安定化する兆しが窺われたため、不安心理の拡大を防止する狙いから積み上幅を1兆3,000億円に拡大する調節を行なった。問題の28日は、Y2K危険日の29日を翌日に控えて出し手が資金放出を極端に絞り込む姿勢をみせたため、朝方から一部外銀がビット・レートを0.20%以上に引き上げるなど、オーバーナイト・レートが大きく跳ね上がる形勢となった。従って、9時20分の定例調節で1兆3,000億円の短国買い現先をオファーし、積み上幅を9兆3,000億円とするオペレーションを行なった。しかしながら、都銀のビットが全く入らない中で出し手サイドが様子見のスタンスを変えなかったために、慌てた一部外銀が0.35~0.50%の水準まで取り上がるなどレートが一段と上昇する展開になった。このため、9時40分に5,000億円の追加オペを実施した。追加オペの実施は昨年9月9日以来である。その結果、マーケットは徐々に落ち着きを取り戻し、出合いレートも午後には0.10%前後まで低下したが、加重平均レートは結局0.28%と昨年2月以来の高水準となった。Y2K危険日の当日となる29日は、一部外銀の0.05~0.10%のビットに対してシステムの正常稼働を確認した投信等の出し手が朝方から積極的に資金放出を行なったため、レートが弱含む中で9時20分に積み上幅を11兆4,000億円に拡大する調節を行なった。その結果、出合いレートが0.02%から0.03%に低下し、通常のゼロ金利の状態に戻った。しかしながら加重平均レートは、出来高自体が大きく細る中で朝方の高めの出合いが響き、0.05%となった。

3月1日以降は、2月29日要因が完全に剥落したことから、積み上幅を暫時圧縮する調節を行なってきたが、オーバーナイト・レートは0.02%で安定的に推移している。2月29日問題を巡る混乱自体は28、29日の両日で終了しているにもかかわらず、調節面でその後も大幅な積み上幅を残すなど大量資金供給を継続してきたのは、一つには、資金供給額自体が29日には積み上11兆4,000億円と巨額におよび、その吸収にはある程度時

間をかけて段階的に進める必要があったためである。さらに、長銀が最終処理に伴い預金保険機構から受け取ったネット3兆5,000億円強の資金をそのまま本行当座預金に超過準備として抱えたので、これを織り込んだ資金供給を行なう必要があったためである。長銀サイドも3月入り後は短国の買い入れやコールへの資金放出を開始し、超過準備額も昨日は8,000億円弱まで縮小している。ピークは2月29日の3兆8,000億円であった。今週一杯でこの長銀要因も剥落するため、来週初のマーケット地合いに格別の変化がなければ、資金供給を積み上1兆円のペースに戻す予定にしている。因みに、この間の準備預金の積み立て状況をみると、超過準備額は28日以降1日平均で3兆2,792億円と大きく拡大しているが、業態別内訳にはそのほとんどが長信行の2兆8,213億円であり、長銀要因であるということが分かる。

今回の2月29日問題を巡る混乱で注目される点は、主として三つある。第一は、専ら大手外銀の取り上がりによりレートが大きく上昇したことである。無担保コール市場の2月下旬中の増減額の取り手サイドの動きをみると、都銀が1Wから3Wの調達を大幅に拡大し、28日、29日のオーバーナイト調達を抑制する万全の対応をとってきたことが推察される。これに対し、外銀が取り遅れ、オーバーナイト調達が困難化したために、最終局面で2日から6日物の超短期のターム物を高いレートで取らざるを得なかったことが見てとれる。外銀がこのように取り遅れる結果になったのは、一つには2月29日にコンピュータトラブルが起こる可能性は極めて低いとの判断から、通常のオペレーションで基本的には大丈夫と高を括っていた節がある。実際に海外では2月29日問題に起因するマーケットの混乱は全く聞かれておらず、外銀がそう考えるのも仕方がない面がある。今一つは外銀本部がユーロ市場で円の調達ができず、東京に当日急遽依頼してきた資金調達額が予想外に膨らんだことである。昨年9月9日問題や昨年末のY2K騒ぎの時にも同様の動きがあったが、その時の経験が生かされなかった結果になった。

第二の注目点はオペの効果である。混乱の生じた28日は9時20分の定

例オペで3月1日エンドと4月28日エンドの8,000億円と5,000億円の短期国債買現先をオファーし、9時40分に同じく3月8日エンドの短国買現先5,000億円を追加オファーした。追加オペのオファーに当たっては応札締め切り時間を通常より10分遅れの10時50分に設定して、10時40分の定例オペのオファーバックの結果をみて外れた先が再度追加オペに応募できる対応をとった。その結果、当日の調達がどうしても必要な外銀が3月1日エンドと8日エンドのオペに極めて高い必札レートで応札してきており、レートの高いところに外銀・外証が集中している。短期国債買現先オペの主体別落札シェアについて2月28日をみると、3月1日エンドと3月8日エンドのところでは外銀・外証が4割前後のシェアになっている。これはTBを持っていた大手外銀がこれで資金を調達できたということであり、このオペの落札結果公表後は外銀の資金の取り上がりがやみ、コール市場のレートが低下に向かった。コール市場の流動性が大きく落ち込む中で、オペがマーケットの安定回復に向けて大きな役割を果たしたことが確認できる。

第三には、2月29日問題に伴う混乱は特殊な日本的現象であったことである。ユーロ円の1Mと1Wの推移とドルとユーロのそれぞれ1M、1Wを比較すると、ユーロ円のみが2月29日にかけて上昇している。邦銀では出し手、取り手とも金利がゼロ同然のため、問題が生じそうな時は万一のトラブル回避を優先して際限なく資金を持つくせがついてしまったとする向きが少なくない。こうした危険日絡みの超保守的な対応も、ある意味ではゼロ金利の副作用とみることができる。邦銀では今年度末の3月31日もY2K関連の危険日として意識しており、現にユーロ円の1Mは年度末越えとなる2月28日に2bp上昇している。私共のオペにおいても3月3日の短国買現先は3月31日をエンドにしている。3月31日エンドに選んだのは、公共事業の支払いなどで5兆円の大幅余剰日になることが見込まれるためエンドを当該日に設定して資金を吸収しようということであった訳である。しかし、3,000億円のオファーに対して、応札は僅か231億円と記録的に不人気なオペに止まり、改めて31日に対するリスク意識の

強さが確認されている。さらに昨日には3月30日スタート、4月3日エンドの先日付5日物の年度末越えレートが0.15%で出合っており、2月末越えレートに比べ、総じて5bp程度高レベルでの取引になっている。従って、3月末も2月29日問題と同様の混乱が生じる可能性が高いと思われる。審査局と連結を密にしつつ、マーケットを的確にモニターし、引き続きゼロ金利に必要な豊富な資金を弾力的に供給することにより、マーケットの安定確保に全力を尽くして参りたい。

武富委員

外銀の本店でユーロ円調達がショートしたのだと思うが、見合い資産は何か。

山下金融市場局長

その辺ははっきり分からないが、一部の先で円キャリー取引を拡大している可能性がある。そうした円を使う取引が増えている一方、邦銀が海外での活動を落としてきていることや、ロンドンないしニューヨークで資金を放出して、その資金取引で稼ごうという先が減ってきているため、最近ユーロ円レートがボラタイルになってきている感じがある。外銀は東京支店を円資金繰りのセンターとしており、それぞれの海外拠点で円キャリーなど様々な形で行なっているユーロ円取引の尻を、最終的には東京に集めている。このようにグローバルな円取引をしているにもかかわらず、連携が必ずしも良くないようであり、9月9日、12月末、そして今回と最後になって当日の資金繰りに慌てるパターンになっている。

武富委員

有価証券運用であれば、マーケット次第では売却して調達ということもあり得る。

山下金融市場局長

12月の時には30日に対する意識が非常に強かったため、1週間程前から外銀が慌てて最後の金利上昇を外銀が主導したが、今回はオーバーナイトでも取れると高を括っていた節があり、有価証券を売って調達するには時間がなかったと思う。

中原委員

先程の説明の最後で、3月30日スタートで何と言ったのか。

山下金融市場局長

通常は先日付で3月31日スタート、4月3日エンドというオーバーナイトの末初レートがたつ訳であるが、今回はまだ成立していない。3月31日が危険日になるため、3月30日スタートで4月3日エンドの5日物がたっており、これが0.15%という高い金利になっている。

三木委員

先日付は久し振りか。

山下金融市場局長

例えば2月29日問題の時も、予め対応が必要となったのは28、29日分のみであったことから、27日や28日スタートの先日付取引で都銀辺りが0.08%や0.10%で約1か月前から資金調達をある程度行っていた。

中原委員

先程の武富委員の質問に対する二番目の答えは何か。

山下金融市場局長

従来一部邦銀は潤沢な円資金調達力を背景に、ユーロ円市場で活発な資金取引を行っており、例えば金利が上がってくれば資金を出すという行

動パターンをとっていた。そのため、ユーロ市場で円資金調達を行なう外銀等も、例えば、あるいは等から、いつでも資金を取って決済できる格好となっていたが、そうした邦銀が徐々に取引を小さくしてきている模様である。

中原委員

出し手がいなくなっているのか。

山下金融市場局長

特に、Y 2 K等のストレス時に、ユーロ円市場における流動性の低下が顕著となっている。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場の動向、海外金融市場の動向について報告をお願いします。

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

昨日の海外でレートが相当大きく動いており、円/ドルレートが現在106円26銭となっている。ユーロ/円のクロスレートが101円70~80銭であるが、これは昨日夕刻の東京市場の相場に比べて各1円20銭、1円30銭、円が高い方向に振れている。こうした動きの中心になっているのはユーロの動きであり、昨日の海外では日本の新聞が3月末までにユーロ/円のレートが98円になると伝えたというルーマーがきっかけになり、ユーロ/円でユーロが大きく売り込まれた。さらに、オランダの食品会社がアメリカのアメリカンフードという会社を36億ドルで買収すると報じられ、ドルに対して一段とユーロが売られた。その後プロクター&ギャンブルの業績の下方修正が出てニューヨーク・ダウが大きく下げたことにより円に対してドルが売られるという大きな材料が重なる中で、結果として円が大

大きく強含む展開になった。本日もそうした地合いを引き継いで動いている。前回の決定会合以来の相場付きを一言で申し上げれば、円が強くとユーロが弱いということになる。名目実効為替レートのやや長いレンジでドルをみると、円が強くと、ユーロが弱いと申し上げたが、ドルは名目実効レートでも堅調に推移している。

市場のセンチメントについて、オプション1か月物のリスク・リバーサルで確認すると、ドル/円ではドルが弱い方向に、ユーロ/ドルではユーロに対してドルが強い方向に大きく振れている。オプション1か月物のボラティリティーは2月末以降ユーロ/ドルが急速に上昇し、ドル/円も上昇している。要するに、ユーロを中心に非常に不安定な展開になっている。問題はこうした相場をどのように理解するかである。ドル堅調の背景には好調な米国経済があることは言うまでもなく、問題はここに至るユーロ安をどうみるかになる。考えられる要素は二つある。第一はECBの政策運営、あるいはユーロ相場に対する当局者、高官の発言の混乱がある。例えば、28日にはオランダのザルム大蔵大臣がユーロの水準は全く気にしていないと発言した。2月29日には、ブンデスバンクのケプニック理事がユーロ安はECBの介入や利上げの圧力にはならないと発言。一方で、3月2日にはドイツのアイヒェル蔵相がドイツは強いユーロを望むと発言する。また、ECBのドイセンベルク総裁が物価上昇リスクに対して必要であれば適切に対応すると発言したように、相反する発言が出てきているため、市場が混乱している。

二番目はユーロエリアからの資本流出、およびこれを巡る思惑の高まりを指摘できる。一つは日本の生命保険会社を中心とする本邦投資家が年度末を控えてユーロ資産あるいはユーロ債券を売却し、資金を国内に引き戻すリパトリエーションに対する思惑が市場に強いことである。また、欧州投資家による日本株買いの動きが最近かなり活発になってきている。さらに、これも欧州からの資本流出に関係する動きであるが、直投の動きが目立つことである。例えば、日本との関係ではアクサ生命による日本団体生命への資本参加が今月に予定されているが、1,350億円と見込まれている。

ダイムラー・クライスラーと三菱自工の資本提携報道もいずれユーロエリアから資本が入ってくるという話であり、こうした直投絡みのユーロエリアからの資本流出の動きが指摘できる。要は、当局者の発言の混乱と資本流出がユーロ安の大きな背景と考えられる。

対内外証券投資の推移をみると、2月の対内株式投資が約定ベースで8,596億円に上っているうえ、3月も同じ傾向が続いており、2月、3月と非居住者による対内の株式投資が増加している。かなりの部分は欧州の投資家だと推測される。居住者による対外中長期債投資は、2月は全体で2,726億円売却超過になっている。ただ投資主体別の内訳をみると、市場で話題になっている生保はむしろ大手を中心に買い越しになっており、リパトリエーションに関する思惑は中小生保の動きが市場に過大に伝わっている面が大きいと思われる。対内の中長期債投資も2月は4,265億円の処分超と、資本の流出となっているが、その中心は非居住者による日本国債の売却である。これは2月の円安局面での利食いの動きに加えて、ムードーズによる格下げ報道がなにがしか影響しているのではないかと思う。ユーロが弱いと申し上げたが、ユーロを支える材料は二つある。一つはECBの利上げである。ECBは、今月3日に政策理事会があるが、市場ではインフレ懸念を理由にしながら、実はユーロ防衛的な意味を込めた利上げが行なわれるのではないかという思惑がある。これに加え、市場ではECBが介入してくるという警戒感は余りないが、日本当局によるユーロ/円の介入が行なわれるのではないかということも一部で取り沙汰されている。

続いて、米国金利と株価に関連して最近における特徴的な動きを整理してみたい。フェデラル・ファンドの誘導目標水準は現在5.75%であるが、市場では3月21日の次回FOMCにおける25bpの利上げを完全に織り込んでいるし、本年秋までにはFFが6.5%までにはなるという見方である。そうした下で、国債のイールドカーブは前回の決定会合で話題になったように1月18日以降いわゆる逆イールド現象が進行している。ただ、国債は財政の黒字を背景にした財務省によるバイバック・オペレーションの影

響を強く受けて、イールドカーブが長期の部分を中心に歪んでいると指摘されている。スワップイールドをみると、10年から30年の長いところのイールドは若干の逆イールドになっているが、10年以下は順イールドの感じになっている。非常に楽観的な解釈としては、Fedの政策に対する信頼もあって債券市場でもインフレなき成長に対する確信が強まっており、金利はそろそろピークアウトするのではないかというものである。しかし、これを以って金利のピークアウトというのは若干早計であろうと思う。国内の景気の過熱感相変わらずであり、インフレ懸念も底流にはある。その辺は引き続き注意を要する。国債以外では、エージェンシー債の金利は高い水準にある。足許では若干低下しているが、モーゲージ金利も合わせて高止まっている感じである。

こうした金利の高い状況が実体経済にいかなる影響を与えているかであるが、特に金利の感応度が高いとみられる住宅と自動車需要をチェックしてみた。住宅については昨年12月と本年1月の着工件数——天候要因もあり高めに出ているといわれているが——を比べてみると、これまでのところ明確な鈍化の兆しはない。新車販売も好調に推移している。消費者コンフィデンスが既往ピーク圏で推移する中で、可処分所得に対する消費者信用の比率も上昇しており、要するに金利上昇にもかかわらず実体経済の過熱状態が続いている。

強気の経済マインドについては株価の上昇による資産効果が相当寄与していると思う。その点に問題はないのかという意識でチェックをしたい。今回は世界の株価について、伝統的な株価指数、日本でいえば日経平均とコンピューター情報通信株の時価ウェイトの高い店頭株を98年8月を100として指数化して対比してみた。結果は、米国だけでなく、いわゆるIT関連株ないしニューエコノミー株といった株のウェイトの高い株価——アメリカでいえばNASDAQ、ドイツではノイア・マルクト、韓国ではコスダック、日本では店頭平均——の方が伝統的な株価を大きく上回って上昇している。IT関連株価の世界的な上昇連動現象がある。二番目にアメリカの株価の中でラッセル2000という株価指数——中小株を代表する

株価指数——のパフォーマンスがNASDAQのパフォーマンスと同様に好パフォーマンスである。他の要因も合わせて考えると、同じIT関連株の中でもより中小株が選好される傾向が強まっている。NASDAQとラッセル 2000 について、業種別の株価動向に共通して言えることは、テクノロジー株の急騰の一方、素材、輸送、金融株が低迷していることである。こうしたテクノロジー株の上昇には実態的な裏付けがあるのかもしれない。しかし、アナリストの高めの予想収益率を以ってもなかなか合理的に説明することは難しいテンポで上昇を続けており、ある種のバブル的期待によって支えられていると言える。今後の展望として、こうした期待に支えられた株価上昇に金利上昇が果たして効くのか否かという点がある。二番目に金利動向如何にかかわらず、IT関連株に対するある種の期待が反転した場合に世界的にどのような影響が出るのかが注目点である。そうしたことを念頭にテクノロジー関連株の今後の動向をウォッチしていきたい。

最後に実体経済面では大きな変化はない。ユーロエリアについては、2月の景況感指数は106と既往ピークの水準に達している。経済は堅調に推移している。こうした中で1月の消費者物価が前年比2.0%になり、コアベースでもじり高であるなど、物価が足許多少上がってきている。東アジアでは輸出は相変わらず好調である。最近の色々な指標を合わせ見ると、中国経済は一応最悪期を脱して底入れしていると思う。

中原委員

オランダの食品会社の件は何のことか。

平野国際局長

オランダの食品会社がアメリカのアメリカンフードを36億ドルで買収するという話である。欧州からは直接投資の形での資本流出が対米国、あるいは対日本に相当大きな規模で続いており、これが為替に影響している部分はある。

速水議長

ユーロ売りか。

平野国際局長

然り。ユーロを売ってドルを調達する、あるいはユーロを売って円を調達する動きである。

中原委員

1月のユーロエリアの物価上昇はいくらか。

平野国際局長

ユーロエリアの1月の消費者物価の前年比は2.0%であり、昨年12月の1.7%から相当上がってきている。これはエネルギー価格の上昇が効いているが、コアも1月が前年比1.2%と、昨年の第4四半期の1~1.1%に比べて若干上昇気味と言える。

速水議長

アジアは特に大きな動きはないか。

平野国際局長

アジアは特に大きな動きはない。中国も良くなってきたと思わせる感じがある。中国の1月の生産は前年比で8.9%であり、輸出の好調を背景にして外資系企業の生産が増えているようである。また、インフラ投資の動向が大きく作用する全社会固定資産投資の前年比は10月の0.6%から11月5.9%、12月5.0%と、補正の効果もあり拡大傾向がかなり明確に出てきた感じもある。消費財小売総額も流れとしてみると持ち直しと言える。中国はある種のデフレ傾向が続いている訳であるが、消費者物価指数も、前年比のマイナス幅が徐々に縮小してきている。輸出が好調であることに

変わりはなく、全体として多少良くなってきた印象である。

速水議長

次に、村山調査統計局長から国内経済情勢について報告をお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

経済活動の現状は一部に強めの指標も出ているが、結論としては基調判断を大きく変えていない。

まず最終需要の状況であるが、公共投資と住宅投資は緩やかに減少している。個人消費はなお回復感に乏しい状態が続いている。設備投資は概ね下げ止まったものとみられる。この点、先月は下げ止まりつつあるという判断であり、判断を前に進めた。一方、生産は昨年夏以降増加を続けている。収益の改善も明確化しており、企業部門における前向きな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までには至っていない。雇用情勢の悪化には歯止めが掛かりつつある。先月は悪化には徐々に歯止めが掛かりつつあるとしており、雇用についても心持ち前に進めた。以上のようにわが国の景気はこのところ持ち直しに転じている。こうした下で、企業収益の回復など民間需要を巡る環境は改善を続けていると判断しており、環境についても徐々に改善しつつあるという先月の判断から心持ち前に進めている。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判断は変えていない。物価面では、国内卸売物価はほぼ横這いである。消費者物価は全体では幾分弱含んでいる。

今月の実体経済面には設備投資、雇用、住宅投資等でかなり強めの指標が出ている一方、消費者物価が弱含んでいる。従って、ポイントは二点ある。一つは実体経済面の判断であり、やや強い指標が出ているものの一時的な統計の振れによるところが大きいという基本認識から、設備投資以外については基調判断をほとんど変えていない。第二のポイントはCPIが

弱含んでいる傾向をどう評価するかである。この背景としては四点ある。第一は、これまでの円高に伴う輸入競合品の価格低下の影響が最も大きいという判断である。第二に小売の新業態による流通効率化の動き、第三に昨秋以降の消費の低迷の影響、第四に物価指数の銘柄変更の影響といったテクニカルなことが複合的に作用していると考えている。このうち、円高に伴うものはいずれなくなるとしても、小売新業態による流通効率化等の動きについては今後も残ることが考えられる。

次に先行きである。公共投資は当面緩やかな減少が続くが、春以降には持ち直すと見込んでいる。純輸出は増勢を維持するとみている。設備投資については下げ止まったと判断したが、次のポイントは企業収益が回復している中であって設備投資が増加に転じるタイミングとその持続性である。先行指標の動きからは、今後間を置かず設備投資が増加に転じる可能性も出てきている。ただ、現在のところ投資の主体あるいは内容が情報通信関連、ハードウェアに偏っており、設備投資の裾野の広がり具合、あるいはその持続性については今後発表される来年度設備投資に関するアンケート調査等を待って見極めていきたい。個人消費については、夏のボーナスの方向性がはっきりしてくるまでの間は引き続き一進一退で推移する可能性が高いと考えられる。ただ、所得面の動きは今後もしっかりみていきたい。物価の先行きは、卸売物価は当面横這いしないし若干の強含みで推移した後、少なくとも年央近くまでは横這い圏内で推移する可能性が高まっている。これは機械類の趨勢的な下落の反面、原油関連市況が上昇しているためである。消費者物価については輸入品価格下落の効果が石油製品上昇の効果を相殺するため、どちらかといえば弱含みで推移するとみている。企業向けサービス価格については、趨勢的に小幅の下落が続くと予想している。全体としてみると、物価は当面概ね横這いの範囲で推移すると考えている。やや中期的な留意点としては、国内需給バランスが当面大きく崩れるリスクは小さいが、来年度下期以降に外生需要が減少に転じた場合には、物価が需要の弱さに起因して、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。

以下、各論について要点をご説明する。輸出は第4四半期で実質輸出計で+2.5%となっている。今回年間補正で通関の数字がリバイスされており、旧ベースでは第4四半期は+0.2%になっている。その際、第4四半期の輸出が鈍化した要因として、情報関連の供給制約を申し上げていた。このパターンは基本的には変わっておらず、情報関連が第3四半期+7.3%の後、第4四半期が+2.3%と新ベースも鈍化している。なお、1月は実質輸出計で-0.9%とマイナスが付いている。この主因は欧州、中東向けの自動車輸出の減少であり、財別の自動車関連は2000年1月は-15.1%の減少であった。ただ、全体としては輸出は緩やかな増勢が続くとみている。次に、輸入は第4四半期+5.2%とY2K関連の部品輸入の集中等から増えている。1月は-7.9%とその反動が出た形になっている。ただ、基本的には生産等の伸びに合わせ、緩やかな増加が続くと考えている。

設備投資については、先行指標のうちの一般資本財出荷は設備投資とほぼ同時に動くと考えている。この点、10~12月は-1.3%と一旦マイナスになっているが、Y2K問題等でコンピューターの導入手控えが起きた影響が大きいとみている。逆に、1月は前月比+4.8%と増えており、コンピューターの出荷手控えの反動増で伸びている状況である。ITとの関連で電子通信関連設備投資の先行指標等を整理してみる。まず機械受注は、製造業のうちの電子通信機器については堅調に増加している。非製造業も伸びており、いずれも電子通信関連については堅調に推移している。先行指標等を製造業という括りでみると、機械受注、建築着工床面積、リース取扱高のうちの産業用機械等はいずれも明確に下げ止まったとみられる。非製造業でも機械受注が増加に転じているが、この中には携帯電話等で嵩上げされた部分があるため設備投資とは関係ない部分を割り引く必要がある。次に、建築着工床面積も急激に増加しているが、この中には大型の再開発案件が集中している状況があり、今後反動減の恐れもある点には留意が必要である。リース取扱高も下げ止まり気配であり、明確に下げ止まったとは言えない状況である。こうしたところから判断すると、計数面からだけは下げ止まりと言えなくはないが、幾つかの留意点があるため、

ここは多少慎重にみておきたい。先行指標とGDPベースの設備投資の関連について過去のパターンをみると、GDPベースの設備投資に比べて機械受注あるいは建築着工床面積が若干先行している。両指標ともかなり顕著に回復しているため、こうした関係からは今後GDPベースの設備投資が少なくとも2000年前半中は増加する可能性が出てきた。ただ、設備投資の裾野の広がり、あるいは持続性については、今後のアンケートを待つて判断する必要がある。

次に、個人消費については昨年末に比べ幾分持ち直しを示唆する指標が多いが、全体として回復感に乏しい状況を脱するものではないと判断している。まず1月の指標を追ってみると、全世帯の消費水準指数は12月の-4.0%に対し+2.1%となった。勤労者世帯でも、前月比+2.3%である。乗用車は出荷額ベースでみると1月は前月比+9.3%、全国百貨店も前月比+1.2%、都内百貨店は同+5.1%、チェーンストアはほぼ横這いである。1月は12月に比べてプラスが多かったが、その後2月の状況を見ると、まず新車登録台数は出荷額ベースで前月比+9.3%の後-5.2%と反動減の形であるが、10~12月対比で見るとまだプラスである。2月の都内百貨店の売上の状況をヒアリングすると、昨年末以降、婦人衣料に持ち直し傾向があり、2月もこうした商品を中心に個人向けの店頭販売は底固い状況である。ただ、1月の都内百貨店売上については企業向けの大口の外商の売上が計上されているため、計数がかなり高めになっている。従って、全体として計数上2月は前月比マイナスになる可能性がある。

住宅関連も1月の着工戸数はかなり大きな数字になっており、総戸数で前月比+16.4%増である。まず、持ち家が+8.9%と増えている。これは第二回の申し込み末期に駆け込みがあり、その着工とその後の第三回の申込分の着工がオーバーラップしたためであり、1月以降については第三回の申し込みが前年比-47%と大きく落ち込んでいるため、このペースは続かないとみている。持ち家は基調としては減少するとみている。分譲も一旦は減少し、その後は減税の期限延長分の着工が出てくることにより下げ止まるとみている。貸家の方は前月比+19.5%とかなり増えているが、業

界アンケート等の結果をみると一時的な要素が強い。従って、住宅全体としては1月はたまたま強い数字が出ているが、基調としては今後減少していくとみている。

以上を踏まえて、生産の状況を見ると1月の鉱工業生産指数の前月比は+0.9%であった。予測の3.6%からは下振れているが、逆に2月の予測指数は+2.7%と、0.6%ポイント上振れている。この要因としては、半導体製造装置等の生産がボトルネックに当たっており、1月に生産しきれなかった分が2月に後ずれしたことが響いている。1~3月を括ってみると、前期比は+2.3%である。別途実施しているマイクロヒアリングによっても、大体2%弱の伸びが予想されており、1~3月がその近辺の増加になるのは確実である。1~3月の生産の内容をみると、携帯電話、パソコン、ゲーム機器等が伸びている。今一つは乗用車であり、新車あるいは人気車種でこれまで増産体制が整っていなかったものが、受注残消化のために増産体制を確立しつつある。ただ、地合いは乗用車全体としてそう好調ではない。半導体製造装置を中心とした一般機械の生産も増加する見込みである。半導体製造装置については1月の段階でボトルネックを生じているが、各メーカーでは増産のために土日出勤、あるいは昼夜二交代制の導入を検討している。

次に、雇用関連についても、多少強めの数字が出ている。有効求人倍率は12月の0.5倍から0.52倍と若干ながら上がっている。新規求人も前月比+5.4%と伸びている。パートの有効求人倍率も1.20倍と若干上昇している。完全失業率は4.68%と高止まりの状況である。一方、名目賃金の所定内給与は12月前年比+0.1%の後、1月は+1.1%とかなり大きなジャンプがみられる。この解釈の一つはY2K要因である。すなわち、1月はY2Kで泊まり込み等が発生したために、出勤日数が増加して所定内労働時間の増加になる訳であるが、日払い制の賃金労働者については所定内労働時間が増加すれば、その分所定内給与が増加する関係にあり、その要因がかなり効いているのではないか。また、小規模企業調査の3分の1をサンプル替えしており、そうしたサンプル替えに伴うイレギュラーな動きとも

考えられる。従って、賃金が下げ止まった可能性を否定する訳ではないが、今少し材料の蓄積を待って判断したい。常用労働者の内訳には従来と多少違った感じがある。これまで常用労働者のうち一般労働者は減少が続き、それをパート労働者の増加が補完する形が続いていたが、1月についてはこの関係が逆転し、一般労働者が前月より増えてパート労働者が減っている。実態は今暫く様子を見てみる必要がある。雇用について総括すると、1月は全般的に上向きの数字が出ているのは確かであるが、留意点が存在する。第一に統計の振れの可能性があること、第二は今後年度末から来年度初にかけて、自然退職者増あるいは新卒の就職難の影響等が出てくる可能性があることである。従って、雇用情勢については現時点では慎重にみておきたい。

次に物価である。輸出物価の円ベースは1月前月比+2.0%の後、2月は前月比+2.9%となった。化学製品、一般機械等が上昇している。これは国際商品市況の上昇に加え、一般機械での既往の円高分の調整値上げが作用している。輸入物価は円ベースで1月に前月比+2.2%の後、2月は同+4.3%である。円安の影響や原油の値上がり、パラジウム等の金属の値上がりが響いている。国内卸売物価の2月の前月比は、1月の+0.0%の後、+0.1%となった。なお、前年比は-0.1%まで戻っている。2月に若干上昇した要因は、季節的に鶏卵の出回りが少なくなり毎年上昇する傾向があることと、C重油等の値上がりが響いている。仮に3月の国内卸売物価が前月比横這いで推移すると、3月の前年比は+0.1%と若干プラスがつく形になる。全国CPIの1月分は前年比でみると除く生鮮で-0.3%と、12月の-0.1%からマイナス幅が若干拡大している。前年比マイナス幅の拡大について商品毎にみると、まず今年の1年間の動きの中でコンスタントに影響が出ているのはタバコの部分である。98年12月にタバコ税が引き上げられ、これが1年間に亘ってプラスに寄与してきた訳であるが、12月から前年比でみた影響がなくなったということである。最近の特徴としては石油製品がプラスに寄与している。一方、被服、耐久消費財、食料工業製品等の値下がりが前年比のマイナスに大きく寄与している。

この耐久消費財、あるいは被服の値下がりをどう解釈するかである。今回輸入および輸入競合商品を消費者物価から抜き出し、その他のものと比較してみた。私共の仮説としては、円高に伴う輸入品および輸入競合商品の値下がりが寄与しているのではないかとということである。足許にかけてマイナス幅がかなり大きくなっている。勿論、輸入とは競合しない商品についても足許は若干下がっている。一方、円高が進むと暫く経過してから輸入品が下がる状況であり、恐らく現在の輸入品の値下がり、こうした過去の円高が効いてきているのではないかとみている。第二点の要因としては、小売新業態による流通の効率化の動きが昨年来大きくなっている、あるいは秋口からの消費が弱めであったことが影響している可能性がある。今一つはテクニカルな要因であるが、この1月から消費者物価の銘柄が大きく変更されている。毎年1月に変更になる訳であり、昨年99年1月は17銘柄が変更になっている。それに対して本年の1月は極力物価の実勢を把握するという事で、48銘柄とかなり多くの銘柄が変更になっているが、結果として一部ディスカウントストア等の価格も入ってきている可能性がある。このように、最近の消費者物価指数の軟化の背景には色々な要因が複合的に作用していると考えられるが、足許については円高に伴う輸入競合品の値下がりによる部分がかなり大きいのではないかと考えている。ただ、二番目の小売新業態による流通の効率化や四番目の銘柄変更の影響は為替がニュートラルになった時点でもなおマイナス方向に働く可能性があることに留意しておく必要がある。

なお、原油価格については昨日また上昇しており、WTIで34ドル13セント、北海ブレントでは30.75まで上昇している。今後の展開は分からないが、足許はイラン、リビア、アルジェリア等が減産協定維持の共同声明を発表したことに伴い上昇している。

三木委員

原油価格の上昇の国内品に対する影響はどのようにみるべきか。これまでのところは余り価格変化も表われていないが、34ドルまでくると、省エ

ネ対策や円高の影響も含めて、例えばGDPについてどの程度足を引っ張ることになるのか。

村山調査統計局長

原油価格上昇の直接的な影響はまず石油関連品目に波及する。これを卸売物価で見ると、例えば1バーレル当たり1ドル上がると直接効果のみで卸売物価を0.06%持ち上げる。当然それが次第に波及していく訳であり、景気の状態にもよるがプラスアルファになる。原油価格が上昇した場合、GDPにどれだけ影響するかはなかなか難しいが、単純にモデル等で計算すると、仮に原油価格が10%上昇すると1年間でGDPが0.02%下振れする。ただこの数字はあくまでも過去の平均であり、省エネの進み具合、あるいは経済状況により変わってくるため、かなり幅を持って理解頂く必要がある。

大野大蔵総括政務次官

リストラを進めながらも失業率が4.6%程度で推移しているのは日本経済の大変なパフォーマンスを示すものだと思うが、1月に一般雇用が上がりパートが減るということは、リストラが終わりかけていると理解すべきか。

村山調査統計局長

企業の人件費という観点から見ると、かなりのリストラが進捗しているが、我々が当初予想したほど失業率が上がっていないのも事実である。その原因は賃金がかなり柔軟に低下したためだと思う。その一つの形態として、常用雇用の中で正規社員を減らし、これをパートに置き換える動きがこれまであった訳である。ご指摘のように、1月はそれと全く違う動きが出たため解釈が非常に難しいが、一つの仮説としては次第にそうした動きも終わってくるのではないかということである。しかし、1月にはかなり大きなサンプルの入替えがあり、その要因がどの程度かを見極める必要が

ある。従って、今暫くデータの蓄積を待ってから判断したいところであり、その可能性がないとは言えないが結論を出すまでに若干時間を頂きたい。

三木委員

製造業の立場からみた場合、過剰雇用がこれで終わったということでは決してないと思う。過剰設備の問題が一つある。どういう需要を前提とした場合の設備として過剰雇用かということである。現在のように外生需要で生産が支えられていることを考えると、過剰設備に見合う過剰雇用まではリストラしてきたことは間違いないが、取り敢えず雇用についてはこれ以上手を付けられない局面にまできているのだと思う。つまり雇用を守るという伝統的なビジネスを考えると、本来なら設備を落として人員も落とさなければならないが、そこまでは出来ない限界まできたのではないか。

大野大蔵総括政務次官

過剰雇用なのか、過剰月給なのか、従ってパートで置き替える現象が起きているのかという気がするが、これは外国に比べるとどうなのか。給与水準を比較するのは難しいと思うが。

村山調査統計局長

90年代を通じて収益が低迷する中で、雇用調整が一気に進まないため趨勢として労働分配率は上昇してきている。それがここへきて多少変わってきた。従って、どこが正常なのかは非常に難しいが、以前に比べるとなお労働分配率が若干高い状況ではないかと思っている。

三木委員

ワークシェアリングである。そういう意味で、雇用についての本質的な問題は先送りされていると思うが、少なくとも現在の景気回復パターンの中では非常によい形で雇用がキープされているのではないか。

大野大蔵総括政務次官

衣類など外国製品と競合する分野においては、輸入品の値下がりやが物価に対してどの程度の寄与率になっているのか。

村山調査統計局長

被服全体のマイナス寄与分は分かるが、当然のことながら衣服は全部輸入している訳ではなく、このうちの幾らかが輸入分の値下がり、あるいはそれに対応した国内品の値下がりということになる。

速水議長

消費者物価は石油製品だけが上がり、その他は下がっている訳であるが、デフレ現象で下がっているとすれば、耐久消費財程度であり、あとは円高による下落や、輸入品に競争して下げる、流通革命に伴うコスト低下により値下がりしているような気がする。

村山調査統計局長

この解釈は非常に微妙なところがある。耐久消費財等では卸売物価にも表われているように、恒常的に技術進歩あるいは生産性の向上により下がっており、必ずしもデフレ的ではない状況である。一方、被服についても仮に輸入品等の値下がりであれば、これも一概にデフレとは言えない訳である。ただ、その業界からみると輸入品が安くなったために競争上値下げしたということであれば、需給要因と言えなくもない訳である。その辺の切り分けが非常に難しいが、全て需給要因で値下がりしている訳ではないことだけは確かである。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から最近の金融面の動きについて報告をお願いします。

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

最近の金融情勢について、まず概況から説明する。前回の中間会合から本日になって為替が多少変動しており、これが株価、金利にも影響を与えているようであるが、昨日までのところは総じて大きな動きはなかった。金融市場は落ち着いた推移を辿っており、金利や株価は総じて小動きである。短期金融市場では、2月29日問題の時期を除くとオーバーナイト、ターム物共に非常に低い水準で安定的な推移が続いている。長期国債の流通利回りで長期金利をみると、2月に幾分上昇した後は3月入り後軟化し、最近では1.8%を若干割る水準で横這い圏内である。ジャパン・プレミアム、クレジット・スプレッドの状況も大きく変わっていない。貸出等の動向も、いよいよ経営健全化計画の目標である3月末を控えているが、ヒアリング等によると金融機関は中小企業向け貸出の積み上げにさらに積極的になっているものの、一方で資金需要がない状況には変わらない。このため、民間銀行貸出は引き続き弱い状況が続いているし、社債、CP等の発行も落ち着いている。このような状況を受けて、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。

国債流通利回り10年債は、2月中旬以降ほぼ1.7%の上から1.9%の下の水準まで安定している。この後、長期金利、債券相場にとって多少マイナスの要因、ネガティブな要因もあったが、それをこなす形で比較的買いが根強くボックス圏内の動きが続いている。株価もほぼ2万円を挟む展開が続いている。それぞれの特徴点を説明する。長期金利のボラティリティーをみると、最近の1か月は債券利回りが上昇する、金利が上昇する方にかけている感じがみてとれる。この間、2月1日の宮澤大蔵大臣による「1.7%という長期金利は低すぎるのではないか」という発言や、2月17日にムーディーズのダウン・グレード方向での見直しといった幾つか悪材料があった。先物市場ではこうした悪材料に相当強く反応した面もあるが、キャッシュの方の買いが根強いいため、この金利上昇に対するリスクの感覚も結局非常に低いところに戻ってしまい消化してい

る。株の動きを業種別に分解すると、1月末から2月末の日経平均は1万9,539円から1万9,959円と400円ばかり上がっているが、電気機器、しかもソニーが2,510円から3,025円へ500円近く上昇しており、ほとんどソニーだけで説明できるような相場展開であった。1月は電機・通信への一局集中から他の銘柄にも買いが拡がる感じがあったが、2月については再び一局集中が強まったという印象である。二つ目の特徴は外人の買いである。全体として外人の買いが非常に細ってしまったとか、売りに転じてしまったということではないが、一頃と比べると若干控え目になっている感じである。それに比べて、投信、個人が非常に強い買い姿勢を示しており、個人、投信の資金流入が全体として株価を支えている状況である。

次に、民間銀行貸出の前年比をみると、1月の5業態合計の償却要因等調整後の計数は-2.4%、2月は-2.5%になっており、極く僅かではあるが緩やかに伸びを低めている状況が続いている。3月末が近づいている訳であるが、-2.5%という数字を都銀、長信、信託の経営健全化計画に近いベースに引き直してみると、大体-1.2%のイメージである。経営健全化計画の提出行には東京三菱等が入っていないが、15行の3月末の貸出残高の目標値は2.7%であり、イメージとしては今足許の-1.2%を2.7%にすることは到底不可能である。従って、金融機関は総貸出をどうするかよりも、ややポリティカルに注目の集まり易い中小企業向け貸出を何とか積み上げられないか、スプレッドを若干緩くするとか、中小企業向けの特別な貸出商品を設定するなどの形で力を入れている。この結果、中小企業からみた貸出態度も全体として緩和する方向にあり、最新時点の中小公庫の中小企業景況調査による貸出態度DIでは、緩いとみる企業の割合が3割を超えるまでに至っている。因みに、金融緩和を始めた91年以降の平均が34%であり、2月の33.2%という数字は過去10年の平均並みにまで戻った状況になっている。これはこうしたDIだけではなく、金融貸出の需給の地合いを最も端的に反映する指標の一つと考えられるスプレッドにも端的に表われている。スプレッド貸出のスプレッドの短期は昨年夏までは徐々に上昇してきたが、秋口から大幅に下がり、その下がり方が足許さ

らに顕著になっている。

最後に、M2+CDの前年比は12月2.6%、1月2.6%と横這いになった訳であるが、2月の預金の数字は相当大きく落ちている。3業態の預金の前年比が1月は2.3%であったが、2月は1.3%となっており、マネーサプライについても、これ程大きくは落ちないと思うが、引き続き伸び率が低下する傾向が続いているとみている。

中原委員

健全化計画の貸出とのベースの違いは何か。

雨宮企画室企画第1課長

一つはユーロ円インパを含むか否かである。我々の統計は海外店が日本の企業に円ベースで貸すような貸出も含めて総貸出と定義している。

中原委員

海外の支店分か。

雨宮企画室企画第1課長

普通貸出の統計は国内店勘定で作るため、経営健全化計画の数字もそれをベースにしており、インパを除くベースになる。今一つは末残か平残かという違いがある。いずれにせよ、足許はマイナスながら経営健全化計画の目標はプラスであり、これを総貸出で達成するのは非常に困難であることはどの数字をみても同じである。

(午前10時35分中断、午前10時45分再開)

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

これまでの報告を踏まえ、政策委員会としての検討を行なって参りたい。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、金融政策運営に関して再度順番にご意見を頂戴し、討議頂く。最後に政府から出席頂いている方々からご意見があれば承るが、大野大蔵総括政務次官には、退席される前に発言の機会を設けることとしたい。

それでは金融経済情勢についてご意見を頂くが、本日は武富委員からお願いします。

武富委員

このところの景気展開は、本会合での議論においてある程度想定している路線で走っている印象である。想定しているシナリオに悪影響を及ぼしうる潜在的な国内、海外のリスクについても認識がかなりの程度共有されていると思う。景気の現状と先行きについてどういう観点で点検していくかについて、総括的に申し上げたい。

1月の経済指標を素直にみる限り、民間経済活動の前向きな流れが概ね定着していると思われられる。一般的によく使われるマクロの経済指標だけではなく、セミマクロやミクロのデータ、あるいは実感を含めた情報を踏まえて1月の実績を額面どおり受け止めてよいのであれば、企業部門の一部を起点にして民間経済活動が徐々にではあるが好転してきていることが取り敢えず確認できた。勿論、景気が良くなったと言える程には経済が生易しくないことは重々承知している。

そうした中で留意点が二つあって、一つは執行部も報告していたように、1月の数字には統計上の一時的な振れがあるかもしれない可能性に対し、一步距離を置いて冷静に足許の景気を評価すべきことである。今一つは、足許の前向きな流れがあることは事実であるが、今後の持続性や他部門へ

の波及可能性については、従来の景気回復・上昇局面に比べて相当慎重に見極めていく必要があることである。これだけ大きい構造調整圧力が残っている訳であり、それへの目配り、あるいは景気循環への影響がどう出るか十分見極める必要がある。そうした留意事項はわきまえたうえで、实体经济に関する限りダウンサイド・リスクは相当後退していることが明確になってきたと思う。实体经济に関する限りと制限を付けたのは、マーケットの不測の動きなどの悪影響はなかなか予見できないということである。これまで上下両睨みで経済展開を点検してきているが、今後は先端的に表われている企業活動の改善傾向を前提にして、これが持続していくか、波及していくかどうかという観点から公表されてくる色々な統計を丹念にみていく段階に入ったと思う。

まず持続の可能性については、当面企業部門に絞って四点ほどからモニターしたい。一つは近々発表される法人季報であり、昨年10～12月期の財務状況が引き続き改善を続けているか、その中で調整が遅れていた中小企業セクターにまだ調整余地が残っているのかどうかを点検する。二つ目は3月から4月中に出揃う各種の設備投資関係の計画が上方修正されるか、あるいは業種によっては減額修正されるのかをよくみておく。三番目は日銀短観で企業部門の中に生まれている良い方向への動きの延長線上で業況感がどの程度上向くかということ。四番目は企業収益が5月下旬から6月にかけての決算発表の中でどの程度の増益予想になるのか、あるいは業種によっては減益予想になるのかを十分みておく必要がある。現在の流れを単純に延長すれば、そこそこの結果が出てくると思うが、問題は市場がそれに対してどう対応をするか、市場の色々な対応に我々も十分備えておく必要がある。特に事前予想を上回ったり、下回ったりした場合の市場の過度な反応には引き続き注意が要る。今日辺りも、円が若干高くなっているが、ここまでは市場は奇妙な程に落ち着いている。ここ2、3か月色々な事実が明らかになる中で、市場の落ち着いた状況が続くとは思えない訳であり、引き続き市場との対話が重要になってくる。

一方、波及し得るのかという観点からマイナスとプラスの材料をよく見

極める必要がある。当面はマイナス材料の方が多く、波及を遮断するようなものが残っている度合いを点検する必要がある。一つは今後倒産件数が当然増えていく局面であろうが、それが制御可能な範囲内であるかどうかである。二番目は先程申し上げた法人季報、設備投資アンケート、短観、決算発表などである。トータルとしては仮に良い方向に出るとしても、セクター間、業種間、企業間の格差がどの程度厳しいものかどうかであり、悪い方の極にある業種・企業等が挽回不能のような状況まで追いやられていないかどうかの見極めである。三番目は今後むしろ本格的なリストラが始まる分野もあるため、その経済に対する下押し圧力がどの程度尾を引くのかどうかを見極めておく必要があるということである。最後の本格リストラについては、ある組み立て加工型の大手企業が本格的リストラの一環として調達先の選別や調達コストの二割削減を打ち出しており、下請け関連企業は勿論大手の素材メーカーも納入価格を二割下げするためには、自分たちのコストは三割下げなければならないような事態を局部的にせよ迎えている。そうした中ではとても景気が良いという実感を持ってないということもある。景況を平均値で話してしまうと違和感が出てくるセクターがあるし、そうした先はまだ多いため、先行き日銀が景気判断を一步前へ進めるには産業との対話も慎重にしなければならないし、景気が良くなっているとの言い方も相当工夫の必要がある。

波及の流れの中でプラスの材料として期待しているのは、企業活動の改善が所得を通じて消費に巧く結び付いていくかである。特に企業収益の回復がはっきりしてきた時に、夏のボーナスがどうなるかである。一進一退に止まっている消費がある程度嵩上げされるためには、所得の裏付けを必要とする訳であり、その第一歩は夏場のボーナスをどう消費者が受け止めるかであろう。その辺が民間需要の自律的回復がどうなるかにとって非常に大きい試金石になると思う。

山口副総裁

私も武富委員と同様の認識をしている。最近の材料を踏まえると、先行

きについてのダウンサイド・リスクが明らかに後退してきているし、本年あるいは来年度の経過の中で民需の回復が次第にはっきりしていく可能性が幾分増してきたと思う。ただ、その程度についてはまだ不確かさが色々と残っている状況ではないか。

期待が持てる部分について若干敷衍すると、第一に企業収益の立ち直りという今回の景気回復にとっての第一段階がより確実になりつつある状況である。勿論、収益についての新しい数字は次回短観を待たなければならないが、例えば生産の回復傾向がはっきりし、卸売物価の下げ止まり傾向もはっきりとしてきた。卸売物価の下げ止まりについては、国内卸売物価全体としてみれば月により若干プラスの数値も出ているとのことであつたが、原燃料部分を除いてみると依然として低下が続いているのは機械類に限定されつつあることは留意したい。この部分は、景気の良し悪しに余り関係なく趨勢的に下がり続けており、仮に今後ともここに卸売物価の下落が限定されていく場合には、需要の弱さによる物価の下落が少なくとも卸売物価の段階ではほぼ終息しつつあるとも言えると思う。そのような兆候が多少出てきていると思える。

収益の確保という意味で大事なものは、為替市場の小康状態あるいは株価の堅調である。勿論ここは最近若干波乱含みになっており、予断を許さないが、ここまでのところは収益の立ち直りをサポートする動きであつた。また、収益の立ち直りは次に設備投資に波及していくことを期待したい訳であるが、先行指標をみる限りは確実に好転しつつある。ただ、過去に先行指標として公表されたものとGDPベースの設備投資として出てくる両者の関係を見てみると、先行指標の動きの方が上に動く場合も下に動く場合も角度が急であり、GDPベースの動きの方がはるかに緩やかである。従つて、実際に総投資としてどの程度増えるのかをみるためには、今少し包括的なデータが必要ではないか。最後に、純輸出の緩やかな増加トレンドが続きそうなことも企業部門の立ち直りをサポートする意味で重要なポイントである。

以上のように積極的に評価できる部分に対し、なお留保すべき点を挙げ

てみると、第一は投資への反映のされ方がまだよく読めない点である。第二には、企業収益の回復がベアや賞与の支払いを通じて個人所得、ひいては個人消費にどの程度均霑されていくのかという点も多少時間をかけてウォッチしていくほかはない。これまで賃金の調整が専ら賞与支給率のカットで行なわれてきたため、企業収益の回復が確実になってきた場合に個人所得に反映される最初のステップはこの夏の賞与になるのではないかと思う。そこに行き着くまでに出てくる様々な情報をよくみつつ企業収益の立ち直りが個人部門にどのように均霑されていくのかを判断したい。消費関係のデータをみると、家計調査は勿論であるが、その他の家電の統計などを含めて実態をどこまで正確に反映しているのか、あるいは捕捉しているのかについて様々な問題が提起されている。個人消費関係で最近最も話題になったのは、ソニーのプレイステーション2の爆発的な売れ行きだが、個人消費の増加の中にほとんど捉えられていないという見方もあり、消費データをみると同時に所得の動きを仔細に点検していくことが必要になる。その意味で、収益から個人所得への転化の動きに注目する必要がある。

最後に物価をどうみるかであるが、これまで需要の弱さあるいは需給ギャップの大きさから物価の下落圧力が残らないかに注目してきたが、既に様々な議論があるとおおり、特に消費者物価については最近急に銘柄変更の数が増えたり流通段階での価格破壊的な動きが再度強まってきているような感じがあり、判断が非常に難しくなっている。従って、経済がある程度正常化した段階で、一体どの程度の物価の状態、CPIの状態をノーマルな動きと考えるのかの判断が非常に難しくなっている。卸売物価については趨勢的に機械類が下落しており、経済が拡大を遂げている時でも、国内卸売物価で2分の1%ポイント程度下落要因が残ってきたのがこれまでのパターンである。同様のことが消費者物価について言えるのかどうか、言えるとすれば一体どのようなことを言えるのかを今少しきちんと検証していく必要がある。この部分は留保したうえで、先行きの物価動向について言えることは、次の二、三の点ではないか。第一は、民需

回復の確度はなにがしか増してきたと思うが、その程度がまだはっきりしてきておらず、需要の弱さについてまだ的確な評価を下せる状況ではない。第二点は、それと裏腹の関係になるが、物価の積極的な上昇要因を探した場合、原燃料価格の上昇、あるいは円安に動くかもしれないという為替込みの原燃料価格の上昇を除くと、需要面、コスト面の両面から物価が積極的に上昇するほどの材料はなかなか見当たらない状況である。第三に、現在のところ消費者物価は下げ止まりそうでいてなかなか完全には下げ止まっていない状況であり、以上を総合すると、まだ将来の物価下落リスクが完全に払拭されたとは言えないのではないかと考えている。

藤原副総裁

前回会合以降に公表された経済指標は総じて良好なものが多かったが、特に個人消費や輸出など昨年末にかけてやや停滞していた指標がいずれも持ち直している。生産も引き続き増加している。従って、昨年10～12月のGDPについて色々議論があるが景気回復メカニズムそのものは働き続けているし、GDPの数字に余り一喜一憂する必要はないと思う。まず、公共投資は今後は補正予算の執行と共に増加してくると予想される。純輸出も年明け後は再び増加に転じているが、海外経済の回復などを踏まえると、今後とも基調としては増加を続けていくものと見込まれる。このように外生需要は当面景気の下支えを続けていくものと思われ、少なくとも先行き半年程度の展望では、景気は需給面から崩れるリスクはかなり後退しているとみられる。

次に国内民間需要の動きについてみると、まず個人消費は年明け後の販売指標が回復しており、いわゆる一進一退の中での一時的なブレであったことが確認できたと思う。有効求人倍率や給与など雇用・所得関連の指標も改善している。先行き個人消費が急激に回復していくことは見込み難いが、同時に所得要因からのダウンサイド・リスクが後退しているように思われる。設備投資は、年明け後先行指標や資本財出荷などが大きな伸びを示しているなど明るい材料が目立っており、下げ止まったと思う。むしろ

最近の指標はかなりの回復振りを示しており、設備投資回復のはっきりとした動きはまだ窺われないにしても、おぼろげながらみえてきているように思う。もっとも企業のバランスシート問題なども踏まえると、こうした単月の指標から回復の判断を下すことはやや性急に過ぎる。ただ、こうした明るい動きが今後公表されてくる各種のアンケート調査からも裏付けられれば、設備投資の現状や先行きの見方も見直す必要が出てくると思う。なお多くの企業がキャッシュ・フローを下回る水準まで設備投資を減らしている一方で、企業収益が回復しているため、設備投資が回復しても外部資金への需要が生じ難い状況が当分続くものとみられる。また金融不安も沈静化した。予備的需要も減っている中で企業は引き続き債務圧縮によるバランスシート調整を進めている。従って、貸出やマネーの残高は今後とも伸び悩むことが考えられるが、設備投資の回復と決して矛盾するものではないし、金融環境は前向きな投資を十分にサポートする姿になっていると思う。

物価については、足許、概ね横這いで推移しているとはいえ、民間需要の回復力を確認できていない段階では先行き需要の弱さから物価に下方圧力がかかる可能性には、なお引き続き留意していく必要がある。ただ、原油価格や商品市況の上昇などに伴い、卸売物価は先行き前年比プラスとなる可能性もある。また、民間需要の明るい兆し等も踏まえると、いわゆるデフレ懸念の払拭を巡る判断は今後悩ましい局面を迎える可能性もある。

田谷委員

先月末から今月初めにかけて発表された経済統計は、総じて強めのものが多い様であるが、特に設備投資については底打ちから回復に向かうことを示唆する指標が出てきている。個人消費は年明け後、昨年末の落ち込みからは脱しつつあるものの、まだ回復の展望は得られない。物価については足許若干弱めの数字が出ている。今日の株価は昨日のニューヨーク株安を受けて下がっているが、最近の東京株式市場の一つの特徴は、これまで

マーケットをリードしてきた値嵩の情報・通信関連株が調整局面に入ってきているにもかかわらず物色対象が広がり、取引活況の中で全体としての株価は堅調を保っていることである。東証の売買代金は24営業日連続で1兆円を超えている。本年に入ってからからの外人投資家の日本株買いには昨年ほどの勢いは必ずしもみられないが、個人や投信の買いが増え、金融法人、事業法人の持ち合い解消や益出しのための売りを吸収しているようである。

以下、主要支出項目の動きをみてみたい。まず、公共投資は本年に入ってから発注ベースでは増加に転じており、進捗ベースでもそろそろ増加し始めると思われる。公共投資が来年度全体としてどうなるかに関連して、来年度の地方単独事業予算が今年度当初予算比13%近くの減少になるとの報道が気になる。次に、輸出入は、実質ベースの輸出が1月に前月比-0.9%、輸入が-7.9%となり、プラス成長寄与に戻った。海外の好調な景気情勢から考えても、純輸出の緩やかな増勢が続くそうである。住宅投資については予想外に強く、1月の住宅着工戸数は前年同月比+16.8%であった。これは住宅ローン減税延長の効果や住宅金融公庫の個人向け融資の第二回分と第三回分の一部着工が集中したためとみられ、今月以降はこうした要因の減退から低下基調となることが予想されており、注視したい。設備投資関連指標については、10~12月の機械受注増加に加えて、1月の民間非居住用建築着工床面積が10~12月に比べ鉱工業で+12.5%、非製造業で+30.8%と強い数字になった。また、1月の資本財出荷は前月比+4.8%、前年同月比でも+7%であった。設備投資の下げ止まりはほぼ確認されたようであるし、かなりの確率で回復がみえ始めた気がする。

日本経済新聞の調査によると、金融を除く上場企業1,798社の経常利益の予想伸び率は本年度が+10.7%、来年度が+17.6%であった。売上高の予想変化率はそれぞれ-4.1%、+2.6%であり、リストラ効果が大きいようである。ただ、過剰債務、過剰設備、年金の積み立て不足問題は依然として深刻であり、全体としての設備投資の回復の強さと持続性は不透明である。個人消費については、昨年末の落ち込みからは若干回復したようで

ある。家計調査報告によると、1月の全世帯の消費水準指数は前月比+2.1%、10~12月期比+0.5%、前年同月比で-2.8%であり、1月の勤労者世帯の消費水準指数は前月比+2.3%、10~12月期比+0.5%、前年同月比-3%であった。1月の勤労者世帯の実質可処分所得は前月比+4.6%、前年同月比-1.5%であった。1月の所得の改善は毎月勤労統計にも表われており、前年同月比で所定内給与が+1.1%、所定外給与が+2.9%、特別給与を含めた名目賃金全体でも+1.8%となっている。これら強めの数値には色々な特殊要因が関係しているとされており、今後の数字の出方に注意したい。軽を含む乗用車新車登録台数が1、2月と前年同月比プラスになったり、1月の全国百貨店売上高が前月比プラス、1月の全国チェーンストア売上高が前月比プラス・マイナス・ゼロとなったりと、消費が昨年末の大きな落ち込みからは戻ってきた感じがある。ただ、この先消費が順調に回復するかどうかはまだ慎重にみなければならない。有効求人倍率、新規求人倍率こそ若干回復気味であるが、1月の就業者数は前年同月比-0.4%であるし、失業率にはまだ変化がない。また、厚生年金基金の解散や給付の引き下げが広がってきている。生産の増加がどの程度所得の増加に結びつくのかと共に、消費者センチメントの動向も注視していきたい。

最後に、物価については、少々気になる数字が出た。全国の生鮮食品を除く総合CPIが1月に前年同月比-0.3%になったことである。12月は-0.1%であった。東京都の同じ指数は1月-0.5%、2月-0.4%であった。ただし、国内卸売物価の1月は前月比あるいは10~12月期比とも0%であったし、2月は前月比+0.1%、前年同月比でも-0.1%であった。企業サービス価格指数の前年同月比の下落率は継続的に小さくなってきている。原油価格も上げている。従って、やはり生産、流通面での革新に伴う物価下落圧力をどう考えるべきか、それはどの程度のマグニチュードなのかについて検討が必要ではないかと思う。

植田委員

全体的には、明るい指標が増えつつあるものの、多少先まで見通してかなり高い確度で大丈夫だと言える状況にはまだ至っていないというこれまでの判断を変えていない。

物価の関係に絞り、山口副総裁と田谷委員からコメントがあった点と若干重複するが、考えを申し上げたい。WPIとCPIそれぞれの動きを解釈してみたい。結論的には難しいということであるが、この半年ないし1年弱の物価は、三、四点の要因で動いてきている。第一が技術進歩などの要素により物価が下がっていく動きである。二番目が、経済の需要の弱さで物価に下落圧力がかかる動きであり、これは文字どおり需要が弱い部分と需要の弱さが労働市場に波及して、賃金に下落圧力がかかり、その賃金がさらにその他物価に下押し圧力を及ぼしているという両方の動きである。為替レートの変動は、達観して半年強の間円高に動いたとみれば、物価に下方の圧力をかける要因であった。最後に、商品市況は原油を中心として物価上昇圧力として働いた。WPIについては、以上四つの要因の中でここにきて需要の弱さが後退しつつあること、円高のペースも一服して年明け後は円安方向に若干転じていること、商品市況の上昇が続いていることから、前年比でマイナスの動きからゼロ近辺、場合によっては今後若干プラスへ向かう動きに転じつつある。

一方、CPIについては、これまでの動きと足許、今後に分けて分析してみたい。これまでの動きでみると、技術進歩要因については潜在的にはあるとしても、いわゆる消費者物価指数のバイアスの問題からデータ上十分捉えられていなかった側面が強いと思う。需要の弱さについては、物の売り手にとっての需要は消費による部分が大きいため弱い。さらに、労働市場からの賃金下落圧力もWPIに比べると強いはずであるが、何度も議論にあったように、これによるCPIの低下部分がここ1年余りなかったことがなぞであった訳である。三番目に為替については、WPIよりも遅れて円高の価格下押し圧力が出てくるため、これまでそれ程目立っていなかった。ただ、商品市況要因については、上昇圧力を若干持っていたが、

WPIに比べると指数全体に対するウェイトが小さいためそれ程プラスには効かない中で、総じてゼロ近辺で推移してきたと思う。ここに来て0~-0.4%と若干弱めに出ている訳であるが、これは調査統計局の先程の説明にあったように、円高要因がやや遅れて出てきた側面がかなり強いと思う。輸入品ないし輸入競争品の下落幅は-1.0%という推計があったが、これにそのウェイトをかけると寄与度で約-0.2%になる。従って、ここに来てのCPIの若干の下落傾向は円高による輸入品関連の低下で説明し得る。これに銘柄変更や流通面での構造改革の影響が若干加わっていると思うし、技術進歩要因が一部強まり一部これまで隠れていた面が銘柄変更等により指数に明示的に反映される傾向が始まりつつあるのかもしれない。たばこ増税の影響も昨年1年間はCPIの押し上げ要因として付け加えられていたと思う。従って、足許の若干の下落傾向は、円高の影響と広い意味でいえば技術進歩関連が少し出てきていることである程度説明できる。

今後は、暫く前の円高が遅れて出てきたが、足許では取り敢えず収まっているため、時間と共に剥落していく可能性が強い。これに対し、技術進歩的な要因については流通の構造改革のような動きが今後はまだまだ出てくるし、銘柄変更を一段と本格的に行ない消費者物価指数のバイアスを小さくしていくのであれば、長期的に計測されたCPIには下落圧力がかかり続ける可能性も留意しておく必要がある。ただこれは真の値が明らかになっていくことでもあり、必ずしも本来の意味でCPIが下落していることではない。難しいのは、労働市場を間接的に通じる部分も含めた需要の弱さがどうなっていくかである。これまではなぜか今一つCPIに表われてこなかった。今後は消費が多少回復するかもしれない、あるいは賃金に下げ止まり傾向がみえるかもしれないため、そうした弱さが後退していくと考え得るが、逆にこれまで需要の弱さの影響が出ておらず、これをどう考えるか非常に難しい。分析を深めていかなければならない。

以上のインプリケーションとしては、インフレ率の見通しは通常でも極めて難しいが、この状況下では特に慎重に考えたいということである。因

みに、民間の調査機関の過去の20年間の見通しとその誤差の絶対値の平均は約1%弱であり、見通しを1%にしても2%にしても0%にしても大差はない誤差となっている。特にCPIについては、それがここ1年余りさらに増大していると言える。見通しは必要であるし、誤差が増えているのであれば、改善していかなければならない。しかし、そのように誤差が増えている時でもあり、この時点で見通しを積極的に公表していくことは慎重に考えたい。

篠塚委員

景気の流れとGDP統計の留意点、金融情勢の三つについて申し上げたい。まず全体の景気の流れであるが、今回の執行部の情勢判断は控えめではないかなと思う。強めの指標が出ていることを考えると、今少し表現が強く出ても良いかなという感じがある。まず第一に、企業部門において前向きな所得形成のメカニズムが動き出し、その動きが雇用・所得環境の改善に繋がり、そうした所得・雇用環境の改善に伴い家計の消費がスムーズに引き出される形で歯車が回り出すかという観点で統計を見てみると、1月の生産や雇用の統計には三つの歯車にとって着実に強い指標が出ており、良い方向に回転し始めている。まず、生産は昨年7~9月期、10~12月期と増加を続けた後、本年1~3月期も前期比+2%強と比較的高い伸びになる見通しである。情報通信関連の電気機械の伸びが特に目立つ。それ以外でも設備投資関連の一般機械、鉄鋼、非鉄金属等の素材業種などで増産の動きが幅広くみられた。また、4~6月期の生産は情報関連財や資本財を中心に堅調に推移する見通しになっている。前回の会合でも申し上げた広告の取り扱いが増大していることなどを含め、第三次産業の活動にも前向きなモメンタムが出てきている。

こうした企業活動の前向きな動きが企業収益の増加に結び付いている。日本経済新聞社が上場企業の業績予想を集計した結果などによると、2000年3月期は減収ではあるが、経常収益が前年実績を1割強上回る見通しとなっている。この調査では来期は売上高も増加に転じて増収、増益になる

という見通しを示している。大企業ばかりではなく、中小企業金融公庫が公表した中小企業の業況調査の直近2月時点調査では、今後3か月の売り上げ見通しについて設備投資関連、特に機械鉄鋼等、自動車関連、家電関連、衣服生活関連などを中心に今後増加するという増加超幅が一段と拡大していた。収益面では依然として減少超になっているが、減少超の幅が売り上げの動向と軌を一にして縮小している。特に、設備投資関連の中小企業の利益がいち早く増加に転じている点も注目されている。利益額の水準に関しても黒字企業の割合の上昇、赤字企業の割合の低下傾向が続いている。大企業ばかりではなく、中小企業についても全体として景況が改善しているとみてよいと思う。

このような企業部門における前向きな所得形成メカニズムは家計所得に対しても好ましい影響を及ぼしていく。すなわち労働需給面では有効求人倍率が有効求人との比較的大幅な増加を主因にして直近3か月連続で小幅の改善がみられる。雇用指標の先行指標である新規求人数もサービス業や製造業の改善を背景にして前年水準を大幅に上回っている。因みに、労働省の労働経済動向調査では、直近2月時点での雇用の過剰感を昨年11月時点の調査と比べると、建設業では過剰感がまだ高まっているが、製造業や卸小売業では過剰超幅が縮小している。運輸・通信業では不足幅が拡大している。またサービス業でも過剰超から2月には不足超に転じている。職種別にも専門技術職のみならず、新たに販売やサービスなどの職種でも不足超の幅が広がっている。こうした労働需給の改善は賃金面にも波及しており、所定内および所定外の給与は生産および第3次産業の動きを反映して全般に緩やかな増加傾向を辿っている。このような企業活動のモメンタムの高まりを反映して雇用・所得環境が改善しているため、個人消費が先行き崩れるリスクは薄れてきていると考えている。そうした中でも二極分化が進んでいる点には留意しなければならないが、全体の傾向としては月を追ってそうした状況が統計で確認できるようになってきている。

物価については先程の植田委員の分析に納得したところもあるが、消費者物価はまだはっきりと判断するには材料が足りないと思う。卸売物価は

3か月前比が昨年の7~9月期以降プラスで推移し、前年同期比のマイナス幅もここにきて急速に縮小、1月の数字でも先行きプラスになることが展望できるようになってきている。実際に、素材業界からは企業活動の前向きの動きを背景に国内の素材市況が緩やかながら回復に向かいつつあるといった指摘も聞かれている。これまで、日銀では需給ギャップの大きさから物価の下落リスクが続くだろうと説明してきたが、国内の卸売物価が前年比でもプラスになる状況になると、需給ギャップの大きさから物価の見通しを評価することに修正が必要になってくるように思われる。一つ考えられることは、民間資本ストックの減耗分が考慮されていないことが資本の生産能力を過大に評価し、それが需給ギャップの計測を過大にしているのではないかと注目している。特に、80年代後半のバブル景気時に大量に蓄積された資本ストックの老朽化、陳腐化が急速に進んでおり、企業において経済的な意味のある資本ストックが現在の民間ストックの推計値よりも小さいと思われる。調査統計局の論文などでは、民間資本ストックの約1~2割が過大に推計されているといった試算結果などもある。民間の計測などでも、ビンテージを入れるとこの辺がはっきりしてくるというものもあった。すなわち、物価指標でも先行性が非常に高い卸売物価については既に前年比でもプラスに転じつつあるが、その背後にある需給バランスも引き締まりの方向に傾きつつある。こうした変化をみると、最早ゼロ金利政策を転換すべきタイミングに入っているのではないかと思う。

二番目に、こうした景気の流れにもかかわらず来週13日に公表予定の昨年10~12月期の実質GDP速報については、既に比較的大きなマイナスになるという情報が広く聞かれている。統計は客観的に受け止めなければならないが、現在および当面の経済活動を牽引している部分を実際足許のGDP統計が十分に捉えていないのではないかという点について多少留意しておく必要がある。IT投資ではハードウェアよりもむしろソフトウェアを使って生産性を向上させていく点が重要になる訳であり、システムやソフトウェアの開発に主たる付加価値があるといっても過言ではない。通産省の特定サービス産業動態統計によりソフトウェアの開発やプロ

グラムの作成による価値の増加がどの程度あるかを推計すると、98年時点で名目GDPの約1.2%となる。98年時点では名目GDPの約1.2%にすぎないが、これを95年から98年までの3年間の平均の伸び率でみると、前年比19%、20%近くの伸びを示している。このソフトウェア関係がGDP統計に含まれれば、単純な計算ではGDPに対する寄与度は0.2%程度になる。これは98年をベースにした簡単な推計であるが、しかもこのところ電子商取引に対する投資が非常に活発なので、昨秋以降のこうした傾向が顕著な段階では、この寄与度は一段と高まってくると思う。つまり、足許のGDPがマイナスになることだけに判断を引っ張られるのは危険である。

個人消費についても、全体の約2割を占める単身者世帯が個人消費の中に入っていない問題がある。GDPの速報段階では、単身者世帯がGDPの消費支出の基礎統計である家計調査に含まれていないため、暫定的に人口5万人以上の都市における勤労者世帯の支出の伸びが単身者世帯と同じであると仮定し、生産の伸び率で支出を推計するような形で個人消費が計算されている。因みに、過去の単身者世帯の消費の伸びと勤労者世帯の消費の伸びを比べてみると、昨年の上半期については単身者世帯の消費支出の伸びが+7.6%であったのに対し、二人以上の勤労者世帯は-0.1%である。つまり、勤労者世帯の伸び率をベースに全体の個人消費を推定せざるを得ない速報の段階では、過小評価されている可能性が高い。

さらに技術的ではあるが、GDPの構成項目である公的資本形成の固定資本減耗分にも問題がある。従来のGDP統計では、政府の固定資本減耗は一応修理すれば永久的に使えるとみなされ、資本減耗分は建物だけしかカウントされていなかったそうである。しかし、本年の7~9月期からはダムや道路など固定資本形成に計上されるものの全てについて資本減耗分も計上するということであった。それらは政府の消費に入るため、GDPを嵩上げすることになる。この項目はソフトウェアに比べれば、先行き大きく増えていくというものではなく、伸び率としては小さいと思うが、いずれにしてもプラスの要因であり、統計の問題に留意が必要である。

三番目に金融情勢であるが、前回会合以降で特に目立った動きとして円／ドル相場がある。市場では昨年第4四半期のGDPのマイナスを既に織り込んでいるとは思いますが、そのうえで円の価値が見直されていることは、日本経済に対する回復期待が腰の入ったものになりつつあると受け止められる。株価も比較的堅調に推移しているが、一局集中で二極化現象が目立っている。そうした中で、特に個人、投信の資金が大量に入ってきている。また、債券市場では実体経済に前向きな動きがみられるにもかかわらず、長期金利の低位安定が続いている。こうした二つの異なった動きが金融市場では望ましい形で推移しているように見える。また、株価の持ち直しは企業や家計のマインド改善を通じて経済活動にもなにかプラスの効果を与えらると思ふ。しかし、こうした最近の金融市場の動きは、バブル時のような一種の過剰流動性をもたらす影響が強く出ているのではないかと懸念している。言い換えると、潤沢な流動性が市場に出てはいるが、それが実物経済には流れず、IT関連の銘柄を中心とした株式、債券などに集中的に向かっている。こうした動きが本来の意味での流動性の配分から離れてある種の歪みを蓄積していくのではないかと懸念している。

中原委員

景気は昨年4～6月に底を入れて回復しているが、浮揚感に乏しい脆弱な回復であることは依然として同じである。まず、最近の景気の状態は二面性が著しい。その第一は、IT関連産業とそれ以外のオールド・ジャパン産業の著しい対比である。これは株価の動向をみるとよく分かるが、日経平均からNTT、NTTデータ、KDD、ソニー、富士通、NECの6社を除くと、98年10月以来1万3,000円から1万7,000円間のBOXで底這いをしている。それから、次に目立つ乖離は大企業と中小企業である。例えば中小企業庁の規模別製造業生産指数のうち在庫率の指標をみると、95年を100にして大企業では在庫調整が進み、98年前半の112をピークに現状は93、94である。一方、中小企業は98年初の115をピークにほとんど低下しておらず、依然として108～109レベルである。景況感

も、商工会議所のL O B O調査により景気の谷からの累積のヒストリカルD Iをとってみると、93年下期以降の回復局面では1年間で20ポイント以上の回復がみられているが、今回の局面ではほとんどみられていない。

第三の乖離は企業セクターと家計セクターの比較であるが、例えば機械受注と消費水準指標で対比できる。まず全世帯季調済み消費水準指数は12月に94.5まで転落し、1月は若干増加して96.5となっている。1月に消費が増えたのは、教育費が勤労者世帯で0.5%増えているためである。この教育費を除くと前年同月比では-3.5%になる。恐らく推薦入試等による前倒し定員確保から1月に入学費の納入があったと推定され、2、3月になると教育費が下がると考えられる。それから3月に出る地方公務員のボーナスは-8%であり、1~3月の消費は前年同期比では横這いかマイナスになる可能性もあるなど消費は依然として不振である。それに対し、企業セクターで好調なのは機械受注であるが、これも半導体製造装置中心という面がある。いずれにしても二面性を引っ張っての回復であり、民需については、先行きIT関連投資が設備投資を中心に景気を引っ張っていくという回復の可能性がある一方、マイナスとしてはオールド・ジャパン産業を中心としたリストラや倒産の動きが4月以降出てくる可能性がある。つれて、失業率の上昇、所得減少、消費のさらなる停滞という動きも出てくるのではないか。最近目に付くのは、建設就業者が99年11月から急減し、3か月間で680万人から年率60万人減の620万人になっていることである。バブルの前が550万人であり、いずれ建設労働者を中心にさらに大学の就職未定者等も含めて失業率が上がってくるのが十分に見込める。生産について一番気になるのは、生産財の生産は95年を100として足許108まで相当回復してきているが、最終財の生産は98と依然として低いことである。ウェイトをみると、最終財が鉱工業生産指数の中で53.7%を占め、この最終需要財の中でさらに資本財、建設財、耐久消費財、非耐久消費財に分けてみると、その生産指数は98年からほぼ横這いでどの数字も伸びていない。このような最終需要財の弱さがGDPの弱い数字と符合する。住宅着工も非常に高かった訳であるが、これは、第二回募集の駆け込

みと第三回募集の着工が重なったことが大きい。二回目と三回目の合計は前年に比べ1.8万戸少なく、三回目が落ち込んでいるため先行き非常に心配である。住宅着工の先行指標といわれる首都圏のマンション契約率は、好不調の分かれ目である70%を切り68.2%になったが、これも警戒要因である。交易条件の悪化については前回も指摘したが、企業収益に大きな影響を与える。その先行指標的な意味合いが強い原油価格が高くなってくると一段と先行きが懸念され、交易条件悪化の影響が2000年度の上期から本格的に表われて企業収益等に本格的に響いてくると思っている。

設備投資も2月から3月にかけて調査したものでは一部IT関係を中心に好調であるが、全体としては引き続き抑制傾向である。具体的には、製造業のうち電気機器で既に安定化の動きがみられるし、基礎素材では過剰設備あるいは投資の一巡で抑制傾向にある。自動車はモデルチェンジ関連の投資が下支えとなっているが、収益の厳しい企業では抑制傾向である。全体として、製造業の設備投資が反転するタイミングは広い意味での情報通信関係における前向きな動きがどれほど広がりを持つかにかかっている。非製造業について2月から3月にかけての調査をみると、リースなどのサービス業では企業の情報化投資の動向次第で大きな伸びが期待されるが、一方単価の下落が非常に大きいため現状では金額ベースではほぼ横這いに止まる見込みである。サービス業に次いで規模の大きい通信、電力などのインフラ関連については、外資の参入や自由化による競争激化等により全体として設備投資を抑制する傾向がある。卸売、小売、建設、不動産の設備投資も内需の低迷を反映して低迷が見込まれており、一部設備投資反転の動きもみられるが、全体的には引き続き抑制傾向であると思う。

石油については、昨日ニューヨークのWTIで34ドルへ乗せてきた。これはOPECの減産もあるが、アメリカの国内の状況が非常に効いてきている。このところ非常に高騰している背景には、アメリカのリファイナリーの採算が非常に良くなってきたことがある。2、3か月先の5月あるいは6月のガソリンの先物価格は好転しているし、原油のスポット価格を引いたリファイナリーのヘッジマージンが急激に上がっている。例えば3月

3日には5月物が5ドル/バーレル、6月物が7ドル/バーレルとなっており、正常な範囲の平均値から1スタンダード・デビエーション以上も上方に離れてきているが、こうした中で先物を売ってスポットを買う動きによるスポット原油高がWTIの先物高にも繋がっている。この背景はアメリカでガソリンの需要が本年は2~3%増える一方、供給は増産や輸入の増加には困難な面があるため、リファイナリーが持っている在庫が極めて低いことである。それからリファイナリーが所持すべき原油の適正な油種がなかなか入手困難なことがある。さらに、環境規制の厳しいところでは環境規制対応のガソリンへ需要が移る訳であるが、この製造能力が足りない。結論として、次の1~2か月はOPECがたとえ増産するとしても、ガソリン市場は非常にタイトであり、ガソリン価格高に引っ張られて原油が高止まりすることが十分に考えられる。そうした中で、OPECでは3月2日にサウジ、ベネズエラ、メキシコが集まり、一応増産はするというコミニケを出したが、その後3月6日にイラン、リビア、アルジェリアの3か国がロンドンで会合し、第2四半期には世界の需要が300万バーレル下がるため減産を止めるのは危険であると主張しており、現在綱引き状態である。3月27日のOPECの会議が注目され、100万バーレル/日程度の増産では焼け石に水であり、本年も昨年引き続いて原油価格が台風の目である。

次に、アメリカ株価の動向である。1月には投信の流入額がネットで400億ドルと過去最高を記録した。その前の過去最高は97年1月の285億ドルである。また、1月末のマージン信用取引が2,430億ドルと非常に増え、前年に比べ59%増になっている。そうした中で1月14日にダウが1万1,750ドルの最高値をつけた。その後2月25日には9,836ドルまで反落して、ここからどこまで戻るかと思っていたが、戻りが非常に弱く、3月3日で1万443ドルとなっている。このように戻ってそれから昨日は下がり、前の安値の9,836ドルを割り込んできた。これは週足で見ると下降五波になっており、恐らく天井相場の確認になっている。最後の上昇五波をみると、97年4月14日の6,356ドルというザラ場の安値から始まり、1月14

日が1万1,750ドルであり、ニューヨークのダウはこれで中期的なピークを打ったのはほぼ間違いない。今後は週足で約3%位戻り、次の下落が来るといふことで、次の下落では恐らくNASDAQも一緒に下がるだろう。NASDAQは昨日5,000ドルをつけたが、注目点が二つある。一つはNASDAQの時価が6兆ドルと日本の東証の時価を超えていること、さらにその時価のうちの50%以上が上位14銘柄で占められていることである。次にニューヨークのダウが大幅に下に突っ込んでくる時には、NASDAQも下がってくるのではないかと思っている。S&P 500の97年以降の高値から直近の安値までの調整時をみると、116種のうちの実に81業種が20%以上下がっている。現時点でS&Pの株価インデックスに勝っている業種は主にテクノロジー関連の8業種しかなく、S&Pに非常に乖離がある。いずれにしても私は非常に危機感を持っており、今度下がってくると9,000ドルでは止まらないと思っている。

円相場は以前から円高局面にあると申し上げてきたが、過去五回の円高の継続期間は約3年あり、今回の円高も98年8月11日の147円64銭から始まっているとすれば、2001年の後半まで続く可能性がある。過去の五回のサイクルの下降率の平均は38.62%であり、147円64銭を出発点とすると90円になる。いずれにしても、昨年11月30日につけた120円35銭を割り込むと相当な円高になってくる。前回の会合で円は200日の移動平均線で頭を押さえられていたため、上値が重いと申し上げたが、本年も長期的な円高のトレンドの中で円高が進行する可能性が十分ある。本年はアメリカの経常赤字と日本の経常黒字を足すと恐らく5,000億ドル程になり、経常収支の格差が、最終的にはじわじわと効いてくると考えている。従って、円高トレンドが再確認されてきた。

最後に、日本の株式は大きくは98年10月からの上げが2月9日の高値の2万46円でひと区切りつけ、相場の延長が起きている可能性がある。一番懸念されるのは、昨年7月から12月まではニューヨーク・ダウとの連動性が非常に高かったが、今回は連動性を切って相場のエクステンションが起こっている可能性がある。これが終わると、ニューヨークのダ

ウに連動するようになるが、今後上昇するとしても中期波動の最終段階でのエクステンションと思っている。以上総合すると、石油、円、ニューヨーク株式などに、前回の会合以降非常に大きな動意がみえてきており、日本の景気の動向はこれまで以上に注目する必要がある。

三木委員

景気は引き続き持ち直し基調に乗っており、前回会合以降に景気トレンドの判断を変えるだけの材料は特に出きていない。本日はわが国経済はデフレ懸念が払拭できる状態になりつつあるか否かに意識を置きつつ、消費と生産、企業収益の三点から評価をしてみたい。まず、消費については、昨年秋以降に一度踊り場を迎えた後、半歩上がったところで斑のままの状況が続いていると思う。従って、10～12月のGDP統計では個人消費が恐らく前期比マイナスになるかもしれないが、实体经济感覚としては横這いという評価になるのではないか。横這い継続ではあるが、少なくとも個人消費の落ち込みを端緒とする景気後退のリスクは考え難くなってきたと思っている。

今後の論点は二つある。一つはGDPが1%前後の成長の中で、個人消費については当分は自律回復のシナリオは不透明だと言わざるを得ないという点であり、第二にその消費シナリオをどう評価するのかという点である。第一に、個人の所得環境が改善して家計支出に量的な力強さが出始めることは来年度に入ってもなお難しく、当面消費の伸びはなかなか期待でき難い。背景としては、家計の先行き不安や雇用不安がなお根強いいため、家計のバランスシート調整は依然として続くことと、消費の飽和感が家計を覆っていることが大きい。現に生産側からみても、こうした消費を巡る環境を背景にIT関連を除けば伸びるという見通しがなかなか出てこない。例えば、自動車は1月、2月と国内販売が非常に好調であり、1～3月の生産は例年どおりの期末増のパターンになっているが、4～6月は一転して各メーカーとも需要・生産は反動減と予測している。今年の第1四半期の生産計画が各メーカーから出揃ったが、昨年と全く変わらない225万台

であり、年間でも平成 11 年度と平成 12 年度についてはほぼ横這いの経営計画になっている。また、NEBA 統計等の家電販売をみても、IT 関連は好調、その他家電もますますのレベルを確保しているが、主要家電製品はほとんど海外に生産を移転して、アジアの水平分業になっているため、せっかくの消費の回復も家電の国内生産を刺激せず、メーカー側のマインドもなかなか盛り上がってこない。最近好調のユニクロに代表されるように、衣類販売の新興勢力についても調達先は全てアジアであり、同じように国内生産には何ら反映してきていない。

第二の論点は、こうした消費の伸びをどのように評価するかである。量的指標の増減率だけからはとても好調とはいえないが、家計をみると可処分所得が減少する中で身の丈に合わせた消費支出を行ない、消費性向は 70～72% とますますのレベルをキープしている。こうした動きは、消費性向、あるいは消費態度指数にも反映されており、これら質的指標は決して消費の不況を表わしているとはいえないのではないか。結局、総合評価としては、消費は平時に戻ったという解釈も可能な局面ではないかと思う。この辺が冷めた見方になるが、消費の量的指標の改善が期待できないことを理由にすると、いつまでも回復感が出ないという評価を続けざるを得ない。やはり質的指標をも視野に入れて、複眼的に評価すべきではないか。

次に、生産は回復傾向を続けているが、内需は一応下げ止まり前年比プラスの方向にはきたものの、次なる伸びがなかなか期待しづらい。相変わらずアジア向け輸出と公共投資に支えられた生産であり、その基盤は脆弱と言わざるを得ない。個人消費が量的には当面横這いであるし、設備投資は基本的に過剰設備の再稼働という局面になっており、量的な増加は期待しづらい。新規能力増強設備への着手はまだ期待できず、基本的には IT を活用した既存設備の効率化投資、二次補修が中心である。特に、素材産業は外注企業や季節工、遊休人員の活用による生産増でフル生産を続けており、雇用について今後さらに悪くなる状況は当面避けられる。しかし、過剰雇用の問題は比喩的に言えば先送りされるということであろう。

企業収益については、計数的に明るさが出てきたが、増益の内容は今後

を占ううえではまだまだ問題含みである。増益を支えているのは業種的にはIT産業関係が中心であり、その他の大半はリストラとゼロ金利による金融収支改善、輸出による生産増による固定費のカバーに支えられた増益にすぎず、収益基盤はなお脆弱と言わざるを得ない。特に素材産業では、許容限界にきた円高局面の下で輸出単体の収益はほとんどゼロあるいは赤字の企業が大半であり、収益には寄与していない。また企業のバランスシート調整が続く中で、こうした収益増加が設備投資等を通じて新たな需要創造に繋がる気配は未だ窺われず、基本的に有利子負債の返済に回っているのが現実であり、3月決算を含めて企業収益の行方がキーポイントになると思っている。

卸売物価については、上昇、下落両面の材料が併存しているが、ほぼ下げ止まったと評価していいと思う。まず、潜在的な上昇要因としては原油価格の一段の上昇があるが、大半は価格転嫁が困難なため企業コストの中に吸収されているのが現状である。素材産業では素材市場の需給悪化による下落が止まり、値上げ環境は大体整ってきたと指摘できるが、これが全般に波及して、顕現化していくには時間がかかる局面であろうと思う。一方、潜在的な下落要因として、一つには新製品や新技術による価値見合いの価格低下があらうし、二つ目にリストラによる川下産業から川上産業への原材料価格の引き下げ要請の波及がある。川下から川上への値下げ要求の波及が企業収益の足を引っ張ると言わざるを得ないが、国際競争力コストへの鞘寄せとしてある意味では利益の還元を求められているという見方もできる。現局面は、こうした上昇、下落両材料のバランスがとれている感じではないかと思う。この間消費者物価については先行き下落リスクが予想される。特に、国際価格からみて非貿易財を中心に下落リスクが予想される。価格破壊的な流通革命やIT等のニュービジネスモデルがこうした物価下落を促す契機になるとみられるが、いわば良い価格下落とも言うことができ、国民生活に資するという面ではむしろ好ましい動きと評価し得ると思っている。

速水議長

ここで大野大蔵総括政務次官が退席されるので、ご意見があればどうぞ。

大野大蔵総括政務次官

私共の考え方なり私個人の感想を申し上げる。まず私自身の個人的な感想であるが、消費については三木委員から構造的に数量的な伸びを期待するのは極めて難しくなっているのではないかという趣旨の話があった。そうであれば、政治の世界では国民の明るい気持ちが非常に大事であり、景気回復感を数字ではなく別の観点からみていくことができないかと思う。つまり、生活レベルは落ちておらず、むしろ上がっている、ユニクロがあるのではないか等といった話ができないものかという感想である。今一つは我々は常に公需から民需へと申し上げている訳であるが、来年度は公共事業が減る。建設業の従業員数が680万人から620万人に減ったという話を聞いていると、まだまだ公共事業の役割は経済に対して大きいものなのかどうか、その辺を勉強させて頂きたいと感じた。以下は公式の発言である。

わが国経済は、各種の政策の効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業行動に前向きな動きもみられ、緩やかな改善が続いている。しかしながら、個人消費や設備投資などの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と考えている。

こうした認識の下、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共に、経済運営に万全を期するとの観点から平成12年度予算を編成した。この予算は、去る2月29日に衆議院を通過し、現在参議院において審議をお願いしているところである。また昨日3月7日、財政投融资制度の改革に関する「資金運用部資金法等の一部を改正する法律案」および保険会社のセーフティーネットの整備について必要な規定を盛り込んだ「保険業法及び金融機関等の更生手続の特例等に関する法律の一

部を改正する法律案」を国会に提出したところである。「資金運用部資金法等の一部を改正する法律案」は、郵便貯金および年金積立金の資金運用部への預託を廃止することや、財政融資資金特別会計において、国会の議決を得た金額の範囲内で、いわゆる財投債の発行を可能とすることを主な内容としている。また、「保険業法及び金融機関等の更生手続の特例等に関する法律の一部を改正する法律案」は、保険相互会社について自己資本の増強、再編等を図るため株式会社化を容易にすること、保険相互会社について再建型の手続きである更生手続の適用を可能とすること、および生命保険契約者保護機構の財源を拡充することを主な内容としている。

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にあることを踏まえれば、経済が本格的な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が、わが国経済が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ることとしている。

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と考えている。政策委員各位におかれては、ご審議に当たり以上申し上げた政府の経済財政運営の考え方等についてご理解を賜るようお願いする。

(午後0時30分中断、午後1時20分再開)

速水議長

先程の委員方の金融経済情勢判断についての意見、ご質問があれば自由に発言下さい。

三木委員

中原委員に原油の先行きの見方について伺いたい。これまで 21 ドル程度といわれていたものが、現在 34 ドルまで上昇してきている。この辺の動きはどうみるのか。

中原委員

極く目先についてはガソリンの値段が非常に上がってきたため、恐らく 5 月の初めまでは高い、そこで O P E C が生産調整を若干緩めて増産とした場合、例えば第 4 四半期だけ 100 万バレル増産する場合、第 3 四半期だけ増産する場合、年末まで 6 か月間増産する場合の三つのケースを分けて考えても、年末は W T I で 30 ドル台になると思う。本年はニューヨークが下落するといった突発事故がない限り高めに推移し、25 ドルは当然に超える。大幅な増産になれば、恐らく一時的に 5 ドル程度は下がるであろうが、再度また戻ると思う。

幾つか申し上げたいことがあるが、一つは企業収益の見方である。企業によっては事業税の表示の仕方が変わってきているため注意が必要である。従来は事業税は有税費用として販売費あるいは一般管理費から租税公課または事業税として計上して落としていた。しかし、平成 11 年 3 月 30 日以後終了する事業年度からは、既に行なっている電力供給、ガス供給、生命保険を除き、法人税・住民税および事業税という形で最後に税引前当期純利益から控除することになった。業種別にもばらつきがあるが、例えば売上高経常利益率が 3% と仮定すると、経常利益が約 3% から 27% 程多めに表示される。つまり営業利益、経常利益、税引前当期利益が以前の決算期の財務諸表と比べて事業税相当分だけ大きくなっている可能性があり、比較する際に注意しなければならない。

二番目に、特別信用保証が 2 月 25 日現在で約 19 兆 9,000 億円の残高になっているが、特別信用保証枠を受けた企業の倒産件数がジリジリ増えてきており、2 月現在の累積で 0.8% になる。3 月決算になるにつれ、これがどのように増えるか心配である。三番目に出荷と在庫のバランスであるが、

99年の10～12月期が一番バランスがよくとれていた訳であり、出荷の前年比あるいは前期比から在庫の前年同期末比を引いてみると昨年の10～12月辺りがピークで、鋳工業では11.6%であった。それが、1月には10.4%と落ちてきている。11.6%という数字は過去のピーク時の数字に非常に近く、今後は出荷と在庫のバランスが非常に崩れてくる恐れがある。

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、当面の金融政策運営方針についてご意見を頂きたい。武富委員から願います。

武富委員

政策については現在の状況を継続すべきだと思っている。ただ、この先企業部門を中心にかなり良い実績が出て、それが続く状況になれば、恐らく景気判断も前へ進めることになると思う。勿論状況にもよるが、次に景気判断を進める時には回復という言葉も使うような状況であろうと想定されるため、その時に景気判断とゼロ金利政策が整合するのか若干気になり始めている。1月の統計が執行部が判断するようなノイズであるかどうかは、4月10日前後に2月の実績を確認すれば分かる。4月の短観がかなり良い結果になれば、判断を場合によっては前へ進めることになると思う。ただ、判断を進める時に単に景気判断を前へ進めるだけなのか、政策について多少ニュアンスを出すべきかはマーケットへの影響その他を十分総合的に判断したうえでと思っている。1か月以上先のことはあるが、そのようなことを可能性の一つとして含んでおくべきだと思っている。

山口副総裁

先程申し上げた判断を前提として、ゼロ金利政策を継続することで良いと思う。徐々に将来についてのダウンサイド・リスクが薄れ、物価について人々の持っているイメージもなにがしか強くなりつつある状況を踏ま

えると、同じゼロ金利政策を継続していても、その持つ具体的な経済効果から二極分化が強まっている可能性があると思うが、それでも現在はそうした政策を継続して民需の立ち直りを確実なものにしていくことを志向すべきである。

篠塚委員から市場の中に一種の過剰流動性相場的な問題視すべき状況が出ているのではないか、という指摘があった。これは相場つきのみにとどまらず、市場参加者の金利リスクについての感覚が若干鈍くなっているかもしれないことも含め、私もそうした部分は確かにないではないと思うが、ただ元々ゼロ金利政策をある程度の期間実施して流動性についての懸念を払拭していくことを狙う以上は、こういう部分が若干出てくることも政策のいわば全体の中に入ってくる一つの要素として受け止めていかなければならない。問題はそういう相場つきなり、市場参加者のビヘイビアがデフレ懸念払拭の展望や民需の自律回復の展望にどのような効果を及ぼすかではないか。そうした観点からみて、直ちに何か手を打たなければならない状況が生じているとは思われず、そのようなことも含めてゼロ金利政策を継続したい。

藤原副総裁

いわゆるデフレ懸念の払拭という目標への動きは、しっかりと続いていると思う。しかし、先行きの需要面からの物価低下圧力を占ううえでの重要な民間需要の回復力については、今後の設備投資アンケート調査などを慎重に見極めていきたいし、その時間的余裕もあると思う。従って、私もゼロ金利政策の継続を支持したい。

留意点ともいえるべきことについて申し上げる。最近の二極化の動き——株価もそうであるし、経済全体としてもその感じがするが——をマクロ政策である金融政策の観点からどのように考えるかであるが、日本経済の本格的回復にとって、構造改革が不可欠であるとすれば、あらゆる産業分野が全て一律的に良くなるといった形の回復はそもそも望み難いのではないか。そうした中で、金融政策運営の観点から重要なことは、良いセクター

ないし悪いセクターの一方にのみ関心に向けて判断しないように努めていくことである。プレイステーション2やユニクロだけで消費が良いとは判断できないし、逆に既存の百貨店統計だけで悪いという判断もできない。こうした時にこそ、色々な事象を積み上げた総体としての経済の姿をみる視点が必要である。

ここ数回、デフレ懸念の払拭という目標が表現としてどうかという議論がしきりに行なわれたが、この段階で表現を見直す必要はないし、この段階での見直しは却って、市場を混乱させる恐れがあるのではないかと思う。デフレ懸念の払拭というフレーズは皆で話し合っているうちに相当に磨かれてきた感じがあり、透明性という点からみて明確なポイントや目標ではないにせよ、一つのあるべき輪郭として形を持って認知されてきたのではないかと感じている。この表現自体を巡って議論しているうちに、少なくとも定性的には一つの対象となってきた感じがあるのではないか。この判断に当たっては、民間需要の回復力に焦点を当てつつあるが、その考え方もマーケットに徐々に浸透してきているのではないか。記者会見などでもデフレ懸念の払拭とは何を意味するのか聞かれて色々答えてきたが、経済の実態に照らして民需の自律的回復でもって説明したり、次第にそれを狭めて設備投資に焦点が当たってきた訳である。従って、今後市場と巧くコミュニケーションしていくためには、むしろこの表現を変えることなく、この表現の意味するところで経済全体を総合的に判断するように検討を進めていき、こうした基準に照らした私共の判断内容を極力率直に市場に伝えていくことが必要ではないかと思う。

田谷委員

ゼロ金利の維持が適当だと思う。民間設備投資こそある程度回復を見通せる兆候が出てくるようになったが、その強さや持続性はまだ不透明と言わざるを得ない。個人消費も確かに昨年末の大きな落ち込みからは戻ってきた感じがあるが、やはり雇用・所得情勢が持続的回復を支持するまでには至っていない。現状の物価情勢等を考えても、ゼロ金利を解除するには

多少早過ぎるのではないかと思う。この政策により、回復過程を直接的に、あるいは資産市場などを経由した間接的にも支持すべき段階にあるのではないか。

植田委員

私も現状維持で宜しいと思う。

中長期的な物価に対する考え方、政策目標としてどうみるかという点について、今後考えていくべき論点を幾つか挙げさせて頂きたい。インフレーション・ターゲティングを設けるということではないが、我々が中長期的に望ましいと考えるインフレ率はほぼゼロ近辺なのか、4や5という人はいないと思うが、ゼロよりも多少高いレベルが居心地の良いところだと考えるのかといったことである。それにより政策に関する考え方が大きく違ってくる訳であり、これについて今後色々議論し、ある程度のコンセンサスが必要ではないかと思う。本来これは中長期の問題であるが、ゼロ金利解除に際してもある程度重みを持つポイントであると思う。すなわち、ゼロ金利はインフレ率ゼロを下回るリスクが非常に薄れてきた段階で解除するという言い方ができるが、ゼロを上回るリスクがある場合に、そのリスクをどの程度コストが高いものとみるかどうかは、中長期の目標インフレ率がゼロに近いのか、あるいは2や3なのかにより相当違うという問題意識である。日銀法を狭義に解釈すれば0%目標と読める訳である。すなわち、日銀は物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資するとあり、素直に読めば0%近辺だという気がする。さらに重要な点として、景気を直接良くするために金融政策を行なうとは書いておらず、物価の安定、あるいは貨幣価値の安定を中央銀行として追求することがその結果として市場の効率性を高め、経済発展に資するという見方だと思う。従って、物価変動の要因が供給ショックあるいは、需要ショックのいずれであっても、物価を極力安定させるように金融政策を運営するのが一つの素直な理解になる。そうであれば、例えば石油価格の上昇に伴いインフレになった場合、景気は悪くなるが、それでも引き締めをしてインフレを抑

えようとするのか、逆に良いサプライショックで物価が下がった場合には、若干緩和をして物価変動をゼロに戻そうとするのか、政策運営の在り方が問題になってくる。

しかし、一方では景気についてもある程度配慮して金融政策を運営するという考え方もあるかと思う。その場合には、物価変動の要因が需要サイドにあれば極力打ち消すであろうし、供給サイドにある場合には一部物価の動きを甘受して景気の動きを余り大きくしないという政策運営になると思う。この点、教科書的なインフレーション・ターゲティングの議論では、仮に物価のみを公式の目標とするターゲティング政策であっても、足許のインフレ率ではなく将来のインフレ率をコントロールするというアプローチを取る場合が多く、その根拠として通常は金融政策が働くまでのラグの存在が指摘される訳である。一方では、景気に対する配慮をあげるケースも多い。つまり、インフレを余り急に抑えようとするれば、景気を悪くするという点で大変なコストを払わなくてはならないということである。あるいは、インフレーション・ターゲティングのターゲットそのものについて、サプライショックに対する免責条項を設ける点も同じような配慮からである。こうした根本的な問題をある程度煮詰めておく必要がある。

そのうえで、今少し具体的な論点としてゼロが良いのか、若干のプラスが良いのかという点について、若干のプラスが良いという根拠の一つは物価指数にバイアスがあることだと思う。これはプラスが良いというよりは、本来はゼロであるが、バイアス分をプラスにするという議論になる。二番目に、余り目標インフレ率が低いと、景気が多少悪くなるとゼロ金利に当たってしまう。ゼロ金利になってしまうと、我々が経験してきたような様々な困難に直面する。従って、目標インフレ率は若干のプラスが良いという論点がある。三番目に賃金、物価にしばしば指摘されるような下方硬直性があるとするれば、インフレ率が平均的に多少プラスであった方が相対価格調整が行なわれ易いという論点がある。これらをどのように評価するかが目標とすべき物価の変化率の議論に大きな影響を与えると思われ、私

自身それぞれについてスタンスを明確に決めている訳でもないが、考えていきたい。

最後に完全に冗談であるが、学会では昔から若干のデフレーションが望ましいという議論もある。有名なミルトン・フリードマンである。彼の一つの論点は、貨幣から得られる流動性というメリットを経済に最大限供給するのが良い状態である。最大限供給する状態とは、人々が不要とするところまで供給することであり、結局はゼロ金利である。従って、最適な名目金利はゼロである。経済がある程度成長するならば、実質金利は多分プラスになる。インフレ率を加えて名目金利でゼロであるから、最適なインフレ率は少しマイナスになるということである。そうした議論もあるが、これは冗談である。

篠塚委員

1月に幾つか強い指標が出てきており、日本経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に落ちるようなリスクは後退しているという判断の下で、ゼロ金利政策を解除する時期に至っていると思っている。前回に引き続き、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。

日本経済が抱えている大きな問題は、富を生み出す主体である企業が富を生み出せないような状況に陥っていることである。これは構造的な問題であり、各企業が様々な部門で陥っている生産性の低さを如何に改革していくかに尽きる。バブル崩壊後の約10年間に様々な財政政策や金融政策が採られてきたが、そうした最大限の政策を採りながらも、そうした構造改革は達成出来ずに事態をただ先送りしてきたと思う。富が生み出せない企業の規律を緩めるような方向に、むしろ政策の後押しがあったのではないかとさえ思われる。10年という期間があまりに長すぎるからである。そのように考えると、依然として金融政策は構造調整の痛みを和らげる方向で実施しているが、これをさらに続けていくことで本当にこの先展望が拓けるのかどうか、ある意味での閉塞感が高まっているのではないか。私はゼロ金利政策の解除を繰り返し提案してきた訳であるが、その基本的な考

え方は企業部門に正当な資本コストを負担してもらうことが必要であると同時に、預金者に対しても正当な資本のリターンを戻すという当然の状況に修正することが必要だという考えだからである。深刻な状況からある程度先が見える段階になってきた訳であり、ここでそのバランスを戻すことができるのではないかと考えている。資本が資本として機能する状態に戻さない限り、構造改革の実現は難しいのではないか。グローバルな経済システムの中で、鎖国のような状態をいつまでも続けることが適当かどうかということである。家計部門の金融資産もいつまでもこの状態を甘受できるかどうか疑問である。最近の株式市場では、個人投資家が閉塞感からハイリスクを取るようになってきている。このままの状態が続くと家計の金融資産に占める海外資産のウェイトが上がってくる恐れもある。自己責任ではあるが、プロの投資家ではない以上は危ないところもあり、現状については非常に不安感を覚える。

ここでゼロ金利を解除すれば大量の失業が出てくるのではないか、それでも良いのか、という批判を受けることがある。短期的な動きに目を奪われていると見落としがちであるが、実は労働市場の中では多少長い目でみると、緩やかではあるが労働移動が進んでいる。失業率が2%から倍近くになっているが、失業率が2%台であった93年から98年の間の就業者の変化について見てみると、製造業では148万人減少した一方、医療や福祉サービスで60万人増え、情報や財務、法務などの企業向けサービス部門で約40万人増えている。残りが卸、小売関係、外食産業などで35万人の増加である。日本では労働市場が非常に硬直的であったが、生活のために掃き出された人達が移動している。また、アメリカの90年代初期のジョブレスリカバリーに比べて日本は立ち遅れていると言われるが、規模こそアメリカに遅れているものの同じように労働移動が進み、賃金の調整も進んでいる。このように構造改革は緩やかに進んでいるが、これをさらにまた緩やかに後10年もかけなければならないのかとなると疑問である。この閉塞感から脱却するためには、デフレ的な懸念を払拭できる展望がある程度みえるようになった段階でゼロ金利を解除すべきである。

中原委員

景気は緩慢ではあるが、底を入れて回復しつつある。ただ、特に最近では石油や為替相場、ニューヨークの株式等々の動向が加わり、ダウンサイド・リスクが増大しているため、先行きが不透明になってきた。勿論ここで議論されているように、前向きの景気回復のメカニズムの働きであれば結構であるが、1.5%ないし2%の成長まで持っていくためには、ゼロ金利では不十分である。そうした中で、GDPがマイナスということは国際的にみれば基本的にそれが経済の実力を反映していると受け取れる訳であり、QEの持っている意味は大きい。

今一つ、長期金利は大体1.7~1.9%のレンジで保ち合っているが、これは経済の先行きについて弱くみる向きが依然として多いことを表わしている。ゼロ金利が当面続くという見方もあるだろうし、特に大手の投資家の場合にはクレジットリスクを最近一段と厳しくみて、国債以外には投資先を見出せない状況にあることも作用していると思っているが、こうしたバランスがいつまで続くのか非常に問題である。国債、地方債等政府債務残高が増えて、財政リスクのプレミアムがいつか顕現化していくことが非常に心配である。国と地方の政府債務残高を合わせた名目GDP比は約120%であるし、債務の平均残存期間を5年としてみると現在の国債利回りは1.1%付近であり、99年度、2000年度の名目成長率の見通しと比較して高い。そうした点も十分に勉強する必要がある。勿論、政府債務の真の利回りや、先行の国債発行計画、あるいは税収の弾性値などにもよる訳であるが、かなり限界点に近づいているのではないかという気がする。恐らく本年の秋以降は財政の再建がマーケットの最も注目するテーマになるのではないか。日銀としても十分に分析していく必要がある。

三木委員

金融調節方針については、デフレ懸念が払拭できるか否かという観点からみていたが、最も重要なポイントは物価である。卸売物価については下

落リスクが止まったし、消費者物価についても需給悪化を端緒とする悪い物価下落は考え難いが、下落リスクがなくなった訳ではないという状況だと思う。概して言えば、横這い安定の状態である。ただ一方、消費は既に平時という見方をした方がよいと申し上げたが、それ以外の需要項目がまだ育っていない局面だけに生産の側面からは消費が重要な需要項目であることに変わりはなく、なお消費動向には注意を要することになる。また、景気の好循環を流していくためのトリガーたる企業収益についても基盤が脆弱であることを勧案すると、経済はなおデフレ懸念の払拭を展望できる状態ではない。従って、金融調節方針は現状の政策を維持したい。

物価の安定について植田委員からお話があったので、一言申し上げたい。まず、基本認識として日銀法において物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資すると立法されている以上、日本銀行自身が物価の安定とは何かについて明確な判断を持ち、それを明確にするのがアカウンタビリティではないかと思う。特に国民経済の健全な発展を考えると、やはりインフレが最も問題である。その点からも、インフレ率とかインフレ・ターゲティングという言葉は極めて不適當であり、むしろ物価見通しという言葉の方が馴染むと思う。次に、物価把握のための指標と最終目標としてのレベル感についてである。物価を見る基準としては消費者物価指数、卸売物価指数のどちらかを採るか、若しくはその両方をウェイトを掛けて採ることになると思うが、いずれにしても物価の安定とはゼロが基本である。ただ、少子化に伴い労働人口が減っていくことを考えると、物価がゼロで本当に経済成長はあり得るのかということも大きな議論としてあるのではないか。その点が、物価の安定とはゼロではないかということに対する答えに繋がっていくのではないか。

物価の変動には当然需給の強弱を反映した物価の動きと生産性、技術水準の変化を反映した物価の動きが混在しているのが現実であり、これを事前に分離して考えるのは不可能であるし、現行統計が内包している調査対象、方法等の問題も改善していく必要がある。統計上の問題等を考えると、仮に見通しという形で公表するにしてもある程度の幅は持たざるを得

ない。現実的にはゼロを中心にプラスマイナス 1%の範囲内といったことにならざるを得ないのではないか。公表するとしても目標ではなく、見通しという位置付けになると思う。金融政策がある意味で限界にきている以上、公表値を政策で実現していくことは極めて難しいし、物価をインフレにならない程度に引き上げていくことが金融調節として果して可能であるかと考えると、中央銀行として予め定められた物価目標を実現するギャランティは出来ないのではないか。アカウントビリティ充実の要請も踏まえて、物価見通しという形での数値の公表は考えざるを得ないのではないかと思っている。

速水議長

各委員のご意見を承ったので、ここで情勢判断も含め私の考えを言わせて頂く。情勢判断についての皆さんの意見を聞いていると、表現も考え方もポイントがきっちり合ってきたような気がする。この1か月の金融経済情勢は、全体として足取りがしっかりしてきていると思う。多くの方々からもご指摘があったように、民間部門の一部には前向きの循環メカニズムが働き始めているようである。設備投資については、機械受注などの先行指標や資本財出荷が底を打ったようにも窺われる。個人消費については昨年の終わり頃に比べれば持ち直しているし、消費者コンフィデンスも改善してきている。また、堅調な海外経済動向を背景にして輸出も増えているし、情報関連財や消費財輸入などの拡大と合わせて輸出入は双方向で活発になってきている。この結果、生産は引き続き増勢を維持しており、これがリストラ効果の進展と共に企業収益の改善に対して大きく寄与していることは間違いない。ただ、民間需要の自律的回復に向けた展望が拓けたのかというと、一頃よりも良い材料が出ていることは事実だが、なお情勢を慎重に点検すべき段階にあると思う。例えば、企業の人件費抑制のスタンスが続いている。また、企業収益の改善が雇用・賃金面の改善に波及するかどうか確認できていない。設備投資や個人消費の最近の明るい動きが基調的な変化であると判断するには、まだ材料が乏しいと言わざるを得な

い。これらの点は今後の新卒採用時の雇用情勢や 2000 年度の設備投資アンケート調査などから確認していく必要がある。

次に、デフレ懸念払拭の内容については、これまでの議論を通じて民需の自律的回復力に焦点を当てるといふ考え方が確立してきたように思う。そこで、この点に関連して当面念頭に置くべき事項を二つ申し述べておきたい。委員方からもご指摘があったが、一つは、二極分化の動きがより顕著になる中で景気全体をどう評価するかということである。現在、实体经济では I T 関連の分野を中心に明るさがある一方で、それ以外の多くの分野ではまだ過剰債務、過剰設備をどう処理するかという厳しい構造調整の問題が続いている。また、金融資本市場で株価が堅調であるのに対し、長期金利が低い水準で安定して推移しているのも二極分化を反映した面があると思う。今後、I T 分野が経済全体を引っ張ることになるのか、それとも一部の動きに止まるのかを見極めていくことが重要である。このことは、民間需要の自律的な回復が展望できるかどうかという判断と重なってくるのではないか。当面明るい材料、後ろ向きの材料が入り交じる状況が続くとみられるが、個別の明暗の材料に過度に目を奪われることなく全体の相互関係を踏まえた的確な判断が益々必要になってくる。

今一つは物価動向の見方である。ここに来て、消費者物価の動きがやや弱くなっている。これには、円高に伴う輸入競合品の価格が下がってきたことや流通革命の効果、需給要因など様々な要因が作用していると思う。このうち我々がデフレ懸念の払拭に関連して注目しているのは、あくまでも需給要因あるいは需要の弱さに起因する物価低下圧力である。その意味では、実際の物価指数の背後にある経済の需給バランスや民間需要の動向をみていくことが大切である。以上纏めると、民間需要の動きについては明るい材料も増えているが、なお自律的回復に向けた展望が十分に得られているとはいえない。その意味で、需要の弱さに伴う潜在的な物価低下圧力にはまだ注意が必要である。従って、当面の金融政策運営も引き続きゼロ金利政策の継続が適当であると考える。

前回の会合に続き、今日も何人かの委員から物価の安定をどのように考

えるべきかについて見解を伺った。この件については、2月10日の決定会合において今後の物価問題についてどう検討を進めていくかを巡って議論があり、議事要旨によると、「ゼロ金利政策の解除の条件は何かと言った点に注目が集まりつつあるが、透明性の向上という観点から幅広く物価の安定の内容について検討を行なうことは肝要である。こうした議論を受けて、議長から金融政策の一段の透明性の向上を課題に、日本銀行として組織的に検討を始めることとしてはどうか、という提案があり、委員の賛同を得た。また、具体的な取り進め方については議長が検討することになった」ということで承認を頂いている。私も色々考え、執行部とも討議をしたが、新日銀法施行後2年になり我々も様々な経験を積み重ねてきたので、物価の安定という基本問題を総合的に検討するには大変良い機会だと思う。

具体的な進め方としては、次のように運んではどうかと考えている。まず、この問題については既に決定会合で様々な意見が出ている。そこでこれらの論点を踏まえて執行部に具体的な検討をしてもらうということで、検討課題として次の四つを挙げてはどうか。1. 物価安定の基本的な考え方、2. 物価指数を巡る諸問題、3. 長期的にみたわが国の物価動向、4. 物価の安定に関する数値化とか目標見通し等を巡る諸問題である。そして、政策委員会で執行部の報告を踏まえて検討を深め、最終的には日本銀行として物価の安定についての考え方を総括的に取り纏めたい。その過程において、執行部が作成した資料で公表可能なものは適宜個別に公表していくことも考えられる。一応取り纏める目途については、遅くとも夏場頃までということかと思う。こうした検討の進め方については、特別の委員会を作って議論することもあり得たが、執行部で四つの課題について討議し、提言を出してもらったうえで、それをこの政策委員会で討議して決めては如何かと思っている。こうした運び方で皆様が宜しければ、2月10日会合の議事要旨の公表前ではあるが、明後日の定例記者会見においても簡単に触れておきたい。

私からは以上である。これまでの討議を踏まえ、当面の金融政策運営に

ついて、意見、議論があればどうぞ自由に発言下さい。

篠塚委員

総裁が最後に言われたのは、物価に関する叩き台を執行部で検討して頂き、この決定会合にかけるということか。

山口副総裁

政策委員会できちんと決定した方が適当な問題もあると思う。それは今後検討していきたい。

中原委員

委員会を作るか、執行部が案を作って政策委員会で諮るかだろが、政策委員の中にもそうした案を作る過程に参加したいという人もいるかもしれない。懇談会のような場で意見交換を行なっても良いかもしれないし、あるいは少数の委員がグループを作って検討してはどうかという人もいであろう。執行部に作って頂くのは結構であるが、その過程で政策委員の意見が反映できるようなプロセスが必要であり、その辺はフレキシブルに考えて頂きたい。

田谷委員

一つ確認させて頂きたい。物価安定とはということについて総合的に検討する訳であるが、総裁は一部公表も考えられる、それは遅くとも夏までであると言われた。そうしたことも含めて外に直ちに発表するのか。

速水議長

議事要旨が公表されるとこの件はどうなったかという話になるため、営業日ではその前日の定例記者会見において物価問題について検討していくことにしたいと発言する積もりである。

田谷委員

その場合、遅くとも夏までにと言われると、色々な思惑を生む可能性があると思う。

速水議長

然り。そこは出さない。

中原委員

それでも一応目途をたてる必要はあり、夏頃まででよいのではないか。

藤原副総裁

総裁の提案された案に私も賛成するが、新日銀法施行後2年を経過したことを踏まえると、金融政策運営の透明性向上という幅広い観点から政策委員会の運営そのものについても色々考えるべきテーマがあるのではないかと思う。これはこの問題と離してもよいが、別途検討しては如何か。例えば、決定会合の開催頻度の問題もあろうし、運営の技術的なことでも意外に重要なことが多数あるはずである。

中原委員

その提案は大変良い。既に2年を経てきている訳であり、藤原副総裁が言われたことも含めてこれまでの政策委員会について自分達で多少見直してみるのが良い。開催頻度とか、議事要旨を出すタイミング、政策委員会に上がってきた議案を全てリストアップし、これらを今後どのように扱っていくか——これまでどおり決定するのか、あるいはある程度権限を委譲して執行状況を報告してもらうだけにするとか——一回オーバーオールに検討する必要がある。

三木委員

藤原副総裁のご意見に賛成である。政策委員会は通常会合を火曜日と金

曜日に必ず開いている訳であり、そうした場できちっと議論すべきである。

速水議長

小池政策委員会室長に問題点を整理してもらい、討議することとする。確かに開催頻度その他を一回見直す必要がある。

山口副総裁

日銀法で物価安定とはどうなっているのかという話が出たが、日銀法改正論議の時にはそこまで議論がいかず、物価安定について定義が下されなのまま条文になっていると理解している。従って、三木委員が言われたように、我々はどう考えるのかを極力明らかにする努力が必要であり、総裁が提案された四つの課題の中の一つとして取り上げたら良いと思う。ただ、先程から議論されているように、これは相当難しい課題でもある。問題を提起された植田委員も物価安定という言葉を使いながら、それをどの物価で考えているのかを慎重に触れなかったように、非常に難しい。特に、構造変化が急であるため、場合によっては発表される物価指数ではマイナスの状態が正常かもしれないし、そうではないかもしれない。課題を設定して悔やむことになるかもしれないが、しかし取組まなければならない課題ではないかと思う。

今後徹底的に議論して結論を出せば良いテーマだが、一体どの程度のインフレ率が良いのかについては、ターゲットにするか否かは別として、どのような状態が物価安定なのか、あるいは望ましい物価の状態なのかに関係してくる訳であり、日本経済の中での物価の現実の動きをみた場合、欧米でいう物価安定の基準よりは低いのではないかという感じがしている。因みに、80年代後半のバブルと言われた時期にも物価が上がらなかったからこそ、政策的な苦しみがあつた訳である。何年も非常に高い成長を続けた果てに、漸く3%程度のCPIの上昇率が表われてきたというのが日本の経験であり、外国の定量的な基準をそのまま持ち込む訳には多分いかないのではないか。特にその後、グローバルイゼーションの波に晒されて構

造変化による物価の変動が大きくなっている。望ましいインフレ率については相当によく考える必要がある。課題に向けての勉強に期待したい。

植田委員

それに関連して、日本のインフレ率は過去 20 年程度は非常に低い訳だが、何故なのか分からないところがある。私が先程挙げた中では、賃金、物価の下方硬直性の度合いが色々なデータや計量分析の結果からみて外国よりも弱いかと思われる。つまり、下に下がり易いということが一つある。これも研究会での検討課題だと思う。また技術的なことだが、目標インフレ率がゼロであることと物価水準の安定とは必ずしも同じではないという点も議論の対象になる。物価水準 100 というのは、一旦間違えて 105 になってしまえば 100 に戻すということであり、目標インフレ率ゼロというのは、105 になった間違いは見逃して、106 から先はインフレ率をゼロで持っていこうという政策だと思う。

速水議長

日本の戦後 45 年頃までの歴史は復興から始まり高度成長で一気に大きくなっていく過程であったため、こういうことが身についているのではないかと思うが、昭和の初め頃は必ずしも +1% でなかった。人口が増え、経済復興、経済成長、国際化の過程を一気に走り続けてきた中で所得も増えていった訳であるし、物価はじりじり上がっていくということではないか。しかし、今後は必ずしもプラスでなければならないとは思わない。

武富委員

物価については、やはり生計費コストが一つの基準なのかと思う。その場合のコストになると色々なものが入ってくる。物価の議論は難しく、生計費コストから外すものがあるのかないか判然としない。要するに、所得分配の問題も入ってきて、政府部門と個人部門の間の所得分配の問題も物価と非常に絡むため、そう性急に結論を出さない方が良いと思う。また、

8月までに結論を出しますということ公表するのは、どうなのかという感じはする。納得のいく結論が出ない時のリスクもあるし、政策委員の間でもやや哲学的に意見が割れる部分もあると思う。一から考えることは良いと思うが。

植田委員

山口副総裁の日本のインフレ率が低かったというご意見に対して、賃金・物価の下方伸縮性を申し上げたが、最大の理由は日本銀行が適切に対応したためだと思う。ただし、資産価格についてはやや軽視したかもしれないために、80年代後半以降の状況についての反省はあるのかもしれない。ただ、この間の金融政策の役割を外すことは出来ない。

山口副総裁

当時資産価格を軽視した訳ではなく、いかなる対応がベストなのかがよく分からなかったということではないか。武富委員が先程挙げたように、四つの大きなテーマについては、所詮勉強しても全部分かりましたとはならない訳である。

武富委員

前回は、物価の安定について、一気に技術論の物価目標論的なことに入ることは、思考の停止だし哲学の欠如だと申し上げた。従って、そもそも論に十分時間をかけてもかけ過ぎることは決してない。本当に必要であれば、最後に技術論を追えば良いと申し上げていた訳であり、それ程そもそも「物価の安定」の中に込められている意味は何かについて、真剣に考えなければ、政策運営は出来ないと思う。それを何か一つの目標を決めてそこに合わせるということでは、余りにも軽薄な感じがする。今回、四つのテーマを検討するのは大変結構であるが、検討することを高らかに宣言するには若干逡巡するところがある。また、それに対する過大な期待や思惑が生じた時の対応も俄には判じられないため、良いとも悪いとも断定

的には言えない。ただ、それを実質的なそもそも論として深掘りすることは大変重要である。

三木委員

今回はこのメンバーで議論する訳であり、やはり原点論議は大事だと思う。武富委員が言われたように、今回は原点論議から是非皆さんでお考え頂きたい。つまり、上滑りした経済理論に振り回されないようにということである。

速水議長

いずれにしても、月曜日にターゲティングを議論した議事要旨が出るため、それに関連して私共の今後の方向が世間に出る訳である。ただ、何月までにとすることは一切言わない。

宜しければ、議案の取り纏めに入りたいと思うが、その前に政府からご出席の方にもしご意見があればお願いします。

河出経済企画庁調整局長

最近の経済動向をみると、景気は民間需要の回復力が弱く厳しい状態はまだ脱していない。また、昨年末には需要がやや低迷したが、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加えて、企業行動に前向きの動きもみられることから、景気は緩やかな改善が続いていると判断している。昨年、10～12月期の動向を所得面、供給面、需要面の各方面からみると、供給や企業の所得が拡大しているのに対して需要面で減少したものが多くみられた。これはボーナスの大幅な低下やコンピューター2000年問題の影響などから個人消費が減少したことに加え、公共工事が政策の端境期で減少した一時的な要因が大きいとみている。本年に入ってから供給面の拡大が引き続いていることに加え、需要面でも消費需要の拡大や1月の住宅着工件数の増加がみられている。また、公共工事の着工金額も回復しており、わが国の経済は概ね政府が経済見通しとして描いていたような回復過

程を辿っていると考えている。こうした中で公需から民需へのバトンタッチを円滑に行ない、景気を本格的な回復軌道に乗せていくと共に構造改革を強力に進めるため、経済新生対策をはじめとした諸施策の推進に全力を尽くしているところである。

日本銀行におかれては、こうした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つつ豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行なうなど、引き続き適切かつ機動的な金融政策の運用をお願いしたい。

速水議長

それでは議案を取り纏める。先程の委員方のご検討によると、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ご意見が大勢を占めていたように思う。私からは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い方はどうぞ。

[篠塚委員と中原委員が議案提出を表明]

事務局は篠塚委員、中原委員の議案、私の議案を配付し、読み上げて下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

篠塚委員案から読み上げます。「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。中期的な物価安定目標として 2001 年 10～12 月期平均の C P I（除く生鮮）の前年同期比が 0.5～2.0% となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで 7 兆円程度まで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000 年 7 月～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、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。以上。」。

最後に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」。別添の対外公表文は、「平成 12 年 3 月 8 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、中原委員から議案の説明をお願いする。

篠塚委員

先程申し上げたので結構である。

中原委員

提案の理由を申し上げる。第一はGDPの四半期の数字がマイナスで出ているが、恐らくこれは必ずしも一過性の失速ではなく、GDPの前期比がゼロを中心として上下している日本経済の実力を示すものではないかと思う。仮にその中で景気回復のメカニズムが働いているのであれば結構なことであるが、極力早い機会に1.5%ないし2.0%程度まで景気の回復を加速すべきであり、量的緩和に踏み切ることを提案する。二番目に、円高がみえてきているため、円高に振れないようなプリエンティブな格好で量的緩和を図るべきである。三番目に、日銀も今後物価について研究するのは大変結構であるが、物価の安定を主たる責任にしている以上はその目標数値を示すべきである。内部の数字だけでも結構であるが、少なくともこれまで銀行に対して自己査定を色々要求してきている立場としても何らかの形で自ら自己査定をしなければならない。そうした意味での自己査定のためにも物価の具体的な数値目標が必要である。そうしないと、日本銀行でコーポレート・ガバナンスが十分に行なわれているのかどうか、外部からは非常に見難いのではないか。日銀が早くアクションを取らなければ外部から目標を与えられる可能性があり、それを予防的に防止すべきである。

速水議長

両委員の提案に関連し、質問あるいは追加的なご討議があればどうぞ。

それでは、採決に移りたい。政府からの出席者は一旦退席して下さい。篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で採決したい。

[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。篠塚委員のご提案については、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

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。中原委員のご提案については、賛成1、反対8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。議長案を採決の結果は、賛成7、反対2であった。反対は中原委員と篠塚委員であった。

速水議長

議長案に反対の理由をどうぞ。

篠塚委員

第一に、指標等をもみても確実に経済は持ち直しており、ゼロ金利を解除してもよい状況となっていると判断していることである。二番目はゼロ金利政策が長期化するほど構造改革を阻害する恐れがあるためである。三番目は、ゼロ金利政策の長期化を前提とした市場行動が目立ってきているなど、副作用が時間の経過と共に大きくなっているからである。

中原委員

第一の反対理由は、現在は先行きについて、かなりのダウンサイド・リスクがあり、物価についてはほとんどインフレ・リスクがない状況である。そうした中でQEの発表がマイナスだということになれば、現状維持ではマインドがシュリンクする恐れがかなりある。従って、現状維持的なスタンスは採るべきではなく、より積極的なものに変更すべきである。第二は、財政の効果が今後も出てくる訳であるが、財政政策と金融政策を調整する指令塔が現在の政府のメカニズムには不在である。その中で金融政策としてはできるだけ財政政策とシンクロナイズさせることが必要であり、一段の量的な緩和を図るべきである。三番目は現在の政策は1かゼロかという政策であり、段階的に緩和が出来ずに突然ゼロ金利を解除して金利の乱高下を招く可能性がある。いつまでゼロ金利をやるかということについても政策委員会の裁量に待つところ極めて大であり、そうした中では量的な緩和にすることが望ましい。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として、賛成多数でゼロ金利政策の継続を決定した。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す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で、宜しく願います。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

次に、3月の金融経済月報の検討に入りたい。最初の4ページが本委員会での正式決定事項であるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いしたい。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下さい。

吉田調査統計局経済調査課長

実体面から申し上げる。まず総論部分であるが、「わが国の景気は、このところ、持ち直しに転じている。」というのは前月と同じである。次に「こうしたもとの、企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善が続いている。」としているが、先月との対比でみると、「徐々に改善しつつある。」という表現から若干前に進めた形になっている。それに続く「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。」という点は前月と同様である。

各論について、変更点だけ申し上げる。まず設備投資について、先月は「下げ止まりつつある。」としていたものを、今月は「概ね下げ止まったものとみられる。」と変えている。住宅投資は、先月は「頭打ちから小幅な減少に転じている。」という書き振りであったが、今月は「緩やかに減少している。」と若干変えた。これまで常に在庫調整の進捗を記述していたが、ほぼ完了したため基本的見解からは在庫についての記述を削りたいと考えている。

先行きについては、一つは財政に関してこれまでは端境期に伴い公共投資が減少するとみていたが、足許既に補正予算にかかる執行が出てきており、次に出る公共投資請負統計からはかなり大幅な増加になると見込まれるため、先行き「補正予算の執行に伴い公共投資が増加に転ずるほか、」としている。金融面では、これまで金融環境全般の改善と表現していたが、

今月からは「良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していく」と変えている。細かい点であるが、海外景気の国内への波及については、今月から「所得・支出面にも好影響を及ぼしていくとみられる。」と変えている。

先月までは先行きの若干のリスク・ファクターとして、「昨年夏場以降の円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる。」という書き振りをしていた。こうした中で円相場の推移をみると、2月以降は短観で企業が想定している107円台を上回る円安で推移していたため、原案ではこうした表現を削除していた。昨日から為替相場が再び円高に振れてきており、先行きのリスクを落とすのも如何なものかという考え方もできるが、この点は執行部の中でも必ずしもまだコンセンサスができていない。委員方のご意見を承ったうえで決めたい。「民間需要を巡る環境が改善を続けている」とあるのは、冒頭の総論に合わせた表現の変更である。

物価面の書き振りはかなり変えている。まず今朝発表になった2月の輸入物価が前月比で円ベース+4.3%の上昇となったため、幾分を削り「最近の円安の影響もあって上昇している。」としたい。国内卸売物価は前月比+0.1%であり、「横這いの動きとなっている。」ということで宜しいかと思う。大きく変わっているのは消費者物価であり、前月までは「横這い圏内で推移している。」と表現してきたが、今月は「これまでの円高による輸入製品価格の低下等から、幾分弱含んでいる。」と現状の判断を変えている。物価全般の先行きについては、先月まで「機械類等で価格の下落が続く」というマイナス方向の要因が一つ、「在庫等の動きからみて需給バランスが緩やかに改善する」というプラス方向と「原油価格の上昇が転嫁される」というプラス要因二つの合計三つであった。今月はこれまでの円高による輸入価格の低下がマイナス方向に作用するというマイナス方向の要因を一つ加えたため、「総じてみれば物価は当面概ね横這いで推移していくものと考えられる。」という表現にしている。最後に、このように物価の上昇要因ないしマイナス要因が幾つもある中であって、私共が注目していくのは需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力であるこ

とを明確にする意味合いの記述を追加している。

雨宮企画室企画第1課長

金融部分はほとんど変えていない。前月はY2K問題の終了宣言であったが、今回は、2月29日問題に一言言及している。その他は市況に応じて表現を変えている。多少文言を変えているのが、「融資を回復させようとする姿勢を強めている」という部分であり、前月までは「徐々に融資を回復させようとする姿勢を強めている」としていたが、ヒアリング等を踏まえると姿勢としては「徐々に」は削っても良いだろうと思われる。「企業の資金繰り逼迫感は緩和してきている」という表現は、一昨年から去年の初めまでの「非常に強い逼迫感が徐々に後退してきていた」という表現を変更したものである。DI調査等を踏まえると、今や逼迫感が後退しているというよりも、むしろ緩和感が広がっているという前向きの表現の方が適当ではないかと思われる。

その他、足許の動きを踏まえて技術的な数字の変更を行なった。原案では「この間、コール市場残高は若干増加した。」となっていたが、結局、229問題で増えたものの229問題が終了した後は再び元に戻ったことが判明したため、「コール市場残高は2月末に掛けて若干増加したが、その後は再び減少した」という客観的な事実だけを書かせて頂きたい。長期債流通利回りについては1.8%前後という表現にしていたが、この2日間ばかりは1.7%台であり、「1.7%台での動きとなっている。」としたい。為替相場の部分は、円の対米ドル相場について107円台とあるところを「106～107円台で」と修正させて頂きたい。

篠塚委員

最初の総論では、2月と比べて「民間需要を巡る環境は改善が続けている。」と、評価を一步前進させた訳である。従って、2月と同じになっている一番最初の「わが国の経済は、このところ、持ち直しに転じている。」という文章も「このところ持ち直している。」と直すのが素直ではないか。

かなりの方達がこの1月に強い指標が出てきたことを指摘していたのを受けて、3月の基本的見解を出す訳である。また、1月の議事要旨でも1月17日の段階では「設備投資などについて、回復の展望を確認できる材料が必要であるという認識が出され、こうした見方に対して複数の委員が賛同した」となっていたが、2月、3月共に良い指標が出ている。従って、総論の部分も、今一步進めても良いのではないか。まず、最初の部分は「持ち直している。」に変え、「こうしたもとで」に「民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられてはいないものの」を続け、1行目に戻り「企業収益の回復など民間需要を巡る環境は改善を続けている。」としてはどうかという意見である。

速水議長

「このところ、持ち直しに転じている」を「持ち直している」に直すのか。

吉田調査統計局経済調査課長

篠塚委員のご提案に従って読んでみる。「わが国の景気は、このところ、持ち直している。民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられてはいないものの、企業収益の回復など民間需要を巡る環境は改善を続けている。」となる。

中原委員

原文の方が良いと思う。企業収益の回復にしても、先程三木委員から話があったとおり非常にフラジャイルな面がある。

三木委員

私も原文のままの方が良いと思う。企業収益回復の部分が気になる。篠塚委員の案でいくと、非常に強く出てしまうが、とてもそうした状況ではない。「持ち直しに転じている」を「持ち直している」と変えるのはこだ

わらない。

篠塚委員

それだけでもご検討頂きたい。この先4月に短観が出るが、繋げた時にギャップが生じる懸念がある。

中原委員

しかし、上がればよいが、下がった場合はどうするのか。

篠塚委員

次の文章を直している以上は合わせないと不自然ではないか。

中原委員

これは、「環境が改善している」のであり不自然ではない。

吉田調査統計局経済調査課長

私なりに整理をさせて頂く。一番目の文章は、景気の現状がどのようなになっているかを判断するものである。これまで主に外生需要による後押しにより景気が持ち直しに転じていると言っており、しかし民間需要を中心とする自律的回復の動きは出てきていないとも言っていた。ただ、その間のクッションになる民間需要を巡る環境の部分については良くなってきているとして、一応三つの切り分けをしてきた。従って、そうした整理で申し上げると、クッション部分が変われば一番目が必ず変わるという解釈ではない。

雨宮企画室企画第1課長

このご議論は文章の中に含まれている客観的な情報量という点で整理すれば、余り変わらない。要するに、企業収益の回復という言葉も残っているし、民間需要を巡る環境は改善をしているとか、自律的回復のはっき

りとした動きはみられていないという客観的な情報量は変えずに、むしろニュアンスを今少し前向きにするというイメージでの修文案だと思う。感じを前向きにしても良いのではないかという意見は、執行部にも多少あり、従って「改善しつつある」が「改善が続いている」になっている。しかし、それ以上に雰囲気を一歩進めるに足る材料があるかとなれば、今月得られた単月の数字は確かに強いが、これは相当ノイズが入っている可能性もあり、さらに1か月待たせて頂きたいというのが執行部の考え方である。

植田委員

焦らずに短観をみてからでも良いのではないか。

篠塚委員

何がなんでもということではない。

速水議長

原文のままとするか。

山口副総裁

「転じている」というのはいつから使っているのか。

吉田調査統計局経済調査課長

12月からである。11月が「転じつつある」。

篠塚委員

皆さんの賛同が得られるのであれば変えたい。

中原委員

私は原文のままが良いと思う。

速水議長

原文のままにしたい。

植田委員

変える時は今少し明確に変えた方が良い。

武富委員

私も4月まで待とうと言っており、原文のままが良い。

田谷委員

先月までの書き振りに敢えて戻す必要があるのかどうか疑問である。昨年後半の平均レートは109円程度だと思うが、109円を若干上回った円高はそれこそ11~1月の一時期である。本日の相場が続くかどうか分からないが。

中原委員

しかし、まだ円高の影響は出る。

田谷委員

将来はそうかもしれないが、ここでは3月末までのことではないのか。

中原委員

「当面」となっており、多少先なのではないか。

吉田調査統計局経済調査課長

3月の月報は3月までである。

村山調査統計局長

改めて企業収益にどういう影響を与えるかというよりも、先月まで続け

てきた表現を今回削るのかどうかという判断である。原案では一時よりかなり円安方向に振れてきたため、そう心配はないだろうという判断から先月まで記述していた表現を削ろうと考えた訳である。しかし、本日急に円高に振れている状況が仮にこのまま続けば、次回はそれを復活するのかということになり、マーケットからみると右に左に振れることになる。従って、さらに1か月様子を見ることにして、そのままにしておくのも一案かと考え直した次第である。これは委員方のご判断による。

武富委員

私は入れておいた方が良いと思う。

中原委員

私もこのままで良いと思う。

速水議長

論理的には頂けないが、いいか。

田谷委員

住宅投資について緩やかに減少しているとあるが、住宅投資は単月の振れとはいえ驚くような強い数字が出た訳である。私も基調的には緩やかに減少していくと思うが、そうした数字が出た月にこの表現は若干違和感がある。

村山調査統計局長

1か月の振れだということであれば、例えば基調的には緩やかに減少しているといった一言を入れるとご趣旨に沿うかと思う。

三木委員

それは良いかもしれない。

村山調査統計局長

原文は「最終需要面を見ると、住宅投資と公共投資は緩やかに減少している」という書き方であり、修文する場合には二つを分けて書くことになる。例えば、「公共投資は緩やかに減少している、住宅投資については基調的には緩やかに減少している」となる。

田谷委員

不自然だ。

村山調査統計局長

住宅金融公庫の申込状況などからみて一般的に相当悪いという見方であり、多分1か月のフロックであろうという共通認識にある。従って、そう違和感はないように思う。確かに、1か月だけみればかなり増えているため、説明は必要になる。

中原委員

私は原文のままが良いと思う。

山口副総裁

各論の中で単月の計数の説明は出てくるのではないか。

村山調査統計局長

各論の中では詳述する。

田谷委員

了解。

中原委員

消費者物価がプラス、マイナスと書いてあるのがよく分からない。プラス方向、マイナス方向という表現を上昇ないし下落と書き改めるべきである。

村山調査統計局長

プラス方向というのは物価に対して押し上げ方向という意味である。

中原委員

それはよく分かるが、単に読むとプラス方向とは何か良い方向に働いている感じがする。

村山調査統計局長

物価を押し上げる方向に作用するとすべきか。

語感の問題として、押し上げる方向という表現は押すということで相当強い感じが出る。この前のパラグラフでは、「在庫等の動きからみて国内の需給バランスが緩やかに改善していることや原油価格上昇分の転嫁」と記述しており、原油価格上昇分の転嫁は確かに押し上げと言い切っても良いが、現段階で国内の需給バランスについてまで言えるかとなると、多少ニュアンスが違うような気がする。従って、やや中間的な「プラス方向」という表現にして押し上げまでは行かないというニュアンスを出している。

中原委員

それはよく分かるが、プラスとマイナスという表現は頂けない。

村山調査統計局長

ご趣旨を活かすとするれば、物価に対し上昇方向、輸入製品価格の低下が下落方向に作用するという程度だと思う。

中原委員

その方が良い。

速水議長

その方が良い。

村山調査統計局長

それでは、上昇、下落とする。

三木委員

先行きの部分で「金融緩和措置などによって良好な金融環境」の「良好な」というのは、ゼロ金利のような異常な金利体系を採っている訳であり自画自賛して良いのか。例えば、「安定した」ではないか。

山口副総裁

しかし、これしかないと思われる政策を採っているのであり、良いのではないか。

三木委員

前月までの改善していった結果を受けて、「安定した金融環境」としてはどうか。

村山調査統計局長

これまでは改善という方向を示しており、改善が続いていたため、「良好」とした。

三木委員

金利生活者等からみれば、ゼロ金利が「良好」かという感じがなきにし

もあらずである。

村山調査統計局長

ただ、私共が全般的な景気回復に資するべく政策を打っているとすれば、それは景気の回復にとって良好な環境と言える。

三木委員

経済全般については良好とは言える。ゼロ金利という金融緩和措置はそのための手段である。

中原委員

「企業金融には緩和感が広がっており、」とあるのと同様だが、「概ね」といった言葉を入れたらどうか。

雨宮企画室企画第1課長

企業金融で言うべきは、逼迫感が後退しているというよりも、例えば緩んでいると答える企業が10から20に、20から30に増えているということである。「広がっている」というのは10だったのが20になり30になるというイメージであり、徐々にそうなっているという感じからすると「概ね」という言葉は入り難い。

中原委員

それでは、徐々に広がっているとしてはどうか。

雨宮企画室企画第1課長

緩和感は相当以前から広がっているため、むしろ「徐々に広がりつつあり」の方が良いか。

吉田調査統計局経済調査課長

実体部分で変わるところを読み上げる。「昨年夏場以降の円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる」という部分を、「これらを踏まえると」の前に入れる。「スタンスを続けるものとみられる」という部分を、「考えられる」と変える。輸入物価の部分で「輸入物価は原油等国際商品市況の上昇に加え、最近の円安の影響もあって上昇している」と「幾分」を削っている。物価の先行きの部分は、「先行きについては、在庫等の動きからみて国内の需給バランスが緩やかに改善していることや、原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し上昇方向に作用するとみられる。一方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落や、これまでの円高による輸入製品価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は概ね横這いで推移していくものと考えられる」となる。

雨宮企画室企画第1課長

金融面を確認する。コール市場残高の部分は、「この間、コール市場残高は、2月末にかけて若干増加したが、その後は再び減少した。」とする。長期金利については、「3月入り後は、若干軟化し、最近では1.7%台での動きとなっている」とする。対米ドル相場は、「最近では106~107円台での値動きとなっている」とする。企業金融の部分は、「以上のような環境のもとで、企業金融には緩和感が広がりつつあり、」となる。

中原委員

ダウは2万円台のままで良いのか。

雨宮企画室企画第1課長

これで良いと思っているが、委員方のご意見を伺いたい。

中原委員

1万9,500円位で良いのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

ただ、金融経済月報は月一回に出すものであり、「最近では」のイメージをこの1か月程度とすれば、この1か月に2万円台を何度かつけている。今後さらに下がるようであれば、来月考えるということで如何か。

藤原副総裁

良いのではないか。月報であるし、判断時点も明らかにしてある。

速水議長

それでは採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

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は全員賛成であった。

速水議長

それでは、後段の背景部分の説明は必要があれば執行部で修文させて頂く。本件の対外公表は3月10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3月24日を予定している。

(午後3時37分閉会)

以上