

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年3月24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（10:45～13:13）

原口恒和 大臣官房総務審議官（9:00～10:45）

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長（9:00～13:13）

（執行部からの報告者）

理事

理事

理事

金融市場局長

調査統計局長

国際局長

企画室参事

企画室企画第1課長

調査統計局

黒田 巖

松島正之

永田俊一

山下 泉

村山昇作

平野英治

稲葉延雄

雨宮正佳

吉田知生

（事務局）

政策委員会室長

政策委員会室審議役

企画室企画第2課長

政策委員会室調査役

企画室調査役

企画室調査役

小池光一

村山俊晴

田中洋樹（9:00～9:35）

飛田正太郎

内田眞一

山岡浩巳

I. 開会 速水議長

ただ今より金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は、まず前々回会合の議事要旨を承認頂き、その後執行部から当座預金取引の相手先である証券会社および証券金融会社が発行するCPの買入対象としての取扱いについて提案があるため、ご審議頂きたい。その後は、執行部からの金融経済情勢に関する報告、委員による金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議、もしあれば政府からの出席者の発言、金融市場調節方針の採決と進めて参りたい。最後に本日は1～3月期における最後の会合であり、先行き6か月間の会合のスケジュールを承認頂く予定である。

政府からの出席者は、大蔵省からは原口総務審議官、11時頃には林政務次官が出席され、経済企画庁からは小峰調査局長が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することになっているので、委員および政府からの出席者におかれては、このことを前提に発言頂くよう、宜しく願います。

II. 議事要旨(2/24日開催分)の承認

速水議長

それでは、前々回2月24日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ないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は3月29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. 「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定（資料-1）

速水議長

次に、当座預金取引の相手先である証券会社および証券金融会社が発行するCPの買入対象について執行部から提案があるため、決議頂きたい。本件は昨年9月21日の会合において、当該CPを売戻条件付買入の対象としては不適格とする方針を決定したが、当時の買入状況等を踏まえて、本年3月末までに買い入れたものについては、なお適格とする経過措置を設けている。今般、その経過期間が満了するため所要の手続を整備することを諮るものである。企画室稲葉参事から案件について説明をお願いする。

稲葉企画室参事

昨年9月21日の当会合において、当座預金取引の相手方である証券会社と証券金融会社が発行するCPについて、CPオペの対象として不適格とする方針を決定して頂いた訳であるが、その際買入状況等を踏まえ2000年3月末までに買い入れたCPについては、なお適格という扱いになっていた。本日はその方針を受けて、当座預金取引の相手方である証券会社と証券金融会社が発行するCPを買入日が4月3日以降であるCPオペからは買入対象として不適格とすることを規程化するものである。本年3月15日現在の買入状況をみると、買入CP合計額は4兆6,944億円であるが、そのうち証券会社と証券金融会社の発行するCPは9,044億円と2割弱を占めている。前回ご決定頂いた基本方針について確認させて頂くと、当座預金取引の相手方である金融機関等の債務については、次に掲げる債務を本行与信の担保または割引若しくは買入の対象として不適格とすることとしており、取引先である証券会社、証券金融会社が発行するCPをあげている。そこには但し書きがあり、2000年3月までに買い入れたCPはなお適格とすることになっている。

お諮りする付議文を説明する。「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正等に関する件として、案件は経過措置にかかる期間が終了すること等に伴い下記の諸措置を講ずることである。記の1.は「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」を別紙1.のとおり一部改正することである。ただし2000年3月末までに買い入れた当座預金取引の相手方である証券会社および証券金融会社が発行するCPについては、売戻日が到来するまでの間、なお従前の例によること。2.は「日本銀行業務方法書」を別紙2.のとおり一部変更し、平成12年4月3日から実施することである。基本要領の改正案は別紙1.であり、4. 買入対象で発行体に「(当座預金取引の相手方を除く。)」を挿入することである。

この改正の機会を捉え、本件とは関係ない技術的事項につき若干の修正を施したいと考えている。5. 売戻条件、「買入に当っては、買入日から起算して3か月以内」となっているところに「の翌日」を挿入し、起算日

を「買入日」としていたものを「翌日から」にしたい。これは、これまで現先方式のオペの規程のうち本件以外は全て起算日が買入の翌日となっており、制定時期の違い等からずれていたが、この際統一をとる観点から起算日を翌日で揃えることとしたものである。業務方法書の一部変更は別紙2.である。ご説明した技術的な点の変更に伴い第十一条第三号を横線のとおり改め、三売戻条件、買入日の起算は買入日の翌日から起算することにするものである。

速水議長

ただ今の説明につきご意見、ご質問があればどうぞ。

ないようであれば採決に入りたい。既定方針の決定であるので政府からの出席者はそのまま結構である。

[全委員が賛意を表明]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

全員一致で可決されました。

速水議長

ただ今、コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領の一部改正等に関する執行部提案が全員一致で決定されたので、会合終了後に執行部から対外公表させて頂く。

IV. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは金融経済情勢等に関する執行部からの報告に入りたい。最初に金融調節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-2）

山下金融市場局長

3月16日から資金需給表の公表方式の変更等の措置を実施し、朝方の即日オペ実施については、これまでの積み上幅見込み額に代えて当座預金残高の前日比増減額見込みを公表している。前回会合以降の金融調節運営は、年度末の接近に伴うターム物レートの上昇等を背景にオーバーナイト・レートにも上昇圧力がかかり易い状況となってきたため、大量の資金供給を継続してレートの上昇を極力回避する調節を行ってきた。その結果、オーバーナイト加重平均レートは、引き続き0.02%から0.03%の実質ゼロ金利水準での推移となった。

この約2週間における調節でポイントとなったのは三つの局面である。第一は2月期の積み最終日となる3月15日である。この日は都銀等が2月の積み期に関しても準備預金の積み進捗を遅らせてきた結果、当日の残り積み所要額が4兆1,000億円近くと比較的高水準となったため、朝方か

らレートが強含む展開となった。このため、9時20分の定例オペで当座預金残高を前日比8,000億円増加させる調節を行なった。これを受けて出し手が一斉に0.02%での資金放出に動き、出合いレートが低下したことから当日のオーバーナイト・コールの加重平均レートは結局0.02%での着地となった。第二のポイントは、積み上幅見込み額の公表取り止めの初日となる3月16日の調節であるが、この点は後程ご報告させて頂く。第三のポイントは、3月21日、22日の動きである。21日には当座預金残高を3,000億円拡大する調節を行なった。これは、年度末越えターム物レートが上昇する中で、一部都銀の当日のオーバーナイト資金要調達額が、ターム物調達がなかなか予定どおりに進まなかったこともあり、多額に上る見通しとなったためレートが強含む恐れがあると判断して拡大したものである。こうした大量の資金供給を受けて、午前中は0.02%で出合いが着実に進み比較的落ち着いた展開となったが、午後に入り資金を取り遅れた一部都銀が0.05%までビッド・レートを引き上げて取り上がる状況になった。結局、オーバーナイト加重平均レートは0.03%に上昇している。翌22日は、朝方、引き続き要調達額が多かったことに加え、出し手が前日の午後の地合いを受けてやや強気の姿勢に転じ、資金放出を控える動きを示したため当座預金残高を前日比4,000億円拡大するオペレーションを実施した。これを受けて、出し手が0.02%での資金放出を進捗させたため漸く落ち着きを回復し、当日の加重平均レートは0.02%での着地となった。

この間の短期金融市場における話題ないし目立った変化点は次の二点である。一つは、3月16日からの積み上幅見込み額公表取り止め後の金融調節運営である。マーケットでは日銀が新方式の下でどのような調節運営を行なってくるか、特に積み上1兆円を維持するのかどうかに関心が集まっていた。私共としては今回の見直し措置が金融調節のアカウントビリティー向上のための技術的な措置であり、従来の調節運営スタンス自体は基本的に何も変わらないことを明確にしたいと考えていた。従って、16日については平均所要額を1兆円上回る5兆円程度の当座預金残高となるよう資金量を調整し、その後については市場地合いに変化がない限りは当

面当座預金残高を5兆円前後にする方針で臨む積もりであった。しかし、特に今週に入り年度末越えターム物レート上昇の影響からオーバーナイト・レートに上昇圧力がかかる展開となったため、結果としては連日5兆円をかなり超える資金を供給するオペレーションを行なってきた。マスコミは毎日9時20分の時点で直ちに積み上幅を計算して数字を流している訳だが、マーケット関係者には積み上幅が比較的大きく振れるのを眺め、日々の積み上幅にはやはり余り意味はなさそうだという認識が徐々に浸透しつつあるように窺える。このように新方式への移行は取り敢えずは格別の混乱もなく順調に滑り出したと思う。

第二の目立った動きとしては、ターム物レートの上昇が挙げられるが、特に年度末越えのインターバンクレートと短期国債レートの上昇が顕著になっている。例えば、ユーロ円出合いレートの2W物は16日に年度末越えになったことに伴い0.03%から0.18%に急上昇した後、今週に入り一部都銀や外銀の年度末越え資金の調達積極化から昨日は0.23%まで上昇している。1Mレートもじりじりと上昇してきており、昨日は0.13%と昨年末以来の水準になっている。2月29日越えおよび3月末越え取引のユーロ円の2W、円転コストの2Wの両者を比較してみると、今回の3月末越えの方が早目にかつ大きく上昇している。同様に3月末越えと2月29日越えの先日付の末初取引——3月末越えは4月1、2日が休日で、かつ3月31日がY2K関連の危険日になるため、マーケットでは3月30日スタート、4月3日エンドの4日物から1W物が末初レートと認識されている——を比較すると、3月末越えは2月末越えに比べて早くからかつ大きく上昇している。また、2月末越えの際には取り遅れて最後の段階でビッド・アップを余儀なくされた外銀が早くから比較的高めのレートで調達を進めていることが特徴的である。今回はY2K要因がどれだけ認識されているのかよく分からないが、これに加えて3月期末の自己資本比率を若干でも良くするために、地銀等がインターバンク市場での資金放出を控えて余資をリスク掛目ゼロの準備預金保有に振り向ける可能性が高いことを映じたものである。都銀や外銀等の取り手は、昨年末のY2K問題や2月29

日問題の経験を踏まえて今回の年度末越えの資金調達はかなり難しくなると意識しているように窺える。

今一つが目立った動きは短国レートの上昇である。短国イールドカーブの変化をみると、1月17日のレベルからゼロ金利解除期待の後退に伴って2月29日のレベルまで全ての残存期間で低下していたが、ここにきてレートが再び上昇に転じており、残存期間が2M以上のゾーンでは昨日のイールドカーブが1月17日を大きく上回るレベルまで上昇してきている。これは4月からのFB完全公募入札化に伴い発行額が一段と増加する見通しにあることに加え、最近公表された設備投資関連指標が比較的良い数字だったためゼロ金利早期解除期待が再び強まりつつあること、さらには年度末要因が意識されてきていることなどによるものである。一昨日入札が行なわれたFB 51回債の落札平均レートは、こうした環境の悪化を受けて0.115%まで上昇している。こうしたターム物レートの上昇を眺め、私共では年度末越えの資金供給オペレーションを積極化させており、昨日段階でのグロスの資金供給残高は約40兆円に達している。このうち短国の買現先残高は26兆円と既往ピーク水準まで拡大している。こうした資金供給オペにおいては、3月に入ってから期末越えオペの平均落札レートは2月末越えに比べてかなり上昇している。応札倍率も担保不足が目立つCPオペを除いて多くが上昇しており、短国買現先で3倍台、国債借入レポ・オペで2倍台が続いている。平均落札レートも例えば昨日実施したレポ・オペでは0.07%に上昇しており、引き続き年度末資金に対するニーズは大変強い状況となっている。

年度末まであと1週間であるが、引き続きマーケットのレート動向等を十分モニターしつつ、必要に応じ弾力的な資金供給を行なって参りたい。来週に入ると期末接近からオーバーナイト・レートの上昇圧力は一段と強まるものと予想されるため、当座預金の供給額を大幅に拡大する方針である。昨年末のY2K時には23兆円、この2月29日には15兆円の当座預金残高となったが、今回は恐らくその中間をやや上回る20兆円の前半になるものと思われる。因みに、昨年3月末は6兆円である。引き続き適切

な資金供給を通じてマーケットの安定確保に全力を挙げて参りたい。

中原委員

4月以降、短国が完全入札になるとどの程度のレートが見込まれるか。それがオーバーナイトに与える影響如何。

山下金融市場局長

全くマーケットの状況次第である。一回当たりの発行額は当初の1兆円から1.3兆円、2兆円、2.7兆円、3.3兆円と次第に拡大されてきたが、来週からは3.9兆円まで拡大される。今回意識されているのは発行額が3.9兆円になることと、資金余剰と資金不足を繋ぐキャッシュ・マネージメントビルという2か月物の発行が新たに行なわれることであり、マーケットではこれがマイナス要因として受け止められている。キャッシュ・マネージメントビル自体は資金の余剰日に資金不足日を期日とする形での調達手段として導入される訳であり、これ自体は我々の調節にもプラスであるし、マーケットにもプラスであるが、まだ理解がそれ程進んでいないため発行量の増加という側面のみが注目され、不安感が先行している。いずれにしても、このように発行量が拡大する中でレートが大きく振れている訳である。Y2Kの時にレートが大きく上がったように、その時々マーケット環境如何によりレートは動くと思うが、レートが上がれば必ず買い手が出てくるため消化自体については余り問題ないと思う。

それではレートがどのように形成されるかという議論が非常に大きなポイントになってくる訳である。今まではゼロ金利が、例えば今後1年続くという期待が強ければ、昨年5~6月のように、1年先のターム物までほとんどゼロ金利となっていた。次第に早目にゼロ金利解除が行なわれるのではないかということになると、先の期日物のレートが立つ形になってくる。現在はたまたま3か月物が異常に高くなっているが、これは直近入札分が3月27日に発行・払込みになるために、危険日に近いとして嫌われたという特殊な要因がある。いずれにしても、金融政策に対する期待およ

びマーケット環境によりレート自体は変わってくる。TB、FBの発行、あるいはマーケット状況自体がオーバーナイト・レートに影響を与えるのは、ターム物の調達が難しくなるような環境になる場合であろう。もっとも、例えば仮にターゲット・レートが0.25%に引き上げられ、それが暫く続くというような見通しになってくれば、マーケットがそれ程混乱することなく調整が進むことになると思う。それは本会合での議論とその打出し方、あるいは景気動向やマーケットが今後いかなる期待形成をするかにより大きく変わってくることになる。

速水議長

短資の当座預金残高がここへきて急に増えてきているが、何故か。

山下金融市場局長

3月16日以降は、むしろ例月に比べて比較的少なめにきている。これは都銀や外銀の期末越えのターム物調達が思うように進んでいないこともあり、オーバーナイト調達を増やして比較的積みを早目に進捗させているためである。これまで都銀は「ゼロ金利」の下で常に積みの進捗を抑えてきていた訳であるが、3月期については積みをプラスの方に進捗させている。やはり今3月積み期は調達が大変だという意識があり、多少早目に調達しておこうという感じが出ていると思う。このため、日々の資金調達額が増えていることに伴い、例月に比べれば短資預金が若干少なめとなっている。ただ、ご指摘のとおり引き続き絶対額としてはかなりの額に上っている。

武富委員

先程の説明では、年度末資金の調達コストが上がっている要因として、専らY2Kが意識されていると聞こえたが、2000年代最初の年度末であるため意識しているのか。特異日でもない。単純に年度末要因なのか、あるいは何か実体的な資金繰り上の背景があるのか。要するに、なぜそのよう

にY 2 Kを強調するのか。

山下金融市場局長

我々も市場関係者にどうしてY 2 Kなのかと聞くが、皆が必ずしも理解して言っている訳ではないようだ。多くの銀行では、2月29日を経過したために既にY 2 K対策委員会等を解散している。3月31日には決算関係のシステムを回すため、そこで色々なものが出る可能性があるということであるが、決算関係のものは別に資金決済や日々の取引にそう影響を与えるはずはない。ただ、確かにY 2 K要因があると思われるのは、マーケットが年度末の3月31日ではなく3月30日を資金調達の高として意識していることである。つまり、3月31日がY 2 K危険日であるため、3月30日に資金を多額に積んでおかなければならないという発想である。ただ、面と向かって何が危険なのかと聞くと、皆がそう言うからという程度の感じではない。ただ、健全化計画の影響もあるためだと思うが、自己資本比率を非常に意識している節があり、出し手の方が超過準備を相当に抱える雰囲気があることも不安を高めている可能性がある。いずれにせよ、極く一時的な要因であり年度末を越えれば落ち着いてくると思う。

三木委員

例えばターム物金利が多少上昇してきているというが、ユーロ円3か月物の出合いレートは大した上昇ではない。要するに、問題なのは年度末越えにポイントがあるため、そこに絡むところだけが動くという理解でいいか。ただ短国のイールドカーブに表われているように、先行きに対する見方が出てきていることが別の問題としてあるという理解でよいのか。

山下金融市場局長

本日、年度末越えが大きく上がっており、短国レートも上がり始めたという二点を説明したのはそうした趣旨である。年度末越えは武富委員が指摘されたように非常に一時的な末初取引にのみ反映されており、2Wや1

Mなど短い物の金利が大きく上がる形になっている。ただ最近になって特徴的なのは、リスク・フリーで金利のベースになる短期国債レートがかなり大きく上がっていることである。特に1年や3か月のところもかなりのペースで上がってきており、これについては需給要因が効いていると思うが、金利感自体が少し変わりつつある。リスク・フリー・レートが上がってきているとすれば、全体のレートが上昇してくる可能性もある訳であり、その辺は今後注目していかなければならない。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場の動向、海外金融情勢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-3）

平野国際局長

円の対ドル相場は月央にかけて一時104円台まで上昇したが、本邦当局による円売り介入報道を受けて反落した後、やや円安気味の展開であり、足許も107円台前半とほぼ前回決定会合時のレベルで推移している。ドルを支える要因の一つは言うまでもなく好調な経済をバックにした米国株価の堅調、二番目は新年度入りを展望した本邦投信による対外投資活発化への期待という資本フロー要因である。なお今月21日には米国の1月の貿易収支が280億ドルの既往ピークの赤字と発表された訳であるが、市場にはほとんど影響が出ていない。一方、円高要因は日本の景気回復期待であり、4月3日に発表される短観において景気回復傾向がどの程度確認されるかに注目が集まっている。ユーロの対ドル相場については、欧州景気回復を背景としたECBによる利上げが3月16日に決定された訳であるが、これが一つの好材料となって上昇した後また反落しており、上伸力に欠ける展開となっている。引き続き欧州からの対日あるいは対米の資本流出、直接投資の動きがユーロ安の材料になっている。最近の円ドル相場の動きとシカゴIMMの先物ポジションの動きを重ねてみると、本年入り

後の円安局面では先物の円・ショートポジションが拡大する一方、3月入り後の円高局面ではショートポジションが急速に手仕舞われている様子が窺われ、こうした動きが円ドル相場になにがしか影響を与えていることが観察される。

続いて国際金融、海外経済動向である。前回決定会合以降の変化としては、16日のECBの利上げと21日にFedの利上げが決定された。市場ではいずれも予想どおりとの受け止め方である。全体に株価の値動きは荒くはなっているが、米国の株価は反発し、債券市場も強気化しており、国際金融市場全体として達観すれば落ち着いた展開である。まず米国の長期金利から報告する。3月は財務省が国債の買い戻しオペレーションを二回行なったことに加え、2月の生産者物価、消費者物価が比較的落ち着いたものであったため国債長期物利回りは緩やかな低下基調を辿っている。21日のFOMCによる利上げ後も長期金利はむしろ若干の低下であり、米ドル・スワップのイールドカーブも利上げ後若干フラット化している。米国株価は、NASDAQが大きな振れを伴いつつも高値横這い圏内で推移しており、NYダウは反発している。Wilshire5000という全米株式時価総額の92%をカバーする最もカバレッジの広い株価指数は既往ピークを更新する展開であり、総じてみれば米国株価は堅調に推移している。米国の主要経済指標にはスローダウンの兆候はない。物価指標をみると、エネルギー価格は上昇しているものの、コアベースでは生産者物価、消費者物価とも安定基調を維持している。

次に、ユーロエリアの景気動向も拡大傾向である。ユーロエリアの消費者物価2月の前年比は2.0%である。この2月の消費者物価については、公表前に市場では2.1%と2%を若干上回る上昇率になるのではないかと予想していたが、市場予想に比べて若干マイルドな数字になる。しかし、ECBの中期的な物価目標は2%以下であるため、上限に張り付いた形である。コアベースの伸び率が2月は1.2%ということであり、昨年の後半から推移を追ってみると伸び率を幾分高めつつある。こうした状況を受けて、ECBは16日に利上げをしている。

NIEs、ASEAN4の主要経済指標をみると、全体として景気回復基調が続いているが、内需にも回復の動きが広がっているのが特徴である。中国の主要経済指標のうち全社会固定資産投資も昨年末辺りから伸び率を高めてきており、固定資産投資を中心に内需が持ち直しつつある。また、中国の2月の消費者物価は22か月振りのプラスである。中国当局は単月でプラスに出たことについては慎重にみているようであるが、エコノミストの中にはこれが中国におけるデフレ終息の兆しと評価する向きもあるようである。いずれにしても、中国の景気も底入れと言えるのではないか。99年第4四半期のGDPが出揃ったが、その特徴を三点申し上げる。まず、総じて第3四半期に比べて成長率が加速している。NIEs、ASEANの実質成長率を需要コンポーネント毎に分解すると、香港、インドネシアを除いて内需主導型の回復傾向が窺われ、それが顕著な韓国では個人消費が景気を相当牽引していく姿が窺われるし、総固定資本形成もコンスタントにプラスに出ている。一方、ネットの外需はほとんど寄与がなく、韓国は内需主導型の成長に移っている。同様の傾向が台湾においても窺われる。三番目の特徴は、NIEs、ASEAN諸国のGDPを通貨危機前のレベルとの比較でみると、韓国、台湾、シンガポール、フィリピンは既に危機前のレベルを上回り、香港、マレーシアが本年中には危機前のレベルを越えるという見通しになっていることである。一方で、タイとインドネシアは本年中也危機前のレベル回復の目途は立っておらず、回復がやや遅れているのが目立つところである。

三木委員

韓国、タイの在庫投資がここへきて急速に増えてきているが、在庫投資はどこかで剥落する。その場合、日本からの輸出に対する影響が本年後半どうなるのかが企業の立場からみると非常に問題になる。

平野国際局長

在庫については、韓国を念頭に置くと資料の見方に注意が必要である。

必ずしも在庫の絶対レベルが大きく積み上がってきている訳ではなく、在庫のレベルはむしろ減っている。コンスタントに減っているが、前年比ではその減り方が小さくなっている。

三木委員

前年比だからか。

平野国際局長

結果としてプラスに出ている面が大きい。ただ、内需がコンスタントに伸びてきているため、生産活動がこの先さらに上向いてくれば、今度は前向きの在庫が積み上がってくることも考えられる。本年後半までの在庫の動きは展望し難いが、目先この在庫の寄与が直ちにマイナス方向に出てくることはまずないと思う。現在のところ在庫は非常に低いレベルでむしろ減少している。この先多少積み上がってくることを想定すると、在庫はプラスに出ることはあるかと思う。全体として在庫は色々イレギュラーな動きをする。個人消費が堅調になってきているが、要するに輸出主導の回復により生産レベルも徐々に上がってきたことが所得形成にプラスの影響を与え、支出面に好影響を及ぼし始めた。加えて、株も堅調に推移したため株の資産効果もみられ、そこは回復力が固くなってきた良い傾向だと思う。ただ、こうした東アジア経済も日本はもとより米国の動向に相当左右されるため、最大のリスクとしては米国経済がどうなるのかに相当大きく依存している。

武富委員

原油価格は高い水準が続くかどうか分からないし、いずれ低い方に調整することも十分あるとは思いますが、仮に一頃のような原油価格高があった場合、アジアや他のエマージングマーケットに対するインパクトは先進国より大きいと考えておくのか。現在の原油高がこれらのエマージングマーケットに経済の調整要因として働く可能性をどの程度とみたらよいのか。

平野国際局長

エマージングのうち産油国を除いて非産油国の場合を考えると、一つのルートとしては、経済が良くなってきた中でインフレ懸念がどこまで起きるかである。アジアについては、原油価格は消化された状況が続いている。例えば、韓国では物価の先行きが若干怪しくなってきたとはいえ、足許では1%半ばの物価上昇率であるし、台湾辺りも1%前後と景気は良くなっているものの国内のインフレに火が付いている状況ではない。従って、原油価格の上昇が仮に続いたとしても、直ちに国内のインフレを加速するということではないと思う。むしろ、そのリスクは先進国の方に大きいとみている。直接的なインパクトは申し上げたとおりであるが、先進国を経由してどういうインパクトが及んでくるかが最大のポイントである。結局のところ原油価格の上昇が続いたとして、それが米国経済なり日本経済にどのような悪影響を及ぼし、ひいてはそれがアジアにどういう影響を及ぼし得るのかを注意してみておかなければならない。

武富委員

産業構造的には、エマージング諸国がエネルギー多消費型産業を中心に動き出しており、先進国のように石油原単位の改善がないとすれば、大勢観として原油価格上昇の影響を受け易いという印象を持って質問した。先進国経由以前の問題として、これらのエマージングマーケットは余り影響を受けないのか。

平野国際局長

いかなるタイムフレームで考えるかによっても違うのではないか。多少中期的に考えた場合はエマージングの方がエネルギー多消費型の産業構造であるため、その分影響が大きいであろうという武富委員の仮説は正しいかもしれない。短期的に足許の景気に対してどうかということであれば、現在の景気は必ずしもエネルギー多消費型の産業が盛り返すことにより

全体の景気が上がってきている訳でもない。その意味で、取り敢えずは国内の物価にどれだけ火が付いてくるかということと、先進国からの二次的なインパクトがあるのかが焦点になるのではないか。その限りにおいては、原油価格の上昇の幅と持続性にもよるが、エマージングが先進国に比べて大きなダメージを受けると必ずしも短期的には言えないのではないかとみている。

中原委員

アメリカの金利先物からみるとどの辺まで引き上げを織り込んでいるのか。

平野国際局長

F Fの7月限をみると、6.5%程度だと思う。現在は6%であり、本年中には6.5%程度まではいくという感じである。あと一回6.25%で打ち止めであろうという人もいるが、エコノミストの中には7%まではいくのではないかという見方もあり、分かれている。平均的には、さらに一、二回の引き上げで6.5%まではいくというのが予想の中心である。

速水議長

金利を上げて株がまだ上がっていくというのは、銀行貸出が増えているためか。

平野国際局長

銀行貸出は増えているが、必ずしもそれだけの要因ではない。I T関連株価については、金利を上げて強気の期待が支配しているため、利上げが効いてこない。また、予防的に金利を上げることにより、経済がソフトランディングするのであれば、その分だけ安心感が出るため、むしろ株が買われるというセンチメントに繋がっている部分もある。利上げの効果は多少ラグを置いて出てくる訳であり、これまで既に五回上げている以上は

いずれは効果が出てくるという見方もある。さらに、アメリカの株をワールド・エコノミー株とニュー・エコノミー株とに分けてみると、これまでの利上げの効果はいわゆる伝統的な株価にそれなりに影響を及ぼしている。PERでみても伝統的な株については多少下がってきており、その分については金利が効いている。しかし、IT株については多少の金利上昇は今のところ強気の期待にかき消されて効いていない。

速水議長

これだけ金利を上げて株価が上昇していくことは、無分別な高騰以外の何物でもないと思う。

平野国際局長

金利を上げて、反射的には株が下がる場合もあるし、そうでない場合もある。しかし多少長い目でみれば、あるいは他の条件を一定にすれば、金利を上げればその効果がじわじわと浸透し、いずれ資産価格にも影響が及ぶのではないか。ただし、アメリカの場合は今のところ非常に強気の期待が支配しており、金利を上げて期待が簡単に崩れるものではない。強気の期待の方が金利上昇の効果を取り敢えずのところオーバーライドしているのではないか。日本でもバブルの89年5月に公定歩合を上げたが、結局その後も株価は上がり続けた訳である。

速水議長

従って、バブルではないかという気がする。

平野国際局長

バブル的な側面はあると言われているが、情報化関連投資の効果に伴い生産性が現に上がっている部分もある。従って、足許の現象を全てバブルで片付ける訳にもいかないところに難しさがある。

速水議長

アメリカの当局も色々苦勞しているだろう。

田谷委員

確かにアメリカの場合、72年と80年と87年に金利を上げた直後に株が上がったケースがあるが、その全ての場合において後で株価は下がっている。今回がそうであるかどうかは分からないが。

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する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

前回会合以降、法人季報、機械受注など多数の指標が出ているが、このうち住宅金融公庫申込件数あるいは公共工事請負金額はこれまでの判断を裏付ける内容である。一方、法人季報の設備投資は昨年7～9月、10～12月と二期連続の増加となっている。また、先行指標の機械受注も12月の大幅増加に続き、1月も増加している。従って、設備投資の関連指標は従来みていたよりも総じて強めであり、設備投資は下げ止まりから緩やかな増加に転じたと判断できる。ただ、個人消費を含めた民間需要全体の立ち直しには、なお暫くの時間を要するとみられる。総括的な判断としては、わが国の景気は、これまでの外生需要に依存した持ち直し局面から、民間需要を軸とした自律回復局面への入り口にさしかかりつつあり、企業収益の好転など民間需要を巡る環境の改善が続いていると言える。こうした下で、この先、民間需要へのバトンタッチがスムーズに運ぶ可能性も高まってきてはいるが、設備投資回復の裾野の広がりや持続性を含め、これらの点を裏付けるデータはなお不足している。従って、短観等における企業の来年度事業計画あるいは家計所得の動向等を今後丹念に点検していく必要がある。

法人季報の設備投資は全産業ベースで7~9月+2.7%、10~12月+1.3%である。大きく括ると、製造業大企業、あるいは製造業の中堅・中小、非製造業の中堅・中小が増加しており、非製造業の大企業でもほぼ横這いである。製造業の大企業については、概ね私共がこれまで想定したような足取りである。非製造業の中堅・中小企業は債務比率も比較的高かったが、こうした先の設備投資が二期連続増加になっているのは、私共が従来みていたよりもやや早めのピックアップと言える。こうした設備投資状況の背景としては、企業収益が改善傾向を続けていることがあると思う。さらにこの企業収益の改善傾向の背景には売上高が大企業を中心に持ち直し、人件費も低下傾向にあることがある。企業収益は各セクターで改善傾向が続いている。今一つ設備投資を考えるうえで重要なのは純債務残高の動向であるが、キャッシュ・フロー比率でみると各セクターとも総じて低下傾向が続いている。特に製造業・大企業においては、このところ資産超幅がさらに拡大している。また、中堅・中小企業では、前回ボトムの97年初頭頃のレベル近辺まで好転している。

先行指標でみると、機械受注の1月は10~12月対比で+10.3%とかなり大きな伸びになっているが、主因は電子、通信機器等である。因みに、1~3月の業界見通しは前期比-1.6%であり、これを上回らない感じである。次に、2000年度の設備投資計画である。日本政策投資銀行の調査における製造業は、昨年8月の調査では-10.9%だったが、電気機械等の増加が寄与して2月調査では+0.3%まで持ち上がってきている。非製造業についても8月の-4.0%から+0.2%まで持ち上がってきている。ただ、非製造業については今後通信分野において下振れの可能性があるため、その分は計算に入れておく必要がある。日本経済新聞調査の方は2000年度が今回出た訳であるが、製造業で+0.5%、非製造業は-3.9%というスタートである。次に、中小企業の動向に関しては大蔵省の景気予測調査の結果がある。製造業は例年この時点ではマイナスのスタートになるが、珍しくゼロ近傍のスタートとなっており、一方非製造業については例年並みのマイナス・スタートである。

個人消費関連でも幾つか指標が出ている。まず2月の都内百貨店売上高は、前月比でみると、1月に5.1%と大きく増加した後、-2.9%となっている。ただ、業界では婦人向け春物衣料等を中心に底固いとの評価である。3月も企業によって差はあるが、総じてみれば底固い展開であると聞いている。旅行取扱額の1月は12月に大幅な減少の後持ち直した形であるが、まだY2Kの要因が響いているため1月の10~12月対比では-1.8%と水準としては低い。業界ヒアリング等によれば、5月の連休についてはかなり良い数字が出そうだということである。消費者コンフィデンスについても、生活不安度指数がこのところ改善している。第3次産業活動指数の1月は前月比+0.5%と若干上昇している。主因はサービスあるいは運輸・通信等の上昇である。達観してみると昨年の後半以降緩やかな上昇傾向が続いていると言える。

通関等の動向については、2月は輸出が前月比5.7%の増加、輸入も3.5%の増加である。1、2月平均でみると輸出の方は+3.0%、輸入は-2.8%となっている。輸出の内訳については、アジア向けの情報関連財、あるいは資本財が10~12月にY2K要因等もあり一旦減速した訳であるが、その後再び高い伸び率に戻ったことを確認する結果となっている。国別には、米国が1月減少の後2月は戻している。増加の主因は情報関連財等である。EU向けは1月に自動車のスポット物が急減したが、それが2月には若干戻っている。東アジアの中では中国の伸びが目立っているが、内容的には資本財、情報関連財である。また、NIEs、ASEAN4についても同様の傾向であり、2月は単月ではマイナスになっているが、基本的には情報関連財、資本財を中心にかなり大きな伸びが続いている。四半期で括ってみると、昨年の第1四半期から一貫して高い伸びが続いており、NIEs、ASEANとも同様の傾向が見てとれる。因みに、財別では情報関連あるいは資本財・部品がかなり高い伸びを示している。次に輸入を財別にみると、まず素原料が12月、1月に減少の後2月は戻している。中間財も同様な傾向であるが、まだ生産の回復のテンポとの対比では弱い感じであり、今後は今少し増えてくる可能性もある。情報関連財はY2K

の反動で12月、1月と一旦減少していたが、2月は増加に転じている。四半期ベースでは、昨年第4四半期にY2K要因から著増した後、第1四半期も元の伸びに戻りつつある。

最後に、CSP Iをトータルでみると、2月は前月比+0.3%、前年比は-0.6%であり、前年比のマイナス幅が縮小している。主因としては、外洋貨物、特にタンカー等が値上がりしているためである。ただ、こうしたものを除いた国内需給要因でみると横這いであり、広告あるいは運輸倉庫が値上がりする一方、NTTのアクセスチャージ等が値下がりしている。

山口副総裁

1~3月の生産指数の予測値の伸び率がMITIの数字とX12ARIMAでかなり違うのは閏年要因か。

村山調査統計局長

然り。

藤原副総裁

統計的にみて、消費者コンフィデンス関連の指標は過去の景気を裏書きするような実績を辿ってきたのか。

村山調査統計局長

一つは消費者コンフィデンス指数がマクロ景気の結果につれてどう動くかということがある。特に90年代は株価等に連動している部分があり、株価のシグナル効果という形で世の中に明るい感じが出るとコンフィデンスも良くなるという関係はあると思う。第二に、コンフィデンス指標が逆に消費の実質の動きにどう影響するかである。平均消費性向の数字をみると、大まかな傾向はあっても、四半期などのタームでビビッドに対応するものではなく、大きなトレンドを読むということではないかと思う。その意味で、現在コンフィデンス指数から言えることは、少なくとも97年

の金融不安以来相当コンフィデンスが悪化し現に消費性向も低迷したが、そうした影響が元に戻りつつある点である。従って、消費者コンフィデンスの面から個人消費がさらに下押しされる局面ではないと言える。

中原委員

閏年要因が特に顕著に効いているものはなにか。

村山調査統計局長

日数が一番関係してくるのは生産や消費であるが、例えば都内百貨店の売上高は私共で季節調整しており、閏年要因は調整済みである。未調整で大きなものは生産指数ではないか。

速水議長

次に雨宮企画室企画第1課長から国内金融情勢に関し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-5）

雨宮企画室企画第1課長

前回会合以降、長期金利は1.745%の水準であったが、その後幾つかの材料をきっかけに若干上昇し、足許は1.8%台半ばで推移している。若干の材料として、例えば法人季報や機械受注あるいは第4四半期のGDPの中で設備投資が強かったことに反応したものである。その後宮澤蔵相の「このまま低金利は続かない」といった発言等も材料になったようであり、全般的には景気に関する強めの指標に反応しつつ若干水準を上げている。一方、株価は3月1日にその前々日のニューヨーク・ダウ10,000ドル回復、前日のNASDAQ最高値更新を受けて、直近の高値20,081円をつけた後、3月8日の会合時には19,766円であった。その後ソニー、ソフトバンク、光通信などのハイテク銘柄に若干調整が入ったが、結局足許は再び19,700円台であり、この間に行って来いの動きであった。長期金利の

動きの中には短期的に期末要因、やや長い目で需給要因や景気要因がみられるとの報告があったが、その中で景気に対する期待が比較的ピュアにみえると思う。

ユーロ円金利先物は昨年末から本年初めにかけて、ゼロ金利解除懸念が比較的強まった後、一気に沈静化していった。結局、9月限をみると2月の終わり頃が0.26%程度でボトムである。それが足許では若干じわじわ上がってきており、9月限では足許0.35%程度である。10bpと極く僅かであるがこの間の機械受注やGDPに反応していることが窺える。従って、今度は月末月初に出される生産等の指標、4月3日発表の短観がどう出るか、それにどう反応するかがポイントとなる。

次にマネーについては、M2+CDの前年比は1月2.6%から2月は2.1%と0.5%ポイント伸び率を落としている。それに対して広義流動性は1月2.3%、2月2.3%と変わっておらず、何らかの金融資産間のシフト要因があったと想像できる。M2+CDを要因分解してみると、全体的に民間資金調達要因がマイナスに寄与している状況は変わらないが、足許その他要因が少し突っ込んでいる。具体的にはマネーから投信への資金シフトであり、M2+CDの伸び率低下0.5%のうち約0.4%がこれで説明できる。3月に入りこのシフトはやや一段落しているようであるが、4月入り後は郵貯の大量流出に伴う資金がどこにどう回るのかによりマネーの姿も変わる。その意味で、投信要因と郵貯要因によりマネーの動きがテクニカルに振れる可能性がある。ただし、貸出等の基調については新たな材料もなく基本的には変わっていないため、マネーの低迷地合いは続く可能性が大きい。

企業倒産件数については2月は1,427件と、ここ数か月1,400件超の動きが続いている。昨年の中頃は特別保証の導入により倒産件数が劇的に減った時期であるため、それと比べると前年比50%と伸び率も相当大きくなっている。前回会合において、最近の特徴は件数は多いが小粒のものが増えているため金額は少なくなっていると説明したが、2月については1兆2,000億円とやや膨らんでいる。長崎屋の4,300億円、エルカクエイの

1,350億円、阿部インターナショナルの1,000億円等があったため金額が大きくなったものである。

(午前10時27分中断、午前10時35分再開)

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

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。

本日は今月二回目の会合であるので、討議のベースとなる前回の判断を極く簡単に振り返っておく。景気判断については、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状況は改善を続けている。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いう認識である。金融政策運営については、この認識を踏まえてゼロ金利政策を継続することが適当であるとの結論に至った。

本日はレビューが中心であり、こうした判断に変更すべき点があるかどうかを中心にご討議頂きたい。討議の形式としては金融経済情勢に関する見解と金融政策運営に関する議論を合わせてお願いしたい。本日は山口副総裁からお願いする。

山口副総裁

前回会合から余り時間が経っていないが、議長が紹介された前回の判断をどちらかといえばコンファームする、あるいはそうした判断をさらにサポートするような材料が幾つか出てきている。例えば、外生需要のうち公共投資については新年度の前半には若干増加する可能性が改めて確認されつつある。また、純輸出は年が明けてからかなりはっきりとした増加傾向が確認できており、世界経済が同時拡大傾向をみせる中で、外需が引き続き日本の景気の改善をサポートする大きな力として働きつつある状況

ではないかと思う。しかし、最も重要な材料は企業活動に表われてきている。その点は法人季報に関して調査統計局長から説明があったが、かねて注目していた景気回復に向けての基本的なメカニズムが企業活動にはっきりと動きつつあることが確認できている。具体的には収益の回復が続いており、大企業・中小企業別にみても製造業・非製造業別にみても企業収益の下げ止まりないし若干の回復傾向が観察される。これはまだ10~12月のデータについてであるが、その後の設備投資の先行指標の動きからみると、向こう2~3四半期程度は投資の回復傾向が生じる可能性が高まってきていると思う。

しかし、新年度全体についての幾つかの設備投資計画をみると、まだ前年比ゼロ近辺の動きになっており、そのまま読めばやはり下げ止まりという範囲の中ではないか。様々な客観情勢を考えると、そうした投資計画についても今後の増額を期待できる状況ではないかと思うが、足許でアベイラブルな数字だけからは明確に回復に向かっていると言い切るのはまだ若干早いと感じている。その中でも、業種別の計画などをみる限り2000年度にさらに大きく投資レベルを引き下げるという業種は、政策投資銀行の調査では例えば鉄鋼、建設・不動産等に限られており、その意味ではITを中心とする技術革新投資の強化が投資全体の増加に反映され易くなってきていると思う。この企業活動の動きが最も勇気づけられる材料である。

それに比べ、消費に関しては特別鍵になるような新しい材料が出ていないため判断を変える理由もない。引き続き企業収益の改善が家計部門にどのように波及していくか、具体的には本年の夏にかけてのボーナスのフレキシビリティの中で家計所得の回復が始まるのかどうか注目していきたい。家計のいわゆるコンフィデンス関連指標は概ね良好な動きになってきており、所得の動きが先行きの消費を規定する鍵ではないかと思う。

以上のような総需要の動きは前回の判断を概ねコンファームする動きになっているが、物価について一言だけ触れておきたい。卸売物価が大体下げ止まってきており、月によっては原油価格上昇の影響もあり0.1%ポ

イント程度上昇しているが、これは総需要の動きと概ね整合的な状態になってきている。それに対し、消費者物価は月によって若干のマイナスになっており、表面的にはまだ下げ止まったとは言えない状況である。この辺りの事情については、前回会合で調査統計局からかなり子細な分析が紹介された。輸入品価格の下落に起因するところが大きいということであったし、その他に銘柄変更の影響あるいは流通構造の変化の影響なども重要な背景として指摘されていた。デフレ懸念払拭をどのように展望するかとの関係で、表面上は消費者物価の若干の下落が続いていることをどう解釈するかは、これまでも本会合で議論があったが、銘柄変更や流通構造の変化の影響から生じている下落の部分はデフレ圧力の表現と受け取る必要はないというのが大方の意見ではないかと思う。私もそう解釈をしている。ただ、今後の経済の一つの姿として、総需要がさらに底堅さを増していきながらも、消費者物価が弱含みを続けるような組み合わせが生じた場合、それをどのように読んでいくのかは悩ましい問題である。構造変化の反映という限りでデフレ圧力の持続と読む必要はない訳であるが、どこまでが構造変化の影響、どこまでが銘柄変更の影響、どこまでが需給バランスの影響かは区分けし難いのが実態だと思われ、どういう材料でその辺を判断していくかが我々にとっての問題である。銘柄変更の影響などについては、真の消費者物価の姿を表わすにつれて生ずる物価指数の下落であり、その限りでは特に気にする必要はない。しかし、表面的な物価の動きは簡単には消去できない要因ではないかと思う。

一つのアプローチとして、私は以前バランスシートの改善と両立しているような物価の下落であれば、余り気にすることはないという表現をしたことがある。同じように、企業収益の改善が続く下で物価がなにかしかなの下落を続けるような状況であれば、それはデフレ圧力の表現と読む必要はないとも言える。その意味で、昨年10～12月の法人季報をみる限り、企業の収益が広範に良くなってきていることは重要な情報ではないか。そうした収益の改善傾向が持続性を持っていくのかどうかを極力フォロー・ルッキングに注視しつつ、物価動向の意味を読み取っていく努力が必

要である。

結論として、前回の判断を特に変える必要はないと思う。企業活動を中心に若干プラスの材料が増えてきているが、まだ設備投資計画が強くなっていく度合いや広がり方が十分はっきりしたとは思えない。短観など新しい材料を基に基本的な情勢判断を改めて再検討したい。この間、留意すべき一番のリスクとしては、海外発のアセットマーケットの動揺だと思うが、これは事前的に日本サイドで手を打てるようなことではないため、政策としてもゼロ金利の継続で良いと思う。

(午前 10 時 45 分原口大蔵省総務審議官退室、林大蔵政務次官入室)

藤原副総裁

前回会合以降の指標の動きをみると、総じて民需の自律的回復に向けた明るい材料が多かったと思う。特に、設備投資関連では1月の機械受注が増加して先行指標がほぼ軒並み増加となった。政策投資銀行の2000年度設備投資アンケート調査でも、製造業、非製造業共に若干プラスの計画になったことなどが明るい材料として挙げられ、設備投資は既に増加に転じている可能性が高いとみてよいのではないかと。一方、消費関連の指標は閏年要因などにより読み難い面はあるが、全般的にはまずまずと言えるかもしれない。色々な消費関連の指標が読み難くなっているが、その中でコンフィデンス指標が明確な改善を続けていることに注目したい。これらの動きと私達がゼロ金利解除の尺度としているデフレ懸念の払拭、あるいは民需の自律的回復の展望などとをどう関連付けて考えるべきかであるが、設備投資は増加に転じているものの、その広がりや持続性についてはなお慎重に見極める必要がある。特に回復が極く一部の業種に限定されていることも、持続性という観点からもまだ気になるところである。

仮に、設備投資にある程度きちんとした手応えを得た場合を想定し、その後の経済の展開をどう読むかについて三つのパターンを考えてみた。第一のパターンは、設備投資の回復が確認できれば民需の自律的回復の条件

が整ったとする考え方である。これは設備投資が民需回復の鍵であり、いずれ所得と雇用を通じて個人消費にも波及していくというメカニズムを重視した立場である。前回まで篠塚委員がこのような立場を取っていたと思う。第二のパターンは、そうした回復メカニズムを認めながらも、個人消費への波及経路がしっかりしているかどうかを今少し確認してみてもどうかという立場である。これは個人消費が完全に立ち直るまで待ち続けるということではなく、設備投資の回復に加えて、雇用・所得環境がこれ以上悪化しないことを確認できればよいということかと思う。第三のパターンは、リストラ圧力が残存する以上、設備投資だけではなく個人消費についてもある程度計数的に明確に立ち上がるのを待つべきだというスタンスである。言い換えると、民需の二つの柱の両方ともがはっきりと回復するのを確認するまでは、ゼロ金利は解除できないという立場である。

このように単純に三つに整理するのは如何かという議論もあると思うが、自分では第二に挙げたような立場ではないかと感じている。第三の立場については、特に個人消費の問題があるが、IT革命や流通革命が進んでいる中で伝統的な販売統計に依存することは危険ではないかと思う。これらが目にみえて回復する段階では、既に景気が本格的に上昇し始めているという可能性すらあるように思う。一方、第一の立場については、ロジックは理解できるが、経済の前向きの力が雇用・所得方面にも及んでいるかどうかを見極めるための時間的余裕はまだあるのではないかと思う。従って、私としては今後設備投資回復とその持続性が確認できるかどうか、次に雇用・所得環境がこれ以上悪化しないかどうかの二点を注意深く点検していきたい。以上を踏まえて、本日のところは私もゼロ金利政策の継続を支持したい。

田谷委員

設備投資の先行きについては、底打ちから回復に向かう動きが出てきつつあるように思う。個人消費については依然として不透明ながら、少なくとも年前半については再び落ち込む可能性が小さくなってきたように思

う。ただ、雇用・所得についての見極めが必要であり、金融政策運営についてはゼロ金利の維持が適当である。

以下、前回会合からの変化点について述べたい。まず設備投資については、日本政策投資銀行による金融を除く資本金10億円以上の2,965社の2月時点における来年度設備投資計画調査結果が発表された。それによると、全産業では今年度実績見込み比+0.2%、うち製造業は+0.3%、非製造業は+0.2%であった。第二に、日本経済新聞による1,996社のデータに基づく同様の調査結果では、全産業については-2.3%、うち製造業は+0.5%、非製造業は-3.9%であった。両者の調査結果の詳細を、その後明らかになったことを含めて検討してみると、特に電力および通信による設備投資計画はマイナスとみるのが妥当ではないかと思われるため、どちらかと言えば日本経済新聞の数字に近いものが現時点での実態ではないか。製造業における設備投資の回復の兆しは中小企業についてもみられるようである。大蔵省の2月時点での景気予測調査によると、資本金1,000万円から1億円の1,000社前後の製造業中小企業による来年度の土地購入費を除く設備投資計画額は今年度実績比+2.9%となっている。非製造業はまだ大幅なマイナスになっているが、製造業だけでもこうした早い時点で中小企業の設備投資計画がプラスに出るのは珍しい。設備投資に関して今一つ注目すべきは、通産省の平成11年鉱工業生産活動分析である。これによると、昨年時点で実質ベースでのIT投資は設備投資全体の34.4%、GDPの5%に達したと推定されている。これらの数字に対応した米国の数字はそれぞれ42%、5.8%であった。これらの数値はソフトを含んだものであるが、それを除いても34.4%が28%、5%が4.1%になる。これらの推定値はこれまで一般に言われていたよりもかなり高めの数字であり、IT関連投資のウェイトが近年急速に高まってきていることを確認することになるし、今後の設備投資の先行きを考えるうえでも参考になる。

企業収益動向については、野村證券の金融研究所による金融を除く主要371社の収益見通しによると、今年度の増収率は-3.4%、経常増益率は+9.1%であり、来年度の増収率は+1.4%、経常増益率は+12.5%である。

大和総研の金融を除く 381 社の収益見通しによると、本年度の増収率は -3.7%で経常増益率は+6.3%、来年度の増収率は+2.0%で経常増益率は+19.0%である。今年度の減収・増益、来年度の増収・増益、およびそれらのマグニチュードに大きな差異はない。ただ、今年度の税引き利益については、野村証券が+4.1%、大和総研は-13.2%となっている。税引き利益の低迷ないし落ち込みはリストラ関連費用や退職給付債務処理などによる特別損失を反映したものであるが、退職給付債務の積み立て不足を前倒しで処理する動きが広がってきている。少なくとも今年度単体ベースでは税引き後増益率はマイナスになる可能性がある。この積み立て不足額は全体で 50 兆円とも 60 兆円とも言われているが、不足額を開示している主要企業 201 社の総額は 9 兆円、1 社当たり 449 億円であり、これら企業の今年度経常利益は 6.4 兆円、1 社当たり 318 億円と推定されている。こうしたことなどから判断すると、当面の賃金や夏のボーナスに多くは期待できないかもしれない。しかし、多くの企業でこうした対応が可能だけの体力がついてきたという意味では、前向きに解釈することもできる。企業収益動向について今一点注目したいことは、増益セクターが広がるだろうということである。経常増益となるセクターが野村証券調査の場合 20 部門中今年度の 13 から来年度には 16 に増え、大和総研の場合は 34 部門中今年度の 17 から来年度 29 に増えると予想されている。

次に、今後の雇用・所得・消費に関連した点に触れたい。春闘は低調のようであるが雇用・所得はそこそこ安定した動きになるのではないかと。在庫調整が二、三の例外を除き主要品目で今月末辺りで終了すると思われるし、内需ばかりではなくアジア向け輸出の好調もあって鉱工業生産の伸びが続いており、1 月は前月比+0.2%、前年同月比+6.5%であった。第三次産業活動指数も 1 月まで 3 か月連続で前月比増加し、1 月の計数の前年同月比は+2.2%であった。こうした傾向が続けば所得の緩やかな増加も期待できるのではないかと。来月からは流出する郵貯資金の一部があるいは支出に回るかもしれないし、介護保険導入の影響もあるかもしれない。また、公共投資についても先月辺りから補正予算の影響が出始めたようであ

るし、年央辺りからは来年度予算に基づく発注と執行が進み、それらが所得・支出の下支えになることが期待される。

最後に株式市場については、最近、情報通信関連銘柄の一部に大幅調整があり、株価が上下したが、全体としては底堅く推移してきていると言える。一部には物色対象の広がりを目指する向きもある。確かにその気配はあるが実際にはそこまではいっておらず、リード役の情報通信の中での選別が進んできているところだと思う。東証一部の取引額は先月2日から先週末まで32営業日連続で1兆円を超え、89年末の記録に並んだ。それが今週の火曜日には途切れたが、その後も大体1兆円前後の活発な取引が続いている。

植田委員

設備投資については明るい材料が幾つか出てきてはいるが、現在の数字そのものをそのまま信じた場合は、来年度はまだゼロ近辺である。従って、3月短観のみではなく、特に中小企業についてはその後の増額修正のペースをみていかざるを得ない。消費については特に良い材料が出ている訳ではなく、今後の雇用環境や夏場のボーナス、その消費への影響をみていかざるを得ない。従って、藤原副総裁がゼロ金利解除の条件として三パターンを挙げられたが、一番と二番は場合によっては大差ない可能性もあるかと思う。そのうえで同じ点について一言申し上げれば、設備投資と消費がますます強くなっていく場合、それが経済全体へどのような影響を及ぼすかを見極めるには、今後予想される財政再建がどのような内容になり、いかなるタイミングで進められていくかが重要であり、その点を注意深く見守っていく必要がある。

物価については、山口副総裁も言われたように、良い物価下落は余り気にしないでいこうというコンセンサスができつつあるようにも見える。ただ、良い物価下落とそうでない物価下落の識別は極めて難しいし、仮に識別できたとしても、良い物価下落はある程度放置して良いという主張は前回私が申し上げたような意味を持つものであり、今後の物価の検討会で考

えていく必要がある。以上申し上げたうえで、政策については現状維持で宜しいと思う。

篠塚委員

私は現在の景気については設備投資を中心とした民需の自律的な回復に移行できると強く意識しており、さらに今回はそうした情報が新しく出たものとみている。

まず設備投資については、緩やかな増加に転じたという先程の執行部の判断に対して全く違和感がない。設備投資は95年から96年度にかけて一度移動体通信関連投資が活発化したが、その後の設備投資全体を持続的に押し上げる力にまで至らなかったという過去の苦い経験がある。しかし、今度の設備投資の動きは持続性と広がり期待できるのではないかと考えている。この点が皆さんと違うところである。第一に企業の収益構造が着実に改善している。例えば、損益分岐点の比較をしてみると、これまで人件費等固定費が景気循環と関係なく概ね一貫して損益分岐点を押し上げてきたが、今回の景気後退局面では固定費抑制に踏み切る動きが広がっている。また、変動費の節減が浸透し、製造業、非製造業共に損益分岐点比率が低下している。このような企業の収益構造の改善、つまり経営の合理化や効率化の進展から本年度は大幅な増益となる可能性が高まっているとみている。日本政策投資銀行の設備投資計画調査に含まれている来年度の事業計画からみた経常利益も99年度は前年比+16.3%と大幅な増加になっているし、来年度については+22%とさらに高い伸びが見込まれている。また、売上高経常利益率でも99年度の2.9%から来年度には3.4%に回復すると見込まれている。

設備投資については先行指標である機械受注や建築着工床面積などをみると、回復傾向がはっきり出ている。さらに鉱工業生産の稼働率が着実に上昇していることも設備投資を促す一つの要因だと思う。通産省の11年の鉱工業生産活動分析によれば、製造業が設備投資を本格化させる場合の稼働率指数は98%という試算結果であった。実際に昨年11月から本

年1月までの3か月平均の稼働率指数は既に98.2%まで高まっている。こうした点からも昨年末時点から設備投資の臨界点にあったと思っている。さらに、IT投資ばかりではなくIT関連以外の機械や構造物といった従来型の資本ストックも過去の投資繰り延べによって老朽化が進んでいる。また従来から生産性の向上が重要な経営課題になっている非製造業、特に中堅、中小企業がIT関連の技術革新を活用し、生産性を引き上げるための投資を積極化することが期待される。

個人消費に関しては余り大きな改善はないが、悲観的にみるべきではないと思っている。雇用・所得環境という点で今年の春闘の状況をみると、賃金率などでは総じて昨年を下回る余り良い内容にはなっていないようである。このため、民間エコノミストの中でも企業収益が改善しても雇用者所得が減少し続けるのではないかとといった悲観的な見方が強く出ている。しかし、賃金の上昇率が前年実績を下回ったとしてもベース・ダウンになる訳ではないし、所定内給与が前年よりは多少なりとも増加している。さらに今年の春闘で重要なことは、60歳以降の雇用延長について、年金支給開始年齢の引き上げに対応した再雇用制度の導入など、労使間でこの面に関しての交渉に進展がみられたことである。現在まだ交渉が続いているが、かなりの点で進展がみられている。振り返ると98年以降の消費不振の背景にあったのは、将来に対する不透明感や不安感が消費者の心理を萎縮させたことと考えられてきたし、我々もそう指摘してきた。そうした点を踏まえると、今年の春闘については賃上げ率を巡る500円玉の攻防ということで成否がどうだと言われているが、むしろ雇用延長の道筋が今年の春闘である程度はっきりしたことの方を評価したい。

次に、物価上昇率の低下は、需給ギャップの拡大を背景にした場合のほかにも、生産性の上昇やコストの削減を武器にした革新的な経営の新規参入、さらには低価格商品の投入、競争促進による流通業マージン率の引き下げ圧力増大によっても生じる。規制緩和の効果が物価にどのように出ているかであるが、消費者物価については経済企画庁が物価レポートでこの点を取り上げている。生鮮食品を除く規制緩和関連品目全体の消費者物価

に占めるウェイトは1割しかないが、これが比較的大幅な物価下落効果を与えているということである。例えば昨年のCPI総合の前年比は暦年平均であるが±0であったが、規制緩和関連品目は-0.8%であり、CPI全体に対する寄与度でみても-0.1%ポイントになる。このように考えると、規制緩和は財政赤字を拡大しないある種の景気対策という観点から益々重要になってくるし、規制緩和の効果が強まれば強まるほど物価下落にさらに効果を与えようと思う。第二番目は日本の流通システムが非常に複雑になっていることからくる物価の問題である。まず消費者物価指数と卸売物価指数の前年比の乖離がある程度流通業のマージン率を表わしているとみると、昨年の半ば頃から顕著に低下がみられる。卸売業に対するマージン率の圧縮が営業利益を削ることで実現している場合には早晚限界を迎えると思う。しかし実際には、卸売業では労働コストの営業利益に対する比率が低下する形で売上高営業利益率が改善していた。従って、流通マージン率の圧縮が流通システムの効率化によってもたらされているように思う。また、卸売業の売上高を小売業の売上高で割った比率を計算すると、アメリカでは99年が0.91倍であるが、ドイツでは1.73倍、日本は3倍であった。このことは、商品がメーカーから消費者の手に渡るまでの間に、日本では複雑な卸売りシステムが介在していることを意味する。言い換えると流通システムを効率化する余地が日本では大きいということである。この流通システムの効率化が進むほど物価は下落する。

次に商品市況の動きをみると、このところ原油価格の上昇を背景に石油製品、有機化学、繊維または運賃など幅広い商品において値上げの動きがみられる。企業向けサービス価格指数も前年比のマイナス幅が縮小傾向にある。現在の原油市況の背景にはOPECの減産の影響もさることながら、世界的な景気回復を背景とした原油需要の増大が大きな要因である。そうした中で、日本だけがダウンサイド・リスクのみに軸足を置き続けることが適当かどうか私は懸念を覚えている。

金融政策については、わが国経済が再びデフレスパイラルの瀬戸際のような状況に戻るというリスクはなくなっており、むしろ民間需要の自律的

回復を展望できる状況にあると考えている。従って、前回に引き続きゼロ金利政策を解除してコールレートの誘導水準を 0.25% にすることが適当であると判断している。ゼロ金利政策の解除については市場がある程度それを織り込まない限り難しいだろうというエコノミストの見方がしばしば聞かれる。しかし、市場参加者が注目しているのは経済指標そのものではなく、それを踏まえた日本銀行の判断に着目しているのではないか。従って、我々が市場参加者の反応を待つのではなく経済指標などを虚心坦懐に分析したこの会合における情勢判断の内容をしっかりと市場に伝え、市場の期待形成に私達が働きかけていくことが重要ではないか。それがゼロ金利解除に伴うショックを和らげる最善の方法だと思う。藤原副総裁が三つのシナリオを出されたが、私は第一の立場に立ちゼロ金利の解除を提案したい。

中原委員

最初に景気動向指数の 1 月分の分析を申し上げる。D I については、先行指数は 85.7 で 11 か月連続で 50% 超である。また、一致指数も 87.5 で 7 か月連続で 50% 超である。すなわち、景気は変化方向としては去年の 4 ~ 6 月頃から反転し拡張方向にあるということである。C I についてみると、先行指数は前月より 6.7 ポイントの増加、一致指数は 1.5 ポイントの増加である。こうした先行指数の大幅な上昇はこれから 2 ~ 3 か月後に C I も大幅な上昇をするのではないかと予測させる。一致指数の上昇により本年 1 月になって漸く過去の平均的な回復過程と同じ水準になった訳であり、これからどちらに行くかが非常に大きな問題である。長期の先行指数をみると依然として上昇トレンドを続けており、景気回復が今年度 9 月から 11 月頃まで続く可能性を示唆している。

次に申し上げたいのは、第 4 四半期の GDP の中で家計と企業の二極分化が甚だしいことである。個人消費は -1.6%、設備投資は +4.6% と際立った対照をみせているが、設備投資については +4.6% ということで循環局面の強さが出てきた。そうした中で公的資本形成は依然として落ちて

きており、第3四半期が-8.5%、第4四半期が-5.4%と公的資本形成のモメンタムを失い、名目GDPは485兆円と直近のボトムである98年第4四半期の493兆円を下回ってきた。そうした中で設備投資がどうなるかという点で注目しているのはROAである。これは日本の経済再生への非常に重要なポイントであるが、1960年から1990年をとると全産業で4%から2%の水準にまで減っており、第4四半期の法人企業統計をみると2.37%と第3四半期の2.19%から0.19%の改善になっている。問題はその改善が分子のリターンで起きており、アセットではほとんど起きていないことである。0.189%のうちの0.09%は経常利益の改善であり、レーバークストは0.06%の上昇、減価償却も上がっている。グロス・マージンが0.27%改善しているのでそれに救われている。これはコストの削減とアウトソーシング、売上げの上昇によるもので、肝心の労働固定費、設備償却は第3四半期から第4四半期にかけて却って逆行している。バランスシートはほとんどカットされておらず、一番問題である。分母は1990年をアベレージとすると大体1,251兆円とほとんど変わっていない。そうした中で製造業については標準が5%であるが、それが約3%に落ちている。非製造業は3%であったのが2%になっており、リストラが不徹底である印象を非常に強く持っている。

機械受注、建築着工は良い数字であり、それに在庫指数を加えると恐らく回復のモメンタムは半年程度が最大で、本年も暦年でみると前半が良く後半は減速するリスクが強まるのではないかと思う。それに関連して設備投資について一番問題なのは、確かに資本ストックの調整も進んできているし色々な面で進展があるが、本質的に資本効率の上昇についてコーポレート・ガバナンスが十分に行なわれていない点であり、非常に疑問を持っている。私共の会社の場合は、投資採算をはじく時にリターン、ディスカウント・キャッシュ・フローで申し上げると最低でも15~20%という非常に高いハードルを設けていた。概して日本の場合にはこうした収益、あるいはリターンのハードルが低く、10%以下というケースが非常に多いため、そうした情勢では資本効率は上がっていかないことを非常に懸念し

ている。確かに循環的にみると 98 年の第 3 四半期には名目設備投資の名目 GDP に対する比率が 13.7%と、78 年第 1 四半期の 13.5% 以来のボトムを記録したが、循環的な設備投資が十分な採算水準の吟味なしに立ち上がってくると、ROA の改善を妨げるという問題をはらんでいる。機械受注で申し上げると現在海外に立地することが非常に多い。例えば 98 年度における投資全体の 19.2% は海外投資である。93 年度は 11.0% であり、機械受注の全てが国内にいく訳ではない。国内の生産活動あるいは輸出活動は高まるが、設備投資として雇用あるいは収益を満たすことには直接繋がらない。

消費については、3 月もスーパーやコンビニ等はそれ程芳しくなく、1、2 月と同様に悪いと聞いている。グローバルな競争が非常に浸透してきており、例えば冷凍野菜を中国から輸入すると、正札の 40% 引きでも儲かるという状況である。グローバルな競争が物価を引き下げる面もあり、スーパー、百貨店、コンビニなどは不況が続くと思う。ユニクロやしまむらは多少陰りが出てきているようであるが、ファッションのサイクルが非常に短く、消費の動きが非常に速いということである。それについていくのは非常に難しく、消費には非常に注意する必要がある。そうした中で人件費や家賃は高いのがこの業界の難点であり、パートタイム化を進める、あるいは古い幹部に辞めてもらう等々の手を打つことが必要である。自動車の売上げも 3 月 1~21 日では % であり、コマースビークルは %、パーソナルビークルが %、レクリエーションビークルが % という状況である。次に、単身者のことがよく消費について言われているが、単身者世帯は全体の約 15% のウェイトであり、その消費の伸び率は実質で昨年 4~9 月は +7.6% であったが、7~12 月は +2.2% と必ずしも順調に伸びている訳ではない。

今一つ重要なことは公共事業である。これは地方単独事業に非常に問題が出てきており、例えば来年度の予算では自治省は当初予算は -4.1% と考えているが、新聞の調査では大体 -12~3% とかなりの差がある。その差は約 1.6 兆円になる。先程公的資本形成の話をしたが、本年についても

下がっていく可能性が十分ある。

倒産については、前回の会合で特別信用保証の代位弁済が累計で全体の件数の0.8%に達したと申し上げたが、別のデータでは98年の10月から本年の2月までの特別保証の利用後の倒産件数が2,582件と、同じ時期の倒産全体の11.4%を占め、負債総額9,457億600万円と全体の5.3%に及んでいる。これは資本金5,000万円未満、負債額1~5億円未満といった比較的小さな企業に多く、業種では建設業が大きいため、この面の注目は怠れない。

石油は現在3月27日に行なわれるOPECの総会を息を飲んでみているところである。こうした中、以前アメリカの航空会社がフューチャーズで石油の手当てをしていると申し上げたが、最近では産油会社で売り繋ごうという動きが出てきている。例えば、最近フィリップ石油という会社が買収額65億ドル程でアルコアラスカ株を買おうと交渉中であり、アラスカの生産31万バレル/日売り繋ごうとしているように伝えられている。これは1年売り繋げると大変な額に上る。現在の原油の先物は80万枚建っているが、そのうち1年売り繋げると11万3,000枚売らなければならないことになり、価格を圧迫する原因になる。そうした新しいファクターが色々加わってくるため、石油は本年は乱高下する危険がある。

最後にアメリカは四回目の利上げの時は株が初めて新値を更新しなかったが、今回五回目に上げた次の日にS&P 500が新値を取っている。要するに、ストックマーケットは少なくとも今回の利上げを無視しているということである。今回の利上げで恐るべき点は、株式市場だけでなく、債券市場、モーゲージ市場、企業ローン市場とも全て金利の引き上げを無視している状態である。こういう状態は恐らく30年遡ってみてもなかったのではないかと思われ、私の印象ではアメリカの株式はバブルの最終局面でアウト・オブ・コントロールが加速している状況になってきた。

設備投資について補足すると、通産省の作っている全産業活動指数の業種を売上高に対する一つは有利子の負債残高、もう一つは銀行の貸出で縦軸、横軸を取ってみると、過去の平均の非常に良い先が精密、輸送、電機、

食品というところである。それに通信を加えると10.6%のウェイトになり、これらが設備投資を盛んに行なっている。つまりバランスシートの良い先が設備投資を行なっており、それ以外の89.4%は、設備投資を控えている状況である。

結論的に申し上げますと、需要が非常に弱いしデフレーターが下がってきている、またCPIも下がってきているため前回同様の提案を致したい。

三木委員

現在はデフレ懸念の払拭といえる状態になりつつあるのかの総合判断を行なうために足許の変化点を項目別に整理していく段階と捉えている。

設備投資の先行きについては、本行の短観、興銀あるいは政策投資銀行等の調査で徐々に全体像がみえてくると思うが、少なくとも現時点で入手可能な情報をみる限りは、底を打ったといえる段階にきた。今回の景気回復パターンが二極分化であり、かつ業種毎にも企業毎にも斑模様を伴ったものである以上、設備投資も業種・企業でも区々にならざるを得ないが、プラス・マイナスを均したマクロ判断では底を打ったと思う。

機械受注統計は前年同期比で10~12月からプラスになった。同時に特にこの1月は前年同月比で+21.1%と、3年3か月振りの高い伸びとなっている。前月比でも12月、1月と2か月連続でプラスになっている。現場感覚からみた場合には建築着工の面でも明るさが増してきた。それを裏付ける一つのデータは、建設工事受注の民間受注分である。大手建設会社50社の集計データは前年比が11月3.9%増、12月8.1%増、1月41.6%増と月を追う毎に伸びが加速している。地方大手も含めた中堅470社の集計ベースでは、やや伸びは鈍るが11月+4.9%、12月-0.9%、1月+13.8%と尻上がりの回復になってきている。これは首都圏における60棟からなる都市再開発が今年の11月頃から着工に入ったことが如実に表われている。建築着工には民間製造業の設備投資、非製造業の店舗などの工場・建屋も全部入っており、漸く底を打ってプラスに転じたと言えるかと思う。ただし、当面は持続性と広がりをおこなう必要がある。第一

に設備投資を行なう業種がIT関連に偏っており、まだ産業全体に広がりがみられないことである。機械受注統計の需要者別受注額をみると、電機、通信が伸びを引っ張っている。自動車、造船、化学、鉄鋼、紙・パルプといったTビジネス—— Traditional Business ——からの受注額がほとんどみられていない。視点を変えると、IT化の流れの中で第一ステップとしては、ITそのものの生産、設備関連の動きが活発化した。第二ステップとして、産業全体がITを使った設備投資を行なうという動きにまだ至っていないということである。因みに、ある政策機関による調査によると、12年度の設備投資計画の途中ラップからは、業種毎の斑模様の程度が概ね次のような形になる。まず素材産業は輸出の増加から生産の好調が続くが、過剰設備負担、バランスシート調整問題が重くのしかかっているために、設備投資は抑制となる。大手電機はIT関連投資が牽引して概ね約10%増になるであろう。ただし、その中でも家電、重電関連の設備投資は抑制となり、自動車はモデルチェンジ投資をコンスタントに行なうが、過剰設備を抱えているため設備投資はトータルとしてはやはり抑制である。非製造業のうちリースは企業のIT投資に支えられて量は増えるが、価格は低下して結果的に2~3%の増に止まるであろう。情報サービスは需要の伸びは大きいですが、労働集約型であるがゆえに設備投資額は期待ほど出ない。ただし雇用吸収力は非常に大きい。携帯電話は一巡したが、今後はiモードが増えていくであろう。情報通信ではNTT本体が本年は設備投資を抑制するため減少になるが、移動体通信関連も増えてくることからNTTグループ連結ではほぼ横這いという見通しになっている。電力は全体として約8%の減になっている。このように斑で二極分化の設備投資の先行きをどう捉えるかが問題である。

第二は過剰設備の解消がまだ完了していないことである。企業の収益はなお脆弱で、設備廃棄の損失計上に耐え得るだけの体力が乏しい。特に素材業種ではリストラ後の現人員ではフル生産になっている先が多いが、中身はアジア好景気に支えられた輸出増であり、なお新規設備投資ができる環境とは言えない。因みに、最近99年10~12月期の資本ストックの前年

比伸び率が低下してきた中で、新規設備投資の伸びがこれを上回ったため資本ストック調整はほぼ終息してきたのではないかという見方がある。確かに、設備の償却が進んでいくことは設備が次第に陳腐化していくことに繋がる訳であり、いずれは新規投資をせざるを得ない。しかし、設備投資の動向をみるうえで現実の問題なのは、こうした設備を取り巻く質の面のみではなく、現実には過剰設備がまだ残っているという量の問題が大きい。

二番目に個人消費は相変わらず回復感に乏しく、一進一退の域を出ない。単身世帯の場合は一人身の身軽さから明確に回復傾向が出ているが、核になる二人以上の世帯の消費はまだ回復感が出ない。雇用・所得面でのリストラの不安、先行きの年金等社会保障の不安などの経済の構造問題に根差している以上は、昔の消費レベルに回復することは直ぐには期待できない。その意味で、回復感がなかなか出てこないのを普通の状態だと捉えなければならぬのかもしれない。こうした中で消費をどう評価するかとなれば、やはり可処分所得が減少する中で家計は身の丈に合わせた消費支出を行ない、消費性向はますますのレベルをキープしており、消費は平常時に戻っていると評価すべき段階にきたのではないかと感じている。この夏のボーナスは全く期待できない訳であり、所得が増えることに伴い消費が増えるというシナリオは現状では描くべくもない。

三番目に、企業収益の基盤はなお脆弱である。内需による増益はIT関係産業のみである。他業種は基本的にはリストラとゼロ金利に支えられた増益であり、企業収益の中身が問題である。これが2000年度は一体どうなるのかは、3月の企業の決算と同時に新年度の経営計画の動きを今少し慎重にみなければならぬ。素材産業ではほとんどの企業は上期が大きな赤字かトントン程度、下期に回復パターンを辿り平成11年度トータルとしては若干増益になると思う。2000年度は、この下期の収益パターンの横這いでいくというのが大方の見方である。従って、下期の収益パターンの横這いということになればなるほど、益々その根元である中身が問題だということである。企業経営者は決算を左右する3月末の株価と為替について例年以上に神経質になっている。特に、企業経営をみる市場の目が一段

と厳しくなっており、決算動向がそのまま格付けに響くし、企業経営者の去就にも響きかねないという厳しいビジネス環境におかれている訳である。

次に金融面では、銀行は引き続き前向きの融資スタンスであるが、資金需要が乏しいため伸び悩んでいる。最近の特徴としては、漸く勝ち組と言われる一部の中小企業から事業拡大のための資金需要が出てきていることが挙げられるが、まだ限界的な動きと言わざるを得ない。また、今後IT設備投資の資金需要が高まっていくとしても、銀行貸出の増加にはなかなか跳ねないのではないかという見方が多い。ITのハードメーカーは元々減価償却費が非常に高水準であるため、キャッシュ・フローは潤沢であり、外部資金調達になかなか繋がっていかないと言えるし、IT関連財は既に海外生産比率が非常に高いこともある。また中小ベンチャーも直接資本市場で資金調達をしていく可能性が強いため、銀行貸出の増加はなかなか期待し難いと思う。

金融調節方針の判断ポイントとしては、こうした二極分化で斑な景気回復プロセスの中での実体経済のマクロ感を確認することである。今一つは、良い価格下落と悪い価格下落を踏まえた物価のダウンサイド・リスクの見極めである。その中で、今後の着目点として四つ指摘できる。一つは実体経済の個々の動きについて良いデータが増えているが、内需の自律回復の先行きの見極めがまだ残っている。二つ目に強い輸出と弱い内需が生産・企業収益にもたらす影響、三番目は原油価格上昇の物価への影響、四番目は株価の二極分化の動きである。こうしたことを総合判断すると、なおデフレ懸念が払拭できる状態とは言えない。従って、金融調節方針は現状継続が妥当と判断する。

武富委員

景気の展開パターン、あるいは景気局面の性格付けという観点で話したい。現状は企業先行型、家計遅行型の改善が続いている状況である。この企業先行の点は、山口副総裁も企業周りの改善という言い方で既に指摘し

ている。企業先行の改善といっても、当然企業部門全体でなく改善がみられる分野は限定されている。大別すると、一つは需要がある、あるいは需要が見込める企業が供給サイドからすんなりと対応している分野。今一つは、需要そのものは成熟化しており余りないが、工夫により新しい供給体制を敷いて対応している企業である。前者の対応というのは情報通信関連機器メーカーと情報通信サービスの両方である。今一つは輸出関連であり、加工組立型だけではなく素材もその意味ではこのジャンルに入ると思う。後者の需要は成熟しているがミクロの企業としては供給の工夫で伸びているのは、端的には流通あるいはその他サービスの末端商品に近い企業である。一つは完全に価格について消費者が主導権を持っており、その価格に合わせられる供給ができる企業だけが巧くいく。今一つは、需要そのものが目まぐるしく変わり非常にサイクルが短い、それに対して供給体制を巧く作り上げられた先が伸びている。こうしたことで、限られた範囲ではあるが企業部門が先行して景気全体が改善方向に進んでいる。

より重要なのは、その裏側にある企業部門がこれまでの調整により体質改善をかなり図ってきている実態である。毎回申し上げている損益分岐点比率の改善傾向は、最近の法人季報でもさらに確認されている。企業のストックとフローのバランスも改善してきている。執行部から負債に対するキャッシュ・フロー比率の説明があったが、それも私の言うストックとフローの関係の改善ということになる。いずれにしても損益分岐点比率の改善に象徴されるように、企業体質が改善してきている一番大きい要因はコストカットであるし、中でも人件費の抑制ができていた大企業製造業では人員数も人件費も92年頃をピークにずっと減ってきている。従って、売上が下げ止まる、あるいは段階的にあれ少々伸びれば、企業収益が相当良くなるまでできていると思う。その裏側では当然労働分配率が下がってきている。この所得分配の変動が経済のダイナミズムを産んでいる基本にあり、それが企業先行型の回復パターンに入らせている一番重要な要素だと思っている。従って、家計部門の消費が一進一退だから景気が悪いという言い方は必ずしも妥当ではなく、当然そうした変動を通じて、次

のステップとしての消費がどうなるかというようにみていくべきである。

波及とか持続性については、典型的には加工組立型から素材への波及、製造業全体から非製造業への波及、大企業から中小企業への波及があり、そうした波及を消費を考える前に今少しよく点検する必要がある。また、セクターとしては企業部門から消費部門へどう波及していくかを丹念にみていくべきである。やや先の話になるが、所得の大枠は決まっている訳であり、その中で消費の一進一退は暫く続くと考えてよく、それに対しては楽観もせず、悲観もせずという評価だと思う。ある程度消費を嵩上げする一番大きい要因は、先行き不安の払拭であろう。植田委員から財政再建が一つポイントとして出されたが、消費との絡みで財政再建の在り方も相当関係してくる。従って、財政再建の進め方、打ち出し方も消費を相当念頭におき、先行き不安を払拭できるような形にすべきである。また、物価が極めて安定していることの裏側で家計部門は実質購買力を持っている訳であり、消費者が希望するような財貨サービスの供給を工夫することにより、実質購買力が引き出され消費水準が嵩上げされる余地はある。始まりつつある企業活動の改善の延長線上に、そうしたものも期待できるかどうかをよく点検していきたい。以上申し上げたような局面であり、政策としては前に踏み出すのには若干早いと思われ、ゼロ金利政策の継続で宜しい。

速水議長

これまでの委員方の意見、金融経済情勢、当面の金融政策運営について、追加的な議論があれば自由にご発言ください。

篠塚委員

議論して頂きたい点が二つある。第一に、政策を転換するタイミングあるいは条件である。ゼロ金利政策を継続するという意見がほとんどであるが、その方達も足許の景気回復や今回の投資に関する新しい材料をプラスに評価していた。例えば藤原副総裁が纏められたケース1、ケース2、ケー

ス3、——植田委員が言われたようにケース1とケース2にはほとんど差がないのかもしれないが、——のうちケース2の立場から現状維持を採るということは、山口副総裁も言われたように、今少し前向きの方を見極める時間的な余裕があるのではないかという立場ではないかと思う。私達は、1%成長になるかどうかという非常に低い成長率の経済の中で議論をしている。そうした中で、ゼロ金利解除の条件、物価安定の背後にある需給ギャップの改善を何でみるかについては、経済の自律的な回復が明確に分かるような指標が出るまで待つということでもここまできた訳である。しかし、4月に短観が出ればかなり判断を前進できるかどうかということ、山口副総裁が「政策投資銀行や日本経済新聞社のアンケート調査では来年度の設備投資はせいぜいゼロ近辺ではないか」と言われたようになお今少し見極めようとなるのではないかと思う。デフレ懸念の払拭について、設備投資に注目してきた訳であるが、どのような数字を基準にして判断しようとしているのか。

二番目に、なかなかゼロ金利解除までいかないのは、市場が我々がどのような分析をしているかをきちんと織り込んでおらず、無警戒になっていることもある。日本銀行の金融経済月報の基本的見解も着実に表現を変えてきている訳であるが、それでもなお市場では無警戒である。このため、基本的見解の書き方そのものも工夫して変えていくべきではないか。政策判断は変えないにしても、基本的見解は私達が目先の日本経済のリスクをどう考えているかを端的に表わす重要な文章であり、これは変えてもよいのではないか。前回3月の一回目の決定会合時に、私は基本的見解の文章を変える提案をして反対されたが、4月の短観が出る頃にはデータは方向として良くなっていると思うため、基本的見解の文章を変えることについて再び議論して頂きたい。事前にそうした対応をとり得るかどうかを議論したいという提案である。3月時点での月報では「わが国の景気は、このところ、持ち直しに転じている。こうしたもとの、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」と書いてある。しかし、その後、
に続けて、「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。」となっているため、市場では「もっとも」以下のところを非常に強く意識しており、ヘッジするのではないかと思う。これは書き方を「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が、このところ、持ち直しに転じている。」と、変えるだけでも市場では日本銀行の基本的なスタンスが少し変わったとみるのではないか。そして、ゼロ金利政策維持の受け取り方が相当変わってくるのではないか。この点について皆さんの意見を聞きたい。

山口副総裁

二番目の問題提起に若干興味があるため、そこから述べさせて頂きたい。次回にどういう表現にするかは、次回会合までに色々な材料が出てくるし、その中には相当重要な材料が含まれるのではないかと思われるため、それを踏まえて検討するしかない。ただ、篠塚委員が議論の前提として言われている市場がゼロ金利解除に全く無警戒であるとか、その可能性をほとんど織り込んでいないという点は多少違和感がある。例えば、イールドカーブは動いており、本日以前の段階でも金利先物やインプライド・フォワード・レート動きの中には将来の金利変更の可能性がきちんと織り込まれている。ただ、市場の考えているタイミングが篠塚委員の考えておられるタイミングと多少違うため、篠塚委員の立場からはまだ十分織り込んでいないと思われるのかもしれないが、その可能性をみていない訳ではない。

今一つ違和感を持ったのは、市場が専ら日銀の出方をみて動いていると言われた部分である。市場も日銀も基本的には同じデータ、同じ材料をみて判断を形成していると思っている。

篠塚委員

勿論そうだが、ここで議論しているように様々なデータを分析し、常に一步一步足許を修正していくような評価を市場が本当に行なっているのか疑問である。基本的には日本銀行の議事要旨や基本的見解をみて、後は多少のデータを分析してみる程度であり、やはりこの基本的見解が極めて

強いインパクトを与えていると思う。従って、この表現を変えることでかなり影響が違ってくる。アナリストの方々にインタビューをすると、それこそ基本的見解の一行一行をマークしながら「が」が「の」になったといった見方をしており、やはりこの基本的見解が非常に大きな情報だと思う。

山口副総裁

そこに異論がある訳ではない。それ故に我々がみたままの経済の状態を正確に書けば良い訳であり、市場を動かすために文章を操作するという発想はすべきでないと申し上げた。そうしたことを言われているのであれば違和感がある。

篠塚委員

市場との対話という点では、この基本的見解と議事要旨が重要なツールである。足許の景気判断が徐々に改善しているのに関し、マスコミから入ってくる市場の受け止め方に関する情報とはギャップがあるため、基本的見解の表現を多少変えてもよいのではないか。

武富委員

今日は月報を議論する会合ではないので、深入りするのは避けたい。ただ余り予断を持つべきではないが、場合によっては他の委員も篠塚委員の言われるようなご意見になるかもしれない。それは山口副総裁が言われたように4月に入ると幾つか重要な材料も出てくる訳であり、その際に徹底的に議論すれば良いのではないか。

速水議長

月に一回公表する基本的見解であり、経済に余り大きな変化がないと、どうしても文章は若干の言葉を変える程度のことが多くなるが、これからは大事な局面になるため十分注意してみていく必要がある。篠塚委員が問題提起された設備投資に注目していくとしてもどの状態になれば良いの

かという点について、植田委員が中小企業などの設備投資もよくみる必要があると話されていたが、補足されることがあったらどうぞ。

植田委員

設備投資の反転により景気の見通しが明るくなりつつあるのは確かだが、来年度の景気全体、あるいはさらに財政が減少した場合に引っ張っていけるのかどうかというまでの見通しは立っていないと思う。従って、デフレ懸念の払拭が完全に展望できたかといえば、そうではないと思う。設備投資については特に中小企業が新年度入り後に計画を増額修正して来るかどうかをみたいし、消費を巡る環境についても確認してみたい。暗い中で明るい方向に転じつつあるのは確かだが、快晴と言うには程遠く、まだ多少慎重なスタンスを採りたい。

三木委員

篠塚委員の焦る気持ちはよく分かる。ただ、前回も前々回もデフレ懸念の払拭という言葉は非常に分かり難く、何か数値化や定量化、あるいは定性的に明確にできないかを議論したが、結果的には非常に難しいため総合判断の形でいかざるを得ないということになった。従って、篠塚委員が言われるように、何を以ってといてもそれはなかなか答えられない。今一つの大事な問題はタイミングである。数値目標を達成したというのであればそこで決められるが、そうではないとなるとタイミングの判断が非常に難しい。現状はそこに焦点が移りつつあると感じている。

特に物価の安定とその裏にある実体経済の個々の項目との総合判断になるため、個人消費をどうみるかが一番大きな問題になるのではないか。個人消費は既に平時に戻ったと理解すべきではないかと考えれば、この問題は一応クリアする。残るのは設備投資である。設備投資は、数字としては良くなることが間違いないが先行きどうなるかが政策判断の最大の問題である。先行きを判断しなければならないが統計データは後追いであるため、DIにみられるような実体経済を担っている企業や家計の判断とい

う現場感覚を積み重ねていかななくてはならない。しかも今回のようにあらゆる分野で二極分化になっていると、一つのマクロでみるのは益々難しい。今回の回復パターンは企業収益から始まるというシナリオになっている。しかし、企業収益の先行きの見方がまだ出ていない。その意味で現局面はまだその判断をするタイミングにはやはり早い。

中原委員

篠塚委員の言われたことはよく分かる。篠塚委員は日経センターにおられたが、マクロモデルを使われるのが一つの手ではないか。このようにすればこうなるのでゼロ金利はこのように変えるということになれば、一つの議論になる。例えば、バンク・オブ・イングランドで行なわれているようであるが、各委員がそれぞれのモデルを持っている。そうしたマクロモデルに対しては勿論批判はあるだろうが、それに基づけばこうなるという言い方はあり得るのではないか。

山口副総裁

三木委員から消費は現状が普通の状態だというご意見があった。これをどう考えるか教えて頂きたい。消費の実態が余り明確でないため議論し難いが、消費データの信頼性は本会合でもこれまで何回か議論してきており、結局は個人所得の動きをみていくのが一番良いのではないかと思う。その点、去年は賃金の引き下げ圧力が強く、雇用者所得は減少傾向を辿った。消費性向はアップダウンしているが、年後半には大体横這いの感じになったため、結局所得に比例した消費の動きになってきている。去年の後半は若干弱かったかもしれないという判断になるが、生産の回復に伴い時間外手当が増えることにより若干の変化が生じ始める。本年の春闘はそれ程大きな動きはなく、結局夏になって賞与の回復が仮に始まれば雇用者所得に本当に歯止めが掛かってくる。あるいは若干回復に向かうかもしれない。その局面で消費性向が大きく変わらないとすれば、あるいは緩やかな消費の回復が起きるかもしれないというイメージを持っており、企業収益から

個人所得への波及が生じるのか、それはどの程度のものかを注目している。それにより消費がアメリカのように勢い良く増えるという見通しにはならないが、昨年や現在の状況に比べると緩やかな改善は起きるかもしれないとは思っている。

三木委員

私の問題提起は、1年先をみても6割を占める個人消費の回復によりGDPを引っ張っていくことは期待し難いのではないかということと、単身者と2人以上の世帯でも大きく違うなど大きな消費構造変化が起きていることである。例えば、自動車でも軽はあれだけ売れたが、小型車は昨年並みに戻るのが精一杯である。しかし、トータルとしては若干戻ったといえる。自動車の例では個人消費の動きは完全に複数保有に変わってきている。つまり単身者は買っているが、世帯主の方は余り買わず、法人は専ら抑制である。また、安くて高機能の物に消費が移っているといった消費構造の変化を念頭に置くと、かつてのような個人消費の回復パターンは望めない。その意味で、個人消費はある程度戻るものは戻ったと考えておくべきだという気がする。安いもの、あるいは特殊な機能や新しい機能がついたものはどんどん売れる。パソコン然り、iモード然りである。衣料でも安いもの、特殊なデザインであれば消費者は飛び付く。しかし、そうでないものは全く売れない。ほとんどの人に買いたいものはなく、十分満足されている。それは所得が減った中で身の丈を縮めた消費、しかし消費性向は変わっていない状況に如実に表われている。その中で所得が増えるかとなれば、恐らく今年の夏は先般の金属労協の春闘結果からみても、減りはしないがほとんど増えないだろう。所得が増えない中では、個人消費は好況でもないが不況ではないという理解で考えるべきではないかと思う。そこに思いを至さないと、この異常な金利からは脱却できないという意味である。

植田委員

篠塚委員の二番目の点については重要であり、私の考えも申し上げてみ

たい。基本的にはデフレ懸念の払拭が展望できるまでゼロ金利を維持すると言いつけ、その具体的な中身は何かとの間に対しては、総裁を中心に設備投資や消費の自律的な回復が展望できるかどうかであると言いつけてきた訳である。これはなお曖昧であるという批判はあるものの、総合判断を認めてもらったうえではかなり明瞭な条件ではないかと思う。そのうえで長期金利等が余り動いていないのは、マーケットがまだ直ちにそうした事態がくることはないと判断している部分がかかなりあるし、他方で利上げ時には一番ダメージを受ける短期、中期ゾーンのところにはマーケットでも多少動きがみられる。やや曖昧ではあるがある程度の条件が出ている中で、日本銀行もマーケットもほぼ同じようなデータに基づきデフレ懸念払拭の展望が先程のような意味でできるかどうかを分析し続けている。

以前も議論したことではあるが、マーケットの分析結果と日本銀行の分析結果がほぼ一致していれば、混乱のない形でゼロ金利解除ができると思う。一方、例えば我々の方が早過ぎるタイミングであれば、マーケットに混乱が生じるであろう。逆に待ち過ぎて遅いタイミングで行なえば、インフレ圧力は高まっているのに引き締め総需要抑制効果がなかなか出てこないというデメリットが発生すると思う。マーケットの見方と日本銀行の見方がかなりずれるケースとして一番あり得るのは、どちらかにデータの読み方に問題がある場合だが、これについての我々の対応は分析をきちんと行なうことであるし、その結果を基本的見解に素直に出していくことしかないのではないか。そうしたことは独立に、あるいは無理に我々の作った見方を市場に押し付けていくことは極めて不適當である。ただ、市場と日本銀行の見方が大体一致していたとしても、例えば数か月程度のずれは当然発生し得る。その部分はある種のモラル・ハザードだが、マーケットは日本銀行がどのようなタイミングでゼロ金利を解除したいかを知りたがる。そこを我々がマーケットに事前に知らせていくべきかどうかは別途の問題として考えなくてはならないと思うが、私はまだ白紙である。

速水議長

確かに消費が三木委員の言われるように増えるとしても一本調子ではないことは分かるが、昨年今頃までは消費者の将来への危惧が相当あったと思う。やはり金融システムの問題が大きかった。ここへきて現金を持っていなければ危ないという感じがなくなり、さらに投資信託に金が動き始めたことは相当大的な変化ではないかと思う。そうした不安感が除去されてきたことは流れとしてはかなり大きな変化である。

三木委員

金融システム不安のあったことが個人消費に対しても一番大きな問題であったことは間違いない。それが昨年3、4月の政策から一気に変わり、従って個人消費は一応不況局面から脱してきたのだと思う。問題は、それが昨年の10月を境に踊り場に入ってしまったことである。そこから先個人消費の動きがないのは、そこまで戻ってきた段階で既に通常時と言わざるを得ないのではないかというのが私の判断である。

速水議長

マネーサプライの伸びが2.1%程度に止まっていることを心配する人もいるが、現金で持たずにあるいは預金から投信などにシフトし始めていることは、明るくなってきた証拠だと思う。手術の後、危機的な状態で集中治療室に入っていたところから普通の病室に戻って良いかどうかの判断ができる状況になってきている。一つ心配なのは、1995年から1996年の春頃にかけて特に携帯用電話・モバイルなどが始まって数字が急に良くなり、それで財政改革が飛び出してきた訳であるが、結局長続きしなかった。メキシコ通貨危機の影響もあったかもしれない。あの頃と今とではかなり変わっており金融システムが大きな先で安定化したという感じを皆持っていると思う。97年には、そうした状況がこれから出てくることを皆心配していた。そうした大きな流れでみれば、タイミングを検討する状況になってきた感じがする。

ここで私の意見を言わせて頂きたい。金融経済情勢については、私も多くの委員の方と同じように最近の設備投資関連の指標に注目しているが、10～12月の法人季報や1月の機械受注、政策投資銀行の2000年度設備投資計画アンケート調査、どれをみても設備投資は下げ止まりから増加に転じている可能性が高いと判断できる。生産の増加、企業収益の回復といった環境の改善が漸く実際の支出活動に繋がりはじめたと判断する。ゼロ金利政策との関係で判断基準としているデフレ懸念の払拭については、これまでの議論を通じて、第一に民間需要の自律的回復に焦点を当てること、第二に、この際設備投資を起点として個人消費に繋がっていくメカニズムを重視すること、といった考え方が確立してきたと思う。そうした観点に立つと、今回の設備投資を巡るデータは民間需要の自律的回復の動きを窺わせる重要な材料であると言える。既に多くの委員からご指摘があったように、こうした設備投資回復の波及あるいは広がりという観点から、今後着目すべき点としては三点に絞って良いのではないかと思う。

第一は、企業規模別にみた広がりである。政策投資銀行の設備投資アンケートの調査は大企業を対象としているが、中堅中小企業の設備投資が回復していくかどうかについては短観などでチェックしていく必要がある。第二には、業種別の広がりをみていく必要がある。特に二極分化の動きが非常に顕著になっている中で、IT関連の設備投資が96年にみられたような携帯電話ブームのように一過性のもので終わってしまわないか、今少し基調的な広がりをもたらすものと考えて良いのか、という点を確認する必要がある。第三に、家計サイドへの広がりについてもよくみる必要がある。現状では取り敢えず年明け後に持ち直した個人消費の動きは概ね維持されているし、消費者コンフィデンスの改善がその背景となっていることは明らかではないか。個人消費の回復には今後の雇用所得環境の改善が欠かせない訳であり、今後明らかになる新卒の採用状況やボーナス交渉なども含め、雇用・賃金情勢を注意深くみていく必要がある。

以上を纏めると、民間需要の動きはこれまで以上に明るい材料が増えてきているが、この段階ではやはり自律的回復に向けた展望が得られたと判

断するには、まだ若干材料不足ではないか。物価面からは、需要の弱さによる潜在的な物価低下圧力が和らぐかどうかを今少し見守る必要がある。従って、当面の金融政策運営については引き続きゼロ金利政策の継続を支持したいと思う。ただ、デフレ懸念の払拭が展望できるような状況を判断するうえで、前向きな材料が増えていることも事実であるし、次回会合では3月短観の結果も出てくるため、景気の基調判断をどの程度前進させることができるか、またそれをどのように市場に伝えていくか、しっかり議論したいと考えている。

金融経済情勢や金融政策運営についてさらに追加的なご意見があればご発言頂きたい。

特になければ、政府からの出席者からご発言を頂きたい。

林大蔵政務次官

現状認識、経済運営は特に変わっておらず、各種の政策の効果やアジア経済の回復等の影響から緩やかな改善が続いている。企業活動にも積極性がみられるが、全体としては需要回復が弱い。政府としては、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繋げなければならないと認識している。

そこで、3月17日に成立した平成12年度予算の円滑かつ着実な執行に努めて参るところであるが、具体的には公共事業等について、年度開始後直ちに着手できるよう、実施計画、いわゆる「箇所付け」の協議・承認を速やかに行っていくことに全力を尽くして参りたい。予算委員会や財政・金融委員会の審議の中で、本日ご指摘のあった財政構造改革等についてどう考えるべきか色々議論があった。総理からは引き続き一兎を追うべきであるというご指示がある。大臣からも財政構造改革を考える時には、財政だけではなく例えば国と地方との関係、医療、年金福祉等、社会保障分野については給付と負担の関係をパッケージで国民と共に考えていくべきであり、財政だけでどうこうできる問題ではないという答弁をしている。これは大臣の私見とし

てお答えになられていることであるが、中原委員からもお話のあったマクロモデル等を使い色々な検討をしていくべきではないかという考えも出てきている。また、国も予算だけではなく、いわゆるストックをみるためにバランスシートのものを考えていくべきではないかという議論が与野党からあり、大蔵省としても私的な勉強会を作り試作品を作ろうとしているところである。

いずれにしても、前回構造改革を行なった時は3%から4%の成長が2年続いた状況であり、この財政構造改革の議論を行なった3か月後に出てきた数字がマイナスになっていたということもあった訳である。概算要求に先立つこと半年以上前から色々な議論をし、それ程前広に準備をしていた訳であるが、今回はより大きな問題として取組んでいかなければならないのではないかということが、予算委員会を通じて議論されていた。このように我々は色々検討しているが、景気回復に最善を尽くすことが引き続き極めて大事なことだろうと認識している。

日本銀行においても、政府による諸策の実施と併せて、経済の回復を確実なものにするために、金融・為替といったマーケットの動向をみて頂きながら、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お願いしたい。委員方には、以上申し上げた政府の経済財政の考え方等についてご理解を賜りたい。

小峰経済企画庁調査局長

我々は3月17日に3月の月例経済報告を出した訳だが、そこではまず、「全体としての需要の回復は弱く、厳しい状況はなお脱していない」と言っている。これは10~12月のGDPが二期連続マイナスになり、失業率もなお高いといったことを受けている。続けて、「各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響から景気は緩やかな改善が続いている」と言っている。従来と同じ表現だが、生産の回復傾向、企業収益の増加といったことを受けた表現である。さらに、月例報告では、「企業の活動に積極性もみられるようになるなど、自律的回復に向けた動きが徐々に現れてい

く」という部分を付け加えている。自律的回復に向けた動きというのは、特に設備投資の指標が10~12月はプラスになったことや、機械受注を始めとして先行指標に持ち直しの動きがかなり明確化してきていることを受けたものであり、全体としての判断は前月よりも上方修正をした形になっている。なお、今回は自律的回復という言葉が入ったため、一部ではこれが実質的な景気回復宣言ではないかという受け取られ方もあった訳だが、この点については我々明確に否定をしている。自律的回復になった訳ではなく、その走りのような動きが出てきた段階であり、決して景気回復宣言をした訳ではないと説明をしている。

今月13日に四半期のGDP統計が出たが、10~12月は季節調整済みの前期比で-1.4%となった。ただ、これには特に年末のボーナスがそれに先立つ企業収益の不振を反映してかなり低かったため個人消費が減少したこと、公共事業の施工が端境期となっていたことが影響しており、一時的要因による面が大きいのではないかと考えている。今年に入ってから消費、生産、企業収益等の面で明るい動きがみられてきており、概ね政府経済見通しで描いた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揺るぎない構造改革を推進するため、経済新生対策を始めとする諸政策を引き続き推進していくというのが、我々の政策スタンスである。

なお、2月の月例経済報告の際に総理から特に発言があり、消費や投資実態の早期かつ的確な把握につき、さらに改善を図るよう関係者で至急検討するようにという指示があった。これを受けて、先週の月例経済報告関係閣僚会議において、特に個人消費の統計についてどのような改善が可能か経済企画庁と総務庁が共同して研究を行なうことになった。この点については、GDPの過半を占める消費の統計に関して信頼性や安定性につき色々議論があったため、有識者の意見も聞きながら極力早く改善の方向を出して実行していきたい。

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に金融政策を運営して頂きたい。

速水議長

それでは、議案の取り纏めに移りたい。

[全委員が賛意を表明]

先程の委員方の検討によると、当面の金融市場調節方針についてはゼロ金利政策を継続するのが適当という意見が多数を占めていたように思う。私からはその旨の議案を提出するが、他に議案を提出したい方はいるか。篠塚委員と中原委員から議案が出るとのことであるので、事務局は篠塚委員、中原委員の議案と私の議案を配って、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、中原委員案、議長案の順番で議案を読み上げる。

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

続いて中原委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的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、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆

円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000年7～9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24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

篠塚委員、中原委員は議案の説明をお願いしたい。

篠塚委員

本日、既に私の考え方を十分申し上げたので、結構である。

中原委員

提案理由を説明する。一つは現在の物価動向をみると生鮮を除いたCPIの前年比がこのところ-0.2%、-0.3%となっているほか、東京都は直近が-0.4%と下落している。消費が脆弱であることを考えるとさらに下

がる可能性があるのではないかと思われる。その意味で景気は依然として脆弱であり、金融面から景気刺激を図ることが必要だと考える。第二は何回か前の決定会合でも申し上げたが、GDPの動きとGDPデフレーターの動きをみると依然としてデフレ傾向を脱していない。GDPデフレーターは前年の1～3月が-0.7%、4～6月が-0.6%、7～9月が-0.8%、10～12月が-1.5%とマイナスの度合いを大きくしている。この間、GDPは7～9月が-1.0%、10～12月が-1.4%と下がってきている。三番目に、そうした景気の脆弱性を映して地価の下落が依然として続いており、不良資産が増大する恐れが依然としてある。

四番目として、最近の景気は数量景気の面が非常に強いことである。これは輸出に一番顕著に表われているが、例えば昨年1年を取るとプラスチックは数量で10.4%伸びたが金額では-0.4%であるとか、鉄鋼は数量で2.1%伸びたが金額では-21%、ICでも数量は27.6%伸びたが金額は3.9%しか伸びていない。輸出の好調あるいは在庫循環の一巡等により生産が活況を呈してきているが、輸出を含めて数量景気に終わっている傾きがある。また、依然として自律的回復に至っていないことである。財政の下支えのある持続的な回復という場合と、それが全くなく民間の貯蓄が投資に回る場合と二つあり、英語で言えばサステイナブルとセルフ・サステイニングという微妙な差があると思うが、極力早期にセルフ・サステイニングにする必要がある。具体的には資金需要の顕在化を早める必要がある。いつも申し上げているが、財政の下支えのあるうちに金融政策も積極的に出動し、セルフ・サステイニングなりカバリーを一刻も早く目指すべきである。

速水議長

質問やご意見はあるか。

それでは篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で一つずつ採決していきたい。異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[篠塚委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：篠塚委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

篠塚委員の提案については、賛成1、反対8であった。

速水議長

次に、中原委員案の決裁をお願いする。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

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

中原委員の提案については、賛成1、反対8であった。

速水議長

次に、議長案について採決をお願いします。

[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

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、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

第一は、ゼロ金利が導入された時のデフレ・スパイラルに陥るリスクを回避するといった緊急事態からは経済情勢が変わってきていることである。二番目に、足許の景気は内需の自律的な回復が確認できるようなデータが出てきており、特に民間設備投資関係の指標を中心に持ち直しに転じていることである。三番目は、ゼロ金利の副作用が時間の経過と共に大きくなっていると懸念されることである。四番目に、ゼロ金利を解除してもなお依然として金融緩和政策を維持することには変わりがないことである。

中原委員

一つは、物価が下落気味なことである。CPI除く生鮮は、99年7～9月の0.0%からこのところ0.2～0.3%下がっている。東京だけをみると-0.4%に下がってきており、現状維持のままでは不十分である。第二に、インフレリスクがない状況であり、なるべく早い機会に1.5～2%程度への経済成長率へ持っていくというアクティブな金融政策が財政の下支えのあるうちに必要である。三番目に、ゼロ金利政策も1年以上経ち、効果が次第に減衰してきていることは否めないため、ここでさらなる手を打つべ

きである。四番目は、現在のゼロ金利政策においては非常に抽象的な表現が多いことである。潤沢な資金供給であるとか、デフレ懸念が払拭されるとか、よく分からない表現が多く、政策目標として何がどうなるということをも明確に国民に分かってもらい難いのではないか。日本銀行は先行きの1、2年の物価あるいはGDP成長率等の経済指標についての予測を具体的な数字で示さない限り、ゼロ金利政策の解除という面についてアカウンタビリティを示すことができない。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今政策委員会として、当面の金融市場調節方針として、賛成多数でゼロ金利政策を継続することが決定された。黒田理事と金融市場局長は、ここに定められた方針に則って調節に努めるようこれをもって指示する。なお、決定事項の公表は、会合終了後約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お願いする。

VI. 平成12年4月～9月の金融政策決定会合開催予定日の決定

速水議長

最後に、4月から9月までの先行き半年間について、決定会合開催予定日の承認を行ないたい。既にお配りしている日程で宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。

[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

Ⅶ. 閉会

速水議長

以上をもって本日の会合を終了する。次回の決定会合は4月10日を予定している。

(午後1時13分閉会)

以上