

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年10月13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	村田吉隆	総括政務次官（9:00～11:38）
	原口恒和	大臣官房総務審議官（11:38～15:32）
経済企画庁	河出英治	調整局長（9:00～12:17）
	薦田隆成	調整局審議官（13:15～15:32）

（執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	増渕 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	鮫島正大（9:00～9:32）
企画室企画第1課長	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
調査統計局企画役	吉田知生

（事務局）

政策委員会室長	横田 格
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
企画室企画第2課長	田中洋樹（9:00～9:32）
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	内田眞一
金融市場局調査役	岩崎 淳（9:00～9:32）

I. 開会

速水議長

それではただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前 9 時開会)

本日はまず前回会合の議事要旨をご承認頂いた後、執行部から「適格担保取扱基本要領」の制定等と、「手形買入基本要領」の一部改正等について提案があるので、その決議をして頂きたい。その後「『物価の安定』についての考え方」と、「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する件について、ご意見を伺ったうえで、決定頂きたい。その後はいつものとおり、金融経済情勢に関する執行部からの報告、金融経済情勢に関する委員の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府からの出席者の発言、金融市場調節方針の採決、金融経済月報の基本的見解の取り纏め、といった順で進めて参る。

政府から本日は大蔵省から村田総括政務次官、経済企画庁からは河出調整局長が出席している。村田次官はお昼前にお帰りになり、その後は原口総務審議官が出席することになっている。河出調整局長も午後に薦田調整局審議官に交代されると伺っている。

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

II. 議事要旨 (9/14 日開催分) の承認

速水議長

最初に前回 9 月 14 日の議事要旨のご承認を頂きたいと思う。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。議事要旨は10月18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. 「適格担保取扱基本要領」の制定等ならびに「手形買入基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定（資料-1、2）

速水議長

次に「適格担保取扱基本要領」の制定等ならびに「手形買入基本要領」の一部改正等について執行部から提案があるので決議頂きたいと思う。前者の「適格担保取扱基本要領」の制定等については来年初めのRTGS化と与信担保システムの稼働を機に本行が金融調節として行なう与信について担保取扱の適切かつ効率的な運営を確保し、その事務手続きの一層の明確化を図る趣旨で行なうものである。後者の「手形買入基本要領」は、

去る4月27日の会合においてRTGS化を視野に入れて決定した手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針に沿って制定したものである。今般RTGS化の開始に向けてもう一段の所要の整備を図るためにその一部を改正するものである。

両者については、増淵理事と企画室の鮫島参事役から説明してもらう。

鮫島企画室参事役

まず担保体系の見直しの背景から説明する。第一点は、2001年初のRTGS化と同時に与信担保システムが稼働するのを機に与信の形態毎に定めている適格担保の種類および担保価格の算定方法を統一したいということである。現在担保種類については、貸付、当座勘定根抵当、買入手形担保毎に、それぞれ担保種類が決められているが、これを適格担保の種類として共通化したい。それから担保価格の算定方法についてもまちまちとなっているので、これを与信の形を問わず統一したい。背景の二つ目は、適格担保に関する基本的な考え方を明確にしていくことは、市場における健全な金融活動を促す意味があるほか、本行の対外的なアカウンタビリティを高める観点からも必要であるということである。三点目は、RTGS化に伴って取引先の担保需要が高まることを踏まえて、本行資産の健全性を確保しつつ、取引先の担保利用の効率化を進めることが必要であるという点が挙げられる。

次に見直しの具体的な内容だが、まず適格担保の取扱いに関し、次のような基本原則を定めたいと考えている。第一点は本行資産の健全性の確保、第二点は本行業務運営の円滑性および担保利用の効率性の確保、第三は格付、時価情報、企業財務に関する公開情報等、市場情報の有効活用を図ることである。次に、担保の種類については、これまでの逐次拡充の結果与信形態毎に区々となっているので、これを統一したいと考えている。具体的には、担保種類の範囲の最も広い貸し付けに合わせる形で種類を統一することを想定している。また、与信担保システムの稼働によって共通根担保としての利用が可能となるので、担保の利

用効率が上がっていくと考えている。さらに、これに合わせて幾つか担保種類の見直しをしたいと思っている。一つは来年4月から財投機関債の公募発行が始まるので、それに先駆けて財投機関等債券という種類を設けたいと考えている。資産担保債券は現在社債等担保オペにのみ使っているが、これを共通の独立した種類として設けたいと思っている。それから手形については、商手・準商手、一般の手形を区分しておく必要がなくなっているので一本化したいと思う。担保価格の算定方式については、時価が取得できる債券については時価、それ以外の手形については手形金額、証貸債権については残存元本額に掛目を乗じた金額とすることを考えている。掛目は、リスク量を算出のうえ、担保を換価処分して与信額の回収を図る際に、担保割れが極力発生しない水準に設定する。具体的には、債券の掛目は、その種類・残存期間に応じて時価に対する比率とし、従来に比べて肌理細かく設定している。また債券については、値洗いの期間を短くして頻度を上げるので、掛目の数値は期間の短いものを中心に若干上昇する形になっている。それから手形は、時価が取れないので手形金額の95%、証貸債権については残存元本額の80%としたいと考えている。次に担保の適格基準としては、まず総則として信用度、市場性、権利行使の確実性といったことを定めたいと考えている。担保の種類毎の適格基準については、その信用度基準、市場性基準は基本的に現行の基準を踏襲し、レベルは不変としたい。また、適格性判断において格付を用いるものについては、新たに格付基準を明示することとしたい。担保の種類毎の適格基準は、国債以下それぞれについて定めてあるが、例えば社債については「適格格付機関からA格相当以上の格付を取得していること等、発行企業の信用力その他の事情を勘案して、本行が適格と認める公募普通社債であること」というような定め方としている。適格性の判定手続きは、国債、政府短期証券、政保債、公募地方債については、本行から起動して適格性を認定するが、それ以外の債務については取引先からの適格性判定依頼を受けて判定を行なう手続きを考えている。民間企業の債務については、債務者である企業の信用力の判断は、今回「企業の信用判定基本要領」を定め、これに基

づいて行なうこととしたいと考えている。

次に取引先の関係企業の債務の取扱いについては、昨年9月の金融政策決定会合において、取引先（当座預金取引の相手方）の債務は、本行による金融機関の信用力判断の開示を回避する、実質的に無担保の与信の発生を回避する、といった観点から本行与信の担保やオペ対象資産としては不適格とする旨の決定がなされている。その際、取引先の関係企業の債務についても同様の問題が存在することは認識していたが、その後の金融再編の過程でどのような企業間関係が形成されるかを見極めるべく、引き続き検討を行ない1年後を目途に結果を報告することとなっていた。この点につき、今回決定して頂く訳であるが、検討のポイントとしては、まず第一に、関係企業の範囲を、実質的な支配力・影響力に照らして、取引先と密接な関係を有する企業としたいという点である。具体的には、企業会計基準上の連結対象企業とすればよいのではないかと考えている。この範囲は銀行法上のアームズレングス・ルールの適用対象である特定関係者と基本的に同じである。検討ポイントの第二点は関係企業債務についても本行による取引先金融機関の信用力判断の開示に繋がるようなケースがあるのではないかという点である。第三のポイントは、取引先と親子関係にある企業の債務がその取引先を通じて本行に持ち込まれる場合、その企業の資金繰り状況如何で実質担保価値のない担保を裏付けとする与信が発生する可能性があることである。そういったポイントを頭に置いて、具体的な対応としては、まず取引先を子会社とする持株会社の債務は全て不適格としてよいのではないかと考えている。持株親会社は取引先と組織的な一体性が強く、支払能力や資金繰りも相互に大きく依存し易いからである。また、持株会社以外の関係企業の債務については、「関係企業債務だから」という理由で不適格とはしないが、取引先が自身の関係企業の債務を担保として本行に持ち込むことは認めない」扱いとしたいと考えている。実質無担保の与信が発生する可能性がある典型的なケースを排除できる一方、不適格あるいは持ち込みを認めない関係企業債務の範囲が広くなり過ぎるといった難点も少ないのが理由である。なおこの方法の場合、本行による取

引先の信用力開示の問題は残るが、今回の担保体系の見直しにおいて格付基準を明示することなどを踏まえると、必ずしも大きな問題にはなるまいと考えている。以上の方針に沿って、適格担保取扱基本要領ならびに企業の信用判定基本要領等所要の規程を決定して頂きたいというのが、本日お諮りする主な内容である。

次に関連する論点として二点、お諮りをしたい。まず一点目は、担保体系の見直しに合わせて公定歩合体系を一本化してはどうかということである。かつては金融政策の運営上、貸出政策が中心的位置を占めており、担保の種類によって金利差を設けることにより、特定の種類の担保を優遇していた。現在公定歩合が二本建てになっているのはそうした経緯によるものであるが、今日そうした政策的な意義はかなり薄れていると考えられる。現状は商手割引率と国債、商業手形に準ずる手形等を担保とする貸付利率0.5%、その他のものを担保とする貸付利率0.75%の二本建てになっているが、これを一本化して国債、商業手形に準ずる手形等を担保とする貸付利率0.5%の方に一本化したい。二点目は、準商業手形等特定の形態の取引を裏付けとする手形を貸出政策上優遇する制度金融については、その政策的な意義が薄れていることを踏まえて、今後、廃止も含めて整理していくこととしたいということである。具体的には、輸入決済手形制度、商手割引といった制度である。いずれも政策的な意義がかなり薄れているので整理の方向で検討したいと考えている。

最後に実施時期だが、RTGS化の実施日——今のところ1月4日を予定しているが——から実施したいと考えている。また、経過措置として、現在適格としている担保のうち、今回の措置により不適格となるものについては、平成13年の3月末まで引き続き適格とする扱いにする。なお、現在適格としている社債に準ずる債券——財投機関等が発行している債券——については、今後財投機関債として公募発行されるが、直ちに出席ってくる訳ではないので、平成14年の3月末まで引き続き適格としたいと考えている。それから持株会社以外の関係企業債務の取扱いについては、関係企業に関する情報収集等所要の準備を整えたうえで平成13年10

月1日から実施したいと考えている。以上が内容の説明である。

付議文については、規程の詳細の説明は省略させて頂くが、案件としては適格担保の取扱いの一層の明確化および金融調節の一層の円滑化を図る観点から、次の諸措置を講ずることである。今回決定して頂きたいコアの部分は「適格担保取扱基本要領」を別紙1のとおり制定すること、「企業の信用判定基本要領」を別紙2のとおり制定することである。次はCPオペの基本要領を別紙3のとおり一部改正する内容であるが、これは適格担保基本要領を定めることに伴う技術的な改正である。それから以上のような基本要領を定めることに伴って、廃止して頂くものを列挙したほか、公定歩合の一本化、輸入決済手形制度や商手再割引といった制度金融を整理していくという方針、実施日に関する内容を掲げてある。担保体系の見直しについての説明は以上である。

引き続きRTGS化に伴う手形オペの見直しとして本日お諮りする内容は、今年の4月27日の金融政策決定会合で決定された「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」に沿って手形買入および手形売出の具体的な見直しを行なうものである。手形買入・手形売出ともに本店において短資会社を通さない直接方式を導入することについては既に決定して頂いて導入済みであるので、今回はそれ以外の部分についてご議論頂くものである。見直しの第一点は買入手形について本店買入のほかに支店を含む全店買入を導入することである。次に、現在担保については、買入の都度受け払いをする一件担保方式としているほか、担保の種類、価格算定方式についても特有の定めをしているが、これを先程ご説明した適格担保取扱基本要領に沿って、根担保とするなど扱いを改めるものである。これらを含め、今回決めて頂きたい具体的な措置を整理すると次のとおりである。第一にこれまで念の為存続させていた短資経由方式を廃止することとし、基本要領の一部改正と根拠となっていた政策委員会決定の廃止を認めて頂きたいということ。それから二点目は、買入手形の担保の根担保化である。三点目は、手形買入についての全店買入方式の導入である。四点目はこの機会に社債等担保オペの手形買入への統合を図ることであり、

これに伴い社債等担保オペの基本要領の廃止等をお願いしたい。次に、オペ先に関する措置であるが、見直し後の手形買入（本店買入）の買入対象先は、オペの統合に伴って当初は現在の手形買入直接方式の買入対象先のほか、社債等担保オペの買入対象先のうち希望する先としてよいのではないかと考えている。重複があるのでそれを除くと、最大 35 先となる。買入対象先については現在と同様担保を一定額以上常時差し入れさせるなどの義務を負わせることとしたい。今後の予定としては、本日この基本要領の一部改正等を決定して頂ければ、年内に基本約定の制定などの手続きを進めて、明年のRTGS化の実施予定日である1月4日から見直し後の手形買入を開始したいと考えている。その後の取引の状況等を見極めて、2001年の春頃に買入対象先の選定に関する基本要領をお諮りし、その後システム対応等を整えて2001年半ば頃に手形買入（全店買入）を導入したいと考えている。付議文は以上の考え方を踏まえたものであるので、詳細な説明は省略させて頂くが、お諮りする案件は以下のとおりである。RTGS化後における金融調節の一層の円滑化を図る観点から「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」に基づき、次の措置を講ずることである。具体的には手形買入基本要領、手形売出基本要領を別紙1、2のとおり一部改正することである。それから関連の政策委員会決定を廃止すること、実施日に関する内容、オペの統合に伴うオペ先の取扱いに関する内容を掲げてある。私からの説明は以上である。

速水議長

それでは質問等ありましたらどうぞ。

中原委員

良く練られている案だと思うので賛成である。結構である。

篠塚委員

担保の見直しのところに「本行は、業務運営上特に必要と認める場合に

は、3. から 5. までに規定する取扱いと異なる取扱いをすることができる。」とあるが、私は、3. は基本的な担保の種類および担保価格なので、特例扱いの対象とせずに 4. から 5. とするのが通常だと思うがどうだろうか。まず、担保の種類を押さえたうえで、4. の判定をする時の手続き、あるいは 5. の債務の取扱いなどについて何か弾力的な取扱いをすることができると思うのが適当だと思う。

鮫島企画室参事役

金融調節上日々行なう与信としてはここに定めた担保で対応できるが、何か特例的に徴求したい場合、例えば今年初めの 2000 年問題への対応のように米国債を対象にするといったようなこともあり得るので、そういうことを想定して担保の種類も含めて特例的措置を取ることができるとした次第である。

三木委員

異議ありません。

篠塚委員

はい。

速水議長

それでは採決に入りたいと思う。

[政府からの出席者退室]

事務局は「『適格担保取扱基本要領』の制定に関する件」と、「『手形買入基本要領』の一部改正等に関する件」について、議案を持ち回って、委員から決裁を得て下さい。

〔「適格担保取扱基本要領」の制定に関する議案と「手形買入基本要領」の一部改正等に関する議案について事務局よりそれぞれ決裁文書を回付、各委員がサイン〕

両議案の議決結果

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

横田政策委員会室長

採決結果をご報告する。両議案とも賛成9、全員一致で賛成である。

速水議長

それでは可決された。採決が終了したので政府からの出席者をお呼びして下さい。

〔政府からの出席者入室〕

ただ今、政策委員会として、「適格担保取扱基本要領」の制定等に関する件と、「手形買入基本要領」の一部改正等に関する件についての執行部

提案が、各々「全員一致」で決定された。なお本件は、会合終了後執行部より、適宜の方法で対外公表させて頂く。

IV. 「『物価の安定』についての考え方」の公表ならびに「『経済・物価の将来展望とリスク評価』に関する件」についての執行部説明と決定
(資料-3、4)

速水議長

それでは議題 4 に移る。「『物価の安定』についての考え方」の公表、「『経済・物価の将来展望とリスク評価』に関する件」についての執行部説明と委員方の討議等に入りたい。まず「物価の安定」の件から始めたいと思う。本件は去る 3 月 8 日の会合で、金融政策運営の透明性の向上の観点から「物価の安定」の総括的な検討を行なうこととしたことを受けて、半年以上に亘って検討を続けてきた。その検討の結果を取り纏めたものがお手許にお配りしている「『物価の安定』についての考え方」である。また、「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する件は、今後半年に一回、当会合で先行きの経済・物価情勢を巡る評価を決定し、公表していくための具体的な手続きを決定して頂くものである。

本件についても、まず企画室から説明をしてもらう。その後、委員の皆様から順番にご意見を頂こうと思う。それでは、増淵理事と白川審議役に説明をしてもらう。

増淵理事

それでは主として資料 3 「物価の安定についての考え方」について説明する。最初に総裁の序文が置かれている。この序文の内容は主として物価の安定についての検討を行なうに至った経緯、今後についても引き続き検討を深めていきたい趣旨が書かれている。さらに要旨の後本文となっている。主として要旨に沿って内容のポイントを申し上げたい。まず要旨の 1. は本文の一章と二章に対応する部分であって、「物価の安定」が、国民生活の安定にとって重要であると同時に経済の持続的な発展を確保するた

めの不可欠の前提条件であること、日本銀行の金融政策の理念が「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こと」であることを纏めている。要旨の 2. は本文第三章の第一節に対応して「物価の安定」の概念的な定義を示している部分である。国民からみて「インフレでもデフレでもない状態」、言い換えれば「家計や企業などの様々な経済主体が物価の変動にわずらわされることなく消費や投資などの経済活動に意思決定を行なうことができる状況」が物価の安定の概念的定義であると書いてある。要旨の 3. は本文第三章第二節に対応する部分で、「物価の安定」の概念的定義を前提としたうえでこれを具体的な数値で表現できないか、という点の検討に当たっての論点を四つ掲げている。論点の一は、物価指数についてのいわゆるバイアスの存在で、信頼し得る推定値を得ることは容易ではないと書いてある。論点の二はデフレ・スパイラルに陥るリスクの問題で、名目金利がゼロを下回って低下し得ないいわゆるゼロ制約があるとか、名目賃金の下方硬直性のような問題があるので、金融政策は経済がデフレ・スパイラルに陥ることのないよう十分注意して運営されるべきであることから、金融政策の運営上物価指数の変化率でみて若干のプラスの上昇率を目指す考え方は検討に値するとの認識が比較的多く示されたことがここに書いてある。論点の三つ目は、いわゆる供給サイドの要因について、物価の変動要因が需要サイドにあるか、それとも供給サイドにあるかによって金融政策の対応の在り方が変わってくる可能性があるという論点が掲げられている。論点の四つ目はいわゆる資産価格の変動の問題であって、バブルの経験に照らして資産価格の変動が経済の大きな変動をもたらす可能性があるという論点が掲げられている。要旨の 4. は本文の第三章第三節に対応しており、今の四つの論点を念頭に置いたうえで、現実の最近の日本の物価情勢を評価するための検討の結果が書かれている。検討結果としては、90 年代の日本の物価上昇率の落ち着きは景気の低迷による需要の弱さを反映する面が大きかった訳であるが、しかし最近では、技術革新や規制緩和等の供給サイドの要因が物価低下圧力として作用しているとみられることなどの点が確認されたことが書いてある。要旨の 5. は本文

の第三章第四節に対応する部分であり、数値化についての結論部分である。一点目は、供給サイドの要因による物価低下圧力にさらされている現在の日本の物価情勢を踏まえると、短期的な「経済の健全な発展と整合的な物価上昇率」は、長期的にみた「経済の健全な発展と整合的な物価上昇率」よりも低めとなっている可能性が高いことが書いてある。二つ目として、従って「物価の安定」の定義を数値で示すことは困難であるとの政策委員会メンバーの判断が掲げている。なお、インフレーション・ターゲティングについては要旨に明示的に書かれていないが、物価安定の定義を特定の数値で示すことは困難であるとしたことから、インフレーション・ターゲティングも採用することは適当ではないとの判断である。三点目は、しかし現実の経済の変化を踏まえながら、「物価の安定」を数値で示すことができるかどうかについては引き続き検討を行なうことが示されている。要旨の 6. は本文の第四章に対応するが、ここでは「物価の安定」を判断する際にどういう視点から物価の安定を判断するのかの視点を示すことが有益であると判断され、その視点として多様な物価関連指標による物価変動の性格の点検、物価安定の持続性、経済の健全な発展との整合性の三つの視点を示すことが書かれている。要旨の 7. は経済・物価見通しの公表に関する考え方で、本文の第五章に対応している。金融政策運営の透明性向上の観点から、政策委員会として「経済・物価の将来展望とリスク評価」を公表すること、その中で先行きの物価上昇率や経済成長率についての「政策委員の見通し」を公表していくこととした結論が掲げられている。「物価安定の考え方」の内容は以上である。続いて「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する件は、付議文が短いので、白川審議役から付議文全体を読み上げさせて頂く。

白川企画室審議役

「『経済・物価の将来展望とリスク評価』に関する件。案件。「『物価の安定』についての考え方」に基づき作成・公表することとなった「経済・物価の将来展望とリスク評価」について下記のとおりとすること。本件に

関して、別添のとおり対外公表すること。記。1.「経済・物価の将来展望とリスク評価」は、政策委員会・金融政策決定会合で決定のうえ、4月および10月の年2回、それぞれの月に公表する「金融経済月報」に掲載して公表する。ただし、本年10月分については、「金融経済月報」とは別に、10月30日の金融政策決定会合で決定のうえ、10月31日に公表する。2.「経済・物価の将来展望とリスク評価」の中に、「政策委員の見通し」を参考計表として掲載する。3.「政策委員の見通し」の対象は、実質GDP、国内卸売物価指数、消費者物価指数（除く生鮮食品）の年度平均前年比の値とする。4.本年10月に公表する「政策委員の見通し」の対象期間については、本年度とする。5.「政策委員の見通し」として、①政策委員がそれぞれ作成する見通し計数のうち最低値、最高値を1個ずつ除いたものを「幅」で示した「政策委員の大勢の見通し」と、②政策委員の作成した全見通し計数を最低値、最高値の「幅」で示した「政策委員全員の見通し」の2つを公表する。6.「政策委員の見通し」を作成するに当たり、先行きの金融政策運営については不変を前提とする。以上。」。

次に公表文は前文と最後の文を読み上げる。「日本銀行は、本日公表した『物価の安定』についての考え方」に基づき、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表を開始するとともに、その中で、経済成長率および物価上昇率についての「政策委員の見通し」を示すこととしました。具体的な公表方法等は、以下のとおりとします。」。1.から6.は先程と同じである。「日本銀行としては、こうした措置を通じて、今後とも、経済・物価情勢に関する判断や金融政策運営の考え方について、一層のご理解をいただくよう努力を重ねていく所存です。また、金融政策運営の透明性向上を図る観点から、上記の公表方法や公表内容の改善等を含め、引き続き検討してまいりたいと考えています。以上。」。

速水議長

以上の説明を踏まえて、皆さんから今回の取り纏めの結果を巡る評価、今後の課題についてご意見等を頂きたいと思う。お1人5分程度でお願い

したい。藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

ただ今執行部から説明のあった「『物価の安定』についての考え方」、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の二つの原案に私は賛成である。振り返ってみると、私達はこの6月以降4か月間の間に11回に及ぶ検討会を開催して議論してきた。その間、調査統計局や企画室からも物価に関する論文が四点、個人論文は五点、外部に委託して作成した論文が一点と、全部で十点に亘るレポートが発表されており、委員間での検討と並行して物価について日本銀行として熱心に研究・議論してきたことになる。そういったことを踏まえたこの二つの案は、私はこれまでの検討の成果が巧く纏められ、現時点では最も妥当な結論が得られたのではないかと考える。

そのうえで今後の対応について幾つか言及してみたいと思う。第一に現段階では数値目標を採用することは適当ではないとの結論に至った訳であるが、我々がこの問題を検討する前から様々な意見が内外にあったのでこの点については色々な批判や議論があるかもしれない。今後とも色々な議論があるだろうが、私達は検討に当たって数値化の可能性も排除せず白紙から先入観を排して真正面から取り組んで検討した結果、こういう結論になった訳であり、その考え方、その経緯はレポートの中に詳しく書き込んである。今後様々な機会を捉えてこうした考え方を世の中にきちんと説明していく必要があると思う。

第二に、これにより数値目標ではないが新しい透明性の枠組みを提示することになった。この枠組みを私なりに纏めると三点セットになるかと思う。そのうちの一つは三つの視点を提供したことである。物価変動の性格の点検、物価安定の持続性、経済の健全な発展との整合性、この三つの視点を提供したことである。第二は「経済・物価の将来展望とリスク評価」を公表することであり、そして第三にその中で見通しを公表する、この三つの要素から枠組みは成り立っていると理解している。恐らく世の中はこの中で特に見通し計数に関心を寄せると思う。これまでの色々な経験から

みて、得てして日本の風土では数字が一人歩きしてそれが足枷、手枷になったような事例もあったかと思う。しかし大事なことは見通しの数字そのものよりも、こうした枠組みの全体を通じて将来の経済や物価に関するリスク評価を示していく三点セットのうちの二番目に意義がある。見通し計数にはどうしても前提や所与の条件等がある訳であり、従って限界や制約などもある。そういったことおよび金融政策運営上の位置付けなどを十二分に説明していくことが重要であると思う。

次に今回の方法は大きな枠組みとしては現時点ではベストだと思うが、見通しの期間や公表の方法、それから将来展望とリスク評価の記述内容といったいわば制度の細目については、ある程度の弾力性を持ってスタートすることが必要だと考えている。10月30日から実際に新しい仕組みを開始してみて、マーケット等の反応もみながらこの枠組みを今後見直し、より良いものにしていくことが大切と思う。これはほんの感想であるが、私は今回の検討を通じて物価の安定という問題の奥深さを改めて痛感した。日銀法には物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資するとの文言があるが、その文言に立ち返りながら私は私なりに検討に参加してきた積もりである。物価と金融政策については世の中で様々な議論がなされており、率直なところ、中には気楽に数値目標といった議論をしている向きもあったが、できれば詰めて考えたうえでの悩み、この問題の奥深さといったものを等しく共有してほしいものだと思う。

また総裁の序文にもあったように、日本銀行としてはこのレポートを一つのステップとして今後さらに検討を続けていくことが必要であると思う。以上である。

速水議長

次に田谷委員お願いする。

田谷委員

今藤原副総裁が悩みと言われたが、私もかなり悩んだ。非常に広い視野

からコメントを下さったと思う。私も大きくそれと変わることはないが、物価安定についての考え方の公表文と見通しの公表について少し申し上げたいと思う。

まず「『物価の安定』についての考え方」のペーパーでは、望ましい中長期的な物価の変化率について、物価指数の上方バイアスや金融政策効果の非対称性——インフレ抑止は原理的には可能である一方、デフレ脱却はゼロ金利制約もあってより難しいこと——などから、スモール・バット・ポジティブな数字になると思う。ただ現状の物価情勢、つまり供給サイドからの物価低下圧力が強い下では、経済の健全な発展と整合的な物価変化率はそうした数値よりも低い可能性が高いとされている。この見解は、そのとおりだと思う。そのため仮に数値を公表しても当面の有効な指針たり得ないことになるのもそのとおりだと思う。また手段を選ばずにそうした数値を短期的に実現しようとする、経済的な混乱をもたらす恐れがある。ただ強調したい点は、物価情勢も変化するので、情勢の変化に応じ、中長期的な物価の変化率についての数値化は引き続き検討すべきものと思うという点である。

次に見通しの公表については、金融政策が効果を発揮するには通常1、2年、時としてそれ以上のタイムラグがあると考えられているので、できればそれに対応した期間についての見通しを出すべきではないかと依然として思う。現時点でいえば今年度、来年度についての見通しになると思う。特に来年度の見通しとなると、財政を含め様々な仮定を設けなければならないし、より難しいことも確かである。ただ、現時点で大事なことは今年度の経済の姿ばかりではなく、来年度の経済についてどういったイメージを持っているかであると思う。もっとも経済成長率見通しなどに対する注目度や政治的なセンシティブリティを考えると、取り敢えず最初は今年度の見通しを公表することで世の中の受け止め方をみた後、見通しの内容や対象期間、公表の方法や時期などについて再検討することで宜しいかと思う。こうした理解のうえでこの議案に賛成する。以上である。

速水議長

次植田委員をお願いします。

植田委員

私も議案には賛成であるが、このレポート周辺の幾つかの問題について触れてみたい。後でも指摘するが、こういうことによって日本銀行内外での金融政策に関する議論がより分析的になり、質が向上したり、アカウンタビリティが高まるかもしれない点が、今目指している方向のメリットと思う。しかしながら色々な点に関してそう簡単ではない点を幾つか申し上げたいと思う。また、こうした議論の延長線上にはインフレーション・ターゲティングのような議論がある訳だが、これも中長期的に金融政策の枠組みとして望ましい側面とやや難しい点もあるかと思うので、これらを含めて幾つか指摘してみたい。一つは既に二人が触れられたが、見通しを数値化して公表していく中で、数値が一人歩きしないよう我々で努力することが重要と思う。日本銀行法第二条にある国民経済の健全な発展に資する物価の安定の定義は容易ではないことがここまでの議論を通じてかなり分かったと思うし、さらにできたとしても経済状況と共に変動し得るものであると思う。しかし、田谷委員が言われたように、私も中長期的にはできればプラスのインフレ率を目標に掲げられるのであれば掲げるという見解を支持したいと思う。しかしながら、直ちにそこに到達することは簡単ではないし、また時間をかけて到達するにしても到達の仕方は複数あると思われる。逆に言うと、やや議論のための議論のようになるが、今回のレポートは当面の経済政策、金融政策運営については、極めて弱い形でしか制約を課していないと思う。次にこれも難しい点であるが、物価指数のみ安定していれば金融政策の仕事が済んでしまうかと言えば、必ずしもそうではない気がする。日銀法をみると第一条第二項に「資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資する」との書き振りがあつた。これはある意味では国民経済の健全な発展の条件かと思われる。つまり厳密な定義は難しいし、資産価格が安定していることと同義ではないと思うが、

ある種の金融的な安定性のようなものも一つの目標として日銀法に書かれている訳である。この安定性は財・サービス価格の安定性と重なる目標となる場合もあれば、バブル生成・崩壊期の日本、あるいは1998年のアメリカのように物価の安定の達成のみではある種の金融的安定性が確保されないような例もあるかと思う。それでもこうした点を物価安定の数値化的な枠組みの中に整合的に取り込めるかどうか学会でも中央銀行界でも引き続き議論されているが、決着がついていない難しい問題であることを我々は意識する必要があると思う。

次に見通しの公表については田谷委員が言われたことと私もほぼ同じ意見で、金融政策が本来フォワード・ルッキングであるべきこと、そして政策のラグが半年から場合によっては2年以上あるという説もあることを考えると、公表するかどうかは別にしても最低限翌年度の見通しは作成しないと金融政策を巧く行なっていけないと思うし、将来的には公表も検討すべきであると思う。そうでないと、金融政策とは直接の関係が余り強くないような数値を公表していき、却って議論を混乱させてしまうリスクがあることも認識しないといけないかと思う。

さらに公表することとは別に、見通しを我々なりに作成していくメリットとして、次の点を申し上げたいと思う。すなわち、金融政策は数値化された目標と数値化された見通しのギャップをある一定のルールに従って政策手段の調整で埋めていく図式として描ける訳である。しかし現実にはそれ程単純ではないことを今申し上げたところであるが、そういう図式が金融政策運営の一つの核になることはあり得る姿ではないかと思う。従って、こういう見通しを作成していく過程で、我々の決定会合での議論が、政策委員個人個人の見通しとそれに至った論理的根拠をお互いにぶつけ合うことを軸に展開されていくことが期待されるし、今回のレポートによってそうした傾向が一層進展することを期待している。

最後に当面見通しは数値的に公表する一方、目標はそうではないとのことであるので、政策変更がなされる際、あるいはなされるかもしれないと思われていたのになされない際には、どうしてそうなのかのロジカルな説

明が今まで以上に求められてくるのではないかと思う。この点に関連して、我々は例えばインフレ率について、平均ではこれ位という見通しを出していく訳であるが、平均値のみでなくその周りの様々なリスクを考慮して政策変更、あるいは政策変更しないという判断がなされる場合も多いと思うので、これらについても対外的にきちんと説明していくことが重要かと思う。以上である。

速水議長

次に篠塚委員、お願い致します。

篠塚委員

この物価レポートに関する感想を二点と、公表文を僅かに修正する案との三点を申し上げたい。まず物価レポートを作成して漸く今日公表する運びになったが、私自身が考えた第一点は物価安定の数値化を巡る問題である。金融政策運営の透明性を確保し、向上させるために私達の目標である物価の安定をより分かり易く説明する必要があるとのことで、目標となる物価の安定の数値化の議論を随分重ねた訳である。しかし物価安定の数値化と言っても、現実のインフレ率がプラスの局面であるのと、マイナスの局面であるとは大きな違いがある。そしてインフレ局面での目標数値化はインフレ期待の抑制という成果を上げる可能性があるのに対して、物価が弱い局面だと名目金利が0%以下にはならない制約もあって、政策対応に限界があることもこのペーパーで明らかにしている。そうすると物価安定の数値化は、結局物価が弱い局面では無理なのかということが、私がまだ解けない問題として引っ掛かったところである。私達がゼロ金利を解除した際の考え方に立ち返って考えると、デフレ懸念の払拭が展望できたと判断した訳で、その時点では日本経済はデフレ局面ではないと宣言したことになる。ところが現実の経済は依然として技術革新の品質性の問題等があって供給要因による価格低下が続いていると我々は説明している。そうすると、このペーパーでも書いているが、供給要因による物価低下が続く

限りは、——これをデフレとは私達は言っていない訳であるが、——物価目標の数値化は不可能であると締め括ることになるのではないかと思う。そういう訳で今回は数値化を見送ったと理解している。そうなると、足許の物価がプラスの状況でなければ物価安定の目標の数値化などは設定できないのかどうか、また供給要因による物価下落の動きが止まるまでは、私達は物価安定の数値化が不可能なのだろうかということについては、私の中ではまだ解決できないままにある。結局このペーパーを半年かけて作っていく過程において議論に参加し最終的にこのペーパーが纏められた訳であり、このペーパーの纏め方そのものには私は賛成はする。そのうえで他の委員の方も言われたように、これから益々このテーマについて奥深く検討していかなければならないことは勿論であり、引き続き検討していかなければならない点を多く残したまま漸くこの物価レポートを発表するまでに至ったというのが感想である。

二番目の感想は委員の見通しについてである。私自身は最初から物価安定の数値化が困難である場合でも、せめて日本銀行として、政策決定に臨む組織としての経済・物価見通しの数字を公表すべきである、という立場でこの検討会に参加してきた。しかし議論がこう煮詰まり、最終的な段階になると、日本銀行の組織として統一した見通しの数値を作ることについては多くの委員から技術的にも不可能であるとの強い反対意見が出された。例えば、ある委員が2%の経済成長率の見通しを持っていたとして、一方、平均値的な全体の見通しが、もしも1%になっていたとすると、公表数値1%の見通しに対して、2%の見通しを持った委員は、自分は2%だからということで、どうしても1%には同意できない訳で、この主張には私もなるほどと思った。束ねることはとてもできないと最終的には納得した。そこでセカンドベストとして各委員の見通しを公表するとの原案に辿り着き、私自身もそれに譲歩した。しかしその場合でも年度という括りだけ、そして単年度に限ることでは私は非常に納得いかないし、不十分であると思っている。すなわち市場参加者の立場に立つと、彼らが必要としているのは、金融政策がどのような景気の流れを念頭に置いて運営されてい

るのである。従ってこのペーパーでは年二回各委員の見通しを出すことになっている訳であるから、私自身は現時点から先行き例えば、18 か月とか 24 か月といった少し長いスパンで、しかも予算の年度に縛られない見通しをローリングしていくのが良いと思っている。仮に日本の慣習に習って年度という括りを採用するとしても単年度では流れが出て来ないし、少なくとも翌年度の見通しを出すことによって、現時点との差がはっきり出てくるのではないかと思う。そうは言ってもこうした考え方はまず皆さんと合意して初めて行なうことであるから、取り敢えずスタートしてから、具体的に不十分なところを直していく弾力的な方法をとるという意味で、私も結局現時点では単年度のみ見通しとすることで納得する。ただ、先行きについては、是非今言ったようなことを検討すべきであると思っている。私自身はこれは日銀にとって初めての試みであって、何一つ合意が得られなくなることを避けたいし、幾度も議論を重ねていくうちに皆さんの意見も分かってきて、どの意見が良いか、その優劣もつけがたく最終的にこのペーパーを支持する訳である。最初から高いハードルを掲げることが良い政策を実行できる保証にはならないと思っているので、焦らずゆっくりと市場の反応をみながら、緩やかな変容を遂げていくことで良いのではないかと思った。その意味ではこの最終案は自分が希望する方向を実現するものになっていないが、少なくとも一歩一歩前進してきた結果、こういう形でレポートが公表でき、非常に良かったと思っている。また、短期間に随分数多くの関連する高い質を持ったペーパーが纏められたことは私自身の勉強にもなって良かったと思っている。

最後の点は別添公表文の 3 行目に「政策委員の見通しを示すこととした」との表現があるが、私はここが我々の一番議論になったところなので、「政策委員の見通しを参考計数として示すこととした」として頂けたら良いと提案する。以上である。

速水議長

それでは次中原委員お願いします。

中原委員

日本銀行が対外的に物価の安定についての考え方を公表すること自体については異論はないし、見通しを出すことも異論はない。問題はその内容で、執行部から提出されているドラフトの問題点について何点か簡単に申し上げてみたい。一番問題なのは、17ページの②で、「物価の安定の定義として、何らかの数値を示すのであれば、その数値は将来かなり長い期間にわたって妥当することが期待される。しかし、前述のような」云々と書いてあるが、私は物価に責任を持つ日本銀行は具体的な数字を以って国民に目標を示し、その審判を仰ぐのが中央銀行としての当然の責務であって、それを回避することは如何なものかと思う。構造変化を含めた経済状況に合わせて、数値を見直すのは当然であるし、例えばニュージーランド辺りでも目標をそのような考え方に従って変えているので、2年あるいは3年のインターバルで見直す、あるいは構造変化が著しい場合には見直す等、目標の数値を見直す仕組みを予めビルトインしておけば、私は問題ないと思う。根本問題はそういうことであって、もし数値が出ないとなれば、中央銀行のコーポレート・ガバナンスとして実績の自己評価ができないことは明白である。それから海外の例をみても、ECBが2%以下とする物価の安定の目標を持っているし、イギリス、ニュージーランド等一部主要国の中央銀行では、具体的な安定目標を持ったうえでそれに基づいてインフレーション・ターゲティングを行なっている。また世界の先端的な金融学会、経済学会の潮流も、物価安定目標を持ち、それに基づいてインフレーション・ターゲティングを行なうことを支持していると思っている。そういうことなので、日本銀行が安定目標の数値化ができない、あるいはインフレーション・ターゲティングができないとすることについて、必ずしも今回のペーパーで説明が十分であるとは思っていない。

それからもう一つは90年代を通して物価が趨勢的に下落しているという事実がある。しかもその背景として、本文の分析では景気の低迷による需要の弱さとか、技術革新、規制緩和云々と書いてあるが、一方海外にお

いては 90 年代には日本銀行の金融緩和が不十分であったとする意見がある。例えば、テイラー・ルールで計算した適正金利と現実の金利を比較すると、93 年から 96 年にかけてと 98 年以降について金融緩和が不足しているとの見方がある訳であり、金融政策が全く無関係であったとは言えないと思う。もう一つ、よく供給サイドの話が出るが、技術革新の影響とか流通革命の影響を過度に強調することは、私は如何なものかと思っている。現にアメリカにおいては IT 革命が世界で最も進んでいるし、物流コストが大きく下がっているが、アメリカの価格全体についてはそれ程大きく下がっている訳ではないので、過度に技術革新等の影響を強調するのは如何なものかと思う。もしそれを強調するのであれば、物価下落への定量的な影響度の推計をしておくべきであると思うし、根本的には需要不足に起因していると考える訳である。

見通しを出すことはかねて決定会合で主張してきたことなので賛成である。今回の提案もそうした意味で前向きの一步であると考えており、公表自体には賛成である。ただ、残念ながら公表の在り方については反対である。何となれば、個々の政策委員の経済物価についての見通しではなく、日本銀行は日本でもトップクラスの予測の専門家を多数擁しているので、執行部の調統局で作成した見通しを政策委員会で十分審議のうえ、議決して公表すべきである。外部が求めているのは、個々の委員の見通しよりも、むしろ日本銀行の組織としての見通しであると私は理解している。翻って仮に個別の委員の見通しを公表する場合には、国会あるいは外部からの質問、批判に十分堪え得るような見通しを作る必要があり、勿論個別の委員によって必要性が違ふと思うが、概して最低 10 名程度の予測の専門家をつけてもらい、彼らと共同で日常的に予測作業を行なう必要があると思う。現状ではそうした陣容にはなっていないので、これは私の推測なのでそうではないと言われる委員もいるかもしれないが、結局各委員が調統局のモデルを利用するなどして、それぞれの景気観に基づいて同局作成の見通しの数字をマイナーチェンジする作業に終わるのではないかと思う訳である。それから見通しを公表する以上は、単に実質 GDP、国内卸売物価指

数、消費者物価指数の年度平均の前年比を公表するのではなく、四半期毎の計数であるとか、算出の対象となっているモデルの概要、あるいは具体的な推計方法等についても対外的に示すべきではなかろうかと思う。それから既に指摘があったが、最低2年先はカバーする必要があると思っている。そういった点を色々考えていくと、個別の委員の見通しでなく、日本銀行の組織としての見通しを公表することが適当ではないかというのが私の現在の立場である。以上である。

速水議長

三木委員お願いします。

三木委員

まず物価の安定の考え方については、金融政策の目標がはっきりしないというのが世間の批判であるから、それに応えるべく、今日までこのボードメンバーで物価安定とは何かという原点論議をし、それを具体的に数値化できないか検討してきた。そして現在は、第一にバイアスの問題があり構造変化にも対応し難いため現在の指標には限界があること、二番目に今、日本の置かれている構造改革の過程ではどうしても下方にボラタイルになりがちなこと、三番目に外的要因にも左右され易い局面に今あること、から数値化は難しいとの判断にならざるを得ないと思う。物価の安定についての概念定義にとどめ、数値化については今後とも引き続き検討していくとの本案でやむなしと判断する。

次に経済・物価の将来展望とリスク評価についてもこれまで何度も議論してきた結果であり、本案で納得、賛成する。ただ公表文について提案がある。議長に提案させて頂くが、冒頭部分の4行は導入の前文としては少しくどいのではないかと思う。我々が今回始めようとしているのは、付議案にあるとおり、見通しを含む経済・物価の将来展望とリスク評価であるから、その旨がピンポイントで分かるように、付議案そのままにシンプルにした方がよいのではないかと思う。具体的に申し上げますと、前文の2行

目『経済・物価の将来展望とリスク評価』の公表を開始するとともに、」以下の「その中で、経済成長率および物価上昇率についての『政策委員の見通し』を示す」までの部分を削除して、『経済・物価の将来展望とリスク評価』の公表を開始することとしました。」としてはどうか。削除するところの中身は全部本文にきちっと書かれている訳であるから、付議文どおりシンプルな公表文にしてはどうかと思う。以上である。

速水議長

それでは武富委員お願いする。

武富委員

金融政策運営を金融市場にとってより分かり易くする努力として、物価の安定に関する考え方を世の中に出す、この段階では物価の見通しを公表する、という案に賛成である。私自身のニュアンスでもし若干差があるとなれば、日銀法が唱える目的の中でも、私自身は「国民経済の健全な発展を達成する」との究極の目的に一番力点を置いている。物価の安定はそのための極めて有力な手段であり、前提であるとの位置付けである。つまり物価の安定が唯一無二の至上の命題だと狭く考えるのではなく、国民経済の健全な発展を一番強く念頭に置くということである。そうなると、今起きている物価現象についての評価も微妙にニュアンスの差が出てくるころがあるかとは思っている。今の物価現象は、毎回この席で言っているように、経済構造そのものの調整の裏面として一對の形で出てきていると思っている。需要不足の部分もかなりあろうが、一番重要なところは、これがグローバルな現象として起きていることである。レポートで言えば、供給サイドの要因がこの局面ではかなり大きく物価現象に寄与していると私個人は多少強めのニュアンスを置いた理解をしている。従って、物価目標の設定はこの局面では難しいし、却って混乱をと思う。今の経済の性格を踏まえて、目標論が馴染むか馴染まないか判断している訳である。例えてみれば、子供の学力とか能力に応じた進学先を選ぶことであって、

実力以上の学校に行かせるためにスパルタ教育をするようなことは、今は馴染まないということである。以上がレポートに関する感想である。

それから物価見通しを出すことの意味合いは、私自身はこのように考えている。非常に頻繁に決定会合が開かれる。その決定会合では、次の会合までの金融調節方針を決める。従ってどちらかという議論の力点は表面上定点観測的なものが多くなる。タイムスパンとしてはそう長くない訳で、そういうものを議事要旨を通じて市場がみる時に全体の長めの流れの中で足許のこういう評価がどうして出てくるのかと思ひ悩むことはあり得べしと思っている。当然出席するメンバーは自分なりのやや長めの経済・物価全体のイメージを持って目先の経済の評価をし、そこから政策の判断をしているが、その持っているイメージが必ずしも十分市場に伝わっていないかもしれない。そこを補う努力として、景気・物価の見通しを仮に数字で置いてみて、1年とか2年先に対する政策委員会のイメージのバラツキをみつつ市場が次回会合の政策判断についてより合理的な予測をすることとなり、そのことが金融市場の安定にも繋がるとの理解で見通し公表に賛成をする。何人かの委員も言っていたが、この見通しはあくまでそういうイメージの仮置きの数値だと思うから、そのこと自体が固定的に捉えられると却って市場の安定に繋がらない。また、我々は金融政策についてその波及するタイムスパンを念頭に置きながら考えている。1年先位までの景気・物価よりもっと先まで考えているので、見通し数字と足許の政策判断の間で市場からみると乖離感が出る局面もあり得る訳である。金融政策の波及のタイムスパンと今回出す景気・物価見通しのタイムスパンが違う点はよく事前に市場に説明しておく必要があると思う。組織決定として出すか独立した審議委員の見通しの分散として出すか、これは選択の問題と思う。市場が金融政策運営について政策決定会合での議論をみながら先行きを合理的に予測する趣旨に沿って考えれば、市場が、各委員の見通しが意外と収れんするのか、意外と分散するのか、あるいは、景気展開のパターンや時間的な変動についてどういう見方があるのか等についてイメージを持てることも一つの合理的期待形成を作る情報源だと思う。従っ

て、何がなんでもどっちとする強い気持ちはないが、まず最初のステップとして委員の見通しを出していく意味はあるだろうと思う。それを市場がどう消化していくか、半年か1年位の間は若干の試行錯誤はあると思うが、その位の弾力性を持ってこの物価見通しをこの時点で公表することで宜しいと思う。以上である。

速水議長

山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

主として物価安定の数値化の問題を巡ってここまで議論を続けてきた訳であるが、この問題を考える時に現在の日本経済の特殊な状況からスタートする必要があると私は思う。それはまだ日本経済がバブルの後遺症というか、バランスシート問題の制約の下で動かざるを得ないことであるし、そういう下でオーソドックスな金融政策の余地がほとんどないのが現実であり、これらの点からは需要サイドからみて経済の成長になかなか弾みがつき難い状況に置かれていることである。加えて供給サイドでかなり大きな変化が進行している可能性があると考えられ、この点は特に我々が期待しているように、ユーザーサイドにおいて今後IT化の波が本格的に進行する場合には、供給サイドの変化はさらに大きくなり、物価に対して下方圧力が掛からざるを得ない状況があると思う。こういう状況にあることを考えると、私は現時点では物価についての目標値を明確に設定することは難しいと思うし、物価安定の定義についても数字で表わすことは却ってミスリーディングなものになるリスクがあると思う。従ってこのレポートの基本的な考え方に賛成する。ただし、先程何人かの委員が強調されたように、状況が変わり得るということも頭に置いておく必要があると思うので、引き続き数値化の問題について研究を深め、継続的に議論を続けたいと思う。その場合どういうことに着目して議論を続けるか二、三挙げておきたい。第一は国内をみた場合にはバランスシート問題の解決のされ方

が大事だと思し、またサプライサイドについて余りきちんとしたデータもない状況であるから、ここをもう少し何とかできないかと思う。第二に、海外の事例も大いに参考になり得ると思うが、海外では技術革新の動きが物価にどのような影響を与えていく可能性があるのか、また資産価格の変動を金融政策でどう受け止めるかについて、最近になってまた新しい問題意識も提起されてきている中で、それらを踏まえて海外において現在インフレ・ターゲティングを採用している国が今後どのような政策の方法論を採用していくのか、よく研究する必要があると思う。第三に報告書の中で取り上げられているが、やはり日本銀行が持っている物価の情報なりノウハウなりを世の中にディスクローズするとともに、サプライサイドを中心に外部との共同的な研究を積み重ねることができれば結構ではないかと思う。

それから見通しの公表の問題については私はここにある原案に賛成である。その意味については、政策委員会のメンバーが政策を議論する際に、どういう経済のイメージを持ちながら議論していくのかを数字ではっきりさせることに意義があると思う。その場合、その経済のイメージが9人のメンバーの間ですっかり一致することは、これはいくら議論を尽くしても恐らく限界があると思う。我々は多少異なったイメージを頭の中に持ちながらであっても、多数決でその時々において採るべき政策措置を決定すればいい訳であり、大事なことは政策的なアクションについて多数意思を形成することであろうと思う。見通しそのものは所詮9人のメンバーの中で幅が残らざるを得ない話だと思うし、むしろどういう幅を持った見解の中からある単一の政策的なアクションが導かれるのかということ自体、情報価値になり得るかもしれないと思う。第一回目の10月について提案されている仕方は既に何人かの委員の指摘があったように、これで十全な訳では必ずしもないと思うが、10月は試行的にこういうことを試みて、経験を積み重ねながら方法なり内容なりを引き続き議論していけばいいと思う。以上である。

速水議長

それでは物価の安定の検討について追加的な意見、議論がありましたらご自由に発言頂きたい。

先程三木委員が言われた公表文の前文の2行目の後半から3行目までは不要であるとするので宜しいか。

三木委員

中身は付議案も公表文も全部同じであるから、公表文の前置きも付議文と一緒にしてはどうかということである。

篠塚委員

私は違う提案をしたい。私はこのままの文章としたうえで、外部の関心は公表文とその見通しにくると思うので、これが参考計表であるということを入れたらいいのではないかという意見である。

速水議長

他に意見ございましたらどうぞ。

三木委員

私が申し上げているのは、付議案を決定会合で決めているのであるから、その付議案をできるだけそのままの原文で公表するのが基本ではないかということである。ただ対外公表なので、例えば「てにをは」などについては若干丁寧な形で書けば良いと思っている訳である。従ってこの付議案の「記」以下については原文そのままが出ているから、前文もシンプルに付議案の前文をそのまま使うことでいいのではないかと思う。これで是非皆様のご了解を得たいと思う。

田谷委員

先程藤原副総裁は三点セットの二点目のリスク評価が非常に大事だと

言われた。植田委員も目標を数値化できない下でリスク分析が非常に大事になると言っていた。多分三木委員は冒頭のところで「参考計表として」と仮に書いたとすると却ってそれを際立たせることになるのではないかと考えられたと思う。内容は変わらないし私はこれを落としてもすっきりするのではないかなと思う。当然マーケットあるいは世の中は新聞報道等で「見通した、見通した」とそのことばかり考えているのだから、これを落とすことで却ってすっきりするかなという気がした。

山口副総裁

私は三木委員が言われているのも篠塚委員が言われているのもマイナーチェンジのような気がしないでもないが、三木委員のご提案のように文章を少し削ることで大方の委員が宜しいというのであれば、私もそれで結構である。

三木委員

是非一つそういうことでご了解を得たい。

速水議長

それでは三木委員の簡略化する提案に沿っていきたいと思う。他にございますか。

ここで私から一言だけ申し上げたい。この3月に物価の安定の総括的な検討を開始した訳であるが、約半年の間、委員方には大変精力的に検討を重ねて頂いた。本日これまでの検討の取り纏めを一つの議案として提出することができ、委員方のご尽力に改めてお礼を申し上げたい。

新日銀法が施行されて2年半、独立性と透明性という新法の二つの理念を実現するために委員会として最大限の努力を払って参った。この間の経験も踏まえてここで物価の安定について日本銀行の総括的な考え方を示すとともに、その目的に照らして金融政策運営の透明性の向上のための新たな枠組みを導入することは、大変意義深いことだと思う。私の申し上げ

たいことは報告書の私の序文に尽きているが、今回の作業を通じて改めて強く感じたことは、物価の安定を巡る問題の奥の深さであったと思う。今回の報告書と新たな枠組みは委員方と執行部双方の総力を結集してでき上がったものであるし、現時点ではベストのものと思っている。しかし今申し述べたような問題の奥の深さから言ってこれで検討が終わる訳ではない。本日委員方からも様々な追加的な論点が出されている。今後の経済の様々な構造的な変化を考えると、新たな検討課題も生まれてくるかと思う。今後必要なことはまず今回の検討結果を対外的に分かり易く説明して我々の考え方に関する理解を深めてもらうことだと思う。何人かの委員からご指摘があったように何故この段階で数値による定義を示すことが適当でないかと判断したのか、あるいは今後公表する見通しの位置付けや狙いはどのようなものかといったようなことは、勿論報告書に詳しく書いてあるが、当初は誤解や混乱があり得るかもしれない。色々な機会を捉えて、また相手に応じて丁寧に説明していく必要がある。そのうえで様々なご意見にも素直に耳を傾けながら新たなリスク評価のスキームの改善とか、物価の安定に関する残された課題の検討に向けてさらに努力を重ねていきたい。これも報告書の序文で述べたことであるが、今回の取り纏めを今後に向けての一つのステップとしたいと考えているので、委員方には改めて宜しくお願い申し上げたい。以上である。

他にご意見がないようであれば、採決に入りたいと思う。政府からご出席の方々にももしご意見がありましたらこの機会に発言して頂きたい。

河出経済企画庁調整局長

ただ今物価の安定についての考え方や成長率、物価の見通しの作成公表などについてのお考えを伺ったところである。私共政府としても中長期的な経済の展望や当該年度実績見込みおよび翌年度についての政府の経済見通しとして成長率や物価の見通しなど閣議で決定をして公表しているところである。今回政策委員会が重要な経済指標の見通しを公表されることは政策決定の透明性を高める観点から基本的に好ましいことと考えて

いる。なお政府としても今回の決定を踏まえて経済政策の基本方針と整合的となるように日本銀行と十分な意思疎通を図って参りたいと考えている。

村田大蔵総括政務次官

今般日本銀行が物価の安定についての考え方を包括的に整理して公表することについては、金融政策運営の透明性向上の観点から評価できるものと考えており、今後これを契機として物価の安定について様々な角度から論議が深まっていくことを期待している。以上である。

速水議長

それでは採決に入りたい。

[政府からの出席者退室]

[[『物価の安定』についての考え方]の公表に関する議案と「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する議案について事務局よりそれぞれ決裁文書を回付、各委員がサイン]

両議案の議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果をご報告する。両議案ともに賛成 8、反対 1 である。反対は両議案とも中原委員である。

速水議長

中原委員から反対理由があればどうぞ。

中原委員

まず物価の安定については、先程申したように公表することは大変賛成であるが、内容に問題があるので反対した。日本銀行は物価に責任を持っており具体的な数値を国民に示しその審判を仰ぐことが中央銀行としての当然の責務である。それを回避することはアカウンタビリティーを果たしていないと言われてもやむを得ないと思う。そしてまた理論的には長期的にインフレ率＝ゼロということであろうが、現実的には構造変化を含めた経済状況に合わせて目標数値を設定し、必要に応じて見直すのは当然であるのではないかと思う。その場合に 2 年あるいは 3 年のインターバルを置くとか、構造変化が著しい場合に予め目標数値を見直す仕組みをビルトインしておけば何ら問題ないと思っている。

第二点は、中央銀行のコーポレートガバナンスを考えた場合に業績の自己評価をするために数字で示された具体的な物価安定目標は不可避であると考え。それは現在のように日本経済がデフレから脱却しようと懸命に努力している場合においても特に然りであると思う。

三番目に、海外の例をみると ECB は 2% 以下との物価安定目標を持っている。従って日銀としては世界の先進国に共通するような物価安定目標を持つことが外に公表するか否かを問わず重要であると思う。またイギリス、ニュージーランド等一部主要国の中央銀行では具体的な安定目標の数

字を持ったうえでこれに基づいてインフレーション・ターゲティングを行なっている訳である。そして世界の先端的な金融経済学界の潮流もそのような物価安定目標を持ち、それに基づいてインフレーション・ターゲティングを行なうことを支持する方向である。今回のペーパーでは物価の安定目標の数値化やインフレーション・ターゲティングができないことについて必ずしも国民に納得のできるような掘り下げた議論が展開されていないと危惧している。

四番目にもし目標数値を設定しないとすると、政治との微妙な関係についての一つの重要な調整手段が確立されないことになると思う。将来的に中央銀行の立場が危ないものになる可能性が必ずしも排除できないと思っている。

それから細かいことであるが、90年代の物価の落ち着きについては日本銀行による金融緩和が不十分であったことによるものとする意見が海外にある。例えばテイラー・ルールで計算した適正金利と現実の金利の比較をすると、特に93年から96年にかけて金融緩和が不足していた、あるいは98年以降についても金融緩和は不足していたとの意見もある。これはマッカラム・ルールからみてもまた別の論証ができる訳である。

最後に技術革新の影響等を過度に強調したり流通革命の影響を過大に評価することは如何なものかと思う。因みにIT革命がもっと進んでおりまた物流コストが大きく下がっているアメリカにおいても物価全体にそれ程の大きな影響が出ていない現実がある訳であるから、過度にそのような影響を強調するよりも実体経済における需要不足に注目すべきではないかと思う。このような主張をするのであれば少なくとも技術革新等の物価下落への定量的な推計をしておくべきである。

見通しの公表自体については賛成であり、前向きな一歩であると高く評価している。問題になるのは公表の仕方である。一つは日本でもトップクラスの優秀な予測の専門家を多数擁している執行部、調査統計局が作成した資料を政策委員会で十分審議のうえ議決して公表するのが筋であろう。外部が求めているのは個々の委員の見通しよりも日本銀行という組織の

見通しであろうと思うからである。二番目は、個別の委員の見通しを公表する場合には国会あるいはその他外部からの批判に答えられるような見通しを作る必要がある訳であり、そのためのバックアップ体制が必要である。具体的には人によって違うと思うが、最低 10 名程度の予測の専門家をつけてもらい、彼らと共同で日常的に予測作業を行なうバンク・オブ・イングランドのような体制が必要であるが、現在はそのような陣容となっていないので、結局は調査統計局のモデルを基本にそれを利用して各委員が、それぞれの景気観に基づいて同局が作成した見通しの数字に手を入れる作業に止まるのではないかと考えている。それから三番目に見通しを公表する以上はGDP、国内卸売物価指数、消費者物価指数を中心とした経済のパスを出す必要があると思う。従って年度平均の前年比のみならず四半期別の計数、算出の前提となっているモデルの概要、具体的な推計方法等についても対外的に示すべきであると思っている。そうした点まで考えるとやはり個別の委員の見通しではなく、日銀の組織としての見通しを示した方がベターである。以上である。

速水議長

それでは採決が終了したので政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として「『物価の安定』についての考え方」の公表に関する件と「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する件が各々賛成多数で決定された。なお本件の取扱いであるが、会合終了後執行部より記者説明を行ない、それが終了した時点で対外公表することとする。公表時刻については、皆様には追ってご連絡するので、それまでの間は厳に出席者限りということで宜しくお願いする。

ちょっとここでコーヒブレイクに入りたいと思う。

(午前 11 時 6 分中断、午前 11 時 15 分再開)

V. 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。まず金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と最近の金融・為替市場の動向について説明してもらおう。増淵理事と山下金融市場局長願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-5、6)

山下金融市場局長

まず前回 9 月 14 日会合以降の金融調節運営であるが、中間期末となる 9 月末を除いて、総じて大変落ち着いた市場地合いが続いたので、基本的には日々概ね所要準備額に相当する 4 兆円前後の資金供給を行なってきた。その結果、無担オーバーナイト加重平均レートはほぼ一貫して 0.25% 前後での推移となった。因みに今 9 月積み期の加重平均レートは 0.25% で着地している。この間の金融調節面での特徴としては二点指摘できる。その第一は、ゼロ金利解除後初の期末となった中間期末日前後の対応である。特に期末日当日の 29 日には朝方一部外銀が 0.35% まで取り上がるなど、レートが著しく強含む傾向がみられたことから、当座預金残高を 6 兆 6 千億円に拡大する調節を行なった。その結果、オーバーナイト・レートは 0.28% と期末日としては比較的小幅の上昇に止めることができた。因みに誘導目標が現在と同じ 0.25% の下にあった一昨年 9 月末は 0.47% であった。なお、9 月末のコール市場残高は期末の資金需要の増大などから一時的ではあるが、99 年 4 月以来の 30 兆円台乗せとなっている。もう一つの特徴点は、今週 10 日から年末越えオペのオファーを開始したことである。この点については後程纏めて報告させて頂く。

次に前回会合以降の金融・為替市場の動きであるが、長短金利の動きをご覧頂くと、短期の年末越えターム物レートを除き総じて落ち着いた推移を辿ったが、株価とユーロ防衛の協調介入のあった為替相場はかなり大き

く振れる展開となった。特に株価はNASDAQの大幅下落に象徴されるいわゆる米国リスクの高まりを主因に相場水準を大きく切り下げるなど、不安定な動きを示してきている。昨日は中東情勢の緊迫を受けた原油価格の急騰もあり、ニューヨーク・ダウが379ドルの急落と今年二番目の下げ幅を記録し、NASDAQも年初来安値を更新するなど世界的な株安に繋がる気配となって、ややパニッキーな状況となってきている。

以下では特に注目を要するリスク・ファクターである株価動向、年末越えターム物レート並びにユーロ相場の動きの三点に絞って報告する。まず日経平均株価は前回会合以降、9月末にかけて緩やかに下落して、9月28日には1万5,626円と年初来ボトムをつけた後、中間期末明けに伴う持ち合い解消売り圧力の一服などを背景に一旦反発に転じて、10月4日には1万6,150円前後まで値を戻した。しかしその後は、NASDAQの大幅下落に連れて再び軟化して、足許は1万5,500円台を中心にもみ合う展開となっている。こうした最近の本邦株価の背景としては、まず第一に9月21日のいわゆるインテルショックを契機としたNASDAQの大幅下落が指摘できる。NASDAQはインテルショック時以降、半導体関連を始めとするハイテクIT分野を中心に17.2%の下落となり、これに連動する形でわが国の株価も電気機器、通信などの値嵩株を中心に大きく下げる展開となっている。因みに、主要業種株価の10月4日以降の下落率が示してあるが、電気機器が6.0%、通信が6.4%とTOPIXの下落率3.8%を大きく上回る下落となっている。第二の要因は10月9日の千代田生命破綻の公表を受けて、銀行株を中心に関連先の株価が大きく下落したことである。突然の中堅生保の破綻から外人筋がわが国の金融システムに対する懸念を再び強め、買いを手控えているとの指摘も聞かれている。第三の要因はNTT株の政府保有分の第六次売出しと公募増資のインパクトである。これによりNTT株と関連通信株の株価が大きく水準を切り下げている。今回のNTT株の売出しは、9月末の株価で試算した場合、公募増資分等を合わせると1兆4千億円前後に達する見込みであり、東証一部の1日当たり売買代金が7千億円前後に止まっている現状では、需給面でか

なりの負担となり、株式全般にマイナスの影響を及ぼす可能性が高い。もっとも、株価の先行きについては、日本経済が緩やかに回復する中で企業収益の改善基調が続いていること、需給面でも大量満期を迎える郵便貯金の株式投資への流入が期待できることや運用難に悩む年金など機関投資家が押し目買いのチャンスを待ち構えていることなどから、下値は固く、米国株価が落ち着きを回復しさえすれば、年末にかけて値を戻す展開となろうといったやや楽観的な見方が引き続き優勢となっている。インテルショック以降の約20日間の相場展開をみると、NASDAQが20%の大幅下落になっているのに対して、日経平均は本日時点で7%位の下落に止まっているので、今申し上げたような地合いの固さがあるのではないかと思われる。問題のNASDAQの先行きについては、様々な見方がある。ただNASDAQは3月のピークからみると既に4割近くの調整となっており、水準もITバブルの傾向が強まった昨年秋口のレベルまで戻している。さらに米国経済の基本的なファンダメンタルズの強さ自体には大きな変化はみられていないことからみて、最近の株価はやや悲観的に振れすぎている嫌いがある。中東情勢悪化等の外的ショックが材料として消化され、また7~9月期の決算発表が一巡する10月下旬以降は落ち着きを回復することが期待されるといった見方が多いように思う。取り敢えず、今日3千ポイントを維持できるかどうかテクニカルにも市場心理のうえでも当面大きなポイントとマーケット関係者は言っている。ただ、こうした最近の米国株価の下落と、それを起点にしたアジアを含むグローバルな株安が、「IT関連産業を中心とした世界経済の拡大が調整局面に入ったことを示しているのであれば、わが国経済の先行きに対するマイナスの影響は大きい」といった警戒感が強まりつつあることも事実であり、この点の今後の動きには十分注目していく必要がある。

次に第二のリスク・ファクターとして年末越えターム物レートの動向について簡単に触れたい。短期金利は、当面現在の超金融緩和政策スタンスが続くといった見方が支配的となる中で、全体として大変落ち着いた推移を辿っているが、その中で年末越えレートだけは来年初からのRTGS移

行が意識され、やや不安定な動きを示している。例えばユーロ円 3Mは、9月末に年末越えとなったことに伴い、0.38%から0.5%台へ大きく上昇している。年末越えプレミアムの大きさをみる一つの目安として、昨年Y2Kでお馴染みのように、ユーロ円金先の今年の「12月限」と「9月限、来年3月限の平均値」との乖離状況をみてみると、年末越え資金調達の本格化が意識され始めた9月半ば以降、その乖離幅が拡大しており、現時点では概ねY2K問題が意識されていた昨年同期並みの水準となっている。もっともマーケットでは資金の出し手、取り手とも今のところそれぞれに金利観を探っている状況であり、取引は余り進んでいないのが実情である。私共としては、RTGS移行に関する理由のない不安感が流動性の落ち込みや無用な金利の上昇に繋がることを回避するため、金融機関向け説明会の実施などにより、RTGSの下での資金繰り等について正しい理解を定着させるとともに、積極的な年末越え資金の供給により、市場地合いの安定化に努めて参りたい。年末越えオペについては、既に10日、レポ・オペの対象に5年中期国債を加えることを発表するとともに、最初の年末越えオペとしてレポ・オペ5千億円を実施している。幸い市場からは日銀が市場安定化に向けて積極的な姿勢を明確にしたと好感を持って受け止められており、年末越えのユーロ円オファー・ビッド・レートも若干弱含んでいる模様である。

最後に第三のリスク・ファクターであるユーロ相場の動向について申し上げる。ユーロ相場は対ドル、対円で9月中旬まで既往最安値を連日のように更新する展開となった。20日には対ドルで0.84ドル、対円で90円台にまで落ち込んだ。昨年初のユーロ発足時以来の下落幅は対ドルで25%、対円で28%の落ち込みになっている。その後9月22日のG7諸国による協調介入により大きく反発したが、9月末以降はデンマークのユーロ不参加の決定やECBの0.25%の政策金利引き上げがオーバー・キル懸念に繋がったことなどもあり、じりじりと弱含む展開となっている。市場センチメントの変化を示すオプションのリスク・リバーサル推移をみると、協調介入を境に大幅なユーロ・プット・オーバーからコール・オーバーに

転化した。介入前に際限なく高まっていたユーロ・ベア・センチメントが大きく修正されたことがみてとれると思う。ただ、介入警戒感の後退を映じて、1か月物のユーロ・コール・オーバー幅が徐々に縮小する傾向にあり、再びユーロの下値が試されるリスクが強まりつつあるように窺われる。現在のユーロ相場の小康状態は実際には介入警戒感だけで支えられている面が大きく、欧州景気動向等で新たな悪材料が出た場合には、再びユーロ相場が下落局面に入る可能性も少なくないといった見方が市場では一般的になっている。ユーロ安は、原油高、米国株価動向と並ぶ当面の世界経済にとって最大のリスクの一つとなっているだけに、今後の動向を引き続き注視して参りたい。私からは以上である。

速水議長

それでは質問があればどうぞ。

中原委員

年末越えのオペレーションをもう少し詳しくお願いします。

山下金融市場局長

10日の火曜日にレポ・オペ5千億円をオファーした。エンドは1月5日とした。その時に5年中期国債をオペの対象にすることを同時にアナウンスし、11日にも引き続きオペを実施している。この際のエンドは10日である。それから本日もレポ・オペを実施しており、本日までに三回オファーを行なった。マーケットでは、Y2Kと同じようなセンスで1月4、5日決済の取引を回避するような動きが強まっているので、10月10日実施分については、1月5日にエンドをぶつけていった訳であるが、5千億円に対して7千億円強が集まった。いずれにしても年末越えオペを積極化したことでマーケットには安心感が広がっていると思う。

中原委員

年末越え残高 60 兆円のためには大体月間 1.3 兆円位実施する必要があるとの話があったが、大体そういうペースになっているのか。

山下金融市場局長

年末越えは、短国買現先オペが主体になるが、実際に年末越えとなる対象玉の発行はまだ少ないことから、実際に本格化するのはいくらか後である。

中原委員

いつ頃から本格化するのか。

山下金融市場局長

マーケット動向次第の面もあるが多分来週か再来週位から本格化させていくことになると思う。

速水議長

他にあるか。

村田大蔵総括政務次官がお帰りになるので、ここでどうぞ。

村田大蔵総括政務次官

原口総務審議官に代わるが、私から政府側の発言をするので宜しく願います。

わが国経済は、緩やかな改善が続いており、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが続いている。ただし、企業部門以外に目を向けると、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態が続いているなど、企業収益の大幅な改善が所得や個人消費の増加に繋がっているのかどうか、未だ確信を持てるような状況にはない。物価についても、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数（全国・総合）が 12 か月連続で前

年比マイナスとなっているほか、GDPデフレーターが6四半期連続で前年比マイナスとなっている。なお、原油価格の高騰が世界経済に与える影響についても、十分注視していく必要があるものと考えている。

政府としては、民需中心の自律的回復に向けた動きを本格的回復軌道に確実に繋げ、公需から民需への円滑なバトンタッチに万全を尽くすとともに、21世紀における新たな発展基盤の確立を目指すため、「日本新生のための新たな経済対策」の策定および平成12年度補正予算の編成に取り組んでいるところである。補正予算については、先般開催された財政首脳会議において、①IT革命の推進など、日本新生プランの具体化策を中心とし、さらに生活基盤充実、防災のための施策を重点的に実施するための社会資本整備について、一般公共1.5兆円、施設費等の非公共1兆円の計2.5兆円の予算措置を行なう、②さらに、中小企業等金融対策、住宅金融対策を始め、喫緊の重要課題への対応を行なう、等の方針が示され、各省庁より要望の提出を受けたところである。これを受けて、今後早急に経済対策を策定し、11月上中旬を目途に補正予算を国会に提出する予定である。なお、補正予算の編成に当たっては、安易に国債発行に頼ることのできない厳しい財政事情の下、歳出、歳入の見直し、11年度決算剰余金の活用などにより、国債発行額を極力抑制したいと考えている。

日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と併せ、わが国経済を、民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行なうなど、適切かつ機動的な金融政策運営を行なって頂きたいと考えている。政策委員各委員におかれては、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きご理解を賜りますようお願い申し上げます。以上である。それでは失礼いたします。

(午前11時38分村田大蔵総括政務次官退室、原口大蔵省総務審議官入室)

速水議長

それでは次に海外金融経済情勢の動向につき松島理事、平野国際局長か

らお願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-7）

平野国際局長

足許の海外景気は依然拡大基調を続けているが、同時に米国を中心に成長が減速に向かいつつある兆候もみられ始めている。そうした中で前回決定会合以降の海外経済金融情勢の変化として指摘できる点は三点あるかと思っている。一つは世界的な株安の進行、二つ目はユーロエリアにおける成長鈍化の兆し、三つ目は一部エマージング経済の不安定化の高まりである。

図表1で米国の主要経済指標をみると、米国景気は情報技術関連の設備投資を中心に内需主導の高成長が続いているが、住宅投資や耐久消費財などの家計支出には鈍化の兆しがみられている。前回決定会合以降判明した指標をみると、企業のコンフィデンスを示す9月のNAPMが49.9と8月に続いて50を下回り、弱い状況であるが、その一方で8月の実質個人消費をみると、前月比で+0.6%と高めの伸びを示すなど混在した内容と窺われる。ただ8月の消費の上振れは一時的との見方が大勢であり、消費の減速傾向に大きな変化はないように思われる。物価は大方落ち着いた動きをしている。ただサービス価格の上昇を主因にCPIコアが極く緩やかではあるが上昇しつつあり、この辺は注意を要するところかと思う。この間米国連銀は10月3日のFOMCにおいて金利の据え置きを決定している。6月のFOMC以来三回連続して金利据え置きであるが、その後のステートメントにおいては、雇用情勢の逼迫に加え今回新たにエネルギー価格上昇の物価への波及リスクに言及しながら引き続きインフレリスクを注視していく方針を表明している。ただ、ここへきて市場の一部では先行きむしろ利下げではないかとの観測も出始めている。長期金利の方は大勢横這い圏内の動きである。

ユーロエリアは内外需とも拡大を続けているが、夏場以降弱めの景気指標が散見され始めているのが大勢観察である。前回の決定会合ではドイツ

で弱めの指標がぼちぼち出てきたことを報告したが、そうした兆しがユーロエリア全体にも一部にみられ始めている。具体的に申し上げると、新車登録台数は、7月以降2か月連続して前年比マイナスとなっている。景況判断指数もレベルは高水準ではあるが、ここへきて低下している。一方物価は生産者、消費者段階とも原油高、ユーロ安の影響もありじり高傾向を辿っている。8月の消費者物価は前年比2.3%と3か月連続で2%を上回る状況であり、こうした中でECBは10月5日の定例理事会で0.25%の利上げを決定し、政策金利を4.75%としている。

続いてエマージングについては、NIEs、ASEANとの間で成長率の格差がみられるが、全体とすれば米国、日本等へのIT関連財の輸出が好調を保っているほか、個人消費、設備投資でも回復の動きが続いており、実体経済には大きな変化はない。しかしながら、金融資本市場面では株安のほか、フィリピン、タイといった国の通貨が大きく軟化し、フィリピンでは昨日、通貨防衛の観点から政策金利を大きく4%引き上げている。またラ米でも、アルゼンチンの経済運営に関する不透明感の高まりから、アルゼンチンの米ドル建て債の対米国債スプレッドが高止まるような状況で、不安定感が増しつつある。

続いて世界的な株価の軟調について簡単に報告したい。9月以降NASDAQの下落を契機として、いわば世界同時株安現象がみられる。この間の特徴としては、欧米や日本、米国Wilshireなどの株価に比べて、韓国、台湾、タイといったアジア株の下落幅が大きい。これらアジア諸国ではNASDAQ下落の影響のほか、原油高あるいはリストラの遅れ、政情不安といった悪材料が重なってこうした状況になっていると思われる。MSCIの世界株価指数とその中の公益株の推移を取り出してみると、前者の今のレベルは約1年前のレベルまで下落している。ただ株価全体は下落しているが、相対的に安定度の高い電力、ガスといった公益株は上昇しており、市場においてリスク回避志向が高まっていることの表われと解釈できるかと思う。追加分の図表2で米国の企業収益見通しの変化と新規株式公開（IPO）の関係を若干整理してみた。まずS&P500社の第3四半期の企業収

益は、直近時点での予測でも引き続き 16.3%と二桁増益であるが、時を追うに従って下方修正されている。主要企業の業績下方修正の理由をざっと眺めると、キーワードはIT需要の鈍化、ユーロ安、原油高になる。ただこれをマクロ的に捉えると、全体に総需要がスローダウンする中で、金利高が収益に効いているようにみることもできるかと思う。また、株安からIPOも減少している。

次に図表3は金融・為替市場のボラティリティということで、株、債券先物、通貨オプションからインプライド・ボラティリティを抽出したものであるが、株式市場におけるインプライド・ボラティリティの上昇がみと取れる。つまり株式市場においては、市場が神経質になっているが、ボラティリティのレベルそのものは、4月のいわゆるCPIショックで相当高まった時に比べるとまだ足許は少し低い状況である。

最後の図表4は米国の社債間のスプレッドを示したものであるが、米国企業の信用リスクに関する市場の評価としては例えばシングルBといった低格付け企業に対する市場の信用リスク認識の高まりが観察される。つまりシングルBマイナストリプルAのスプレッドが、足許相当上がってきている。米・欧については政策的な対応余地もあるので、これだけをもって資本市場が不安定である、先行き危ないと即断するのは危険であるが、いずれにしても一頃に比べれば資本市場の不安定な感じが高まっている。こうしたことが例えば米国については資金調達制約を通じて、IT関連の設備投資動向の制約要因にならないか、あるいは逆資産効果が膨らんで消費を大きく下押しする要因にならないかといった、いわば潜在的なリスク・ファクターに留意しながら今後経済動向をウォッチする必要があると思う。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

植田委員

最後のアメリカの社債スプレッドの話であるが、98年の時はスプレッドが上がっただけではなく、発行がほとんどできないような状態だったと思うが、直近はどうなのか。

平野国際局長

直近は、低格付けは発行が難しくなっていると思うが、全体として社債の発行は大きく膨らんでおり、いわば発行自体ができない状況ではない。ただ格付けの低いところほど苦しい状況は変わらない。

中原委員

しかし、投資不適格債は非常に問題が起こってきているとのニュースもちらほら聞く。

平野国際局長

ジャンクボンドでJPモルガンが損失を出したとのニュースが出てきてはいる。

中原委員

それはやはり資金調達が段々難しくなっている表われなのか。

平野国際局長

一頃に比べればそうなのだと思う。ただこれは、どの程度リスクとして表面化していくかみていく必要があると思う。

松島理事

植田委員の質問に対して若干コメントさせて顶きたい。98年の時にはまず市場の流動性が払底してしまった訳である。まさに市場に大きなショックが走ったのだと思う。現在の世界の金融市場は直近では中東情勢

の緊迫化、あるいはそれに関連した石油情勢、それからインテルショックに起因する世界的な株安、アジアの幾つかの国における政治情勢の不安定さといったようなことが背景となって、世界の金融市場が神経質になっていることは事実だろうと思うが、実相としてみると、98年と現状は相当違う状況にあると思う。

植田委員

98年のようにならないかという不安は何となく持たれているのか。

松島理事

現状の金融市場の動きがトレンドとして定着するのかどうかは、現時点でもう少し状況の推移をみて判断すべきではないかと思っている。IT株下落の起因となったインテルショックについても、一つはユーロ地域における売上の減少が指摘されているが、これがユーロ地域における成長のピークアウトによるものなのか、あるいは需要自体は落ちていないが、ユーロ安によってドル建てに換算すると売上が落ちているためなのか、どちらによるのかははっきりしない部分があるし、また半導体については、現時点では何となくそろそろ良いところは終わりつつあるのかなというような見方もあるが、大勢は非常に在庫が払底して価格が上がっていくような見通しの下で、仮需が仮需を呼ぶ状態が改まって、実需ベースになってきているとの見方がなお強いのではないかと思う。しかし、場合によると実需自体も少しずつ落ちていく可能性もあるようにも思うが、これはもう少し様子をみないと現時点では判断できないのではないか。

植田委員

98年の危機前は、どのようなリスクを皆が取っていたか思い出してみると、広がり始めたスプレッドが縮まる方向に賭けているとか、あるいは円キャリー・トレードとかそういうリスクは相応に取っていたが、その後段々なくなっていた訳である。そういう目で今どういうタイプのリスクを

対象にしているかをみると、余りはっきりしたものはない、あるいは余り取っていないような気がする。I T関係の株を売り始めているといったところか。

平野国際局長

委員が言われるように、多少無気味な感じがある。大勢観察では世界景気がスローダウンする中で、幾つかのショックが複合的に出てきている感じがあるからである。足許から崩れていく感じではないが、先をみた場合にはこうしたものを踏まえてみていく必要があるだろう。例えばI T関連の株価の下落によって何が起こるか、あるいはジャンク債の大幅下落によって何が起こるかという点であるが、今のところ、ぽつぽつと金融機関がロスを表面化させるといったニュースは出てきている。しかし、全体として何が起きているか、実際のところはよく分からない。足許から大きなリスクが出てきている感じではないが、どこにどのようなリスクが出てくるのか注意してみていく局面にあるということではないか。それから、いわゆる98年当時にみられたようなヘッジファンドの動きについては最近余りフォローはしていないが、大きなポジションを色々なところで張っているようなことはまずないというのが一般的な見方ではないか。

松島理事

98年の時はそれに先行してアジアでも通貨金融危機があった訳であるが、その事前の段階では世界にかなり流動性が過剰に供給されていた時期があった訳である。現在は一連の通貨金融危機を経て、またその自己反省もあるだろうし、各種の透明性向上策とかスタンダードの導入を通じて、世界的にみて、流動性はかつてに比べ相当低い。そういう意味で流動性が過剰に供給され、それが一遍に引き揚げられるような地合いではないと思う。

速水議長

株価収益率から言えば、もう少し下がる余地はある訳か。

平野国際局長

色々な見方がある。株価の適正水準を示す一つのメルクマールであるイールド・スプレッド、株式の益利回りと長期金利の格差であるが、これをS & P 500 でみると過去の平均値位のところまで落ちてきており、その意味ではそこそこ調整は進んだという見方はできる。ただ一方で、株価収益率そのものをみるとまだまだ相当高いところにあり、例えばNASDAQについてはまだ調整の余地があるとの見方と、今は期待が逆方向に振れすぎているとの見方とがあり、なかなか理屈の正当化が難しい。

篠塚委員

先程平野国際局長が先行き利下げの動きも出始めたと言われていたが、そう考える要因としては原油の高騰から企業収益が悪化し、さらに個人消費にまで効くような予測があつてのことなのか。

平野国際局長

私が申し上げたのは、FFの先物金利の極く最近の動きをみると、来年の3月限が一番取引が盛んで、足許6.5%のところ6.4%位で取引されており、結局市場の3割ないし4割位の人が3月までの間に25bpの利下げがあるとみていることになる。ただし過半の人はまだ据え置くだらうとみている訳であるが、そうした市場の見方を参考までに申し上げた次第である。

速水議長

宜しいですか。それでは次に移る。調査統計局から国内経済情勢についてお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-8）

村山調査統計局長

まず概況は、結論的には前月と変わっていない。公共投資は減少しつつある。純輸出は増加傾向、民間需要の中では設備投資が増加、個人消費はなお回復感に乏しい展開である。住宅投資は横這い圏内で推移している。生産は増加を続けている。また企業の業況感も先般の短観にあったように改善をみており、企業部門を起点とする所得と支出の前向きな循環が続いている。ただ、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、企業の賞与削減の動きが一巡したことで、先行き緩やかながらも改善に向かう下地は整ったと判断できるところである。こうしたところから纏めると、わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復しているとの判断は前回から変わっていない。物価面については、特に大きな変化はない。

先行きプラス材料としては製造業において設備投資計画の上方修正が続いている。また、補正予算の編成も今行なわれている。ただ、一方では三点ほど気懸かりな点があり、留意していく必要はあるが、当面は緩やかな回復が続く可能性が高いと判断している。懸念材料の第一点は原油価格の高止まりである。既にニュース等でご存知のように、昨日ニューヨークで原油がパレスチナ情勢等の関係で高騰しており、終値は北海ブレントで34ドル35セントであった。しかも今回の原油値上がりの背景は、これまでの展開とは違ってきており、政治あるいは軍事的な要因により、急激に価格が高騰した訳である。こういった情勢がまだ長引くかどうかははっきりしないので、ここ暫くはどのような情勢を辿るかウォッチしていきたいと考えている。第二点は一部の素材業種における生産のスローダウンである。鉄鋼等素材産業の一部に目先アジア向けの生産、輸出を絞る動きがみられる。ただ、鉄鋼についてはこれまでアジア諸国の景気回復に伴って上積みされていた分が、その一巡に伴い調整されるとのことであり、いずれ現地需要の増加に見合った伸びに復すると考えている。第三点は、9月の短観で示された中小・非製造業の2000年度設備投資が6月比下方修正さ

れた点である。子細にみると同じ短観の中でも業況判断、設備判断は緩やかな改善傾向を続けている。また他機関の設備投資調査では、必ずしも中小の非製造業の設備投資に陰りがみられる訳ではない。例えば大蔵省の景気予測調査は8月であるが2000年度は同じ括りで+7.6%である。法人季報でみてもこの4~6月の設備投資の前年比は+11.8%である。あるいは雇用判断、新規求人の動き等からみて、中小企業において繁忙感が強まっているとも考えられる訳である。以上を総合的に判断すると、今回の短観だけではどうもはっきりしない訳であり、機械受注、建築着工等の先行指標等の動きも合わせて今後判断していきたいと考えている。物価の先行きについても、これまで申し上げていたこととほとんど変わっていない。

以下ポイントだけ説明する。まず図表13の設備投資では機械受注の8月分が出て、前月比+26.6%、前年比+45.8%と大幅に増加した。この結果、7、8月の平均で4~6月対比をみると前期比+10.7%と、業界の見通しの+10.7%とちょうど同じになった。ただ、今回8月の内容をみるとコンピュータあるいは通信関連で相当大きなものが集中した感じがある。従って、9月にはその反動が出てもおかしくない。因みに、7~9月の+10.7%の業界見通しを達成するためには、9月は-10.4%でも良いとのことである。-10.4%以下になると+10.7%にならない。我々は恐らく+10.7%は達成はできないと思っているが、いずれにしても増加傾向は維持されているとの判断である。建築着工床面積は4~6月-1.9%の後、7、8月で-2.9%とマイナスが続いている。主因は非製造業で、1~3月まで大店法改正の駆け込み等があり、その裏が出ている状況である。

次に図表23の個人消費はこの夏場については、全般的に弱いものが多かった印象である。まず消費水準指数の全世帯は7、8月の平均で-3.3%、乗用車の出荷額ベースでみると7~9月は-4.0%である。それから全国百貨店も7、8月で-2.2%、チェーンストアは-0.9%と、販売指標はそれぞれ弱かった。その中において特徴点を申し上げますと、一つはデパートの売上であるが、都内の9月のヒアリングの状況を申し上げますと、オリンピックの影響でかなり客足が減ったとのことである。ただその後、巨人軍が優勝してそ

の分盛り返しており、何とか9月単月として横這い位の感じではないかと言っている。従って、デパートの売上からみる限り消費の実勢はそう変わっていない。それからコンビニの売上高は、7、8月と括ると、7月の増加が効き前期比+3.9%である。これは7月が暑かったことの影響である。ただ8月にはその反動が出た。旅行の方は、8月前月比で+1.9%、前年比が-1.8%である。旅行については北海道の有珠山の噴火等があり、特に国内がこれまで悪くマイナスを続けていた訳であるが、8月に漸く戻り、7、8月の平均でみるとほぼ横這いまで戻ってきている。

図表 26 デパート、スーパー等色々な販売統計があるが、これを一括してみたらどうかということで、今回それを合成したものである。店舗調整前は、新規出店を含むベースである。ただこれは、この統計の対象外の例えば零細の小売り等からデパートに流れた分が勘案されていない分高めにしているの、真実の数字は既存店ベースとの間のどこかにある訳である。これでも一進一退の状況には変わりはない。図表 27 は消費財の供給面からみるために生産の出荷指数と通関の消費財輸入を合成したものである。ただ、これには在庫は含まれていないし、サービスが含まれていないので、そこは割り引いてみる必要がある。図表 28 クレジットカード利用額は前年同期比が7、8月の平均では伸び率が大幅に落ちている。落ちた主因は百貨店が前年比ほぼゼロまで落ちてきたため、デパートを中心に良くない状況である。こういったことを総合的に勘案すると、販売指標、クレジットカードが弱い一方、供給面の動きは若干前年比プラスである。トータルとして考えると消費全体としては一進一退というこれまでの評価、すなわち回復感に乏しい状況であるとの評価を変える必要はないと考えている。

次に図表 32 生産は順調に増加している。9月の予測値が出て、これで計算すると7~9月は前期比+1.8%である。また、10月の予測値が出ているが、こちらの方は前月比+1.7%である。私共のマイクロヒアリングを積み上げても、大体7~9月で括ると2%弱、10~12月は1%台半ばであり、7~9月についてはこの数字と整合的である。従って、生産について

は引き続き増加傾向にあると思う。

図表 35 で最後に物価である。基本的に流れは変わっていないと申し上げたが、国内卸売物価の 9 月が出ており、前月比でみると -0.1% 、前年比は $+0.1\%$ と若干 8 月より伸び率が落ちている。主因は耐久消費財の値下がりが 9 月に集中しているためである。この背景は、特に家電製品が新製品に切り替える時期であり、価格据え置きのまま内容的に良くなっていることである。品質調整を行なうと価格は横這いでも実質は値下げの形で反映され、値下がりしたものが多かった。なお、C P I の 8 月の全国は前年比 -0.3% と 7 月比横這いであるが、東京の C P I の前年比は 8 月 -0.8% 、9 月 -1.0% とかなり乖離が目立っている。この主因は民間サービスのところで全国の 8 月が -0.1% に対して、東京は -1.2% となっていることが主因である。東京の民間サービスが前年比大きなマイナスになっている主因は家賃が下がっており、例えば 8 月 -1.2% のうち家賃の寄与度が -0.8% 位あり、全国ベースでは家賃は下がっていないので、主としてそういったところから乖離が出ている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

家賃が東京で下がってきたが、東京 23 区だと空室率が下がって、新規の賃料が上がる気配をみせていることと、どうも逆のような気がする。

村山調査統計局長

元々 C P I については、家賃の取り方に少し問題があると言われている。具体的には独身用の貸し家は沢山あるが、ファミリー向けの一戸建てのような貸し家は余りない訳である。そういったサンプルがないところでたまたまデータを拾ってくると、こういう形でややイレギュラーな動きをする。実勢として委員が言われるように、今大幅に家賃が下がることは考えられ

ないので、恐らくそういった統計の振れの面があるのではないかと思う。
全国ベースとかなり開きが出ているので、このように解釈している。

速水議長

他にないか。それでは企画室から金融環境について説明して下さい。雨宮企画室企画第1課長お願いします。

河出経済企画庁調整局長

交替させて頂く。

(午後0時17分河出経済企画庁調整局長退出)

4. 金融環境に関する報告 (資料-9)

雨宮企画室企画第1課長

それでは最近の金融環境の現状評価であるが、概況はほとんど前月と変わっていない。ゼロ金利解除後の金融環境としてみると、企業の資金調達コストはさすがにゼロ金利政策解除後の市場金利上昇を背景に幾分上昇している。一方で解除後の金融機関の貸出態度や企業の資金繰りについては大きな変化は生じていない。

以下図表に基づいてポイントだけ説明する。図表1貸出関係の動きでは5業態の合計の貸出は昨日新しい数字が公表され、8月-2.0%の後9月-1.8%、特殊要因調整前の数字が8月-4.3%の後-4.0%となっている。その1か月前の7月はリバイズされて-2.0%が-2.1%、その下の-4.5%が-4.6%なので、調整前、調整後とも貸出のマイナス幅の拡大傾向には歯止めが掛かりつつある動きが9月も続いていると思う。

中原委員

調整前の8月の数字をもう一度言って欲しい。

雨宮企画室企画第1課長

8月は-4.3%で変わらない。調整前の数字は7月から-4.6%、-4.3%、-4.0%である。

中原委員

6月は変わらないのか。

雨宮企画室企画第1課長

6月は-4.7%である。一部ヒアリングベースでは電機・通信等で資金需要の動きがみられるとのことではあるが、これを以って全体の資金需要の動意をみるのはまだ早いと思っている。図表3で社債の動きをご覧頂くと、昨年同月の月間1兆円強の推移と比べると、足許は月間7、8千億円の動きが続いているため、残高は徐々にプラス幅を縮めている。このため図表4直接調達と間接調達の合計の民間部門の総資金調達をみると、資本市場調達の寄与度が段々縮まっている。あと借入のマイナス寄与が若干減り始めていることが相殺する格好で民間部門の総資金調達はほぼ横這いのマイナスが続いている引き続き動意に乏しい状態かと思われる。これを受けてマネーサプライの動きも低調な地合いが続いていて、図表5マネタリーベースは9月4.0%と8月の4.6%に対して引き続き伸びを低下させている。中身を見ると銀行券は10月からまた郵貯の大量流出が始まって、郵貯が手元現金を少し厚めに積んだ関係で5.6%から6.6%と伸びを若干高めているが、その二つ下の日銀当座預金がゼロ金利解除後昨年と比べると約1兆円減少しているため、マネタリーベースの伸びが落ちている。マネーサプライは、今日8時50分に9月の数字を公表している。M2+CDで申し上げますと、8月の1.7%が1.8%にリバイズされている。これに続く9月の計数は1.9%なので、7月2.0%、8月1.8%、9月1.9%と2%を若干割る推移が続いている。今月は10~12月のマネーサプライの見通しを出す月なので、これについて若干申し上げますと、四半期の数字は、4~6月2.3%の後、7~9月は1.9%で着地した。この1.9%というのは私共が

当初みていた予想の見通しどおりである。この後 10~12 月の見通しは、マイナス要因とプラス要因があって、マイナス要因としては先程申し上げたとおり、民間の資金需要が引き続き弱い地合いが続くだろうとみられることである。ただその一方でプラス要因として 10~12 月は再び郵貯の流出が大きくなる期であり、7~9 月と 10~12 月と比べると流出規模は 4 倍位に膨らむ見込みである。因みに数字を申し上げますと満期到来額が 7~9 月が 6 兆円だったものが 10~12 月は 23.1 兆円とみられている。このうち流出額は 7~9 月 2.4 兆円だったのに対して 10~12 月は郵政省の試算では 8.5 兆円なので、このうちの一部がマネーサプライ対象資産に入ると考えると、横這い圏内で若干強含みということで、私共では 10~12 月の見通しはちょうど 2%とみている。従って対外公表は 7~9 月の当初見通しと同じ 2%前後で公表したいと考えている。

次に企業金融周りの動きであるが、金利とアベイラビリティという二つで若干の材料が出始めている。図表 10 で約定平均金利の 8 月——途中でゼロ金利解除が入っている訳であるが——約定平均金利の新規の短期は 8 月 1.737%と短プラの上昇を受けて上昇している。長期が特殊要因から少し下がったので、全体としては横這い圏内で若干強含みであるが、さすがに幾分調達コストが上がり出していることかと思う。一方で金融機関の貸出態度等を含めた企業の資金のアベイラビリティの状況は変わっていないと思われる。図表 14 で幾つかの D I 調査等が出ている。まず貸出態度判断 D I をみると、9 月短観の全産業で緩い超幅が 6 月短観の +2 ポイントから 9 月 +3 ポイントと極く僅かであるが緩い超幅が拡大している。中身をみると大企業で 16 から 19 と 3 ポイント拡大し、後は横這いか若干改善で、全体として緩やかではあるが金融機関の貸出態度が緩む傾向は続いている。中小企業金融公庫の D I を見ても同じような傾向が 8 月、9 月と続いているように思われる。ただその一方で資金繰り D I が若干違う動きを示していて、小幅であるが全国短観の全産業の資金繰り D I が 6 月短観 -4 から 9 月短観 -5 と苦しい超幅が 1 ポイント拡大している。中身をみると大企業が +16 から +13 と楽である超幅が 3 ポイント減ってい

る訳である。これを業種別でみると興味深い現象があって、卸売・小売業といった業況不芳業種と並んで電機・通信といった好調業種も若干資金繰りの緩い幅が減る格好になっている。この辺は先程申し上げた一部電機・通信等で資金需要の動きがみられるといったことと平仄が合った動きの可能性はあるとみているが、もうしばらく様子を見て判断したいと考えている。いずれにせよ、全体として資金繰り、貸出態度判断D I等からみたアベイラビリティの状況はこれまでと変わっていないと思われる。

最後に倒産の状況であるが、図表 18 倒産件数を見ると 7 月 1,672 件、前年比+27%に対して 8 月 1,638 件、+18.5%と件数、伸び率とも 7 月に比べて若干低下した。ただし私共で試算している季節調整値をみると、7 月 1,668 件の後 8 月 1,752 件とむしろ若干上昇しているので、全体としては昨年半ば以降倒産が中小の特に建設、卸・小売等を中心にじりじり増加している状況に変わりはないかと思われる。以上である。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞ。

中原委員

先程のM2+CDの8月の3か月前比の数字は幾らか。

雨宮企画室企画第1課長

8月がリバイズされていて7月の-0.3%の後8月0.3%とあるのが0.5%に、0.5%に続く9月の数字が1.5%である。

速水議長

質問がなければここで昼食にしたい。午後1時15分に再開する。

(午後0時27分中断、午後1時15分再開)

VI. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それではこれまでの報告等を踏まえて、政策委員会としての検討を行なって参りたい。本日の討議の形式はいつものとおり最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番に意見を頂戴して討議して頂きたいと思う。最後に政府から出席して下さった方から、もし発言があればお願いします。

まず金融経済情勢について意見を頂くが、ポイントを絞り1人10分程度を目途にお願いしたい。本日は案件が多いので、効率的に議事運営を進めて参りたい。最初に藤原副総裁からお願いします。

藤原副総裁

前回の会合以来、短観など幾つかの情報が得られたが、景気は緩やかに回復しているとの判断を変える必要はないと思う。まず短観は、全体として企業部門の回復基調の強さを確認するものであったと思う。中小・非製造業の設備投資計画が異例の下方修正となった点はやや気掛かりであるが、今回の結果だけで中小・非製造業の設備投資についての基調を判断するのは、やや早いと思う。先行指標などからみても、設備投資全体としては増加傾向を続けているとみてよいと思う。個人消費では、先般の支店長会議でもなお回復感に乏しいとの印象を受けた。この1か月間に発表された諸指標をみても、家計調査、家電販売など弱めの指標が多かったように思う。もっとも、雇用・所得情勢の改善傾向は続いているし、短観でも雇用の過剰感は全般に薄れてきている。また雇用者所得もこの6~8月期は全体として若干のプラスとなった。元々私達は、個人消費が大きく伸びることは期待し難いとみていた訳であり、雇用・所得環境の改善に従って緩やかに持ち直すという従来の展望を変える必要はないと思う。もう一つ最近の動きで注意が必要なのは、原油価格の動向であるが、日本の場合これまでの円高である程度は相殺されているし、エネルギー利用の効率化も進

んでいるので、直接の影響は然程大きくないのではないかと思う。間接的な影響も、例えば民間や国際機関の世界経済見通しがここにきて下方修正されている訳でもない。現時点では一つのリスク・ファクターとして注目していけばよいかと思う。

次に金融資本市場の動向では、株価が年初来最安値圏まで低下してきたことが気掛かりである。背景としてはアメリカのNASDAQの下落やそれを受けた外人投資家の売り越しが言われている。わが国の企業業績はむしろ上方修正されており、基本的な地合いは悪くはないと思うが、株価の下落自体が投資家の見通しを弱気化させるリスクもあるので、当面目を凝らしてみていく必要があると思う。

最後に企業金融の面では短観や中小公庫、商工中金の調査などゼロ金利政策解除後の状況を検証する材料が幾つか出たが、いずれも横這い圏内の動きないしは若干の好転を示していると思う。これらはゼロ金利解除後も金融が緩和された状態が続いているとの私達の判断が企業の実感ともマッチしていることを示していると思う。以上である。

速水議長

田谷委員お願いする。

田谷委員

私も藤原副総裁と同じように、基本的な景気回復シナリオは今のところ変える必要はないと思う。企業部門の回復が先行し、時間をかけて家計部門にも回復が浸透していく、また製造業あるいは大企業が先行して、非製造業、中小企業が後を追うといったシナリオは変更が必要な訳ではないと思う。しかし、このところの一連の統計や金融資本市場の動きをみると、遅行する部門の動きが想定以上に遅いように思う。少なくとも、私が考えていたよりも遅い。一方で、先行する部門は益々好調さがはっきりしてきた面もあり、様々な経済部門の間での差が広がってきている。先日の支店長会議でも何人かの方がこうした二極化に触れられた。バブル崩壊による

様々な負の遺産を処理しつつ、情報通信革命や世界経済の一体化などによる経済構造の変化を経験しつつあるのだから、そうした二極化は避けられない面もある。強いところ、好調なところが先行してより伸びることで、全体の平均値が上がるしかないであろうし、実際にもそうなるであろうが、後からついてくるところが余りにも遅いと、先行する部門の勢いにも影響が出てくる可能性がある。暫く遅行部門、遅行分野を注意深くみる必要があると思う。以下では最初に家計部門、次に企業部門の動向についてコメントをして、その後で最近の株価動向についても若干触れたいと思う。

まず家計部門では、消費がどうも冴えない。家計調査によると、全世帯でも勤労者世帯でも実質ベースでこの8月は前年比2~3%の減少となっている。もっとも、小売業販売額は実質若干プラスになっているし、消費財の供給数量は順調に伸びているようなので、家計調査には若干のダウンサイド・バイアスがあるのかもしれない。ただ、所得面も余り良くないようである。毎勤統計による名目賃金が8月は前年比若干マイナスであるし、家計調査の勤労者世帯の可処分所得も若干マイナスである。ただ、ボーナス月である6~8月を通してみると、毎勤統計ではボーナスは増えなかったが、所定内・所定外給与が増えているので、名目賃金全体としては前年比若干増えたようである。賃金が緩やかに増え始めているとの判断を変える必要はないと思う。雇用面でも全体として下げ止まったとの判断を変える必要は感じないが、就業者や常用労働者が若干減っている統計もある。雇用・所得、消費などの関連統計は引き続き注視する必要があると思う。企業部門は総じて順調である。非製造業よりも製造業、中小企業よりも大企業が特に好調である。9月半ばに発表された民間調査機関による金融を除く上場企業の経常利益見通しは、今年度、来年度とも二桁の伸びで、少なくとも6月の見通しに比べて来年度の非製造業を除き上方修正された。また、設備投資関連統計は益々好調である。8月の機械受注は驚くほどの数字であったし、一般資本財出荷も順調である。8月は輸出も好調であったし、鉱工業生産の伸びも高いものであった。ただ6~8月における鉱工業生産前年比増加幅の8割近くは生産財生産の伸びによるも

ので、最終財生産の伸びはそれ程高いものではない。また、先日公表された短観で中小企業・非製造業の弱さ、特に、売上高見通し、利益見通し、設備投資見通しの下方修正などにみられた弱さは、最終需要部門である家計部門の回復の遅れを反映しているように思う。短観の結果、全体としては企業部門の改善傾向がよりはっきりしてきたものと思うが、だからこそまたそうした一部の弱さが際立ってみえた面がある。

株価についてはご承知のようにこのところ軟調である。ハイテク企業の業績の下方修正をきっかけとしたNASDAQの下落が大きな要因だとは思し、ユーロ安、原油高、中東情勢の不安定化、あるいは軟化気味の半導体市況の影響も考えられる。ただ、国内経済面での不安、これは、家計部門や中小企業・非製造業の回復の遅れ、あるいは企業破綻などについての懸念であるが、こうした不安感も何程か影響している可能性があるように思う。ただ、昨日のニューヨークの急落を受けた日本株の下落がある程度のところで収まっていることをみても、やはり経済の基調は底固いことは確かだと思う。また、例えば韓国、シンガポールその他アジア株の本日の下落と比べても相当限定的なので、基調はそういうことだと思う。ただ、繰り返しになるが今後は回復の遅れた部門をよくみていくことが必要のように思う。以上である。

速水議長

植田委員お願いします。

植田委員

私も今の二人と大体似たような意見である。また、これまでと重なる部分も多いかもしれないが、全体としては予想どおり強いデータが表われ続けている部分と、一部先行きのリスクを感じさせるものが混在している状況かと思うし、当面そういう状態が続くのではないかと思う。なぜなら一部に世界経済全体が減速していく可能性があるし、また国内では公共投資が減っている。一方、消費の増大に時間がかかるかもしれないことから、

当面ある種踊り場的な状況が全体的に続く可能性がある。従って、出てくる一つ一つのデータ等に余り一喜一憂せず、冷静にトレンドを見極めるべき局面が暫く続くのではないかと思う。

これを申し上げたうえで、株価に関連して、まず世界経済動向を振り返ってみると、99年初めまで多くの国で金融緩和傾向があり、その後引き締め傾向に移ったのが一つの大きな流れかと思う。もう一つ言うまでもないが、IT関連分野での技術進歩があり、そして今後を睨んだ場合、それが一旦小休止するのか、あるいは近い将来その分野で供給超過の状態に陥るのかといった懸念が出てきている。この二つが世界経済の実体部門および金融の特に株価のサイクルに大きな影響を与えてきた気がする。米国の物価は必ずしもそのようにははっきりと動いていないが、遅れた形での石油価格動向には特に金融政策の影響等が表われているかと思う。さらにIT関連の企業収益、あるいは株価が上昇波の中心であったために、上昇過程でもここに至るまでの若干の調整過程でも動きが大幅なものとなっているし、また世界的なグローバル化の中でこの部分が連動していると思う。当面は世界的にかなりの国での金融引き締め基調および実体要因でのIT分野での過大投資等の修正局面が避けられないし、今その真ただ中にある感じがする。今後のポイントとしては、こういう修正局面がどこまでいけば終わりなのか——つまり金融引き締め局面がどのようにして終わっていくのか、あるいはIT関連で弱まりつつある上昇波の今後がどうなるのか、また両者が密接に関連するのだと思うが——実体を暫く見守るしかない。ただその過程で、希望としてはソフトランディングが起こればいいなと思うことと、修正が起こっていく中で98年のような金融的混乱が発生しないことが重要かと思う。そのうえで日本経済をみると、生産や大企業の設備投資周りでは非常に好調が続いている。しかし様々な意味でまだ拮据には欠けるところがあり、内生的に明るい見通しが来年度に向けて描いていける状態にはまだなっていないと思う。そのポイントとして消費、それから中小・非製造業の設備投資動向が挙げられる点も同じなので省略したいと思う。さらに全体を引っ張っているIT関連の設備投

資の持続性について若干疑問を持つ向きが日本だけでなく世界の株価、特にハイテク関連の株価動向に表われていると思う。従って、この分野については世界の株式市場の現在の動きが将来を正しく予見した動きなのか、あるいはかなりノイズ的なものであるのか、さらには世界のサイクルがピークを打ったとしても、それとは独立に日本は内需中心に、あるいは日本のIT関連企業の供給構造の特殊性等から乗り切っていけるのかを見極めていく局面であるし、見極める余裕がまだあると思いたい。以上である。

速水議長

次は篠塚委員お願いする。

篠塚委員

まず実体経済は、基調として緩やかに回復していると思っている。国内の需給環境をみると、GDPギャップが緩やかに縮小する傾向が続いていると思う。すなわち民間需要面では個人消費こそ回復感が乏しいが、企業収益の改善などを背景にして、設備投資が増加傾向にある。

以下重複もあるが、9月の短観を材料として若干説明したいと思う。まず短観の業況判断をみると、製造業を中心に緩やかな改善傾向が続いていた。先行き12月にかけて業況判断DIの改善ペースは非製造業で若干高まる一方、製造業では逆に緩くなっている。そこで企業がこのような先行きについて違った見方をする背景について考えてみた。第一点は輸出の増勢が鈍化することについて、二番目はゼロ金利政策解除後の企業金融の動向を不安視する動きについて、三番目として原油価格の上昇、といったこの三つを下振れリスクという面から考えてみた。まず第一番目の輸出の面であるが、アメリカ景気の先行きが不透明になるにつれて、9月の短観における海外での製・商品需給判断DIでは、先行き緩和が見込まれていた。しかし大企業・製造業の事業計画をみると、年度下期の輸出は上方に修正されていた。従って、仮に先行きの海外輸出・所得環境になにがしかの不

安を持っているとしても、実際の個別企業の輸出見通しについては、少なくとも年度内大きな影響を受けないという判断なのではないかと思う。二番目のゼロ金利政策解除後の企業金融については、企業の資金繰り判断D Iをみると、6月時点に比べて今回9月では大企業で悪化しているものの、依然として「楽である」超となっていた。また中堅・中小企業でも横這いであった。さらに金融機関の貸出態度判断D Iでは、大企業、中小企業ともに前回調査に比べて改善していた。従って、ゼロ金利政策の解除が引き金になって、企業金融面で何か悪い影響が出てくるとはみていないと思われる。三番目の原油価格上昇の影響では、確かに短観の仕入れ価格判断D Iが大企業、中小企業ともに現状および先行き12月についても上昇傾向とみている。また年度下期の経常利益見込みが大企業を中心に下方修正されており、そこに交易条件悪化が影響している可能性もある。しかし、企業収益を牽引している製造業については、前年比2、3割の増益を見込んでいるし、これまでのところは原油価格上昇の影響も限定的であると思われる。以上三つのリスク要因から検討したが、製造業の業況判断D Iの改善テンポは鈍化しているものの、これを景気展開変調の兆しと受け止める必要はないと私自身は判断した。

次に設備投資は製造業が主導する形で増加傾向を辿る可能性が高いとみている。先行指標である機械受注をみると、7、8月均して4~6月期と対比すると+11%と業界見通し並みの高い伸び率になっている。また、設備投資の増加はIT関連業種が主導しているイメージが根強いように思うが、最近では機械受注からみても、設備投資回復の裾野が拡大しているように思う。すなわち民需全体の7、8月平均でみた機械受注は前年比で32%となっている。このうちIT機器の代表である電子通信機械の寄与度は約7割を占めているが、この内訳をみると、電機・通信などIT業種からの受注の寄与度よりもIT以外の業種の寄与度が高くなっていったほか、電子通信機械を除く従来型の投資も電子通信機械ほどではないものの前年比で2割増とハイペースになっていた。なお、短観では中小企業・非製造業の設備投資が下方修正されていたが、例えば大蔵省の景気予測調査や

中小企業金融公庫の調査なども合わせてみると、短観の結果をもって設備投資の増加基調が崩れているとみる必要もないと判断した。

次に9月短観の今年度売上高経常利益率をみると、製造業では大企業、中小企業とも96年度を上回って、90年代初の水準まで回復している。一方、非製造業では全体の改善テンポが緩やかにとどまっている。従って、企業収益面では製造業と非製造業の二極化がみられる。このような製造業と非製造業の乖離は、労働分配率の低下のテンポにおけるばらつきとも平仄がとれているし、これまでのリストラ努力の格差を反映しているものと私は考えている。企業収益は全体として改善しており、これが現在の景気回復の起点となっていることは確かにあると思う。ただし、非製造業は従来から低い収益性をいかにして克服するかが日本経済の構造改革における一つの重要課題であった訳であるが、依然として製造業に遅れていることが気に掛かっている。また雇用人員判断DIを短観でみると、回を重ねるに従って改善してきている。9月短観では大企業、中小企業、また製造業、非製造業とも前回の6月調査からみて雇用人員判断は改善しているし、12月までの先行きについても改善する姿になっている。こうした雇用過剰感の後退は、四半期毎の調査である労働省の労働経済動向調査における労働者過不足判断DIでも同じような結果となって表われている。こうしたことから、緩やかではあるが雇用環境も斑模様の中で緩やかに改善していくことで宜しいかと思っている。以上のような短観を中心とした分析で景気の流れを確認すると、年度下期の景気の展開は回復テンポが鈍化する可能性があるものの、昨年度下期のようにマイナス成長になる可能性はかなり小さいとみていいのではないかと私自身は考えている。

今回の支店長会議で聞かれた色々な意見の中で、今の景気は実体として回復感に乏しいといった報告が目立った。ある支店長は、しかしそういう話をした後で、「不況」と、苦しい状況である「苦境」を混同しているのではないかといった指摘をしていて、私はその言葉が印象に残った。確かに日本の潜在成長力については、計測誤差もあってはっきりしたことは言えないが、仮に年率1%台程度として、これより高い成長率を実現したと

しても、企業経営者、消費者とも過去の高い成長率の記憶が残っているので、依然として今の日本の状況は厳しい経済状況が続くと受け止める可能性が高いと思われる。しかし、その状況は不況とは言わないのではないかと思う。生産は緩やかに改善しているし、雇用の過剰感も徐々に縮小している。そうすると適切な経済政策運営を行なうためには、私達は国民がどのように今の状況を受け止めているかという受け止め方も念頭に置きながら冷静な情勢判断を続ける必要があると思われた。以上である。

速水議長

それでは次、中原委員お願いします。

中原委員

前回の決定会合以来、世界経済に二つの決定的な重要な変化が起こっていると思う。一つは原油価格の動向と中東情勢の危機的な展開である。もう一つはすでに起こっていたアメリカ株式の暴落傾向であり、それが昨日の1日で駄目押しをされた感じである。まず原油についてお話すると、これまで年末にかけて波乱要因になると話していたが、まず価格面ではWTIで9月20日に湾岸危機以来の高値である37.20ドルをつけた訳である。その後反落しアメリカの戦略的石油備蓄放出などもあり9月28日に30.34ドルまで急落した。ところがその後戻ってきて10月10日は33.18ドルをつけ、昨日には36.06ドルと9月20日の高値に迫ってきている。アメリカ石油協会が発表した10月6日までのアメリカの原油および製品の在庫、中間在庫が軒並み減少している。アメリカの北東部に寒波が到来していること、中東情勢が緊迫化したこともあり私の見通しとしては前の高値の37ドルを突破すると次の目標は大体40ドル台乗せから恐らく45ドルの目標になる。それで勢いがつくと50ドルへ突入していくことになると思う。中東情勢について若干申し上げると、7年越しの和平交渉が今成るか成らないかという瀬戸際である。仲介に立っているクリントンはアラファト議長に裏切られたのではないかという複雑な感情を持っているようである

が、いずれにしてもアラブとイスラエルの対立となると、当然サウジアラビアも巻き込まれてくる。事実サウジが「この和平を正常化しないと原油を減産する」とアメリカの国務省に対して圧力を加えているそうであるし、イラクのサダム・フセインがどう出るかも大変なワイルドカードである。石油が国際政治の武器として使われる危険性が非常に高まったと思う。私はスエズ運河の封鎖以来ずっと長い間中東問題をみており、経団連でも中東委員長を経験したりしたが、非常に難しい事態である。1973年の第一次オイルショックに極めて似通っており、政治情勢如何によっては石油が武器として使われる危険性が非常に大きくなってきた。勿論日本は備蓄が官民で大体150日分から160日分位あると思うので、その意味では大丈夫であるが、エマージング諸国に影響を与える可能性が非常に大きいと思うので、中東情勢の展開はこれから極めて重要になってくると思う。また、アメリカの入札で異変が起こっており、備蓄3千万バーレル放出に対し11社が入札に成功したが、その3分の1は名前の聞いたことのないような会社が入札しており、備蓄放出の有効性について今大変疑われている。そういう訳で原油情勢は全く予断を許さない状態に入ってきた。

次に問題になるのはアメリカの株価の動向である。私は前回9月の初めから10月の末までが今年のアメリカの株価の最も危険な時間帯だと申ししたが、今私が持っている大勢観はアメリカ株価は本年の初冬をもって大勢天井をつけ、大勢下落波動に入ったとの見方である。9月1日にS&P500とNASDAQ、9月6日にダウがそれぞれ戻り高値をつけ10月末に向かって急落するだろうと思ったが、現在進行中でまだ終わってはいない。10月の末にかけて一段と下がる危険性がある。私のイメージでは恐らく日本の90、91、92年と全く同じだと思う。89年の12月29日に日経平均が最高値の3万8,915円を打って、90年に3万円まで下がり91年に2万7千円、92年に1万4千円に下がった。その間90年は経済成長率は全く下がっておらず、89年が4.4%、90年は5.5%、91年は2.9%、92年になって0.4%と、恐らくアメリカの今後を考えた時には日本の経験が非常に参考になると思う。NASDAQの株価の動きと日経平均の89年から

90年にかけての動きは非常に良く似ている。いずれにしてもダウは昨日の大引けが10,034ドルであるから複合三尊天井を形成してさらに下値が大きいことを示唆しているように私にはみえる。NASDAQも5月24日の安値3,164ドルを昨日の3,074ドルで切ってしまったので、これも大勢は決まったと思う。従って私は恐らく本年がアメリカのバブル崩壊の初年になると思う。それから傍証としてS&Pにおける収益の上方修正銘柄数と下方修正企業数の比率をみると、今年の5月が2.24、8月1.40、9月0.88と下がってきている。ミューチュアルファンドに流れる資金の量も9月は推定で月間97億ドル、今年2月のピークが500億ドルであるから9月の数字は本年の最低になると思われる。アメリカは株価が先行して下がり経済が抵抗しながらそれに引きずられるような形で下がっていくのだろうと思う。

日経は、今年の4月12日に2万833円をつけたが、昨今の情勢をみると1万4千円台の前半を覗くのではないかと思っている。企業業績が良いといっているが例えば平成11年度の決算を見てもやっと黒字に転換しただけで、利益の総額は僅か2兆1,800億円と、平成元年のピーク10兆円の約5分の1強であり、ROEも1.2%、しかも配当金額が2兆8,700億円と131%の配当を行なっていることになるので、大変である。

それから景気動向指数を見て一つ気になるのは、DIの遅行指数が非常に遅れてきていることである。2月から4月は50%であったが、5月以降は低迷している訳で、これは最終消費の弱さを物語っている。遅行比率もダブルトップを形成してはっきりと下がってきていると思う。それから短観については、各委員が色々言われたが、私は回復の緩やかさを強調するに止まったのではないかと思う。原油価格の上昇によるマージン圧迫や外需の下振れが散見されるほか設備投資上方修正の加速が起こっていないこともあろうと思う。消費も非常に低調で日経消費予測指数を見ても横這いか下がっているし、博報堂の消費意欲指数を見ても5月から弱含み横這いで問題がある。設備投資について申し上げると確かに機械受注は強いが、来年度については日本政策投資銀行の調査が-8.6%となっている。

ここで一つ指摘しておきたいことは半導体サイクルがピークを過ぎたのではないかということである。一つの理由は半導体関連株のピークが昨年
の末から今年の初めにあったことである。もう一つの理由は、在庫循環が
恐らくピークを打って終わってきたのではないかとみられることである。
過去 15 年間をみると半導体の在庫循環サイクルは、主として仮需によっ
て動いていて、84 年のピークは大型コンピュータ、VTR、95 年は PC、
99 年は一つは携帯電話が主流であった。ところが欧州ではもう流通在庫
が溜まってきて、その結果、携帯電話向けの半導体あるいは電子部品等は
大幅な供給過剰になると私は思っている。PC についてもアメリカでは買
い替えサイクルが長期化しているし、法人需要も飽和しているので、半導
体サイクルはこれから下降すると私は思う。

それから外需は、先程申し上げたようなことでアメリカ経済が減速する
と思うので、日本からの一般機械、輸送用機械の輸出が減るほか、ユーロ
安により輸送用機器の輸出が減る。また、アジアの在庫投資一巡により鉄
鋼その他一部製品の輸出が減るので、これから外需を取り巻く環境は容易
ではない。来年度の世界経済は恐らく相当減速するのではないかと思う。
特に指摘しておきたいのは韓国の顕著な悪化であり、金大統領の経済再建
能力が疑われるばかりではなく経済のモメンタムが失速し、不動産市場が
悪化しているほか、社債市場が大変難しい状況にきていると思う。以上で
ある。

速水議長

それでは三木委員お願いします。

三木委員

まず実体経済動向の総括としては、前回同様景気は回復軌道に乗り、民
需の自律回復の道筋はみえてきたとのこれまでの判断を変える必要はな
いと思う。景気は後戻りしている訳ではないし、問題は回復のテンポだと
いうのが今の状況である。ただ先般の支店長会議における地方経済の動き

をみても個人消費を中心に回復のテンポがややもたついで、一時的に踊り場状態になってきたのではないかというのが総括である。このシチュエーション自体は、昨年10～12月の財政による下支えに関し色々検討された時期と、一時的に個人消費を中心に踊り場に入った点では大体似たようなシチュエーションであるが、今回はこれをクリアして次に進む形になるのではないかと感じている。

実体経済の先行きについての不確実性として三点指摘しておきたい。第一点は在庫調整の動きである。素材産業、特に鉄鋼と石油化学ではこの半年間需要拡大に合わせてメーカーも流通もユーザーも各段階で適正レベルを確保するためにランニング在庫の積み増しが続いてきており、生産面からみると在庫積み増し分がオンされている分だけ需要実勢を超える生産水準が続いている。問題はここにきて二つの生産減速要因が出てきた点である。第一は在庫が適正レベルに近づく中で在庫積み増し需要ニーズが解消して生産が需要見合いに減速していかざるを得ないことである。第二はこれまでの需要の中に仮需が予想以上に混在していたことから適正と想定していた在庫水準に一挙に過剰感が広がってきたことである。この結果、この素材関連業界は既に生産調整に入っている。今のところランニング在庫積み増し需要の剥落分と仮需で嵩上げされた在庫の調整分を合わせた生産調整で終わるとみられているが、先行き民需の自律回復テンポが弱まると、この在庫調整が意外に長引く懸念がある。それから、日本の輸出が減少する不確実性としては、アメリカ経済の動向が挙げられる。米国経済は金融引締め、株価資産効果の減衰を背景にソフトランディング見通しが濃厚であるが、ここにきて米国鉄鋼業が一転過剰生産、在庫積み上がり状態に陥る急変の事態になっている。今鉄鋼をみるに注文がなかなか入ってこない状態になっていて、当然に鉄鋼価格は下落し国際商品市況に影響を与えているため、各製鉄所は一斉に生産調整に入り出した。こういう状況になって、減産と過剰在庫のためキャッシュ・フローが回らない状態の製鉄所も1、2出てきている。こうした動きが一時的な在庫剥落で済めば良いが、最終需要の弱さの見極めがつかない不確実性が高まっている。

因みにアメリカ鉄鋼業の最大のユーザーであるアメリカ自動車業界をみると、既にゼネラルモーターズは4%の減産に入っているほか、本邦の自動車メーカーも10月から対米輸出削減体制に入っている。米国の自動車販売台数はハイピッチの年率1,700万台ペースから、現在1,600万台ペースにスローダウンするのではないかと見込まれている。もう一つはアジア経済における在庫積み上がり、国際商品市況の下落から、日本のアジア向け輸出に不確実性が高まっている点である。既にアジア現地では米国経済減速の影響も出ていて、鉄鋼、石油化学を中心に過剰在庫が積み上がってしまっている。日本のメーカー側も輸出を落とす生産体制に入っている。先行きはアジアの輸出の3割強を占める米国経済の動向とアジア域内経済圏の自律回復に支えられた域内需要の動向次第で、そういう意味での不確実性が高まっている。またアジア経済は石油依存度が高いだけに原油価格高止まりの影響も懸念される。

それから個人消費の捉え方だが、個人消費は安価商品への切り替え、物からサービスへの中身の変化、そういう構造変化の中にあることと、先行きの所得不安、雇用不安、年金不安等の社会保障不安を抱えた中なので、どうしても家計はなお選択的消費に徹するスタンス——新機能、あるいは高性能商品、安い商品には飛びついて買う——を継続しており、結果として消費は二極分化、斑模様になっている。ただ、消費は萎縮している訳ではなく、所得低下に合わせて消費を調整する、いわば身の丈に合わせた消費スタンスは継続している訳で、消費性向もますますのレベルをキープする姿になっていると思う。また消費財をサプライサイドから見ると、単価が下がっているので、回復感がなかなか出ない。これはこの間の支店長会議においても各支店長からそういう意見が出ていたが、量は確実に増えている。量の面だけでみると、1996年位の水準には戻っていると思う。消費の前提となる家計の所得改善の実現にはなお時間がかかるかもしれないが、少なくとも消費回復の環境は整ったと言える状況にはなっていると思う。構造調整を抱えている中での景気回復の初期段階なので、GDPがせいぜい1~2%程度の下では今の消費の姿は好況でも不況でもない普通

の時と捉えて評価すべきではないか。

もう一つは金融環境で、企業の資金繰り動向をみると設備投資が回復して、資金需要が強まる局面ではあるが、企業のキャッシュ・フローがなお高水準のため、引き続き外部調達は不要な姿である。この結果、余剰資金は有利子負債の返済に回される状態であり、大蔵省の法人季報でみてもキャッシュ・フローは設備投資額の約1.5倍のレベルと、資金余剰状態を継続している。今の設備投資、キャッシュ・フローの動きをみると先行き1、2年はこの資金余剰幅が簡単には縮小しないと思われる。また企業財務リストラ意識の強まりの中でバランスシート調整の観点から、債権流動化の動きも今活発になっている。こうした動きも加わるため、当分企業のキャッシュ・フロー余剰感は継続するとみざるを得ないのだろうと思っている。そして有利子負債の返済圧力が続くのだろう。貸出の減少、社債発行の低迷、マネーサプライの伸び悩みは当面続くとみざるを得ないと思っている。以上である。

速水議長

次武富委員をお願いします。

武富委員

企業部門中心の景気回復は維持されていると思う。企業収益の増益基調は既にかかなりの時間続いている。景気回復の初期段階は減収・増益と、リストラ効果を梃子にした増益だった訳であるが、最近これが増収・増益に切り替わってきている。単価は安いですが、数量は出ている増収だから、増益の質がリストラ効果に加えて数量効果によって支えられる形に転換してきていると思う。その割に産業界が景気回復について盛り上がり欠ける感覚を持っているというのが私の印象である。分からなくはないが、その盛り上がり欠けるという景気の評価がフェアでバランスがとれているかということ、ちょっと違う部分もあるように思える。一つはどうも頭の中で使っている物差しが、少し違って、過去のイメージに縛られている。

昔の回復局面で感じた手応え感を一つの暗黙裏の物差しにして、それとの対比で今の回復は物足りないと感じていると思う。時代が変わり、経済の性格が変わったという認識がまだ十分でないという印象を持つ。それから盛り上がり欠けるのと似た表現として「まだ水面下だ」とも良く言われる。よくよく聞いてみると、水面というのは、売り上げにせよ、収益、受注量にせよ、かつてわが社がピーク時に達成した水準を水面と言って、そこに今は到達していないから充足感が足りない、盛り上がり欠けるという評価が多い。それをもってどうみるかである。もう一つは、数量の方は余り重視しない景気の評価になっていることである。確かに経済の感覚はマネーイリュージョンだし、名目の世界で形作られるので宜なるかなであるが、同時に仕入れ単価も下がっていることは無視している。仕入れ単価も下がっているからこそ増益基調にあり、収益が上がっている訳である。感覚形成は販売単価から来てしまう部分もある訳で、残念ながら、「価格上昇を伴う景気回復にはもう暫らく時間が掛かる」というように経済の性格が変わったことをよく認識したフェアな景気評価が幅広く共有される必要があると思っている。

以上のように申し上げたうえで、盛り上がり欠如感が形成される背後には色々な要因があると思う。一つは個人消費に弾みがなかなかつかない感じ、もう一つはよく言われる二極分化は進んでしまったが、そこから巻き直すポジティブな調整がまだ十分始まっていないことがあると思う。今の消費については、先程三木委員が言われたこととかなり似ているが、効用というスペクトルの上で消費が両端にある姿になっている。似たようなことを違う言葉で言うとマスプロ商品とカスタムメイド商品。ちょっと気障に換言すると価格弾性値が限りなく無限大のものから限りなくゼロのものということである。昔風の単純な奢侈品と必需品のような区分けとは違う消費構造ができつつあると思う。このカスタムメイドの部分として、一頃カリスマ美容師的なことをご紹介したと思うが、最近は「3コウ」という人もいる訳である。旅行、学校、健康のことで、健康はヘルスクラブとか介護といったもの、学校というのはカルチャースクールなどの諸サービ

ス業である。あるいは最近は若干レトロ指向と宝飾品を合わせたような分野も入る。それからカード会社によると相変わらずブランド品はよく売れているとのことである。消費者に近い供給者がさらなる工夫をして、同時に消費を巡る所得・雇用環境の改善が明確になってくれば、もう少し消費全体に動意が出てくるかなと思う。供給サイドの工夫はまだ単純で、冠セールをすとかイベントセールをす程度である。効用を軸にした供給をすれば、名目賃金は6~8月括って前年比で+0.5%であるから、消費者も名目の世界で動くので、スタンスが変わってくるかもしれない。それから雇用の方は失業率がまだ高いとか、常用雇用はゼロに近いというような部分がある。これは、よくいう労働のミスマッチ現象の反映である。しかし、実は派遣社員ベースでは大変強い需要がある。今年の1~6月の首都圏における派遣社員数は、前年比18.6%増と、IT関連のコンピュータセンターあるいはコールセンターや外資系を中心に求人はある訳である。こういうものを巧く束ねていって、雇用・所得環境という消費基盤と、供給側の先程言ったような意味の工夫が巧くドッキングすれば、消費がもう少しじわっと嵩上げしていく余地が残されているように思う。もう一つは、俗に言う二極分化であるが、悪い方の極と言われる例えば建設等をとっても、建設業協会加盟の64社ベースでみると、昨年度の決算では売上は減収であったが、利益は32.8%増というように悪くはない。もっとも、足許6、7月の受注はマイナスに転じている状況である。それから業界再編がなかなかし難いものであるから、供給能力が残っていて受注がピークに比べて4割減、6割の水準となると、どうしても安値受注競争になっている。もしこういう二極化で景気観が振るわないとすれば、景気とは少し無関係に業法を変えるとか、もっと違う分野での対策がないと大変問題だと思う。もう一つ大企業と中小企業の格差という二極化の観点からいくと、中小企業が相当整理、淘汰された結果として、大企業の生産力水準と中小企業セクターの生産力水準の間はかなりギャップが出ている。今もしこれ以上に景気が良くなり大企業から中小企業に対する発注が増加すると、中小企業が完全にそれをこなせないというボトルネックが出るかもしれな

い。一般的な誰でもできるものは海外に発注すればよいのであろうが、日本でないとなせない、匠の業によって生き残っている中小企業ではかなりの受注残を抱え、逆の意味でアップアップしている。二極化という時も単純に二極化が悪いというだけではなく、建設にしても業界をどう再編するか、中小企業も限界まで整理されたものを今のような観点に立ってどう立て直していくか、という方向に政策的にも企業努力としてもエネルギーを向けるべきと思う。以上である。

速水議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

私も全体としては設備投資中心の緩やかな景気の回復傾向が続いていると思っている。それは例えば生産が増えており、10～12月にもある程度の増加が予想されるほか、設備投資が製造業を中心に積み増しの動きが続いているし、そういう下で需給バランスも極く緩やかにではあるが改善が続いているといったところに表われているように思う。基本的なシナリオは、ゼロ金利解除を決定した時点で想定したものと余り変わっていないと思うが、もう一方でなかなか民需の裾野が広がり難いことも改めて確認しつつあるような感じを持っている。中小・非製造業の設備投資は短観でみる限り思いのほか弱かったと思うし、雇用者所得なども下げ止まりがはっきりしてきたと思うが、増え方は今のところ極めて鈍い状態が続いているように思う。勿論こういう遅行している部分の中では雇用者所得が伸び悩み消費が伸び悩むが故に、中小・非製造業の業績の回復も遅れるといったインターアクションを起こしている部分があると思う。こういう状況であるから、例えば消費性向が短期的に振れていくような時に、消費が場合によってプラスになったり、マイナスになるようなことが起き得る訳で、7～9月の消費についてのデータをみると、一高一低の「低」の部分が出た可能性が強いと思う。そういう状況の中で、物価については余り新

しいデータがないので、恐らく卸売物価については横這い圏内の動き、石油の値上がり部分と機械類の下落部分がオフセットするような形が続くと思うし、消費者物価についても小幅のマイナス位の動きが当面続くかと思う。そういう物価動向の下で、全体としてはマクロ的にみれば企業収益の増加、雇用者所得の微増程度の動きが当面見込まれると思うので、全体としての歯車がゆっくり回り続ける状態が当面続くと思っている。そういうところへ皆さんが指摘したような世界的な株価の下落傾向に代表されるある種の波乱が起きてきている。今の日本経済の国内的な部分だけみると、緩やかではあるが回復傾向は続き、それが時間が経つにつれ少しずつ裾野が広がっていくかもしれないと思える訳であるが、ここまで過去1年少しの間の景気回復の動きも、世界経済が非常に好調な中で実現できてきた訳であるから、外部環境が非常に大きく変わっていくことになれば、国内的にもそれは影響を受けざるを得ない筋合いにあると思う。そういう意味で特にアメリカの株価の下落に端を発してどのようなことが起きるのか非常に注目すべき要素であろうと思う。マクロ経済のスローダウンの度合いに比べてアメリカのIT関連企業の業績の修正の度合いがかなり大きく起きてきているような印象を持っており、そういう意味では行き過ぎた期待の修正プロセスが起きているのかもしれないと思う。もしそうだとすれば、それはアメリカ経済自体にとっては必要なことであり、適切なこととさえ言えるかもしれない。問題はこれで米国経済がいわゆるソフトランディングの軌道から外れる位にスローダウンしてしまうのかどうかであって、そこは非常にまだ見極め難い。仮にそういうリスクが新しく出てくることになれば、アメリカのマクロ経済政策の対応余力は非常に大きいから、株価の動向だけで米国経済のパフォーマンスそのものが決まってしまうほど単純なストーリーでもないと思う。いずれにしてもここは米国経済のスローダウンの行方を見守ることであろうと思う。それが国内にどのように跳ね返ってくるのかまだよく分からない部分が多い訳で、我々としては日本の株式市場の変動を通じて、わが国の企業あるいは家計のコンフィデンスにどのような影響があるのか、あるいはさらに株価が下落した

場合に金融市場の中にある種の緊張感が新しく出てくることあるのかないのか、当面は見守ることではないかと思う。以上である。

速水議長

それでは今の金融経済情勢の意見に追加的な意見なり議論があればどなたでも自由にご発言下さい。

特にないようであれば、政策運営の方針について意見を承りたいと思う。当面の金融政策運営方針について今回はお1人5分程度で意見を伺いたい。また藤原副総裁から願います。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

藤原副総裁

先程出た金融経済情勢を踏まえると、当面は緩和スタンスを継続して景気回復を支援し、そうした下で民間需要の回復力を慎重に見極めていくことで良いのではないかと思う。従って現状維持を支持する。

速水議長

田谷委員願います。

田谷委員

金融資本市場を見渡すと、まず長期債市場は総じて小動きである。その他の金利動向では年末資金に関する部分以外大きな動きがみられない。企業金融面で特に目詰まりを起こしていることもないようである。先程既に簡単に触れたが株価が軟調である。物価についても供給サイドの変革からくると思われる下落圧力が依然として続いており、消費者物価がやや弱含みとなっている。これらの点からして、現在のコールレート水準を維持する緩和スタンスの維持が適当と思う。以上である。

速水議長

植田委員をお願いします。

植田委員

利上げができるかと考えてみると、マーケットが引き続き不安定である。それから実体経済に関するデータがやや斑模様であることから無理であろうと思う。緩和方向に動かすことが望ましいか逆に考えてみると、私自身は前回も申し上げたように基調としてはもう少し強い緩和が良いと思っているが、利上げをしたばかりであり、緩和方向での手段発動の余地が限られていること等から、もしもそういうことを考えるとしても、より適切なタイミングを計りたいと思う。従って現状維持である。

速水議長

篠塚委員をお願いします。

篠塚委員

私も前回決定会合以降実体経済では大きく変わったところはないと先程申し上げた。一番大きな変化は、株式市場の軟化と思う。金融政策は直接資産価格の変動について割り当てられないが、かなり大きな変動の時期であり、今はアメリカのソフトランディングがどうなるのかとにかく注意深く見守っていくべきであると思うので、日本の金融政策としては現状のまま維持していくことで宜しいと思っている。以上である。

速水議長

中原委員をお願いします。

中原委員

私はこの1か月間で世界経済の様相が一変したことで、益々量的な緩和が必要になったと考えている。先程言ったように、アメリカの株価が9月

の初めから 10 月 11 日まで既に大勢の方向感が決まっていたところに 12 日になってそれが駄目押しをされた格好であり、私は高天井を打って大勢下落波動に入ったと考えている。そういった中で日本をみると、依然として景気の回復が遅れているので、潜在成長率並みの成長を早く定着させたいというのが私のこれまでの主張である。細かいところをみると、例えば 9 月の東京都区部の C P I が続落しているが、これは先程調統局から説明があったように、家賃の下落が主因である。これは要するに住宅ローン減税を活用した持ち家取得の活発化の結果下がってきたと私は理解しており、そうであるとその傾向は続くであろうと思う。それから国内卸売物価指数も微妙な変化をしていて、前年同期比でみると本年 4 月の +0.5% をピークに段々下がってきて +0.1% 位になってきたが、恐らく当面は前年比で 0.0% から +0.2% 位のレンジへと切り下げるのではないかと思う。そして石油、石炭製品の価格の上昇の影響が完全に剥げてくる来年度になると再びゼロ以下の水面下になると思っている。そうした状況の中で、最終財の国内品は、前年同月比で -1.4% と、8 月の -1.1% よりも下がっている。特に国内品の消費財は、私は C P I に先行すると考えているが、8 月の -0.8% から 9 月は -0.9% と下落が加速しているので、依然として物価の弱い状況が続いているように思っている。もう一つ問題なのは、為替であり、実質実効レートでみると、円がじり高を辿ってきていることが大問題であり、99 年末に 96 年以降のピークがあったが、その 99 年末のピークにこの 9 月の数字は非常に接近してきているということであり、これは名目実効為替レートでみても全く同様である。従ってこのような円のじり高を受けて、恐らく輸出に影響が出てくるに違いないと思っている。以上新しい理由を申し上げたが、私は依然として量的緩和を行なって、なるべく早く潜在成長率並みの成長を実現して、それを最低 1 年以上続けるべきだと思っている。以上である。

速水議長

三木委員お願いする。

三木委員

金融政策判断は、現行の金融調節方針を継続することとしたい。何回も申し上げたように、民需の自律回復の道筋は見えてきたが、この道筋に着実に乗ることが確たるものになるまで、現行の超低金利による金融緩和策を続けることが大事だと考えている。政府では財政再建路線への道を念頭に置きつつ、質・量の両面から効率的な補正予算を組み、景気を下支えしていく方針で動いて頂いている訳であるが、金融政策としても財政政策との整合性を念頭に先行き補正予算の経済効果、民需の動きなどを見極めながら現行の超緩和型の金融政策を当面続けていくべきではないかと思う。以上である。

速水議長

それでは武富委員お願いします。

武富委員

今頃の季節であると、酒は温めの燗が体にやさしい。体調に一番合っていると思う。今の段階の景気の体調を測ると温めの燗が良さそうで、従って現状の金融調節方針継続が良かろうかと思う。

速水議長

最後に山口副総裁お願いします。

山口副総裁

緩やかではあるが、景気回復の歯車が概ね想定した位のことでまわり続けている状態であるから、金融調節方針も現状維持で宜しいと思う。世界的なマーケットの波乱が生じているので、日本への波及あるいは日本とのインターアクションを含めて、ここは注意深くウォッチしていく必要があると思う。以上である。

速水議長

それでは私もここで見解を述べさせて頂く。

まず景気の現状認識については、私も前回9月の会合の判断を継続することでよいと思っている。何人かの方々からも指摘があったように、最近では原油価格が上がり、アジア向けを中心とした輸出の一服感もみられる。アジアでの政治問題がどのように落ち着いていくか、内外株式市場の軟化もアメリカ株価軟化の背景が根深いものか、あるいは中東情勢等による一時的なものなのか、などよく読めない。こうした悪影響を日本がフォローしなければならない理由がどの程度あるのか、少し先行きが読み難くなってきていることはあるが、経済の実体面では、皆さん言われるように緩やかに改善しつつあることは間違いのない訳で、それがどうなっていくのかももう少し注意深くみていかないと分からない感じがする。アメリカも雇用があれだけ良くなってきて、選挙を控えて物価はどのように推移していくのか読み難い気がする。昨年からの経済の改善傾向という大きな流れはしっかり続いている。例えば9月の短観その他の関連指標をみると、企業部門の回復のモメンタムは維持されている。また、雇用・所得環境も緩やかではあるが改善に向かいつつあるので、企業部門の改善を起点とした経済の前向きな循環は維持されていると判断していいと思う。またゼロ金利解除後も総じて良好な金融環境が続いている。従って、当面は現在の政策姿勢を継続して景気回復を支援しながら、民間需要の自律回復力の強さと持続性、内外の市場動向などをウォッチしていくことが適当と考えている。以上を踏まえて、当面の金融市場調節方針については、現状維持とすることを支持したいと思う。私の見解は以上である。

それでは、何か当面の金融政策運営について、意見、議論、追加すべきことがあればどうぞ自由にご発言下さい。

ないようであれば、議案の取り纏めに入るが、その前に経済企画庁からどうぞ。

薦田経済企画庁審議官

最近の景気動向についてみると、厳しい状況をなお脱していないが、緩やかな改善が続いていると判断している。各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが続いている。しかしながら、雇用状況は依然として厳しく個人消費も概ね横這い状態が続いているほか、倒産件数はやや高い水準となっており、負債金額の増加もみられる。さらに株価の下落が続いていること、またアメリカ経済の動向、原油価格、為替相場などの下方リスクも考慮する必要がある。政府は今年 19 日に新たな経済対策を取り纏めることとしている。この経済対策は、わが国の経済社会の構造改革を大胆に進めることを主眼としている。また今後とも景気回復に軸足を置いた経済運営をなすべきと考える。日本銀行におかれても、今後とも金融・為替市場の動向を注視しつつ、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景気回復に寄与するような金融政策を運営して頂きたいと考えている。

なお、経済企画庁では国民経済計算の新しい国際基準であるいわゆる 93 SNAに基づく平成 7 年基準の GDP の数字、平成 2 年度から 10 年度までの数値であるが、これを今月末に公表することを予定していることを申し上げる。以上である。

速水議長

それでは議案の取り纏めに入る。

先程の委員方によるご意見では、当面の金融市場調節方針について現状維持とするものが大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。他に議案を提出される方は中原委員か。

それでは事務局で中原委員の議案と私の議案を配って、読み上げてもらいたい。読み上げの後中原委員から議案の説明をして頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

それでは読み上げさせて頂く。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2002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、2001年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%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。」。

続いて議長案である。「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。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。以上。」である。別添の対外公表文である。「平成12年10月13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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。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。以上。」。

速水議長

では中原委員お願いします。

中原委員

まず基本的な考え方であるが、毎度申し上げているようにGDPギャップが依然としてかなりの幅で残っている。実際の成長は日本経済の潜在成長力と私が考えている1.5～2%よりかなり低い状況だと思う。事実、実

質GDPの前年比でみると1~3月は+0.7%、4~6月は+1.0%であり、潜在成長率をかなり下回っている状況である。そういった状況下、先行きインフレが生じる可能性を論じている計量的な分析を行なった論文は見当たらず、日本経済は依然として低い成長パスの状況が続いている。

第二の理由は、物価の動向である。東京都では除く生鮮で8、9月とマイナス幅を拡大してきているし、9月に至っては過去最大の下げ幅となっている。GDPデフレーターについても4~6月は前年比で-1.9%であり、ホームメイドインフレの恐れは全くない。そういう中で1.5~2%の潜在成長力のパスに乗せ、それをできれば1年以上キープするというのが私の提案である。

それからマネーサプライやマネタリーベースの伸びが非常に悪くなってきている。特に私が気をつけているマネタリーベースについては、9月は前年比+4.0%と伸び率が急速に鈍化しており、株価、為替等に悪影響が出かねない。為替については先程申したように実質実効レートで円高の傾向を顕著にしている訳である。

三番目は株価であるが、アメリカの株価が大勢天井を打って下落波動に入ってきたというのが私の考えである。なぜアメリカが下がってきたかというと、それは株式市場の自壊作用である。つまり行き過ぎが訂正されており直接の引き金を引いたのは業績の悪化である。そのもう一つ前を辿ると業績への過大な楽観視——つまりバブルである——によって株価が形成されたために中東危機が駄目を押した形で自壊したというのが私の解釈である。それが日本へ波及してくるだろうと思われるので、株価の大幅下落、それに伴う資産効果などを防止する必要から量的な緩和を主張する。以上である。

速水議長

質問、あるいは追加的なご討議がございましたらどうぞ。

宜しいですか。それでは議論が出尽くしたようであるから採決に移りたいと思う。中原委員案、議長案の順で一つずつ採決して下さい。

[政府からの出席者退室]

[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

横田政策委員会室長

中原委員提出議案の採決結果をご報告する。賛成 1、反対 8。反対多数である。

[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

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

議長議案の採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。
なお反対は中原委員である。

速水議長

それでは賛成多数で議長案は可決された。中原委員は反対理由をもし明確にしておかれないということであればどうぞ。

中原委員

一つは物価が下落してデフレ基調が続いていることである。東京都区部の除く生鮮の消費者物価の前年比は5月-0.4%、6月-0.9%、7月-0.7%、8月-0.8%、9月-1.0%ということで、マイナスが続き9月には過去最大の下落幅となった。それから国内GDPデフレーターが、本年の4~6月までに-0.7%、-0.6%、-0.8%、-1.4%、-1.8%、-1.9%と6期連続でマイナス幅が拡大する趨勢にあるから、デフレ的な状態は続いている。しかも最近日本銀行が依頼した大手量販店のPOSデータを利用した物価指数をみると、表面上のCPIは0.5~2%程度高くなっている可能性があるとのことであるので、実際には価格下落はさらに大きくなっている可能性が高い。

第二にはかなりのデフレギャップが存在し民需の自律的回復が十分実現しているとは言えないことである。例えば4~6月のQEの前期比

+1.0%の中身を見ても、このうちの+0.9%は財政支出による公的需要に依存している訳であり、民需の自律的回復は依然としてGDPに表われていない。こういった中で先行きは財政の支出が減ってくるし、日本を取り巻く世界環境も悪化してくるので、現在のパッシブなスタンスを改めてより積極的な運営スタンスにすべきであると思う。

三番目は金融の量的指標が収縮している中で、現在のディレクティブでは不十分であることである。マネーサプライは勿論であるが特にマネタリーベースの伸びが急減しており、それが先行きの株価、為替等に悪影響を与えるのではないかと懸念している。

四番目に日銀はデフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利政策を続けると言っていたが、その解除に際しても、必ずしも十分なアカウンタビリティが果たされているとは言えないと思う。以上である。

速水議長

採決が終了したので、政府からの出席者をお呼びして下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会の当面の金融市場調節方針として、賛成多数で現状維持が決定された。増淵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ので、願います。

なお、決定事項の公表は会合終了後 30 分後に行なうので、それまでの間は出席者限りということで宜しく願います。

VII. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは金融経済月報の検討に入る。金融経済月報のうち最初の 3 ページは本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえてご検討をお願いします。まず調統局の吉田企画役と企画室の雨宮課長

からポイントを説明して下さい。

吉田調査統計局企画役

まず総論部分は、午前中に村山調査統計局長から報告があったように気掛かりな点がない訳ではないが、基調判断を変えるほどの材料ではないと考え、「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。」と前月と同じにしている。その他についてもマイナーチェンジが多い。次に各論部分であるが、公共投資は、先月「補正予算の執行一巡に伴い減少に向かい始めている。」としていたが、今月は若干トーンダウンして「前年度補正予算の執行一巡に伴い減少しつつある。」と変えてある。これは我々のみているとおりでである。それから先行きでは、2箇所ほど変更している。一つ目は純輸出の先行きで、これまでは「海外景気の拡大を背景に緩やかな増加が続くと予想される」と簡単に書いていたが、今月は一時的に横這い圏内の動きとなる可能性が出てきたので、書き換えようと思ったが、単純にそう書いてしまうと一時的に横這う理由が輸出の減速によるものであるのか、それとも輸入の加速によるものであるのか一見して分かり難いことから、「海外経済は拡大基調を維持すると予想されるが、輸出は、アジア諸国の在庫復元が一巡する影響から、これまでより増加テンポが鈍化するとみられる。一方、輸入については、引き続き情報関連財を中心に増加が見込まれるため、純輸出は、一時的に横這い圏内の動きとなるとみられる。」と詳しく書いてある。それから今後の経済の見通しを総括している部分では、「設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる」と従来から書いてきているが、この前提条件となる「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ」について、今月は原油価格が高止まっているのがやや気掛かりなので、「原油価格の動向やその影響を含め、」と詳しくさせて頂いている。その他物価面の現状、先行きについては前月と同じであるので説明を省略させて頂く。

雨宮企画室企画第1課長

金融パートでは、全体的にはゼロ金利解除後の前回9月と変えていない。企業の資金調達コストと金融機関の貸出姿勢、企業金融の動向についても大きな変化は生じていない。細かい市況の動きで細かい修文をしている。株価については9月末にかけて下落し、それ以降10月5日まで持ち直していたが、その後相当低下している。これを全部書くに行ったり来たりするので、「株価は10月上旬以降下落し、最近では年初以来の最安値圏内で推移している」としたい。円の対米ドル相場は余り変わっていないが一時109円をつけているので「緩やかに円安が進み、一時109円台となった後、最近では概ね107～108円台で推移している」と修正したいと思う。後マネーサプライの部分は単純に9月の数字が出たので客観的な事実を記述する形としたい。以上である。

田谷委員

経済の先行きで「原油価格の動向やその影響を含め」と書いてあるが、ここに株価の動向みたいなことを入れる必要があるのではないか。

吉田調査統計局企画役

田谷委員が言われたのは「原油価格および株価の動向や」ですか。

田谷委員

例えば、「原油価格、株価の動向やそれらの影響を含め」としては…。

速水議長

この場合の株価はアメリカの株価か。

田谷委員

アメリカと同時に連鎖安となっているアジアの株も含めてのことである。韓国株などは年初から5割以上下がっている。そういったことを全体

として表わしたい。

篠塚委員

それは一応「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ」の中に入っていた積もりなのではないか。

田谷委員

あんまり入っていないのではないかな。

中原委員

日本を直撃しているからね。

田谷委員

例えば「原油価格や株価の動向を含め」に単純化できないか。

原油価格や株価の動向を含め、外部環境に大きな変化がなければと言うとまたおかしいかな。

中原委員

株価を先にもってあげればいいのか。

山口副総裁

どういう修正案になっているのか確認したい。

吉田調査統計局企画役

株価をどこに入れるかで今悩み始めているが、海外経済等外部環境の前に株価を入れるとすると、田谷委員が言われるように「原油価格や株価の動向を含め海外経済等の外部環境に」と入れるのが一つと、海外経済等のところをもう少し詳しくする形で株価の動向を入れることも考えられるかと思って、今考え始めたところである。

雨宮企画室企画第1課長

こういう時には内外株価という言葉をしばしばリスク要因としては使うので、海外経済等を取って「原油価格、内外株価の動向やその影響を含め外部環境に大きな変化がなければ」という感じである。まあ、当たり前だといえば…。

山口副総裁

原油価格の上昇と株価の下落は既に起こっている。むしろその影響がどう出ているかが注目点である。

雨宮企画室企画第1課長

もし仮に委員会として基本的には見方を変えていないが、原油価格の影響とか内外資本市場の動向も注視していることを強く示すのであれば、むしろ文章を逆にして「景気は今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられるが、原油価格の動向、内外資本市場の動向やその影響を注視していく必要がある」といった表現も可能かと思う。ただ、これでは注意している感じが強く出過ぎてしまうと思う。

武富委員

何となく中央銀行が「株価」という言葉を使うことに抵抗感がある。

雨宮企画室企画第1課長

そうですね。

武富委員

心配していることを直ちに「株価」とオフィシャル文章に書いていいのかなと思う。言うとすれば、今雨宮企画室企画第1課長が言ったように、資本市場とか金融資本市場といった言葉が良いと思うが、それも余り言わ

ないがために外部環境という言葉の中に今までも全部突っ込んでいたのではないか。だから変えなくて良いと思う。

田谷委員

変えないで海外経済等の外部環境に大きな変化がなければと、依然として同じことをいうと、それでは今起きていることをどうみているのかと批判的に問われることになる。

武富委員

「株価」が心配だということをオフィシャル文章の中に入れることに皆さん違和感ないということであれば賛成である。ただ、少し心配な気持ちがある。

三木委員

ひっくり返すと懸念している対象としての位置づけが出過ぎてしまうから、最初言われたように原案に株価とかを入れる方向で修文を考えてもらいたい。

中原委員

原油と株価の話はどう捉えているのだろうかという関心がある。だから何か表現を入れなかったら具合悪い。

三木委員

入れるのはいい。ただ、余りひねり回して不必要に株価が全面に出てくるのはどうかと思う。

吉田調査統計局企画役

一つは現在の文章を少し変えて、「原油価格・株価、ないし内外株価の動向やその影響を含め」として後は変えないことで如何か。

植田委員

ちょっと強いのだが、「大きな変化がなければ」を削除して、海外経済のすぐ後に「内外経済金融資本市場等の外部環境にもよるが、」としたらどうか。

田谷委員

「外部環境を注視する必要があるが、」としてはどうか。

植田委員

その方がいいかもしれない。

田谷委員

基本的には景気回復が続いていることでいい。

中原委員

「よる」訳であるから 植田委員が言われた方がいいのではないか。

植田委員

「よる」では、少し言い過ぎていると思った。

中原委員

でも「よるが」なのではないか。

植田委員

内外と入れなくてもいいかもしれないが、田谷委員が言われたような表現、なんでしたっけ。

吉田調査統計局企画役

海外経済金融資本市場等の外部環境によるが…。

田谷委員

「注視する必要はあるが」である。

藤原副総裁

文章的に景気は「何とかによるが」とすると景気をそれが規定してしまうような変な印象を与える恐れはないだろうか。

植田委員

しかし構造としては現在のままでも同じことである。

藤原副総裁

そうだね。

山口副総裁

先程吉田調査統計局企画役が言ったのをもう一度言ってもらいたい。

吉田調査統計局企画役

私が申し上げたのは、「景気は、原油価格・株価の動向やその影響を含め、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。」で、そのオプションとして内外株価とすることも考えられるというものである。

中原委員

しかし原油価格の高騰や株価の暴落が起こっているにもかかわらず「なければ」で押し通すと日本銀行の認識はその程度のものかとなる。

吉田調査統計局企画役

確かに中原委員が言われたように株価については大きな変化があったという言い方もできるかと思うが、「影響を含め」となっているので、大きな変化があるのはあくまで外部環境全体である。

藤原副総裁

武富委員が指摘されたのは、株価という単語を出すこと…。

武富委員

株価の動向は頭に入れて政策判断をしているが、大っぴらに言うかどうかの判断は別途あるのかなと思っていた。先程の物価安定の考え方ではないが、リスク要因を詳らかにしていくとなると、伝統的な中央銀行のスタンスの枠を越えて市中並みのリスク指摘型になってしまうのだろうなという感想も持っていた。資産市場についても懸念なく触れるとするとFedの人間だったら、余計なことを言ってくれるなと思うかなと思った訳である。

我々がリスク要因として強く認識しているのは当たり前のことであって、わざわざここに書くのかということである。

篠塚委員

実体経済への影響はまだ分からない状況であるから原案で良いのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

リスク要因の評価としては今月末ご議論頂く中で相当詳しく書き込むことになるからリスク評価の文章に連なるこの見解は、どうせ変わるのだからもういいのではないかと思う。ただリスク評価もどういう書き方をするのかトライアンドエラーだと思う。却って市場を混乱させることも有り得るので、非常に難しいと思う。先のことについてリスク評価をすればす

るほど、透明になるよりもむしろ混乱を呼ぶ部分もあると思う。

藤原副総裁

先程吉田調査統計局企画役は原油価格・内外株価の代わりに内外資本市場と言っていたが。

山口副総裁

その方がいいと思う。それは資本市場でもいいかもしれない。

原油価格と資本市場は大きく動いてしまっているからこそ、これらの影響がどう出るか我々は注目していく。

武富委員

そういう一般名詞がいいと思う。

吉田調査統計局企画役

一度読み上げさせて頂く。「以上を全体としてみれば、景気は、原油価格・資本市場の動向やその影響を含め、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。」。

田谷委員

依然として債券市場では何も起こっていない訳であるし、基本的には株式市場なのではないか。

武富委員

例えば先程植田委員が言っていたアメリカのジャンク債のようなことも含めて資本市場と括ってある。それからアメリカの株価を大変心配しているのは事実だが、そのような相場物について公表文でそのように特定してしまうかどうかである。そこは皆さんの考えであるが、私はまだなるべ

く抽象的な言い方が相場物についてはベターかなと躊躇している。

中原委員

しかしいずれにしても「大きな変化がなければ」というこの書き方をもう少し考えなければいけない。

植田委員

変化、動向の中に入っているという読み方である。

田谷委員

株価云々は、皆さんがそうお考えになるのであれば、それで結構であるが、「外部環境に大きな変化がなければ」というと変化が起こった訳であるので、「景気は、原油価格、内外資本市場の動向を注視する必要があるが、景気は回復が続く可能性が高い」というような感じにするべきではないかと思う。一方で、原油価格だとか内外資本市場とメンションしておいて、「外部環境に大きな変化がなければ」と結ぶのはいかにも変な感じがする。これはいつ頃からずっとこの文章であったか。

吉田調査統計局企画役

私の記憶では今年の7月の月報からであったと思う。

田谷委員

9、10月は相当原油や株価が動いたと思う。確かに日本への原油価格高騰の影響は小さいと私も思うが、原油価格も相当上がっていると言っていると思う。私は「外部環境に大きな変化がなければ」にひっかかる。

植田委員

そうですね。日本語としては「動向や」と書いても「大きな変化がなければ」にかかるので、厳密には動向にも変化がないと読めるのであろう。

雨宮企画室企画第1課長

その修文案を文章に落としてみると、例えば「景気は、原油価格・内外資本市場動向とその影響を注視する必要があるが、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。」という感じか。

植田委員

近いですね。

速水議長

その方がいいな。

中原委員

動向だけではだめだ。

雨宮企画室企画第1課長

「動向とその影響」である。「動向」だけではなく「影響」を入れないと、短期的な市場の反応という感じになってしまう。

武富委員

今ので結構である。

雨宮企画室企画第1課長

資本市場に内外を入れるか。

速水議長

海外経済に引っかかっているのなら。

雨宮企画室企画第1課長

いや、海外経済という言葉も落ちる。もう一度読むと、「景気は、原油価格・内外資本市場動向とその影響を注視する必要があるが、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。」。抽象度を上げるのであれば内外という言葉も入れないで資本市場動向という方が。

中原委員

実際は内外である。

武富委員

ここは内外でよい。

田谷委員

内外でいいでしょう。

吉田調査統計局企画役

それでは再度確認させて頂く。「以上を全体としてみれば、景気は、原油価格・内外資本市場動向とその影響を注視する必要があるが、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。」。

三木委員

いいですよ。それで一つ決めて下さい。

速水議長

他にないか。それでは採決して下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

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

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は中原委員である。

速水議長

中原委員、反対意見があればどうぞ。

中原委員

毎回同じところであるが、どうもこれが引っかかっている。「潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。」というこの「大きく」が私にはどうしても納得できない。理由は三つあり、一つはWPIからCPI、GDPデフレーターと、最終需要段階に近づくほど下落幅が大きくなっている。特に東京の除く生鮮のCPIの前年比が過去最大の下落幅を記録する中で今のような表現は私は当たっていないと思う。第二は、GDPギャップは確かに縮小していると思われるが、調統局の推計でも98年前半位までのレベルに戻っただけに過ぎず、物価低下圧力は依然として後退している

とは言えない。三番目に実際の物価の推移に照らしてみても、東京の除く生鮮のCPIやGDPデフレーターは、それぞれ下落幅が拡大しているから、潜在的な物価低下圧力の大きな後退を強調するのは如何なものかと思う。以上である。

速水議長

何か意見はあるか。

それではただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は、必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。

なお、本件の対外公表については、10月16日月曜日午後2時に行なう。

VIII. 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10月30日月曜日を予定している。本日はご苦労さまでした。

(午後3時32分閉会)

以上