

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年10月30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	原口恒和	大臣官房総務審議官（9:00～14:27）
経済企画庁	河出英治	調整局長（9:00～14:27）

（執行部からの報告者）

理事

松島正之

理事

増淵 稔

理事

永田俊一

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

村山昇作

国際局長

平野英治

企画室審議役

白川方明

企画室企画第1課長

雨宮正佳

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

企画室調査役

栗原達司

企画室調査役

清水誠一

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、二回目の会合だが、通常金融経済情勢や政策運営の討議に加え、今回初めての公表となる「経済・物価の将来展望とリスク評価」の決定もお願いする。

簡単に本日の取り進め方を申し上げますと、始めに執行部から金融経済情勢等に関する報告をしてもらう。この中で、見通し計数を記入した「将来展望とリスク評価」ペーパーについても報告してもらう。次いで、委員による討議を行なう。その際は、経済の先行き見通しやリスク評価についても、ご討議願う。その後、もしあれば政府からの出席者のご発言、金融市場調節方針の採決の順で進めて参る。最後に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の採決を行なう。今回は、議事要旨の承認はない。

政府からの出席者として、大蔵省からは原口大蔵省総務審議官、経済企画庁からは河出経済企画庁調整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ご意見、発言は全て記録することを前提とする約束なので、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お願いする。

II. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告

速水議長

まず、通常執行部報告に入りたいと思う。最初に、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、説明してもらう。増淵理事と山下金融市場局長にお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山下金融市場局長

それでは追加資料の図表に沿ってご説明する。まず前回会合以降の金融調節運営は、オーバーナイト市場では引き続き大変落ち着いた地合いのもとで取り引きが行なわれる展開となったので、連日ほぼ所要準備額に見合う3兆9千億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一貫して0.25%前後での推移となった。因みに今10月積み期の昨日段階での加重平均レートは0.25%となっている。主要な資金の取り手である都銀の積み進捗率の推移をみると、7月積み期以降、3か月連続で前倒しで積みが進むパターンとなっていたが、10月積み期には連日ほぼ日割り進捗率並みの積みパターンに戻った形となっている。これはゼロ金利政策解除後の環境変化に対応して、準備預金の積みを慎重に運営してきた都銀が、資金需要が膨らむ中間期末を越えたことなどからニュートラルな積み姿勢に復帰したことを意味している。新しい0.25%の誘導目標の下で、落ち着いた市場地合いが形成されていることを象徴する変化といえるように思う。当面の金融調節運営上の焦点である年末越え資金の供給については、昨年を上回るテンポで進めていて、27日段階での資金供給額は既に11兆1千億円に達している。オペ手段としては今年はいままでのところレポ・オペを中心に運営してきている。CP買現先が昨年に比べ大きく減少しているのが目立っているが、これは企業の年末越え資金需要の伸び悩みなどを背景に、年末越えCP発行額自体が昨年に比べて大きく鈍化しているためである。昨年末は企業サイドもY2Kのリスクを強く意識して年末越えの資金調達をCPの大量発行等によって前倒しで積極的に進めてきた訳であるが、今回のRTGS移行については、企業サイドではほとんど意識されていないことを示すエピソードだと思う。

次に前回会合以降の金融・為替市場の動向であるが、株価は引き続き米国株価のボラタイルな動きに引きずられる形で年初来安値圏で軟調に推移している。他の金融市場や為替市場ではこうした株価動向を映じ様子見

気運が強まっており、例えば長国 10 年債利回りで、概ね 1.8% 台前半、ドル/円相場で 108 円前後の比較的狭いレンジでもみ合う展開が続いている。全体として内外株価の先行きに対する不安感が根強く存在する中で、手掛かり材料難からの模様眺めムードが支配的となり、どの市場でも出来高がかなり落ち込んできているのが特徴である。例えば、株式の場合、10 月 16 日から 27 日までのこの 2 週間の東証 1 部出来高は、2 億 7,700 万株で年初来 9 月までの平均に比べて 25% 減少している。また債券先物中心限月の取引高も同じ期間の比較で 26% 減と大きく落ち込んでいる状況である。なお、社債流通利回りは、ここに来て若干上昇する形となっているが、これは流通利回り算定対象銘柄にレート水準の高い不動産関連等が採用されたことによるものであって、クレジット・スプレッドの基調自体にはこれまでのところ格別大きな変化は窺われない。以下では、こうした最近のマーケット動向の特徴点等について、株価の動きを中心に簡単にご報告する。まず日経平均株価は NASDAQ のボラタイルな値動きに連れて一時的には小幅反発を示す場面もみられたが、反発力は弱くその後は薄商いの中でじりじりと値を下げて先週末 27 日には 1 万 4,582 円と年初来安値を再び更新して引けている。千代田生命破綻直前の株価水準が 1 万 6 千円前後であったから、この 3 週間で約 1,500 円、9% 前後の大幅下落となったことになる。なお、現在の株価水準は TOPIX ベースでみると、昨年 6 月中頃以来のレベルになる。前回会合以降の動きをみると、NASDAQ が乱高下を繰り返しながらもやや反発の気配をみせているのに対して、日経平均が相対的に軟調に推移しているのが分かると思う。これは引き続き米国株価や中東情勢など、海外要因の先行きに対する警戒感から買い控え気分が非常に強い中で、NTT の第六次政府保有株式放出とか、厚生年金の代行部分返上問題など需給の悪化に繋がる要因が相次いで出てきていること、二つ目には生保の相次ぐ破綻が業況不芳先など低位株への売り圧力を強めていることが挙げられる。例えば株価は二桁銘柄の指数を作ってみると、千代田生命破綻以降 13% の下落と非常に大きく低下している。三番目は中川官房長官の辞任等を巡る政局の不安定化が、特に外人の買い

控えに繋がっていることなど国内政治要因がマイナスに作用しているためと思われる。こうした相場展開の中で、最近目立っているのは市場関係者が悪材料ばかりに過敏に反応するようになったと、指摘されているように市場の地合いがかなり悪化してきていることである。背景としては、三点指摘できると思う。その第一は、米国株価の下落が当初のインターネット関連、通信関連から半導体ネットワーク機器、半導体製造装置、あるいは光機器通信関連など、ニューエコノミーの広範な分野に及ぶようになっており、今後の株価を支える柱が見え難くなってきていることである。業種別株価動向の表で、10月4日以降の動きを見てみると、電気機械、通信、サービスなどがTOPIXの低下に大きく寄与しており、米国株価、特にNASDAQの動向を反映した下落が目立っていると言えるのではないかと思う。第二には、本邦企業業績の先行きに対する市場の期待感がやや後退してきていることである。先週半ばから9月中間期決算の発表が始まっているが、市場は足許の好決算には余り反応せず、専ら今年度下期以降の業績鈍化の可能性を示唆する材料に過敏に反応する形となっている。第三には、株価水準が昨年6月頃の水準に切り下がったことにより、特に銀行、生保を始めとする金融機関の含み損益の悪化が目立っており、それらの機関のリスクテイク寄与度が低下してきていることが、市場の雰囲気重苦しいものにしてきていることの三点である。株価の先行きについて市場筋では、先週後半のマーケットは過度に悲観的に振れていた面が大きく、国内要因からこれ以上株価が下押しする可能性は小さいといった見方が一般的である。当面、1万4千円台前半を下値とする比較的狭いレンジでの一進一退の展開を示唆する向きが多くなってきている。目先のプラス材料としては、NTT株の売出価格が市場予想比安値で決定されて、国内分の買入代わり金の払い込みも26日に終了していることなどから需給面でNTT株売却に関連した売り圧力が減退することが予想されていること、あるいは今週から本格化する中間、期末決算発表で業績の大幅回復が確認される可能性が高いこと、などが指摘されている。ただいずれにせよ、当面の本邦株価は米国株価次第の面が引き続き強いいため、先週末公表され

た第3四半期の米国GDPの減速を受けて株価がどう反応するのか、ソフトランディング期待の強まりから株価がNASDAQを含めてはっきりとした反転に転じるのかどうか、また11月7日の米国大統領選挙の結果が株価にどのような影響を及ぼすのか、などに注目が集まっている状況である。次に、長期金利の動向であるが、10年新発債利回りは概ね1.8%台前半での小動きとなった。これは株価の下落が買い安心感を強めた一方で、10年債の発行額の増額公表——現行1.4兆円ベースを11月債から1.6兆円に引き上げ——が上値を重くしたことなどから強弱材料が相打つ形で狭いレンジでの方向感に乏しい展開となった。この2週間の動きで注目されるのは、17日に公表された2年、5年債等の発行額2千億円増額の影響である。イールドカーブの変化幅をみると、2年から5年の中短期ゾーンは17日以降、株価の下落に伴う短期金利先高観の一段の後退からむしろ小幅の低下になっている。24日に行なわれた増発後初の10年債入札も無難に消化されたことなどからみて、当面の国債増発に伴う需給悪化要因は、取り敢えず格別の波乱もなく長期金利水準に織り込まれた格好となっている。最近の株価下落の影響として注目されるのは、クレジット・スプレッドへのインパクトである。社債発行レートのスワップ・スプレッドと低格付債発行額の推移をみて頂くと、トリプルB格のスプレッドは保ち合い圏内で落ち着いた推移を辿っている。トリプルB格債の発行額も比較的高い水準が続いている。山一証券破綻後の金融危機の局面においては、トリプルB格債のスプレッドが急上昇して、発行そのものがかなりの期間に亘り途絶えていたのとは大きく異なる姿となっている。こうしたことからみても、クレジット・スプレッドの面では株価下落の影響は、極く一部の破綻懸念先のケースを除き、これまでのところほとんどみられていないと思われる。次に短期のターム物レートの動向であるが、株価下落に伴う短期金利先高観の一段の後退もあり、総じて落ち着いた推移を辿っている。この間のターム物レートを巡る特徴的な動きの一つは、短国レートがRTGS移行を睨んだ担保需要の増大から低下傾向にあることである。例えば短国3Mレートをご覧頂くと、27日には0.37%と12日対比で7bpの低下となっている。ユー

口円出合いレートの3Mと短国3Mのスプレッドは、ここにきて短国レートの低下から大きく拡大しているが、この分が担保需要に伴うプレミアムの差と捉えることができるのではないかと思われる。もう一つの特徴は、年末越えレートの動向である。先程説明したような本行の積極的な年末越えオペの実施により、これまでのところ総じて落ち着いた推移となっている。ただ、出し手が引き続き模様眺めの姿勢を崩していない中で、先週後半から一部の取り手がやや積極的に年末越え資金の調達を進め始めていることもあり、レートがやや強含む気配を示していることが注目される。例えば、ユーロ円出合いレート3Mは、27日に前日比2bpの上昇となっている。今後とも年末越え資金取引の動きを十分モニターし、必要に応じて年末越えの資金供給オペレーションを一段と拡大するなど、機動的な対応を採って参りたいと考えている。

最後に為替相場動向であるが、円／ドル相場は108円前後のかなり狭いレンジでの小動きが続いている。円安要因としては、中東情勢の緊迫や政局不安などがあった一方、円高材料としては生保のリパトリ思惑、あるいは輸出筋の108円台後半での積極的な輸出予約などがあり、結局強弱材料相半ばする形となった。株価下落の影響はこれまでのところ、日米いわば相打ちの格好となっている。従来米国株価が大きく下落する場合には円高に振れることが多かった。例えば今年の3、4月の米国株価下落の時には、かなりの円高となっている。今回はむしろ総じてやや円安の結果となっているのが特徴と言える。リスク・リバーサル動きをみて頂くと、前回大きく円ブル方向に振れていたのに、今回は比較的方向感の乏しい動きとなっていることから、その違いが窺われると思う。それではなぜ今回は円高方向に繋がらないかであるが、大きく言って二つの理由があると思われる。一つは米国の長期金利の動きからも読めるように、中東情勢の緊迫化から米国債等へのセーフ・ヘブン投資の動きがみられることである。もう一つは短期筋がドル売り介入はないとしても、円売り・ユーロ買い介入の単独実施の可能性があり得るといった期待感から円ショート・ポジションを造成していることである。こうした円絡みの介入警戒感の相対的な強

さが当面円相場の上昇をある程度抑える要因として効いていると思う。この間ユーロ相場は、10月17日のドイセンベルクECB総裁発言「中東情勢が原因で大きな為替変動が起きても介入する必要はない」を契機として大きく下落し、再び市場最安値を更新して26日には0.8228ドル、88.93円まで低下している。その後は通貨介入の思惑やグリーンズパンFRB議長の退任ルーマーなどからやや戻しているが、引き続き史上最安値圏で総じて弱含みの展開となっている。このようにユーロ相場が一段と相場水準を切り下げたのは、中東情勢緊迫化を背景とした原油価格の高止まりに加えて、欧州企業による米国企業の買収の動きが続いていることや先程のECB総裁発言、あるいは米欧有力者のユーロ相場やドル相場の現状を肯定する発言が介入警戒感を後退させたことなどを背景としたものである。欧州経済の減速を示唆する指標も出てきており、なかなか下値の見えない展開となってきている。こうしたユーロ相場の動きは、米国の株価動向と並んで当面のマーケット動向を考える場合の、最も大きなリスク・ファクターであることはこれまでと変わっていないと思う。以上である。

速水議長

それではただ今の説明について質問があればどうぞ。

中原委員

市場は生命保険会社破綻の先行きをどう見ているのか。

山下金融市場局長

生保の保有資産の内容はかなり分析されており、株式の含み損益が大きくマイナスになっているような問題先については、ほとんど整理が行なわれたとの評価ではないかと思う。そういう意味では、後一つ位中小生保の破綻はあり得るとの見方もあるが、一応生保についての当面の処理は終わったとの受け止め方が多いのではないかと思う。生保破綻のマーケットへの影響をみると、株価については低位株が破綻の連想から売り圧力が強

まり、値を下げたこと、また関連金融機関の株価が下がり、あるいは破綻生保保有株が売却されるのではないかという見方から、保有銘柄の株が下がるといった影響が一部出ている。また、為替では、外債の処分などが起こるのではないかといった外貨建資産売却懸念から、むしろ円高方向に作用している。しかし、総じてみるとマーケットへはそれ程大きな影響はなかったと言えるのではないかと思う。

中原委員

大体出尽くしか。

山下金融市場局長

今の金融環境が何年も続いていった場合に生保の経営は大変だという感じが強く、中長期的には依然警戒感がある。ただ、短期的には、今申し上げたように、かなり経営危機に陥っている先の処理が進んだとの評価ではないかと思う。

武富委員

今回は98年と違って低格付債が落ち着いているとのことであるが、これは運用難からスプレッドも落ち着いた動きなのか。

山下金融市場局長

二つあると思う。企業の格付もかつては格下げ一色であったものが、格下げがなくなり、むしろ格上げとなっていることに示されているように、企業の信用度自体が金融環境や経済情勢の好転に伴って改善してきていることで、企業の信用力が全体として上がってきている点が指摘できる。トリプルBといっても、かつては直ぐダブルBに落ちるのではないかというトリプルBが多かったが、今ではトリプルBの中でももしかするとシングルAに上がるかもしれないといった先が増えてきている。また、もう一つは、資金運用難の中で、これだけスプレッドがあるのであれば、信用面

でほどほどの先については買っておきたいというニーズが強い。その二つではないかと思う。

篠塚委員

外国人の日本株の処分については、以前の説明では処分しても資金は本国に戻らず日本の中で運用されているのではないかという説明であったが、今回は本国に資金を戻しているような感じか。

山下金融市場局長

円相場自体からみると、基本的には108円前後で変わっていない訳であり、資金フローの面では大きな変化は窺われない。確かに外人がここへきて株式を売っているが、例えば10月16日から20日の週などは615億円位の売却に止まっており、先物では結構買っているようなこともある訳で、それ程売り一色ではない。勿論政局不安といった外人の嫌う要因も出てきているが、今聞こえてきているのは、米国の投資家サイドではNASDAQの低下等によって売り圧力が強いものの、欧州勢は比較的押し目を狙うスタンスにある模様である。全般に外人は日本の機関投資家等に比べてリスクテイク能力がまだあることから、日本株の中で良いものについては押し目買いをしていこうという姿勢にある先が少なくなく、外人が一斉に売ってきている感じではない。米国投資家が外貨建資産売却の目的で処分しているものはドルに換えていると思うが、それ程大きな額ではないことが今の円相場の展開から分かるのではないかと思う。

速水議長

米国株が下がった時は従来は円高になっている。それが今回は円安傾向になる原因として、中東情勢危機のドル買いがあるのか。やはり日本の政治への不安といったようなことか。

山下金融市場局長

日本の株価下落の国内要因としては、例えば政府保有NTT株の放出とか政局不安、証券税制の問題などがある。円安傾向となった背景の中で、一番大きいのは、ご指摘のとおり中東情勢であるが、もう一つ、日本の場合過去に積極的に介入してきた実績があるため、ユーロがここまで下がってくるとユーロ/円で介入するのではないかという思惑が出てきており、これが効いている。従来、スピキュレーターは米国株価が不安定な状況だと、ドルを売って円を買う行動に出てくるが多かった訳だが、今回の場合にはそういう介入リスクもあってむしろ円を売っている模様であり、そういうスピキュレーターの動きが違うことももう一つの背景である。

速水議長

アメリカなどはユーロ/円で円が強い背景は何なんだと非常に関心を持っている。勿論経常黒字や日本への直接投資あるいは証券投資で資金が流れてきているといった要因があるのかもしれないが、どうであろうか。

山下金融市場局長

基本的にはユーロが一番弱い。ドルに対しても史上最安値圏での推移となっているし、円に対しても史上最安値を更新している。特に、円についてはご指摘のように経常収支の黒字の問題があるうえ、生保を中心とする日本の機関投資家はユーロの誕生以来相当にユーロ資産を買い込んできたことから、これがいつ売られるか分からないという不安感があり、それが相対的にドルよりも円を強くする背景となっていると思う。ただ9月22日の介入以降はドル、円、ユーロの順での強さとなっている。これは今ユーロは介入警戒感だけで支えられており、アメリカは当面介入しないのではないかということと、日本はいつやるかも分からないという違いが、この相場の動きに出てきているように思う。

速水議長

ユーロ／円は円／ドルとは必ずしも平行ではない。そこを非常に疑問に思っている。

山下金融市場局長

多分欧州の人達が心配しているのは生保等、日本の機関投資家がユーロの下落で随分損をしてきており、しかも破綻する先も出てきているので、生保がユーロ資産の損切りに動くのかどうか心配はしているということだと思う。

速水議長

もう一つ日本で株価がこれだけ下落すると債券や貸出などもタイトになると思うがどうか。

山下金融市場局長

大幅に株価が下落した場合にはそうなることが多い訳であり、現にアメリカでは社債のクレジット・スプレッドが拡大したり、銀行の不良資産償却負担が増えてきているといった噂が出てきている。日本については、信用リスクが警戒されているダイエーなどについてはクレジット・スプレッドが拡大する動きがあるが、全体としてはトリプルB格も発行が続いているし、スプレッド自体もそれ程開いておらず、これまでのところは社債市場などでご指摘のような動きはみられない。それから銀行の貸出態度も確かに株の含み益が減り、自己資本等の財務面では、マイナスの影響は出つつあると思うが、それで直ちに貸出態度を変える程までにはなっていない。引き続き貸したいという姿勢が強い訳で、現状の株価水準であるのご指摘のような現象が起きるまではいっていないのだと思う。

速水議長

国債については影響が出ていないのか。

山下金融市場局長

国債はこれだけ株価が下がってくると、当面短期金利の引き上げはないとの見方から低下圧力が強まる方向である。

速水議長

国債にシフトしている訳か。

山下金融市場局長

中・短期債にはそういう感じが表われていると思う。大蔵省では毎月2千億ずつの2年債、5年債の発行増額を発表した。多少予想外だった面もあって金利が跳ね上がるかと思ってみていたが、株価の下落等を映じた中・短期債に対する資金の流入からむしろ下がった。先程イールドカーブが全般に下がったとご説明したが、国債発行が増えてもそういう形でむしろ金利が下がる状況にあり、まさに総裁がご指摘になった動きが出ているのではないかと思う。

中原委員

生保はユーロを推定でも良いがどの位持っているのか。

山下金融市場局長

手許に数字がないが、多分大手8社で2兆円位のものだったと思うが、確かめて別途ご報告する。

速水議長

それでは次に国際局から海外金融情勢の動向について説明してもらおう。松島理事と平野国際局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

海外景気については、前回決定会合以降特に判断を変えるべき材料はない。まず米国では、先週末に第3四半期のGDP速報が公表されているので若干説明する。第3四半期前期比年率で2.7%と第2四半期が同5.6%であったのでかなり鈍化した格好である。住宅投資、設備投資等の内需を中心として米景気の緩やかな鈍化傾向が確認された格好になっている。こうした中で米国の金利情勢をみると、長期金利は、景気減速期待を反映して国債を中心に緩やかに低下している。FFの先物金利で見ると年明け後の利下げの可能性をほぼ6割程度織り込むような形になっている。

続いてこの間に出たユーロエリアの特徴的な指標として9月の消費者物価の数字がある。前年比で+2.8%と前月の+2.3%に比べて大きく上昇している。ユーロ安、原油高の影響が表面化していると思う。それからコアについても衣料品、教育といったところが上昇して前年比1.4%と前月の1.3%に比べてやや伸びを高めた格好になっている。この間、9月のドイツIFO経済研究所の景況判断指数が出ており、これを見ると原油高や企業収益見通しに関する悲観的な見方から98.0と、前月は98.9であったが、4か月連続で低下するようなことになっており、ドイツを中心にやや先行きの景気減速懸念が台頭しつつあると思う。

続いて国際金融市場についてご報告する。金融市場局長から報告があったように、10月央から月末にかけての米国株価はなお不安定な展開が続いている。ただし足許でみると企業収益絡みの材料がほぼ織り込まれたこと、景気の減速期待を反映して金利が若干軟化していることを背景として取り敢えず小康を得ている状況であろうと判断される。この間エマージングについて一言ご報告すると、エマージング市場では投資家のリスク回避志向を反映してドル建て債の米国債スプレッドが拡大している。特にアルゼンチンではスプレッドの一段上昇がみられるほか、フィリピンでは政情不安の高まりもあり、株価、為替相場、債券価格の下落に歯止めが掛からない状況にある。国際金融市場全体としてまだ不安定な状況にある。そう

した中で構造的な問題を抱えているエマージングの一部、あるいは今後の収益環境が不安視され始めているIT関連企業、低格付企業といったいわば弱いところが打たれている状況にあり、この辺注意を要するところである。

最後に先程円がユーロに対してなぜ強いのかと総裁からご質問があったが、一つだけ金融市場局長の説明に加えておきたい。日本の対内外証券投資の推移の対内中長期債投資をみると、このところ相当な勢いで海外から国内の債券市場に資金が入ってきている。10月は7,591億円とかなりの額が入っているが、この主体は欧州系の機関投資家であり、それが日本国債を買っている。こうしたポートフォリオ投資もユーロに対する円の強さを支える一つの要因であると思われる。以上である。

速水議長

ご質問ありましたらどうぞ。

米国株価の下落を各国が軒並みフォローしている。特にアジアでは台湾、中国で随分下落している。それからヨーロッパも下がっているし、アジアの主要国も下がっており、こういう現象が起きることをどう考えるのか。やはりITの関連でハイテク・バブルがあって、バブル的な買いが膨らんでいたものがアメリカで抑えられ下がってきた、この需給関係のようなものが海外のIT産業にも響いてきているという考え方でいいのか。日本の場合はそういうことであろうと思うが、これは世界的な流れだと思う。

平野国際局長

前回の決定会合で報告したように、総裁が指摘されたような要素が一番大きく作用しているかと思う。これまでの世界経済の流れを振り返ってみると、IT投資、IT需要を中心とするアメリカの好景気がアジアを含めた世界全体を引っ張ってきた。しかもアメリカの好景気はアメリカの株価と相乗的に作用して強い経済をもたらしてきた。その中でどこまでがバブルなのかどうか判断するのは難しいが、少なくとも非常に大きな成長期待

に支えられていたことは事実だと思う。最近起こっている現象はアメリカ経済が減速傾向を強める中で、IT関連を中心とするいわゆるニュー・エコノミーの先行きについても、これまでの期待が少し過剰だったことに対する修正が起こってきていることだと思う。それが色々なルートを通じて海外の株式市場を打つ格好で世界同時株安現象が生じているのであろう。アジアではNASDAQの下落を契機とした下落幅が大きいのは韓国と台湾といったいわばニュー・エコノミーが相当なウェイトを占めるNIEsの株式市場であり、今申し上げたような影響が大きく表われているのだと思う。前回の決定会合においても、最近の国際金融市場の特徴は世界同時株安だと申し上げた。前回から今回の変化を取って指摘すれば、金利も下がり、企業収益の下方修正もある程度株価に織り込まれてきたことで、この先予断は許さないが、取り敢えず小康を保っているということではないかと思う。現在は、NASDAQが直ちに大幅に売り込まれている状況にはない。この先は勿論今後の経済あるいは景気の展開如何である。

速水議長

株安がかなり広まっている。モントリオールもノーテルのショックで1割位下がっている。地元では大騒ぎだと思うが、同様のことが各地で起こっている。もしそれがハイテクバブルが前倒しで調整されているなら、健全なものだと考えていい。そう考えていいのか。

平野国際局長

仮にバブル的要素が調整されているのならば、それはいずれ来る調整だし、世界経済が比較的順調に拡大する中で調整が起こっていることはある意味で、良い調整とも言えるかと思う。それにしても株価の大幅な下落は、企業あるいは家計の心理に与える影響、逆資産効果などの悪影響をもたらす面も否定できない。その辺がどうなるか良くみていく必要がある。

武富委員

アメリカの第3四半期のGDPが減速したとのことだが、これのアメリカの輸入への影響をどう考えておいたらいいのか。この四半期からのみ物を言うのは危険だが、現象としては輸入の方が少し鈍化し輸出の方が少し伸びる状況である。90年代アメリカの産業構造の変化を踏まえて、景気減速時の輸入が従来に比べてもっと減るのか、あるいは輸入の恒常的な依存体質は変わらないと考えるのか、先行きのドルの問題を考える時にその辺が少し気になる。

平野国際局長

今委員のご質問に答えるだけの材料がないので、今後そうした視点も含めて報告したいと思うが、一つだけ言えるのは第2四半期、第3四半期と設備投資が随分落ちていることである。しかしこの中でもIT関連投資は引き続き好調で、前期比年率でまだ20%位伸びている。落ちているのは構造物投資とか機械投資の部分である。輸入依存度の高いIT関連投資が伸びていることは、経済が減速しても輸入は余り減らないということになるとも考えられる。全体としてそれがどの位のものなのか、改めて調べてみようと思う。

中原委員

今言った20%というのは、前期比か。

平野国際局長

前期比の年率で20%である。全体の設備投資の伸び率は落ちていても第3四半期まではIT投資は順調に拡大している。

速水議長

これは少し耳にしたことであるが、アメリカでは設備投資に占める飛行機のウェイトが大きい。飛行機は海外へは輸出になるが、国内では設備投

資になっており、それが落ちたと聞いたことがある。それと財政支出の季節調整との関係で少し7~9月が下がったとのことであった。

平野国際局長

今総裁が指摘したように、政府支出を見ると第1四半期、第2四半期、第3四半期とぎくしゃくした動きになっている。設備投資についてもそういうイレギュラーな要素が数字を歪めることはあろうかと思う。しかし、GDPに対する設備投資全体の寄与度を見ると、第1四半期+2.5%ポイント、第2四半期+1.9%ポイント、第3四半期+0.9%ポイントと、イレギュラーな要素もあろうが、傾向値として見れば減速を示すような数字の流れになっていると判断している。

三木委員

製造業の川上であるいわゆるトラディショナル・ビジネスに及ぼす影響はこの設備投資の状況などから明らかなように、相当出てきているのではないかと思う。アメリカの場合ITビジネスで支えられているうちはいいが、それが危なくなると製造業の方が困ったことになる。

平野国際局長

この位で軟着陸に向かうのか、さらにアンダーシュートして相当ハードランディングになるのか、あるいはどこかでリバウンドするのか、今の段階ではまだよく分からない。

三木委員

悪影響もそろそろ終わってくればいいと思う。

平野国際局長

車は簡単には止まらないという話があって、相当アンダーシュートするのではないかとする人がいる反面、典型的なソフトランディング・シナリ

才を歩んでいるとの指摘もある。

三木委員

中国除く東南アジアの実体経済の動きは前回の会合以降、特に変わった動きはないか。

平野国際局長

足許特に変わった動きはない。先行きについては先程のフィリピンの例のように政局の混迷などが実体経済にどういう影響を及ぼすかといったことが懸念材料になっている。

中原委員

確認だが、I F O 経済研究所の業況の判断の数字を言ってもらいたい。

平野国際局長

9月が98.0、8月が98.9である。

中原委員

4か月連続で低下だな。

平野国際局長

はい。

速水議長

ほかにないようであれば、次に移る。調統局長から国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事、村山調査統計局長願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

概況であるが、前回の会合以降幾つか指標が公表されており、消費者物価がやや弱い動きとなっている。しかし実体経済面では生産が増加基調を維持して堅調な動きが続いている。従って景気判断を変える必要はないと思っている。

それでは各論を説明する。図表 6 実質輸出の内訳で財別を見て頂くと、7～9月で伸びているのは自動車関連で、これは欧米向けが増加している。それから資本財・部品の方は米国、東アジア向けが増加している。一方情報関連については、これまで99年1～3月以降6四半期連続して増加していたが、今回は減少した。これについての業界の見方としては、部品不足を睨んだ海外のパソコン向け半導体の輸出が前倒しで進んだ反動がこの7～9月期に表われたものであり、一時的との見方が多い。ただ、DRAM価格も下落していて、こういったことと合わせて今後注意深くみていく必要があると考えている。なお、先程から米国の話が出ているが、米国株価下落の影響がこれから消費に出てくる可能性もあるので、業界ではそういったことも心配している。ただ、足許米国ではIT関連で最終需要に大きな変化が生じたとの見方は業界にはほとんどない。いずれにしても、こういった面について注意していく必要があると考えている。

次に図表 9 雇用関連では、8月分の特別給与の確報が出た。速報段階では前年比-13.7%となっていたが、確報では+0.9%まで上方修正された。この結果、ボーナス月である6、7、8月を括ってみると、前年比+0.8%となる。図表 11 来年度の新卒採用計画は日経新聞の調査であるが、来年度+3.5%と3年振りにプラスになる。

それから図表 14 消費者コンフィデンス調査のうち消費者態度指数が出ている。9月分は概ね横這いの形ではあるが、9月の調査日は9月15日である。因みに14日の株価は1万6,213円なので、その後1万4千円台半ばへの下落は織り込まれていない。今後生保の破綻の影響等もこの消費者コンフィデンスにどのような影響を与えるか、これも注意してみていく必

要があると考えている。次に資料4 追加図表で個人消費関連指標について説明する。個人消費については回復感に乏しい状況が続いていることで変わりはない。指標によってそれぞれ振れはあるが、いずれも一進一退の範囲内での振れであると認識している。まず、家電販売の9月はパソコンのウィンドウズMEという新製品投入前の在庫絞り込みの影響からパソコンについては売上げが減少している。ただ反面大型テレビがオリンピックで増加したので、全体としては高水準を維持した形である。7~9月期も増加が続いている。全国のデパートの9月はオリンピックによって前半は落ち込んだが、これを巨人の優勝セールが嵩上げたことで前月比ではプラスになっている。ただ9月は一時的なもので、7~9月期を括ってみるとマイナスが続いている。都内についても同様な傾向である。9月は巨人優勝セールに加えてそごう閉店セールの効果からかなり高い伸びとなっている。この結果7~9月期でも若干プラスになっている。それから全国チェーンストア売上高の7~9月期は低迷基調が続いている。なお9月の前年比のマイナスが大きいのは去年はダイエーの優勝セールが9月にあったため、今年は10月8日から13日である。それからコンビニは、7月に大幅増加した後その後も高水準を維持している。従って7~9月期で括るとかなりの増加となっている。このように各種販売指標は7~9月期で締めてみると、家電、コンビニを除き弱めのものが多かったと思う。こうした中で小売業販売額は概念的にはカバレッジが一番広い販売指標であるが、7~9月期は+0.7%と比較的堅調である。ただこの中にはサンプル入れ替えに伴うサンプル要因もあると思われるので、ここは少し割り引いておく必要があるとみている。家計調査も9月分が出ている。9月については自動車購入等の寄与度が大きいので、サンプル要因もあると思う。中身を見ると衣類の購入が増えていたりするので、デパートのセールと整合的な動きと思っているが、7~9月期で括ると前期比-2.9%である。このうち自動車等の寄与が-1.7%あるので、これを除いても1%強のマイナスであり家計調査から見ても7~9月期の消費は弱い方に出たといえる。10月の販売状況であるが、自動車については20日頃までの中間集計では前年比

位伸びている。これはカローラ、シビックといった新車の投入が寄与している。もう一つは東海地方の水害に伴う買い替えが出てきている。デパートについては10月半ばまでは前月比で-2%~-3%のイメージで、9月が5%伸びた後としてはあまり落ち込まずにきている。この後三越の日本シリーズ優勝セール等があって若干それを引き上げていくかと思われる。従って都内で見ると、10月のデパートはそう悪くはない。

9月の生産速報と10、11月の予測が出ている。まず9月の生産は前月比-3.4%であった。予測は-2.5%だったので若干下振れしている。その代わり10月が予測+1.7%から+3.4%まで引き上げられている。11月は引き続き若干の増加の形で、この数字を基に10~12月を計算すると+2.5%になる。まず9月の生産が下振れした要因は、東海地区の水害によって輸送機械等が落ち込んだことが大きい。この分、10月に積まれて10月は上振れしたのではないかと考えている。一方10月以降の生産は強く、ミクロ・ヒアリングによっても1%台半ば位の数字が出ているので、予測指数通り2.5%までいくかどうか分からないが、少なくとも10~12月も生産は堅調な増加基調が続くと考えている。

それから物価ではまずC S P Iの9月の数字が出ている。9月は国内需給要因の前年比で見ると-1.0%、前月比は-0.2%である。こちらはテレビCMのスポットがこれまで大きな伸びを示していたが、この伸びが少し落ちた影響が大きい。テレビCMの伸びの鈍化はオリンピックに伴って番組編成が変わった技術的要因が大きい。これは一時的なものと思っているのでマイナス幅拡大は一時的なものである。次に9月の全国C P Iが出て、除く生鮮ベースの前年比が-0.5%、3か月前比でも-0.2%と、若干大きな下げになっている。今回特にマイナスに寄与したのは「商品」で、被服のマイナス幅拡大が寄与している。因みに被服だけ取り出すと前年比は8月-0.9%、9月-2.4%とかなりマイナス幅が大きくなった。この要因は、ちょうど9月から秋冬物の投入が始まるということで、こういったものが昨年と比べて値を下げた状態で投入されたことである。色々な見方があると思うが、新価格体系への移行が冬物についても浸透してきたのではないか

と思う。特に9月に秋冬物を値引きをして販売した訳ではないと聞いている。元々CPIにはそういった「値引き」は反映されない仕組みになっているので、定価が下がった訳である。因みに総務庁では、この被服の価格の低下は10月には戻るとみていて、その傍証として10月の東京CPIの動きを挙げている。そこで東京CPIを見て頂きたい。「商品」の中で被服が9月は前年比-1.7%とマイナス幅が少し大きくなっている。10月については-0.7%までマイナス幅が縮小している。それから石油製品を見ると、一時的に東京でも9月のプラス寄与度が小さくなっているが、10月は再びプラス寄与度が大きくなっている。ウェイトから判断すると全国ベースの方が石油製品のウェイトが大きいので、寄与度としては全国ベースに石油製品がプラスに大きく出ると思う。再び全国ベースの数字で、9月の「商品」の値下がりについて輸入・同競合品とその他に分けてみると、「商品」全体としては、被服のマイナス寄与が大きくなったのが9月の特色であった。それを輸入およびその競合品とその他に分けてみると国内品だけのものは今年の12月から前年比マイナス幅を拡大しているが、そのマイナス幅の拡大がほぼ止まり、同じようなマイナス幅が続いている。従って、このまま行くと今年の12月にはかなりマイナス幅が小さくなる。一方、9月の値下がりに寄与したのが、輸入および競合品で、ここに被服がかなり含まれている。これが今後どうなるかであるが、CPIについては発表後間もないためこれ以上の分析は進んでいない。今後第一点としてヒアリングを強化し被服の値下がりの実態を捉えたいと思っている。第二点目は被服とかなり重なる輸入品の値下がりの実態を私共の輸入物価指数と比べながらどこまで説明がつくのか分析してみたい。第三点目として、これはあくまで仮説ではあるが、衣料品を始めとするこの「商品」については98年、99年にCPIが示す以上にユニクロとか大手量販店の価格が低下していたのではないかと思われる。因みに先般委託研究したセゾン総研の調査によると、この東京のCPIとセゾン総研が計算した大手量販店のデータを用いたCPIの乖離が、98年、99年にかなり大きくなっている。一つ考えられる仮説としては、98年、99年から一部の小売店・量販

店を主体に限界的にはC P I がかなり下がっていて、その他のところについてはバーゲンの形で下げてC P I に表われてこなかったというものである。それに対して今年の秋の動きは、98年、99年で追従できなかった企業までも様々な企業努力によってコストを下げて、いわばそういった限界的な動きが平均価格としてC P I に表われたのではないかというものである。そういった先行組の価格体系に鞘寄せしてきたとの仮説も考えられる訳である。これはあくまで仮説なので、そういったことが実際いえるかどうか、もう少しヒアリングや物価指数の中身を確かめてみるなどにより立証していきたいと考えている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

山口副総裁

多少時間差を置いて一般の店や売り手が新しい価格に追従してきたとの仮説のようなことが起きているのだとすると、それは企業の収益にとってはどういう意味を持つのか。

村山調査統計局長

例えば、シーズンの終わりに売れ残りが生じて相当なバーゲンで売り捌くのであれば明らかに彼らの予定収益を下振れさせることになる。ただ仮に、この1年ないし2年かかっていわば遅れてきた企業群が先行組に何とか追い付こうと企業努力を重ねた結果そうした価格を実現しているのであれば、彼らの予想収益を下振れさせる要因ではなく、むしろ予定通り着地できる要因になると思う。断片的なヒアリング情報によると、この間にデパート、スーパーでも流通コストを削減するといった企業努力を相当重ねてきているような情報もあるので、仮にそうなれば最終の販売店だけの収益を取れば予定通りになるはずである。ただその過程でオミットされた中間業者であるとか、配送業者などの収益は悪くなるので、そこは注意し

てみていく必要があると考えている。

田谷委員

それに関連して、過去において需給ギャップがかなりマイナスとなったのに、物価が余り下がらず翌年下がったとか、その逆に需給ギャップが上振れたのに物価は実は少しタイムラグを置いて反応したといった事例はあったのか。

村山調査統計局長

残念なことに、私共はそこまでデータを追いきれていない。この週末も試してみたがセゾン総研のデータが95年からしかないので、その局面だけではなかなか何か言うことはできないと思う。過去に溯って肌理細かなデータがあれば、ある程度仮説を立証していくことが可能かとは思われるが、あるのがCPIだけであり、それに対抗するものがないので、少し時間をかけて何か立証できないか工夫してみたいと考えている。ただ、一般的に言えるのはCPIは限界価格を捉えるものではなく、平均価格を捉えるものであるから、新たな動きが起こった時に遅行するのは、CPIの性格上やむを得ないものだと思う。

中原委員

聞き落としたが、雇用関連における所得の説明は何であったか。

村山調査統計局長

図表9に特別給与がある。これは8月のボーナスであるが、速報段階では前年比-13.7%であった。これが確報で上方修正されて+0.9%になっている。この結果、夏のボーナスとして6、7、8月を括ると、前年比は、+0.8%と若干のプラスになると申し上げた。

篠塚委員

セゾン総研による消費者物価の報告書には、統計審議会の専門の先生方の中で、指数理論からみてかなり問題があるから慎重に取り扱うべきとする意見が結構出ている。これは委託したとはいってもセゾン総研の報告書であり、日銀がそもそも検証しているものではない。先程仮説を色々述べていたが、消費者物価の下落要因を調べていくこと自体大賛成であるが、セゾングループの報告書に依拠して判断し過ぎないように留意するべきではないか。

村山調査統計局長

確かにセゾン総研のレポートの仕方には問題があるところもある。ただしそれは全て承知のうえである。そういった限界を踏まえたうえで、指摘のようにどこまで言えるか私共が考えていくし、勿論これだけに依拠することはリスクがあるので、幅広く他の量販店にもヒアリングをかけるなどして、彼等が考えていること、あるいは感じていることとどのように違っているのか確かめていこうと考えている。ただ一言言うと、確かに総務庁からも本件について反論書なるものを間接的に頂いている。ただ、彼等が反論しているデータ自体が歯ブラシと歯磨き粉と何とかといった有様で、そうしたものと比べられるのは遺憾であるというのが実感である。

三木委員

NEBA統計の前年比は、パソコン等のIT絡みで、トータルとしてはずっと増え続けているが、9月分位からエアコンから始まって冷蔵庫など耐久消費財が軒並みマイナスになっている。結局住宅が落ち出した影響が直接的に出てきている気がする。逆に言えばIT絡みの耐久消費財や携帯も止まるようなことになってくると伸び率が減ってくるようになってくる。やはり住宅の影響は大きい気がする。

村山調査統計局長

9月の数字は説明したように、オリンピックで大型テレビが売れたこと
にかなり救われているので、パソコンだけをみればマイナスであるし、そ
の他の部分もエアコンなどが夏場に売れた反動が出ている。従ってそこは
一時に比べれば伸び率が落ちてきていると思う。パソコンについては、こ
れから新型商品も投入されるので、そういったものの売れ行きをこれから
みていくことになると思う。

速水議長

宜しければ、次に企画室から最近の金融環境について、増淵理事、雨宮
企画室企画第1課長に願います。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室企画第1課長

10月13日会合以降のレビューに基づいてこの間の動きを説明するが、
新しく出たものは非常に少ないので、簡単に説明する。

まず、マネタリーベース、マネーサプライの動向では、マネタリーベー
スが9月まで若干伸びを下げたが、足許少し銀行券を中心に伸び率を
高めており、29日までの集計では10月は5.2%である。この中身は専ら
郵便局が今後の大量流出に備えて手許現金を積み増していることによる
ものであり、銀行券の伸び率が、9月の6.6%から10月は29日までの集
計で7.8%まで伸びが高まっていることによるものである。マネーサプラ
イについては前回の会合で報告したとおり、7月、8月、9月と2%を若干
下回るところで推移している。

この間企業金融周りでは、本行のローン・オフィサーズ・サーベイが公
表されているので、簡単に特徴点だけ申し上げると、7~9月の企業の資
金需要については引き続き増加超となっている。また、10~12月の見通
しについてもやや増加とみる先が幾分増えている。企業からの資金需要の
やや増加とみる見通しは、7~9月の7月時点の見通しが6%、実績が5%

に対して 10～12 月の見通しが 8%となっている。これは新規の資金需要の中に好調業種を中心に若干動意が窺われる一方で、返済需要も非常に強く、ネットの貸出としてはなかなか増える地合いはない中でこのアンケート調査はそのうちの新規需要の極く一部に動意がみられることに着目している結果だろうと思われる。それから貸出運営スタンスも大きく変わっていない。平均値は積極化であれば 5 点、慎重化に 1 点という形で点をつけて平均をとったものであり、全てが不変であれば 3 点になる訳で、3 点を若干上回る水準で大きく変わっていない。このローン・オフィサーズ・サーベイについては、まだ始めたばかりなので、統計のくせ等を読み切れていないが、これまでに申し上げてきたような 8 月のゼロ金利解除以降の全体の企業金融の動向、あるいは金融機関の貸出運営スタンスについて余り大きく変わっていないことを裏付ける材料と受け止めておけば良いかと思われる。

最後に図表 18 企業倒産であるが、倒産件数の 9 月は 1,585 件と、7 月 1,672 件、8 月 1,638 件の 1,600 件内外での横這いである。季調値を見ても、大体そのような感じである。ただ 7～9 月を纏めてみるとそごう要因もあるが、1,632 件ということで 1～3 月の 1,513 件、4～6 月の 1,540 件と比べて、若干増加している。全体としては昨年半ば以降のじりじり増加する傾向が続いていると思われる。業種別内訳の四半期毎の数字で特徴をみると、この 1 年間を振り返ってみて、特徴的なのは建設業のウェイトが増えていることである。99 年度 434 件、31.1%だったものが、徐々に増えており、足許 7～9 月は 33.8%と建設業が増えているのが特徴点かと思われる。簡単であるが中間会合であるので以上である。

速水議長

質問をどうぞ。

郵便貯金で手許現金を積み増しているのは、貯金の支払資金用か。

雨宮企画室企画第1課長

そのとおりである。郵貯は今年に入って10年前大量に流入した定額貯金が満期を迎え、これから大量に流出する訳である。これは4月から始まっているが、流出する額がこの10~12月期は7~9月期の4倍位と予想されている。そのために備えて、手許の現金を積み増している。

篠塚委員

企業倒産の指標における業種別で金融・保険・不動産の中の保険には生保も入るのか。

雨宮企画室企画第1課長

入っている。

篠塚委員

負債額なども分かるのか。10月は少し増える訳か。

雨宮企画室企画第1課長

最近はそごうなど負債総額の大きいものが増えているので、負債総額は相当増えている。大きいものを除いて小さいものばかりで傾向をみても段々意味がなくなってくるので、平均値でみていく方が良い訳である。10月は相当負債総額が大きくなる。

中原委員

今年の負債総額は99年度の月9,400億円に比べてかなり増えるのか。

雨宮企画室企画第1課長

単月としては8月とか7月が既往ピークになっているので、今年の総額としても既往ピークになると思う。

中原委員

どの位になりそうか。

雨宮企画室企画第1課長

後程9月までの累計を報告する。

三木委員

企業倒産の統計はあるが、企業設立の統計はないのか。

雨宮企画室企画第1課長

年間の統計はあるが、毎月の統計はない。

三木委員

更生手続き等が整備されてきて、皆これで生き返るから建設業などは全然企業の数が増えないで逆に増えている。

速水議長

倒産企業負債総額が今2兆円近くになっているのか。

雨宮企画室企画第1課長

お手許の表は全部月ベースで平均してしまっているのので、4~9月の負債総額、累計額を申し上げると合計で11兆358億円となっており、既に半期としては過去最高である。この11兆357億円に次ぐ数字が1997年の10月から1998年の3月の半期累計額8兆5,359億円であったので、既に負債総額としては最高になっている。

速水議長

これは金融機関を除く数字か。

雨宮企画室企画第1課長

入っている。

速水議長

19ページの表の企業負債総額の太い線と細い線は何か。

雨宮企画室企画第1課長

倒産金額はその月に大型倒産があるかないかによって、大きくでこぼこするので、6か月後方移動平均を取って均した太い線の動きで傾向をみようとしたものである。細い実線はそのままの実額ででこぼこしている。

速水議長

この平均の勢いからして最高になるな。

雨宮企画室企画第1課長

半期合計でも最高であるので、平均でも最高のピッチになっている。何度も申し上げるが、最近の倒産は金融セクターと流通セクターで額がもの凄く大きい訳であるが、後はそれによって実際の雇用情勢とか、消費者コンフィデンスにどういう影響を与えるか全体の中で評価していく必要があるかと思う。

速水議長

ほかにないか。

それでは次に移る。経済・物価の将来展望とリスク評価について執行部からの報告を受けたいと思う。

5. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する報告

速水議長

企画室から経済・物価の将来展望とリスク評価のリバイス版を配付して

下さい。

[事務局より経済・物価の将来展望とリスク評価のリバイス版を配付]

白川企画室審議役

今お手許に見通し計数の入った「経済・物価の将来展望とリスク評価」が配られている。文章については読んで頂いているので、読み上げは省略させて頂く。元の文章では少し文章がベタッと続いているところがあったので、何箇所か改行したが文章の中味は一切変えていない。構成だけ説明すると、全体4ページと6行のうち2ページと5行で経済・物価情勢の将来展望を説明し、蓋然性の高いと考える標準的なシナリオを説明している。その後2ページ強で先行きの経済・物価情勢のリスク評価として、リスク要因というか、留意事項を説明する構成になっている。最初の経済・物価情勢の将来展望は、最初に今年度から来年度を想定して基調判断した結論を書いてある。その後先行き1年程度を想定して各需要項目別に説明し金融面、物価面で構成している。それから先行きの経済・物価情勢のリスク評価では、リスクを大きく海外要因、国内要因に分けて海外については先程も議論されたようなIT関連、それから原油、国際金融資本市場と分けて述べている。それから国内要因については、下方リスクとしてバランスシート調整、あるいはリストラ、国民の生活不安について書いてある。それから上方リスクについては、期待成長率の上振れを書いてある。

見通しの計数は、お手許にあるように実質GDPについては大勢見通しは1.9%~2.3%、国内卸売物価は0.1%、消費者物価は-0.2%~-0.4%である。全員の見通しはGDPが1.6%~2.3%、卸売物価が0.0%~0.2%、消費者物価が-0.1%~-0.4%となっている。以上である。

速水議長

この文言の修正は後程時間を取っているのですが、その時にご討議頂く。今の白川企画室審議役の説明について質問があればどうぞ。

文章は余り変わっていない訳だな。

白川企画室審議役

文章は変えていない。

速水議長

それでは宜しいか。それでは次に移る。

Ⅲ. 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等を踏まえ、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から、前回会合における景気判断や金融政策判断のレビューを行ない、前回の判断に変更するべき点があるかどうかを中心に討議頂きたいと思う。これに加えて、経済・物価の将来展望とリスク評価についての討議もお願いしたいと思う。

従って、討議の形式は、①金融経済情勢に関する見解、②経済・物価の将来展望とリスク評価、そして③金融政策運営に関する見解、これらを合わせて一人10分から15分程度を目途にお願いできればと思っている。

なお、展望ペーパーの字句の修正については、最後の採決のところで纏めて行なうので、そこで討議頂きたいと思う。

それでは、本日は田谷委員からお願いします。

田谷委員

まず、前回決定会合以降の金融経済情勢についてコメントすると、前回も触れたが、景気回復の中で遅行する部門の動きが一般に、あるいは私自身が想定していたより遅い、経済活動が様々な観点から二極化する展開の中で弱い部分が想定していたより弱いことが目に付く。こうしたことは、消費者物価が若干弱含むことにも繋がっている可能性があるし、業績相場に乗り切れない株式市場にも反映している可能性がある。全体としての景

気回復シナリオを修正する必要はないとは思いますが、ここ暫くは要注意局面だと思う。物価面では消費者物価の全国指数は9月、東京指数は9月、10月とも前年比下落率が若干大きくなった。企業向けサービス価格指数の前年比マイナス幅も若干拡大した。企業収益が改善してきていることは確かであるし、今のところ雇用・所得情勢や消費者センチメントが傾向として悪化してきていることもない。また、需給ギャップが縮小してきていると考えられる下では、通常であると需要の弱さに起因する物価低下圧力が高まってくるとも思えない。ただ、需給ギャップがまだ残っていると考えられ、状況の変化、あるいは先程の調統局長が仮説と言っていたように、タイムラグを伴って、これがより強く物価低下圧力となる可能性もある。生産が増えているからといって、需要サイドからの物価低下圧力が相対的に小さいとは必ずしも言えない訳であるし、物価情勢は今後とも注視する必要があると思う。この関連で前回会合以降公表された毎月勤労統計の8月の改訂統計によると、調統局長が言っていたように、6~8月の名目賃金が特別給与の上方修正もあり前年比+0.8%となったほか、雇用者所得も+0.6%で着地した。大幅に下がった昨年のボーナス期と比べて所得の増加幅は小さいものであるが、増加したことも事実である。

次にこのところ軟調な株価は、好業績を評価して上昇する業績相場への移行をためらっているかにみえる。勿論昨年来の外人投資家の活発な売り買いからして、調整局面にあるNASDAQ市場の動きからなかなか離れられないことも事実であろう。ニューヨーク市場とNASDAQ市場を合わせれば、最近では世界の株式市場の時価総額の半分近くにもなるし、時価総額ではニューヨーク市場の半分以下のNASDAQ市場も取引額ではニューヨーク市場を凌駕している。9月末で時価総額はニューヨーク市場の11.7兆ドルに対して、NASDAQ市場は5.1兆ドルである。因みに東京市場は3.8兆ドルである。一方、昨年1年間の取引額はニューヨーク市場の8.9兆ドルに対して、NASDAQ市場は10.5兆ドルである。因みに東京市場は1.7兆ドルである。NASDAQ市場の調整そのものもハイテク企業の収益鈍化懸念が背景にある。東京市場の場合、不良債権処

理問題に絡んだ懸念の再燃、その他様々な要因が指摘されているが、基本的にはこれまで予想されてきた企業業績に対する疑念、あるいは景気の先行きに対する不安感があるのではないかと思う。株式市場がその時々で如何なるサインを発しているかを考えることも必要と思う。以上最近の物価と株価についてコメントしたが、現在のところ回復ペースがこれまで想定していたよりも若干スローになる可能性はあるが、景気回復シナリオそのものを変更すべきとも思えない。であるから、金融政策運営としては現状維持としたいと思う。

次にリスク評価ペーパーは短い中にリスク要因として主要な海外要因、国内要因を取り込んでおり、それなりにバランスのとれたものになっていると思う。セントラルシナリオの描写についても、全体としてはこれで良いのではないかと思う。ただ、二点に絞って気になる点を挙げてみたい。まず、「てにをは」に関するものを除いて、幾つか気になる表現がある。このドラフトの2ページ目に「国内卸売物価は、……来年度にかけては若干軟化する可能性がある。」とある。これはかなり強い表現で、この点だけから少なくとも来春までの政策変更はないとの思惑を強めると思う。少なくとも委員会としての大勢意見としてそうしたものが現時点で存在するかどうかは疑問である。こうした表現を盛り込むためにも、個人的には次年度の見通し公表を将来検討すべきと思うが、現時点では適切な表現ではないように思う。

気になる点の第二は、為替相場に関して全く触れられていないことである。例えば、ユーロ為替相場がさらに下がっても、あるいは大幅に上昇しても、世界経済に大きな影響は出ると思う。ユーロの対ドル相場が大きく動けば、円の対ユーロ相場が動くばかりでなく、対ドル相場も動くかもしれない。こうした点について触れ難いことも事実であるが、全く触れないのも問題かと思う。仮にリスク評価ペーパーでは直接触れ難いとしても、議論はすべきであろうし、その結果を議事要旨には載せるべきだと思う。海外リスク要因の最後に主として米国を中心とした株価動向に関連していると思われる点は触れられている。しかし、これ以外でも国際資本移動

に関連したリスクはあると思うし、その一つが為替市場の動きではないかと思う。この点に関連して、特に注目すべきは米国を中心とした資本フローだと思う。米国の1～6月の国際収支の数字を二倍にしてみると、外資の純流入額は9千億ドルを超え、経常収支の赤字約4千億ドルを大幅に上回り、米国資本の外国への純流出額は5千億ドルに達している。こうした巨額の外資の流入経路は第一に欧州からの米国への直接投資、証券投資であるが、最近のドル高、ユーロ安から考えれば、単純化していった場合、米国がその巨額な経常収支の赤字と資本輸出をまかなうために外資を無理して流入させたというよりも、巨額な外資の流入があったために、経常収支の赤字や純資本流出が拡大した面があるといえるのではないかと思う。そこで今後を考えた場合、欧州からの情報・通信、金融分野などでの米国企業の買収は、減るとの観測が多いように思うが、増えるのか減るのか、また米国の証券市場動向、特に米国の債券価格が欧州の債券価格と比べて相対的に上がるのか下がるのか、などが重要になってくると思われる。また、ユーロ/ドル相場については、ユーロに関わる市場のコンフィデンスの行方も重要であろう。以上、二点に絞ってコメントした。これら以外のマイナーな点については、後程議論させて頂きたいと思う。以上である。

三木委員

忘れないうちに、今のニューヨーク市場の時価総額の数字をもう一度教えて欲しい。

田谷委員

9月末でニューヨーク市場が11.7兆ドル、NASDAQ市場は5.1兆ドルである。東京は3.8兆ドル。

三木委員

東京は東証一部か、二部か。

田谷委員

これは東証一部で、比較するにはほとんど大丈夫だと思う。

取引額はニューヨークが昨年1年間で8.9兆ドル、NASDAQは10.5兆ドル、東京は1.7兆ドルである。

速水議長

それでは次に植田委員お願いする。

植田委員

私は、前回かなり詳しく申し上げたし、現時点での景気等についての考え方は、見通しの数字に一生懸命思いを込めたことと、直近に出た新しいデータについては、やや分析不十分な部分もあるので、次回以降で詳しく申し上げたいと思う。一言で申し上げれば、やや強弱入り交じって色々な指標、マーケットの動き等がみられるので、数か月前と比べると先行きのリスクはやや上昇したかなという感触を持っている。しかし、メインの景気回復は続いていくであろうシナリオを大きく変えるところまではいっていないと思うので、政策としては現状維持で宜しいかと思う。一、二付け加えると、内外株価の動き、アメリカ経済の動き、これらと密接に関係する情報・通信関連の需給サイクルの先行き、ユーロ、原油の動きがどういう展開をみせるのかが最大のポイントかと思う。さらに言えば、こういう指標、変数の中の一部にややネガティブな動きが今後続いた場合にも、日本の景気回復が続いていくことが有り得るのかどうか最大の問題かと思う。

最後に見通しとリスク評価のペーパーの中身については特に意見はない。この作業の、特に見通しを作る作業をしてみた感想を申し上げますと、今年度の見通しの部分については、色々なケースを想定しても余り大きく振ることが容易でなかったように思う。一方、足許の政策を考える際にも、結局は来年度以降についての見通しがかなり関係してくるので、来年度以降についての見通しを作成していくことを今後考える必要があると思っ

た。それから、政策を考えていく際に、GDPならGDPの伸び率が平均でどの位になるか、確率変数と考えた時に、その平均値がどれ位であるかは重要であるが、その周りにどのような分布を自分の頭で考えているか、すなわちリスクをどう評価しているかも同じ位に重要な要素かと思う。これは言葉でリスク評価に反映されてはいるが、今後、難しいかもしれないが定量的に確率分布関数で公表していくことも有り得るかと思った。以上である。

速水議長

次、篠塚委員お願いします。

篠塚委員

私は最近の金融経済情勢は、景気は基調として緩やかに回復しているとの判断を変える必要がないと思っているので、政策についても現状のままですと思っている。

前回会合以降明らかになった経済指標はそれ程多くはないが、その中で幾つか注目したものについて述べたい。一つは雇用・所得面のもので、8月の毎月勤労統計の確報値が大幅に上方修正された。夏季の賞与は6月～8月で均してみると、前年比で+0.8%となる。これは企業収益の増加が緩やかながらも雇用・所得面にも波及してきていることを示している。他方で常用雇用指数が依然としてマイナスで低迷していることが私にとっては気掛かりである。パートを除いた一般労働の常用者は、ずっとマイナスである。プラスにあるのはパート労働であり、これを合わせた全体の常用雇用指数が何とか下げ止まったところではないかと思っている。先程の報告にもあったように、良い情報としては、来年度の新卒採用計画が日本経済新聞社の調査では3年振りに前年比プラスとなった。これも短観の雇用人員判断における雇用調整圧力の緩和傾向と整合的と受け止めている。この日経新聞の新卒採用計画では、製造業が前年比10.5%であるのに対して、非製造業は-1.2%と3年連続マイナスと対照的である。これは非製

造業はなかなか追い付かないという意味で悲観材料かと思われる。しかし、これを詳しくみると、非製造業の中のNTTの東西地域会社が過去3年連続で500人位採っていたところが、今回調査では採用ゼロになったのが響いているとのことであった。そこで私はNTTを除いて非製造業の新卒計画を計算したところ+0.5%と若干プラスになったので、明らかに少しずつ景気は上向いている材料として受け止めた。ただ、先般田谷委員が指摘されたように、事業所ベースでみた毎勤統計と世帯ベースでみた総務庁の労働力調査とで常用雇用の動きが若干不整合になっている点は、今後も注目していこうと思っている。それから個人消費については、消費者コンフィデンスに少し良い材料が出ていると思った。消費動向調査では、消費者態度指数は改善していたし、その中で見た雇用環境に関する意識が改善しているのが顕著に表われていた。しかしそうは言っても、実際に家計調査でみた消費水準指数は、前期比が低下しているし、消費に関してはまだまだ一進一退であると言わざるを得ないと思っている。他方、9月の生産は2か月振りの低下であったが、7~9月期を均すと前期比は+1.6%で、4~6月期の+1.7%に続いて高い伸びを維持したと思う。製造業についても同様に前期比の増加が確認されている。9月の在庫率は2か月振りの上昇であるが、在庫水準指数そのものはまだ94.6と低い状況にある。結局生産は上昇しているし、出荷と在庫のバランスも引き続き良好と私は思った。

消費者物価については議論のあるところであるが、9月の消費者物価(除く生鮮食品)は前年比-0.5%とマイナス幅を拡大し、新聞でも随分書かれている。しかし、内訳をみると、特に衣料品と外食でのマイナスの寄与が顕著であると思う。執行部の報告と重複するが、ユニクロの効果や、マクドナルドの半額セールなどといった価格破壊的な現象をどうみるかで物価下落に関する評価が分かれてくると思う。私自身は調統局が説明しているような立場にあり、消費の需要が低迷している中で競争が激化していることや、供給サイドで生産向上の努力が続いている結果であるとの立場でみている。前年比-0.5%という数字そのものが悪いとか良いとかと

いった次元の話ではなく、もう少し中身について詳しくみていく必要があるという立場に立っている。

最後に金融面では、貸出動向に関する金融市場局の調査、分析を少し使って考えてみた。民間企業貸出5業態は引き続き前年比2%程度の減少傾向に変わりはない。しかし、残高の減少には歯止めが掛かりつつあるところが注目される。残高の減少に歯止めが掛かっている背景であるが、7~9月期は依然として返済額が新規貸出額を上回ってはいるが、その返済額と新規貸出額の伸び率を比較してみると、新規貸出の伸び率の速さの方が、返済額の速さよりも若干上回っている。さらに市場局が金融機関からアンケートしている資金需要判断でも、中堅・中小企業を中心にほんの僅かながら改善の動意がみられる。中小企業の僅かな動きについては、限定的な地域の情報であるが、中小企業金融公庫の千葉支店が年に二回行なっている投資計画のある企業の割合を調べた調査をみると、この9月時点で先行きの投資計画を前倒して増加させる企業の割合が50%になっていた。以上幾つかの情報を総合すると、中小企業で緩やかであるが設備投資の動きへの歩みが出ている、そして金融機関の貸出姿勢も随分と積極化しているような明るい兆しとして受け止めている。こういったことが、景気が緩やかな回復傾向にあることに対して、金融面からも少しずつこれを裏付けるような情報が出てきていることとして、今後一般化した動きになるかどうか注目していこうと思っている。最後に景気が緩やかに回復する過程にあって、長期金利が1.8%台の狭いレンジで安定的に推移していることについても関心があった。そこで、長期金利関数を用いて長期金利の計測値が現時点で一体どの位の水準になるのかを計算してみると、足許2000年第3四半期の実績が1.8%台前半に対して、計測値は2%台の前半となっている。幾つかのパターンによるシミュレーションを行なっても、やはり2%台になる。それにもかかわらず現在1%台で安定している背景には、先程の説明にあるように大蔵省が年限別の発行計画を前倒しで公表したことが好感されたほか、グローバル・インデックスからみてもポートフォリオ上のソブリンにおいて高いウェイトを占める日本国債に対する

ニーズがまだ期待できると考えられること、一部投資家の押し目買いスタンスがあることなど色々あると思う。基本的には資金の運用先がないことであると思うが、先行き様々な不確実性があるので、金利が急上昇することに関しては注目していかなければならないと思っている。差し当たって目先は非居住者への非課税措置の動向がどうなるかとか、RTGS移行に伴って長期金利へどのような跳ね返りがくるかといった面に注目している。

最後に「経済・物価見通しとリスク評価」では、ここに述べられている標準的な展望について私自身は違和感はない。ただ問題はその標準的な展望を考える場合でもその前提に世界経済の見通しが一番大きく横たわっていることと思う。私自身前回の会合時点と今回とではかなり世界経済に対する見方が変わっており、若干リスクが大きくなっている。世界経済の成長の見通しも今回自分自身が見通しの作業をするに当たっては少し下方修正の方向に織り込んだ。すなわちIMFの予測とか政府が想定する世界経済の情報なども織り込んだ訳である。そうはいつでも私自身先程申し上げたように、日本経済は内需主導による緩やかな回復基調にあるという現在のシナリオ自体は変更がないと思っている。今年度から来年度にかけて世界経済の見通しを若干下方修正したが、それでも回復基調と私自身が考えていたシナリオからは実質成長率を0.1%とか0.3%ポイントほど下方に修正する程度に止まっている。民間需要による緩やかな景気回復、企業部門が先行して家計部門が遅行という回復パターンには同じイメージを持っていたとしても、ではどの時点から回復パターンが変わってくるか、例えば労働分配率がどの時点から上昇に転じるかを織り込みながら見通しを考えなくてはならないことを考えると、前のお二人の方が言われたように1年度だけの見通しではおかしなことになるので、2年位の見通しを出さなければならず、今後の課題ではないかと思っている。私は今後は景気が緩やかに回復する中で企業収益の増加を反映して賃金は上昇すると思っているが、そのテンポは労働生産性の上昇によって吸収される範囲内の可能性が高いとみている。従って、標準的なシナリオとして描いてい

るのは、個人消費の前提となっている雇用者所得は緩やかに増加する一方で、賃金が物価に与える影響については、賃金面からコストプッシュ圧力が高まるといったインフレ・リスクまではまだ視野に入っていない。

標準となる展望も世界経済要因で大きく変わると申し上げたが、この世界経済が上振れるか下振れるかによってこのリスクも大きく変わってくると思う。そこでこのリスクがどの位の確率で発生するのかの蓋然性に全て掛かっていると思う。リスクを羅列した場合でも、事前に予知して合理的に政策対応ができるリスクなのかどうかを見極める作業も必要ではないかと思っている。

例えばこのペーパーで書かれているアメリカ経済のソフトランディングについては決定会合の場でも1年も前から話題にはなっていたが、そのタイミングや与える影響度がどのようなものかは、事前に予測できないテーマだったのではないかと思う。今現実化しようとしている過程にある訳であるが、それでもそのリスクをきちっと私達は予測できない。予測できないとするならば自分達が予測して政策対応ができるリスクと峻別する必要があるかと思っている。いずれにしても今現在のアメリカは日本と違い財政面でも金融面でも政策対応の余地は非常に大きい訳であるから、これからどのように調整が入るかに関してもアメリカの政策対応に全て掛かっていると思う。私達の予測には限界があるので、こうした点も踏まえ私達にとって予測が可能なリスクは何か、そしてそれが起きた時に打つべき手段にはどういうものがあるか、冷静なリスク評価をして、こういったペーパーの中に書き込めるまでになればいいなと思う。私自身この作業に参加して一番関心を持ったのは、見通しとなる前提が外れた時でもできるだけその誤差を小さくするための政策メニューをいかに迅速に立て直すかであった。私自身はそのためには金融変数も内生化し操作可能なコンパクトな計量モデルを中央銀行は持つべきであると思った。とても時間も掛かると思うがそうすることによってリスクの色々なシミュレーションができ、私達が判断する時の良い材料になると思う。

最後に今回のペーパーはこのままで宜しいとは思っているが、将来展望

のリスクとして起こり得るリスクの内容をただ単に両論併記するような形で挙げていくだけで済むのか、という点は気になった。例えば今回のペーパーの中では原油価格上昇に対する過度な金融引き締めは経済を減速させるリスクがある、と原油価格上昇の影響が指摘されている。その一方で原油価格の上昇は世界経済の需要増加によって引き起こされたものでもあるので、原油価格の上昇と世界景気の急な拡大が同時に起こることもあり得る訳である。それでリスク評価は単にリスクを羅列するのではなく、どの蓋然性が一番高いかという点についての判断を示す必要があるかもしれないし、そういったことを分析するためには簡単な計量モデルのような分析が必要ではないかと思った次第である。

速水議長

次、中原委員にお願いします。

中原委員

基本的な見方は前回述べたとおりである。今日はまず日本の景気から申し上げる。8月の景気動向指数の確報が出て、C I一致・遅行比率で見ると、前はダブルトップを形成していると申し上げたが、今回確報によると、ダブルトップを形成後下方に大きく離れてきたので、近い将来の景気の頭打ち反転が示唆されている。それからGDPの動きについてはこれまで非常に遅れていると伝えてきたが、景気の谷を100としてGDPの動きを取ると、77年の回復以降の傾向として、最初の四半期から数えて4四半期を経過したところで非常に伸びが低くなることが再確認された。これは93年第4四半期からの回復と同じであり、非常にパフォーマンスが悪い。それから9月の販売電力、契約電力をみると、契約電力が急落して、反対に販売電力が底入れから水面上に立ち上がってきており、これが交差する時が経験的に景気後退期入りを示唆するので、警戒すべき指標である。いずれにしても現時点から年末、来年の第1四半期後へかけていよいよ景気は正念場を迎えるというのが私の結論である。それから鉱工業生産指数

の9月が出て特に気になるのは電気機械で9月の予測実現率-5.4%、10月の予測修正率-2.5%である。在庫指数については、原材料統計でみると電気機械における集積回路の在庫率が前年同月比32.9%と急増しており、今の鉱工業生産指数の動向を裏付けると思う。

アメリカで一番の問題は金融環境が悪化しつつあることである。社債市場の逼迫感については、10月にジャンクボンドとトレジャリーズのスプレッドが700bpにも達していることに表われており、これは98年10月の680bpを上回るレベルである。そして株価の急落により社債の新規発行が困難になってきている。同時に発行済み社債の中の20%については流通利回りが急上昇中である。さらに問題なのはいわゆる問題債権の急増である。アメリカの3フェデラル機関によるアニュアル・サーベイ・オブ・シェアード・ナショナル・クレジット・プログラムによると、ノンバンク向けの商業銀行貸出比率が98年1.3%、99年2.0%、2000年3.3%と急増している。それからテレコム会社向けのローンも問題であり、同じく1.5%、2.0%、3.6%と急増しており、問題債権が増えてきている。先週アメリカ最大級の商業銀行が役員会を開き、融資条件の引締めを決定した。これは主として企業向けであるが個人ローンも対象にしているので、これからアメリカでは金融が詰まってくると考えられる。次にシスコ、ルーセントといったネットワーク関係の会社でこの2週間位銀行借入がきつくなってきていることである。これらの会社は銀行から金を借りて、それを顧客へ貸出しセールスをしているので、銀行からの借入が細ってくると売上不振に繋がってくる。事実これらの会社では受取勘定が増大してきており、大変に憂慮されてきている。超優良の会社がこのとおりであり、アメリカの経済を99年の末から特に支えてきたハイテク、あるいは特にIT、テレコミュニケーションズエリアの設備投資に対してマイナスのインセンティブを与え、同時に経済全般の減速に繋がると思う。アメリカの株式は、10月18日に大幅な安値をつけて今リバウンド中であるが、このリバウンドが終了して下落局面に入り10月18日に付けた安値を割ると大幅な下落に繋がるとというのが私の見通しである。従って非常に要注意な局面に

入った日本の株価の見通しも、TOPIXは8か月に及ぶ下降トレンドに終止符を打っていない。よく見るとTOPIXの動きとマネタリーベースの前年比伸び率の動きに相関関係が認められるので、マネタリーベースの低い伸び率が影響を与えているのではないかと危惧している。10月に入ってこれまでの追加型投信の資金流入額は、9月上・中旬の4分の1以下に止まっている。

次に原油の見通しも前回申し上げたとおりに恐らく30ドルと37ドルの間の保ち合い乱高下すると言っていたとおりに、先週の木曜、金曜も大きく振れている。いずれにしても30ドル近辺では9月28日と10月15日のいわゆるダブルボトムを形成したので、底は固いと私は思っている。12月にかけてさらに一段と上昇する恐れがある。この点に関してFedの関係者が石油の見通しについて述べている。私はいずれも賛成できかねるが、例えばグリーンSPANは10月19日のスピーチで「先物6年物の契約価格が少し上がったのみなので先行きは安心」と言っているが、実際は2006年12月渡しのオープンコントラクトは169しかない。従って頼りにはならない存在である。それからマイヤー理事が同じく19日のスピーチで「12か月先の価格が重要だ」と言っているが、過去を検証するとキャッシュプライスとはほとんど相関関係がないので、これも意味がない。問題なのは増産の動きが伝えられる一方で、11月12日に開かれるOPECの臨時総会でどういう討議が行なわれるかである。減産の話も出ているので非常に注目である。もう一つ注目すべき動きは、アメリカでCITGOというベネズエラの子会社があるが、その社長が更迭され、ベネズエラのチャベスという強硬派の大統領の腹心のジェネラル・マザアが就任した。この会社は精油所を6か所持っており、アメリカの精製能力全体の4.3%を占める70万バレル/日の精製能力がある。このうち3精油所は大規模で、もしこのうちの一つでも長期間閉鎖になるとアメリカの灯油、軽油等の中間留分市場に影響を及ぼす。いずれにしても外資の手に渡り長期間の設備投資が行なわれず、稼働率が低下する恐れも出てきた。

アメリカの景気減速等を背景にしてアジアの地域では、自動車、電子デ

バイス等の稼働率が低下していることが問題である。特に東南アジアは日本にとって電子部品の輸出先、あるいは電子部品の量産、供給基地でもあり、アジアの景気が減速するとアジアからの輸出ドライブがかかり価格に悪影響を及ぼすのではないかと思う。韓国では恐らくGDPの成長率が今年の6%から来年は2%まで下がってくるのではないかと思っている。

日本の国内に戻って、半導体の製造装置で発注済み分のキャンセルが起こっていることが問題であり、受注はピークが99年の秋口の前年比220%、この8月は半減して118%である。それから工作機械ではユーロ安からヨーロッパとの価格競争に敗れている。以前にも申し上げたが今回は金型加工の工作機械にまで及んできたので大変に深刻な事態である。それから家計調査については勤労者の実質消費が1.0%と伸びているが、これは交通・通信が前年比11.6%伸びたためであり、これを除くと-0.4%になる。それから一番問題だと思っているのは家計の債務負担が非常に増えてきていることである。総務庁の貯蓄動向調査における勤労世帯の住宅・土地のための負債保有をみると、返済額の年収比が92年の11.7%を底に一貫して上昇し、99年には17.9%に達している。多分限界は20%前後であるのでそこまで上がってきている。それから全負債残高の年収に対する比率が92年の97.5%を底に99年は175.9%と大変憂慮すべき事態である。30歳代が274.7%、20歳代が260.4%と非常に高い比率になっている。それから雇用者所得でいつもよく分からないのは、この間の4~6月期の法人統計では人件費が前年比-5.4%と、過去最大の下げをしていることである。ひょっとすると前年にリストラに伴う退職金等の一時所得があったことの裏が出ているのかもしれない、そういった年金、退職金の給付額が統計に入っているのかなとも思う。もう一つ企業の収益について申し上げると、製造業の稼働率に最終財の物価指数を掛け、素材の物価指数で割ったもの——以前、景気動向指数の1系列として収益環境指数と呼ばれていたもの——の一種の変形——をみると、99年の第1四半期に日本、アメリカともにピークを打って、この第2四半期まで一貫して下がっている。日本は99年第1四半期に対して13%の下げ、アメリカは17%下落である。円/ド

ル相場についてはなかなか現在まで方向感が出ていないが、一つだけ面白い数字があって、大統領選挙の年には1980年代を除いて変化率が低いことである。ハイ・ローのハイをローで割った値が大体10%台の前半であるが、本年は9.6%と非常に低いレンジになっており、膠着状態になっている。長期金利については、時価会計が本格的に導入されるとバイ・アンド・ホールドが不可能になり金利に影響が出てくると思っている。

リスク評価ペーパーについては概して楽観的なトーンであることと、デフレ懸念という言葉が使われていないこと、マネタリーベースの伸び率が株価、為替等に悪影響の可能性があることがメンションされていないことが問題である。それから株価下落が企業収益にとって最も問題であるが、その可能性を小さくみているトーンが問題だと思う。従って結論は金融政策はもっと緩めるべきということである。以上である。

速水議長

ちょっと今日は急いだが、ここでコーヒーブレイクを入れる。35分から再開する。リスク評価ペーパーに数字が入ったものが配付されているがこれはまだ午後から検討して変わるかもしれないし、この数字は報道関係者がかなり注目していると思うので、明日の朝の発表まで漏れないよう厳重に願います。

(午前11時26分中断、午前11時35分再開)

速水議長

それでは三木委員願います。

三木委員

今回は景気の回復は大丈夫かということが問われていると思うので、この点に絞って申し上げたい。一つは構造調整を抱えながらの景気回復であるために、V字型の景気回復は今回は期待できないこと、また金融緩和、

あるいは政府の補正予算による公共投資の下支えといったものによって景気は回復軌道に乗っており、民需による自律回復への道を歩みつつあること、この二点が総括感だと思う。

もう一点は景気回復のテンポである。足許このテンポは小休止して景気が踊り場になっていると判断している。次に中身の問題でまず実体経済についていえば量的には緩やかに回復軌道にあるが、価格についての不確実性が企業収益に不透明感をもたらしている。また個人消費の不透明感といったことが踊り場現象をもたらしていると思っている。設備投資が機械受注や建築需要、あるいは素材の受注生産等各種統計、それに現場の生産契約締結状況からみても、業種・規模を問わず広がりを持ちながら波及していることは間違いのないと思う。問題は個人消費であるが、かねがね申し上げているように個人消費は平時の状態に復しているともみるべきだろうと思う。つまり好況でも不況でもない普通の時という意味である。これは安価商品へ、あるいは物からサービスへ、さらには選択的消費へという消費構造の変化、二番目に消費の飽和感、三番目に雇用、年金、社会保障等に対する先行き不安という三つの要因を背景に個人消費の二極分化状態が続いていることである。一つは家計が所得低下に合わせて消費を身の丈に合わせた消費スタンスを継続している。二番目は消費財供給数量が96年、97年のレベルを回復している。三番目は企業がバランスシート調整を抱える中で企業収益回復が家計所得改善に繋がるにはなお時間が掛かることである。そういう状況ではあるが、少なくとも家計所得回復への道筋はできてきており、消費回復の環境は整いつつあるといえると思う。企業も家計もバランスシート調整、構造改革を抱える中での景気回復局面であることを考えると、個人消費は今や平時には戻ったとみていいのではないかと思う。

こういう中で実体経済を巡る不確実性について三点指摘したい。まず一つ目は内的要因で、そのうち第一に重要なのがアジア向け素材輸出の動向である。アジアの現地在庫の過剰感から輸出向け生産を削減する動きが既に出てきている。今のところは川上の素材のみの動きに止まっているが、

先行きは不透明である。それから日本の自動車メーカーによる米国輸出向け生産の削減も始まっている。第二に重要なのは素材の在庫調整リスクである。鉄鋼の在庫水準は既に 95 年以來の最高水準に達しており、先行き在庫調整による減産は不可避であるが、これが一時的な動きなのか、またこの鉄鋼、石油化学等の素材以外の川下に波及していく現象なのかよく注意しておかなければいけない局面に来ている。二つ目は外的要因で、これは何回もここで議論されているのでリスクの指摘だけにするが、米国経済の減速テンポとアジア経済の影響、国際金融資本市場の動き、原油相場といったことに絞られると思う。三つ目は心理的要因としての先行き不透明感が非常に大きいのではないかと思うことである。政治不安や、年金、社会保障、老後に対する不安、価格下落不安、雇用不安、株安、こういった様々な不安感が今経済全体を覆ってきている。確かに量は出て、物は動き、繁忙感も出ているが、企業・家計とも回復感を感じられないのは、こうした心理的要因が大きいためではないかとみている。

次は金融資本市場を巡る不確実性についてである。一つは長期金利についてなお先行き不確実性があると思う。財政赤字による国債増発の問題が当然あるが、マネーフローの変化に伴う需給変化がこのところ動きとして表われていると思っている。今、銀行は顧客繋ぎ止めのために預金を投信にシフトさせる営業を積極化している。これまで長期金利が低位安定してきた背景の一つには、貸出低迷の中で銀行が預金で集めた資金の運用先として国債を購入しているという需給上の大きな支えがあったことも大きいと思う。今後、預金から投信へというマネーフローが変化して、この需給構造が崩れていく可能性がないのかどうか、この点も良くみておく必要があるのではないかと思う。それからもう一つの問題は、企業経営者が最近の株安から経済の先行き不透明感を持ち始めている点である。この二点だろうと思う。

次に経済・物価の見通しの問題では、国内の卸売物価指数の姿についてみると、供給の面からは構造調整の下で過剰設備の休止、人員削減は進んでいる。もう一つ技術革新の下での旧設備の陳腐化も進み、生産性の低下

もそれによってもたらされている。一方、ITを取り入れた生産性の向上も急速に進んでいる。これが入り乱れているのが供給面だと思う。需要面では、米国経済、東アジア経済の強さから来る輸出に支えられている局面であるし、それに民需の緩やかな量的回復の動きが加わってきている状況である。こういう供給と需要の動きの中で、需給からくる物価下落の動きは終息しつつあるとっていいのではないかと考えている。従ってリスクは米国経済の減速、東アジア輸出の減、それから在庫調整だろうと思う。それからコストの面からみると、新技術、新商品による価格低下傾向は、構造改革の中で引き続き見逃せない。しかし、当面第一ラウンドは一巡したと考えている。この点でのリスクは、国際商品価格の下落、輸入価格の下落、円高傾向の中で内外価格差を意識する国際競争力コストを反映した価格下落の動きが一番のリスクである。もう一つは原油高の影響で、これはむしろコストが上がる方のリスクになる訳だが、この二点がリスクと思う。消費者物価の方は豊かな国民生活の行方を考えた場合、日本の物価は高いことは否めない事実である。内外価格差縮小の動きは、IT、ネット経済の下で物流、流通を中心に価格引き下げ圧力として、なお続くとみざるを得ない。以上申し上げたような点を踏まえて金融政策判断としては、現行の金融市場調節方針を継続することにしたいと思う。民需の自律回復の道筋はみえてきたが、経済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思う。また、わが国経済が不確実性を抱えている中で、引き続き本行は金融市場で流動性がいつでも確保出来る状況を担保する金融調節スタンスを継続することが重要だと言える。

速水議長

それでは武富委員お願いします。

武富委員

足許の景気の特徴点を改めて簡単に申し上げたい。景気が回復局面に

入ってもう1年半以上になる。目先もこの回復傾向が直ちに途切れるだけの証拠もない。従って今回の景気回復はそれなりの持続性は持っていると思う。ただ、いかにも弾みが足りないことも特徴だろうと思う。今回の景気回復はそういう意味で何かと注釈付きの回復になっている。例えば回復の内容は専ら数量ベースの回復である。この数量も需要サイドが業態間でシフトするような回復である。あるいは大企業中心の回復だとも言える。国内では全国展開して生産・販売活動をしている、あるいは供給調達構造をグローバルに展開している企業を中心に景気が回復している。逆に言えば地域の小さい商圈を相手にしている企業は必ずしも回復感がない。別の言い方で言えば、情報・通信を中心にした回復である。そういう特徴の一部に何か変調があるかどうかは先行きの「リスク評価」に繋がると思う。まず先行きについて何か変化を起こすとすれば、一つは心理であろう。市場心理、企業家マインド、そして消費者心理である。この中でも今、市場心理が株価の軟調に代表されるように先行きに関して経済実態以上に弱気化している部分がある。今回の回復の特徴は、数量ベースの数字を取れば相当高い水準での経済活動であるが、これを受けた市場、企業、消費者の心理状況は、昔に比べるとかなり慎重だと思う。そのことが弾みはないが持続性はあるという足許の特徴にも繋がっていると思う。例えば、企業が先行きの需要を昔のように強気に読んで、高めの生産活動をしているかといえばそうではない。需要に少し陰りがあるとすぐ生産調整をする。そのことが片方からみれば弾みがつかないことになるし、もう片方からみれば持続性を持てる——仮に調整があったとしても踊り場的なことで済む——展開になっているようである。リスクとしていうと、既に指摘されている原油高や米経済の減速、あるいはそれを反映した米株価の調整、ユーロ安は、既に表に出ている誰にでも分かり易いリスクである。それについては世界中の政策当局者はもちろん企業家も承知しているし、マーケットもよく承知している。消費者もそのことは認識していることだから、これが先行きサプライズになって何か経済に大きな変調を起こすかということその蓋然性は少ない。既に相当程度織り込まれていると思う。前にも申し

上げたように、経済の内側の見え難いところからリスクは出てくる訳で、一つはよくある需給のアンバランスである。需要を強気に見込んで生産し過ぎ、あるいは設備投資し過ぎることである。特に半導体絡みにはそういう懸念が今持たれている節があるが、これについては先程申し上げたように、需要に対して割と手堅い読みをしている。供給側がユーザーとよく話をして、見込み需要に対して生産することが比較的少ない。半導体もユーザーから色々な仕様等を肌理細かく聞いて、既にユーザーを確保している。それから建設投資等も大きい循環があり得るが、今の商業ビルなどの着工をみても、一応前の悪しき経験の反省の上に立って、テナントを確保してから商業ビルを建ち上げるようなことをしており、今弾みが見つからない経済状況の裏にあるプラスの面が効いている。経済の内側の見込み違いからくる大きい変動——需給がアンバランスになって色々なものが軟調になっていく過程——が、昔ほどめりはりのある形で表面化しないで済むと思う。これはリスクには違いないがリスクの出方が軽微なうちに巧く摘み取られる可能性もあると期待したい。今の経済主体の心理には、弾みが見つからない経済に弾みをつける対策を切望する部分もあるかもしれないが、大事なのはそのことよりもへまをやらないことだと思う。経済外的な要因についても、消費者態度の民間調査をみると敏感に反応する。三宅島の噴火などに対しても反応して、支出意欲が慎重化するようなこともあるので、マイナスをなるべく出さないことが大事で、これは政策としてもそのように臨むべきだろうと思う。

最後にリスクとして私自身が念頭に置いているのは、潜在的なものではあるが、原油高から始まるアメリカ経済の景気減速や、ユーロ安といったところである。この中で基軸通貨のドルが先行きどのようなビヘイビアになるか、日本の経済を考えると、ドル/円がどうなるかが一番心理的にも肉体的にも効いてくると思っている。そういう意味では、相当アメリカ経済を分析する必要があると思っている。仮説的にはユーロが今のように弱い状況なので、その分相対的にドルが強い。先行きアメリカの対外債務のピークアウト感が、不幸にしてなかなか出てこないような時は、かつてで

あればドル暴落のシナリオを考えなければいけなかったが、ユーロが弱いことで、ドルが相対的に安定する可能性がある。それから、今日本だけでなく世界経済を動かしているのは情報・通信のような分野だとすれば、アメリカの現状における比較優位が為替市場でもポジティブに受け止められることがあろうかと思う。こうしたことからドルについては引き続き最大限の注意が要ると思うが、ポジティブな側面からみれば何とかコントロール可能なのだろうと思うし、そうあって欲しい。そういうことで、今はまだ経済に弾みがついていない。リスクを強調する必要はないが、先行き内外に亘って経済の内側から出てくるリスクは、十分有り得ることから考えると、この段階で政策がへまをしないという先程の表現を借りれば動かないことがベスト・チョイスであり、今の金融政策継続が宜しいかと思っている。

速水議長

では次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

前回の決定会合後に出てきた経済指標としては、私は生産が本年度前半に続いて10～12月期も比較的高い伸びを続ける見込みがはっきりしてきたことが大事だと思うし、これはこれまで私共が考えてきたような製造業中心の緩やかな景気回復が続く基本のところと比較的しっかりしていることのエビデンスと受け止めている。他方でより注意深く分析しなければいけない動きも幾つか出てきたと思う。大体既に言われていたことであるが、一つはアメリカ経済のスローダウンが少なくとも7～9月期については現実のものになってきたことがある。二つ目には日本を含め世界的な株価の調整が起きてきたこと、これら二つがこれからの日本経済にどう影響を与えるのかよく分析する必要があると思う。三つ目にCPIの下落幅が若干拡大していることである。こういう下落が一時的なものなのかどうか、CPIの下落幅がもし拡大していくような場合にはそれは引き続き

企業収益の回復と両立し得るものなのかどうかを綿密に分析していく必要があると思う。これらについて私自身はまだきちんと判断できる状態ではなく、今後の調査統計局その他の分析に期待したいと思う。今のところこういう幾つか留意すべき動きは出てきたが、景気の現状、見通しについて判断を変えるほどのことはないと思っている。

それから、展望とリスクについてであるが、今年度下半期から来年度を展望した場合、まだダウンサイド・リスクの方が大きいと思うし、そういうバランスの取り方は良く書けていると私は思った。やはり一番大きいリスクは世界経済の環境がここ1、2年これ以上なかなか望めないような良好な状態にあった中で日本経済はせいぜい2%前後の成長に止まっている。しかも回復に裾野の広がりがなかなか出てこないのが現実だったと思うので、こういう時に世界経済のスローダウンが起きてくると、日本経済の成長の行方にとって最も大きなダウンサイド・リスクになるのではないかと思う。アメリカ経済の何がしかのスローダウンは、私はこれ自体、アメリカの政策当局が持続的な経済成長を実現していくためにいわば目指してきたことが起きてきたのだと思う。従ってスローダウンしてきていることよりもこれが下方にオーバーシュートする可能性がどれくらいあるのかの方が重要ではないかと思う。もしオーバーシュートしていくようなことが起きそうなリスクが強まってくれば当然政策的な対応が取られると思うので、そういう結果まで含めて考えるとアメリカ経済の前途はまだまだ私は見通しが難しいと思う。ただ、政策当局からみてこれまでの極めて高く持続不能なほど早い成長から、もう少し持続可能なところに成長率がスローダウンしてくるだけで、様々なマーケットにおける期待の修正がかなり大きく起きてくるはずであるから、それに伴う若干の混乱めいた動きはあるかもしれないし、それも含めて米国経済の動きは留意しておくべきだろう。幾つかの市場の反応の中で、先程田谷委員あるいは武富委員が言われた為替の動きも一つ重要な側面になると思うが、これはなかなか書きようがないなとも思う。一つは中央銀行のポジションからして書き難いことがあるし、もう一つはアメリカ経済がもし本格的にスローダウンした場

合にそれは当然ユーロ経済、日本経済、アジア経済に対しても影響が及ぶ訳で、その過程で影響が及ぶ方のスローダウンがより大きく出れば、アメリカからの資本流出は余り起きない可能性もある訳で、結局そこは行ったり来たりしながら余り大きく動かないのか、それともかなり大きなリアライメントが起きるのか、何とも言えない。そういう実態認識についての難しさも含めてなかなか書き難い気がする。

それから先行きのリスクでは、世界経済のほかに金融システムによる構造問題がまだ解決できていないところに脆弱性を抱えたままの景気回復である要因があると思う。やはりショックに弱い状態が続いていると思うし、金融システムの方からはなかなか成長促進的な力が働き難い状況が続いている。当然その対極においては企業セクターの内部においてバブルの後始末が完全には済んでいないという構造問題を抱えた景気回復になっている訳である。これは書かれていないし、書く必要も必ずしもないと思うが、来年度以降を考える場合は財政バランスの問題が頭に置いておくべきポイントだと思う。私自身は財政についての長期的なビジョンをなるべく早く示しながら、しかし短期的には現実の経済の動きをみてグラジュアルな変化を遂げるのが望ましいと考えるが、ここについての国民的なコンセンサスがないうし、このまま国債残高が早いペースで増え続けている状態がなかなか直らない場合に、マーケットでどのようなことが起きるのか必ずしも予測の限りではないリスクがある。様々なリスクを抱えながらの景気回復であるから、当然そちらサイドのリスクの方が大きい書き方になるべきだし、現になっていると思うが、しかし標準的なシナリオを考えると、緩やかな経済の成長が持続する可能性が強いと思う。

見通しの数字を公表するに当たって、期間の取り方が短すぎるとの指摘が複数の方からあり、それはそのとおりかもしれないが、今回は初めての経験でもあるので、ここは走りながら考えれば宜しいのではないかと思う。なかなか数字の幅をつけ難いと植田委員から指摘があったが、実際に出てきた数字をみると残り半年間をどうみるかに限定されている割には結構数字のバラツキが出てきている感じもする。どういう見通しのタイムSPA

ンがいいのかは経験を積みながら考えていきたいと思う。

当面の金融調節方針については、現状維持で宜しいと思う。以上である。

速水議長

最後に藤原副総裁願います。

藤原副総裁

金融経済情勢については、景気は緩やかに回復しているとの前回の判断を変える必要はないと思う。実体経済指標からみると、先週公表された生産統計は引き続き企業部門の好調を裏付けている。一方家計部門については、百貨店、チェーンストアなどの販売統計は総じてみれば低迷基調が続いている。ただこの夏のボーナスが結局は若干のプラスで着地したことは、所得環境についてのこれまでの判断を補強する材料だとは思う。その間の金融情勢をみると、各種の企業金融関連DIや10月の貸出動向アンケート調査等によると、ゼロ金利解除後も企業金融は緩和された状況が続いていると判断してよいかと思う。しかし気掛かりなのは各委員からも指摘のあったとおり、内外の株価動向である。アメリカの経済指標は緩やかな減速の兆しがみられる程度であるし、物価は安定しているようである。その限りではアメリカ経済は多くの論者が望んでいたはずのソフトランディング路線を歩んでいるようにも見て取れる。一方日本はどうかというと、企業収益の動向等からみて株価が感応するファンダメンタルズに変調を来している訳ではないと思う。こうしたことからみて取り敢えずはIT分野の先行きに対する過度の期待が修正されているのだと思う。しかしこれ以上内外株価の低迷が続くようだと、そこに経済の先行きに関する重要な情報が含まれている可能性もあるので、十分心してみていく必要がある。

次に「経済・物価の将来展望とリスク評価」について若干申し上げる。まず委員の大勢見通しは成長率、物価上昇率とも私自身のイメージと近い結果となったと思う。全体としては物価の安定の下で緩やかな回復の姿と整合的な数字であると思う。先行きのリスクでは在庫循環や資本ストック

循環といった循環メカニズムから自律的に景気にブレーキが掛かってくる可能性は今のところ低いように思われる。こうした中で考え得る景気のダウンサイド・リスクはまず第一にアメリカ経済の失速や資本市場の動揺といった海外要因が挙げられる。こうした点からアメリカの株価やユーロ、原油価格の動向などについて引き続き注意深くみていく必要があると思う。第二に念頭に置いておくべきリスクは、やはり金融機関や企業の経営破綻といった一種のイベントリスクである。いわゆる構造調整圧力は基本的には緩やかな回復の「緩やかな」という部分に織り込まれているはずである。問題はそうした構造問題が具体的な形で突発的に表面化した場合に企業や家計のコンフィデンス、あるいは金融資本市場などに与える影響がどうかである。

以上申し上げたような点について、将来展望とリスク評価の文章は過不足なくカバーしていると思うが、技術的な「てにをは」修文の点については、後の検討段階で述べさせて頂く。

最後に当面の金融政策運営については、先程述べたような金融情勢判断を踏まえて現状維持、すなわち現在の緩和的な金融環境を維持し、景気回復をサポートしていくことになるかと思う。以上である。

速水議長

それでは、金融経済情勢、経済・物価の将来展望とリスク評価、そして金融政策運営について今皆様のご意見を承ったが、追加的な意見、議論がありましたら、ここで発言頂きたい。

ないようであれば、ここで私の意見を述べたいと思う。

まず景気の現状認識については、私も前回会合での認識から基本的には変える必要がないと思っている。実体経済の指標は昨年からの経済の改善傾向という大きな流れがしっかりと続いていることを示していると思う。鉱工業生産や第三次産業活動指数が増加基調を維持していることや雇用・賃金が改善に向かっていることなどはこうした判断を支える有力な材料だと思う。ただ何人かの委員から指摘があったが、ここ2か月位の間

海外で幾つかの不安な情勢が出てきている。私も先週G20 会合のためモンテリオールへ出張した際、20 か国の大臣と総裁方と意見を交わした。大臣・総裁方だけで話し合った訳であるが、ここへきてアメリカ経済が少し変調をきたしているとの心配が皆の頭の中にあると感じた。一つにはアメリカの経常収支赤字が2千億ドルに届きそうだと聞いたことがはっきりしてきたことがある。これはGDPの恐らく4%を超える規模であろうが、どうやってファイナンスがついていくのか皆心配し始めている。そういう問題もちんちん出始めてきており、国際通貨危機といったようなことを頭に置き始めているのではないかと感じた。日本はその点80年からずっと経常収支は黒字で、年間でGDPの2~3%の黒字が続いている訳であるから、私は黙って皆さんの意見を聞いていた。この辺も一つの変化かもしれない。今度の場合は中国やインド、中南米とかロシア、豪州、サウジアラビアといったG7のアウトサイダーに当たる国々がどういう気持ちを持ってアメリカ経済、あるいは世界経済の流れをみているのか食事をしながらフリートキングをした。その内容を申し上げる訳にはいかないが、そういう話を聞いていて私が感じたのは、不安要因が三つ程あることである。一つは中東情勢が先行き不透明で、これがどこまで発展していくのか分からないこと。二つ目は海外では原油高の影響を受けている日本以外の石油消費国はそう簡単に原油価格が下がるものでないとの見方を持っており、石油消費国の物価に悪影響があること。もう一つは8月31日をピークにニューヨーク市場の株価が下がり始め、それに海外主要株式市場の株価が低下し追随していることである。これは日本も同様であるが、この三つのことはこの2か月くらいで起こった新しい不安要因ではないかと思う。日本でもここに来てアジア向けを中心に輸出が幾分減速していることとか、ユーロ安がこれからどう展開していくのか、といったことが問題であろうかと思う。こういうことに注意を払っていく必要がある。また、日本の株価については、年初来の最安値圏にあるが、こうした株価の動きが金融市場、あるいは企業会計、そして消費者心理にどのような影響を与えていくか、今後の実体経済に与えるインパクトを考える必要がある。

先程申し上げたようにハイテク・バブルの調整が少し前倒しで起こっているのだと楽観していいことなのか、もう少し今後の動きをみていかないと分からないと思う。

次に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」についての意見を申し上げたいと思う。私の見通しは来年度にかけて海外に特別の異変が生じたりすることがない限り、日本経済は民間需要主導の緩やかな自律的回復の下、構造改革が進み、その間に倒産やリストラなど若干の波が起こるかもしれないが、方向としては緩やかな回復を維持できるものと思っている。国民の間には構造調整や負債調整の圧力、あるいは将来の財政運営や社会保障の姿など、様々な不安感があるが、そうした中にあっても経済の前向きの循環メカニズムは働いていくと思う。確かに企業のリストラはなお道半ばであるので、経済全体の改善の恩恵が企業から家計に伝わる速度は通常よりも遅いと思う。このために景気回復のパターンは企業先行、家計遅行の形を続ける可能性が高い。しかし情報関連を中心とする企業活動が業種や規模を超えて徐々に広がり、そうした恩恵が家計にもさらに伝わっていけば、景気回復がより確実なものになっていくと思う。従って当面は展望ペーパーでも触れられているような先行きのリスクに十分な目配りをしながら、今申し述べたような形で景気回復力が強まっていくかどうか、情勢を点検していくことが適当と考えている。そし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。

なお本日の会合で「経済・物価の将来展望とリスク評価」を決定して公表するに際しては、次の二つの点を対外的に分かり易く説明していくことが大切だと思う。一つは、この標準シナリオはあくまでも日本経済が民間需要主導の緩やかな回復を続けるというものである。ここで述べられているリスク要因は、実現する蓋然性は今のところ低いかもしれないが、潜在的な影響が大きいので、注意してみいく必要があるという位置付けと理解している。このような標準シナリオとリスク評価の二つの関係をバランスよく説明していく必要があると考える。第二には、政策委員の見通しは各委員が想定された経済の先行きの姿を参考までに数字で表現したもの

であり、目標ではない。その意味でもこうした数字が一人歩きすることのないように説明していくことが大切だと思う。私からは以上である。

これまでの討議を踏まえて、追加的な意見、議論がありましたら、ここで自由に発言頂きたいと思う。また数字について委員の中でこれまでの議論を踏まえ既に提出している経済・物価の政策委員の見通しを改めて出し直したい方がありましたら、昼休みの間に増淵理事まで提示頂きたい。

何か追加的な意見なり討議はありませんか。

ないようであればここで昼食に入りたいと思う。それでは午後 1 時 15 分から再開させて頂く。

(午後 0 時 28 分中断、午後 1 時 18 分再開)

速水議長

それでは引き続き決定会合を続けたい。議案の取り纏めに入る前に、政府から出席された方々にご意見がもしあるようであればどうぞ。

原口大蔵省総務審議官

本日の政策決定会合の開催に当たって宮澤大蔵大臣に代わり一言申し述べさせて頂く。まず、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、予てから申し上げているとおり、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くのかどうか、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 13 か月連続で前年比マイナスとなっているほか、GDP デフレーターも前年比マイナスが続いている。なお、原油価格の高騰や内外の市場の動向が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。

このような状況の下、政府としては、公需から民需への円滑なバトン

タッチに万全を尽くし、景気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るとともに、わが国経済の 21 世紀における新たな発展基盤の確立を目指すため、先般「日本新生のための新発展政策について」と題する経済対策を取り纏めたところである。現在、この経済対策を踏まえて、平成 12 年度補正予算の編成に取り組んでおり、11 月 10 日前後を目途に国会に提出したいと考えている。本対策に関連して、予算措置が必要となる金額は約 3.9 兆円となる。対策関連の財源としては、11 年度決算剰余金全額を活用するため、特例法を提出して約 1 兆円を確保するほか、12 年度の税収補正については、今後さらに精査の必要はあるが概ね 1.2 兆円、交付税分を除いて概ね 0.8 兆円を見込み、この両方で足らざる部分について概ね 2 兆円の国債を全額建設国債として発行することを考えている。

今回の経済対策に盛り込まれた諸施策を政府が実施することと併せて、日本銀行におかれては、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。政策委員各位におかれては、ご審議に当たり、以上申し上げた政府の経済財政運営の考え方等について、ご理解を賜りますようお願い申し上げます。

速水議長

調整局長は如何か。

河出経済企画庁調整局長

多少重複する所があるが申し上げます。最近の景気動向は厳しい状況をなお脱してはいないが、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はやや薄らいでいるものの、企業部門を中心に自律的な回復に向けた動きが続いていると認識している。しかしながら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ほか、倒産件数がやや高い水準になっており負債金額の増加も見られる。株価の下落が続いていること、またアメリカ経済の動向や原油価

格、為替相場などの下方リスクも考慮していく必要があると認識している。

先週の19日に政府は新たな経済対策——「日本新生のための経済新発展政策」と呼んでいるが、——を取り纏めたところである。今回の対策は、景気を自律的回復軌道に乗せること、また多様な知恵の時代にふさわしい未来型社会への出発点にすること、の二つを目的としている。このために時代を先取りした経済構造改革を推進する包括的な政策として、IT革命の推進、環境問題への対応、高齢化対応、都市基盤整備の重要四分野を軸とした日本新生プランの具体化策等を中心に盛り込んだところである。またこれと合わせて経済企画庁の経済見通しの見直しを行なって、本年度実質経済成長率を政府経済見通しの1.0%程度から1.5%程度へと上方修正した。

日本銀行に対する金融政策の要請は先程大蔵省代表から言われたので省略させて頂くが、この対策の中でも位置づけているので、宜しく要請をしたいと思っている。

また経済企画庁では先週の27日に発表した、新しい93年SNAに基づく平成7年基準のGDP統計について取り敢えず平成2年から10年までの数値を公表したところである。残る今年の4～6月期以降今年の7～9月については、7～9月期のQEを発表する時期に合わせて新基準で公表したいと考えている。以上である。

速水議長

何か質問、意見ありますか。

それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。先程の委員方による検討によれば、当面の金融市場調節方針については、「現状維持」の意見が大勢を占めていたように思う。そこで、私の方から、その旨の議案を提出したいと思う。他に正式に議案を提出されたいという方はいるか。

[中原委員より議案提出の旨表明]

それでは中原委員の議案と私の議案を配って読み上げて下さい。読み上げた後、中原委員には議案の説明をしてもらいたいと思う。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

それでは中原委員案から読み上げる。「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。」。それでは議長案である。「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。」。別添の対外公表文である。「平成12年10月30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。」である。

速水議長

それでは中原委員お願いする。

中原委員

提案理由の一つは物価の動向で、消費者物価指数（除く生鮮）、あるいは含んだベースでの全国、東京、それからGDPデフレーター、CSP I、いずれも一貫してマイナス幅を拡大している。東京についてはCPI（除く生鮮）で7月-0.7%、8月-0.8%、9月-1.0%、10月-1.0%と既往最大の下落幅である-1.0%をキープしている訳である。総合で見ても9月は-1.4%、10月-1.2%となっており、この9月の-1.4%はこの30年間で過去最大である。前期比についても同様に8月の-0.3%から9月は-0.5%とマイナス幅を拡大している。デフレーターについても昨年の1~3月期から本年の4~6月期まで-0.7%、-0.6%、-0.8%、-1.4%、-1.8%、-1.9%と6期連続のマイナスである。CSP Iも7月-0.7%、8月-0.8%、9月-1.0%と一貫してマイナス幅を広げてきている。

二番目に、依然としてデフレギャップが存在する点である。日本経済をマクロ的に見ると、オーソドックスな推計では依然一桁台後半のデフレギャップが存在している状況であり、4~6月期のQEの中身を見ても実質GDP+1.0%のうちの+0.9%までが公的需要であって、国内民需による成長が達成出来ていない状況ではさらなる金融緩和が必要である。

三番目に、経済の自律的な回復力が弱く、標準シナリオが崩れる可能性が高くなってきたことである。住宅ローンの年収対比の負担、あるいは負債残高の年収比の負担が大きな勤労世帯で所得環境等が脆弱である中、内外株価の下落が加わって消費者マインドがさらに悪化して、景気が失速する可能性が高くなった。また製造業の収益環境指数を作ってみると、低下傾向を辿っていて、先行き企業収益増による設備投資増が景気を牽引していく標準シナリオが崩れる可能性がかなり高くなったと思う訳なので、ここで量的な緩和に踏み切ってわが国の潜在成長率とみられている1.5~2%程度まで景気を加速して、これを一定期間キープすべきであると思う訳である。

最後に、マネタリーベース、マネーサプライの伸びが急速に鈍化するな

ど金融の量的な指標が縮小してきていて、株価が不安定になっているし、為替も依然として中勢円高傾向であると思われるので、昨年2月のゼロ金利政策導入時に徹底した量的緩和が株価、為替、長期金利等に有効だったということに思いを至し再び供給緩和によって实体经济への刺激を図りつつ、一段の潜在成長力への接近を試みるべきだと思う。

速水議長

それでは質問や追加的な討議があればお願いします。

特になければ、採決に移りたいと思う。中原委員案、議長案、の順に一つずつ採決することとするがご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[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

植田委員

田谷委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

それでは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である。

速水議長

それではただ今の議案は否決された。次に私の提出した議案について採決をする。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得た後、報告して下さい。

[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

篠塚委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

ただ今の採決結果をご報告する。賛成8、反対1である。反対は中原委員である。

速水議長

それでは賛成多数で可決された。中原委員は反対とのことなので、改めて反対理由を明確にしておかれないのであれば、どうぞ。

中原委員

簡単に申し上げる。一番大きな点は、内外の経済環境が変化してきており、企業収益の改善を軸に、それが設備投資およびさらに雇用者所得、家計へと流れていく標準シナリオが崩れる可能性がかなり高くなってきたことである。それから二番目は、物価が下落していて未曾有の深刻なデフレが続いており、現状維持では不十分である。三番目はかなりのデフレギャップが存在していて民需の自律的回復がこれまで十分に実現していないことから現行の金融緩和では不十分であることである。さらに四番目として金融の量的指標が収縮してきている中で現行ディレクティブでは不十分である。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、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、これを以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、厳に出席者限りとしてもらうので宜しく願います。

IV. 経済・物価の将来展望とリスク評価の採決

速水議長

次に、最後の「経済・物価の将来展望とリスク評価」の取り纏めに入りたいと思う。執行部は今朝ほど配付した「経済・物価の将来展望とリスク評価」に記載されている政策委員の見通しに変更があるようならば、報告して下さい。

増淵理事

政策委員の見通しに変更がある。口頭で申し上げる。まず、政策委員の大勢見通しであるが、実質GDPについては変更はない。国内卸売物価指数が変更後は「0.0%～+0.1%」になる。消費者物価指数は変更はない。それから全員の見通しは、実質GDPが「+1.5%～+2.3%」に変更される。国内卸売物価指数については変更はない。最後に消費者物価指数であるが、「-0.1%～-0.5%」に変更される。以上である。

速水議長

宜しいですか。それでは、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表文の検討に入りたいと思う。先程のご議論を踏まえて公表文に特に付け加えるべき点、修正すべき点などがあれば、どうぞ。如何でしょうか。

田谷委員

幾つかある。2ページ目に「格付けを意識した財務リストラ」とあるが、これよりも「格付け等市場評価を意識した財務リストラ」と一般的な表現にした方が私はいい気がする。その同じページであるが、「来年度にかけては若干軟化する可能性がある」とあるのは、先程申し上げた点から、「来年度にかけては」は少し強い表現と思うので、例えば「今後若干弱含む可能性がある。」としてはどうかと思う。先程為替のことを指摘したが、確かに為替、ユーロといった言葉で表現するのは難しいかもしれない。そこで、4ページ目の第一パラグラフの「第3に」とあるところで例えば「国

際的な金融資本・為替市場の動き」と「為替」という言葉を入れてはどうかと思う。それと平仄を合わせるために、5行目も「金融資本・為替市場の変調を」と入れてはどうかと思う。別途パラグラフを設け書き下すことも考えたが、少し難しいのだろうと思う。

速水議長

4 ページのどこを修文したいのか。

田谷委員

4 ページ目の上から2行目に「国際的な金融資本市場の動き」と書いてあるが、ここに「為替」という言葉を入れてはどうかと思う。この「金融資本市場」には広い意味では為替が入っていると思うが、今のユーロの状況などを考えると、言葉として入れておいた方が良いと思う。先程の議論を聞いていても4、5名の方が触れていたなので、入れてはどうかと思う。

速水議長

「金融為替資本市場」ですか。

田谷委員

「金融資本為替市場」か「金融為替資本市場」のどちらでも良いと思うが。

後は「てにをは」である。

速水議長

「てにをは」も言って下さい。

田谷委員

4 ページ目の一番下から2行目で、「今後、例えば、景気回復テンポが予想を下回ることを契機に、これらの問題の存在が意識され」とあるが、

当然意識されている訳で、「より意識され」と書いた方がいいような気がする。ついでなので最後に5ページ目の下から2行目に「そうした状況で」とあるが、「そうした状況のもとで」の方が語呂がいいような気がする。以上である。

速水議長

他にあるか。

篠塚委員

私もマイナーなことで恐縮であるが、私はまず標準的な将来展望を打ち出す時には、必ずその前提を述べるのではないかと思う。そうしてみると、この文章では3ページのリスク評価になって初めて世界経済について「上記の展望は、世界経済が若干減速しつつも安定的に成長することを前提としている」と出てくる訳である。これは一番最初に置いておくべきではないかと思うので、1ページにこれを入れることとして「今年度から来年度にかけてのわが国経済の基本的な動きを展望するに当たっては、世界経済が若干減速しつつも安定的に成長することを前提としている。そのうえでわが国は」と、世界経済の見方に関する前提をまず一番最初に置いたら如何か、というのが一番先の問題である。

速水議長

それは先程の3ページの文章のままで宜しいのか。

篠塚委員

このままにするかどうかは別として、世界経済に関する前提が後から出てくるので、前の方に持ってくるような修文を提案したい。二番目には、リスク評価の書き出しについて、全体的に前半は下振れるリスクについて書いて、後半で上振れるリスクという言い方をしているので、下振れることについては、「以下、下振れる要因リスクについて」と書き出した方が

いいのではないかと思う。具体的には、3 ページ、リスク評価の真ん中の段落辺りで「以下、下振れるリスクについて述べる」とか書いてはどうかという感想である。

最後は5 ページの政策委員の見通しの数値の公表で、すごくマイナーで恐縮なのだが、消費者物価指数をマイナスで表わす時のレンジの書き方としては一番の弱気の人から一番強気の人を表わすような書き方をしているのではないかと思ったので、消費者物価指数は「-0.4%~-0.2%」と表わしてはどうかと思う。以上である。

中原委員

それは趣味の問題ではないのか。

篠塚委員

趣味の問題かもしれない。

速水議長

ほかに。どうぞ。

藤原副総裁

私は趣味というより語感の問題で幾つかある。1 ページの上から6 行目「また、暫くは企業部門先行・家計部門遅行の回復パターンを辿るものと予想される」とあって、前から読んでくると、接続詞で「また」と来るとトーンが変わるような感じがする。よくよく見るとこの主語は「景気回復」であるから「また」の主語は「景気回復のパターンが」になるべきだと思う。そこで、「また、景気回復のパターンは暫くは企業部門先行・家計部門遅行の姿を辿るものと予想される」ないしは「遅行の経路を辿るものと予想される」としたらどうかと思う。ここは「姿」でもいいし「経路」でもいい。つまりパターンのことをその前まで拡大は期待し難いと言って、今度はその景気回復の「形態」と「様相」を描写するところなので、そう

いう表現が適当と思う。こだわらないが。

3 ページ、上から 2 行目の「ゼロ近傍」は何か、この表現で一般的なイメージが定着しているものならいざしらず、「ゼロ近辺」でどうかと思う。これは 1 年に二回リスク評価を世に発信するものなので、分かり易くスムーズに読まれるものであった方がいいと思うので、こういう些細なことにも最初はこだわっておいた方がいいかと思う。それから先行きの経済・物価情勢に関するリスク評価、7 行目の文章で「このように日本経済の先行きについては、相対的に蓋然性の高い標準的なシナリオとして、物価安定のもとで緩やかな回復が続く可能性が高いと展望し得る」とあるが、「相対的に蓋然性の高い標準的なシナリオ」という表現はただ単に「日本経済の先行きについては、標準的なシナリオとして」だけでいいのではないか。蓋然性は次の「しかし、金融政策運営に当たっては、蓋然性は低いとしても」という文言があるので、そこで分かるのではないかと思う。

速水議長

「相対的に蓋然性の高い」を削るのだね。

藤原副総裁

はい。それから、数行下の「この点で留意すべき要因としては、第 1 に世界的な IT 需要の帰趨が挙げられる」は帰趨でもいいが、「動向」ではどうか。

中原委員

しかし、「帰趨」と「動向」では意味が違ってくる。

藤原副総裁

「帰着点」という意味での「帰趨」ですか。後は語感なので議論がもしあれば後程。それから 4 ページ「上述のような IT ブームやそのもとでの成長期待の強気化があるとすれば」とあるが、「強気化」という言葉が少

し私にはなじみがない。そこで「上述のようなITブームやそのもとでの過度の成長期待があるとすれば」とか変えて、その次の「そうした期待の修正が起きた場合」の「修正が起きる」も表現として違和感があるので、「そうした期待が修正された場合」とした方が素直と思う。そのページの真ん中辺りに「しかし、そうは言っても、これらの影響が短期的に強まる状況も可能性としては意識しておく必要がある」とあるが、「これらの影響が短期的に強まる可能性も意識しておく必要がある」とした方がいいのではないか。

速水議長

「強まる可能性も意識しておく」とする訳だね。

ほかにあるか。

篠塚委員

一つ3ページ目の見出しだが、「先行きの経済・物価情勢に関するリスク評価」とあるのを、タイトルとして最初の「経済・物価情勢の将来展望」に関する「リスク評価」なので、私は「先行き」ではなく「経済・物価情勢の将来展望に関するリスク評価」の方がいいのではないかと思う。以上である。

速水議長

ほかにあるか。それでは始めから一つずつ意見を聞いていく。もし反対、あるいはこの方がいいという意見があれば明確にしてもらいたい。

最初のページ、「今年度から来年度にかけてのわが国経済の基調的な動きを展望するに当たり」に続けてここで3ページに入っている「世界経済は若干減速しつつも安定的に成長することを前提としている」を入れる点である。

中原委員

執行部も何か意見があったら言ったら良い。

増淵理事

ここで文章を切る方がいいとするならば、私の個人的な感じとしては、「展望すると」とした後にこの「世界経済が若干減速しつつも安定的に成長することを前提とすれば」としてはどうか。

篠塚委員

それでも勿論いい。とにかく「前提」を前に持ってきて欲しい。

雨宮企画室企画第1課長

その場合、これ以外のリスク評価のところではそのリスクが起きないことが全て前提になっていると思うが、そのうち「世界経済の持続的な成長」だけを前に持ってくることに何か強い意味を込めるかどうかの判断に関わると思う。一応リスク要因として、世界経済の問題と国内的な問題とを幾つか指摘している訳で、厳密に論理的な対応関係を考えると世界経済の持続的な成長も前提にすることになってしまうような気がする。

三木委員

ここは日本銀行としての将来経済展望を述べる一番大事なところである。それにこういう大きな前提条件を付けて、こういう前提で行くならこうだと述べるのは主張を弱めるのではないかと思う。むしろリスク評価の中できちっと出ている話ではないのか。

増淵理事

色々リスクはあるが、そのリスクも評価したうえで、標準的なシナリオとして凝縮すると最初の2行になるというのが蓋然性の高いシナリオであるとの評価なのだと思う。

三木委員

今までの議論の中でも、緩やかな景気の回復について大方の意見として、ここに記述されている方向に考えた訳である。この文章はある意味でトップタイトルである。だからそれに前提を付けるのは少しおかしいと思う。

篠塚委員

世界経済だけ取り出してくるのはおかしいとのことであるが、私は3ページには「上記の展望は世界経済が若干減速しつつも安定的に成長することを前提としている」と書いている訳なので、この文章が全体の「展望」に関わるのであれば前にきちんと置いた方がいいのではないかというそれだけのことある。

増淵理事

いやこれはリスクを述べていくための頭出しの文章の積もりである。次への繋ぎである。

武富委員

だからこのままで良いのではないか、元の文章でいいと思う。

[多数の委員よりこのままで良いとの声]

速水議長

ではこれは原文どおりにする。

第1パラグラフの最後の「また、暫くは」のところを「また、景気回復のパターンは暫くは企業部門先行・家計部門遅行の経路を辿るものと予想される」とするものである。これはこの方が素直かもしれないと思うが、どうですか。

田谷委員

「経路」よりも「姿」の方が合う。私は語呂が良いと思う。

速水議長

その方がいいですか。皆さん。

[多数の委員より賛意を表明]

雨宮企画室企画第1課長

私の方で一旦読み上げるようにする。「また、景気回復のパターンは、暫くは『企業部門先行・家計部門遅行』の姿を辿るものと予想される。」。

速水議長

いいですね。それから2ページの「格付けを意識した」を「格付け等市場評価を意識した財務リストラも企業の借入返済を促す一因となっている。」とするという点がある。この方が正確かと思うので、これで良いか。それではこれで。

雨宮企画室企画第1課長

「また、これに加えて、格付け等市場評価を意識した財務リストラも…」後は同文である。

速水議長

それでは、次に下から二つ目のパラグラフの最後の「技術進歩による機械類等の趨勢的な価格低下の影響は強く、今後、若干弱含む可能性がある。」で切るという点である。「来年度にかけては若干軟化する可能性がある。」というのを「今後、若干弱含む可能性がある。」にするものである。この「若干」は内容に関わるな。どうか。

中原委員

どこが違うのか。

篠塚委員

「来年度」を「今後」にするものである。この方が宜しいかと思う。

雨宮企画室企画第1課長

田谷委員の提案は要するに来年度に若干何となく非常にスペシフィックな物価低下率の幅をイメージしているような感じが出てしまうとの趣旨である。

田谷委員

本来はそのようにしたいが、それは議論していないことであるし、大勢意見を纏めてもいないので少し言い過ぎではないかと思う。

三木委員

田谷委員の意見の方が宜しいのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

それでは、「技術進歩による機械類等の趨勢的な価格低下の影響は強く、今後、若干弱含む可能性がある。」。

速水議長

それではそうする。それから、3 ページ二つ目のパラグラフ、「近傍」を「近辺」にする。「ゼロ近辺」この方がポピュラーか。

山口副総裁

まあそれでもいい。

篠塚委員

「近傍」は今までも使っていたのではないか。

田谷委員

今までもそこら中で使っていたと思う。

増淵理事

違いはない訳ですね。

中原委員

違いはある。「近傍」位の表現は高校の数学で学ぶだろう。

雨宮企画室企画第1課長

「近傍」と「近辺」は数学用語としてはもの凄く違う。

藤原副総裁

日銀では「ゼロ近傍」は違和感はないであろうが、世間の新聞紙上で今時「近傍」という言葉が使われているかどうか疑問である。

田谷委員

マーケット関係者はこういう言葉を使う。「近傍」とよく言う。

藤原副総裁

マーケット関係者か。マーケット関係者に「ゼロ近傍」の方が耳に入り易く、「ゼロ近辺」といったら日銀は何を示しているのかと疑問が湧くようであれば、これまで使い慣れた「近傍」でもよい。

雨宮企画室企画第1課長

これは人によって違うかもしれない。語感としては恐らく「近辺」の方がより広い感じではないか。

藤原副総裁

「近傍」はより接近している。

雨宮企画室企画第1課長

恐らくイメージとして本当に狭い範囲で、もしかしたら若干のマイナス程度かというイメージと思うが、ここは本当に語感の問題でもある。

速水議長

一般には余り使わないが、「近傍」の方が正確ということになるのか。

雨宮企画室企画第1課長

必ずしもそういうことにはならず、要は変わらないのではないか…。

山口副総裁

最近「近傍」は使っているのか。

雨宮企画室企画第1課長

物価安定の勉強会を始めた時に、幾つかの原則を立てるということで、ゼロ近傍原則と使っていた以外は、余り使わないかもしれない。

速水議長

日銀用語か。市場用語だと言ったではないか。

田谷委員

自信はない。「近辺」というともう少しブロードな感じはある。

雨宮企画室企画第1課長

そういうイメージはある。

藤原副総裁

関係者にある程度の幅をこの用語によって植え付けるのであれば、従来通りの意味合いの「近傍」にしておいても良い。そのうち世間が段々そうでなくなってきたら変えるとする。

速水議長

それでは原文どおりとする。

その次に表題を「経済・物価情勢の将来展望に関するリスク評価」とするのはどうか。

篠塚委員

最初の見出しをそのままに「経済・物価情勢の将来展望に関するリスク評価」としてはどうかというものである。

雨宮企画室企画第1課長

「経済・物価情勢の将来展望に関するリスク評価」で宜しいでしょうか。

速水議長

次に「相対的に蓋然性の高い」という部分を削って「日本経済の先行きについては、標準的なシナリオとして、物価安定のもとで緩やかな回復が続く可能性が高いと展望し得る。」とするのはどうか。

三木委員

「標準的な」からスタートさせるのが良いかもしれない。

藤原副総裁

私の意見はそういう意見である。「相対的に蓋然性の高い標準的なシナリオ」とそうではないシナリオとは何かとなるし、後ろの方で「蓋然性は低いとしても」と、蓋然性の上下について触れてある。

三木委員

藤原副総裁の言われるとおりがよいのではないか。世間一般の見方は、まず標準的なシナリオから始まるのが良い。

速水議長

それでは読んで下さい。

雨宮企画室企画第1課長

「このように、日本経済の先行きについては、標準的なシナリオとして、物価安定のもとで緩やかな回復が続く可能性が高いと展望し得る。」。

速水議長

それから「しかし、金融政策運営に当たっては、蓋然性は低いとしても、下振れ、上振れ両方向のリスクも念頭においておく必要がある。」ということが良いか。

三木委員

それで結構である。

速水議長

その次のパラグラフの最初の行の「世界的なIT需要の帰趨」を「IT需要の動向が挙げられる。」と「動向」にする方が良いか。

「動向」が良いですね。それからその前に「以下下振れる云々」を入れ

るのか。

篠塚委員

私がそれを提案したが、余りに下振れる要因が多く出てくるので、むしろ出さない方が良くかなと思直したので取り下げる。

速水議長

それでは次のページ、第3パラグラフの最初の「金融資本市場」に「為替」を入れたいとのことであるが、「金融資本」という時は為替は入るのだろうと思うが、特に入れておきたいとの意見だと思う。

雨宮企画室企画第1課長

もし入れるのであれば、「金融資本為替市場」というのは…。

田谷委員

全部「・」で繋ぐ。

増淵理事

一般に「金融資本市場」は「・」を入れずに使う。「金融資本市場、為替市場」ではないか。

雨宮企画室企画第1課長

そういう感じと思う。

速水議長

「金融資本市場、為替市場」か。それでもいい。

山下金融市場局長

マーケットでは金融・為替市場である。

雨宮企画室企画第1課長

キャピタル・マーケットも金融の中に入れてしまう訳か。「金融・為替市場」で如何か。

速水議長

「資本」は抜いて「資本」は「金融」に入れる訳か。

増淵理事

「金融・為替市場」としてはどうかというものである。

雨宮企画室企画第1課長

それで宜しいか。

[多数の委員が賛意を表明]

中原委員

「金融」よりも「資本・為替」ではないのか

速水議長

「金融・為替市場」とする。

それから二行目の「ITブームやそのもとでの過度の成長期待があるとするれば、」と「成長期待の強気化」を改めるものである。これは確かにこの方が良い。

雨宮企画室企画第1課長

それでは「過度の成長期待」で宜しいか。

速水議長

いいでしょう。ここを読んで下さい。

雨宮企画室企画第1課長

「期待が修正された場合」も先程の提案のとおりで宜しいか。それでは全部通して読む。「第3に国際的な金融・為替市場の動きが挙げられる。近年の世界景気の拡大に上述のようなITブームやそのもとでの過度の成長期待があるとすれば、その修正に伴って国際的な資本の流れが変化する可能性も意識しておく必要がある。そうした期待が修正された場合、わが国経済は海外経済や金融・為替市場の変調を通じた影響を受けることが予想される。」。

速水議長

宜しいですね。それでは「しかし、そうは言っても、これらの影響が短期的に強まる状況も」を「短期的に強まる可能性も意識しておく必要がある。」として良いか。

雨宮企画室企画第1課長

「これらの影響が短期的に強まる可能性も意識しておく必要がある。」。

速水議長

それから「これらの問題の存在がより意識され、不安感が拡大する可能性がある。」と、「より」を入れる。これも良いですね。

雨宮企画室企画第1課長

宜しいですか。「より意識され」。

速水議長

それから最後のパラグラフの下から2行目、「そうした状況のもとで原油価格が一段と上昇するような場合には、先行き物価上昇圧力が強まる可能性もある。」とするものである。「状況のもとで」の方が自然である。良

いですね。

雨宮企画室企画第1課長

これは平仮名で統一してあるので平仮名で表記する。「そうした状況のもとで原油価格が一段と上昇するような場合には、」。

速水議長

それから数字の書き方である。

篠塚委員

私は弱気から強気へと並べるイメージが良いと思う。

速水議長

GDPなどは良いか。

増淵理事

プラスは良いが、正直言って執行部としては若干迷った所である。別に決め手はない。

田谷委員

プラスも分からない。供給ショックでGDPが伸びると主張する人は、物価が下がってGDP伸び率が高まると答えるかもしれない。

篠塚委員

色々な評価を入れてしまうと分からなくなるので、数字を0を基準に素直に並べる方が良いのではないか。

武富委員

見た時にどっちが自然かという問題である。

篠塚委員

皆さんで決めて下さい。

山口副総裁

私は篠塚委員説に賛成である。

雨宮企画室企画第1課長

実は執行部でも議論になって、プラスとマイナスにまたがった時にどうするだろうかというところと普通-1~+1 だろうとなった。後片方が0になった時は-1~0 かなという人も出てきて数字を入れ替えるということで宜しいですか。

速水議長

入れ替える。

雨宮企画室企画第1課長

ではそれで正本を一応全部読み上げる。

読まなくても宜しいですか。有り難うございます。

速水議長

それではこれで決裁します。事務局は最終的な「経済・物価の将来展望とリスク評価」を持ち回って、委員から決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[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

採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1 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可決された。なお中原委員は反対とのことであるので、改めて反対理由を明確にしておかれるのであればどうぞ。

中原委員

四点ある。一つは概して楽観的なトーンであり、日本を取り巻く外部環境の最近の変化が十分に反映されていないと思う。特にアメリカ経済、株式市場の変調、東南アジアの株式、通貨の低迷に象徴される世界的な経済の減速傾向、あるいは半導体サイクルのピーク打ちなど、さらには日本株式の 1 万 4,500 円割れなどのファクターは日本経済の先行きの標準的なシナリオの下方修正を強く迫るものであり、その点十分に文章に書き込まれていない。

第二に、国内のデフレ懸念について「デフレ懸念」との言葉を使つての明示的な言及がない。さらにデフレ・リスクの方がインフレ・リスクより

も大きいことをはっきりメンションしていない。消費者物価、CSP I、GDPデフレーターがマイナスで推移し、あるいはそのマイナス幅を拡大しているのが現状である。そういった中で需給ギャップが緩やかに縮小してきているとはいえ、依然かなり大きいギャップが存在すると考えられる訳である。反面、文中では「物価面では、各種物価指数を総じてみれば、横這い圏内の安定的な推移を辿ることを予想される。」としているほか、文章の最後の部分で余り可能性の高くないインフレ・リスクまで強調しているのは問題であり、この部分は不要であると考ええる。

三番目の理由は、マネタリーベースの伸び率が現在のように低水準に推移した場合、株価、為替等に悪影響を与える可能性がある訳であるが、その点について書かれていないことである。

四番目に、販価の下落が企業収益にとって最も重要な問題であるにもかかわらず、物価動向をきっかけにして経済活動が抑制される可能性が小さいとしているのは甚だ疑問であることである。以上である。

速水議長

それでは以上で終わる。本件の対外公表については、明日10月31日火曜日、午前8時50分に行なう。なお本件は初めての公表であるし、外部の関心が大変高くなっているから、当然のことであるが発表までには厳に出席者限りとして、くれぐれも厳正な取扱いをお願いします。

V. 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11月17日金曜日に予定している。本日はどうも長時間ご苦勞様でした。

(午後2時27分閉会)

以上