

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年11月17日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 原口恒和 大臣官房総務審議官（9:00～14:44）

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長（9:00～14:44）

（執行部からの報告者）

理事

増淵 稔

理事

永田俊一

企画室審議役

白川方明

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

国際局長

平野英治

（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

内田眞一

企画室調査役

山岡浩巳

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)

本日はまず前々回会合の議事要旨を承認して頂き、続いて執行部から金融経済情勢に関する報告を行なう。その後月内一回目の会合なので、金融経済情勢に関する委員方の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府から出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決、最後に金融経済月報の基本的見解の取り纏め、という順で進めて参りたい。

政府からのご出席は、大蔵省から原口大蔵省総務審議官、経済企画庁からは小峰調査局長が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提とする。委員および政府からの出席の方々におかれても、そのことを前提にご発言頂くよう、宜しくお願いする。

II. 議事要旨（10/13 日開催分）の承認

速水議長

それでは最初に、前々回 10 月 13 日会合の議事要旨をご承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨に、ご異議ございませんか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお本議事要旨は、11 月 22 日水曜日の午後 2 時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

植田委員

田谷委員

中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

続いて、金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移りたい。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おう。増淵理事、山下金融市場局長からお願ひする。

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

まず金融調節面ではこの3週間、特に目立った変化はなかった。引き続きほぼ所要準備額に見合った3兆8,000億円前後の資金供給を着実にこなってきた結果、無担オーバーナイト物加重平均レートは月末月初を含めて一貫して0.24%から0.25%での推移となった。因みに一昨日で終わった10月積み期の加重平均レートは0.25%で着地している。株価の軟調持続の下で、金利先高感が一段と後退していることもあって、オーバーナイトレートや年内のターム物レートは極めて落ち着いた動きとなっている。

こうした状況下、当面の金融調節運営上の焦点は、年末越えの資金供給となる。私共では先般來說明しているとおおり、10月中旬以降年末越えのレート動向を睨みながら積極的な資金供給を行なってきた。その結果、年末越え資金供給オペ残高は、昨日段階で既に25兆1,000億円と昨年と同時期をかなり上回るレベルまで積み上がってきている。オペ手段別にみると、国債借入れと短国買現先が資金供給の中心手段となっている。ただ両者を比較してみると、短国買現先の応札パフォーマンスが今一つとなっている。例えばそれぞれのオペの応札倍率をみると、短国買現先は、このところ概ね1倍台での低調な推移となっている。これはRTGS移行を控えた担保需要の増大に伴って金融機関等の短国保有ニーズが特に強いことを反映したものと思われる。今後11月下旬以降、金融機関の年末越え資金調達が本格化してくると思われるので、年末越えレートに一段と上昇圧力がかかるリスクが大きいものと予想される。このため、持てる調節手段をフルに動員して必要な資金供給を機動的に行ない、オーバーナイトレートの適切な誘導とそれを通じたマーケットの安定確保に引き続き努めていきたい。

次にこの3週間における金融・為替市場動向をみると、日米両国での政局の混迷という新しいネガティブ・ファクターが加わったこともあって、株価が年初来安値圏でボラタイルな動きを示すなど全体として不透明感が強い不安定な展開となっている。この間の市場の動きで注目されるのは、株価が、米国株価、特にNASDAQに引っ張られる形で水準を切り下げる展開となり、そうした中で長期金利が低下傾向を強め昨日は1.765%とゼロ金利解除直後のレベルにまで低下してきていることである。これは株価の下落などから金利先高感が一段と後退していることを意味するものと思われる。ここに来ての特徴は、株式取引の出来高とか為替取引高が大きく減少し、それぞれのマーケットの流動性が低下していることである。その背景としては株価下落に伴う株式含み益の減少を受けた金融機関や機関投資家のリスク許容力の低下を指摘する向きが多くなっている。以下ではこうした株価下落の現状とその他の市場へのインパクトを中心にご

報告したい。日経平均、NASDAQの前回会合以降の動きを見ると、日経平均は10月30日の1万4,460円をボトムにNASDAQの持ち直しに引っ張られる形で値を戻し、11月8日には1万5,399円と10月中旬の水準に一旦回復した。しかしながらその後7日の米国大統領選挙が予想以上の接戦となって、その結果が早くても18日まで確定しない前代未聞の事態になった。こうした政治的混乱から先行き不透明感が強まる中で、NASDAQが急落し、13日には昨年11月以来の3,000ポイント割れとなった。日経平均もこれに連動する格好で値を下げてその後も年初来安値圏での軟調な推移となっている。こうした最近(11月6日以降)の本邦株価の下落を業種別にみると、NASDAQとの連動性の高い電気機器、通信、NTTデータなどを含むサービスがそれぞれTOPIXの下落幅である4.5%を上回る落ち込みを示している。また精密機器、その他金融などが7%を超える下落となっているのも目立っている。その背景を見ると、精密機器の場合にはユーロ安による輸出採算の悪化、あるいはデジカメとの競合によるカメラ部門の不振、その他金融の場合には個人の自己破産増加等による不良資産の増加が主な売り材料と言われている、米国株価の下落だけでなく国内要因もそれなりに効いてきている状況にある。最近のもう一つの特徴点は、市場流動性が大きく低下する中で海外投資家のプレゼンスが一段と拡大していることである。例えば、株式売買に占める海外投資家のシェアの推移をみると、この10月には37%まで上昇をみている。最近の海外投資家のネットの売買動向をみると、10月後半辺りから売り越し額が減少して、直近公表の二週では若干のプラスかゼロ位の形になってきている。海外投資家の対日ポートフォリオの調整はかなり進んできており、これ以上大きな売りはないといった見方もあって、外人の今後の動きが注目される。さて、市場参加者の株価の先行きに対する見方を窺うと、企業収益の大幅増加傾向の持続等を理由に1万4,000円から1万4,500円を底に緩やかに回復するといった見方が引き続き大勢となっている。実際Quick社の調査によるサーベイ結果では、毎月の株価の想定水準は下がってきているが、相場の方向自体は緩やかな上昇が見込まれている点は変

わっていない。また株価変動要因としては、11月調査では相場押し下げ要因として政治・外交要因と内部要因・市場心理が大きく、またプラスの幅が減少した格好の景気・企業業績の三つがマイナス寄与となっている。特に国内政局の混乱などの政治要因が最も大きなマイナス要因として意識されている。一方、相場の上昇要因としては、海外株式、債券のみが挙げられている。これは調査時点がNASDAQが一時的に反発を示した10月末であったことも影響していると思われるが、今の相場状況では海外投資家以外に基調を変えることの出来る主体がいないといったやや情けない市場の雰囲気を表わしているように感じられる。なお、注目の米国株価については、日本株との連動性が高いNASDAQのPERが、かなり調整が進んできたとはいえ依然歴史的にみるとかなり高い水準にある。これまでの株価の下落で上げ過ぎの調整が概ね済んだと言えるのかどうか、この点が当面の日本株の相場動向を左右する一つの大きなポイントとなるように思われる。

次にこうした株価低迷のその他市場への影響を見ると、まず第一に長期金利が弱含んでいることが挙げられる。例えば10年債流通利回りは、昨日1.765%とゼロ金利解除直後の8月中旬の水準まで低下している。12月限の先物価格も大きく上昇している。このように長期金利がここに来て低下に転じた主な背景として三点指摘出来る。第一はこのところの株価の下落や物価関連指標の弱含みが金利先高期待の一段の後退に繋がり、買い安心感に繋がっていること。第二には、補正予算等にかかる国債増発に関する情報が大蔵省から公表され、その後10月24日に行なわれた10年債の入札——これは2,000億円増枠して1兆6,000億円の規模であった——あるいは30年債の入札が無難に終了したこともあって国債の需給悪化懸念が一先ず後退したことである。例えば国債の市中消化額についての市場筋の見通しは、2001年度に関して夏時点では95兆円位が見込まれていたが、最近の見通しでは88~90兆円とかなり下方修正されており、こうしたことも需給悪化懸念の後退に繋がっている。第三の長期金利低下要因としては、ややテクニカルな要因であるが、RTGS移行に絡んだ国債の市場流

動性低下懸念の強まりから 12 月限の国債先物を買戻す動きが広がっていることが挙げられる。10 月 27 日以降のイールドカーブの変化をみると、超長期を除くと 7 年債のところが一番大きく下がっているのは、こうした国債先物価格の上昇につられて国債先物の受け渡し銘柄である 7 年債の価格が相対的に大きく上げているためと思われる。いずれにせよ、これまで株価の大幅下落にもかかわらず 1.8% 台で比較的安定的に推移してきた長期金利がここに来て一気に 1.7% 台中央まで低下した背景には、やはり株価やその背後にある企業収益等の先行きに対する債券市場の見方が下方に修正されてきている可能性が少なからずあると思われる。そうした観点から今後のレート動向を注視して参りたいと考えている。

株価下落の影響についての第二の注目点はクレジット・スプレッドの変化である。例えばトリプル B 格債の対国債スプレッドは、株価の大幅下落にもかかわらず引き続き拡大の兆しはほとんど窺われていない。ただ、信用状況の悪化が強く懸念されている一部の問題先企業のスプレッドは大きく拡大している。例えばゼネコン大手フジタの場合株価が最近 25 円まで低下してきているが、そうした状況の下で 9 月末以降約 700bp の上昇を示している。こうした非投資適格銘柄を入れた社債全銘柄の対国債平均スプレッドは、この間 9.3bp の上昇となっているが、そのうち上位三銘柄だけで 74% 説明出来る状況である。このところ一部ゼネコン株が 20 円ぎりぎりのところまで落ち込むなど、低位株の軟調が目立っていることからこうした信用懸念先の数が増加し、クレジット・スプレッドがさらに拡大する可能性もあると思われるため、今後の動向には引き続き十分注意を要すると思う。

第三のポイントとしては株価下落の短期金融市場への影響である。この点では、金利先高期待の一段の後退から期先の金先レートが低下していることが注目される。金先のイールドカーブの変化を昨日のカーブと直近ピーク 8 月 28 日のカーブと比べると期先のレートを中心にかなりフラット化してきているのが分かる。昨年 5 月がゼロ金利時代において金先のイールドカーブが最もフラット化した時のカーブであるが、期近分を除い

たカーブの形状が似てきた印象がある。なお短期金融市場における当面の焦点である年末越えレートの動きを見ると、本行の積極的な資金供給姿勢を眺めて、都銀を中心とする資金の取り手が比較的余裕を持って調達を進めているために、これまでのところ総じて落ち着いた展開となっている。ただ11月6日頃から一部都銀が年末越え資金の取りをやや積極化させてきているため、レートはこのところ若干強含みとなっている。例えばユーロ円出合いレート3Mは、11月2日まで0.52%の水準での推移となっていたが、6日以降上昇に転じ8日には0.57%を記録している。足許では簡保の大量資金放出もあってやや上昇一服の格好となっているが、都銀等が年末越えの資金調達を本格化させるのは11月下旬以降と予想されるので、問題はこれからになると思う。年末越えレート動向の詳しい分析については次回の11月30日会合で纏めてご報告させて頂く予定である。

最後に為替相場の動向について見ると、円/ドル相場は108円を挟んだ比較的狭いレンジで引き続きやや方向感に欠ける展開が続いている。これは日米双方での株価の下落、政局不安といったそれぞれの悪材料が相打つ格好となっているためである。足許では日本の政局の不透明化が嫌気されてやや円安に振れ一時110円台をつけているが、この数字になると輸出筋がドル売りを積極化していくため、当面は概ね106円から109円のレンジでの取引が続くとの見方が一般的である。この間ユーロの対ドル相場は11月に入ってECBの為替介入の実施もあって一時0.88ドル水準をつける場面もみられたが、欧米機関投資家等のユーロ売りから押し戻されてその後は0.86ドル前後でもみ合う展開となっている。ECBの為替介入前後の市場動向を整理すると、ユーロ/ドルのリスク・リバーサル動きは9月22日の協調介入時にユーロ・ベアからユーロ・ブルに大きく振れた後、10月下旬にかけて再びユーロ・ベア方向に向かっていた。その後、米国経済指標の市場予想比下振れに加えて介入が立て続けに実施された効果もあって1か月物は中立的なレベルに戻ってきている。しかし6か月物については介入実施にもかかわらず、ユーロ・ベアの程度にほとんど変化が見られないことから先行きについてはなお下値不安が根強く残っている

ことが窺われる。当面の為替動向を考えるうえでの注目点は米国の新しい大統領が誰になるかである。仮にブッシュがなった場合には、マーケットではブッシュ政権は協調介入に消極的との見方からユーロに再び売り圧力が加わる可能性があるともみており、この点には注意してみていく必要があると思う。

以上株価の動向とその影響を中心にご報告したが、今後の最大の焦点は米国株価の動向になると思う。そのリスクとしては、ユーロ、エネルギー、アーニングの三つのEが問題とされてきたが、これにエレクトリションが加わった四つのEがこれからどう展開し、それが不安定化の兆しを見せている米国の株価や金融市場にどのような影響を及ぼすのか、そして米国経済がソフト・ランディングに成功するのかがどうかにかマーケットの関心は集中してきていると思う。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

武富委員

先程RTGSに向けた担保需要から買現先の応札倍率が下がったとの話があったが、例えば品貸し市場といったところにも何か余波は出ているのか。

山下金融市場局長

担保需要が強まっているのは主としてFBの3か月物で、長期国債の品貸し市場などにはこれまでのところ影響はない。問題は18日のRTGSの総合運転試験の結果如何であるが、不安が強まると流動性が落ちて現先レートが動く可能性は十分あると思う。この辺は注意していかなければならない。

中原委員

要するに短国の買現先が少なくなっているのは出し手がRTGSの関係で少なくなっているためか。

山下金融市場局長

今年末越えの資金は都銀など多くの先が取り意欲を強めている。ただ、どのオペ手段で資金を取っていくかという時に、CPは発行自体が少ないので、レポと短国が中心になる。どちらを取るかそれぞれのメリットを比較すると、まず担保に入れる時には掛け目がかかるので、掛け目でみると短国の場合には99%、10年債は96%なので担保効率としては短国の方がはるかに良い訳である。それから資金管理をしている部署はポートを管理している部署とは違うので、なかなかポートから長国をもらえないことも短国を使う第二の理由である。第三の理由は担保は積み増す訳で、普通は資金調達をして短国なり長国を買ってきて担保に入れることになるので、その場合には金利リスクの小さい短国の方が好ましいことになる。多分こういった三つの理由から今は、オペ玉としてはレポ取引が選好され、短国はむしろ担保として抱える動きになっているものと思われる。

中原委員

それから7年物との関係は何か。

山下金融市場局長

その話は先程申し上げたように、10月29日のRTGS総合運転試験で多数のフェイルが発生し、新聞などでも大きく書かれたことからやはりRTGS移行は大変かもしれないと受け取られた。そうすると、昨年Y2Kの時もあったように、国債の流動性が年末年始にかけて大きく落ちる可能性が想定されると、国債の債先でヘッジ等の観点からショート・ポジションを作っている人達は、もしそれをカバー出来ない場合12月20日に現物を買って渡さなければならない。その受け渡し銘柄である7年債の現物受

け渡しに対する不安感から今先物を買戻す動きが目立っているが、その買戻しのために値段が上がることとの裁定関係にある 7 年債の価格が相対的に大きく上がっている。

中原委員

分かった。

山口副総裁

日本の政治状況は、実質的に日本の株価に影響しているのだろうか。

山下金融市場局長

市場は不確実性を嫌うという一般論のほかに、20 日に不信任案提出などとなると、補正予算がいつになるか分からないという経済的な悪影響も懸念されている。また、ともかく日本の株価の回復には構造改革とカリストラといった変革のモメンタムが強まることが必要というのが一般的な認識であり、その面にもマイナスである。いずれにしても政局の混迷については、特に外人は嫌うイメージがあるので、多分心理的にはそうした連想も大きく響いていると思う。

山口副総裁

先程の証券会社や機関投資家がどういう要因に注目しているのかとの説明には外国系の機関投資家、証券会社も入っているのか。

山下金融市場局長

入っていると思う。

山口副総裁

海外投資家の売買シェアが非常に大きくなってきて、それが今後の株価を動かす大きなファクターになっているとの話があったが、彼らは何に注

目しているのか。

山下金融市場局長

基本的には企業の収益であろうが、外人投資家が去年 10 兆円も買ってきた背景は、日本が構造改革によって今までのデッドロック状態から抜け出して変わるのではないか、その構造改革の可能性を買ってきたと思う。その際、NASDAQにおけると同じようにIT関連を中心に買ってきたが、それをこの春から損切りの形で売ってきた訳である。今はこうしたポートフォリオの調整が概ね終わって、これからは収益が上がりそうな企業、その背景に構造改革関連なり新しい需要にフィットする戦略を持っているかどうかなどを注目して買おうとしているのだと思う。

三木委員

現状グロスベースでの株取引の約 4 割が海外機関投資家である。この人達が今全部売り越しになっている。海外のそういう人達の話聞いて日本の国に対する信用が影響していることはないのか。これだけの財政赤字を抱えて財政再建の道筋も見えない中で日本の格付けも下がってきているので、むしろ企業のリストラ構造調整云々よりもそちらの方に目が向いて海外機関投資家が離れていっていることはないのか。

山下金融市場局長

そうした面も勿論大きいと思うが、海外投資家は数字からみるとこの春先は大量に売った訳だが、ここへ来て売る額が大分減ってきている。海外の投資家は、基本的にはインデックスベースで運用しているので、委員が指摘されたような色々な状況を勘案しながらアンダーウェイトにすることはあるかもしれないが、基本的にはMSCIなどといったグローバルインデックスをみながら運用している。今までにNASDAQが大きく下げたことに伴うIT関連の調整は、4月、5月でかなり終わってきており、既にインデックス対比アンダーウェイトにもなってきている。従って、イ

ンデックス対比ではこれから買わなければいけないようなところまできている機関投資家も結構多いと思われる。そういったことから言って、良い会社が出てくるのであれば、買ってくる可能性は十分あるので、外人はこれから売る一方だということでは必ずしもないと思っている。

増淵理事

海外の投資家が言っていることを間接的に聞いているところでは、かなり長い期間投資しようとする投資家の中には今委員が言われたような政治も含めた構造改革が本当に起こるのかどうか見極めたいとする声は非常に強くあると思う。だから、そこについていわば失望するようなことになる、ポートフォリオの調整は終わっているとしても少なくとも短期的に買ってくる力はなかなか出てこない。新たに買ってくる力は出てこないことになる。

山口副総裁

株を大きく売り越している時にJGBでは買い越しになっている。だからなかなか単純ではないと思う。

三木委員

グローバルインデックス運用というと12月に何かあったと思うが、それがあった時にそのインデックス運用の影響をどう見ればいいのか。

山下金融市場局長

MSCIは今度の12月に浮動株の調整を行なう予定である。日本の場合には例えばNTTは政府が沢山持っていて流通していないとか、通信関係でもオーナーが全部持っているといった辺りを調整しないと流通市場の実態に合わないということで、浮動株ベースへの見直しが行なわれる予定である。その具体案につきパブリックコメントを9月にとって見直した後、12月にそれが発表されることになっている。なお、MSCIは3か

月毎に定期的な見直しも行なっていて、その見直しが今朝発表になったが、そこでは日本物は関係なかった。MSCIについてはご指摘のとおり、その見直しの程度によっては大きな影響が出る可能性はある。ただ、例えばNTTなどのように組入れ比率が落ちる先とむしろ今まで入っていなかった先が入る部分と双方があるようで、それを差し引きすると変化はそれ程大きくないのではないかと、というのが最近の見方である。日経平均はあまり上手でないやり方をしたが、MSCIは、影響を一気に大きく出さないような形で見直しを行なうのではないかとというのが市場参加者の見方である。ただ、言われているのは、MSCIのインデックスが大きく変わると最大10兆円位の売りになるポテンシャルがあるということである。このため大きな注目を集めている。いずれにしても12月に出る時には、株価にインパクトを及ぼす可能性があるのもその辺は不安材料だと思う。

三木委員

次のインパクトだな。

植田委員

私が聞いたところでも今直ぐ大幅に見直すと国際的な機関投資家が皆ダメージを受けてしまうので、5年位の期間で徐々に行なうようである。その頃には日本の株式の持ち合い比率もかなり下がっていると見ているようだ。

山下金融市場局長

ご指摘のとおり相当時間をかけて行なうものと思われる。

山口副総裁

12月のいつか。

山下金融市場局長

具体的な日にちはまだ発表されていない。

中原委員

まあ4年ファイナンスがつけばという話である。

武富委員

先程仮にブッシュ政権になると協調介入に消極的だから当面はユーロ下落要因だとのパーセプションを為替市場が持っているという話があったが、一つは円に関してはどうかということである。もう一つはアメリカはそもそも為替介入そのものに消極的で、それは共和党、民主党の別を問わず同じと思うので、敢えてブッシュ、ゴアと分けする意味があるのか。

山下金融市場局長

まず、マーケットは非常に単純なので、ゴア政権の場合には多分サマーズがそのまま残る、そうすると現状維持であって、少なくとも一回は介入している訳であって、素地は十分にあるのではないかとの見方である。一方ブッシュ政権の場合は、リンゼイ氏が本当に財務長官になるのかどうか分からないが、同氏は協調介入を批判している訳である。そういったことから、ブッシュ政権がどういう為替政策を出してくるのかは明確ではないが、取り敢えずはユーロ売りだとインプットされている感じである。それから円に対してどうかは、一般的に言われているのは、歴史的にみると、例えば共和党の場合にはドル高とか、民主党の場合にはドル安といったバイアスがあると過去の経験を踏まえて言われている。具体的に貿易政策などをどう出してくるのかは不明確なので、はっきりしたことは言えないが取り敢えず具体的な政策を見ながら反応していくことになるのではないか。そういう意味では今のところはニュートラルというところかと思う。

速水議長

それではこの辺で次に移りたい。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。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

まず概況を簡単に申し上げますと、世界景気は減速しつつも引き続き拡大基調を維持していると思う。その中で、最近の海外経済・金融動向の特徴は、一つは米国景気のスローダウン傾向がよりはっきりしてきたこと、二番目は米国の実体経済自体は今のところソフトランディング・シナリオに沿った動きをしているように思われるが、IT需要の先行き、あるいはテクノロジー関連企業の業績に対する懸念の台頭などを背景に金融資本市場の不安定な状況が続いていること、三番目にエマージング経済における不安材料の継続、の三点が特徴であろうと思う。

米国景気では、米国実質GDPの第3四半期の前期比年率が2.7%と第2四半期に比べて大きく鈍化したことを前回報告したが、10月の指標をみても全体に景気のスローダウンを窺わせるものが多い。個人消費関連では、小売や自動車販売の伸び率が鈍化しているし、消費者コンフィデンスも低下している。生産関係の統計では、NAPM指数が3か月連続で50を下回るとか、鉱工業生産も特に自動車生産の減少を主因に前月比低下するといったことで全体にスローダウンを窺わせるような指標が並んでいる。注目のクリスマス商戦を含む11、12月の小売売上に関する全米小売業界の予想は現状では前年比5.5%から6.5%になっている。同じベースで第3四半期の小売売上をみると、7.3%であったので、これまでの伸び率からすると、クリスマス商戦を含む11、12月の小売売上は若干鈍化する予想が出ている。11月公表のベージュブックでもアトランタ、ダラスなどで小売売上の鈍化に関する記述が見られ、全般に消費スローダウンではないかと思う。こうした中で15日にはFOMCが開かれ、金利が据え置かれたことはご承知のとおりである。先行きについても、インフレリスク警戒

型の運営方針を表明しているが、合わせて連銀は当面の成長が潜在成長率を下回る可能性があることをステートメントの中で初めて指摘している。市場では連銀が政策運営を中立に切り替える布石と受け止めている。この間長期金利は大勢横這い圏内の動きである。

ユーロエリアについては、前回の決定会合と比べて特に申し上げることはない。引き続き拡大基調にある中で、景気判断指数など弱めの指標が散見され始めている。こうした中で、11月2日に定例理事会が開かれ、その後の記者会見でドイセンベルク総裁は、第3四半期に入ってから成長率がやや鈍化している可能性があることに言及している。なお、ECBは12月21日頃に公表になる12月月報の中でスタッフの経済見通しを公表すると公にしている。何をどういう形で公表するかについては、未だに明らかにされていないが、常識的にはHICPの見通しとGDPの見通しも公表されると思う。タイムフレームはよく分からないが、2年間になるとの議論がかなり有力だそうである。ただしその内容については一切公表されていない。

米国市場の不安定性につき、金融市場局長からも報告があったが、この点について若干簡単に確認しておきたい。NASDAQのボラタイルな展開については、先程の金融市場局の説明のとおりであるが、金利から見た信用リスク認識と資金調達動向の特徴点を簡単に報告する。

まず金利から見た信用リスク認識ということで、ユーロドル3か月物とTB3か月物の金利の差、スワップ・レート2年物と米国債2年物の金利の差をみて言えることは、ここへきて民間資本に関するリスク認識が著しく高まっている訳ではないことだと思う。一方で米社債間のスプレッドから言えることは、民間資本に対するリスク認識全体が著しく高まっている訳ではないが、低格付け企業に対するリスク認識は厳格化し、そうしたところを中心にリスク回避志向が高まっていることであろうと思う。今申し上げたのは、価格面からのチェックであるが、これを企業の資金調達から見ると、10月は、まず社債発行額が減っている。特に低格付けのハイ・イールド債の発行はほとんど壊滅的な状況になっている姿が窺われる。新

規株式公開件数および金額は 9 月も低下したが、10 月も低水準であることがみてとれる。米国の商業銀行と外国銀行の貸出の前期比は、9 月までそこそこ高い伸び率を示していたが、10 月は一転マイナスになっており、金融資本市場におけるリスク回避志向の高まりが、こうした量の面でも表面化しつつあるようにも受け止められる。10 月単月の動きだけで即断は出来ないが、こうした傾向が続いた場合に例えば I T 関連企業の設備投資に与える影響といった点も含めて注意を要すると思う。

最後にエマージングについて一点だけ報告すると、アルゼンチンが予てから財政赤字削減の遅延、景気低迷による財政赤字ファイナンスへの懸念の高まりから、米ドル建債の対国債スプレッドが大幅に上昇していると報告しているところである。資料 3 海外経済・国際金融の現状評価の図表 9 でみてもアルゼンチン国債のスプレッドがこのところ急速に上昇してきて一番スプレッドが開いた 9 日には 960bp と約 10% に達した。その後は I M F 融資に対する期待感も出て、足許では 800bp、約 8% 位へ低下してきているが、そのレベルは引き続き高い状況である。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

武富委員

本日の報告と直接関係なくて恐縮であるが、アメリカは逆イールドカーブの状況が暫く続いている。逆イールドカーブになることによって、資金フローなどに特段の変化が起こっているのか。それから今は F E D がプリエンティブに動いているからインフレ懸念も抑えられ、国債需給も良い状況にあり、両様相俟って長期金利も下がっている形の良いイールドカーブだと思うが、これから景気が落ちていって財政黒字も活用するようなことがあり得るし、景気のスローダウンに対して金融政策が応じようとする時に原油高の問題もあってワntenポ遅れるようなこともあり得る。その中で金利のイールドは先行きどのようになると考えられるか。

平野国際局長

なかなかずばりお答えできない難しい質問である。今回の逆イールドは財政黒字を背景に長めの国債を中心にバイ・バック・オペレーションを行なった結果、国債の需給がタイトになっているため、逆イールドカーブの形状をさらにスティープなものにしていると思う。そのことが資金フローにどのような変化をもたらしているかであるが、通常市場が安定しているのであるならば、国債の逆イールドが強まると、当然クレジット物に対するアペタイトが高まり、例えばエージェンシー債とか社債といったものが買われてくる。また、そうした可能性を指摘した投資銀行等のレポートもかなり出ている。しかし、現に見られる現象は、先程社債の市場が不安定になっており、流動性も低下していると説明したように、資金が国債から社債へシフトする動きは余り窺われていない。この先景気がスローダウンする中であっても物価がなかなか下がらず、連銀が金利を下げられない、あるいはインフレバイアスをなかなか落とせない状況が続くとするならば、多分その部分だけとってみると、逆イールドはさらに激しくなるかもしれない、景気に対する悪影響が懸念される。ただ一方で、今言われているのは、プッシュになろうがゴアになろうが、プッシュは減税で使い、ゴアは支出で使うので、いわゆるオンバランスの財政黒字については、相当これを使っていくことになるのではないかとされている。つまり、財政は相当拡張的になるのではないかとされている。アメリカの財政年度は10月から始まるので、実際出てくるのはかなり遅れるが、市場がその辺をどのように期待の中に織り込むのかによって、相当イールドは影響を受けるように思う。その辺はまだみえない感じである。

速水議長

他になれば次に移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について報告してもらおう。永田理事と村山調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

まず概況については、基本的に変えていない。すなわち純輸出は緩やかに増加、設備投資も増加を続けている。個人消費は回復感に乏しい展開、住宅投資は横這い、公共投資は徐々に減少している。ただ、生産は増加を続けており、企業部門を起点とする所得と支出の前向きな循環は続いているとの判断である。家計の所得環境は引き続き厳しい状況であるが、雇用者所得が先行き緩やかながらも改善に向かう下地は整ったと考えている。こういったことから、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変えていない。物価面の現状についても、基本的には同じ認識である。

次に先行きでは、まずプラス材料として製造業を中心に設備投資の増加が続く可能性が高いことが改めて確認されているし、財政支出についてもプラス材料として挙げることができる。一方、気懸かりな材料としては、第一に情報関連財輸出の停滞が一過性のものにとどまらず、それ以降の生産を下押しする可能性があること、第二に衣料品を中心とした消費者物価の軟化テンポの拡大が企業収益の改善の足枷となる可能性があることである。この二点については、後で詳しく説明するが、結論を申し上げますと、これらの要因の影響は軽微にとどまるとみられ、緩やかな景気回復の持続というこれまでのシナリオが損なわれる可能性は低いと考えている。緩やかな景気回復の持続というシナリオ自体を変更するほどの材料は今のところ見当たらないが、米国の株価下落に伴うクリスマス・セールへの影響であるとか、大企業・中堅企業の低価格戦略に追随できない中小企業の動向には今後とも注意していく必要があると考えている。物価の先行きを規定する要因をみると、緩やかな景気回復が続く下で、国内の需給バランスは、今後も改善傾向が持続すると予想される。ただ、ここにきて半導体のスポット市況が海外における需給の引き緩みから軟化している。これが徐々に卸売物価指数に現われてくるとみられる。業界内では、半導体価格の大幅な軟化は一時的との見方もあるが、タイミングとしてはこれまで私

共が考えたよりも早めにきていることは事実である。また、衣料品を始めとする流通合理化の影響も、ある程度長引く可能性があると考えられるところである。

まず輸出の状況であるが、図表5の実質輸出計は、第3四半期は第2四半期の前期比3.2%に続いて2.1%とまずまず伸びたが、中身を見ると財別の情報関連が第3四半期は-2.0%とマイナスをつけている。この情報関連の7~9月のマイナスをどう評価するかである。図表6に情報関連財輸出の推移があるが、今回7~9月がマイナスになったように、95、96年、あるいは98年にも日本の情報関連輸出は前期比マイナスをつけている。その時の状況を確認すると、世界の半導体需要自体大きく落ち込んだ時期に前期比マイナスをつけた訳である。今回伸び率は若干鈍化しているが、世界の半導体需要そのものは前期比ベースでみてまだ10%近い伸びがあり、需要はなお拡大途上にあるのが今回の特徴点である。しからばこの7~9月の輸出の減少をどう解釈するかであるが、従来から申し上げているように、第一にDRAM等パソコン部品でクリスマス需要向けの前倒し調達が4~6月に行なわれ、7~9月にそのいわば反動が出たことで、一時的と考えられる。また、今回明らかになった事実として、シドニー五輪の特需予想があったテレビ等のAV関係は、予想比下振れしたこともあり、アジアの現地在庫が過剰気味なため日本からの部品調達を一時的に鈍化させている影響が出ている。これはある程度長引く可能性、尾を引く可能性がある。この間、欧州の携帯電話機メーカーが生産計画を下振れさせているが、こちらの影響は日本では軽微であると考えられる。因みに世界半導体需要見通し自体は、2000年5月時点より10月時点はさらに上方修正されているし、2001年についても20%の増加が続くような予想になっている。こうしたことを勘案すると、情報関連財の輸出の停滞は、10~12月期まで尾を引く可能性はあるが、その後は最終需要に見合って増加していくと考えられる。リスクがあるとすれば、欧米のクリスマス商戦の帰趨である。なお、輸入については、消費財の輸入等もあり、10~12月期以降も増加する見通しである。従って、ネット輸出でみると一旦僅かながらも

前期比減少することになるかと思う。この辺りは私共がこれまで見ていた大きな絵とそう変わっていない。次に図表 10 において、設備投資関連は、製造業を中心に回復、増加が続いている姿が確認されている。機械受注の 9 月は前期比マイナスになっているが、7~9 月で括ると前期比 8.2% 増であり、業界の当初見通しの 10.7% には及ばないが、かなり大きな伸びとなっている。また同時に公表された 10~12 月の業界見通しも前期比 7.6% と力強い数字になっている。図表 13 各種アンケートによる設備投資計画があるが、製造業・大企業は 2000 年度中高い伸びが計画されているし、非製造業・大企業においても小幅ながら増加になっている。中小企業金融公庫調べの製造業・中小企業も、4 月の当初計画 +1.6% の後順調に増額修正されて、9 月段階では 13.5% とかなり高い伸びが予定されている。

次に図表 14 個人消費ではまず乗用車の 10 月が出ている。9 月に比べ 10 月は出荷額ベースでみると前月比 3.1% 増と新型車が大きく貢献している。家電販売については、9 月の数字は 8 月に比べ盛り返している。10 月以降の感触としては、パソコンは 7~9 月に一旦売れ行きが落ちたが、これは新型製品への切り替え時期に当たったためであり、10 月以降は新製品購入により再び伸びが高まっている。ただ、この春頃の勢いまではいっていないとの業界の感触である。それからデパート、チェーンストアは、7~9 月を括ってみると全国の百貨店、チェーンストアとも若干のマイナスをつけている。衣料品、食料品を中心に不冴えであったとのことである。昨日公表の都内百貨店 10 月の売上高は、前月比で -5.1% であった。9 月 5% の後 -5.1% と戻った感じである。9 月は優勝セール、そごうの閉店セール等で大きな伸びになった反動が 10 月に出た訳である。図表 17 の国内出荷と輸入を足したもので消費財の供給数量をみると、相変わらず前年比伸び率の上昇が続いており、第 1 四半期 3.5% の後第 2 四半期は 4.6%、第 3 四半期は 5.2% と前年比の伸びが高まっている。図表 18 クレジットカード利用額の前年比はこれまで伸びが高まってきたが、7~9 月については伸びが落ちてきた。特に百貨店の伸びが落ちている。図表 19 の生活不安度指数が今回出たが、落ち着いた動きになっており、特に 10 月の計数は

株価が1万6,000円台から1万5,500円まで落ちた10月の初旬の調査にもかかわらず、比較的落ち着いた動きになっている。図表24で在庫の状況をみると最終需要財は、まだ在庫の回復局面で何ら心配ない状況である。生産財の方は、電気機械生産財を除いて慎重な在庫保有姿勢を保持しており何ら心配ない。問題があるとすれば、電気機械生産財である。在庫循環表の45度線を突き抜けて上方に行くと在庫の積み上がり局面に徐々に入っていく訳であるが、その一歩手前まで来ている。ただ基本的には好調な出荷見合いで在庫を増やしていると解釈している。従って、標準シナリオとしては大規模な在庫調整とはならないと思う。生産について振り返ると、4~6月は前期比1.7%の後、7~9月は1.6%と引き続き増加している。10~12月以降の生産は、増加テンポが幾分鈍化する見込みである。10~12月の予測指数で計算すると+2.5%となるが、これはいささか高く、私共のマイクロヒアリングによると1.5%まで届かないような感じである。1~3月はさらに化学の輸出の一服等の影響もあり、増加テンポが1%以下になるようなマイクロヒアリングの結果になっている。情報関連財の在庫増についてどう解釈するかであるが、基本的には出荷の伸びに見合ったものである。ただ、ここに来て、部分的には海外の携帯電話メーカーの生産計画下方修正の影響も出ている。その意味では、一部の品目には後ろ向き在庫が含まれている可能性がある。ただ、大部分の携帯電話向けの部品については、日本でしか作れないこともあり、大部分の日本製の部品については慎重な増産体制の下で、現時点でも生産計画の目立った下方修正は行なわれていない。また、ロジックICの分野ではむしろ品不足の状況が続いているので、ヒアリングを随分行なったが、本邦メーカーでは在庫について警戒感を有するに至っていないと言えると思う。では全く安心していいかというと、米国のクリスマス需要次第では需給バランスが崩れることも無いとは言えないので、この点は今後とも注意深くみていく必要があると考えている。

物価では、図表35に国内卸売物価の3か月前比がある。10月の数字は全体で3か月前比-0.2%であるが、このうち約半分が電力の経営合理化

による値下げ分である。機械類が3か月前比で-0.8%とマイナス幅を拡大している。機械類の中で何が下がっているかというと、図表37に分解したのがある、ここへきて3か月前比でマイナス幅が拡大しているのが耐久消費財である。非耐久消費財については非常に落ち着いた動きになっている。この耐久消費財のマイナス幅拡大については、ややテクニカルな面が多いので、若干説明する。こうした耐久消費財の指数低下のかなりの部分は品質向上要因であり、いわば売値は変わらないまま、実質的に機能が向上しているものとして卸売物価上は値段が下がった形になっているものである。通常もそういうことは起こっているが、今年の夏以降、国内卸売物価指数の見直しを進めており、これまでは卸売段階でとっていた価格を極力生産者段階に移行させている。結果、新旧製品の世代交代時における品質向上部分の把握が非常に容易になった。すなわち、コスト評価法により売値は変わらなくても、これまでよりもコストをかけて機能を向上させた部分があれば、これは実質的に値段が下がっているものとして我々が指数に反映させている訳である。卸売段階でそういうことを聞いてもなかなか分からないことが多いが、生産者段階でそういうことを聞くと、直ちに生産コストが分かることもあり、それを織り込むことにより、指数の下落幅拡大傾向が生じている。従って、ここにきて耐久消費財の価格低下テンポが加速しているというよりも、むしろこれまでの品質向上に伴う耐久消費財価格指数の低下テンポが、実際よりも緩かったと解釈すべきと思っている。この点については、卸売物価指数のテクニカルな要因で下がっている部分なので、既に私共のホームページ上でもこういった注意喚起をしている。また、これからも、こういうことを前広に説明していきたいと考えている。消費者物価指数の「除く生鮮」の9月は前年比-0.5%とマイナス幅が若干拡大して、弱含み傾向になかなか歯止めが掛からない状態が続いている。ただ、内容をみると国産品が、下がっているというよりも、衣料品に代表される輸入品およびその競合品の価格が下がっている。この背景は、前回も申し上げたが衣料品に対する需要が思わしくないこともあるが、ここへきて急に需要が落ち込んできた訳ではなく、むしろ安値

輸入品の増大が効いている模様である。新興小売勢力が昨年、一昨年辺りから中国等で生産してかなりコストを引き下げていることに対抗して、既存勢力が同じことをしだしたわけであるが、それが今年の冬物から現われたことがヒアリングによっても確認されている。結局大手小売業者においても、この秋・冬物から中国等で生産することによって安値で販売する体制を整えた訳である。ただ、注意すべきはこういった対応が出来た先と、そうでない先との二極化が進んでいることである。これは対外非公表ベースであるが、今回短観の個票を使って、衣料品関連企業を抜き出し、収益がどうなっているかをみたのが図表 44 である。大企業・中堅企業と中小企業に分けているが、比較的製造業、卸売業では大企業・中堅に比べて中小企業の収益のレベルは低い、それでもまずまず堅調であり、この辺の企業はどうも対応が進んでいるようである。心配なのは一番下の小売業の中小企業であり、売上高経常利益率は1%にも満たない状況で、こういったところの2000年度収益予想が9月にはまた下方修正されている訳である。従って、特に小売業の中小企業では、こういった新たな対応はなかなか進んでいないと思う。このようなことを総合的に勘案すると、消費者物価指数については、先行きも割安な輸入品の販売が続くことも考えられ、全体に弱含みで推移する可能性も否定できない。以上である。

速水議長

ただ今の説明につき、質問があればどうぞ。

田谷委員

先程情報関連財の輸出が7~9月マイナスになった理由として、4~6月に前倒しで輸出していたことを挙げていたが、4~6月の数字もそれ程高い数字ではなかったと思う。例えば情報関連財の4~6月の実質輸出は、4.1%であって、前倒しをしてこの程度の数字か。

村山調査統計局長

委員指摘のように、第2四半期は確かに前倒しした割には4.1%と低い数字であるが、実はその前の第1四半期が+14.7%と二桁の物凄い伸びになっている。これはY2K前で第4四半期の輸出が抑えられて溜まっていた分を1~3月に纏めて出したので、相当大きな数字になっている。本来であれば第2四半期の前期比はこの反動でマイナスになるとみていたが、これが+4.1%まで持ち上がった訳であり、これは表面上よりは相当強い数字である。DRAMの市況をみても、普通4~6月はじりじりと軟化する傾向にあるが、こういった時期でも比較的堅調に推移し、むしろ夏場にかけて値上がりしてその後最近になって下がってきたから、やはり前倒ししたのではなかったかと考えられる。

篠塚委員

卸売物価の下落について、耐久消費財の3か月前比でみた下落の説明をみると、今までは卸売段階で把握していたものを生産者段階の方に切り替えてきたことで新旧製品の世代交代時の品質向上部分の把握が容易になった結果、指数の低下幅を拡大していると書かれている。今まで我々は物価の下落に関して、定量化はできないが品質向上部分や技術進歩の部分のウェイトがかなりあると説明してきた訳で、例えば耐久消費財の部分のうちどの位がこのような品質調整の部分で説明ができると言えるようになれば、今までと少し違う主張も出来るように思われる。

村山調査統計局長

元々こういった耐久消費財を始めとする工業製品は技術進歩というか品質の向上部分が大きく、昔から低下する傾向があった。ただ、耐久消費財のうち自動車等ではこれまでも正確に品質変化分を把握している積もりであったが、電気洗濯機や冷蔵庫といった白物家電等はこれまで卸売段階で価格を把握していた関係で、正確に品質向上分を把握できなかった。これまで全く品質向上部分が無かった訳ではなく、それに加わってきたこ

とだと思う。委員の質問はその部分はどれだけ分かるかという質問だと思うが、そこだけ取り出して正確に推計するのは難しいと考えている。ただ、業界もそうであるが、どんどん需要が落ちて値下がりするという感触を持っていないので、この夏場以降マイナス幅が拡大している部分については、品質向上部分が多いのではないかと推測される。そういった部分をどういう形で取り出せるか引き続き工夫を重ねたいとは思いますが、如何せん昔は卸売段階で取り、今は生産者段階で取っているというように、いわば指数が不連続になっている。そういう中であって品質向上部分によるものがどれだけかは、もう少し精査しないと直ぐには答えが出ないことなので、この辺は来年から予定されているワークショップにおいても、データを公開して、広く学者の皆さんにも議論頂きたいと考えている。

三木委員

数字だけ確認したいが、個人消費関連指標で10月の都内百貨店が出ているとのことであるが、前期比ではなく前年比ではどうなのか。

村山調査統計局長

前期比-5.1%に相当する前年比が-1.8%である。因みに10~12月を申し上げると、前期比が-0.2%、10~12月の前年比が-1.8%となる。

篠塚委員

最後の図表44の個票を使った衣料品関係の売上高経常利益率分析は感覚的には納得はできるところがあるが、基本的には大企業、中小企業と比較しようとする時のサンプルにばらつきがかなりあるのではないかと思うので、厳密な比較はできないと思う。

村山調査統計局長

その点については、これからもヒアリングで補足させて頂きたいと考えている。

三木委員

情報関連財輸出に関する説明を聞くと、今回は世界の半導体需要との連動関係が薄いということか。

村山調査統計局長

恐らく在庫というクッションを通して今回の結果となったものと思う。最終需要自体は変わっていない。

三木委員

そういうところからみると、今回の落ち方は、一時的でまた戻ってくるのではないかということか。

村山調査統計局長

恐らく10～12月については、情報関連財輸出は停滞すると思うが、それは前倒しで調達したDRAMがメーカー段階で溜まっているといった状況が少し捌けるまでは待つ必要がある。それが捌けてくれば、通常どおり最終需要に見合った需要が出てくる訳で、それが来年の1～3月になるのかどうかだと思う。

三木委員

しかし、この情報関連財とあるのは、半導体だけではないであろう。

村山調査統計局長

あらゆる部品が入っている。

三木委員

オーディオ部品やプリンターなど全部入っているのであれば、世界の半導体需要の動きと平行に動いてきて、今回連関性が薄れたことは全く

うなずけると思う。今まで半導体の輸出はほとんどDRAMが主体であったが、それが今全然ゼロであるから、半導体の動きだけみていたのではだめだというのはよく分かる。そうすると後何が残っているのかという点ではオーディオやプリンターの部品である。これらは今のユーロ安等を考えて、中国とかに水平分業に移行しているから、輸出が減るのは必然だと思う。これが本当に戻ってくるのか。

村山調査統計局長

例えば携帯電話の部品でも日本でしか作れないものがまだ沢山ある訳である。これはまだまだ品不足な状況で、むしろ世界全体の携帯電話の供給がボトルネックになって進まない訳であるから、これはまだ伸びると思う。

三木委員

そういうのはあるだろうが…。

村山調査統計局長

ロジックICも今日本の輸出品の主流になりつつある訳であるが、これも世界中で今足りない状況である。

三木委員

しかしいずれ半導体のサイクルがくればそれにも引っ掛かる。それまではもう少し時間があるということか。

村山調査統計局長

そういうことである。世界中で今供給能力を向上させているので、日本が特別な物に特化しているとはいえ、汎用品の素材も日本で供給しているから、どこかで影響は出てくる訳である。従って、今直ぐに世界の供給能力が需要を追い越すことは出来ないにしても、いずれ出来るようになれば、

その時には影響は出てくると思う。

三木委員

それは言えるかもしれない。今言ったようにこの世界は水平分業へと海外移転が始まっているから、前年比というか前期比で見ればある程度落ちることはあろう。

村山調査統計局長

この統計の大体は前期比である。

三木委員

ある程度までは落ちる。落ちた後、今度はその新しい構造の下での需要が例えば携帯電話などで増えていけば前期比はまた伸びていくと予想できる。そういう意味では納得的ではある。今の日本の輸出の中で情報関連財の輸出構成比は18%位であるから、その18%の構成比は恐らく下がると思う。下がったところで伸びが期待できると思う。

村山調査統計局長

我々が言いたかったのは二点あり、一つは世界全体の需要が足許にきて凄くおかしくなっている訳ではないことである。

三木委員

それは分かる。生産移転だから、トータルは変わらない。

村山調査統計局長

それを前提として、在庫等を考えればまず一時的であろうことである。恐らくそれに加えて委員が言っているように、海外移転の動きがある訳であるが、海外移転はずっとトレンドとして続いているので、この7~9月だけに表われている訳ではないと思う。トレンドとして足を引っ張ってい

ることはあると思う。

三木委員

この半年間が一番大きい。今まで一遍に移ったものが大体止まって、それが再度復活している状態である。ダイエーや衣料品のユニクロは典型的な例である。今まで無かったビジネスモデルが、ああいう形で一齐に拡がっている。

村山調査統計局長

衣料品はそうである。

三木委員

全体にそういう形で再度海外移転が始まったのがこの半年間の動きではないか。

速水議長

それでは次に移る。最後に企画室から最近の金融環境について説明をしてもらう。増淵理事と雨宮企画室企画第1課長にお願いする。

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

最近の金融環境の特徴点を申し上げる。まず図表1銀行貸出の状況である。10月は-1.7%と5か月連続でマイナス幅を少しずつ縮小する展開になっている。ただし、10月の計数については、9月期末に貸出を積上げた動きが平残として10月の数字を持ち上げることに寄与している可能性もあるので、11月の数字に若干反動が出る可能性もある。ただし貸出の数字としては、全体としてマイナス幅が少しずつ縮まる傾向にある。一方で図表3直接金融の方は、CP発行残高が9月14.9兆円に対して、10月16.2兆円と年末の資金繰りカバーも含めた企業のCPの調達は一応増え始め

ている。ただし、申し上げるまでもなく昨年末はY2Kを控えて非常に大きな発行があったので、前年比だけを見ると、むしろ縮小傾向にある。例えば9月の前年比は+11.2%であったが、10月は+4.3%と、前年比としては縮小傾向にある。図表4 社債発行額は、大きくは変わっていない。ただし、全体として資金需要に盛り上がり欠ける中で、残高の前年比は少しずつ縮んでいる状況である。これらを全体として合わせると、プラス幅を徐々に縮めている。民間部門の借入が若干マイナスを縮めており、両方が打ち消しあって全体としての総資金調達は-1%位のところで、ほぼトン圏内の動きが続いているというのが民間の資金調達の全体像である。

マネー関係の動きについては、全体の資金運用調達がこうした中で資金シフトであるとか、郵貯の現金保有要因といった特殊要因によってマネタリーベースやマネーサプライが少し動く展開が続いている。図表5 マネー関連指標からみると、マネタリーベースの10月は、9月の4.0%に対して5.3%と伸びを高めているが、ほとんど銀行券が9月の6.6%から7.9%へ伸びたことによるものである。この中身のほとんどは郵貯の10~12月の大量流出見込み額——満期到来額は、7~9月の4倍が見込まれている——に備えた手許現金の積み増し要因とみている。因みに銀行券は、この10月の7.9%に続く11月16日までの平残は8.7%となっているので、今の見通しでは多分12月いっぱい位まで銀行券の積み増し傾向は続くともっている。これを背景に、マネーサプライも若干伸びを高めており、9月の1.9%に対して10月2.2%と0.3%ポイント伸びを高めている。この0.3%のうち0.1%が今申し上げた現金要因である。あとの0.1%が準通貨とCDの要因であるが、これは例えば準通貨が-1.6%から-1.5%、CDが50.0%から51.3%と本当に小額であるが伸びを高めている。これは専らMMFからの資金シフト要因とみている。ゼロ金利解除の前の7月の金利と比べてみると、1か月物CDが0.06%位であったのに対して、MMFが0.15%と優位にあった訳であるが、これがゼロ金利解除後、例えば9月のレートでは1か月物のCD0.29%に対してMMFが0.24%と優位性が逆転しているためである。この背景の一つは金融機関がCDを使ってやや長

めの調達を円滑に進めるために、気持ち強めのレーティングを付けていることと、もう一つはMMFの方が若干キャッシュの比率を高めていることがあり、こうした金利の優位性の点からMMFからCDへのシフトが起きていることがもう一つの要因とみている。各種金融商品の内訳をみると、株式投信は引き続き前年比2割増と高い伸びを続けているが、公社債投信が8月から伸びを低めており、10月は-5.6%と前年比マイナスになっている。専らMMFの資金流出である。今のマネーサプライのイメージを掴んでもらうために、図表8でバランスシートの対応をみて頂くと、M2+CD前年比の要因分解では、海外要因、財政要因、民間資金調達要因は、ほとんど先月、今月と変わっていないが、その他要因のマイナス寄与が大きく縮んでいる。これが専らMMFからCDへの資金シフトと郵貯の手許現金積み上げの二つと分析している。

それから図表10で企業金融と金利関係の指標のポイントを説明する。図表10の企業の資金調達コストの最近の動きとしては、まず長期プライムレートが11月2.25%と若干下げており、結局長期プライムレートはゼロ金利前の2.20%に近い水準である。それから、3か月物のCPはさすがに年末越えを迎えて若干高まっている状況である。社債の発行スプレッドは、9月0.15%、10月0.20%と若干強くなっているように見える。流通市場と比べて発行の方のサンプルが少ないので、なかなか纏まったことを申し上げ難いが、流通市場と同様に、ノンバンクとか長期物等極く一部の銘柄については、スプレッドが気持ち拡大している感じはあるが、全体として非常に大きく信用リスク懸念が強まっている状況ではなさそうである。因みに、トリプルB格の社債の発行シェアをみても、10月は12.4%と比較的高いレベルにあるので、全体として社債の発行環境が悪化しているような兆候は今のところみられない。それから、企業金融関係では図表12で銀行の短期貸出のスプレッドをみて頂くと、短期のスプレッドの足許の動きが随分縮まってきており、これは9月に向けて貸出を増加させようという金融機関の意欲に対して、資金需要がなかなか出てこないことの表われと考えている。

それから図表 14 企業金融の関連D I では中小企業金融公庫の貸出態度判断D I 調査の 10 月は 17.8%と 8、9 月と比べ若干緩和超幅が縮んでいる。概ね 20%ポイントを割るところで、横這い圏内かと思われる。資金繰りD I もほぼ同じような状況が続いている。ここは 12 月短観が出たところで、大企業、中堅企業、中小企業と合わせてもう一度判断したいと考えているが、全体としては企業金融あるいは銀行の貸出態度を巡る環境は変わっていないと判断している。

最後に企業倒産では、昨日 10 月の数字が出ている。倒産件数は 9 月の 1,585 件に続く 10 月の数字が 1,655 件、前年比が+17.8%、季調済の件数が 1,464 件、このうち特別保証関連が 399 件である。負債総額は桁が前月と全く違っており、8兆4,043 億円である。今月の倒産の特徴点を三つ挙げると、第一に金額が 8兆4,000 億円と当然単月としては史上最高となったことである。これは協栄生命の 4兆5,000 億円、千代田生命の 2兆9,000 億円を込みにした数字が押し上げており、因みに過去の倒産の負債総額では、協栄生命が 1 位、千代田生命が 2 位となっている。一方、二番目の特徴は、倒産件数については原計数でも若干増えた程度で、さらに季調済ではむしろ減っており、少なくとも 7 月以降の動きとしてはトン圏内、長い目でみると若干じりじり増加しつつある傾向は変わっていないことである。三番目の特徴は特別保証制度関連の倒産が相当増えていることである。これは 10 月 399 件とこれまでのピークである。以上である。

速水議長

ただ今の説明につき、質問があればどうぞ。

山口副総裁

株価とクレジット・スプレッドの関係だが、アメリカなどでは例えば格付けの非常に低いところ、あるいは新しく企業を始めるところがハイ・イールド債を発行して、それを後でエクイティに切り替えるといったことをごく普通に行なってきた。従ってエクイティが崩れると、とたんにハ

イ・イールド債の利回りが跳ね上がる関係があると思う。日本で例えばエクイティのマーケットが崩れてきた場合に、銀行のバランスシートを割合直撃してくると思うが、金融機関以外のクレジット・スプレッドが拡大するメカニズムはどういうことなのか。こうしたことを想定しながら、クレジット・スプレッドの話をしていただと思うが。

雨宮企画室企画第1課長

アメリカと日本の違いを現象面で申し上げると、山口副総裁が紹介されたファイナンスのメカニズムが違うこと、もう一つは規模が全く違うことが大きいと思っている。アメリカの場合、クレジット・スプレッドがものすごく拡大してLTCMの時を上回っているようなデータになっているのは、専らジャンク・ボンドの世界であって、例えばシングルBとトリプルAを比較すると、あの時を超える700bp位のスプレッドになっているが、トリプルBまでのスプレッドは実はそんなに拡大していない。じりじり拡大している位である。日本の場合にはベンチャー企業がジャンクボンドを発行してその後でエクイティに変えるということがそもそもないので起きようがないことがあると思う。ただそうは言ってもこの株価の影響で信用リスクに対する懸念の強まりは少しは出ていて、例えば発行市場でノンバンクのスプレッドが10~20bp拡大し始めているとか、長い物が少し発行し難くなっている現象が起きている。従って今指摘されたような企業が社債を発行してエクイティへといった直接の繋がりがあるがゆえの影響というよりは、株価下落によって企業経営に対するリスク懸念が強まり社債にも影響が及ぶルートが細いが存在しているということかともみている。

山口副総裁

金融機関のリスク感覚が先に変わってしまって、金融機関の与信構造を通じてクレジット・スプレッドが拡大しているということはあるか。

増淵理事

考え方としてはあり得ると思うが、そういうことが実際の銀行行動に出ているかという点、少なくとも大手行について明確に出てきているエビデンスは得られていない。何故得られていないかという点、大手行の場合は健全化計画が一方にあって、多少歪んでいるところがある気がする。そもそもある程度クレジット・リスクの大きい層に対する姿勢自体は変わっていない。与信先として採用できる対象先については、健全化計画もあり、相当激しい競争を行なっている状態も変わりにないため、明瞭にエビデンスとして得られてこないのではないかと思う。もう少し時間をかけて見る必要があると思う。

山口副総裁

今のは貸出の話か。

増淵理事

貸出の話である。

中原委員

先程特別信用保証制度関連の倒産の話があったが、これの見通しはないのか。

雨宮企画室企画第1課長

特別保証制度に関わる倒産の件数の見通しはさすがに作っていないが、特別保証制度の代位弁済率がどうなるかのイメージという点、過去代位弁済率が一番悪くなった年は昭和54年頃で、その時の代位弁済率の持ち上がり方と比べて今はどうかというチェックはしている。それと比べると大体同じ位で、今代位弁済率が足許1.8%位になっている。54年頃の時も2年目で1.8%位であり、最終的な出来上がりは7%位であった。今の特別保証制度は一応代位弁済率の出来上がりを10%の前提で作っているの点、

一応その枠の中で動いていると思う。ただ、そもそも制度を始めて2年位で倒産が増えてしまうような制度を作ったことがどうだったのかといった評価を抜きにした数字上の報告である。

速水議長

よろしければここでコーヒブレイクを10分程取って10時55分から再開する。

(午前10時44分中断、午前10時55分再開)

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

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述べて頂き、続いて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いて討議して頂く。そして最後に政府から出席されている方々から、もし意見があれば承っていくとの順番で進めて参りたいと思う。まず、金融経済情勢について意見を頂くが、ポイントを絞って議論頂くために一人10分程度を目途にお願いしたいと思う。効率的な議事運営に協力をお願いしたい。本日は植田委員から願います。

植田委員

日本の景気を全体的にみると足許では緩やかな回復が続いているが、先行きに関しては、やや不透明感が増大した状況だと思う。今日はこの点に関連して関心がある米国の経済動向および日米共に見られる金融面の若干の弱さと実体面の相対的な強さのギャップに絞って話をしてみたいと思う。最初に米国経済については、結論的には良く分からないし、事務局

の説明に余り付け加える点も多くはないが、数か月前までエコノミスト、市場の米国経済の見方は三つ位に分かれていた。将来を見た場合にどのような方向に進むかであるが、一つ目はいわゆるソフトランディング・シナリオが実現するというものである。二つ目はレッド・シナリオというものであって、減速のペースが余りはっきりとせず拡大が続き、どこかでより強い金融引締めが必要になり、その後ハードランディングが起こるものである。三番目がブルー・シナリオと呼ばれているもので、ソフトランディングよりも急速に減速してしまい、ある種のハードランディング的な現象を伴うものである。メイン・ラインの見方はソフトランディングであって、その両側にレッドとブルー・シナリオがあったかと思う。ここ1、2か月のデータ等を見てみると、レッドシナリオの可能性が少し低下し、ソフトランディングのシナリオがまだメインであることは引き続き同様であるが、ブルーになる可能性も否定出来ず、やや増大しつつある程度かと思う。いずれにせよ、実体経済は今のところのデータを見る限りでは成長率が高い範囲の中でやや減速する程度である。他方金融資本市場にはもう少し強い警戒感が現われており、ギャップがあるように見える。後者についてももう少し敷衍すると、一つの特徴は株価の下落である。時価総額ベースでNASDAQでは今年の3月対比25%位の減少になっているが、NY市場を加えて全体で見るとマイナス6%位の減少にしか過ぎない。従ってそれ程大幅な株価の調整が米国であった訳ではないが、それでもGDPの約10%位の金額なので消費にもう少し強い影響が出て良いかなと思われる位の調整である。それから、社債市場でスプレッドが拡大したり、トリプルAの非常に良い銘柄を除くと発行がそう簡単ではない状態になっている。それからここに来て銀行貸出が急減している。さらにアネクドータルにはハイテク関連への色々なルートを通じた資金供給に急ブレーキが掛かりつつあるということだ。全体としてはマイルドな信用の収縮が起こりつつあると思う。それに対して実体経済では、ハイテクはこれまでのデータに関する限りは割と高い伸びを続けているのに対して、それ以外のところの減速かと思う。先程10月の生産が少しマイナスになったとの

データが紹介されていたが、これもIT関連では+3.2%に対して、その他が-0.5%である。さらに私のヒアリングではどちらかと言えばローテク製品のアメリカ企業によるアジア地域への供給増が目立っている。すなわちアメリカでも中南米でも捌けなくなってアジアへ回ってきている。またハイテク関連でもドットコム企業関連の倒産や中堅企業での利益の伸び率低下が起こっていることが嫌気されているかと思う。全体として金融引き締めあるいは原油高を契機として、緩やかな景気減速の過程が始まりつつある。ただ一番強い部分であるハイテク分野では、まだ実体面には強い部分が全体として大きい。金融側から見ると将来の減速をそこそこ織り込み始めている段階かと思う。いずれにせよソフトランディングでいくのか、もう少し悪いシナリオでいくのか、さらにその中でハイテク分野の減速の程度に注目しなくてはならないと思う。

次に日本経済は、このように米国経済の減速が予想される中で失速しないかが問題かと思う。ここはブルーなシナリオになると日本もかなりブルーになりそうであるが、ソフトランディングのケースでも大丈夫なのかが問題になっていると思う。日米二国間の貿易を通じるリンケージだけに着目したとすると相当大幅な米国の減速の可能性がない限り日本経済はそこそこ大丈夫ではないかと思う。従ってそれ以外のリンケージに着目することになるが、第一にアメリカ経済減速の世界的な広がりが例えばアジア等を通じて日本に波及してくる可能性がある。しかしこれも調統局のシュミレーションの結果を見る限りそれ程でもないと感じている。二番目に米国の特にハイテク分野の調整が現在の日本経済のほとんど唯一の牽引役であるハイテク分野の設備投資を腰折れさせる懸念がある。これはある程度懸念すべき材料で、そのためにアメリカでは6%に過ぎない株価の調整の中で、連動しているように見える日本の株価の調整は時価総額ベースで3月対比約20%と格段に大きくなっている。三番目に米国の動き等に連動して下がる株価がそれ自体マイナスの影響を発生させていく可能性である。これは色々なルートが考えられるが、例えば金融機関の実質体力減少を通じて金融システムの動揺が広がる、あるいは企業・家計マイン

ドヘマイナスの影響が発生する、企業のリストラのペースをダウンさせ、これがさらに株価に悪影響を与える悪循環もあり得るかと思う。リストラと株価についてややミクロ的にさらに考えると、ROE、ROAの改善のピッチが遅いことが懸念されているような気がする。数か月前の調査統計局の報告の中に、日本企業は必ずしもROEやROAの改善を明示的に目指してリストラをしているのではない、といったことが述べてあったと思う。しかし、外資系のアナリストのレポート等、あるいはヒアリング等を通じて得た情報によれば、彼らはこういうことに非常に注目している。資本収益率の分子に関係がある賃金や利払い費の抑制でリストラが始まった訳であるが、賃金抑制の動きは一応止まりつつある。分母分子双方へ影響する不稼働資産の売却は損が出るので、これまで株の含み益で相殺出来る程度に限られてきた。しかし、株価の下落でこれもやや止まりつつある。新しいビジネスモデルを考え、資源をそこに集中させていくリエンジニアリングに成功している企業は少ない。これらの結果としてROEは上昇しつつあるが、ゴールドマン・サックスのレポートでは、本年度は5~6%に止まるとのことであり、これに対してアメリカでは30%と遥かに及ばない水準である。足許の収益は好調ではあるがこの中でリストラがやや止まりつつある。そして将来売上が鈍るかもしれないという不安感が若干広がりつつある中で株価の頭が抑えられていると思う。また、一つのマクロ的インプリケーションとしては、もう少し賃金の抑制が必要であるとマーケットが見ていることが挙げられる。しかしそうであるとすると、マクロ的には消費が期待できない。逆に賃金がそこそこ伸び出すと、収益にブレーキが掛かり株はあまり上がらないという問題があるように思う。もちろんどちらでもない、賃金が上がり消費が上がるマクロ的に良い状況になる可能性も当然ある。いずれにせよ、足許続いている株価の下落は計量モデル等でその影響を計算すると大した影響は出てこないが、過去からの経験を基に見てみると、ある範囲を超えると非連続的にマイナスの影響を拡大させる可能性があるので注意して見守りたい。以上色々なリスクを論じてきたが、これを総括して例えば来年にかけてのGDP成長率の予想分布

を申し上げてみると、左端のところは若干ファット・テールが出てきているようなことかと思う。ただそのファット・テールの山が真ん中のところの2%前後の山を越える程にはまだ成長していない状況かと思う。従って平均値を一本出して予想して見ろと言われるのであれば、微修正程度の段階であるとは私は思っている。今後このファット・テールのところが大きく膨れてくるのか、消えてしまうのかを注意したいと思う。より具体的には12月短観で設備投資のITを供給している企業以外のところへの広がりがどの程度か、あるいはここまでの株価下落の企業マインドへの影響がどうか、消費との関連で冬のボーナス、さらにはアメリカのクリスマス商戦およびアメリカでの金融面でのやや気になる動きの今後に注目したいと思う。以上である。

速水議長

次に篠塚委員をお願いします。

篠塚委員

まず実体経済の関係では、前回の会合から内外ともに大きく環境変化が生じたと思う。言うまでもなくアメリカ大統領選挙の行方が混沌としていることと、日本の政局が不安定化・流動化していることである。それに伴って株式・為替市場、さらには国債市場にも様々な影響が出始めている。こういったことを考えると、市場で先行きに対する期待が収縮していることが一番気掛かりなところである。金融政策は資産市場を直接の対象とはしないと云っても、こうした状況が長引いてくると実体経済に大きな影響を及ぼし始める。内外ともに政治環境が一刻も早く落ち着きを取り戻すことを期待し、それを注視しながら日本のファンダメンタルズに影響を及ぼすのかどうか注意深く見守っていきたいと思っている。

その上で、実体経済について若干チェックしてみたことについて報告したいと思う。実体経済活動は、先程調統局が説明していたように、企業を起点とした所得・支出環境が緩やかな回復を続けているとの評価に私も違

和感がない。若干データを確認すると、まず企業部門では生産を中心に好循環が続いている。経済企画庁の法人企業動向調査では大企業、中堅企業の2000年度設備投資計画の上方修正が報告されている。さらに中小企業金融公庫の中小企業製造設備動向調査においても2000年度設備投資計画は前年度比13.5%と96年を上回る90年度以来の高い伸びが見込まれている。そして今年度の下期も24.7%と大幅な上方修正になっている。さらにこの中小企業金融公庫の調査では、資金調達面で借入金が増加したことが注目される。4月調査の前年比3.7%から9月調査では18.7%と大幅に増加したことが注目される。これまで企業活動の活発化を示す材料が増えていても、資金需要に結びつくものが少なかったことから、先行きについて力強い材料と評価している。企業規模別でも全ての製造業で前年度比増加している。業種別にも全体の18業種のうち14業種で前年度比増加となっており、裾野が広がりつつあると見ている。さらに先行指標でも、機械受注は7~9月期は前期比8.2%と、5四半期連続で前期比プラスとなった。そして、このように大幅に水準を切り上げた後の10~12月期業界見通しも前期比で7.6%とさらに増加する形となっている。機械受注の先行性を考えると、今年度一杯、ないしは来年度入り後も設備投資の高い伸びが期待できるのではないかと見ている。さらに機械受注の内容を見ると、昨年度後半はIT関連投資の先行指標となる通信・電子機械、半導体製造装置などのみに牽引されていたが、今回はそれだけではなく産業機械や工作機械など他の分野における受注も同時に増加している。先程の中小企業金融公庫のアンケート調査とも併せて設備投資の裾野が広がりつつあることを示していると評価している。それから設備投資にはそれ自体が有効需要となる面と生産能力を高める面があるので、一般に設備投資の回復初期には需要の増加が強くなるので、投資の結果生産能力が高まってきた時に需要の伸びが鈍ると需給バランスが崩れてストック調整を生じ、設備投資が腰折れることがある。しかし現在は企業の設備過剰感が引き続き緩やかに後退しているし需給バランスが急に悪化する懸念は小さいのではないかと見ている。こうした面から当面設備投資は需給ギャップの縮小に寄与し続ける可能性が高いと見

ている。その他の企業関係の活動に関する統計として注目したのは、情報サービス売上高の統計と、企業活動を物流面からとらえた運輸関連の指標である。前半の情報サービス売上高は93年SNAへの移行に伴って設備投資に受注型のコンピュータ・ソフトウェアが計上されるので、それを通産省の特定サービス産業動態統計から追ってみた。このうちソフトウェア開発やプログラミング作成の項目に注目すると、売上高が前年比で4~6月期の0.5%から7~9月期が10.4%と大きく伸びているのが注目される。また同じく情報サービス業の翌四半期の売上げが当期と比べ増減するかをみる予測DIは10~12月期についても引き続き大幅な増加超となっている。さらにその主要相手先では運輸・通信業からの引き合いが強いほか、サービス業でも期を追って増加超幅が拡大していることが注目を引いた。もう一つ企業活動を捕捉する運輸関連の物量面からの統計として、JR貨物の取扱い量をみると、4~6月期は前年比で-3.7%だったが、7~9月期には4.3%とプラスになっている。さらに高速道路の利用台数の前期比は4~6月期は0%だったが、7~9月期は1.5%とプラスに転じている。これら総じて企業部門の活動が活発になってきている証左と受け止めている。

次に家計部門に関しては、依然として一進一退の感じがあるが、改めて雇用・所得環境を雇用統計から点検しておきたい。家計支出の前提となる雇用・所得環境が緩やかながら、改善に向かっていることは事実であるが、前回毎月勤労統計と労働力調査で少し方向が異なる動きとなっているなど統計が若干不揃いな動きをしていると申し上げた。その後幾つかヒアリングした結果、雇用統計はそもそも景気に対しては遅行指標であるが、バブル期以降の雇用の動きを毎月勤労統計と労働力調査で追って見た結果、労働力調査の方が毎月勤労統計よりも先んじて反映する傾向が確認された。これは有効求人倍率を反映の早い統計として見た場合の関係であるが、その傾向が今回の緩やかな回復局面においてもあてはまるとするならば、今回の回復過程でも労働力調査の方が先取りした動きを始めており、毎月勤労統計の方が後追いになっていることになる。こうした観点から改めて

見直すと、季節調整後のベースで見た労働力調査の雇用は本年の4～6月期0.6%、7～9月期0.6%と前期比でそれまでのマイナスからプラスに転じている。他方毎月勤労統計は労働力調査よりも一期遅れており、前期比がプラスになったのは、7～9月期0.2%である。このように両者の統計にはずれがあるが、両方の統計からみても景気との整合性からみて緩やかに改善基調にあると言えるのではないかと考えを改めた。有効求人倍率については、先行性があるとはいっても、中身をパートの有効求人倍率とパートを除いた有効求人倍率とに分けてみるべきであると思う。2000年7～9月の有効求人倍率季節調整値をみると、全体は緩やかに改善しており、現在足許は0.61倍である。これを分けてみると、パートの有効求人倍率が1.47倍、パートを除いたものが0.48倍となっており、これにウェイトをかけて合成すると0.61倍となる訳である。確かに本年入り後有効求人倍率は緩やかに改善しており、本年1～3月期から比べると現時点は0.09ポイントも上昇しているが、これはパートの寄与が非常に大きかった訳である。結局企業がリストラを続けている過程の中での緩やかな回復なので、私自身は雇用・所得環境がはつきり回復したとみるためには、パート以外の有効求人倍率が少なくとも0.5倍以上にならなければ、その実感が出てこないのではないかとみている。二番目に所得に関して現金給与総額は8、9月と2か月連続して前年を上回っている。冬のボーナスについては幾つかの民間の予測などもあるし、本日も日経新聞の調査が出ていたが、前年水準をやや上回る可能性があるように思われる。そういった予測を出す背景としては、一つは企業収益が大幅に増加していること、二番目には有効求人倍率が緩やかに上昇するなど、労働需給も改善していること、三番目に法人企業動向調査などをみると、企業は国内の景気、業界景気などについて、10～12月から来年1～3月へかけてと着実に改善するとの見方があること、などが挙げられると思う。従って全体として緩やかな改善とみて良いのではないかと思う。それからもう一つ気掛かりな点は、自営業主および家族従業者といった雇用者以外的人数が本年に入って大きく減少していることである。これは、以前田谷委員も言われていたが、特に季節調

整後のベースでみた前期比は1～3月期-4万人、4～6月期-52万人、7～9月期-12万人と減少している。この背景には恐らく小売業などにおいて低価格、高品質の商品を積極的に投入している新興勢力や、それに対抗する既存の大手小売業者の間で自営業主の経営環境が非常に厳しくなっていることが考えられる。自営業主や家族従業者は、就業者全体の2割弱のウェイトを持っている。このため、勤労者世帯では緩やかな消費の回復が今後確認できるかもしれないが、全世帯でみた個人消費の足取りでは、この自営業主等の減少傾向が足を引っ張るのではないかと思われるので、留意事項として今後も注目していこうと思っている。

最後に物価面であるが、執行部の説明では、全国の9月の消費者物価の中で特に衣料品の値下がりが見著である。これをどのようにみるかが一つの焦点となっていた。ただこの統計の見方も色々であり、東京都区部の10月速報などをみると、被服の前年比マイナス幅は8月が-0.6%、9月は-1.7%と大きく拡大した後で、10月には-0.7%とまた再び縮小したりしている。こうしたことをみても、やはり単月の動きで判断するのはなかなか難しく、慎重にみるべきではないかと思う。一方、既存の小売業がいわゆるユニクロ現象といわれるビジネス・モデルを導入してきた結果、日本国内に投入される高品質・低価格製品の裾野があらゆる分野に広がってきていることがこのような状況を作り出しているのだと思う。もっとも、そうした経営戦略を講じることができるのは、規模が比較的大きく資本力がある企業を中心になると思われる。従って、流通業界では市場から退出を余儀なくされる企業がある程度増加する可能性がある点も物価の下落傾向と合わせて注意していく必要がある。今後この観点からも特に流通業界における企業収益のより細かい調査・分析が必要かと思っている。以上である。

速水議長

次に中原委員お願いする。

中原委員

まず景気動向指数の9月が出たので、それを分析してみると、第一に足許の景気は拡大局面にある。それはD Iの一致指数が17か月間連続して50%以上であったし、C Iの一致指数、先行指数が変化率でみてプラスで横這い状態にあることに表われている。第二に来年の2月頃までは緩やかな上昇が続く可能性がある。それはD Iの先行指数が4か月連続で50%超、C Iの先行指数の前月差が8月+4.1%、9月+1.4%となっているところからくる訳である。ただし、第三として来年は総じて上半期に停滞する可能性が強いと思っている。それは長期先行指数のうち金融重視型をみると最近の動向が緩やかであると同時に変化率をとると、3月から9月の7か月間の間、プラス・マイナスを繰り返し非常に不安定であるので、来年の上半期に景気は停滞する可能性が高いと思う。もう一つの特色は、9月はC I、D I共に先行・一致指数、遅行指数の6指数全て前月比ダウンとなり、下へ向いてきている証左であろうと思う。中身を見ると、常用雇用指数は依然として下降中であり、止まる気配をみせない。それから大幅にダウンしたのが生産指数、新車新規登録届出台数である。それから営業利益の第2四半期も大きく下に振れた。このような景気見通しを前提として、幾つかコンポーネントについてみると、機械受注は10~12月まで6四半期連続増加の公算が大きくなった訳である。9月の牽引役は電気機械と通信業であるが電気機械については受注が8月+4.5%、9月+1.6%と減速していることが気掛かりである。通信業については、携帯電話端末の受注の急増が非常に大きく出ている訳であり、過大評価されているのではないかと思う。それから、建設の工事受注も非常に急減してきている。従って設備投資のモメンタムは最近の機械受注統計が示唆するほどは強くないと私は思っている。企画庁の7~9月の法人企業動向調査が出て+9.2%となったが、これは4~6月の反動が出たことが効いていると思っている。それから機械受注とGDPとの関係を調べてみると、GDPベースの設備投資の約6割弱をカバーする訳であるが、GDPベースの名目設備投資と民間設備投資との相関関係がここ数年間崩れている。むしろ法人季報の方

がGDPベースの民間設備投資の70%弱をカバーしており、名目GDPとの相関関係が比較的高いので、これが出るまでもう少し様子を見る必要がある。9月の機械受注統計でもう一つよく分からないのが、各セクターからの受注の季節調整後の合計額と民間需要全体の季節調整値がかなり大きく食い違っていることである。消費は先程出た自営業主、家族従業者の問題もあるが、マインド面が必ずしも改善していないことが問題である。博報堂の消費意欲指数や日経のCFIをみると、共に悪化しており、株価の下落と共に消費者態度にやや陰りが出始めている。先行き消費が改善する展望は依然として開けていない。企業収益は、恐らくこの下期で増益のモメンタムがピークアウトするのではないかと思う。企業の交易条件が悪化しているし、販売価格が下落しているので、それが非常に大きな影響を与え来年度以降は収益の伸び率は大きく低下する。従って、所得の持ち直しをかりうじて支えてきた循環的なアップサイドのモメンタムが低下してくると思うので、賃金の増加のモメンタムはこの上期が恐らく最強ではないかと思う。下期以降になると、所定内・所定外賃金の増加や賞与の下げ止まりなどが緩やかに剥落していくのではないかと思う。そして、そのような状況が起こると、企業の第二ラウンドのリストラが起こると思う。これまでは頭数減らしであるが、これからは正規の従業員の人件費に手をつけて減らすことになるので、所得や消費の展望はなかなか開けないと思う。それからもう一つ気になるのは、経常収支で、私は前から純輸出はそれ程大きく寄与しないと思っているが、世界経済の見通しが段々下方修正されてくるので、99年初め以来の国内景気の回復を大きく支えてきた実質黒字の急増による外需面からのサポートが減ってくると考えている。過去の経験からみると、経常収支と長期金利には、中期的に負の相関関係があると認められると思う。従って、世界経済が減速する、あるいは原油が高くなることで、経常黒字が臨界点を超えて減少すると、財政赤字のリスク・プレミアムが一気に噴出するのではないかと恐れている訳である。世界の環境については色々な評価が示されたが、私が心配しているのは韓国である。9月は耐久消費財も20%を上回る大幅な下落であるし、公的資金の

注入も 98 年後半から 2 年間に 100 兆ウォン、約 10 兆円投入されたが、さらに現在 50 兆ウォンの追加投入を検討中とのことで金融面も色々痛んできているようであり、韓国の動向は要注意である。それから原油についてこれまで申し上げたことを少しサマライズすると、まず原油値上がりの経済に与えるインパクトをみるのに一番いいのは、原油粗油の輸入量、輸入金額を名目 GDP で割る訳である。日本の場合には、それが今年第 2 四半期には 0.9%、LNG を加えても 1.2% という低い数字である。アメリカはこれに対して原油のみで同 1.2% と LNG を加えたベースでも 1.2% と、ほとんど LNG を輸入していないので両者は同じような数字になる。日本の数字は第一次石油危機後のピークは 4.5% 強、第二次石油危機の時は 6% 強であるので、日本にはまだ相当余裕がある。ただし東南アジアについて計算すると、この比率がシンガポールは 9.5%、韓国については 6% 台であり、タイで 4.1% である。これら東南アジアの比率は日本の第二次オイルショックのレベルまできているので、私は影響は深刻に出ると思っている。それから中国はまだ輸入がそれ程ないので 1.2% である。このように石油の上昇が与える影響が、東南アジアの国々でも相当深刻に出てくると思う。第二は需給のバランスであるが、どうも最近の統計をみると、IEA の統計が当てにならないことが分かってきた。つまり IEA は消費国政府からの報告と OPEC からのレポートに基づいている訳であるが、消費国政府からの報告はしばしば不正確であり、最悪の国はアメリカである。OPEC からの報告も生産あるいは出荷について必ずしも追跡できる訳ではないので、これも鵜呑みにできない。IEA の報告でみると今年第 1 四半期は原油に対する需要が 75.3 百万バーレルに対して原油の供給が 75.1 百万バーレルで余っているのが -0.2 百万バーレル、——これは原油の在庫を取り崩したということである——、第 2 四半期は 73.8 百万バーレルの需要に対して供給が 76.2 百万バーレルであるから、本当は 1 日当たり 2.4 百万バーレルの積み増しがなければいけないが、実際にあったのは、第 1 四半期 -30 万バーレルの取り崩し、第 2 四半期は 90 万バーレルの積み上げである。第 3 四半期は 75.5 百万バーレルに対し

て77.3百万バーレルであるから、本当は1.8百万バーレル余っているはずであるが、実際の在庫増は10万バーレルである。つまり第1四半期10万バーレル、第2四半期150万バーレル、第3四半期170万バーレルの油がどこかにいってしまった訳であり、恐らくこれは産油国の近くのタンクであるとか、地下などに貯蔵され、消費国に届いていないと思う。従って、何回も申し上げているが、原油は高止まりしており、機会があれば前の高値を抜けようという姿勢であり、現在のところWTIで35ドル台である。それから三番目の懸念要因は中東情勢であり、これは全く混沌としてきたと考えている。イスラエルとパレスチナの問題のほかにイラクがあり、サダム・フセインがカードを握っている。最近では11月7日からトルコ地中海のジェイハンから出している石油の輸出を100万バーレル/日弱停止していた。この表向きの名目は石油代金をユーロ建てで振り込む手続きが完了すれば再開するとのことであったが、彼のことであるから如何なる奇手を弄してくるか全く分からない。株価とかその他については後程また申し上げたいと思う。

速水議長

それでは次三木委員をお願いします。

三木委員

今会合も景気の回復は本当に大丈夫かという点にポイントは絞られるのだろうと思っている。今までの経緯を纏めて振り返ってみると、大きな財政赤字を抱えながらのあれだけの財政出動、それから本行もゼロ金利という超金融緩和策を採り、それに民間の自助努力による構造調整、この三つの合わせ技での景気回復過程だと思う。そういう中で財政政策・金融政策は整合性を保ちつつ、その時々を経済の回復の度合いに応じて緩和の程度の微調整を行なってきており、景気は緩やかに回復軌道に乗ってきたと総括されると思う。ただここにきて景気回復の初期の段階における踊り場の状態がまだ続いているのだろうと思っている。これには三つの要素があ

と思う。一つは構造調整を抱えながらの景気回復であるから、当然のことながら二極分化、斑模様の中で景況感の改善はなかなか出てこない局面であるが、構造調整先送りの弊害がリスク要因として意識され始めてきたのではないかと思う。二番目に日本経済を取り巻く不確実性、リスク要因といったものが企業、家計のマインドに不透明感をもたらしてきている。三つ目は心理的要因として政治不安、株価の低迷、先行き不安が挙げられる。これは年金、社会保障等の面が家計に及ぼす先行き不安もあるし、企業も含めて考えた場合には財政再建の道筋がなかなか見えていないといったことが不透明感をもたらしていると思整理できると思っている。

今日はそういう中で日本経済を取り巻くリスクを以下五点指摘しておきたいと思っている。第一点は金融セクターの抱えるリスクで、債券、株式のマーケットリスクが第二の不良債権になりかねないことを注意しておかなければならない点である。既に現状の株価では株式含み益はほぼ底をついているから、ここからの長期金利の上昇、あるいは株価の下落は全て業務純益で賄わざるを得ないところまで追い込まれている。より大きいこととしては、やはり信用リスクと思っている。地価はまだ下がると思われるから、この地価下落による趨勢的な不良債権の増加に加えて構造調整が先送りされてきていることによる膿が出しきれていない部分の表面化が懸念されると思っている。なかんずく建設、不動産、流通、商社、ノンバンク、第三セクターなど大口問題債権者への融資総額は 20 兆円弱だという整理もあるが、そういうことを考えると、金融の不良債権問題の第二ラウンドになるリスクがある。二番目は実物セクターの抱えるリスクである。量は回復するが価格が下げ止まらないことである。企業収益の基盤を見ると IT 関連企業や勝ち組企業以外はなお企業収益の基盤は脆弱である。公需から民需へのスイッチが、そういう動きの中で量的には回復軌道に乗ってきた形になっているが、まだ今は価格低下の減益分を輸出需要によるボリューム効果と総人件費カットによるリストラ効果で補って企業収益は回復する形になっている。国際会計基準への移行で含み損益は全て表に出てくる訳であるから、この負の遺産の会計処理負担で当期利益はな

お厳しい。これは一過性かもしれないが、今期の当期利益はなお厳しい局面だろうと思う。三番目は財政セクターの抱えるリスクである。公共投資は抑制方向になってきているが、累増する国債残高はほぼ限界にきて、国の信用が問われていることから、財政に景気の下支え役をこれ以上期待するのはなかなかできなくなるのではないかと思うし、国債増発によりもし長期金利上昇になった場合、民需回復の阻害要因になりかねないリスクがあると思っている。四番目は海外セクターの抱えるリスクで、これは先程植田委員からも指摘があったが、日本の輸出ウエイトの高いアジア経済、世界経済の牽引役である米国経済の減速のステップ、さらに中原委員から話のあった原油相場が要注意だろうと思っている。五番目は金融資本市場のリスクで、行き過ぎた米国株の調整による逆資産効果とその日本株への波及、加えてユーロ安等の為替動向もリスク要因として残るというように整理している。そういう中で実物セクターについてみると、量は着実に増えている。先程の調統による消費財供給数量の説明をみても分かるように、大体 96、97 年レベルまで戻ってきており、量は着実に増えている。しかし問題は価格が弱いことである。産業界では紙以外の業種は全て価格に対する弱気感に支配されている。夏場から秋口にかけてはある意味では下がった価格はもう戻らないが、景気回復に合わせて少なくとも先行き価格は下がることはないと言い切ったが、ここへきて再び価格下落の警戒感が出始めている。この価格下落懸念を生む第一は、プレイヤーの数が多すぎることである。建設、機械、素材、広範な業界で受注獲得競争のために業者間で値段の叩き合いになっている。産業界全体がその結果として、勝ち組企業をも巻き込む形で価格競争に巻き込まれつつある。こうした需給バランスの崩れからくる価格下落懸念は、悪い価格下落ということで、この懸念がやはりなお残ると思う。それから特にプレイヤーの過剰感が解消しないのは、ここ数年の企業の延命策にある。これはある意味では「景気回復がまず先」との段階ではやむを得ない措置ではあったが、政府金融機関の安易な融資拡大、信用保証枠の拡大、安易な債権放棄など、こういう構造調整に水を差すような措置のために、淘汰されるべき企業や設備を全て生

き残らせてしまった。つまり構造調整の先送りの弊害が顕在化してきたと思う。それから価格下落懸念の第二の問題は、グローバル競争の激化による国際競争力コスト、国際価格への鞘寄せの動きである。流通合理化や規制の撤廃、ITの活用、技術革新といったことによる生産性の向上等が価格引き下げの原動力であるが、これは今後もなお続く。一方、こうした価格下落は良い価格下落と受け止めざるを得ないと何回も私は申し上げたが、ここへ来て否応無しにこの問題はクリアせざるを得ないだろうと産業界の一部にこの意見がやっと受け入れられ始めてきた。次にこういった価格下落を景気回復の観点から捉え直してみると、当然に企業収益の減益問題に繋がってくる。企業としては価格低下への対応は、最終的にはコストカットしかない訳である。日産のMr. ゴーンに典型的に表われているようにコストカットしかない。従って企業経営者としては、総人件費の抑制姿勢継続になる。雇用者数はもうこれ以上削れないところまで削った先については、後は給与対応しかないことになる。可能性としてはボーナスの一段の抑制がシナリオとして想定される。企業部門から家計部門へのプラス効果の波及には、一段と時間が掛かる可能性が予想されるので、個人消費が今の景気回復のパターンの中で今一つはっきりしない点が大きなポイントとなっているが、家計・所得のフローの伸びから個人消費の伸びを期待するには、なお時間がかかる局面だと言わざるを得ない。以上である。

速水議長

次、武富委員お願いします。

武富委員

現状は景気の実態と景況感との間の微妙なずれが生じている状況にあるように思う。言ってみれば、懸念先行型の景気展開、あるいはマインドの必要以上の慎重化が一人歩きする景気展開のような性格を持つ局面だと思う。私自身は緩やかな景気回復基調というこれまでの評価を変えなければならぬだけの確かな証拠があるとは思っていない。それにもかかわ

らず、一般には景気の踊り場入り、あるいは中だるみ化に対する早期警戒感が見え隠れしているように観察される。早晩景気実態に景況感の方が合ってくることを期待しつつも、もし仮にこういう気分的にすっきりしない雰囲気長期に定着してしまうと、そのこと自体が先行きの景気に対してマイナスインパクトを持つ可能性があることについては、良く注意をしておきたい。慎重になること自体はよろしいが、自縄自縛になることも避けたいと思う。

以上申し上げたような心理的な気迷い状況のようなものを一番良く象徴しているのが、最近の株価の軟調な地合いだろうと思う。こうした警戒感の源が何かは、なかなか特定し難いと思う。色々あると思うが、重要性の低いものから順番に列挙してみたいと思う。一つは経済以外の分野における不確かさに対する反応の側面である。足許では国内政局の流動化懸念、あるいはアメリカ大統領選挙の決着の遅れがある。仮に大統領選については決着がついても接戦であったことによる後遺症が新政権の政策に一貫性を持たせ得るかどうかといった不透明さに対する警戒もあろうかと思う。それ以上に時間軸の長いテーマで基本に流れている問題は、日本の社会情勢の変化に対する漠たる不安、気迷いだと思う。例えば安全性神話がやや崩れている、物理的な意味でのセキュリティも悪い。かつて想像できないような凶悪事件が日常茶飯事になっている。あるいは、年金、社会保障、あるいは老後の介護のようなセーフティネットの意味でももう一つ確信が持てない状況で、社会に軸がなくなっている。かつてのように社会のことは安心出来、経済に集中出来るようなところから注意力が分散する状況になっていることも、例えば消費などには影を落としていると、消費を分析する専門家なども言っている。

二番目の警戒感の源は、海外経済環境の変化をもう少し見定めたいという慎重な姿勢だと思う。日本にとっての輸出環境を見定めたい、国際的な金融為替市場のありうべき変化とそれの日本のマーケットへの影響を、従来以上に腰を据えて見定めたいとの感覚もあるだろうと思う。一つは当然アメリカの景気の減速が一頃より現実味を帯びてきた。現実味を帯びるに

連れその影響をより従来以上に具体的に見定めたいとの姿勢があると思う。アメリカの景気減速の時期がたまたま政権交代の時期と重なって、暫くはレイム・ダック政権の下で財政・金融政策のミックスが取られるあたりに多少の不透明さを市場も持っているのかもしれないと思う。アメリカは10年近くの経済拡大をしたが、その経済拡大がバランスの取れたものなのかどうか、減速する時にそのバランスの取れた形でそのまま成長率が若干鈍化することとなるのか、あるいはこれだけ長期の長い経済拡大があった中には、行き過ぎというのか excess、あるいは歪みがあって、それが景気減速を契機に表面化するのではないかというような懸念を持ちながら見ていることもあるかと思う。excess については先程ネット関連企業とかハイテク関連企業のNASDAQ市場での動き、あるいはそれに対する銀行の融資等の話が出ていたが、そういうようなところにも市場は注目し始めている。こうしたことがドル相場、米株価、あるいは米長期金利にどう影響するかを見ているためにやや色々な手控え現象が起きていることがあろうかと思う。もう一つ海外環境としてはユーロ安がある。ここでは一つだけ申し上げておくと、日本が得意としている機械産業の分野において、このユーロ安のためにドイツから機械を輸入して国内のユーザーに売った方が安くつくといったかつてでは考えられない現象が起きているとか、三国市場で日本と欧州勢とがバッティングをするようなことがあるので、ユーロがどうなるのかについても見定めたいと思う。

それから警戒感の源泉の三つ目が一番重要で、国内の景気実体そのものにも不確かさがあるといった警戒感があると思う。二つだけ申し上げると、一つは所謂景気牽引役のスウィッチングが円滑に進捗しているのかどうかの当初の期待に少し陰りが出てきていること。それからもう一つは、最近の足許の物価の動向を見ると、物価が上昇に転じるまでに時間がかかることである。これが景気観にも響いている部分があって、結局供給者は、今のように単価下落の下でも数量効果で何とか増収に持っていく時にはまだ景気が良いとは言わない。ある程度単価が持ち直して増収だという展望を持ち、景気が良いという感覚になる訳である。その辺り今の物価の動き

だと不足感がでているところがあるかと思う。一番目のスイッチングに戻ると、一つは外生需要から国内民間需要へのスイッチング、それから国内民間需要の中では企業部門から個人部門へのスイッチング、実体経済から金融へのスイッチング、オールドエコノミーからニューエコノミーへのスイッチングのようなことが、当初期待していたようなスピードではまだ進んでいないと思っている節がある。私自身は先程も三木委員も指摘されていたように、色々な構造とか要因があるのでこれらはいずれも時間が掛かると思う。当初期待を高め置いていたこと自体が間違いだと思いが、そこで若干どうしたのかなと慎重な景況感になってしまっているところがあると思う。そのスイッチングの個別のテーマでいくと、設備投資の持続性、個人消費がどこまで強いのか、景気回復下でもマネーサプライがそう目立って伸びないのはどうしてかといった色々な疑問符を持っているだろうと思う。そこについては本来詳しく申し上げたいのだが、時間もないのでこれは次回会合の宿題として今日はそこまでしておきたいと思う。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

今のところ経済全体の緩やかな回復のテンポが続いていると思っている。10～12月の生産が引き続きかなり増えそうであり、増加の基調そのものは年明け後1～3月期にも延長して考えることが出来そうである。これを支えている設備投資については、機械受注を含めて比較的強い材料が出ている。それに対して民需のもう一方の柱である消費については、一高一低の範囲を余り出ていないと思うが、雇用者所得が明らかに下げ止まってきているところを見ると、消費がさらに弱くなるような方向感覚ではないと思う。設備投資と消費にこの程度の材料があれば、何とか緩やかな景気回復軌道は続くのであらうと私は判断してきたし、その基本的な判断を

変える程の材料は出ていないと思う。それに対して外生的な需要、例えば財政は年度内には一時的に減少傾向に転ずるであろうし、純輸出について若干の減少があるかもしれない動きになってきているが、これらは概ね予想していたことであり、当面の景気回復そのものを脅かす程の材料ではないのだろうと思う。

ただ全体的にみて、従来よりも慎重な検討を要するポイントが幾つか出てきていることも事実である。一つは世界経済の若干のスローダウンであり、二つ目は内外の株価下落の影響、三番目は秋以降国内物価が表面的には従来よりも若干弱くなってきていることをどう読むかの問題である。以下少しずつコメントをしてみたい。世界経済については既に委員方が指摘されたとおりのことが起きていると思う。私もアメリカ経済が若干減速しつつあり、ユーロ圏の経済も成長率が大体ピークに達してきて、このまま比較的高めの3%前後の経済成長が続くのか、若干減速が始まるのかというところに来ていると思う。一番の問題はアメリカ経済だと思うが、B I Sの会議ではグリーンズパン議長は、見通しにわたることは述べなかった。直後に行なわれたF O M Cで政策変更がなかったところをみると、もう少し減速傾向を定着させる必要があることに加えて、先程植田委員が指摘されたような金融資本市場で起きている変化は、大体計算の中である出来事と連銀は判断しているのだろうと思う。恐らく今年前半のアメリカ経済の平均的な成長率は、5%強位であったのでそういう成長が続くリスクに比べると、成長率が減速してきている方が中長期的には望ましい方向なのだろうと思う。それを政策的にも実現しようと考えてきた訳で、アメリカ経済のリスクは、そういう成長軌道がどういうところに減速していくのかがまだよく分からないことであると思う。今まで起きてきていることの延長線上では所謂ソフトランド軌道というアメリカ経済が3%台位の経済成長に移行していく可能性が今のところ高いと思われる。ただ、高い成長が新しい成長軌道に減速を始める過程では、将来についてどうしても楽観的に考えがちになる。それは一旦減速が始まった場合に今度は下方に向けてモメンタムが付き易いところを見逃しがちになることが、往々にしてあるた

めで、そこがアメリカにとってのリスクだろう。それから、日本の株価の調整については、金融システムに対する影響が一番大事なことだと思うし、全体的なコンフィデンスに対する影響も考えておかなければいけない。株価そのものがどういう動きをするのかは、私から特に申し上げることはない。少なくともここまでに起きていることは、2、3年前に起きたクレジット・クラッシュに繋がるような性格のものでは必ずしもないだろうと思う。金融機関の不良資産の処理のスピードを遅らせることはあり得ることで、それが顕著に出てきた場合には、銀行の株価自体に反映していくようなこともあるから、先々色々な可能性を頭に置いておく必要はあろうが、当面最も重要なことは銀行の与信行動に対する影響であり、そこについてはまだ変化が出ている訳ではないと思う。金融機関を超えてコンフィデンス全般に与える影響では、設備投資計画に対する影響がどうか、消費マインドに変化が出てくるのかどうかを良くチェックしていくほかない。そして設備投資計画に対する影響では、むしろ世界的なTMT——テクノロジー・メディア・アンド・テレコミュニケーションを表わす言葉として国際会議で使うことが多いのだが——のグローバルな調整がさらに進むようなことがあれば、それが日本の設備投資に及ぼす影響の方が大きいように思う。消費マインドについては、株価以外にもわが国の生命保険の問題など、他にも懸念材料があると思うが、しかし基本的には労働市場全体として改善の動きがもう少しはっきりしてくるのか否かが重要なポイントであり、いずれにしても設備投資計画の動きなり、消費マインドについてのデータなりを詳細にチェックしていくしかないだろうと思う。物価の動きをどう読むか三つ目にコメントしたい。調査統計局が毎月のように乏しい材料を使って色々な分析を行なってくれており、それで分かってきたことも幾つかあると思うが、しかしなお良く分からないところもある。結局のところ所得サイドでどういうことが起きているのかから考えるこれまでの判断の基本に沿って検証していくほかないと思う。企業の収益が現在のような物価動向の下でさらに改善を続けるのかどうかの一つのチェックポイントだと思う。生産の増勢が多少鈍ることはあっても、年度内は続くとする

と、製造業における企業収益の回復傾向は依然として途切れずに続くと思うし、家計サイドにとっての所得の動きは現在出ているデータから見る限り極く緩やかに持ち直し始める可能性が強いと思う。そういう意味で現在の物価の状況が景気回復等を損なう程の力には恐らくならないだろうとみている。ただここは、例えば純輸出の減少度合いが、多少大き目に出てくるようなことが仮に起きた場合、一時的に年度下半期の需給ギャップの改善が止まってしまふことがないではないと思う。そういう意味でこのところの世界経済の減速のテンポ、特にIT分野の世界的な調整の度合いがキーポイントではないかと思う。その辺に焦点を合わせながら暫くは色々な材料を良く注意しながら景気の緩やかな回復という基本が維持されるのかどうかをチェックしていくべき状況ではないかと思う。今のところその判断を変えるほどの材料は出ていないと私は思う。以上である。

速水議長

次藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

前の政策決定会合で「経済・物価の将来展望とリスク評価」を初めて私達は審議し発表した訳であるが、あれは非常に良かったと思う。経済情勢について色々考え判断する場合に、あれを一種の原点のように年2回振り返ることが出来る、そのよすがとしての意味があると今回感じた。例えば既に皆さんが述べられたことは、——上振れのファクターには触れていなかったかもしれないが——あそこに掲げられたリスク・ファクターほとんど全てに触れていた。武富委員のように経済外要因として政局、選挙だけでなく大いなる不安が底流にあるという新たなリスクの問題提起をされた方もいらっしゃるが、漠然とした世紀末の不安となると、芥川龍之介のようになってくるし——最近三島由紀夫が非常によく論じられていることもちょっと気になるところであるが——それは時間と場所を変えて相手を選んで別途、話をしたいと思う。いずれにせよ色々なリスク・ファク

ターに触れられていた訳であるが、特に今回は内外株価の低迷や輸出の伸び悩みなど気掛かりな点を私も幾つか考えてみた。ただ、総じて言えば景気は緩やかに回復しているとの判断自体は変える必要はないと思う。リスク評価で私達は大幅見通しを成長率で1.9%~2.3%と置いた訳であるが、仮に7~9月以降がゼロ成長でも成長率は1.9%になると思うし、そもそも私達は経済の極端な拡大を予想している訳ではないし、構造調整圧力などを勘案しながらあくまで緩やかなテンポでの回復を展望していることに変わりはないと思う。経済の先行きの展望も現時点ではこうした標準シナリオを維持して良いのではないかと思う。

物価面では、卸売物価が前年比若干のマイナスとなったし、消費者物価のマイナス幅も連続して拡大気味なのが気になるところではある。ただ、執行部からの報告にもあったとおり10月の卸売物価には電力料金の値下げが大きく寄与している要因があるし、消費者物価の低下には既存の流通業態がユニクロ等への対抗に本腰を入れ始めたことが影響しているようである。こうした点等からみると、需要の弱さによる物価低下圧力がここにきて再び強まってきているとは言えないと思う。勿論こうした価格低下圧力は供給要因だけによるものとも言い切れないので、関連業態の収益動向などを注意してみていく必要があると思う。現在のところは大手と中小で二極化の動きはあるが、こうした価格低下が流通業全体の収益をさらに圧迫していることではないように思う。物価に関する評価で気になる点は、最近の物価動向について日本銀行は需要要因を全く無視しているかのような誤解が散見されることである。確かに私達はゼロ金利解除に際して需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退したと評価した訳であるが、8月11日の公表文でもその前段で「その後1年半が経過し」と明記してあるようにあくまでもゼロ金利政策を導入した時点と比べてのことであったかと思う。この点については私も少しスピーチの機会があったので「物価安定」にテーマを限定して詳しく説明しておいた積もりであるが、今後とも誤解を招かないように注意する必要があるかと思う。

次に先行きのリスク要因は、展望レポート——私は皆さんの許可も得ず

に「経済・物価の将来展望とリスク評価」を「展望レポート」と呼ぶことにしてしまったが——で触れた幾つかのポイントのうち当面はアメリカ経済の動向と内外株価の動向の二つによく目配りしていく必要があると思う。まずアメリカの景気については減速を表わす指標が増えているが、これはソフトランディングに繋がっていくのか急速な景気悪化をもたらすものか皆さんから意見があったように、現時点で判断は難しいと思う。当面はIT関連の需要やクリスマス商戦の動向を注意深くみていきたいと思う。一方、内外株価低迷の背景としては、世界的なハイテク株の水準調整の動きや内外の政治情勢を巡る先行き不透明感を意識する向きが多いと思う。この間生産は増加を続けており、企業の業績も上方修正されるなどファンダメンタルズに大きな変化が生じている訳ではない。ただ株価低迷が先行きに関する重要な情報を含んでいる場合も経験的には随分あることであるし、株価低迷そのものが企業や家計のマインド面に影響を与えるリスクも経験的に十分あるので、引き続き注意してみていく必要があると考える。

速水議長

最後に田谷委員から願います。

田谷委員

ここまでくるとほとんど話すことがない感じであり、アメリカ経済その他のことについて私は特に皆さんと違った意見を持っていないので、そこは簡略にお話したいと思う。

経済はここ暫く難しい局面に入ってきていると思う。公共投資が減少してきているようであるし、輸出も一時的に減速しているようである。また住宅投資も若干弱含みになってきた。これらは山口副総裁も触れられたようにかなりの程度予想されていたことではあるが、原油価格の高止まり、半導体市況の軟化、軟調な株価なども加わり、景気の先行きに不透明感を強めていると思う。物価が若干軟調になったり、雇用の流動化の進捗、企

業倒産の増加なども先行きの不安感を強めているようである。この点も植田委員の言葉によると「予想経済成長率の分布の左側のテールがファットになっている」と、難しいことを言っていたが、私も大体そういう感じで見ている。ただこれも皆さんが指摘したとおりであるが、民間設備投資は拡大してきているし、この動きはまだ暫く続くと思う。個人消費の背後にある雇用・所得環境は非常に緩やかではあるが改善の方向にあるし、消費マインド悪化の兆候が出てきている訳でもない。従って、これまでの景気回復シナリオを変更する必要はまだないと思う。現在の局面は経済構造調整圧力が強まってきた結果、労働者、企業のレベルで二極化が強まり、胸突き八丁に差し掛かってきたところではないかと思う。消費者物価がここに来てより軟調になってきた背景には、技術革新による機械類価格の継続的低下に加え、調査統計局の分析や篠塚委員が言われたように衣料品分野などにおける既存中堅・大手企業の新興勢力に対抗した新しいビジネスモデルの採用による価格の引き下げもありそうである。同様なことは外食産業などでも起こっているのだと思う。その結果としてそうした革新についていけない中小・零細業者は退場を余儀なくされているものと思われる。最近卸・小売や飲食業で自営業者の減少が顕著である。企業倒産の増加も特別保証制度導入効果の一巡もあるが、競争激化がその背景にあると考えられる。例えば9月の労働力調査によると自営業主、家族従業者は1年前に比べて67万人約6%減っており、卸・小売、飲食店だけで45万人減っている。そうした人々の一部は雇用者となったり、一部は非労働力化することで失業率の顕著な上昇には結びついていない。しかしこうしたことは前回の短観で中小企業・非製造業の業況感が余り改善しなかったことや設備投資計画の下方修正などになって現われたのではないかと思う。では何をみて景気判断をするかと言えば、全体としての企業収益がどうなるのか、雇用・所得情勢がどうなるのかであろう。ただ、賃金動向に関連して気になる点がある。毎月勤労統計によると9月の名目賃金は前年比で+1%であるが、これは名目賃金全体の4分の3を占める所定内給与が前年比で0.8%増えたことでほぼ説明できる。しかし今年1月の所定内給与の前年

比も+0.8%であり、この1月の上昇の一部はこの月からのサンプル替えによるものであるとの説明が3月のこの会合であったかと思う。つまり名目賃金の上昇は毎勤統計が示唆するほどには増えていない可能性があるのではないかと思う。年末のボーナスは企業収益の改善を映して緩やかに増えるだろうが、輸出の鈍化などによる生産増加テンポの鈍化が起これば、一時的にせよ所定外給与の伸びは若干低下するかもしれない。来年度以降の所定内給与は今年度の企業収益の改善、労働需給の改善傾向などを反映して増えるとは思いますが、ここ暫くの雇用・所得情勢には注意が必要だと思う。

最後に株価について若干触れてみたいと思う。軟調となっている株価の要因は、内外の政治・経済情勢、海外商品市況、国内株式市場の需給悪化など、数え上げたら幾らでもある。ただわが国の株価だけが下がっている訳ではない。欧米主要国の伝統的株式市場の株価指数——米国のS & P 500、NYダウ、ドイツのDAX、フランスのCAC40、イギリスのFT 100など——は年初の高値から1割前後下がっている中で、日本のTOPIXは2割強下がっている。しかしユーロもポンドも対ドルに対して年初から1割強下がっているので、ドルベースでは主要欧州諸国の株価も2割前後下がっていることになる。またIT関連など新興ハイテク企業が多く含まれるNASDAQ株価指数は年初の高値から4割前後下がっているのに対して、日本の店頭株価指数も5割近く下がっている。また東アジア、東南アジアの株価は自国通貨建てでも年初高値から2割から5割下がっているし、ほとんどの通貨は米ドルに対して下がっているので、ドルベースではそれ以上の下げになっている。つまり景気先行きの不透明感の強まり等によって下げが若干きつくなっているようであるが、日本の株価だけが下がっている訳ではない。ただこれも山口副総裁が言われたと思うが、これ以上の下げは金融機関の株式含み益を枯渇させるので要注意であるし、マインドへの影響が懸念される。ここ暫くは株式市場の動向には特に注意をすべきだと思う。以上である。

速水議長

それではここで昼食に入りたいと思う。今の皆様の意見について質問なり意見があれば午後に発言して頂くことにしたい。1時15分から再開とする。

(午後0時30分中断、午後1時17分再開)

速水議長

それでは午後の討議に入りたい。内外情勢に大変大きな変化の兆しが見えてくるような状況の中で、午前中の皆さんの見解はいずれも中身の濃いものであったと思っている。政策運営方針の討議に入る前に、午前中の皆さんの見解などについて、質問なり討議すべきことがあれば言って頂きたい。

中原委員

追加と訂正を申し上げる。設備投資が追加受注があり見かけほど強くないのではないかと申し上げたが、その理由の一つは達成率であり、7～9月期の達成率は98.5%で100%を割っている。達成率は1～3月の103.1%をピークに、4～6月102.1%、7～9月98.5%と、明らかにトーンダウンしてきているので、7～9月ないし10～12月をピークに年明け以降は減少する可能性が強いと思っている。それから、企業の交易条件が悪化していると申し上げたが、10月の数字をみると、素原材料の価格が前月比で2.8%上がっているのに対して、中間財は0.5%の減少、最終財価格も0.1%の減少といった現実がある。それから、前回お話しした中で追加、訂正させて頂くと、シェアード・ナショナル・クレジット・プログラムという金融検査の話をしたが、それをもう少し詳しく説明すると毎年5月とか6月に検査して結果が出る訳である。対象は1件が2,000万ドル以上のシンジケート・ローンで、この場合3社以上のシンジケートについて調べ2000年については合計2兆ドル、5,844の借入先の9,848件の貸付を

審査した。この 2 兆ドルの内訳は、アメリカの銀行が 50%、海外の銀行が 40%、その他の 10%はノンバンク、ノン・フィナンシャルカンパニーズ、インベストメント・ファンズ等である。それで、テレフォン向けとノンバンク向けが問題とお話したが、テレフォン向けは正確にはトランスポート・コミュニケーションズ・アンド・ユーティリティーズ・グループである。そのうち、トランスポート・コミュニケーションズとユーティリティーズはほとんど問題がないので、コミュニケーションズのみを取り上げた訳である。この分野では問題債権比率が 98 年 1.5%、99 年 2%、2000 年 3.6%と増えてきた。それからノンバンク向けは、正確にはファイナンシャル・サービシズ・グループであり、このうち数字を訂正すると 98 年は 0.4%、99 年は 1.0%、2000 年が 3.3%である。前回 98 年と 99 年の数字を間違えて言ったので訂正する。もう一つの追加は、この 2 兆ドルのうちの分類債権全体の比率が 98 年 1.3%、99 年 2.0%、2000 年 3.3%である。因みにピークは 91 年の 10%である。もう一つ今問題になっているのは、いわゆるテレ・カンパニーズの資金調達であり、99 年から 2000 年の現時点までアメリカのテレ・カンパニーズは社債の一種が 630 億ドル、それからシンジケート・ローンが 2,220 億ドル、ユーロピアンテレカンパニーズはそれぞれ 960 億ドルと 5,650 億ドルとなっている。社債の発行は世界全体で 1,596 億ドル、シンジケート・ローンに至っては 7,870 億ドルであることから、これらが過大であるとの問題提起が監督当局等からなされている訳である。以上である。

速水議長

他にあるか。

篠塚委員

先程田谷委員から、毎勤の統計で所定内給与が統計のサンプル替えを行なった結果、現在表われている所定内給与が若干高めになっているとの指摘があった。私もそのように思って既に 6 月に言ったような気がするが、

私が労働省に確認したことを大事なところなのでもう一度報告させて頂きたいと思う。この毎勤の統計は5人以上になっているが、5～29人の事業所を含むベースと30人以上の事業所ベースに分けられる。今私達が使っているのは、全体を表わす5人以上のベースであるが、30人以上は規模が大きいので、サンプル替えは3年に一度行なっており、直近では昨年99年1月にサンプル替えをしている。それに対して5～29人のベースは規模が小さいこともあり、サンプル替えの仕方が違っている。どのようなものかという、5～29人については、1年半の調査期間の半年毎に3分の1ずつサンプル替えを行なう方法である。そしてこの5～29人については今年12年1月に3分の1だけ変えた。その結果、5～29人のところだけが、非常に賃金の伸び率が高く出た。私もおかしいと思い聞いてみると5～29人の事業所のサンプル替えをした結果、比較的賃金の高い先がサンプルとして入ってきたと労働省が言っていた。他方、規模の大きい30人以上については、3年毎にデータを変えた際も、その前のものと補正をして誤差を修正しているが、この5～29人については3分の1ずつ変えることもあり、補正をしていない。結論だけ言うと、5～29人については今年の1月から使われたデータはサンプルが比較的賃金の高いところが入り、かつ補正をしていないために、今使われているデータは若干高いバイアスが出ている。30人以上については3年毎にサンプルを変え、かつそれまでのデータと連続性を確保するよう補正をしているので、30人以上で系列等をチェックしてほしいとのことであった。本日9月の毎勤が出たのでホームページからとってきて比較すると、確かに5人以上の所定内給与の対前年伸び率は、30人以上よりは高い。例えば確定値でみて、9月の5人以上が対前年同月比で0.6%上がっている時に、30人以上は同0.3%と半分になっている。しかし、全体的に30人以上については時系列として安定しているし、11年の5、6月頃から既に30人以上の対前年同期比についてもプラスに転じているので、賃金、所定内給与に関しては下げ止まり、上昇傾向にあることは確かである。ただし、5人以上については、若干高めの数値が出ていると思われる。結論として、田谷委員が言わ

れたことで正しいと思う。以上である。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

他にあるか。

ないようであれば、これまでの討議を踏まえて、次に金融政策運営方針について今回は1人5分程度意見を伺いたいと思う。最近のように国内では構造改革とか一次産業、あるいは流通構造の改革や物価の大きな構造変化など大きな変革が起こっているほか、世界的な市場化の動きが出てきている。アジアでも途上国との間でわが国との金融関係が動きつつある。今まで当面の金融政策運営方針を議論してきた訳であるが、政策運営に当たっては、もう少し中長期の展望をもって政策を進めていく必要があるかなという感じがしている。新日銀法の15条でも当面の政策だけでなく、通貨および金融の調節に関する日本銀行としての見解の決定または変更というような大きな課題が与えられている。今まで当面の対策に追われていたが、少し長い視野を持ちながら政策を考えていきたいと最近感じている。

それでは金融政策運営方針について、もう一度植田委員から願います。

植田委員

先程申し上げたように、経済については無視できないリスク・ファクターが色々出てきてはいるが、だからと言って私の意見では緩やかな回復基調にあるとのメイン・シナリオを変更するまでには、現在のところ至っていない。仮にどこかの時点で緩和方向の手段を考えることが来るにしても、手段は非常に限られていることもあるので、何かするにしてもある種の工夫が必要なような気もするし、そのメリット、デメリットも考えてみたい。簡単であるが以上で、今回は現状維持ということで宜しいかと思う。

速水議長

続いて篠塚委員をお願いします。

篠塚委員

私も総裁が言われたように、内外の政治環境が非常に大きく動いている時期であるし、実体経済への影響も非常に不透明であるので、警戒的に見ていかなければならない状況と考えている。そして現在までのところは私も執行部の見解とほぼ同様に、日本経済のファンダメンタルズに大きなダメージを与えるような要因は確認されておらず、金融政策を変える必要はないと思う。

今回は物価の軟化傾向をどのように見るかが、私は今後の金融政策を考える時の重要な要因だと思う。先程山口副総裁が指摘されたように、毎回調統では努力して新しい試みもしているが、今下落している耐久消費財についての物価軟化要因を新製品の品質調整が厳密になされた結果と説明しても、一体それがどの程度なのかについてのある程度の目安が示されない以上は、こういうことをいくら言っても限度があるような気がしている。結局は山口副総裁が言われたように基本的に企業サイドから見て収益等が上げられない状況になった時に国内の価格も一緒になって軟化しているデフレ状況として考えるべきではないかと思う。従って所得サイドからしっかりと注目していかざるを得ないような状況である。

前回は「経済・物価の将来展望とリスク評価」を公表して、下振れのリスク要因についても幾つか指摘していた中でアメリカ経済の変調に伴うリスクが強く意識されていたので、それを考えてきた結果を報告する。市場参加者などの見方を聞くと、米国株価の下落や低格付社債等の対国債スプレッドの拡大などを眺めて、アメリカ経済がソフトランディングの範囲を超えて減速するのではないかといった懸念も見られる。そうした中でアメリカの経常赤字は内需が減速する中でも引き続き拡大を続けていることから、経常赤字のファイナンスを巡る不安感が強まっているように思う。アメリカの経常赤字は今年が約 4 千億ドル強まで増加すると見込まれて

いる。これまでアメリカの経常赤字は欧州を中心とする外国資本が積極的に対米投資をすることによってファイナンスされていた。米国企業が発行する株式の購入目的が経営権の取得であればこれは直接投資になるし、キャピタル・ゲインや配当収入を得ることを目的としていれば証券投資になるが、達観すればアメリカに入ってくる資金はアメリカ企業の株式と社債の購入等に流入している訳である。このように外国資本がアメリカに流入し続けるためには、米国の株高が続くことが前提となる。この株高が企業の資本コストを引き下げ、資産効果を通じて家計支出の増加に寄与してきた訳である。そこで特に注意したい点は輸入の所得弾性値の上昇である。内需が減速しても経常赤字が高い数字に止まっている、あるいはその逆に経常赤字が増加する可能性もある。従って米国の対外赤字のファイナンスを円滑に行ないながら、かつアメリカの実体経済を潜在成長率近傍までソフトランディングさせることは、かなり狭いパスであると言わざるを得ないと懸念する。今後も既に高い水準にある経常赤字がさらに拡大すると見込まれるうえに、このところ米国の株価の大幅な調整も考え合わせると、こうした米国を中心とした世界的な資金フローが変調を来たすリスクが高まる方向にあるのではないかと思う。もっとも株価については動きは不安定であるが、これまでのところ経済成長率を緩やかに減速させて長期的には持続可能な水準に落ち着かせることをシナリオとしてきた米国の金融政策運営に沿った動きであるし、一頃の割高感が着実に後退していると評価することもできる。さらにアメリカの金融財政政策の対応余地は日本に比べ十分に大きいこと、アメリカの経済構造が80年代以来の規制緩和、減税などによって経済構造の効率化が図られてきたことなどは無視できない。私達としてはこうしたアメリカのファンダメンタルズもしっかりと認識しながら、引き続き警戒的に国際資金フローの変化の兆しを掴むよう努力していく必要があると思っている。そういう意味ではこの間出した先行きのリスク・ファクターについて、他の要因も含め引き続き警戒的に見て行こうと考えている。以上である。

速水議長

次に中原委員をお願いします。

中原委員

私は非常に警戒的に見ており、景気は年末から来年度にかけて正念場を迎えると思っている。今日は、そういった中でアメリカの株価と国内の卸売物価の話をしたと思う。これらが非常に問題であって量的な緩和を迫るものであると思っている。

まずアメリカの株式は株式バブルの自壊作用が進行中であると私は思っている。前回の決定会合では、10月の底値から戻りきって下落に転じ、もしその下落が10月の底値の下にくるのであれば、さらに大幅に下落するだろうと申し上げた。事実NASDAQがそれを示現して2,800ポイント台まで下がってきて、多分ダウもこれに連れろと思っている。そういった中で私は、当面12月の初めまでさらなる下落の危険の大きい時期であると考え、ここを十分に見極める必要があると思っている。そしてそのようなさらなる下落が起こると、これがサンクスギビングデーあるいはクリスマスのセールにかなりの悪影響があると懸念しており、そのような影響がどう出るか十分考えていきたいと思っている。そのようなバブルの自壊作用が一番はっきりとしているのがNASDAQである。NASDAQは実は昨年10月19日に終値で当時のボトムである2,688ポイントをつけ、それから猛烈に上がり、今年3月10日までに5,048ポイントまで到達した。これは87.8%の上昇であり、その間にY2Kを挟んでいるにもかかわらず、これだけ短期間にかつ急激に上がったことは恐らくアメリカの株式の歴史の中でも例がないほどのバブルの加速であろう。その後11月13日には2,966ポイントと41%強の値下がりになった。当面考えられるのはこの出発点である約2,700ポイントへの下落で、いわゆる「行ってこい」の相場ではないかと思う。そして私はその後の下値のポテンシャルである2,300~2,400ポイントまで下がる危険性があると読んでいる。実際運用のプロの手の内をみていると、98、99年の2年間でいわゆるテッ

ク・ストックの保有を急増させており、ほとんど減っていないのが問題である。例えばグロース・ストックを見ると、3月末の組み入れはテック株式が44%であるが、9月末には39%とほとんど下がっていないから、これ以上買い増すには別の株を売らない限り難しい訳であり、NASDAQの反騰はこういった面からも抑えられている。それからもっと驚いたのは個別の株を部門別にして見ると、例えばPC分野ではDELL、ヒューレット・パカード、アップル、コンパックなどが既に半値以下になっている。それからインターネットあるいはネットワーク・インフラ分野ではヤフー、アメリカン・オンライン、アマゾン・ドットコム等は見ると影もない。僅かに残っているのはシーブルとアリババ位である。それからメジャー・テクノロジー分野でも僅かに残っているのがシスコとサンマイクロであり、残るインテル、マイクロソフト、IBM、オラクルなどは全部見る影もなくなってしまった。このような状況であるから、テクノロジー・ストックの回復は非常に難しいと私は判断している。それから日本の株式については、10月末の安値が目先の底にはなるかもしれないが、もう一度下値をテストして、これも日本もアメリカと同じでかなり先が長いと思っている。そして本来ならば業績改善傾向であるので株は下がる理屈はない訳であるが、日本も下がっているのは業績改善の前途その他について市場が不安を持っている証拠であると思う。

第二にWPIが軟調になってきたことを私は非常に懸念している。9月のWPIは前年比でまだプラスであったが、10月になって今年2月以来のマイナスをつけた。それから対前月で9月、10月と2か月連続でマイナスを記録しており、これも近來なかったことである。その中でさらに気になるのはCPIに影響がある最終財の中の消費財、その中の国内品について前年同月比で9月、10月と-0.9%というこれまでにない大きな下落幅を記録したことであり、こういったことから私は物価は一段と警戒すべきと考えている。従って量的な緩和に直ちに踏み切るべきであると思う訳である。

速水議長

次に三木委員お願いします。

三木委員

先程から日本経済の置かれている現状、抱えているリスクについて考えてみたが、今は政策を変更するシチュエーションにはないと思うので、現行の金融調節方針を継続することとしたい。

速水議長

次に武富委員お願いします。

武富委員

私も現状維持である。景気実体は緩やかな回復であると思う。一部景況感が変化しているところはあるが、それは景気実体が悪くなっていることとストレートにイコールではないと思っている。従って、今の政策継続で引き続きそれをサポートすることで良いと思う。

速水議長

それでは次山口副総裁お願いします。

山口副総裁

私も結論は現状維持で良いと考えている。午前中申し上げたようなリスクを政策判断の中にどのように取り込んでいくかが問題だと思う。私が申し上げた話の中で当面を考えてみると、例えば財政支出の減少については恐らく一時的なもので、来年度に入ればまたなにがしかの増加があるとの見通しが一応あると思う。輸出についても調統局の分析に沿って考えると同様のことが考えられると思う。純輸出の動きは大きく考えればアメリカ経済の動き次第で、それは株価自体の動きについても同様だと思うが、ここについては今のところ余りにも見通すには不確実性が大きいと思う。も

ともと株価自体に反応するのも適当でないと思うし、株価についてはやはりクレジット・マーケットなり企業、家計のコンフィデンスに具体的にどういう影響が出てくるのかをきちんと見極める必要がある。最後のリスク要因として最近の物価の表面的な軟化傾向について触れてみたい。卸売物価については調統局長の説明のようなことで大体の説明がつくのではないかと思う。ここにきて需給が急に緩和してきている訳ではなく、もう少しテクニカルな要因で下がっている面が大きいと思う。これら全部を総括して最近出てきている将来についてのある種の懸念に対しては、既に長期金利が低下する形で市場が自律的な反応を起こしてきていることも考慮に入れて良いのではないかと思う。以上のようなことで今のところわが国のハイテク部門がリードする緩やかな景気回復という基本が崩れていないと思うので、当面は幾つか出てきている新たなリスク要因を慎重に点検していくことでいいのではないかと考える。以上である。

速水議長

次に藤原副総裁。

藤原副総裁

午前中に述べ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ていく、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はないかと思う。従って現状維持で臨みたいと思う。

速水議長

それでは最後に田谷委員お願いします。

田谷委員

私も現状維持にしたい。民間銀行貸出の前年比マイナス幅は若干縮小してきているし、融資姿勢は今のところ前向きのようなのである。直接金融市場でも社債発行は落ち着いた動きとなっているし、CP発行は年末を控えて

増えている。クレジット・スプレッドが拡大しているといったことも極く一部を除いては見られないし、企業の資金調達面で特に問題はないようである。長期金利も、軟調な株価もあって1.8%を切っている。特にここで金融政策面でのテコ入れの必要性は現在のところないように思う。以上である。

速水議長

それではここで私の見解を少し述べさせて頂きたい。

経済と物価の現状評価については幾つか留意すべき点があるが、これまでの基本的な判断を変更する必要はないと思う。実体経済活動については第一に最近明らかになった先行指標やアンケート調査からみて設備投資の増加傾向は続いているものと見られる。第二に個人消費は依然一進一退の動きが続いているが、雇用・所得環境は緩やかながら改善しつつあると思う。従って足許の景気認識として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で良いと思う。物価面では依然としてやや弱い動きが続いている。執行部からの説明もあったが、物価の基調的な動きを左右する国内の需給バランスをみると、緩やかな景気の回復が持続すると展望されるもとの、徐々に改善していくものとみられる。しかし、最近の動きについては、技術革新や流通合理化などの要因が指数を押し下げる方向で作用した面もあるようである。また、価格の弱い動きが、企業収益や雇用・賃金全体を圧迫して、経済活動の低下をもたらすような事態にもなっていない。当面は、こうした展開が、展望レポートで示した点から見て問題になるようなリスクは大きくないとみているが、その動きには、十分注意を払っていきたいと思う。

先行きについても先月31日の展望レポートで示した標準シナリオを変更するほどの材料は得られていない。ただ、当面、重点を置いて点検していくべきリスク要因が、幾つかははっきりしてきていることも確かだと思う。皆さんご指摘になったように、第一は世界のIT関連事業の動向だと思う。ここにきて、在庫の積み上がりや一部メーカーの生産計画下方修正を巡っ

て、IT分野の先行きに懸念が広がってきているように思われる。米国のみならず世界の株価も、こうした動きに極めて敏感に反応しているように思える。執行部の分析にもあったが、現在、この分野の最終需要が大きく減速している訳ではないが、引き続き情勢を注意深くみていく必要がある。第二は、IT分野の動向とも関連して、これまで速いテンポで拡大してきた米国経済がうまく減速して、安定成長の軌道に移行できるかどうかだと思ふ。金融資本市場の一部には、リスクテイクに慎重化の動きもみられ始めているようなので、今後の展開を注目したいと思ふ。第三は、最近の国内の株価低迷である。これには、今申し上げた世界的なIT分野の動向とか、特にここに来て政治情勢などこれらを含めて様々な要因が作用しているものと思ふ。他方、目下のところは、株価を左右する最もファンダメンタルな要因である企業収益については、変調を来たしている訳ではないと思ふ。また、金融資本市場の動きを全体としてみれば、長期金利が大きく下がるとか、円売りが激しく進むといった展開ではない。ただ、株価の動きには、市場参加者の景況感を反映している面があることも事実であるし、それらの動きは企業や家計のマインド面や金融機関行動などにも様々な影響をもたらす可能性があると思ふ。こうした点についても、十分留意していく必要があると思ふ。

以上を踏まえると、引き続き、現在の金融緩和スタンスを継続して、景気回復を支援しつつ、民間需要の自律回復力の強さと持続性、内外市場の動向などを良く点検していくことが必要だと思ふ。従って、当面の金融市場調節方針については、「現状維持」を支持して参りたいと思ふ。以上である。

これまでの討議を踏まえて、当面の金融政策運営について、何かご意見、ご議論がありましたら、ご自由にご発言して頂きたいと思ふ。

特にごさいませんでしたら、議案の取り纏めに入りたいと思ふが、その前に政府からご出席の方々にもし意見があるようであれば、ここで願ひする。

原口大蔵省総務審議官

それではまず大蔵省から本日の開催に当たって一言申し上げたい。まず、わが国経済の現状認識については、前回同様、企業部門を中心に自律的な回復に向けた動きが継続して、全体としては、緩やかな改善が続いていると考えている。ただ、企業部門以外に目を向けると、雇用情勢が依然として厳しいほか、個人消費も概ね横這い状態が続いているといったようなことで、家計部門の改善が遅れている。こういうことで企業収益の大幅な改善が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と認識している。また、物価についても、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数が13か月連続で前年比マイナスになっているほか、GDPデフレーターについても前年比マイナスが続いている。加えて原油価格の高騰、あるいは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ていくとともに、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との観点から、経済対策として「日本新生のための新発展政策」を決定した訳である。この対策を受けて平成12年度補正予算を先般11月10日に国会に提出したところである。この補正予算については、歳出面において、経済対策関連として、社会資本整備費2兆5,000億円、IT関連特別対策、災害対策、中小企業等金融対策、住宅金融、雇用対策等に重点的に配分している。また、この他通常の補正予算の例に倣って交付税を増額する、あるいは義務的経費の追加等を行なうことも併せて措置をしている。歳入面については、租税について最近までの収入実績等を勘案して、1兆2,360億円の増収を見込んでいる。また前年度の決算上の純剰余金1兆5,103億円を計上しているが、その他収入を見込んでもなお不足する部分があるので、これについては公債の追加発行1兆9,880億円を行なうこととしている。この結果、本年度の公債発行額は34兆5,980億円となり、公債依存度は38.5%となっている。この国債の発行に

については、市場の動向、ニーズ等十分に勘案して年限別の発行額を適切に設定することで確実、かつ円滑な消化を図ることを考えている。具体的な年限別の変更は2年債7,900億円程度、5年債8,000億円程度、15年変動利付債4,000億円程度と、10年債を外した形で市場等への影響を考慮した発行計画を考えている。また、その他財投計画についても総額340億円の追加を行なうことにしている。

このような補正予算を今国会に提出しているが、日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施と合わせ、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、適切且つ機動的な金融政策を行なって頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

小峰経済企画庁調査局長は如何か。

小峰経済企画庁調査局長

最近の経済動向については、今大蔵省からもお話があったように、家計部門の改善が遅れるなど厳しい状況をなお脱していないが、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続し、全体として緩やかな改善が続いているとの判断である。しかしながら、雇用状況は依然として厳しい。個人消費も概ね横這いの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、負債金額の増加も見られる。さらに株価の下落が続いていること、アメリカ経済およびアジア経済の動向、原油価格などの下方リスクを考慮する必要がある。

この景気判断について少し補足をさせて頂くと、10日に公表した月例経済報告で景気判断を下方修正したことが新聞等で大きく報道されていた。総括判断のところで、先月に比べて「家計部門の改善が遅れるなど」という文章を入れたので、若干慎重な見方をした修正になっている。この慎重な見方をした理由としては、企業部門の改善が続いていて家計部門の

改善が遅れること自体は変わらないが、それが企業部門の好調がますます続いている中で、なかなか家計部門が出てこないことで、相対的な家計部門の遅れが目立ってきていることが一つの背景である。それから輸出の鈍化傾向が見られている。さらにIT関連の一部半導体等の需要の見込みが下方修正されることを受けて、若干慎重な見方をした。ただ基本的には企業部門を中心に緩やかな改善が続いているとの判断は変えていない。こういう何らかの修正をすると、必ずマスコミからは「これは上方修正か。下方修正か。」と必ず聞かれるので、強いて問われれば「心持ち下方修正」という答え方をすることになっていた訳で、そういう説明をしている。ただ、下方修正だけを捉えると、一部報道にもあったように「2年2か月振りの下方修正」といった報道のされ方をすることになるが、真意は今言ったようなところである。

こうした中で景気を本格的な回復軌道に乗せていくと共に、揺るぎない構造改革を推進するために、日本新生のための新発展政策を始めとする諸施策を引き続き推進して参りたいと考えている。日本銀行におかれても、今後とも金融・為替市場の動向に注視しつつ豊富でかつ状況によっ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。

以上であるが、先程中原委員の発言の中に、幾つか私共で作成している統計についての言及があったので、作成している立場から幾つかお話ししたいと思う。一つは機械受注で全体の季節調整値と各部門毎の需要者毎の季節調整値が足して合わないとの指摘があった。機械受注では需要者毎の季節調整を行なっており、それと別途に全体は全体としてまた季節調整をしているので、両者は必ずしも合わない筋合いにある。このように個別項目は個別項目で、全体は全体で季節調整をしている例としては、鉱工業生産や住宅着工、輸出入といったものがある。もう一点、法人企業動向調査で、7～9月の設備投資の見込みが高めのものになっているが、GDPベースではそれが必ずしも実現しないかもしれないとの話があり、GDPベースの設備投資は法人企業動向調査よりも法人企業統計季報の方が密接に関

連しているとの話があった。これは法人企業統計季報がベースになってGDPを作っているのが当然ということになる訳であるが、ただ12月に公表される7～9月の設備投資だけについては、いつもより早めに出す都合から、法人企業統計季報を待たずに、法人企業動向調査によって推計するルールになっている。従って、7～9月に関してだけは現在既に公表されている法人企業動向調査の比較的高めの設備投資がベースになる訳である。以上である。

速水議長

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ると、当面の金融市場調節方針について、現状維持と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がいればどうぞ。

[中原委員から議案提出の旨表明]

それでは事務局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。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

読み上げる。まず中原委員案である。「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7～9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。」である。

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。」。別添の対外公表文である。「平成12年11月17日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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

それでは中原委員に議案の説明をして頂きたいと思う。

中原委員

提案理由の一つは、物価に象徴されるデフレ状態が依然続いていることであり、今日も何回も申したが、消費者物価、GDPデフレーター、国内卸売物価、CSP Iいずれもが下落している。そしてCPI（除く生鮮）は東京地区で6月-0.9%の後7月-0.7%、8月-0.8%、9月-1.0%、10月も-1.0%と既往最大の下落幅をキープしている。全国についても8月-0.3%、9月-0.5%とマイナス幅が拡大している。GDPデフレーターも昨年の1~3月から今年の4~6月まで6期連続でマイナスであるし、昨年4~6月以降は一貫してマイナス幅が拡大している。さらに国内の卸売物価は前年比で-0.1%と本年2月以来のマイナスであるし、対前月比でも9月、10月とマイナスに転じて、CSP Iも9月-0.6%という状況である。控え目に申し上げてもデフレが依然として続いている訳で量的緩和が必

要である。それから第二点としては、経済の自律的な回復力が弱いことである。株価下落を背景に消費者マインドがさらに悪化したり、不安定な海外情勢を背景に外需が減少すれば景気は失速する可能性が高い。このため量的緩和に踏み切り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、しかも一定期間それをキープすべきであると思う。それから三番目に標準シナリオが崩れる可能性がさらに高まってきた。経済企画庁の9月の景気動向指数の確報が出たが、DIでは先行指数が45.0%と50%を割ってしまった。DIの一致指数も55.6%と辛うじて50%をキープするところまで下がってきている。そういった中で外ではアメリカ株価の下落、アジア情勢の不透明さの拡大、国内でも株価下落、それから日米共通の政治の混迷等があるので、景気がさらに落ち込まないように金融緩和を行なうべきである。

速水議長

それでは質問あるいは意見、追加的な討議がありましたらどうぞ。

議論が出尽したようであるから採決に移る。中原委員案、議長案の順で一つずつ採決することにする。異議ありませんか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようであるので、採決する。

[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報告する。賛成 1、反対 8 である。

速水議長

それでは次に議長提出の議案について採決して下さい。

[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

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議長案が可決された。中原委員、反対理由を述べたいのであればどうぞ。

中原委員

三つだけ申し上げる。一つは依然として物価が下落してデフレ状態が続いていることである。何度も繰り返しているので簡単に申し上げるが、消費者物価指数（除く生鮮）、GDPデフレーター、CSP I、国内WPI、全部マイナスの世界である。しかもかなりの指標においてはマイナス幅が拡大しているので、依然として深刻なデフレが続いており、現状維持では不十分であると思う。

第二はかなりのデフレギャップが存在し、しかも民需の自律的回復が進んでいないことから現行の金融政策では不十分であると思う。デフレギャップがマクロ的にみると多少縮小しているとはいえ、依然かなり大きく、一桁台の後半にある。一方で 4~6 月QEの前期比+1.0%の中身は 0.9%が財政支出であり、公的需要に依存している。民需の自律的回復という姿は依然として実現していない。こうした中で先行き経済は財政の効果剥落等からダウンサイドリスクが種々あると思う。一方物価は安定しておりインフレリスクがほとんどない状況であるので、現状維持という政策は採るべきではない。マネタリーベースの伸びが鈍化してこれが株価、為替に悪影響を与える可能性があるため、現在のパッシブなスタンスの金融政策運営を改めてより積極的なものに変更すべきであると思う。

三番目はアカウントビリティの問題である。日銀は先般公表したリス

ク評価においても定量的な物価目標やガイドラインとなる特定の指標を示さなかった訳であり、依然として抽象的な表現に基づく金融政策を採り続けており、対外的な説明もなかなか難しいし、政策目標として何を指すのか明確に国民に分かるような形になっていない。日銀としては先行き1～2年の物価その他重要な経済指標について、具体的な目標数値を明記すべきであると思う。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、これをもって指示とするので、お願いします。

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頂きたい。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次に金融経済月報の検討に入りたい。金融経済月報のうち最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて、検討をお願いしたいと思う。まず調査統計局吉田企画役と企画室雨宮課長からポイントを説明してもらおう。

吉田調査統計局企画役

それでは、まず総論については前月と同じである。読み上げると「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。」との表現を維持している。こうした中で今月は、結

構色々なところに変更がある。午前中に村山調査統計局長からも説明があったし、委員方からも指摘があったように、輸出についてこれまでみていたより若干弱い材料が出てきたこと、生産の増加テンポがこの先暫くスローダウンする可能性も出てきたようなことを先行き部分に織り込んでいる。具体的にみていくと、まず足許の各論では、公共投資について先月の「減少しつつある。」から「徐々に減少している。」と若干表現を強めている。それから所得形成では先月まで「雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。」としていたが、実際には賞与も着地としてはプラスになり、その後も所定内・所定外給与がプラスとなっているので、減少傾向が続いていることを前提にした表現を続ける必要はないのではないかと考えた。さりとて改善しているとはっきり書くほどのことはまだ冬のボーナスをみないと分からないので、「雇用者所得が緩やかながらも改善に向かう下地は整ったものとみられる。」と少し間をとったような表現に変えた。それから先行きでは、公共投資について「当面減少を続ける」との表現にしている。海外経済の部分は、今月は先月よりさらに詳しくして、「海外経済は、拡大基調を維持する」と単純に言ってきたが、米国経済の減速がみえてきたので、「海外経済は、米国経済が徐々に減速する中で、テンポを緩めつつも拡大を続けると予想される。」という表現にしている。それに続く輸出の部分では、先月「アジア諸国の在庫復元が一巡する影響」を入れていた。これは主に素材産業、鉄および化学のことを念頭に置いた表現であったが、今月はAV機器の電子部品の在庫調整も加えて「輸出は、現在アジア諸国において一部素材・電子部品の在庫がやや過大となっていることの影響もあって、これまでより増加テンポが鈍化するとみられる。」という表現にしている。輸入についても先月までは「情報関連財を中心に増加が見込まれる」としていたが、実際には情報関連財以外にも消費財、特に衣料品等も増えているので、「消費財や資本財・部品を中心に引き続き増加が見込まれるため、」としている。情報関連機器はどこへいったかであるが、これは消費財と資本財・部品の両方に含まれると理解頂きたい。それから総括する表現に生産に関する一文を加えている。読み上げると

「鉱工業生産は、輸出の増勢が緩むことを主因に、当面増加テンポが幾分鈍化すると予想される。」という表現を入れた。これを入れることによって、鈍化することをおある程度織り込んで我々の考えているシナリオ自体は大きく変わらないニュアンスを出した積もりである。それから最後のところに、「政府による新たな経済対策も下支え効果を発揮していくものと期待される。」と、先程政府の方からも紹介があったように経済対策が決まったことを受けてこのような表現を入れている。それから物価では、まず足許部分で消費者物価に関する表現を少し変えている。先月は「原油価格上昇の影響から石油製品、電力が上昇したものの、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、」としていたが、電力料金が10月から合理化努力等もあって低下していること、円高の影響から輸入製品価格が低下しているというよりも最近の消費者物価の下落は新しいビジネスモデルがこれまでの大手、中堅位の企業にも普及してきていることによる部分もあるので、円高という表現を敢えて入れるのをやめる必要があることから、「消費者物価は、石油製品が上昇したが、その他の輸入製品やその競合品の価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。」としている。それから物価の先行きについては、既に一部議論も出ていたが、この7月以降物価の先行きについて「緩やかな景気回復の持続が展望されるも、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。」という表現を続けていたが、こうした大きく後退した状況にあるという判断自体、何ら変わっていないが、幾つかの理由から今月この表現を変えたいと考えている。その理由を申し上げますと、この「物価低下圧力は大きく後退している」は、7月に景気判断を大きく進めた際、過去との対比で大きく後退していることを強調する趣旨で入れた訳であるが、時が経つにつれて過去との対比を強調する意味合いが薄れてきており、むしろ先行きどのような動きになるかを書いた方が良いのではないかと考えられることである。それから文章自体がやや硬直的な表現になっており、今月のように生産活動に先行き微妙な綾がついてくるような時には、却ってこのような表現を維持することが難しくなっていることがあるので、も

う少し柔軟に対応できる表現に変えたいことである。三番目は、これは藤原副総裁からも指摘があったように、こうした表現が一部の方々に誤解を生んでいることもあるようであることである。単純な例としては潜在的な物価低下圧力が毎月大きく後退しているのではないかと現在進行形で解釈される方がいたり、もう少しシリアスには、需給ギャップが例えば失業率一つとってみてもかなり大きいにもかかわらず、何か日本銀行はそういうことを軽視しているのではないかと受け止められる向きがあることである。具体的には「物価を巡る環境をみると、緩やかな景気回復の持続が展望されるもとで、国内の需給バランスは、基調としては徐々に改善していくものと見込まれる。」という表現にしている。「基調としては」を入れた理由は先行き生産活動に若干緩がつくことを念頭に入れた表現である。それから最後のところに「半導体市況の軟化に加え、」という一文が入っているが、これは現実にそうなっているので、物価基調にも影響が出るからそれを加えたことである。

最後に一点だけ追加すると、午前中村山調査統計局長から説明のあった卸売物価指数の下落幅拡大の理由がかなりテクニカルな指数の作り方によるものだという点については、背景説明の部分で今月から書くようにしているので申し伝える。以上である。

雨宮企画室企画第1課長

金融パートの前半はこの間の市況の変化を記述したものである所以说明することはない。また、本日は直近の市況を踏まえて、修正をお願い申し上げる必要もないと考えている。基本的には「株価は、総じて軟調な推移となっており、最近では年初来の最安値圏内で推移している。」、為替については「概ね107~109円台での推移となっている。」という表現である。若干変えたのは、一番最後のパラグラフである。ゼロ金利解除後9、10月と「これまでのところ、金融機関の貸出姿勢や企業金融の緩和傾向に、大きな変化は生じていないとみられる。」という表現で締めくくり、その後幾つか指標が出るのを待っていたが、この間9月短観、各種のD I、ヒア

リング調査なども踏まえて以前の緩和された状態が継続しているという表現に変えさせて頂いた。もう一つは、「緩和傾向に変化は生じていないとみられる。」という表現であると、毎月毎月緩和傾向が深くなっているような意味合いも入ってきてしまうかと思うが、全体としては大体同じような状況が続いていることなのでこういう表現にさせて頂いた。

速水議長

何か委員方から意見があればどうぞ。

田谷委員

二点ある。一つは最後の「大きく後退している」という表現を変えるとそれは相当大的な変化だと私は思う。であるから、先程藤原副総裁が言われたようなことであるとか、今吉田調査統計局企画役が言われたようなことを相当説明して、また新たな誤解を生じないようにする必要があると思っている。変えること自体には私は反対ではない。であるが、説明の仕振りを相当周知徹底して行なわないと困るのではないかと思う。

二点目は所得形成のところ、「雇用者所得が緩やかながらも改善に向かう下地は整った」と、「下地」という言葉を使ったりして、かなりマイルドな表現を目指されたのだろうと思うが、それでもこれは「整った」と言い切っているのだから、私は少し気になる。例えば「整いつつある」とかしてはどうか。なぜかといえば「歯止めが掛かった」から「整った」までもうワンクッション置いた方が良いのではないかと思うからである。4～6月の雇用者所得の前年比伸び率と7～9月の雇用者所得の前年比伸び率を比較すると7～9月の方が低い。であるからこの段階でこのように表現を変えるのであれば、もうワンクッション置いた方が良いと思う。やはり10、11月の数字はどのような数字が出るか分からないし、「整った」と将来言うとしてもできればワンクッション置いた方が良いのではないかと提案する。以上である。

速水議長

意見はあるか。

雨宮企画室企画第1課長

一つ目の点について補足させて頂くと、半年ほど前から金融経済月報を公表する時にはエンバーゴ付きで村山調査統計局長と私が記者レクを始めている。まずそこで吉田調査統計局企画役から説明したような考え方を先にきちんと説明したいと考えている。それから2日後に総裁記者会見があるし、記者会見では間違いなく聞かれると思うので、今説明したような線できちんと説明をしていきたいと考えている。ただ多分、説明をしても色々なことを書かれることは念頭に置いたうえで、適切な表現をこの段階では採用することとしたい。

篠塚委員

私も雇用者所得の方に関しては、田谷委員が言われた方が良いかなと思う。

田谷委員

簡単な表現はない。ないとは思いますが、「改善に向かうものとみられる」だともっと強いかもしれない。非常に苦労してこう書かれたのではないかと思うが。

吉田調査統計局企画役

「向かうものとみられる」という表現は先行きに使うには適当な表現だと思うが、現状の各論としてはやや釣り合わない印象がある。

田谷委員

そうだね。「改善に向かう下地が整いつつある。」か。

山口副総裁

棒線を引いた部分はあるか。個人消費のところで「雇用・所得環境に目立った改善がみられない」と言っているから、「緩やかながらも改善に向かう」という表現が下に出てくると…。そぐわない。

吉田調査統計局企画役

確かにそうですね。

山口副総裁

自分自身の判断としては、ここに書かれたような気持ちでいるが、少し材料が出てからこう言ってもおかしくないのではないか。

田谷委員

そうですね。

植田委員

ボーナスをみてからでも良いのではないか。

山口副総裁

雇用者所得という言葉が出てこない、ここはまずいのか。

篠塚委員

10月のままでどうか。

雨宮企画室企画第1課長

直すか、もし冬のボーナスもみようということであれば、今篠塚委員が言われたとおり、「歯止めが掛かっている。」のままにしておくというのも一つの考え方である。もう一つは山口副総裁が言われたとおりこれをとる

という三つ位選択肢があると思う。

中原委員

私は全部取ってしまうか、10月のままだったら良いと思う。

雨宮企画室企画第1課長

10月の「歯止めが掛かっている。」のままでいくという提案か。

中原委員

10月のままか、これを取ってしまうかであれば良いと思う。

雨宮企画室企画第1課長

取ると、逆に「歯止めが掛かった」との表現はどこにいったか疑問が出る可能性があるので、もし取るのであれば、例えば「所定外給与や新規求人が増加するなどの動きが続いている。」の前に、「するなど改善の動きがみられている。」とか、答えてあげないとまずいと思う。

中原委員

それであれば10月のままの方が良いと思う。

三木委員

10月のままの方が良いかもしれない。

篠塚委員

10月のままで変わっていない気がする。

雨宮企画室企画第1課長

田谷委員如何か。

田谷委員

10月のままで結構である。

雨宮企画室企画第1課長

山口副総裁は如何か。

山口副総裁

減少傾向に歯止めが掛かったというのは、厳密に言えば少し前のタイミングだと思う。それよりは1四半期位過ぎていると思う。だから「減少傾向には歯止めが掛かっている。」というよりは、一駒位は先に進んでいるのではないか。「下地は整った」は、どういう意味かよく分からない表現でもあり、やや難点があると思う。

三木委員

しかし個人消費の「雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、」ということが入っているのと「家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、」と受けている。まだ10月の表現のままの方が良い気がする。

山口副総裁

動きをみるまでこれで通しておくということか。

雨宮企画室企画第1課長

場合によっては、これがあと2か月か3か月続く可能性も念頭に置いたうえでになるが、それで宜しいか。

速水議長

10月のままにしておくか。

吉田調査統計局企画役

一応読み上げさせて頂く。「家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、企業活動の回復に伴って所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きが続き、雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。」。

山口副総裁

結構である。

速水議長

それではこれで採決して下さい。

[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

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

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については、必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。本件の対

外公表は11月20日月曜日の午後2時に行なうことにしている。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は11月30日木曜日に予定しているので宜しくお願いする。

(午後2時44分閉会)

以上