

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年11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（9:00～12:27）
経済企画庁	河出英治	調整局長（9:00～12:27）

（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

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、月 2 回目の会合である。まず前々回会合の議事要旨を承認して頂く。続いて、執行部から金融経済情勢に関する報告がある。その後、委員による金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議、もしあれば、政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたいと思う。

政府からは、大蔵省から原口総務審議官、経済企画庁から河出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意見、発言等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も、そのことを前提に発言頂くよう、宜しくお願いする。

II. 議事要旨 (10/30 日開催分) の承認

速水議長

それでは最初に、前々回 10 月 30 日会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨に異議はあるか。

[全委員が賛意を表明]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

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、12月5日火曜日の午後2時に公表する。

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは続いて、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おう。増淵理事と山下金融市場局長お願いする。

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

まず金融調節面では、前回会合以降僅か7営業日しか経っていないが、特別の変化はみられておらず、大変落ち着いた市場地合いが続いている。そのため、引き続き概ね残り所要準備額に相当する4兆円前後の資金供給を行なっている。その結果、オーバーナイトレートの加重平均値は一貫して0.25%で着地している。

この間、当面の金融調節運営上の焦点となっている年末越えの資金供給

については、引き続きレート動向などを睨みながら着実に資金供給残高を積み上げてきた。年末越え資金供給オペのオファー状況をご覧頂くと、10月下旬から日々1兆円前後の資金供給を実施してきた。その結果、昨日段階の累計額は32兆8,100億円と、昨年同日時点の実績をやや上回る格好となっている。調節手段別では、引き続き短国買現先とレポ・オペを主体に供給してきた。都銀などの年末越え資金調達の積極化に伴って、平均落札レートは、両オペとも11月央以降かなり上昇してきているが、応札倍率や平均落札レートの動きからみて、依然としてレポ・オペに対するニーズが相対的に強い状況が続いている。またここに至るの特徴は、11月中頃まで低調であったCPの担保適格審査への持ち込みが徐々に増えてきていることである。これは年末接近に伴い、企業の年末越えCPの発行が本格化してきていることを映じたものと思われる。今後、CPオペについても応札状況等を睨みながら、必要に応じその活用を積極的に図って参りたいと考えている。

この間の金融・為替市場の動向は、株価が引き続き米国株価の下落につられる格好で下落して、日経平均、あるいはTOPIXとも年初来安値を更新するなど一段安の展開となった。そうした中で、長期金利が1.6%台に水準を切り下げた一方、円/ドル相場は今年2月以来の111円台を記録するなど、円安が続いたので、全体としてみると、株安、債券高、円安の形になった。米国大統領選挙の開票を巡る混乱やわが国の政局不安定化などの要因も加わり、先行きに対する不透明感が一段と強まっている点が最近のマーケット動向の大きな特徴のように思う。各市場の動きを簡単に整理してみると、まず株価は、引き続き年初来安値圏での不安定な動きが続いている。例えば、日経平均株価は、相変わらず米国株価、特にNASDAQの下落に引っ張られる形で水準を切り下げてきており、22日には一旦1万4,301円と年初来安値を更新し、その後は1万4,500円前後の安値圏でもみ合う展開となっている。業種別の動向では、引き続き通信、サービスなどNASDAQとの連動性が強い業種の下落が大きいですが、ここにきてその他金融、証券、銀行など金融関連の下落が大きくなっているのが注

目される。特に銀行株については、この間に公表された9月中間期決算で、不良資産の償却が引き続き高水準となったうえ、株価の下落に伴い含み益が大幅減少となったことなどが嫌気され、ここにきて急ピッチで値を下げている。昨日はついにそごうショック時の安値を下回る年初来安値を更新して、昨年1月19日以来、つまり第二次公的資金投入前の水準に戻る点には十分注意を払っていく必要があると考える。また最近の株価動向にみられるもう一つの特徴は、NASDAQの下落への連動関係がここにきて再びやや弱まってきているように窺われることである。例えば、11月8日から昨日までの下落幅は、NASDAQが約20%の下落になっているのに対して、日経平均は5.8%、TOPIXは7.2%の下落に止まっている。これは日本株については、企業収益の大幅改善などを背景に、1万4千円台前半の水準はやはり下げ過ぎといった見方が多くなってきており、株価が下押しする場面では押し目の買いもそこそこに入ってきているためとみられている。わが国の今後の株価を左右する要因として、当面特に注目されるポイントとして、三点指摘できると思う。その第一は、言うまでもなく米国株価の動向である。NASDAQの現在の水準は概ね昨年半ば頃の水準に戻ってきており、ITバブルと言われた昨年秋以降の急激な上昇分については、既にほとんど調整済みと言える状況になってきている。また米国株価の動向をセクター別に見ていくと、例えば米国のインターネット株はNASDAQがピークを記録した今年の3月10日の水準を100とすると、もう既に27.4、半導体も53.7、通信は56.0まで下落している。勿論株価にはオーバーシュートがつきものであるし、本日も現にゲートウェイの決算が悪いということで150ポイントGLOBEXで下がっている。そういった不安定な地合いが続いている訳であるが、ニュー・エコノミーの将来性などをも勘案すると、これ以上の下げ余地はかなり限られてきたと言えるのではないかと、との見方もある。いずれにしてもNASDAQが本邦株価を始めとする世界の株価に大きな影響を及ぼす、いわば震源地になっているだけに、その今後の動きが大きなポイントとなってくると思う。当面の第二の注目点は、本邦株式市場における最

大のプレーヤーとなってきている海外投資家の動きである。この春以降売りの主体となってきたのは、米国勢だった訳であるが、その売りのピッチがNASDAQの最近の大幅下落などにもかかわらず、ここにきてややスローダウンしてきていることが見て取れる。これについて市場では、米国勢はこの春以降IT関連を中心に日本株のポートフォリオを大きく落としてきているために、グローバル・インデックス対比でかなりアンダーウエイトとなってきていることから売りのペースがやや鈍化してきており、むしろ押し目の機会を狙い出しているのではないかといった見方も聞かれ始めている。今後の動きが注目される場所である。第三の注目点はいわゆる需給要因である。特に当面のマイナス要因として持ち合い解消の売りが意識されている。事業法人・生損保と銀行の本年4月以降の累積売却額を去年と比べると、この春以降の株価の下落によって売れずにいる状況にあり、持ち合い解消の売りが昨年に比べて大幅に遅れている。そうした売り圧力が残っているため、今後持ち合い解消売りが大量に出てくるのではないのかといった意識が強い。以上のようなことから、市場では底は徐々に固まりつつあるとの見方が増えつつはあるが、一方で需給要因からみると上値は相当に重いと認識が支配的になっているほか、内外の政治情勢の不透明化や国内景気に対するやや悲観的な見方の台頭も加わってむしろ買い控えムードが一段と強まっている状況である。市場参加者の間に相場基調の転換のためには米国株価の安定回復と海外投資家の買い再開を待つしかない、といった弱気なセンチメントが拡がりつつある点も気になるところである。

次に長期金利の動向を見ると、長期国債10年債の利回りは9月以降株価の大幅下落にもかかわらず、概ね1.8%前後の狭いレンジで小動きを続けてきたが、11月半ば頃から一転して低下に転じて昨日は1.670%とゼロ金利解除前の8月4日以来の水準で引けている。この間のイールドカーブの変化を見ると、ゼロ金利解除直前の8月10日からの変化幅では、残存期間2年から10年までマイナスとなっており、8月10日以前の水準にまで低下してきたことを示している。また長期金利のゾーン間スプレッドの

推移を見ると、例えば2年とオーバーナイトのスプレッドや5年と2年のスプレッドは、ゼロ金利解除後にスプレッドが一旦拡大した後、9月の初め頃から株価の下落などに伴う金利先高感の後退から一貫して低下傾向を辿ってきた。これに対して10年と5年のスプレッドや20年と10年のスプレッドの方は10月中旬まで拡大を続けた後、11月央以降短期ゾーンのレート低下に追い付く格好でスプレッドを縮小する形となってきた。つまり9月から11月にかけてスティープ化していたイールドカーブがここにきて長めのゾーンのレート低下によって、かなりフラット化してきたことが見て取れると思う。このように長期ゾーンを中心に長期金利が大きく低下を見たのは、第一に株価の大幅下落に伴って追加利上げ期待が一段と後退していること、第二には景気の先行きや物価の先行きに対する慎重な見方が広がりつつあることである。例えばコンセンサス・フォーキャストの実質GDP見通しの11月調査における2000年の見通しが2.0%から1.9%へ引き下げられているといった微妙な変化が窺われているが、こうした景気等の先行きに対する見方の慎重化が長期金利低下の一つの背景である。第三に系統金融機関が先週10年債の大量購入に踏み切ったうえ、21日の10年債入札で4千億円強を落札したほか、既発債を大量に購入したとしてマーケットの話題となっている。こうした投資家の動きが買い安心感を強めていることなどが背景となっている。マーケットでは株価の低迷持続や昨日公表の10月の鉱工業生産が市場予想比下振れたことなどを眺めて、先行きの景気減速のリスクを織り込む必要が出てきたといった見方を強めていて、今後の景気指標の動き如何では1.6%割れを窺う展開もあり得るとして、当面第3四半期のGDPと日銀短観の結果に関心を集めつつある。

この間短期金融市場における年末越えレートの動向は、このところ総じて落ち着いた動きが続いている。まずユーロ円3か月物レートの動きは、11月上旬にやや強含んだ後総じて横這い圏内で比較的落ち着いた推移となっている。1か月物が昨日年末越えとなって前日比41bp上昇して0.72%となっているが、昨年はこの同じ日に0.03%から72bp上昇して0.75%と

なっている。こうしたことに比べるとかなり落ち着いているといった評価となっている。こうした中で短国レートの3か月物が4bp程上昇をみているが、これは都銀等の担保玉調達が一般しつつあることを反映したものとされている。その意味では年末越えの対応が進捗していることを示す動きとみることができると思う。全体としてみると本行の積極的な資金供給に加えてR T G S移行に向けての総合運転試験が特に資金決済面では極めて円滑に進んでいることもあって、マネーマーケットでは年末越えに対する不安がかなり後退しつつあるように窺える。勿論今後、年末越え資金の調達が一段と拡大する12月中旬頃にかけて、一時的にはレートがさらに上昇する可能性が残されているが、特に大きな波乱に繋がるリスクは少なくなってきたものと思っている。引き続きレート動向等を睨みながら年末越え資金を着実に弾力的に供給し、市場地合いの安定確保に努めて参りたいと考えている。

最後に円/ドル相場の動きでは、前回会合以降円安化が進んでいて27日には一時111円54銭まで円安化し、本年2月下旬以来半年振りの円安水準を記録している。これは一つにはわが国政局の不安定化、二つ目にはわが国の景気や金融システムの先行きに対する不透明感の強まり、三番目にNTTドコモによるAT&Tワイヤレスへの1兆円出資報道などを受けたものである。また米国大統領選挙の開票で、ブッシュ氏の勝利がほぼ確定しつつあることもドル・サポート材料として働いていると思われる。その後、米国の景気減速を示す指標の公表等を契機として、短期筋のポジション調整の動きなどから一旦110円前後まで回復したが、昨日の海外では再び111円台に押し戻されている。この間ユーロ相場の方は、対ドルでは引き続きECBによる為替介入の可能性が意識される中で、米欧の景気指標の動きにつれて、0.84~0.86ドルのレンジでもみ合う展開となっているため、円は対ユーロでもやや円安化の方向にあり、昨日は10月初め以来の95円ミドルの水準をつけている。こうした最近の円安化の動きは、短期筋による円売りに主導された面が強く、実際にIMM筋の円ポジションは、ここにきて再びショートポジションが膨らんでいる。またリスク・

リバーサル動きもかなり円・ベア方向に振れている。今後円相場がさらに一段の円安化に向かうのかについては、現時点ではその可能性は相対的には低いのではないかとというのが私共の取り敢えずの判断である。それは、過去の円安局面、例えば95年4月から97年春までの局面では円/ドル相場は83円53銭から125円50銭位まで約5割方円安化している。それから98年2月から8月までの局面では125円85銭から144円76銭へ約15%の下落となっている。95年の時には経常収支の対GDP比率が大幅に低下している。また、98年2月の時には、ネット対内証券投資が流出超に転じるなど、ファンダメンタルズの面で円安要因があった訳であるが、今回の場合は経常収支比率はほぼ横這い、対内証券投資も債券投資の流入から引き続き流入基調にあり、ファンダメンタルズの面ではこれまでのところ大きな変化はみられていない。ただ、為替市場でも債券市場など国内市場関係者と同様に長引く株価の低迷や米国を始めとする世界経済の減速傾向の明確化などを背景に、わが国の景気や企業業績の先行きに対する見方を慎重化させる向きが増えてきており、また金融システム面でも生保の破綻に加えて、銀行経営面への株安の影響が意識されてきている点には注意を払っていくことが必要と思われる。取り敢えずは今後公表される第3四半期GDPと短観の結果で市場の先行き景気観がどう変わってくるのかが注目点になるのではないかと思う。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

中原委員

CPは企業サイドからみると出し難くなったと聞いていたが、もう一度増えてきたのか。

山下金融市場局長

CPが今年なぜ余り大量に発行されてこなかったかという、昨年のY

2K対応時と違い企業サイドで特に厚目に年末対応をする必要がなく、基本的には資金需要が然程なかったということである。それから金利が上がってきたこともあり、少し様子を見る意味で発行が後倒し気味になっていたが、ここにきて年末資金需要に対応したCPが出てきている。もう一つCPを巡る問題としては、RTGS化後にマーケット構造が変わる可能性があり、その影響がどう出てくるか懸念されている。そこについてはまだはっきりしていないために多少発行が控えられていることもあると思う。RTGS化に伴い何がかわるかという点、日本のCPマーケットは、アメリカのように投信や投資家に直接アウトライトで売買するマーケットではなく、短資とか銀行がCPを引き受け、それを現先でファンディングしながら日銀のオペに入れたりすることで繋いでいく特殊なマーケットであり、そういうファンディングのところでは特に短資のように資金力のない先はRTGSになると回らないので、現先市場が非常に大きく縮小し、CPの発行が難しくなる、少なくとも金利を相当上げて、アウトライトで投信などが買うようなレートにならないとマーケットが成り立たなくなるような構造変化があるのではないかという点に関心が持たれている訳である。現時点でもまだ皆そういう懸念は持っているが、取引自体には然程影響は出ていないように窺われる。やはりその辺の影響は1月以降ははっきりしてくるのだと思う。

山口副総裁

量的な資金供給の観点からCPオペは活用する必要があるのか。

山下金融市場局長

現状で言うとレポ・オペが大体12兆円であり、業務局の事務能力からすると20兆円までできる。短国については昨年29兆円まで行なっているから、30兆円位までいくとして、当面年末越えの資金供給が50兆円位だとすると、CPオペを沢山しなければ回らないような状況ではない。ただ、私共はオペ手段を選ぶ時には応札倍率とか、レートの状況をみながら選択

しており、例えば短国は担保需要が一巡してきたとはいえ、引き続き応札倍率は低いし、レートも下がるようなこともあるので、そうした応札状況との比較でCPオペを選択していくことになるが、CPがないと年末越えの資金が回らない状況ではない。

三木委員

CPの発行レートは、TIBORに比べてそれ程大きく上がっている訳ではないのか。

山下金融市場局長

最近上がってきてはいるが水準としてはまだ大分低い。

三木委員

そこは余り心配しなくて良いのだな。

山下金融市場局長

ただ一頃、オペ期待で例えば40bpといったように、銀行発行のCDを20bp位下回る低いところを出していたのが、10bp位上がって、今50bp強であるとか、A1格では銀行並みの金利を提示しなければいけないところも出てきてはいるので、多少不満の声は聞こえてきている。

速水議長

ほかにないようであれば次に国際局長から海外金融経済について説明してもらおう。松島理事、平野国際局長お願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

全体観としては、前回決定会合以降、実体経済面で大きな変化はない。本日は米国、ユーロエリア、東アジア経済の流れを指標に沿って確認した

うえで、米国金融資本市場におけるやや特徴的な変化を報告したいと思う。まず海外景気では、最初に米国主要経済指標をご覧頂きたい。6. 消費者コンフィデンス指数の11月分は株価の下落等を反映して10月に引き続き低下している。7. 住宅着工の10月分は減速トレンドの中で取り敢えず前月比横這いである。それから8. 非国防資本財受注の10月分は大きく前月に比べて減少である。ただ、この減少には航空機要因による特殊要因が大きく響いており、その航空機要因を除いたベースでみると10月の数字は前月比0.5%減であり、大勢観察としては弱含み横這い圏内だろうと思う。このように前回決定会合以降に公表された指標は引き続き景気の減速を示唆するものとなっており、ここまではいわゆるソフトランディング路線を走っているようにも見える。この間、9. 貿易収支の数字は、9月が季調済で342億ドルの赤字である。7月が既往ピークの赤字であったが、これを更新した。景気減速の下でも経常赤字は容易に減らないという一般的な見方を裏付ける数字であろうかと思う。こうしたネット外需の赤字幅拡大もあり、昨日第3四半期のGDP修正値が出された。実質GDPの速報値は2.7%であったが、暫定推計値はネット外需のマイナス寄与が拡大した結果、2.4%に下方修正された。2.4%は、四半期ベースでみると4年振りの低成長である。図表2でドイツ、フランスの景気動向について簡単に報告する。ユーロエリア経済にも拡大テンポ鈍化の兆候がみえるとかねて報告してきたところであるが、ユーロエリア全体の指標は遅れて出てくるので、それよりも早めに出るドイツ、フランスについて若干チェックした。両国については、第3四半期のGDPが出ており、前期に比べて伸び率を若干低めている状況である。ドイツにおける10月のIFO研の景況判断DIは97.2と5か月連続で低下である。フランスでも景況判断指数がこのところ低下している。こうした景況判断指数は、鉱工業生産との相関が高いことがよく知られており、景況判断指数の低下は、生産活動の減速を示唆している。全体として拡大テンポの鈍化といえるのではないかと思う。図表3 東アジア経済ではNIEs、ASEAN、中国において、ほぼ第3四半期のGDPの数字が出揃った。第2四半期並みの高い数字が並んでい

る。輸出の好調を主因に、事前の予想を若干上回る高い成長率を第3四半期までは維持している。ただ、内訳をみると輸出に加えて内需も概ね堅調ではあるが、NIEsの中で韓国、シンガポール、香港こういった国では内需の伸び率が第2四半期に比べて鈍化している。特に韓国ではこのところ通貨、株価が大幅下落をしている下で消費の鈍化が目立ってきている。韓国のConsumer Survey Indexは初めて紹介する指標であるが、韓国銀行が作っていて、結構頼りにしている指標のようであるが、これを見ると、このところ割合急速に悪化している姿が見て取れる。韓国の鉱工業生産指数の前年比は、10月も前月に比べて伸び率を低下させてきており、第4四半期から来年にかけての景気の減速が予想される状況である。

図表4で米国の金融資本市場に関するやや特徴的な動きを簡単に報告する。投資非適格債、いわゆるジャンク債のスプレッドが拡大していることについて何度か報告していたが、ここへきて目立つのは、投資適格債のスプレッドも拡大してきていることである。また、株価のインプライド・ボラティリティーがここへきてまた上昇してきているという変化が見て取れる。最後に図表6連銀による11月時点の銀行貸出アンケート調査から商工業向けの貸出基準等々三つほど摘出してみると、銀行に対する市場のリスク認識が徐々に高まっているとかねて言われていたが、連銀の調査によれば、銀行の商工業向けの貸出姿勢がタイト化している姿が見て取れる。これらが前回決定会合以降の変化といえれば変化である。こうした現象をどう捉えるかは難しい問題であるが、一つの見方は現在の金融資本市場の不安定性は必ずしもハイテク、ニューエコノミー産業発のものとは限らないのではないかということかと思う。例えば、いわゆるジャンク債の市場、あるいはIPO市場の機能が実質的に停止しているといった現象と、先程指摘したような投資適格債市場におけるスプレッド拡大の動きは分けて考えることができるのではないかと考える。多少ジャーナリスティックになるが、いわゆるジャンク債のスプレッド拡大、あるいは市場の機能停止のような現象は、いわゆるニューエコノミーに関する金融バブルの崩壊のような側面があると思う。これに対して、投資適格債市場におけるス

プレッド拡大は、いわゆる典型的なハイテクだけではなく、より広範な業種に対する市場のリスク認識が徐々に高まってきていることを示唆している可能性もある。こうしたことが、いわゆる景気減速の結果として生ずるいわば当然の現象なのか、あるいはそれ以上のものであるのか、その辺は注意深くみていく必要があると思っている。特に投資適格債市場のプレッド拡大が、最後に申し上げた銀行の融資姿勢の厳格化と合わせて、米国企業の設備投資に今後どのような影響を与えるかが当座の着目点であろうと考える。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

投資適格債でもプレッドが拡大していることに関しては、国債の発行が減少していることと関係があるというような記事も見られたが、どういうことであろうか。

平野国際局長

その記事は、多分国債に対するプレッドの拡大を指しており、国債が減少し国債のイールドが需給によって下がっているためにプレッドが拡大していることを指摘しているのではないかと推察する。ここではトリプルBマイナストリプルAのプレッドが拡大していることを取り上げたが、そのことと国債の減少とは直接的には関係がないと思われる。

田谷委員

リスクヘッジに国債を使わず、そういったトリプルA社債を使うとかいったことによってもプレッドが拡大している可能性があるのではないかと思うが。

平野国際局長

そういう面はあろう。トリプルA格債がいわば国債の代替資産としてヘッジ対象者に使われているため、そのイールドが下がってトリプルB格債とのスプレッドが開いているという面も何がしかあることは否定できない。ただ、最近のいわば跳ね上がりをみると、それだけで説明できないのではなかろうか。

篠塚委員

今説明頂いたスプレッド拡大と連銀調査の商工業向け貸出姿勢タイト化傾向との関係はどのように解釈したらいいのか。

平野国際局長

この両者を関係づけて捉えるよりは、今のこうしたスプレッドの拡大、あるいは銀行の貸出姿勢のタイト化が实体经济にどのような影響を与えるかを考えている訳である。一つの仮説としては、いわばハイテク銘柄だけではなく、より広い業種に亘って投資適格債のスプレッドが拡大し、そこでの資金調達が難しくなる。その穴を銀行が埋めることができるならば、資金面から設備投資を制約する程度は緩和されるかと思うが、一方で銀行セクターも不良資産が若干増えているため、このところ貸出姿勢を厳格化してきている。こうした現象が高じてくると、資金制約から、かなり幅広い業種の設備投資行動が制約される面が出て来るかもしれないリスクがある。そういう仮説を頭に、今後の現象をみていきたいと思っている。それからもう一つ別の面から言えば、投資適格債のスプレッドが拡大していることは、市場からみれば、いわばリスク認識が高まっていることを表わしている。比較的格付の低い先に対するリスク認識が高まっていることは、実は銀行の貸出姿勢の厳格化にも通ずるものがあるのではないかと思っている。

植田委員

その点については、伝統的な考え方からすると、もう少し実体経済の方が悪くなり、不良資産も増えたところで漸く貸出姿勢が厳格化するのが普通であるような気もする。それからすると反応が早すぎるような気もするが、その辺りはどうみているか。

平野国際局長

ここは我々もよく議論するところであるが、例えばあるインベストメントバンクのレポートは、10年の長期に亘る経済の拡張過程で、企業のバランスシートの拡大が起こっていて、その修正のプロセスにあるのではないかとの考え方を示している。典型的に言われているのは、企業は経済の拡大過程で社債を大量に発行し、その代わり金を以って自社株を買い入れるといった自社株買入消却を行ない、そのことが株式市場の需給を引き締めて株価の上昇に繋がっていた。株価が上昇している限りにおいては、いわゆる負債とキャピタル、マーケット・キャピタリゼーションの比率はむしろ下がるが、株価が下落すると、負債とキャピタルの比率は相当上昇してしまう。そうすると市場からみれば企業の財務体質の悪化と捉えられ、デフォルト懸念が高まる結果、それがスプレッドの拡大に繋がり、銀行の貸出姿勢の変化にも繋がっていると言われている。もしそういう仮説のようなことがあるとすれば、今回の局面は短期的な景気の減速に伴って生じているというよりは、長期の拡大に伴うある種の修正過程が生じているかもしれないと思う。ただ、この辺はもう少し良くみてみないと分からない訳であり、そういう頭を持って今後調査をしていきたいと考えている。

速水議長

図表3の韓国 Consumer Survey Index は6か月先の見通しが急に大きく下げているので注目されるが、これは日銀短観のようなものか。

平野国際局長

これは、最近インターネットで発見したグラフであり、実は中身を精査するまでに至っていない。ただ、韓国銀行に問い合わせたところではかなり参考にしている指標であるとのことである。先行き6か月の見通しであり、しかもこれは消費者の見通しなので、そういう意味では短観とは性格が違う。短観のDIは企業の現在の業況が良いか悪いかを判断するものである一方、これは家計の判断である。家計からみて、将来景気がどうなるか、雇用はどうなるのか、所得はどうなるかをサーベイしたものである。むしろ生活意識アンケート調査の中の景気アンケートに近いという感じである。

速水議長

韓国は成長率はそう下がっている訳ではない。何が家計の見方の下降の要因なのか。

平野国際局長

一つはサムソン電子という世界最大の半導体メーカーがあり、ここは生産はまだ前年比20%位と高いが、夏場頃は前年比50%位で走っていたので勢いが少し落ちてきている。また、市況が下落しているので量が出ていてもそれがなかなか収益に繋がらないといったことがある。いわばリーディング・セクターの勢いが落ちてきた事実がある。加えて企業のリストラの難航が挙げられる。代表的には大宇の処理が労働争議に繋がっていて不透明感が広がっている。さらに言えば企業に対して金を貸している金融機関の企業経営の安定度が問われている。加えて、金融監督当局である金融監督院で汚職事件が発生していることもあって、金融機関への公的資金追加投入に関する与野党の協議が遅れ遅れになっていることも金融不安を高める要因になっている。このようなことを背景に、株価が打たれ、通貨も打たれ、といったことが家計、企業問わずコンフィデンスの悪化に繋がっている。しかし、成長のレベルはまだ高い。先行きのリスクが高まっ

ているからといって、この段階で来年のアウトルックを大きく下げなければいけないような状況かということ、そういうことではない。この先の展開によってはそういうこともあり得るような状況であろうと思う。

速水議長

リストラに対する組合の反発がかなり派手になってきているようであるが。

平野国際局長

それは非常に大きい。労働争議もこのところ相当増えている。リストラのペースを上げようとする政府の方針があるために労働争議が増えそれが社会不安に繋がっている。この辺りが上手く解決すれば結構経済が上昇してくることも考えられるが、年率9%にも上る急回復のペースが続く訳ではない。コンセンサス・フォーキャストからみると来年は6%位まで減速する見方となっているが、こうしたリスク・ファクターがさらに表面化してきた場合には成長率はそれよりさらに落ちることがあり得ると思う。

三木委員

データだけ見るとまだ非常に良い状態が続いている。1割前後の成長を以って減速というかどうか。

平野国際局長

しかし第4四半期から来年にかけて減速してくるのは間違いない。

三木委員

しかし、実体経済の面からみると急速に悪くなっている。

平野国際局長

そういう話は良く聞く。

三木委員

そこで何が問題かという、結局日本の輸出入に対する影響である。日本に対する輸出、日本から見れば韓国からの輸入が急に増え出すことが問題である。韓国の内需が急に減速する一方で、労働争議が問題だとなると生産はある程度維持しなければならず、輸出ドライブをかけるしかない。半導体、自動車、鉄鋼など、あらゆる企業が一斉に輸出に走る。そして一番おいしい市場は日本なので、まずここへくるが、次は東南アジアへ出て行く。今、アメリカ経済減速の影響が東南アジアにどう出てくるのかが最大のポイントである時に、韓国までが出てくるとなると非常に問題だろうと思う。それを日本の実体経済が非常にケアしている。まだ走りなのでいいと思うが。

平野国際局長

アジア全体の中で中国は比較的しっかりしている。

三木委員

中国までがそうなら大変である。

平野国際局長

ウエイトの高い中国がしっかりしているのがサポート材料である。

速水議長

日本の個々の企業、業種によっては韓国の輸出ドライブで困るかもしれないが、経常収支が黒字で輸入が増えていくこと自体はそう心配ではないのではないか。

三木委員

韓国経済自体 6%位の経済成長はノーマルな経済成長だと思う。今までがおかしい。

平野国際局長

今の走りが好調なことは間違いない。先行きにかけての心配な材料が出てきたという程度の話である。

速水議長

ほかにはないようなら次に移る。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

前回決定会合以降、日が経っていないのであまり追加情報がない。ただ、そうした中で昨日生産指数が出ており、この生産指数、通関の輸出入とといったところが注目される。結論を先に申し上げると、なお慎重にウォッチする必要はあるが、すぐに景気判断を変えるまでの材料があるとは言えない状況と考えている。

それでは各論でまず図表の3通関の輸出入である。前回決定会合での輸出についての判断は、目先情報関連財の増勢一服や一部素材での減少から一旦横這い圏内の動きとなる可能性が高いというものであった。まさにそのようなことが出ていると思うが、10月の実質輸出計は前月比-2.3%、7~9月平均対比で-0.5%と横這い圏内の動きと思う。財別に見ると、中間財が10月-3.2%となっている。これは東アジア向けの鉄鋼の輸出の減少によるもので、これまで見ていたとおりの話である。自動車関連の10月が-3.7%となっているのは欧州向けの減少である。それから情報関連は7~9月対比では-1.3%と引き続き小幅の減少が続いている。従って輸出の動きだけからすると、これまで見てきたことと違ったことが起きている訳ではないと考えている。次に図表4の輸入は確報で若干数字が変わり

10月は3.2%が3.3%となっている。引き続き増加しており、7~9月対比でみると確報では3.9%になっている。いずれにしても増加している。増加している品目は、財別にみると消費財が10月にかなり増えている。これは中国からの消費財の輸入が再び増えているためである。それから情報関連財は先程見たように輸出は若干マイナスであるが、国内のパソコンの販売が堅調なこともあり、情報関連財の輸入自体はかなり増えている。

次に図表6 個人消費については相変わらず回復感に乏しい状況が続いている。全国百貨店売上高の10月は前月比-2.0%と低迷基調に変化はない。一方全国チェーンストア売上高の10月は+2.8%になっている。これはダイエーの優勝セールの影響が入っているためで、これを除くとチェーンストアについても低迷基調である。それから家電販売については10月はほぼ横這いであり、9月伸びた後横這いと高水準持続である。内容的にはテレビはシドニー五輪の反動等で不冴えであるが、パソコンが再び堅調に動いている。コンビニの売上高も7月に大きく伸びた後ほぼ横這いで高水準持続である。

次に図表10の物価面では企業向けサービス価格指数、CSP Iの10月が出ている。前年比では国内需給要因が-1.0%で下落が続いている。3か月前比も-0.2%とほぼコンスタントに小幅の低下が続いている。今月の特徴としては、リース・レンタルがパソコン等の価格低下を映じてコンスタントに下げている。一方通信・放送は同一都道府県内の市外通話料金が引き下げられたことから、一時的に10月のマイナス幅が大きくなっている。従ってCSP Iについても大きなトレンドの変化はないと考えている。それから追加図表で10月の生産速報の前月比は+1.5%である。先月の予測指数では+3.4%となっていたので予測指数に比べるとかなり下振れしたことになる。11月の予測指数は+0.1%と0.5%から若干ながら下振れしている。12月が今回初めて出たが+1.0%である。10月、11月、12月を括ると前期比+0.7%であり、先月の段階では+2.5%となっていたので、10月が下方修正された結果、2.5%から0.7%までかなり下振れしている。出荷については10月は前月比+0.8%、在庫は若干増えて同+1.3%と

なっている。また10～12月の前期比+0.7%との予測指数は、私共がこれまでみてきたよりも低い数字である。私共のマイクロヒアリングによると、1%台半ば位の数字になっているので、これに比べてもかなり低く、これをどうみるかである。先月の決定会合で今後生産活動については、伸び率は鈍化すると申し上げていたが、その時の我々の想定は10～12月は鈍化するとしてもこれ程までは鈍化せず、むしろ鈍化するとしても1～3月と考えていた。それに比べるとこの0.7%は弱い訳である。何分昨日出たばかりのことであり解析作業は然程進んでいないが、生産の業種別寄与度からみると、例えば電気機械がプラスに引っ張ってきていたが、これが10～12月についてかなりプラス幅が小さくなっている。鉄鋼のプラス幅が小さくなっているし、化学の伸びも鈍化している。ただこういったものについては私共の想定範囲内で、意外なのは10月の数字をみると一般機械が前月比-1.1%と減少していることである。一般機械については通常は設備投資と平行に動くはずであり、設備投資については機械受注とか他の数字をみる限りここへきて変調を来たしている訳ではないので、恐らくこれは一時なものではないかと思っている。まだ解析作業も進んでいないし、マイクロヒアリング等との結果とも違っているので、今後そういった点を分析したいと考えている。従って現時点では今すぐ見方を変える必要はないと考えている次第である。以上である。

速水議長

質問ございましたらどうぞ。

篠塚委員

生産の見方としては、先程1～3月に落ち込むとの予測ではあったが、10～12月に前倒しで早まったことについてはどのように考えているか。

村山調査統計局長

確かに計数的には前倒しで鈍化した形になっているが、10月単月のこ

とであるし、10～12月の私共の直近時点のヒアリング結果とも相違しているので、もう少し時間をかけて詰めてみたい。

田谷委員

ここ数か月生産財の生産の伸びは鈍化気味のようなのであるが、最終財の生産はこのところかなり上昇してきたように思う。一方で輸出が必ずしも好調ではない訳であるし、最終財の需要がここ数か月伸びてきているといった支出サイドの統計とか販売サイドの統計もないように思うので、何かちぐはぐな気がする。この辺はどう考えているか。

村山調査統計局長

まず輸出で鈍化しているのは鉄鋼、あるいは化学といったところであり、アジアの在庫との関係で少し伸びが鈍っていたり、減少したりしている。これは中間財であるので最終財ではないから、そこは整合的と考えている。消費についても全体としては回復感に乏しいと申し上げているが、実は前々回辺りからお示ししているように、消費財の供給面からみると、数量ベースではかなり伸びている。これは生産指数の出荷からとっている訳で、そういうところだけみると整合的であると言えると思う。消費については結局廉価品にシフトしていることで、数量ベースがやや高めに出ているので、そういうところを総合的に勘案して、販売指標の弱さと合わせて一進一退と言っている。このように、数量ベースで落ちている訳ではないので、そこもそれ程非整合とは言えないと思う。

田谷委員

私が申し上げているのは、輸入を含めて数量ベースでかなり伸びている数字が多いと思うので、販売統計や支出サイドの統計とかなりギャップが広がってきているような印象があるということである。

村山調査統計局長

ご指摘のとおりと思う。今伸びている業態がコンベンショナルな販売統計に入っていないことがあると思うので、恐らく真実はその中間にあると申し上げているところである。

篠塚委員

最近の消費財の数量の伸びでは輸入のウエイトが大きくなっていないか。

村山調査統計局長

輸入もあるし、国内出荷も若干ながらプラスが続いている。

篠塚委員

時間的なラグがあると思うが。

村山調査統計局長

ただ、流通段階で在庫が大きく溜まっているという話も聞いていない。

三木委員

消費財の中で、特に耐久消費財は、自動車が大體予定どおりで前年比2～3%増位のピッチでいくのだろうが、NEBA統計をみると10月からエアコンから始まって洗濯機、冷蔵庫、ほとんどの機種がマイナスになっている。

村山調査統計局長

前年比の話であろうか。図表6の家電販売全体としては10月の前年比はプラスであるし、前期比は横這いである。我々のヒアリング結果もこれまでのようにパソコンがどんどん伸びていく訳ではないが、水準としてはかなり高いところで推移している。

三木委員

パソコンは良いが、パソコン関連にだけ助けられた形にとうとうなってきたのかどうか少し気になる。

村山調査統計局長

確かにそういう意味では売れ筋は白物家電ではなく、いわゆるデジタル家電という新しいジャンルである。パソコン、デジタルビデオ、それからこれから恐らくデジタルテレビといったものも出てくる。今ご指摘の冷蔵庫とか洗濯機、エアコンなどは7~9月の頃から前年比マイナスだったものが多い。特に10月で急に落ちた訳ではなく、エアコンなどは8月から前年比-9%であった。

三木委員

エアコンは分かる。新しい冷凍年度入りだから仕方がない。

村山調査統計局長

ただ洗濯機もずっとマイナスで、8月-6.7%、冷蔵庫も8月-7.0%である。たまたま7月に新製品が一斉に出て売れたことはあるが、そういう期間を除くとそれ程売れている訳ではない。

三木委員

商品の面からみて急に変化が出てきたようなことでもないとの見方で良いのか。

村山調査統計局長

7月頃新聞報道等で冷蔵庫も売れ出したという報道も一部あったが、メーカーに聞くと、そう急に変わった訳ではないと言っていたので、そういう地合いが続いているのではない。リード役はパソコンを中心としたい

わゆるデジタル家電である姿は変わっていない。

三木委員

パソコンだけで引っ張られている姿では、先行きについて非常に懸念される。

村山調査統計局長

パソコンだけではなく、例えばデジカメなどの新しいものがもの凄く売れており、デジカメの液晶などは足りない状態がずっと続いている。

三木委員

マクロだけでなく二極分化の中身をよくみておかなければならない訳か。

速水議長

生産が10～12月前期比で0.7%、前年比で見れば4.8%であり、これ位のことでは余り良いとも言えない訳か。

村山調査統計局長

確かに前年比ではかなり高い水準である。GDPに比べても生産は相当高い水準である。ただ、我々が注目しているのは前期比で、先にどう繋がっていくかである。従って、生産の水準は高いとしても前期比が小さくなってくると、先に繋がっていかないようである。

速水議長

その辺ある程度構造変化が起こっていることを表わしているのだと思う。私はたまたま、大阪で携帯電話の小さいネジを作っている工場を見せてもらったが、ここでは24時間労働をするほどの繁忙とのことであった。ここでは小さいネジの加工は中国へ送り、それを直ぐ取り寄せて製品にし

ていくといった作業が随分増えている。それは賃金が圧倒的に安いからである。向こうから言わせれば、日本への輸出が420億ドル、日本からの輸入が230億ドルのもの凄い出超である。その増えている大部分は加工貿易で日本の労働力を使わないで中国の安い労働力を使う形で生産が完成している。この数字を見ていると、そういうものがこういう格好の数字になって出てくる感じがした。

村山調査統計局長

指摘のような面はあると思う。特に今指摘のあった電気製品については、日本から基礎部品を輸出して、現地で加工して、また日本に輸入する。昔と違うのは、そういう場合には輸出が伸びれば輸入も伸びる形で、結局ネット輸出でみるとなかなかGDPに寄与しなくなっていることは言えると思う。ただそういう形であれ、生産活動はそこそこの水準をこれまでは維持してきた。

速水議長

800億ドルに上る輸出入だから、それは恐らくそういうものが出たり入ったりして増えているのだと思う。

他にないようであれば、次に企画室から最近の金融環境について説明をしてもらおう。増淵理事、雨宮企画室企画第1課長お願いします。

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

本日申し上げるのは三点だけである。マネタリーベースの動き、約定平均金利、企業倒産である。まずマネタリーベースの動向についてはこれまで2か月説明している動向と特に変わっていないが、引き続きマネタリーベースの前年比は前月をやや上回る伸びになって、24日までの途中ラップで5.9%である。この背景は何度も説明しているとおり、郵便局の手許現金積み上げが大きな要因かと思われる。現金の伸びは10月7.9%に対

して、11月の途中ラップ8.6%である。この後の展望であるが、当面マネタリーベースの動きに影響を与える郵便貯金の予想資金流失額、あるいは満期到来額は10～12月の後1～3月も相当高水準が続くため、もう暫くこの現金の積み増しが続くと考えられる。従ってマネタリーベースの残高は年明け後もかなり高い水準が続くと考えられるが、一方で昨年はY2Kに伴う大量資金供給で昨年の数字が大きくスイングしているので、前年比では1月は相当大きく落ちて場合によってはマイナスになるかもしれない状況にある。

この間出た指標では資金調達コスト関係で貸出約定平均金利が出ているが、特に大きな動きはない。図表11で9月の数字をみるとゼロ金利解除後も大きく上昇はしていない。特に9月については9月期末の貸出の積み上げにより若干短期が下がる動きになっているし、同様に図表12のスプレッド貸出のスプレッドも8月、9月と縮小する動きになっている。その意味で、ゼロ金利解除後、銀行貸出金利がどうなるかという議論の中で、今の資金需給の環境を考えると余り大きく上がることは考え難いと議論されていたと思うが、9月までのデータではそういう展開になっていると思われる。

最後に企業倒産について、図表18をみると、倒産件数は9月1,585件に対して10月は1,655件、季調値は9月の1,632件に対して10月は1,464件なので、多少でこぼこしているが、夏場以降大体1,600件内外の横這いと思われる。一方負債総額は前回申し上げたが、8兆4,043億円と単月としては当然史上最高である。このうち協栄生命が4兆5千億円、千代田生命が2兆9千億円である。因みに単月で史上2位が今年の7月の4兆2,500億円である。この時はそごうがあった訳であるがそれを越えて1位になった。業種別等は前回ご説明したとおりで付け加えるところはない。簡単だが私からは以上である。

速水議長

質問があったらどうぞ。

三木委員

これは平野国際局長に質問すべきかもしれないが、アメリカではこういう企業倒産関連指標の統計はあるのか。

平野国際局長

同じようなものかどうかは分からないが、倒産についてはアメリカも統計が揃っている。

三木委員

そういうデータが時系列である訳か。

平野国際局長

時系列は調べて後程報告する。

三木委員

何か傾向的に、倒産が増えてきている形なのか。

平野国際局長

これと同じようないわゆる負債総額と倒産件数で毎月チェックしていないが、いわゆる格付機関が出しているデフォルト率はフォローしている。この数字では若干デフォルトの確率が高まっている姿になっている。具体的な数字は後程ご報告させて頂く。

三木委員

いや結構である。

中原委員

数字の確認であるが、10月が8.4兆円でそのうち協栄が4.5兆円。千

代田が 2.9 兆円か。

雨宮企画室企画第 1 課長

負債総額を上げると協栄が 4 兆 5,296 億円、千代田が 2 兆 9,366 億円である。

中原委員

それで 7 月はいくらか。

雨宮企画室企画第 1 課長

7 月の負債総額は 4 兆 2,551 億円。因みにその 4 兆 2 千億円のうちそごう関連の倒産がこの月に 30 社あって、そのそごう関連の合計が 2 兆 9,288 億円だった。

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 速水議長

ほかにはないようであれば次に移りたい。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。本日は二回目の会合なので討議のベースとなる前回の決定内容を簡単に振り返っておくと、「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の下でオーバーナイト金利の誘導目標を 0.25%とする金融市場調節方針の継続」を決定した次第である。本日はレビューが中心になるので、こうした判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議頂ければと思う。

討議の形式は金融経済情勢に関する見解と金融政策運営に関わる議論を併せて一人 10 分程度を目途にお願い出来ればと思う。効率的な議事運営にご協力頂きたい。本日は篠塚委員からお願いする。

篠塚委員

まず前回会合から 7 営業日しか経ってないこともあって、その後変更す

る情報はないと思っている。唯一鉱工業生産指数関係の速報値が私にとっては気掛かりである。もう少しヒアリング等の調査等々を見ていく必要があると思っているが、この速報段階で少し気になっていることを若干述べたいと思う。9月の季節調整済の生産指数は-3.4%と大きな減少であった。また、その反動を受けて速報の10月が+1.5%に戻ったことは少し安心材料でもあるが、先行きの予測については若干陰りを感じている。その陰りは、この統計では毎月製造工業だけ主要180品目についてそれぞれ主要企業から生産量の前月の実績と2か月先の見込みを聞いているが、実績がその予測見通しの数値を7月以降4か月連続で下回っていることである。最近の輸出の動向も若干横這い傾向になっていることと考え合わせると、生産の先行きに若干何か懸念材料が出てきているのではないかと、少し懸念している。因みに10月の速報段階で見た先行き11月の製造工業見込みは、0.9%とプラスにこそなっているが、前月の9月時点の見込みよりも0.1%少ない数字である。さらに12月見込みは-0.4%とマイナスを見込んでいる。特に11月の見込みのうち電気機械工業は前月の見込みでは-0.2%だったが、今月時点ではそれが-1.5%と大きく落ち込んでおり、私は少し注目している。電気機械工業の12月の見込みはその反動で-0.3%と小幅のマイナスになっているが、10月時点で先行き2か月マイナスの見込みに転じていることはかなり気掛かりなことではないかと思う。この指標は我々が景気回復過程にあると判断する支えになっているし、設備投資の動向にも繋がるので今後注目していかなければならないと思っている。執行部の説明でも、ドイツやフランスの生産とコンフィデンスの間にはかなり相関があるような図表も出ていたので、この見通しと12月に公表となる日銀短観とも比べ合わせて、この生産動向についてより精査していこうと思っている。

もう一つは、消費の回復がなかなか進んでいかないことである。この問題は家計収入の源の大半がフローに依存しており、膨大な金融資産があったとしても有効に活用されていないことが原因だと思う。こうした時期には短期的な対処では功を成すことが少なく、長期的な視点に立って家計に

安心をもたらすことが賢明ではないかと思う。そうした視点からは、既に新聞等でも報道されているが、確定拠出型年金、いわゆる日本型の 401K を出来るだけ活用し、早い機会に日本の社会の中に定着させることが必要と思っている。確定拠出型年金の導入によるメリットは色々あるが、何と云っても金融市場と家計の資産選択行動の両方に影響を与えることにあると思う。そして現在の年金制度で上手く活用できるようになると、投資対象としては中長期的な安定運用の観点から、恐らく投資信託が受け皿になることが有望視されている。これを通じて現在の預貯金に偏っている家計の資産資金運用の保有動機が見直されると思うし、さらに直接金融が厚みを増すほか、市場型の間接金融など金融仲介チャネルが日本でも発達することが期待される。しかし、確定拠出型年金の導入に当たって企業が従業員に対して投資教育を実施する必要があるなど家計に対して様々な金融取引の基本的な知識を与えることが必要になってくる。この面で先駆的な動きが始まっているアメリカの 401K プランの定着には、およそ 10 年以上もかかった経緯がある。今アメリカでは 1.7 兆ドルもの巨大な残高を抱えるまでになったが、そのうちの 45% が投資信託で運用されている。こういった点を考えると、実行して定着するまでには長い時間がかかることから出来るだけ早くこれに着手し、かつまた日本の税制面でもこれに対応していくことが必要かと思う。ただ、この確定拠出型年金の日本における導入スケジュールは、本年 3 月に確定拠出年金法ができ、来年の 1 月実施の予定であったが、国会に提出されたものの 6 月の国会解散によって一旦廃案になっている。再度国会に提出されることになっているが、その場合には施行は来年の 3 月の予定となる。しかし、実際に審議日程等はまだ分からないし、流動的だと思う。このように色々な問題を抱えているが、雇用の流動化が加速している現在の日本経済を考えると、転職しても年金と一緒にポータブルであることとか加入者ごとの年金の原資が明確であること、運用方法や資産構成が選択できるなどメリットが大きいと思う。他方デメリットもあって、運用成績によっては給付が変動するために老後の所得保障にリスクが伴うことが挙げられる。しかしこれは公的年金は一

方に置いて、それを補完することに徹すればリスクはある程度抑えることができると思う。株式市場の低迷なども考えると、新しい資金市場を活性化させる手段としても積極的にこの分野について発言していくことが、あるいは金融政策にとっても何らかのところで関係してくるのではないかと思っている。

金融政策については、景気回復のシナリオの柱である生産の先行きについて先程申したように若干懸念を抱いているが、しかし現在の政策を変えるほどの強い判断材料を持ち合わせていないので金融政策は現状維持で臨みたいと思う。さらにそのうえで最近生保業界の不安定な材料が出ているとか、金融システムの不安に関する様々な情報が取り沙汰されていることを考えると、また一段の金融緩和も話に出てくることもあり得るかと思う。そういったことを考えると、ゼロ金利政策を我々が採った時に、それがどのような効果があったのか、現時点ではまだそれを見極めるには時間が足りないかもしれないが、そういった限界を承知したうえでゼロ金利政策の効果についてはきちんと整理しておく必要があるのではないのかと思っている。以上である。

速水議長

次中原委員をお願いします。

中原委員

結論は日米ともに株価の下落が続いており、景気の先行きに不透明さを増している極めて微妙かつ重大な局面であると思う。景気動向については、前回申したところであるが、速報から改訂されたベースで申し上げると、D Iの先行指数が56.3から45.0へ下方修正された。50を割り込んだのは5月以来4か月振りである。その他については、一致指数も下方修正、遅行指数のみ上方修正である。それからC Iについては先行、一致、遅行いずれも先月を下回っており、これから見ても景気の先行きはかなり厳しいと思う。二つだけ景気の先行きに関連して言うと、一つは鉱工業生産指

数を見る限りは恐らく今年の8月の108.4がピンポイントのピークになる可能性が強まってきている。そして生産増加のモメンタムにもピークアウトが見られると思う。それは所得増加のモメンタムに大体2四半期程度のラグを伴って繋がっているように思うので、所得の方も2四半期程度のラグをおいてピークアウトし2001年度の消費はこの面から制約を受けると思う。そして中身をもう少し見ると、10月の実現率は-0.5%、11月の予測修正率が-1.0%、その内電気機械工業を見ると、10月の実現率は-0.6%、11月の予測修正率は-1.9%である。ここで見落としてはならないのが、電気機械工業の生産者在庫の原指数で、前年比で8か月連続増加していることである。それから通産省の別の統計で、原材料統計速報の9月分を見ると、原材料在庫率は3月が底で、ここ数か月急上昇している。従ってこれらを総合すると、鉱工業生産指数のモメンタムは明らかに低下局面にあると思っている。それからこの関係で重要なことは長期金利の動向で、8月11日のゼロ金利解除前後から上昇スピードを早めて特に8月の下旬には年内再利上げの懸念が出て上昇に拍車がかかり、9月6日に1.99%とピークをつけた。その後11月下旬まで2か月間、1.8%台の狭いレンジでもみ合っていたが、1.7%台に下落し株価下落の影響もあって急速に低下し、現在はゼロ金利解除以前の水準に戻ってしまった。その後、宮澤大臣が11月22日に2001年度の国債発行計画を100兆円位になるだろうと言ったが市場では無反応、それから補正予算の成立にも無反応、27日に日経平均が大反発したが債券の積極的な売り材料とはならず、却って昨日は株式の続落に大きく反応して、債券が急騰したというように悪材料をこなして、この水準となっている。これが何を物語るかということ、長期金利、国債市場は、国債の需給悪化よりも景気の先行き悪化が焦点とみていることが明白である。そこで一番注目されるのは、12月13日の短観で、ここで景況感のピークアウト感が出ると長期金利が一段と低下し、いずれ1.5%を割ることもあり得ると私は思っている。ここで連想されるのは96年8月28日に出た8月短観で、この時も似たような動きがあった。この年の4月には当時の松下総裁が「景気回復期待が高まるにつれて金利が上

昇することは当然のことだ」というようなことを言っていて、ゼロ金利解除直後の状況に非常に似ている。そして96年の夏に利上げ懸念がピークに達したが、短観が出て主要製造業の業況判断DIが-7、5月短観の-3に比べると4ポイントの悪化、そして事前の予想の+2よりも悪化したことで、景況感が一気に変わってしまい、96年度は95年度を上回る経済成長率を達成したにも関わらず景気のピークアウト感が出てきた訳である。現在の長期金利の状況を見ると、2000年度がピークで2001年度はダウン局面に入るような感触ではないかと思う。

そういった中で輸出が原計数で見ても大きく下がっているのが気になる。IT投資は確かに盛んであるが、ここで一つ注意しなければいけないのは、投資は期待できるものの、日本では投資が過剰になったためにROEが低いという情勢がある。従って構造改革の一つの重要な目玉、ポイントとしてROEを上げようと思うならば、投資が過剰にならないようにしなければならない。ただ、投資が減るともちろん内需が減る訳なので、外需が伸びない限りオフ・セット出来ない状況になっていく訳である。従って、外需がクルーシャルであるが、先程申し上げたように輸出の10月は大きく減っているし、これまで何度も言っているように世界経済鈍化の可能性が強まってきたので輸出の伸びには期待できなくなっている。ITがこれまで好調だったのは、輸出関連業種の好調、IT産業、あるいはIT関連産業の積極的な投資意欲、大店法施行前の駆け込み投資であるが、これらはいずれもモメンタムを失うと思う。特に中小企業においてIT投資が順調に伸びることは難しいのではないかと考えている。

アメリカではやはり銀行貸出態度が非常に厳しくなっていて、米国連銀の調査でも11月はネットベースで国内の銀行の43.8%が大企業・中小企業向けの商工ローンの貸付基準を引き締める姿になっている。これは98年第4四半期の36.4%以来の高い水準であり、90年代の初めの引き締めレベルに戻りつつある。因みに90年の第2四半期は56.9%、第3四半期が39.45%、第4四半期が48.90%であったから非常に慎重な姿勢であ

ると感じる。それから8月から11月8日までの3か月の商工ローンの貸付残高は、年率で1.1%の減少に転じている。そういった中でNASDAQの下落は、行って来いで完全に潰れた古典的な投機バブルであったと思う。結果的には古典的な負債問題が表面化してきて、デフレのインパクトが大きく影響し、無限のテクノロジー成長神話は崩壊したと思う。ハイテク株もほとんどがピークから5割以上、あるいは物によっては9割を超える下落をしている。もう一つ問題なのは負債総額が増えてきたことで、今年第3四半期まで過去6年間の非金融関係企業の負債発行額を見ると、総額が2.65兆ドルから4.62兆ドルへと増加しGDPの46%に達して、しかも相当額は株式の買い戻しに使われている。家計の負債を見ても同じく4.2兆ドルから6.7兆ドル、GDPの67%まできており、こういった数字はいかにアメリカ経済が負債漬けになりつつあるかを表わしていると思う。それから、テクノロジー株の行き過ぎはこれで終わったが、これがコアエコノミーに影響しないとの考えがある。しかし日本の90年、91年にも同じような現象があつて、金融不動産株の崩壊はコアとなる製造業を中心としたエコノミーに影響しないとの考えがあつたが、それが間違いであつた訳である。これから見てアメリカの経済の行く末が心配される。アメリカの株価は昨年連銀の度重なる金融引き締めに対応しないで上がったので、今回は逆に度重なる金融緩和を行なっても日本で起こったのと同じように株価が反応しないことも考えられる。事実アメリカの投信からは資金が流失していて、今月の16日から22日の間に例えばグローバル・エクイティ・ミューチュアルファンドでは約10億ドル、インターナショナル・エクイティファンドでは23億ドルの資金流失が見られている。もう一つ注意しておかなければいけないのは、ストック・オプションの持っている二重性で、株が上がっている時は会計規則によってオプションの費用は損益計算書のオフバランスになる。従つて経費を抑制し利益が大きく表示されるが、これが逆回転し始めると大変である。現在既にアメリカのテクノロジー関連企業を中心として、現金報酬を増やせというような動きが出ているので、これが早ければ第4四半期から収益の悪化に繋がってくる

可能性がある。新しい会計規則によると、株式の低下を反映させてストック・オプションの行使価格を下げた場合には、将来もし株価が新行使価格よりも上がればその差額は収益に算入されるので非常に問題が残る。

それから韓国については、私は第4四半期のGDPの見通しは6%位だと理解している。ただ、二つ問題があって一つは現代MGIコンストラクションのリストラで、資産を他のグループ内の子会社に売るとのことなのでリストラとして不徹底であると思う。それから金融システム救済のための40兆ウォンの資本注入を議会が依然として承認していないことが問題だと思う。

最後に石油のことを申し上げると石油については34～35ドルの辺りで強含み横這いである。今在庫の極小化が石油会社の戦略になっている。これは日本のジャスト・イン・タイム方式を80年代に導入して、80年代の後半から90年にかけてモービルがK i l l という戦略を採用し、発達してきたものであるが、このように在庫を持たないために、需要が予想を上回った時には高値でもいいからオープンマーケットで買って売るようになった。もう一つこの点で重要なことは、最近石油会社の中に大きな合併が起こっているが、プリマージャーとポストマージャーがあって、プリマージャーは92年から98年まで、ポストマージャーは98年以降今日までとして見ると、在庫の保有が合併以前に比べて一段と減少していて、価格のボラティリティの増加に繋がっている。

以上のような情勢を考えると、生保の問題、財政再建の問題もあり量的な緩和を実行すべきだと思う。株価下落、特にT O P I Xの水準は銀行経営にとって危険な水準にあると思う。

速水議長

ここで10分間休憩し、11時から再開する。

(午前10時46分中断、午前10時59分再開)

速水議長

それでは三木委員からお願いします。

三木委員

まず総括感であるが、景気は回復軌道には乗っているし、民需による自律回復への道筋もみえてきていることに変わりはない。そういう中で緩やかに回復の歩みを進めつつある。そこへここにきて景気回復のテンポが踊り場状態にあると思う。日本経済を取り巻くリスクについての不透明感が影響していると思われる。そういう意味で日本経済を取り巻くリスクとして、このところの在庫の動きと輸出、企業収益、株安の四点について本日はコメントしてみたい。

まず第一は在庫調整の動きである。在庫調整は鉄鋼、石油化学にとどまっており、いまのところ川下産業への波及は見られない。ただIT関連産業、特にハードに関連する半導体、光ファイバー等で仮需による受注生産の嵩上げが相当あると現場では懸念されている。先行き汎用品を中心に、来年春頃以降と思われるが、生産調整リスクを念頭に置いておく必要があると思う。

二番目は輸出動向の変化である。第一に鉄鋼と石油化学が典型であるアジア向け素材輸出のランニング在庫積み上げが一巡したこと、それから景気回復を見越しての仮需が現地でも相当出ていること、もう一つはここへきての米国景気の減速から世界の対米向け輸出をいよいよ落とさざるを得ないとなったことから一転その素材がアジア向けにシフトし、現在では供給過剰になっている。典型的にいえるのはロシアとブラジルであるが、こういったことから東南アジア現地での過剰在庫の積み上がりの調整に入らざるを得ない。当然当該品種の国際商品価格も大幅に下落し、輸出の減から一転生産減を余儀なくされることで、下期以降輸出については相当ブレーキがかかると思う。事実10月からそういう形になっており、先行き米国経済の減速の影響、原油高の影響如何ではこれが一過性の在庫調整に終わるのか、調整が尾を引いて回復に時間がかかるのか、この不透明感

が強い。輸出について二番目の問題は、東南アジア経済はアメリカの経済減速を受けて一体どうなるのかが一番の注目点になる訳であるが、東南アジア経済は全体としては回復感の中にあるが、良い国と悪い国が併存している状態の中で、同じ回復感でも三グループに分けられるのではないかとみている。先頭グループはシンガポールとマレーシアで、これはIT関連の比重が非常に高いこと、金融システムの問題がないことからGDPも非常に高い伸びとなっている。第二グループはタイとフィリピンであるが、特にタイについては輸出比率が5割前後と非常に高い。しかも域内貿易依存度も高いことで、今は非常に活発化しており、今のところ農業、工業を含めて、回復の足どりは強い状態ではある。ただ、ここは米国経済の影響も受け易い構造になっているし、金融システム不安が最大の問題と思う。第三グループはインドネシアで、これは輸出比率は高いし、域内貿易依存度も非常に高く、タイと同じように5割位になっているが、ここは資源国であることから、昨今の原油高による所得移転効果から国内需要の高まりをみせつつあると思う。ただ、ここも金融システムは脆弱であり、特に最近は為替が弱いのが非常に不透明な影を落としている。こういった東南アジア域内経済の民需回復の動きが、米国経済の減速からくるマイナスインパクトを巧く吸収しながら、5~8%前後の持続成長に持っていけるかどうか今最も注目されるところだろうと思っている。

三番目の企業収益については、9月中間決算がほとんど出揃った訳であるが、これをみるとIT関連産業と一部の勝ち組以外はなお企業収益の基盤は弱いと言わざるを得ないと思う。上期決算のレベルを見ると、直近のピークは、中身が依然輸出とリストラ効果に支えられている構造に余り変わりない。従って下期は上期に対して収益レベルが落ちる公算が大きい。これはやはり価格下落懸念、輸出の減少の見込み、内需回復が足踏みしているといったところからくると思われる。前年比の変化率で見ると非常に大きな伸びであるが、企業経営にとって一番大事なものは収益のレベルである。特に今年度の決算は時価会計導入や退職年金会計等から歪んだ企業決算にならざるを得ないので、真の実力が非常に判定し難い姿になっている

ので、企業収益の基盤はなお弱い点を良く注目しておかなければならないと思う。

四番目は株安が問題なので株安の景気回復に与える影響を今分析しておく必要があるのではないかと思う。今株価が1万4,500円前後になっているが、銘柄入れ替え要因を考慮すると1万8千円前後になると思う。この1万8千円前後の水準は、まずストックの面から考えると、企業、銀行とも時価会計の上では株安が減益圧力になり兼ねない。それから銀行セクターを見ると、株式の含み益が不良債権処理の原資になってきた経緯からみると、これが枯渇することは業務純益が唯一の償却原資にならざるを得ない。企業にとってもバランスシート調整を抱える中で、その損失穴埋めの原資である株の含み益が枯渇することになると構造調整を進める体力が段々なくなっていくのではないかと思う。特に銀行セクターの中期的な見方としては株安による自己資本比率の低下も懸念される訳で、これによって信用仲介機能に影響を与え兼ねないと思う。一転して個人消費や設備投資というフローの経済活動は、これまでの株高に支えられてきた訳ではない。また株価下落による逆資産効果も今の段階ではそれ程大きく出る局面ではないと思われる。企業にとっては株安は格付け不安、経営不安を招いて資金調達制約になり兼ねない。しかしこれも今企業の資金需要は弱い訳であるし、特に潤沢なキャッシュ・フローの下で外部調達ニーズが低い。さらに銀行借入、中でもスプレッド借入が中心であることから株安が企業金融面のネックにはなり難いとフローの面では言えるのではないかと思う。しかし足許の株安には景気が今踊り場になっていることから来る景気の先行き不安、政治不安、こういった経済全般を覆っている不透明感が反映しているのではないかと思うし、企業マインド、家計マインドに影響を落としていると思っている。金融政策としては短期金融市場に流動性不安が起きないように潤沢な資金供給が出来る体制を整え、万遺漏なきを期すことだと思っている。もう一つは、山下金融市場局長からも話があったように、短期金融市場におけるマインド面での不安として、RTGSへの移行を控えての資金繰りがあると思う。本行の年末越え資金供給残高は32.8

兆円まで達している。金融市場局では今日まで非常に上手く金融調節を行なってきたのではないかと思っているが、今後とも市場の年末越えの流動性に対する不安が高まっていないか、市場の金利形成を注視しながら引き続き年末越えの資金供給を行なってもらいたいと思っている。従って金融政策判断としては現行の金融政策方針を継続することで、経済が民需の自律回復の道筋に着実に乗ることを確たるものとするまで現行の超低金利による金融緩和策を続けることだと思っている。

速水議長

武富委員をお願いします。

武富委員

前回は景気の先行きに対する警戒感がじわっと広がっているが、その背景としてどういうものが考えられるか仮説的に申し上げた。今日もその延長線上で話したいと思う。為替市場、株式市場、債券市場がそれぞれ念頭に置く時間軸に長短はあるが、市場に予見能力があるとするれば、どうも景気が先行き悪い方向になるとの見方で何となく一致している懸念がある。前回報告以降も色々調べてきたが、結局産業界の感覚は一言で言うと、下半期の収益が99年度下半期、2000年度上半期ととんとん拍子で伸びてきたものの、ここへきて少し頭打ち感が出てきた懸念のように思う。今まで景気を牽引してきた輸出と情報通信関連の一部に陰りがあるような感覚から今のような景気の先行きに対する評価になっている。ただそういう感覚もよく聞いてみると、踊り場入りする懸念であって、今の段階では継続的に景気後退に繋がっていくと考えている人はほとんどいないと思う。なぜ下期の収益がそんなに気になるのかであるが、背景には国際基準に馴染む方向で企業を取り巻く全ての制度が変更され、まったなしの環境にあることが相当心理的に響いているように思う。二つの側面があって、一つは積み残している構造調整を早く処理しなければいけないが、その下期の収益がさらに増大することがないとやや負担感がでてくること、もう一つは

先程もR O Aの話など出ていたが、国際基準の企業経営体質に早くもっていきたいというかなり高い目標を掲げている訳であるが、その目標に到達する時間が下期の収益の伸びが鈍ると、少し長引くような気持ちもあるのだろうと思う。何かにつけ企業経営が投資家や厳しい市場の評価に堪えるような体質にならなければいけないこととの比較で現状に対して若干の警戒感を持っているように思える。そういう感覚がどれ程のものなのかは12月の短観、あるいはそういう業況感を持つに至った7~9月期の経済の実績という意味で12月のQ E発表を待ってもう少しよく考えてみる必要があるかと思う。

その中で先行きについて前回予告した設備投資の持続性と個人消費の先行きについて少し簡単に触れたいと思う。設備投資の持続性については、まだ我々の考え方を変える必要はないだろうと思う。情報機器、通信機器に部品を供給するメーカーに若干陰りが出ていることによる設備投資への影響は多少あるかもしれないが、大局観としては今の段階では強く心配する必要はないと思っている。例えば工作機械は、非常に好調で9月まででほぼ昨年度通計と同じ7千億円を超える受注になっていて97年以来久しぶりに年度間で1兆円台乗せするような感じになっているし、先般見本市を開いた時も非常に客入りが良く、休日初日からかなり入って、かつ普段だと見に来るだけの冷やかしのお客さんが多いが、実需を持ってきたお客も多かったというように業界の方からも承っている。それから半導体等の部品メーカーの一部の部品については当然影響を受けているが、機能や性能の高度化に意識が向かっている中で用途別のプロダクトミックス——例えばかつてのD R A M一本槍という姿から相当慎重に取り組んできているようなこと——があるので、環境変化に対する抵抗力は昔に比べてであると業界自身思っているし、一部の受注減については例えば携帯電話の次世代への移行の間の狭間といった要素もあろうかと思う。この辺は過不足なく押さえておく必要があると思う。それから今度93S N Aで計上される受注ソフトウェアに関連しては、I T化に対応するシステム投資は旧来型企业でも相当本腰を入れ始めている。従来の社内自己完結型のシス

テムからオープンなシステムを目指しており、業界での合い言葉はE・トランス・フォーメーションといったことのようなのである。まだ緒についたばかりの部分もあるが、先行き需要は相当ある。勿論この分野の需要の額そのものはまだそう大きくない。通産省の特定サービス産業動態統計のうち情報サービス業を取ると、99年度の売上高で5兆2千億円、そのうち設備投資に計上されると目されるソフトウェア開発プログラム作成は99年度3兆7千億円弱でGDP比0.7%位の位置付けだが、それが今年度に入って相当の勢いで伸びているのは事実である。7月が+9.7%、8月が+19.8%、そして9月も+7.4%と伸びていることにも一部IT化への既存企業の対応が反映しているように思う。それから設備投資に対して企業金融の環境はほとんど無関係な時代ではあるが、金融環境が良好なことも設備投資に対しては少なくとも足を引っ張る要因ではないと思う。特に大企業については、資金のアベイラビリティをコミットメント・ラインにシフトしていつでも資金調達可能だし、余裕のあるところ程、金利上昇に対してリスクに関しても備えている。ヘッジ、キャップ、スワップなどを購入して金利上昇への備えは済ませているので、金融面からも設備投資を巡る環境はそう悪い訳ではない。従って、今しばらくは設備投資について注視しつつもすぐに腰折れを心配する必要はないと思う。

次に個人消費の評価は難しく、強くはないけれども弱くもないと思うが、統計で捕捉漏れしている消費も相当あることはよく押さえておく必要があるだろうと思う。この強くもなく弱くもない消費は、今の時代このようなものではないかと思うし、期待されているような本格的な回復は、消費性向の水準切り上げのようなことがないとなかなか難しいだろうと思う。消費性向がこの局面で切り上がるためには二つ条件があって、一つは将来不安の払拭である。年金や社会保障だけではなく例えば親の介護みたいなことも、現役中は忙しすぎ、しかも自分も年を取った退職後に親の介護をしなければいけないようなことに対する漠たる不安もある。政府と家計部門の間の受益と負担の関係が先行き合理的で公平なものにどう収斂していくかというイメージを持ち切れなことが将来不安の骨格だろうと思

われるので、これを払拭しなければいけない。二つ目の条件は、家計のバランスシート調整を、家計自身が終わったと実感を持たない限り消費性向の切り上げにはならないと思う。これは分析が非常に難しく引き続き課題としたいと思う。一説によると富裕層はゴルフ会員権の値下がり、中間層は株式の値下がり、普通のところは住宅ローンの重みがあるようである。ゴルフ会員権も会計制度の変更の煽りで法人会員が相当売っている余波を個人も受けるような社会的な現象がある。結局弱くもない強くもない分かり難い消費になっているのはどうしてかという基本的な構造は、供給側が過剰であることと、需要側のライフスタイルが変化し、嗜好が変化していることの二つのせめぎ合いの中で、供給が追いかけてもなかなか捕えることが出来ない構造にある。供給過剰について例示的に言うと、小売業等の売上増というのは新規出店で稼いでいる。例えばコンビニ業界だと既に全国で5万2~3千店あるといわれているが、ここからさらに増やす感じである。京都が一番のコンビニ激戦区で、1,600人に一店舗ある計算であるが、全国平均して京都並みにするとすれば7万店までいけるというようなことである。こうなるといずれスクラップ・アンド・ビルドしなければいけないし、既存店の合理化・業態転換をしなければならない。例えば有名デパートにカテゴリーキラーが物理的に入っていく形で、一部業態転換が起こっている。それから小売をしながら常に同じ物を売るのではなく、新規業務で全く違う業種に入っていくようなこともしなければいけないといった供給サイドの状況にある。一方の需要サイドは、業界でよく言われるように have から be——所有することから人間としての精神的充足を満たす方向——に支出を向けるようなことをしている。例えばキーワードは時間、文化、健康、癒し、体験であって、目的とかテーマ、趣味によって作られる仲間への帰属からくる充足感のような方向に動いている。もう一つは気分屋の消費で飽きが早く商品のライフサイクルが極端に短いし、選別する余裕があるので供給者から見ると極めてわがままな消費者となっている。そういう中で供給側のキーワードはブランドの確立であって、嗜好の変化あるいは顧客の内在的に持っている欲求の変化を常に把握し

て、それに身軽に供給体制を切り替えられることが必要だと思う。供給側は相当色々なヒアリングをして努力している。だからこそ消費は一進一退程度で収まっていると思うが、逆に言えば消費がマクロ的にそれ程悲観する必要はないところだろうと思う。以上のようなことで景気の大きな流れは、一部に陰りがあって要注目には間違いないが、今時点では政策については現状維持でいいと思うし、大きく判断を変えるためには材料不足である。やはり日銀短観、QEを待ってもいいのではないかと思う。以上である。

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

最近出た指標の中では、やはり生産周りが注目を要すると思う。10～12月の生産の増加率が0.7%まで減速するとすれば、これはかなりはっきりとした減速になると思うが、果たしてそこまで一気に減速するのかどうか、まだかなり不確実な部分を含んでいると思う。従って、そこまでは減速しない可能性もあるように思うが、その先1～3月まで展望すると、これまでの景気回復のリード役であった製造業部門の伸びが鈍りつつある蓋然性を念頭に置いて考えた方がいいだろうと思う。以下はそういう議論になるが、まず製造業の拡大テンポのスローダウンが何によって生じているのかを考えると、主として純輸出の減少によるものと思う。減少しつつあるものとして財政支出が緩やかに減少しつつあることも数えることができると思うが、生産に対するインパクトとしては、純輸出の方が大きい。それに対して設備投資は増加基調が続き、消費は一進一退の中で動いているというように、私は二大民需に余り大きな変化を認めていない。もし製造業のスローダウンがこういう性格のものだとすると、次の問題はそれが緩やかな景気回復、緩やかな経済成長の基本を崩してしまうリスクがどれ位あるのかだと思う。企業収益の増加基調を背景にした設備投資の増加、

あるいは雇用賃金情勢が底を打って極く極くマイルドに持ち直しつつあるのが現在の回復を支えている骨格であるから、そういう骨格に対するリスクがどれ位生じているのかが問題である。現時点ではそういうリスクがない訳ではないと思うが、標準的な回復のシナリオ、展望を変える程そのリスクが大きくなってきているようにみる材料は私はまだないと思っている。以下の三点の理由でそのように考える。第一は、純輸出の減少の度合いは結局アメリカ経済のスローダウンの度合いにかかっているのだろうと思うが、ここはまだ不透明感が非常に多いと思う。恐らく米国経済が来年2001年にこれまでの5%前後のハイペースから3.5%前後に減速していくのであれば、我々がおおざっぱに頭に描いてきたイメージの範囲の中だと思し、現状それを超えた減速が起きていくのかどうかについては何とも言えない状態だろうと思う。従って、このところの輸出の減少の度合いがどれ程きつくなっていくのかについては、今後の情勢を丹念に分析しながら判断していくほかない状態だと思ふ。ただ、一つ気になるのは、輸出サイドが直近のところで減少しているのに対して輸入の方が比例的にスローダウンしている訳ではない点であり、ここは留意しておくべきと思う。

第二点は、生産の増勢が鈍りつつあると仮に考えることができる場合でも、まだ増加傾向は続いている状態であるから、先程武富委員が指摘していた当面のポイントである製造業の増益基調が崩れないのかどうかについて、有力な材料を与えてくれているように思う。下期の生産の増加が続く訳であるから、増益基調は多分崩れないと思う。ただここは、当然のことながら生産の減速がどれ位きつ出るのが大事なところで、需給ギャップが再び拡大を始めるほどの減速になってしまうのかどうかはリスクとして考えなければいけないポイントだろうと思う。これも結局のところ来年に入ってからの世界経済のスローダウンの度合いが鍵を握るのではないかと思う。そういう意味でまだおおざっぱに言って予測の範囲内で動いている可能性が高いと思う。

第三点目にハイテク部門の設備投資の増加基調がここまでの日本経済

の回復を支えてきている最も大きな重要な柱であるが、ここについて変調を示す材料は出ていないと思う。世界的にいわゆるTMT部門の株価は崩れたが、日本のハイテクメーカーの設備投資の増加に直結してくるような需要はまだかなり強いと聞いているし、資本財等の受注統計をみても当面設備投資の増勢が崩れるとは考え難い。以上のようなことを考えると、緩やかな景気回復の基本は崩れていないと思うが、当面のそういう需要動向に対して最近のマーケットの動きがどのように絡んでいくのかがもう一つ大事な点だろうと思う。株価がここまで下落してきたバックグラウンドは色々あるのだろうと思うが、結局先のことを考えた場合にこういう株式市場の状態が、自己実現的に景気回復を損なってしまうような要素をどれ位はらんでいるのかがポイントかと思う。その点について二つほど留意点を申し上げたい。一つはTMT株式の世界的な調整が結局アメリカを中心とするニュー・エコノミー部門の成長減速を通じて、究極的に日本経済にどれ位跳ね返ってくるリスクがあるのかが第一点だろうと思う。ここは日本のニュー・エコノミー企業のスタートアップやそこでの新規雇用などがどの程度ダメージを受けるのかが、直接的な問題だと思うが、残念ながら余り材料もなく判断でき難い部分だと思う。常識的にはアメリカの中で起きるほどのインパクトにはならないであろうと思う。そういう狭義のニュー・エコノミー部門を超えて、日本のハイテク部門全体の投資動向に対する影響まで多少広く考える必要もあると思うが、これは結局先程申し上げた来年の世界経済の減速如何に問題が戻っていく。株式市場に関連する第二点としては、日本の問題として、金融システムへの影響が出てくるのかどうかは次のポイントだと思う。日本の金融機関の融資態度が直ちにタイト化するようなことは、可能性が小さいと思うが、先程三木委員も触れていたように、株式の含み損が時価会計ルールの下で、バランスシートや資本に影響していくことになると、ただでさえ金融機関の融資態度がかく萎縮しがちになっているので、それがさらなる萎縮へ追いやるリスクがないではないと思う。勿論今後の株価の動き次第ではあるが、仮にこういう状態が年度末にかけてもなかなか改まらない場合には、そのようなり

スクが出てくると思うので、融資方針を一層注意深くモニターしていく必要がある。

結論として私は今幾つか挙げたような留意点が出てきており、その中には予測よりもやや悪くなっている部分もあると思うが、今のところ全体判断としては、緩やかな回復の基本を変えるほどの状態にはなっていないと思う。株価は確かに大幅に下落しているが、資産市場のその他の部分では、長期金利がかなり明確に低下するとか、円が若干軟化する形でのバッファも働いており、資産市場はそういう意味では自然な反応を起こしていると思う。そういう部分を含めて情勢を注意深くみていくことでいいと思うので、金融調節も現状維持の方針で臨みたいと思う。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

前回の会合以降、特に注目すべき指標も余りないこともあり、景気は緩やかに回復しているとの判断を取って修正するような材料はないと思う。この7営業日の間、金融市場をみると株価は低迷を続けているし、長期金利も低下している。為替も111円台乗せとなっている訳であるが、円安、株安、金利低下といった典型的な景況感の慎重化を示す相場展開になっていること自体は否めない。こうした慎重化の原因を特定することは難しいが、色々ある中で最大の懸念はアメリカの景気減速の影響ではないかと思う。まず日本経済の自律回復力がどうかをチェックしてみると、ここにきて回復力が強まっているとまでは言えないが、さりとて日本経済の内部で回復を頓挫させるような力が新しく働き始めている訳でもない。過去の景気循環をみると、景気が自律的に屈折する局面では設備投資の息切れとか、在庫の積み上がり、インフレ圧力の高まりといった現象がみられることが多いが、今のところそうした兆候が強まっているようにはみえない。問題はアメリカに端を発する世界経済の減速の影響をどうみるかであろうか

と思う。この懸念が、一頃に比べ変化している気がするの、数か月前までアメリカ経済はハードランディングになったら大変だとの心配が中心であったが、これが最近どうやらソフトランディングしそうだとの見方が強まってきていることである。仮にアメリカがソフトランディング程度で済んだとしても、世界経済の影響などを通じて、日本経済に対する影響は意外に大きくなるのではないかとといった懸念に次第に変化してきているのではないかと思う。この点、アメリカ経済動向の世界経済への影響に関してみると、市場の懸念はやや行き過ぎている感じもしないではない。例えば、IMFの見通しでも本年から来年にかけてアメリカの成長率が5%台から3%台に減速する中で、世界経済の成長率平均は4%台を維持する。今年4.7%で来年は4.2%の見通しになっている。OECDも大体同じような見通しをしている。この程度の減速であれば、むしろ世界経済の成長の持続性の観点からみると望ましい動きではないかと思う。一方で日本の経済力はまだ脆弱なので、この程度の減速であっても、例えばアジアの景気減速の影響がITといった特定の成長セクターに大き目に響く形で意外に大きなショックになる可能性も否定できず、この点暫く注意深くみていくしかないのではないかと思う。その際、単に輸出の減速で成長率が何%下押しされるだろうかといったことよりも、それによって現在の内需の回復力が大きく損なわれるかどうかに着目して、情勢をみていきたいと思う。

マーケットの動向に関しては、長期金利は冒頭に言ったように、9月のピーク時から0.3%以上低下しているし、円ドル相場も9月短観の想定レートである104円から7円以上円安になってきている。これらについては景況感の下振れに対して市場が自律的な反応をみせているとみることもでき、こうした金融環境は引き続き企業収益や投資環境をサポートしていくとも考えられると思う。以上の点を踏まえて、金融政策運営としては現状維持を支持する。

速水議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

景況感は若干弱い方向に動いているようであるが、景気の先行きに関する基本シナリオを変更するには至っていないと思う。軟調な株価が注目されているが、世界的な株価調整の中で起こっていることであるとの視点が必要に思う。まず、10月の消費関連指標では、小売業販売額統計は弱いものであった。ただ、それには昨年から今年、今年から来年とほぼ売上が倍増させてきているユニクロのファーストリテイリングであるとか、100円ショップの大創産業といったニューフェイスが含まれておらず、過小評価されているようである。また、小売段階での価格破壊を過小評価しているとすれば、その実質値も過小評価していることになる可能性がある。家電販売にしても調査対象となっていないところで売上が大きく伸ばしている先が目につく。消費の実態は調査統計局がこのところ試みているように、販売統計合成指数であるとか、消費財総供給指数といったもの、あるいはそれらを改良しつつ判断するしかないように思う。所得が下げ止まり、消費性向がそこそこ安定しているにしては、支出サイドの統計あるいは小売段階での統計が弱めに出ていると考えている。物価では通常CPIは生鮮食品を除くベースで見ているが、それも含めたベースでも見る必要が出てきたのではないかと思う。最近輸入野菜が急増してきており、WTOも認める緊急輸入制限発動の必要性が話題になってきた。生鮮食品を除くそもその理由がなくなった訳ではないが、生鮮食品の分野でも衣料その他と同様なことが一部起こっているようである。供給サイドで構造的な変化が起こって、価格が傾向として下落するのであればそれもみていく必要があるように思う。

次に最近の株価下落については、金融機関の不良債権処理を遅らせる可能性があるし、企業や消費者のセンチメントへの影響も気掛かりである。ただ、今年に入ってから株価下落は米国NASDAQ市場の株価調整を

受けた世界的株価調整の中で起こっている側面が強いように思う。先進主要国の伝統的市場の代表的指数はS & P 500 あるいはNYダウ、イギリスのFT100、ドイツのDAX、フランスのCAC40、それにTOPIXだが、それで見ると、年初来高値に比べて米国の約1割から日本の2割強まで下落率の小さい順に、イギリス、米国、フランス、ドイツ、日本となっている。為替相場の変化を入れてドルベースでみると、下落率は米国の約1割、イギリス、フランスの2割弱、ドイツ、日本の3割弱となっている。こうした下落率の差は各国の相対的な景気先行きの違いであるとか、経済構造改革の進み具合と何程か関係している可能性はあるが、それと同時にそれぞれの指数に占める電機を含むハイテクセクターのウェイトの違いと関係しているようにも思われ、これを具体的に高い順に並べてみると、日本、ドイツ、フランス、イギリスとなっている。各市場における浮動株比率の差はイギリス、米国が9割以上、日本、ドイツ、フランスが6、7割であるが、これが影響しているとも思う。MSCI——モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル——による各市場の浮動株比率に基づく投資ウェイトの変更は年内に結論が出ることになっているが、市場はそうした変更の影響を一部織り込んできていると思われる。一方、新興ハイテク企業が多く上場されているNASDAQ市場は、年初来高値から46%下がっているが、日本の店頭市場、ドイツのノイア・マルクトとフランスのヌーボ・マルシェでも6割前後下げている。韓国、台湾の株価も5割前後下げている。ここで申し上げたいことは、今年に入ってから国内株価の下げが、世界的な株価調整の中で起こっていることであって、国内要因を否定する積もりは全くないが、外人投資家が国内の株式取引の半分も占める現状では、国際的な要因がかなり重要になっていることである。引き続き米国の株価動向に注目する必要があると思う。軟調な株価とも関連して、このところ長期金利が下がってきた。今月に入ってから長期金利の低下幅は、日本、米国、ドイツともほぼ同程度である。もっとも、債券価格の上昇率は異なる。ただ、米国で最近顕著になってきている低格付け社債等の流通利回りの対国債スプレッドの拡大はみられない。その他

でも資本市場、マネーマーケットでの資金調達に支障はないようであるし、民間銀行の貸出姿勢に今のところ変化はないようである。また、年末に向けては通常の年末越え資金に加えて、RTGS導入に備えた資金の需要があり、先程の金融市場局長の説明にもあったように、それに応えるべく潤沢な資金供給が行なわれているところである。現在のところ、コールレートを現状程度に維持する下で、こうした資金需要に応じていくことで良いように思う。以上である。

速水議長

最後に植田委員お願いする。

植田委員

私は前回申し上げたこと、および皆さんが言われたことに付け加えることはほとんどないので、一言だけ申し上げます。前回は申し上げたように日本および外国、特にアメリカで金融資本市場の動きと実体経済の動きにややギャップがみられる。前回から今回への変化で言えば、そういうギャップが継続しながらも、実体経済も金融市場もやや下方に動いた感じがすることである。日本については、皆さんが既に指摘されたが、金融資本市場については円安・債券利回り低下の動きが定着し、実体経済では生産および貿易のデータに弱いところが少しみられたところである。しかし、こうしたギャップがどういう形で今後縮小していくのか、そういう中で特に日本経済の踊り場的な要素、あるいはやや下方局面にいくとした場合のその大きさや持続性については現在時点で不透明である。従って、取り敢えず来月初めから中旬にかけて様々な重要なデータ、サーベイ結果が出るので、それを見たいと思う。勿論それを見ただけで今指摘した問題の答えがはっきり分かる訳ではないが、重要な情報を含んでいるように思われる。全般的にはやや注意を要する局面にきている感じは持っている。取り敢えず今回の金融政策は現状維持で宜しいかと思う。以上である。

速水議長

皆さんに一通りご意見を伺った訳であるが、何か討議、追加すべき意見がありましたらここでお願いします。

12月の生産に皆さん注目しているようだが、私の周辺などでは大きな需要に生産が追いついていなくて買おうと思っても買えないBSのハイビジョン・デジタル放送など新しく出来た需要もみられる。ああいうものはかなりの金額の新しい需要になって出て来るのではないか。全体のウェイトとしてはそんな大きなものではないのか。

村山調査統計局長

家電業界に詳しい訳ではないが、BSのデジタル放送がこれから始まる訳である。今足りないのは従来のテレビでデジタル放送を受信するためのチューナーである。これは割安感があるから取り敢えずそれを買って従来のテレビで見たいという需要は強い。一方本格的なデジタルテレビ自体は別に足りない訳ではなく店頭に沢山並んでいる。ただし値段が高いためにこれは売れていない。やや中期的に見るとこれから地上波までデジタル化される。その時には今皆さんがお持ちのテレビについて全て買い換える必要があるし、その前に放送設備そのものもデジタル化する必要がある。そういった時には相当大きな需要があると言われている。ただそれにはまだ数年かかるので、それまでは余り大きな需要の盛り上がりはないと言われている。むしろ来年から再来年にかけて携帯電話の新しい方式が出てくるので、その投資が出てくると思っている。

速水議長

12月1日から新しい放送プログラムで始まるのは、中身がどれ位質の良いものかポピュラーなものになるのかよく分からないが、新しい需要であることには違いないし、かなり高い物を各家庭で欲しがるようになってくるのではないか。

村山調査統計局長

テレビ自体は生産しており、在庫は沢山あるが、高いからなかなか売れない。取り敢えず見てみたいという方は従来のテレビにアダプターみたいな物を買う訳であるが、そのアダプターはそう高くはないが、品物が足りない。本格的に売れるかどうかはやはり 12 月 1 日からの放送の内容次第で、これがいいものであれば当然需要は出てくる。

速水議長

アダプターといっても 10 万円か 20 万円位するのであろう。

村山調査統計局長

10 万円以下だと思ふ。

三木委員

BS アンテナは今のものがそのまま使える。チューナーを買えばよく、放送の視聴料は別に要らない訳である。

武富委員

この前大型画面のカラーフィルターを作っている会社に行って現物を見てきたが、従来の物と比べると一目瞭然にきれいであった。

三木委員

今はテレビの中にまだ内蔵されていないから普通のテレビにチューナーを買って見られるようにせざるを得ない。ただ今言ったように新しく出ている全部内蔵されているテレビはチューナーは要らない代わりに 30 万円位する。

村山調査統計局長

30 万円とか 50 万円である。

中原委員

大体半年以内で値段は半分以下になると言われている。

三木委員

私のように古いテレビを使っているとビデオも別にあるし、入れる所がなくて困ってしまう。

速水議長

ほかになればここで私の見解を少し述べさせて頂く。

前回会合以降、新たに判明した指標はそれほど多くない。経済指標や金融市場動向で多少気掛かりな点もあるが、基本的には緩やかな回復との見方を変える必要はないと思う。

実体経済面では、生産指数などから企業活動が依然として堅調であることが確認された。幾分弱めな指標としては、輸出に一服感が出てきていることのほか、個人消費にも一進一退の動きが続いているように思う。ただし、こうした展開自体は、10月に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」の中に予想して書かれているところであり、これまでのところは標準シナリオの範囲内の動きとみていいのではないかと思う。

やや気になるのは、金融・為替市場の動向だと思う。株価が軟調な動きを続けているほか、長期金利が若干低下して円相場も110円を越えるレベルまで下落している。これらは、世界的なIT需要、米国景気に関する不透明感の影響を受けていることのほかに市場参加者が国内景気の先行きについて幾分慎重に見始めている可能性を表わしていることもあるかと思う。今後の市場動向と金融システムが実体経済活動に与えていく影響については、引き続き十分注意してみて参りたいと思う。

以上を踏まえると、引き続き現在の金融緩和スタンスを維持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、持続性、内外市場の動向を点検していくことが必要だと思う。従って、当面の金融市場調節方針に

については、現状維持を支持したいと思う。

私からは以上であるが、これまでの討議を踏まえてさらにご意見、ご議論ございましたらどうぞ。

特にないようであれば議案の取り纏めに入る。その前に政府からご出席の方々からもしご意見があればどうぞお願いします。

原口大蔵省総務審議官

最初に大蔵省から一言申し上げる。わが国経済の現状認識については、従来から申し上げているとおりであるが、企業部門を中心とした自律的な回復に向けての動きは継続している。そういう意味では緩やかな改善が続いているが、企業部門以外の雇用情勢、あるいは個人消費といったところについては、雇用情勢は依然として厳しい、あるいは個人消費も概ね横這い状態が続いているなど、家計部門の改善が遅れていることで企業部門の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至っていない。

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（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。また原油価格の高騰やこのところ軟調な展開が続いている株式市場を始めとする、内外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で、政府においては、経済対策として先般「日本新生のための新発展政策」を決定し、これを受けて編成された平成12年度補正予算が11月22日に国会において可決・成立したところである。今般の補正予算については、公需から民需へのバトンタッチに万全を尽すための社会資本整備を中心に編成をし、年度後半の公需の低下等に配慮すると同時に、内容についてはIT革命の推進などを始めとする日本新生プランの重要4分野など、わが国経済の構造改革への対応に資するものを中心としている。政府としては、今回の補正予算を着実に実施することにより、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図っていきたいと考えている。また、政府としては、企業、特に中小企業の年末金融について資金供給に万全を期する必要があると考えており、近日中に政府系金融機関、および民間金融機関との意見交換を行なうこととしている。

日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と併せ、わが国経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行なうなど、適切かつ機動的な金融政策運営を行なって頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

河出局長は如何か。

河出経済企画庁調整局長

まず最近の景気動向であるが、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は継続し、全体としては緩やかに改善しているとの認識である。しかしながら雇用状況は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態が続いている。また先程も議論があったが倒産件数がやや高い数字になっている、あるいは負債金額の増加が見られるところである。今後アメリカ経済及びアジア経済の動向であるとか、原油価格などの下方リスクも考慮する必要があると考えている。特に株価の下落の問題については、心理的な影響もあることから、警戒感を持って注視していくことが必要であると考えている。

なお私共ではいわゆる 93 年の SNA、95 年基準に基づく平成 11 年度の GDP を 24 日に公表したところである。これによるとご承知のとおり実質 GDP の成長率は 0.9% 上方になり 1.4% になったが、一方 GDP デフレータでは -1.5% と 0.4% 下落幅を拡大している。こういった中で景気を本格的な回復軌道に乗せていくためには、揺るぎ無い構造改革を推進していくよう、先般策定した新しい経済対策を含む諸施策を引き続き推進していくことが必要であると考えている。

日本銀行におかれても今後とも金融・為替市場の動向を注視しながら、豊富かつ状況に応じて弾力的な資金供給を行なうなど、引き続き景気回復に寄与するような金融政策運営をお願いしたいと考えている。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。先程の委員方のご検討によると当面の金融市場調節方針については、現状維持のご意見が大勢を占めていたように思う。そこで私からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたい方がいましたら申し出て下さい。

[中原委員より議案提出の旨表明]

それでは、中原委員の提案、続いて私の提案の順で事務局に読み上げてもらう。

雨宮企画室企画第1課長

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。」。

次に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のと

おり公表すること。記。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、対外公表文である。「平成 12 年 11 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。」。

速水議長

それでは中原委員から議案の説明をして頂きたいと思う。

中原委員

提案理由の第一は景況感の急激な悪化である。鉱工業生産指数の 10～12 月の見通しが 0.7%になることで、大変減速してきているが、その他でも例えば住宅の本年度の見通しが昨年度の 121 万戸から 118 万戸位に減るのであろうし、さらに来年度にかけてさらにまた減る。また、これまで好調であった広告の出稿が 12 月から減る方向にあり、景気が急激に悪くなる兆候が出ている。そういった中で生保問題も出てきているし、そこへ株価の下落が加わり、これが銀行に深刻な影響を与える恐れがある。銀行の資本を直撃する危険性があることによって不良資産の処理が遅れる可能性がある訳である。それから第二点は、物価、地価の動向が依然としてデフレ的な兆候を示していることであり、消費者物価、GDP デフレーター、国内卸売物価、CPI、いずれも下落していることが依然として改まっていないことである。デフレーターに至っては旧ベースで昨年 4～6 月以降一貫してマイナス幅を拡大している。それから一番問題なのは、地価について 9 月末時点で 3 月末に比べ商業地で -4.8～-4.9%、住宅地で -1.9～-2.0%と下落幅が拡大していることであり、依然としてデフレ的な状況が続いている。三番目にそういった中でこれまで日銀が描いてきた標準的なシナリオが崩れる可能性がさらに高まってきていることである。経済の

自律的な回復力が弱く、今後は物価の下落を背景に消費者マインド等がさらに悪化したり、外需が不安定な海外情勢を背景に減少するととなると、景気が失速してくる可能性が高まったとみられる訳である。

最後に、やはり日本銀行としてはCPIの目標を明示的に提示すべきであると考えている。この点はいよいよECBが12月21日にインフレと経済成長率の第一回の見通しを出すそうである。特に経済成長率については消費、投資、輸出、輸入について2年先まで出し、しかも予測は政策委員自身ではなく、ECBのスタッフによるものを出すとのことであるので、日銀としてもCPIの目標をまず明示的に提示した上で、その背後にあるGDP成長率、物価見通し等を出すべきであると思う。

それから財政の再建が恐らく至上命令になってくると思うが、そういった中では一層の金融緩和が不可避になってくると私は思う訳である。そういった中でしっかりした物価安定目標を持ったうえで一層の金融緩和を促進することが必要である。そして金融緩和には色々な形態がある訳であるが、これまで申上げてきたマネタリーベース・ターゲティングが最もフィージブルであり、これまで通りの提案を出す訳である。以上である。

速水議長

それでは今の提案に質疑、あるいは追加討議があればどうぞ。

ないようであれば採決に移りたいと思う。中原委員案、議長案の順で一つずつ採決することにしますが、ご異議ないか。

[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

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

中原委員案の採決結果をご報告する。賛成 1、反対 8 で否決された。

速水議長

それでは議長案を採決して下さい。

[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

議長案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議長案が可決された。中原委員が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

第一の非常に大きな理由は足許で株価が大きく下落していることである。日経平均については、29 日の終値で 1 万 4,507 円と 1 万 4 千円台の半ばで推移している。アメリカのダウもそうであるが、日経の方が高い一つの理由はディフェンシブ・ストックがかなり含まれており、投資資金のかなりの部分がいわゆるハイテク株からシフトしてきているためである。これはアメリカで NASDAQ が下降している一方、ダウが依然として高い大きな理由である。しかしながら TOPIX をみると現在年初来の安値の水準である。もしこの水準で推移すると、大手銀行の今年度の期間収益は 3 割以上の大幅な下振れになる可能性がある。そうすると適時開示が必要になる位深刻な事態だと私は思っている。それから、このような株価の下落が生保を直撃する。生保と銀行は運命共同体であり、生保は銀行株を大体 7 兆円位持っている。それから銀行は生保に劣後ローン、劣後債で約 7 兆円位貸していると推定されるので、このような大幅な株価の下落が、企業マインドの悪化、逆資産効果等を通じて実体経済に悪影響を与え、

景気の腰を折りかねない。そういった中で長期金利も大幅に低下してきているから、このような資本市場の状況が続くと非常に問題があるので、現在の現状維持政策では不十分であると思う。

第二の反対理由は、物価が下落してそれが継続していることである。全ての物価は前年比マイナスの世界であるので、深刻なデフレが続いていると言わざるを得ない。現状維持では不十分である。

三番目としては、やはりかなりのデフレギャップが依然として存在していることである。民需の自律的な回復がなかなか実現していかない訳であるから、現状維持は不適當である。

四番目として、アカウントビリティーの問題であるが、やはり定量的な物価目標等ガイドラインとなる特定の指標を示さなければいけない。現在の0.25%が一体何を目標にしてこのような政策を採っているのか必ずしも明確ではないからである。以上四点である。

速水議長

それでは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、会合終了後約30分後に行なうので、それまでの間は、厳に出席者限りで宜しく願います。

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、12月15日金曜日に予定している。本日はどうも有り難うございました。

(午後0時27分閉会)

以上