

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年12月15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）（注）

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）

（注）速水議長は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、9:00～10:14の間、会議を欠席した。この間、藤原副総裁が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

政府からの出席者：

大蔵省 村上誠一郎 総括政務次官（9:00～14:31）

経済企画庁 中城吉郎 調整局審議官（9:00～13:22）

小峰隆夫 調査局長（13:22～14:31）

（執行部からの報告者）

理事

松島正之

理事

増渕 稔

理事

永田俊一

企画室審議役

白川方明

企画室企画第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

清水誠一

## I. 開会

藤原議長代理

ただ今より、金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は総裁が「月例経済報告等に関する関係閣僚会議」に出席のため、遅参する。その間は、私が議事進行を務めさせて頂く。

はじめに、本日の取り進め方を申し上げますと、①まず、金融経済情勢に関する執行部からの報告を行なう。その後、②金融経済情勢に関する委員の討議、③さらに当面の金融政策運営方針に関する討議、④もしあれば政府からの出席者の発言、そして⑤金融市場調節方針の採択、の順番で進めていく。採決の後は、⑥金融経済月報の「基本的見解」の取り纏めを行ない、⑦議事要旨の承認は、月報の後にお願います。また、本日は本年最後の会合なので、⑧最後に先行き半年間の会合のスケジュールを承認頂く予定である。

政府からの出席者として、大蔵省からは村上総括政務次官、経済企画庁からは中城調整局審議官が出席されている。なお、中城審議官は、午後には小峰調査局長に交代されると伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご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は、そのことを前提にご発言頂くよう宜しくお願いする。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

藤原議長代理

それでは、金融経済情勢等に関する執行部報告から始める。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にお願います。

## 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山下金融市場局長

まず前回会合以降の金融調節の実績は、引き続きオーバーナイト市場が大変落ち着いた地合いで推移したため、月初の12月1日並びに税揚げ日である4日の両日には資金需要の拡大に応じてやや厚めの資金供給を行なったが、それ以外の日は、ほぼ所要準備額に相当する3兆7千億円前後の当座預金を供給した。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0.24%~0.25%での推移となっており、本日で終わる11月積み期間中の加重平均値は0.25%で着地する見込みである。この間、当面の金融調節運営上の焦点である年末越えの資金供給オペレーションについては、今週に入って年末越えレートが大幅な変動を示すなど、いよいよ正念場に入ってきた。この点については後程マーケット動向と合わせて詳しくご報告申し上げる。

前回会合以降の金融・為替市場の動向の中で注目の株価は米国株価の反発を受けてやや値を上げて日経平均は一時11月上旬以来の1万5千円台を回復している。こうした中で長期金利は今週に入って大きく上昇に転じて一昨日には1.690%まで跳ね上がるなど久方ぶりに大きな値動きを伴うかなり荒っぽい展開となったほか、一昨日まで111円前後で比較的落ち着いた動きを示していた円/ドル相場も短観公表後、円安に振れて一時は113円に迫る動きになるなど政策決定会合直前に相場が大きく変動するマーケット担当者泣かせの展開となっている。TOPIX、米国のWilshire 5000、欧州のユーロSTOXXの動きを比較すると、本年9月以降それぞれ米国株、特にNASDAQの下落に引っ張られる形でそれぞれ大きく値を下げてきたが、ここにきて揃って反発に転じている。これは、主として12月5日の金融緩和を示唆するグリーンズパン議長発言に加えて原油相場の落ち着きを映じたものである。原油相場の落ち着き、ユーロ相場の底入れ、さらには米国大統領選のゴタゴタに漸く決着がつけられたことなど、米国株価のリスク要因とされていたいわゆる四つのE——エネ

ルギー、ユーロ、エレクション、アーニングス——のうちアーニングスの問題を除いて状況が改善ないし決着をみたことを受けたものと思われる。マーケットではグリーンSPAN議長の発言を受けて米国における金融緩和期待が強まる中で、米国経済のソフトランディングシナリオの蓋然性が高まりつつあるといった見方が広がってきており、このところ目立っていたグローバルな景気、株価の先行きに対する悲観論がやや後退し、ひとまず一息つけるといった一種の安堵感が広がっている。ただ昨日もアメリカの株価は大きく下げしており、グリーンSPAN議長のプレゼントの効果がどこまで持つのかについては、注意深く見守っていく必要がある。

個別指標の動きを手短かに整理すると、日経平均株価は、NASDAQの反発等を背景に緩やかに上昇している。一昨日には15,168円と11月8日以来の水準まで戻したが、その後昨日は利喰いの動き等から250円方値を下げ1万5千円をやや割り込む水準で引けている。この間懸念されていたMSCIの構成見直しの影響も10日に発表された見直し措置が来年6月末まで実質決定を先送りする内容であったため、一部銘柄の買い戻しの動きを誘ったことも相場には多少プラスに寄与した模様である。最近の株価動向の特徴は、本邦株価のNASDAQの上昇、下落に対する感応度が幾分低下していることである。その一つの背景としてはこれまでの株価下落によって割安感の出ている中低位株——非鉄、鉄鋼、化学などNASDAQとの連動性がもともと低い中低位株——に対する買い戻しの動きが見られていることが挙げられる。この点は出来高が11月下旬以降10億株を上回る日も出るなど総じて年初来の平均をかなり上回る形となっていることや、売買単価がかなり低下して年初来平均をかなり下回る推移となっていることから見て取ることができるように思われる。もう一つのNASDAQ離れの背景は、バリュエーション指標等からみて日本の株価が総じて割安と判断される水準にまで低下したといった見方がマーケットで広がりつつあり、年金や一部外人筋を中心に値頃感からの買いの動きも見られていることである。除く金融の連結優先ベースによる東証一部上場企業のPERは、28倍前後と歴史的にみてかなり割安なレベルにまで低

下してきている。また「10年物国債利回り－益利回り」のイールド・スプレッドも98年9月のバブル崩壊後の最低のレベルとなってきたことなどが市場関係者の注目を集めている。

この間一昨日発表となった短観結果の市場の受け止め方は、概ね市場予想の下限であり先行きの業況判断D Iが悪化するなど景気回復の足踏みを裏付ける内容といった評価が大勢である。また景気の牽引役である電気機械の業況判断D Iの悪化や経常利益見通しの下方修正に注目する向きが多く、これが昨日の株価下落の一因といった指摘も聞かれている。ただクイック社の投資家サーベイによると、景気業績要因のプラス寄与は既にかなり落ち込むことが織り込まれている。その一方、金利要因、為替要因および海外の株価等の要因によるプラス寄与が拡大している。また、政治要因、市場心理要因もマイナス寄与を縮小するなど、景気・企業収益要因以外は株価を下支えする方向となっている。こうした見方から、景気・企業収益の足踏みの想定にもかかわらず、来年半にかけての緩やかな上昇シナリオが今のところ市場のコンセンサス見通しとして維持されている状況である。こうしたシナリオが実現するかどうかは、海外要因、特にNASDAQを中心とする米国株価が底を打ったと言えるのかどうか、もう一つは国内景気、企業収益の足踏み、調整がどの程度の期間、深度のものになるかにかかっていると見る向きが一般的である。

次に長期金利の動向では、この2週間でかなり大きな変動がみられている。10年物国債利回りは、昨年6月以降、約1年半に亘って概ね1.6%から1.9%のレンジで推移してきている訳であるが、この11月下旬以降急ピッチでレートが低下しており、12月7日には1.565%と昨年5月末以来の水準にまで下がってこのレンジを割り込む格好となっている。しかし、その後は利喰いの動きなどから上昇に転じており、特に短観発表日の13日には高値警戒感等を背景に、大口の売り物が出たことから、5bp上昇して1.690%をつけたが、昨日はまた主として年末を控えたポジション調整の動きなどから、再び1.655%へ低下するなど、かなりボラタイルな展開となっている。このように長期金利が足許大変ボラタイルな動きを示して

いる背景としては、11月中央以降の長期金利の急速な低下を支えてきたわが国の景気や株価の先行きに対する行き過ぎた悲観論がグリーンSPAN発言を受けた米国株価の持ち直しや短観の結果等を眺めて、やや後退して、個別にロング・ポジションを見直す動きがみられたことが挙げられる。つまり、過熱相場が修正局面に入ったといった見方である。また、一部ディーラー筋がRTGSへの移行を控えて年末にかけて国債市場の流動性が低下する可能性が高いといった見方から、ポジションを手仕舞う動きに出たことも、こうした変動に拍車をかけたとの指摘も聞かれている。もっとも、若干ポジション調整の動きがみられたと言っても、昨日のイールドカーブは残存期間3~10年のところまでは依然ゼロ金利解除前の水準をかなり下回る状況にあることに変化はない。しかも、これは資金運用部による国債市中買入の来年度以降実質停止が12月5日に発表されたという悪材料をこなしでの水準である。長期金利の先行きについては、この19日に明らかとなる来年度の国債発行計画において財投債の発行規模と年限構成がどうなるか、それから1月には10年新発債の入札が二回行なわれること、RTGSの立ち上げに伴い1月に入って担保ニーズの過大評価分が剥落するといった見方もあることから、需給要因が再び意識されてくる可能性もあるため、当面は1.6%から1.8%のレンジでの展開を予想する向きが多くなってきている。この間、クレジット・スプレッドの動きをみると、引き続き一部問題先のスプレッドが拡大をみている以外、総じて横這い圏内で落ち着いた推移を辿っており、格別の変化は窺われていない。

次に短期金融市場では、注目の年末越えレートが先週金曜日の海外市場で、一部外銀がビッドレートを大幅に引き上げて資金を採り漁ったことから、ユーロ円レートが大きく上昇した。例えばユーロ円1M物の出合いレートは、今週月曜日の11日には0.92%と前日比18bpの大幅上昇となっている。もっともこうしたレート的大幅上昇を受けて、一部生保、地銀あるいは調達が進捗している大手都銀などが資金放出を積極化したほか、本行が年末越えの供給額を拡大していること、またこうした状況を背景に都銀などの取り手がこれら一部外銀の動きに追随しなかったことなどから、そ

の後レートは急速に落ち着きを回復しており、昨日のユーロ円レートは0.75%程度まで低下している。また、無担コール市場では都銀も参入して0.70%前後の水準でかなり大量の出合いがみられている。いよいよ年末越え資金調達も最終局面入りの雰囲気になってきた。昨年の年末越えレート推移と今年の動きを比較してみると、例えば、ユーロ円1M物は、昨年12月上旬に一回大きな山があった後、月後半にかけて何度か山を作りながら低下していった。また、外銀の資金調達の動きをビビッドに示している1M物の円転コストの動きは、より大きな振幅がみられていた。先週から今週にかけてのラリーで、私共は年末越え資金調達の大きな山は越えつつあると判断しているが、まだ年末日の29日までには一山や二山あるものと考えている。引き続き円転コストを含むレート動向などを睨みながら、弾力的な資金供給を行なって参りたいと考えている。昨日段階での年末越えオペのオファー額は44.3兆円に達しており、このままのペースで資金供給が必要なマーケットの状況が続くと仮定すると、年末には50兆円を超える資金供給を行なうことになる可能性がある。一方、現時点で想定されている年末時点でのコア資金不足額は43兆円前後となる見込みである。これに金融機関が年末時点で保有する超過準備の分を加える必要がある。仮にこれが所要準備額同額の4兆円程度とすると、コア資金不足予想額47兆円を超える分の年末越えの資金吸収が必要になってくる。この資金吸収をどの時点から始めればよいかの判断を含めて、市場地合いの安定確保を最優先にしながら適切な調節を行なうよう、最大限の努力を図って参りたい。最後に為替相場動向では、円/ドル相場はこの2週間、概ね111円を挟む比較的狭いレンジでもみ合う展開となっていたが、13日の短観公表後再び円安に振れていて昨日は一時112円85銭と昨年8月下旬以来の水準を記録している。このようにここにきて円安化が進んでいるのは短観の公表や第3四半期GDPの下方改訂見通しによってマイナス成長になるかもしれないとの報道を受けて海外短期筋を中心に売り仕掛けの動きが見られたほか、1兆円に上るNTTドコモによる米国AT&Tワイヤレス社出資資金の調達のためのドル買い等の動きが出ていることが指摘され

ている。この間ユーロ相場は、対ドル、対円とも大幅に上昇している。対ドルでの上昇は米国の景気減速感の強まりを背景とした米欧成長率格差の縮小期待やユーロエリアからの資本流失テンポが鈍化しているといった見方などからユーロ買いの動きが広がったものによるものである。もっとも 5 日のグリーンスパン議長発言を受けた米国株価の持ち直しや米国大統領にブッシュ氏が確定したことがドルの買い戻しに繋がり、足許では 0.89 ドルを挟んでもみ合う展開となっている。円／ドル相場の先行きについては基本的にはわが国経済の先行き不透明感の強まりという円売り材料と米国景気の減速、経常赤字の拡大というドル売り材料との綱引きの格好になってきているが、当面は海外筋を中心にわが国経済の下振れ懸念がより強く意識される状況になっている。因みに短観の先行き業況判断DIと足許の業況判断DI、円／ドルレートとの関係をみると、今回のように実績が 3 か月前の予測比下振れとなる局面、例えばシャドーを付した 97 年 8 月以降などでは円相場が大きく円安化している。円／ドルのリスク・リバーサルをみてもそうした局面では円・ベア方向に振れている。今回もリスク・リバーサルは既にかなり円安方向に転じている。今後のポイントは言うまでもなく景気動向がどう動いていくかである。97 年当時のように業況感が大きく悪化するような事態になればさらに円安化が進むことになるものと思われる。当面為替市場でも株式市場など国内市場関係者と同様、わが国の景気の先行きと米国経済のソフトランディングの帰趨が最大の焦点となってきていて、取り敢えず 19 日の米国 FOMC の結果にマーケットの関心が集中しつつあるのが現状である。以上である。

藤原議長代理

それではただ今の説明についてご質問等あればお願いします。

三木委員

図表 12 の短期金融市場の需給バランスで、吸収も考えないといけないと説明していたが、もう少し説明してもらいたい。



## 山下金融市場局長

今年末越え資金供給オペの累計額は足許44兆3千億円まできているが、オペレートは例えばレポレートなどはぐっと上がった後今また少し下がってきてはいるが引き続き高い水準にある。短国買現先のレートも引き続き上昇しており、応札倍率も高い状態にありニーズは非常にまだ強い。それからユーロ円市場や無担レートも先程ご説明したように足許上下に振れてきているが、これからも一山二山が予想される状況で都銀等の資金繰りを聞いてもまだ年末越えの資金調達は全部終わっている訳ではない。従って暫くはレート動向をみながら連日1兆円程度の年末越え資金供給を続けていかないと年末越えレートが跳ね上がる可能性がある。現状のレート動向等から判断すると場合によっては、50兆円プラス $\alpha$ 位の資金供給額になるかもしれない。一方最近の銀行券と財政の動きから想定したコアの資金需給不足額は年末時点で私共は43兆円位かと想定している。この部分は最低限供給しなければいけないし、そのうえでさらに金融機関が幾ら超過準備を持つかがポイントになる。去年の場合にはご承知のとおりY2K要因から当座預金23兆円、積み上22兆円となった訳だが、今年はRTGS要因があるとはいえ、金融機関が年末日に多額の資金を抱えることはないと考えられる。実は一昨日売出手形を29日に落として金融機関の出方をチェックしてみたが札割れになった。これは要するに29日に沢山資金を抱えても運用できないので、29日に資金が落ちるのは困るという意思表示だと思う。ただそうはいってもヒアリングベースでは4兆円位は超過準備を抱えそうな雰囲気である。その辺りは年末のマーケットの雰囲気とか今後年末までにどれ位年末越えのターム物資金が取れるかによって変わってくるので、即断はできないが、我々としては安全を見込んで多目の資金を供給しながら最後に取りれるようであれば吸収していく考えである。従って今申し上げたように50兆円+ $\alpha$ -47兆円、つまり3兆円+ $\alpha$ 位の資金吸収を行なっていくことが必要になるのではないかと考えている。そのタイミングを間違えると金利を上げてしまうのでそこを見

極めながら臨んで参りたい。

三木委員

去年は幾らで越したか。

山下金融市場局長

年末のオペ残は49兆円である。

村上大蔵総括政務次官

13 ページの表に、我々の職場の責任で誠に申し訳ないと思うが、政治の情勢が色々書いてある。特に一点気になるのは11月20日のところで「内閣不信任案否決で構造改革遅延との見方」とあって、非常にショックを受けたのだが、本当にこういう見方から円の対ドル相場に大きなインフレーションが起こるものかどうなのか、その辺りの率直な経験則を聞かせてもらいたい。

山下金融市場局長

これは事実である。この円安になっている時は主として外人が売っていた。やはり私共マーケットをみていて感じるのは為替相場と国内市場との見方の乖離である。為替の場合には我々がほとんど意味のないものと判断するものでも海外勢は割と敏感に感じる場所がある。海外勢はやはり日本の構造改革が進むかに大きな関心を集めている。従って、大変申し訳ないが、この日はここに書かれている要因からマーケットが動いたのは事実である。これは我々の判断が書いてあるのではなく、マーケットがそう動いたということである。

増淵理事

マーケットは非常に口さがない連中が多く、そういうことを材料に相場を動かしているだけである。ここに書いてあることはそういう意味では私

共からみてもショックを受けるようなことが時々出てくる。

村上大蔵総括政務次官

藤原副総裁もいらっしゃるが、マスコミも中から変えなければいけないと思う。我々は野党の出した不信任案に対しては肅々と否決しただけであって、政治家の気持ちとしては加藤さん以上に構造調整を考えている人間は遥かに多い訳である。だからここにあるような海外の見方はあるのかもしれないがやはり日本全体としてのケアの仕方といったことをお互いに考えないと国益としては損する。

増淵理事

ここに書いてあることを是認している訳ではない。その時々マーケットで何が材料になったかという、それだけである。

山下金融市場局長

為替相場は本当に一瞬の売り買いなので、マーケットの人達は常に何かを材料にして取引をする。例えばこの時円を売る人達が材料にしたのはやはりこれが材料だった訳である。ただそのことはすぐ忘れられて、また次の新しい材料に反応するので、これがずっと尾を引いているといったことは全くない。

村上大蔵総括政務次官

これは我々の問題であり、同僚にこの影響の大きさをしかと伝えるので、日銀もマスコミ対策を含めこの不信任案を肅々と否決することと構造改革の推進とは全然違うのだと、どこかで誰かがPRして頂く必要があるのではないかとお願いしておく。

中原委員

先程の説明は三木委員が分かってもまだ私は少し分からない。50兆円

+ $\alpha$ とか何とか、最後に数字を言っていたものをもう一度説明してもらいたい。

山下金融市場局長

50兆円+ $\alpha$ というのは年末越えの予想資金供給額である。一方コアの資金不足は43兆円であり、それと年末の金融機関の超過準備を4兆円程度と想定すると、資金需要は47兆円位と見込まれる。そうなると供給額の方が多いので、これを吸収しないと金利コントロールができなくなる。

中原委員

吸収しないといけないというのが先程の3兆円+ $\alpha$ のことか。

山下金融市場局長

然り。それを吸収する必要があるだろうと想定している。

中原委員

それから売出手形の話をしていたが、それはいつ行なったのか。

山下金融市場局長

一昨日である。

中原委員

新聞ににぎにぎしく出ていた。29日に落とす形で行なった訳か。

山下金融市場局長

然り。ただ、8千億円のオファーに対して5,500億円しか応募がなかった。

中原委員

その理由は何と説明していたのか。

山下金融市場局長

売出手形で吸収した資金は年末日 29 日に金融機関に資金が返ってくる。去年の場合は、皆 29 日に超過準備を沢山持ちたがったので喜んで応札してきたが、今年の場合には余り持つ必要はないと判断している模様で、札割れとなった。年末日に超過準備を沢山持つ積もりはないことの意味表示だと私共は理解している。

中原委員

分かった。

藤原議長代理

ほかにあるか。それでは次に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。松島理事と平野国際局長にお願いする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告 (資料-3)

平野国際局長

日本経済との関わりにおいて当面注目されるポイントは、一つは米国経済減速の深度、二番目はアジアを中心とするエマージング経済の動向だろうと思う。

まず米国について、主要経済指標から実体経済の動向をみると一言で言うところの経済の減速傾向が統計上で確認できる。個人消費の関連指標、住宅投資、設備投資に絡む指標に表われているように、最終需要の伸び率が鈍化してきている姿が数字上も確認できる。注目されるクリスマス商戦については追加資料をみて頂くと、サンプルの問題もあるが東京三菱、UBSが出している週間チェーンストア統計では 12 月第二週までの走りはおよそ前年比で +3%~4% となっている。最終週にどこまで盛り上がるかははっ

きりしないが、クリスマス商戦全体を通して事前の予想が大体+5%~6%だったので、これに比べても現在までの走りは鈍い。また先程の米国主要経済指標の雇用関係の統計は引き続きタイトである。一部失業率が若干11月に上がったりにして、多少緩和の兆しも見られなくもないが、大勢観察としては引き続きタイトであって、その意味ではインフレ圧力がなお残存していると言えようかと思う。昨日11月のPPIが出て前月比で10月0.4%の後11月が0.1%、前年比が3.7%である。原油価格の低下もあって全体に落ち着いた動きと言えようかと思う。このようにアメリカ経済の減速傾向がはっきりしてきており、問題は減速のテンポと深度であろう。最終的にどの辺りの成長率に着地するかについては、3%前後かあるいはそれをかなり下回るまでスローダウンするのか、今のところ何とも言えない。続いて米国の金融資本市場の動向である。米国金利は先程山下金融市場局長から報告があったが、12月5日のグリーンスパン講演を契機に金融緩和期待が高まって金利は低下しており、FFの先物金利は年明け後の連銀の利下げをほぼ織り込む展開となっている。具体的に言うとFOMCが1月30、31日に開かれる訳であるが、このグラフから読み取れる限り、1月30、31日のFOMCで25ベースの利下げが行なわれる確率は9割以上とほぼ織り込んでいる。こうした金利の低下を好感して、引き続き振幅は激しいがNASDAQを中心に株価は反発している。それから株価のボラティリティーも最近相当高いところにあったが、これも低下してきており、全体として米国の金融資本市場はやや一息ついた格好と言えようかと思う。纏めとしては、これまで実体経済が非常にハイピッチの走り続ける中で金融資本市場における不安定性の高まりとの間にある種のギャップがあったかと思うが、最近の展開はそうしたギャップが若干緩和されつつあるようにも窺えるとの評価が一応可能かと思う。ただそうは言っても金融資本市場のリスク関連指標の(2) 米社債間のスプレッドをご覧頂くと、低格付社債のスプレッドは投資家の選別姿勢の強まりからさらに上昇するという現象が引き続き窺われる。それから予て報告しているとおり金融機関の融資態度がタイト化している事情もある。こうした金融

面の引き締め現象が企業の投資行動へ与える影響には引き続き注意をする。

続いてアジア経済について若干ご報告する。東アジア諸国の主要経済指標では前のご報告したとおり第3四半期についてはタイを除いてGDPの数字が出揃った。復習になるが、この前年比でみた成長率はいずれも高いが、ここへきて目立つ現象としては輸出の鈍化がある。中国の11月が一昨日入って13.8%であった。10月に比べると伸び率半減の姿になっている。それから韓国、台湾辺りは10月からの伸び率が落ちていて11月はさらに鈍化するという輸出の足取りになっている。タイは9月までしか出ていないがそれでも8月以前に比べると低い。それからインドネシア、マレーシア、フィリピン辺りの輸出の数字も10月の輸出の数字やそれ以前に比べても低い感じになっていて、輸出の鈍化が最近の特徴である。そこで一番典型的に出ている韓国の事情について若干敷衍すると、韓国は第3四半期まで非常に高い成長率を記録して走ってきたが、秋口から第4四半期にかけての景気の走りは前期比ベースで言うと、まだ数字にははっきりとした形が出てきていないが、ほぼゼロ成長といったところと推定される。敢えて言えば9月、10月の鉱工業生産の前月比がマイナスになっているが、多分総合判断としてほぼゼロ成長ではないかと思っている。背景の一つは輸出の減速がある。二番目に内需についても輸出の減少から生産が減少しているのに加え、既往の原油高から企業のプロフィットスクイーズといったようなことが問題になってきて設備を多少手控える動きに繋がっている。それから個人消費については通貨危機後のペントアップ需要が一巡したことに加え、韓国の株価は年初来5割ほど低下しており、なにがしか逆資産効果もあるであろう。それから企業リストラを進める過程で雇用環境が悪化し、多少社会不安に繋がっている面も消費のコンフィデンス低下に繋がっているようで、個人消費もこれまでと比べると少し動きが鈍くなっていると思っている。この先の韓国経済、あるいはアジアの動向についてはそのスローダウンがどういうテンポで起こってくるのか、注目を要すると思う。

最後に最近話題になっているトルコ情勢について簡単にご報告しておく。トルコでは政府管理下の銀行に対する不正疑惑をきっかけとして金融不安が発生した。11月以降インターバンクレートが急騰し、一時は1,000%というような金利になった。その過程で資本流出が発生し株価も下落することで非常に緊張感が高まった訳であるが、その後はIMFを中心とする国際的金融支援の動きが本格化して、このところやや落ち着きを取り戻した。インターバンク金利も直近では100%と、まだ高いが、一頃に比べれば相当下がってきた。以上である。

藤原議長代理

それではご質問があればどうぞ。

中原委員

最近はIMFが忙しいようである。

平野国際局長

今アルゼンチンとトルコが二大案件である。それぞれについて割合早めに支援方針を固めて動いたことが市場の安定化にプラスであったと思う。確かに忙しいが、今回97、98年のアジア通貨危機が世界的に波及していた当時と違うのは、エマージング経済全体としてみると当時よりは環境的に好転していることがあろうかと思う。例えばアジアについてみれば経常収支は黒字である。従ってアルゼンチン、トルコといった局所的に問題が起こっている訳である。これが世界的ないわゆるコンテージョンの形で波及するかどうか大きな関心であるが、取り敢えずIMFのハンドリングが巧くいったことでローカルな問題に収まっている。そうした一つの背景は基本的に97、98年に比べればエマージングを巡る経済の状況が改善していることがあるのではないかと思う。



中原委員

ブラジルはどうか。

平野国際局長

ブラジルは比較的巧くいって、ファンダメンタルズそのものが比較的良い。そういう意味でブラジルについて特に問題がある訳ではないと考えている。アルゼンチンにしろあるいはトルコにしろこうしたエマージングについては結局のところ米国の経済がこの先どうなるのかに相当左右される部分もある。そういう意味では米国経済が今想定されているような3%辺りのスローダウンへスムーズに移行できれば、大きな混乱はなく凌げるといったような見方もあるが、まだその辺のところについては何とも言えない。あるいはそういうことも含めて米国の経済の先行きをしっかり見ていく必要があるだろうと思う。

中原委員

先程の説明でアメリカの実体経済と金融経済のギャップが埋まってきたというのはどういうことか。

平野国際局長

当たり前と言えば当たり前であるが、実体経済の数字は少し遅れて出てくる。その数字だけみていると、実体経済は一部にスローダウンの兆しがみられていたが、ハイピッチで走っている数字が並んでいた。その中で、この秋口以降金融資本市場では、株価が打たれるなど非常にボラタイルな展開が続いていて先行きの不安が高まっていた。実体経済は好調にもかかわらず金融資本市場では先行きの経済の動向に非常に懸念を深めている状況があった訳である。現在はその実体経済の方も少し減速が明確になってきた。金融資本市場の方もグリーンスパン発言を契機に少し落ち着きを取り戻したことで、そうした意味でのギャップが若干縮まってきていると説明した。

中原委員

なるほど。

松島理事

確かに縮まってきているとも言えるが、アメリカの当局者は、やはりウォールストリートの見方はやや悲観的すぎて、自分達メインストリームの見方とではまだギャップがあると言っている。

藤原議長代理

ほかにございませんか。それでは次に調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事、村山調査統計局長に願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

村山調査統計局長

経済活動の現状評価について報告する。まず現状認識では、先月からの変化点を中心に申し上げますと、純輸出は増加から横這いに転じているとの判断である。これまでは、緩やかに増加しているとの判断であったので、ここの判断を変えている。それから住宅投資についても横這い圏内と申し上げていたが、最近の動きを踏まえてやや弱含んでいるとしている。こうした下での生産は、輸出のスローダウンを主因に増加テンポが鈍化している。ただ、増加基調は続けているとの判断である。こういったことを総合的に判断すると、わが国の景気は、輸出の減速によりテンポはやや鈍化しているものの、緩やかな回復傾向を維持しているとの判断である。この点、先月まではシンプルに、「緩やかに回復している」であったので、今回はテンポがやや鈍化していると付け加えている。こういった判断の下方修正の背景には、通関統計の動き、あるいはマイクロヒアリングの情報からアジアにおける鉄鋼、あるいは一部の電子部品等の在庫調整の度合いが従来みていたよりも大きいことが判明している。その分、わが国の輸出、生産へ

の影響も強くなっているので、以上のように判断を下方修正した訳である。

次に物価面では、国内卸売物価が幾分弱含みで推移している。この点、先月までは概ね横這い圏内と申し上げていたが、若干これも弱目となっている。消費者物価、企業向けサービス価格については、表現を変えていない。先行きについては、当面は設備投資の増加が見込まれる。また補正予算もあり、生産活動の増加基調は崩れるとは考え難いと判断している。しかも、生産は、輸出面での調整が一段落すると、いずれ従来の緩やかな回復軌道に復していくものと考えている。ただ、リスク・ファクターとしては、米国、アジアにおける景気のスローダウンの行方次第によっては、輸出の調整はさらに大きくなる可能性がある。この点、米国のクリスマス商戦、あるいはNIEs諸国の景気減速の程度、こういったことを注意深くみていく必要があると考えている。なお、株価下落の影響は、これまでのところ、企業あるいは消費者の心理面を通じて国内実体経済指標に大きな影響を及ぼしているようには窺われていない。ただ、先月からも申し上げているように、低価格戦略に追随できない中小企業がなお残存しているので、こういった動向等も含め引き続き点検していく必要があると考えている。

物価の先行きは、全体として横這いしないしやや弱含みで推移する可能性が高いと予想される。ただ、原油あるいは半導体市況の軟化が続く場合、または流通合理化の動きが広範化する場合、関連分野を中心に我々がこれまで想定したよりも下振れる可能性もある。

それでは、各論であるが、輸出については、10月の通関について前回会合で説明しているので、今回は省略させて頂く。ただ、AV機器に関しては、シドニー五輪特需の予想比下振れから、部品調達の抑制が当面続くと考えられる。また、ここへきて欧米におけるパソコン需要の下方修正で、関連部品の需要も鈍化している。こうした事情を考えると、情報関連財の輸出の停滞は暫く続く可能性が高いと判断している。それから、2001年の海外景気に関しては、先程国際局長からあったように、NIEs、ASEANにおいて米国の景気減速の影響もあり、本年末から来年前半にかけ

て成長率がやや鈍化するように下方修正されている。

次に図表 9 設備投資は、機械受注が 10 月に 9 月減少の後増えている。この結果、機械受注は 10 月を 7~9 月の平均と比べると前期比 3.4%と引き続き増加を続けている。内容的には製造業が大きく伸びている反面、非製造業については、現在のところ若干マイナスがついている状況である。建築着工床面積も先行指標であるが、10 月は 9 月大幅減少の後、また若干マイナスをつけた。主因は非製造業が大きく減少しているためである。これについては、大規模小売店舗立地法の改正を前にした駆け込み出店の反動が続いていると理解している。次に図表 10 法人季報の結果は前期比 -1.2%とマイナスになった。GDP ベースで見ると、第 3 四半期は実質で +7.8%である。既に報道にもあったように、第一次の推計は法人企業動向調査に基づいたもので、法人動向調査が 7~9 月かなり大きく増加したが故に、GDP もこういう姿になっているが、今後 GDP は法人季報によって再推計され、その場合にはマイナスに転じる可能性が高い。図表 11 でこの法人季報の業種別の動向をみると、まず製造業・大企業は、前期比 +2.5%である。ただ、先程出た 12 月短観でいくと、2000 年度の製造業・大企業の設備投資は +16.4%の増加見込みである。しかも上方修正されている。その +16.4%に比べると、7~9 月までの伸びは極めて緩やかな伸びに止まっている。因みに法人季報ベースで短観並みの年度ベースの伸びを確保するためには、下期には 27%方前年比で増える必要があり、かなり増えないと短観の計画値にはならない。ここで考えられるのは、計画に比べて進捗が遅れているのではないかということである。私共が聞いているのは、半導体製造装置等で基幹部品の生産が間に合わないが故に設備投資が実行できないといったことである。すなわちボトルネックによって、本来もっと伸びるべきところが伸びていない。因みに 12 月の短観における設備投資の予測修正率を見てみると、上期は前回に比べて 11%下方に修正されている。一方、下期は 15%上方に修正されたということで、恐らく上期から下期への繰り延べがみられている。しかも、このボトルネックを考えると、下期に計画どおりいくかどうかは疑問であり、かなりの部

分は 2001 年度にずれ込んでいく可能性がある。次に製造業の中堅中小企業の方は極めて順調に増加を続けており、第 3 四半期は前期比+14.2%である。短観でも年度ベースで 11.3%の伸びであり、これは無理なく達成できるような足取りである。非製造業・大企業の方は、サンプルの関係で少しぎくしゃくしているが、この中のその他の運輸という業種を除いてみると、大体回復基調が続いており、全体としてもそういうことではないかと思っている。ただ、非製造業・中堅中小企業の第 3 四半期の前期比が-8.7%となっており、これが全体の足を引っ張った形になっている。この評価であるが、例えば同じ大蔵省の調査である景気予測調査でみると、2000 年度はむしろ計画値が上振れており、8 月段階の 7.6%から 11 月段階では 15.6%まで上方修正されている。従って、こちらの方はかなり統計により違った結果になっている。短観によると年度計画は-7.2%であるが、これも上方修正されている。従って、恐らく非製造業・中堅中小企業が、この四つのセクターの中では一番弱い部分だと思うが、この法人季報が示すほど弱いかについては、ここはもう少し慎重に考えていく必要があると考えている。

次に図表 14 個人消費関連の指標である。結論から申し上げると、10、11 月については総じて横這いの指標が多かった。その中で変化があるとすれば自動車である。乗用車新車登録台数の出荷額ベースを見て頂くと、10 月に+3.1%と伸びた後、11 月も+1.3%である。すなわち 10、11 月については、この夏場以降に投入された新型車が好調であることで、売れ行きは上向いている。ただ、大まかに年初来の動きを見ると、一進一退の動きの範囲内ではないかとみている。販売面ではほぼ横這いであった訳であるが、図表 17 で供給面からこの間の消費財の動きをみると、輸入品がまだ前年比二桁の伸びが続いている。国産品の出荷も若干上向いているので、消費財の供給数量トータルとしては、少し前年比プラスになっている。ただ、特に輸入品の増加は、例えばユニクロ等がこれまで中国で衣料品を生産して、かなり安い価格で国内に供給していた訳であるが、そういったビジネスモデルに倣って、多くのスーパー等がそういったことに追随した結

果である。ここまで増えてくると本当に全部売れるのかやや心配になる位の量なので、ここは流通在庫の状況をこれからもウォッチしていく必要があると考えている。従って、この輸入品の伸びが全て売れているかどうか少し懸念している。

以上を踏まえたうえでの生産であるが、7~9月に生産は前期比+1.6%の増加となった。その後10~12月については、素材、電機の輸出一服から増勢が鈍化する見通しである。因みに予測指数で繋げると、前期比+0.7%である。私共のマイクロヒアリングによっても、0.7%まではいかずとも、1%内外の伸びなので、これまでよりは鈍化することとなっている。内容的には鉄鋼、化学のアジア向け、電機についても輸出の足踏みから伸びが鈍化する計画である。また一般機械においても、予測指数は下方修正されている。これは、半導体製造装置において先程申し上げたように、一部の基幹部品の増産が追い付かないといった状況があるためである。来年1~3月については、10~12月に増加した自動車が横這いに転じることもあり、増加テンポがさらに鈍化する。ただ、前期比はプラスをつけると現段階では判断している。

次に図表24に在庫循環の図がある。この在庫循環については、45°線を越えていくと在庫が積み増し局面から積み上がり局面にいくという関係がある。そういった観点で見ると、投資財、耐久消費財についてはまだ在庫は前年比がマイナスの領域にあり、慎重な在庫保有姿勢が続いているので、ここでは在庫調整の心配はないと考えられる。仮に在庫調整が起こるとすれば生産財のところであり、45°線に10月段階でかなり近づきつつある。図表25生産財の内訳では、まず鉄鋼が45°線を越えてきた。化学についても、回り方は小さいが同様のことがあり、この両業種においては調整色が出始めていると思う。先行き生産調整が必要で、1~3月期も減産が続く見込みである。それから電気機械生産財はグラフ上では45°線にかなり近づいているが、基本的には出荷に見合っただけで在庫を増やしてきた結果と考えている。因みに在庫率を見ると、鉄鋼、化学は少し上がってきているが、電気機械生産財についてはまだかなりの低水準である。従っ

て在庫率だけからいくと、そう大きな在庫調整が必要である訳ではなく、言わば出荷の伸びは高いので、生産を若干絞ることによって在庫は減っていくと考えている。従って在庫循環について総括して申し上げると、当面は鉄鋼、化学といった特定の素材業種の在庫調整があることはあるが、これが製造業全般に亘るような在庫調整が必要な局面を迎えると判断する材料は今のところ揃っていないと考えている。すなわち、在庫調整が起こっても特定業種だけに終わるのではないかとの判断である。

次に図表 26 雇用関連で毎勤統計を見ると、常用労働者数が前期比ベースではほぼ横這いである。名目賃金は前年比で1%内外の伸びになっている。この結果、雇用者所得もほぼ前年比で1%位の伸びになっている。極めて緩慢ではあるが、所得については少しずつ回復している。一方労働力調査では、まず雇用者数は毎勤統計に比べて前年比が高い。恐らくこの毎勤統計では捕捉されないような短期間の限界的な労働者が少し増えているのではないかとみられる。一方で就業者数が前年比で見ると横這い圏内で止まっているので、この就業者数に雇用者のほか自営業者が含まれていることを勘案すると雇用者が若干増えているのであれば自営業者が減っている訳である。恐らく自営業者の廃業が少し出てきているのかとみている。次に図表の 30 で今年の冬のボーナスに関しては、日経新聞でいくと、全産業ベースで0.8%となっている。恐らくこれまでの各統計のくせから考えて、全体として前年を僅かに上回る程度で着地するのではないかと思われる。ただ公務員のボーナスがカットされるので、トータルとしてはほぼ前年並みではないかとの判断である。

図表 38 物価である。まず卸売物価については前年比ベースでみて11月は-0.2%となっているが、3か月前の対比でみてもやや弱含みのテンポが若干ながら加速した形になっている。10月、11月と下に引き下げたのは電力で、電力料金の引き下げが効いている。それに加えて前回からも申し上げているように昨年からの卸売物価指数の精度を上げる努力をした結果、より正確に品質調整ができるようになり、価格が一定でも品質が良くなったことから下げている品目がこのところ増えている。因みにどの程度

がそういった技術的な要因によるものなのか算定が難しいが、大まかな計算ではこれまでに比べてマイナス幅が大きくなった部分のうち約 2/3 が技術要因、残りの 1/3 が実際に価格が下落していることによるものとの結果となった。実際に価格が低下している主因は半導体等の市況下落などではないかと判断している。図表 45 消費者物価指数も前年比マイナスになっている。そのうちの商品は全体としてこれまで急激に前年比を大きく下げて、マイナス幅を拡大してきた訳だが、足許では若干戻している。この内訳を輸入および輸入競合品とその他に分けてみると、これまでの下げの主因は輸入、および競合品である。ただこれも下げ止まったかどうかは分からないが、足許少し横這いになっている。一方国産品の方は一旦マイナス幅が大きくなった後、横這いとなり足許少し戻しているのので、こちらは確実に歯止めが掛かってきた感じがしている。以上を踏まえての物価の先行きについては、まず国内需給バランスは基調としては引き続き緩やかながらも改善を続ける可能性が高いし、この後電力料金も上昇する。円安も僅かであるが押し上げ要因として働くので消費者物価は徐々に横這いに転じていくと考えている。以上が標準シナリオであるが、今後も割安な輸入品の販売あるいは流通の合理化、通信料金の引き下げなどが続くことも考えられるので、全体にこれよりも下振れする可能性も念頭に置いておく必要があると考えている。以上である。

藤原議長代理

それではご質問などがありましたらどうぞ。

植田委員

先程設備投資で法人季報のデータと短観の年度計画にやや乖離があるとのことであった。しかし良く見ると短観の上半期が下方修正されていることとの関係ではそれ程乖離はないと思う。従って下半期の上方修正されている部分の実現されるかどうかの問題だと思う。上半期が下方修正された理由としてボトルネックを指摘していたが、データを良くみても



と、非製造業も含めて大企業および中堅企業のほとんど全ての業種において上半期が下方修正されている。従って半導体製造装置のボトルネックだけでは説明し難いように思う。

村山調査統計局長

ご指摘の点もあると思う。半導体製造装置は私はやや象徴的に申し上げたが、例えば一般機械において半導体製造装置用のボールネジといった基幹部品が象徴的に足りなくなっているが、そういった基幹部品を増産しようとしてもそれを作る工作機械がこれまた足りない玉つき現象がある。これは笑い話ではないが、ボールネジを作る工作機械を作ろうとすると、その機械にも実はボールネジが使われているといったことがあって、かなり特定の部品が色々なところに使われている。ただそれだけでは説明できないのも事実だと思う。従ってそこはもう少し時間をかけて業種別にどのような要因で下方修正したのか、これからもウォッチしていきたいと考えている。

植田委員

第3 四半期GDP統計の公共投資が新ベースと旧ベースどちらもかなり弱かった。これは調統がみていたよりも弱かったとみていいのか、それが年度全体にどう響いてくるかといった点についてはどうか。

村山調査統計局長

まだ詳しい分析が進んでいないが、一つは季節調整パターンの問題、それからデフレーターの問題、こういったところからくる違いであると思う。年度全体を今見直すような状況ではないと我々は考えている。

植田委員

どこかのレポートにあったのだが、新しい季節調整の仕方だと最近毎年補正予算が組まれているので、それが季節調整のパターンに入ってしまった

ており、補正予算が組まれないとこれまで以上に大きく下がるような季節調整に変わってしまったとの指摘があるが、これはどうなのか。

村山調査統計局長

一般的にこれまでのGDP統計は、データの始期から使っているのので、足許のウェイトは相対的に高くない。ところが新しいデータが途中からしかないのであれば、そのウェイトは相対的に増すのでテクニカルにはそういうことは考えられるかと思う。ただ、我々はまだ変えてみたらどうなるか実証していない。ただ考え方としてご指摘のようなことはあり得ると思う。

篠塚委員

卸売物価の図表 38 の説明の中で、全体的に卸売物価が弱含みの方向になっているのは耐久財に関しては品質調整がなされていて、去年以降品質調整が比較的把握できる生産段階の卸売物価が揃めるようになったことによるところが大きいとのことだが、もしそうであるならば、最近ここで急にマイナスがかなり拡大しているが、そうではなく、むしろ去年卸売物価の調査方法を変更した段階から既にある程度はっきり表われてくるのではないのかと思う。もう一つは、生産段階の方に調査をシフトしてくると確かに品質調整のところは把握できるが、同時に耐久財は部品は海外で生産しているのでかなりのものは、為替の効果が入ってくるのではないのかと思う。そうすると品質調整の部分によるところと為替のところとが区別ができなくなっているのではないのかと思う。最後は、品質調整の部分を計算してみたら  $2/3$  が技術的な要因で、残り  $1/3$  が為替などの影響という説明であったが、どういう仮定を置いているのか。

村山調査統計局長

まず第一点の昨年からそういう努力を続けているのになぜ今年の夏場以降急激になったかであるが、実際価格調査の調査段階を変えたのは確か

に昨年からであるが、その効果が初めて表われるのは、まさにその品目が入れ替わった時である。品目は新製品が出ないと入れ替わらない訳だが、家電製品はこの9月から新製品がかなり出てきている。そこで初めて影響が出始めたと思う。それから、質問の第二点については、新製品が出た時に、新機能についてどれだけのコストをかけたのかを調べ、その分を品質向上分として、カウントするコスト評価法により算出している。これにはやはり多くの限界があり、元々メーカーの言い値なので、どちらかというやや過大に出る可能性はある。しかも、委員の指摘にあるように、元々部品が下がった部分とか上がった部分もある訳である。そこまで全て把握できるかということ、正直申し上げてなかなか難しい。従って、そういう限界があることを前提に理解頂ければと思う。そういう前提であるので、今約2/3とか約1/3とか非常にファジーな言い方をしたが、まさに厳密な計算はなかなか難しい。例えば、品質調整の方法を変えたことによって、どれだけ低下したのかについても、品質調整を前年全くやっていなければ、比較的分かるが、前年も行なっている訳である。そう考えていくと、なかなか厳密な計算は難しい。従って、ファジーで申し訳ないが、大体の感覚としてはその程度と理解頂ければと思う。

中原委員

今の関連であるが、2/3とか1/3とか言われたのは、何の2/3なり、何の1/3なのか。

村山調査統計局長

機械類である。機械類のマイナス幅が大きくなった部分の本当の値下がりには1/3で、残りは技術要因ということである。

中原委員

このマイナス幅全体の1/3、あるいは増加分について言っているのか。

村山調査統計局長

このマイナス幅全体ではなく、例えば9月から10月にかけて0.3%位マイナス幅が大きくなっているその増加分についてである。

中原委員

分かった。

篠塚委員

今の説明であると、本文の表現が私は少し強すぎるのではないかと思う。「卸売物価のうち、…中略…耐久消費財の国内品が軟化を続けている。但し、…中略…これは主として統計捕捉方法の変更に伴うものであり、」とあって、最終的には「実勢として加速しているということではない、と考えられる。」と断定して書かれている。捕捉方法の変更もかなりの要因だとは思いますが、今のようにならざるを得ないのであれば、そういう部分もあるが、実際下がっている要因を特定することはできないのではないか。

村山調査統計局長

今私が申し上げたのは、機械類全般についてである。ただ、耐久消費財となると、かなり品目は限られてくる。これには半導体などは入っていないので、耐久消費財についてはそのような要因は大きいのではないかというのが、私共の判断である。

村上大蔵総括政務次官

図表26 雇用関連指標であるが、例えば建設業から失業してどこかへ移転する、つまり失業した方がどの業種に移転したかが分かるような統計資料は日本にはないのか。

村山調査統計局長

いわゆる転職された方が、業種をどのように変えたかということか。

村上大蔵総括政務次官

どのようになったかが分かる資料はないのか。

村山調査統計局長

よく探せばあるかもしれない。私が記憶する限りにおいては、そのような統計はないように思う。

村上大蔵総括政務次官

日本経済が一番立ち遅れているのは不良債権の処理や過剰雇用、過剰設備を償却できないといったことである。そうした場合どういうところから巧く色々な新しい産業に移転していくかが重要な課題であるが、残念ながらそういう統計は、政府並びに労働省が意図的に調査しないのか、それとも今まで経験がないからなのかよく分からないので、そこら辺を聞いてみたかった。

篠塚委員

今の件であるが、毎年毎年きちっとした統計は取ってはいないが、労働省で3年に一遍とか継続的には行なっている。

村上大蔵総括政務次官

そうですか。

武富委員

消費に関しては、自動車は10、11月はほどほどであった。それからは横這いのような姿であるが、自動車も含めた耐久消費財の買い替えサイクルのようなものは、最近何か崩れているような気がするが、今は買い替え

サイクル的な観点でみると、どういう局面か。

村山調査統計局長

自動車については、業界の希望的観測では、買い替えサイクルに既に入っている訳である。それがなかなか出てこないため、今平均の車齢が徐々に伸びている状況である。従って、買い替えという意味ではいつ出てきてもおかしくない。特に今言われているのは、例えばバブル後にブームで売れたRV、こういった物が最初は3年目で買い替えるかと思ったら駄目で、それでは次の車検の5年目かということで、そろそろではないかというようには聞いているが、なかなかそれが結びつかない。

三木委員

平均車齢でみると、この数年で1年位伸びている。4.5年位が5.5年位である。逆に言えばマグマが溜まっていると思う。

今一つの問題は、生産がいよいよ減速していくのではないか、鈍化していくのではないかということである。

村山調査統計局長

前期比がマイナスになるということか。

三木委員

いや、伸びが鈍化していることである。マーケット、実体経済を担っている人達からみると、特に来年1~3月の動向が踊り場を脱することができかできないかの見方の分かれ目になると思う。そういう意味で、鉱工業生産について、「来年1~3月について、企業ヒアリングから現時点での計画を窺うと」と書いてあるのは非常に結構であるが、続けて「10~12月に増加した自動車生産が横這いに転じることから」と自動車の例を入れてあることが少し不適切ではないかと思う。今の自動車の生産計画は、来年1~3月までほとんど出てしまっている。その数字をみると、10~12月

から、1～3月は増やしている。増やした形で鉄鋼以下に発注が出されている。それから例年自動車メーカーは、1～3月は作って3月決算期なので必死になって売りまくる訳である。売れなければ在庫で持ち越す。10万台位在庫で持つケースは多々あるから、そういうパターンを考えると、必ず1～3月は作るだろうと思う。この表現は例として自動車の生産が横這いになったから、生産の増加テンポが鈍るのではないかと表現しているが、生産が横這いになる例として入れるのは少し良くないのではないかとと思う。別の例を入れられたらどうか。

村山調査統計局長

恐らく委員の指摘は、前年比ベースではないか。

三木委員

絶対数である。

村山調査統計局長

ここは、私共は季節調整をしたうえでの趨勢で判断している。確かに多い、少ないは季節によってあるが、10～12月が若干増加したとっているのは、例年の10～12月の生産規模に比べて7～9月の例年対比増えているということである。1～3月が横這いというのは、例年の1～3月に比べてなので、ここの記述は趨勢と理解頂ければいいと思う。絶対数でいけば委員指摘のとおりだと思う。

三木委員

「例年の」と入れておきなさい。

村山調査統計局長

例年のというか…。

三木委員

大した話ではないが、例として出すのには余り適当ではないということである。素材、電子部品は全くそうであるから、こういう例を挙げるのは非常に結構であるが、少しこれは適切ではないと思う。

村山調査統計局長

分かりました。引き続き分かり易い表現を心掛ける。

(午前 10 時 14 分 速水議長入室)

速水議長

他にあるか。それでは企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事、雨宮企画室企画第 1 課長にお願いします。

#### 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

最近の金融環境のポイントを説明する。その前に大きく整理しておくとして、今月は過去 2、3 か月と比べて貸出・マネー関係、あるいは企業金融環境も新しい指標が幾つか出たが、結果的には変化はない。ただし、変化がない中身についての意味合いはそれぞれ若干異なっており、「貸出・マネーの変化なし」は、これまでのマイナス幅の拡大基調には、数か月前に歯止めが掛かったと評価しているが、その後マイナス幅が縮まっていく兆候もまだみられず、引き続き低調という意味で変化がない訳であるし、企業金融周りについても、この間の株価の低迷、あるいは短期の貸出金利の若干の上昇といった変化の後も、総じて緩和状況には変わりないという意味で変わらない訳である。

それでは、ポイントであるが、まず図表 1 クレジット関連指標に 5 業態合計の貸出の数字がある。11 月は -1.8% と結局 7~9 月 -1.9% の後、10 月 -1.7%、11 月 -1.8% とほぼ -2% 弱で推移している。ヒアリング等で



は、一部IT関連等に資金需要が出ているとの話もあるが、引き続き全体としては返済圧力が根強い中で、変化はみられていない。従って、今年の1~3月までマイナス幅がどんどん拡大していた傾向には歯止めが掛かっているが、その後大きな動意はみられない状態が続いている。一方、図表3資本市場関係では、CP発行残高の11月が約18兆円になっている。ちょうど昨年末はY2K絡みでCP発行が非常に増えた時期であった訳であるが、今年はほぼそれに匹敵する額のCP発行が11月になって行なわれ始めている。しかもCP全体の発行残高は17.9兆円であるが、これから本行のCPオペを除いた民間部門だけのCP市場の規模としては、この11月で15.5兆円と既往ピークになっている。背景としては、ノンバンク、商社等がCPを発行してCDを購入するといった鞘取り、それから企業の一部で昨年のY2Kほどではないが、RTGSを控えて若干早めに調達をしていく動き、さらに大企業の一部で決算賞与資金をCPで調達し出す動きが出ているためとみている。それから、社債発行等については、総じて動意の乏しい状況が続いており、残高の前年比で2%程度の推移が続いている。従ってこうした借入と直接市場調達を合わせた民間部門の資金調達についても、今年の5月から6か月連続で前年比約-1%という膠着状態が続いている。こうした資金調達環境を映じて、マネーサプライも余り動意のない展開が続いている。図表5マネー関連指標のマネーサプライM2+CDの数字からみて頂くと、前年比は10月2.1%の後、11月も2.1%と2%程度の横這いの伸びが続いている。ただし、毎度申し上げているが、マネタリーベースについては、専ら郵貯の手許現金積み増しという日銀券の発行高増加要因を背景に伸びを高めており、11月のマネタリーベースは+5.7%まで伸びを高めている。これは先程山下金融市場局長からも説明があったとおり、12月、1月とRTGS関係で金融機関が当座預金をどの位積むかにも依存するが、仮にこの11月の残高でそのまま走った場合、12月からは昨年のY2K要因の裏で、マネタリーベースの伸び率は落ち出す公算が大きいとみている。その他金融商品の中で少し目立った動きをしているところを紹介すると、まず郵貯は定額貯金の満期流出の関係で先月

11月残高-0.4%とさすがにマイナスになっている。ただし、郵貯からのいわゆる再預入率は、9月まで大体69%位であったのが、10、11月と72%位にむしろ若干上がっており、その意味では株の低迷等で投信に流れるのではないかという期待が余り実現しておらず、意外に郵便局そのものに戻っている状況のように思われる。

企業金融周りでは図表10金利関係指標をみて頂くと、10月の新規約定平均金利が出ている。短期は10月1.865%という数字になった。実は、ゼロ金利時代昨年2月から今年の7月までの平均の短期の金利が1.66%だったので、それと比べて0.2%位上昇したことになる。この間市場金利は例えばユーロ円は0.35%位上がっているので、市場金利の上昇分は転化されきれていないが、そうはいっても0.2%位上がったところで落ち着きつつある状況かと思われる。こうした貸出金利の動向、あるいは最近の株価の低迷の中で、企業金融関係の指標がどう変化したかであるが、その点は冒頭申し上げたとおり、今のところほとんど変化はみられない。図表14資金繰り判断DIには短観の新しい数字が出ているが、7~9月と書いてある9月短観の次に続く今回の短観の数字は全部同じ数字であった。全国短観-5%ポイント、大企業+13%ポイント、中堅-4%ポイント、中小-11%ポイントと全部12月短観も横這いである。それから中小公庫、商工中金等は11月の最新の数字が出ているが、こちらも資金繰りの窮屈度合いが段々減ってきていることには変わりはない。それから、貸出態度判断DIもほとんど変化はなかった。9月短観の数字に続く今回の短観も全国短観の+3ポイントという数字がそのままであり、中小公庫の調査もほとんど変わっていない。図表15でこうした企業金融の背景にある企業の手許現金の様子が、法人季報が出たので簡単に説明しておく。資金過不足額を例によって簡便法のキャッシュ・フローと設備投資額を比較したフローの資金余剰額でみると、この第3四半期で金額的には3.7兆円と既往最高の資金余剰になっている。勿論業種、企業によって個別にバラツキが大きいですが、全体としては3.7兆円もの資金余剰であることが、こうした企業金融緩和の一つの背景になっているかと思われる。借入金対売上高比率等もマクロ

的には全体としては売上の増加と、借入の減少を背景に好転している状況が続いている。

最後に企業倒産である。図表 18 企業倒産は昨日 11 月の数字が出ている。11 月の数字をポイントだけ申し上げると、10 月 1,655 件に続く 11 月の数字は 1,566 件、前年比が +11.7%、季調値は少し増えて 1,610 件、それから特別保証制度関連が 382 件、負債総額が 1 兆 2,940 億円であった。従って、倒産件数については、この 8 月以降でこぼこしながら大体横這い圏内の動きで、この間前年比は段々縮まってきている姿かと思われる。業種別の構成比をみても、引き続き建設業、卸・小売が高い状況は大きく変わっていない。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原委員

先程 CP の増発理由を三つ挙げていたが聞こえなかった。鞘取りと、RTGS ともう一つは何か。

雨宮企画室企画第 1 課長

これはヒアリング情報なので、18 兆円のうち何兆円か分からないが、三つ目は決算賞与資金の CP 調達の動きである。この時期決算賞与資金を企業が調達する際、ヒアリング情報で今回の特徴は銀行に決算賞与資金の借入需要がこなかった一方で、商社等を中心に CP を使って発行しようという動きが出ているのではないかという話があった。

中原委員

それから、先程の 1.66 は何の数字か。

雨宮企画室企画第1課長

1.66は約定平均金利の短期のレートの昨年2月から今年の7月までの平均値である。要するに図表10企業の資金調達コストの貸出約定平均金利の短期の10月1.865%に対応するゼロ金利時代の平均値が1.66%であったということである。

中原委員

昨年の2月から…。

雨宮企画室企画第1課長

昨年の2月から今年の7月の平均値である。

中原委員

それから、郵貯の再預入率をもう一度教えてもらいたい。

雨宮企画室企画第1課長

大体60~72%位と申し上げたが、4~6月は69.9%である。

中原委員

分かった。結構頑張っているな。

速水議長

他にないか。それでは、これで執行部の説明は終わり、10分コーヒープレイクをとり50分に再開する。

(午前10時40分中断、午前10時51再開)

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

#### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それではこれまでの報告等を踏まえて、政策委員会としての検討に入りたい。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ご意見を頂いて、次いで自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番にご意見を頂戴して、討議して頂き、最後に政府から出席の方々からもしご意見があれば承る順で進めて参りたいと考えている。

まず金融情勢についてご意見を頂くが、ポイントをなるべく絞ってご議論頂き、お一人 10 分程度を目途にお願いしたい。効率的な議事運営にご協力をお願いしたいと思う。本日は、中原委員からお願いする。

中原委員

これまでの会合で年末から来年度の初めにかけて景気は正念場を迎えると言ってきたが、その姿が段々見えてきて、恐らく来年の 2 月に景気が山を迎える可能性が出てきた。従って、これは景気の足踏みや踊り場、中だるみといったものではなく、来年の 2 月頃に景気が転換する可能性が出てきていることと考えている。

10 月の景気動向指数をみると、足許の景気は拡張局面にある。D I の先行が 50 から 85.7 に回復したし、D I の一致も 18 か月連続で 50 を超えている。しかしながら先行きの景気については後退の可能性があることがはっきりと分かってきた。まず景気の山が近付いてきたことを示す信号として、米国商務省のやり方で P1 というものがあり、山が近付いたことを示す P1 信号が出た。それからコロンビア大学の予測方法による P2 という信号も出ていて、P1 と P2 の信号が一緒に出ることは極めて珍しいケースである。過去の例を見ると例えば 99 年の 4 月に底を打った訳であるが、あの時の確か 1 か月前に谷についての信号が二つ一揃いに出ている。今度山で二つ一緒に出たことは、過去に恐らく例がないことだと思う。こ

ういうことであり、来年の2月に景気の山を迎える可能性がはっきりと出てきた。従って今後11月以降の景気動向指数で特にC I、D Iの先行指数が非常に注目されることになってきたと思う。

それからC Iの中で例えば鉱工業生産指数の季節調整値をレベルで見ると恐らく8月の108.4が単月としてのピークであり、これを多分抜けないだろうと私は思っている。それから今のところ8月にピークをつけているとみられるのは原材料消費指数、大口電力指数、稼働率指数、投資財出荷指数、中小企業売上高、中小企業出荷指数等があるが、6か月続けて反対方向に行かないと景気局面が確定しないし、11の指標のうちの半分以上となる6つの指標が安定した時に全体が確定する訳である。そういうことを踏まえたうえで恐らく来年の2月が要注目だと出てきた。それから機械受注についてみても、一応先行指標といわれているが、私の考えでは設備投資の先行指数であるが、これの持っている意味は一致指數的な意味が強いと思う。恐らくこれも、8月の季節調整後で1兆2,031億円、前月比+26.6%が単月としてはピークになるのではないかと思われ、控えめに見ても年度内にピークを迎える可能性が強くなってきた。

海外についてみると、OECDのメイン・エコノミック・インディケーターズという景気先行指数があり、このC Iの季節調整済前年比は99年12月の+5.9%をピークに鈍化傾向である。直近の10月では+0.9%まで鈍化している。水準で見ると、2000年5月の117.3%をピークにその後低下傾向を辿っており、10月は116.2%まで低下している。従って世界景気全体についてスローダウンの傾向が非常にはっきりしてきたと思う。

それからアジアが注目であるが、NIEs、ASEAN4の民間20社の平均をみると、ゲタを除いた実質伸び率はNIEsで99年の+6.1%から2000年は+4.6%、ASEAN4で同じく+4.5%から+3.3%へ下がってきている。特に私は韓国のことを申し上げてきたが、次に台湾が心配になってきて、台湾では政治的な混乱に加え、特にハイテクの輸出が非常に落ちてきている。それからバンキングクライシスの可能性があり、全体の貸付の5.4%がノン・パフォーマンス・ローンになっている状況であるの

で、銀行の淘汰も避けられないのではないかと考えている。それが大体の概観であるが、日本の中では恐らく設備投資について微妙な局面に差し掛かってきている。これまで成長をリードしてきたが、機械受注の達成率が1~3月の103.1をピークに4~6月102.2、7~9月98.5と100を割るところまできており、この達成率は機械受注に対しても先行性を持っているので、今後注目される。

それから景気後退を裏付けるもう一つの指標はいわゆるC Iの一致・遅行比率であり、3か月連続の下落となり、ダウン・トレンドが極めて明確になったことを申し上げ忘れたので付け加える。

国内では設備投資に続いて消費が一進一退であり、しかも依然として所得環境が整っていない。例えば法人季報の最近をみると、人件費のカットが-1.1%、人員のカットが-2.6%であり、リストラが進行中である。リストラの進行と所得とは両立しないので、暫くリストラが続くことになる。ただし人件費のカットが4~6月は-5.4%、人員が同-5.1%であったのでリストラの進行度合いは一応中だるみになってきたと思っている。

それからアメリカについては何がハードランディングかであるが、大体Fedは潜在成長率を4~4.2%とみているようである。これが1%下がって3%程度で収まるのであれば、人員、設備等の過剰も処理できるだろうと思うが、問題は四つある。一つは失業率がどうなるかである。例えば毎月0.2%前後で上がってくることになる問題が起きてくる。現に自動車業界では長期不況を睨み、大幅な人員削減を考えているので、失業率がどうなるかである。第二番目は設備投資で、GDPベースで15%が6%に減速した。これは一部の理事に言わせると経済が均衡状態にあることを示しているとのことであるが、これ以下に落ちると問題が生じてくる。それから消費の極端な冷え込みが起こらないかどうかであり、例えば11月のリテールセールスが-0.4%と、7か月間で最初の下降となっている。それから今週のコンフィデンスは2年間以上をとっても最低の水準であるし、クリスマスのショッピングも余り良くない。また、乗用車、トラックのセールスが良くないほか、消費者の負債が非常に上がってきて、ある計算では過

去 20 年間で最高になったとのことである。このように最近出ているバッドニュースは、1990 年代の初期のリセッション以来最悪と言われている。四番目にハードランディングの指標は勿論株価の急落である。株価については前に何回も申し上げているが、1 月 14 日の大引けの高値 11,722 ドルから 3 月で安値の 9,796 ドルをつけ、それ以後 9,800 ドルと 11,500 ドルの間の保合い相場であるが、現在のところは直近の高値の 11 月 6 日の 10,977 ドルを抜けていないといったように、ダウ平均株価も不安定である。原油その他については後程申し上げる。

#### 速水議長

それでは次に三木委員お願いする。

#### 三木委員

景気の現況と景気の先行きと二つの項目に分けて話したいと思っている。まず景気の現況では、個人消費は量は伸びているが価格がなお弱含みで一進一退から一進一停の動きにまできているが、結果として二極分化、斑模様には変わりはない。消費の構造変化を考えると、個人消費はある意味では平時の状態、好況でも不況でもない普通の時とみてよいのではないかと考えている。それから設備投資は増勢が維持されている。企業収益も改善の方向ではある。すなわち民需の自律回復の道筋は見えてきており、緩やかな回復軌道には乗っていると思っている。こういう動きの中で現状は踊り場にある。今次景気回復局面を考えると、構造調整を抱えながら輸出と公共投資の下支えの中で、需要構造の変化に対応した企業収益の改善、それから IT 産業をトリガーとした設備投資の増加、こういった経済構造変化主導の回復になっている。こういった局面では、やはり二極分化、斑模様の回復になっていかざるを得ないし、構造調整の下押し圧力を抱えながら、マクロ的には面の広がりを見せつつ進めていくことになると思っている。従って、そのテンポも緩やかにならざるを得ないし、途中小休止も避けられないと思っている。少し詳しく申し上げますと、安値品、あるいは



ユーザーニーズに合ったものといった選択的消費の下で売れる商品、売れない商品の二極分化となっているが、消費財の供給数量は伸びており、96年から97年のレベルまで回復してきている。一方サプライサイドでは、技術革新、新商品開発の動きとITを軸にした物流合理化、国際競争力コストを念頭に置いた内外価格差の縮小といった価格圧力が続いている。こうした価格下落を背景に、名目所得が伸びない中でも、実質消費は伸びている。従って、消費性向もわりと安定的に推移しているのだろうと思う。因みに、99年第1四半期から今年の第2四半期まで6四半期の平均を取ってみると、雇用者所得の平均伸び率は-0.4%と下落し、消費デフレーターも-0.6%となる中で、実質最終消費は+1.1%とバブル崩壊後92年から98年の7年間の平均値である+1.4%にほぼ見合う位の伸びまでできており、物価下落を通じた実質消費成長の姿が見て取れる。

中小企業の設備投資はやっと前年比プラスの形となったが、全体の伸びの足を引っ張っていることには変わりない。これは中小企業には設備過剰感が依然として強いことと、赤字企業がなお多く設備投資余力がないこと、部品メーカーの海外移転の動きがここへきてさらに加速されているといった三点によるのだろうと思っている。もう一つは企業倒産で、本日の説明にもあったように、依然として企業倒産が高水準であり、センチメントとしては非常によくはない。

最後は生産の問題で、鉱工業生産動向をみると、第3四半期までは生産は上昇してきたが、ここにきて国内は上昇を続けているものの、輸出は足許高止まりというのがこの第3四半期の姿になってきている。出荷の指数をみても第2四半期125.5が第3四半期では122.1と明らかに減ってきている。第4四半期は輸出の減からも伸び率は鈍化の気配になるのではないかと思っている。そしてここでの懸念は三つある。一つは在庫調整の動きで、もう既に鉄鋼、石油、化学では一部その動きが出てきている。二番目は輸出鈍化の動きであり、これは自動車などでも明らかに出てきている。三番目は企業生産計画の下方修正の動きが出てきていることである。

それから金融の面での問題は、やはり不良債権がなかなか減らないこと

である。問題三業種向けの不良債権処理先送りに加えて、土地価格の下落、企業体力の悪化からなお二次ロスが大きく、逃げ水現象のようになっている。こういった事柄が、回復に不透明感をもたらしていると思われ、やはり踊り場にあるのではないかと判断している。

次は景気の先行きであるが、この踊り場から緩やかな回復軌道へ向けては様々なリスクを抱えていることが指摘できる。第一点は、米国経済の減速とそのアジア経済への影響があると思う。東南アジア経済は、輸出依存の姿は変わっておらず、その輸出が少しずつ落ちていくことに加えて、民需の回復に翳りが出てきている。ほとんどの国において民需の回復に翳りが出てきており、2001年のGDPは押し並べて減速の見通しになりつつある。それから、原油価格の高止まりと製品価格の低止まりの動きと輸出減からくる生産減はコストプッシュに繋がるので、企業収益の伸び鈍化をもたらす。今回の短観では2000年度収益は上方修正されているが、その伸びは上期に稼いで下期はむしろ下方修正の形になっている。企業が下期に価格軟化を見込み、これを減益要因として織り込んでいるのではないかとと思われる。企業収益の源泉はなお人件費圧縮によるリストラの寄与度がかなり高く労働分配率は下がる傾向にある。特に中小企業ではそれが顕著である。一方、企業収益の使い方をみると、引き続き債務圧縮、内部留保の蓄積、そして必要な設備投資と、労働所得の分配に踏み切るまではまだまだ遠い状態で、企業から家計所得への移転には時間がかかる局面だと思う。二つ目の問題は、まだバランスシート調整を抱えている訳であるから、当然のことながら、設備投資、消費の伸びを抑制する力になるであろうことである。それから三番目に設備投資についてもITを使うユーザーの投資はまだ増える方向が期待できると思うが、IT関連企業の投資に循環的調整の可能性がいよいよ出てきていることであり、これが今要注意の局面にあると思う。以上である。

速水議長

武富委員お願いする。

## 武富委員

景気は今残念ながら凧状態に入ったと思う。ただ、これは景気の下り坂が始まったと評価すべき性格のものではないと思っている。本日は景気をゴルフに譬えてお話ししたいと思う。堺屋長官を差し置いて譬え話をするのは僭越と思って今まで控えていたが、本日位はお許しを得られるかと思っている。98年に日本経済は、大変なラフに入ってしまった。政策当局としてはアンプレイアブルの宣言はできないし、ギブアップもする訳にはいかず、とにかくアイアンを持ってカー杯ボールを叩いた結果としてゼロ金利政策や赤字覚悟の財政出動を行なった訳であり、幸い何とかフェアウェイには出た。その後も木が立ちほだかったり、枝が邪魔をしたりはしたが、現状漸く何とかグリーンには乗ったところまではきていると思う。ただ、このグリーンが18ホールある中で一番の難物だと思う。とにかく構造調整という凄くきつい傾斜がある。真ん中を境にして両方に傾斜がある。向こう側は二極化の悪い方であり、そこにボールが行ってしまうと池まで転がり落ちかねないし、業種別の斑模様というでこぼこもある。しかも悪いことにグリーンの手入れが悪く、構造改革をしたがらない企業もまだ残っていると思う。しかも、海外経済という横からの突風も読みに入れないといけない。であるから今乗っている位置から、型どおり2パットでホールアウトして景気の本格的回復に行くかどうか、非常に難しいと思う。プレーヤーである企業家の皆さんもそういうことがあるので、今必死になって芝目を読んでいる。その状況が今回の短観の業況感の微妙な変化に一部反映していると思っている。かつて新聞のインタビューで不遜にも下りのスライスラインを読むのは比較的簡単だと言ってしまったが、今しまったなと思っている。この難しい位置に乗ったボールからホールの方を見ても、どうも上りのラインなのか下りのラインなのかも見分けが難しい。仮に読めても手入れが悪いから思わぬ方向にボールが切れかねず、ボールが思ったとおりに転がらない。いずれにしても、今凧状態に入っている背景は色々あるだろうが、一つには先程来議論が出ている米国経済の変化が

起点になっている。これまで日本の景気を牽引していた情報通信の関連需要と輸出の二つが米国経済の変化を起点にして、一頃の勢いを無くしている。情報通信の世界は特にグローバルなリンケージが強いから、この分野の需要鈍化は輸出にも繋がって響いてくると思う。それから輸出プロパーとしても例えば米国向けの自動車、あるいはアジア向けの素材品等に弱さがみられる訳である。それから二つ目の背景は、こうした状況があるから、産業界において下期の収益期待が、従来のような鋭角的な収益増は見込み難いという感じに変わっている。そうすると、前向きの構造転換を図る能力が一時削がれて転換スピードも鈍ってしまうという危惧を持ち始めていることが最近の業況感の中だるみにも繋がっていると思う。以上申し上げた二つが経済ファンダメンタルズ的にみた凼入りの要因だと思う。ただ、これもアメリカ経済次第のところが多い訳で、本当にどの程度アメリカの需要が落ちるのか、クリスマス商戦の最終週をみてからでも遅くはないと思うし、その結果次第でアメリカの政策運営がどうなるか見極めるべきだと思う。アメリカからアジアへの影響というものも、そういうことの後によく見極めることでよいのではないかと思う。

色々と先行き懸念材料はあるが、悪いことばかりでもないことも合わせてみておく必要があると思う。その一番中心となる心配材料は情報通信関連需要の先行きであるが、四つ位、マイナス面ばかりでないところもあると思う。一つはインターネットへの接続端末は、パソコン以外にも多様化していることは、既に指摘したところである。また、携帯電話が次世代へ拡大していく狭間にある訳で、こういう狭間特有の変則的な需要の動きと、トレンド的な動きは峻別して見極めなければいけない。それから、これらの端末機器に供給する部品も90年代半ばの半導体不況の時に比べると用途別、性能別にある程度国別、企業別に棲み分けが進んでいて、若干のクッションがある。さらに利用者によるシステム開発などへの外注需要も根強いし、むしろこれからもっと出てくるようなことがあるので、その辺のバッファ要因もきちんと頭に入れておく必要があると思う。次に、環境としてはこれまで強くリスクとして意識してきた原油高、ユーロ安が執行

部の報告にあったとおり、現状は小康状態に戻っている。また、円相場も引き続き若干円安気味で安定的に推移しており、輸出採算も悪くない。加えて、長期金利はボラタイルであるが、総じて低い水準にある。従って、外部環境のリスクとしては、アメリカ経済の先行きと日本の株安の二つ位に絞られてきている。そういう意味では、先程のゴルフに譬えて言えば、ハザードやアンジュレーションの厳しさが、多少マイルドになっている。従って、今グリーン上でホールの方をみて、途中何が起きるかは分からないとはいえ、大きくスライス・フックするというよりも、基本はストレートラインで読んでよいのではないか。つまり、前向きな景気循環のメカニズムそのものは、まだ働いているという理解でよいかと思う。

最近出た法人季報で、損益分岐点比率等、色々調べてみると、大きい流れとしての改善傾向はまだ続いていると思う。下期の収益にかなり慎重論も出ているが、売上高が大きく下振れるようなことがなければ、そこそこの収益は上げられると思う。その売上額との関連で、消費と物価の先行きを考えると、ここについては、直ぐにも大きく改善することは、確かに望み難いだろうと思っている。例えば、IT投資はIT利用者も含めて、非常に良い効果の一部の企業、産業にもたらしている反面、そこに参加できないところが脱落していくという意味では、そのセクターの雇用とか商売が、一部奪われるというデバイドがある。これは消費にとっては必ずしも良いことではないし、また、企業の再編も、資本関係など従来の長期取引関係よりもITを軸に進むようなことがあって、そこからはみ出るとなかなか存続が難しい環境がある。今回は家計のバランスシートの話をしたが、非常にラフな試算で家計の資産を時価換算して負債との差額を一応ネットワークスと考えると、最近物価、株価の動き次第では少しネットワークスが減るようなことがあり、所得・雇用周りは良くなってきているが、家計が抱えるストック問題が消費性向の上昇をやや抑制しているようでもある。段々消費にとってポジティブなフローベースの環境は整ってきているが、こういうストックベースの問題がもう少しほぐれないと、消費が力強くは回復しないだろうと思う。以上である。

速水議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

私の結論は、今武富委員が言われたこととかなり近いが、武富委員との違いは、私はゴルフが下手な点で、ゴルフの比喩を避けて三つほどポイントを申し上げたい。最初は需給ギャップについて、第二点は回復のメカニズムそのもののチェック、第三点は10月末に発表したりスク評価のその後である。第一点は、最近の経済のスローダウンによって需給関係が緩和の傾向に逆戻りしつつあるのかという点のチェックである。もし需給ギャップがもう一度傾向的に拡大を始めることになれば、これは自律回復がおぼつかなくなっていくと思う。この検討は結局は程度問題になってくるので、判断は非常に難しいと思うが、まだ需給ギャップが拡大に転じつつあるような材料は出ていないのではないかというのが、私の取り敢えずの評価である。直近まで、製造業の稼働率指数は上昇を続けている。それから、先日の短観でみると、設備の過剰感あるいは雇用の過剰感は、極く僅かではあるが過剰感が減る改善の方向への歩みが続いている。ただ、その歩みが鈍くなってきているのが直近の状況だと思う。現時点で利用可能なこういう材料をみる限り、需給の改善テンポが鈍くなってきているとは言えると思うが、拡大へ向けた動きが止まった訳ではないと思う。

第二点は回復のメカニズムそのものについて、従来我々が考えてきたロジックに沿って、三つに分けて考えてみたい。最大のポイントは企業収益の改善傾向が持続するかどうかである。短観で今年度下期の計画をみると、要になってきた製造業においては、前年度比の増益率も数字としてかなり高い数字が出ているし、また売上高に対する利益率、マージンについては、引き続き拡大が予想されている。そういうところからいって、まだこれは傾向としては増益の持続と思う。簡単なチェックとして、生産指数の年度後半の伸びを見てみると、10～12月は取り敢えず前期比0.7%、1～3月

は調統局のヒアリングに基づいた0.5%程度の増加——つまり増加率が少しずつ鈍くなっていく——で伸ばした場合、本年度下半期は、前期比で1.7%位の増加になる。この数量の伸びと、最近の円/ドル相場のレベルが短観の想定に比べてかなり安い方向に振れていることを考え合わせると、マクロでは増益が続く可能性の方が依然として高いと思う。問題は、生産の伸びが先程のような数字からさらに弱くなりはしないかだと思し、もし伸びがもっと横這いに近くなってしまうと、それに比例して増益の維持が恐らく難しくなってくるのだろうと思う。最近のスローダウンの要因から考えていくと、それは結局輸出の動きにかかっているように思う。輸出市場全体の動きとしては、昨年までの加速が加速を呼ぶようなパターンから逆回りが始まったように思うが、様々な世界経済の見通しの数字をみると、来年も4%位の成長が続くとの見方が多いようである。もしそうだとすると、これはまだ比較的高めの経済成長が続くということになる。この程度の見方がさらに下方修正されていく可能性は私はあると思うが、どの程度の下振れが起きていくかがポイントで、ここはもう少し状況を見ながら判断していくべきポイントだろうと思う。回復メカニズムの第二点は、ハイテクを中心にした本邦企業による設備投資の増勢が持続するかどうかという点であり、これは短観で投資意欲の強さは確認できたと思し、様々なヒアリングなどでも確認できるポイントだと思ふ。従って、リスクとしては国内のスローダウンがもう少しはっきりとしてくるような事態——結局世界経済のスローダウンがアメリカを中心にもっとはっきりしてくる事態——が起き、それが結構長引く場合に、投資意欲の持続が可能かどうかだと思ふが、これはもう少し先の話ではないかと思う。それから第三番目に、世界経済の環境が良くてハイテク企業を中心に設備投資の増加が起きていても、家計部門が余りにも弱い状態だと、全体としての回復の歯車が回らないという場合についても考えてきた訳であるが、労働市場の状態なり、家計所得の状態なりをみると、大きな変化が起きていないように思う。企業収益の先行きについての懸念が仮に今後強まるようなことになると、リストラの手をさらに強めるようなことがあり得るのかもしれ

ないが、私は今のところはそのような動きが具体的にみえる訳ではないと思う。以上を要約すると、回復メカニズムは全体として維持されていると思うように思う。

最後は、先般の「展望とリスク評価」の中で挙げた、幾つかのリスク・ファクターの評価、その後のフォローアップである。第一の世界経済が減速しながらも安定的に成長するという見通し、特にIT需要について急激な変化が起こるのかが第一のチェックポイントだったと思う。ITについては一部騒りが出ており、それが一部の経済をかなり大きく揺さ振っていると思うが、情報化投資全体の大きな波が頓挫すると見るのは尚早だと思うし、世界経済全体としてもアメリカ次第だと思う。先程のように世界経済全体として4%位の成長が続く可能性が強いとすると、この第一のチェックポイントは概ね想定線の近い、あるいはそれに比べて若干の下振れの程度かと思う。第二のチェックポイントとして原油価格の上振れがあったかと思うが、これはむしろピークアウトがはっきりしつつあることで、リスク要因としてのウェイトは後退していると思う。三つ目が世界的な株価調整、あるいはそれが為替の変動に跳ねてくる可能性であったが、最近為替面で起きていることは円安方向への動きなので、当時想定していた「米国を中心に株価調整が非常にシャープに起きてくると、円高の波が生じるかもしれない」という懸念とは少し違った状況になっていると思う。そういう意味でテクノロジー株の世界的な調整は、かなりの規模で起きてきたと思うし、東京株式市場にもその波は及んできた訳であるが、円のかんりの下落によってある程度のクッションができていていると思う。ここはやはり今後の米国の株価動向次第だと思う。それから第四点はバランスシート調整、企業のリストラの動きであったが、ここは予想していたのに比べ、東京の株価の弱さが続いているという意味で、環境としては厳しくなっている。ただ、現象的に金融機関の融資姿勢やマーケットにおけるスプレッド等について、景気に対する新たな阻害要因が観察される状態ではないと思う。最後は将来に対する一般的な不安感がある。これは残念ながら不安感が多少とも増大する方向に物事が動いていると思う。ここも消



費者のコンフィデンスが目立って低下するとか、企業が投資計画を下方に修正し始めるようなことは起きていないし、今のところは多分にムード的なものに止まっていると思う。しかしながしかりスク・ファクターとしての重みが増す方向に動いていると思う。

以上、三つのポイントを纏めてみると、私は幾つかの側面で経済にダウンサイド・リスクが増大しつつあると思うが、緩やかな成長の角度が当面さらに緩やかになりつつあることであって、回復のメカニズムについての私共のこれまでの理解が正しければ、そのメカニズム自体が崩れた訳ではないと思う。武富委員も言われたように、リスクの多くが米国に何らかの形で繋がっている状態だと思うが、そこを当面は良く見極めていきたい。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

経済の現状についての武富委員の「凧」という表現は、格好良いと思って聞いていたが、足踏み状態、踊り場、ポーズ、様々に表現されるそういう状況になっている可能性は否定できないように思う。ただし若干の留保はつくものの、緩やかな回復という経済の基調判断そのものは変える必要はないと私も考えている。最終需要の面では調査統計局からの説明にもあったように、公共投資の減少、輸出が横這いに転じたことが生産の増加テンポの鈍化に結びついているようである。と言っても先行指標からみて設備投資は堅調に推移しているようである。また個人消費は引き続き一進一退の動きではあるが、毎勤の名目賃金が引き続き前年を上回って推移していること、冬のボーナスも3年振りに前年比プラスになるかもしれないといったように家計の所得環境は極くゆっくりと底固さを増しているように見受けられる。問題はほぼ全員の方が指摘しているように、アメリカ経済の減速の程度と、それが世界経済にどのような影響をもたらしていくだろうかであると思う。この点に関連した幾つかの兆候、例えば東アジア

の在庫調整、原材料市況の悪化、あるいは先行きの不透明感等が企業マインドや株式市場に影響を与えていると思う。この間発表になった12月短観もこのような経済の姿を反映したものとなったのではないだろうか。今回の短観の特色は一言で言うと「現況は堅調持続、ただし先行きも含めマインドはやや慎重化」ではないかと思う。まず収益や設備投資といった企業の経営計画は堅調だった。これは基本的には企業部門から始まる回復の動きが続いているということを示している。ただ、下期の収益が下方修正となっていることや業況判断DIが横這いから先行き低下となっていることなどは、輸出、生産面などに見られる足踏み感や先行き不透明感を反映しているのではないかと思う。物価面では、消費者物価、国内卸売物価とも前年比若干のマイナス傾向が続いている。目下のところは需要の弱さによる物価低下圧力が再び強まっている訳ではないと思うが、景気が足踏み状態に入っているとすれば、先行きの物価情勢については一段と注意深くみていく必要があると思う。金融面では短観の資金繰り判断DI、貸出態度判断DIなどはこれまでと同様の緩和的な金融環境が続いていることを示しており、ゼロ金利の解除やこの間の株価下落が金融機関行動や企業の資金調達環境に特段の影響を及ぼしてはいないように見える。以上が個々のポイントに関する私の観察であるが、先行きのダウンサイド・リスクとしては、専ら世界景気減速の程度とその影響に絞られてきていると思う。ただ世界経済の動向については、プラスの材料も出てきていると言える。これまでと比べてアメリカ経済のソフトランディング予想はやや強まっているように思う。また原油価格の反落も世界経済にとってはプラスと言える。さらにユーロ安が是正されつつあることも広く国際金融資本市場安定の観点からみれば好材料として働くかもしれない。勿論、アメリカ経済が減速するだけでもアジアや日本経済に対する影響が大きくなる可能性もあるし、そもそもアメリカ経済の動向自体がまだまだ不確実性が残っている訳なので、この辺りも含めて当面は十分慎重に情勢を点検していくことしかないと思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

今日は特に皆さんが同じような要因を挙げている気がする。だからと言って全部簡略する訳にもいかないので私の意見を申し上げる。景気回復のペースが一時的にせよ鈍化してきているようである。これもほとんど全員の方が指摘されている点である。輸出が鈍化してきていることが主因と考えられるが、公共投資が減少してきていることや住宅投資が若干減少気味になってきたことにもよっていると思う。公共投資や住宅投資が減少することは予想されてきたことだし、輸出の鈍化も米国経済のスローダウンやそれを反映したアジア経済の拡大ピッチの低下予想によってある程度考えられていたところである。ただ、これは平野国際局長も説明していたが、最近の米国経済の拡大ペース鈍化はかなりはっきりしてきたし、アジア各国の輸出の伸び率低下も数字の上で確認できるようになってきた。だから米国経済、アジア経済の動向には特別の注意が必要な局面になってきたと思う。もっともこれによって藤原副総裁が言われていたように、これまで想定してきた国内経済回復シナリオは変える必要はないと思う。企業設備投資の回復は続いているし、雇用・所得情勢は緩やかながら回復の方向にあり、個人消費の回復が待たれる。ただ気になる点としては、投資に関しては一部に強い数字も出ている一方、消費の基盤となる所得周りの動きが今一つ力強さに欠けることである。例えばまだ数字は出揃っていないが、冬の賞与は予想外に限定的になりそうである。輸出動向などを反映した生産拡大ペースの鈍化も反映してここ暫く景気回復局面における踊り場の状況になると思う。この言葉も随分皆さん使っていたが、状況は先日の短観の業況判断D I、特に大企業製造業の業況判断D Iの足許と先行きの数字に近いイメージである。つまり足許は9月比横這い、来年3月は若干低下もあり得るといったものだと思う。もっとも短観に先行して発表になった大蔵省の景気予測調査による景況判断D Iのように、足許景況の予

測比下振れは短観と同様ながら今年後半から来年前半にかけて緩やかながら景況の継続的な改善を示しているものもある。

次に設備投資、個人消費、輸出入に関連した情勢を検討した後、物価について若干触れてみたいと思う。まず設備投資については、強弱両方の統計が発表されている。ただ全体としては回復が続くことを示していると思う。法人季報による7~9月期の設備投資は前期比若干マイナスであったが、短観による今年度設備投資計画は金融機関を含め上方修正された。中小企業・非製造業の設備投資計画の上方修正が限定的なのは気になるが、大蔵省の景気予測調査による強めの数字もあり、今一つ実態の把握が困難である。先行きについては建築着工床面積が下がってくる一方、より重要な機械受注は順調に伸びていることから、ここ暫く腰折れの心配までは必要ないと思う。この関連で企業収益の動向が問題になるが、短観による下期の経常収支の下方修正が気になる。年度全体の収益計画を修正しなかった場合、上期収益が大幅に上振れした時には下期の収益の数字が下方修正されることになるのではないかと思う。これが下期の大幅な下方修正の少なくとも一つの要因ではないかと推測しているが、上期対比で下期に収益の改善が鈍化することはどうも間違いなさそうである。ただ、これは山口副総裁も指摘していたが、短観では売上の伸び率低下が全体として予想されていない下で、売上高経常利益率は改善方向にある。下期の収益情勢が設備投資にどう影響するか注視したいと思う。個人消費のベースとなる雇用・所得情勢については緩やかながら回復の方向にある。労働力調査や毎勤統計、あるいは職安統計は雇用市場の緩やかな改善を示唆しているし、短観でも雇用の過剰感は緩やかに後退している。毎勤統計による賃金も非常に緩やかながら回復している。ただ、これは先程冒頭で申し上げたように、冬のボーナスはこれまで発表された幾つかの見通しによると、前年比で増えるにしても、かなり限定的なものになりそうである。こうした雇用・所得情勢は個人消費を考えるうえでは非常に重要であるが、どちらかと言えば遅行指数だから景気の先行きを考えるうえでは設備投資の持続性やその広がり、当面それ以上に重要な変数は輸出ではないかと思う。そ

ここで輸出入についてみると、輸出数量が頭打ちとなる一方、輸入数量が伸び続けている。米国経済のスローダウンを示唆する統計がここ1、2か月急に目につくようになったし、アジア各国の輸出の伸び率の鈍化もここ1、2か月目につく。ヒアリングなどによると、ここ暫く輸出が頭打ちになる可能性がありそうである。その場合、マイルドな在庫調整が起こるだろうが、在庫水準がそう高くないこともあって生産の伸びは低いながらも続き得ると思う。これらの点を見極めるためにも米国経済の鈍化ペースの把握やアジア経済の動向をフォローする必要があるとこれまでにも増して感じている。また、ユーロ相場の底打ちや原油価格の反落、あるいは円相場の若干の軟化といったものの影響にも注目している。

最後に物価情勢については、国内卸売物価が下落してきているし、消費者物価の下落幅が若干大きくなってきた。企業向けサービス価格の下落率も概ね横這いとなっている。物価全体としてはやや弱含みである。企業収益、所得情勢などから考えれば、物価低下圧力は規制緩和や輸入増加による競争激化や流通合理化、技術革新による品質向上をより強く反映しているものと思う。様々な形態の大型小売店の低価格競争が大きな社会現象にまでなっている。供給サイドの変化を反映して弱含みの物価は、暫く続くのではないかと考えている。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

私も既に皆さんの言われたことに付け加える点は余りないが、实体经济に踊り場的な様相がはっきりしてきた点は私も同感である。需要項目のどこに要因があるかをみると、輸出の若干の鈍化傾向、公共投資が一時的に落ち込んでいること、さらに第3四半期のGDPが今後下方修正されることも念頭に置くと設備投資が今年度上半期は思ったほどは伸びていないのかもしれない。このうち第一と第三の要因はやや予想外であったと思う

が、第三の設備投資については、短観のサーベイ結果どおりに出てくれば、今年度後半は強いかと思う。

さて、世界経済、株価、そのうえで物価を含めた経済全体について少しずつコメントしてみたいと思う。米国については皆さん指摘されたように、思ったよりも速いペースでの減速がはっきりしてきたかと思う。それでも必要に応じた米国連銀による金融緩和政策発動に対する期待も含めて、ソフトランディングする予想が依然として支配的かと思う。ただ、私の感じではそのソフトランディングに対応する成長率が、一般にやや少しずつ下がってきている感じがしないでもない。また、米国経済減速の世界的な広がりについても、アジアの輸出等にみられるように、かなりはっきりしてきており、IT分野の減速もそこそこはっきりしてきていると思う。私の感じでは、我々が見通しを作成する際のベースになるような世界経済の来年の成長率見通しは、下方修正を強いられるような気がする。ITも含めた世界経済の今後については、特に一つは金融・実体経済両面でIT関連分野の過剰投資のようなものがどの程度あるか、そして目先の減速は避けられないとしてもその分野の中長期の成長力をどの程度にみるかに依存すると思う。恐らく中長期の成長率は高いというのがメインのシナリオかと思うので、割と早めに回復するシナリオも排除できないと思うし、他方、アメリカの銀行を中心に不良債権が急増し、それに対する引当金を沢山積みまなくてはいけないことが、銀行貸出の伸びの急激な低下に繋がっていることを考えると、やや調整が長引くリスクもあるかと思う。こうした中で、日本の輸出の伸びが下がってきている訳で、注意すべき点としては輸出数量の伸びの減速だけでなく、例えば半導体市況の悪化にみられるように、世界的に日本の輸出品目となっているような財の価格が下がり、これが数量だけでなく、価格を通じて企業収益の悪化に繋がる点も無視できない。

次に日本の株価については、何度か指摘したが、ピーク比約2割程度の下落であり、これは過去をみるとかなり大きな調整である。過去のデータを見てみると、この程度の幅の下落はほぼ必ずその先の景気の減速に繋がってきた事実がある。実際、今回も景気は一応取り敢えず踊り場となっ

た部分もあるので、株価の動きは先見性があったと思う。それ以上の減速に繋がるかどうかは、現時点では非常に不透明と思う。それに関連して、株価の下落を起点として、さらに経済が悪化する可能性としては、一つは金融不安的な動きに結びつくかどうかだと思う。しかし今のところ、そういう方面で目立った動きはないが、注意深く見守る必要があるかと思う。もう一つはマインドへの影響で、一応12月の短観をみると、特に電気機械等の業況判断が踊り場的な動きを示しているところにその影響をみられなくもない。これも注意してみたいと思う。また、株価下落と日本経済が抱える構造調整の問題との関連といった辺りも注意が必要かと思う。すなわち、日本の企業は、金融機関も含めてフローの収益の範囲内でしか不稼働資産の処理のようなリストラを行なわないといった傾向があるように思う。例外は株式含み益を使うケースであるが、しかしこれも株価の大幅な下落で難しくなっている。従って、リストラのペースが今後鈍ったり、あるいは鈍らない場合にそのデフレ圧力がここ1、2年よりも目立ってくるリスクがあると思う。纏めると、やや弱めのデータが出続けているが、設備投資が計画どおり今後伸びてくること、そして公共投資が年度後半から来年度始めにかけて若干回復するようなことを念頭に置いて、さらにその後願わくば雇用者所得が取り敢えず下げ止まっていることから、消費がもう少し強くなって、景気がまあまあ良い方向に再び転じていく基本シナリオをまだ変更する必要はないと私も思う。ただし、1か月前に私が将来の景気の見通しに関連して、メインのシナリオは今言ったようなことであるが、やや悪化してしまうというリスクが少し増えてきていると申し上げたが、そのリスク要因はこの1か月間に消滅するというよりは、ややリスクが大きくなった感じは否めない。

最後に物価情勢では、足許下落が続いて下落幅が大きくなっている。一部は電力料金の引き下げのような現象であるが、他方、例えば今後影響がより大きく出てくる半導体市況の悪化、あるいは良いサプライショック的な面を持った衣料品輸入の動向等、それに追従できない中小企業等への影響を含めデフレ的な影響を持つ部分もあると思うので注意が必要かと思

う。他方、色々な物価の基礎にある賃金を見てみると、賃金上昇率は今年度入り後プラスに転じているので、経済全体がデフレの真っ只中という感じではないと思う。しかし、景気が踊り場に入っていく中で、賃金は遅行指標という面もあるので、デフレ・スパイラル・リスクが再燃するようなことがないかどうか、注意を持ってみていく必要があるかと思う。以上である。

速水議長

最後になったが、篠塚委員お願いします。

篠塚委員

最後なので、私もかなり重複するところがあるが報告する。現在の経済状況についての見方を先に申し上げると、ほとんど皆さんと変わりはないが、外需の景気を押し上げる効果が鈍化する中で、企業収益が改善し、設備投資の増加が続くなど、緩やかな回復メカニズムは継続していると考えている。しかし、その回復テンポに減速がみられ、現状は踊り場にあると考えている。この踊り場からどちらの方向に行くかは海外の動向に大きく依存しており、アメリカ経済の帰趨およびアジアがどれだけその影響を受けるかといった景気減速の程度によって変わらなっている。

以下、設備投資と消費を支えている雇用面を中心にお話しする。まず最初に景気回復の主役である設備投資は、来年度にかけて増加基調を維持するものの、その増加テンポ自体は今私はやや慎重に見ている。その背景としてはアメリカ経済減速によるアジア諸国への影響等がはっきりと現実味を帯びてきたこと、そして日本の純輸出がこれまでの増加から横這いの形になってきたことなどが挙げられ、足許の法人企業統計季報でも7～9月は設備投資の減速が明確に確認されたと思っている。そうはいっても、設備投資については強弱色々な統計があり、全部が真っ暗という訳ではない。通産省の鉱工業生産活動分析では民間設備投資向けの総供給が5期連続で増加しており、底固いと分析があり、特に情報化関連投資が全体を



牽引している姿が確認できる。また、先行指標である機械受注の10月は、7～9月期を3.4%上回って、前月比8.3%と当面堅調である。また、昨年全体を牽引した半導体製造装置も、世界的な半導体サイクルの影響を受け、減速はしているが、依然高い伸びになっている。さらに代理店経由の受注が安定的に増加していることにも私は注目しており、これを中小企業による設備投資の先行指標として捉えるならば、設備投資が企業規模の面でも広がりをもってきたと前向きに評価できると思う。他方短観の今年度計画でも製造業は前年度比15.3%と堅調である。ただ、非製造業は同-0.3%であって、この両者の間で差があるものの全体としては同3.6%と上方修正されている。中小企業金融公庫が調べている商業・サービス業の従業員5人以上のカバレッジでかなり広い中小企業を調査している今年度の設備投資計画は、前回の6月調査に比べて11年度比で-6.3%とマイナス幅が大きく縮小した。中小企業の非製造業に関する設備投資はなかなかはっきりしないので今後注目していこうと思っている。さらに特定・サービス産業動態調査では、ソフトウェア開発とプログラム作成の受注への売上高をみると、前年比は7～9月期で11%増、10月も11%増と好調に伸びている。他方懸念材料として今後情報通信関連が需給緩和になるのではないかと、あるいはシリコンサイクルが下方局面に入ったとの悲観的な見方があるが、その点についてヒアリングを行なってみた。そこで得た感触では、半導体の用途が従来のようにパソコン一辺倒ではなく、携帯電話やネットワーク関連などへ急速に拡大しているので前向きに考えることができるのではないかといいものであった。インターネットの普及は、本来アメリカでは知的なレベルの高い階層から低い階層へと普及したのに対して、日本の場合はiモードが契機となってパソコン操作を不要とする層から上の層へと一気に普及したことを考えると、この先アジアでiモードを中心にIT文化が爆発的に普及する可能性もあるので、余り悲観的に考えるのはどうかということであった。半導体需要の減速は避けられないとしても、減速はマイルドなものに止まって、情報通信技術主導の設備投資が今後もまだ持続していくとみている。

次に消費は回復感に乏しい状態を続けている。特に雇用・所得環境に下げ止まりが確認されたとはいえ、他方でリストラが続行している状況の中でむしろ個人消費が良く健闘していると評価すべきではないかと思う。こうした中で雇用面に注目される点がある。第一点は雇用の過剰感が薄らいでいる点である。12月の短観でも大企業、中小企業共に雇用のD Iの超過幅は縮小しているし、あるいは横這いになっている。過剰感が足踏みをしていることは、労働省の労働経済動向調査でも同じように雇用過剰感の縮小が確認されている。雇用面の第二で注目されるのは、パート主導型による雇用回復が続いていることである。10月の有効求人倍率は0.64倍であったが、これを一般労働者とパート労働者に分けてみるとパートが1.52倍と需要超過の度合いを一段と強めているのに対して、一般労働者は去年の0.4倍を底に上昇に転じて漸く10月時点で0.5倍に達した。漸く一般労働者の有効求人倍率が0.5倍に達したことも緩やかな回復の起点になると思う。三番目のチェックは賃金である。毎月勤労統計調査で私達が現在使用している賃金指数は、パートと一般労働者の区分がされていないものであるが、金額レベルでは毎月公表されている。それでこの月次データを用いて一般とパートに区分した賃金の動向をみた。我々は一般とパートと合体したものをみて緩やかな賃金上昇と捉えているが、その前年同月比でみた増加は、主にパートの所定内時間の増加によるものであることが分かった。特に2000年入り後、パートは所定内賃金が高い上昇率を維持している。前年同月比でみたパートの所定内の伸び率は每期2.2%の後半台で伸びている。それに対して一般労働者の場合は1%台の低い伸び率である。このことは結局今リストラが続いている中で緩やかな所得改善と捉えている指標の動きは主にパート労働を人員と時間で最大限に活用した結果であり、一般労働者の雇用改善まで至っていないので、所得環境から家計全体が回復感を得るまでにはまだ時間を要するだろうと思う。

最後に労働分配率であるが、景気が緩やかな回復軌道に乗るための前提条件として厳しいリストラが最優先課題であった結果、労働分配率の低下が求められた。こうした中で確かに労働分配率は低下をやっていったが、最

新の法人企業統計季報の7～9月期で確かめてみると若干この傾向が揺らいでいるようにも見える。製造業の大企業と中堅企業では依然として労働分配率は低下しているが、非製造業では大企業が上昇したり中堅企業では横這いであったりする。7～9月期だけの短い期間のものなのでこれだけで判断するのは危険だが、もしも非製造業では既に労働分配率低下に歯止めが掛かっているとすれば、これまで描いたシナリオであるコスト削減型が持続できなくなるのではないかとの懸念も出てくる。雇用過剰感も減少傾向が出てきたと先程指摘した。しかし私の見方では、先程賃金などでもみたように現在企業は人員増加や賃金の上昇についても主としてパートの労働者にウェイトを置いた限界的な対処をしており、その結果が労働分配率にも表われているとみている。毎月勤労統計でも常用雇用指数の中で一般労働者は10月時点でも連続26か月のマイナスという記録を続けている。つまり企業は未だにまだリストラの手綱は緩めていない。当分その分だけ個人消費の回復が遅れていくとみななければならない。以上から見方から私は現在日本経済は持続的な成長軌道を辿っている過程にあり、一服感はあるが腰折れ懸念はないとみている。その意味でも今後注意深く見つめていきたいと思っている。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。今伺った経済情勢についてのご報告にもし付け加えることがあったら再開後にお願いします。午後1時から再開する。

(午後0時13分中断、午後1時1分再開)

速水議長

それでは委員会を再開する。先程の金融経済情勢について、追加的な発言があればこの機会にお願いします。

## 中原委員

午前中の話若干追加させて頂く。先程景気の先行きに山がみえてきたと申し上げたが、もう一つ指摘しておきたいのは、GDPの動きである。99年の暦年1~3月期、4~6月期がプラスで7~9月期、10~12月期がマイナスだった。今年もそういう傾向を辿る現象が出てきたと思っている。1~3月期、4~6月期でプラスで、法人季報を基にした7~9月期がマイナスになることは確実なので、10~12月期もマイナスになる可能性がかなり出てきていると思う。そういった中でI.T投資は広義に解釈すると、民間設備投資の四分の一位のウェイトであるが、伸びに限界があると思っている。

二番目にアメリカについては、NASDAQが新安値を更新し、簡単に言えば去年の10月下旬を起点に上がってきて本年3月10日で頭打ちして、相場用語で言う「行って来い」となり、出発点を割り込んでいる状況である。時価総額を見ると、出発点の昨年10月20日が3.4兆ドル、今年の3月10日で6.7兆ドルと3.3兆ドル増えた。今年12月12日の時価が3.8兆ドルなのでピークから2.9兆ドル減っており、いずれにしてもNASDAQの相場は一勝負ついてバブルが崩壊した訳である。アメリカの第二は恐らく1月の末のFOMCはクリスマスセールの結果や第4四半期のGDPが分かっているので、その時にどういうアクションがとられるか極めて重要であると思う。アメリカの三番目としては、ブッシュが色々複雑な経緯を伴って大統領に選ばれた訳であるが、恐らく大統領に就任する1月20日前後からブッシュの経済政策について先行きの不確実性がかなり出てくると思っている。私はその前後から2月にかけてアメリカの株価が大幅に下落する恐れが出てくるのではないかと観測している。それから日本の株価をみると、日経平均の今年の高値は大引けで4月12日の2万833円、大引けの底は11月22日の1万4,301円である。現在は1万4,670円なので、底から370円位しかない。この1万4,301円が小勢底ではなく中勢底だというためには幾つか条件があって、その直前の高値である11月8日の戻り高値1万5,399円をブレイクしなければならないが、これはブレ

イクできていない。それからもう一つは1万5,900円から1万6,010円位に非常に大きなハードルがあって、もしこれを抜けてくれば、1万4,301円は中勢底であったとすることができると思うが、問題は時間をかけてそれを取りに行く間に底割れして1万4,301円を割ってくる方が早いかもしれないので、その辺りは注意してみる必要があると思う。

最後に原油についてであるが、まずWTIの動きを見ると、今年の9月20日に37ドル20の高値をつけ、その後反落してまた戻って来て、いわゆる「三角保ち合い」をずっと続けていたが、12月に入っていわゆる「窓を開けて下跳ねて」来て、「ギャップダウン」と言われる現象が起こってきた。それで実は押し目の限界が28ドルで昨日の引け値が非常に微妙なところであり、いずれにしてもこの28ドルを割るか割らないかが中勢的にみて大変重要であって、これからの推移に注目が集まる。原油価格が急落した理由は幾つかあるが、実体面からはアメリカのリファイナリーが原油を手当てしなくなったことがある。アメリカでは天然ガスの価格が急騰していて、ガルフ湾岸と西海岸のリファイナリーは天然ガスを燃料として用いているので、そういう面で打撃を受けている。それから原油と製品の価格の間のマージンも低下してきている。それからイーストコーストに運ぶ製品タンカーのフレートが急騰している。先物市場は先安が見込まれるので在庫積み上げのインセンティブがないことなどから原油の購入量を削減しており、これがかなり響いていると思う。しかしながらアメリカの石油在庫は依然として低調であって、12月13日現在APIの発表では中間流通分、原油共に在庫が前週比減っていて、特に中間流通分に至っては前年比-13%なので在庫の低水準は解消されていない。そこへ持ってきてOPECが早期に減産に踏み切ろうとする動きが出てきている。1月の総会で100万バレルカットしろとインドネシアから提唱されていて、クウェート、イランもそれに同調する構えである。議長はベネズエラで強硬派であるから必要に応じて50万バレルではなくて100万バレル減らすべきだと言っている。それから天然ガスがアメリカの経済に相当影響を与えてくると私は思っている。現在天然ガスは急騰していて、例えば天然

ガスの卸売価格は1年前に比べて倍増して100万Btu当たり4ドル44セントになったが、これは1年前の2ドル39セントに比べ大体倍増である。ところが驚くなかれ、最近になってもっと上がってきて1月のデリバリーは、100万Btu当たり8ドル49セントである。冬季の家庭暖房費が1年前に比べて50~60%増えてくる勘定になる。アメリカでは家庭の総数の半分を少し上回る数の家庭が天然ガスの暖房に頼っているのです、これがアメリカ経済を圧迫するのではないかと思う。以上三点追加する。

速水議長

他にございますか。

篠塚委員

数字を間違えて申し上げたので訂正したい。先程常用雇用指数の中で一般労働者の前年同月比が10月時点でマイナスになったのが26か月連続と申し上げたが、33か月連続であったので訂正する。以上である。

## 2. 金融政策運営方針に関する討議

速水議長

他にございますか。それではご意見がないようであるので、これまでの討議を踏まえて、次に、当面の金融政策運営方針について、今回はお一人5分程度を目途に、ご意見を伺いたいと思う。中原委員からお願いします。

中原委員

先程から申しているように、景気の動向はいよいよ山場にかかってきて、来年の2月位が一つの山になる可能性が出てきた。それと同時にGDPも前半は良くて、後半は悪いという99年の形を繰り返すような格好になってきているので、何回もこれまで提案してきたが金融政策の効果発現までのラグを考えるとなるべくフォワード・ルッキングにできるだけ早く一段の金融緩和に踏み切るべきだと考えている。GDPギャップが依然かなり

高い水準で残っており、潜在成長力とみられる 1.5%~2%と比べてもかなり現実の成長は低い状況であるので、GDPギャップが拡大している可能性がある。GDPギャップの議論には問題があるが、デフレギャップが存在していない実証的な関係は一つとして出ていないので、依然として日本は需要不足であり、日本経済の潜在成長率に比べて低い成長パスになっていると思う。それから物価の動向を考えると、CPI、WPI、CSP I、GDPデフレーター全てマイナスで、特にGDPデフレーターは今度新しく93年のSNAになって、マイナスの期間が連続7期になってきた訳なので、かなりデフレが深刻であると思っている。そうした中で日経平均が非常に弱く、1万4,300円台に突っ込んで、この2、3日1万5千円台に戻したがまた下がってきている。なるべく早い機会に一段の金融緩和を行なって、経済に刺激を与える必要がある。そういった意味で前回同様、一段の金融緩和を主張したいと思う。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

一つだけこの問題で考えておかなければいけないのは、株安の動きだろうと思う。政治不安、あるいは経済の先行き不安、こういった問題のうち政治不安は一応ほぼ片付いた訳であるが、まだ残る不安がそれぞれまだまだ覆い被さっている気がするし、経済の先行き不安といったものを背景にして、一番肝心の企業収益改善というファンダメンタルズが株価に織り込まれていない点が一番問題で、企業センチメントにももの凄く影響を及ぼしていると思っている。また、日本の株価がNASDAQ連動型の動きになると、アメリカ経済の動きが悪いことで、これまた企業にとっても非常にセンチメントを悪くするのではないかと思う。実際企業にとっては、時価会計上の処理が直接の影響になるので、問題は来年3月期末の株価になると思う。金融政策としては引き続き流動性を担保することに尽きるのだ

ろうと思っている。今経済の動きは全く踊り場の状態にあり、それから後戻りするリスクは今のところ考えられない。しかし先行きについて様々なリスクを負っていることもまた否めない状況なので、そういう中で民需の自律回復の軌道には乗ったことを踏まえると、民需の自律回復の道筋は見えてきているものの、経済がこの道筋に着実に乗ることが確たるものになるまでは現行の超低金利による金融緩和政策を続けるのが一番大事なスタンスだと思う。従って現行の金融調節方針を継続することにしたいと思う。以上である。

速水議長

次、武富委員お願いします。

武富委員

私も結論は現状の金融調節方針継続で宜しいと思っている。先程のゴルフの譬えで言えば、十分散水をして芝の芽を良く刈って、少しでも球の転がり具合が良くなるように環境を整えることだと思う。基本的には緩やかな傾斜で、でこぼこなグリーンという経済活動の「場」がまだ続いているが、緩やかなストレートラインのモメンタムは維持されていると思うので、それがなるべく円滑に行くように政策的に配慮していくという意味で現状の姿勢を継続するという意見である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

私も今回は現状維持で良いと思う。最近明らかになった色々な材料はどちらかと言えば先行きについてのリスクが増す方向のものが多いと思う。先程申し上げたように、来年度にかけてのリスク評価をアップデートしてみると、やはり緩やかな景気回復が続くことに対するリスク・ファクター



が増していることは否めないだろうと思う。その多くは今のところアメリカを中心とする海外環境の変化から生じてきていると思うが、その変化が今後どの程度のものになっていくのかについては、今のところ極めて透明感が低いと思う。その一方で国内では、景気回復のメカニズムそのものは何とか動き続けている状態だと思うので、当面はリスク評価を慎重に重ねながら、リスクがこれ以上増えていくことがあるのかないのかを良く考えながら現在の緩和基調を続けていくことで良いのではないかと思う。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

先程述べた情勢判断を踏まえると、当面緩和スタンスを継続して景気回復を支援していく。そうしながら世界経済の減速の程度とその日本経済への影響を慎重に見極めていくことで良いのではないかと思う。従って現状維持を支持する。

速水議長

それでは田谷委員お願いします。

田谷委員

景気は踊り場的な状況であるが、景気回復シナリオの変更は現在のところ必要ないと考えるので、政策は現状維持で良いと思う。

これは言わずもがなではあるが、景気の現状と先行きについての評価は、状況に応じて弾力的に変えていかなければならないと思う。そうすることで市場とのコミュニケーションを図り、より長めの金利が経済実体をより反映するよう促すことが大事であるように思う。このところの市場は景気の先行きに関する見方を慎重化させているようである。最近の株価は冴えない動きを続けているが、前回あるいは前々回も申し上げたように、世界

的な株価調整の下で起こっているという視点が依然として重要だと思うが、そうした見方の慎重化も一因だと思う。長期金利の低下にしても、一部景気の先行き不透明感を反映したものだと思う。市場の動きは引き続き注視しようと思っている。以上である。

(午後 1 時 22 分中城経済企画庁調整局審議官退室、  
小峰経済企画庁調査局長入室)

速水議長

次に植田委員お願いします。

植田委員

先程申し上げたように景気が悪化してしまうリスクは無視はできないし、やや広がりつつあるとの認識は一方にある。しかし同時に何か政策を打つとすると政策手段にどのようなものがあり、有効性がどうであるか、また場合によっては副作用にどのようなものがあるかといった全体的なバランスをみて判断する訳であるが、途中を省略して申し上げれば、じっと睨んだ結果、現状維持にならざるを得ない気がする。しかし、言うまでもないことだが、今後を睨んで色々考えておくべきことは多いかと思う。例えばゼロ金利を続けていた時と現在のように低いとはいえプラスの金利になっている状況とでは、特に政策の効き方、有効性等について微妙な変化が発生している。あるいはそういうことを考える際に、ここ数年間我々がどのような政策を採ってきたか、マーケットとどのようなコミュニケーションをしてきたかが当然影響を及ぼすことがあるかと思う。こういう辺りをもう一度私自身も復習し色々考えて今後に臨みたいと思う。取り敢えず今日は現状維持で宜しいかと思う。

速水議長

最後に篠塚委員お願いします。

#### 篠塚委員

私も現在海外経済の動向、アメリカ経済の減速、アジア諸国への影響など無視できないリスクをかなり強く意識している。しかしアメリカ自身はかなり政策的な手段があるし、静観している状況である。取り敢えず今私は、午前中国内の設備投資と消費を支える雇用の状況について分析したように、景気回復のメカニズムが持続していると判断している。特に今後の消費に期待している訳であるが、漸く有効求人倍率の中の一般労働者の有効求人倍率が 0.5 に達したこと等々考えてまだ様子を見ていこうと思っている。従って金融政策運営については現在の政策スタンスを継続しながら注意深く今後を見守っていこうと思っている。以上である。

#### 速水議長

それではここで私の見解を少し時間を頂いて申し述べさせて頂く。

前回会合以降、7~9月のGDP統計や12月短観など、注目されていた指標が発表された。これらの評価については、各委員から様々なご意見を頂いたが、総括すれば、「経済活動は引き続き緩やかな回復傾向を維持しているものの、輸出や生産を中心にやや減速感がみられる」といったところではないかと思う。重要なことは、こうした減速の動きが、来年にかけての日本経済の展開に対してどういう意味をもつのかであるが、この点について結論を出すにはもう少し追加的情報を待って分析を重ねていく必要があるかと思う。現段階では、10月末の「将来展望とリスク評価」のレポートで公表した先行きの標準シナリオを変更する必要はないが、重点を置いて点検していくべきリスク要因がより明確になってきたように思う。これについて少し私の考えを言わせて頂くと、第一は皆さんもご指摘のように、米国経済の減速傾向がはっきりしてきたと同時に東アジア経済の拡大テンポも鈍化してきている点である。このため、輸出の増勢が日本でも一服しているし、これを受けて生産の増加テンポも鈍化している。一部の生産財では在庫が幾分積み上がっているように思える。しかし私は

そうした直接的影響もあるが、近隣諸国の輸出の急減がこれからどういう事態を生んでくるのかに、やや不安を感じる。アジアの輸出を見ていると、アジア諸国の主要経済指標の中で特に韓国、台湾は9月から11月まで急激に落ちてきている。しかもこれらの国のGDPにおける輸出の比率は35%、42%と非常に高いので、輸出がこれだけ落ちてくればマクロでもGDPはかなり落ちていくことは間違いないと思うし、その過程でかつてタイの変動相場制を起点としてアジア諸国に大きな危機が起こったような事態が起こらないとも限らないとすら感じる。あの時もタイ・バーツの変動相場制移行の他にマレーシア、インドネシア、韓国もそれぞれ変動相場制を強いられたし、格付けが下落し、それらが日本の銀行も含めて金融システムの不安、アジア危機をもたらした。日本はたまたま国内でも金融システム不安が起こりつつある時期であっただけにかかなり大きな影響もあったし、私が記憶しているところでは確か円/ドル相場が一举に20円も上がったように記憶している。他の国はまだ11月の数字が出ていないが、10月まででもかなり輸出が落ちてきている。しかも例えば香港は輸出比率がGDPに対して109%、シンガポールは135%、マレーシアは107%といったように、まさに輸出で経済を伸ばしている国々であったし、輸出によってアジア経済の急激な発展が起こってきたのだと思う。そういうものがこの勢いで落ちていくと、これらの国々だけでなく、近隣諸国にも大きな影響が出てくることは間違いないなと思う。このことはこの前のリスク評価の中にもあったことであるが、今月になって非常にはっきり出てきた海外要因の一つはアジア経済の減速であって、こちらの変化の方が我々にとっては影響が大きい感じがする。第二には、内外の金融資本市場に依然として不安定な動きが見られている点である。極く最近になってやや落ち着いてきた兆しも見られ始めてはいるが、株価の低迷が企業・家計のマインドや金融機関行動などに与える影響については、十分留意していく必要があると思う。

こうした要因に注意していく必要はあるが、現在のところ実体経済の中では、企業部門を起点とした前向きな循環メカニズムが維持されていると

思う。また家計の雇用・所得環境についてみても、冬のボーナスの支給も含め緩やかながら改善しつつあるといえる。

一方物価面をみると、各種の物価指数は引き続いて弱めの動きを続けている。目下のところは国内の需給バランスが崩れ始めている訳ではない。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。ただ一時的にせよ、経済活動が減速している可能性があるので、その辺も細心の注意をもって今後の物価動向を点検していきたいと思う。

以上を踏まえると、景気の現状認識としては、民間需要が主導している緩やかな景気回復との基本判断は維持しておいて良いと思っている。ただし本日の議論も踏まえて、ここで景気回復のテンポがやや鈍化しているとの認識を対外的にも示していくことが適当であるかと思う。

当面の金融市場調節方針については、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、ただ今申し述べたようなリスク要因を注意深く点検していくことにしたい。従って現状維持を支持したいと思う。

私からは以上であるが、これまでの討議も踏まえて、当面の金融政策運営について、ご意見やご議論があれば、ご自由にご発言下さい。

ごさいませんか。それでは議案の取り纏めに入るが、その前に政府から出席の方々にもし意見がありましたらどうぞ。

#### 村上大蔵総括政務次官

本日は宮澤大蔵大臣の代わりに出席させて頂くことになった。宜しくお願ひする。本日の金融政策決定会合の開催にあたり一言申し述べる。

わが国経済は、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続し、全体としては緩やかな改善が続いている。ただし、企業部門以外に目を向けると、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這いが続いており、家計部門の改善が遅れている。こうした中、物価は、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）、GDPデフレータの前年比マイナスが続いており、物価の下落が経済に与える影響について留意する必要があると考え

ている。また、軟調な展開が続いている株式市場をはじめ、内外の市場動向や米国経済の減速がもたらす影響についてもこれまで以上に注意していく必要があると考えている。

12月5日に内閣改造が行なわれたが、政府としては、新たな内閣の下においても、景気を確実な自律的回復軌道に乗せることを当面の最優先課題としている。このため、補正予算等を速やかに実施するなど、適切な経済運営に努めて参りたいと考えている。日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と併せ、わが国を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済や市場の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を機動的に行なうなど、適切な金融政策運営を行なって頂きたいと考えている。政策委員各位におかれては、ご審議にあたり以上申し上げた政府の経済・財政運営の考え方につき、ご理解を賜るようお願い申し上げます。以上である。

速水議長

それでは小峰調査局長何かありましたらどうぞ。

小峰経済企画庁調査局長

最近の経済動向については、本日ちょうど12月の月例経済報告があり、全体の判断としては先月と同じ判断をしている。景気は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、全体としては緩やかな改善が続いているとの判断である。先般発表した7~9月期のGDP統計は、ご承知のように前期比0.2%の増加となっている。特にこの中では設備投資が前期比7.8%の大幅な増加となっている訳であるが、この時にはまだ法人季報が出ていなかったのので、法人企業動向調査の比較的高い伸びを前提として推計をした。しかしその後法人季報が出たがこの設備投資の伸びが比較的小さかったのでこのGDPについては今後下方改訂される可能性が高いことにご注意を頂きたいと思う。

最近の株価の下落など、市場センチメントの弱含みにも注意を払う必要

があると考えている。今後の景気への影響を考えるうえでは、堅調に推移する生産や設備投資、改善が続く企業収益に加え、雇用・所得環境の改善も期待される訳であるが、その一方では高水準な倒産件数や負債金額、引き続き下落している地価、過剰設備、過剰債務、さらに米国経済の動向、原油価格の推移等にも留意する必要があると考えている。このため、景気を本格的な回復軌道に乗せていくとともに、揺るぎ無い構造改革を推進するため、日本新生のための新発展政策をはじ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。

なお、来年度の経済見通しについては、経済指標並びに予算編成、および税制改正等を踏まえて作業を進めており、来週中にも平成13年度の経済見通しと経済運営の基本的態度として作成することとしている。

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つつ、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行なうなど、引き続き景気回復に寄与するような金融政策運営をして頂きたいと考えている。以上である。

山口副総裁

植田委員への質問である。先程市場とのコミュニケーションに言及されたと思う。何となく分かるような気もするが心はどういうことか。

植田委員

具体的に言わないといけないか。

山口副総裁

では止めておく。

植田委員

少なくとも過去我々がどういう政策を採ってきて、どういうことを言ってきたかについては、半年分位については覚えているであろうから、今後何かしたりしなかったりする時もそれを前提に考えなければいけない。抽

象的にはそういうことである。

速水議長

他にありますか。

三木委員

小峰局長、この2、3日の7～9月期のGDPについての新聞報道であるが、非常に紛らわしい報道で非常に混乱した。新基準か旧基準かという問題に加え7～9月期のGDPを法人季報が出たので修正せざるを得ないという二つの問題が混乱していた。最初朝日新聞などが未整理に報道した。昨日、今日辺りの記事で段々整理されてきたように思うが、折角新基準として実態を反映する形の統計に直されたのであれば、それに徹した形ですべきで、旧基準だったらどうなのかというのは分かっている人達が後でゆっくり計算すれば良いのではないか。並列的に発表すると益々マーケットは不安になるのではないか。

中原委員

しかし、我々の予測は旧基準で出しているのだから、本年度一杯出してもらわないと困るではないか。

三木委員

それは後で計算すれば良い話である。こちらは覚悟の上だった訳である。

小峰経済企画庁調査局長

確かにGDP統計を巡っては、今回の7～9月期を境にこれまでの旧基準が新基準に改訂された。最近議論になっているのはその改訂して出した新基準の7～9月が、今発言したように、下方改訂の可能性があるとの点がある。もう一つは昨日発表した7～9月の新基準に加えて今度は7～9月の旧基準を出したら、7～9月では+0.2%だったのが旧基準では-0.3%



だったとの議論があつて、こういった議論が錯綜しているので、我々の周りでも相当混乱している位であるので、当然多くの方が混乱することになると思う。今回旧基準を出したのは前々からそのようにすることを明らかにしていたこともある。新基準を出した後1週間ちょっと経った後でやや遅れての公表になるが、例えば見通し等は旧基準で1.5%と出しているのので、旧基準がないとそのチェックができなくなるではないかといった議論もあったので、そういった要請にも応えるため、旧基準も暫くは併せて出すことにした訳である。

速水議長

今後もお出しになるのか。

小峰経済企画庁調査局長

今年度については出すと思う。

中原委員

2000年度一杯出すとの発表だった。

三木委員

そうするとやはりマスコミに説明される時に新か旧かはっきりして頂かないと、報道でマーケットは皆混乱してしまう。

速水議長

GDPの対象をどのように取り、どうやって計算するかは、その都度タイミングを見て変わっていくのは自然だと思う。そのことがたまたまこの時期に起こった訳であろうが、変わったら変わったもので見通すべきだと思う。そうでないと混乱もするし、尺貫法がメートル法に変わればメートル法でいかないと考え方が一致してこないように思う。

中原委員

68SNAか93SNAか、動向か季報かの4組しかない訳であるから、分からないといってもたった4通りである。

武富委員

さっきのゴルフでいけばヤードで測った長さが急にちょっと動いてしまった感じがあって非常に読み難くなってしまった感じである。

速水議長

他にないようであればここで議案の取り纏めに移りたい。先程の委員によるご検討によると、当面の金融市場調節方針について、現状維持というご意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。他に正式に議案を提出されたいという方は中原委員である。他にあるか。

[事務局より議案配付]

それでは事務局は中原委員案、議長案の順で読み上げて下さい。

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。」。

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。」。別添対外公表文である。「平成 12 年 12 月 15 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、もし議案の説明をされるようであればどうぞ願います。

#### 中原委員

一つは景気のスローダウン、失速が明らかになってきたためである。先程申したように景気動向指数の分析をすると来年の 2 月辺りに景気が転換期を迎える可能性がかなり高まってきた。短観の計数も下期については概して弱く、9 月短観および 12 月短観が短観の業況判断としての今次景気回復局面のピークになる可能性が出てきた。そうした中で少なくとも民需の自律的な回復力が弱いことがはっきりしてきたと思う。それから同時に今後海外景気が一層スローダウンする中で外需が減少することも十分に考えられる。従ってわが国の景気がスローダウンないし失速する可能性が高まってきた。そういった中で名目の雇用者所得、雇用者報酬をみても 93 SNA の 7~9 月期は、二期連続プラスの後の -0.4% と落ちてきた訳である。従ってこれまで日銀が描いてきた標準シナリオは崩れる可能性が高まってきたと思っている。そこで一層の金融の緩和に踏み切り、わが国の

潜在成長力とみられる 1.5~2%程度まで景気を加速し、最低でも 1 年位それをキープすべきであると思う。そしてその一つ的手段としてマネタリーベース・ターゲティングによる量的緩和を提案する。

第二の理由は物価である。物価は消費者物価、GDPデフレーター、国内卸売物価、CSP I いずれも下落している。中でも消費者物価指数（除く生鮮）の前年比は東京では 9 月、10 月が -1.0% の後 11 月 -0.9% とかなりの下落幅で推移している。また全国については 8 月 -0.3%、9 月 -0.5%、10 月 -0.6% とマイナス幅を拡大している訳である。それから 93 SNA による国内総生産のデフレーターは 98 年の 4~6 月から今年の 7~9 月まで 10 期連続マイナスである。それから卸売物価指数の前年比も 10 月 -0.1% の後 11 月 -0.3% と 2 か月連続のマイナスである。その中で最終財のうち消費財国内品の前年比は 3 か月連続で -0.9% であり、98 年 9 月以来の大きな下落幅である。CSP I の前年比も 10 月は -0.4% とこのところマイナスで推移している。加えて地価についても 9 月末時点で全国市街地価格指数が出たが、3 月末に比べて商業地は -4.8% から -4.9%、住宅地が -1.9% から -2.0% と僅かであるが下落幅が拡大している。このようにあらゆる物価指数でマイナスになっているので、依然として未曾有のデフレが続いていると思っている。そういった中でさらなる金融緩和を行なうことが必要であると思う。

それから三番目として、量的な緩和についてはマッカラム・ルールに基づいて計算した値をベースとしている訳である。それからインフレーション・ターゲティングを提案しているが、これは大きな意味での政策のフレームワークであり、政策のフレームワークのようなものを世の中に明示的に示す必要があると思っている。

第四には、OECD の対日審査がある。12 月上旬に発表された OECD の対日審査においては、日本銀行がどの位のインフレ率、もしくはインフレ幅を妥当とするかを特定するためにインフレ目標をより簡明な形式で示すことが重要であると述べている。私もまずインフレ目標を定めることが重要であり、そのうえでターゲティングをすべきだと思っており提

案をした。以上である。

速水議長

追加的な討議、ご質問がございましたら。

それでは議論が出尽くしたようであるので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とするが、宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようであるから、採決に入る。

[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、議長案をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

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報告する。賛成 8、反対 1 であった。反対は中原委員であった。

速水議長

それでは、賛成多数で議長案が可決された。なお、中原委員が反対とのことなので、改めてここで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

一つは、マーケットが現時点で景気あるいは経済のファンダメンタルズの悪化について、それが重大問題であると捉えている。例えば長期金利は現在 1.65% 前後であるが、1.5% 台に突入する、あるいは株価が再び 1 万 4,500 円台を目指して下がってきているので、そのような経済のファンダメンタルズの悪化、あるいは悪化懸念がある時に、現状維持では不十分であると思う。それから第二の問題は、先程から少しお話しているが、発表されていた景気動向指数の分析をみても、その他の分析によっても景気のピークが近い状況なので、このような段階で現状維持で臨むべきではない。フォワード・ルッキングな政策運営を行なうべきであると思う。三番目は繰り返しになるが、物価が下落しており、特に国内総生産のデフレーターが 10 期連続マイナスであり、消費者物価、国内卸売物価、C S P I と並んで、あらゆる物価指数が前年比マイナスの状況なので、依然として未曾有の深刻なデフレが続いており、現状維持では不十分だと思う。四番目は、依然としてディレクティブには定量的な物価目標やガイドラインとなる特定の指標が示されていない、あるいは前提となっていないことである。この 0.25% を維持することにより、何を政策目標として具体的に実現するのかが明確に国民には分かっていない、従って、市場との対話のツールも十分に整っていないと思う。いずれにしても、政策フレームワークあるいは政策ルールをはっきり明示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て頂くよう、これをもって指示とするので、願います

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

#### IV. 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討議に入りたいと思う。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、ご検討をお願いしたい。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

元の月報の案を作った時は短観の前であり、その後短観を踏まえて手書き部分について修正させて頂きたいと思ったので、改めてお配りした。新しい紙にはナンバリングがないので、終了後に回収させて頂きたいとの事務局の希望である。

まず今月の総論は、「わが国の景気は、輸出の減速によりテンポはやや鈍化しているものの、緩やかな回復を続けている。」としている。先月までは「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。」との判断であり 7 月以降これを続けてきたが、今月はこれを下方修正する形である。具体的には、「緩やかな回復を続けている」との言葉が最後にきているように基調判断は維持している。それに「輸出の減速によりテンポはやや鈍化している」と加えることで下方修正している。

各論ではまず純輸出を修正している。先月は「緩やかな増加傾向を辿っている」と言っていたが、今月は「増加から横這いに転じている」との表現に変えている。それから住宅投資についても「横這い」から「若干減少」と直している。生産についてもこれまで単純に「増加している」であったが、今月からその前に「テンポを幾分鈍化させつつも」と入れて「引き続き増加基調にある」としている。それから企業収益では、これまで「企業



の収益や業況感も改善を続けている」としていたが、短観の結果をみて、必ずしも企業の業況感の方は改善を続けているというよりはむしろ足踏み気味であるので、「企業収益も改善を続けている」としたいと思う。

先行き部分の記述で、まず公共投資ではこれまで「当面減少を続ける」と書いてきたが、実際に補正予算が成立して速やかに執行される訳であるので、今月は「当面現状程度の水準で推移することが見込まれるが、政府による新たな経済対策の実施に伴い、先行き再び増加に転じると予想される」という文言にしている。それから輸出は足許の動きを下方修正したが、先行きもやや弱めており、これまで「増加テンポが鈍化」としていたのを、今月は「ここ暫くは横這い圏内の動きを続ける」と先行きの輸出を弱めている。輸入の先行きは「引き続き増加が見込まれる」とこれまでどおりであるので、輸出・輸入を差し引きした純輸出は当然下方修正が必要になって、先月まで「横這い圏内の動き」としていたが今月から「一時的に幾分減少すると考えられる」と、純輸出の減少を当面見込む形にしている。その後の企業部門は同じである。生産は、先月「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、今月の鈍化をある程度予想するような書き振りにしていたが、実際鈍化しており、先行きについても増加基調は維持されると思うが、さらに鈍化する可能性がある。表現としては「今後一時的に増加テンポがさらに鈍化することがあるとしても、増加基調自体は維持されることが考えられる」と、ニュアンスとしては本格的かつ全面的な在庫調整に発展する可能性は、現段階では小さいとみていることを出した積もりである。それから先月までは「景気は、原油価格・内外資本市場の動向とその影響を注視する必要がある」と書いていたが、原油価格については当然また反騰するリスクは残っているが、相対的にはアメリカないしアジア経済の減速テンポの度合いの方が心配になってきたので、「景気は、海外経済や内外資本市場の動向とその影響を注視する必要があるが」と変えてある。先行きについてこれまで「緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる」であったが、「緩やかな回復基調が続く可能性が高い」と「基調」という言葉を加えた。ニュアンスとし

ては一時的に小休止することはあり得べしことを入れた。しかし基調としては回復基調は続くということである。

それから物価は、まず現状判断は卸売物価についてこれまで「ほぼ横這いの動き」としていたが、実際に前年比等でマイナス幅がちょっと拡大してきているので、「やや弱含んでいる」との表現に今月は変わっている。先行きについて変わっていない点は「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」という判断である。変わっているのはむしろ外部要因的な部分であり、先月までは原油が上昇要因、半導体は下落要因と、同じ市況物でも方向が違っていたが、今月は方向が合ってきているので両者を一体にした表現にした。具体的には「半導体が海外市況の軟化を反映して下落しており、これまで上昇要因として作用していた原油価格も最近になって反落している」と変えた。それ以外は同じである。最後に全体の表現と余り関係ないが、先行きのところの文章が全体に前月に比べ長くなっているように見えるが、これは中身を変えたというよりも段落全体が非常に長くて読み難いというので、今月から幾つかの段落に分けたためである。実際に本書の月報の文章もそうさせて頂きたいと考えている。以上である。

#### 雨宮企画室企画第1課長

金融パートのうち市場動向については、この間の市場動向を記述したものであり特にご説明申し上げることはない。ただその後の相場の変化で二箇所ばかり修正をお願いしたいと思っており、後程申し上げる。今回若干表現を変えたのは民間銀行貸出のところである。前月までの表現は「貸出は、基調的には弱めの動きが続いている。ただ、このところ、前年比マイナス幅の拡大傾向には、歯止めが掛かりつつある」というものだった。この「歯止めが掛かりつつある」の「つつある」状態が4か月、5か月続くのもおかしいことと、実際にマイナス幅の拡大には恐らく歯止めが掛かったと判断しているが、ではどんどんマイナスが縮んでいくかということ、そういう動意も今のところは窺われないので、今月は「民間銀行貸出は、前

年比マイナス幅の拡大傾向には歯止めが掛かっているものの、基調的には弱めの動きが続いている」と前後を逆にした訳である。

それからこの間の市況の変化で二箇所訂正をお願いしたい。まず株価で、「最近では持ち直している」としていたが、今日また下がっているのを取って「11月下旬にかけて年初来の最安値を更新するなど軟調に推移している」としたい。為替は足許の動きを反映させて「11月上旬以降、円安傾向となり、最近では概ね111円～112円台での推移となっている」としたい。以上である。

速水議長

ご意見ございましたらどうぞ。

田谷委員

二点あり、基本的見解の先行きのところと物価のところの二点申し上げたい。一つは先行きの記述で「公共投資は先行き再び増加に転じると予想される」となっているが、私は公共投資は今年度末にかけて下げ止まった後、反転に転じるのではないかと思う。確かに経済対策の実施が行なわれる訳であるが、今の時点で先行き再び増加に転じると予想されるかということその間の数か月はどうかと思うので、例えば「実施に伴い、今後下げ止まった後増加に転じると予想される」とした方が実態に近いのではないかと思う。

もう一点は物価についてで、一番最後の結論として「当面、物価は横這いしないし弱含みで推移するものと考えられる」となっているが、国内卸売物価、消費者物価、C S P I と足許やや弱含んでいる。確かに先行きを考えると電力料金の引き上げや円安の効果もあるとは思いますが、それが現在のトレンドを変えるとは思えない。この基本的見解はリスク評価ペーパーに対してかなり短期的な見通しを示す位置付けだったと思う。そうすると例えば1か月、2か月あるいは最大限3か月を考えると、私は「横這いしないし」をとって、「物価はやや弱含みで推移するものと考えられる」とした

方が良いのではないかと思う。先程申し上げたように市場とのコミュニケーションで考えれば、我々の手段が限られている中で、マーケットとコミュニケーションを図るには私としてはこのようにした方が良いのではないかと思う。以上である。

速水議長

ご意見ございますか。

山口副総裁

公共投資はどのように出るのでしょうか。

吉田調査統計局企画役

ここにある文章の気持ちは、来年の恐らく2月か3月位にこれまでのパターンで言うと請負金額が増えてきてその直後位から公共投資が増えていくこととなり、それまでは現状程度で、その後、対策の実施に伴い増加に転じる積もりでこのような文章にしている。田谷委員の意見を私が聞いた限りで解釈すると、恐らく現状程度で推移する理由も補正の実施によって現状程度に推移してその後増加に転じるというもので、補正の実施が現状程度で推移するところにも掛かってくる表現ではないかと考えながら伺った。

田谷委員

補正の実施が下げ止まりも生むし、その後の反転も生むのではないかと考えた。強い意見はないが、その表現の方がどちらかといえば正確ではないかと思う。どうせ先行き増加するではないかという点ではそのとおりである。そのようにみている。

吉田調査統計局企画役

実は公共投資についてはなかなかリアルタイムで把握できる統計が少

なく、なかなか分かり難いのではっきりと申し上げ難いが、今の感じでみていると7~9月期で公共投資の落ちが大きかったことから、補正前の年度予算の執行が、逆算していくと必ずしもそれ程落ちない可能性が出てきたと考えている。そういう考えがあったから、敢えて減少が続くと書かずに、当面現状程度の水準で推移するとした訳であり、必ずしも補正予算が通ったからすぐ横這い、現状程度になると考えた訳ではない。

田谷委員

そういうことであれば特に変える必要はないと思う。

速水議長

それでは原文のままで宜しいですね。もう一箇所はどうするか。

吉田調査統計局企画役

田谷委員からご指摘頂いたのは「これらを総じてみれば、当面、物価は横這いしないし弱含みで推移するものと考えられる」の「横這いしないし」を取ってはどうかとのご提案である。どこまでが「横這い」でどこまでが「弱含み」かはある意味では判断の問題かと思うが、私共としてはここにきて何か急に大きな変化が起きた感じでもないので、これまでどおりの文章で良いと思って用意した。もし変える必要があればご議論頂いたうえで判断したいと思う。

植田委員

前年比ではマイナスが続くが、前期比とか前月比とかでは横這いというところ位ではないか。

田谷委員

しかし、前年比でも前期比でも国内卸売物価が少し下がってきている。そして消費者物価指数も同様である。企業のサービス価格指数も下落率が

横這いである。国内卸売物価についての表現もやや弱含んでいるとの表現になった訳であるし、それもこれも横這いというのはどうかと思う。どの位まで横這いと言うかは全く主観的なものであるが。

#### 吉田調査統計局企画役

卸売物価の図表 38 をもう一度ご覧頂いて、3 か月前対比の足許の風速で何がマイナスに寄与しているかみて頂くと、10 月、11 月にマイナスが大きくなっているように見えるのは、電力の下げによるものである。勿論それも指数の一部であるから、下がっているといえはそのとおりである。もう一つ機械類の下げはあくまで指数の精度向上のために、逆に品質調整分がより多く反映されて下がっている分の寄与があると村山局長から説明したと思うが、そういったことを全体的に踏まえたうえで卸売物価についてご判断頂くことかと思う。

#### 三木委員

しかし、物価に関する表現を繋げてみると、国内卸売物価もやや弱含み、消費者物価もやや弱含み、原油価格の上昇を受けて石油製品は上昇したといっても下落が続いている云々とか、半導体も反落しているとなっている。そしてその最後に「総じてみれば」としたうえで横這いでは違和感があるであろう。これでは文章が続かない。

#### 雨宮企画室企画第 1 課長

三木委員ご指摘のとおり確かに全部弱含みのあと横這いだと戻ったのかという感じもあるが、横這いか弱含みかは判断が非常に微妙なところである。ここは委員会として先程田谷委員、植田委員からご議論もあったコミュニケーションポリシーの観点から一つの論点にはなるかと思うが、ご議論のうえで最後も「弱含み」とするご判断は執行部としても十分あり得ると思っている。

山口副総裁

指数の前年比が少し下の方に動いてきているから、「当面」を比較的短い期間と限定すれば、「弱含み」が素直な言い方ではないか。

吉田調査統計局企画役

皆さんにご異論がなければ修正案を読み上げさせて頂く。「これらを総じてみれば、当面、物価はやや弱含みで推移するものと考えられる」と変えたいと思う。

速水議長

他にございますか。それではこれで採決に移りたい。

[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

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

基本的見解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

中原委員は反対理由を明確にされておかれるということであればどうぞ。

#### 中原委員

五点ほどある。まず先行きのところで「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」とある点。私はOECDのコンポジット・インデックス等をみて先行き後退局面に入る可能性が強まったと思うので、この部分には賛成できかねる。それから「純輸出は、一時的に幾分減少すると考えられる」であるが、これは今の状況からいくと一時的な減少に止まらなないと私は思っている。三番目に鉱工業生産指数は「今後一時的に増加テンポがさらに鈍化することがあるとしても、増加基調自体は維持されると考えられる」と書いてあるが、私はこれからある程度増えてそこから基調的にはマイナスになると思うので、増加基調にはならないと思う。四番目に「以上を全体としてみれば、景気は、海外経済や内外資本市場の動向とその影響を」と続いて「回復基調が続く可能性が高いとみられる」と書いてあるが、私は基調的にはまもなく頭を打つと思っているので、これも賛成できない。最後に「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の、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」も賛成致しかねる。何故かというと7~9月のGDPは多分確報でマイナスになるであろう。それから68年SNAベースでは民間設備投資を修正する前からマイナスであるので、どうしてそのような状況下で、国内の需給バランスが基調として徐々に改善していくと考えられるのか分からないので反対である。



速水議長

それではただ今ご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。なお本件の対外公表については、12月18日月曜日の午後2時に行なう。

V. 議事要旨（11/17日開催分）の承認

速水議長

前々回11月17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でしょうか。

[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20日の午後2時に公表する。

VI. 平成13年1月～6月の金融政策決定会合開催予定日等の決定  
速水議長

最後に来年の1月から6月までの半年間について、決定会合開催予定日の承認を行ないたいと思う。この半年分について既にお配りしてある日程で宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

VII. 閉会

速水議長

以上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来年の1月19日金曜日に予定している。本日はご苦労様でした。

(午後2時31分閉会)

以上