

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年1月19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、9:00～10:38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：

財務省	村上誠一郎	財務副大臣（9:00～12:28）
	田村義雄	大臣官房総括審議官（13:32～16:08）
内閣府	坂井隆憲	内閣府副大臣（9:00～12:28）
	小林勇造	内閣府政策統括官（経済財政－運営担当） （13:32～16:08）

（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
企画室審議役	白川方明
企画室企画第1課長	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

（事務局）

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	山岡浩巳

I. 開会

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、私が議事進行を務める。

初めに本日の取り進め方を申し上げますと、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、金融経済情勢に関する委員の討議、さらに当面の金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府からの出席者の方々の発言、そして、金融市場調節方針の採決、という順序で進める。採決の後には、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、議事要旨の承認は本日の最後の議題としている。

政府からの出席者として、財務省からは村上副大臣、内閣府からは坂井副大臣が出席されている。なお、村上副大臣と坂井副大臣は午前中でお戻りになり、午後は財務省からは田村総括審議官、内閣府からは小林政策統括官がおみえになると伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提とする予てからの約束なので、委員および政府からの出席者におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

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う。増淵理事と山下金融市場局長に願います。

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面では年末越えの資金供給とRTGS移行対応が重なり、かなり苦勞の多いオペレーションを迫られてきた。この間、私共は市場の安定確保を最優先に日々の資金需要の変化を睨みながら潤沢な資金供給を行なってきた。特に、資金需要が大きく拡大してきた12月29日以降は、残り所要準備額を大幅に上回る資金供給を続けてきた。その結果、オーバーナイト加重平均レートは年末日の12月29日や12月の積み最終日となった1月15日などを除いて、総じて0.25%ないしそれを若干下回る水準での推移となった。これに伴って、12月の積み期の加重平均レートは、0.24%で着地している。お蔭様で市場の安定確保とターゲットレートの達成という二つの大きな課題を両立させつつ、RTGSへの移行を円滑に進めることができた訳であり、大変ほっとしている。

RTGS移行後の短期金融市場では、既に様々な変化が見られ始めている。例えば、金融機関の超過準備保有額が1月以降数千億円単位で恒常的に存在するようになってきていることが変化である。これはRTGSの下での新しい資金繰りに慣れるまで、当面預金を厚めに保有する慎重な運営方針を採っている先が多いためと思われる。また、コール市場では有担コール残高が1月以降かなり減少するなどの変化がみられている。こうしたRTGS移行後のマーケット動向の変化と金融調節面のインプリケーションについては、時間の関係もあるので、後日別途取り纏めて報告させて頂きたいと考えている。なお、短期金融市場ではRTGS移行後の資金取引および決済が円滑に進んでいることを眺めて、当面の関心は次第に年度末越え調達に移りつつある。こうした状況変化を踏まえて、今週16日から年度末越えオペのオファーを開始した。今後も引き続き市場動向を睨みながら、必要に応じ弾力的な資金供給を続けて参りたいと考えている。

次に前回会合以降のマーケット動向である。一言で言うと、市場の景況感の慎重化を背景に、株安、債券高、円安が進行した1か月と言えるのではないかと思う。まず株価は先週11日にかけて、大幅に下落した後、かな

りの反発を示しているが、昨日の日経平均株価1万3,873円は、前回会合時対比でみると、なお1,000円強の大幅下落となっている。こうした中で長期金利は、この間に1.6%半ばから1.5%台前半へと10bp以上の低下となっているほか、ドル/円相場は119円前後まで円安化が進んでいる。この間の動きで最も注目されるのは、株価の動向である。先週11日にかけての下落局面では、日経平均がバブル崩壊後の最安値である98年10月9日の1万2,879円に接近したこと等から、金融システム不安の再燃が意識されて、2月危機が囁かれるなど、市場センチメントが著しく悪化した。今週に入ってから、米国株価がFedの緊急利下げを受けて持ち直し傾向に入ったこと、株価対策の検討が具体化してきていること、さらにはトヨタの大型自社株償却の発表等も加わって、1万3,870円レベルまで値を戻し、市場の雰囲気はひとまず落ち着きを取り戻している。では、なぜこのように株価が大幅な下落となったかであるが、年末までの下落局面では、引き続きNASDAQの下落につれた面が大きかったが、年初のFedの緊急利下げ以降は、米国株は持ち直しに転じている訳であり、新年入り後は専ら国内要因による下落になるのではないかと思う。国内要因の第一は、言うまでもなく景況感の慎重化に伴う企業業績見通しの下方修正である。野村証券の見通しの修正状況を見ると、2001年度の見通しは、6月時点の+15.5%から9月+14.4%、12月+8.9%と下方修正はされてきているが、依然増益基調にあることには変わりはなく、これだけでこれ程の大幅な株価下落を説明することは、なかなか難しいのではないかと思う。従って、最近の株価下落は、むしろ持ち合い解消売りやNTTドコモによる大型増資の決定などを背景とした需給悪化に対する懸念と、株価の大幅下落に伴うわが国金融システムに対する漠然とした不安感の強まりによる面が大きいのではないかと思われる。例えば、市場参加者が注目する株価の騰落要因では、景気・企業業績要因は大きくプラス幅を縮小させてきているが、依然50以上で上昇の要因となっているのに対して、1月時点で内部要因、需給と市場心理が下落要因としての幅を拡大していることから裏付けられると思う。市場心理という点では、金融システム不安の再燃懸念が一

番のマイナス材料との認識で市場筋の見方は一致している。実際銀行株は、ここに来て再び下げ足を速めており、先週の12日には98年10月対比110の水準まで低下し、99年3月の公的資金投入前のレベルまで低下をみている。こうした状況の下で、3月期決算の接近が意識され、経済実態の変化以上に市場のセンチメントは悪化しているのが現状ではないかと思われる。株価の先行きについて市場筋の多くは、現在の株価水準は、景気や企業業績の実態から見てやや下げ過ぎの可能性があるとといった見方から、米株安や金融システム等でのショックがない限り、これ以上の大きな下げはないとの判断にあるように窺われる。もっとも、3月末にかけては持ち合い解消圧力が大きいこともあり、株価の目立った回復を予想する向きはほとんどなく、当面F e dの政策転換を受けた米国株価の動向、検討が開始された株価対策の帰趨、わが国の景気動向などを見守っていく姿勢にある先が大勢となっている。以上申し上げたような株価動向を背景に、その他の市場でもかなりの変化が見られている。まず第一には、長期金利が一段の低下となった。例えば10年債新発利回りは、12月後半以降水準を切り下げ、最近では一昨年5月から6月以来の1.5%台前半での水準で推移している。この1か月間におけるイールドカーブの変化幅をみると、1年以上の各残存年月で押し並べて15bp前後の大幅低下となっており、イールドカーブはかなり大きく下方にパラレルシフトした形になっている。こうした長期金利の低下は、基本的には株価の大幅下落に伴う景況感の悪化を背景としたものであるが、加えて都銀等の投資家が資金運用難の下で、ポジションテイクを短期的に積極化させていることによる、いわばディーリング相場的な色彩も強いとの指摘も聞かれている。実際「スワップ・レート固定金利の受け—国債利回り」のスワップ・スプレッドの推移は、昨年11月中旬辺りから各年月とも、急激に縮小しており、2年物に至っては、一時国債利回りの方が高くなる逆転現象が生じている。これは、都銀等の投資家が、当面時価会計の対象とならないスワップ取引でリスクテイクを積極化しているためであり、こうしたスワップ・レートの低下が国債利回りの低下を加速している面も少なくない。従って、仮に何らかのショック

があった場合には、その反動が大きく出るリスクが存在することには十分留意しておくことが必要だと思われる。株価下落の第二の影響は、クレジット・スプレッド面への影響である。社債、金融債の対国債スプレッドの推移は、いずれもこれまでのところ大きな変化はみられていない。しかしながら、例えば興銀債のスプレッドは、ここに来て若干拡大しているようにみられ、全般的に多少変化の兆しも窺われたいではない。また、ジャパン・プレミアムは、引き続きゼロ近傍にはあるが、ここでも金融システム不安の再燃思惑が強まった先週の後半以降、若干プレミアムがつく現象がみられており、多少変化の兆しが感じられないではない状況になっている。こうしたクレジット・スプレッドの今後の動向については、引き続き十分注意を払っていきたい。特に昨日もS & PがトリプルBマイナスとなっている中央三井信託の格付をクレジット・ウォッチに入れることを発表した。仮に格下げになると、投資非適格になる訳であり、こういうことが続くとジャパン・プレミアムは拡大してくると思う。第三の影響は、金利上昇期待が一段と後退していることである。ターム物レートはRTGSが円滑に立ち上がり、市場参加者の資金繰りに関する不安感が徐々に解消されてきていることなどを背景として、年初まで高止まっていた短めのターム物を中心に急速に低下をみている。そうした中で、最近の株価大幅下落等に伴う金利先高観の一段の後退から、イールドカーブがフラット化ないし若干の逆イールドになってきているのが注目される。例えばユーロ円レートは、昨日1Mが0.42%、3Mが0.50%である。これは年度末越えプレミアムを含んでいることで若干高くなっている。それから6Mが0.48%、1Yは0.47%である。さらに、金先レートのイールドカーブは前回会合時と比べて下方にシフトしている。このカーブの形状からは、来年3月頃までは、現在の水準を超えた短期金利の上昇はないとみた市場の金利観を読み取ることができるものと思われる。第四の影響は、円安化が急速に進んだことである。ドル/円相場は12月下旬にかけて112円台でもみ合った後、急速に円安化しており、1月15日には一時約1年半振りとなる119円台まで下落した。その後は117円から119円のレンジでややボ

ラタイルな値動きを示している。円安要因を大きく整理すると、一つはわが国の景気の先行きに対する不透明感の強まり、二つ目は株価大幅下落に伴う金融システム不安再燃思惑の強まり、三番目が日米当局筋による円安容認ないし強いドル政策維持発言などが主な背景として指摘できる。この間ユーロ／ドル相場が 0.95 ドル前後でもみ合う展開となっていることから、円対ユーロ相場は 112 円から 113 円前後まで大きく下落している。最近の円相場の動きを過去の円安局面と比較してみると、今の円相場の水準は対ドル相場、実効相場いずれからみても然程大きな円安になっている訳ではない。ある意味ではこれまでの円高に漸く修正が入った局面といった見方もできるように思われる。ただ、オプションのリスク・リバーサルでみると、市場センチメントは 95 年央以降で最高の円ベア水準になってきている。また、6 か月のやや長めのもののセンチメントについても、急速に円ベア化が進んでいることからみると、今後もう一段の円安化が進む可能性も少なくないと思われる。為替市場では、目先 125 円に向けての円安化を予想する向きが多くなってきているが、2 月頃に予定されている G7 を控えて、米国新政権やわが国の当局者の為替相場に関する発言等に振られやすい、神経質な展開が続くものと思われる。以上のように、この 1 か月のマーケットは、株価の大幅な下落に揺れる展開となってきたが、市場の関心は当面、今月末の FOMC の決定とそれを受けての米国経済・株価の動向、2 月の G7 に向けてのわが国の財政金融政策、ならびに為替政策面での対応、検討が本格化してきた株価対策の帰趨等に集まりつつあるように窺われる。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がありましたらどうぞ。

田谷委員

先程説明のあった企業収益見通しの修正状況については、確かに 2001 年度の見通しは変化率が下がってきているが、同時に 2000 年度の収益率

が上がってきているので、水準としては6月時点と12月時点であまり変わらないとも言えるのか。

山下金融市場局長

収益の絶対額のレベルということではそのとおりである。

篠塚委員

スワップ・スプレッドの推移のところで、国債の方が高くなっているのは、スワップが時価会計の対象にはなっていないからだとのことであるが、国債もまだ時価会計ではないであろう。

山下金融市場局長

然り。ただ国債については来年度から導入される。

篠塚委員

このスワップも同じ来年からか。

山下金融市場局長

いや、スワップのマクロ・ヘッジ会計については、取り敢えず2003年3月まで2年間猶予されることになっている。

篠塚委員

そうすると当分これが使われる訳か。それから為替が円安になってくると購買力平価でみたら120円でもそれ程割安ではないかもしれないが、そこはどのようにみたらいいのか。

山下金融市場局長

購買力平価は、どの物価指標をベースに計算するかによって全然違うので一概に言えない。

篠塚委員

輸出価格でみるか、それとも卸売物価か何かでみるのであろうか。

山下金融市場局長

例えば、消費者物価ベースでみると、もっと円安水準にあるべきということになるであろうし、輸出価格ベースでみると、より円高水準にあるべきということになる。その辺は、購買力平価だけでそこをみるのは、難しいのではないかと思う。

坂井内閣府副大臣

資金を潤沢に供給したという話で、12月29日の日銀の当座預金残高とかオペの状況が出ているが、大体年末はいつも資金需給上、日銀預金残高、日銀券発行残高が増えるであろう。これは昨年段階だけだが、もっと過去からみるとどうなのか。

山下金融市場局長

通常の年末もおっしゃるとおり、資金決済需要が増えるので、例えば銀行券の発行が増えることは事実である。

坂井内閣府副大臣

もちろんこの季節性からすると増えるのは当たり前であるが、今までの流れからみて極めて資金を潤沢に出したという感じで読み取れるのかどうか。この去年の数字だけでは分からない。

山下金融市場局長

当座預金は、付利されない預金であるので、基本的には準備預金の範囲内でしか持たれない。従って、通常は年末だからといって当座預金を沢山

持つということにはなかった。今副大臣が言われたことは年末なので、例えばお年玉や年末決済のために銀行券需要が増えるので、日銀はいつも資金を沢山供給することになるのではないかということであれば、それは事実である。しかし、銀行が日銀に金利のつかない当座預金を置くのは、必要最小限しか行なわないので、年末でも準備預金を大きく上回ることは通常はない。ただ、去年はY2K問題から1月4日にコンピューターが止まって、予定の資金が入ってこないかもしれない、決済ができないかもしれないということで、20兆円台の当座預金が保有された。それは金融機関が1月4日の資金繰りを心配して保有した訳である。今年も1月4日からRTGSに移行して取引の形態が大きく変わるため、当日の資金繰りを心配した地銀等を中心に、必要以上に沢山資金が抱えられた訳である。従って、年末だからといって毎年沢山当座預金を抱えられる訳ではない。

三木委員

RTGS移行の中で注目される国債取引のその後の動きはどうか。1月4日、5日は取引が僅かに絞られていたので、これを越えたからといって大丈夫なのか判断がつかないけど、だんだん増えてきて今度は22日に山がくると思う。この辺のところはその後フェイル等の問題もなく順調なのか。

山下金融市場局長

おっしゃるとおり、取引はかなり増えてきて決済額も増えてきている。ただ、逆にフェイルが1件も起こっていないことが問題になっている。例えば、
は、より前にはフェイルを起こすなどバックオフィスにいつているそう。皆フェイル第1号になることを回避するため、ぎりぎりになると結構相談し合ってフェイルを直前で避けるといったことが起こっているようである。一昨日も財務省で国債市場懇談会があって、そこで市場関係者から、フェイルができないことによって取引が疎んでしまうことについて問題提起が出されている。本行は、市場関係

者の要請によってフェイルに関するアンケート調査を行なって、その結果を発表する予定だが、今月はこのままいくとゼロになってしまう。そうなるにせつかく欧米並みにフェイルを認めるRTGS慣行の下で、国債の流動性を高めていこうという本来の意図が実現されていないことになり、これが問題視されている。もう一つは、22日、25日が、国債の新発債の決済日なので、そこを順調に通過するかどうか注目点である。これまでのところは、決済は問題なく順調に進んでいるが、まだ1件もフェイルが起っていないところにやや偏った感じが出ている。

中原委員

当座預金の残高が準預を超えている先は主体別ではどこになるのか。例えばたくさん超過準備を持っているのは…。

山下金融市場局長

超過的な当座預金を一番大きく抱えているのは証券である。

中原委員

外証か、日本の証券か。

山下金融市場局長

外証と日本の証券かはその日によって違うが、基調的には日本の証券会社が多い。やはり国債決済が心配なので多目に資金を抱えているのだと思う。RTGS移行直後の年初は、証券会社のほか、地銀辺りが結構持っていた。その後段々地銀は通常に戻って、特に超過準備は持たないようになっていく。それに対して引き続き証券会社が決済のバッファーとして多目の資金を持つ格好となっている。

中原委員

この有担コールが減ってきたのは何故か。

山下金融市場局長

従来の有担コール取引は、ディーリング形式で短資が間に入って行なうやり方で行なわれてきた。しかし、RTGSに移行し、返金先行の慣行となったことから、短資は手元資金がないので、先に金を返すという訳にはいかない。従ってRTGSになると、ディーリング形式をやめ、ブローキング形式の取り引きが主流となることになり、事務が面倒になった。そんな面倒なことはやりたくないという向きが増えてきたために、有担コールの市場規模が減ってきているのが現状である。

中原委員

RTGSの下では、本当は有担コールに来なければおかしいのではないか。

山下金融市場局長

おっしゃるとおりである。多少気になっているのは、ブローキング取引の事務が面倒くさいので、短資の信用リスクを無視して金を返すのは後でもいいという形でディーリング形式を残しているところもある。そういうRTGS後の有担コール取引の実情については、今度纏めてご報告させて頂く。

中原委員

それから銀行株の話をしてしたが、その指数でいう110は水準的には公的資金注入の前の…。

山下金融市場局長

99年1月位の水準に戻っているということである。

中原委員

それよりも低い訳か。

山下金融市場局長

公的資金注入直前の水準より低い。

中原委員

その時は幾らだったのか。

山下金融市場局長

例えば今手許にある数字だと、98年10月のボトム時を100として、99年1月の半ば位で110を若干上回るところだったと思う。

中原委員

それから先程、株価下落によって四つの変化が起きたと言っていたのをもう一回言ってもらいたい。一つは長国の話であった。

山下金融市場局長

株価の下落に伴っての変化ですね。第一は、長期金利が大きく低下したこと、第二は、クレジット・スプレッドに多少変化が見られたことである。まだ微少に止まっているが、例えばジャパン・プレミアムについてはロンドン事務所に確認してもらったところ多少恒常化してきた節がある。まだ5bp位で、今直ちに問題となるものではないが、中央三井信託の格下げの方向での動きのようなものが今後拡がってくると、問題になる可能性がある。もう一つはやや別の次元だが、日本の銀行の合併が進んでいくと、今までは日本の系統を含む大手銀行が邦銀に外貨を出し、特に中下位銀行がそれを取って回っている面があった。しかし、だんだんコンソリデーションが進んできて、そういう大手銀行の出しが減ってきているそうである。そうすると中下位銀行は外貨をなかなか取れなくて、しかも3月に色々な

ことがあるかもしれないとの予備的動機から多少無理をして取っている面もあるようである。そういった形でクレジット・スプレッドに多少の変化が見られ始めた点には注意していかなくてはならないと申し上げた。

植田委員

ジャパン・プレミアムで質問したい。これは東京三菱のレートを基にしたプレミアムだが、もう少し下位行についてみると、もっと広がっているのではないか。

山下金融市場局長

マーケットで公表されているのは農中と東京三菱、富士の三行だけである。最近の下位行はほとんどオファー・ビットを出していないそうである。従って、その辺のところは個別に聞かないと分からない。今、考査局の方で個別行の動向を調べているので、また報告したい。

中原委員

農中と東京三菱ともう一つどこか。

山下金融市場局長

富士である。

中原委員

それから三番目、四番目は何か。

山下金融市場局長

三番目は、株価下落に伴って一段と金利先高観が低下してきていて、短期金利におけるイールドカーブがフラット化しているほか、来年の3月位までは金利はこのままという感じの金利観が金先レートで形成されていることである。

中原委員

ユーロ円金先だったね。四番目は。

山下金融市場局長

四番目は円安が急速に進んでいることである。

藤原議長代理

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願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

注目の米国について12月の鉱工業生産をはじめとして幾つかの重要指標が公表されたので、追加資料を基にお話する。本日の報告は主に三点であり、一番目は減速傾向を強めつつある米国経済の動向、二番目が輸出の減速から景気の減速傾向が明らかになっている韓国、台湾を中心とするアジア経済の動向、三番目は米国連銀の利下げ以降の米国金融市場の動きである。

最初に米国経済では、12月の主要指標がほぼ出揃った。纏めて申し上げると個人の支出、設備投資の減速を背景に生産が明確に減速していることが特徴である。重要な局面であるので、この点をトレースしたいと思う。図表2 米国クリスマス商戦の動向をみると、自動車を除く小売売上げの動向は昨年末にかけて急速に鈍化している。消費者コンフィデンスも年末にかけて急低下している。まだレベルは高いとも言えるが、低下のピッチが大きいと思う。次に図表3 設備投資動向では、いわば設備投資の先行指標である航空機を除く非国防資本財の受注で去年の年末にかけて伸び率が急速に低下してきている姿が読み取れる。そのうちのIT関連財受注も伸び率を鈍化させてきているが、伸び率そのもののレベルはまだ高いと思う。

設備投資も減速であろうと思う。

こうした需要動向を受けた生産・出荷・在庫の動向を簡単にチェックしてみたいと思う。生産と、生産以上に需要動向と平行に動くNAPM指数を並べてみると、これも年末にかけて前年比の伸びを急速に鈍化させている。出荷と在庫は、出荷が落ちる中で在庫が積み上がる形になっている。

次に雇用情勢について、雇用者数の推移、週間労働時間、失業保険の申請件数などをみると、全体的に雇用情勢はまだタイトであると思うが、雇用者増加ピッチが鈍化する、特に製造業を中心に労働時間が減少する、失業保険申請件数が増加するといったように、評価としてはタイト感にやや後退する兆しがみえている。賃金はどうかであるが、時間当たり賃金はなお高止まりであった。生産性のデータはまだ去年の第3四半期までしか出ていないが、この先の第4四半期以降の生産性の動きが注目される。

続いてユーロエリアについて、図表7でウエイトの高いドイツ、フランスの景気動向について、景況判断指数と鉱工業生産などを基に簡単にチェックしてみたい。ドイツ、フランスとも去年の夏場以降生産がピークアウトするなどスローダウンの兆しがみられる。しかし主要国において減税が実施されているし、失業率が低下しており、雇用環境の改善を反映して消費者コンフィデンスは足許改善している。全体としてはこういう支えもあり、景気展開は相対的には底固いとの評価ができるかと思う。因みに減税の効果についてIFO経済研究所の試算によれば、ドイツにおける所得税、法人税の減税による2001年の成長率押し上げ効果は、約0.5%とのことであった。結構大きいともみれる。

次にアジアは予てご報告してきたように、NIEs、ASEAN諸国では昨年秋から輸出の急速な増勢鈍化から景気が減速してきている。特にIT需要への依存度が高い韓国、あるいは台湾ではこの傾向が顕著である。この両国の輸出と生産の前年比の推移をみると、韓国、台湾とも去年の秋から輸出が急速に減速し、それとほぼ平行に生産が落ちてきているのが確認される。それでは韓国の内需はどうかである。結論的には内需も減

速である。設備投資の関連指標を取り上げて見ていくと、企業の業況判断は足許悪化してきている。製造業の稼働率が落ちていることを背景に韓国の製造業の機械受注、設備投資の先行指標も足許急速に低下してきており、設備投資も減速してきていることが確認される。次にアジア経済の今年の方針に対するコンセンサス・フォーキャストの中で輸出がどのような姿で織り込まれているのかみてみると、いわば今年前半の輸出減速に伴う景気の減速は、民間の経済予測の中になんかの程度織り込まれている。一言で言えばそういうことであり、相当大きな異変が起こっている訳ではないが、色々な見方を総合すると、年前半の輸出、それから経済全体、景気の走りはどうも事前に予想されていたよりも低い低空飛行を余儀なくされるであろうとの見方が支配的になっている。従ってこのコンセンサス・フォーキャストの成長率あるいは輸出の姿を実現するためには、年後半の立ち上がりのテンポとその程度が問題となる。一応今のところ下期回復説が一般的な見方になっているが、その根拠は、米国経済も下期に回復し、伸び率を高めていくだろうというものであり、この点についてはまだ判断には材料不足と思う。ここには書いていないが、中国は輸出は減速してきているが、一方で財政支出の拡大もあり、内需は比較的堅調に動いている。中国については景気の大きなスローダウンは回避できるだろうという見方である。

続いて米国の金融市場である。長期金利については、景気減速の程度やF e dの政策運営に対するある種の不確実性を反映して一進一退の動きであろうかと思う。F e dの政策運営に対する見方をF Fの先物金利で見ると、今月末のF O M Cにおける50bpの追加利下げの確率は約9割、さらに4月までに75bpの利下げが行なわれる確率はほぼ100%の姿になっている。そうした姿が市場に織り込まれている。米社債間のスプレッドをご覧頂きたい。ハイイールド債のスプレッドは拡大に歯止めが掛かりつつあることが見て取れるが、なおスプレッドは高水準と思う。株価は、ボラティリティでみて、一進一退である。最近はN A S D A Qが上げているが、しかしボラティリティはなお高止まりである。その株価の背景になってい

る民間のアナリストによる一株当たり利益の成長率の見通しを10月、11月、12月と予測時点を追ってみると、相当下の方に振れてきている。昨年の12月14日時点でみると、昨年の第4四半期、今年の第1四半期、第2四半期まで予測が大きく下方修正されている。しかし第4四半期にかけては大きく持ち直す姿を想定している。金融市場全体として金融環境の悪化には歯止めが掛かりつつあるけれども、なお不安定な動きが続いているとの評価が可能であろうかと思う。米国経済に関する当面の着目点としてはITの需要動向、自動車等の在庫調整の動向、企業収益、あるいは生産性の動きと思う。利下げ効果の浸透等から年後半にかけての高成長への復帰を見込む向きが多い訳である。民間の予測でもそうした予測が多い訳であるが、この点についてはなお判断するには材料不足であり、まだ予断はできないと思う。以上である。

藤原議長代理

それではご質問等願います。

特にないようであれば、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。永田理事と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の当月の判断を一言で申し上げると、これまで公表された統計、計数面を見る限り、現状に大きな変化はないと言えると思う。ただし、先行きのリスクについては増大しており、こういった先行きのリスクが増大していることを念頭に、今回は全体に判断を下方修正した。

まず足許の現状認識は、設備投資は増加を続けている。個人消費については依然として回復感に乏しいが、一部には明るい指標もみられており、今回先月にはない「一部には明るい指標もみられている」という記述を付け加えている。公共投資は減少テンポが鈍化している。この点先月は公共

投資は徐々に減少しているとしていた。次に純輸出は、輸出の減速と輸入の増加の両面から減少している。先月は純輸出については横這いとの判断であったので、これは下方に修正している。住宅投資は徐々に減少しており、先月はやや弱含んでいるとの表現であったので、これも心持ち下に振ったことになる。次に生産の増加テンポは今申し上げた輸出の減速を主因に鈍化しているなので、この生産の判断としては、鈍化していることが最後にきている。この点先月まではちょうど引っくり返した形で、「鈍化しているが増加基調を続けている」であったので、こちらもしばしば重心を「鈍化している」に移した。企業収益については改善を続けている。家計の所得環境は、徐々に底固さを増していると判断している。この点先月までは改善に向かう下地は整ったとの表現であったので、こちらは心持ち前へ進めた形である。以上のようにプラス、マイナスあるが、トータルの判断としては、緩やかな回復傾向を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化しているということである。この総括判断についても先月まではテンポは鈍化しているが、緩やかな回復傾向を維持しているであったので、輸出の減速により少し重心を「鈍化している」に移した訳である。

先程も国際局長から話があったが、米国のクリスマス商戦については総じて不振に終わった模様であり、特に需要見通しが強気であったパソコンでは裏目に出て、部品調達の抑制、あるいは設備投資見送りといった比較的広範な調整が生じている。その影響がアジア諸国およびわが国にも現われ始めている。これに加え自動車メーカーの一部には、米国自動車販売の不振を理由にして、輸出計画の下方修正を検討する動きがみられる状況である。今回はこういった先行きに関するミクロ情報を踏まえて、わが国の景気に関する判断を若干下方に修正した。ただ一方では、個人消費にやや活気が戻りつつあるように窺われる。この点については、恐らくその背景にこれまでの雇用環境の改善、あるいは消費者心理の好転があると思われる。ただ一方では、株価の低迷など当面のマイナス材料もあるので、個人消費については暫くは回復感に乏しいという従来の基本的な判断は変えずに様子を見たいと考えている。

次の物価面については、大きな変化はないので割愛させて頂く。

先行きは、引き続き設備投資の増加が見込まれる。公共投資も一旦増加することが展望される。ただ輸出については、少なくとも当面は減少が避けられない。従って、目先1~3月の生産はミクロ情報から判断する限り、これまでの増勢が一服し、横這い程度で推移する可能性が高いと考えている。これまでは企業部門、とりわけ生産の回復が景気のエンジンとなっていた訳であるが、今説明したような状況の中で、企業部門を起点とする所得創出のメカニズムが途切れることなく続き、景気回復の持続が展望できるかどうかである。この点、輸出企業の収益については、下方修正は避けられないと思う。ただ、わが国の電子部品の生産は、アジアのように汎用品だけではなく、かなり高機能品まで生産しており、多様化が進んでいる。また足許円安が急激に進んでいるし、原油価格も反落しているので、下方修正は避けられないとしても修正幅は小幅に止まるのではないかとと思われる。従って、現段階で海外景気の減速がわが国の大規模な設備投資の見送り、あるいは雇用の削減といったドラスティックな調整に繋がるとは考え難い。もしそういうことであれば、家計部門についても雇用・所得環境が悪化に転じ、心理が冷え込むような状況も回避できると考えられる。これがメインシナリオである。

ただ、次にあるように海外景気の動向は今のところまだ不透明なので、その動向次第では輸出から生産へのマイナスの影響がさらに強まる、あるいはこれが長期化することも考えられる。このような場合には当然のことながら、いずれ設備投資の調整は避けられない。従って、内需が緩やかながらも回復を続けている間に、輸出の調整が一段落しない限り、景気が回復軌道に止まることは困難であると思う。こうした蓋然性は海外景気の動向によるものなので、今後とも注意深く海外景気をみていく必要があると考えている。以上が海外についてのリスクであるが、国内でも新たなリスクが生じている。株価の低迷が続く中で、企業や家計の心理が広範に冷え込むようなことがあれば、それ自体が景気に対するマイナスのショックとなり、回復が途切れることもないとは言えない。こういったダウンサイ

ド・リスクが前月に比べ高まっていることは否定できない。今後こうしたリスクが現実のものとなることがないかどうか、警戒的にみていく必要があると考えている。

次に物価の先行きであるが、国内需給バランスの基調自体は、改善傾向を維持すると考えている。ただ一部の財が、輸出減少から在庫調整に入ったとのことなので、一本調子で改善が進み難い状況となっている。また原油価格は年末に急落しているので、当面は下落要因として作用する。他方では円安が急速に進んでおり、輸入物価の上昇を通じて国内物価の下落を抑制する方向にある。以上を総合すると、物価指数については当面やや弱含みで推移する可能性が高いと考えており、このところの判断は先月と変えていない。

なおダウンサイド・リスクが高まっているのは事実であるが、在庫調整についてはその範囲はかなり限定的である。鉄、化学、あるいは一部の電子部品といったところに限られている。また労働需給も総じて改善傾向にあるので、国内民需を中心とした国内需給バランスの改善基調自体は崩れていないと現時点では判断している。以上が総括的な判断である。以下各論について説明する。

図表 5 の通関の実質輸出の状況は、米国向けが 11 月は単月としてはむしろ増えている。この結果、10、11 月を括った第 4 四半期の米国向けは +4.0% と日本の通関輸出を見る限りまだプラスである。一方東アジアは、第 4 四半期は -2.1% で、わが国の輸出を見る限り米国向けの輸出よりもアジア向けの輸出が減少に転じた姿である。このため、実質輸出の計は 10、11 月平均で +0.7% と明らかにこれまでよりも減速している。図表 6 情報関連財輸出の 7~9 月は一旦前期比でマイナスに転じている。それが 10、11 月は少し戻した形である。従って、まだ日本の情報関連財輸出についての本格的なマイナスショックは、アジアのような形では現われていない。ただ世界の半導体需要を見ると、第 4 四半期は明らかに減少に転じている。いわば 95、96 年あるいは 97、98 年の調整に似たような形になっているので、先行き日本の情報関連財輸出についても、こういった影響が出てくる

のは避けられないと思う。因みに半導体製造装置の輸出は、第4四半期、10、11月は急減している。これは高機能製品については、一部に部品調達のネックがあり、生産が進まない一方汎用品についてはアジアからの納期先送り要請がきていることから船積みが減ったような状況が生じている。図表7の自動車輸出は、米国の自動車販売見通しが2001年は2000年に比べて減少に転じるとの民間見通しが多いことから、1～3月についてはわが国の自動車メーカーも輸出向けの減産に転じるようである。次に図表8で海外経済全体の民間見通しをみると、米国の2001年見通しは、1か月前までは3.4%という見通しであったが、直近時点では2.6%にまで減速しており、かなり急激に下方修正されている。ただ、米国についての一般的な見方としては、年後半から持ち直しに転じるとの見方が多いようである。世界計で見ると1か月前の4.0%が3.7%に減速している。一方輸入の方であるが、図表10実質輸入の計で見ると、10月、11月と増えて10、11月を平均した第4四半期では+5.2%とかなり大きな伸びを続けている。内訳を見ると、まだ中国からの衣料品を中心とした消費財が増えており、情報関連、パソコン等については国内需要が好調なことから輸入が増えている。また、資本財・部品も増えているため、全体として増え続けている。先行きについてもこういった輸入代替が進む形で輸入が増えると考えている。

次に図表11設備投資の状況である。まず先行指標である機械受注は、11月単月としては前月比-2.9%と減少しているが、10、11月を括ってみると+1.8%である。業界の当初見通しは+7.6%であったので、これに比べればまだ10、11月の平均ではそれに達していない訳であるが、少なくとも増加を続けている。内容的には製造業が10～12月で+8.3%と引き続き大きな伸びである。非製造業が7～9月に通信関係の大口案件があった関係で、10～12月にその反動のマイナスが出ているために伸びが小さい状況であり、機械受注は堅調であると考えている。一方その下の建築着工床面積の11月の数字を見ると、前月比で+48.6%と著増した形になっている。この主因は鉱工業の155.2%である。余りにも大きな数字だったの

で、国土交通省の方に問い合わせたところ、結局計数がどうもおかしいことが判明した。すなわち、今年の夏に愛知県で化学工場が爆発事故を起こし、その建替えが計上されたとのことであるが、調べたところどうも最初のレポートの段階でかなり大きな数字の齟齬があったとのことである。従って、恐らくこれは後程訂正になると思う。この工場の部分を除いてみると、11月は全体で+17.6%である。それから10、11月の平均で8.6%に相当するのが-4.9%である。その内訳で鉱工業の61.7%に相当するのが+11.2%である。従って、これを除いても製造業の方はプラスを続けている。非製造業の方は、これまで大規模小売店舗法の改正の影響で着工が集中した反動からマイナスとなり、これが効く形で全体も10~12月はマイナスになったという理解が正しいかと思う。従って、建築着工床面積の方は、製造業は極めて堅調である。しかし、非製造業は反動減からマイナスになっている。

次に図表14の個人消費である。このところ一部にやや活気が戻りつつあると申し上げたが、回復感に乏しいとの判断を変えるにはなお材料不足である。それでは、どこに明るさがみられるかということ、乗用車登録台数であり、出荷額ベースで10~12月は+4.8%とかなり大きな伸びになっている。それから、家電販売も+4.0%とパソコン、デジタル家電を中心に堅調である。それから、旅行取扱額の特に海外旅行が10~12月+3.8%とまずまずの伸びになっている。こういったことから、一部には確かに明るさがあるが、家計調査は引き続き弱めであるし、デパート、チェーンストアについてもそう良くない。こういったことから、全体判断は変えないことにしている。次に図表15に販売統計の合成指数がある。通常デパートの売上等は、店舗調整後の既存店ベースでみている。ところが、大店舗法の改正に伴って、駆け込みの新規出店があったので店舗数はかなり増えている。従って、恐らく真実は既存店ベースと新規店舗を全部含んだベースの間にあると思われるが、このバンドでみても少しずつ上向いていることが確認できる。悪いながらも少しずつましになっている。次に図表19で消費者コンフィデンスの状況である。今回発表になったのは生活不安度指

数である。最新時点は12月であるが、これは改善している。ただ、新聞報道は原計数ベースでみており、悪化したと報道されていたが、季節性があるので季節性を調整すると、若干良くなっている。

次に、以上を踏まえて図表22の生産の状況である。11月は予測指数では+0.1%であったが、実績は-0.8%であった。10~12月も速報ベースでは+0.4%、その後確報が出て+0.5%であり、予測指数より若干下振れている。私共のマイクロヒアリングによると、10~12月の生産は、先月までは前期比1%内外の増加ではないかとみていたが、下方修正されてマイクロヒアリングを積み上げても大体+0.5%前後とやはり下振れしている。内容的には電子部品、台湾、韓国向けの射出成型機と言われる一般機械が下方修正している。従って、恐らく10~12月の着地も0.5%前後ではないかと思っている。一方、1~3月は、1月の予測指数でみる限り+1.5%と強い数字になっているが、私共のマイクロヒアリングによると、ほぼ横這いの数字が出ている。先月までは0.5%前後伸びるのではないかといった見方が多かった訳であるが、横這いに転じている。主因は、自動車が輸出向けを中心に少し減産するためであり、恐らく1~3月の生産はゼロ近辺を挟んだ動きになるのではないかとみられる。

次に図表24で在庫調整の話をする。これは縦軸に在庫の前年比、横軸に出荷の前年比をとっている。右下に概念図があるが、45°線で区分した下方にあると大体回復局面、その後45°線下方から第一象限の方へ移行する在庫積み増し局面を経て、45°線を越えた在庫積み上がり局面に回っていくのが一般的なパターンである。そういう観点から投資財を見て頂くと、10~11月の直近時点は、45°線下方の第四象限にあり、在庫の前年比はまだマイナスと、極めて慎重であるので、在庫調整の懸念はない。耐久消費財も同じ様な傾向である。問題があるとすれば、生産財であり、ちょうど前向きな在庫積み上げ局面と積み上がり局面との境にある。図表25でこの内容を見ると、実際45°線から上方の在庫積み上がり局面にきているのが鉄鋼である。それから、化学も回り方は小さいが、10~11月に45°線を越えた第二象限に入っている。それから、電気機械生産財も10

～11月は45°線を越えている。従って、この鉄鋼、化学、電気機械生産財の特に海外需要の見誤りによる部分は在庫調整の動きについてウォッチする必要があると考えられる。ただし、これは極く一部の業種に限られた話であり、今のところ大きな在庫調整には至らないと考えている。

次に図表26の雇用関連では、労働力調査の雇用者数を見て頂くと、前期比が4～6月+0.6%、7～9月+0.6%、10～12月+0.8%と増え続けている。ただ、労働力調査は振れが大きいので、我々はこれまで慎重にみていた。ところが、毎月勤労統計の常用労働者数も、7～9月は+0.2%、10～12月+0.1%と若干ではあるが増える傾向にある。こういったところから、雇用者数については、底入れて若干ながら増え始めたのかと考えている。また、冬のボーナスも下げ止まったことを考え合わせると、所得環境については、徐々に底固さを増してきていると言えると思う。ただ、懸念材料は毎勤統計の所定外給与である。こちらは生産の回復にしたがってこれまで伸びてきたが、生産が一旦横這いになる中で、今後伸びが鈍化する恐れがある。ただ、所定外給与のウエイトは全体の5%位なので、この伸びが鈍ったところで、大きな影響はないと判断している。

最後に図表44の物価は大きな変化はないが、消費者物価について一点説明する。消費者物価は全体として軟調気味に推移しているが、消費者物価指数を輸入および輸入競合商品、それ以外の国産品の二つに分けてみると、これまでの消費者物価指数の下落はこういった輸入品がリードしてきたことが見て取れる。ただ、直近時点の11月をみると、少しこのマイナス幅が小さくなっていて、国産品の方のマイナス幅は大きくなっており、これまでと逆の動きがみられる。そこで、この国産品のマイナス幅拡大をどうみるかであるが、これをリードしているのが実は加工食品である。これまで加工食品は、全て国産品に入れていたが、どうも内容を見ると、これにも中国からの輸入が相当入っており、仮にこれを輸入および輸入競合商品に入れると、これまでと同様のパターンではないかと思っている。従って、これまで加工食品を国内品に含めていたが、これをどこかの段階で組み替えることを検討している。以上である。

藤原議長代理

それでは質問等お願いします。

三木委員

数字を教えてください。図表 8 の世界計の 2001 年見通し 3.7%の中には日本はどういう数字で入っているのか。

村山調査統計局長

これは日本を除くということで、入っていない。

三木委員

しかし、この構成比を全部足していっても 89 位にしかならない。だから、その差に入っているのではないのか。

村山調査統計局長

その他があり、これはいわば…。

三木委員

それでは、日本を除くと考えて良いのか。では輸出に占めるウエイトは何を指すのか。

村山調査統計局長

このウエイトは日本の輸出に占める各国のウエイトである。

三木委員

分かった。それから所定外給与は大体 5%位とのことであったが、図表 26 の名目賃金の中に占めるそれぞれのウエイトを教えてください。

村山調査統計局長

手許に正確な数字がないので、後で報告する。

藤原議長代理

他にないか。それでは最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事と雨宮企画室企画第1課長にお願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室企画第1課長

では、金融環境の現状評価に基づいて最近の金融環境を整理してみたい。まず今月のポイントは、先程金融市場局からの説明にもあったとおり、この間の株価の下落が、資金仲介や企業金融に何らかの影響を与えているのかがポイントになる訳である。具体的に金融環境でチェックするルートは三つ位あって、一つは金融機関の貸出態度がどうなっているのか、もう一つはCPや社債等の直接金融市場の機能に何か変化は生じていないか、三つ目はこれらを総合して金融面から企業の資金繰りを圧迫するような兆しがみられているかどうかと思われる。結論としては、エクイティ・ファイナンスの極く一部に変化の兆しは見られるが、全体としてはこれまでの金融環境にこれまでのところ変化はない。ヒアリング、あるいはDIの情報等を総合的に判断すると、民間銀行の貸出態度についてこれまで同様信用力を見極めながら、優良企業向けに貸出を増加させようとする姿勢に特に変化はない。それから社債、CP市場など市場を通じた資金調達環境にも変化はみられていない。ただ、エクイティ・ファイナンスについては、最近の株価の下落を受けて、新規公開の一部に影響がみられ始めている。これは具体的には、そう大きな動きになっている訳ではないが、最近みられた大きな特徴の一つは、当初野村総合研究所が2月に約1兆円規模の公開を予定していたが、株価下落を眺めて取り止めたこと、もう一つは新規公開の会社数自身は1月でも30社位あったが、新規公開時の発行株数を少し控えめにするような動きが出ていたことがある。こうしたと

ころに若干影響が出始めている感じである。

以上が概況で、特徴点を何点か個別にご説明する。図表1のクレジット関連の貸出等の動きである。5業態合計の貸出の動きは、12月-1.9%と11月と比べてマイナス幅が拡大しているが、夏場位の動きは、-2%を少し下回る動きが続いていた。12月に若干マイナス幅が拡大したのは、ヒアリング情報によると決算賞与資金を自己資金やCPで調達する企業が増えたため、CPの発行が増えたことによるものである。一方、貸出態度については企業に対するアンケート調査等をみてもほとんど変化はない。先行きも恐らくこの程度の貸出は続くだろうとみられる。図表2の貸出計画があり、昨年12月時点の2001年3月の計画が、-1.4%である。この計画は努力目標的色彩があるので、若干マイナス幅は拡大するが、一応目標としてはマイナス幅を縮める計画を持っている訳で、こうした態度もこれまで同様変化はない。CP、社債市場は図表3である。CPの発行残高は18.5兆円ということで、11月は17.9兆円だったが、また増えた。昨年12月末はY2K対応で企業がCPを大量に発行した訳だが、それに次ぐ残高を記録している。背景としては先程申し上げたように、大企業で決算賞与資金をCPで調達しようとする動きがみられたことと、今年はRTGSの関係で一応念のために調達しておこうとする動きが増えたと聞いている。社債発行残高の前年比は、+2%強でここ数か月、安定的に続いている。また、先程山下金融市場局長から社債の流通市場のクレジット・スプレッドが若干拡大している兆しがあるとの報告があったが、発行スプレッドはもともと発行総数が多くなく、データを継続的に取り難いので、はっきりしないが、社債市場の発行環境は余り変化していないと判断している。

次にマネー関係で図表5のマネーサプライからご覧頂くと、12月のM2+CD前年比は2.2%と、11月の2.1%から0.1%ポイント伸び率を高めている。去年の夏場頃は前年比1.9%、一番低かったのは8月の1.8%だったので、気持ち伸び率が高まっている。ただ先程からご説明申し上げているとおり、貸出が特にプラスの伸びをしている訳ではなく、背景としては

恐らく基本的には郵貯からのシフトであろうかと判断している。郵貯は大量満期の流出の影響で 12 月の前年比は -1.3% とマイナス幅を拡大している。ただ、このようにマイナス幅は拡大しているが、例の再預入率はむしろ上昇している。郵政省の目標は 70%であった訳であるが、夏場頃まで 69%程度、結局 12 月は 74.8%であり、結構郵便局に戻ってきている状況である。ただ、12 月は何分満期到来のロットが大きいために、資金シフト要因でマネーサプライの方が若干上昇した格好である。マネタリーベースは以前から説明しているとおり、昨年 Y2K で急激な伸びを示した反動から、12 月は前年比 -1.1% とマイナスの伸びをつけている。ただし、残高は 68 兆円で、例えば 2000 年の平均が 12 月の Y2K も含んで平均で 65 兆円なので、引き続き残高としては大きな数字になっている。図表 6 は今申し上げたマネタリーベースのイメージであり、12 月は流通現金の伸びが落ちて、当座預金のマイナス幅が拡大しているが、この当座預金のマイナス幅拡大は、専ら昨年 Y2K に伴う資金供給の裏、流通現金の伸びが落ちたのは、Y2K に伴う現金需要の裏と郵貯が再預入率が高いということで、手許現金の取り崩しをしているためと聞いている。

それから、金利関係については、特に説明することはない。図表 10 については、12 月の約定平均金利は出ていないので、恐らく長期レートが市場金利に応じて若干低下傾向、短期の貸出金利が横這いという状況には変化はないと判断している。

企業金融周りの D I 関係では、図表 14 に幾つか新しい D I が出ているので説明する。ただ、結果的にはほとんど変化はなかった。12 月分の中小企業金融公庫と商工中金の資金繰り D I が出ているが、それぞれマイナス幅は 11 月とほとんど変わっていない。それから、国民生活金融公庫の調査が一番小さな零細企業の D I になる訳であるが、12 月調査は -29.5% と、これも余り変化はない。企業からみた金融機関の貸出態度判断では、12 月の中小公庫の調査は 19.9%の緩い超で、これも変化はないし、国民生活金融公庫の 12 月の新しい数字も -18.1% と 9 月調査と横並びで変わっていない。それから、いつも説明している企業倒産は本日 3 時 30 分

公表の予定なので、これは省略させて頂く。

以上を総括すると、基本的には金融機関の貸出姿勢や企業金融はこの間の株価の下落の下でも、これまでのような緩和状態が継続していると判断してよかろうかと思われる。ただ、株価の下落からエクイティ物に若干影響が生じているし、マーケット周りではジャパン・プレミアムやクレジット・スプレッドに変化の兆しらしきものがみられ始めていることを踏まえると、こうした株価の下落が企業の資金調達環境にどのような影響を与えるか、当面注意深くモニターしていく段階にあると判断される。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質問はあるか。

もしないようであれば、ここで10分間休憩とする。10時36分までとする。

(午前10時26分中断、午前10時38分再開)

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、政策委員会としての検討を行なっていきたい。本日の討議の形式はいつもの通りであるが、最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、次いで自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番にご意見を頂いて討議して頂く。そして最後に政府から出席の方々に、もしご意見があれば承るという順で進めていきたい。

まず、金融経済情勢についてご意見を頂くが、ポイントを絞ってご議論頂くためにお一人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。本日は三木委員からお願いする。

三木委員

まず景気の現況と先行きについて話をしたいと思っている。最初に総括を申し上げますと、景気は緩やかな回復軌道の中で小休止、踊り場状態にある。また今のところ後戻りの気配はないが、様々な外的・内的リスク要因が高まっており、そこを注視する必要があるということである。

次に個別の需要項目でみると、個人消費については、耐久消費財は回復しつつあると思っている。軽や輸入車も含めた12月の自動車販売台数は前年比4.8%増と3か月連続の増加となっている。ただ中身的には消費者ニーズを捉えた勝ち組メーカーの自動車が好調な訳であり、メーカーによって明暗の差は依然としてあるが、トータルとしては回復感が出つつあると思っている。11月の家電販売NEBA統計も前年比は+12%で12か月連続のプラスである。商品別にみると、既に役目を終えつつある三つの家電、具体的にはDVDにシフトしているVTR、パソコンにシフトしているワープロ、そして携帯電話にシフトしている電話機、この三つ以外はすべてプラスになっていることが特徴的である。それから11月の旅行取扱い額も前年比+3.7%と好調を持続し、特に年末年始の海外旅行者数は過去最高である。流通面では、大型アウトレット店の影響や衣料品の新興勢力は好調な一方で、百貨店、スーパーは引き続き前年割れである。先程の調統の資料にもあったが、12月の都内百貨店は2か月連続で僅かだが前年比プラスの形にはなっている。ただ、11月の家計調査をみると、勤労者世帯の実質所得は前年比+1.3%と2か月連続増加する一方で、実質消費はやはり-2.3%と2か月連続減少となっており、引き続き身の丈に合わせた消費スタンスの継続ということであって、消費性向はレンジの範囲内での推移であろう。以上消費は二極分化しながらも、マクロベースでの消費財供給数量のレベルは96、97年水準に回復していることからみて、実質ベースの消費は緩やかに回復してきていると思っている。構造調整を抱えながらの回復過程であり、所得の伸びにはまだまだ時間が掛かる中では、平時には戻ったという評価をしていいと思う。この平時という意味は

不況なのか、普通なのか、好況なのかと考えた場合、普通の時に戻ったと
考えていいのではないかと思う。

設備投資の回復基調はなお持続されている。中身はIT関連中心だが、
ITユーザーの出足がなお鈍い状況で、今後に期待する側面が大きいと思
う。出遅れ気味の中小企業の設備投資はなお低迷しているが、最近の動き
として中小の店舗改装、工場改築が散見されるようになった。首都圏を中
心とする約60棟のビル建築は予定通り着工中であって、今後2年位で全
部出来上がるが、今後は中身が入っていく過程で、内装家具、事務用機器
といった物への波及が期待出来る状況にある。先行きについては、IT関
連が一時ピークを打ち、設備投資の伸び率も鈍化してくるが、先行指標で
ある機械受注統計、建築着工床面積非住宅を見る限り、先行き半年程度は
割と水準が高い状態が期待できるのではないかと思っている。因みに11
月の機械受注前月比は-2.9%だが、10、11月で均してみると、依然とし
て前期比+1.8%と、増勢基調は維持されているし、その中で生産は11月
の一般機械の生産指数が前年比+12.1%と堅調を継続している。それから
電気機械の生産指数も前年比+12.5%と海外シフトの進んだ家電以外は
全て増加基調をキープしている。それから11月の建築着工床面積民間非
住宅は、先程話のあった特殊要因を除いても前月比17.6%増なので高水
準を維持していると思うが、これを工事を受ける側、つまりゼネコンサイ
ドから眺めると、建設工事受注額のゼネコン大手50社計は、11月は前年
比-0.5%だが前月比では+15.9%と高水準持続である。それからもう一
つ特徴的なのは、地方を中心とする全国の中小ゼネコン470社のレベルで
みて、この秋からやっと受注額がプラスになってきたことである。つまり
10月は前年比+5.3%、11月は+5.5%と、いずれも地方に若干のおこぼ
れが及んでいるように窺われる。

輸出は、調統からの説明でかねがね検証がなされているが、米国景気鈍
化から米国向けの輸出減少に加えて、米国とのリンクの強い東南アジア向
けの輸出が減少してきている。今のところ輸出数量の落ち込み具合は、企
業各社が既に10月位から各社想定して落している想定の範囲内にあるが、

先行きはこの輸出がさらに減少することは間違いない。問題はどの程度になるかという点だろうと思っている。今後は東アジア諸国のGDPの動きとしての海外現地の実需減の動向、積み上がったランニング在庫の剥落の動向が問題である。それから仮需の剥落も大きいと思う。特に素材についてはこれが大きい問題なので、この剥落の具合に注意が必要である。それから事務用機器と称されるプリンター等に代表される製品の生産拠点の海外シフトの影響を注意深くみておく必要があると思っている。

公共投資、公共工事請負金額については、足許は引き続き前月比小幅プラスである。前年比では-0.7%とマイナス幅が縮小しているが、先行きは補正の執行に伴って3月以降増加に転じるとみている。生産は、増勢が鈍化しているが、なお回復感は維持されている。消費財需要の増加の一部は海外生産に反映される訳だが、今のところ鉱工業生産は内需の緩やかな回復を維持して、前年比プラス圏内はキープしている。先行きの生産は輸出の減速で明らかに伸びが鈍化していくが、水準としては当面横這いが続く公算である。それから在庫調整の動きは、鉄鋼と化学、パソコンに限定された動きになっている。因みに鉄鋼は素材として非常に裾野が広く、ほとんどの製造業から受注を受けているので、国内の生産動向を把握する上では非常に参考になる。そういう意味で現時点を見てみると、鉄鋼の場合は各種製造業からの受注が半年前位から前年比プラスを続けている。全ての製造業からの受注が前年比プラスを続けているので、先程から申し上げた生産の緩やかな回復という判断と整合的な内容になっている。ただし、ここで一つ気をつけなければならない点は、この鉄鋼の受注の中には自動車や家電製品など間接的に輸出される製品向けの受注が四分の一程度含まれている点で、先行きはある程度割引いて考えなくてはいけないと思っている。

それから雇用の下落は止まったといえる。就業者数は11月前年比+0.3%、常用雇用者はほぼ+0.0%と27か月振りのプラスであり、これは下げ止まりを示唆しているのではないかと思う。所定外労働時間も今のところは+3%なので割と堅調だと思う。ただ問題は、過剰雇用問題が大

大きく残っている点だと思う。製造業の過半はこれまで輸出による生産回復といった神風があったため、雇用と設備を本来落とすべき水準まで落としきれていない状態のままになっている。過剰雇用問題をいわば先送りしていた訳だから、今後の輸出剥落に合わせて再びこれらが顕在化するリスクに注意しなければならない。やはり雇用の流動化、新産業の活性化が当面の政策課題になるのではないかと思う。以上、実体経済を総括すると、ここまでは輸出と緩やかな民需の回復で量は出てきている。従って現場の景況感は平時には回復してきている。ただ、価格が弱含みのため収益回復に直結し難く、これが企業のマインドにマイナス影響を及ぼして、足許の景気の踊り場イメージを強めることにもなっている。三番目には、ここに来ての輸出減による生産減の動きが踊り場イメージに拍車をかける形になってきている。それから四番目に実体経済が二極分化の構造調整を抱えながらの回復である中で、価格の弱含みが企業や経営者のマインドに影響を与えている。価格下落の継続は依然価格が落ちている訳だから、デフレではないかという形で企業経営のマインドを非常に弱めている。この点、昨年の日産自動車から始まった企業の素材、中間財等あらゆる商品分野での価格交渉の動きをみると、ここに来てほとんど終息に近付いており、今後WPIは徐々に下げ止まっていく公算が大きいと思われる。これが今後企業経営の景気のマインド面での下支えになることを期待している。こうした点を踏まえると今のところ実体経済に後戻りの気配はないと言えると思う。踊り場から緩やかな回復軌道への移行がポイントであるが、一つには米国経済の減速の程度とそのアジア経済及びわが国輸出に対する影響、二つ目に価格の低下が企業収益の伸びを鈍化させる問題、三つ目に依然大きく残っているバランスシート調整が設備投資、消費の伸びを抑制する方に働くといった三つのリスクの帰趨を見極めることが今最大のポイントである。企業マインド、家計マインドの先行き不安もある。政治不安から始まって年金、社会保障等の不安、財政赤字の問題、金融システム不安、こういったものの行方も注視する必要があるだろうと思う。

次はマーケットの関連では、ここに来ての株安についてだけ触れたいと

思う。実体経済のファンダメンタルズとマーケットの見方にギャップがあるのではないかが一つ、二番目には需給バランスが大きく崩れていることの二つの点で問題があるのではないかと思っている。まず実体経済のファンダメンタルズとマーケットの見方とのギャップについては、実体経済の動きは、今申し上げたように緩やかな回復局面であり、今は踊り場になって収益も少し下振れにはなると思うが、今年度の収益は増益基調が継続であるというファンダメンタルズをマーケットは余り評価していないと思う。先行き不安というマインド面の問題に根源があるのではないかと思う。その背景の第一は、不良債権の処理の遅れから来る金融システム不安で、自己資本比率悪化によって貸し渋りに繋がるのではないか、ジャパン・プレミアムも懸念され、株価下落が金融システム不安を招いて、さらに株価下落を招くという悪循環に対する懸念が、マインド悪化に繋がっているのではないかと思う。それから第二は、経済構造改革の遅れである。構造改革は先送りになっているため、真の企業業績が見え難くなっている。第三はやはり巨額の財政赤字の問題である。財政再建の道筋がなかなかみえない。特に、株式投資の半分近くのシェアを持っている海外投資家は、国際基準で判断するので、やはり日本株の魅力低下に繋がっていると思う。そうするとマーケットは所詮需給で株価が決まっていく訳だから、当面の問題として二番目の需給バランスの回復策しかないと思う。その意味で今回、経団連が提案している自社株の取得・保有の自由化は私は意味があると思う。これは機動的な企業組織の再編にも資するし、米国では企業の合併、買収の常套手段になっている株式交換の道を開くという意味で、構造改革の進展に大いに役に立つのではないかと思う。また銀行・企業間、企業間同士の持ち合い解消の一時的な受け皿を作る意味で、株式市場の安定にも繋がる。また年金ファンドの拠出にも使える。当然インサイダー対策に万全を期すのは大前提であるが、自己株消却に止まらず、保有の自由化は、本来的な意味でのメリットに加えて株数の需給対策にも一役買えるのではないかと思う。こういう中で金融政策としては、引き続き流動性供給に万全を期し、これを担保し続けるのが今の姿ではないかと思う。

次に年初でもあり、本年の課題ということで少し申し上げたい。今年の日本経済の課題は、経済構造改革と金融面では、不良債権問題の処理を大胆に推し進める、この二つが課題ではないかと思う。構造改革は当然に痛みを伴い、改革を進めるごとに一時的な成長への逆風は強まるが、これに耐えてこそ先行きの成長に向けての土台がより強固なものになると認識すべきと思っている。過剰債務の整理については、企業部門の回復を背景にキャッシュフローが大幅に改善し有利子負債の返済が進んでいることから、いわゆる三業種と称される建設、不動産、流通以外は相当整理が進んでいる。一方過剰雇用については、早期に雇用問題に手を付けてリストラを図った先、あるいはIT産業ではかなり進んでいるが、ほとんど手付かずの先もなお多く残存しており、完全な二極分化である。もっとも遅れているのは過剰設備の問題だと思っている。本来廃棄すべき設備が公需や輸出の好調から生産が急回復したことに加え金融面でのいわばソフトランディングとしての信用保証枠の拡大や公的金融機関の融資、銀行の先送り姿勢のために廃棄が先送りになっている。設備の共同利用も含めた企業再編、設備調整が急務だと思っている。この構造改革には、民間の自助努力で取り組むべきことが基本であるが、その中で政府がやらなくてはいけないことはそのための環境整備に尽きるのではないかと思っている。一つは規制緩和であり、規制撤廃を進めて市場ルールに委ねることが肝要である。二つ目は税制面からのサポートが必要だと思う。三つ目は新産業育成についてのバックアップ体制整備も大切ではないかと思う。こうした構造改革を進めると当然にリアクションが出てくる。そのためには政府は先行きのグランドデザインを明確に示すことが必要だと思うし、金融政策としては資金の量と低金利によって流動性を担保していくことが必要と思う。次にこの金融面の課題、これは本行の課題に置き直して結構だと思っているが、不良債権の処理の問題である。不良債権処理を進めるのはまさに当事者である金融機関であり、行政当局は金融庁ではあるが、日本銀行としても信用秩序の維持の観点から事態の正確な把握と金融庁への提案、サポートに力を注ぐべきではないかと思う。パイオフ解禁を1年先に控え、

もう先送りはできない事態であるし、この3月までに早期健全化法が切れるので、この3月までに必要な銀行に対しては公的資本の注入、あるいは再投入を行なうべきであるし、ハードランディングもある程度はやむを得ないのではないかと思っている。以上である。

速水議長

次、武富委員お願いします。

武富委員

これまでに発表された計数からみる限り、景気の後退が始まったと判断すべき材料はない。むしろ懸念されている消費周りについても、例えば雇用・所得環境がじわっと底固さを増すなど、環境の改善が生じていると思う。しかし一方で景況感は、先行きに対する警戒感が強まる形でここ1か月急速に悪化している。この警戒感は、専ら米国経済の減速懸念と日本の株価下落に由来している。これは、これから半年位、日本経済も調整を迫られるリスクが高いとの見方の中で、その中間段階で迎える年度末を巧く乗り切れるのかといった懸念が表面化しているのだろうと思う。確かに米経済には減速傾向が読み取れる。日本のように情報端末が多様化していない米国であるから、一旦パソコン需要が端境期を迎えると意外に悪影響が大きいかもしれない。また株価上昇に支えられた資産効果が剥落すると、個人消費に対する悪影響が強い恐れもある。その場合には息の長い成長を確保しようとした政策当局の狙いを越えて大幅な調整が起きてしまうリスクも全くない訳ではないと思う。しかし米国の場合、財政・金融政策の発動余地は極めて大きい。景気調整の深さや期間について、当初の意図通りに定点着陸はできないまでも、いずれソフトランディングは可能なのではないかと思う。また米国景気減速を起点にした日本の対米、対アジア向け輸出の鈍化が日本の成長率を引き下げる度合いも、計算上はそれほど大きくない。むしろ予測し難いのは、心理面や株式市場を通じた悪影響だと思う。その意味では、現状日本の産業界や株式市場が米国景気の減速に対

してやや過敏な警戒感を持っていること自体がむしろ、今後のリスク要因にならないように注意していく必要もあるように思う。

一方株価低迷には、景気や企業業績の先行きに対する懸念も当然織り込まれているが、今はそれ以上に日本の構造改革に対して確たるイメージを持ち切れずにいること、中でも不良債権の最終的な処理能力にまつわる不透明感が一番影響しているように見受けられる。資産デフレの最後のしこりをどう捌いていくのか、この点に関する適否はともかく、事実関係としては外人投資家を中心に再び不信感や不安心理が生じている。銀行の不良債権という側面だけではなく、これと一対を成している借入れ人の財務状況にも注目が集まってきているのではないかと思う。また投資家側は情報開示が不十分だという反応が根強い訳で、これが株価にも相当影を落としていると思う。従って、株価が本格的な意味で回復するためには、銀行と産業界がリンクするバランスシート問題をはじめとして、日本の構造改革全体が前に進むイメージをより具体的に市場に伝える政策と企業努力が基本線として不可欠だと思う。ただ足許では、株価の低迷がバランスシート問題の解決能力を削ぎ、それがまた株価の低迷に繋がるという悪循環を招いている面もある。これを断ち切るためには、何らかの短期的な緊急措置もあるいは必要かもしれない。しかしこの場合も本来論としては、株価の調整は基本的に市場に任せ、何か対策を打つにしても投資家層の厚みを増す方向で市場整備を図るなどの原則は外し難いと思う。特に外人投資家の比重が大きくなっている市場の現実を踏まえると、国際的な尺度からみても投資家に違和感が生じないような措置、眠れる個人投資家を呼び込むような措置に徹することが後々反動を呼ばないためにも必要かと思う。

以上が当面の全体観であるが、個別の論点としては、引き続き個人消費がどこまで回復するかが焦点である。消費を専門とする調査機関や消費の最先端にいる供給者等から幅広くヒアリングした感じでは、消費態度は徐々に前向きに転じる兆しはある。ただ財布の紐が少し緩み始めたとはいえ、何分先立つものが十分に補填されていないことで、消費者は言ってみれば家計資源の集中と選択に徹しているのが実態である。相変わらず低価

格志向は強い。内容を伴うセールには敏感に反応するが、そのセールも従来より前倒しで打たないと効果が出ないそうである。また男性を中心に、生保の破綻などマクロ動向に極めて左右される傾向がみられるとのことである。この意味でも先程触れた不良債権問題などに対して安心感を持たれることが、株価だけではなく消費にも好材料になるはずだと思っている。そこで、先立つものの補填度合いが先行きの消費動向を推し測るうえで注目点になるので、これをフローベースとストックベースに分けて考えてみた。まずフロー面では、雇用・所得環境は緩やかながら改善方向にある。この面からは夏場にかけて消費は下支えられ、小じっかりしてくる可能性はある。問題は魅力ある商品が提供できるかであるが、この点についてある調査機関ではBSデジタルテレビに対するメーカーの対応が消極的に過ぎたと指摘している。今は品薄で予約金10万円を取っているような状況である。また別の調査機関だと、供給者自身が便利だと思う財・サービスは売れるそうである。市場調査を丹念に行なって需要があると予測した商品は、むしろ逆に売れない。消費者がピンとくるもの、供給者自身が欲しいと思う商品は売れる訳である。この辺りが巧くマッチングすればそこそこの消費は今後期待できる地合いにあるとの印象を持っている。次にストック面の先立つものの補填度合いであるが、前回家計部門のネットワークがまだ十分に修復していないと指摘した。このストックベースで先立つものがどの程度補填されてきたかを、総務庁が五年に一度実施する全国消費実態調査を基に若干分析してみた。直近99年調査の結果が漸く昨年末に公表されたので、これを89年、94年調査と比較しながら、90年代に家計の財務に何が起きていたのかを極く簡単に振り返ってみる。全体感としては足許の所得の緩やかな回復は、確かにキャッシュ・フローの改善に繋がっているが、バランスシートを前回調査時点の94年並みの水準に修復するには、まだ少し時間が掛かりそうである。まず負債現在高を100として年間収入、あるいは貯蓄現在高を指数化して推移をみると、89年以降全世帯で下落している。特に、予想されるように、勤労者世帯の中間所得層においてこの傾向が顕著である。バランスシートの改善を阻んでいるも

のをシンボリックに言うと、高所得層ではゴルフ会員権価格の低下、中間所得層では住宅ローンの相対的増加、低所得層では住宅ローンの増加と年間収入の相対的低下といったことになる。次にキャッシュ・フローは、足許で年間収入が若干戻ってきていること、これまでずっと消費性向を抑えてきたこと、それから家計部門も、耐久消費財の購入を減価償却の範囲内に抑えてきていることなどがあり、キャッシュ・フローは改善している。しかし、これによってバランスシートが十分に修復する水準まで戻っていない。それから少し観点を改めて、家計部門の言ってみれば交易条件のようなものをみても、これだけ価格革命が生じている下でも、実質的に余り改善していない。やや期待外れな感じであるが、恐らく選択的支出の比重が高まっているために、そういう家計需要がシフトした家計需要の強い財・サービスの相対価格が思ったほど下落していない面が効いているようにも思う。消費構造の変化を加味した加重生計コストは思いのほか下がっていないこともありそうである。ただ明るい材料もある。高額所得者層、中でも住宅ローンを抱えていない世帯の消費は予想された通り堅調である。住宅ローンを抱えていても、収入の豊かな高齢者の消費はほかの年代を上回っている。供給側が若者だけではなく、高齢者向けに財・サービスの供給をもう少し工夫する余地がありそうである。結局 90 年代の日本の家計の置かれている状況は、恐らくかつてのユーロ・ペシミズム時代の欧州の消費者の心理状況に近いのではあるまいかと思う。その辺を少し分析してみると、先行き企業経営としても場合によっては政策としてもヒントが得られるように感じた次第である。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

設備投資と消費という民需の二本の柱について、最近のデータを見る限り特に変化は窺われない。その意味では、緩やかな回復が続いているとい

う基本は維持されていると一応考えられる。消費については、調査統計局から説明があったように、断片的に改善を示すような動きもみられるし、その背景にある雇用・所得環境も限界的には改善を示し始めているように思う。ただ、いずれにしても改善の幅はいかにも小さいし、ここで消費について少しはっきりとした変化が出てきたと判断するのは尚早だと思う。設備投資については、恐らく企業は今まさに翌年度の設備投資計画を練っている最中だと思うので、それが出てこないと新年度にかけての投資の増加基調がしっかりと維持されるのかどうかはなかなか判断し難い状況であるが、先行指標である機械受注で見るとはこれまでの投資の増加基調について変更を生ずるような動きは出ていないと思う。

以上が基本であるが、企業収益の回復を背景に設備投資が増加を続けるとか、雇用あるいは賃金が僅かにせよ改善を続けるといったプロセスが持続するためには、過去2年間程を振り返ってみると、現実的には二つ程サポート材料が必要であると思う。そのサポート材料は、一つは外部環境が良いこと、特にアメリカが世界経済を牽引するような状況があることである。それは何もここ1、2年間のような5%成長が続くことでなくても良いが、アメリカ経済のポテンシャルに見合う程度の安定的な成長が続くことが第一の条件であったと思う。もう一つのサポート材料は、わが国の金融システムあるいは金融資本市場の状態が、少なくとも大きく悪化することがないことである。この二つのサポート材料は、実は内外の株式市場のチャンネルで密接に関連して、表裏の関係にあったことも段々明らかになってきたと思うが、現状はこの二つの歯車を回し続けるのに必要な潤滑油が少し切れ掛かった状態ではないかと思う。民需の回復傾向という判断を直ちに變更すべき状況ではないと思うし、そうするような材料も出ていないと思う。しかし既にほかの委員方から指摘があったように、アメリカ経済の安定成長に向けての着地が遅れる場合には、潤滑油が切れたままでわが国景気回復のメカニズムが巧く回り続けることが可能かどうかについてのリスクが増える訳であるし、現に少し増えてしまったことは否定できない。そのリスクの性格について極く簡単に考えてみたい。

私は予てからこの席でも言ってきたが、鉦工業生産に端的に現われる製造業の拡大のペースが大きく鈍りつつある。この1~3月は場合によってはそれがゼロ成長になるかもしれない。製造業のこのような動きが一時的かどうかは分からないが、止まってしまう可能性が出てきた点が気掛かりである。生産の拡大が望めない状況の下では、恐らく企業収益の一層の改善もかなり困難になる。ひいては設備投資にどういう影響が出るかも考えなければいけないと思うが、肝心の収益とか来年度の設備投資計画といった辺りについては、基礎的な情報が今のところ不足している状態であり、もう少し判断には時間が必要である。またその帰趨については、アメリカ経済がどうなるかの影響が非常に大きいように思う。アメリカの当局は米国経済がいずれソフトランディングしていくことについて、今のところ自信満々の状態のように見受けられる。それを基本的に疑う理由はないが、逆に必ずそうなるだけの材料も今のところないと思うので、私自身は今年後半のアメリカ経済については、今のところ何とも言えないと考えており、そこに大きな不確実性があると思う。

もう一方の金融システム、あるいは金融資本市場の状況については、株価の動きがクルーシャルになってきている。これも既に指摘があったが、金融機関の保有株式に含み損が発生する状況になると、自己資本が目減りするし、この3月期からそれが直ちに会計上表面化する訳ではないが、市場は当然それを既に意識した株価形成を行なっていると思う。今のところ銀行の融資姿勢等に目立った変化は起きていないと思うが、期末がもっと近づくにつれてこの株価水準が改まらないと、流動性の面で果たして問題が出てこないとも言い切れないのではないかという懸念を持っている。現にある種の銀行の株価が100円台の半ば位まで落ちてきているとか、このところ暫くなかったジャパン・プレミアムが僅かにせよ出始めていることは、悪い徴候だと思う。市場が期末に向けて混乱に向かってしまうと、実体経済の方がそういうマーケットの動きにどんどん引き寄せられてしまうリスクが高まると思うし、その場合にはこれまで辿ってきた緩やかな回復軌道自体が崩れかねないことに留意が必要である。

以上のように私は思うが、振り返ってみると10月末に私共が発表した将来のリスク項目は五つ位あり、私が今申し上げたことは全く予見していなかったリスクが表われた訳ではない。リスク要因として予め考えていたことの中には、例えば原油市況といったものもあり、これはリスク要因としては後退してきているが、株価下落の影響、金融システムについての懸念、それらを背景とする一般的な不透明感といった類のリスクは増大してしまったと思う。それが私の状況判断である。

速水議長

次に藤原副総裁をお願いします。

藤原副総裁

実体経済の動向をみると、純輸出の減速、これを受けた生産の伸びの鈍化、さらには半導体市況の低下等々、海外経済減速の影響がみられている。その限りで回復テンポが鈍化しているとみることは至当だと思う。しかし前回会合以降に得られた指標には、例えば家計関連で堅調なものもみられ始めており、総合して現時点では緩やかな回復が続いているという基本的な判断を変更する必要はないと思う。少しだけ詳しくみると、個人消費関連の指標では、前回会合以降、百貨店売上高、自動車、家電販売、旅行等々比較的堅調を示すものがみられた。さらに雇用環境をみると、有効求人倍率は改善を続けている。失業率はなかなか下がらない状況が続いているが、内容的にはいわゆる労働力化率が上昇しており、これまで職探しを諦めていた人々が労働市場に再び参入している影響が大きくなっているとみられる。また所得面についても、名目所得が全体として前年比でみて若干のプラス基調を維持しており、冬のボーナスについても僅かながら前年比プラスでの着地となる見込みである。このように雇用・所得環境の改善傾向は少しずつではあるがはっきりしてきている。一方現時点では、企業収益の増加傾向や設備投資の回復傾向に変調を来たしている材料は見当たらない。これら全体をみると、企業部門が主導し、その回復力が徐々に家計

に波及していくというこれまで想定していた標準シナリオの姿は基本的には堅持されていると私は思う。問題は、様々な指摘があったが、先行きのダウンサイド・リスクに関する評価だと思う。前回会合以降海外ではアメリカや韓国、台湾など一部アジア諸国の景気減速がさらに明確になっている。金融市場では円安、株安、長期金利低下といった景況感の慎重化を示す動きが進行している。一方で原油価格は、一頃に比べてかなり水準を下げている。従って、当面の日本経済を取り巻くリスクとして、第一に海外経済に由来するリスク、第二に内外金融市場動向に由来するリスク、の二つが挙げられることが一段とはっきりしてきたと思う。

まず海外経済の影響については、アメリカ経済がソフトランディングを実現する可能性は高いと思うが、これに向けた過程、とりわけ本年前半は瞬間風速での成長率がかなり低めになることもあり得るかと思う。こうしたことが日本経済の回復のメカニズムにどういう影響を及ぼしていくかが当面の留意点ではないかと思う。

次に最近の金融市場動向、とりわけ株価下落の影響をどうみるかの問題がある。先程三木委員も指摘していたように、実体経済指標の動きと金融市場の景況感との乖離が極めて顕著になってきているように思える。問題は、実体経済の方が金融市場の弱い動きにいわば自己実現的に鞘寄せされてしまうリスクがどの程度あるかである。こうしたリスクが、現実に実現していくルートとしては、まず第一に企業や家計のマインド面への影響を通ずるルートと、もう一つは銀行の融資姿勢や信用リスク・プレミアムといった金融面を通じたルートの二つが考えられる。この点消費者のマインドに関する各種の指標は総じて堅調に推移しており、耐久消費財の売れ行きなども落ちてはいない。また銀行の融資姿勢や社債のスプレッドなどをみても、企業金融の面に目立った影響は及んでいないと思う。ただ今後、年度末、期末を控えて市場に何らかのショック、負荷が大きくかかってくるリスクがあることは否定できないと思うし、そのようなことが最近非常に取り沙汰されてきている。これら市場のリスクについては引き続き十分注意していく必要があると思うが、この点について具体的に金融政策面で

もどのように考えていくか検討していく必要も出てきたと思う。取り敢えずは以上である。

速水議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

景気回復局面の下での踊り場の状況がここ暫く続きそうである。景気回復シナリオに対するリスクが高まってきており、皆さん指摘のように、海外景気や内外の金融資本市場の動きとその影響に、これまで以上の注意が必要になってきたと思う。

まず国内景気では、輸出の下振れリスクが出てきており、生産や設備投資に対する影響が懸念される。昨年後半からの景気スローダウンは、公的需要の鈍化や輸出拡大ペースの低下によるもので、ある程度予想されていたことであるが、ここにきて輸出の鈍化が予想以上に大きなものになる可能性が出てきているように思う。昨年末からの米国景気は、急速な鈍化傾向をみせているし、アジア諸国の輸出の伸び率も急速に下がってきている。世界的なIT関連財需要の伸び率鈍化は当面避けられそうもない。各種の景況感調査でも足許非製造業分野の不振とともに、好調な製造業の中でもリード役だった電気機械産業での改善の鈍化が気掛かりである。例えば中小企業庁の中小企業景況調査によると10~12月期製造業の業況判断DI自体は、前期に比べて改善したにもかかわらず、電気機械のDIは下がっている。機械受注統計を見ても、電気機械産業からの発注の伸び率が低下してきている。また国内株価が一時大幅に下がったことも、金融機関や事業会社のバランスシート調整が余り進展してきていないことを炙り出し、ビジネスセンチメントにも影響を与えたと思う。鉱工業生産の伸びも鈍ってきている。ただ、機械受注統計など先行指標の動きからして、ここ暫く設備投資の増加基調は維持されるものと思うが、その先どうなるかが問題である。企業収益の伸びは続くと思うし、最近の長期金利の低下や円安な

ど、景気面へのポジティブサプライズもあるが、設備投資拡大の持続性が正念場を迎えると思う。一方、個人消費は雇用・所得環境が安定的に推移すると思うので、回復感に乏しいものの、当面底固く推移すると思う。ゼロ金利政策を解除する時は、デフレ懸念の払拭を確認するために雇用・所得の底打ちの確認は非常に重要だったと思う。しかし、雇用・所得はどちらかといえば景気遅行指標であり、現在の局面でプリエンティブに政策を考えるためには、輸出、生産、設備投資の先行きを考えることがより重要のように思う。その意味からも米国経済の動向が重要であることについて異論はない。米国経済の今後の帰趨は不透明である。昨年末辺りからの消費の鈍化は急激なものであり、金融政策の発動余地があるからといって楽観は出来ないと思う。従って、米国株価の調整も既に一段落したとは結論づけられない。長期に亘る景気拡大で、様々なところに歪みが生じており、そうした歪みが正常化していくとすれば、経済に相当な下押し圧力となると思う。歪みとしては特に家計部門においてマイナスにまでなった貯蓄率、負債の膨張、株式保有の広がりが目立つ。金融緩和を中心にした政策対応によって、年後半までにはソフトランディングが可能との見方が大勢となっているが、米国経済の先行きは、まだ相当慎重にみる必要があると思う。株価にしても、ニューヨーク・ダウやS&P500などは伝統的尺度から見ればかなり高いことは事実で、これも慎重に見る必要がある。米国株の今後の動向によっては、日本株は足許戻しているが、下げもまだあり得るとみておいた方が良いと思う。株価の動きによっては金融不安の再燃もないとは限らない。基本的に需給懸念、企業収益懸念が払拭された訳ではない。市場機能を尊重した株価対策への期待や円安が当面の株価を下支えした格好になっているが、まだ株価の先行きは不透明である。

ところで、最近の円の対ドル・レートや対ユーロ・レートの低下は、昨年末辺りからの日米当局がある程度円安・ドル高を容認するとの市場思惑によるところが大きいとは思いますが、現在程度の円安であれば、国内の景気、株価にはプラスであろうし、アジア諸国に対しても大きな問題は起こさないのではないかと思います。ほとんどのアジア通貨はフロート制になっている

し、中国、マレーシアでも対日競争力の低下が問題にはなっていないと思う。ただ、株安、債券安をもたらすほどの円安には注意が必要であろう。以上、相当慎重に経済、金融情勢をみていかなければならないと考えている。以上である。

速水議長

次、植田委員をお願いします。

植田委員

経済の色々な側面についての見方は、既に皆さんが言われたことに非常に近いものを持っている。ただ、それを纏めた全体感としては、私は非常に警戒的な方に入るかと思う。ということで、今年度および来年度の経済についての見通しについて少しお話ししてみたい。

今年度ないし足許の状況については、私も前回までこのような表現を使ったし、皆さんも使っているが、「踊り場に近付きつつある」、あるいは「踊り場である」という言い方がある。しかし、その意味は考えてみると微妙である。踊り場とは普通成長率のようなものが、一時的にゼロ近辺まで下がるイメージである。しかし、GDP統計について、我々は全体感としてまだ2000年度の成長率がゼロ近傍まで下がるという程の悲観的な見方をしている訳ではないと思う。しかしながら、既に発表された今年度——昨年 の第2四半期および第3四半期——のデータ、さらに法人季報を使って昨年 の第3四半期のデータが下方修正されることを念頭に入れると、2000年の第2四半期にGDPは年率ベースで531兆円、2000年第3四半期に約530兆円前後といった数字になり、今年度前半は、GDPはほぼフラット、すなわち、それこそ踊り場であったイメージになる。そのうえで2000年度全体として、例えば1%台後半で成長するためには、2000年度後半——昨年 の第4四半期、今年 の第1四半期——にかなり高い成長率が必要となる。例えばこの2四半期とも瞬間風速年率で4~5%の成長がないと、1%台後半では仕上がらない。また、設備投資についても同じ

ようなことが言え、前半はかなりフラットに近い訳である。従って、年度全体として5%を上回るような設備投資の着地になるためには、今年の第1四半期に年率20%のような相当高い成長が必要になる。そうなるとする、GDP統計上は年度後半持ち上がり型であり、踊り場という表現には当たらない動きになるかと思う。しかし、常識的にみると、そこまで年度後半に成長率等が高まるのは、やや苦しい感じがする。ということで、私の感じでは公共投資が第1四半期には少し出てくるであろうから、今年度後半は若干プラスの成長になると思うが、年度全体の成長率見通しとしては、下方修正を強いられる気がする。こうなった理由は、年度上半期については消費、設備投資が思った程出なかったことである。消費は通常言われていることにより、設備投資に関しては、一部ボトルネックによる執行の遅れと、中小非製造業の予想以上の不調が挙げられるかと思う。すなわち、成長のエンジンであったテクノロジー関係の設備投資が出てはいるが、出方が少し遅れており、同時にその他の設備投資、あるいは消費への波及が残念ながら小さかったことが原因かと思う。我々が10月に今年度について発表したGDP見通しのレンジは、確か1.5%位から2.3%だったと思う。新旧ベースどちらを取るか難しい問題を無視して考えると、私は今年度については、そのレンジの中の下の方か場合によっては下限を下回ってしまう位に着地するリスクも出てきたと思っている。ただ、もう少しよくみていくと、皆さん指摘のように、本当の意味で足許踊り場的なのは、製造業の動き、あるいは生産の動きかと思う。すなわち、2000年第4四半期が僅かのプラス成長、そしてヒアリングベースでは今年の第1四半期はゼロ近辺である。明らかにこちらは踊り場的な動きである。今のところその主因は輸出の不振のようである。その背景も皆さん言われるように、米国経済の予想以上に急速な減少とその波及効果を予想しているためと思う。米国については、これも何人かの方が言われたとおり、専門家の予想する成長率見通しが急速に低下している。どこまで低下するかは、非常に不確定であるが、少なくとも年前半の急低下は間違いないと思う。そのうえで、年後半に急回復するとの見方もあるが、こちらについては極めて

不確実であると思う。さらにアジアの成長率見通しについては、十分な下方修正がなされていない嫌いがある。こうしたことが、取り敢えず直近での日本の成長率、あるいは見通しにとっての下方修正要因と思う。全体感として振り返ってみると、今回の景気回復は99年第2四半期位から輸出が伸び始め、それが生産・収益、大企業の設備投資へと波及していった面が強い。これはそれ以上経済全体へ波及しないうちに、その起点であった輸出が明らかに下方局面に入ったことで、逆向きの悪循環が出てきはしないかという辺りから先行き不安感が増大しているのが現状であろうし、これが数字上というよりは、実感としての現在の踊り場感かと思う。これも皆さん言われたように、私の感じでは、これらを織り込んで下げてきた株価がここにくると金融システム不安等の新たな負のショックを作り出す起点になるリスクも出てきていると思う。纏めると、今年度については、リスク・ファクターの幾つかが顕現化した結果、成長率見通しで言えば、かなりの下方修正を強いられている状況かと思う。勿論12月から見て大幅な下方修正ではなく、ここ数か月の蓄積の結果である。来年度については、大まかに言えば二つの可能性があると思う。今年度下方修正といっても、そのうちの一部は公共投資、あるいは設備投資とも来年度へ繰り越す面がある。それから、賃金、消費は辛うじて持ち堪えているか、若干明るい材料が部分的にあるので、もう少し上向くかもしれない。さらに米国の減速が短期で済む、といった条件が揃う場合には、無理に数字で申し上げれば2%近辺の成長もまだ可能かと思う。他方、米国の調整が長引いたり、設備投資も輸出の低迷から伸び率を低下させる、あるいは金融不安が再燃するようなことになった場合には、ゼロ%近辺の成長も覚悟しないといけないかと思う。取り敢えず、私の主観的な判断としては、現状ではそれぞれ五分五分位にみておくべきと思うし、後者のリスクの高いシナリオの比重がここ数か月でかなり増したと思っている。ただ、今のところ直ちに真っ暗であることではないと思う。

最後に、株の一層の暴落や金融不安の再燃が直ぐに起これば別であるが、来年度の二つのシナリオのようなもののうち、どちらが実現していくかに

ついて、ある程度見えてくる事態に至るまでには、まだかなり時間が掛かる状況にあるような気がする。以上である。

速水議長

次、篠塚委員お願いします。

篠塚委員

私は経済の全体感については、執行部が纏めた「わが国の景気は緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速によって鈍化している」という言い方にほぼ同意する。前回の会合からほぼ1か月が経って、その間、皆さんも指摘のようにアメリカ経済の失速が一段と確認されたことから、先行きについての不安感が「輸出が減少し生産も鈍化するのではないか」と懸念されているためと理解している。ただ、ここに来ての急速な景況感の悪化については、私は少し気掛かりをおぼえている。私はこれは主として金融市場参加者のセンチメントの悪化が過大に振れすぎたことがかなり影響しているのではないかと解釈しており、実体経済自体はまだこれ程悪化していないと理解している。特に株式市場では、これまでネットバブルの期待がかなり大きかったために、期待がはじけた後の期待のコントロールが非常に難しく、その悲観色が過大に出過ぎていると理解する。また、特にマスコミがこれを増幅して書き立てている点も、私は注意すべきではないかと思っている。以下、前回の会合から実体経済では私は余り大きく見通しを変える必要はないと思っているので、その前提に立って、若干の補足材料と株価の低迷、そして金融システム不安の関係について、私も話したいと思う。

まず最初に、緩やかな回復の主役であると我々がみていた製造業の設備投資に関してであるが、輸出の減少によって生産の変更をもたらすまでの状況になっているかどうかである。調査統計局によるミクロ情報によると、一部大企業を対象としたものではあるが、1~3月期の生産見通しは、輸出の低調が響いて横這い、さらには鈍化もあり得る。そして実際の着地は、

プラス・マイナス両方向に振れる可能性が高いとの報告であった。私達がこれまで景気回復のシナリオとして描いてきたのは、輸出や公共投資といった外需の依存型から脱却して、出来るだけ早く自律的な内需依存型の経済へバトンタッチをするというものである。ところがここに来て、米国経済の失速が思ったより早めに来たために輸出の減速が予想よりも早まった。それがために実際生産にも減速が表われていることは事実であるが、他方で内需にバトンタッチする動きもみられている。このプラス面を私はもう少し注目していくべきであると思っている。例えば、情報関連の資本財では、韓国、台湾向けの輸出が下振れしているものの、国内向けが堅調であるために小幅のプラス計画になっているとか、電気機械生産財は、国内向けは携帯電話の新世代端末の増産やパソコン需要の堅調を背景に増加している。他方悪い面として、アメリカではクリスマス商戦におけるパソコン販売の伸び悩みから、海外では在庫調整圧力が生じており、生産拠点であるアジアを中心に部品輸出が減少する等々がある。そういったことをプラス・マイナス総合した結果、現時点では生産全体で前期比横這い圏内の計画をしている訳であり、緩やかな回復基調のテンポこそ鈍化しているが、国内の方で少しずつそれを吸収する動きも出てきていることから、大きく腰折れをする状況にはないと私は思っている。

企業周りについては翳りが出ているが、遅行指標である消費関連については、相対的に少し落ち着いた動きがあったとのことであり、それが今月の若干の特徴ではなかったかと思う。その要因としては、雇用面では主としてパート労働中心とはいえ、雇用が緩やかな回復基調を持続していることは事実であるし、その結果雇用者所得全体の緩やかな回復が、結局消費の大きな落ち込みを下支えしていることも事実だと思う。しかし、先行きに関しては、問題を抱えていることも指摘しておかなければならない。第一は、企業の過剰感がなお払拭されていないので、まだ危険なことである。第二は、年齢や職種において、雇用、需給のミスマッチがまだ大きいことである。三番目にその結果失業率の大幅な改善はまだ当分望めないであろうことである。こうした中で、企業の倒産に対する危機感なども出てきて

いるし、これが雇用不安を招くのではないかといった気配もある。倒産があれば逆に本当は企業の創業も出てきているはずであるが、今企業の創業に関する足許の情報が非常に少ない。開業率データは事業所統計で見るのだと思うが、これは3年毎の統計であり、景気判断にはなかなか適していない。それでこれを補うものとして、私は二つの業務統計を使ってみた。一つは法務省の法務統計月報から、株式や有限会社の設立した登記件数を見たものである。この企業の設立登記件数を見ると、ここ10年間はマイナスの状況であった。特に設立の絶対数が最低であったのは、過去10年間では1998年である。その時の伸び率は、マイナスであったが、その後プラスに転じている。特に99年は回復に転じて、6%の増加である。それから足許はまだ2000年9月までしかないが、2000年1~9月について見ると、前年比でみて14%と高い開業率を示している。もう一つのデータは、労働省の雇用保険月報である。雇用保険月報では、新規に雇用保険適用事業者となる事業者数を開業率として利用することができる。ここでも同様に見てみると、98年がボトムでその後事業所の開業率が上昇に転じていた。こうした二つの業務統計から言えることは、ここ数年低成長時代と言っていたにもかかわらず、90年代を通じて最も高い企業の開業があったという意外なものであった。こういったことから、特に中小企業の創業率などが労働の流動化の受け皿になっていたこともあり得るのではないかと推測される。今後はもう少し産業別などの動向も参考にフォローしていきたいと思っている。

次に株価の低迷によって、金融システム不安が高まっているとの指摘について、実態はどうなっているのか少しみてみたいと思う。結論を先取りすると、現状は行き過ぎた悲観論的な見方によって、かなり不正確な情報が行き渡っているのではないかと危惧している。まず最初に、どのような分析をしたかであるが、まず全体的に日米の株価の連動性が高まっている事実がある。確かに米国株の下落と、その連動で日本の株価が下落することがあったし、日経平均とニューヨーク・ダウ、TOPIXとNASDAQの相関係数は非常に高く、昨年末時点では相関係数は0.7という高さ

であったから、当然悲観論に立つのは理解できる。そのうえで昨年のTOPIXピーク時の株価をスタートに金融システム不安の関連業種として、銀行、不動産、建設、小売という四業種をとって、TOPIXとそれら金融システム不安関連業種の株価がどのように動いてきたか見てみた。そうすると、2000年のピークは、昨年の2月7日であるが、それを起点としてTOPIXよりも一貫して下回っていたのは小売業だけであった。銀行、不動産、建設などはここ1年間一貫して上回っていた。では、TOPIXの中で下げていたのは何かというと、金融システム不安関連株ではなく、IT関連、電気技術、通信業種といったところが、アンダーパフォームしていた。また最近の株価の低迷の要因は、持ち合い株の解消によるとの説もかなり強い訳であるが、それもよく検討してみると、やはり主体別に見て、例えば銀行、事業法人、生損保などのいわゆる安定保有解消関連主体は、昨年の12月以降、株価の下げを速めている時には、売り越しから買い越しに転じていた。また銀行だけに限ると、株価が上昇したなら売っており、そして株価が下落した時には売らないという行動が出ていた。銀行が売ったために株価が下落したとは、必ずしもこの局面ではみられなかったと私は思う。それから例えば外国人の株売りに関して、確かに外国人は株をかなり売っていたが、昨年の12月は外国人は買い越しであるし、年が明けてから現時点までの計数はまだ出ていないが、約定ベースでも買い越しが続いている模様だそうである。昨年12月に限って、ではどこが一番大きな問題であったかということ、どうも投資信託の解約による売りが下げを速めたのではないかとやっている。そうした背景として、地域金融機関や事業法人の損切りが指摘されている。以上、大雑把にみたが、株式市場で今喧伝されていることは、私は偏った情報が多く、それがさらに行き過ぎた悲観論を招いているのではないかとみている。もしも、株式市場での悲観論が過剰な悲観論であるならば、また短期的な反発が起こり得ることもあると指摘したいと思う。また、行き過ぎた悲観論がなぜ出てきているかであるが、全く推測に過ぎないが、やはり悲観的な材料を探して日本株を売ることで儲ける、収益を上げる人達がいるからであるとしたら、私

には今のところ考えられない訳である。

最後に金融システム不安について申し上げたいと思う。このところ急速に今年度決算に向けて不良債権処理の上振れと株価下落が同時進行して、これによって金融システム不安が再び高まるのではないかとといったリスクが強く意識されつつあるように思う。私はNASDAQにつれて日本の株価が下落してきた結果、今まで隠れていた構造改革の遅れがむしろそこで顕現化して、金融システムの不安定性、言い換えると金融機関と企業のバランスシート調整の遅れといったものが悲観論として出てきたのではないかと見ている。先程の悲観論とは少しまだ違う解釈をしているが、こうした中で市場の一部では今年度決算で自己資本比率の基準割れが広範囲に生じるのではないかとといったような懸念がまた喧伝されている。しかし現時点では先程どなたかも指摘していたが、まだ不良債権処理の上振れと株価下落が、金融機関の今年度決算に影響を与える事態まで至る可能性は低いとみている。もっとも、仮に公的資本を注入した大手行の中で赤字になったり、配当原資が枯渇するといったような先が出てくると、それが引き金になって金融システム全体についても不安が高まり、金融機関の貸し渋りが広がるケースも念頭に置いておく必要があると思っている。こうした観点から日銀としては次の二点を私は従来以上に肌理細かくみていく必要があると思う。第一に、金融機関の資金繰りとかジャパン・プレミアムの動向、クレジット・スプレッドなどの資本コストに関する変化について我々は一段と注目していく必要がある。第二には、同時に企業部門においてどういうことが起こっているか注目しなければならないと思う。97年の秋以降の金融システム不安の記憶がまだ鮮明であることから、金融システム不安を先取りするような形で、企業が過度に防衛的な財務行動をしていないかどうか、何らかの形で企業ヒアリングが必要になってくると思う。短観では勿論こういう情報があるが、短観の間を繋ぐような形で3月決算の前にそういったヒアリングを手がける必要があると思っている。以上である。

速水議長

最後に中原委員お願いします。

中原委員

年の始めでもあるし新たな世紀の始まりでもあるので、あまり嫌なことを言いたくないが、私の持っているこれまでのイメージを少しはっきりと申し上げておきたいと思う。アメリカについては、1929年の歴史的なピークをつけての暴落、それ以来の大相場が去年で終わり、2000年は1929年以来の歴史的な大相場の終焉として記憶されると思う。それで底が入るのは大体2003年位、プラス・マイナス1年位の誤差はあると思う。以前にも日本のバブルが崩壊した時のことが参考になるという話をしたが、89年の大納会でダウが3万9,000円弱をつけて90年には2万円まで落ちている。91年には2万7,000円まで戻ったが、92年には1万4,000円まで下がってしまった。この間成長率は90年は上がったが、91年にはその半分位になって92年にはほとんどゼロ成長となった。アメリカの場合は、金融と財政に余裕があるから大丈夫だという意見もあるようであるが、日本の90年も全く同じであって、公定歩合も現在のアメリカと同じ位であるし、財政の余裕もあった。しかしながら今日までなかなか立ち直っていない。そういったアメリカの状況を考えて日本はどうかと言うと、私は平成の大不況は三度目の不況で終わると前から思っていた。既に二回は終わっているが今回三度目の不況に入るのではないかと考えている。足許の景気をみると、私はここに来て回復基調が止まり、いよいよ崩れ始めていると考えている。踊り場であれば良いが、その踊り場の先に待っているのは、恐らく下向きの動きであるというのが私の観測である。

次に少しずつ詳しく申し上げる。11月の景気動向指数は、先月出ていた2月頃に景気の山が来る、という強い信号は一応消えたが、それに代わって先行指数のDIが50%割れになる可能性が高まった。一致指数のDIは42.9%であり、19か月振りに50%を割った。これは改訂値が22日に公表される予定になっているが、改訂値でも50%位の公算が非常に

大きい。それに対して先行系列のD Iは57.1%であり、6か月連続で50%を超えた。しかしながら内容を仔細に調べてみると、改訂値になると恐らく50%を割る状況になってきている。もし改訂値で先行指数と一致指数のD Iが共に50%を割れば、これは直近の景気の谷の直前であった98年12月以来2年振りのことであり、大変に大きな問題である。従って、12月から1月にかけての鉱工業生産指数に注目しながら改訂値を見ていきたいと思っている。それから一致・遅行系列は99年12月が100.5とピークであり、それからトレンド的に下がってきている。そういった中で、鉱工業生産指数の実現率は5か月連続マイナス、予測修正率は3か月連続マイナスになってきている。機械受注については、色々な方から話があったが、11月は-2.9%であった。例年12月は、月次では1996年以來99年を除いてマイナスである。もし12月が-4%を超えると、10~12月がマイナスになってしまう。これまで7~9月まで5四半期連続増加であるが、それがどのようになるか大変注目される。また、機械受注の達成率をみると、段々下がってきており、1~3月が103.1%、4~6月が102.7%、7~9月が98.5%、10~11月94.6%であり、1~3月からずっと下がってきていることが問題である。前回の景気上昇局面のピークは96年4~6月の104.7%であり、昨年度1~3月の103.1%と極めて近い数字である。その後設備投資はハイテクブーム、半導体製造装置のブームの終わりを告げて、消費税引き上げ等もありマイナスになってきた。もう一つ指摘しておきたいことは、ITの裾野の広がりには衰えが表われてきていることである。機械受注のデータを使って、電子計算機と通信機の実質受注額の3か月移動平均をとって、前年同月に比べ増加した業種のシェアの推移をみると8月の約68%をピークに下落傾向にある。従って、ITの関連需要の広がりにも下落の傾向が出てきている。景気の山谷を判断する一致指数の系列は11あるが、そのうちの7系列は既に8月あるいはそれ以前にピークをつけた可能性があるとは私は思っている。それから、日本に影響を与える海外指標については、1月12日に発表された11月のOECDの景気先行指数があって、前月比-0.7%である。前年比についても10月は+0.9%であっ

たが、11月は-0.1%とマイナスに転化した。前年比がマイナスとなったのは、98年11月の-0.2%以来のことである。それから指数自体そのものをみても、昨年5月の117.7%をピークに下落して、11月は115.9%となっており、日本を取り巻く環境はなかなか厳しくなっていると思う。アジアについても米国経済の減速等を背景とする輸出の鈍化、自国の株安による資産効果剥落の可能性、それから原油高の影響、半導体の需給バランス悪化等があり、米国経済の先行き次第では、アジア全体は失速する可能性が非常に出てきた。

消費については色々若干明るい面もあるとの話があったが、私は前提となる所得環境が必ずしも改善している訳ではないので、厳しくみておいた方がよいと思う。従って、輸出および設備投資主導型から、消費主導へのバトンタッチは難航すると考えている。それから、家電販売とか旅行など供給サイドの一部消費関係指標が改善しているが、その背景としてはBSデジタル放送の開始、Y2Kの反動と広い意味での一過性、あるいはイベント的な要因であると思っている。

次にお話したいのが原油の話である。ご承知のようにOPECは2月1日から150万バレル/日の減産を承認して、総量2,520万バレル/日の生産を大きくカットした。それで本日は、過去の数年間に石油情勢が激変したことを纏めて申し上げる。一つはOPECが非常にアグレッシブになってきたことである。これは二つ大きな理由があり、一番大きな理由は、どうも石油価格を高く維持するためには、消費国の在庫を低水準に保てばよいことに気が付き始めたことである。これは97年11月に確か250万バレルの大幅な増産を行ない、その後98年にアジア危機がきて、原油価格が10ドル/バレルまで落ちてしまい、OPECは大失敗した訳である。それで99年3月から減産を始めて、これがずっと巧くいってきた訳であるが、これは結局フューチャーズ・マーケットを十分に彼らが研究した結果である。フューチャーズには40~50年前から良い研究があるが、例えばジェフリー・ウィリアムスが書いたエコノミック・ファンクション・オブ・フューチャーズ・マーケットというのが1958年に出ているが、

高価格を維持するためには在庫を減らしたら良く、在庫を減らすとキャッシュとフューチャーの間のスプレッドが広がる結果、高い水準にキャッシュ価格を維持できることが明らかにされている。同時にベネズエラでチャベスが大統領になり、非常に積極的になった。その結果、OPECはこれまでよりもかなり大胆に行動するようになり、しかも成功を収める度合いが非常に強くなってきた。今回もOPEC総会の前に、サウジアラビアが日本あるいは極東に対して2月からの積みをカットすると早々に通知してきたが、それもそのような行動の表われだと思っている。そして、ここで問題なのは、イラクが12月以来輸出を中止していることである。イラクが輸出を中止して季節的需要のピークにイラクの200万バレル/日以上が地上から姿を消したにもかかわらず、価格が下落している。これに対して大変な危機感を抱いた訳であるので、OPECはこれからも非常に敏速に行動する。IEA諸国全体をとると、現在持っている使用可能の商業在庫は6日分位しかない。そういった中でOPECが非常にアグレッシブになり巧妙になってきたので注意を要する。第二に何回も申し上げるが、石油会社は在庫をミニマムに持つ方法へ方針を変えている。これは合併によって、ビッグオイルができ、リトルオイルが在庫を持ってないことにより拍車がかかる。三番目は重要な点であるが、石油産業のインフラが崩壊しつつある。石油製油所、パイプライン、それからタンカー、全て手入れが悪くなっている。この結果、価格のボラティリティーが非常に増えていることに注目する必要がある。それで、原油価格の見通しであるが、前回は申し上げたようにある限界値を割れると中勢的に転化する状況にあり、実は今それが起こっており、現在はその中勢的な支持線を下に破って、今また戻って30ドル台である。9月20日の37.20ドルから12月20日の25.77ドルを経て現在WTIは30ドル前後になっているが、余程のことがない限りこれはこれ以上上がることは考え難い。従って、今年の夏場にアメリカで恐らくガソリン不足が起こる、あるいはリフォーミュレテッドガソリンの不足が起こることに伴い、原油価格、製品価格は上がると思うが、そういうことを除けば、恐らく原油が需要期も過ぎるし、これ

から高騰することは余程の事態でなければならない。多分 25 ドルから 30 ドルの間のどこかで落ち着いてくると私は思っている。アメリカ経済については、時間が長くなるので簡単に申し上げると…。

速水議長

大分時間が長く掛かっているようであるが、両副大臣が午前中でお帰りになるので…。

中原委員

次回申し上げる。この辺で止めさせて頂く。

速水議長

後は午後をお願いします。それでは、村上副大臣、坂井副大臣、午前中で帰る前に何かメッセージがあれば、ここで述べて頂きたい。

村上財務副大臣

本日は宮澤財務大臣に代わり副大臣の私が出席することになったので宜しくをお願いします。

本日の金融政策決定会合の開催に当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状態が続いているなど、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。また経済の先行きについては、軟調な展開が続いている株式市場の動向や米国経済の減速等留意すべき要因が増大している。米国では先般、連邦準備制度が機動的に金利引き下げを行なったところであるが、これらの要因がわが国経済に及ぼす影響について注視していく必要があると考えている。

政府としては、昨年10月に「日本新生のための新発展政策」を取り纏め、これを受けて平成12年度補正予算を編成し、現在その円滑かつ着実な執行に努めているところである。さらに平成13年度予算については、わが国の新たな発展基盤の構築に資する施策に一層の重点化を図りつつ、11年度、12年度当初予算と同水準の公共事業関係費を確保するとともに、公共事業等予備費3,000億円を計上するなど、自律的な景気回復の実現に向けて十分な対応を行なうこととしている。一方、税制面においては、わが国企業の経営環境の変化を踏まえ、企業組織再編成に関わる税制を整備するほか、景気回復への動きをより確実なものとする観点から、新たな住宅ローン減税制度を創設するとともに、中小企業投資促進税制を継続するなどの措置を講じている。

政府としては、これら諸政策を着実に実施することにより、21世紀の新たな発展基盤を構築しつつ、わが国経済を自律的回復軌道に確実に乗せるよう、全力を尽くして参りたいと考えている。

日本銀行におかれては、政府による諸政策の実施と併せ、わが国経済を、民需中心の本格的な回復の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うなど、適切な金融政策運営を行って頂きたいと考えている。

政策委員各位におかれては、ご審議に当たり、以上申し上げた政府の経済・財政運営の考え方等につき、ご理解を賜るようお願い申し上げます。

ここまでの議事要旨に向けた発言であるが、10年先にオープンされる議事録用の発言は今から言って良いのか。

これは財務省の統一見解ではないが、先程三木委員、武富委員から財政に関するご指摘があったので、若干私の副大臣としての考えを申し上げたい。

ここ数年間色々な景気対策を行なっているが、なかなか捗々しくない。それは先程来ご指摘があったように、不良債権の処理、過剰設備投資の償却、過剰雇用によるミスマッチの是正を、私は経営者の皆さん方が先送りしてきたことが根本にあると思う。それから超低金利政策の長期化によっ

て保険や年金等の契約的貯蓄の不健全化と、先程三木委員からもご指摘があったように政府債務が 666 兆円にも上り、国民の政府に対する信頼も私は弱まっているのではないかと思う。それから地価の下落が続いて金融機関の貸付が不良化している。私自身正直言って、超低金利政策やマネーの供給増、減税だけで本当に経済が浮上するのだろうかという疑問に思っている。私は今何が一番大きな原因かという、例えば年金、医療など社会保障における将来の行方、雇用の問題について、国民の将来に対するそこはかたない漠然とした不安が一番景気の足を引っ張っているのではないかと思っている。今はこういう状況であるけれどもこういう道筋やプロセスを取っていけば必ず回復できるという、それを彼らに明示する必要があるのではないかと思う。そういう面で景気の足を引っ張っている最大の要因は個人消費が不確実性の高まりから伸びないことではないかと私は考えている。財政面において不確実性を小さくするため、財政部門の抱える問題をこれから果敢に除去していくことが必要ではないかと思う。特に今は低金利のため国債が消化されているが、将来に亘って今のままで本当に大丈夫なのか、私は疑問に思っている。特に消費者や企業にとって本当の意味の景気対策は、不確実性を小さくすることにあると思う。例えば政府部門の抱えている予算——これには地方自治体や第三セクターも含まれるが——をきちんと公開することである。二番目は政府債務全体をどのように縮小していくのか、その道筋を明らかにすることである。それから我々政治の責任であるが、政府部門や政治、教育分野の自己改革をどうやって実施するか、経済分野、金融においては構造改革をどうするかである。こういう問題の先送り政策をしていけば、それはあくまで虚構であって本当の意味での解決にならないと考えている。

私は財政が健全性を保つには、要するに無駄なところに使わないことが必要だと考えている。私は最近色々勉強しているが、アメリカやイタリア、スウェーデンが財政再建を行なった時は、マイナス成長の時にスタートしている。それを果敢に行なって財政再建をさせ、そして経済も復活させていった。やはりアメリカの 10 年間の好調さは政府が押し付けがましく財

政の財布で景気を調節しないことが効いたと思う。英国のサッチャーにおいてはより単純で経済の中にウィンブルドン方式という純市場を作っただけではないかという気がしている。

結論としては、私自身財政と経済と教育の建て直しが一日遅れれば遅れる程、次の世代が傷むだけだと考えている。財務省としては景気の動向を睨みつつ、財政改革と構造改革を同時に達成できるような時宜を得たメリハリの効いた政策を果敢に実行していきたい、そのように考えている。そのためにはどうしても総理大臣と財務大臣のお考えがそういう方向に乗って頂けるようにしなければいけないと思っている。そういう面で今日お集まりの先生方は、それぞれの分野のエキスパートであり非常に影響を与える先生方であるので、もしそういう面でご理解を得られるならば、そういう面でのなお一層のご指導とご鞭撻を賜りたいというのが私の個人的見解である。失礼した。

速水議長

坂井内閣府副大臣願います。

坂井内閣府副大臣

ただ今の話とも重複するが、本日日銀総裁にもご出席頂いた月例経済報告等関係閣僚会議が開催されたので、まずそこに報告された月例経済報告の内容について、簡単にご紹介する。

最近の景気動向についてみると、完全失業率が依然高水準で雇用情勢は厳しい状況にあり、個人消費は概ね横這いの状態が続くなど、家計部門の改善は遅れており、倒産件数がやや高水準で負債金額の増加もみられるといった状況がある。一方設備投資は製造業を中心に増加しており、企業収益も大幅改善が続くなどの状況から、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続しているとみられる。以上から、景気は全体としてみると、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

続いていると判断している。ただし、アメリカ経済の減速や内外株価の下落など景気の先行きに警戒すべき要素が強まっていることに十分注意をする必要があると考えている。

なお昨日、これも日銀総裁において頂いたが、官邸で経済財政諮問会議があった。そこでも色々な景気の議論があったので簡単にご紹介させて頂く。経済の現況については、減速感の強まるアメリカ経済の今後の動向、株価が銀行貸出や企業の年度末決算等へ与える影響、外需や株価下落による企業マインドの悪化といったことが今後の設備投資や生産にどのような影響を与えるのか、十分な注意が必要であるという議論が大勢を占めた。しかし、日本経済の現状をどのように捉えるかの点では、企業利益、雇用・所得などの面を中心に緩やかな改善が続いているとの共通の認識を持たたのではないかと思っている。当面の対応としては、昨日の段階でも景気回復に軸足を置いた政策スタンスを維持しながら、構造改革を推進していくことが今後の経済政策をしていくうえでも最も重要であること、また、当面の問題として、補正予算の着実な執行あるいは13年度予算の早期成立が重要であるとの意見が強く出された。資本市場の問題に関しても、委員の中からは結局株の買い手を作っていくような施策が必要であるから、例えば401kプランとか確定拠出型年金といった法案が早く成立すると共に、アメリカのイソップという制度などについて検討していった方が良いのではないかといったご意見もみられた。そういう中で、資本市場、証券市場のあり方については、国際化時代の中で日本の市場がグローバル化を図っていかねばならないという視点、個人株主などの育成を図っていく視点、いわば市場のインフラや環境整備をしていく視点、そういう点について前向きに取り組んでいくとしたメッセージを伝えて欲しいというような話があった。

次に昨年12月19日に閣議了解された平成13年度の経済見通しと経済運営の基本的態度の概要についても、この席で若干ご紹介したい。平成13年度においては次の三項目を重点として、適切かつ機動的な経済運営を行なうこととしている。第一は、景気を自律的回復軌道に着実に乗せること

である。第二は、時代を先取りした経済構造改革を推進し、IT革命の実現等による中長期的な経済成長力の向上を図ることである。第三は、多角的貿易体制の維持・強化、アジア・太平洋地域における重層的な地域協力の枠組みの構築等に努めることにより、世界経済の持続的発展に貢献することである。このような経済運営の下に、平成13年度は緩やかな雇用・所得環境の改善と企業の増益基調の継続を背景として、個人消費、設備投資等の民需を中心とした経済成長を続ける姿が定着し、自律的回復軌道を辿り、この結果平成13年度の国内総生産の実質成長率は1.7%程度になるとの見通しを出している。

政府としては、引き続き景気回復に軸足を置いた経済財政運営をしていきたいと考えている。以上である。

速水議長

中原委員、申し訳なかったが午後をお願いします。それでは午前中はこれで終わらせて頂いて昼食に入りたいと思う。午後は1時30分からである。

(午後0時28分中断、午後1時32分再開)

速水議長

それでは再開する。両副大臣に代わられて財務省から田村総括審議官、内閣府から小林政策統括官が出席している。それでは先程は失礼したが、中原委員残りを簡潔をお願いします。

中原委員

幾つか言い残したことを若干申し上げる。一つは機械受注の関係で、機械受注についてはまず第一点は表面上の数字は必ずしもGDPの民間設備投資のモメンタムを表わすとは限らないことである。7~9月期の場合QEは+7.8%と出た訳であるが、法人季報統計が+2.5%となった。これを受けて色々な計算があるがGDPの成長率を計算すると、速報の

+0.2%から-0.6%とか-0.7%位のマイナス成長に下がるのではないかと思う。機械受注は元々一致指数であり設備投資の先行指数にはなる訳だが、これがGDPの設備投資のモメンタムにすぐ結びつくとは限らない。今回の場合第二の点は半導体製造装置受注の前年比伸び率の全体への寄与度が+0.8%と大変減ってしまったことである。ピークは去年の6月の+6.3%であるが、先程も少し申し上げたIT関係の広がりだけではなくITそのものにも翳りが出てきた。

それからアメリカのことについて、三つ申し上げたいと思う。一つはアメリカにおいてストック・オプションが非常に盛んであり、これが株価上昇の時は非常にプラスになるが、負の連鎖が始まったのではないかという点である。ストック・オプションの場合には一つは費用として計上しないで済む。例えばマイクロソフトの場合2000年の6月期でとってみると、経常純益は94億ドルであるが、もしストック・オプションを費用として計上していたとすると、82億ドル位になり、13%位減っていたことになる。これをアメリカの主要500社に適用すると恐らく純益が6%位減った計算になる。それから第二にストック・オプションを行使すると従業員が利益を得る訳であるが、その得た利益は課税所得から控除できることである。そういう訳でマイクロソフトは例えば2000年6月期は年間で55億ドルの控除ができた訳であるが、7~9月期になるとそれが4億ドル位しかできていない。前年同期に比べて60%位減っているのだから、ここでも純益に影響してくる。それから三番目にストック・オプションではないが年金の収益も企業収益を嵩上げする訳であるが、年間資産運用益の運用のターゲットを超えた部分については、期間損益として取り込める。例えばGEの99年12月期には税引き前利益の約9%に当たる約14億ドルを取り込んだ訳である。こういったことであり、ストック・オプションでは費用と課税所得の問題、それから年金の問題、この二つもいずれも株価が上げ潮の時は良いが下げ潮になると逆転するメカニズムとして働くことを指摘しておきたいと思う。

第二は、アメリカ経済の見通しである。米国連銀の主な人の話を聞いて

いと大変楽観的であり、これは在庫調整に過ぎない、在庫調整は第1四半期、第2四半期はパイプラインに入っているから仕方ないが、年の後半から良くなってくるとの見方をしている。私はそれに少し疑問を持っており、第1四半期、第2四半期で在庫調整が終わるか疑問である。そしてこれが主としてITを中心とした設備投資の調整に繋がるのではないかと考えている。そしてこの鍵になるのは一つは消費動向だと思う。貯蓄率がゼロなのは例えば失業率が実質的にはゼロであり、株価の上昇率が例えば年間20%位上がっていることを前提としている。しかし、この二つとも消滅する危険が高くなってきた。現在アメリカのCEOが口にしてしているレイオフの話合計すると、大体失業率が1%の上昇に当たる。これは連銀のモデルで既に失業率が1%上昇することを見込んでいることともたまたま合致するが、そういった訳で失業率が上がってくる。それから株価は今のような状態であるので、消費が減って貯蓄率が増えてくる可能性が十分にある。貯蓄率が1%増えると個人消費の700億ドル減少に相当するとの計算がある。90年代の初期は8%とか9%位までも貯蓄していた時期があるので、現在の0から1%上がっただけでも相当なインパクトがあると私は思っている。従って私は恐らく上半期はゼロではなくネガティブになる危険性があるし、下半期も悪くするとノーリカバリーになるかもしれないと考えている。

それからアメリカについて三番目に申し上げたいことは、実はオールドエコノミーの逆襲が始まっていると私は思っている。それは何かというと、エネルギーのインフラの話である。現在カルフォルニア州で起こっている電力危機は典型であるが、アメリカにおいて電力、石油、天然ガスといったインフラについてこれまで十分に投資が行なわれてこなかったことのツケが顕現化している。特に発電能力が不足しているし、天然ガスに至っては昨年あらゆる商品の中で一番値上がりした。100万Btu当たり2ドル位から9ドル位まで大体四倍増えている訳であり、そういった意味でエネルギーのキャパシティがアメリカの経済成長のネックになる可能性が非常に強く出てきた。それから同時に停電などが起こるようになると、実

はITは思った以上にエネルギーを食うので、ITの先端会社が恐らくこれからエネルギー不足で被害を被るのではないかと思う。最近聞いた話ではシスコがノースカロライナに従業員を大量に移そうという話がある。そういった意味で大変問題になってくる。それからこの関係で言うとカリフォルニアもそうであるが、破産の危険が出てきている。ご承知のように17日にはアメリカのカリフォルニアの中部と北部において約3時間、100万世帯が50万戸ずつローテーションでブラックアウトになった訳である。シリコンバレーにも影響が及んできている中でサザン・カルフォルニア・エレクトリックとパシフィック・ガス・アンド・エレクトリックの二大電力会社であるが、現在既にSCEの方は5億9,600万ドルの支払い延期を電力取引先に依頼しているし、PG&Eの方は7,600万ドルの債務不履行をしてしまった。一番今注目しているのは2月1日、2日にそれぞれPG&EとSCEの巨額の債務の履行の期限が来て、これがいったいどうなるかである。カルフォルニアのデービス知事が中に入っているようであるが、電力を買い入れる方は自由化したが大売りの方は価格規制をしているものだからそこで逆鞘になり、大体二社で120億ドルのマイナスが生じてきている。そしてアメリカの専門家と話をする、カルフォルニアの電力危機は簡単に解決する見込みがないので、発電所を建てるか精油所を建てる等々時間が掛かる、あるいは色々な環境規制があるので、少なくとも次の2年間はこういったエネルギーのインフラストラクチャーの方から制約が起こる。このエネルギーのインフラは減税をしても低金利政策を採っても一向に役に立たない性質である。以上である。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは金融経済情勢について追加的な意見や議論がありましたらここでご自由にご発言下さい。あるいは少し言い足しておきたいという発言がありましたらどうぞ。

それではほかに意見がないようであれば、これまでの討議を踏まえ次に

当面の金融政策運営方針について、今回はお一人5分程度を目途にしてご意見を伺いたいと思う。もう一度三木委員から願います。

三木委員

午前中に種々見解を述べさせて頂いたが、それと皆様方の今の意見を踏まえて、今回は結論だけを四点申し上げる。

まず、金融調節方針については現状維持としたい。

第二に民需自律回復の道筋はみえてきたが、経済がこの道筋に着実に乗ることが確たるものになるまで、また経済構造改革の道筋を確たるものにするため、現行の超低金利による金融緩和策を続けることが重要である。

第三に都市銀行主体であるが、都銀は今決算期末を控えて期末資金調達に走り出している。企業からみると、株安からくる銀行の貸し渋り不安が非常に大きく出てきている。こういったことから、当面の金融調節については、期越えの資金供給を潤沢に行なうことが重要であるし、金融調節の面での対応に万全を期してもらいたい。

最後に金融政策については、実体経済が今の踊り場から後戻りする懸念が出てくるか、金融システム不安が、システミック・リスクに繋がるか、この時は弾力的な政策対応が必要だと思う。以上である。

速水議長

それでは次武富委員願います。

武富委員

午前中の皆さんの議論にも出ていたが、今はどちらかというと気分的に先行して、かなり景況感が悪化している。しかし、実体経済の方が直ちに悪くなっている訳ではない。そういう微妙な段階だと思う。ただ、この気分というのがなかなかコントロールが難しいもののような気がしている。今表面化しているのは、株安、円安、それからまだ大事には至っていないが若干のジャパン・プレミアムの傾向である。これはまだ大変ミニ版で

あるが 98 年に起きた現象に似ていなくもない。そういう意味では警戒感先行とはいえ、そこに我々としても意識を向けておいた方がいいと感じている。だからといってこれは金利政策でどうこうできるような段階ではない。それから世の中ではデフレだと言って、それとの絡みで誘導金利水準が高いといった議論もなくはないが、今の物価現象は、本当にグローバルな側面が強い。例えば幕張地区では、既存の二つのスーパーの雄の店があるところへ、外国資本が二つ入ってくるし、日本資本も二つ位新しいタイプの業態が入って大激戦になっている。そういう中で外国資本が最低価格保証制度とか、無条件返品を受け付けるようなことをしているので、当然価格のせめぎ合いがある。こういうところだけをみると価格が下がってデフレ的になっているが、個人の活動をトータルとしてみると選択的消費コストは、物価がデフレ的と言われる割には必ずしも軽くなっていない。こうした物価と実体経済の動きをみれば金利政策には今この段階では決して繋がらないだろうと思っている。従って、金融政策としては、雰囲気というものは非常にコントロールが難しいので、そのことを意識して、98 年のミニ版的なことを少し念頭に置きつつ、いざという時には直ぐ動く構えを持っているよう努めておくべきと思う。98 年の時も第一段階は金融機構に十分流動性が入る措置、第二段階では企業段階にも十分流動性が入るような措置を採った訳であるので、それに類似した考え方の延長線上で心の準備はしておく必要があると考えている。

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

私自身は設備投資と消費を見る限り、余り大きな変化は生じていないと思っているが、一方様々なダウンサイド・リスクが蓄積されてきていることも否定できないと思う。午前中田谷委員も言われていたが、今まだ変化が生じていない指標の中には、どちらかと言えば多少遅れて動く指標もあ

る。反面で輸出、生産といった重要な部分については、外部環境変化の影響がかなり明確に出てきている。従って、この先行して動いている部分についての改善の動きが比較的早期に出てこない、リスクはもう少し大きくなって顕在化してくる可能性もある。しかし、多くの方が触れたように、そこはアメリカ経済やアメリカ資本市場の見通しに依存する部分が非常に大きいので、現状極めて不確実性が大きいと言わざるを得ないと思う。不確実性が大きいということは、非常に悪くなる可能性もあると同時に、意外に早く持ち直す可能性もある。私自身は日本経済の今後については、もう少し材料を集めた上で考え直し、判断したいと思っている。従って、金利政策については現状維持でいいと思うが、一方金融市場の方からアプローチしていくと、たまたま期末が近いこともあり、もう少しリスクが差し迫っているようにも思われる。先程武富委員が言われたことに私も全く同感であるが、97、98年の金融危機の時には銀行自身が流動性危機に見舞われたところから、マクロ的な経済全般についてのクレジット・クランチまで一挙に進んでいってしまった訳で、それを繰り返すようなことは何としても避ける必要があると思う。現状そういう意味でのリスクがどれ位大きいのかは、なかなか判断が難しいところで、様々な指標から見るとまだそれ程でもないと思えるが、しかし一旦始まると雪だるま式に動いてしまうマーケット・ダイナミックスを心配しなければいけない部分でもあると思う。武富委員は流動性供給に万全を期す気持ちの準備をしておきたいというところで止められたが、私はもう少し進めて、金融機関のソルベンシーを前提に流動性の調達に支障が生じることがないように、日銀自身の流動性供給の道具立てを強化する余地がないかどうか、検討してみてもいいのではないかと思う。私自身はここについて、具体的な案を今日申し上げられるような状況ではなく、またRTGSというような新しい試みを始めた直後でもあるから、色々なほかのファシリティとの整合性を頭に入れながら、きちんと実務的な検討を加える必要もあると思う。市場のモニタリングを我々としても精力的に行なうことは勿論であるが、これに加えて次回会合までに今言ったような実務的な検討を事務局にしてもらい、それ

を政策委員会で改めて議論してみるようなプロセスを考えてはどうかと思う。

速水議長

藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

情勢判断については午前中述べた通りで、それを踏まえると日銀が採るべきスタンスは、当面は第一に、緩和スタンスを継続して景気回復を引き続き支援していくことと、第二に、そうした下で世界経済の減速とか内外金融市場の動向が日本経済にどのような影響を与えていくのか、慎重に見極めていくことの二点ではないかと思う。さらに最近の長期金利低下や円安の進行は、景況感の慎重化に対し市場がいわば自律的に反応していることの表われと見て良いのではないかと思う。以上を踏まえて、当面の金融政策運営としては現状維持を支持する。

そのうえでマーケットの状況をみると、前回会合以降長期金利は1.6%台から1.5%台と低下している。為替も対ドルで5%以上の円安になっている。このように足許のマーケットの動きは市場全体の景況感の慎重化を示すものであり、決してこれは株式市場だけに突出した現象ではないと思う。むしろこれだけマクロ政策面からサポートを続けてきたにもかかわらず、依然として先行き不安が消えないのは、経済の構造問題に対する市場の懸念がそれだけ根強いからだと思う。市場の不安を根本的に解消して日本経済の長期的な展望を切り開いていくためには、どのような構造政策が求められているのか、当然のことであるが国民全体として真剣に考えていくべき時期だと思う。そうした問題意識を抜きにした短期的な需要喚起や人為的な市場の需給調整といった議論はむしろそうした議論をするだけで海外や金融市場の失望を買うだけではないかと思う。しかし、先程申し上げたように市場の下向きの動きが自己増殖したり、あるいは何らかのショックで暴発してしまうような事態は景気が微妙な時期を迎え、しかも

期末を迎えているだけに、それは避けていかなければいけないと思う。その意味でこれまで三人の委員が言われたような流動性の供給、特に期末を意識した流動性の供給について、何らかの工夫を考えることは必要だと思う。ただ、これは金融政策のトレンドそのものを変える訳ではなく、むしろ山口副総裁が言われたように、実務的な側面から備えあれば憂いなしというような構えで行なうべきだと私は考える。以上である。

速水議長

田谷委員をお願いします。

田谷委員

足許景気は踊り場的な様相を呈しているが、緩やかな景気回復シナリオを変えるには至っていないと思う。この点は午前中お話しした通りである。ただ、10月末に出したリスクペーパーで指摘したリスクの顕現化に相当注意を払わなければいけない局面だと思う。仮に景気回復シナリオの実現が疑われるような事態になった場合、緩和スタンスを明確にし、金利を引き下げることを含めて検討すべきだと思う。現時点では、そこまでの事態には至っていないと思うので、政策運営については現状維持にしたいと思う。

今後の金融政策を考えるうえでは、景気の先行きも然ることながら、山口副総裁その他の方も指摘していたように、金融資本市場の状況をフォローすることも重要だと思う。例えば現時点ではその蓋然性は低いものの、株価の低下、大型企業倒産などによって金融不安が再燃し、金融機関の流動性不足が生じたり、それによってクレジットクランチ的なことが起こったりしないかどうか、信用不安が発生することによって社債、CPなどの利回りが不当に上昇するような事態が生じないかどうか、また現在のように長期国債利回りが低下している状況下では緩和効果も限られるが、長期金利の推移がどうなるのか、こうした点を含め緊張感を持って情勢を点検したいと考えている。以上である。

速水議長

それでは植田委員をお願いします。

植田委員

私は皆さんよりももう少し前のめりであり、本年度あるいは来年度について若干の下方修正、そうした見方あるいはリスクが増大しつつある点に鑑みると、何らかの政策発動が望ましいと思う。また今日のタイミングをみると、マーケットで政策発動について余り織り込まれていない、株価もちょっと上向きになってきたような状況はタイミングとしては絶好であると思う。逆にはっきりしない経済の帰趨がもう少しはっきりするまで待つのは、かなりリスクな選択肢のようにも思える。むしろプリエンブティブに対応することに若干の正当性があるように思う。ということで利下げを提案しようかとも思った。しかし、それはコールレートが5%とか6%であれば躊躇せず、であって現在の0.25%で何ができるのか改めて考えてみると、極めて悩ましい状況であると思う。従って私自身ははっきりスタンスを決めている訳ではないが、去年、一昨年に行なわれた金融緩和方向での選択肢ないしその効果等についての議論を若干レビューして、今日政策発動ができないまでも次回以降の議論に繋げたいと思う。言うまでもないことであるが、選択肢としては例えばまずオーバーナイト・レートをゼロまで、あるいは若干下げることが考えられる。これはやり方としては簡単ではあるが、影響は小さいという問題がある。次にゼロ金利等に時間軸の効果を絡ませる選択肢があり、これは我々が去年8月まで採っていた政策である。現状でこれを選択していくとすると、時間軸効果の表現に工夫が必要かと思うが、一応有力な選択肢であると思う。これとかなりオーバーラップする別の政策として、ターム物コントロールがあると思う。技術的な難しさ等があるようであるが、何かできないかなという気持ちも持っている。これらの政策、「ゼロ金利」プラス「時間軸」等は99年、2000年とある程度の効果を持ったように思う。その理由としてイールドカーブ

全体を引き下げた面があると同時に、当時の流動性危機の中でそれを和らげる効果を持ったことが挙げられる。現在は先程来出ているように深刻な流動性危機までは至っていない状況であり、こういう効果がどれ程出るのかは少し考えないといけないかと思う。

さらにその外にいくと、非伝統的なオペになるかと思う。その中でも常識的な方法は、長期国債買いオペの増額と思う。この意味がどういうことかはそう簡単ではないかと思う。買いオペ増額がインフレ期待上昇、名目金利の上昇をもたらすが、しかし実質金利は低下するという主張もあるが、素直に買いオペ増額で長期金利を引き下げることを目指した政策だとみなしてその効果を考えるために、長期金利は将来の短期金利の予想値の平均値＋リスク・プレミアムで決まってくると考えたとする。そうすると、「ゼロ金利」プラス「時間軸」の効果を狙った政策は、当然のことながら将来の短期金利の予想値への影響を狙ったものなので、直接長期債買いオペに走らなくても、「ゼロ金利」プラス「時間軸」の政策によって長期国債買いオペを増額したのと同じ効果がある程度生まれてくる点が無視できないかと思う。従って、その政策を超えてさらに長期国債買いオペを増額するとすれば、将来の短期金利の予想だけではなく、むしろリスク・プレミアムへの影響を追加的に狙った政策であることになる。ここに本当に政策が効果を及ぼすかどうかについては、色々な方向でのリサーチがあり、必ずしも結論ははっきりしていないと思う。またさらにこういう意味で長期国債買いオペ増額をしていくのであれば、必ずしもマネタリーベースの量を増やしていく必要はない訳である。リスク・プレミアムへの影響を狙うのであれば、ツイストオペでも良い訳である。ただし長期国債買いオペ増額の量に枠をはめる一つの方法として、マネーサプライ等についてのターゲット、あるいはそれをさらに縛るものとして、最終目標であるインフレ率にターゲットを持つことには若干の意味があると思う。しかし、この政策について考えてみると、既に長期金利はかなり低下していること、それからまたこれまでに何回か議論したような若干の副作用が考えられること等からそう簡単に決断はできないとは思いますが、必ずしもタブー視す

るべきではないと思う。

以上色々申し上げたが、既に超低金利が続いている中で、こうした一連の政策ないし、あるいはその一部がそこそこ効く一つのケースは流動性不安が発生しているケースかと思う。しかし、現状は必ずしもそうでない中で、流動性不安の高まりまで政策発動を待つのかということ、それもやや能がないような気がする。またそういうリスクが皆無である状況でもないことは今朝程来議論されている。従って、結論的には皆さんに近寄ってきてしまうが、最低限流動性不安が起こった時に、あるいはそれを予防するために何ができるかの準備を開始し、そういう積もりであるというメッセージをできれば本日辺りにマーケットに対して送れないかと考えている。以上である。

速水議長

それでは次篠塚委員をお願いします。

篠塚委員

私は午前中の現状分析で申し上げたように、株価下落や金融システム不安といったリスク要因がかなり警戒的になってきたとはいっても、現状の日本経済ではまだ緩やかな回復過程にあるという判断を継続しているので、今この時点で政策の変更をする必要はないと考えている。ただ、緩やかな回復とはいっても、根底には不良債権問題を抱えているし、10年かかって構造改革を行なってきてもスピードが全く上がらず、そのことに対する市場からの批判からなかなか逃げられないでいる。そういう中では金融システム不安がいつどのようなきっかけで起こるかもしれない。従って、今ほかの委員の方達が言われたように、それに備える金融政策の手段を何か準備しておかなくてはならないという意識は持っているが、しかし現実には流動性の枯渇とか貸し渋りが起きている訳ではないので、具体的に私自身何をすべきかという具体案はない。差し当たってできるだけ今金融市場でどのようなことが起きているのかウォッチしていかなければならない

と思う。例えば午前中にはジャパン・プレミアムが5bp位発生しているといった報告もあったから、これから注目していかなくてはならない指標について、肌理細かく提供してもらいたいと思っている。もう一つは私はまだ流動性の問題や貸し渋りが現実に起きているとは認識していないが、これから決算期に向かっては、むしろ民間企業が過度に防衛的な財務行動を採るかもしれない訳で、そういう情報を短観を待つよりも先にヒアリング等を通じて集め、何が起きているか情報を提供してもらいたいと思っている。

最後に、先程植田委員はさらに一段の金融緩和という政策の手段を採り得ることも考えられるといった話であったし、かつてゼロ金利政策を採った時のレビュー等もしたうえでという話もあった。金融緩和を要求する様々な声も出てくるであろうし、そういう可能性はあるのかもしれないので、ゼロ金利政策を導入した理由、その結果に対する日銀としての評価、副作用、どういうことが問題として残っているかなどについて、この場でも議論されるのであるならば、そういうことについて執行部できちんと纏めておいて欲しいと思っている。そういう訳で現状維持である。

速水議長

最後に中原委員お願いします。

中原委員

思い起こすと、昨年10月30日の決定会合の時に、「経済物価の将来展望とリスクの評価」が発表になり、その際私は反対したが、一番大きな理由は内容が概して楽観的であって、最近の外部環境の変化、特に世界経済の減速や内外株式市場の変調等が十分に記述されていないことを挙げた訳である。そういったものが早々に顕現化してきて、大変だと改めて考えている。私は昨年から今年にかけて原油価格の動向、アメリカの株価、それに伴う日本の株価というのが最も重要だと何回も申し上げてきた訳である。原油の価格については、午前中申し上げたが、中勢的には多分天井

をつけたと思う。OPECが学習効果から価格のコントロール方法とそれに従っての行動を集団で採ることに習熟してきたので、大幅な下落もないが大幅な上昇もない。25~30ドルの間位で推移すると思う。そういった中でやはりアメリカの株式、日本の株式が一番の焦眉の急であろうと思う。日本の株価が下がっているのには、色々理由があるが、一つは収益の見通しが下方修正され、経済回復のシナリオに赤信号がともってきたことである。それから外人売りの圧力が依然として非常に残っている。もう一つは、ジャパン・プレミアム等がそういった株価の下落、金融システム不安の再出現等によって生じてきている。それから何回も申し上げているが、マネタリーベースが非常に少ないことの影響が中小企業に出てきていると思う。株価が下がってくれば色々なルートで経済に影響があるが、中小企業における収益見通し、景況感等々の悪化がはなはだしいので、ここへの影響を十分に考えておく必要があるのではないかと思う。

そのうえでアメリカの株式を考えてみると、恐らく目先1月24、25日前後から始まって1月の末位が、いわゆる時間でみた変化日に当たり、その時まで上昇を続けていけばそこで戻り高値をつける。その時に向けて下げれば恐らくそこで底を一旦打つ。多分今の調子だとそこまで上昇を続けるのかもしれないが、いずれにしてもこの24、25日から1月の末、2月の初めにかけてが重要な日柄である。これをみていけば大体向こう3か月から6か月位の予測がつく位重要であると思う。そういった中で日本の株価も今日は幸い上がっているが、恐らくまだ底をつけたとは言えない。恐らく98年の底値である1万2,500円そこそこ±200円位は当然覚悟しなければならないと思う。そういった訳で、先程から流動性の準備を行なうといった意見もあるが、それは当然であってむしろ私が前から申し上げているように、思い切って緩和すべきだと思う。Fedをみているとビハイインド・ザ・カーブではないかを非常に気にしていて、1月の電話会議によるFOMCの時も最後に25bpをオンしたのはグリーンズパンだと私は伝え聞いているが、日本銀行もビハイインド・ザ・カーブにならないよう、時としてアヘッド・オブ・ザ・カーブになるように大胆に行動すべきだと思う。

う。従って私は量的な緩和の好機だと思う。以上である。

速水議長

それではここで私の意見を少し言わせて頂く。この1か月の間の特徴的な動きについては、執行部からの説明、皆様からのご指摘にあったように私も大きく分けて次の三点が挙げられるように思う。第一は、輸出の減速を主因にして、鉱工業生産の増勢が鈍化してきていることである。この2年間、生産活動の回復を梃子にして緩やかな回復傾向が続いてきているだけに注目すべき動きであると思う。しかし第二に、家計部門では所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、労働需給が改善方向にあるほか、賃金も僅かながら前年を上回って推移しているなど、徐々に底固さが増してきているように思えるし、消費関連の指標の一部にも明るさがみられ始めている。仮にこうした動きが、これまでの企業部門の改善傾向が家計部門にも少しずつ伝わり始めた表われであるとするならば、前向きの動きかと思う。第三に、最近の株価下落の影響によって、これまでのところ消費者マインド、あるいは金融機関の貸出姿勢や企業金融の状況に大きな変化がみられるには至っていないと思う。

この間の特徴的な動きは以上の三つだが、この第一の鉱工業生産の増勢鈍化、あるいは労働需給が改善方向に向かって消費関連の指標も比較的明るくなってきているといった動きの裏に今動き出している日本経済の構造改革の動きがある。これは日本経済の課題であり、どの位のスピードで動き始めたか、どの位のスピードで進んでいくのか私共として注目しなければならない。これしか中期的に日本経済を立ち上げていく方法はないと思うだけに、財政、金融、両サイドから打つべき時に資金供給をしてきた訳であるが、それが限度にきていることも事実である。この間も

が、そういう発言をB I Sの会議でしていた。今の鉱工業生産が鈍化してむしろ労働需給面では所得環境などが良くなってきている現象の間にそういうものがある程度あるのかとも感じる訳である。鉱工業生産の伸びは日本の高賃金、あるいは高コストの下では限界がある訳で、

特にオールドエコノミーの中で、あるいはクリエイティブ・ディストラクションの中でそういう現象が出てくることは自然な動きだと思し、この間に非製造部門への雇用関係のシフトが起きてくると思う。今までのアメリカやイギリスの例をみてもそうだと思うが、そこに新しい仕事が出てくるのが構造改革の一つのフォースだと思う。こういうもので生産の伸びが鈍化しつつあるのであれば、それはそれなりの意味があると思う。その辺はこれからどのように変わっていくのか良くみななければいけないと思う。構造改革で非製造部門にサービスビジネスといったようなものが増えていくことは、自然な動きであろうと思し、輸入品あるいは海外投資、委託加工を含めた海外生産が増えていくことも一つの動きだと思われる。非製造業部門のウエイトは米国、カナダ、英国、フランスも7割を超えている。日本は62.7%と製造部門のウエイトが高い。これは高コスト・高賃金になっていけば自ずからサービス、特にソフトウェアの開発、あるいは人材派遣といったような構造改革について回る仕事が増えてきている。アメリカでも過去5年で1,400万人位の雇用者が増えている訳だが、IT部門の成長でサービス部門の増加が700万人、そのうちのソフトウェア開発とか人材派遣といったビジネスサービスは300万人を超えている。イギリスの場合でも、ウィンブルドン方式と呼ばれるサッチャーが行なった構造改革では、製造部門よりもこういうサービス部門が増えてきたことは確かだと思し。こういう事例が端的に示しているように、構造調整は個々の企業の経営改革だけでなく、労働・資本・投資といった生産要素がより効率的な分野に振り分けられていくプロセスである。こういうことが第一と第二の動きの間にあるならばこれは自然の流れだと思し。

以上を踏まえ、現時点の判断としては、緩やかな回復という経済の基調が維持されているが、以前リスク要因として挙げた海外経済の減速の影響や内外資本市場の動きを一層注意深く点検していかなければいけない段階にある。この中で鍵を握るのは海外経済であって、特に米国経済の動向ではないかと思し。現時点での米国当局やエコノミストの間では、前半にかなり減速はするけれども、後半にかけて再び成長率が高まるとの見方が

多いように思われる。先般バーゼルで10か国およびその他の主要国の総裁方と色々な会議をしたが、その中で私は今度のアメリカの措置は、タイミングよく手を打たれたので、この1~3月期は恐らくゼロ成長に終わるのかもしれないが、年間を通じてみれば2%~3%の成長を達成しソフトランディングしていくのではないかという印象を受けた。従って、現段階ではこうしたソフトランディング・シナリオを想定しておいてもよいと思われるが、これまで非常に速いテンポで拡大しただけに、スローダウンすることは間違いなく、米国経済の減速が本年前半で止まったとしても、その影響が米国経済やITセクターの動向に左右される度合いの強い東アジア諸国や日本に大きな影響を及ぼす可能性もあると思う。第二のポイントは、リスクとして挙げた内外の金融・資本市場の不安定な動きである。先程も申したように、目下のところ実体経済や企業の資金調達環境に大きな影響は出ていない。ただ仔細にみると、エクイティ・ファイナンスの一部やジャパン・プレミアムに若干の動きがみられているので、目を凝らしてみていきたいと思う。こうした情勢を踏まえて、当面の金融政策スタンスについては、現在の金融市場調節方針を継続して景気回復を金融面からしっかりと支援していくことが適当であると思う。

なお、本日、何人かの委員から今後の金融政策運営について、幾つかのご意見が出ているので、私の認識を申し上げる。まず、先行き、幾つか注意すべき材料はあるが、緩やかながらも回復基調が続いていることを踏まえると、私は現在、金融政策を変更すべき段階ではないと考える。確かに、金融・資本市場の動向には、先行きに対する不透明感や懸念が色濃く投影されていると思う。しかし、そうした不透明感の背景には短期的な景気要因もさることながら、もっと根深い問題があることを直視する必要がある。つまり金融機関や企業の不良債権処理、グローバルな競争環境のもとでの企業経営の刷新など、構造的な課題の解決へ向けて動き始めたばかりであり、そうした動きがどのように展開していくかはまだ分からない。何人かの委員からも指摘があったが、こうした構造的な課題の解決に向かってしっかり取り組んでいかない限り、力強い経済の発展は望めないと思う。

また、そうした痛みを伴う改革なしに株式市場などで内外の投資家からの信認を得ることもできないと思う。構造改革に取り組んでいけば、経済成長のスピードは改革に伴う出血の段階で足を引っ張られることも間違いないと思う。そのためには過去 10 年間繰り返してきたような、短期的な需要対策だけでなく、供給面や産業構造に働きかける政策がどうしても必要だと思う。このことを政策当局者も企業経営者もしっかり肝に命じる必要があると思う。このことは昨日第二回目があった経済財政諮問会議でも皆さん述べられているところである。ただ、残念ながら先程申し上げた二つのリスク要因が強まってくると、何らかのショックをきっかけに金融市場が動揺したり、これが出発点になって経済活動に悪影響が及ぶような脆弱性を抱えていることもまた事実だと思う。そのような事態になると、前向きの構造改革の芽も摘んでしまうことになりかねない。中央銀行は、自らの重要な責務として、そのような事態は可能な限り事前に避けていくように努力をしなければならないし、それも責任の一つかと思う。こうした状況の下で、金融市場の円滑な機能と安定性を維持していくことは、現在の政策の緩和効果をしっかりと確保するためにも大事な課題だと思う。そこで、本日の各委員の問題提起も踏まえて、こうした観点からどのような対応があり得るのか、執行部に次の会合までに検討してもらってはどうかと思う。これはもちろんこういう事態が起こった場合を考えて、予め準備をしておく、検討しておくもので、言ってみれば一種の火災が起こる前の保険行為といえるかと思う。以上が私の見解である。何かご意見、あるいはご質問があったらどうぞ。

三木委員

今の総裁の発言に私は賛成であるが、まず今やらなければならないのは、現在我々がもっている調節手段で期末、期越えの流動性確保に全力を尽し、万全を期すことだと思う。そのうえでなお、予想されるリスクについての予備的な道具建てについて執行部の方で検討してもらおうことと理解したい。

速水議長

今以上に流動性を潤沢に供給する方法としてどういうものがあり得るか検討するものである。今の時点でもかなり潤沢に資金供給されているとは思いますが、さらに必要な時にどういう手があるかということである。

田谷委員

先程植田委員がかなり前のめりと言われていたが、全体を通して聞いてみると、そう前のめりでもないかなと思う。ただ最後に言われた流動性の供給については、こういう状況だからこそ、何らかのことを言っておいた方がいいのではないかということであった。私もそれに近い考えを持っているが、あまり過大に期待をさせてこれが期待外れに終わる危険もある。先程山口副総裁がどういう道具建てが出来るか検討すると言われてたし、三木委員が言われたように、他の委員の方も異口同音にそういうことも検討しろ言っていた。そういうものを、例えば総裁記者会見などで、マーケットに知らしめることは可能なのか。私も少しリスクはあるなと思う。

速水議長

そういう課題を執行部に出したということを表示してはどうかと思う。

田谷委員

ただその場合、言葉によってはそのことが何を意味するか色々な憶測、思惑を生むので、非常に難しいと思う。ただ、そういうことを表明することについて私は反対はしない。むしろ賛成である。

植田委員

過大な期待を持たれてしまうリスクと、本来まだ流動性危機は大して発生していないのに、こういう枠組みを考えているとアナウンスすることで不安感を煽ってしまうリスクと両方ある。従ってもし外部に中身が固まる

前に伝えるとしたら、どういう表現で伝えるべきか、ある程度ここで議論した方がいいような気もする。もちろん、総裁に言って頂くのだと思う。

山口副総裁

田谷委員、あるいは植田委員が言われることに私も同感である。何か言えば言ったで非常に期待をつり上げてしまい、実際に対応策が打ち出された時に、期待と非常にかけ離れていることになるリスクは、ないではない。ただ、何人かの委員の方が言われたように、マーケットの心理は、実体経済の動きからやや離れて弱くなっているような状況だと私も思う。指摘されるようなリスクが全然ないとは思っていないが、とにかく動揺しやすい期末にどんどん近づいてくるので、その時に少なくとも流動性供給という中央銀行の本来果たすべき分野については、万全の構えで資金供給を行なうという意思表示を早くした方がいいのではないか。実際に具体案を検討するまで一切伏せおく手もあると思うが、これまでのマーケットの動きを踏まえると、何ができるか検討してみないと分からないが、準備に万全を期すという構えをみせた方がいいのではないかと私は思う。

それから三木委員が指摘していたように、期末越え資金供給には、今の手段でできるところは当然ある訳で、今朝の金融市場局長の報告にもあったように、既にそういうことを実施、あるいは強化している訳で、ここは随時報告があると思う。それは当然のことだと思う。

篠塚委員

今議論されていることは、執行部に対して何らかの流動性供給策を委員会として考えてくれと宿題を出しました、ということは今この場で公表することか。それとも記者会見の時に総裁がこういうことを出したと言うことなのか、どちらか。あるいは両方か。

速水議長

そういう指示を出すことをここで決めて頂いて、市場でリスクが実現す

るような場合に備えて、予め市場への流動性供給方法としてどのようなものがまだあり得るか検討を命じたと言言ったらどうかと思う。

篠塚委員

その一言というのは、今日言うのか、それとも記者会見で言うのかで違うと思う。

速水議長

今日ここで決めて簡単なステートメントを会合の終了後出してはどうかと思う。私の記者会見は来週であるから、今日は担当理事にでもしてもらって、このことだけ言ってもらおう。如何か。

篠塚委員

私はその案には反対である。いずれにしても記者会見で総裁が月報の基本的見解の説明をしたりする際に発言することは良いと思うが、今日何かステートメントを出すことについては私は反対である。反対の理由は何かというと、既にこの月報にはかなりリスクについて書き込んでおり、日銀の見方がダウンサイドの方に警戒的であるとの情報は十分に出ていると思う。また、政策の変更はないとの情報も今日の段階で出る訳である。さらに、市場の中で何か日銀で金融システム不安に関して議論されているのではないかといった憶測が定着していて、何か答えなくてはならないような、去年のゼロ金利解除の時のような状況にもなっていないと私は理解している。従って今日この時点で私達がどういう注文を出したかはっきりしないような内容について、指示を出しましたとは言わなくても来週の火曜日に何らかの形で総裁の口から発言して頂けるのであれば、それで十分ではないかと私は思っている。以上である。

武富委員

発表するかどうかは微妙なところで難しいと思うが、山口副総裁、ある

いは植田委員や田谷委員も言っていたように、実際に対応策を打ち出した時に市場の期待に対し少し未達感が出るリスクは確かにあるので、それは中身次第である。指示を出しただけだとまだ中身がはっきりしないので、我々も含めて判断し難いところがある。これは通常のオペを中心軸に置いた流動性供給補完ファシリティ的な緊急安全弁としての位置付けか、あるいは流動性供給一般の多様化拡大の一環としての位置付けにするか、その性格をどう理解しておくのかである。補完的ファシリティでもおかしくはないが、ある程度フレームワークそのものを拡大する中で何か工夫したものを入れるのか、あくまでも今のオペレーションの補完なのか、トータルの中の一環なのかがはっきりしない。

速水議長

どういうポリシーがあり得るのかはその時のリスクがどの程度大きいものになるのかによるのだろうと思う。そういうものに対する準備は色々と備えて考えていることを市場に分かってもらえば良いと思う。我関せずといっているのではないことを知らせ、執行部で色々提案を出してもらって検討してはどうかと思っている。プレスなどがどう捉えるかは非常に難しい。本当に心配していると取られても困るし、難しい。

植田委員

先程篠塚委員が言われたことにコメントしておきたい。一つは現状判断について色々なリスクが月報に書かれることはそのとおりだと思う。しかしだからといっていい訳ではなく、このリスクの増大を踏まえて我々は政策誘導金利を変更しないまでも、その下での流動性供給をより有効にする方法を工夫したい、あるいは工夫する意図があることを伝えようというものである。それから市場にそうした期待感がないから無理に言う必要はないとも言われたが、むしろそれは私が先程申し上げたように、そういう期待感がない時に行なう方が有効である面もあると思う。期待感がない理由は、日銀は何もしないだろうという諦めに似た感じがある可能性もなきに

しもあらずで、そうではなくて色々心配、あるいは準備をしようとする意図はあるとのメッセージを送ることにポジティブな意味があるようなタイミングであると思う。

篠塚委員

それは何も今日でなくても宜しいと思う。

植田委員

今日か次の総裁記者会見の時は微妙な話だと思う。

篠塚委員

なぜかというと決定会合当日に行なうのは政策の変更がある時か、何もステートメントを出さなければ市場で間違った情報が流布するかもしれないような時と思う。確かに以前、そごう問題の時に出したりしたこともあるが、そういうような事態かという、そうでもないように思う。まだ中身がはっきりしないようなことを決定会合があったからと言ってステートメントを出すと、却って様々な誤解を与えることがあるかもしれない。総裁に2日後にお話をして頂く際に、意を尽くして何も中身はまだ具体的に決まっていらないが、と言葉で説明して頂いた方が誤解は少ないのではないか。それで最初から今日なのか2日後なのか聞いている。

植田委員

それはコスト、ベネフィット両方あるんだと思う。つまり今日やることのコストは今ご指摘のことだと思う。ベネフィットは定例記者会見で説明して頂くよりも今日一言出した方がインパクトとしては少し強いことだと思う。そのトレード・オフではないか。

篠塚委員

インパクトになるのかリスクになるのか分からない。

中原委員

私の立場は別として申し上げますと、世の中、自民党で株価対策を議論しているから当然日銀は一体何をやっているのかという声が当然起こってくる。それからFOMCが月末に予定されている。その時に50bpの利下げと思うが、出方によっては日銀は何をやっているんだという声が強くなる恐れがある。そういう中で何をしたら一番日銀として賢明かというのは非常に難しいと思うが、執行部がこういうことを言いたいというのがあれば案を見せてもらって、検討するのが一番だと思う。出した途端に期待が膨らむのか、あるいはもうある程度織り込み済みになってしまって、実際に打出した時にそれほど効かないこともあるだろう。色々非常に複雑なインプリケーションがあるから、例えば今日ステートメントを出すとして、どういう表現を考えているのか、提示してもらえればそれを参考にしてまたディスカッションしてもよいではないかと思う。出すのであれば今日の方がいいと思う。総裁の会見時よりも今日出した方が私はいいと思う。

藤原副総裁

私も今日出した方がいいと思う。もし総裁の会見でそのことを説明する場合、新聞記者から「ボードでどういうディスカッションがあったのか、いつそういうことを決めたのか」といった質問がくる訳で、「それは先週の金曜日に行ないました」となる訳である。そう答えるかどうかは別としてファクトはそうである。やはり可能ならそういう意思をボードが固めたら遅滞なくメッセージとして出すのがいいと思う。メリットとデメリットは慎重に検討する必要があるが、今中原委員が言われたように文案を作って、どういうことかの概要をキーワードで例えば期末とか流動性とかがあれば、大体ファシリティーの方向感としては見当がつくかもしれない。

速水議長

いずれにしても4週間後位にはここで色々議論したことが要旨に載る

訳である。それまで漏れないように努力する必要があると思うが、日本銀行でどういう対応が考えられるのか次の会合までに執行部で検討するよう政策委員会として指示を出したことについては、今日の対外公表文の形で簡単に出す前提で文案を作ってもらい、後で皆さんに見て頂いたらどうかと思う。それで危ないというのであれば止めておく結論を出して頂きたいと思う。

それでは後程文案を出してもらうことにする。それで宜しいか。

それでは政策運営に関する議案の取り纏めに入りたいと思うが、その前に政府から出席の方々、先程副大臣から発言があったが、ほかに何かあればどうぞ。

田村財務省大臣官房総括審議官

午前中副大臣から景気の認識や経済財政運営に対するあり方、考え方を申し述べたと承知しているので、私からは特にない。

小林内閣府政策統括官

今朝、副大臣が経済財政諮問会議の昨日の様子を簡単にお話しされたということなので、認識と金融政策に対する考え方を少しだけお伝えしたい。

まず景気については、全体としては緩やかな改善が続いていると判断している。しかし同時にアメリカ経済や株価など足許の状況について懸念要因がやや顕在化しつつあるようにも認識している。こうした状況を踏まえ、政府は経済を自律的回復軌道に確実に乗せていくため、引き続き景気回復に軸足を置いた政策運営を行なっていくこととしている。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を運営して頂きたいと考えている。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。先程の委員による検討では、

当面の金融市場調節方針について現状維持とのご意見が大勢ではなかったかと思う。そこで、私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたい方は中原委員ですか。

それでは事務局は中原委員の議案と私の議案を配って、読み上げて下さい。中原委員からお願いします。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

読み上げる。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。」。別添の対外公表文である。「平成13年1月19日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。以上。」である。

速水議長

中原委員、議案の説明があればお願いします。

中原委員

説明する。第一は、先程も触れたが、10月末に出された「経済物価の将来展望とリスク評価」の中で、私はその内容が概して楽観的である、最近の外部環境の変化、特に世界経済の減速や内外株式市場の変調等が十分に記述されていないとして反対したが、その時の懸念、変調というものが現実のものになってきている。そして現にFOMCは50bpを緊急電話会議で決定して、今月末にはさらに適切なる利下げを行なうと思われる。そういった内外のリスクが顕現化しつつある中で、日本銀行として当然新しい政策を採るべきであると思う。それが理由の第一である。理由の第二は、諸指標の動き等から判断して、民需の自律的な回復力が弱い、今後外需も一層減少する可能性も高く、景気の緩やかな回復が頭打ちとなり、いよいよ崩れ出す門口に差し掛かっている。従って、これまで日銀が描いてきた標準シナリオは崩れ去る可能性が高くなったと思う。特に株価の急落がマインドの悪化をもたらし、それが実体経済へ悪影響を及ぼす面もさらに強まってきた。従って、ここで日銀は金融緩和に踏み切って、わが国の潜在成長力とみられている1.5~2%程度の成長まで景気を加速し、できれば1年ないし2年キープすべきである。そしてそういったような金融緩和の中でもフィージビリティの高い手段の一つとして、マネタリーベースをターゲットとすべきだと考えた訳である。三番目の理由は物価が下落傾向を強めていることである。消費者物価、GDPデフレーター、国内卸売物価、CSP I、いずれもが前年比で下落している。特に新しい93年SNAになってGDPのデフレーターは10期連続でマイナスになった。国内の卸売物価指数の前年比も10、11、12月と3か月連続マイナスであるし、またCSP Iの前年比も11月は-0.4%とこのところマイナスである。一般的なあらゆる物価指標でマイナスになっているのは、未曾有のデフレが依然

として継続しているためと考えるので、さらなる金融緩和を行なうべきである。以上の三つである。

速水議長

質問、あるいは追加的な討議があればどなたからでも。

宜しいですか。それでは議論が出尽くしたと思うので、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異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決する。政府から出席の方は一旦別室にご退席頂きたい。

[政府からの出席者退室]

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

中原委員案の採決の結果を報告する。賛成 1、反対 8 である。

速水議長

それでは、ただ今の議案は否決された。次に私の提出した議案について採決して下さい。

[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報告する。賛成 8、反対 1、反対は中原委員である。

速水議長

それでは、賛成多数で議長案が可決された。中原委員、反対理由を明確にしておくのであればどうぞ。

中原委員

第一の理由は、日本銀行の景気観が、実体経済の悪化のスピードに追いついていないと私は思っている。ビハインド・ザ・カーブになってしまった。そして、例えば私は鉱工業生産がピークアウトした可能性もかなり高いと思うし、特に米国の経済の減速による直接・間接的輸出への影響が相当大きい。そういった中で設備投資についてもシリコンサイクルその他IT投資のこれまでの傾向などからみて、失速する危険性が高まっているので、現状維持では不十分であると思う。第二番目は株価が大幅に下落しており、現状維持では不十分であると思う。1万4千円台は、1992年の時の防衛線であった訳であるが、昨年12月20日に1万4千円台を割り込んで、1万3千円台、本日も大引けで1万4千円を割っているようであるが、これから期末にかけて内外株価は難しい局面に入ってくると思う。株価が内外で急落しつつある中で、特に中小企業のマインドを中心としたマインド面の悪化が非常に大きい。これが実体経済へ跳ね返っていく可能性があり、標準シナリオはもはや通用しないと思っているので、現状維持では不十分だと思う。それから、三番目は先程申し上げたが、物価の下落が依然として顕著であり、デフレ的であることである。こういった中で未曾有のデフレが続いており、現状維持では不十分である。それから、最後に申し上げたいことは、一定の目標を掲げないと、アカウンタビリティを果たしたことはない、市場との対話も実現できないと考えており、0.25%の現状維持で一体何を指しているのかももう少し国民に十分分かるようにすべきことである。単に景気回復の下支えだけでは、私は不十分であると思う。12月上旬に発表されたOECDの対日審査においても指摘されているように、日本銀行がどれ位のインフレ率、もしくはインフレ幅を妥当とするかを特定するという点で、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。以上である。

速水議長

それでは、賛成多数で議長案が可決されたので、政府からの出席者をお呼びして下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として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お願いします。なお、決定事項の公表は会合終了後 30 分後に行なうので、それまでの間は厳に出席者限りということで、宜しくお願いします。

3. 対外公表文「議長から執行部への指示について」の検討

速水議長

ここで、政策委員会が執行部に対して今後の対応を検討するよう指示したことを明らかにするための、対外公表文について検討をし、かつ決定をしたいと思う。原案作成のために時間が必要か。

それでは、藤原副総裁、山口副総裁と執行部は、別室で原案を用意して下さい。10分休憩とする。

(午後 3 時 13 分中断、午後 3 時 26 分再開)

速水議長

それでは、政策委員会が執行部に対して今後の対応を検討すべしという指示について、本日の対外公表をする文章としてこれで良いかどうか読み上げて下さい。

雨宮企画室企画第1課長

それでは読み上げる。「平成13年1月19日。日本銀行。議長から執行部への指示について。本日の金融政策決定会合における討議を踏まえ、議長は、執行部に対して以下を指示した。金融資本市場においては、最近の海外経済・市場の動向に加え、年度末を控えているという要因もあり、やや不安定な動きがみられている。そうした状況に鑑み、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すという観点に立って、市場への流動性供給方法の面で改善を図り得る余地がないかどうか検討し、次回決定会合までに報告すること。以上。」である。

速水議長

それでは、これに対する意見、あるいは修正を要する個所をどうぞ遠慮なくおっしゃって下さい。

三木委員

一番最後の「市場への流動性供給方法の面で改善を図り得る余地がないかどうか」であるが、より積極的対応を考えている訳であるから、「余地がないかどうか」ではなく、「あるのか」としなければおかしいのではないか。

増淵理事

具体的にどのように直すべきだと。

三木委員

「ないかどうか」よりも、むしろ「より改善を図れる余地があるかどうか」とか、何かそのような表現の方が良い。「ない」という否定形であると…。

雨宮企画室企画第1課長

「あるかどうか」はいかにもないであろうという感じにならないか。

中原委員

和歌で言えば、ありやなしやだな。

増淵理事

「どうか」を取るんですかね。

三木委員

「どうか」を削ると同じ様な意味にはなる。「改善を図り得る余地がないか」。

速水議長

「どうか」だけを取る訳か。それはそれで良いかもしれない。「ないかを検討し、」か。

雨宮企画室企画第1課長

「を」を入れるか。

藤原副総裁

入れよう。

速水議長

もう一度読んで下さい。

中原委員

これは最初のところで、議長は例えば「政策委員会で議決を経て」とか書かなくて良いのか。

雨宮企画室企画第1課長

決定の様式は両方あり得ると思う。決定会合における議論の総意を踏まえ、議長が我々に指示をして下さったという格好でも十分良いと思うし、委員会として決定したという形の両方あり得ると思う。ただこれまでの決定の場合、例えば物価の安定の検討開始の指示もここでの委員方の議論を踏まえて、総裁が指示された格好であった。指示自体は総意を踏まえて総裁が指示され、そのことを政策委員会として発表するか決定する作りになっている。そこは両方あり得るとは思う。

速水議長

執行部への指示であるからこれで良いであろう。

中原委員

あと、「流動性供給方法」に「等」とかを入れないで良いのか。

増渕理事

そこも勿論色々な考え方があり得るところであるが、私共の認識は、本日の調節方針についての決定を踏まえると、「流動性供給方法」に限定した表現の方が、本日の調節方針についての決定と平仄がより取れるという判断である。

田谷委員

キーワードは「方法」というところと思う。「方法等」にしてしまうと、どうかなと思う。「流動性供給」そのものであると、何の新しいところもない。「方法」にウエイトがあると思う。

藤原副総裁

「万全を期すという観点に立って、」は、「万全を期すため」ではだめか。

速水議長

「万全を期すため」とする。

雨宮企画室企画第1課長

それではもう一度読む。「そうした状況に鑑み、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すため、市場への流動性供給方法の面で改善を図り得る余地がないかを検討し、次回決定会合までに報告すること。以上。」である。

速水議長

それではこれで異議はないか。

中原委員

これはかつてのディレクティブにあったただし書きの「金融市場の安定を維持するうえで必要な場合にはこの限りではなく流動性を潤沢に供給する」というのとどこが違うのか。

増淵理事

先程田谷委員が言われたように、供給方法の面で改善を図り得る余地がないかということであると、私共は理解している。

中原委員

これまでただし書きとしてあった訳であるが、その意味なのか。それとも0.25%を前提としての流動性の供給方法か。

増淵理事

0.25%を前提としての流動性供給方法である。

中原委員

ただし書きではないのか。

増淵理事

ただし書きではない。そういう理解である。

三木委員

私はこれで賛成である。

中原委員

新しいことはあるのか。

速水議長

それを検討する。ただ、あり得ると思う。

中原委員

ただし書きではないのであれば、その精神でやらなければいけない。

速水議長

それではこれで採決して下さい。政府の方は残って下さい。

武富委員

これは金融調節方針の決定に関する件と一緒に外へ本日出すのか。時間差はないのか。

速水議長

そうである。

山口副総裁

それ自体議論の対象かもしれないが、時間差をおかなくて良いのではないかと思う。

武富委員

いや、時間差をおかない方が良いと私は思っている。しかし、調節方針を決定してから 30 分経っていないかと思って、心配している。

雨宮企画室企画第 1 課長

広報と連絡をとっているが、一応調節方針と同じで、会合終了後 30 分後に発表する段取りである。

武富委員

それなら良い。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

植田委員

田谷委員

反対：中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 7、反対 2 である。反対は篠塚委員、中原委員である。

速水議長

それでは、賛成多数で対外公表文「議長から執行部への指示について」が決定された。公表は、金融市場調節方針に関する決定事項と合わせて、会合終了後 30 分後に行なう。それまでの間は、厳に出席者限りで願う。この対外公表文は、執行部で英語に翻訳して、同時に公表することとする。反対の委員、もし反対の理由があればどうぞ。

篠塚委員

強い反対ではないが、先程言ったように、リスクの方を重く意識したことが一つである。それから午前中に申し上げたように、現状の金融市場参加者達のセンチメントが悲観的に傾き過ぎているのを気にしており、この時点でこういうステートメントを出すことに私はマイナスの影響を感じたので、もしかしたら棄権に近いのかもしれないが、反対とした。

中原委員

私は元々 0.25% の現状維持には反対なので反対した。もう一つは、これを行なうのであれば、これまでのただし書きのようにして、ありとあらゆる事態に備えるようにすべきである。何となれば、0.25% の下での流動性の調節となれば、基本的には期末越えの場合は全く問題ないと思う。これは Y2K も経験しているし、今回の RTGS もこなしているからほとんど問題はない。従って、0.25% を前提とするのであれば、私はほとんど問題なく出来ると思っている。もし世の中に日本銀行がビハインド・ザ・カーブではないことを知らしめるのであれば、ただし書きのような格好で書いた方が私はより効果が上がると思う。以上である。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次の議題に移る。金融経済月報の検討、採決をお願いする。金融経済月報のうち、最初の4ページが委員会での正式な決定事項になっているので、本日のこれまでの議論を踏まえて、検討をお願いしたいと思う。調査統計局吉田企画役と企画室雨宮企画第1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

まず1月号の月報の総論部分は、12月と比べて変更している。読み上げると「わが国の景気は、緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している。」である。前月と比べると「回復を続けている」と「鈍化している」の順番を逆にすることで、テンポの鈍化をむしろ少し強調した表現にした。それから各論部分では、設備投資の表現は同じである。その次の個人消費と最後の所得形成のところは基本的に判断を強めた訳ではないが、幾分明るさが出てきている表現を出している。具体的には個人消費は、「雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、全体としては回復感に乏しい状態が続いているが、一部指標にはやや明るさが窺われる。」と明るさが窺われる方を強調している。それから所得形成のところは先月までの「雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。」という表現を今月は「家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、労働需給が改善方向にあるほか、賃金も僅かながら前年を上回って推移するなど、徐々に底固さを増している。」という表現に改めている。

それから、純輸出については、先月「増加から横這いに転じている。」との表現であったが、今月は弱めて「米国、東アジアなど海外経済の成長鈍化を背景に減少に転じている。」としている。生産も先月と比べると順序が逆になっており、「引き続き増加しているが、そのテンポはかなり鈍化してきている。」となっている。それから今月から在庫に関する表現が

加わっている。具体的には「海外需要の減少が大きい素材や電子部品の一部ではやや過剰感が生じているが、全体としてはなお低水準にある。」と、どちらかといえば低水準にあることを強調するように在庫に関する表現を入れている。細かいところでは公共投資について先月「徐々に減少している。」としていたが、今月は予備費の執行等があつて、やや減少テンポが鈍化している感じがあるのでそのように改めている。また、企業収益の表現で先月まであつた「成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えている。」は今月はなく、単に企業収益は「改善を続けている。」となっている。ただ、実は設備投資の表現に「情報関連等の成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い。」という表現が別途あるので、何かニュアンスの後退を示す趣旨ではない。

先行きは、まず公共投資に関する書き振りは若干変わっているが、基本的に先月と同じである。それから先月後の方にあつた企業収益から設備投資、家計所得から消費という流れの文章を前段部分にもってきている。ただ、内容的には同じである。その後逆に輸出を後の方にもってきている。輸出に関して先月は「ここ暫くは横這い圏内の動き」とみていたが、ミクロ情報等によるとむしろもっと弱いとのことだったので、今月は「海外景気の減速を背景に一時的には減少が避けられない」としている。それから、輸入を含めた純輸出については、先月は「一時的に幾分減少する」と、幾分減少する程度だったが、今月ははっきりと「純輸出は減少する」としている。それから生産に関して、先月は「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」云々との表現だったが、今月は「こうした輸出面の動きを主因に、鉱工業生産は増勢が鈍り、当面は横這い程度で推移する」と下方修正している。最後の部分で、「設備投資を中心とした景気の緩やかな回復基調は今後も維持される可能性が高いと考えられる。」は同じであるが、「しかし、海外経済の減速の影響や、内外資本市場の動きなど、ここ暫くは景気に対する下振れ方向のリスクをより注視していく必要がある。」という文章を加えて、両方合わせて読んで頂けると前月に比べ慎重な感じが出る表現になっている。

それから物価面では、まず物価の現状についての段落では、輸入物価のところ、先月までは「原油等国際商品市況の上昇等を反映して」となっていたが、今月は円安が進んでおり、そちらの方が上昇要因になっているので「為替円安の影響を主因に」と改めている。それから国内卸売物価のところも、先月「原油価格上昇を受け石油製品は上昇したものの」としていたが、今月は原油価格は上昇していないので、むしろ過去の原油高の転嫁であることを示すために、「石油製品が原油高の転嫁を背景に上昇したものの」と、少しだけ表現を変えている。それから先行きに関して、結論部分は、「当面、物価はやや弱含みするものと考えられ」と同じであるが、理由のところを少し変えている。まず最初に「最近の円安は物価を押し上げる方向に作用している」との文言を入れてある。それから国内の需給バランスは、これも「基調としては徐々に改善していくものと見込まれる。」までは先月と同じであるが、その後に「しかし、このところ、その改善テンポが鈍化しているとみられる」との文言を入れることで若干慎重色を出す表現の工夫をしている。実体面は以上である。

雨宮企画室企画第1課長

後程また二箇所ばかり修正、訂正をお願いしたいと考えているが、前半の市況については省略させて頂く。若干変えた部分が二箇所ある。まず「資金仲介活動をみると」というパラグラフがあるが、前月までは「金融の量的側面をみると、民間銀行は…」というパラグラフであった。量的側面をみて銀行貸出ししか出ていないのもおかしな話であるし、当分都銀以下の貸出態度、あるいは社債・CP・エクイティ市場の動向を相当注意深くみていく観点から、「資金仲介活動をみると」と纏めた訳である。内容的には、本日も報告申し上げたとおり、大きな変化はみられていない。エクイティの一部の変化はまだアネクドタルな材料なので、敢えて基本的見解で触れる必要はないと判断した。これを踏まえて「以上のような環境のもとで、金融機関の貸出姿勢や企業金融はこれまでの緩和された状態が継続している。」とした後、「ただ、株価の下落が、企業の資金調達環境にどのよう

な影響を与えるか、注視していく必要がある。」と加えた。

それから、市況関係で二点だけ、修文のお願いがある。長期国債流通利回りのところで、「最近では、1.5%台半ばとなっている。」とあるが、本日1.52%か1.51%位なので、「半ば」を「前半」としたいと思う。「最近では、1.5%台前半となっている。」である。それから株価では、このところ若干持ち直しの動きがあって、悩んでおり、一応ここでは「最安値圏内で推移している。」のままにしていたが、本日も上昇して800円近く上昇している。そこで、若干持ち直しといった評価を入れたいという提案である。「株価は、引き続き軟調な動きとなっており」までは変わらずで、「最近では」を取って「株価は、引き続き軟調な動きとなっており、昨年初来の最安値圏内で推移しているが、最近ではやや持ち直している。」としたい。持ち直しといっても極く僅かであるし、最安値圏内という大きな展望は変わっていないので、その動きの中で若干持ち直しという感じを出すものである。もう一度読み上げると、「株価は、引き続き軟調な動きとなっており、昨年初来の最安値圏内で推移しているが、最近ではやや持ち直している。」。以上である。

速水議長

何かご意見ございましたらどうぞ。

田谷委員

吉田調査統計局企画役の方から一番最初に、個人消費と所得形成のところを一緒に説明してもらったが、二点あって、一点は、好みの問題程度の話であるが、個人消費について「一部指標にはやや明るさが窺われる」とまで強調できるかどうか私は少し疑問を持っている。例えば「一部指標には底固さも窺われる」とか、もうワンステップ位おいたらどうかと思う。なぜかというところ、所得形成のところ「前年を上回って推移するなど、徐々に底固さを増している。」となっているが、私はこれは、「前年を上回って推移している。」と簡単に言った方がいいと思っているからである。理由

であるが、まず個人消費では、確かに色々な委員から各種販売統計や自動車販売、家電、旅行など強い数字があるのではないかと指摘があったが、中にはそうではない数字もあるし、センチメントも季調前は確かに改善していない。各種強そうな数字も12月の数字を少し見てみたい。それと、消費性向も上がっている訳ではなく却って下がっているし、全体感の中で今明るさを強調する局面なのかどうか少し疑問がある。だからもうワンステップおいたらどうかということである。

もう一つは所得形成について、鉱工業生産のところで、「テンポはかなり鈍化してきている。」とっている訳で、現時点で底固さを増しているままでいうのは控えた方がいいのではないかと思う。しかも12月のボーナスも前年並みか若干上回る程度であれば、なかなかここまで言えないのではないか。それに雇用の改善にしても、パート、短期労働者が中心でもあるし、所得形成のところではもう少し用心深い表現にしておいた方がいいのではないかと思う。

吉田調査統計局企画役

確認させて頂きたい。今ご提案頂いたのは、まず個人消費のところで「一部指標にはやや明るさが窺われる。」という表現を「一部指標には底固さも窺われる。」としてはどうかということと、雇用・所得のところでは「賃金も僅かながら前年を上回って推移している。」と単純に文章を切ってはどうかということだったと思う。仮にそういう文章にした場合でも、先月に比べると文章が少し変わった感じになる。例えば個人消費の場合は、先月は「一部指標にやや明るさが窺われるものの」という表現があって、田谷委員のご提案でも順番は入れ替えることになる。その場合、委員のお気持ちは、そこは若干は進めるが、ただ進め方の程度として単純に引っくり返すよりは、「底固い」位で止めておいた方がいいということか。

田谷委員

先程来議論になっている輸出・生産、設備投資について、リスクが高まっ

てきていることを踏まえると、例えば所得形成についても徐々に底固さが増しているとした後で、数か月経ってまた表現を下方修正をする可能性も否定できない訳である。だからそういう場面だったら、単に「上回って推移している。」としておいた方がいい気がする。「やや明るさ」というのは私の好みの問題だと思う。これはこれでいいと皆さんが言うのであればそれで結構である。

村山調査統計局長

委員ご提案のように変えた場合、確かに順番は逆になっているがマーケットの解釈として、これまでは「明るさが窺われている。」と言ってきた訳で、それが、「底固さも窺われる。」となれば恐らく下方修正と受け取ると思う。それでもいいのであればそれを採用すれば良いし、あるいは前月のままというのも一つの案として考えられる。それから所得形成のところも、先月は「減少傾向には歯止めが掛かっている。」と判断を一応述べている。それが、「推移している。」で切った場合には、これは判断がなくなってしまって、マーケットからすると、どのように受け取っていいのかと若干の混乱がある感じがしている。

田谷委員

例えば、所得形成のところは「前年を上回って底固く推移している。」としたらどうだろうか。私がどうかと思うのは、その「底固さを増している。」の「増している。」であって、この段階では強過ぎるかと思う。

山口副総裁

所得形成の方はその方が良い。

田谷委員

それでは「底固く推移している。」としたらどうだろうか。

村山調査統計局長

それはご議論頂ければそうしたい。

田谷委員

個人消費のところは、村山調査統計局長に言われれば、確かにそういうところもあるかなと思う。だから、これは一番最初に申し上げたように私の好みの問題かもしれないので、特に強くは言わない。

吉田調査統計局企画役

今の田谷委員の言われた文章だが、私なりに直してみると、「賃金も僅かながら前年を上回るなど、底固く推移している。」という表現が良いかなと思う。

田谷委員

私はそれで結構である。

速水議長

これでよろしいか。それでは読んで下さい。

吉田調査統計局企画役

消費のところは、原案どおりでよろしいか。

田谷委員

もし皆さんが原案どおりでいいと言われるのならそれでも結構である。村山調査統計局長が言われたように確かにそうかもしれない。

三木委員

このままで良いのではないか。事実を挙げてややこういうのもあるということであるから。

速水議長

それではこれは原案どおりとする。

吉田調査統計局企画役

それでは、所得環境から読み上げる。「家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、労働需給が改善方向にあるほか、賃金も僅かながら前年を上回るなど底固く推移している。」と改めたいと思う。

[全委員が賛意を表明]

速水議長

ほかにありますか。

それでは最終的な基本的見解を決裁して下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1。反対は中原委員である。

速水議長

反対理由をどうぞ。

中原委員

先程から申し上げているが、私は既に景気が停滞局面、あるいは高原状態に入り、そこからさらに下落を始めているとの見方である。総論については、「緩やかな回復が続けている」ではなく、わが国の景気は輸出の減速等により、より停滞しつつあり、いわば「高原状態から下落を始めている」であると思う。従って総論については、鈍化よりももう少し強い表現にすべきというのが私の見方である。特に各論では個人消費について、この文章の結びにあるように、「一部指標にはやや明るさが窺われている」ではなく、以前のような感じに戻して、「全体としては回復感に乏しい状態が続いている」とすべきである。明るさを強調するには私は時期尚早だと思う。次に在庫は物価下落が進んでいるので、適正在庫水準が下がっている可能性がある。従ってここにある在庫の記述は、「やや過剰感が生じている」で切るべきであって、「全体としてはなお低水準にある」という判断はもう少し様子を見ないと分からないと思っている。それから所得形成では、景気が失速する可能性が高まっている中で、先行き企業がリストラをすると、これまで何回も言っているように一人当たりの人件費に手をつける状況にもなってきているので、「徐々に底固さを増している」という部分は私は削除すべきであると思っている。先行きについては、ここにある「設備投資を中心とした景気の緩やかな回復基調は今後も維持される可能性が高い」は、私の見解と違う訳である。景気は徐々に停滞し、あるいは停滞状態から後退局面に入る可能性が高まってきており、徐々に停滞しつつある。そしてそこから後退局面に入る可能性が高まってきているので、

もう先行きの見方が分かれてきていると思う。最後に物価では、「緩やかな景気回復の持続が展望されるもとで」というのは、私はそうした展望ができなくなったと思うので、「国内需給バランスは、基調としては徐々に改善していくものと見込まれる」というのは反対である。以上の理由から反対した。

全般的には先程申し上げたように、ちょっと景気の判断が違っており、私はこの月報は依然として楽観的に過ぎるのではないかと思っている。以上である。

植田委員

今の件で少し申し上げたい。反対は反対でいいと思うが、議論の時に取り敢えず一回は反対の趣旨を言って頂きたい。

中原委員

私は全部に反対であるから、これは議論で申し上げても仕方ない。

植田委員

分からないが一部は変わったかもしれない。

中原委員

各論として申し上げた方がいいと思った。これは私の文章になる訳でもないし、そういう立場であった。

植田委員

議論はすべきだと思う。

速水議長

なるべく討議の時に述べて頂きたい。

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

は必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。本件の対外公表については、1月22日月曜日の午後2時に行なうことにしている。

V. 議事要旨(11/30日開催分、12/15日開催分)の承認

速水議長

最後に議事要旨の承認である。本日は前々回の11月30日会合と前回12月15日会合の分の二つである。お手許の議事要旨について各々ご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なおいずれの議事要旨も1月24日の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の決定会合は2月9日金曜日を予定している。本日は長時間ご苦勞さまでした。

(午後4時8分閉会)

以上