

# 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年1月16日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 松下 康雄（日本銀行総裁）

濃野 滋（任命委員）

後藤 康夫（任命委員）

武富 将（任命委員）

中川 隆進（大蔵省代表政策委員）

藤島 安之（経済企画庁代表政策委員）

## （執行部からの報告者）

副総裁	福井 俊彦
理事	永島 旭
理事	米澤 潤一
理事	山口 泰
企画局長	川瀬 隆弘
営業局長	竹島 邦彦
営業局審議役	川原 義仁
国際局長	杉田 正博
調査統計局長	松島 正之

## （事務局）

政策委員会室長	三谷 隆博
政策委員会室参事補	渡部 訓
企画局企画課長	山本 謙三
企画局参事補	雨宮 正佳

## I. 開会

松下議長

これから、第1回政策委員会・金融政策決定会合を開催する。

(午前9時5分開会)

本会合については、執行部からの報告の後、金融経済情勢についての議論、金融政策運営の検討を行い、最後に金融経済月報の検討を行いたい。

## II. 金融経済動向についての報告

松下議長

それでは、最近の金融調節と金融市場動向についての報告をお願いします。

### 1. 金融調節の実績に関する報告 (参考資料—1)

川原営業局審議役

最近の金融調節と金融市場動向につき報告する。なお、本日お手許に配布した資料 (参考資料—1) は、1月12日に配布した1月9日現在の計数を1月14日現在で改訂したものである。

[以下、参考資料—1の本文1~2頁 (別添1) を読上げ]

若干付言すると、マーケットでは株価が下落すると、その分追加の経済対策期待が膨らむ側面もあって、もともと大きくは売り込みにくい雰囲気も生まれてきているが、そうした中でここ一両日の動きをみると、特別減税の恒久化等追加の景気対策を巡る一連のニュース、公的資金による銀行の資本増強を巡る報道、土地の再評価問題を巡る動きといった追加的なニュースが相場に対し supportive に働きつつあるという状況である。調節実績について、念のため計数で振り返ってみると、積み上幅については、12月16日の積み明け以降1か月間、いずれの日も1兆円を上回る規模を

続けているが、オーバーナイト市場の地合いをみながらということで、日によって多少変化させており、最も大きい規模としては6日の3兆5,000億円の実績がある。オーバーナイト・レート加重平均の動きは、引続きかなり振れが大きい。ただ、14日に終わった前の積み期のオーバーナイト・レートの平均値は、0.42%とほぼ前月並みとなった。現在の市場情勢の中では、取り手、出し手双方まずまず痛み分けの、ほどほどの水準ではなかろうかと考えている。

松下議長

ただいまの説明について、質問等あればどうぞ。

中川委員

昨年末の本来厳しい逼迫の時期に、色々な種類の調節手段を使って市場を安定的に推移させたことは、非常に評価されていると思うが、今の報告のようにターム物について市場地合いが依然として不安定だとすれば、これから年度末にかけて、ターム物はどのように動いていくと考えられるか。長目のCPオペ等も随分積極的にやっているのですが、その状況によって随分違って来るだろうと思うが、市場の今後の見通し、特に年度末についてどう考えているか。また、グラフをみてもCD3か月物レートの途切れが目立つ。CD市場は、短期金融市場の指標として非常に重要であることは言うまでもない。この点について、例えば、出合いをもっと積極的に付けていくよう短資会社等に要請することなどによって、市場に示していく努力が必要なのではないかという気がするが、その2つについて考えを聞かせて欲しい。

川原営業局審議役

まず、前者のターム物金利の今後の動向については、率直に言って今の段階では、年度末に向けてどのような動きになっていくのかなかなか読めないと申し上げざるを得ない。1つは、ターム物市場では年度末資金の調

達がこれから本格化していくという点がある。もう1つは、今後の株価動向次第では再び信用リスク不安が強まり、それに伴って市場のコンフィデンスが崩れるといった可能性がないとも言えない。従って、ターム物金利の今後の動きについては、ジャパン・プレミアムの動向共々、なお予断は許されない状況ではなかろうかと思っている。場合によっては再び上振れすることも多分にあり得べしということだと思う。それだけに、調節面でも気を緩めることなく期越え資金の残高の積み上げに一層努めていきたいと考えている。本日、今期末越えのCPオペ、調節貸出を初めて実行したが、これで本行が持っている資金供給手段については、すべて期越えを打ったということになる。CPオペについては玉繰り状況を確認のうえで、期越えオペを実行した。調節面でこうした資金供給を粘り強く続けることによって、ターム物金利の落ち着きを実現し、定着させていきたいと考えている。

後者のCD市場の問題については、確かにブローカー経由分は、なかなか出合いにくいという状況が続いているようだ。しかしブローカー経由外のダイレクト発行分は、統計数字をみても、特に出来高が細るとか、その結果残高が大きく落ち込むといったことはないようで、CD市場全体としてはボリューム面ではここ1、2か月をみても、特段大きな変化は生じていないと思われる。残る問題は、ブローカー経由分という形で、通常マーケットに公表されているレートがなかなか表に出てこない点をどう考えるかだが、それについては、結論としては、表現は適当ではないかもしれないが、今委員から話のあったようないささか規制色の強い形での運営というのは、現在のような市場の時代という中にあるのは、やはり適当ではないと考えている。

#### 後藤委員

ターム物金利の高止まりや金融機関の貸出の慎重化とも間接的には関係してくると思うが、社債やCPの発行ボリュームがどうなるかということに非常に関心がある。社債は12月は発行、償還とも多かったようだが、

特に12月から1月に入って今日まで社債、CPの発行状況はどのようになっているか。先行きの見通しについても、感触のようなものがあれば併せて聞きたい。また、株価をみると、月曜から水曜までで400円位上がり、本日も現時点で300円位上がっており、今週に入ってからやや底値が固まるような兆しが出てきたのかな、という気がしないでもない。引続き神経質な展開ということかも知れないが、マーケットの雰囲気としてはその辺りはどうか。

#### 川原営業局審議役

最初の社債、CPの発行市場の動きについては、まず、SBの発行額は、昨年10月が5,100億円、11月も同額の5,100億円であった。12月は9,400億円と急増し、単月としては既往最高の発行額となった。今月も、現在までの途中ラップが6,400億円と高水準であり、証券会社の見通しでもおそらく12月並みないしはそれ以上の発行額になるであろうとのことである。これだけ社債の発行が増えているのは、企業サイドでその他の資金調達手段がやや不如意ということの跳ね返りではなかろうかと思う。ただ、このような発行ラッシュが続いているだけに、発行金利は上がっている。例えばシングルAでは、10月段階ではスワップ+約40ベース・ポイント(bp)、11月が+約50bp、12月が+約60bp、当月は+約80bpということで、スワップレート対比のスプレッドは年明け後も拡大傾向を継続している。次に、CPの発行市場については、新聞等をみていると相当市場規模が縮小しているとの印象を受けるかも知れないが、本行が把握している速報ベース、銀行、証券会社等引受サイドから聞いた計数では、12月も伸び率としてはほとんど落ちていない。昨年10月以降のCP発行残高の末残前年比は10月が20.4%、11月が17.9%、12月が19.9%となっており、これをみる限りCP市場がここにきて急激に萎縮してきているということはない。ただ、社債市場と同様、CPの発行金利は相当高くなっており、10月時点では最上格の3か月物で0.5%程度であったが、今月初旬のピーク時には1.5%程度にまで上昇している。その後、CPのBIS

規制上の取扱い変更に関するニュースが出てから、若干緩んできており、足許1.1%程度となっているが、10月以前の水準に比べれば、なお相当高い。2点目の、株式市場の動きについては、委員の指摘のとおり、微妙な空気の変化が出てきている。これは、マーケットがかねて注目していた、さきほど述べたようなテーマについて、ニュースが3、4つ一挙に流れていることがあるほか、先週木曜日辺りまで心配していたアジア株が、また、それを受ける形でニューヨーク株が、先週末以降持ち直してきていることも好影響を与えていると思う。その辺りは引き続き十分注目していきたいと思う。

松下議長

他に質問はありませんか。それでは、次に永島理事から最近の為替市場および国際金融・経済動向について報告願いたい。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢に関する報告（参考資料—2）

永島理事

本日お手許に配布した資料は、1月12日に配布した1月9日現在の計数を1月13日現在で改訂したものであるが、その後14日から本朝にかけてかなり動いているので、それも踏まえて説明したい。まず、図表1の為替の動きについては、1月7日に日中の安値で134円45銭と1992年4月来の円安値をつけた後、一高一低の動きを続けながらも円高方向に動いており、昨15日のニューヨークでは129円台のhighとなって、今朝の東京もそうした水準で推移している。ドイツマルクと円のクロス・レートは、昨日までは大体72~73円でかなり長い間安定した動きであったが、これも昨日ニューヨークで70円台のhighと円高方向に動いて、今朝の東京もそうした水準で推移している。なお、これまでドイツマルクと円のクロス・レートは安定していたことからみると、ドル高の中で円安要因、マルク安要因が概ね均衡していたのではないかと思われる。昨日辺りはアメリカ・サイドで、アジア情勢に伴う要因、あるいはドル高の影響ということ

で株も少し調整が行われた一方で、日本サイドでは、今、川原審議役からも報告があったように、追加景気刺激策に対する期待や金融システムの安定化策についてもいろいろと手が打たれてきていることから、海外筋の見方にも多少変化が出てきているようである。それを映じてジャパン・プレミアムも一頃に比べれば縮小、また、今朝も銀行株に非居住者の買いが入っていることが報じられており、そういったいくつかの変化が円安修正に繋がっているのではないかと思われる。ただ、これで円安に完全に歯止めがかかった、とは言いきれないのではないかと思われる。一方、円はアジアの通貨に対しては大幅に高くなっているため、名目実効為替レート（73年3月=100）でみると、このところ、特に1月に入ってから、かなり円高化しており、13日現在281の水準になっているが、今の時点ではもっと円高の水準に動いていると思われる。名目実効為替レートで281の水準は、さかのぼると1996年の初めあるいは1995年の終わり位のレベルであり、当時のドル/円のレートは100~103円位であった。実質実効為替レートでみると、昨年2月頃に105位でボトムをつけた後、じわじわと円高になっており、現時点では、おそらく120程度と95年末から96年の初め位の水準になっているのではないかと推定される。このように実効為替レートが高くなっていることをどう評価するかという点であるが、実効為替レートの上昇に伴いアジア各国の対日輸出競争力が相当ついてきていることになる。ただ、現段階ではまだ輸出金融の問題等もあって、輸出がさほど増えてきている感じはなく、直ちに日本に影響が出ているということではない。一方、ドルの実効為替レートも、このところじりじりと上がってきており、アメリカとしては強いドルの看板をまだ下ろしてはいないものの、欧州サイドでは先行きのドルの反転リスクを懸念する声が聞かれている。続いて、図表2でオプション市場の動きをみると、ドル/円のボラティリティはこのところ多少低下してきているが、まだ少し前に比べれば比較的高水準ということで、相場観の振れが依然大きいことを示唆している。リスクリバーサルから市場のセンチメントをみると、ドル/円については、ネガティブゾーン、すなわち若干のドルベア・円高ムードがあることが示

唆されている。直近 14 日現在の数字をみても、 $-0.4$  と 13 日に比べ少しドルペア感が強まった方向に動いている。図表 3 の長期金利の推移をみると、アメリカの長期金利は、欧州の長期金利も程度の差はあれほぼ同様であるが、このところ数日間は安定しているが、1 月に入ってからはかなり低下している。これは、アジア情勢を受けた flight to quality と言うか、flight to dollar とも言うべき資金の動きを反映したものであるが、アメリカに流入した資金は株式市場ではなく、債券市場、それも比較的短期の 5 年以内の債券に向かっている。その結果、一部の短期物の国債金利は  $5.5\%$  よりも低くなっており、FF レートに比べて逆イールドという状況も生まれてきている。こうした状況については、欧州を中心にアメリカの債券バブルではないか、といった警戒的な見方も一部にある。また、長期金利がこのような下がってきている背景としては、アジア情勢の影響を受けた世界的な物価下落圧力を反映したものとの見方もある。こうした見方をする極端な人は、世界的なデフレーションの可能性にも言及している。先般、グリーンズパン議長がアカデミックな観点から、デフレのネガティブインパクトに言及したと伝えられているが、ご承知の通り、グリーンズパン議長はデフレの可能性については否定している。図表 4 の株式については、これまではアジア情勢の影響としては、特に日本が大変だということで、日本売り、アジア売りという現象があったが、最近になってアメリカにも思っていたよりも大きな影響が及ぶのではないかという見方が徐々に出てきている。具体的には、広くアジアを中心に展開している多国籍企業の業績について下方修正の見方が出てきており、一種の調整局面を迎え、一高一低の動きとなっている。昨日のニューヨークは 92 ドル下がって、7,691 ドル 77 セントとなったが、銘柄的には、アジア関連で影響を受けるとみられる銀行、コカコーラや半導体関連、またドル高の影響を受けるとみられるコダックといったところが軟調となっている。図表 5 の東アジアの為替情勢については、注目のインドネシアルピア、韓国ウォンは直近は一高一低の動きとなっているが、レベルとしては大きく低下したままの状況になっている。このうち韓国では、民間銀行の短期債務のロール



オーバーについて暫定的な合意が成立したことから情勢がやや好転、最近  
は株式市場を通じたネットの外貨流入から株価が上昇、また、

など、外貨繰りにも少し余裕が出てきており、韓国ウォンも若干安定を取戻してきている。焦点はインドネシアに移っており、昨日はIMFの専務理事とスハルト大統領との間で、予算削減につき合意が成立、新しいプログラムについての調印が行われたようだ。インドネシアの対外債務は、韓国と違って銀行債務ではなく、企業債務が中心なので、ロールオーバーの合意がなかなかできないのではないかとみられている。このため、IMFとの間で合意したプログラムに対するインドネシア政府の政治的なコミットメントによって、今後信認回復を図る以外に途がない。最近のインドネシアを中心とした通貨安をみると、ヘッジファンド等の投機売りというよりも、華僑とか、地元富裕層が資本逃避を行っていることが要因になっているようだ。また、地元企業のリスクヘッジが不十分で、まだ相当程度アンヘッジド・ポジションが残っていることも、為替安が収まらない要因になっていると言われている。一部米銀の香港、シンガポール支店辺りでは、ローカルの行員が受取った給料をドルに換えているという話も伝わってきており、全体としてアジア情勢が落ち着いた、と判断できるところまでにはなっていない。ただ、最近は、まだ安心できないという感じが残っている反面、どんどん突っ込んでいく感じも小さくなっている。図表6で株価の動きをみると、香港については、ペルグリンという証券会社に続いて、一部の不動産ディベロッパーの信用不安の噂が出て、再びハンセン指数が8,000ドルを下回る水準まで下がっており、まだ落ち着いたとは言い切れない。これに対し、韓国については、このところずっと持ち直してきている。韓国の持直しは、ロールオーバー合意が暫定的にではあれ成立したことにより、資金繰り懸念がやや和らいだことのほか、非居住者の株式の取得比率の上限を26%から一旦50%に、さらに55%まで引き上げたことに伴い、非居住者の韓国株買いが入ってきていることが要因となっている。図表7でERMの為替と金利のコンバージェンスの状況についてみると、引続きコンバージェンスが進んでいる。

為替は、主要通貨間ではかなり安定しており、ERMの長期金利も、じりじりと収れん方向へ向かって下がってきている。短期金利についても収れんが進んでいる。収れんする水準については、一頃は4~4.5%が中心になるのではないと言われていたが、現在は3%台との見方になってきている。これは、ドイツの金利先高感が完全とは言えないにせよ消えつつあり、つれてドイツマルクが少し安くなっていることの1つの背景となっている。図表8の商品市況をみると、原油、金、穀物とも軟調となっている。これは、アジアの需要減少予測が全般的に影響している。特に金については、18年振りの安値となっているが、これはアジアの需要減退のほか、ドル高あるいは前々から言われている中央銀行による売却不安が響いている。ただ一方で、中国が買っているとの話もあって、金価格の下落についてはそろそろ歯止めがかかるのではないかという見方もある。原油については、下げる要因としては、アジアの需要減のほか、イラクの輸出再開がある。

続いて海外経済情勢について報告すると、まず米国経済は、資料には間に合わなかったが、12月の小売売上高が前月比+0.7%になっているほか、消費者コンフィデンスの指数も高い。このように、クリスマスセールがかなり良かったということから、個人消費関連は引続き強めという感じである。労働市場については、非農業部門雇用者数はかなりの増加を続けており、タイトな状況が続いている。一方、企業マインドを示すNAPM指数は、2か月連続で下がってきており、アジア情勢の影響がこの辺りに若干出ている感じがする。また、生産者物価は、一時プラスに転じたが、再び前年比でマイナスが2か月続いている。アメリカでは、従来から個人消費、雇用、設備関係がかなり強く、アップサイド・リスクがあったが、ここに来てアジアの影響からダウンサイド・リスクも出てきたということで、現状は概ねこの2つのリスクがバランスしている。ただ、仮にリスクが顕現化してくるとすれば、ダウンサイド・リスクの方が意外に早く出てくる可能性がある、といったようなことも言われている。金利については、これまでみられた利上げ期待は大きく後退、Federal Fund レートの future は期近物で5.5%を下回っている。図表10-1、10-2でヨーロッパについて

みると、ドイツ、フランスとも輸出主導で回復している。また、ドイツについては、国内投資財受注数量の前月比が2か月続けてプラスになっていることから窺われるように、設備投資に回復の兆しもある。ただ、ドイツとフランスを比べると、少しフランスの方が明るいという印象を受けている。もっとも、両国とも失業率が引続き非常に高く、特にドイツでは戦後最高の水準が続いているなど、fragilityが残っている。また、アメリカに次いで、欧州でも、ここへきてアジアの影響をかなり懸念する声が出てきている。この間、イギリスでは引続き強めの拡大が続いており、インフレーターゲットの基準になっている小売物価の動きをみると、依然目標の2.5%を若干上回っている。図表11で東アジアについてみると、1998年の成長予測でマイナスになっているのはタイだけであるが、他の国についてもダウンサイド・リスクがあるとみられる。為替切下げによる国際収支の改善は、目下のところ輸入減として出てくるにとどまり、輸出については日本向けが不振ということもあって、収支の改善に寄与する状況には至っていない。中国については、1997年の成長率が8.8%と9%を下回ったことが発表されたが、1998年については、9~10%の予測が出されている。これに対し、IMFは昨年9月に8.8%の予測を出していたが、最近これを7.5%に下げている。中国の小売物価指数をみると、3か月連続で前年比マイナスになっており、ややデフレ気味の状況になっている。中国当局は人民元を切り下げないと再三言明しており、昨日、米国のサマーズ財務副長官と朱鎔基副首相との間でもそれが確認されたと報じられている。人民元はドル・ペッグのためかなり高い水準を維持しているが、今のところ貿易収支の黒字が減少するという動きは出ていない。

松下議長

ただいまの報告に対して、質問等があればどうぞ。

それでは、続いて、米澤理事から最近の国内経済情勢に関する報告をお願いする。

### 3. 経済活動の現状評価に関する報告（参考資料—3、図表一覧）

#### 米澤理事

まず、公共投資については、図表 2 の公共工事請負金額をみると、97 年の春先には 96 年度補正予算の執行を映じ一時的に持ち直したが、5 月頃には頭打ちとなり、再び減少に向かっている。下のグラフは、工事の進捗にはほぼ連動する公共投資関連財の出荷であるが、96 年後半以降減少傾向を続けた後、97 年夏場には一時下げ止まりをみせたものの、その後は再び減少している。夏場の一時的な下げ止まりは、請負段階における春先の持ち直しがタイムラグを伴って出てきている訳であるが、工事の請負段階と財の出荷段階については、概ね 1 四半期程度のラグがあると思われる。なお、公共投資の先行きについては、97 年度の補正予算があるため一時的に下げ止まる場面もあろうが、98 年度当初予算の公共事業関係費が前年比 7.8% のマイナスになっていることもあり、基調的には引続き減少傾向をたどる見込みである。

次に輸出入動向については、図表 3 の実質輸出をみると、基調的には米国、EU を中心とした海外景気の堅調と 95 年後半からの為替円安の動きを背景に、増加基調が続いている。昨年 7～9 月には、ASEAN 向けの自動車関連および資本財・部品が減少した関係で、季調済前期比  $-0.4\%$  の微減となったが、10～12 月（10～11 月の四半期換算値）は同  $+4.0\%$  と再び大きく伸びている。先行きについても、米国、EU の経済が拡大基調を続ける見通しにあることに加え、為替環境についても、確かにアジア通貨との関係での円高がこのところ実効レートに多少影響を及ぼしてはいるが、アジア通貨の今の水準が一体いつまで続くのかといったこともあって、基本的には輸出にとって良好な環境が続くと思われるので、輸出全体としては増勢を維持すると見込まれる。ただ、その増加テンポは、アジア経済、とくに ASEAN、韓国の調整が続くことなどから、97 年度より鈍化するとみられ、もしアジア経済の混乱が長期化・深刻化することになれば、もっと大きな影響が出てくる可能性もある。ここで図表 6 の実質実効レートについて詳しくみると、97 年初に最近のボトムである 90 年初め頃の水準をつけ

た後、円高方向に振れ、足許（1月9日）はインドネシア通貨の急落から117.90（73年3月=100）の水準をつけているが、達観してみれば、概ね90年から91年とほぼ同じ非常に競争力の高いレベルにあり、為替面では輸出にとって良好な環境が続いている。次に図表7の98年度の世界経済をみると、米国についてはブルーチップ、EU、東アジアについてはコンセンサス・フォーキャストの見通しであるが、EUが成長テンポをやや高めるほか、米国も97年に一旦加速した後、98年はsustainableな成長を続ける見通しにある。一方、98年のアジア経済については、中国、香港などでは比較的高い成長を維持する見込みにあるが、ASEANや韓国では経済調整プログラムの実施で、かなり成長が鈍化する見通しである。この見通しも少し楽観的過ぎるかも知れないが、アジア経済の減速とわが国のアジア向け輸出との関係については、財の種類によって影響が異なることに留意しておく必要がある。図表8下段のASEAN4か国に対する財別輸出動向をみると、中間財に当たる鉄鋼、化学等の素材が、アジア域内における需給ギャップの拡大を背景とした市況軟化等から、また、自動車等の最終需要財が現地消費の落込みから、それぞれ減少しており、いずれもアジア経済が減速することによって日本からの輸出が減るという現象が現れている。一方、情報関連や資本財・部品のうちでも半導体、電子部品等の輸出は増加している。これは、アジアから欧米諸国向けの製品輸出が増加している、つまりグローバルな輸出拠点であるため、自国経済は減速しても外貨を稼ぐための生産は落とさず、むしろ優先的に外貨を調達し、それを配分して、部品を輸入し、製品を輸出するかたちで増勢を維持しているということであろう。同じく右側に韓国があるが、足許（10、11月）は自動車関連を除くすべての品目でプラスとなっており、これまでの流れとは違う動きとなっている。これは12月から外貨規制が厳しくなることを見越して、駆け込みが発生した影響と思われるので、12月の数字をみる必要がある。いずれにしても、アジア経済減速のわが国の輸出に及ぼす影響を考える場合には、アジア内需の減速の影響をそのまま受ける部分と、アジアを中継点として欧米に向かう部分とを分けて考える必要がある。た

だ、そうは言っても、今後、仮にアジア経済の混乱が深刻化した場合には、日・米を含めてマイナスの乗数効果が働き、これが回り回ってさらにまた日本に影響してくるということもあり、十分に注意する必要がある。特に韓国については、外貨繰りの逼迫はひとまず沈静化した感はあるが、今後再び同じようなことが起こると、経済を通じてということではなく、ストレートに韓国の輸入に響いてくる。例えば鉄鋼は競争力がついてきて、日本向けに輸出ドライブがかかってもよさそうなものであるが、実際は外貨がないためにスクラップが輸入できず、生産水準が落ち、とても輸出どころではないのが実情のようである。因みに、図表9のわが国の輸出に占める地域別ウェイトをみると、ASEAN 4カ国で12.3%、韓国で7.1%を占めるほか、わが国の貿易黒字に対する韓国のシェアは17.9%と高いだけに、こうした直接的な影響が出る時のリスクをよく考えておく必要がある。

一方、実質輸入をみると、4~6月は季調済前期比-2.2%、7~9月+3.1%、10~11月-4.7%と期毎に若干振れているが、これを均してみると、わが国の内需減速等の影響から、横這い圏内の動きが続いている。図表5の財別実質輸入をみると、消費財が減少気味であるほか、情報関連も頭打ちの傾向がみられる。先行きについてもわが国の内需低迷が続く下で、横這い圏内の推移にとどまると思われる。輸入面では、アジア域内での需給ギャップの拡大や対アジア通貨での円高進行から、アジアからの輸入品の流入圧力が高まってくるかどうかチェックポイントであるが、現時点では、内外価格の連動関係の強い素材や半導体においては、対日輸出ドライブが強まって量的に輸入が増えるというより、海外市況が下がってそれが国内市況に波及するという形で影響が出ている。また、一部の最終需要財や情報関連等の生産財については、既に生産の拠点が日本国内からアジアに移され、輸入品への切替えが大分進んでいるため、95年当時のように追加的に輸入圧力が強まっていく状況にはないと思われる。以上を踏まえて、純輸出の動きを図表3の実質貿易収支でみると、96年後半以降実質貿易収支が増えており、先行きも、これまでに比べれば増加ペースは鈍化するが、引続き増加傾向をたどる見通しである。名目経常収支は、97年前半から黒

字の拡大傾向が顕著となり、経常黒字の名目GDP比率も、97年1~3月1.5%、4~6月2.5%、7~9月2.3%と上昇したが、今後は実質貿易収支と同じく緩やかな拡大傾向をたどる見通しにある。

企業収益については、図表10の12月短観の数字をみると、主要企業・製造業では、9月調査での見通しに比べ下方修正されたが、引続き3.7%の増益予想となっている一方、非製造業や中小企業では減益の見通しとなっている。当面は消費が低迷基調から脱することは難しく、生産が7~9月以降3四半期連続で減少する可能性が高いことを踏まえると、97年度トータルでは、全規模・全産業のベースで減益となる可能性が高い。なお、短観の全規模・全産業ベースでの97年度経常利益は、+1.1%の予想となっているが、これは短観は大企業のウェイトが高いため、業種規模別のウェイトを法人企業統計年報ベースに組み替えると、-2.7%となる。こうした状況からみて、企業収益を起点に景気回復の裾野が広がっていく姿は、当面期待し難いと判断せざるを得ない。なぜそうなのかといった点はなかなか難しいが、これまでは、製造業・大企業が高収益を確保すれば、それが下請けあるいは資材等の購入を通じて、非製造業や中小企業に広がっていったが、現在は製造業・大企業自身が慎重で、収益を抱え込んでいるため、他になかなか波及しにくくなっていることではないかと思う。

こうした収益動向を前提に、設備投資の動きをみると、97年度入り後も底固く推移しているが、最近の先行指標の動向からみて、その増勢は鈍化していると判断せざるを得ない。先行指標からみたところの問題点は、足許の瞬間風速の鈍化と、短観も含めた各種アンケートの調査結果が引続きプラスであることを、どう整合的にみるかということである。この点については、若干技術的なことになるが、96年度の設備投資が後半にかなり伸びて、97年度へのゲタが非常に高くなっていることに原因がある。ゲタについては、速報段階でも2.1%あったが、これが確報では2.8%まで拡大しており、97年度前半も比較的良かったので、後半に多少だれたとしても、年度としてはかなりの伸びになるということである。ただ、この場合問題なのは、98年度への勢いが小さくなることで、アンケートの調査結果が同

じ数字であっても、それを98年度に向けての発射台としてどうみるかといったときに、若干気を付けなければならない。図表11で設備投資関連指標の個別項目についてみると、機械受注は、96年度後半に大きく伸びた後、その後は弱含みに推移している。建築着工床面積は、4～6月季調済前期比-0.5%の後、7～9月は+3.3%と2期ぶりにプラスとなったが、10～11月は-5.8%と鈍い動きになっている。機械受注は、97年度入り後低いレベルからスタートしているにもかかわらず、10～12月は業界見通しに達していないなど、先行指標の動きは弱さが目立つ。図表12は短観の設備投資計画に関する調査結果であるが、製造業は良い結果が出ている。特に主要企業の製造業は、前年比+9.9%と前年を大きく上回っている。その結果、非製造業が前年よりも伸び率を縮小させているにもかかわらず、主要企業全体では+4.1%と——電力等での不確定要因があるため、実績がここまで届くかどうかは不透明であるが——前年(+4.0%)並みの伸びが見込まれる。一方、中小企業では、製造業は、11月のラップタイムが+3.4%となっているうえに、昨年は11月時点の-2.4%の見込みに対し、実績が+2.2%で着地した点を勘案すると、比較的堅調との見方ができる。しかし、非製造業のラップタイムは、前年同期調査のプラス予想とは対比的に-11%となっているため、中小企業全体では、昨年は+0.4%と辛うじて水面に出ていたが、本年は-6.7%と水面下に大きく沈んでいる。

設備投資全体としては底固く推移しているが、問題は、その増勢が98年度に向けて維持されていくかどうかである。この点に関しては、「家計支出低迷に起因する企業収益の悪化や、企業が金融面の問題をある程度意識することが、その設備投資姿勢を慎重なものにしている。ただ、そうは言っても、一方で資本ストックの積み上がりがみられない状況下では、設備投資の調整が深いものになるとも考えにくい」というのが、現時点で最も蓋然性が高い見方と思われる。この考え方の背景を整理すると、まず収益との関係においては、図表13に売上高経常利益率の動きと設備投資の動きを示しているが、非常に相関関係が強いことが窺われる。それに、最近では、設備投資が概ねキャッシュフローの範囲内で行われることが多い



ことから、収益動向は設備投資を左右する重要な要素である。97年度の収益は、全規模・全産業ベースで若干の減益であり、先行き98年度についても、厳しい見通しとなっているため、企業収益面からは、設備投資の伸びを抑制する力が働くとみておく必要がある。製造業・大企業では、第1に、輸出が緩やかに増える見込みにあること、第2に、為替が企業が見込んでいよりも実勢で円安気味であること、第3に、減税効果などから内需も幾分改善すると期待できること、などから、抑制効果はやや緩和される一方、非製造業では、国内最終需要の伸悩みから相当厳しい状況が続こう。他方、ストック調整の観点からは、引続きさほどの設備過剰感は窺われない。図表14の生産設備D. I. をみると、足許は一時より少し上がっているが、主要企業・製造業で未だ「過剰」超10というレベルである。これをさかのぼってみると、バブルの時期は別として、レベル的には高いものではない。さらに、オフィスビルの空室率も若干改善してきているほか、全産業の資本ストック循環をみても、ここ数年の設備投資の伸び率は、2%程度の期待成長率と整合的なレベルになっており、資本ストックが過度に積上がりをみている姿は窺われない。この他にヒアリング等で得られている個別情報を述べると、情報化ニーズに対応した通信・情報関連の投資は、一頃に比べ力強さには欠けるものの、移動体通信では、シェア拡大のための拡張投資や新規格対応投資の前倒しを計画しているなど、コンスタントに設備投資が行われている。また、金融機関の機械化関連投資も、短観と同時に参考として行っているアンケート結果では、13.1%の高い伸びとなっている。金融情報関連以外でも、自動車業界では排ガス対策といった環境関連の投資を98年度に予定する動きが各社で見られている。従って、期待成長率が大きく下方屈折しない限り、資本ストックの過度な積上がりは生じないと思われる。

なお、今回は、株価下落などの金融市場の不安定化と設備投資との関連について分析を試みたが、これには2つのルートが考えられる。1つはこうした金融市場の不安定化から金融機関が貸出を一層慎重化する可能性があるというルートと、もう1つは企業からみて将来に対する不透明感が

高まっているために、いやがうえにも設備投資に慎重にならざるを得ないというルートである。

まず、第1のルートについては、設備投資資金を銀行借入に依存する度合いの強い中小企業の場合をみると、これまで設備投資が不冴えだったのは、主として景気回復の鈍さ、中小企業自身の業況悪化、さらには企業の債務負担のプレッシャーが高いことが要因で、「金融機関サイドの貸出態度の慎重化が設備投資を抑制したのではない」と考えられていた。しかし、昨年12月短観では、急速に「金融機関の貸出態度」判断D. I. が「厳しい」方向に振れ、ついに中小企業の判断としては、今回の金融緩和局面で初めて「厳しい」超となった。今後、株価の下落や早期是正措置などへの対応が本格化すると、これが設備投資の大きな制約要因になりかねないとの声が多く聞かれている。借入れサイドの中小企業の債務負担率や収益といったものが設備投資に影響するのは当たり前であるが、貸すサイドの金融機関の自己資本比率の増減が、中小企業の設備投資に影響を及ぼす経路も計量経済的にも検証できている（補足資料1）ので、これらについて注意深く見守っていききたい。なお、民間金融機関が貸出を抑制すると、中小企業では、公的機関に借入を求めて、そちらに「滲み出し」ていくということが当然想定されるが、そういった現象が現れているかどうかをみたのが図表15である。全国ベースでも、政府系金融機関の貸出残高前年比がプラスに浮上、またはマイナス幅を縮小しているほか、一部の地域では「滲み出し」の現象がはっきり出始めている。

次に日本経済の先行きや、金融システムの安定化に対する不透明感が増大している状況の下で、企業が投資を先送りしているのではないかという第2のルートについてみると、こういった不確実性が企業の投資行動に何がしかの影響を及ぼしていることは計量経済的にも検証できる（補足資料2）。ただ、この点については、決して計量経済モデルの検証結果を強調しようとしているのではなく、関連諸指標の動きとその時々世の中で起きている事項を重ね合わせて眺めてみて、直感的、常識的に判断することからスタートし、それを計量経済的にも検証できるかどうか試してみる、

といった位置付けで考えている。今回の検証結果については株価がストリートに響いたというよりは、株価が代表している、金融システムなり先行き経済についての不透明感、不安感といったものが、設備投資に影響しているとみるべきである。これは仮説の域を出ないが、こうしたルートも1つのダウンサイド・リスクとして認識していく必要がある。日本経済の先行きや金融システムの安定化に対する不透明感が、設備投資なり個人消費に大きく影響しているが、それが今日の日本経済の1つの問題点であるとするれば、まさにそれを取り除こうとする金融システム安定化のための諸施策が非常に重要だと思われる。

次に個人消費と住宅投資についてみると、まず、家計部門においては、全体として所得形成の力がかなり弱まってきている。有効求人倍率は徐々に低下し11月は0.69倍と久方振りに0.7倍を割り込んだ。また、新規求人数も、10～11月は前年比-3.9%と減少をみている。この間、完全失業率は高止まりし、所定外労働時間は足許マイナスで推移している。所定外労働時間については、10月に全体としてはマイナスに転じたが、この時点ではまだ製造業はプラスを維持していた。しかし、11月には、生産の停滞を受けて製造業も-0.8%と94年5月以来、42か月振りのマイナスとなった。また、1人当たり名目賃金（全産業）も、11月は前年比-1.0%と96年12月以来のマイナスを記録するなど、所得形成の力はかなり弱ってきている。先行きを展望すると、在庫調整局面入りに伴う生産の弱含みや、中小企業の収益環境の悪化、さらには、労働分配率の再上昇（97年第1四半期82.8%、第2四半期83.3%、第3四半期84.6%）といった点を考えると、今後賃金は伸び悩み、所得形成は鈍化するとみておくべきかと思う。当面の所得を考える場合には、冬のボーナスと春闘のベアが問題となるが、冬のボーナスに関する日経連の調査は、+3.70%で、前年冬の伸び率3.57%を僅かながら上回っている。ただ、日経連の調査対象先は大企業・製造業が中心で、統計に入っていない建設業や金融保険、中小企業といったところが相対的に業績が悪いただけに、全体では伸び率が鈍化するとみておくべきである。春闘のベアについては、連合が昨年の要求（4.2%）

を上回る 4.9%を提示しているが、前年は要求を大幅に下回る 2.8%で妥結していること、過去の傾向をみると、景況の悪い時ほど要求と妥結の乖離が大きいことを勘案すれば、要求の出揃っていない段階で全体を見通すことは困難ながらも、大きな伸びは考えにくい。ただ、今年の場合は特殊要因として消費者物価が消費税率引上げの分だけ上昇しているのも、これがどの程度ペアに織込まれるかが焦点となるが、ある程度は織込まれ、名目的な伸びを押し上げるのではないかと考えられる。

こうした所得環境を前提に個人消費の推移をみると、昨年夏以降、駆け込み需要の反動はある程度落ち着いているはずであるが、各種販売統計は回復力の乏しい展開が続いている。図表 18 で、各種販売統計をみると、新車登録台数は 12 月に数字が良くなっているが、これはどうも、一部のディーラーが年間目標達成のために自社登録でドレッシングしたためのようで、割り引いてみる必要がある。こうした反動もあり 1 月入り後は不調で、基本的には、消費税率引上げ前の駆け込みとその反動減が出尽くしているにもかかわらず、さらに下振れしている。百貨店も、歳末商戦について 12 月上旬はまずまずの滑り出しであったが、仕上がりでは 11 月程度のマイナスで着地したようである。こうした最近の消費の低迷は、もはや駆け込みの反動や消費税率の引上げ、特別減税廃止、さらには医療費負担増といった実質所得の減少要因だけでは説明できないのではないかと思う。これに加えて、金融システム不安、企業倒産、あるいは株価急落等に起因する先行き不透明感の増大が、消費者マインドを冷やしている可能性が高く、その結果、消費性向が低下しているものと思われる。

このような個人消費低迷の長期化が、企業収益の減少を通じて家計の所得にも跳ね返りつつあり、結果として生産・所得・支出といった前向きの循環が停滞してきている状況と思われる。さきほど設備投資で説明したのとモデルは違うが、将来に対する不確実性の増大が家計に予備的貯蓄の動機を芽生えさせ、結果として消費性向の低下をもたらすとの仮説——例えば昨年 11 月のように金融システム不安や企業倒産の懸念が台頭した時に一層加速されたといった仮説——を定量的に分析してみたものが補足

資料3である。90～93年の北欧においては、バブルがはじけて金融システムの不安が発生した時に、家計がどのような行動をとったかを調査したことがあるが、それによると、生活必需品やサービス支出はあまり落ちなかったが、自動車に代表される耐久消費財の購入が大幅なマイナスになっている。北欧とわが国では、家計の債務負担の大きさも違うし、失業率の高さも異なるので、そのまま当てはめる訳にはいかないが、基本的には、先行きに対する不安感が高まってくると、家計は大型の商品や住宅などの購入を控えるということが言えるのではないか。こうした点を考えると、当面、個人消費の目立った回復は期待し難いが、ただ一方で、2兆円の減税がある。2兆円のGDPに対する比率は0.4%と高い数字ではないが、所得環境の厳しさから家計の支出に弱さがみられているこの時期に実施されることは、ストレートに実質所得を支えるものだけに、家計支出に呼び水の効果を及ぼすことが期待できる。また、消費性向の低下が、先行き不安感の急激な高まりを反映した一時的なものだとすれば、その不安感の解消にも繋がり、現在の低迷振りからはある程度の持直しが期待できると思われる。ただ、これまで先送りされてきたものについて、いわゆる pent-up demand として取戻しが出てくるとまでは考えていない。

図表21の住宅投資をみると、長期間減少傾向が続く中、夏場から秋口にかけては駆け込みの反動が一巡して少し戻りかけてきたかと思われたが、11月は129万戸と、再び130万戸台を割り込んだ。また、93年度第3回住宅金融公庫申込みにおける個人住宅の受理戸数は、前年を2割方下回った。前回申込み時には金利低下を見越して次回に繰り越すとの動きがあり、これが第3回分に含まれていたにもかかわらず、かなり不調に終わったことは、住宅投資は相当弱いと考えざるを得ない。もちろん、世帯数の増加や潜在的な建替え需要等を想定すると、現状よりは持ち直すことが展望されるが、家計の予備的貯蓄動機が芽生えていることを考えると、当面は伸び悩むと思われる。

以上のような各種需要項目の動きを反映して鉱工業生産は、9年4～6月前期比0.0%の後、7～9月が-0.4%、10～12月も予測指数を用いて試

算すると-1.6%と減少しており、マイクロ・ヒアリングによれば1~3月についても減少が続く見込みである。業種別にみると、電気機械と乗用車が足を引っ張っているし、加えて、ASEAN、韓国の経済変調が素材市況の悪化を通じてセメント、鉄鋼といった先の減産を促している。図表 23 に在庫循環図があるが、最終需要財については、97年の第2四半期から45度線を突き抜けて、在庫積上がりないし調整局面に入り、11月はさらにひどくなっている。一方、生産財は、これまで割合に底固い動きを続けてきていたが、とうとう11月には45度線を突き抜けたため、鉱工業全体としても、在庫調整局面に入った。ところで、過去において在庫調整にどれ位の期間を要したかをみたのが図表 24 である。設備投資に調整圧力があると比較的長い期間を要し、それ以外の時は比較的短い。短い時でも、3~4四半期を要している。なお、この表からは、最終需要財が調整局面に入ると生産財も調整局面に入る関係が読みとれる。このように、在庫調整に入ると回復まで少なくとも3~4四半期かかるとの経験則があるが、特別減税などを契機に個人消費が持ち直し、在庫調整が進展していくとなれば、本年後半には生産が幾分上向く姿も展望できる。

最後に物価であるが、図表 25 の、国内卸売物価（夏季電力料金、消費税調整後）は建設財価格の低下等から5月以降軟化している。輸入物価は、契約通貨ベースでは国際商品市況が下落しているため低下しているが、円ベースでは、為替相場が対ドルで、円安方向に振れているため、足許若干上昇している。ただ、これにはまだ最近の大幅な原油安が影響していないため、時間が経てば、今後の為替レートの動向にもよるが、円ベースでもマイナスになる可能性がある。国内商品市況は、製材・木製品が住宅需要の低迷から弱含んでいるし、非鉄金属等も海外市況安から軟調とあって、全体としても下落を続けている。さらに、国内需給の引き緩みや、ASEAN、韓国要因から、セメント、鉄鋼等の国内市況が軟化している。ただ、こうした卸段階における財価格の弱さに対し、サービスや最終消費段階の財価格は引続き安定的な動きをみせている。図表 26 の企業向けサービス価格をみると、全体では前年比マイナス幅が着実に縮小している。内訳では、

リース・レンタルはコンピュータ価格の低下に伴いマイナスが続き、全体の足を引っ張っているが、一般サービスは需要堅調から横這いないし強保合いとなっているほか、不動産の下落幅も小幅に止まっている。

消費者物価をみると、図表27の全国(除く生鮮)は4~6月前年比+0.6%の後、7~9月、10~11月はいずれも+0.8%と上昇幅が幾分拡大している(厳密には、7~9月+0.760%、10~11月+0.848%)。+0.8%という数字は大きいように見えるが、9月の医療費アップ分0.4%を除けば0.4%程度であり、引続き安定していると言って良い。

こうした各種物価の動きを踏まえて、物価全体を総括すると、在庫調整や国内需要低迷の下で、図表28にあるように需給ギャップが拡大している。従って、当面は、国内卸売物価は緩やかな低下傾向をたどり、消費者物価の上昇率も次第に低下していく可能性が高く、潜在的なデフレ圧力が蓄積され始めている局面にあると理解できる。しかし、現在は、物価全般が直ちに下落に転じて、経済全般にデフレ圧力が顕在化してくるような状況とも考えにくい。その背景としては、第1に、消費者物価指数の中でウェイトの高いサービス価格は人件費であるが、本年の名目賃金は、目立った伸びは期待できないにしても、消費税率引上げの影響もあってある程度の伸びを維持するとみられるだけに、サービス価格が下落に転じる可能性は低いこと、第2に、最近では、95年にデフレ・スパイラル懸念が高まったが、当時と比べ現在は、為替相場が全体として円安水準にあるほか、輸入ペネトレーション比率も当時は海外直接投資の増加から大幅に上昇していたが、今回は一服している。その結果として内外価格差もかつてより縮小しており、最終財輸入品と競合する国内製品の価格が急激に低下する環境にはないこと、といった点が挙げられる。ただ、そうは言っても、経済の停滞状況が長期化すれば、デフレ圧力がさらに蓄積されていくことになるほか、アジア経済の混迷の深刻化や、それに伴うアジア製品との間での内外価格差の拡大による輸入圧力の増大、クレジット・クランチの深刻化、さらには株価の下落、企業倒産を契機とした企業・家計のコンフィデンスの一段の深刻化、といったショックが加わる可能性もなしとはしない

だけに、この点については警戒しておくべきであろう。

なお、地価については、商業地の地価では、下げ止まりをみせている土地と下落を続けている土地との二極化傾向が続いている。また、住宅地は、下げ幅が縮小しつつも、このところ再び軟化の兆しが窺われる。

以上、全体を総括すると、初めの「概況」部分になろうかと思う。

#### [概況部分（別添2）を読み上げ]

私からは以上である。

松下議長

ただいまの説明につき質問があればどうぞ。

武富委員

労働分配率と企業収益について質問したい。労働分配率の上昇について説明があったが、これについてはテクニカルな要因で上昇している部分もあるのではないかと。労働分配率の上昇が、企業収益が鈍化する中で人件費が硬直的であるからということであれば、素直に理解できるが、まだ企業収益の良かった97年の初めから上がっているとすると、この理由も当てはまらない。この数字は法人季報ベースなので、最低資本金の引上げによって、対象企業として収益の出ていない企業が多く含まれたために、見せかけ上、上がってきている側面はないのか。

2つ目は企業収益についてであるが、12月短観を法人企業統計ベースにすると、97年度の全規模・全産業の収益は-2.7%の減益とのことであるが、先行きの景況感とか在庫調整といったことを考える時には、先行きの収益増減の角度が重要であり、それが設備投資計画にも相当影響してくると思うので、もう少し肌理細かく企業収益をみる必要があると思う。97、98年度について半期ベースで、できれば98年度については四半期ベースで、調査統計局がどうみているかを教えてもらいたい。



#### 米澤理事

まず、収益についてであるが、短観の 97 年度は、上期が良くて下期が大幅に落ちる姿になっている。

#### 松島調査統計局長

98 年度については、先行きの需要動向やアジア要因を加味すると、企業収益についても、特に大きく改善していく要因は今のところ見当たらない。

#### 米澤理事

ただ、98 年度に入ってからペースを考えると、これは良いほうのシナリオかもしれないが、後半には、政策の効果などからいろいろなリスクがなくなり景気が持ち直すということになれば、それが収益にも現れてくるはずである。ただ、当局としても、具体的な数字を持っていないので、詳しい話は申し上げられない。

#### 松島調査統計局長

内部的に描いている姿としては、98 年度の上期は 97 年度下期の悪化を引きずるが、下期には、諸々の政策効果、あるいは消費税率引上げの影響の一巡といったことで、前向きの力が少しずつ働き始めてくる。しかし、年度間トータルでみると、それほど大きな数字にはならない形である。

#### 米澤理事

労働分配率については、確かに質問のような要因もあろうが、3 四半期連続で上昇しているため、特殊要因だけでも説明しにくい。

#### 武富委員

統計をみていたところ、中小企業の特別給与が大幅に増加しており、あるいはその影響によって労働分配率が上昇したのかとも考えたが、なぜこ

の局面で中小企業の特別給与が増えたのかも、経済全体の姿の中で理解し難い。いずれにせよ、労働分配率の問題は、先行きを考える時のポイントの一つになろう。

#### 中川委員

現状および当面の景況感については、藤島委員から意見があると思うが、政府の判断もそれほど違わないと思う。問題は先行きをどうみるかであるが、今も政府の諸施策の効果を定量的にみるのは難しいとの説明があったようになかなか困難で、先行きの状況をどう読むかによって、将来の見通しもすっかり変わってくると思う。

そこで2点質問したい。1つは、今回の政府の諸施策が全体経済に与える影響を、日銀としてはどのように評価しているのか伺いたい。もう1つは、さきほど、一旦在庫調整に入ると、過去の経験則では短くとも3~4四半期は続くとの説明があったが、今回は生産財の調整局面入りが遅かったという状況の下で、この在庫調整はどの程度続くともっているのか。仮に早くて来年度の上期位で終わるとすれば、来年度後半の見方がかなり変わってくると思うが。

次に意見を申し上げる。手許に配られた説明資料や金融経済月報をみると、「現状」、「先行き」、「当面」、「暫くの間」といった言葉を使って文章が書かれている。ある文章では、これらの言葉をうまく使い分けて、ある程度対象となる期間が分かるように書かれているが、文章によっては「先行き」という言葉で一括りにされている個所もみられる。今、武富委員が言われたように上期、下期と限定的に詳しく表現できれば申し分ないが、せめて、「当面はこうだけれども先行きはこうだ」といったように違いを出して書くのが良いと思われる。

#### 米澤理事

まず政府が打出した諸施策の効果について日本銀行としてどう評価しているのかという点については、これはまさにこの場で議論頂くべきテー

マかと思う。ただ、調査統計局としてどう考えているのかと言われれば、これまで詳しく説明したとおり、政府の諸施策を定量的に評価することは困難であるが、所得税減税については、2兆円の規模自体の評価はともかく、所得周りが一番弱い時にストレートにそれを支えるタイミングでなされているし、今回は定額配分で比較的消費性向の高い人に厚くまかれるので、内容的にもそれなりに工夫されていると思う。ただ、不確実性といったものがある中で、本当に消費に回るかどうかは消費者のビヘイビアの問題である。それから金融の方はさらにその効果の定量化が難しいが、足許の数字の悪化が雇用不安、金融不安に基づくものだけに、これを解消する施策の打出しは意味深い。金融経済月報に関する参考資料の図表 15 に消費者コンフィデンスとして日経消費予測指数があるが、これが足許大きく変化している。何が要因かと言うと、雇用環境、先行きの収入見通しである。この図をみれば、計量経済学を持ち出すまでもなく、先行きの雇用所得に対する不安といったものが相当消費者マインドを冷やしていることが分かる。こうした中で、政府の措置が実施されていく訳であるから、その効果は、まさに一番今危ないところに大きな手当てをしたということで評価している。

そういうことも織り込みながら在庫調整がどうなるかをみていくと、前期比では瞬間的にもう少し良くなる局面もあると思われるが、在庫循環図は前年比で描かれているため、少なくともこのグラフにおける在庫調整局面は、少なくとも3~4四半期続くとみておくべきと思う。

文章の書き方については、相当気を遣って肌理細かく書いたつもりであるが、のちほど議論頂くのでその時にお話したい。

#### 藤島委員

景気の先行き見通しについては、中川委員の印象と私もほぼ同じである。我々の見通しは1年を展望しているものなので、今後の議論の中で政府の施策の効果について評価されればと期待したいし、そういう視点での分析もお願いしたいと思う。それから、設備投資との関連で申し上げると、民

間金融機関が貸出を慎重化している中で、政府系金融機関の融資が増加しつつあるという、いわゆる滲み出し効果が設備投資の足を引っ張る要因を緩和しているとの評価があった。私どもは、そこまでのことを考えながら施策を打ち出す余裕はなく、とにかく民間金融機関の貸出抑制姿勢を少しでも緩和させるとの判断で、大量の資金を用意したところである。私どもも分析をしていきたいと思うが、日銀においても多方面にわたって注意深く検討していただければ有り難い。

#### 後藤委員

まず、ただいまの議論についてであるが、政府の金融システム安定化対策が成立して、何時運用の宜しきを得るかによって状況は変わってくるので、上期がどう下期がどうということは、なかなか言いにくいところがあると思う。

次に景況感については、大体今の説明で違和感はないが、何といたっても今回の景気停滞の一つの特徴は、過去の景気停滞や後退の場面において割合強かった個人消費が非常に弱いことである。特に、昨年11月頃から弱さが質的に変わってきているのではないかと思う。それまでは、百貨店、スーパー、乗用車といった「物」はおしなべて良くなかったが、消費水準や家計調査の方は僅かではあるがプラスの状態を維持していた。

「物」の販売は減るが、「サービス」への支出が堅調だったため、家計消費全体では、売上高統計のようなひどいことにはなっていなかったが、11月は「サービス」の消費である旅行も若干落ち込み始めている。この原因は何かというと、相次ぐ金融機関の破綻や株価下落の中で、将来に対する不安が強まり、家計が防衛的姿勢を強めたことであると思う。これをどの程度打破できるかが、これからの注目点である。そこは定量的にはつかみ難いが、全体的に言えば、今年前半に比べれば後半の方がフィスカル・ドラッグの影響なども薄れてくると思う。ただ一方で、下振れリスクとして考えておかななくてはいけないのは、アジアへの輸出動向で、11月は減少したとの統計が出ている。これからのアジアの通貨なり経済の動揺が、今

度のインドネシアとIMFの合意で小康状態に入れば良いが、これが続くとなると、下期にはむしろ下押し要因として働く可能性もある。そのところを、どこまで強く意識するかどうかは別として、現在、純輸出が経済の大きな下支えになっているだけに、そうした下振れ要因を頭にいれておく必要がある。

#### 福井副総裁

さきほど、資本ストックに過剰感がないという話があったが、設備投資を見通す場合にこれは重要な要素として指摘される。ところで、今アジアでは急激に経済レベルが落ち、アジア全体のオーバーキャパシティが表面化してきていると思う。この場合、日本企業のアジアにおける現地生産が、国内の生産と完全に差別化されていれば話は別だが、もしそうでない部分が相当程度あるとすれば、アジアにおける資本ストックの過剰感が今後実体的に国内の過剰感に響く恐れも可能性なしとしないが、その辺はどうか。

#### 米澤理事

北米、欧州におけるわが国企業の現地生産が、貿易摩擦対策としてその域内での販売を目指しているのに対して、アジアの方については、一部に現地販売を目的としたものもあるが、基本的には、グローバルな生産拠点として位置付けられているため、アジア、欧米を含めた世界の需要とそのレベルに対するストックとして考える必要があると思う。現在、アジア自体の需要が落ちているため、アジア自身の需要に対応している部分は直接的な影響を受けているが、グローバルな生産拠点としての位置付けにある部分は、あまり変わっていない。むしろ、外貨を稼ぐために、生産レベルを上げることもあり得る訳で、結局、世界経済全体の activity がどの位のレベルにあるかによって、過剰の度合いを考える必要があると思う。そこでみると、国際的に採られている各種の協調対策が徐々に効果を生んでいくなれば、そして比較的短期に recover できるならば、リスクはあるが、それは比較的小さいかも知れない。

松島調査統計局長

その点若干付言すると、大筋は今の説明の通りであるが、最近のアジアにおける生産力の増強の中には、情報関連以外の素材関係、すなわち鉄鋼、化学、繊維といった工場の立上げもかなりある。こういった素材関係の能力増強分が、今後、需要の減退に伴ってオーバーキャパシティとなり、これが市況低下というかたちで国内の生産に影響を及ぼすことが考えられる。また、資本ストックそのものというよりは、アジアの大幅な競争力の増強、あるいはこれに伴う輸出ドライブといったことが今後出てくるとすると、日本の成長もその分下押しされ、その結果として、資本ストックの過剰感が強まってくることも想定される。その辺りのことはよく留意しておく必要がある。

松下議長

他の質問については、総括的に議論をする際に伺うこととして、次に、川瀬企画局長から最近の金融情勢について報告して欲しい。

#### 4. 最近の金融情勢に関する報告（参考資料—4、参考計表）

川瀬企画局長

本日、席上配布資料として、1月12日に配布した1月9日現在の資料に加え、マネーサプライ（98年1～3月見通し）を追加的に配布している。それでは、最近の金融情勢について2つのポイントを中心に報告する。1つ目は、金融市場の状況から何が読み取れるかという点であるが、この点については、信用リスク・流動性リスクに対する市場の意識が強まっていることが読み取れるのではないか。その具体的な現れとして、短期資金市場でターム物金利が高止まっていること、社債・金融債等の利回りが上昇し、国債との金利格差が拡大していること、株価が低迷を続けていること、が挙げられる。2つ目は、民間の金融機関の貸出姿勢が一段と慎重化する方向にあり、その影響が、量的にも貸出金利面でも出始めている点である。

最初にまず、図表2で短期金融市場の動向をみると、オーバーナイト・

レートについては、振れはあるものの、概ね安定基調が維持されているが、ターム物金利が上昇し、高止まっている。これは、三洋証券以降の一連の金融機関破綻を契機に、信用リスクが強く意識されるようになったことが第1の要因と考えられる。第2に、それとも関連するが、年末・年度末にかけての流動性リスクに対する警戒感が強まったことを反映していると考えられる。この間、ジャパン・プレミアムも上昇しているが、これも基本的には国内と同様に海外でもリスク意識が高まったことを映じたものと考えられる。また、ジャパン・プレミアムの上昇が円のターム物金利の上昇圧力として働いた面もあるように思う。また、流動性リスクの観点から、限月毎のユーロ円金利先物利回りをみると、足許から2か月位先までのところが高くなっていることから、年度末の流動性リスクがとりわけ強く意識されているとみられる。以上のことから、年度末資金を中心に流動性に対する市場のコンフィデンスが回復されれば、ターム物金利がある程度低下することは一応期待できると思う。事実、今週初からユーロ円の1、2か月物が下がり始め、次いで3か月物も一昨日は1.0%まで低下してきており、いろいろな要因で多少リスク感が後退したのかと思う。しかし、そもそも流動性リスクへの意識はわが国金融機関全般の信用リスクに対する市場の意識と密接不可分であることから、金融システム不安が残る限り、ターム物金利の下げ余地は限られるのではないかと思われる。図表4で長期金利と株価をみると、長期国債利回りは10月下旬以降概ね1.6~1.7%と既往最低圏内での動きが続いている。株価は、12月の後半以降低迷の度合いを強めているが、このところ少し上がっているため、評価は難しい。長期国債利回りの動きから实体经济の先行きについての見方がどう変わってきているのか考えると、10月以降長期国債利回りが实体经济を先取りする形で早目に軟化しているように思う。図表6で長期国債利回りと株式益回りの関係をみると、長期国債利回りが横這いで推移する中で、株式益回りは株価下落に伴い上昇しているため、両者の差であるイールド・スプレッドは一段と低下している。イールド・スプレッドは、観念的には企業収益の期待成長率からリスク・プレミアムを引いたものであるが、長

期国債利回りがこの間あまり変化していないことを考え併せると、イールド・スプレッドの低下はリスク・プレミアムの上昇による面が大きいことになり、この点からもマーケットがリスクを非常に強く意識していることが推察できる。図表 7、8 で国債と民間債の利回り格差についてみると、国債利回りがあまり変化をしていない中で、社債、金融債といった民間債の利回りが上昇しており、国債利回りとの格差が拡大していることが読み取れる。以上の現象は、いずれも 11 月以降金融資本市場において信用リスク・流動性リスクが強く意識されていることを示している。こうした状況は、本行の潤沢な流動性供給によるオーバーナイト・レートの安定化や、自民党による金融システム安定化策の発表にもかかわらず、これまでのところさほど変化はしていないのではないかと思う。勿論ターム物金利が少し下がってきたことから、今後マーケットの心理が相当変わってくることも考えられないではないが、多少下がったとは言っても、今なお一頃に比べ高止まりが続いており、これまでのところこうしたリスク意識の高まりがさほど変化していないことになる。

2 つ目の量的金融指標、貸出、マネー・サプライの動きについては、これまでのところそれ程目立った変化はない。図表 9 の 5 業態の償却要因等調整後の民間銀行貸出は、本計表作成後新しい数字が判明、11 月実績が 1.0%、12 月の速報が 1.1% となり、僅かに上昇したものの、山一特融の要因で増えている部分を除けば実質的には横這いとなっている。やや細かくみると、10 月までは伸び率が低下傾向にあったのに対し、11、12 月と若干伸びが回復しているようにもみられるが、ヒヤリング等によると、企業が流動性確保を優先して、借入を急いだということによる面が大きいようであり、实体经济活動を反映して資金需要が増えたことではないようである。こうした状況は、図表 10 のマネー・サプライでも読みとれ、実績の出ている 11 月は 10 月に比べて若干伸びが回復しているが、これも分解すると、企業の前倒し借入が 11 月のマネーの伸び率上昇に寄与したものとみられ、实体经济活動の回復に基づくものではない。なお、図表 12 でマネー・サプライの動きをみると、M1 ないし現金通貨は伸び率が高くな



っている。これは、金融システム不安の強まりを受けて解約された金融商品の資金が、差当たり要求払い預金や現金として滞留したものと考えられる。また、12月以降も、現金残高が高止まっているほか、郵貯残高の伸びも高まってきており、預金者のリスク意識というか、家計の安全資産指向が強まっていることが分かる。図表13で实体经济とマネー・サプライの動きを並べると、マネー・サプライは、やや長い目でみると、前年比でも、3か月前比年率でも、3%内外で比較的安定した圏内にあり、この限りでは、实体经济に関して強いインプリケーションを持つものではないと言って良いかと思う。ただ、今後については、金融機関の貸出姿勢慎重化がこうした量的指標にどのような影響を与えるのかを注意してみていく必要がある。こうした状況の下で、マネー・サプライの98年1~3月見通しについては、M2+CD平残の前年比伸び率で3%台と予想している。マネー・サプライは、このところ3四半期連続して、見通しは3%前後としているのに対し、実績は4~6月、7~9月とも3.0%になっている。10~12月の実績については、若干増えて3%プラス $\alpha$ になると思う。1~3月の見通しについては、まず季調済の前期比年率を推定して、それを前年比に引き直して公表しているが、通貨保有主体のバランス・シートから季調済の前期比を推計すると、M2は3.9%から2.9%へかなり低下する。その主因は、民間金融機関からの借入について、上位業態を中心とする貸出債権圧縮からマイナス幅が大きく拡大するためである。ただ、前年比でみると、一昨年の10~12月から昨年1~3月にかけて減少しているため、伸び率が3.4%と若干高まる形になる。については、金融経済月報で対外公表する際には、1~3月は3%台の見通しとしたい。

3番目に金融機関の融資行動と企業金融について考える。図表14をみると、株安・円安・赤字決算の下で、金融機関、特にBIS基準適用の大手行の自己資本制約が一段と厳しくなっており、上位業態の97年度下期貸出は、大幅に絞り込まれる計画となっている。上位3業態の3月末BIS比率の見通しは、10月中旬時点の予想9.1%から12月中旬時点の予想8.62%に下方修正されている。これは、赤字要因、株価要因、円安要因が

それぞれ下振れに働き、合計するとB I S比率が0.82%低下する一方、リスク・アセットの追加圧縮で0.34%稼いで、8.62%に着地するという予想である。リスク・アセットの圧縮については、幾つかの手段があるが、そのうち国内貸出は、3業態計の各種要因調整後の伸び率で-0.6%から-2.4%へ、10月中旬時点の計画に比べ圧縮幅を拡大するとの計画である。12月中旬予想時点に比べ、その後株安、円安に動いているので、さらに追加的な圧縮が必要になるかも知れない。もちろん、貸出抑制は、単にB I S比率による自己資本制約だけではなく、資金吸収力の低下や自己査定開始に伴う信用リスク面からの選別強化による面も小さくない。地銀等は、これまで資産流動化の受け皿機能を果たしてきたが、ここにきて積み上げ姿勢を慎重化している。こうしたことが、企業からみた銀行の貸出態度判断に現れている。また、この影響が政府系金融機関の中小企業向け貸出の動きに少しずつ出ており、足許までの貸出残高の伸びをみると、前年比マイナス幅が縮小傾向にある。また、12月頃から融資相談額が急増している。さらに、量的な側面でいえば、資本市場からの調達が増えており、図表17をみると、CPは11月は月末にかけて多少市場が混乱して発行が減ったが、本表作成後判明した12月は、発行額が6.8兆円に増加、純増額も11月の0.5兆円から1兆円に増加している。社債も、SBの発行がグロスで約1兆円と過去最高となっている。ただ、償還が多いことに加え、エクイティものの発行がほとんどゼロになっていることから、ネットではほとんど増えていない。1~3月についても発行規模は増加していくとみられ、先行き相当高水準が続くということではないかと思われる。

それでは、金融機関による貸出圧縮の影響がどの程度出るかという点と、資本市場、政府系金融機関、上位3業態以外の民間金融機関がどの程度「積み出し」需資の受け皿になるのか、外銀、機関投資家等がどの程度流動化債権を購入するのかによって変わってくる。また、公的資金による資本注入がどうなるのか、CPのリスク・アセット算定上の取扱いの変更がどの程度影響するのか、銀行が実際にどの位の水準のB I S比率で着地させようとするのか、等の要素によっても変わってくるので、この点について

は今後の動向をみてみないと分からない。ただ、全般的には企業金融面での厳しさが一段と増してくると思われるので、その影響については注意してみていく必要がある。なお、量的な面とコストの面は連動しているので、量的な面の厳しさが増してくる中で資金調達コストがこのところ上昇し始めている。図表 19 で短期の貸出金利をみると、ユーロ円インパ貸出金利が 11 月の 1.30% から、本表作成後判明した 12 月分では 1.66% まで上昇している。貸出金利上昇の要因を分析するためベースとなる市場金利とスプレッドに分けると、インパ・スプレッドは、11 月に比べ 12 月はほとんど上がっておらず、大宗はベースになるユーロ円レートの上昇によるものである。ただ、今後金融機関の貸出姿勢が一層慎重化すると、スプレッド自体も上昇してくる可能性があると思われる。一方、仮に市場金利が少し下がってくると、貸出金利がどうなるか分からないという面もある。図表 21 で最近の CP 発行レートをみると、短期市場金利の上昇につれて上がっている。長期金利についても、金融債のクーポン引上げに伴い長プラが 1 月から 0.3% 上がったほか、SB の発行クーポンもスワップ・レート対比のスプレッドが拡大をしている。

以上のように金融市場においては、量の面、コストの面でも厳しさを増していることになるが、それが今後年度末に向けてどのように変化し、どのような影響をもたらすのか、注意深くみていく必要がある。最後の図表 22 の実質実効為替レートについては、金融環境の評価という観点から眺めると、短期的には振れがあり、対アジア通貨について円高化になっている一方、対ドルで円安になっているが、やや長い目でみると為替レートだけ取り出せば、トータルとしては引き続き純輸出に対してプラスに働きやすい水準であると評価できる。私からの報告は以上である。

松下議長

ご質問があれば、どうぞ。

## 中川委員

ただいまの報告の中で最も重要なことは、銀行のうち上位業態の97年度下期貸出が、上期末に比べ大きく減る計画をたてていることである。確かに、公的金融機関借入あるいはCP、社債の発行が増えており、全体としてみればマネーサプライも伸びているが、これは大変深刻な事態であるという認識を持たなければいけないだろう。さきほど藤島委員も若干そのことを指摘されたが、もし金融機関貸出がこの計画どおり減少することになると、マクロ・ベースでは「滲み出し」的なことがあるのかも知れないが、ミクロ・ベースでは、大変深刻な事態に陥る企業が出てくることは言うまでもない。以前、大手銀行の頭取が「貸したくても貸せない」と言っていたという話を聞いたことがあるが、この貸出計画をみて、やはり深刻な事態であると改めて思った。従来は、どちらかと言うと、政府も、日本銀行も、企業サイドに資金ニーズが余りないことを説明してきたが、おそらく11月以降状況がすっかり変わったような気がする。そういう状況の中で、政府の方も、「この際出来るものは何でもやれ」という総理大臣、大蔵大臣の指示を受けて、いろいろな事をやっている訳だが、そういう時に、日本銀行が金融経済月報の中で様子を注意深く見守る必要があるという表現があるにせよ、「滲み出し」により調整が行われるようなトーンの記述をしてそれを世間に出すと、マクロはそうかもしれないが、「事態は大変だ」という世間の印象と少しずれが生じないかと心配している。その辺り、どのように考えているのか。また、企業倒産についての表現も、伸び率がそれ程変化していないことを捉えて、これまでのところ、増加テンポに目立った変化は現れていないとしている。しかし、10月は伸び率が非常に高く、11月も伸び率はそれ程でもないにせよ水準としては非常に高い。そういう状況の下で、企業倒産増加テンポに目立った変化はないということ、公表資料の中で書くと、少し印象が違ってくのではないか。深刻に書く必要はないが、水準としては高いが伸び率は小さいといった形で表現が若干工夫できないのかなという印象を受けた。特に、今の銀行の貸出行動あるいはコスト面の問題に関することだが、マクロとミクロの関係に

ついてどのように考えているのか伺いたい。

#### 川瀬企画局長

上位3業態だけをとると、確かに貸出圧縮は非常に大きな規模になっており、実績が計画を上回るかもしれない。資本の注入があれば、その圧縮の程度が軽減され、その影響も弱まってくるのかも知れないが、それでも大きな問題である。そこだけを見て、全体が収縮すると大変な事態になるが、実際にはそこだけ動いて他が動かないことはなく、いろいろなところで少しずつ調整する動きが出てくると思う。仮に銀行貸出が小さくなっていく一方、借入需要が増えてくると、全体としては大変なギャップを生じることになるが、それが実際にどういう形で出てくるのかで影響は違ってくる。例えば、銀行の方が大企業向け融資をある程度絞っていくのか、それとも中小企業向け融資を絞っていくのかによっても、影響が違ってくると思う。また、資金需要の中には中小企業を含めて、予備的な動機というか、この際少し手許を厚くしておきたいという要素もある。仮に、年度末を控えて手許を厚くしておきたいという部分が充足されない場合には、単に積み上げたいと思った水準まで積み上げられないというだけのことも知れない。その場合でも、少し金利は上がると思うが、年度末を過ぎれば落ち着いてくるのかも知れない。一方、仮に実体経済に根ざした資金需要がどんどん増えてきているのに、それが充足されない場合には、当然実体経済に影響を与えることになる。他方、予備的動機に基づくものでも、力関係で銀行が大企業向けに貸さざるを得ないことになると、中小企業向け貸出の状況が少し違ってくるかも知れない。確かに銀行貸出が減ることは非常に深刻な問題であるが、経済の中にはいろいろと調整する動きが出てくる可能性があるので、それが単純に実体的な非常に大きな影響を及ぼすとは限らない。そういう意味で、実際問題として、金融面の動きは、年度末にかけての各種対策の効果等を含めて、影響が非常に見通し難いと思う。

#### 中川委員

地銀、地銀2も資産積み上げ姿勢を慎重化させている模様であるとのことだが、これまで地銀等は自己資本比率面でも、相対的には余裕があり、むしろ都長銀、信託からのシフトによる貸出を積極的に行っていたと理解していた。仮に、地銀等にも慎重化の動きが出てくると、大企業だけでなく中小企業の方も深刻な影響が及ぶように思うが、その辺りはどうか。

#### 川瀬企画局長

10月頃に比べれば、変化の方向としては、地銀等も慎重化してきているが、絶対値としてみると、都長銀の方は貸出を圧縮するのに対し、地銀等の方は、勿論個別の差はあるが、もう少し積み上げる余裕がある構図は変わっていない。

#### 後藤委員

個別行で随分違うのではないか。非常に余裕のある先と、ある程度リスク・アセットを抑えていこうとする先との間で、かなりバラつきがあるような気がするが。

#### 川瀬企画局長

地銀、地銀2のうち国内基準適用の先は、自己資本比率だけをとれば、割合まだ余裕がある。しかし、一方で預金吸収があまり冴えないといった要因が少し響いてきているのも事実である。

#### 松下議長

それでは、若干の休憩時間を取りたいと思う。15分休憩することにして、12時10分から再開する。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する検討および当面の金融政策運営方針の決定

松下議長

後半のセッションを始める。まず、山口理事から、当面の金融政策運営上の検討ポイントを説明して欲しい。

#### 1. 当面の金融政策運営上の検討ポイント（参考資料—5）

山口理事

検討ポイントとして、5項目書いたが、当然この他にもあろうかと思う。第1は、景気は停滞色の強い状況にあるが、現段階では、これが景気の累積的な悪化に繋がるリスクは大きくないというのが、調査統計局サイドからの情勢判断であったが、そのような判断で良いかどうかという点だと思う。このように判断する場合、景気の下支え役としてどういうものに期待することができるかという問題があろうかと思う。さきほどの報告を踏まえると、そういう下支え役としてはいくつかのことが考えられる。例えば、消費税率引上げ等の消費に対する影響が98年度には減退していくとみられるほか、政府サイドでの特別減税を始めとする一連の措置の効果が出てくることも期待される。それから、現在の為替相場等を前提にすると、全体としては輸出にとって好環境が続いていることになるほか資本ストックについて特に強い過剰感がみられない状況なので、大規模な投資調整が起こるリスクは比較的小さいのではないかと考えられるが、そういったことを踏まえて総合的に現状および当面の展望をどうみるかという点である。第2に、そうは言っても当面主として下振れの方角でいくつかのリスク・ファクターが想定されるが、その中でどのようなことに留意が必要かという論点があると思う。これもさきほど来既に出ていることが多いと思うが、アジア経済からのマイナスの影響のほか金融機関の貸出姿勢の慎重化が实体经济に果してどの程度の制約要因になっていくであろうか。特に、11月以降家計、企業マインドにおいて先行き不安感が強まっていると考えられるが、この結果、民間のコンフィデンスの一層の弱まり、景気の後退傾向がこれから強まっていくのかどうか、といったことがリスク・ファク

ターとして考えられる。第3には、金融機関の貸出姿勢慎重化の動きが年度末にかけて強まっていく可能性があるが、実体経済に及ぼす影響およびその対応策についてどう考えるべきかということがあると思う。対応策といっても、結局のところ、金融システム問題についての基本的な解決策を出していくことを通じて経済主体のコンフィデンスを強化していくことしかないと思われるし、既にそういう方向で政府与党の方から具体的なプランが提出されているので、それについての市場の評価を見守っていくべき段階かと思われるが、それで良いかどうかということである。第4は、円安の進行をどう評価するかという問題である。直近の動きを踏まえると、この点についての切迫感はやや後退している感じもするが、基本的に円安に歯止めがかかった訳ではないので、依然として1つのポイントであろうかと思う。円安の進行については、2つの相異なる評価があり得ようかと思う。1つは、現状から考えて、追加的な景気刺激策の余地が乏しい状況にあるので、円安による経常黒字の増加が景気を下支えることについては、やむを得ない過渡的な現象と考える立場があると思う。また、逆に経常黒字が既にある程度高い水準、GDP対比で2%半ば位の規模になっているので、さらに輸出が増加するシナリオというのは基本的に持続可能ではないと考え、むしろこれ以上の円安は極力抑えるという立場があると思うが、この立場に立つ場合に一体どのような対応策が有効かという問題が出てくる。最後に物価面のリスクであるが、どちらかと言えば下落リスクの方が勝っているが、調査統計局サイドの報告にあったように、95年当時とは違って、現在の為替相場の下では輸入ペネトレーションがどんどん強まっていく状況ではないので、国内最終財価格に全般的に下落圧力がかかっていくとは考えられないという評価で当面良いかどうか。あるいは、もう少し下落圧力の方にウエイトをおいた評価をする方が適切かも知れない。その場合、景気展開次第ではデフレ圧力が増大することに留意していくことになろうかと思う。

これまでの全体の説明を踏まえると、当面の金融政策運営方針については3つの考え方があろうかと思われる。A案は、金利引上げ方向の案であ



り、仮にこの案を選択するとすれば、その考え方は次のようなものになると思われる。これまでの金利の低下は、経済活動の下支えを通じて、家計所得にも好影響を与えてきたと日本銀行はこれまで考えてきたが、「低金利は家計所得に対してやはりマイナス」であるとの見方がかなり浸透していること、最近の景気停滞色の強まりの主因が個人消費の減退であること等に鑑み、家計の金利収入の増加を通じ、消費マインドに好影響を与えることを期待する。同時に副次的な効果として、行き過ぎた円安を防ぎ、将来の急激な円高が発生するリスクを軽減する効果も期待する。ただ、A案を採用する場合には、金利引上げが経済活動全般に関してマイナスの影響を与えるのではないか、あるいはマーケットや金融システムの不安定化を却って助長してしまうのではないかという問題点があると思う。また、為替を意識する金融政策運営についてどう考えるかという新しい問題もあると思う。次のB案は、現在の金融政策スタンスを維持するという案であり、B案を選択する際の経済・物価情勢についての判断としては、次のような考え方になるかと思う。つまり、景気は停滞色の強い状況にあるが、現状では、これが深刻な下方スパイラルに至る惧れが大きいとはみられない。この間、物価面でも、先行きの下振れリスクはあるものの、当面は安定基調が続く公算が大きい。そういう景気・物価情勢を踏まえると、当面は、これまでのスタンスを維持しつつ、内外におけるいくつかのリスク・ファクターや政府・自民党が打ち出した政策の実施状況や効果、それに対する市場の反応等を見極めることが適当である。また、金融市場がタイト化しがちな状況について金融政策の観点からどう考えるかという問題もあろうかと思うが、それについては、当面は現在の金融政策スタンスの下で、潤沢な資金供給によりオーバーナイト・レートの安定と資金繰り不安感の払拭に努め、その効果がターム物に及んでいくことをさらに促していくことを適当と考えるポジションにあると思う。B案を選択する場合に、金利を下げた場合の利害得失を比較考量をした結果、B案に落ち着かせるべきであるという、もう一つ別の判断の経路もあろうかと思うが、この点については次のC案と共に申し上げたい。C案は、市場金利の低下を促す

という案であり、C案を採用する場合の考え方としては、次のとおりとなる。すなわち、景気は停滞色の強い状況にある。また、これまでの景気減速によって、わが国経済の追加的なショックに対する耐久力は低下してきているとみられ、アジア経済の調整、金融機関の融資姿勢慎重化、あるいは企業や家計のコンフィデンスの一段の低下など、景気の下押しリスクの帰趨について、十分な注意を払っていく必要がある。また、物価面では、国内の需給ギャップが拡大する方向にあることや、アジアにおける需給の引緩みを踏まえると、今後の動向について十分留意すべき局面にある。こうした景気・物価情勢というのは、一言で言えば、下振れリスクにウエイトを置いた情勢判断ということになると思うが、そういう判断を踏まえ、一段の金融緩和により、景気回復力を補強することが適切と考えられる。また、そうすることにより、高止まりが続いているターム物金利の低下などを通じて、金融市場の安定回復にも資することが期待される。C案を採用する場合の留意点を若干考えてみると、下振れリスクを大いに強調した経済情勢判断を下す場合、これに対して金融政策上の措置をストレートに結びつけるのがいいのか。それとも、ここまで金利水準が下がってきている状況を考えると、財政政策も含めたマクロの経済政策全体の中で金融政策をどのように位置付けるのかという論点が1つあり得るかと思う。また、コスト・ベネフィットの観点から考えると、ベネフィットの方では一段の金利低下を促した場合にその効果をどの程度とみるのかという問題があると思う。コストの方についても、所得分配の観点からの批判がかねてからあり、為替についても、直近のところでも多少の雰囲気の変化はあるが、円安傾向を加速する可能性がなくはないので、C案については、これらのコストというべき側面を考慮することが必要かと思う。

## 2. 金融経済情勢に関する検討

松下議長

それでは、ただいま説明のあった金融政策の方針についての3つの考え方の論点を念頭に置いて頂きながら、前半の執行部からの報告も踏まえて、

金融経済情勢について検討をお願いしたい。その議論が終わったところで、当面の金融政策運営スタンスの検討を行いたいと思う。それでは、金融経済情勢判断についてのご意見を頂戴したい。

#### 濃野委員

それでは、議論の便宜上山口理事から説明のあった検討ポイントに沿って、私の意見を申し上げる。最初に (1)、(2)、(3) に絡むことで、景気の現状について、停滞色がかなり強いという判断、さらにその中に含まれたダウンサイド・リスクを意識しながら推移を見守るという判断は、基本的には全く同感である。もっとも、直ちに深刻な下方スパイラルに陥り、景気の累積的な悪化に繋がるとの感じは持っていない。消費は沈滞しており、急速な回復も無理だと思うが、今のレベルからさらに落ち込むとも考えていない。設備投資も大幅な下方修正があるとは考えられないので、深刻な下方スパイラルはないと思う。輸出については、アジア情勢の与える影響が業種によりいろいろ出てくると思うが、アジア情勢が深刻化していくことになると、個々の業種にとどまらず、日本経済全体に与える影響が問題になってくると思う。ただ、その問題はもう少し長い目でみていいと思う。それから3番目の貸出姿勢の慎重化は当然進んでいくと思うし、ある意味でそれは当然のことである。返せない金を借りてこれまでの事業を継続することがいいのかどうか。この際、それに「ふるい」をかけることが日本経済全体の構造調整を進めるうえで必要ではなからうか。その結果、仮に日本経済全体にとって大きな影響を与えるような問題が起こったとすれば、それは個別の問題として処理をしていくべきだと思う。先行きを考えると、この1~3月が将来の日本の経済の動きを判断するうえで重要な時期になるのではないかと思う。1つは今景気が悪いのは、産業界あるいは消費部門の景気先行きに対するコンフィデンスの問題があるからである。1~3月については、金融システム問題が国会で審議されることになるが、これを報道するメディアの報道振りが悪い面を強調していくと、せっかく追加策が出されても、コンフィデンスを改善させることに繋がら

ず、却ってマイナスの面すら出てくる。そういう意味で、この1～3月は政治的な面も含めて非常に重要な時期であると思う。それから、金融機関の貸出姿勢の問題も3月の決算期を控えていろいろな問題が出てくることが予想され、出方如何ではコンフィデンスに悪影響を与えることになるので、1～3月は慎重にみていく必要があると考えている。2番目の円安の問題は、今の130円絡みの為替の水準というのは日本にとって実力相応の水準だと思う。今の円安がある程度輸出を通じて一部企業あるいは一部産業の収益の改善にプラスになっていることも事実なので、今の水準から非常に大きく変動することがない限り、問題視する必要はない。ただ、円安が望ましいという感じが世の中にあるが、大幅に円安に振れると、物価問題のほかにも、産業活動あるいは社会活動に悪い影響が出てくることにも留意しておく必要があると思う。物価面については、結論的には、上昇、下落いずれの危険も余りないと思う。幸い国際商品市況は安定しているので、やや円が一時に比べて安いといっても、大幅に国内の価格が上がるという問題に繋がってこない。一方、下落のリスクについても、破局的な下方スパイラルがあれば別だが、現状は弱含みに推移しており、目下のところ大きな問題になる可能性は非常に少ないと思う。

#### 後藤委員

金融機関の貸出姿勢慎重化の動きにも関連するが、11月以降金融機関、企業、消費者とも先行きに対する不安から疑心暗鬼になっており、その累積効果が相乗的に膨れ上がってきていると思う。ただ、ここへきて、ようやくポリシー・ミックスでバランスのとれた状態になろうとしているので、中身について多少議論があるかもしれないが、少しでも早く実施に移して不安と疑心暗鬼の解消に役立てていくことが、何よりも必要だと思う。遅れることによって生まれる時間的なコストはかなり大きいと思う。遅れる程相乗的に不安と疑心暗鬼が広がることに加えて、時期的にこの四半期は3月決算を控えていることを考えると、なおさらそのようなことが要請されるのではないかと思う。内容的にみると、第1のポイントである景気の

累積的な悪化に繋がるリスクについては、昨年と比べればフィスカル・ド  
ラッグによるマイナスの影響は少なくなり、消費税率引上げ等の個人消費  
への影響も後退していく。今後、金融システム対策、所得税減税等いろ  
ろな対策が打たれることもある。年央以降がやや要注意と思うが、当面は  
輸出の支えもあり、設備投資、家計消費をみてもマイナスのスパイラルが  
非常に強まっている訳ではない。そうすると、「浅く長い不況感」という  
ものをどう打破していくかを考えなければならない。当面の下振れ方向の  
リスク・ファクターについては、アジアの経済動揺の影響のほか、貸出慎  
重化の影響とそれに伴う倒産問題等がいずれ何等かの形で出てくるかも  
知れない。在庫調整については、例外的にいくつかの業種で調整が残るに  
しても、上半期中には全体としてはほぼ終わる状況に持っていくことが、  
財政・金融政策のほか、産業政策を含めて考えていくべき問題ではないか  
と思う。貸出慎重化に伴う問題については、結論としては、金融システム  
対策の効果ができるだけ大きく早く出てくることを期待することに尽き  
るが、日本経済の大きな転換期にあるので、金融機関、企業の中でも一定  
の淘汰は避けて通れないだろう。ただ、それを金融システムの大きな動揺  
なしにやる必要がある。また、幅の広い研究開発とか、規制緩和等  
産業政策に繋がるような問題ではあるが、新しい産業構造の中で、将来に  
向けてより力強い金融システムを作っていく、そのための端緒をつかんで  
いくことが大事だと思う。円安は、産業構造改革に緩みをもたらすことや、  
海外資産が膨れ上がり、貸出慎重化にも繋がるという要素もあるが、実効  
レートでみると円はむしろ12月以降上昇気味なので、これからさらに大  
きく対ドルでの円安が進むことがなければ、当面は経済運営を考えるうえ  
で景気下支えの役割を果すものとしてやむを得ないと思う。今のところ、  
日本が景気停滞でアメリカが好況という状態にあるが、この状態が変わっ  
てきて、しかもアメリカの方でも政治情勢が動いた時には、経常黒字がG  
DP比率からみて危険水域にきていることでもあり、問題が生じてくる惧  
れがある。ただ、当面はそれ程大きなリスクがなく、今の状況であれば国  
際的にも許容してもらえるのではないかと。先行き物価面でのリスクについ

ては、どちらかというといふ国際市況が下がっているのだから、これからはアジア通貨の動き等も含めて、デフレ圧力が生じないか気を付けてみていく必要があると思う。

#### 武富委員

今の局面での着眼点は3つあると思う。1つは足許の景気調整が従来我々が経験してきたものと少し性格が違ふことである。一言で言うと、実物経済と金融の連動現象が表に出てきている状態に、どううまく政策的な手当をしていくかが極めて重要な局面にあるということである。2つ目は、流動性リスク、信用リスクを強く意識せざるを得ないために、金利体系が少し歪んでいるが、この歪みが今後どうなるか、どう是正していくべきかである。景気と金融あるいは景気と金利の関係で言うと、今はむしろ金利水準ではなく、金利の構造上の歪みを正常化することが先決だという認識が必要だ。3番目は、そうは言っても、金利水準も重要だという議論に対しては、今の実質金利をどう理解するかである。現在、消費者物価と卸売物価の間に少し乖離感が出てきており、資金運用者と資金調達者の間で、実質金利に対するイメージが違ふ。つまり、個人を中心とする資金運用者はCPIを、他方資金調達の主体である企業はWPIをそれぞれ念頭に置いて、経済構造あるいは経済状況に関する perception を得るということで、大変難しい問題をはらんでいると思う。第1の着眼点について敷衍すると、実物経済に内在する循環調整メカニズムは我々もイメージし易く、今回もそのような側面があつて、発端としては消費が昨年4月以降落ち込み、その後長期化している。それによって昨年の夏場から生産・在庫調整が誘発され、その生産・在庫調整も、当初は最終消費財あるいはそれ以前から低迷していた公共投資関連の建設財にとどまっていたが、昨年の秋からは生産財にまで波及してきている。普通、波及が始まればある程度の調整期間はかかるとみておいた方がいいと思うが、その長さや深さをなるべく緩和するためには結局発端となった消費をどうみるか、あるいは消費を回復させるためにはどういう手を打つべきかがポイントになると思う。

消費が落ちた背景には2つあって、1つは今の局面では所得分配上家計部門がやや割り負けていることがあり、もう1つは金融と実物経済の連動として、金融問題から来る将来に対する不安心理に伴う消費の低迷がある。所得分配については、低金利が長期定着したことで資金余剰部門から資金不足部門へ所得移転が続いているイメージが根底にあって、加えて昨年4月以降は個人部門から政府部門に所得が移転するような、消費税率引上げ、特別減税廃止、医療費の負担引上げという措置がさみだれ的に起きている。金融問題については、最初はイメージで始まったものが、昨年11月以降は具体的な形で表面化してきている。加えて、信用収縮の過程で、金融機関の破綻だけでなく、借入サイドの破綻が不安心理を増幅し、それを通じて金融と実物経済の連動現象が起こっていると思う。そのように理解すれば、今採ろうとしている政策の方向性は良いと思う。1つは所得税減税で、所得分配面での行き過ぎをある程度中立化する。また、不安心理については、30兆円の公的資金により金融システム問題を解決する、あるいは金融機関の自己資本増強により信用収縮の度合を小さくするということで、方向性は良いと思う。その規模が十分かどうかはこれから具体化していくプロセスをよくみてからでないと、今ここでア・プリアリになかなか評価しにくいと思う。金融と実物経済が連動する中で、金融についても一つ念頭に置くべきことは、4月からの外為法改正により、果たして資金流出が起こるのか起こらないのかという問題がある。仮に起こると、昨年11月以来経験してきている、金融発の問題が実物経済に響くという事態が、より深刻な形で、さらに続くということにもなりかねない。金融に関しては、システム問題と信用収縮、また、将来的には外為法改正の影響の3つがあることを念頭に置いて、もし事態が悪い方向にいった時には、すばやく政策的に手当していくということが必要だと思う。

松下議長

私も簡単に意見を述べる。最近の経済の動きは、循環のメカニズムだけでは説明しにくい他の要素が動いていることは皆さんご指摘の通りで、

その要素は煎じ詰めれば根底にある金融のシステム不安が何年経っても解決しない、そして11月からそれが急激に悪化したことがある。もう1つの要素はアジアの金融不安であり、メキシコの際は半年位で先がみえて解決したのに、こちらの方はどんどん拡散してなかなか解決しない。ただ、金融システムの方は、ようやくここに来て政府自民党においても、公的資金を活用して、早期に金融システムの抜本的な安定を回復させることが必要だという認識になってきた。そして、今のところは世間一般もそこまでは受け入れるように見える。これから先、国会審議が始まれば、経営責任等多数の問題が出てくると思うが、そういう方向で進んでいることは事実である。それから、アジアの方は、IMF等の国際機関が中心となって、問題解決に努力している。これだけの規模の支援策が迅速に認められたことはアジア各国の信用回復には役に立っていくと思うが、各国の事情がそれぞれ違うので、今のところ事態をもう少し見守っていくしかない。ただ、何か起これば、アメリカ、日本、IMF、アジア開発銀行等と一緒に対策を採っていくことについて共通の理解があり、去年の暮れからは問題を根本的に解決する手掛かりというか、breakthroughを作ろうとする動きが始めている。私共としては、そういったものに対して十分な理解を持つと共に、例えば韓国に対するブリッジローンの提供等をやった時のように、必要な措置は大胆に採っていくことも必要だと思う。そういった考えを念頭に置きながら、実体経済の現状や将来の方向、リスクについては委員方からいろいろな意見が出ているが、基本的な考えは委員方の間で違いはないと思う。

それでは、金融経済情勢について、官庁委員からも意見があれば、伺いたい。

#### 中川委員

金融経済情勢について説明頂いた訳だが、さきほども言ったように、日銀の情勢判断とは基本的には違わない。基本的な認識としては、家計、あるいは企業の景況感が非常に厳しくなっており、景気も足踏み状態にある



ということである。確かに、設備投資、輸出は底固い動きを続けているが、このままで景気が底入れするとは考えていない。政府としても、昨年11月に策定された経済構造対策に主眼を置いて、経済対策を着実に実行に移している訳ではあるが、この補正予算に盛り込んでいる2兆円の特別減税、法人税減税、公的資金30兆円の活用を含む金融システムの安定化策など、各方面にわたるさまざまな措置を講ずることになっている。そういう諸対策が相俟って、経済の先行きに対する不透明感を払拭し、景気回復軌道に復帰していくものと考えているところである。当面のリスク・ファクターとしてどういうことを考えておくべきかということについては、さきほどの執行部報告の内容と基本的には変わらないが、これらのリスクに関しては、今述べたような政府の経済対策、および日本銀行の市場への十分な流動性の供給を含む金融緩和措置によって、経済の先行きに対する不透明感が払拭され、景気回復軌道に復帰していくものと考えている。また、アジア地域の通貨金融市場の変動に対しても、今議長が指摘されたように、IMFを中心とする国際的な支援の枠組みの中でわが国としても積極的に支援を実施している訳である。今後とも関係各国、およびIMF、世界銀行、アジア開発銀行等の国際機関とも密接に連携しながら適切に対処していくことに尽きると思う。ただ、一番心配なのは金融機関の貸出姿勢慎重化の動きである。さきほども述べたが、大手銀行においてすら、貸したくとも貸せないといった状況であるという話を聞いて、これまでマスコミ等の話はやや大袈裟かと思っていたが、実態も大変厳しいと改めて認識した。株価の先行きについては、これから先もずっと今のような状態が続くと断言するつもりはないが、少なくともかなり厳しい状況にあると思う。これに対して、政府としても、可能な措置はこの際すべて実施することで取り組んでおり、早期是正措置の弾力的な運用、金融機関の自己資本比率対策、中小企業・中堅企業に対する政府系金融機関の新しい融資制度、公的資金30兆円を含む金融システム安定化のための方策、優先株等の購入等を検討している。また、議員立法でBIS基準対策として資産再評価の動きもある。こういう方策を最大限採って、リスク・ファクターの1つである金融

機関の貸出姿勢慎重化についても、政府として何とか対応していく必要があると考えている。そういう状況の下で、日本銀行としてどうするかが問題になる。暫く様子を見守るということも必要だが、どういう対策を採るのか、採れるのかが最も大事だと思う。日本銀行としては、既に昨年末以降期間の長いCPオペ、期越えオペを含め各種のオペをふんだんに実施して頂いているが、今後とも潤沢な資金供給によって金融機関の資金繰り不安感を一層払拭させることに努めることが必要だと思う。また、有力な論調として、例えば日本銀行が相対取引による資金供給をより弾力的に行い、金融機関間の異常な金利格差を縮めていくべきとの意見すらみられる。日本銀行としても、できる限りの対策を実施することが期待されていると思う。為替については、これ以上の下落は好ましくなく、市場の安定を維持するために適切に行動する用意があるとの立場である。先行きの物価面のリスクについては言及することはないが、引続き需給動向・為替レートの水準等に応じて適切に対応していくことが必要であろうと考えている。

#### 藤島委員

ただいまの中川委員の発言と大体同じ意見だが、景気の動向については1月13日の経済関係閣僚会議での月例経済報告に詳細に説明されている内容が政府の認識判断である。具体的には、全体としては景気は足踏み状態、その中で、株価の下落、金融機関の経営破綻、アジア情勢の急速な変化といったことが、家計や企業の景況感を厳しいものにし、個人消費や設備投資にも影響しているとの認識であり、ダウンサイド・リスクについても十分留意している。今後を見通す場合には、現在政府が採ろうとしている政策は相当大規模なものなので、大きな効果を期待できると思っている。こうした政策を実行するには国会で補正予算あるいは金融システム安定化法案等についての手続きを経る必要があるので、そうした手順をできるだけ早く済ませ、実行に移していきたいと考えている。こういう政策が実際に行われれば、その効果がいろいろ出てくるし、政策の相乗効果もあって消費者心理も改善し、わが国経済の先行きに対するコンフィデンスも回

復することが見込まれる。平成10年度の実質経済成長率については、1.9%程度を見通しており、これ位は達成可能ではないかというのが現在の政府の見方である。また、政府は、現在橋本内閣の下で6つの改革を推進している。改革の推進に伴い、いろいろな影響も出てくると思うが、同時に、政府としては、経済の実態、金融システムの状況、さらにはアジアをはじめとする世界経済の状況を考えながら、その時々の実情に応じた臨機応変な措置を採っていくことになる。総理は、こうした考え方を国会でも表明している訳である。そうした中で、日本銀行としては、金融市場に対し資金の潤沢な供給に努めるという考えの中で、金融調節を行っていると理解しており、引続きそうした対応を期待している。特に企業の資金調達の間からいうと、量的な側面、コスト面双方で、金融機関の貸出姿勢の慎重化に加えて、C/P市場等マーケットの動向等との関係でいろいろな問題が起きているので、日本銀行に対してはこれまで同様、そうした問題に対する適切な対応を期待している。

### 3. 当面の金融政策運営方針の決定

松下議長

皆さんから金融経済情勢に関するご意見を伺ったので、これから当面の金融政策運営について議論して頂きたい。ただいま、各委員から金融経済情勢に関するご意見を伺っている中で、金融政策運営に関する皆さんの考えもほぼ明らかになってきたように思う。B案が皆さんの意見だったように思うが、さらにこの点について補足的な意見があれば伺いたい。

濃野委員

B案が適当だと思う。特に付け加えるべき点はない。

後藤委員

B案で宜しいと思う。さきほど来議論に上がっているように、できるだけ金融調節がターム物に及んでいくことを促していくために、これまで同

様、CPオペ、レポオペ、調節貸出といった手段を駆使していくということではないかと思う。他の選択肢としてC案もあるが、どうも今の状態からすると、実体経済への影響力が余り強くない割に、家計支出をさらに防衛的な姿勢にする惧れもある。また、今のようにコンフィデンスが萎縮している中で、金利の引下げを日本銀行が目指しても、一方で長プラが上がっているということもあり、金利体系の歪みをもっと大きくするような可能性もあるので、B案でターム物への波及の効果を十分意識しながらやっていくことが当面必要ではないかと思う。

松下議長

武富委員からは、さきほど、金利は水準の問題というより構造上の歪みという指摘があったが、そういう点も含めて何か補足的に意見があればお願いしたい。

武富委員

繰返しになるかもしれないが、今は、流動性をきちんと供給してシステム全体を安定させ、預金者の心理を安定させることが大切である。少しずつインターバンクにおける調節の足を長くしていくという形で、短期金融市場の中のイールドカーブをフラットにするとともに、公的部門と民間部門の信用格差に基づくスプレッドの開き、短資市場でいうと、いわゆるTEDスプレッド、日本で言えば、TBとCDの間のスプレッドということになるかと思うが、その開きを是正して、最終的に借入コストを適正化していくように持っていくことが必要だと思う。その際、資金運用者と調達者のバランスをとるためには、さきほど3つ目の着眼点として述べたことだが、実質運用利回りが今マイナスの状況なので、それを適正化することが、例えば個人消費にとっても重要なことである。一方、借入れの実質コストが高い点については、さきほど2つ目の着眼点として指摘した、金利構造の適正化によって取敢えず下げられるところを下げるのが政策として適当な組み合わせではないかと思う。結論としては、金利については現

状維持ということになる。

松下議長

有り難うございました。官庁委員の方も何か意見があればどうぞ。

中川委員

さきほど申し上げた内容につき、格別付け加えるべき意見はない。何と云っても、今は、これまで講じてきた金融緩和措置の効果を見守っていくことが重要であり、また潤沢な資金供給により金融機関の資金繰りの不安感の払拭に努めることが一番大事なことである。

藤島委員

特にない。

松下議長

それでは、ここで議案の取りまとめをする。金融調節方針については、現状維持を含めて毎回決定することとし、公定歩合及び預金準備率については変更するときのみ決定するということとしたい。本日は当面の金融政策運営スタンスとして「現状維持」との判断が得られたと思うので、公定歩合、預金準備率については議案は提出せず、金融調節方針について「無担保コールのオーバーナイト物を、平均的にみて公定歩合をやや下回って推移するよう促す」というこれまで同様の方針を提案したいと思う。なお、今回以降、金融調節方針については、さきほど申し上げたように、次回会合までという形で期間が区切られるので、「平均して」というのはどういう意味かということもはっきりさせておく必要がある。この場合、平均期間を次の決定会合までの間とすると、2週間という大変短い期間となり、却ってその間の平均を方針の範囲に収めようとして無理な調節をするというケースも有り得ないことではないと思うので、平均期間については、これまでと同様「一応、積み期間を念頭に置く」という解釈で実行するこ

とが適当と考えられる。この点をご了承頂きたい。そのうえで現状維持の提案をしたい。事務局の方で準備ができれば、議案を配布して下さい。

[事務局より議案配布]

案件について申し上げますと、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて、公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す」ということで決定願いたい。なお、別添は対外公表文で、「日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを全員一致で決定した」旨発表することにする。これで宜しいでしょうか。

[全任命委員がうなづく。]

[事務局より議決結果を記録するための文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：松下議長

濃野委員

後藤委員

武富委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

#### IV. 金融経済月報の検討（金融経済月報、参考計表）

松下議長

次に金融経済月報について審議願いたい。

松島調査統計局長

概況部分を読み上げさせていただきます。

[金融経済月報（98年1月）の概況部分（別添3）を読み上げ]

松下議長

それではご意見があればお願いします。

米澤理事

一言申し上げますと、月報は概況および各論も含めて、本日の会合までに利用可能であった情報を基に記述することになっている。お配りした原案は資料を事前に配布する1月12日に間に合うところで作成しているが、その後の4日間で、為替についてはかなり円高に振れたため、2ページの下から2行目「株安・円安の進行」の部分については、「の進行」を取ることとしたい。

松下議長

ただいまの点については宜しいでしょうか。その他ご意見があれば伺いたい。

後藤委員

1ページの一番下から2ページの頭にかけて、「金融機関の慎重な融資姿勢が強まるとか、あるいは企業や家計のコンフィデンスが一層低下するなどの景気下押しリスクが発生することがないか、十分な注意を払っていく必要がある」と書く一方、2ページの終わりには、「金融機関の貸出姿

勢は、株安・円安の進行による自己資本面からの制約の強まりもあって、一段と慎重化する方向にある」と書いてあり、整合性がとれていない感じがする。「慎重化する」は残すこととして、前段の部分については、慎重な融資姿勢が強まることによって資金調達面でのボトルネックとか不具合をきたす、といった惧れについて十分な注意を払っていく必要がある、といった感じにした方が良くと思うが、如何か。

松島調査統計局長

1 ページから 2 ページにかけての部分は、金融機関の慎重な融資姿勢が強まることによって、景気下押しリスクが発生することはないか注意深く見守っていく必要がある、との意味合いで、2 ページの後段については、リスクということではなく、方向にあるということで書いたつもりである。

中川委員

提案として、1 ページについては 2 ページ後段と同じような表現で、「一段と強まる」としておけば一番簡単な修正で済むような気がする。リスクファクターなので、現在も強まっているが、さらにという感じを出せば良いと思う。

松島調査統計局長

その点に関しては、「強まる」にその意味を含めて書いたつもりである。

後藤委員

修文はお任せする。

松島調査統計局長

例えば、「金融機関の慎重な融資姿勢がさらに強まる」といった感じで考えてみたい。



松下議長

これは来週の20日9時20分に公表することとなっている。

中川委員

月報の概況以外の4ページ以降についても公表されるのか。

川瀬企画局長

この部分も公表する。

中川委員

言葉使いについて申し上げますと、「先行き」といっても期間の非常に長いものもあるし、短いものもある訳で、「先行き」についてどの程度を指して物事を言うのかによってニュアンスも違ってくる。この月報では、「当面」とか、「暫くの間」とかいろいろな言葉が用いられているが、さきほども指摘したように、言葉を使いわけてうまく期間のイメージを出している文章もあれば、「先行き」で一括りにしているところもある。出来るだけ、想定する期間が分かるように書いてはどうか。

最後に倒産についてであるが、「これまでのところ増加テンポに目立った変化は現れていない」といった認識で良いのか。

川瀬企画局長

図表37の企業倒産の統計をみると、92年以降同じようなレベルで推移しており、ここにきて特に増えてきている訳ではない。

後藤委員

負債金額でみると割合大型の倒産が増えているのではないか。

川瀬企画局長

負債金額は増えているが、企業金融面を巡る環境については、「企業金

融を巡る環境は量的な面でも調達コストの面でも、今後厳しさを増していくものとみられる」、「企業の収益力自体が全体として弱まってきている」というように、相当厳しいトーンを出している。負債金額をみれば増えているが、件数については、「今までのところ急増しているということはない」といった位のトーンで良いのではないか。

#### 中川委員

図表 37 をみると、前年の水準が高いうえに、10月が前年比 20%増、11月が 8~9%増となっており、大幅な増加であると思う。倒産企業がたくさんある中で、こういう記述の月報が出て、マスコミから日銀は倒産について、目立った変化はないという認識を持っているのかと言われるのもどうかと思うので、この辺りの表現は多少変えた方が良いのではないか。

#### 藤島委員

政府も月例でさほど厳しくは書いていないので、この程度の表現で良いと思う。

#### 松島調査統計局長

11 ページの上から 3 行目に、物価について「95 年当時と比べれば、①現状、為替相場が実質実効ベースでみて横這い圏内で推移しており」と記述しているが、今年入り後の動きを踏まえると横這い圏内で推移しているだけではやや説明不足かと思われるので、「95 年当時と比べれば、①年明け後、為替相場は実質実効ベースでみてやや円高方向に動いているが、水準自体は、当時に比べ相当円安であり」と書き直すこととしたい。

V. 閉会

松下議長

他になければ本日の議事はこれで終了する。次回の決定会合は 2 月 13 日を予定している。

(午後 1 時 27 分閉会)

以 上

## 金融調節と金融市場動向

### 1. 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、出し手の選別姿勢などからなお不安定な市場地合いが続く下で、O/Nレートの安定確保に主眼を置きつつ、95年9月8日に決定された方針(O/Nレートを平均的にみて公定歩合水準をやや下回るよう促す)に従って運営した。

最近の運営実績についてやや具体的にみると、今積み期入り後(12月16日以降)も、各種の調節手段をフルに活用しつつ、連日大幅な積み上を造成するなど市場に対する潤沢な資金供給に努めた。こうした多額の資金供給の結果、O/Nレートの目立った上昇は回避し得ているが、潜在的な上昇圧力にはなお相当根強いものがある。

この間、ターム物キャッシュレートについては、年末要因の剥落などから比較的短期の金利は一頃に比べかなり低下しているが、年度末越えとなる3か月物金利が高止まるなど、依然として市場地合いは不安定である。

このようなターム物金利の高止まりに対しては、かねて年度末越えを含む長目の資金供給を積極的に進めてきており(2月以降に期日到来するオペ残高：本年12.3兆円、前年3.0兆円)、そうした下で3か月物にも金利低下の兆しが出始めている。今後とも長目の資金供給に努め、その累積効果が、O/Nレートの安定とも相俟って、ターム物金利の一層の低下に結びつくことを期待したい。

## 2. 証券市場動向

### (1) 債券市場

指標銘柄利回りは、このところ1.6%を挟んだ比較的狭いレンジで推移している。

これは、①景況感の低迷や flight to quality による国債選好などが相場の下値抵抗要因となる一方、②もともと高値警戒が根強い中で、株安に伴う債券益出し売り・換金売り懸念や経済対策の追加発動に対する警戒などが上値を抑える、という構図が続いていることによるものである。もっとも、年明け後は、国内景況の悪化見通しに加え、世界的な長期金利の低下観測の強まりもあって、高値トライの動きもみられる。

### (2) 株式市場

株価は、昨年12月初に17千円台を回復したが、その後は各種経済対策の発表にもかかわらず、総じて軟調を続け、最近では15千円を挟んでの動きとなっている。

このように株価が低迷基調を脱し得ていないのは、マーケットが、①国内景気・企業業績に対し依然として厳しい見方を改めていないこと、②個別企業の信用リスクに引続き敏感であること、③アジアの金融市場混乱の悪影響を懸念していること、などによるものである。当面の株価は、経済対策に関する国会審議の帰趨や海外株価動向等を睨みつつ、神経質な相場展開が続けるとみられる。

## 経済活動の現状評価

### 1. 概況

- 純輸出や設備投資は引続き景気下支えに働いているが、消費税率引き上げなど財政面からの影響が一巡した後も、家計支出の低迷は長期化の様相を強めている(図表1)。こうした最終需要の動向を背景に、在庫は調整局面に入りつつあり、生産は弱含みの展開となっている。この結果、雇用・所得の改善テンポは鈍化を続けており、生産・所得・支出を巡る前向きの循環は停滞してきている。

—— 秋口以降の株価の動きなどの背後には、景気の先行きに対する見方の弱気化のほかに、金融システムに対する市場の不安感や将来への不確実性の増大が窺われる。こうしたことが翻って、家計のマインドや、ひいては支出活動にも一部影響を及ぼしていると考えられる。

物価面では、財市場における需給の引き緩みを反映して、卸売物価が軟化している。ただ、これまでのところ、消費者物価は、消費税等の制度変更要因を除いても前年を上回る水準で推移しており、物価全体としては、安定的な動きを続けている。

- 先行きについてみると、円安などを背景に、外需が引き続き下支えに働くと思われるうえ、資本ストックに過剰感が窺われないことも、調整圧力のある程度緩和する方向に働くものと考えられる。また、昨年末に発表された2兆円の特別減税が、所得形成の弱まってきている家計の支出に呼び水効果を及ぼすことも期待できるため、設備・雇用の急激な調整を巻き込む形の景気の累積的な悪化にまでは至らないとみられる。

しかし、在庫調整圧力が強まっている中、公共投資がさらに減少するという事情や、これまで景気を下支えしてきた純輸出や設備投資も今後は増勢が鈍化していく見込みにあることを考慮すると、なお暫くはかなり停滞色の強い展開が続くとみておくべきであろう。

- なお、これまでの景気減速により、外的ショックへの耐久力は失われてきているだけに、仮に、①アジア情勢の混乱深化により、輸出が腰折れする、②クレジット・クランチが深刻化する、③株価のさらなる下落や大型倒産等のショックにより企業・家計のコンフィデンスが一段と悪化する、といった事態が生ずれば、経済全体が downward spiral に陥るリスクも無いとは言い切れない。
- また物価面では、95年当時のように、為替円高に誘発された輸入ペネトレーションの拡大が、国内最終財価格を直接押し下げるといった環境にはないため、直ちに全般的なデフレを懸念する状況ではないが、98年度にかけても国内の需給ギャップはさらに拡大する方向にあることや、アジアの需給悪化を踏まえると、今後の物価動向には、十分な注意を払っていく必要がある。

## 金融経済月報（98年1月）

## 【概況】

最近のわが国経済をみると、家計支出を中心とする内需減速の影響が、生産面や雇用・所得面に及びつつあり、企業マインドも悪化している。このように、景気は停滞色の強い状況にある。

最終需要面をみると、純輸出は増加基調を続けており、設備投資も製造業を中心に緩やかに増加している。一方、個人消費については、消費税率引き上げの影響が一巡した後も、家計のマインドが慎重化していることから、低迷が長引いている。また、住宅投資が落ち込んだ状態を続けているほか、公共投資も減少傾向にある。こうした最終需要動向を背景として、在庫調整の動きが拡がっており、鉱工業生産は弱含みの展開となっている。さらに、雇用・所得の改善テンポも、鈍化を続けている。このように、生産・所得・支出を巡る前向きな循環は停滞してきている。

先行きについては、外需が引き続き下支えに働くとみられるうえ、昨年末に発表された特別減税が、家計の支出に好影響を及ぼすことが期待される。しかし、在庫調整圧力が強まっているところへ、公共投資の減少が持続し、設備投資についても増勢鈍化が見込まれるため、今暫くは停滞色の強い展開が続くものとみられる。また、これまでの景気減速によって、わが国経済の追加的なショックに対する耐久力は低下してきているとみられるだけに、今後、アジア経済の調整が長期化・深刻化したり、金融機関の慎重な融資姿勢が強まるとか、あるいは企業や家計のコンフィデンスが一層低下するなどの景気下押しリスクが発生することがないか、十分な注意を払っていく必要がある。



この間、物価面をみると、財市場における需給の引き緩みを反映して、卸売物価が軟化している一方、消費者物価は、消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いて、前年を若干上回る水準で推移しており、物価全体としては、これまでのところ安定した動きを示している。先行きについても、デフレ・スパイラルの懸念が高まった95年当時のように、為替円高によって輸入ペネトレーションが誘発され、競合する国内最終財価格を直接押し下げるといった環境にはないだけに、当面、総じて安定的な推移を辿る可能性が高いとみられる。ただ、国内需給ギャップの縮小を見込みにくいことを踏まえると、アジアにおける需給の引き緩みなども視野に入れつつ、今後とも物価環境を丹念にみていくことが適当である。

金融面をみると、TB利回りや長期国債利回りは既往最低圏で推移しているが、一部金融機関の経営破綻をきっかけに、信用リスク・流動性リスクに対する市場の意識が強まっており、短期金融市場のターム物金利や、社債・金融債利回りなどは、上昇・高止まりしている。このように、市場の景況感が引き続き弱い一方、金融システムに関する不透明感が高まるという状況のもとで、株価は低迷を続けている。また、為替レートは、対アジア通貨では円高が進んでいるが、対米ドルでは円安となっている。

量的な金融指標をみると、民間金融機関の貸出は、計数面からみる限りこれまでのトレンドに大きな変化はみられていない。マネーサプライも、 $M_2 + CD$ の前年比は概ね3%前後で推移している。しかし、金融機関の貸出姿勢は、株安・円安の進行による自己資本面からの制約の強まりもあって、一段と慎重化する方向にある。貸出金利面でも、上記市場動向等を反映して、12月入り後は上昇圧力が強まっている。当面、以上のような金融面の動向が、实体经济活動に対してどのような影響を及ぼすか、注意深くみていく必要がある。