

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年2月13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2回政策委員会・金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

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。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。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

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いて報告する。

[参考資料-1の本文1頁（別添1）を読上げ]

ターム物金利について少し補足すると、マーケットでは、ターム物金利の高止まりの根底にある信用リスクの問題を考えると、この先もなかなか目立ったレート低下は期待し難いのではないかという見方が引続き根強い。しかしながら、こうした中で、一部ではあるが都銀等の期越え調達のめどがある程度見えてきた段階でターム物市場の全般的な景色がかなり変わるというシナリオも、可能性としては完全には排除できないのではないかという見方もなくはない。こういうレート低下説の論拠として一般に指摘されているのは次の4点である。第1は、金融関連法案の成立と金融システム安定化策に一定の方向感が出てきた点である。第2は、本行の期越えオペの累増といった点であるが、市場では本行がここで手を緩めることなく、この先も恐らく期

越え資金の供給に積極姿勢を続けていくだろうという見方が一般的である。第3は、本行オペを除く、いわゆる市場調達に限ってみても、足元における都銀等の期越え調達の進捗率が昨年よりむしろ高いという点であり、この点はマーケットでも恐らく取り手、出し手双方が、そう認識しているのではなかろうかと思う。第4に、年末との違いも指摘されている。年末の場合は、年末という1つの山を越えても、すぐまた年度末という次の山が見えてくるということでなかなか明確なレート低下には至らなかったが、今回はともかく年度末を越えれば、後は資金的には余剰期に入っていくので、年末との比較では、多少とも安心感があるという指摘もある。レート低下説は以上のような諸点を論拠にしているが、それではターム物金利の展開上の節目は一体どの辺りにあるのかということになる。一般的に言われているのは1か月物が期越えになる時期、具体的には2月26日約定分からということになり、あと2週間ということになるが、この辺りが一つの節目と考えられているようである。レート高止まり説とレート低下説のどちらが正しいのか、現状ではなお見定め難いが、希望的観測を込めて言うと、レート低下説もあながち荒唐無稽とばかりは言えないのではないかと考えている。それに関連して、現在のターム物金利を分解してみると、昨日のユーロ円の3か月物レートは1.2%であるが、1年前、あるいは2年前の同時期の水準は約0.6%であった。ごくラフに言うと、1.2%から0.6%を差引いた、0.6%が信用リスク・プレミアムとそれに伴う流動性リスク・プレミアムと考えても大過はないのではなかろうか。期越えオペで、このうちの流動性リスクの緩和に最大限努めているということである。ただ、この先ターム物金利が下がるといっても、どの程度下がるのかということについては残念ながらよく分からないというのが実態である。

今後の期越えオペの残高見通しであるが、当然のことながら調節の組立ては、2~3か月先まで見通しながらやっているもので、事情が変われば当然数字も変わり得る訳であるが、今のところ一応持っているイメージを紹介する。

今日、9時20分にレポオペ、CPオペ合せて8,000億円期越えを打ったので、貸出を含む全体としての期越え残高は11兆3,000億円となっている。これを、来週末の20日には約13兆円、今月末に約14兆円、3月6日には約15兆円に積み上げていくというのが現時点での大雑把なイメージである。

最後にターム物金利の高止まり現象に対して、オーバーナイト・レートとの裁定が全くとれていないのではないかと、あるいは期越えオペが効いていないのではないかという見方があるが、それは完全には否定できない話だとは思う。ただ、オーバーナイト・レートの安定が図られていればこそ、また多額の期越え資金の供給がなされていればこそ、ターム物金利の上昇、あるいは水準がこの程度に止まっているということもできよう。

松下議長

ただいまの説明について、質問等があればどうぞ。

藤島委員

株価については、政府としては、あまり言及するとマーケットに影響するので避けているが、2月の月例経済報告では12月に比べて景況感が良くなった一例として株価も上昇したという記述をした。ただ、この先、頭の重い展開を見通しているとする、これまでの戻りの背景にあった金融システム安定化と景気対策期待という2つの要因についてマーケットはどう見ているのか。仮に金融システム安定化については、もうそろそろ目鼻がついてきているということになると、次の景気対策への期待が大きいのか、小さいのかということになるが。あるいは全く見落としている要因として、既に先行きの实体经济の回復をある程度織り込んでいるということはないのか。一方、マイナスの要因として、金融システムの安定化と裏腹になるが、金融機関の株式持合い解消売りみたいなものが出てくる惧れはないのか。その辺のところをどう見たら良いのか教えて欲しい。

川原営業局審議役

第1のマーケットにおける追加の景気対策に対する期待感については、マーケットが景気をどう見ているのかということと表裏一体の関係になるが、やはり大変強いものがあると思う。現在に至るまでの1年余りの景気展開は、一言で言うとダウンサイドに振れてきているが、その要因は一体何かという認識は既に確立しており、マーケットで言う財政資金の投入を伴う、いわゆる財政出動に対する期待感は一層強くなっていると思う。その実現性、あるいは対策の中身次第ではあるが、その実効性については、政府、自民党サイドでもいろいろな意見、考えがあるようで、その辺はマーケットもまだ読み切れていないが、期待としては強い。第2の景気実態については、1月12日をボトムにした株価上昇も、具体的なエビデンスを背景にして、この先景気が良くなる、企業業績の回復が見込み得るという景況感の改善を伴った相場上昇とは残念ながら言えず、政策期待に基づく、マーケットで言う理想買いの域を出ていないのではなかろうかと思う。マーケットの景況感、むしろ足許の経済指標の悪化、あるいは企業業績の下振れ懸念を踏まえた中で、むしろ全体としてはさらに厳しさを増しているというのが実態ではないかと思う。3番目の銀行等の株式持合い解消の問題については、はっきりした見通しはないが、この先3月末にかけての株価水準如何というところがやはり大きいように思う。金融機関サイドにおける持合い解消の誘因、一般事業法人サイドにおける持合い解消の誘因とも、その時の株価水準如何による面が相当あると思う。逆に言うと、この先何らかの事情で万が一株価の下振れ懸念が強まると、決算対策売りを兼ねて持合い解消の動きが強まる可能性もない訳ではない。もともと銀行、一般事業法人双方とも政策投資株についての持合い解消に対する誘因が依然として根強いだけに、そういった可能性があるということではなかろうかと思う。

中川委員

金利の見通し、特にターム物金利の見通しについては、よく分かったが、これから期末にかけて期越えの資金供給を積み増していく際、どこまで増やせるのかという疑問がある。その際、適格担保の範囲とか見直さなくても、15兆円に及ぶ残高をさらに増やすことは可能か。あるいは、適格担保の範囲の見直し等何らかの措置を伴ってくるのか。

川原営業局審議役

さきほど遠からず15兆円程度の水準まで達するとの見通しを述べたが、この水準自体は余り無理をせず、自然体でもいけるのではないかと思う。都銀等の担保繰りは決して楽ではなく、むしろ窮屈な状況にあるが、絶対的に担保が不足して本行の信用供与にも応じられないというものでは必ずしもない。金融機関サイドでは、欲しい資金についてはいろいろ工夫して担保を作るといった動きもあるので、楽観はしていないが、実際問題として担保繰りに窮してそれが絶対的な制約要因になってくるという実感は今のところ持っていない。

松下議長

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をお願いします。

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、2月13日付の「最近の為替市場および国際金融・経済動向について」に基づき説明する。2月11日現在の計数でこの資料は出来ているが、その後12、13日の動きがあるので、それを織り込んで説明する。まず、図表1について、左に縦の線が入っているが、これは前回会合の時に

ベースになった、1月14日時点を示すものである。ドル/円は前回会合時は130円台であったが、前回会合時以降も総じて円高が進み、一時122円台になった後、今朝は124円台に戻っている。マルク/円もほぼ同様の動きであり、クロスレートでみると、70~71円から、一時67円台になった後、今朝は68円台に戻っている。この間アジアの通貨は、総じてドル、円に対して値を戻しているが、円がドル、欧州通貨に対して上昇している度合いが大きく、これらを含めた円の名目実効為替レートは、前回会合時に比べ若干円高の方向に振れている。また、実質実効為替レートでもほぼ同じ動きになっている。ちなみに名目実効為替レートの水準は95年9月位の水準になっているが、当時のドル/円は100円程度であった。ドル/円が122円位まで円高に振れた要因については、まず、アジア情勢の総体的な落ち着きや、クリントン大統領のスキャンダル、アメリカの金利先高観の後退がある。このうち、クリントン大統領のスキャンダルとアメリカの金利先高観後退の2つは、ドル安要因であって、マルクにとっても共通の要因である。ただ、こういった要因よりも、最近の円高については、基本的には日本の追加景気対策期待を反映した面が大きい。日本の株価上昇と円高の動きがほぼ整合的なのも、こうした見方を裏付けるものではないかと思う。現に、1月下旬から2月初旬にかけて、外人の日本株買いも増加している。従って、追加景気対策期待が株高に繋がり、それが円高にも影響するという因果関係にあると思われる。昨日、海外で124円台半ばまで円が値を下げたが、これは追加景気対策の見方と関連して、ジョンソン・スミックというコンサルタント会社のレポートが、「2月20日頃までに出ると言われている政府の景気対策については、あまり期待できない。具体的には補正が組まれない」といった趣旨のことを書いていると報じられたことと、もう1つは、「大蔵省筋が円の適正レベルは122~126円位だと言っている」ことも書かれていると伝えられたことである。このうち主として前者の要因で124円まで円が売り戻され、ドルが買い戻されたとみられる。さきほど藤島委員から川原審議役に対して、追加景気対策に対す

る市場の期待の程度について質問があったが、最近出席した国際会議でも、日本について出された質問のほとんどが追加景気対策についてであり、「今度は本当に効果のあるものが実行されるのか」といった質問がかなり多く出された。従って、海外の追加景気対策に対する期待というのは相当大きいので、今後、それが逆に振れると円相場、株価にも影響が出てくるということではないかと思われる。また、昨日公表された1997年の貿易収支をみると、日本の黒字が拡大しているが、マスコミあたりでG7が近づいていることから、日本の黒字問題を再び取り上げてきている感がある。もっとも、昨日、ティートマイヤー・ドイツ連邦銀行総裁が、「G7で円相場が議題になるか」という記者の質問に対して、「不明である」と答え、これが少し安堵感を与え、ドル、マルクに対し円が売り戻される要因になったといわれている。ドル/マルクについては、1.8前後の水準で推移しており、現在は1.8を少し上回る位の水準で小浮動となっているが、これはドル安要因がある一方、ドイツ・サイドでも、アジアでドイツの銀行がかなり火傷をしているため、ドイツの銀行の格下げがかなり行われるのではないかとというマルク安要因があるためと言われている。図表2は、オプション市場でのリスクリバーサルを元に相場観を示しているものであるが、上の表をみると、ドル/円、ドル/マルクともに、円高、マルク高方向にセンチメントが振れている。昨日は、円についてはグラフのドルベア・センチメントが増加する方向に動いている一方、マルクは逆の方向に動いているが、全体として引続きドルベアのセンチメントにあることは変わらない。ボラティリティーについては、ドル/円、ドル/マルクとも少し高めであるが、特にドル/円については2月10日が13.6%、昨日も13.8%と高く、マーケットでは、目先相場変動が大きいと見ているということである。図表3は日米長期金利の推移であるが、アジア情勢の総体的落ち着きに伴い、“flight to quality”の巻戻しがあり、一旦米国に入った資金が日本、アジアに少し戻っているという見方がある。また、アメリカの金利について、クリントン大統領のスキュンダル等で多少上昇した

が、国際商品市況の軟化や世界経済全体としての景気の減速見込み等からインフレが落ち着いているため、今のところ長期金利がさらに上がっていくという感じはない。むしろ、アメリカの短期金利については先高観がさらに後退している状況であり、F F レートのフューチャーをみると、更年後は、それまでの先高感が先安感に変わっている。これは1月3日のグリーンズパン F R B 議長のデフレに言及した発言が1つのきっかけになっている。日本の長期金利も前回会合時に比べると少し上がっているが、日米金利格差をみると、小浮動はあるがほぼ横ばいの動きという感じである。図表4のアメリカの株式市況についてみると、前回会合時には7,700ドル台であったが、この3日間連騰して昨日は8,369ドル60セントとなり、史上最高値を更新している。これは、アジア情勢の安定化期待のほか、10~12月の米企業の業績等が、一部にアジア要因で減益を出すところもあったが、総じて良好であったことに伴う安堵感によるものである。アジア情勢に絡んでは、米国経済が影響を受け、企業収益が悪化するのではないかとの懸念から、一時7,500ドル台まで下げたが、再びかなりの資金がミューチュアル・ファンドを經由して株式市場に入ってくるという、従来の流れが復活しており、ハイテク株や大手銀行株などを中心に買い戻されている。図4でNASDAQの動きをみると、まだ最高値を更新していないが、S & P 500では、NYダウより先に最高値を更新している。昨日はグリーンズパン F R B 議長が議会証言で、「アジア経済混乱の米経済への影響はそれほど大きくない」という見方を示したと報じられ、それが昨日最高値を更新した1つの要因になっている。

図表5の東アジアの通貨動向については、このところ、全体として若干安定化の動きを示しており、インドネシアルピアはぎりぎりの水準であるが、その他の通貨は前回会合時より対ドルで値を戻している。韓国については、昨年末に短期債務のロールオーバーの暫定合意ができた後、1月28日に正式合意がなされた。これが好感されて一時1ドル1,500ウォン近くまで戻したが、その後、労働者の整理、解雇に対する反対で、一部の労組にストの動き

があるという観測から売られている。ただ、前回会合時に比べると、ドルに対して少し値を戻している。タイについては、1月30日の二重相場制の廃止が好感され、バーツが値を戻している。こうした中で、インドネシアについては、この数日間、スハルト大統領がカレンシー・ボード制の導入を意図していることが伝えられている。カレンシー・ボード制が導入されると、5,000ルピアとか、5,500ルピアといった水準になるのではないかとの見方からルピアが買い戻されていたが、IMF等が、インドネシアのカレンシー・ボード制導入について、条件が整っておらず、時期尚早との見方を示し、昨日フィッシャー副専務理事がそれを裏付ける形で、「カレンシー・ボード制を導入するには、力強い銀行セクター、適切な外貨準備水準、政治的・経済的信頼が必要であり、インドネシアにはまだその準備ができていない」とコメントしたことが報じられたため、後場からルピアがまた売られた。恐らく今日も売られるのではないかと思う。そういうことで、インドネシアルピアについては、今後ともかなりボラタイルな動きになるのではないかと思う。ただ、全体としては、前回会合時に比べ、主として韓国、タイの情勢が好感され、多少戻している。図表6の東アジアの株については、旧正月明け、つまり2月に入り急反発したが、その後韓国では一部労組のストの噂から、インドネシアについてはカレンシー・ボード制導入をめぐる噂から株価が少し下がっている。インドネシアのカレンシー・ボード制導入の噂は、為替については反騰要因となったが、株については金利上昇に伴い国内経済が大変な影響を受けるということで逆に売られたため、株と為替がちぐはぐな動きになっている。図表7のヨーロッパ通貨の為替相場および、ヨーロッパの長期金利については、特に説明するような動きはないが、欧州の関係者によると、「市場の目がアジア通貨に集まっているため、欧州では投機資金の動きがなく、総じて静かで大変助かっている」という話をしていた。

図表8の商品市況については、金が上昇して300ドルを上回る水準まで戻している。金相場はこのところ弱かったが、中央銀行の売却懸念が少し後退

してきたこと、ドルがクリントン大統領のスキャンダル等もあって多少軟化したこと、価格が平行に動く銀が買占めの話等からかなり上昇したこと、等で最近上昇している。原油については、イラク情勢の緊迫も殆ど響かず、アジア要因による需給緩和から総じて軟調である。CRB指数は、金と同じような動きをして1月中・下旬上昇しているが、ウェイトからいうと、金・銀の上昇と並んで、農産物のうちオレンジ果汁とコーヒーの上昇によるところが大きい。もっとも、最近は、原油・天然ガス等を中心に再び軟調になっている。

図表9以降については、前回会合時以降新たに発表された指標をシャドウで示しているが、まずアメリカ経済は引続き相当のテンポで拡大していることが窺われる。GDPは、第4四半期が前期比+4.3%と個人消費とネット輸出でかなり強めの数字になっている。ただ、ネット輸出については、季節調整の問題があるようで、過大表示になっているとの見方もあり、実勢は3%台との説もある。小売売上高、自動車販売もクリスマスセールが良好で、かなり強い数字となっているが、昨日発表された1月の小売売上高は、前月比+0.1%、12月も同+0.7%が+0.3%に下方修正され、少し弱めになっている。ただ、これは為替市場には殆ど響かなかった。住宅着工も年率150万戸台と高水準で、鉱工業生産、製造業稼働率も高い。非農業部門雇用者数も月間30万人台後半の増加とかなり多めで、失業率も4.7%と低く、今のところいろいろな指標でかなりのテンポでの拡大を示す数字が続いている。この間、アジア情勢の影響については、製造業の一部と農産物の輸出鈍化に若干現れてきていると言われている。NAPM指数をみると、企業のマインドを示すDIが下がってきているが、これは輸出受注が下がってきていることがかなり影響している。しかし、今の段階では影響は総じて限定的なものにとどまっているということである。東アジアからの輸入についても、どんどん増えているという感じはなく、アメリカ経済にとって大きなドラッグになって現れてはいない。東アジア諸国の輸出金融が余りついていないこと、東アジア

諸国の内需から輸出への転換が本格的に行われていないことなどが理由として考えられる。ただ、本年第1四半期以降については、東アジアの影響が出てくるのではないかという見方もある。輸出入の面とは異なり、物価面では輸入物価低下の影響が既に現れており、労働需給の逼迫、賃金上昇にもかかわらず、インフレが落ち着いている要因になっている。このように予想されるアジア情勢の影響に鑑み、FRBでは昨年12月16日のFOMCで、金融調節スタンスを従来の引締め方向から中立に戻したことが先般明らかになった。市場の金利観も、更年後金利先安に転じている。今後については、現在依然強めとみられている経済成長率が、潜在成長率並みに鈍化し、労働需給のこれ以上の逼迫と、賃金上昇が抑えられるかどうか鍵となっている。そういう意味では、アップサイド・リスクとダウンサイド・リスクがバランスしている状況に引続きあると思われ、2月3、4日のFOMCでも金利据置きが決定された。

図表10-1、2の欧州経済については、ドイツ、フランスともに、輸出主導の回復が続いているが、フランスでは外需のスピル・オーバーが個人消費にも多少及んできている。一方、ドイツは、旧東ドイツ地域における建設投資の減少に伴う経済不振、20%台という高失業率ということもあり、フランスに比べて内需回復力がやや弱い。また、ドイツでは、このところ、アジア情勢の影響もあり、輸出受注が前期比減少に転じてきていることが気掛かりである。この間、金融政策面をみると、市場ではEUが99年にスタートする際の短期金利のコンバージェンス・ポイントを4%前後と予測しており、その場合ドイツ、フランスとも短期金利の引上げが必要になるが、現在の物価、景気情勢の下で利上げは考えにくい状況であり、テートマイヤー・ドイツ連邦銀行総裁も「コンバージェンス・ポイントは市場の予想より低くなるのではないか」との考えを繰返し表明している。

この間、イギリスでは第4四半期のGDPが前期比+2.1%と、伸びがやや低下した。これは、ポンド高を背景とした輸出減を反映したものとみられる

が、個人消費は一頃より伸びが鈍化しているとはいえ引続き堅調で、賃金上昇率も高く、失業率も低下している。失業率は5.0%と80年7月以来の低水準である。物価も、風速でみると3%台半ば位であり、インフレ目標率を上回っている。ただ、アメリカ同様、今後の輸出動向、アジア情勢が政策運営を左右すると言われている。先日発表になった1月のイギリスの金融政策委員会の議事録では、利上げ派が3人、据置き派が5人と意見が分かれたことが明らかになった。

最後に図表11の東アジアと中国の情勢であるが、東アジアについてはアジアの通貨混乱に伴う影響は、内需の減退を中心に、じわじわと出てきている。98年の成長率の予測をみると、これは各国の中央銀行、政府の見通しであるが、次第に下方修正されつつある。この見通しでは、タイだけがマイナス成長になっているが、ここに出ている予測より、大体2~3%低い水準になるとの見方が有力である。図表11の輸出動向についてみると、輸出の伸び率が低下しており、通貨切下げの効果により輸出が伸びるところまではいっていない。従って、貿易収支、経常収支の改善は専ら輸入の減少によってもたらされている。これは、第1に、地場銀行の金融不安から輸出金融が順便にいかず、原材料、部品等の中間財の手当てが円滑にっていないこと、第2に、域内経済の不振から、日本を含め、域内への輸出が減っていること、第3に、内需から輸出への転換がうまくいっていないこと、が原因であるが、今後どこかの時点では輸出が伸び出すと思われる。

最後に中国であるが、経済活動は、次第に鈍化してきており、中国当局もこれから輸出の伸びが鈍化することを認めている。輸出入が12月に大きく落ちているが、これは中身がよく分からず、落過ぎという感じがする。物価は引続き下がっており、昨日発表された1月の小売物価指数は前年比-1.5%となるなど、ややデフレ気味である。ただ、外貨準備高は11月に一旦減ったが、12月は再び増えており、直接投資等のルートで資金流入がまだ続いていることが示されている。中国の経済成長率は、朱鎔基副首相によると8%が目標

であるが、これに対し民間では6%という予想もみられる。

松下議長

ただいまの説明に質問があればどうぞ。

藤島委員

東アジアにおいて邦銀が全体のB I S規制との関連で、資金を少し引揚げていることが、アジア経済に影響を及ぼしているのではないかという話も聞かれるが、そういった邦銀の行動に対する欧米各国の反応はどうか。

永島理事

邦銀のアジア融資については、邦銀がどんどん増やしている時期には出し過ぎではないかと言われていたが、今度はこういう情勢になったので、邦銀の融資は焦付くことはないか、大丈夫かという質問が結構あるのは事実である。ただ、邦銀の資金引揚げについては、現時点では行われていない。確かに韓国については、11月から12月にかけて、邦銀が融資をかなり引き揚げたという事実はあるが、これは邦銀だけではなかったもので、邦銀だけが槍玉にあがって批判されるということはないと思う。

松下議長

それでは次に米澤理事から、最近の国内経済情勢について願います。

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

前回会合では、わが国経済の現状と展望ならびに留意すべきリスクについての大胆な分析も含めて、総合的な現状評価を示したが、今回はその後1か月しか経っておらず、Q Eや短観といった経済全般についての包括的な情報

には新しいものが出ていない。そこで、今回はこの間に判明した生産、雇用等の月次の主要統計データと、ミクロの情報もできる限り総合して、前回会合時の評価に追加ないし修正を加えるべきポイントはどのようなことだろうかという点に主眼を置いて説明したいと思う。そういう意味からみると、重要なポイントが3つある。第1はアジアとの関係であり、インドネシア、韓国を中心とするアジア諸国の通貨危機、経済混乱がわが国の貿易に与える影響。前回会合時には、理論的に見通しを述べたが、今回は12月の貿易統計等により影響がかなり具体的かつ明確に現れ始めた。また、IMFを始めとするマルチの支援体制や民間銀行団との交渉等にも進展があった。このように明暗両様の事実がこの1か月でかなりはっきりしてきた。このほかにも、良い方の事実については、例えば前回会合時には、韓国が資金繰りの圧迫によって、わが国からの輸出が激減してしまうことをリスクとして心配していたが、そうした最悪の事態は取り敢えず回避される見通しになってきた。一方、悪い方の事実については、アジア諸国経済の減速は前回会合時見込んでいたよりもかなり厳しくなっている。そうしたことを踏まえると、今後のわが国の輸出や物価等に及ぼす影響について、前回会合時より相当方向性が見えてきたことが指摘できる。第2は設備投資の動向であるが、設備投資関連の諸指標をみると、弱い動きがこの1か月で一層明らかになってきた。第3は家計支出関連の諸指標に関して、日を追う毎に、統計が出る度に悪化の度が深まっていくという程ではないが、更年後これまでのところは引続き弱い動きとなっている。ただ、1月中旬以降の株価の持直しが示すように、企業や家計のマインドについては、政府の金融システム面での諸施策、追加景気対策に対する期待もあって、11月末頃から本年初にかけてみられたような、パニック的にどんどんマインドが悪化していくという最悪の状態は脱したようにみられる。ただ、それが実体経済の諸指標にはまだ明確に反映されていないというところではないかと思う。以上のポイントを中心に、資料に沿って説明する。

「概況」は最後に戻ることとして、「最終需要」のところから入らせて頂く。公共投資については、補正を受けて一時的に下げ止まる場面はあるかもしれないが、基調的には減少傾向にある。純輸出については、まず実質輸出は97年7～9月が前期比+0.3%、10～12月も+1.2%とかなり大きなプラスで増加基調を続けている。図表3で説明すると、前回会合時は、11月迄の実績しかなく、必ずしもはっきりしていなかったが、12月の実績が出て韓国、インドネシアを中心にアジア向け輸出の減少が一層顕著になってきた。タイはかなり前から自動車関連を中心に日本からの輸出が減少していたが、11月迄では、韓国、インドネシアは影響が余り出ていなかった。今回は、12月の実績にはっきりマイナスが出てきた。韓国向けの鉄鋼の輸出については、POSCOの設備改修に伴い、日本からのホットコイル、厚板を11月に駆込み的に輸入していたという特殊要因があって、11月は韓国向け輸出は増えたが、特殊要因が剥落して実力どおりになってきたと言える。10～12月期の実績をみると、実質輸出全体で前期比+1.2%増えている中で、ASEAN向けが前期比-1.2%と大きなマイナスとなっている。NIEsも-0.1%と僅かだがマイナスに転じてきている。財別にみると、自動車関連が前期比-1.0%となっており、これがマイナスの寄与度の大宗を占めている一方、情報関連は僅かながらプラスとなっている。問題の先行きについては、ポイントは大別して2つある。1つは為替レートの問題であり、もう1つは世界経済の問題であるが、まず、為替レートについては、図表4の実質実効為替レート(73年3月=100)をみると、昨日の時点では121.71と少し円安に戻っているが、それでもなおかなり円高の水準にある。前回会合時の水準が118.45であったのに比べても、2.8%の円高になっている。アジア通貨だけでみると、前回会合時に比べるとむしろアジア通貨の方が高くなっていると思うが、その間ドル/円で円高になっていることが効いている。このため、今後の輸出の伸びには影響が出てくるとみられる。現在の実質実効為替レートは、95年後半位の水準であるが、今回の実質実効為替レートの円高化は、かなりの程度アジ

ア通貨の大幅な切り下げによってもたらされている。実質実効為替レートについて、テクニカルなことを述べると、これは輸出ウエイトでとっているが、例えばインドネシア向け輸出は、インドネシアの国内製品と日本からの輸入製品との競争ではなく、他の第3国製品との競争であり、場合によってはインドネシアが輸出する材料を日本から輸入していることもあるので、インドネシア通貨に対して5割切り上がったとか、倍に切り上がったことが競争力をその数字だけを変化させる訳ではない。これは、ドルに対して円が上がったとか、下がったとかいうのとは、かなり質的に違う。ただ、何分向こうの切り下げ幅が普通の為替レートの動きを超えたような大きな動きなので、実質実効為替レートにも影響がかなり大きく出てしまう。実質実効為替レートを相手地域別にみると、対タイ、マレーシア、インドネシアが跳び上がっているが、これはかなり増幅されて出ていることになるので、そのまま輸出競争力に響くものではないことを理解しておくべきであろう。従って、この程度大きな変化があっても、輸出製品の価格競争力はなお維持されていると思うが、それにしても伸びには影響が出てくるだろう。

次に世界経済であるが、図表5で各国経済の先行き見通しをみると、前回会合時における見通しと対比して、米国、EUはほとんど変わっていない。これに対し、東アジアについては、コンセンサス・フォーキャストを使っているが、前回会合時での見通しに比べかなり下方修正されている。98年見通しについて、韓国が前回会合時の1.8%から-0.1%に、タイが-1.3%から-2.0%に、インドネシアが3.0%から-0.6%に、東アジア全体では5.4%から3.2%に大きく下方修正されており、世界全体でも3.6%から3.0%に下方修正されている。このように成長率は下振れしているが、アジア諸国の外貨繰りに端を発してわが国から本来出ていくはずの輸出までもすっと詰まってしまうという最悪の事態はひとまず回避されていると思う。例えば韓国では、昨年末頃から内需向けの輸入が低迷しているほか、外貨繰りの圧迫の影響からシリコン・ウエハーや半導体製造装置等輸出財用の部品も落ちている。し

かし、IMFのパッケージや民間金融機関のロールオーバーの決定等を受けて、外貨繰りの逼迫は最悪期を脱しつつあるので、わが国からの輸出にとっても最悪の事態は回避できる可能性が高まっている。なお、シリコン・ウエハーの輸出については、マイクロ情報によると、輸出全体に占めるシェアの大きい会社が昨年暮れ位からマレーシアに現地工場を建て、日本からではなく、マレーシアの現地工場経由で韓国に輸出しているせいだという説もあって、シリコン・ウエハーの輸出減についても外貨繰りの影響かどうか異説のあるところである。インドネシアも、12月になってわが国からの輸出がマイナスに転じているが、図表6にあるようにわが国のインドネシア向け輸出のシェアは2%にとどまり、本邦企業の現地法人向け輸出が結構多いことから考えると、外貨繰りの逼迫がわが国の輸出に及ぼす直接的な影響は緩和されていると思う。

図表7の実質輸入については、7~9月が前期比+2.4%、10~12月は同一-3.0%と、これまでのところ均してみれば横ばい圏内の動きと言っている。ただ、10~12月は、輸入の落込みが予想外に大きい一方、輸出がかなり伸びているので、外需というベースではかなり大きな数字で出てくるのではないかと思う。そのため、名目経常収支のGDP比率も10~12月はかなり大きな数字が出てくるのが予想され、注目を要する。前回会合時にアジア通貨に対する円高の進行によってアジア諸国からの輸入圧力が大幅に高まるのが1つのリスクではないか、と注目していたが、10~12月でみる限り、わが国の内需の低迷を背景に全ての地域からの輸入が減少しており、そうしたリスクは顕在化していない。全体が3.0%減っている中で、寄与度をみるとEUが-0.9%だが、NIEsからも-0.6%、ASEANからも-0.7%ということで、軒並み減である。財別にみても、消費財の-0.9%、情報関連の-0.6%を中心に、軒並み減少となっている。韓国については、差当たり半導体や鉄鋼等をわが国向け輸出のために増産するほどの資金余力には乏しい。インドネシアについては、わが国に対する輸出の6割は素原料が占めているの

で、わが国の製造業と競合する性質のものではなく、直ちに輸出ドライブが想定される状況にはない。ちなみに、韓国の1月の対世界輸出は前年比+1.4%とプラスになっているが、これには国民が供出した金を輸出して稼いだ外貨が含まれており、それを除いた実力はマイナスのようである。1月について日本の韓国からの輸入をみると、上・中旬の数字しかないが、3.8%のマイナスとなっており、韓国の場合、対世界に比べ日本向けの輸出の方が不振となっている。ただ、これらの国の外貨稼ぎのための安値輸出攻勢といったものが市況軟化をもたらし、それが国際商品市況を下げ、日本の国内市況にも及んでくるという影響は既に出始めている。少し気になるのは図表8のタイの輸出であるが、比較的早く欧米向けを中心に対世界では伸びているが、対日が大幅に減少している。このことから、わが国の内需の低迷がアジアの輸出主導の回復を遅らせ、これがわが国経済にさらに影響してくるというリスクがあることを認識しておく必要があると思う。そうしたことを踏まえると、純輸出の動きは現状増加傾向、先行きも引続き増加傾向が見込まれるが、増加テンポは鈍化する公算が大きい。名目経常支出についても大体同様の動きであろうと思う。

設備投資について計表3でみると、まず、一般資本財出荷10~12月分は前期比-2.0%と大きなマイナスで、足許弱い動きとなっている。次に、設備投資アンケート調査をみると、法人企業動向調査では10~12月の実績見込みは非製造業が前期比-6.6%と足を引っ張って、全体でも同-3.9%となっている。先行指標のうち機械受注をみると、本計表作成後12月分が判明しており、10~12月の実績は前期比-3.9%となった。内訳としては、製造業は同+1.7%、非製造業は同-10.1%となっている。機械受注全体として、7~9月に続いて10~12月も2期連続のマイナスとなったが、特に非製造業の弱さが目立つ。1~3月の業界見通しも併せて発表になったが、全体が同+3.9%、製造業が同+7.4%、非製造業も同+3.1%とプラスにはなるが、2期連続マイナスの後の数字としては弱い数字になっている。97年度計画を法人企業動

向調査でみると、製造業が前年比+7.8%と強いので非製造業が同+0.2%と弱くても、全体ではかろうじて同+2.7%のプラスになっており、短観と似たような姿になっている。ただ、これはむしろ年度前半とゲタで稼いでいるものであり、先行きの見通しをみると、1~3月は前期比-2.2%、4~6月も同-3.7%と弱く、慎重な計画になっている。設備投資の先行きについては、今のところは前回会合時にも述べたように資本ストックに大幅な過剰感はなく、中長期的な視野からの戦略投資は、こうした景気情勢にかかわらずある程度行われると考えられる。例えば、金融機関の機械化投資は本年度+5.2%と平成2年度以来7年振りのプラスになっている。また、自動車メーカーでも、自動車の売行きは悪いが、長期的な環境対策投資を中心に11社ベースで97年度は前期比+13%の8,800億円の設備投資を計画しているほか、98年度もそれを若干上回る設備投資を計画している。工作機械メーカーからも、ミクロ情報として、先行きの受注について比較的楽観的な話が聞かれるが、その背景には自動車の環境対策投資のようなものを見込んでいるようだ。このため、直ちに深い調整が予想される環境にはないと相変わらず言えるが、一方で企業収益の悪化等を背景に今年度下期から来年度にかけて設備投資を抑制する動きもミクロ情報で顕在化している。これは特に半導体メーカーに多く、例えば、キャッシュフローが悪くなっているため、緊急案件を除いて設備投資を事実上凍結し、製造装置メーカーに対して納入延期や仮発注案件のキャンセルを要請しているというケースがある。また、今期の設備投資はキャッシュフローの下振れにもかかわらず、起債で資金調達することにより当初計画に対して若干上積みしているが、来期以降は外部への生産委託拡大や設備の効率化によって数年間にわたって本体の設備投資額を大幅に圧縮する方針だという例もある。他のメーカーでも昨秋以来製造装置メーカーに対して納入延期や仮発注案件のキャンセルを要請したり、次世代製品対応の投資を一部先送りないし見送って、量産ラインの稼働を取り敢えず1年程度延期するなど、ミクロ情報として設備投資抑制の動きがかなり顕在化している。また、

資金繰りに対する不安感や金融機関の融資態度の厳格化の影響も、明確に現れている訳ではないが、例えば家電の卸売といったようなところで運転資金が付かないのでとにかくお断りという動きはあって、それがメーカーの方に影響を及ぼしているといったこともあるので、この辺もやはりダウンサイド・リスクとして認識しておく必要があると思う。図表 12 をみると、中小企業では金融機関の融資態度が一層厳格化しているとみる先が増加しており、資金繰り D I、貸出態度 D I とも大幅に悪化している。こうしたことから、次の短観あるいは 2 月頃から発表される各種アンケート調査の結果をしっかりとみて、慎重に判断していく必要があると思う。

次に家計部門については、個人消費、住宅投資は夏の終わり頃から少し好転していたが、10 月ないし 11 月頃からかなり落ち込んできた。更年後はこれに歯止めがかかっている模様であるが、回復を明確に示唆する動きも現れていない。図表 13 で新車登録台数をみると、12 月は前月比 +8.5% のプラスになっているが、ドレッシングの部分がかかなりあって、同じ率だけ 1 月も落ちている。メーカーによっては半減しているということであり、自社登録等でドレッシングした分の反動が出ている。全国百貨店、チェーンストアとも良くない。ミクロ情報ではあるが、ボーナス商戦、歳末商戦とも不冴えなまま終わったようである。1 月については、出足は好調だったようだが、これはセールの前倒しであったようで、その効果も剥落してきており、月を通してみると大体 12 月並みの前年比マイナスが予想されている。雪の影響だという説もあるが、過去の統計をみると雪が降った直前直後は落ちるが、それは必ず月のどこかで取戻されているようで、過去大雪があった時も月全体を通してみると異常な動きにはなっていない。従って、雪とは無関係に、まだあまり回復が明確に出ていないと思われる。サービス支出は、これまで底固く推移してきたが、図表 14 の旅行取扱額をみるとここへきてだれている。コンビニはまだ伸びているが、伸びのペースとしては少し弱い。旅行については、12 月の出国者数が 4 年振りにマイナスになり、しかも前年比 -11.6%

と大幅なマイナスになるなど、これも弱い動きとなっている。現状、所得の伸びが鈍化していることを踏まえると、当面は個人消費の目立った回復は期待し難いと思う。ただ、前回会合でも述べたように特別減税が呼び水効果を及ぼすことが期待できるほか、一頃のように先行き不透明感が増大していたのとは異なり、最近の株価に現れているようなコンフィデンスの改善傾向が続くということであれば、消費に好影響を及ぼすということは期待できるはずである。図表 15 の消費者態度指数をみると、12月に前期比-5ポイントと大幅に落ちているが、そのうちの-2.8ポイントの寄与度が雇用環境である。マクロ的にみて雇用環境がそれほど悪くなっている訳ではないのに消費の足を引っ張っているのは、失業に関する報道等がマインド面に影響を与えていると思われる。従って、それが落ち着いてくると、少しは改善してくるということではないかと思う。住宅投資も、図表 16 でみると、相変わらず弱い動きが続いており、12月も129万戸と130万戸割れの水準である。先行きについても、着工戸数が現在の水準から大きく持ち直すことは考えられない。住宅金融公庫の個人住宅建設の申込件数は、97年第3回分が前年を2割も下回っている。97年第2回分が金利先安感から後ずれになっているはずであることを考えれば非常に弱い。分譲については、10~12月は前期比+4.3%と増えているが、97年度の用地取得消極化の影響が、今後98年上期の分譲着工の弱材料として必ず出てくるので、持家と同様分譲も先行きについては良い材料はない。貸家については、金融機関の融資姿勢の厳格化の影響が出ていると考えられる。

こうした最終需要の動きを踏まえて生産についてみると、10~12月は前期比-2.3%の減少となっている。7~9月が同-0.4%であり、4~6月も同0.0%ということなので、3四半期連続プラスになっていないことになる。生産が2四半期以上連続して前期比マイナスになったのは、前回の景気後退局面における93年の2~4四半期以来のことである。業種別にみると、10~12月の落込みは、パソコン、通信機器、半導体等の電気機械であるが、これが前期比

-3.9%、寄与度で-0.97%と落ちている。自動車も同-3.2%、寄与度で-0.3%落ちている。こうした最終需要財の減産の影響を受けて、鉄鋼や非鉄等の生産財の減産幅も徐々に拡大しており、鉄鋼は同-3.4%となっている。図表18の在庫循環表をみると、11、12月と鉱工業全体でも明らかに在庫積み上がり局面、調整を要する局面に入ってきており、在庫率も10月の116.3、11月の123.9、12月の122.4と急速に上昇して、調整圧力は相当強まっている。こうした中で、最終需要にも目立った伸びが期待し難いだけに、生産はなお暫く停滞基調を脱しきれない公算が大きい。予測指数でみると、1~3月は前期比+1.9%となっているが、1月はとても+4.3%までいかないであろうとみられているほか、横ばいとしている3月も反動減が出るとみられることから、1~3月の+1.9%は下方修正されるとみられる。ミクロ・ヒヤリング結果を集計すると、さきほど述べたような業種の減産が続く中で、1~3月、4~6月ともに弱含みの基調が続く見込みとなっている。家電販売や電気メーカー等では、資金繰りの観点から在庫を圧縮する動きがみられ、これが生産にも響いてくることになることになると、生産を下押しする圧力を増幅する惧れがある。雇用・所得環境については、所得形成の力は引続き弱まってきている。先行きも、停滞色の強い景気展開が続くことになると、所得の伸びはさらに鈍化するのではないかと思われるが、図表19の労働需給をみると、新規求人数が10~12月は前年比-3%とマイナスになっており、これを受けて所定外労働時間も10月に38か月振りに前年割れになった後、10月の-1.0%、11月の-2.8%、12月の-3.6%と、マイナス幅は拡大しており、10~12月を均すと前年比-2.5%の減少になっている。失業率は高止まっているが、内容的にみても10月以来3か月連続して非自発的失業が前年を上回るということで、あまり良い姿になっていない。賃金についても、図表20をみると、賃金の増加テンポは明らかに鈍化している。1人当たり名目賃金は、月によって振れはあるが、後方6か月移動平均でみると、9月の+1.5%、10月の+1.4%、11月の+1.1%、12月の+1.1%と前年比の伸び率鈍化傾向が明らかになっている。

特別給与はもう1か月みる必要があるが、11～12月分でも建設、金融保険業の落ち込みが響いているほか、中小企業も悪いので、全規模ベースでみた伸びは鈍化している。そうしたことを受けて、雇用者所得全体としても伸び率鈍化が明確になっている。企業収益については、新しい材料はないが、次回短観では下方修正されてくるのではないかと思う。

最後に物価については、さきほど述べたように、アジアの需給引緩みに端を発して、国際商品市況が大幅に下落していることが最近の特色である。図表22でOCI（総合国際商品指数）をみると、10月の97.8が1月には84.4と13.4ポイント下落しているが、これがストレートに輸入物価に響く訳ではない。輸入物価については、円ベースでは円安もあって年末までは上がっていたが、円相場が落ち着いてきたこともあって、ついに1月は輸入物価が円ベースでもマイナスに転じた。契約通貨ベースではかなり落ちているので、今後の為替レートにもよるが、為替レートが落ち着いていればこれから円ベースでも輸入物価は下がってくることになる。輸入物価の動きについてコメントすると、東アジアの需要減退、外貨獲得を狙った安値輸出にタイミングが合う形で、台湾等の能力増強が立ち上がったことから、素材（セメント、繊維、鉄鋼等）に加え、半導体でも需給バランスが世界的に崩れており、欧米等の第3国市場での競合が激化している。これに年末、年初の原油価格の下落も加わり、国際商品市況の大幅な下落をもたらしている。原油価格については今後とも下落が続くという訳ではないが、東アジア発の諸要因は今後とも続き、国内卸売物価に響いてくる。加えて、国内については、公共投資や住宅投資の減少もあり、鉄鋼・建材関連の価格下落があるので、国内卸売物価は7～9月が前期比-0.5%、10～12月が同-0.5%、98年1月の10～12月対比は-0.3%とここへきてかなり明確に軟化している。今後とも、こうした国際商品市況の下落と内需低迷を背景に、国内卸売物価については軟化が続くことが予想される。ここで国内卸売物価の中間財の動きについて若干みると、海外市況に関連している中間財では、電力・都市ガスが9月の99.0

に比べ1月は97.6と-1.4の下落になっている。非鉄金属も9月対比1月は-2.6の下落になっている。また、鉄鋼が-0.8、セメントが-0.8、集積回路は-1.9と9月対比でマイナスとなっている。それから、16MのDRAMは、大口契約の場合97年1月は980円であったが、9月に750円になり、98年1月は390円になっている。足許スポット価格はごく僅かに強含んでいるようだが、大口契約としてはやや下げ止まった程度で、水準としては390円で低迷している。一方、企業向サービス価格は図表24にあるように、前年比マイナス幅が着実に縮小しており、当面も横ばい圏内の推移が続くと予想される。それから、消費者物価については、図表25をみると、総合（除く生鮮）は10～12月は消費税率引上げの影響を除くと前年比+0.8%であるが、医療サービスの上昇等の制度要因を除くと、大体同+0.4%程度で比較的安定している。ただ、この中で注意しなければいけないのは、10～12月頃から商品（除く農水畜産物）のマイナスの寄与度が拡大していることである。この内訳をみると、耐久消費財、石油製品（ガソリン）でマイナス幅が拡大してきているので、消費者物価が今後上昇率を徐々に切り下げていく可能性が高い。物価動向について総合すると、現時点では、総じてみれば引続き安定的に推移している。しかし、その底流には国内最終需要の低迷と在庫調整のもとでの国内需給ギャップの拡大のほか、アジア経済の調整深化が物価面に及ぼすリスクもあり、潜在的なデフレ圧力が蓄積され始めているとみておく必要があるのではないかと思う。ただ、国際商品市況の下落は必ずしも悪いことばかりではなく、経済効果としては、素原材料価格が下がると企業収益に改善効果があるという良い面と、中間財については競合する製品価格が低下して企業収益を圧迫するという悪い面と、両方あることを念頭におく必要がある。今後の動きについては丹念にみていく必要がある。

地価は、相変わらず二極化傾向が続いているが、昨日発表された短期地価動向調査では、また「横ばい」が減って「やや下落」が増えているということである。

以上を総合して、概況に戻って頂く。

[参考資料-3の概況部分(別添2)を読み上げ]

松下議長

それでは、ただいまの説明に対し、質問があればどうぞ。

後藤委員

日本とアジアとの貿易関係についてみると、差し当っては日本からアジアへの輸出にマイナスの影響が生じている。しかし、日本のアジアからの輸入については内需の停滞ということで目立った変化はなく、全体的に減っているということだが、アジア諸国側ではかなり大きな経済の調整の中で動揺をきたしており、今の時点では為替メリットを活かせるような生産なり輸出の体制が整っていないとか、輸出を伸ばすために必要な部品や素材の輸入が外貨の関係で入ってこないということがあると思う。そういう阻害要因がなくなってきた場合には、日本のアジアからの輸入が増えてくるとみておくべきなのか。それとも、既に輸入ペネトレーション比率がかなり高くなっているのです、多少そのようなことがあっても、さほど大きな輸入の増加に結び付かないとみておくべきなのか。

米澤理事

タイムスパンの取り方にもよるが、現地生産化による輸入ペネトレーションは一段落したが、ここでアジア諸国の構造調整がもう一度行われ、それがいわば定常化した状態を想定すると、もう一段の輸入ペネトレーション拡大の可能性のあることは否定できないと思う。現に相変わらず現地生産のメリットありと言っているメーカーもある。これがどのようなペースでどう出てくるのかというのは今の段階では読めないが、それは業種によってはあり得

ることだと思う。

松島調査統計局長

若干補足させて頂くと、アジア要因を日本との関係でどう影響するのかという場合には、所得要因と価格要因に分けてみる必要があると思うが、今の質問の点でいくと、特に注目されるのは価格要因ということであると思う。現地の通貨が対円で相当切り下がっているということなので、モデルでは、切下げ幅と同じ幅でアジア諸国の輸出価格が下がるという想定を置くのが通例であるが、そうするとかなり大きな内外価格差がでてきて、日本に輸入が相当入ってくる可能性があるようにみられる。しかしながら、例えばインドネシアルピアは去年に比べると7、8割位切り下がっているが、インドネシアの場合、対日輸出においてウエイトの高い原油が安くなるという想定を置くのは非現実的であると思われる。また、輸出価格は、それぞれの国の中でどれだけ付加価値のあるものを生産する体制ができているかにもかかってくる。切下げに伴う輸入価格の上昇が国内のインフレに転嫁しないように財政緊縮プログラムをかけていても、アジアのように比較的底の浅い経済の場合、輸入価格の上昇が国内価格に転嫁され、輸出価格もそれほど下がらないということも考えられる。

後藤委員

それほど輸出価格が下がらないということか。

松島調査統計局長

それほど下がらない可能性もあるということであるが、この辺はもう少しこれからのアジア諸国の経済運営が落ち着いてきて、どのような体制になっていくかということを見極めていく必要があると思う。

藤島委員

今と同じようなアジア・リスクの関連の質問であるが、貿易面のところでも話があったようにアジアに進出している日本の企業は、大変な影響を受けており、それが今後収益に影響してくる。それから、インドネシアをはじめ各国で日本の商社を中心とした企業がプロジェクトに参加しているが、それが延期になると、収益に影響してくる。このように貿易のように「物」を通じた収益への影響のほか、プロジェクトの延期等を通じたいろいろな影響が出てくると思うので、そういうものの把握も重要かと思うが、その辺はリスクとしてどのように考えたら良いのか。

松島調査統計局長

投下した現地資本の資産価値が下がってくる、あるいは投下した資本から期待される収益が上がってこないということになると、配当収入等を通じて日本の企業の収益にも影響してくる可能性はあると思う。しかし、企業の場合には必ずしも受身でそうしたマイナス要因を待っているだけではなく、例えば現地で国内向けに生産していた工場を輸出向けに振り向けていくような動きも出てきているので、全部が全部マイナスにはならないと思う。ただ、アジア情勢の日本経済に及ぼす影響は、輸出面を通ずるルートだけではなく、なかなか実態が見えにくい形で収益に影響してくる面もあるので、注意して見ていかなければならない。

米澤理事

今度の短観にはその辺りの事情も織り込まれてくると思うが。

中川委員

前回会合時の報告を思い出すと、当時はダウンワード・スパイラル懸念がかなり強いという表現があったと思う。その際、株価要因、東南アジア要因

等いろいろなことが書かれていたが、今回の報告を聞いていると指標面では依然としてかなり厳しいというか不透明な面があるものの、前回会合時の報告でみていたような懸念材料、ダウンワード・スパイラルを懸念した要因というのはかなり薄れているというような気もする。それで、今回はそのような表現が消えているのか。しかしながら、一方で、停滞色がかなり強い展開ということは変っていない、あるいは逆に強まっているのかも知れない。現実の数字と世の中のマインド的なものとが必ずしも合っていないことが1つのポイントかと思うが、今回「ダウンワード・スパイラル」という言葉が消えたというのは、やはりマインド面の変化の方が大きいと理解して良いのか。

米澤理事

前回会合時にははっきりしていなかったことが、今回ははっきりしてきているという面が1つある。前回会合時に想定したリスクというのは、アジア・リスク、企業倒産等によりコンフィデンスが一層悪化していくリスク、金融機関の貸出態度慎重化に伴うリスクの3つがあった。アジア・リスクの方は、最悪の事態はどうやらひとまず回避できた。もっとも、中心線が下に落ちたということはあるので、それをどう評価するかというのが1つある。それから、金融機関の貸出慎重化に伴うリスクの方は前回会合時に比べあまり変わっていないのではないかと思う。コンフィデンスの方は、確かに株価が示すようにどんどん落ちていくというリスクは薄らいできている。そのようなプラス、マイナス両方の事実がかなり具体的に見えてきたという部分もあるので、それを踏まえてこのような考え方になった次第である。ただ、これは最後の「金融経済月報」でどう表現するのかという問題になってくると思うので、後ほどご議論頂いた方が良いかと思うが。

中川委員

1月の前回会合時に、見えていなかった部分が、かなり見えてきたという

ことだが、その中には在庫投資のように悪くなったことが見えてきたものもある。ただし、今聞いているとそれをどう評価するかはなかなか難しい問題である。ただ、金融面をみると、例えば、当時は株価も最低の時期であったということを見ると、今は状況が少し変わってきたと理解して良いのか。

米澤理事

そこはご議論頂きたいところである。今の株価をどこまで支援材料として読んで良いのかという問題ではあるが、そもそもどうして株価が上がっているのかという問題もある。

中川委員

繰返しになるが、「ダウンワード・スパイラルの懸念」という言葉がなくなっているのは、どういう意味があるのか。

松島調査統計局長

今指摘されている点について、前月は、経済活動の現状評価のところ「ダウンワード・スパイラルの懸念もなしとはしない。」という表現をした。現状は、実体経済面の指標からみると設備投資に前回会合時に比べてさらに悪い指標が出てきている一方、実体経済の指標をみる限り前回会合時に比べて明るい指標は特にないと思われる。ただ、金融面で先行きに若干希望を繋ぐような指標が出てきており、家計、企業のコンフィデンスが一層低下するというリスクについては取り敢えずのところは小康状態というところまで取り戻されたということで、敢えて言及することはしなかったということである。しかし、そのようなリスクが全くないという認識ではない。

後藤委員

全体をみていると、私の印象としては、実体経済面ではこの1か月の間に

出てきた指標を見る限り、どちらかというところが多い。しかし、金融面では株価や為替に明るさが見えてきている。これはやはり政府の対策に対する期待がマインドに及ぼしている影響が非常に大きいのではないかと受け止めているが。

米澤理事

そうだと思う。ただ、実体経済面の中には外需も含まれるが、外需はやはり前回見込んでいたものより大分強い。

松下議長

それでは、次に川瀬企画局長から最近の金融情勢についての報告をお願いします。

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

それでは、最近の金融情勢について説明する。資料は参考資料4の「最近の金融情勢について」である。まず、金融市況から何を読みとるかというところ、第1のポイントとしては、3月の期末を控えて流動性リスクや信用リスクに対する市場の懸念が強い状況が続いているため、ターム物金利が一旦低下した後再び上昇し、債券市場では国債と民間債の利回り格差が続いている。2番目のポイントは先行きに対する見方が好転をしていることを示すような動きが、株価や長期金利の上昇にみられるが、実体経済指標と併せて考えると、材料を先取りした面が強く、相場の流れあるいは市場参加者の景況感に基本的な変化が生じているかどうかについては、現時点で判断することは難しいと思う。次に、貸出等の量的指標や企業金融面の影響についてみると、少し新しい指標も判明したので、それを踏まえて追加的に説明する。図表12で民間銀行貸出をみると、ここには12月までの計数が出ているが、本日の朝1

月の貸出計数が公表された。5業態計での貸出は、12月に前年比+1.1%になっていたが、これが+1.0%に下方修正され、1月は同+0.9%とほぼ横ばい圏内の動きである。このうち、都銀の貸出伸び率は12月、1月と横ばいになっている。都銀では年度末に向けて貸出の圧縮方針を打出しているが、12月は実際には圧縮できず、1月も横ばいになっているので、圧縮計画対比では若干の上振れになったことになる。これについて、要因を聞くと、第1に、下位業態が都銀のメイン先向けの貸出を引き上げるので、メイン行として穴埋めをせざるを得なかったこと、第2に、2~3月期日の貸出が多いので、その時期に調整をすれば良いと考えていること、第3に、BIS自己資本比率の制約との関連で株高や円高に加え、土地再評価益の自己資本への算入の具体化というような動きが出てきていること、第4に、貸出をCPに切り替えることによって自己資本の制約をかなり緩和することができるようになってきていること、等が大きいように思う。都銀サイドでは、3月に向けての貸出圧縮方針に変化はないが、足許、実績が計画比上振れしているにもかかわらず、ここで慌てて追加的な削減方針を打ち出すという感じではないのは、やはり自己資本比率の制約について少し緩和される動きが出てきたことが影響しているように思われる。このように都銀等の上位業態の貸出圧縮態度に少し裕りが出てきているが、反面下位業態、特に第二地銀あたりでは、資金吸収の地合いが悪化しているため、それに伴って流動性リスクの観点から貸出抑制方針を強化する先もみられる。金融機関全体としては、量的供給面で大きく変化している訳ではないが、企業サイドで手許を厚めにしておきたいという気持ちが強いため、窓口では引締め感が強まっており、それに伴い企業から見た金融機関の貸出態度判断もきつい方向に振れている。ただ、銀行以外の金融機関の貸出もそれなりに出ている。図表16で資本市場からの調達の動きをみると、CPの発行額は、本行の推計であるが、12月の確報が6.7兆円から6.3兆円に修正され、1月は6.7兆円と少し増加しているが、ネットでは約9,000億円と1月もほぼ横ばいで、CP市場からの調達が続いてい

ることが分かる。社債・株式については、1月のSB発行額が既往最高になったが、3月迄は高水準が続くという見方が多く、資本市場調達は今後とも増加が見込まれている。図表17で民間銀行部門以外の貸出の動きをみると、1月は残高ベースの確報で、外銀の伸び率は低下しているが、国民公庫、生保、中小公庫の伸び率は着実にマイナス幅が縮小している。とくに国民公庫の場合、僅かながらも前年比プラスに転じているようである。中小公庫の融資相談額の動きをみると、12月は前年比+66%、98年1月も同+91%に伸び率が高まっている。中小公庫の貸出実行額は、融資相談額ほどは増えていないが、政府系金融機関として対応していることが分かる。貸出金利について図表20をみると、窓口での貸出需給の引締まり度を示すインパ・スプレッドは、12月の0.41%から本資料作成後に判明した1月は0.43%と少し拡大している。これは、都銀5行に対するヒアリングによる、新規貸出ベースの実績であるが、ベースとなるユーロ円レートが12月の1.25%から1月は1.16%に下がっているため、出来上がりの貸出金利は12月の1.66%から1月は1.59%に低下している。このように金利は高止まりしているが、どんどん上昇している訳でもない。図表21でCPの発行レートの動きをみると、月中平均としては12月に比べ、1月の方が高くなっているが、1月中旬以降はユーロ円レートと同様に、若干低下している。以上のように、前回以降判明した1月分の計数を踏まえて考えてみると、自己資本の制約が緩和されたこともあり、量的にはそこそこ供給されているが、調達コストは上昇している。ただ、足許については、調達コストは高止まりしているが、取り敢えず上昇は一服している感じである。以上の量的および調達コスト面をみると、足許どんどん厳しさを増している状況ではない。しかし、年度末にかけて量的にもコスト的にも厳しさが増す状況は変わっていないので、今後とも金融が企業活動等の実体面に与える影響を引続き注意深く見守っていく必要があるのではないかと思う。

松下議長

質問がありましたらどうぞ。

中川委員

1月の前回会合で銀行の貸出計画の具体的な数字を聞いた時は、3月期末に融資を抑制ないしは削減する計画であったが、今回の説明によると、1月の段階では貸出は多少減少しているが、概ね横ばいの動きであり、それほど大幅に減少していないということである。これは、都市銀行が取り敢えずメイン・バンクとしての対応として貸出を続けていることによるものであるが、これから3月にかけてはやはり減少させざるを得ないというヒアリング結果もあるようだ。その辺りは具体的にどのような見通しにあるのか。株価が上がっており、為替も少し円高にあり、自己資本比率からの制約は幾分緩和していると思われるが、ヒアリングを通じてどのような感じを受けているのか教えて欲しい。

川瀬企画局長

前回会合時に説明したのは、12月下旬にかけて策定した貸出計画であるが、その後3月末時点の計画を具体的に変更したということではないので、都銀としては一応その計画を念頭に置きながら走っているところだと思う。ただ、前回会合時の環境としては、株価や円相場が安いので、計画を一段と圧縮しなければいけなかったが、今回はそれをしないでも良いかということ而走っていると思う。公的資金の導入やCPへの切替え等ということもあるので、計画策定時においても自己資本比率については8%ぎりぎりではなく、ある程度余裕を持って走っていた。そうした中で、実際に資金需要が出てくると、信用リスクがそれほどない先に対してある程度スプレッドを引き上げたうえで貸出を続けるということもある。また実際には、自己資本比率の制約がそれ程強いものとはならないかも知れないほか、貸出をCPに切り換えること

もできるかも知れないということで、銀行サイドでは今後の環境条件の変化や資金需要の出方を見ながら対応していこうというようになっていると思う。

中川委員

2～3月末にかけて期限がくる額は、かなり多いのか。

川瀬企画局長

普通でも3月に切替えがくるものが多いが、12月に予想を上回って出た貸出は短期の転がし資金であり、期越え資金を出した訳ではないので、2～3月末に期日が到来するものが多い。

藤島委員

2点ほど伺いたい。1つは今の中川委員の質問にも関連するが、年度末を意識して、政府はいろいろな対応策をとり、日銀も潤沢な資金供給をしている。今の話を聞くと、上位銀行は、目鼻がついたところまでは行かないにせよ、ある程度対応に余裕が出てきているという感じであったが、巷間言われているのは、年度末にかけて当面注意を要するが、その先4、5月もビッグ・バンが本格化する中で、倒産等信用リスクが具体化するのではないかというものである。そのような面について、どのようにみているのかを聞きたい。もう1つも、中川委員の質問にも関連するが、ターム物金利をできるだけ下げたいということで、潤沢な資金供給をしていることについては大変有り難く思っており、今後とも是非続けて頂きたい。これは今回政策決定会合の後半部分において任命委員の方々に議論して頂きたいことであるが、ターム物金利を下げるために、例えばレポ・オペの資金の量を拡大していくことはできないのか。確かに、現在も相当行っているが、さらに増やしていく場合に限界はないのか。あるいは、公定歩合とインターバンク・レートとの関係について、平均的にみて「公定歩合水準をやや下回るオーバーナイト・レート」

という表現のうち、「やや」という言葉ははずして、オーバーナイト・レートを現在より低下するよう促していくことも考えられる。公定歩合を下げないで、オペによってターム物金利を下げるうえで「やや」という言葉が制約になるのであれば、「やや」という言葉を外しても良いという議論もあり得るのではないか。要は、日銀が今最大限努力をしているターム物金利の引下げが実現すれば、企業の調達金利も下がることになるので、最大限何ができるのかご議論頂けると、非常に有り難い。その場合、制約要因があるとなれば、どのようなものがあると考えているのか。

川瀬企画局長

期末の企業金融については、結構大変だという状況は基本的には変わっておらず、特に安心したということではない。ただ、前回会合で説明した時には、株安や円安が一段と進みさらに貸出を切込むことを余儀なくされるかも知れないという認識があった。今回は、それに比べると落ち着いてきているが、かと言って年度末は大丈夫というつもりはなく、警戒をしていかなければいけないことは変わっていない。倒産がどのような形で出てくるのかというのは、金融機関の対応にもよるが、量的に何がなんでも圧縮をしなければいけないということでもないので、信用収縮による倒産は避けられるのではないかと思う。倒産の原因としては、その他にも信用リスクや企業収益の問題があるので、年度末にある程度出てくるのか、あるいは、仮に年度末を越えてもその先4月以降に出てくるのか、今の段階では何とも言いにくい。ただ年度末にかけて懸念されていたような貸出圧縮を原因とするような倒産は避けられるのではないかと思う。後者のターム物金利を引下げるために何かできないかという問題については、さきほど川原営業局審議役からも説明があったが、できるだけ期越えのニーズを充足していこうということで、本行としては昨年はこの時期には殆ど行っていなかった期越え資金の供給を相当思い切ってやっている。もう少しできるのではないか、あるいはやるべきでは

ないかというご指摘については、現在は金融調節の効果がどの位出てくるかを見守る段階ではないかと思う。公定歩合は下げないで、オーバーナイト・レートを下げるべきかどうかということは、オーバーナイト・レートをどのように誘導していくかという意味で、まさに金融政策そのものに関する議論になる。経済全体が停滞している中で、ターム物金利が高止まりしている状況を考えると、金融緩和を一層進めるかどうかはターム物金利だけでなく、経済全体の中で考えていくべき問題である。

松下議長

それでは、それは後半部分で議論して頂くことになるので、その際に委員方の意見を伺いたい。執行部からの説明は以上である。ここで若干の休憩を取り、その後11時25分に再開する。

(11時9分中断、11時24分再開)

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

後半に入る。最初に山口理事から当面の金融政策運営上の検討ポイントの説明をお願いします。

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

景気、物価面での検討ポイントについては、前回も下支え要因とダウンサイドのリスク・ファクターの両方をあげたので、今回もそれに沿った整理がしてある。下支え要因とダウンサイドのリスク・ファクターとして考えられる主要なものは、こういうものではないかと思うが、当然それ以外にもポイントがあろうかと思うので、それについてはまた議論頂きたい。下支え要因

の1番目は、フィスカル・ドラッグの影響の減衰である。まず、消費税率の引上げに伴う消費の落ち込みは当然時間が経つにつれて減衰していくと考えられる。また、目先2兆円の特別減税が予定されているので、そういう意味でも消費の落ち込みは小さくなっていくと考えられるが、一方新年度予算案を前提にする限り、公共事業費は引続きかなり減少する見込みにあるので、歳出サイドからの下押し圧力は続くと思う。2番目は特別減税、金融システム対策などの政策対応の効果であるが、既に発表されている措置はマインドの好転という点では一定の役割を既に果たしており、これからも果たすことから、ポジティブな要因が新しく出てきたと言って良いと思う。ただ、後者の金融システム対策については、まだ具体的なスキームや実行のイメージがはっきりしていないので、現時点できちんとした評価を下すのはなかなか難しい状況ではないかと思う。輸出、設備投資については改めて付け加えることはないが、輸出については当面増加傾向が続くという意味では下支え要因として引続き働くと思われるが、さらに少し先を展望すると、少し不確実性が出てきている状況にあると思う。設備投資については残念ながら頭打ち感が出てきている状況ではないかと思う。こうした下支え要因を総合してみると、当面純輸出が非常にしっかりした動きを続けそうだとすることを除くと、政策展開に依存する部分が前回会合時よりも多少大きくなっている感じがする。一方、ダウンサイドのリスク・ファクターのうち、アジア経済の調整深刻化の悪影響については、既にかなり議論が行われたので付け加えることはない。金融機関の融資姿勢慎重化の一層の強まりによる企業金融への悪影響については、今後期末にかけて金融機関の与信がさらに絞り込まれていくというリスクは、ひとまず後退していると言って良いと思う。また、民間金融機関の外側にあるいくつかの受け皿もバッファーとしてそれなりに働いていると言って良いと思う。しかし、やはり全般的に信用リスクについての意識は非常に強い状態が続いており、それを反映して各分野で金利が上昇傾向にある状況だと思う。金利の上昇については、期末要因で増幅されている部分がある

ので、期末が近づくとつれて、あるいは期末を越えた時点ではもう少し落ち着くと期待できる部分があると思う。ただ、いずれにしてもここにきて生じているレート上昇の影響をどうみるのかということも1つのポイントかと思う。3番目の金融システム不安等による企業、家計のコンフィデンスの一層の低下というリスク・ファクターについては、株価をみる限り、マインドというか、コンフィデンスの一層の悪化というのは取り敢えず回避されている訳であるが、家計についてコンフィデンスが持ち直しつつあるというだけの材料がまだ出ていないと思う。企業についても、今、設備投資計画が作られる大事な時期にあるが、新年度計画が低めに出てくる可能性があることも一応念頭に置いておく必要がある。在庫調整については、先程の経済活動の現状に関する報告にもあったように、長期化した場合に景気全般をさらにもう少し下押ししてしまうリスクがないとは言えない。このようにダウンサイド・リスク全体としてみると、やはり少し強まっているという評価ができるのではないかと思う。これもやはり今後出てくる政策如何によって、マインドなり、コンフィデンスの行方がかなり大きく左右されるという不安定な状態にあるということではないかと思う。最後のポイントは物価面でのリスクをどう評価するかということであるが、潜在的な物価下落圧力がじりじりと強まっている状況にあるように考えられる。以上が取り敢えずの検討ポイントであるが、金融政策の運営方針については、前回同様A案、B案、C案の3つが考えられる。A案は市場金利の上昇を促す措置であり、その考え方としては「低金利は家計所得にとってマイナス」という見方がかなり浸透していることになる。また、最近の景気停滞色の強まりの主たる原因が個人消費の落ち込みにあるという状況に鑑み、ここで、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という考え方をとることになるが、問題点としていくつかのことが思い浮かぶ。まず、一般論として景気の回復力が十分強まらないうちに金利を引上げてしまうことリスクがある。これは、経済活動全般に悪い影響が及んでしまい、雇用とか、家計所得にと

っても結局のところマイナスの方が大きいという問題である。また、現在の状況の中で、そういう措置を考えた場合には金融市場の動向を一段と不安定化させるということが考えられる。さらに、株価にとってもマイナスだと思われる。為替相場に対する影響は余りはっきりとイメージすることは難しい状況であるが、ここ暫く円高方向への流れがあることを踏まえると、そういう流れを何がしか加速させる惧れがあるかも知れない。そういういくつかの問題点についての吟味が必要である。次のB案は現状維持であり、これと整合的な考え方としては、景気は停滞を続けているが、深刻な下降スパイラルには大きくは至らないだろうと考え、また政府サイドで財政政策、金融システム対策両面においていろいろと手を打ちつつある状況なので、その実行状況なり、効果なり、マーケットの反応というのを見極めることが適当であるということになると思う。金融市場の現状については、潤沢な資金供給によってオーバーナイト・レートの安定と資金繰り不安感の払拭に努めており、その効果がターム物にも少しずつ及んでいくことを期待するというポジションを引続きとることになるかと思う。現状維持のB案にも問題はあつて、やはり経済全体について停滞を続けていると総合判断をする場合にそれとの整合性をどう考えるかという問題があると思うし、またオーバーナイト・レートについて現状維持のスタンスで調節をやっていく場合に、マーケットの金利全体に対する影響力を十分獲得できるかという意見もあろうかと思う。そういう意味では次のC案と併せて検討するのが適当と思う。C案は現在の調節スタンスを変更して市場金利の低下を促す調節を行うということである。C案の考え方としては、経済が深刻な下方スパイラルに落ち込むリスクは小さいにしても、B案に比べればもう少し、景気なり、物価なりについてのダウンサイド・リスクに着目するということになる。そういう考え方を踏まえて、ここで一段の金融緩和により、景気回復力を補強することが適当と判断することになる。また、それにより、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という

考え方になると思う。C案について金融市場の中でどういう効果があるのかイメージしてみると、オーバーナイト・レートをさらに下げた場合、ターム物金利もフル・スライドするかどうかは分からないが、何がしかは下がる効果があると考えられる。その効果がどの程度かということについては、やってみないと分からない部分が多いと思う。ただ、信用リスクについての懸念が非常に大きい状況が残る限り、オーバーナイト・レートに比べてかなり割高なターム物金利の水準が続くというイールドの構造は変わらないかも知れない。さらに期間の長い中長期の利回りを考えると、経済の将来予想によって影響される度合いの方がもっと大きくなるので、オーバーナイト・レートから直接に中長期の利回りに影響を与える度合いはさらに小さくなるが、それでも幾分反応する可能性はあろうかと思う。次に金利の引下げが資産価格や実物投資に波及する度合いをどう考えるべきかという問題があるが、こちらの方は残念ながら現在のようにマインドが萎縮しており、コンフィデンスが弱い状態を前提に考えると、効果はやはり相当限定的ではないかと思う。消費マインドに及ぼす影響だけに限ってみると、場合によっては悪い影響の方が勝って出る可能性も全くないとは言えないと思うが、これも実際やってみないと分からないポイントである。そういう影響についても効果を評価するに当たっては考えなくてはいけないと思う。その他、為替への影響もあるが、これは円安政策と受け止められないような注意が必要である。以上のことを念頭に置いたうえで、金融政策として、さらに利下げを追求するか、それとも、ここまで金利が低くなってきている以上、財政政策なり、あるいは金融システム面での手当てなり、別途の経済政策に期待する部分が多い、と考えることになるのかも知れない。いずれにせよ、そういう経済政策全体の中での金融政策の選択を考えていくことが最も重要なポイントではないかと思う。

2. 金融経済情勢に関する検討

松下議長

ただいま金融政策運営上の論点についての説明があったが、この論点や、その前の執行部からの現状の説明を踏まえ、ここで金融経済情勢の検討に入りたいと思う。議論の進め方としては、初めに任命委員の方々から金融経済情勢の判断についての意見を伺っていききたい。それについての全員の議論が終わったところで、次に当面の金融政策運営についての議論をお願いし、そのうえで最終的な結論を確認させて頂きたいと思う。それでは、金融経済情勢の判断についての意見を願います。

濃野委員

経済活動の現状評価については、全体的にみてさきほど米澤理事から説明のあった内容と同様の感触を持っている。前回会合から今回会合までの間に明暗両様の指標がはっきりしてきたことは確かであるが、達観すれば前回会合時の状況と変わらないというのが私の感じである。一言で言えば、ダウンサイド・リスクを含みながら、停滞感の強い情勢が続いている点は基本的には変わっていないという気がする。まず設備投資については、数字的な裏付けはないが、私の感じを申し上げますと、これから日を、月を追うに従って暫くの間は弱い数字がだんだん出てくるという意味でダウンサイド・リスクがあると思う。それから在庫調整については、今回は昔の在庫調整と違って深くはなく、非常に浅い調整だと思うが、こういう経済のだらだらした状態が続くと、在庫調整の期間が非常に長くなるのではないかと思う。また、アジア経済の調整問題も今のところやや好転してきているが、在庫調整がある程度進み、日本経済が立ち直る段階でその影響が出てくることが懸念される。例えば、今年の半ば、ないしは半ばを過ぎた頃にそういうことになれば良いが、という感じをもっている。景気対策等もいろいろ出されているが、金融システム不安の問題というものをまず片付け、その後失望感を与えない

よう地道な対策を考えて出していくことがむしろ必要なのであり、これだけ大きな規模の経済を右から左へ、左から右へ振り回せるような大きな効果がある対策の投入は所詮無理だと思う。むしろ停滞感を少しずつ緩めながら、長い目で見て経済の新しい路線に持っていくという方向が一番良いのではないかという感触を持っている。物価面のリスクについては、前回会合では結論としてはリスクはないが、むしろ上振れた時に政策的にどうするのかという心配を持っていたが、現在はそういう感じが全くない。今回の結論としては、上昇も、下落もそれほど大きなリスクがあるとは考えていない。物価面での政策というのは、とくに考えなくても良いのではないかと思う。

後藤委員

前回会合で検討した下支え要因を、現時点でどう評価するかということであるが、フィスカル・ドラッグの影響はやはり減衰していくと思う。消費税引上げの影響は、97年度には時と共に薄れていくだろうと思うし、97年度の補正予算、減税等の追加的な経済対策が検討されていることを踏まえると、数量的な把握はなかなかできないが、良い影響が期待される。確かに、公共事業の減少が下押し要因としてあるが、ゼロ国債や、公共事業予算の前倒しということがなされると、その後ある程度追加的な公共事業が出てくることは当然予想されるので、マインドの面でも公共事業の当初予算での減少はそれほどマイナスの要因になってこないと思う。政策対応の効果については、早期にうまく実行されてマインドを好転させる方に働けば良いと期待している。輸出についても、当面、夏頃位までは下支え要因であり続けるだろうと思う。ただ、その先については、アジア経済の調整との関係でどのようになっていくのか少し気をつけてみていかななくてはいけないのではないかと思う。一番心配なのは設備投資の先行きであり、前回会合では下支え要因として挙げたが、濃野委員からも話のあったように先行指標、法人企業動向調査などのデータをみても、現時点では投資意欲の減退は否めず、先行きはむしろダ

ウンサイド・リスクになっていく要因になる可能性があるのではないかと思う。何と云っても、情報化投資が一巡していることがかなり大きいような気がする。それからダウンサイドのリスク・ファクターの評価であるが、アジア経済の調整深刻化の悪影響については、これはさきほども説明があり、わたしもちょっと質問したが、貿易、商品市況の面、わが国の企業、金融機関の収益への影響等様々な要素があって、まだなかなか総合的な判断がしにくい状態ではないかと思う。それから融資姿勢慎重化の問題は、一時よりは改善してきていると思うし、この間の支店長会議の報告を聞いてみて、かなり地域差があると思った。今のところ、さきほども5業態の貸出残高の話があったが、バッファーとして期待されるようないくつかの要因もそこそこうまく働いているのではないかと思う。ただ、期末の3月にかけては十分注意して見ていく必要がある。特に、实体经济の面はともかくとして、金融市場の面では、今、若干の明るさとか、マインドの好転が出ているが、仮にゼネコン等の破綻が起きるようなことになると、また下振れしてしまうことになりかねないので、気をつけてみていく必要があると思う。企業、家計のコンプライアンスの問題であるが、これは若干好転していると思うが、さきほどの経済活動の現状評価の話を知っていると、雇用、所得の先行きについて今年はなかなか厳しいものがあるのではないかと思う。この辺になると、さきほど山口理事が言われたような、政策展開の如何への依存が大きくなっていくのではないかとされるが、その雇用、所得の先行きといった点で、若干の心配が残ると思う。また、在庫調整についてはやはり122とか124という在庫率はかなり高いので、うまくいっても少なくとも年央までは調整が続くと思う。物価面でのリスクは、国際商品市況の話があったが、その他に国内的にも仮に潜在成長率が2~2.5%と考えると、97年度の成長率の実績見込み、98年度の予測、政府と民間では大分違う訳であるが、どちらを取るにしても、需給ギャップは拡大の方向にあると見ざるを得ないので、どちらかというところ、デフレ的な低下圧力に気をつけていかなければいけないのではないかと思う。

武富委員

前回の決定会合と、今回との間の多少の違いというのは、市場の期待と景気の実態に、ややすれ違いというか、ずれがあるということが前回より今回の方がはっきりしているということだと思ふ。市場の期待としては、最悪期は辛うじて脱し、改善しているけれど非常に脆弱な感じがまだ続いているということであるが、ともかく少し最悪期を脱する感じが出てきたのは、専ら先行きの追加景気対策期待に支えられているに過ぎない訳で、そこがさきほど申し上げた脆弱含みということだと思ふ。一方、景気実態の方は、市場の期待が改善したこととはむしろ逆の動きで、前回会合時よりはどちらかというところ少し停滞の感じが強まっているかと思ふ。私がここで景気実態として念頭に置いているのは、外生需要というか、他人頼みの公共投資と外需を除いた民間経済主体の自律的、循環的な経済活動の流れである。そこに焦点を合わせて言えば、さきほどから指摘のあるとおり、在庫調整が、むしろ若干深まり、企業業績が昨年度の半ば以降悪化傾向に入って、それが投資調整に迄確実に繋がってきてしまっているということだと思ふ。消費の方も最悪期は脱したと思ふが、目立った改善の証もないと感じている。市場の期待どおりに今後の景気実態が追いついていくことによってこういうずれを一致させるためには、まず期待されている追加対策をしっかりと実行することが何より大切だろうと思ふし、もう一つは既に採られている所得税減税と金融システム安定化措置等の対策が目に見える形でしっかりと表に出てくる環境を整えることが重要である。所得税減税については、消費に多少貢献があるかどうか、その効果を十分に見極めることが重要になってくる。追加対策については、現在の局面というのは、期待成長率がやや下方屈折しており、期待投資収益率も下方屈折しているので、その認識を踏まえると、もちろん目先の需要増強対策も必要であるが、中長期にみて期待成長率、期待投資収益率の下方屈折を正常化することに資する対策を講じ、そのことをメッセージとして明確

に市場に伝えていくことが、抽象的な表現ではあるが、必要だろうと思う。それによって現在市場がほのかに持っている期待の裏付けをしていくことが喫緊の課題だと思っている。設備投資を例にとると、唯一新産業としてある情報通信産業も今の段階では投資は一巡しているということであるが、一言で言えばサプライ・サイドを念頭において、情報通信産業に加え、もう1つ、2つ新しい目玉となるような産業が中長期にみて出てくるようなインセンティブを与え、民間の投資活動を引き出すような政策を明確に骨格として出していくことが必要だろうと思う。それは、財政政策だけではなく、セミマクロ、ミクロの構造対策ということも含めた話だと思う。財政政策について重要なのは、財政構造の改善を行いつつ財政を生かして、今の短期の景気対策にとどまらず、中長期の産業構造の高度化、期待成長率の嵩上げに繋がることをやっていくことである。そのために租税構造の改善、歳出構造の改善を通じて、将来志向型の効率的な体系に変えていくことが大切であり、それによって経済が活性化すれば、財政の赤字削減にも繋がると思うし、短期的な景気対策にもなるようなものが結構あると思う。もう1つ、財政との絡みで言えば、個人消費が今伸び悩んでいる要因としては、消費者の心理として、消費税率の引上げと医療費の値上げにより恒久的な所得の流出が生じていることがイメージされていると思う。それに対し、今議論されている2兆円の所得税減税は取り敢えず一過性のものであるから、例えば租税構造の視点から、直間比率の改善を図りつつ、短期的に所得分配の流れを変え、やや気弱くなっている消費を戻すようなことをやるべきではなかろうか。消費税率が引上げられて、所得減税が恒久化される形は中長期の財政政策としても必要なことであるし、短期的に需要をこれ以上落とさないで持ち直させるためにも必要かもしれない。このような形で市場が期待している対策の骨格作りができれば、今すれ違っている市場の期待と景気実態は一致してくるのではないかと思う。

松下議長

3人の意見を伺ったが、達観して申し上げると、実質的な判断において食違があるという感じは受けなかった。前回会合から今回会合までの期間を振り返ってみて、実体経済について、明暗双方あるが横ばいの範囲内という意見の一方、やや下押しの部分が大きいという意見もあったが、実質的な判断において方向が逆になるということは全くなかったと思う。また、先行きの問題点として、在庫調整が長引くことによって設備投資の力が減衰するという面も指摘された。市場の期待については、経済実態を反映していない部分があって、そこが一致するような政策効果を出していかなければ、将来難しい問題が起こる可能性があるというような判断があったと思う。私自身はそのような判断に対して大筋同感である。ただ、アジアの危機に関する将来の見通しについては、もう少し慎重に考えていく必要があるのではないかという気がしている。というのは、メキシコ型の資本逃避のように金融面だけの問題では止まらず、国内の経済システム、金融システムの問題が露呈したところがあって、各国ともこの建直しをやっていかなければ、問題の基本的な解決にならないということが明らかになりつつあると思う。確かに、これまで国際的な支援体制を作るために関係国の足並みが揃っていたことは非常なプラスだと思うが、これから先経済全体の再建を支援するという点には難しさがある。その点がうまくいかなかった場合には、やはり日本に対する諸々の影響という面でも、答えの出ないような難しい問題があるという感じを持った。金融経済情勢に関し、任命委員の方々の判断が大筋一致しているように受け止められるので、それでは当面の金融政策運営についてはどうあるべきであるかということの意見を伺いたい。

3. 当面の金融政策運営方針の決定

濃野委員

私の意見を申し上げる。私は、金融政策運営方針については、B案を採ら

ざるを得ないと思う。現在やっている政策スタンスを継続していくということである。当面の最大の問題としては、ターム物金利が高止まっており、これを何とかしなければいけないということがある。金融調節のテクニカルな面についてはよく分からない部分もあるが、今日の企画局長の説明によると、ターム物金利の現在の高止まりの原因としては、年度末を控えた流動性リスク、信用リスクに対する市場の懸念というものによるところが大きいことが指摘されている。もしそうだとすると、そう簡単に片づくものではなく、テクニカルな面を通じて果してそれが解決できるのかと思う。川原営業局審議役の説明によると、市場にはターム物金利の高止まりも解消の可能性があるような意見というか、声も出てきているという指摘があった。私は、今年度末を控えてそういう見方が実現していくのかどうか、その辺も期待してみたいという感じがする。今の政策スタンスを変えるとすれば、変えることによるプラス面、マイナス面をもう少し分析して、その結果について説明を受けたいという感じもする。

後藤委員

確かにターム物金利が上がって高止まりをしているという、その部分だけ取り出してみればこれだけ超金融緩和をやっているのに、一部にやや金融引締め的な状態が生じていることになる。B案については、オペの実施方法等の面でさらにもう一段工夫をすれば何かやれることがあるのではないか、あるいはさきほど藤島委員が言われたような低め誘導を強化することはできないのか、という2つのことが考えられる。このうちのどちらが可能か考える必要があるという気がするが、「最近の金融情勢について」の参考計表の図表4により1か月物のインプライド・フォワード・レートを98年1月末時点で観察すると、「1か月後」のところ飛び上がっているが、「2か月後」以降は下がっている。期末を越えた後もいろいろと問題があるという意見もあるが、これをみる限りは、期末をどう越えるかを意識して前倒しに資金を

手当ですといった、期末越えの要素が大きく響き、さらに、それが誘発している信用リスクの問題があるかと思う。そうだとすると、平成に入る前から短期金融市場における金利の裁定機能を活発化するための改革を積み重ね、それに伴って金融調節方法も貸出からオペ重視にしてきたといった大きな流れの中で、オペの工夫というテクニカルなことを通じてターム物金利の高止まりを抑制する手段が果してあるのか、という問題を考えなければならない。この問題はなかなか難しいと思うが、何かいい知恵があれば教えて欲しい。次に、低め誘導の強化については、これは今公定歩合水準そのものの変更はかなりアナウンスメント効果的なものがあるとの考えによるものであろうが、結局詰めていくと、C案に帰着するのではないか。しかし、C案を採るかどうかということについては、山口理事が指摘した問題点を考えると、さきほど川原営業局審議役が述べた期末を迎えての期越え資金の供給の効果が、時と共にもう少し現れてくることを期待したいと思う。確かに、公定歩合なり、金融調節を通じた市場金利の誘導水準がもう少し高く余裕があれば、C案を採ることも1つの方法ではないかと思う。しかし、総裁が国会で連日答弁していることでもあるが、私の気持ちとしては、金融調節上の努力では駄目なのでC案に踏み切るということにはならない。なお、世間では、「金利を上げるべし」という議論も強いので、その問題についても考えると、2年4、5か月の間、前例のない低金利が続いているという期間の長さが預金者の方々の不満をかなり募らせていると思う。国会筋だけではなくて、広報課から聞いた、インターネットで寄せられている意見でも「いつまでこの低金利政策を続けるのか」という声が大ききように思う。また、ごく一部ではあろうが、経済界の中にも「これだけ長い間異例の低水準の金利が続くと、資金コストについての考え方が甘くなるのではないか」とか、「4月の外為取引自由化を控えて、異例の低金利から通常の高金利に機会をみて戻しておくべきではないか」という意見があることも承知しているが、やはりマクロ的にみると、金利の引下げが企業の資金コスト低下を通じて設備投資、生産等

の企業活動を下支えるという形で好影響を与えていることは、疑う余地のないところだと思う。仮に金利を引上げようということになったと仮定すると、中小企業を始めとしてそれは困るという声が一方で強く起きてくるのは必至だと思う。経済が現在の停滞から脱して、回復軌道に乗って、少なくとも異例の低金利から通常の低金利の水準に回復できるような状態に早くなれば良いと思うが、停滞色が非常に強い現状ではやはり暫くは現状の政策スタンスを維持して、金利コストの面で自律的な回復軌道を妨げる結果を招くことにならないようにしておく必要があると思う。結局のところ、消去法でいくとB案になる。

松下議長

有り難うございました。武富委員いかがですか。

武富委員

前回会合時と今回を比べると、金融調節方式をどうするか、金利をどうするか、その他準備率を含めどうするか、という問題が一段と難しくなっているというのが率直な印象である。結論としては、前回会合時と変わらないが、金利を上げるにせよ、下げるにせよ、部分的にはそれぞれ理屈があるので、話が非常に難しくなっていると思う。まず、前回と今回を比べて、民間部門の景気実態に関する景況判断が良くなっていないことから考えると、政策スタンスとしては、もう少しアコモディティブにする余地はないかということも根拠のある話だと思う。ただ、その効果がどうかと言うと、さきほど執行部からも話のあったように、私は限定的だと思う。一方、弊害はどうかと言うと、これは未経験の領域なので、決して断定的に言えることではないが、かなり弊害も抱えていると思う。今経済そのものが微妙なバランスの上に成り立っている時に、政策スタンスを変更することによって微妙なバランスを崩すということもあり得る訳で、それはやはり避けたいと思う。下げた場合

の効果の方は、あることはあるにせよ、限定的であり、期待投資収益率が下がっていることが、今の日本経済の1つの本質的な問題点であることを考えなければならない。投資コストが高いために、期待投資収益率との関係でやりたい投資ができないのではなく、資本コストとは無関係に期待投資収益率そのものが低いということだと思う。優れた経営者が一所懸命考えても投資機会がそう転がっていないというのが実情であるとするれば、金利を引下げたからといって、経済活動が非常に強く反応するかというと、そうではないだろうと思う。確かに、現在、投資調整にまで景気調整が及んでいるので、その調整の度合を軽微にすることは、心理面も含めてプラス効果があるかもしれないが、弊害の方も大きいのではないか。また、さきほど後藤委員も指摘していたように、日銀が巧みに金融調節を行うことを勘案しても、金利が低水準にあり、バッファーがない状態にある時に、0~0.5%という限りなく狭いレンジの中で、日足を変動させ積み期間を通じて平均的にどこかの水準にもって行くということ自体は可能だとしても、金利がブレることが問題になってくる。それは、ブレ幅より、ブレ率が大きいことが問題になってくる。仮に0.25%の変動であっても、0.5%から0.75%に上昇すると、ブレ率としては大きく、5%から0.5%変動するのとは全然性格が違うと思う。また、過大に言うつもりはないが、前回会合でも指摘したように、目前に控えている外為法改正の影響も考えなければならない。今は個人部門にももちろん動意はないかも知れないが、いざその日が来た時にもっと低い預金金利になっていた場合、海外証券投資も含めて、本来元本を確保して生活の安全保障にすべきものをリスク資産に変えてしまう、必要以上のインセンティブを与えるようなことになるのは、必ずしも経済全体にとって望ましくないのではないか。少なくとも金利を下げることにはそのようなことを誘発するリスクを内包していることをしっかりと認識しておきたいと思う。下げた場合の弊害は他にもあるが、上げる方はさきほど金融経済情勢に関する判断のところでも言ったように、所得の分配構造にかかわってくる。消費税率と医療費の個人負担

が引上げられ、家計部門から所得が恒久的に流出しているが、それを代替するものがなく、さらに低金利が3年近くも続くことが生み出す家計部門のパーセプションはどういうことになるのか考えると、局部的には金利という所得分配の媒介項を今困っているところに対し、有利になるようにした方が良いには違いない。ただ、さきほど執行部から説明があったように、もっとトータルな経済との絡みで言えば、必ずしも局部の正しさが全体の正しさに繋がらないと思う。もし、世の中の一部の方々がこの低金利で非常に生活に困窮し、苦しみを味わっているとすれば、それはマクロの金融政策を超えた、社会政策の分野に入る問題だと思う。今のような異例の事態の下で心がすさんできている方々に対しては、しっかり対応しなければいけないと思うが、金融政策にそれができるかと言うと、正直に言って限界があるし、金融政策の本来のファンクションとは違うかも知れない。もう少し金利水準全体や経済活動水準が高いところであれば話は別だが、現在は臨界点すれすれの所にいる。低金利のままずっと据置くことに伴う一種の心の閉塞感というものがあり、理屈抜きで、まっとうな経済学を適用するような経済状況、社会心理状況ではないという気分も世の中にはあると思う。確かに、変えないこと自体がいけないという批判も世の中にあるが、金融政策の一貫性ということで軸がブレないためにも、そうした批判を覚悟で現状維持としたいと思う。

松下議長

有り難うございました。今日は大変行き届いた議論を頂いた。A案、C案の問題点も含めて、様々な問題点について検討したうえで、結論としてはB案以外にないという判断で一致していると考えられる。官庁委員からも金融経済情勢の判断および当面の金融政策運営について意見があればどうぞ。

中川委員

任命委員の方々と同じ観点から簡潔に意見を申し上げる。さきほど武富委

員から財政の問題として、租税構造、財政構造について言及があったが、政府としてはまさに今それを財政構造改革、税制改革の中での確にやろうとしているところであり、ご指摘の点はもっともなことなので、私からも伝えていきたいと思う。経済全体の情勢判断については、私自身の基本的認識としては、さきほど執行部から説明のあった認識と現状に関しては全く違和感はないと思う。ただ、今後の見通しに関しては、執行部の説明とは少し違う感じを持っている。市場心理には既にかなり持直しの兆しがみられるし、まさに今金融システムの安定化対策、特別減税等の予算措置、税制面での措置が着実に実施に移されている訳であるから、これが実体面、マインド面双方に良い影響を及ぼすことが期待できるのではないかと思う。従って、平成 10 年度の比較的早い時期に、景気は回復に向かっていくと考える。下支え要因あるいはダウンサイドのリスク・ファクターについては、さきほどいろいろと指摘があり、このうち財政面のフィスカル・ドラッグの影響の減衰については既に執行部から詳しい説明があったので詳細は省略するが、事業規模約 1 兆円の公共事業追加のほか、1.5 兆円のいわゆるゼロ国債、国庫債務負担行為の確保が既に成立しており、まさに今実行中である。加えて、2 兆円規模の特別減税も動いており、そのうち 1 兆円は 2、3 月に実施され今年度中に効いてくる。さらに、金融システム安定化対策についても、30 兆円の公的資金の活用について、本日の参議院財政・金融委員会で法案が可決され、来週早々には参議院を通過するという事で、若干の遅れはあるかも知れないが、予定通り進んでいると理解している。このような効果は着実に景気に好影響を与えると期待している。輸出についても、確かにアジアのマイナス要因はあるし、今議長からも、もう少し厳しくみるのが適当ではないかという意見もあったが、当面は好環境が維持されていくのではないかという感じがする。確かに、設備投資、在庫については、懸念材料がない訳ではなく、なかなか厳しい面はあるが、今申し上げたいいろいろな措置を 1 つずつ着実に実施していくことが大切であり、その意味でも今国会でまず 10 年度の予算を年度内に

成立させ実行していくことが何より大事なことだと思う。そうすれば、設備投資だけでなく、その他の面でも効果が出てくると期待している。ダウンサイドのリスク・ファクターの中にあった金融機関の融資姿勢慎重化についても、さきほど来の説明にあったように、早期是正措置の運用に対する対応の見直しもあって、期末にかけて少し和らいでいる面もある。また、政府系金融機関の制度融資も、25兆円の枠を用意して既に12月、1月で昨年と比べ実際に2~3割融資も伸びている。さらに、30兆円の金融システム安定化策に続いて、自民党の中でもBIS対策として土地再評価の問題が検討されている。最近の株高、円高も寄与するだろうが、金融政策で引続き緩和基調の運営を続けていくことによって、金融機関の融資姿勢にもプラスの影響が及び、全体として大きな効果が出てくると期待している。企業や家計のコンフィデンスについても、既にかなり効果は出ていると思うが、一層こうした財政、金融両面の政策対応を1つずつ着実に実施することによって、相乗効果が生じ、不透明感を払拭することが期待できるのではないかと思う。官庁委員として金融政策運営のスタンスについてどのように発言すればよいか、なかなか難しい面があるが、景気が停滞していることは間違いないと思う。ただ、現状では腰折れするということはないのではないかと考えている。物価動向をみても当面弱含みではあるが、安定基調は続くと思う。こうした景気、物価動向を踏まえると、当面これまでの金融緩和措置の効果を見守っていくことが必要であると思うが、金融調節に際しては、これから年度末にかけては不安定な時期であるので、是非ともこれまでの潤沢な資金供給の方針を継続すると共に、その効果がターム物金利の安定に結びつくようにして頂きたい。確かに信用リスクの問題もあるので完璧にという訳にはいかないことは十分承知しているが、ターム物金利への効果が出るようにいろいろな工夫をしながら最大限の対応をしてもらいたいと思う。金利引上げの問題等については、さきほど来の議論に付け加えて申し上げることはない。

松下議長

有り難うございました。藤島委員からどうぞ。

藤島委員

中川委員との重複を避けながら簡単に申し上げる。1つは景気の現状認識については、政府の月例経済報告で報告しているとおおり、基本的には日銀当局の認識とそう大きな違いはないと考えている。その中で武富委員から経済構造改革を進めるべきとの話があったが、経済企画庁としては、今回は3つ問題があると考えている。第1は不良債権の問題であり、まだ処理が済んでいない。第2は日本的な経済システムの制度疲労の問題である。第3はアジアを含めた産業の空洞化が金融経済にいろいろな影響を与えているという構造的な問題である。政府としては、先般来、「21世紀を切りひらく緊急経済対策」、「経済構造の変革と創造のための行動計画」の推進、「規制緩和推進計画」の策定に積極的に取り組んでおり、経済システムの改革という全体の流れの中で政策を打ち出しているし、こういう政策が財政構造改革と相俟って相乗効果として景気浮揚に結び付いて行くものと考えている。橋本内閣では、これらを含めて6つの改革を進めている。経済は生き物であり、マーケットは追加の景気対策を期待しているということだが、私どもも経済の実態、あるいは金融システムの状況、さらにはアジアを始めとする世界経済の状況を見ながら、その時々の実情に応じ臨機応変な対策をとっていくということも当然のことであるが、当面は金融システムの安定化対策の法案を成立させ、実行に移し、さらに平成10年度予算を早期に成立させることが何よりも大切だということで、それに全力を挙げている。その中で、日銀が金融調整において資金の潤沢な供給に努めていることは高く評価しており、引続きそうした対応をお願いしたい。利上げについては、いろいろ国会でも質問があり、橋本総理から金融政策は日本銀行の所管事項であるという前提のうえで、「低金利のもとで影響を受けている方に対しては気の

毒な状況にあると考えるけれども、今の経済の状況のもとでは低金利が設備投資や住宅投資を助け、景気を下支えしており、これが国民全体の皆さんの所得を支えているという面が大きい。従って、低金利の状況を解消するためにも、特別減税等の措置を講じて1日も早く景気回復を図り、そうした事態を解消するように努力をしたい」と答弁しており、これが政府の公式見解である。それから、金融調節の考え方について議論頂き大変有り難いと思うが、さきほど私が申し上げたのは、B案かC案かという択一的な考えではない。私が申し上げたのはC案ではないかのご指摘があったが、C案のように利下げすべきと申し上げている訳ではなくて、前回会合の議論で武富委員から指摘があったように、消費者物価と卸売物価の乖離がみられ、企業と消費者の間で金利感に相当な開きがあるという現状の中では、現在の公定歩合の水準を維持することは当然やむを得ないという措置だと思う。ただ、諸外国の金融調節のやり方を詳しく承知している訳ではないが、ある程度幅を持って考えてみたらどうかという気がする。2年半前に決めた調節方針を維持するという基本は変わらない訳であるが、ターム物金利を下げたいという意思是日銀としてもはっきりしており、そのことは日々の金融調節の結果としてマーケットに伝わっている。これまでの説明を聞くと、CPオペもオーバーナイト・レートを下げるための補完的な措置という位置付けということであるが、全般的な金融政策の内容は変更しないまでも、そうしたきめ細かい金融調節について政策委員会の決定があつて良いのではないか、という趣旨で申し上げたところである。さきほど来議論があつたように、利害得失いろいろ検討したうえで決めたいという任命委員の考えについてはそのとおりだと思うが、今後とも議論を深めて頂ければ有り難いと思う。

松下議長

有り難うございました。それでは、皆さんから意見を頂きましたので議案として取りまとめたいと思う。前回の会合で、金融調節方

針については、現状維持を含めて毎回決定していくが、公定歩合と預金準備率については、変更する時に限って決定をするという方法で了解を得ているので、本日は当面の金融政策運営スタンスについて議案を作るのが良いと思う。金融政策運営スタンスとしては、現状維持という判断で一致しているので、現在の金融政策スタンスを維持する、すなわち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に促すという基本方針のもとで、金融調節の実務的な考え方としては、金融市場の現状に鑑みて当面現在の金融政策スタンスのもとで引続き潤沢な資金供給によってオーバーナイト・レートの安定と資金繰り不安定感の払拭に努めるという方向で決定を行うのが適当ではないかと思う。方針としては今まで同様の方針で行くということで提案をさせて頂きたい。

[事務局より議案配布]

それでは、ただいま申し上げた「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」という金融市場調節方針を決定し、公表するという事で差支えないでしょうか。

[全任命委員がうなづく。]

それではこれにより全員一致で可決し、決定したので、対外公表文を本日の会議が終わった後、プレスに投げ込む形で公表したいと思う。

[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

最後に金融経済月報の検討をお願いしたい。前回は冒頭の基本的見解の部分を朗読してもらったが、各委員には事前に読んで頂いているので、今回は朗読は省略し、調査統計局長と企画局長からポイントの説明をしてから、検討して頂くというやり方で行いたいと思う。

松島調査統計局長

基本的見解のうち実体経済および物価面について説明申し上げる。最近出ている指標についてみると、金融面では若干先行きに対する期待を表すような指標が出てきていると思うが、実体経済面では引続き弱い指標が多い。そうした観点から、日本経済全体に対する評価としては、前回に比べてトーンをやや弱い方に表現を改めている。例えば、2行目のところの生産面や雇用・所得面のところは前は「及びつつあり」というのを「及んでおり」とか、あるいは第2パラグラフのところでは在庫調整の動きが今回は「本格化しており」というようにしているが、前は「拡がっており」という表現にしており、全体として実体経済面についての評価のトーンは落としている。しかし、大きな変化は以下の3点である。第1が、設備投資に対する評価であり、第2パラグラフのところでは「これまで増勢を維持してきた設備投資には、

このところ頭打ちの様相が窺われる。」という表現に改めている。ちなみに、前回までは「純輸出が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。」という表現であったが、さきほど来説明しているように、設備投資については足許も下振れているし、先行きについても余り良い指標が出ていないので表現を改めた。第2が、2ページ目に入って、第2パラグラフの物価面であるが、前回では「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。」という結語にしているが、今回は、「物価の潜在的な下押し圧力は増してきているものとみられる。」と客観的な評価に改めている。これは、物価についてもデフレ的な圧力が増してきているという認識を示すことが適当だと考えたからである。第3が、2ページ目の第1パラグラフの最後のリスク評価についてであるが、前回はアジアの問題、それから金融面の問題に加えて企業や家計のコンフィデンスの一層の低下が顕現化しないかどうかについて十分注意を払っていく必要があるというところまで言及したが、今回は最近の市場の動向等を踏まえると敢えてそこまで言う必要はないということでその言及を取り止めた。

川瀬企画局長

金融面については、2つのパラグラフで書いてある。最初は、市況について書いているが、ここではさきほど説明したように、「3月期末を控え、流動性リスクや信用リスクに対する市場の懸念が強い状況が続いている。」という表現にしている。前回は、「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、」という表現としたが、今回はそれを「市場の懸念が強い状況が続いている。」に改めている。それから長期金利、株価について前回は、「市場の景況感が引続き弱い一方、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。」という表現であったが、今回は「株価が反発しているほか、長期国債利回りが幾分上昇し、為替相場も円高方向の動きとなっている。ただ、市場の景況感が明確に改善したとは言い難い。」との表現にしている。貸出態度のところでは、前回は、「株安・円安による自己資本面からの制約の強まり」ということを書いたが、今回の変化としては「自己資本面からの制約は、一頃に比べれば幾分緩和していると考えられる。」との表現を加えている。ただ、その表現に続けて、「しかし、基本的には、金融機関の融資姿勢は引続き慎重であるほか、企業の資金調達コストは、銀行借入、社債ともに、若干上昇してきている。したがって、金融機関の融資姿勢や直接金融市場の動向、それらの企業に与える影響については、引続き注意深く点検していく必要がある。」と書いており、これは前回と基本的に変わっていない。

松下議長

内容的には、今回会合における説明を踏まえたものであるが、表現等について意見があれば伺いたい。

後藤委員

設備投資のところについて、「このところ頭打ち」となっているが、いろいろな指標を全部達観してみると、むしろ「このところ弱含みの様相」ということではないかと思うが、どうか。

松島調査統計局長

新たな数字として、設備投資の先行指標としての機械受注のほか、法人企業動向調査があり、法人企業動向調査では、98年4～6月も確かにマイナスになっている。しかし、現段階では98年度全体の計画は余り出ていないとい

うのが実情であり、ご指摘の点は、これから逐次出てくる98年度設備投資のアンケート調査をもう少しチェックしたうえで判断したいと思う。

松下議長

その点について申し上げますと、今の時点で企業の設備投資計画をみる際には、中小企業だけでなく、大企業でさえ後になってから上方改訂される傾向があることにも留意しなければならないということもあろう。

後藤委員

分かった。

中川委員

2ページのところで、下の方に民間金融機関の貸出の話があって、「大きな変化はみられない。」という表現になっている。これは、今朝発表された1月の貸出・資金吸収動向をみても、若干減少はしているが、ほぼ横ばいと判断していることを書いているものと思うが、世間がよく読んでくれれば誤解は全くないと思うが、「今まさにいわゆる貸し渋りが盛んに問題になっている時に、どうして日本銀行の判断に大きな変化はみられないのか」と受け止められないかという心配がある。民間金融機関の貸出については、自己資本面の制約等があることは事実で、これは銀行自身も認めているし、日本銀行も認めているし、政府も認めている。ただ、これまでのところ全体としてのマネーフローの動きをみると、例えば政府系金融機関へ貸出がシフトしているとか、別の金融商品に行っている。このようにシフトは沢山あるが、全体としての量に大きな変化はみられないということであれば、むしろ「これまでのところ」とか、「全体として」とか、もう少しきめ細かく表現した方が誤解を受けないという印象を受けた。後ろに書いてあるということであれば、勿論それはそうだという気もするが。

川瀬企画局長

これは、判断というよりも、量的金融指標の事実を書いている。それがどのような印象を与えるかという指摘を受けた訳であるが、その点について申し上げると、前月は「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。」と書いた。確かに「これまでのところ」とか、「全体として」とか、「計数面」とかいった表現を付け加えることも考えられる。前月と同じように「これまでのトレンドに大きな変化はみられていない。」とか、「全体として大きな変化はみられない。」という表現の方が印象が良いのかも知れない。

中川委員

表現についてはお任せする。

V. 閉会

松下議長

それでは、金融経済月報についてはこれで了承頂いたので、来週 17 日の 9 時 20 分に発表する。これをもって本日の議事はすべて終了した。次回の決定会合は 2 月 26 日を予定しており、月中 2 回目の会合としての初回となる。あらかじめ了解頂いているように、月中 2 回目の会合では 1 回目の会合以後の市場動向や追加的に発表された経済指標のレビューを行うということなので、資料の量や所要時間等もこれまでに比べると大分コンパクトになると期待しているが、具体的な運営については、いずれ事務局から連絡をさせるので、引続き宜しくお願いしたい。

(午後 1 時閉会)

以 上

金融調節と金融市場動向

1. 前回会合以降の金融調節の運営実績

金融調節については、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、前回会合で決定された方針（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。

前回会合以降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（1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。とくに、1月最終週以降は、ターム物の期落ち集中に伴う取り需要の強まりや一部行の取り急ぎなどから、O/Nレートへの上昇圧力が強まったが、これに対しては逐次積み上幅を拡大する一方、随時追加オペを実行するなどして、金利上昇の抑制を図った。この結果、O/Nレートの目立った上昇は回避された（O/Nレートの積み期平均値：前期0.42%→今期見込み0.43%）。

この間、ターム物金利の上昇に対しては、かねて期越えを含む長めの資金供給を積極的に進めてきており、この結果、ターム物キャッシュレートは年明け後いったん低下傾向を見せた。しかし、信用リスク不安が根強く残る中で、期越え資金の調達本格化や一部行の取り急ぎなどを背景に、1月下旬以降再びジリ高となり、現在期越え物金利は高止まり状態にある（期内物金利は先週来幾分低下）。

経済活動の現状評価

1. 概況

- わが国経済をみると、純輸出が引き続き増加しているが、家計支出の低迷が長期化しているほか、設備投資にも頭打ちの様相が窺われている。こうした最終需要の動向を背景に、在庫は調整局面に入っており、生産は弱含み基調となっている。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いる。

—— 本年入り後、追加的な景気対策に対する期待感もあって、株価が昨年末よりやや持ち直しており、こうした面からは、家計・企業のコンフィデンスが一段と悪化する事態は回避されているようにも窺われる。しかし、家計マインドの萎縮によって低迷の度を深めてきた家計支出が回復に向かう兆しは、これまでのところみられていない。

物価面では、財市場における需給の引き緩みを反映して、卸売物価は軟化している。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も前年を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、安定的な動きを続けている。

- 先行きの景気についても、在庫調整圧力が強まる中で、公共投資がさらに減少することや、設備投資の伸長を期待しにくいこと、さらにはアジア経済の調整深化の影響から純輸出も今後は増勢が鈍化する見込みにあることを踏まえると、なお暫くはかなり停滞色の強い展開が予想される。

—— アジア経済の成長率は一段と低下する見込みであり、先行き、わが国の輸出の伸びをかなり緩やかなものにする可能性が大きい。また、金融機関の融資慎重化が企業活動に及ぼす影響についても、信用リスクに対する金融機関の厳しい姿勢が緩和されていない以上、引き続き警戒を要する。こうしたもとで、設備投資の今後の推移については、注意してみていく必要がある。

—— 物価面では、引き続き、直ちに全般的なデフレを懸念する状況ではないが、需給ギャップが拡大する中で、アジアの需給悪化を映じて国際商品市況が一段と下落しており、物価低下圧力が増している。

—— もっとも、97年度補正予算及び関連法案が成立して特別減税が実施されるほか、金融システム安定化のための諸施策が審議中であり、所得形成力の弱まっている家計の支出に及ぼす呼び水効果や金融機関の融資姿勢等への好影響が期待される。

また、現在、様々な追加景気対策構想が議論の俎上にのぼっており、今後、それらの実現可能性を含め、内容と効果を見極める必要がある。