

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年2月26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3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)

今回は月2回開催する場合の2回目の会合という意味では初めての会合である。月の2回目の会合では、通常1回目の会合における判断や決定に関して、中間レビューを行う位置付けになると考えているので宜しく願います。また、今回からは、前々回の議事要旨の承認が始まる。そこで、本日は、最初に1月16日開催の会合の議事要旨の承認をお願いし、1時間ほど執行部から前回会合以降の動きを中心に報告を受け、その後自由な討議を頂いて、最後に当面の金融政策運営方針についてお諮りをしたいと考えている。

## II. 議事要旨の承認

松下議長

さて、議事要旨(1月16日開催分)については、既に案をご覧頂いているところであるが、この内容で決定することによいか。

中川委員

議事要旨の内容に関しては全く異論はない。ただ、やや形式的な話で申し訳ないが、開催要領の書き方について、一言申し上げたい。議事要旨の承認は今回が初めてであり、これから様式をきちんとしていこうという段階にあるが、開催要領における出席者の書き方について、なかなか難しい面もあるが、やや違和感を持っているので、3月3日の公表までに書き方について検討して欲しい。というのは、今回の日銀法改正の中心テーマの1つは、政策委員会を日銀の最高意思決定機関として位置付け、そのことを名実ともに明確化するということだったと理解している。また、金融制度調

査会の議論を聞いても、役員会で事実上重要な意思決定が行われていると  
いった従来からの批判に応えるという面もあった訳であり、これからは名  
実ともにワン・ボード化して政策委員会を活性化することが目的だったと  
理解している。今回、議事要旨が初めて公表され、どういう議事内容で、  
どういう人が出席し、どういう議論が行われているかが明らかになる訳で  
あるが、そういう観点から言うと、出席者の書き方について、委員のほか  
に、執行部からの報告者の欄があり、さらに事務局があるというのは、対  
外的にどういう印象を与えるだろうかという感じを持っている。今、委員  
は6人であるが、いずれ政府代表がなくなり、委員は副総裁を含め9人に  
なる。あくまで9人の委員が中心となって議論が行われる訳で、それ以外  
の執行部は説明者であり、事務局はあくまで事務局であるということ考  
えると、書き方をもう少し工夫した方がいいと思う。確かに守秘義務とい  
う観点から、これだけしか参加していなかったということを示す意味はあ  
ると思うが、今の案のまま公表されると、変な誤解があって、執行部の方  
がかなり発言し、委員と同じような立場で意見交換をしたという印象を  
与えることにならないかということにも気を付けなければいけないと思う。  
例えば、執行部からの報告者についてはもう少し別の形で書くとか、事務  
局については書くか書かないかも含めて、本会合で検討いただきたい。

#### 松下議長

今の中川委員のご指摘については、新しい決定方式で行う場合の審議の  
進め方なり、記録のまとめ方と共に、これまでも事務局と何回も相談して  
きた。その中で、出席者の表示も、検討の対象に上がっていたが、それは  
今も指摘があったように、委員については、意思決定に参画し、決定に対  
して責任を持っていただくメンバーであり、本来の当事者であるのでメン  
バーの名前をここへ出すのは当然のことである。それに加えて、報告者、  
あるいは事務局の名前を出すか出さないかという点についても、相談して  
きたが、中川委員も言及したように、会合の内容については、職員に対し  
ても守秘義務がかかる。それでは、守秘義務がかかる範囲はどこまでかと

いうことを、形式上も明らかになるように定めておくことが望ましい、というのが主たる理由である。他がどうなっているのかと言うと、例えば、アメリカのFOMCの議事録をみると、投票権のあるメンバーだけでなく、報告者、事務局もやはり表示はしている。そういう例も参考にしてすべて表示するのが良いと判断した。今の指摘のように、審議の当事者を一層明確に印象付けるために何らかの工夫が要るのではないかということであれば、例えば、委員の表示は大きな活字で、それ以外の出席者の表示は小さな活字にし、両者の間にスペースを設けるといった形にすると良いのではないかと思うが、どうか。

#### 中川委員

任命委員も含めて全員でご議論頂く訳であるが、中央銀行研究会でも金融制度調査会でも、政策委員会と執行部門の関係が非常に大きな議論となった。そのことを考えると、両者の関係をはっきり示すという意味で、委員と執行部の間にどの程度距離を置くかなかなか難しいが、外から見ても、議論しているのは委員であって、執行部は議論には参加しておらず、説明者として参加しているに過ぎないということが分かるように工夫して欲しい。

#### 松下議長

行内の役員会と政策委員会との間の職務分担については、従来ややもすれば、今ご指摘のあったような誤解も一部にあり、中央銀行研究会の報告書の中でも、その点をはっきりさせなくてはいけない旨のことが述べられているので、それが議事要旨における出席者の表示上もきちんと印象付けられるように、工夫・検討させるということで了解頂きたい。

#### 藤島委員

試行段階ということで、こういう議論ができるのは結構なことである。ところで、総裁は昨日も国会で金融政策運営の考え方について答弁されて

いるが、そのことを把えて、「今日の政策決定会合の2営業日前に結論を先取りするようなことを言うのはどうか」といったことを書いた新聞記事があった。確かに、国会との関係は大変難しい問題であり、総裁が国会において、将来見通しについて日銀はどう考えているのかと問われた時に、何も示さないという訳にもいかない。そうかと言って、政策決定会合の結論を先取りしてもいけないということもあり難しさがある。今回は月2回目のレビューの前の時なので、月1回目の場合とは少し事情が違ふこともあると思うが、政策決定会合と国会との関係については、今の試行段階においてきちんと議論しておいた方が良くはないかという感じがする。

#### 松下議長

今のご指摘はもっともな点があると思う。大体会合の2日前位からは、外に対して何も言わないという申合わせになっていることから、新聞が取材にすれば追い払うことになるが、国会答弁はそういう訳にはいかないもので、そこが難しい。私自身の考えとしては、国政調査権といった建前から考えて国会答弁は受けなくては行けないが、国会で答弁する時は、日本銀行総裁というだけの立場から、日本銀行としての考え方を質問に応じて明らかにしていくことになると思う。ただ、政策を決めるのは政策委員会であり、私自身は政策委員会のメンバーの一人に過ぎず、法律的にも総裁としての機能は非常にはっきり規定されているところなので、きちんと使い分けをしていくことを考えている。ただ、時期的に情勢が大きく変わってくるような時には、なかなか微妙なことになる可能性も十分あるので、その場合には然るべくよく考え、きちんとやっていくことにしたい。今のご指摘は注意として承る。

#### 後藤委員

その問題はこれからいつも出てくる。

松下議長

そのとおりだと思う。

後藤委員

形式的には前回会合時の決定内容が、少なくとも次回会合の決定が出るまでは生きている訳で、前回会合では上げ、下げ両方について議論してその結論を出しているのだから、その結論の下で総裁が話をしていると私は理解しているが。

松下議長

その範囲なら問題ないと思う。

後藤委員

仮に微妙な状況になった場合には、これまでに政策委員会が決定した有効な方針の下ではこうだという表現をすればいいのではないかと思うが。

松下議長

そのとおりだと思う。自分としては、政策委員会の決定に基づいてこういう措置を取っており、そのことが適切であると考えているという答弁をすることにしよう。議事要旨については、原案のとおりでよろしいか。

[全任命委員がうなづく。]

松下議長

それでは議事要旨が承認されたので、今回会合の3営業日後に当たる3月3日に公表することになる。

[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

### Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

松下議長

続いて、執行部からの報告を始めることにする。前回会合以降の金融調節の実績について、営業局川原審議役から報告をお願いします。

#### 1. 最近の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

2月26日付で差し換えた参考資料は、計数のリバイス程度にとどまっております。内容については基本的に修正していない。それでは、参考資料に沿った説明は割愛し、2点のみ補足的に説明する。まず、オーバーナイト・レートについては、今積み期の前半戦が終わりつつある段階であるが、16日以降昨日までの平均値は0.43%と前積み期と同水準である。次に、メインの 이슈であるが、ターム物金利の動きについてみると、昨日やや注目すべき変化がみられたので、若干報告する。具体的には、2、3か月物を含めて昨日の夜間取引でかなりレートが低下している。2、3か月物はここ3日間、1.30%の水準に張りついていたが、昨日の夜間取引では1.20%と10ベーシス・ポイント低下している。これまでターム物金利はジリ高を続けてきたが、取引実態をみると、出し手の資金放出姿勢が先週末辺りから少し緩み始めている。特に、昨日は1か月物が期越えに切替わる前の日に当たるということで、日中取引の段階で既に一部の大手出し手が資金放

出を積極化させているという話が流布していたが、夜間取引に入ると他の出し手もこれまでみられなかったようなまとまったロットでの資金放出に動き始めた。これを見て、取り手サイドが一斉にビットを引いたところ、出し手がすんなりとオファードウンして、各タームともかなりのレート低下をみたという展開になった。何分にも昨日の夜の話なので、まだ十分ヒアリングが済んでいないが、マーケット参加者の代表的な言をいくつか紹介すると、まず、昨夜の金利低下については、「16兆円にも上る日銀の期越えオペ残がターム物市場の需給バランス上ひとつの臨界点を越えてきたということを示すのではないか」という話が聞かれる。また、同時に、「公的資金による資本注入問題の前進も追い風になっているのであろう」という話も聞かれる。それでは、本日以降どうなるかということについては、昨夜の動きを眺めて、昨日出しそびれた地銀等の出し手が、今度は出し渋りから出し焦りの方に動いてくるのではないかとみられ、いずれにしても取り手、出し手が攻守所を変えた感じがある。このため、ターム物金利は既にピークアウトしたとみても良いのではないかというのが、昨夜の感じであった。前回会合でターム物金利の先行き見通しに関する市場の見方を紹介したが、それをレビューすると、全体としてはやはりターム物金利高止まり説が優勢ではあるが、一部ながらかなり明確な金利低下説もあって、その見方によると、仮に転機が訪れるとすれば、1か月物が期越えになる26日辺りではないかと考えられているという話であったが、昨日の動きを見ていると、現実の動きはさきほど述べた金利低下説に沿った展開になってきていると思う。ただ、このままさらにレートが低下していくのか、それとも再度下げ渋りに転じるのか、現時点では残念ながら明確な見通しを述べるような状況ではまだないと思う。かたがた、仮にこの先レートの低下傾向が続くとしても、果たしてレベルとしてどこまで下がっていくのかもまだ明確ではない。加えて、今後の株価動向あるいは邦銀のレーティング低下といったようなリスク・ファクターも引続き抱えているだけに、私自身、ターム物金利の先行きについては、引続き楽観は許されないというようにみている。従って、調節面でも決して気を抜くことなく、むしろ昨

日辺りから出始めている、市場参加者のセンチメントの変化とターム物金利の低下をより確実なものにするということで、いくつか制約要因はあるが、期越えオペによる資金供給残高をさらにぎりぎりまで積み上げていくべく、最大限努力したいと考えている。参考資料のチャートで期越えオペによる資金供給残高の推移をみると、今回期越えオペを最初に始めたのが、昨年12月22日である。それ以降たゆまずに残高を積み上げてきているが、ここ2週間程その規模が一段と増えているという様子が見てとれる。前回会合時点における残高は11兆3,000億円であったが、昨日現在16兆3,000億円になっているので、2週間で5兆円を追加的に積み上げたことになる。ちなみに、昨年場合は2月5日が初めての期越えオペの実施時期であった。本日の調節では、さきほど述べたような趣旨から買手5,000億円——うち3,000億円は即日スタート、残り2,000億円は6日後スタートである——のほか、CPオペ4,000億円、TBオペ3,000億円の都合1兆2,000億円の期越えオペを打つつもりである。16兆3,000億円プラス1兆2,000億円ということで、今日現在17兆5,000億円になる。

松下議長

質問があればどうぞ。

藤島委員

非常に心強い話を伺ったが、ターム物金利は2か月物と3か月物と同じように動いているということである。確かに、今は3月末の期越えを意識しているが、その後のイールド・カーブをみると山形になっており、期越え後にも次の問題も残っているのかという感じがするが、その辺りをどのようにみながら調節をやっているのか教えて欲しい。

川原営業局審議役

後で企画局長からも説明があると思うが、インプライド・フォワード・レート等をもみても、4月以降のターム物金利については、やはりリスク・

プレミアム部分は相当程度残るような水準になっている。実際のところどうなるのか、今の段階でははっきりとは申し上げられないが、インプライド・フォワード・レートが示すような形で、なおターム物金利の高止まり状態が続くということであれば、調節面でも3月中だけでなく、期を越えても、引続きその辺りに配慮した運営を図っていく必要があるかと思う。ただ、インプライド・フォワード・レートも、当然のことだが、足許の現実の金利からはじいているので、足許の金利水準が下がればインプライド・フォワード・レートのレベルも下がることになる。従って、インプライド・フォワード・レートが一体どういうことになっていくのかというのは、現実のレートの動きを見ながらその都度リバイスしつつ、マーケットの金利感をトレースしていく必要があると思っている。

#### 後藤委員

3月末の期越え後、4、5月はむしろ資金余剰期に入ってくる。そうなる  
と、16兆円まで積み上がったものを今度は回収していくことになるが、その場合、インプライド・フォワード・レートの構造が少し変わってくる可能性があると考えてよいか。

#### 川原営業局審議役

市場の金利観の中身の問題だと思う。比較的短期的な資金需給の波動ということも影響すると思うが、やはり基本的には、信用リスク・プレミアムの問題が当面は一番大きいファクターだろうと思うので、この辺りが一体どうなるのかということだと思う。

#### 後藤委員

信用リスクが以前に比べてある程度残るとするのは、むしろ今の金融業の変化を反映しており、実際問題として、債券利回りにとどまらず、銀行の預金金利にも随分差が付いてきていることから考えると、信用リスクの部分はある程度残るのは当然だと考えるべきではないかと思う。

#### 川原営業局審議役

ご指摘のとおりであるが、問題は程度だと思う。現在のターム物金利のファクターをブレイク・ダウンすると、オーバーナイト・レートをベースレートに期間プレミアムを乗せた部分があり、さらに信用リスク・プレミアム、流動性リスク・プレミアムに分解できると思うが、後者の信用リスク・プレミアムと流動性リスク・プレミアムについては、表裏一体の面もあるので、2つを截然と区分できるものかどうかという感じもする。現在は、特に、マーケットが気にしている期越えにかかわる流動性リスク・プレミアムが信用リスク・プレミアムを強めている面もあるだろうと思う。その辺が先行き期末を挟んでどのようになっていくのかという問題はあるが、いずれにしても本行としては、流動性リスク・プレミアムに焦点を当てて期越えオペの残高積み上げをやってきており、多少ともその効果が出始めているような感じもある。差し当たっては、今後3月末に向けてレートが下がるようにしていきたいところである。

#### 中川委員

今の議論と関連するが、マスコミの報道等をみると、全体としてはともかく一部の銀行では依然として資金の取り遅れあるいは不安感が強い状況が変わっておらず、その状況が3月末にかけて強まっていくのではないかとみられているようだ。問題はそれがどの程度なのかということであるが、危機的に心配するような状態なのか、あるいはそれ程ではないというように考えてよいのか。その辺の感触を可能な範囲で教えて欲しい。

#### 竹島営業局長

ご質問の点は、インターバンクにおける資金繰りをどうつけていくかということか。

中川委員

そのとおりである。その問題が、インターバンク・マーケット全体に混乱を及ぼす恐れがあるのかないのか、という観点からの質問である。

竹島営業局長

この点については、大蔵スキャンダル等の問題がこれから銀行の格付等にどう響くかということも含めて、期末にかけてインターバンクでの資金取入れが相当厳しくなるかも知れない、という警戒感は数行においてある。従って、足許のところでもビッドを上げて、インターバンクでも取っているし、大口定期についても相当レートを上げて取り急ぐという動きがある。この傾向はまだそれ程緩和しておらず、高原状態が続いている。しかし、そのことが期末にかけて大変な危機的状況をもたらすかということ、そうではなくて、量的には一応回っていくという展望を持っている。

中川委員

全体はもとより、個々のそのような動きが市場全体に及ぼす影響というのは、当然注視して頂いているが、今後一層注視していく必要があるのではないかと思う。

川原審議役

マーケット全体のレート形成に与える影響について考えると、そういう先のマーケット・プレゼンス如何ということになるので、殆ど無視できると思う。従って、確かに、ミクロ・ベースの話としては勿論重要なポイントだろうと思うが、マクロ的な調節の観点からマーケットをフォローしている立場からすると、余り気に掛けている訳ではない。

松下議長

それでは、続いて永島理事から為替市場動向・海外金融経済動向についての報告をお願いします。

## 2. 為替市場動向、海外金融経済動向に関する報告（参考資料-2）

永島理事

お手許の参考資料「最近の為替市場および国際金融・経済動向について」の2月26日付に沿って報告する。まず、図表1で主要為替相場の推移をみると、ドル/円は、前回会合時124円であったが、再び円安化して、本日は128円台の動きとなっている。この間、ドイツマルクはドルに対して逆に若干強くなっているため、ドイツマルクと円のクロスレートは68円台から70円台のハイ、71円台に近い水準にあり、ドイツマルクに対しても円安化している。名目実効為替レートをみても、前回会合時に比べて若干円安化している。ドル/円の円安化要因については、海外勢を中心とした日本の追加景気対策に対する期待感がだんだん後退してきており、これが円安化に響いてきた訳であるが、昨週末のG7で日本側から98年度の補正予算につき前向きな言及がなく、むしろ逆に補正予算は約束していないという否定的発言があったこともあり、海外勢の失望売りから23日には一時は129円台を付けた。その後は、イラク情勢の好転と、昨日の国会において橋本総理が財政構造改革法の運用停止条項創設を示唆するような発言をしたとの報道が行われたことを受けて、多少ドルが軟化し、昨日はロンドンで一旦126円台まで円高化した。しかし、昨日は、グリーンSPANFRB議長の上院での証言のほか、ニューヨークで株が最高値を付けたこともあり、ドルのファンダメンタルズが見直され、128円台に戻ってきているという動きである。なお、G7の為替に関するメッセージの市場の受止め方をみると、日本側は香港でのG7より強いメッセージであるという説明をしたが、市場は殆ど反応しておらず、やはり当面の焦点は日本の追加景気対策に集まっており、財政出動の具体策が出てこない限り、日米のファンダメンタルズを反映して、円の弱含み傾向を予想する見方が多い。図表2をみると、オプション市場にもこの見方が反映されていることが分かる。少し前まではドル・ベアのセンチメントが強かったが、段々ニュートラル・ゾーンに近づいてきており、現在は1か月オプションで、ほぼニュートラル、3~6か月では、ドル上昇バイアスが強くなっている。ドル/円のボラ

ティリティについては、これは相変わらずドル／マルクに比べてかなり高い状況が続いている。図表3で日米の金利差についてみると、長期金利は、日本の方は下がってきている一方、アメリカの方は一時少し下がった後、5.9%台に上昇しているのので、拡大方向にある。アメリカの長期金利の上昇の背景には、目先の金融緩和期待がやや後退したことがあるようである。図表4でアメリカの株価をみると、前回会合時にも8,369ドルと史上最高値を更新していたが、その後もさらに上昇し、昨日は8,457ドル78セントとピークをまた更新した。ヨーロッパもパリでピークを更新したほか、ロンドン、ドイツもほぼピーク圏に上昇している。アメリカについては、企業の決算発表が出揃う中、マーケットでは、アジア情勢の影響は一頃の予想に比べてさほど深刻でないとみられており、それに伴う安堵感から大型株を中心に買われている。また、いわゆる半導体というか技術関連の株もこれに追い付いてきており、NASDAQも昨日1,766ドル48セントとピークを更新した。ただ、グリーンズパンFRB議長は、一昨日の議会証言で、市場がリスク・プレミアムの低下を当然として受け止め、やや安心感を持って買い過ぎており、1年ないし1年半後には、投資家は市場で買ったいくつもの証券につき後悔することもあり得るのではないか、という発言をしている。これは、株に限定している話ではなく、債券とかアジアへの投資等いろいろなものを含めたものであるようだが、若干警戒的な発言内容である。図表5で東アジア通貨の動きをみると、前回会合時に比べて、インドネシアルピアが再びかなり軟化してきているほか、韓国ウォンも政治情勢の問題等もあって、なかなか強くならず、ほぼ横ばいの動きになっている。しかし、その他の東アジア通貨はタイバーツを始め、前回会合時に比べて戻ってきている。インドネシアルピアについては、カレンシー・ボード制の導入の話が持ち上がった時には、一旦強くなったが、当面見送りということから再び弱くなっており、IMFのプログラム遵守への疑念等も軟化要因として効いている。これに対し、タイは、改訂されたIMFプログラムにより民営化の一層の推進等についてきちんとコミットしており、信頼が高まっているため、このところタイバーツはかなり戻ってきて

いる。韓国もIMFプログラム遵守の面では、優等生で信認を得ているが、政治情勢に加え、韓国企業のオフショアでの債務がかなりあり、返済負担が大きいことから、韓国ウォンがなかなか強くなってこないということである。図表6で東アジアの株の動きをみると、前回会合時に比べて、フィリピンとシンガポールで僅かに低くなっているのを除くと、総じて上昇してきている。このように全体としては、外資が少しずつ戻ってきてはいるが、為替の面でこれが必ずしも正確に反映されていない。韓国については、S & PがB<sup>+</sup>からBB<sup>+</sup>にレーティングを上げたことも買い材料になっているようである。図表7で欧州の通貨の動きをみると、英ポンドが、原油価格の低下の一方で利上げの可能性がまた出てきたとの情報から、少し上下しているが、その他の通貨は比較的落ち着いた動きとなっている。欧州の金利は、EMUを睨んでスペインが短期金利を下げ、この結果長期金利もさらに下がってきている。ドイツとフランスの長期金利が2月の半ば以降乖離しているが、理由は余りはっきりしない。ドイツのファンダメンタルズがフランスに比べてやや弱いということで、ドイツの長期金利が戦後初めて5%を切っている。昨日はフランスの方も消費者物価が前月比マイナスになり、それを受けて金利差が少し縮まったが、依然少し離れている。図表8で国際商品市況の動きをみると、金が再び300ドル台を割っている。これは、全般的に需要が弱いほか、銀相場の下落等が弱材料になっている。原油は、全般的な需要の弱さに加えて、今般のイラクの査察合意成立でさらに弱くなり、15ドル31セントと年初来のボトムになり、94年3月末以来、約4年振りの安値となっている。CRBのインデックスも、金、銀、原油の価格低下を反映して、年初来のボトムに後一步位の水準に迄下落している。図表9以降で海外経済についてみると、アメリカは、家計部門の消費関係の指標が前回会合時以降に出ているが、引続き堅調を維持している。グリーンSPANFRB議長の議会証言でも、内需はかなりのモメンタムを維持しているというような言い方がされている。生産はやや弱目に出ているが、これは暖冬要因で発電が減少したことがかなり効いているようである。貿易収支は、12月に大きく悪化している。この結果、明

日発表になるGDPの第4四半期の改訂値については、市場では、4.3%という速報値が1%近く下方改訂されると予測されている。物価については、PPIが大きくマイナスになっている。なお、グリーンズパンFRB議長は一昨日、昨日とハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言を行っているので、それに関連して2点述べたい。1つはアメリカの政策判断の問題であるが、政策判断の上で重要な点は、グリーンズパンFRB議長の言い方を借りると、アジアの経済混乱の影響が内需の強さや労働市場の引締まりを反映したインフレ圧力の高まりを十分抑制し得るか否かということである。今回2月のFOMCでは、この点につき先行き見通しに“uncertainty”があるということで、金利を据え置いたと言っている。以前、アメリカの経済については、アップサイド、ダウンサイドの両方向のリスクがバランスしている状況であるという話を紹介した記憶があるが、基本的には、その判断がまだ変わっていないと思われる。ただ、マーケットの受止め方は、グリーンズパンFRB議長があまりデフレ的なところには言及しなかったということで、少し金利の先安感が後退している。これを現在のフェデラル・ファンドのフューチャーのレートからみると、ちょうど金利感がニュートラルであり、前回会合時には少し先安感が出ていたものが消えたという状況になっている。もう1つ重要な点は、昨日の上院での証言で、日本の問題が取り上げられ、マック上院議員の「日本は個人消費を十分刺激していると思うか」という質問に対し、グリーンズパンFRB議長が「No, I think not」と答えたことが、マスコミ等では大きく取り上げられているが、中身はどちらかというと、金融システムについてまずやるのが先決だと言っている。まず、RTCタイプのものを導入して、不良資産の買上げによって問題を取り除き、金融システムを安定させることが先決であると言っている。日本の金融システム問題に対する懸念は6か月前に比べれば小さくなっているが、まだロンドンで日本の金融機関に対しジャパン・プレミアムが付くということは異常な状況なので、そういう状況を解消して、活力のある金融システムを作らない限り、日本は景気刺激の面でアジアのエンジンになることができないのではないか、と言っ

ている。図表 10-1 でドイツについてみると、貿易収支の黒字が拡大してきている。これは、このところやや弱さがみえる内需を反映して、輸入が弱いということであり、輸出はむしろ若干受注が落ちてきている。このように外需が力強さを欠いているという感じがあり、ブンデスバンクは、2月 19 日に発表した月報の中で、「外需が力強さを欠いている中で、内需への波及が、なおそれ程みられない」として、これまでの景気判断をやや後退させた感じを出している。図表 10-2 でフランスとイギリスについてみると、フランスは、ドイツと同様、外需がやや鈍化しているが、ドイツに比べて個人消費の立直りがみられ、全体として緩やかな回復を継続している。ただ、昨日公表された 1 月の消費者物価は、前月比 -0.3%、前年比 +0.5% とかなり下がっており、インフレがかなり落ち着いてきている。イギリスは、ポンド高で輸出が減少し、内需にも減速の兆しがあり、物価については、1 月はセールの関係で 2.5% と目標値のところまで落ちているが、これはフロックということで、なおアップサイド・リスクがあるというのが当局の判断である。ただ、1 月初め開催の B O E の金融政策委員会では、メンバーの意見が分れたことが示されている。図表 11 で東アジアについてみると、1998 年の経済成長率の各国当局予測値が全面的に下方改訂になっている。ちなみに、どのように改訂されたかということ、韓国については 1~2% が 1% になっているが、民間のコンセンサス・フォーキャストは -0.2% になっている。台湾は 6.5% から 6.2% へ多少の改訂が行われているが、コンセンサス・フォーキャストは 5% である。香港は以前の予測値がないが、3.5% である。シンガポールは、以前の予測値が 5~7% であったが、これも 2% ポイント強下方改訂になっている。また、コンセンサス・フォーキャストは 3.9% である。タイについても、以前は -0.7% であったが、-3% 近くに改訂されており、コンセンサス・フォーキャストも -2.7% とほぼそれに近い数字となっている。他の国については、当局予測値は改訂されていないが、コンセンサス・フォーキャストをみると、インドネシアは -3.3%、マレーシアは 2.7% となっている。フィリピンについては、大体 3.0% 前後の予測である。輸出については、まだ上向いていないが、1

月のマイナスは台湾、シンガポールの場合旧正月要因が大きく、特殊な動きである。中国の輸出も、伸びが1桁とやや鈍いがこれも旧正月要因である。このように、為替安にもかかわらず輸出が依然回復していないのは、第1に輸出入金融の不如意ということで、原材料、中間財の輸入がうまくいっていないこと、第2に内需からの輸出への転換に時間がかかっていること、第3に日本を始めとする域内各国の需要そのものが不振であること、等によるものである。中国については、引続き物価のマイナス幅が拡大していること、貿易収支は元高にもかかわらず黒字を続けており、元高の影響はまだ出ていないこと、が特徴である。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（参考資料-3、図表一覧）

松下議長

調査統計局長から、前回会合以降に発表された指標を中心に、国内経済の現状評価について報告をお願いします。

米澤理事

前回会合以降に発表された実体経済に関する指標としては、12月の家計調査、1月の通関速報、百貨店売上げのほか、統計ではないが、日債銀と日経新聞の設備投資アンケート調査にとどまっている。これらの指標をみると、前回会合における景気の基調判断を再確認するような内容であると思う。詳しくは調査統計局長から報告する。

松島調査統計局長

お手許に配布した「経済活動の現状評価」に沿って説明する。まず計表2の輸出入関連指標をみると、輸出は10～12月が前期比+1.2%の後、1月も前月比+5.9%で、傾向として緩やかな拡大基調が続いている。一方、輸入は10～12月は前期比-3.0%の後、1月は前月比+2.6%とかなり振れがあり、基調がなかなか見えにくいですが、均してみると引続き横ばい圏内の動きではないかとみている。輸出入について図表3～5で地域別、財別の動

きをみると、1月に入ってからの変化としては、ASEAN諸国向け輸出に加えて、NIEs諸国のうち韓国向け輸出が名目で前年比4割以上減っていることが特色である。しかし、アメリカ、ヨーロッパ向けが引続き順調であることから、全体としては緩やかな拡大基調にあると考えられる。一方、輸入については、月々の振れがかなり大きいことから、1月単月の実績だけで基調判断をするのは難しいが、10~12月にかけて落ち込んだNIEs、ASEANからの輸入も、やや下げ止まりの感が出てきているとみても良いのではないかと考えている。為替切下げにもかかわらず、これら地域の域外向け輸出が日本向けを含めて余り伸びていない背景について説明すると、今回の為替切下げは、通常の1~2割の切下げとは異なり、5割、あるいは7割と大幅な切下げであるため、単に為替面での調整にとどまらず、国内的に政治・社会面での調整も要することになった。このため国内の混乱の收拾が先決で、輸出体制の組直しにはなお時間を要するというのではないかと思う。実際、貿易取引でも、為替切下げが非常に大きく、しかもまだ必ずしも安定していないため、値決めが難しいという話も聞かれる。また、貿易金融面でもこれまでは輸出に必要な資材や部品の輸入が外貨面の制約から必ずしも順調にいかないという面があったと思う。例えば、韓国向け半導体製造装置の輸出については、このところキャンセルあるいは繰延べが行われているが、そうすると韓国の半導体生産が増えなくなる。また、日本から韓国向けの半導体製造装置の輸出が再開しても、それが現地に設置され、半導体生産に繋がる迄にリード・タイムを要することになる。このため、輸出を中心とした成長への回復には時間を要するのではないかと思う。また、外需如何という面もあるが、為替切下げによって得られた価格競争力をどの程度維持できるかという点で、為替切下げにより生じる可能性のある輸入インフレを遮断して、国内インフレをどのくらい抑制できるかということに懸かっている。このことは、国内のマクロ・マネジメントの問題であるが、その他これらの国に輸出のための部品、資材の自給体制がどれだけ整っているか、換言すれば、付加価値のベースはどのくらい広いかということにも依存しているように思う。いずれにし

ても、これらの国と日本との水平分業体制が進展してきているということを見ると、これらの国の日本向け輸出が増加する場合には、日本のこれらの国に対する輸出も相応の増加が見込まれるのではないかと思う。

設備投資についてみると、前回会合時にも報告したとおり、先行指標はかなり落ち込んできている。一方、企業に対するアンケート調査ということで日債銀の調査をみると、98年度について2月時点で97年度の実績見込みに対して-1.4%ということで、2月時点としては、非常に好調だった96年度を別とすれば、95年度、97年度並みのスタートとなっており、資本ストックの調整が非常に大きかった93年度、94年度よりは良い数字になっている。しかし、先行き不透明感が非常に強いということで、企業はこのところ、様子見のスタンスが非常に強く、設備投資計画についても、策定が遅れている先も多いように窺われる。従って、今後の景気展開次第では、計画が繰り延べられたり、キャンセルされる可能性もあるのではないかと思う。事実、日債銀の調査の後に発表された日経新聞の調査では、98年度計画は2月時点で前年比-3.3%となっており、日債銀の調査を下回っている。内容をみると、製造業はほぼ日債銀の調査並みであるが、非製造業が日債銀の調査より悪い数字になっている。これは、個別の企業の事情として、日債銀の調査の段階では横ばいの計画としていたが、日経新聞の調査の段階では前年度比マイナスに計画を下方修正した先がみられたことが響いている。設備投資については、あまり良い環境にはないが、今後出る法人企業動向調査、短観、その他のサーベイ調査を丹念にチェックしていきたい。個人消費については、消費水準指数（全世帯）が12月は前年比-5.0%となり、また、消費性向が12月は69%と統計開始以来の低水準になった。消費性向がそれ程下振れた背景は、各種マインド指標が12月は悪化したことである。10~12月の消費水準指数は前期比-2.1%とマイナスになっていることから、QEベースの個人消費は、10~12月は前期比マイナスになる可能性が強いように思う。なお、更年後の販売統計の動きについては、1月の都内百貨店は前年比では-5.6%と引続き良くないが、季節調整済前月比でも-0.3%とマイナスが続いており、回復の兆しはみら

れていない。これを商品別にみると、早期にクリアランス・セールを開始した衣料品はまずまずの成績を収めているようであるが、耐久消費財、家具は非常に不調であり、これといった売れ筋商品は見つからない状況である。さらに、2月に入ってからミクロ・ヒアリング情報からも、長野オリンピックという特殊要因で悪くなったことを指摘する向きがあるが、基調的な地合いとして、1月の後半以降クリアランス・セールの勢いが萎んでおり、その低迷地合いが2月も続いているという感じである。このように、11、12月と消費が大きく低下したが、更年後もさらに悪化する、下振れするという状況にはない。もっとも、最悪期を脱したというような明確な証拠もないと思う。

計表6で生産の動きをみると、12月は確報で若干上方修正されたが、10～12月では前期比-2.3%と速報と同じ数字であった。1月については、予測では前月比+4.3%であるが、大口電力需要量をみると、10～12月の前期比-1.5%に対して、1月は前月比+1.8%の増加にとどまっているので、1月の生産は予測比下振れる可能性がある。計表10で地価関連指標をみると、1月の短期地価動向調査では、商業地、住宅地ともやや軟化の傾向を強めている感じがある。以上の状況を踏まえると、引続きダウンサイド・リスクに焦点を置き、各種の指標を丹念にチェックしていくことが適切ではないかと思う。

松下議長

質問がありましたら、どうぞ。

後藤委員

設備投資については、機械受注や建築着工床面積等といった先行指標や最近発表されている企業収益をみても、マイナスのものが多。一方、日債銀調査や日経調査をみると、2月段階としては、そういった指標に比べればまずまずの数字となっている。家計消費が回復力のない状態を続けている中で、設備投資が底固く推移すれば良いと思っているが、今、話があ

ったように、設備投資計画について、様子見で態度決定が少し遅れているという状況を考慮すると、日債銀や日経の調査は規模や業種の偏りがあることになるのか。これから短観などが出てくるが、そういう状況を考えると、日債銀や日経の調査に比べかなり違う数字が出てくる可能性があるのかも知れない。希望的観測になるが、設備のビンテージを考えると、収益がかなり変わらない限り、更新投資が下支えになると考えてよいのか。

#### 松島調査統計局長

その点は、これからの日本経済の成長をみるうえで、一番大きなポイントだろうと思う。事実、これまでも私どもが申し上げているように、資本ストックが過度に積み上がっている状況ではないので、93、94年度に生じたような調整は起こらないだろう。また、情報化投資、公害対策・環境投資には根強いものがある。しかし、企業業績が下方修正されているほか、中小企業については金融機関の融資姿勢厳正化に伴い投資面に影響が及んでくる可能性は否定できない。さらに、企業の中長期的な期待成長率が上がってきている訳ではないので、今後の可能性としては少し下振れる方向にあるのではないかと思う。ポイントとしては、どの位下振れるかということではないかと思う。

#### 中川委員

大勢というか、基調に関係ないので説明を省いたのではないかと思うが、1月の全国百貨店の売上が前月比でみると非常に強いが、これはどのように理解したらよいか。前年比でみると引続き弱いということは事実であるが、前月比でみると、1月は全国百貨店が+8%、チェーンストアが+4.1%となっているが。

#### 松島調査統計局長

ご指摘の数字は協会ベースのものであり、それをみると1月は12月より少し上がっているという感じになっている。東京都内と全国では若干差が

あって、都内の方は、雪の影響もあって悪いのではないかと思う。ただ、11、12月と落ちてきたものがさらに落ちることではない。かと言って、1月の全国百貨店売上高が少し上がってきたということだけを捉えて、回復に向かったという判断をするのはやや早計かと思う。

#### 米澤理事

技術的なことを申し上げると、全国百貨店売上高には通産省ベースの統計と、協会ベースの統計があって、協会ベースの統計はサンプルが少なく、信頼性に問題があるので、私どもは通産省ベースの統計を使っている。通産省ベースの数字は明日発表なので、協会ベースの数字だけで判断するのは早計だと考え、説明しなかった。

#### 松下議長

技術的なことであるが、家計調査は非常に変動が大きく悪名高い統計であるが、これを補正できるような他に良い指標はないか。

#### 米澤理事

以前も申し上げたように個人消費については、家計調査以外に、コンビニエンス・ストア売上高や旅行取扱高等をみているが、家計調査に代わるような総合的な統計で、信頼性が高いものはないので、ジグソー・パズルのように各種販売統計を組み合わせてみるしかない。

#### 藤島委員

家計調査について、経済企画庁で調べた面白い分析があるので紹介すると、協力を得られ易いということで、統計のサンプルに公務員が多いという面がある。また、家族構成についても、核家族が進んでいるため、変化してきているというトレンドがある。

## 武富委員

後藤委員の質問と重複するが、設備投資に対する様子見スタンスの中身について、さきほどの説明では、より慎重な方向に下方修正する含みで様子見をしているということであった。そうした様子見のスタンスの要因として、これまでの金融面、経済面の対策の効果がまだ見極められない、あるいは追加対策もまだはっきりしないので急を要さないものは先送りし、環境が少し良くなってから手をつけるということが考えられるのか。また、アジア情勢も好転し、アジア向け輸出も回復するという環境変化があれば、手をつけるという意味で、様子見なのか。あるいは、既に設備投資の調整は数字に現れており、それが一段と深まる可能性を含んだ様子見なのか。設備投資については、昨年来のいろいろな動きを受けて、既に慎重な方向にあるが、この先については上下両方向の構えで様子見なのかどうか。ミクロ的な感触を含めて、その辺りの状況が分かれば教えて欲しい。

## 松島調査統計局長

先行指標では機械受注が大きく落ちている。しかし、設備投資計画をみると、年度初のスタートとしてはそれほど悪くない。ということは、企業としては、とりあえずの投資は少し先延ばしにするが、少し中期的に考えて必要な投資計画そのものの大枠にはまだ手をつけない、というのが現状だろうと思う。確かに足元は悪くなっているが、先行きについては景気対策によって、下期以降ある程度回復がみえてくるかもしれない。しかし、回復をどの程度見込んだらいいか分からないので、設備投資計画の大枠はまだいじらないで、今後いろいろな条件をみながら変えていこうという感じがあるのも事実である。従って、目先は少し下方修正されていく可能性が強いと思われるが、それがずっと続いていくのかどうかは分からない。いずれにせよ、設備投資は景気と共に動いていくような感じになっているのではないか。

米澤理事

設備投資計画に関するアンケートには、目先の先送りというものが必ずしも盛り込まれていないようである。企業としては、手持ちの設備投資計画そのものには、まだ、手を付けないが、目先数か月の発注は抑えているとみられる。このように目先の発注を抑えても、年度計画の補正はしていないので、今後の景気展開が良くなれば、一旦抑えられた発注が復活してくることが考えられる。ただ、今後の景気展開如何で、手持ちの設備投資計画が上方修正されるのかということ、それも考えにくい。そういったことを総合すると、現在のところどちらかと言えば、下方修正の要素が上方修正の要素に勝っているのではないかと思う。しかし、それは必ず下方修正されるというのではなく、景気展開次第ということではあるが。

松下議長

宜しいでしょうか。それでは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、金融情勢について、参考資料4に基づき、前回会合時における判断をレビューする。金融市況から読み取れる情報としては、2点あると思う。1つは信用リスク、流動性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ことであり、これは前回会合時とあまり変化がない。さきほど、川原審議役からも報告があったように、ここへきて少し流れが変わってきているのかも知れないが、これまでのところ基調としてはそういう状態が続いている。2つ目は、前回からの変化であり、政府の追加対策に対する期待が、前回会合時に比べると幾分沈静化しており、多少失望感が出ていると言っても良いかもしれない。この点については、為替相場のところで永島理事からも報告があったところである。前回会合時以降の動きを振り返ってみると、2月16日に金融システム安定化のための2法が成

立し、その後スキームの具体化の動きが進んでいる。その後、2月20日に自民党から第4次経済対策が発表され、2月21日にG7が開かれるという一連の出来事があったが、市況の動きからみる限り、市場のリスクに対する意識には余り変化がなかった。特に、G7およびその後の記者会見等での発言で、財政面からの追加対策は現時点で考えていない点が強調されたことで、失望を誘ったと思う。もともと1月中旬以降の長期金利や株価の上昇はマインドの好転を示すものであるが、実体面の改善を伴っていないだけに、先行きの経済対策への期待によるところが大きかった。マインドが基本的に変化したと迄は言えないというのが、前回会合での判断であったと思うが、結局そのような判断が妥当であったと思う。現在、来年度予算の国会審議が行われている最中で、予算成立後のことは取り敢えず口にし難いという状況にあるので、市場参加者の先行きへの期待を維持、あるいは改善していくのは大変難しいと思う。また、マーケットも、いろいろな人の発言で振れるという不安定な地合いが続く可能性があると思う。一方、マネーサプライ等の量的指標についてみると、前回会合時以降の新たな指標として、1月のマネーサプライが出たが、12月、1月とも伸び率が上昇している。これは、投信、貸信等からのシフト・インというところが大きいですが、そのほかに企業の資金調達全体としては増加をしていることも読み取れる。従って、量的な指標からみた企業金融面へのインプリケーションとしては、マクロ的にみる限り、これまでのところいわゆる信用収縮という事態は生じていないということではないかと思う。ただ、企業の資金需要も、予備的動機に基づくものもあってかなり増加しているので、資金供給が増加をしているにもかかわらず、企業の資金繰り逼迫感がむしろ強まっている可能性がある。現実の逼迫感というよりも、期末に向けての懸念がかなり強い状況にあるのかも知れない。そういう中で具体的な影響がどのように出てくるのかということ、資金がどのように配分されるかにかかってくるところが大きいように思う。従って、当面信用リスクが相対的に大きい先を中心に、企業金融面での引締めについては十分注意していく必要があると考えられる。

#### IV. 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

執行部からの報告は以上である。月2回開催する場合の1回目の会合では、総括判断のための検討ポイントに沿って政策運営の選択肢についての報告をしてもらい、それから討議に入ることになるが、今回は2回目ということで、中間レビューになるので、そうした一連のプロセスは省略し、前回会合以降の追加的な情報を踏まえて、前回会合における判断を修正する部分があるのかどうか、あるいは、次回会合までどのような点に注目しておくべきかという点に関して、意見を伺いたい。念のために、前回会合における判断をもう一度繰り返すと、金融経済情勢に関する基本的な見解としては、「家計支出を中心とする内需減速の影響が、生産面や雇用・所得面に及んでおり、企業マインドも悪化している。このように、景気は停滞を続けている。」ということであった。この判断を踏まえて、金融政策運営については現状維持という決定を行った訳であるが、それに関して今回どのように考えるのかということについていかがでしょうか。

濃野委員

簡単に述べると、今日の説明の中にもあったように、前回会合時以降いくつかの経済指標がはっきりしたが、いずれもやや悪化という感じである。しかしながら、前回会合における我々の判断を基本的に変更する必要はなく、結論としては、引続き現在のスタンスを維持したまま事態の推移をみていく以外に手はないと思う。幾つかの議論があったが、特に感じるのは、いわゆる公的資金導入の具体的な手順がいよいよ始まる所であり、これが今の景気観の基礎を成している金融システムに対する不安や信用取引上のリスクを本当に除く格好になるのかどうかということである。また、市場なり、その関係者、あるいはそれを越えた広い範囲の内外関係者がこれをどう受け止めるかということが、これからの景気の展開にとって非常に大きく、ちょうどその時期にきているということが1つのポイントである。それから、今も議論があったように、設備投資動向について、前回会

合で私は、これから期を追って指標が出る毎に低くなるのではないかと述べたと記憶しているが、恐らく近いうちに出てくる投資計画では、下方修正的なものが出てくると思う。さらに、期末の決算、来年度の見通しが今取りまとめの最後の段階だが、今の情勢の中では下方修正の可能性が非常に強いと思う。ただ、本当に景気は立ち直ると肌身で感じる事ができれば、国の予算とは違っていつでも膨らませる方に投資計画を変更することもあり得る訳であり、そういう意味でも今はちょうど1つの節目になるという感じがする。アジア向け輸出が統計のうえで非常にはっきりと落ちているが、これはさきほどの来年度見通しについての説明にもあったように、アジア経済が非常に悪くなっていることが今ははっきりし始めたということかも知れない。どちらかというと、貿易取引に伴う信用リスクの問題が非常に大きく響いた一時的な問題かも知れないが、この辺りはもう少しみてみないと分からないのではないかという感じがする。そのようなことで、今のスタンスを維持していく以外に手はないと思う。

松下議長

有り難うございました。

後藤委員

私も前回会合時と基本的なスタンスを変える必要はないと思う。その後の変化から言うと、それがこれからマーケットにどのように受け取られるかということが重要であるが、金融2法が成立して緊急措置が具体的な実効を挙げられる方向に向かってきたということが金融面の変化であり、ターム物レートについては、さきほど報告があったように、低下の兆しが当面見えてきている。また、いろいろな指標からみると、金融機関の資金回収も貸出計画の中で一時心配した程の強さではなくなってきており、金融面については少し明るさが出てきていると思う。しかし、实体经济面をみると、企業業績については、発表されるものの殆どが下方修正されているという状況にあり、やはり国内景気に対する警戒感が出ている。同時に、

政策期待を膨らませる中で、3月末の株価がどうなるかというところにやや過度に注意が集まっているということもある。そういう意味では、これまでの政策の効果なり、これからの政策に対する期待と、企業業績の先行き見通しとの綱引きのようなことがおそらく当面続くということになると思う。そういうことを考えると、金融面についても、一時心配していた時よりは少し明るさがみえてきたとはいえ、3月末に向けて国内景気に対する警戒感が強く、要人発言によって株価が非常に振れやすいような状況なので、なお資金回収というか、貸し渋りといったことについては、3月末迄警戒感を緩めないでやっていく必要があると思う。

松下議長

有り難うございました。武富委員はいかがでしょうか。

武富委員

前回会合、あるいはものによっては前々回会合において認識した景況というものの流れについて、足許確認できる材料で再確認したというのが全体感だと思う。特に実体経済は、そういう流れにあると思う。先行きとの絡みでさらに今後よくみておきたいのは、雇用面に今の流れがどの程度及ぶようになるのか。もう1つは物価がさらに一段下がるような状況に迄至るのかということであるが、恐らく方向としては弱くなる方向であろうということを念頭に置きつつ、今そこは断定的に確認できないということで、ややニュートラルに考えるということかと思う。この間、金融面では、私自身の関心事であったターム物レートの先行きについては、まだ予断は許さないが、第1に期越えオペの残高が積み上がっていること、第2に季節的な資金余剰期が先に見えていること、第3に金融2法案で資本注入がこれから行われること、を受けて、多少落ち着きの方向にありそうである。これまでもそういう期待を持ってみてきたところだが、前回会合時に比べ多少改善方向への手触り感が出てきているということだと思う。それから、アジアの要因に関連してさきほど永島理事、松島調査統計局長からこれだ

けの為替調整をしながら、なぜアジアの輸出が思ったほど伸びないのかということの背景の説明があった。いずれ輸出が伸びてくると思うが、この辺りも先行きの景況判断との絡みで、引続き重要なポイントだと思っている。仮にアジアの輸出が伸びてくれば、日本への輸入も増えるが、おそらく少し時間を長くとれば、今度はそれによって日本のアジア向け輸出の減少が少しカバーされて戻ってくるという、良い循環に繋がると思われるので、そこのところは引続きよくみていきたいと思っている。次に、アメリカについては、まさにグリーンズパンFRB議長の証言にあるように、どちらにも動き得るという大変微妙な時期にあると、向こうの当局も意識しているし、我々からみても両サイドあると思う。アジアももちろんリスク・ファクターだが、何ととってもアメリカの方向性というのはいろいろな意味で日本の景況に響くので、ここも従来以上によくみていきたいという感じである。そのようなことからいくと、景況の認識としては、従来の流れの範囲内ながら、弱いものが多少出てきているという感じからすると、スタンスに少し緩和バイアスをつけるのかどうかというような部分はあるが、緩和バイアスをつけることのトータルとしての利害得失も前回会合で十分議論したところであり、一応今の段階でもまだ前回会合の基本的なスタンスを変えるというところ迄は至っていないだろうと考えておきたい。

#### 松下議長

これまでの意見を伺うと、細部での色合いの違いがないとは言わないが、比較的一致した面が多かったように思う。全体として前回会合以降の統計数字等をみると、横ばいの状況が示されるものが多いが、特に実体経済面についてはやや下向きの方向に動いたものや、今後の成行きによっては下向きに強く出る可能性があるものが含まれている。しかし、全体としては、多少の上向き要因も実体経済面にあるので、総合してみると少し重い動きとはいえ、横ばいの状況にあったかと思う。これに対し、金融面では、やや変化の兆しが窺われるようになったとの感触が多かったと思う。それを受けて、将来については、金融面でも上下両方の要素があり、上の方の要

素が効けばその変化は大変良い訳である。そのことに、私から1つ付け加えるとすれば、政府が追加景気対策をとることが議論されているが、予算の国会審議との関係で考えると、近い将来これ以上明確化してくる可能性は非常に少ないと思われる。景気対策については、実際には将来の上向きのファクターとして作用することが期待されているが、その取り扱われ方によっては若干のリスクがなくはない。しかし、現時点で判断するのは早過ぎるということではなかろうかと思う。それでは、官庁委員の方々も、意見があればどうぞ。

#### 中川委員

経済情勢判断については、前回会合以降、基本的には変化がないと理解している。すなわち、景気は停滞しているが、現状では腰折れするとは考えていない。物価動向についても、当面安定基調が続く公算が大きいと思う。こういう状況の中で、さきほど来いろいろ説明のあったところだが、政府としても、前回会合以降、第1に2月16日に金融システム安定化法が成立したこと、第2に先週のG7を控えてのアジア通貨金融市場に対する追加的な対応を決定したこと、第3に自民党でも、2月20日に第4次の対策が正式に発表され、これから関係省庁が協力していろいろな方策について具体化の検討を進めること、等の動きがある。現在は、2兆円規模の特別減税のほか、1兆円の公共事業の追加、さらに1.5兆円のゼロ国債の確保を含む9年度補正予算の執行を進めており、そうした幅広い措置が相乗効果をもってわが国経済を回復軌道に復帰させるのに寄与しているものと考えている。そういう中で、総理、大蔵大臣も国会で答弁しているように、平成10年度税制改正などの諸施策を盛り込んだ平成10年度予算案の早期成立・実施が何よりも必要であると考えている。こういう状況の下では、従来講じられてきた金融緩和措置の効果を引続き見守っていくことが適当であると思う。また、従来からもそうであるが、年度末にかけての金融市場の現状に鑑みると、金融システムの安定性を確保するため、期越え資金を中心に、潤沢かつ円滑な資金供給により金融機関の資金繰り不安感の払

拭等に努めることが重要であると考えている。

#### 藤島委員

基本的には中川委員が申し上げたとおりである。重複を避けて若干補足的に申し上げると、去る 20 日に自民党から第 4 次の経済対策が発表されたが、同じ日に東南アジアの経済安定化等の支援措置を政府として決定しており、具体的な対策は貿易保険等の活用等によりこれらの国へ支援措置を講ずるというものである。それと併せて、貸し渋り関連の施策として、中小企業向けの信用保証制度の弾力化や、開銀・北東公庫融資の拡充、弾力的対応等の政府系金融機関の各種の措置の強化が図られることになっている。さきほど金融面では少し明るさが出てきたという話があったが、金融機関の貸し渋りに関しては表現の問題なり、あるいは程度の問題はあるにせよ、実態認識としては、企業の資金調達、企業金融という面からみると、金融機関の融資姿勢の慎重化は依然として厳しいものがあり、これが实体经济に大変影響を与えるのではないかとということで心配される状況には変わらない。政府としては、景気について、このように大変厳しい認識を持っていることからこれまでも諸施策を打ち出してきたが、これから 3 月中旬を目標に、自民党の第 4 次の緊急対策を受けつつ、これまでの諸施策と併せて、経済活性化のための具体的な措置を検討していく考えである。

#### 松下議長

これまでの意見をまとめると、当面の着目点、および留意事項としては、金融 2 法の効果なども含めた金融市場の動向、アジア関係の今後の景気展開への影響の見通し、国内における消費者のコンフィデンス、今後の企業業績の推移に伴う設備投資等に注目をしていくことが必要であるという認識であり、政策姿勢としては、よく情勢を点検しつつ、現状維持とするのが大筋の結論ではないかと思われる。それでは現状維持ということで議案を提出させていただく。

[事務局より議案配布]

ただいま配布した議案は、「次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。」というものであり、記書きとしては、「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。」ということである。対外公表に際しては、「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決定した（全員一致）。」という文章にする。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

V. 閉会

松下議長

それでは、本日の議事はこれで終了とする。次回の決定会合は 3 月 13 日を予定しているので、引続きよろしくお願ひしたい。

(午前 10 時 50 分閉会)

以 上