

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年3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 將（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

三谷政策委員会室長

本日、松下議長は国会出席のため遅参しますので、まず議長代理の選任をお願いします。

後藤委員

濃野委員にお願いしたい。

[他の委員うなずく。]

三谷政策委員会室長

それでは濃野委員、宜しくお願いします。

濃野議長代理

これから、第4回金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本来であれば、まず、前々回会合の議事要旨の承認から始めることになっているが、議決権のある委員が全員揃ってからの方が適当ではないかと思うので、それは後に回し、執行部の報告から始めさせて頂く。その後、一旦休憩をとり、松下総裁が国会から戻られた時点で、再開し金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行う。最後に、前々回会合の議事要旨と金融経済月報を採り上げるということで、本日は取り運びたい。それでは、執行部からの報告を始めたいと思うが、まず、前回会合以降の金融調節の実績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報告

### 1. 金融調節の実績に関する報告（参考資料－1）

川原審議役

国内金融市場については、前回会合以降、特別な地合いの変化、あるいは混乱といったものは見られない。以下、参考資料の内容に2点ほど補足する。1つはターム物金利の動きであるが、ユーロ円レート3か月物が、昨日は0.80%に低下するなど、その後も一段と低下してきている。前回会合では、前日のロンドン市場でユーロ円レートが下がり始めたと報告したが、その後2週間経って、ターム物市場の景気は相当変わってきている。ユーロ円レート3か月物が0.80%まで低下したということは、市場が差し当たってのめどとしていたレベルに到達したことになる。ジャパン・プレミアムについては、10日が22bp、11日が19bp、そして昨12日は横ばいの19bpとなっている。今回の事件で、マーケットの中には少し心配する向きもあるが、現実にはなお縮小傾向をたどっている。短期マーケットの現在の最大の関心事は、今後ターム物金利が一体どうなるのかということである。この点については、現在のところ市場の見方は2つに分かれている感じがする。1つは、そろそろこの辺りで下げ止まるのではないかという金利下げ止まり説である。金利下げ止まり説は、これ迄のマーケットのシナリオが現段階でほぼ完成されつつある、という見方であり、諸般の事情を考慮すると、大雑把に言って信用リスク・プレミアムが20bp程度は残らざるを得ないとみられるため、3か月物のノーマルな水準である60bpにこれを上乗せた仕上がりとして0.80%前後が良いところ、という見方である。のちほど企画局長から説明があると思うが、足許のインプライド・フォワード・レートを見ても、期明け後のレート水準は0.80%程度という感じである。これに対して、金利はもっと下がるという金利一段低下説がある。金利一段低下説は、ターム物市場の需給が相当緩んでいる点に着目し、この先一段のレート低下が見込まれるとして期明け後不測の事態が生じない限り、期越えプレミアムの剥落もあって、70bpを

切る可能性も否定できないという見方である。これは、ベーシックな市場需給重視型の見方と言ってもよく、信用リスクも現実には流動性リスクと相当程度一体化しているという捉え方である。現状、マーケットでは、前者の金利下げ止まり説の方が優勢だと思われるが、私自身は希望的観測も含めて、後者の金利一段低下説にくみしたいと思っている。

2点目は、株価と債券市況の関係であるが、このところ特徴的なのは、債券利回りが既往ボトムを更新する一方で、株価は上値が重いとはいえ、1月12日のボトム水準に比べると2,000円近いプラスになっている。このように、両者のレベル感がすり合わない感じがあるが、この辺りをどう考えるのかという点である。両者のレベル感の相違の要因としては、金融システム安定化策に対する感応度の違いもあると思うが、メイン・ファクターは株価が実力対比かなり嵩上げされているということではなかろうかと思う。これまで、期末の株価に照準を合わせて各種の施策が講じられてきており、目先についても、期末をにらんだ株価対策期待が根強いということで、現在の株価は一種の管理相場的な色彩を帯びているように思われる。そういった意味では、今後の景気対策次第ということではあるが、株式市場の関係者は、むしろ4月以降の反動安に対する懸念を持ち始めている。そうした状況からみて、結論としては、現在の景気の実勢ということになると、やはり債券利回りの方により素直に映し出されているとみるのが適当ではないかと思われる。

#### 中川委員

1つは質問であるが、短期市場の有力な商品であるCDについて短資会社経由の取引が漸く成立しているようで、指標性という観点からみて望ましいことだと思う。ただ、出来高は非常に少なく、かつ引続きごく一部の優良行に限られるという状況にあると伝えられるが、その辺の状況はどうなっているのか。当面の見通しと併せて教えて頂きたい。もう1つは少し耳障りな指摘かもしれないが、資料の2ページで政府・与党が新たな株価対策に乗り出

さざるを得ないのではないかとの見方が紹介されている。これは外に出る紙ではないが、政府としてはPKOをやることはあり得ないというか、やっではいけないという認識を十二分に持っているので、その点は宜しく願います。本日の朝日新聞のトップ記事がそうであったように、マスコミはよくそういうことを言うが、証券市場の当局者は十二分に注意している。

#### 川原審議役

第1のCDについては、ご指摘のとおり、全体の短期市場の落ち着きを投影したものだろうと思うが、CDのレートもここ3日間毎日つくようになってきている。ちなみに、昨日は3か月物で0.74%であった。直近の出合いの最高値は0.83%であったので、それに比べれば10bp程下がっていることになる。そういうことで、ブローカー経由分についても相当程度正常化されつつある状況だろうと思う。とは言っても、一部優良行の発行に止まっているのではないかというご質問であるが、そういう面もないとは言えない。ただ、マクロの統計でCDの発行額をフォローすると、実態としては発行残高自体相当増えてきている。また、出来高統計をみてもかなり増えているというのが実情である。ブローカー経由分以外のいわゆるダイレクト発行についても、残高ベースで1月末の前年比が+15.8%、2月末の前年比が+22.6%となっている。残念ながら、マネーサプライ・ベースのCDは1月までしか計数がないが、当局でヒアリングしているCD発行残高の合計は、このところずっと2割を超えている。フロー・ベースの発行高も同様に、都・長銀、信託の3業態ベース計のフロー・ベースで申し上げると、1月の前年比+29%から、2月は同+49%に高まっている。金額としては、1月が26兆7,000億円、2月が29兆9,000億円である。残高は1月が38兆9,000億円、2月末が39兆6,000億円で、残高ベースでも増えている。このところマネー・マーケットの機能喪失云々ということが言われているが、事後的にこうした統計をみると、ボリュームはしっかり確保されていることが分かる。2番目のご指摘の

趣旨はよく分かった。

#### 藤島委員

さきほど今後のターム物金利の見方が2つに分かれているという話があった。それとの関連で質問すると、4月以降資金余剰になるが、期越えて大量に供給された資金は大体順調に吸収されていくと市場はみているのか。また、仮にそうだととしても、その前提に狂いは生じていないのか。

#### 川原審議役

2点目から申し上げると狂いはない。私どもとしては、日々その辺はローリング方式で見直しており、これ迄の見込みに特段修正を加えるべき点はない。

第1のマーケットがその辺りをどうみているのかということについては、短期市場をみている人や資金繰りを実際にやっている人は、やはり相当程度プロの人達なので、日本銀行が4月以降のことを何もフォローしないまま調節をしているとは、とても思っていない。その辺りについてとんでもないことになるのではないかという危機感を持っているマーケット関係者は、全くいないのではないかと思う。

#### 後藤委員

今後のターム物金利について、下げ止まり説と、一段低下説があるとのことだが、どちらかといえばこれから需給が緩むため、一段低下説の可能性が強いのではないかと私も思う。ただ、もう少し長い目で構造的に見ると、ターム物金利は、下がったとしても、去年の秋の水準までにはなかなか戻らないのではないか。去年の11月以降、あるいはもう少し前からかも知れないが、金融の世界で信用リスクに対する、consciousかつcautiousな意識がそれ迄に比べ強くなっている。ビッグ・バンみたいなことは言わないにしても、金

融機関自身が ROE みたいなものを意識した融資活動を考え、企業も社債、CP といった直接資本市場から調達することができる先はそちらに傾斜していくことになる、格付けの高い企業は直接調達に軸足を移していくようになる。その結果、間接金融に頼るのはどちらかと言うと、信用リスクが平均より大きな先となり、その信用リスク・プレミアムも、10bp なのか 15bp なのかは分からないが、今回の金融危機のようなものが起きる前に比べ、根雪みたいな形で金利を僅かながらも押し上げる力として構造的に残っていくのではないかと思う。

#### 川原審議役

ご指摘のとおりだと思う。ただ、さきほど見方が 2 つあるということで、かなり対立的に捉える格好で敢えて申し上げたが、結論からいうと、両者の実際の着地点の差は、恐らく 10bp プラス  $\alpha$  位だと思う。前者の下止まり説で考えられている水準は大体 0.80% であるのに対し、後者の一段低下説でも完全に元に戻ると考えている訳ではなく、0.70% を割ってくるのがあっても、四捨五入して言えば 0.7% という感じだろうと思う。従って両者の開きは 10bp プラス  $\alpha$  ということであり、逆に言うとも信用リスク・プレミアム部分というのを、概ね 20bp 程度とみるのか、もう少し小さい 10bp 程度とみるのかと、その辺の差異なのだろうと思う。別の言い方をすれば、期末を越えることによる流動性リスク・プレミアム部分の変化をどの程度のものとするのかということによる違いだと思う。

#### 武富委員

レベルが元に戻っても、個別金融機関の間の格差という質的な差は当然残るだろうと思う。信用リスクの話が出てきたのもう 1 点申し上げると、国債利回りと株価の動きがすり合わない理由の 1 つとして、国債利回りが下がるというのは、投資家がリスク回避行動をとっていることによる、というこ

とが考えられる。それは、国債にはリスク・ゼロのプレミアムがついているということである。もっとも、ごく最近の変化の方向性として、さきほど説明のあった株価は横ばいで、国債利回りは下がっているという点については、ここにきてさらに信用リスク conscious になり、株から国債に資金が流れていくという動きではないと思う。しかし、絶対レベルではやはり、リスクに対する consciousness と caution がいろいろなところに現れているし、これからも残るという感じがする。

#### 川原審議役

今、武富委員が指摘された点は全くそのとおりだと思う。1点目のインターバンク市場における各行間の信用リスク・プレミアム格差という点は、基本的には変わっていないと思う。ただ、連日、マーケットをフォローしている中で聞こえてくる話としては、各行間のプレミアム格差自体も縮小してきており、これはこれで良いことだと思う。金融システム安定化策の効果ということもあり、例えばユーロ円レートをみると金利水準自体がピーク時点から相当下がっており、こうした金利水準全体のレベル低下の中で、リスク・プレミアム格差も縮小するという面もあると思う。それから2点目の、リスク・ゼロの国債に対して資金が流入しているのではないか、という問題についても、基本的な構図はそのとおりだと思う。ただ、ここにきてそういう色彩が一段と強まってきているのかと言え、そういうことではないと思うが、数か月オーダーで見ると、いわゆる flight to quality 要因が相当程度加味された国債利回りの低下であった、というご指摘については、全くそのとおりだと思う。

#### 濃野議長代理

他に質問はありませんか。それでは、次に永島理事から為替市場、海外金融経済情勢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

お手許の3月11日現在の計表に基づいて報告する。昨日も少し相場が動いているが、それも含めて報告する。まず、図表1でドル/円についてみると、前回会合時以降124円から129円のレンジで推移した。要人政治家の景気対策発言で円高に振れる場面が何回か見られたが、最近は、第1に、アメリカ経済の堅調を反映して全般的なドル高地合いにあること、第2に、インドネシアルピアを中心にアジア通貨が再び少し安くなっていること、第3には、一昨日の本行の不祥事が海外で円売りを招いたこと等の要因から、再び少し円安方向に推移しており、為替の動きが株価の動きから離れたような感じになっている。結局、前回会合時以降、若干の円安になっており、今朝も129円前後で推移している。この間、ドイツマルクは比較的安定しており、1.82～1.83前後で小動きである。ドイツマルクと円のクロス・レートは一旦円高になった場面もあったが、概ね70円をはさんで保合いということであった。名目実効レートも、一旦は円高になったが、再び少し円安になってきている。図表2で相場観を示すリスクリバーサルについてみると、昨日少し動きがあり、ドル/円のリスクリバーサルは0.25ということでプラスの方向に振れており、少しドル・ブル感が強まっている。ドル/マルクの方は概ねゼロゾーンである。ボラティリティーは、少し円安に動いている割には、引続き下がっており、ドル/円については12%台の下の方、マルクについては、今朝は8.7%というところで、9%を切るところまで下がってきている。そういう意味では少し相場感は落ち着いてきている感じがする。図表3で日米長期金利についてみると、アメリカの長期金利は昨日も下がり、5.86%まで低下している。これは、アメリカの国内景気が非常に堅調である一方、一時は6%台を上回ったインフレ率が落ち着いていることから、景気の強い指標が出て、債券が買われるという展開になっている。昨日発表の小売売上の数字は強めであったが、一旦少し売られた後、すぐに海外勢を中心にカバー買いが入り、

金利は再び低下し5.86%になった。日本の長期金利もじりじり下がってきているが、内外金利差という意味では前回会合時と比べると、多少拡大しており、昨日現在では4.335%となっている。次に図表4のアメリカの株をみると、ニューヨークダウはアメリカ経済が堅調であることから、引続き大型優良株、小売り関連、ハイテク株と、いろいろの株が買われており、一昨日3月11日には8,675ドルと最高値を更新した。昨日は小反落したが、8,659ドル56セントと引続きかなりの高値圏にある。アメリカの株がこのように非常に高いことについては、最近の国際会議等でも話題になっているが、アメリカ・サイドの一般的な見方は、少しオーバーシュートの感があるというリスクは認めつつも、個別の株の動きをみると、個別企業の収益見通しなどを反映して、rationalかつsensibleに動いており、correctionがあるにしてもそれほど大きくはないのではないかという感じで、比較的楽観的であるという印象を得た。次に図表5で東アジア通貨についてみると、3月に入り、マレーシアリングと、インドネシアルピアが下落し、再び全体としては若干弱含みの展開となっている。マレーシアについては、地場銀行の赤字決算等の業況悪化が嫌気されたということであり、インドネシアについては、ご承知のとおり、スハルト大統領がIMFに対決姿勢を示したことに伴い、IMF融資の第2回分の実行が延期されたということが嫌気された。ただ、IMF融資については、その後フィッシャー専務理事が柔軟に対応すると発言したことから、ひとまず相場の方も落ち着いた状況にある。もっとも、落ち着いたと言っても、1万ルピア台ではあるが。この間、唯一少し強くなったのが韓国ウォンであり、これは、キム・デジュン大統領が一連の新政策の中で、外人の株・不動産投資について、さらなる緩和措置をとる用意があると言ったことを好感したものである。図表6の株も概ね為替と似た動きであり、前回会合以降、前半は上昇したが、後半はマレーシアやインドネシアの動きを受けて反落した。図表7の欧州通貨については、大きく動いているのは英ポンドであり、昨日は1ポンド3.03マルクまで上がって来ている。これは、英

国については再び利上げ観測が出て来たことが背景である。イタリアリラも昨日少し強くなっているが、これは財政赤字が97年に3%を下回って、2.7%ということになっていることが好感されたものである。ERM主要参加国の長期金利もじりじり下がっており、昨日もアメリカの金利が下がったことを受けて一斉に下がっている。図表8で商品市況をみると、金については引続きヨーロッパの中央銀行による保有金売却の懸念が底流にあるほか、東アジアの需要が減っていること、特に韓国がゴールド・キャンペーンで集めた金をまとめて売っていることから、弱含みとなっている。原油相場も大変な安値になっており、昨日は14.20ドルと少し戻しているが、殆ど最安値圏での動きということである。イラクの査察合意に加え、アジアの需要減、全般的な暖冬、さらにベネズエラ、北海、ノルウェー等が生産の拡大を図っているということから、弱い地合いが改まらないということである。この結果、中東諸国の財政は今年は大変苦しくなるのではないかと言われている。CRBインデックスも、原油が軟調な中で、銅、とうもろこしが少し上昇しているため、総じてみると弱地合いながらも、前回会合時に比べると概ね横ばいのところにある。

図表9のアメリカ経済については、前回会合以降に出た指標にシャドウをかけているが、引続き強めである。まず、GDPは、予想通り4.3%から3.9%に下方修正されているが、引続き高い伸びである。外需が下方修正された一方、在庫が上方修正されている。1月に入ってから指標をみると、個人消費関連を中心に引続き強めの指標が出ており、可処分所得が堅調であるほか、昨日出た小売売上は1月分が0.1%から1.0%に上方改訂になり、2月が0.5%ということで、両月併せてかなり強めの数字になっている。消費者のコンフィデンス指数、これは前回も出ていたものではあるが、これも非常に高い。失業率は、4.6%と、11月と並んで24年振りの低水準である。賃金は少し高めになっている。設備投資関連の指標も先行き鈍化が見込まれているが、目下のところ堅調で、資本財、非国防資本財受注の数字も1月は高めになって

いる。こういったことから、アメリカ経済は引続き内需はかなり堅調である。なお、昨日出た2月のマネーサプライは8.1%ということで、5.6%、5.7%、7.3%、8.1%と月を追って伸び率が高まっており、少し気掛かりといえれば気掛かりである。ただ、アメリカ当局は、マネーサプライと実体経済の関連については、かなり薄れてきていると言っている。もっとも、最近は両者の関連が少し戻ってきているのではないかという見方もあり、そういう意味でマネーサプライの伸び率が高くなってきているのは気掛かりである。図表10-1、2はドイツ、フランス、イギリスの経済指標であるが、ドイツについては、97年第4四半期のGDPが年率1.1%と弱めの数字となり、97年の年間では2.2%となった。一方、フランスは、97年第4四半期が3.1%、97年が2.4%で、ドイツに比べ景気の回復が速く、少し強いという感じが出ている。すなわち、ドイツは輸出の内需への波及が引続き弱い、他方、フランスでは個人消費が回復してきており、失業率も少しずつ下がってきている。このところ、フランスは景気回復に自信を持っているという印象であり、中には、少し言い過ぎとは思いますが、ダイナミックな景気回復過程に入ったと言う者もいる。アジアなどからの波及を考えると、少し強気の感があるが、ドイツとフランスとは少し対照的な動きになっている。この間、EMUの創設が近づくにつれて、金利のコンバージェンスが必要になってきているが、ドイツやフランスに金利を上げてもらいたいという国は、オランダ、アイルランド、スペイン、イタリアといったところである。しかし、ドイツは、内需が少し弱いほか、生計費指数が2か月連続マイナスで、前年比でも1.1%迄落ちているので、とても利上げをするような状況ではない。このため、99年1月迄、後9か月あるが、どういう形でユーロ金利のコンバージェンスが進むのか非常に興味がある。イギリスは景気・物価情勢が非常に微妙な段階にあり、一昨日発表された2月4、5日の金融政策委員会では、委員の判断が4対4に別れたということが明らかになっている。現状もそういった状況が続いているようである。すなわち、目下のところ内需は順調で労働市場もタイトである

が、輸出が明らかにポンド高から落ちており、今後経済全体としてはスローダウンに向かうということは十分予測されるものの、そのタイミングが読みにくいということで、今の時点で金利を引上げて、2.5%というインフレのターゲットをきちんと守れる状況にしておくべきかどうかを巡って、判断が分かれているために、4対4になったということである。ちなみに、前回は据置派であったキング理事が、利上げ派に転じたため4対4となったが、ジョージ総裁のキャスティング・ボートにより据置きが決まった。3月17日にはイギリスの予算が発表になるので、それを見て今後の金融政策を決めようということになるのではないかと。最後に図表11で東アジアと中国についてみると、タイ、韓国では金融リストラと構造改革策の進展もあり、市場のコンフィデンスがやや取り戻されつつあるという感じで、韓国については、ウォン、株とも少し高くなっている。今、インドネシアとIMFとの関係がうまくいっていないので、インドネシアに引っ張られて、東アジア全体としても安定感が取り戻されるという状況にはなっていないという感じである。引続きこれらの国の輸出は不振であるが、その中で韓国は輸出が伸びた形になっている。これは旧正月要因もあるが、主として金を輸出していることによるものである。金を除くと、1、2月の輸出の伸び率は+2%強と97年第4四半期の+4.4%から鈍化している。このため、全体としては縮小均衡に向かっている感があり、決して楽観できる情勢ではない。最後に中国については、特に新しい指標は出ていないが、3月7日の全人代の後の記者会見で、人民銀行の戴行長は金利為替政策について、幾つか興味ある発言をしているので紹介する。1つは、今、中国の実質金利は7%と大変高いが、利下げを行うと人民元を外貨に変えようとする動きが活発化するという意見があるので、利下げをするべきかどうか迷っている、という感じの発言である。もう1つは、中国の輸出の中で東アジアと競合している電気製品などはこれから伸びが鈍るとみられ、昨年は21%もの伸びを示した輸出が、今年は大体8~10%位の伸びに鈍化するだろう。しかし、輸出は伸びることは伸びるし、また直接投資も

昨年の410億ドルに比べれば減少するとはいえ、300億ドル位は期待できるので、国際収支は赤字化せず、外貨準備の増えるテンポが鈍化する程度である、との発言があった。最後に、これはマスコミでもかなり大きく報じられたが、人民元の上昇圧力は徐々に後退しているけれども下落傾向に転じることではない。仮に輸出促進のために利下げを行えば、東南アジアの危機をさらに大きくすることにもなるので、大国の道徳から言って許されることではない、という発言もあった。

濃野議長代理

ご質問があればどうぞ。

中川委員

日米の長期金利差に関して、4.335%という直近の水準については、どのように評価しているのか。日米の投資家、内外の投資家の行動に影響を及ぼすのは、金利差だけでなく、為替の動きなどいろいろあるので、評価が難しいのはよく分かるが、4月以降、外為法改正により為替管理が原則自由になる。一般的には為替管理の自由化そのものによって、為替や、内外金利差に影響が及ぶようなことは余り意識しなくても良いのではないかと思うが、実際現在のような金利差があると、為替も動向によっては影響を受けることは否定できないだろう。その辺の投資家の行動については、どのように考えればいいのか。

後藤委員

中川委員の今の指摘に関連するが、今回の外為法改正以前に為替管理は原則自由化されており、為替リスクもあるので、今年の4月から資金の流れが急に変わることはないと思う。ただ、内外金利差が現在のように開いている状況の中で、今回の外為取引の完全自由化的な措置に伴い、取引コストが大

幅に低下してくることの影響は考えないといけないと思う。為替リスクに対する考え方も、為替取引が自由になると少し変わってくるのではないかと考えると、内外の金利裁定が若干強まり、資金の流れに常識的に言われているよりも影響が出てくるのではないかという気もする。4月のことを視野に入れて考えると、その辺りはどうなるのか。

#### 永島理事

非常に難しい質問であり、4月以降ふたを開けてみないと分からない面もあるが、投資家等から聞いている話と、私の個人的な見方を交えて答えると、まず、今の金利差というのは相当大きいので、普通であれば今度の外為法改正がある、ないにかかわらず、相当の規模で对外投资が行われる筋合いにある。ところが、昨年の後半位からむしろ全体としては回収が増えている。回収が増えている背景としては、銀行が為替の動きには関係なく、外貨資産を減らしていくこととの見合いで、外貨債務を返済していることのほか、生保も体力が段々落ちてきているので、中小を中心に利が乗っているうちに外貨資産を売ってしまおうということ、大量に処分していることが指摘できよう。この傾向は現在も続いており、海外では俗に repatriation と言っているが、益を出して日本に引き揚げてしまうという動きから、むしろ回収超になっているという姿である。この間、個人の外債投資はどうかというと、一時相当増加したが、円高になった局面で、大やけどをしたので、その後遺症がまだ残っており、現在のところどんどん増えるような状況ではない。従って、外為法改正によって何が変わるかということ、こういった直接の外債買いではないだろう。新しくいろいろなものを組み合わせるリスクをヘッジしたような新商品が売り出されてくれば、そうした商品に個人や機関投資家が食いついていくかも知れないが、それがどの程度になるのかというところの見通しは、今一つはっきりしない。ただ、後藤委員が指摘されたように、そういう商品に慣れてくると、投資家の裾野も広がると思われる。特に今のような低

金利が続くと、そういう商品の購入は増えていくのではないかという感じがする。従って、目立って急に増えるということはないにせよ、じりじりと日本から資金が流出していくことは十分予想される。しかし、4月になったら、ドラスティックな形で日本からの資金流出が起きて、これが大変な円安要因になるとは思っていない。

### 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

初めに一言総括的に述べると、先月末から今月の初めにかけて発表された主要な指標、および各種機関のアンケート調査結果等を総合すると、11月、12月と急激に落ち込んだ家計支出が、さらに下がっていくという感じはなくなり、下げ止まり感が出てきているが、さりとて、回復していく兆しは窺われない。一方、こうした最終需要面での低迷が、生産の減少や在庫調整に繋がりが、さらにそれが雇用・所得面にもじわじわと影響しているということが、指標に現れている。加えて、アジア諸国の経済通貨混乱等に起因する国際商品市況の低迷が、年明け後中間材を中心として国内の卸売物価に影響を及ぼし始めているという兆しがある。

それでは、「経済活動の現状評価」の文章編と図表を基に説明する。概況はいつものように最後とし、まず各論の公共投資については、4～6月は、ゼロ国債の積増しと補正を考慮しても前期比減少基調をたどるとみられる。7～9月以降については、前倒し政策とか、追加対策がどうなるかにかかっている。

次に、純輸出について説明する。まず1つお断りしたいのは、前回の月末の会合で図表3「日本からの地域別実質輸出」の98年第1四半期（1月の計数の四半期換算値）の前期比伸び率を2.3%と申し上げたが、その後、97年の年間補正が行われ、速報が確報になった結果、0.04%と大きく下方修正され殆どゼロに近い姿となった。ただ、いずれにしても、アジア向けが通貨経



済の動揺の影響から、減少傾向が顕著になっており、NIEs、ASEAN といった先が大きく足を引っ張っているが、米国、EU向けが堅調なため、全体としては増加基調が維持されているという、全体像には変わりはない。先行きについては、米国、EU等の先進国経済の拡大で基調としては増勢を維持するとみられるが、今後アジア経済の減速が本格化してくることなどからみて、そのテンポは緩やかなものになるとみられる。この間、輸出環境についてみると、図表4の実質実効為替レート（73年3月=100）は、2月13日の会合時点が121.71で昨日が118.88であったので、2.2%ほど円安になっているが、大きく言えばほぼ前月並みの水準にある。ところが、世界経済の成長率に関する見方は、たった1か月の間にまた下振れている。図表5をみると分かるように、タイ、インドネシアといったところの数字が悪化しており、その結果、世界計は、3.0%から2.8%と僅かではあるが下方修正されている。なお、最近のインドネシア、韓国向けの輸出の急激な落込みは、これらの諸国の外貨繰りが影響していると思われるので、債務返済の繰延べや貿易金融支援策といったものが働いてくれば、この面からの制約要因は徐々に緩和されると思われるが、一方で、経済調整に伴いこれ等の国の経済の減速が本格化していくということを考えると、わが国の輸出は、基調的には抑制されていくと見るべきであろう。一方、実質輸入（図表8）をみると、四半期毎の振れが大きいですが、均してみれば、横ばい圏内の動きにあり、これは、基本的には内需低迷の影響が主たる原因であろうと考えられる。図表を詳しく見ると、これ迄マイナスを続けていたNIEs、ASEAN4が1月だけのことではあるがプラスに転じており、アジアからの輸入が若干下げ止まったようにも窺われる。しかし、いろいろな点を考えると、アジアからの輸出ドライブで日本の輸入が急増することは到底ないように思われる。その要因としては、現地企業では、通貨・経済の混乱のもとで、先行きに対する不透明感の高まりから大幅にドル建て価格を引き下げるという対応は採りにくいほか、本文の3ページの脚注でも指摘しているように、例えば韓国では、輸出品製造のために輸出額の

38%にのぼる原材料・部品を輸入で調達しなければいけないという事情の下で、自国通貨の減価によって調達コストが上昇しているうえに、外貨繰りの制約も完全に払拭されていないだけに、輸出ドライブを本格化させるような状況にはない。また、わが国企業の対応面をみると、アジア生産拠点からの逆輸入については、既に企業戦略として国内生産と海外生産の棲み分けが差当たり確立しているので、これが直ちに急増する状況には今のところないといった点が挙げられる。そのようなことを総合すると、当面、価格効果によってアジア諸国からの輸入が目立って増加するとは考えにくく、基本的にはわが国の内需の動向によって決まってくると思われる。ただ、アジア諸国からの輸入に関しては、物価に及ぼす影響が非常に大きいので、のちほど物価のところでも詳しく説明する。以上を踏まえ、純輸出の動きを実質貿易収支でみると、引続き増加傾向をたどっており、先行きも増加傾向が維持されると思われるが、そのテンポは緩やかなものとなる可能性が高い。ただ、名目経常収支のGDP比率に関しては、原油価格が大幅に下落していることを踏まえると、引続き増勢をたどる公算が大きい。

設備投資については、投資規模を左右する企業収益をみると、数々の調査結果が発表されるたびに悪くなっていくという感じである。図表9の日本経済新聞社のアンケート結果をみると、97年度の経常利益（全産業）予測は、中間決算時には+2.9%であったが、2月末時点の調査では-2.2%の減益となっている。特に製造業が、中間決算時点の+3.1%から-4.3%へと大きく下方修正されている。これを業種別にみると、電気が+6.7%から-7.8%に、寄与度では+1.6%から-1.9%に下方修正になっている。また自動車、造船・重機も大きく足を引っ張っている。一方、非製造業の方は、まだ増益ではあるが、これも2.7%から1.4%へと増益幅が縮んでいる。そのほか、一昨日発表された大蔵省の景気予測調査では、全産業ベースでは-11.8%ということになっている。なお、調査統計局の方で3月に公表された民間9機関の調査結果を平均してみたところ、全産業ベースで-1.0%となったが、12月に公

表されたものは同じく+5.2%であったので、ここ3か月の間に相当悪くなっている。それぞれサンプルが違うので計数には幅があるが、前回調査に比べ悪化している点では共通しており、今後、短観でチェックしていく必要がある。追加で配布した法人季報の結果をみても、全産業の10~12月は前年比-9.0%となっており、これも足許の収益の悪さを示している。こうした企業収益のもとで、設備投資がどうなっていくのかをみると、先行指標は、企業が様子見・先送り姿勢を強めていることを示唆しており、今後、設備投資は頭打ちから減少に向かう可能性が高いと思われる。計表4をみると、機械受注は10~12月が-3.9%と業界見通しを大幅に下回った後、1月は、+13.8%となり、製造業は+7.3%、非製造業も+20.9%といずれもプラスに転じている。1月の実績を10~12月平均と対比すると、それぞれ+7.9%、-0.8%、+18.9%となり、機械受注は良くなったようにみえる。しかし、その中身を見ると通信が非常に大きく押し上げており、これは単月の特殊要因と考えられるため、1月だけを見て受注が持ち直したと判断することは難しいと思われる。建築着工床面積をみても、頭打ちというか低迷の傾向が顕著になっている。内需の低迷や、内外の素材市況の悪化に伴って企業収益がさらに悪化する可能性があることに加え、資金調達が厳しくなっていることも考慮すると、来年度の設備投資は、マイナスの方向に向かう可能性が高い。ただ一方で、中長期的な戦略投資、すなわち情報通信や環境対策、自動車の低公害車開発といった下支え要因もあるので、今後の景気対策の動向等も踏まえながら慎重に見極めていく必要があるかと思う。確かに、株価が上昇してきたことや、公的資金の導入等の動きなどもあり、金融機関の融資に対する自己資本面の制約に関しては、一頃ほどタイトではないとの見方が強まっている。ただ、こうした中であって、一方では、資金偏在というか、特に中小企業に対する金融機関の融資姿勢が一段と厳格化していると感じている先がむしろ増えているといったことがある。このようにマクロ面では信用収縮が発生していなくても、資金の偏在傾向からファイナンス面で制約を感じるという先

が増えていることは、投資が抑制的に動き続ける1つの要因となる可能性が高いと思う。図表11の「中小企業景況調査(月次)」をみると、資金繰りDIは、12月が-17.8%だったものが、1月-23.0%、2月は-26.4%と更年後マイナス幅を拡大している。また、貸出態度DIは、12月の+14.0%から、1月に+0.6%と大幅に低下し、2月は-5.1%とマイナスに転じており、中小企業における金融機関の融資態度に対する見方が厳しくなっていることが窺われる。次に、図表12の設備投資計画をみると、前回の決定会合以降、日本経済新聞社が中間集計値を公表したのでそれをみると-3.3%となっている。その後、このグラフには表示されていないが、一昨日公表された最終集計では-4.6%とマイナス幅が拡大しており、集計時期が先になるにつれて、各社の来年度の設備投資計画が弱い方向に動いているという傾向が出ている。ただ、そうは言ってもミクロ情報ではなお投資案件を固めきれていないという先が多いようであり、これらの先では景気対策の行方を見定めたくて決定したいとしているだけに、一旦圧縮された計画が復活する可能性もある。一方で、このような時期には、需要動向の悪化や、収益の不芳を背景にさらに遅らせるという下押し要因も働くだけに、プラスとマイナスの綱引き状況を今後注意深く見守っていく必要がある。やはり設備投資が来年度の景気をみるうえで一番のポイントであろうと思う。

個人消費については、1月の計数を見る限り、12月以降一段と悪化するような事態は回避されているように見受けられるが、逆に回復を明確に示す動きも出ていない。足許の計数について季調済の前月比でやや詳しくみると、消費水準指数は、12月-3.1%と落ち込んだ後、1月は+1.3%と少し戻している。小売業販売額は、12月-0.3%の後、1月は+2.3%とプラスに転じた。これは、今年は年初の三が日に店を開けるところが多かったために、12月の買いだめを抑え、1月に購入したことが数字を押し上げており、実力以上の出来となっている。耐久消費財では、自動車が相変わらず悪い。12月は自社登録の駆込みで+8.7%と上がったが、1月が-8.3%、2月は1月の落ちたと

ころからさらに-2.7%である。業界のヒアリングでも、「流通在庫の荷もたれ感が一掃できない中で盛上がりには欠けた展開が続いており、3月以降も引き続き購入マインドは冷えている」、「各メーカーとも先行きに対する見方が非常に慎重化している」との結果が出ている。家電については、対前月比では12月、1月ともプラスであるが、品目別にみると、デジタル・カメラやハイビジョンのような一部のものは若干強いが、それ以外は引き続き低調である。それから全国百貨店は、12月-0.8%のあと1月は0.0%、都内百貨店は12月-0.6%の後1月は-0.3%となった。都内の方が全国より少し悪いのは、雪も多少響いていると思われる。調査統計局では、2月以降がどのような状況なのかをヒアリングしており、まだ中間段階ではあるが、基調的には1月下旬以降の不振が2月に入っても続いているといった感じで、月間トータルでみた前年比マイナス幅は1月よりも若干拡大するとみられる。ただ一方で、決算対策で実勢以上の数字を計上する先があるかも知れないということである。なお、減税の効果については、これまでのところ殆どみられていない。1月の中旬まではクリアランスの効果が非常に出ていたが、下旬以降はそのクリアランスの効果は薄れ始め、それ以降低迷している。スーパーの方は、家電・家具等の不振もあって見方が非常に慎重になっている。2月の販売低迷の原因はオリンピックのせいではないかという声もあり、確かに百貨店によってはオリンピックを要因として挙げているところもあるが、これは少数派で、多数はオリンピックではなく、やはり基調的に弱い点を指摘している。この点は2月の数字でフォローしていきたい。サービス関連は「もの」に比べ少しは良いが、それでもこれまで伸びてきたコンビニの売上高が、1月はとうとう横ばいになった。旅行も8月以降前月比でマイナスになっており、出国者数（前年比）も12月-11.6%、1月-11.5%と2か月連続2桁のマイナスとなっている。ただ、東南アジア向けパックの価格低下の影響が徐々に顕現化してくると思われ、それが今後期待できる要因ではある。一方、外食の売上高は、11月-1.2%の後、12月は+0.3%と僅かにプラスとなった。当

面は特別減税がどの程度消費を押し上げるかがポイントになるが、2、3月で1兆円、残りの1兆円のうち住民税は6,000億円あるがこれは6月に実施される。技術的な話を述べると、減税額は6,000億円しかないが、住民税を納税義務者全員から6月に全く取らないということで調整すると、多額納税者が過大に調整されるため、6月の減税効果は7,300億円（超過分の1,300億円は、7月以降増税の形で取られる）となり、6月にはイリュージョンではあるが集中的に効く形になる。ただ、今回の2兆円の規模では、昨年来の消費性向の低下によって失われたpent-up demandを短期間に取り戻すという程のインパクトはないと考えられる。消費性向の動きが非常に悪く、10月71.5の後、11月が70.6、12月が69.6、1月が68.6と丁度月々に1ポイントずつ落ちていくという状況にある。こうした失われた消費が既に生産活動等にマイナスの影響を及ぼしているということを考えると、こうしたマイナスの循環を逆転させるには今回の減税規模では力不足と言わざるを得ないと思う。減税の効果というのはマインド次第で変わり得るものであるし、今後の対策や株価の反応をも見極める必要がある。ただ、本文6ページの注にもあるように、いろいろなモデルでやってもそうであるし、いろいろなリサーチの結果を総合しても、大体半分位が消費に回るという点では、ほぼ収れんしている。

次に、住宅投資について説明する。新設住宅着工戸数は年間130万戸程度で低迷を続けているが、特に貸家系の減少が著しく、これについては、金融機関の融資姿勢が非常に厳しくなっていることの影響が出ているという指摘も聞かれる。業界では、3月6日に締め切られた97年度第4回の住宅公庫の申込みに注目しているが、数字はまだ発表されていない。ただ、内々の感触では、肝心の持家の着工を占める個人住宅向けの申し込みは、さすがに大幅に落ち込んだ前対比では2割程度プラスになる模様であるが、前年度の第4回対比では3割前後の減少になり、その辺から推定すると、ここ暫く130万戸割れの水準となる感じである。

こうした状況のもとで生産をみると、1月は+2.9%と前月比では予定どおりプラスになった。しかし、予測指数の+4.3%に比べるとかなり下振れている。また、生産の中身をみると、携帯電話が大量に作られているが、加入者数は頭打ちなのでその反動が予想される。予測指数で繋いでみると1~3月は+0.3%と僅かにプラスとなっているが、ミクロ情報では、1~3月は若干のマイナスとなり、4~6月も自動車メーカーが生産態度を慎重化させているので、弱含みの基調が続くとみられる。なお、少し古い数字であるが、第3次産業活動指数をみても、10~12月は-0.4%ということで芳しくない。

図表17で在庫循環をみると、これは最終需要財、生産財ともに積上がり局面に入り、しかも45度線を突き抜けただけではなく、在庫がプラスで出荷はマイナスの局面に入り出した。下のグラフで在庫率<X-12-ARIMA>をみると、太線にあるとおり97年4月以降10か月連続して上昇している。全トータルで124.7という指数(90年=100)レベルまで上がっているし、これを財別に区分すると、建設財が1番高く129.2、資本財、耐久財等で116.0となっている。直近のこの水準は、93年末頃のピーク並みである。こうした状況から、在庫調整のための一段の減産が必要だと指摘でき、さきほどのミクロのヒアリングの感触とも整合的である。

こうした影響が所得や雇用面にも現われており、労働需給は軟化傾向が鮮明となっている。図表18の今年1月の失業率は、3.48%と97年の11月のピークと並んだ。さらに、失業者の中身が悪くなっている。すなわち、非自発的離職者が昨年10月以降4か月連続で前年を上回っており、しかもその増加幅は、10月+2万人、11月+3万人、12月+6万人、1月+13万人と逐月拡大し、12月には自発的離職者と逆転した。このように、同じ失業率でも中身に違いが出ている。こうした状況下、新規求人数も、97年第4四半期には-3.0%とマイナスに突っ込み、今年1月は-9.2%にマイナス幅を拡大した。中身をみると、建設は従来からマイナスに寄与しているが、97年第4四半期、98年1月と製造業がマイナスとなったことが嫌なところである。特

に1月は、製造業が-3.9%の寄与度となった。こうしたことから、有効求人倍率も、11月に0.7%を割って0.69%となった後、12月が0.67%、1月が0.64%とかなりの低下をみている。また、所定外労働時間・常用雇用者数についても弱含みに推移しており、特に所定外労働時間は10月から前年割れし、1月は前年比-3.1%となった。このように労働需給面で軟化傾向が鮮明となっているが、これが所得面にも現われている。図表19の雇用者所得の表で、1人当たり名目賃金をみると、多少振れが大きいですが、1月は-1.1%と95年6月(-1.1%)以来のマイナスとなった。冬のボーナスについては、日経連の集計では+3.7%との結果が出ているが、日経連の集計に含まれない中小企業や金融が悪いので、毎月勤労統計の冬の特別給与をみると、-0.9%と95年冬以来のマイナスとなった。もっとも毎月勤労統計は速報と確報で大きく変動することがあるので、今後水面上に出る可能性もなくはないが、いずれにせよ悪い数字であることは間違いない。そのため、雇用者所得も伸び率鈍化が続いている。

最後に物価であるが、物価を巡る環境については、内需の低迷と、アジアの需給緩和に端を発した国際商品市況の下落が続いているというのが特徴である。図表20をみると、国際商品指数が大きく落ち込んでおり、その中身をみると、原油のほか非鉄、化学製品が大きく軟化している。OCIが下がっていることで、契約通貨ベースでの輸入物価も下がっている。これまでは、為替が円安に動いていたので、契約通貨での輸入物価の下落が円ベースでは余り影響していなかったが、年明け後はこれが円ベースでの下落に明確に繋がっている。ちなみに、原油価格は直近では14ドル位まで低下している。しかし先物価格をしてみると、このまま下落を続けるということではなく、先行きは下げ止まると思われるが、12限月のレベルをみても一頃に比べ低いところにあるからといって、大幅な反発も見込まれないと思う。問題はこれが国内卸売物価にどう跳ねているかということである。図表21をみると、国内卸売物価は、内需の低迷さらにはアジアにおける需給緩和を反映した、鉄鋼・



建材等の価格下落から軟化傾向が続いており、10～12月前期比-0.5%の後、1～2月の10～12月平均対比は-0.3%となり、今後も低下を続ける見通しにある。そこで、円ベースでの輸入物価の低下が国内卸売物価にどのように響いてくるであろうかという点について、若干分析を試みた。輸入物価の下落が国内卸売物価に及ぼす影響には2つの経路がある。1つは原油等の素原材料の価格が低下することで、国内の製品価格が下がる。すなわち、投入価格が低下することに伴い、国内の製品価格が低下するという経路があるが、これは良い話で、デフレの心配はない。もう1つの経路が輸入品と競合する国内の製品価格が低下するといえ経路を通じて、国内卸売物価が低下するという悪い姿で、これは企業収益を圧迫し、デフレとの関係で懸念すべき要因である。これらの過去のパターンを調べてみたのが図表22で、輸入価格の変動が競合する国内製品の価格に及ぼす影響を財別に分けて見ている。これによると、ある初期の段階で輸入物価を1標準偏差だけ下げると、中間財については非常に早いペースで国内卸売物価が下がってくる。このため、相対比価は余り変わらず、量的に輸入ペネトレーションが起こるといことは殆どない。ところが最終財については、すぐには国内卸売物価は下がらず、相対比価が変わるので、輸入ペネトレーションが起こる。輸入ペネトレーションが累積的に上がっていくと、タイムラグをもって国内卸売物価に次第に波及していくことになるが、調整までには相当時間がかかる。ただ、現在の輸入物価の低下は、もっぱら素原材料価格の低下によるものなので、投入価格の引き下げに繋がっているが、中間財、最終財の価格低下にはそれ程波及していない。輸入物価円ベースの昨年12月から今年2月までの2か月間の下落率を財別に見ると、素原材料が-12.7%、中間財が-4.5%、最終財が-1.8%の下落となっている。最終財に比べ中間財の下落率が大きいですが、今後注意すべきは中間財の海外市況の低下が国内卸売物価の下落をもたらす、それが在庫調整が広がっている状況の下で、企業収益を圧迫していくことである。一方、最終財については、そもそも輸入物価自体がさほど下落しておらず、

国内価格に波及するスピードが遅いこともあって、95年の円高時のように急速に海外生産が進んでいくような状況にはないので、差当たり海外要因で国内最終財価格が大きく下落する懸念は乏しいというのが分析の結果である。

企業向けサービス価格指数は引続き横ばい圏内である。1月は前年比-0.1%であった。消費者物価は、ここへ来て少し弱含んでいる。図表24をみると、10~12月の前年比+0.8%から1月には+0.6%と上昇率を鈍化させている。+0.6%と言っても医療費のアップによる部分が+0.4%あるので、実質は+0.2%である。2月は東京都でみると1月に比べ0.2%位前年比が低下している。仮に全国の2月が東京都と同じ幅で落ちるとすると、1月の実質が+0.2%なのでゼロ近辺まで行ってしまうことになる。そこで分析を試みたのが図表25であり、消費者物価の季節調整は非常に難しいので、趨勢循環変動前月比をみると、10月が0.71%、11月が0.39%、12月が0.11%そして1月は-0.01%ということで、足許消費者物価が弱含んでいる姿が出ている。品目別には、石油製品がマイナスになっているほか、被服も年明け後マイナスに突っ込んでいる。この間、サービスの方は、必ずしも動きが明確ではないが、個人サービスがやや弱いという印象である。以上を踏まえて物価の現状を整理すると、「商品価格は軟化を続けているが、サービス価格まで含めて捉えると、これまでのところは総じて横ばい圏内の推移に止まっている。」との、これまでの説明の範囲内にあると思うが、国内最終需要が低迷し、国内需給ギャップが拡大を続けていることやアジア経済の調整深化による国際的な商品価格の低下が競合品価格の低下を促していく可能性があることを考えると、物価は全般に軟調に推移する公算が大きく、デフレ圧力が次第に蓄積されつつあることが、前回会合時よりもはっきりしてきている。

以上を踏まえて、「概況」をとりまとめると、純輸出は増勢を維持しているが、家計支出の低迷が依然として続いているほか、設備投資は頭打ちになっている。こうした最終需要の弱さや在庫調整の広がりを反映して、生産は弱含み基調で、その影響が、企業収益をはじめ、雇用・所得面にも及びつつ

ある。先行きの景気については、金融システム安定化策や減税の効果が期待されるが、企業収益の悪化や雇用者所得の増勢鈍化が国内需要の一層の減退に繋がる可能性が高まっている。さらには、アジア要因も足かせとなっている。物価は、今述べたような状況にあり、従って、今後、景気全般が一段と下振れる可能性は高まりつつあると思っている。これを月報でどう表現するかというのは、今月の1つの検討ポイントなのでのちほどご議論頂きたい。今後の景気展開を考えるうえでは、追加的に行われる景気対策もポイントの1つであるが、やはり最大のポイントは設備投資計画である。設備投資計画については、収益の悪化と資金偏在に伴う流動性の制約から抑制されるとみられるが、一方では、金融システム安定化策の実施や追加景気対策への期待もあって、計画の策定が遅れている面もあるので、設備投資の調整の程度は今のところ見極め難い。その点については、短観をはじめ、今後出てくる設備投資に対するサーベイを丹念にフォローしていく必要があるだろう。

#### 濃野議長代理

以上が国内経済情勢の説明であるが、質問等があればお願いしたい。

#### 藤島委員

2~3質問をしたい。第1点は、純輸出は幸い先行き増加傾向が維持されるとの説明であった。ただ、1~3月全体の動きをみると、大丈夫かなという見方もあるが、その辺は如何か。第2点は、在庫調整局面に入っていることが明らかになって来たが、以前の松島局長の話によると、在庫調整に入ると1年位は続く公算が大というのが従来のパターンであるとの説明であったと思う。今回の在庫調整の入り方からみて、その辺をどのようにみているのか。第3点は、輸入価格の下落には良いものと悪いものがあるといった説明があったが、地価、消費者物価、卸売物価など物価全体が下がることは、現在のように不良債権の処理問題を抱えている中でのバランスシートの調整にどの

ような影響を与えることになるのか。景気の足をさらに引っ張る可能性があるのかどうかを含めて、その辺をどのようにみたらよいのか。

#### 武富委員

デイスインフレというのはある面では良いことであるが、唯一私が90年代に入ってからバランスシート調整の時に問題視していたのは、経済のストックに関連する問題である。例えば、過剰設備や不良債権の償却負担がある中で、物価が下がって経済全体が名目で見ると小さくなって均衡していくと、そこで生まれるキャッシュフローで過去に問題となったストックの償却を負担していくのは非常に難しくなる。だからこそ、景気の低迷も長引いたと思う。これまでもある程度ストック調整なるものをしてきた訳であるが、ここで新たに調整が始まった時に、経済のストックと名目で低くなったキャッシュフローとの噛み合わせがどのような意味を持つかというのは重要なポイントだと思う。

#### 米澤理事

まさに武富委員の言われたとおりであり、債務負担、利払負担、それから償却負担も捉え方によっては、名目で固定されていると見るべきであろう。それらの負担原資はフローの収益で生み出していかなければならないが、フローの収益が名目で下がっているということは、バランスシート問題にもストレートに悪影響を及ぼすと思う。もちろん、もう1つのストックである地価にも大いに影響するであろうが、仮に地価が一定であるとしても、製品価格の下落と名目ベースの売上げの減少はバランスシートにとって悪化要因であるという点は変わらない。しかも、バランスシート調整は、この間、業種にもよるが、企業の段階では余り進んでおらず、実質自己資本比率は良くなっていないという状況がある。このように良くなっていないところへ、さらに数々の圧力が加わると、やはり心配ではないかと思う。

それから、在庫調整に入ると1年位続くという点については後で松島調査統計局長より詳しく報告してもらおうが、やや技術的な話をすると、計数を前年比で取っている関係上、一旦調整局面に入ると1年は続くというのが過去のパターンである。ただ、今回のように突っ込んだ時に1年で済むのかどうかという点はよく分からない。

最後に、純輸出の問題であるが、1～3月の数字が弱いというのは、10～12月が非常に強かったことが影響しているもので、この点を割り引いてみれば、1～3月の純輸出も増加基調と言ってよいと思う。

#### 松島調査統計局長

物価が下がっていく場合に、これをデフレ懸念としてどの程度評価すべきかという点であるが、そのルートとしては、実質賃金の調整の遅れを通じて雇用の伸びが鈍化し、需要不足という形でデフレに繋がっていくルートに加えて、いわゆるデット・デフレーションということで、既往の債務を返済していくのに必要な売上げ、収益が余り伸びず、返済原資が十分に入らない。あるいは、借入企業の債務の負担感を考えると、資産サイドで持っている土地等の資産価格が下がってくると、金融債務負担感も増えるということであり、そのような面では確かにピークに比べると企業の借入債務は、若干は改善しているが、かと言って大きく改善している感じはない。そのような中で資産価格が下がる、あるいは売上げが伸びないことになると、バランスシート問題も物価下落が実体経済に及ぼすルートとして今後注視していく必要があるのではないかと思う。

それから在庫調整については、生産が大幅に落ち始めたのは今年の10～12月であるが、仮に過去1年とすれば今年7～9月で調整は終わることになる。しかし、現在の生産の状況を見ると、自動車等では受注の立直りが悪いので、4～6月はさらに減産を行う見込みにあるし、住宅着工も当面低水準に推移する見通しとなっている。自動車、住宅投資といった部品点数が多く、多くの

企業の生産に影響を与えるようなところが余り伸びないので、素材関係の減産にも広がっていく可能性があるのではないか。従って、外生的な需要面での支えがない限り在庫調整は長引くとみておくべきではないかと思う。従って、その辺はリスク要因として考えていく必要があるだろう。

#### 中川委員

景気の現状をどう判断するかというのは、最後の討論になると思うが、意見を1つ述べたい。特別減税実施の効果については、今の段階で十分把握することは困難であるし、消費者マインド次第で変わり得る性質のものであり、今後の景気対策の行方や株価の反応も見極める必要があるという点は同感である。ただ、立場上言おうとしている訳では決してないが、今の説明にもあり、月報にも記載されている「特別減税の実施の効果は力不足と言わざるを得ない」という点については、現時点でそのように判断するのが良いのかどうか疑問がある。特別減税で消費の落込みを全てカバーすることは到底期待できないし、それだけ減税しようとするとな大変な規模になり、実際問題として不可能である。問題は、消費マインドがどうなっていくのかによってその効果も大きく影響されるということなので、これは減税だけではなく、あらゆる政策が総合的にどう働いていくかによる。従って、力不足と言わざるを得ないというのは、減税だけをとらえた現段階での説明としてはそういう面もあるかと思うが、全体評価としてそこまで断定できるかどうか、なかなか難しい感じがする。

#### 後藤委員

政策課題に絡むような話はまた後の議論になると思うが、現在の景気は停滞というか既に後退と言って良い状態にきていると思う。こうした局面で見られる特徴点を2点挙げておきたい。第1点は、これまでは、設備投資循環、在庫循環、輸出の動向が景気のサイクルを動かして、GDPの6割位を占め

る個人消費支出はどちらかと言うと、下支えになっていたが、今回初めて消費の本格的な減退による停滞が出てきたということであり、これは大きな問題ではないかと思う。第2点は、さきほどのデフレとバランスシート調整の問題に関連する話であるが、バブルがはじけてからも500兆円という貸出残高は殆ど変わっていないことである。その間に、株価も地価もかなり下がっており、その中でデフレ局面に入ったとすると、過去には余りなかったことではあるが、償却負担の問題が出てくる。

この2つの問題を金融政策だけでどうこうできると考えている訳ではないが、これからの経済をどう見ていくかという時には今回の景気停滞の特徴点として考えていかなければいけないと思う。

#### 武富委員

後藤委員が指摘された2つの点については、私もかなり同感である。日本経済が、成熟しきったというのは言い過ぎかも知れないが、確実にそういう段階に入っており、家計部門の変動で経済全体が変動するという先進国型の経済になってきている。そういう点から言うと、政策的手当も、家計部門を意識して、そこを活性化して、その活動力を引っ張り出すといったことが必要だと思う。そのような観点で、さきほど指摘のあった所得税減税についても、大勢観としてどうすべきかを考える必要がある。従来型の発想にとらわれず、時代の変化の中で、所得分配とか資源の配分というものをとらえていかないと、なかなか政策委員会としても十分に機能が発揮できないのではないかと思う。それから、総貸出残高横ばいというのは、90年代の日本経済の最大の特徴と言ってよい。名目ベースの経済のパイということでみると、93年に景気が底を打った訳であるが、季調後の四半期の数字を全部指数化すると、前後まるまる2年間、通算4年間全く横ばいであり、そのこと自体デフレなのかも知れない。そういう経済の中で、今また物価の下落という問題を抱えているが、今度の場合の物価の下落は、従来のデフレ的な概念とまた

質の違うものかも知れず、余り伝統的な定説に惑わされないで、新しい発見の旅に出る位のつもりで、物事を考えた方が良いのではないかと思っている。

1 点質問したいが、さきほどアジアからの対日輸出というところで、海外生産と国内生産の棲み分けが進んでいるので、価格要因は余り大きく影響せず、もっぱら所得要因が影響するとの説明があった。それはそうであろうと思うが、現地で製造した部品を国内に持ってきて組み立てるという工程間分業のようなものであれば、国内の生産が拡大しない限り一定の数量しか入ってこないし、そういう意味では、価格が上がろうが下がろうが、それが輸入数量には影響しないことになるというのも、説明のとおりであると思う。しかし、一般家電のようなものについては、やはり価格効果というものも出てくる潜在的な可能性がある。現在、国内の消費はこういう状況にあるが、また90年代前半にあったような、許容できる品質のものであれば低価格を梃子に消費が回復するといったことが考えられるのか。そうではなくて、一般家電のようなものの輸入ペネトレーションは一定水準に達しており、消費者が品質面から価格面に再び嗜好をシフトするというようなことはないため、低価格になっても海外で生産された一般家電に対する国内消費の増加には繋がらないと考えていくべきか、その辺り如何なものか。もしそうであるとする、さきほどのデフレのところで米澤理事から話のあった2つのルートのうち2つ目のルートということになり、海外市況に押されて国内価格が下がるということがあり得ることにもなると思うが、どうか。

#### 米澤理事

部品のようなものは、どちらかという中間財の動きに連動するので、国際市況が下がれば国内価格も下がることとなり、相対比価は変らない。こうした状況の下では、輸入の増加には繋がらないであろう。一般家電のように国内でも作っているが、もっと安いものが海外で作れるようなものは、輸入ペネトレーションという形で、輸入数量が増えてくる。数量が増えることに



よっても、価格が下がるということになるが、ただ、そのような製品は既に殆ど海外生産にシフトしているのではないかという気がする。従って、今後、輸入品の価格低下圧力によって国内価格がさらに下落することにはならないのではなかろうか。仮に新たに出てくるとすれば、現在国内で生産しているものを、労賃が安いことを理由に今後海外生産にシフトさせる場合であろうが、それについては、長期的な可能性としては否定できないと思う。しかし、東南アジアも現在非常に混乱しているので、こうした時期にこうした地域への進出を考えるような状況にはないと思う。それから通貨も混乱状態にあり、一体どの位のレベルで収まり、どの位のコストになるのか、とても読めるような状態にはないので、今のところ海外生産シフトの動きは見えていない。

武富委員

私自身も、新たな生産の海外シフトが起こるとは今の段階では思っていない。ただ、既存の「もの」でも、例えば工程間分業のようなものは国内生産活動が活発にならなければ増えないだろうが、消費に近いところの製品であれば、値段が安くなれば買う人が出てくるのではないかという、単純な質問をしているだけである。

米澤理事

国内の消費がそれによって刺激されるということか。

武富委員

そういうものは輸入額としては相当小さくて、無視できる程度のものであろうとは思いますが、敢えて質問した次第である。

松島調査統計局長

問題の整理のために、95年当時と比較すると、アジアだけの話ではないが、

まず為替の状況は95年当時は全般的な円高であったのに対し、今回は全般的には円安の中で対アジアに対して円高になっている。そのアジアの中での棲み分けという点になると、基本的な構図としては今説明したようなものと考えているが、しかし限界的にみると、武富委員が指摘されたように、現地に進出した企業のうち家電業界等では、出来るだけ輸入に頼らない生産、すなわち現地で調達する体制を構築し、為替レート低下に伴う輸出競争力の向上を最大限活かしていこうという動きもある。従って、95年当時のように急激に輸入ペネトレーションが拡大することはないとしても、一定のタイムスパンを超えればいろいろな影響が出てこよう。今はその影響をさ程大きく考えなくても良いのではないかと思っているが、時間の経過とともに少しずつ影響してくるという点もある程度は考えていく必要があると思う。

#### 武富委員

逆に言うと、米国が要求するように、減税中心に日本が内需拡大をすれば相当効果が出てくるという、感応的な産業構造、消費構造に日本とアジアの関係はなってきたのか。

#### 松島調査統計局長

さきほど委員からご指摘があったとおり、消費の先行きをどのようにみていくかというのは、日本経済全体をみるうえでも非常に大きなポイントであると思う。消費が落ちて景気が悪くなったのは、第1次オイルショックの時代以来である。当時はいわゆる石油価格上昇に伴うオイルショックで落ちたのに対し、今回は財政の負担増がきっかけとなっているが、当時と相違するのはやはり成長環境が違っていることである。今は成熟社会ということで、消費のパターンも当時に比べると、耐久消費財やサービスの面では選択的な支出が増えている。このような財、サービスの消費は、景気に非常に感応的に動くと考えられるので、今後の景気の経路を描くうえで消費をどう考えるか

は重要であり、それをどういう形で刺激できるのかというのが政策課題であると思う。

米澤理事

消費だけでなく、住宅も含めて、景気に感応的であると同時に、先行き不安のようなものにも大きく左右される。

濃野議長代理

それでは、最後に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

最近の金融情勢についてコメントすると、金融市況から何が読み取れるかという点で今回の特徴としては、流動性に対する懸念がやわらいできて、ターム物金利が明確に低下してきたことがある。ただ、そうした流動性リスクの低下にもかかわらず、信用リスク部分については、短期市場だけでなく、長期債市場でも国債と民間債の金利格差として残っている一方、量的側面については、多少新しい数字も出ているので追加的にコメントしたい。図表11の民間銀行貸出は、2月の数字が今朝公表されているが、5業態の償却要因等調整前が1月の-0.2%から2月は-0.6%に、5業態の償却要因等調整後も1月の+0.9%が2月は+0.8%に落ちている。ちなみに、地銀は1月の+1.6%が2月は+1.7%となる一方、都銀は1月の+0.4%が2月は+0.1%となっている。償却要因等調整前の表面ベース計数の前年比が-0.2%から-0.6%に下がっているため、貸し渋りが現実化したのではないかと報道される可能性が高いと思うが、営業局で各種要因を調整した実勢ベースでみると、低下幅は0.1%ポイントにとどまっている。このように2月に表面と実勢との差が大きく出たのは、貸出債権の流動化が大きかったこと、円高で外貨建て分の

円換算額が減少したこと、阪和銀行が消滅して、阪和銀行の貸出が預金保険機構に移ったことに伴い5業態の計数がその分減少したこと等のいくつかの要因が重なったことによるものであり、2月の銀行貸出の実勢はこれまでのトレンドとはそう大きくは変わっていないと思う。そうした中で銀行貸出の補完ルートを通じた企業の資金調達も引き続き増加している。図表13で資本市場調達をみると、CPについては2月の実績が判明して、2月の発行残高は14.4兆円となっている。SBについては、2月の発行額が過去最高になった。図表14でその他の金融機関貸出をみると、外国銀行の貸出が1月の2.4%から新たに判明した2月は6.8%と伸びを高めている。中小企業金融公庫の貸出も、1月の-2.7%から2月は-0.6%まで戻ってきている。このように企業の資金調達額は、全体としてみると足許むしろ増加している可能性が高いと思われる。それにもかかわらず、企業、特に中小企業からみた金融機関の貸出態度の判断はさらに厳しい方に振れており、倒産も増加傾向にある。このように企業の資金調達全体としては増えているのに、中小企業の資金繰り感というか、金融機関の貸出態度判断が厳しい方に振れていることを総合的に解釈するためには、企業の資金調達量をいくつかのセクターに分けてみる必要があると思う。例えば、単純に企業を大企業と中小企業とに分けて、この中小企業の中には規模は大きくても信用度の低い先を含めて考えると、中小企業にとっての銀行貸出の補完ルートというのは政府系金融機関だけであり、資本市場調達や生保の貸出等は大企業が中心になっている。また、銀行貸出についても量的な制約は若干緩和されたとは言っても、金融機関の融資姿勢をみると、相手先を慎重に選別していくという姿勢に基本的な変化はみられない。そうした中で、大企業の手許流動性積上げに伴う資金需要が増えて、銀行もこれに貸し応じる形になっているので、その分中小企業に回る貸出が減っている可能性がある。この辺はデータが整っている訳ではないので、ヒアリングの感触も踏まえるとそう考えられるということである。ただ、例証として図表15で都銀貸出の種類別内訳をみると、昨秋以降、当座貸越と当座

貸越以外の動きの乖離が鮮明になってきている。当座貸越の2月は前年比+10%位になっている。当座貸越は、事実上大企業向け貸出が多いので中企業向けの貸出が若干割を食っていることを示唆する1つの材料ではないかと思う。このように、企業によって信用のアベイラビリティのばらつきが拡大している。資金調達コストの面でも同様のことが言える。中小企業の借入金利は、短プラ+ $\alpha$ という形のいわゆる短プラ基準になっている例が多いのに対し、大企業についてはスプレット貸しが多いが、図表18の貸出金利に示されたように、これまでのところ短プラは据え置かれており、短期の貸出約定平均金利は12月に少し上がった後、1月は若干低下している。こうした動きだけをみると、中小企業の借入金利は余り上がっていないようであるが、企業に対するアンケート等を見ると、借入金利の引上げをのまされたという回答が多い。この辺はデータの裏付けはない訳であるが、こうした状況を総合的に解釈しようとする、大企業、中小企業ともに貸出金利がある程度上昇している中で、相対的に金利水準の低い大企業向け貸出のウエイトが増加することによって、表面的には金利の上昇が打ち消され、平均金利としては上昇していないのではないかと推測される。このように考えると、全体としては貸し渋り、あるいは新聞等に伝えられているような信用収縮という事態は生じていない訳であるが、中小企業のほか、業績や内容の良くない大企業、中堅企業にとっては、アベイラビリティの面でもコストの面でも厳しい状況に変わりはないので、この辺りの状況については引続き十分に注意していく必要があるように感じられる。

#### 藤島委員

さきほど、図表15の説明の中で、中小企業と大企業との間で資金調達の力の差が反映されて、中小企業の方は資金繰りがいろいろ苦しいと言われている例証の1つとして当座貸越の動きに言及されたが、今ご説明のあった当座貸越は大企業が中心なのか。

川瀬企画局長

当座貸越というのは、一定の枠を与えて、枠内であればいつでも資金を使って良いというものであり、実際の企業と銀行との取引関係をみると、大企業との取引が中心となっている。

藤島委員

中堅企業も入るのか。

川瀬企画局長

規模にかかわらず、中堅企業でも、相当内容が良ければ、当座貸越が行われることはある。ただ、一般的に言えば、大企業に対して当座貸越枠を設定している例が多い。

中川委員

貸出全体の中でどの位の割合を占めているのか。

川瀬企画局長

以前に比べ上昇しており、2割位になっている。

藤島委員

さきほど、ディスインフレとか資産デフレとかいろいろな議論をして頂いたが、それとの関係で、現在の金利の水準については、どのように考えたら良いのか。

川瀬企画局長

物価の先行きを織込んだ実質金利という面からみると、名目金利が上がらなくても、物価について先行き上昇率が低下するとか、物価が低下すること

になれば、実質金利は上昇することになる。現在も、実質金利は上昇していると思うが、金融と実体経済との関係は、実質金利だけが唯一のメルクマールになるのではなく、名目金利もメルクマールになると思う。現在は、名目金利も信用リスクの高まりに伴い、若干上がっており、名目、実質ともに一頃に比べると実体経済にとって若干マイナスの方向になっていることは否定できないと思う。どの位の水準が適当であるかは、実体経済との関係で考えなければいけないが、実体経済も少し停滞色が強まっている中で、名目、実質とも金利が上がっているということは、金利の面からもマイナスに働いているということである。これをどのように考えるかというのは、むしろ次のセッションで議論して頂くことになるが、その場合にはもう少し大きな意味で金融政策をどう考えていくのかということになると思う。ただ、現在の金利は相当低い水準にあるので、多少上がったとしても引続き低い水準にあることは事実なので、そのことを踏まえて全体としてどう考えるのか、という議論をして頂くことになると思う。

#### 後藤委員

説明にあったように、資金供給はマクロでは減っていないが、中小企業は苦しいという話である。それは、大企業を中心に手許流動性を厚くしていることに伴い、いわば資金が偏在しているため、マクロとミクロの状態に食違い感が出ているということであるが、これは3月末の期越え後も続くのか。大企業については、子会社を持っているので、子会社の資金繰りの面倒をみなければいけないということで、期末を控えて手許流動性を厚くしているということなのか。仮にそうだとすると、期越え後は、子会社の資金繰りの心配も少し薄らぐので、一旦厚くした手許流動性を薄くするという行動が起こるのか。

#### 川瀬企画局長

その辺りはよく分からないが、ある意味では4月以降も金融機関は相当慎重な融資姿勢を続けると思うので、3月が終わったら情勢がガラッと変って元に戻るということにはならないと思う。ただ、3月末というのは自己資本の制約が相当意識されて、大企業もある程度コストをかけて予防的に相当手元資金を積み上げているので、この部分は3月を越えればある程度山を越えるというようになるのではないかと。従って、こうした情勢がずっと続くということではないが、かと言って完全に元に戻るというものでもなく、少しずつやわらいでいくのではないかと。と思う。

#### 後藤委員

その場合も、信用リスク等の問題があるので、資金のボリュームそのものも手許流動性を積み上げた分が縮むだけで、中小企業が苦しいという状況はそのまま残ると考えられるのか。

#### 川瀬企画局長

現在は、期末を控えて数字を取り敢えず作るために返してくれという部分があって、多少内容の良いところからも資金を引き揚げている面もあるが、内容が芳しくないようなところから引き揚げる資金は期末を過ぎても戻ってこない。そういう意味では景気が停滞色を強めて、収益状況が不振な中では、アベイラビリティのばらつきが広がる状況が基本的には続くと思う。

#### 中川委員

今の後藤委員の質問と関連するが、昨日大蔵省が公表した2月実施の景気予測調査によると、金融機関の融資態度は引続き厳しく、企業の資金繰りも同じように厳しいとみられている。調査結果を規模別にみると、大企業、中堅企業、中小企業とも、1~3月は非常に厳しいが、その後4~6月、7~9月



については、4～6月に改善し、7～9月にさらに改善するという見通しになっている。ただ、いずれにしても厳しい状況が続くことには変わりなく、特に中小企業の厳しさが際立っている。

#### 武富委員

企業の流動性水準について考えると、一頃、過去における資金のアベイラビリティの高さというイリュージョンが残っていて、企業サイドでもぎりぎりの水準まで引き下げて効率良くやろうという面があり、その結果、売上高等との比較で必要以上に引き下げていたことがあるのも事実である。ところが、早期是正措置の導入もあって、今度は供給側が絞り出し、これに対して企業が元の水準を復活しようとしたため、通常以上の資金需要に繋がったということではなかったのか。そうすると、今後の意味合いとしては、3月さえ乗り切れば企業の方もまた手許流動性を効率性重視の観点から引き下げるということにはならないのではないか、と思う。

#### 川瀬企画局長

昨秋以前、企業が手許流動性を必要以上に引き下げていたのかどうかは良く分からないが、その頃聞かれたのは、大企業としてはもっと返したいが、銀行が返させてくれないという話である。武富委員がイリュージョンと指摘されたように企業の資金繰り見通しが相当大きく振れたのは何故かと考えると、それは必要水準以下に手許流動性を落としたというよりも、企業の金融環境に対するイメージが変わってきているということではないか。それは、さきほどの信用リスクの話と同じであるが、4月を越えたら完全に元に戻るということはなく、一種のアベイラビリティのようなものも相当考えて管理をしていかなければいけないという気持ちは残ると思う。

竹島営業局長

武富委員が指摘されたように、一頃は大企業だけでなく、優良な中堅企業でも、流動性に対するリスク管理というものが非常に希薄になり、中小企業でもスプレッドとして 0.1%を要求するような時期があったが、現在は、このような環境変化の中で逆に over-reaction 気味に振れているという面があり、それが逼迫感を生んでいるということも、否めない事実である。

濃野議長代理

以上で執行部からの報告は全部終了した。最初に述べたように政策決定会合は一時中断をして、のちほど再開をする。政策決定会合の再開時刻は後で連絡するが、12時30分から1時の間位になると思う。

(午前 11 時 28 分中断。午後零時 40 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

それでは後半のセッションを始める。初めに山口理事から当面の金融政策運営上の検討ポイントについて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

配布したペーパーに沿って簡単に説明する。景気・物価面での検討ポイントについては、既に午前中に実質的な議論が相当進んだ感じである。改めて、いくつかのポイントだけ列挙すると、ここに示した5つ位のことが考えられる。景気の現状判断としては、今朝の説明にもあったように、昨年10～12月期に経済活動の水準がかなり落ちたと思う。年明け以降は、いろいろな指標をみている限り、何とかその水準で持ちこたえているという印象がある。

そういう意味では停滞が続いているという表現が妥当な状態のように見えるが、他方でもう少し突っ込んで民需の自律回復に繋がるような、いわば内生的なメカニズムに注目すると、むしろ弱い部分が目につくとも言えると思う。そういうことを総合的にどう判断するかということが問題点だと思う。第2の論点は、それにすぐ続いて出てくる問題であり、先行きの景気の下支え要因、および下押し要因として、いくつか列挙しているが、これらを個々に、また、全体としてどう評価するかということになる。ただ、結局のところ、今後下振れリスクが増していくとみるのかどうかが一番大きなポイントだと思う。その際、午前中の議論で、バランス・シート問題をはじめ、90年代に入ってからやや中期的な経済のうねりというか、底流についての言及があったが、そういう底流の上に、ここに列挙したような短期的な変化が生じてきていると思うので、直近の動きと同時に、底流にある動きにも当然、留意が必要だと思う。第3点目は金融資本市場動向をどう評価するかということである。株価なり、ターム物金利の動きについての評価であるが、この中で、金融システム不安に根ざす動揺という大きな部分がどの程度収まりつつあるとみるのが1つの論点かと思う。第4は金融機関の融資姿勢とその企業金融への影響をどうみるかということである。キャピタル・クランチから出てくる非常に激しいタイプの信用収縮のリスクには取り敢えず歯止めがかかった状態と思われる。また、政府系金融機関、あるいは資本市場が民間金融機関に対する一種の調整弁としてそれなりに機能していると考えられる。そういうことを総合すると、企業金融の逼迫感というのは、幸い、年初の頃よりは緩和していると思われるが、4月以降について想定される流れが、リアル・エコノミーに対してどう影響していくかということが第4点に含まれている内容である。最後は、物価面でのリスクに絞ってみると、何が考えられるかということである。この他にも、当然検討ポイントはあろうかと思うが、ざっとそのようなところが取り敢えずの論点として挙げてある。次はA、B、C案という金融政策上のオプションについてごく簡単にコメントする。A案

は市場金利上昇を促す調節である。ここに示した考え方は前月と全く同じである。従って、改めて説明することは要しないと思うが、前月のディスカッションにおいては、後ほど検討頂く議事要旨のドラフトからの引用になるが、A案については、景気の自律回復力が整わないうちに金利を引き上げれば、経済活動全体、ひいては家計所得にも悪影響を与えるとの見解が共通であったと思うが、その後、今引用した前月の見解を巡って何か大きな条件の変化が生じているということではないので、そういう見解で今月も良いかどうかということだと思う。B案は、C案と一緒に検討頂くのが良いと思うが、B案は現状維持のオプションであり、C案は市場金利低下を促すというオプションである。考え方としては、冒頭の3行が全く同文であることに示されるとおり、B案、C案とも経済の現状に関しては共通の判断から出発している。ただ、同じ経済の現状判断から出発しても、B案は政府サイドにおける政策展開についてある種の期待なり、評価なりを念頭に置いているが、C案はそうでもないで、それを念頭に置くかどうかで、B案、C案のように、政策判断について違った結論を導き出すことが可能ではないかと考え、こういう整理をした。B案は、現在のように政策金利が非常に低い水準にあるという条件の下では、財政運営の帰趨、あるいは効果というのを見極めるのが先決であろうという考え方になっている。当然ここには今後の財政運営について、程度問題は分からないにしても、財政の運営スタンスが景気支援の方向にシフトしていく確度が高まっていくという判断が入ることになる。そういう意味では経済の現状判断自体は、前回より厳しめに修正している訳であるが、同時に財政政策がある程度展開しつつある、あるいは変化する可能性が高いと見たうえで、金融政策について現状維持で臨むという構成になっている。また、B案に明示的には書いてはいないが、金利引下げのコスト・ベネフィットを比較すると、差引きのベネフィットはそれ程大きくないかも知れないという意味では、金融政策以外の政策の展開に期待をかけるべきであろうという判断も、B案には入り得ると思う。ということは、財政運営の効果なり、

展開なりに結局のところ、あまり期待を繋ぎにくいという、逆の状況判断になっていくと、その時はC案を必ずしも排除しないということになる。以上のようなことがB案の中には包含されているということではないかと思う。これに対して、C案は非常にストレートで、このタイミングにおいて、経済の現状についての厳しめの判断から、市場金利低下をさらに促すような政策判断に繋げていくという考え方である。

## 2. 金融経済情勢に関する検討

松下議長

ただいま説明があった論点や、また執行部からの説明を踏まえ、まず任命委員に金融経済情勢の検討をお願いします。その検討が済んだ後、金融政策運営スタンスの検討に入ることにしたいが、金融経済情勢の判断についてはいかがか。

濃野委員

この景気・物価面の検討ポイントに沿って発言したいと思う。まず、景気の現状判断としては、前回会合から今回会合までの間に新しい指標が出たが、結論的には、午前中米沢理事から説明があった判断と私は同じような考え方を持っている。確かに今動いている1~3月の生産や消費の動向は、10~12月に比べて、非常に落ち込んだということはないと考えられるが、先行きを踏まえた景況感という意味では一層停滞感が強まっているというのが今の感じではないかと思う。前回会合から今回会合までの間に、新しい景気の下支え要因として、金融システム対策があり、確かに金融システム対策がある程度プラス要因に働いているという感じはするが、輸出問題、あるいはアジア諸国の経済調整の影響はこれから出てくる問題ではないかと思う。ただ、先行きの景気下支え、下押し要因に関連して、午前中に後藤委員等からも発言があったが、日本経済が以前と違って消費中心というか、消費が景気の動向

に非常に大きな影響を及ぼすような経済になってきたとつくづく感じている。従って、消費性向がダウンするという事態が改まらない限りは、今の景気の流れは変わっていかないのではないかと思う。もちろん繰り返して申し上げているとおり、景気が良くなるといっても、急激に上昇するとは夢にも思っていないが、仮に今の落ち込みが直るにしても、直接消費の動向に影響を与えるような対策が採られない限り、景気のトレンドがなかなか変わらないのではないかという印象をこの頃特に強く持っている。設備投資については、期を追ってだんだん下がってくるのではないかと以前も申し上げたが、そういう傾向が出ている。調査統計局の説明にもあったように、設備投資は企業収益の見通しと非常に大きく相関しているという感じを私自身も持っており、それがだんだん強く出てくる可能性があると思う。3番目の金融資本市場の動向の評価については、株価は今日も17,000円を越えるような動きとなっているが、3月末を控えて株価がどういう動きをするかは、なかなか分からない。ターム物金利が前回会合から今回会合にかけて下がっているが、これも、月が変わるとどういう格好になるのか見通すことは難しいという感じがする。金融機関の融資姿勢は非常に大きな問題であるが、少し長い目で見れば、今迄に比べ金融機関の融資姿勢が変わるのはむしろ当然のことであり、今迄と同じ格好で融資が行われることを期待する方が土台無理であると思う。もちろん、政治的に、あるいは政策的には非常に大きな問題なので、出てきた問題を1つ1つ片付けていく以外にないと思う。基本的には、正しい経済の体制に合った金融機関の融資のあり方という問題であるが、借りる方の問題もあるので、時間をかけていくことになるのではないかという感じがする。物価面については、当面あまり大きな問題はないかと思う。ここで指摘されているように、下落傾向がこれからも暫く続くことは事実である。ただ、これが破壊的なことになるかは、率直に言って、これまで経験していないような事態になっているので、その辺りは、もう少し様子を見ないと分からないという気がする。

松下議長

それでは、次に後藤委員にお願いします。

後藤委員

現状をどう見るかということについては、午前中も少し申し上げた点があるが、概観すると、米澤理事からも説明のあったように、最終需要なり、生産なり、いろいろなマクロ指標は消費税の引上げ後、一度どんと落ち、少し持ち上がって、その後11月以降再びどんと下がったということで、二番底を付けたような格好の中で、何とか年明け以降、足許少し弱い感じはするが、横ばいの状況にあると認識している。金融システム不安も一頃より、金融調節なり、制度面の対応を含め、鎮静化してきている。ただ、実体経済の先行きということになると、長期国債利回りが1.5%を割ったということに端的に示されているように、先行き下押しの感じがかなり強いとみざるを得ない。このことは、下支え要因、あるいは下押し要因にかかわるが、やはり個人消費の将来に対するコンフィデンスというか、先行きが見えず、不安なため、消費性向が下がり、貯蓄率が上がるということに対して、どのようにしたらそれに歯止めをかけられるのかという問題になる。これは、山口理事の説明にもあったように、金融政策以外の政策に関わるが、具体的な政策として日本の経済、社会の将来に向けて、このような構造改革をやっていくとこんな姿が見えるとか、税制、社会保障の将来像はどうなっていくのかということ、やや長いタイム・スパンで示していくことが求められているのではないか。大袈裟に言えば、国民の将来に対する自信の回復が必要になってきているのではないかと思う。これは、日銀がどうこうということではなく、それを超える問題であるが、そういうことに皆が取り組むことが必要な時期に来ているのではないかと思う。景気の下支え、下押しの要因については、今まで話のあったことに大きな違和感はない。特別減税、金融システム対策については一般にもかなり評価されており、このところほぼ連日総裁が出席して

いる金融危機管理審査委員会の成果も含めた、システム対策の影響もあると思うし、特別減税もこれから実際の効果がどうなるか出てくることだとは思いますが、総合判断として申し上げますと、今先行きの指標について民間を含めてのいろいろなデータを並べてみると、現在の景気に対する下押しの圧力の強さからみて、特別減税と金融システム対策だけで足りるのかということが、問題としてこれから先も残っていきたくらうと思う。輸出については1~3月は大丈夫かという話があったが、年度内は何とか下支え要因として期待できるのではないかと思う。あと、生産調整については、足許の生産、在庫、出荷の動きをみると、かなり時間がかかるとみておかななくてはいけないのではないか。金融資本市場についても、午前中にも議論のあったところであるが、システム不安は一時に比べ弱まり、期末の流動性リスク懸念も薄らいできている。ただ、信用リスクによる選別は根強く、これからも残っていきたくらう。それが非常に大きな波になって、混乱を招くということでは具合が悪いと思うが、13兆円と17兆円という仕組みが既に出来たので、マイルドな形で信用リスクを意識した、またROEを意識した融資姿勢というものに借入側も慣れていく、あるいはそういう状態を通常のものとしていくということも必要なのではないかと思う。物価面での先行きのリスクについては、下落リスクが大きいと思っているし、恐らく輸入デフレと内生デフレの混合物みたいな形で、デフレになると思う。3月期末越えの後の名目金利がどの水準に着地するのかということと、デフレ要因がどこまで顕在化してくるのかによって、実質金利水準に変化が起きてくる可能性があるのではないかと思うが、そのことが、今説明のあったB案かC案かという問題にいずれ関わってくると思う。

松下議長

次は、武富委員に願います。



## 武富委員

最初に、さきほどの後藤委員の論点の1つであった、消費者に対して先行きどのような姿を示して自信を取り戻してもらうか、という話は私も常日頃考えていることなので、賛同させて頂きたい。そのためにも、昨年来かなり広範な規制緩和が行われているほか、こういう財政状況下でも思い切った特別減税が実施されており、また金融システム対策も打ち出されている。さらに、先行き追加対策が打ち出されると言われているが、こうした一連の政策対応に一貫して流れるコンセプトを包括的にきちんと示していく必要があるのではないか。景気が悪くなる都度対応するというだけでは、これから日本経済がどのように転換していくのか見えてこない。身近なレベルで言うと、我々の生活が先行きどうなるのかが必ずしも見えてこない。先行きが見えるようにするためには、日本経済の現状をこのように我々は見ているというコンセプトを明確に示していくことが必要である。そのうえで、日本経済にとって一番良い方向はこういうことであり、それに向かって今打ち出している特別減税や金融システム対策がどのように貢献するのかを、もう少し見えるようにすることが、一般論として大切である。その中で、後藤委員も指摘されているように、日銀として何ができるのか考えていくことになる。日銀の金融政策を超えた部分はあるが、トータルな政策環境の中で金融政策を考えていくことになろう。経済全体をうまくもっていくためには、政策対応のコンセプトを定義したうえで、国民に対し訴えかけることが必要であろう。

景気の現状について申し上げますと、残念ながら悪いと思う。ただ、昨秋来みられた、釣瓶落としのようなスピード感のある落込みに比べて、現状は、下がった水準で何とかもちこたえて、弱含みながらも横ばっていると思う。それは、既に採られている政策の効果が幾分出ていることによるかも知れないが、まだそういう評価をするには時期尚早だと思う。ただ、先行きについては、濃野委員、後藤委員も指摘されたように、まだ十分な自信がなく、景況感としては良くない。その1つの要因としては、企業の収益が悪化傾向に

入っていることがあると思う。このため、設備投資については残念ながら調整色が出始めているように見えるが、それがどの程度のものかはあまり明確になってきていない。労働投入量については、時間外や非常用雇用という部分は既に減ってきており、それが常用雇用にまで及ぶかがポイントになるが、まだそこまではいっていないと思う。ただ、その辺についても、消費者が潜在的に不安感を持っているかも知れない。そういう意味では、企業収益がどうなるか、またそれと関連するが、俗にいうデフレあるいは最後のポイントとして挙げてある物価の下落リスクについてどう考えるかということも重要である。現在の物価の状況は悪性の真性デフレ懸念があるのかどうかということであるが、さきほども濃野委員が指摘されたように、これは経験していない新しい問題なので、評価は難しいが、必ずしも悪い面ばかりではないことに着目しておきたい。まず、企業収益との関連で言うと、今の状況は、企業にとっては交易条件の改善に繋がっており、これはポジティブな動きだと思う。足許だけではなく、90年代を通じた状況として、名目の経済のパイは殆ど横ばいということとも絡む訳であるが、内外価格差の縮小や、俗に言う内々価格差の縮小とか、グローバルな財、サービスの価格の裁定が働いており、物とサービスと資産の価格水準が低下すると同時に、従来 of 価格体系の不合理的なところが適正化され、グローバル・スタンダード的な価格体系に動いている訳である。従って、結果的に物価水準が下がっていくことだけをとらえて、悪性の真性デフレ的に評価する必要はないと思う。企業が電力を使い生産をする時に、電力料金が下がるという形で価格体系が是正されることは、グローバル・スタンダード的な価格均衡点が模索されている途中段階で、それが全体としても適正な価格体系を保ちつつ下がってくるということになると、ある程度円高な水準でも、日本の産業がコスト的に競争力を維持できる方向を目指しつつ、日本経済が自律的に構造改革をやっているということになるのだと思う。そういう経済の流れを見て、少し政策的に後押ししていけば、

かつ、途中で体系の乱れが起こらないようにすれば、構造改革のスピードが速まり、例えば消費との関連で言うと、生活者にとって財産所得の収入が少なくなった中でも、生活費が下がることになるので、現在ある、過度な割負け感というものは是正される。そうなると、政策的に良い連鎖反応、チェーン・リアクションが起こり、価格体系が是正される。こうした反応が滞りなく起こるように対策を講じることは、余り財政資金もかからずにできることであり、そのようなことを行うことが大切だと思う。

最後に、企業収益が悪化してきている要因についてみると、単価下落の寄与度は今時点ではそれほど大きいものではなく、専ら数量減による収益悪化の面が大きい。91年5月頃をピークに景気が悪化した時に、金融費用も含む諸コストの対売上高比率が高くて売上数量が減少した途端に収益が落ち込んだことがあるが、その時のミニ版の様相を呈している。政策上の含意としては、売上数量がこれ以上落ち込まないよう手当てすることがかなり有効な対策になると思う。そういう意味から、例えば所得税減税の位置付けとしても、個人消費を回復させることが企業収益の回復に繋がり、そのことが設備投資調整の度合いを浅くして、調整が本格的なものにまで広がるのを食い止めることになるという、一連の考えの中で打ち出していく政策になるということではないかと思う。ただ、その時、金融政策としては、金融費用とも絡み難しい問題に当たるということだと思う。

松下議長

有り難うございました。簡単に私の所見を申し上げますと、全体としては、ただいまも話にあったように、経済の構造問題に対する取組みということに関しては、非常に重要な局面ではなかろうかと思う。構造自体が既に劣化したようには見えないので、産業の底力は依然として強いと思うが、構造問題への取組みは必要である。このように問題の所在は分かっているのに、どうも歯切れの良い、明快な対策が出てこないことが問題だと思う。

景気の現状については、一言で申し上げると、現状まだ上向くことに繋がってくるような要因が見当たらないという状況にあるようにみている。景気の下支え・下押し要因については、下支え要因の方は possible な要因であるのに対し、下押し要因の方はいわば probable な要因なので、そういう両方の重みの違いが家計の景況感にも反映し、それが個人消費に反映し、それが生産数量に反映してくるということで、やはりこれに対する対策が必要だろう。従って、予算が衆議院を通過した後に、どのような対策を政府が打ち出してくるかが重要なポイントではないかと思う。金融市場動向については、4月入り後市場が資金余剰となり、その流動性をうまく吸収していくような方策が整っているということであれば、大きなブレイクが生じる心配はない。融資姿勢については、貸し渋り問題がこのところ大きな関心事項になっているので、政府も口を開けば貸し渋り対策を言う。昨日は公的資金注入の申請に対する答が決まった。内容的には、tier1 が足りないために、tier2 を入れても自己資本の増強に役立たないようなものは削る一方、自己資本の増強に役立つものは申請どおり認めている。ただし、レートについては、市場の実勢を勘案し、信用力を勘案して差を付けるということで査定をした。今のところ、新聞等もそのところは真面目に査定ができていると受け止めているようだ。そういう理由で今回削られたものがあるほか、申請が間に合わなかったところもあるだろうが、これは今回限りの措置ではなく、今後3年間は必要があれば追加申請することができる措置であるので、これが効果を現してくれば良いと思う。物価については、景気の下支え要因として考えているものが、4月位から possible から probable の方へ移ってくるということであれば、いわゆるデフレ圧力の顕現化は回避できることになる。

### 3. 当面の金融政策運営方針の決定

松下議長

それでは、次いで、当面の金融政策運営についての意見を伺わせて頂きたい。

濃野委員

私の感じを述べると、景気の現状からみて、B案か、C案かになると思う。むしろ山口理事に半分質問も込めて私の感じを述べると、C案というのは金融調節を通じて金利低下を図るというものであり、いわゆる金融政策そのものによって今の事態に対処しようということであるが、その裏には金利引下げが直ちに経済の回復というか、具体的に投資の促進に役立つということが根っこにあるのではないかと思う。ただ、さきほども述べたように、今の産業界の投資のビヘイビアというものは、金利のウエイトというより、やはり自分の儲けがあるかどうか、儲ける見込みがあるかどうかということで決まってくる。やや脱線するが、鉄鋼業界の場合、投資を決めるうえで最も大きいのは、これ迄は同業他社が同様のプロジェクトをやるかどうかということであり、他社がやるのなら、自分もやるということであった。これ迄は他にも似たような業界が多かったであろうが、これからは変わってくると思う。現に、他社がやるのなら止めようという面も出てきた。確かに企業の経理担当者は安い金利の資金を手当てしようとするが、実際に投資を決定するビヘイビアをみると、金利が高い低いはそれ程大きなウエイトを占めてはいない。今、金利を下げると、素人から考えるとむしろそんなに景気が悪いのかということになり、むしろ不況感を増幅する面すらあると思う。もし、現状からさらに金利を下げることを考えるならば、効果としては何がどの位期待できるのか、あるいはどのようなデメリットがあるのか、詰めていく必要があるのではないかという感じがする。結論的にはB案で暫くいかざるを得ないという感じである。

松下議長

有り難うございます。後藤委員いかがでしょうか。

後藤委員

私も、C案のコスト・ベネフィット、あるいは、効果の問題を含めて考えると、濃野委員と大体同じ意見であり、現段階では、やはり政策変更をする必要はないと思う。C案については、コスト・ベネフィットなり、効果の問題のほかに、期越え後に金融市場がどのような状況になるのかという点についてもいろいろと不確定要因があり、例えば、ターム物金利が4月に入って資金需給が緩和する下で、どの辺りに落ち着いてくるのか、これとさきほども触れたように卸売物価なり消費者物価なりの動きとの関係で実質金利がどうなるか、これらの動き如何によってはそうした状況の下で改めてC案について考えなければいけないような事態が生じるかも知れないとは思いますが、今はまだ4月の状況を見極めることが必要であろう。仮にC案を選択するとすれば、これは本当に最後の最後、これ以上はない話になると思うので、現在の段階では従来のスタンスを変更する必要はない、B案でいこうということである。

松下議長

有り難うございました。

武富委員

私もC案を否定するつもりはない。なるべく景気、物価の実態に即して考えたいと思っているが、今の景気、物価の状況はそういう意味でかなり難しいところにきていると思う。ただ、ターム物金利というか、短いところでのイールドカーブの歪みがどうなるかということを一頃心配していたが、さきほどの営業局および企画局からの報告によれば、水準としても、あるいは個

別銀行間の格差としても正常化の方向にあるということなので、金利体系の歪み是正のためには、最悪の場合、もう一段金利を引き下げなければいけないというオプションはこの時点では取り敢えず消えたと考えて良いと思っ  
ている。それからデフレ・スパイラルについては、さきほども触れたようにこれ迄の経験がなく、100%分かっている訳ではないので、間違った判断をする  
惧れがあり、謙虚にならなければいけないと思うが、この時点でデフレ・ス  
パイラルとの関連で金利を下げた方が良いというところ迄きているかどうか  
というと、率直に言って 100%の自信はない。それだけに慎重に考えた方が  
良い訳であるが、下げた時のメリットがそれ程ない、あるいはデメリットが  
いろいろあると考えられるので、C案、相当一生懸命考えたが、現状では何  
がなんでもC案をやらなければいけないというところ迄には至っていないと  
いう意味で、結果としてB案の現状維持ということにしたいと思う。

#### 松下議長

有り難うございました。今の委員の方々の意見を集約すると現状維持、と  
いうことになるが、ただ、その場合C案のような政策対応については、内容  
の検討をあらかじめもう少し掘り下げてやっておくべきであり、そのうえで  
状況の推移を見守るべきではないかということであったと思う。C案につい  
ての本日の検討は、括弧書きの話であり、意見の一部としてあったというこ  
とではないと受け止めている。私も、そういう感じを持っているが、官庁委  
員の方からも何かありましたら、どうぞ。

#### 中川委員

ある程度、議論が煮詰まった段階なので、どのような意見を述べたら良い  
か悩むが、検討のポイントを景気のうえでどう判断するかについて申し上げ  
ると、一昨日大蔵省が発表した法人企業統計季報や景気予測調査をみても、  
日本銀行の現状判断と基本的には違わず、企業の景況感は一層厳しさを増してい

ると認識している。特に9年度下期の売上高、経常損益の見込みが下方修正されているし、設備投資も総じて鈍化しているという認識である。個人消費あるいは住宅建設の低調な動きを踏まえると、景気は引続き停滞しているという認識であるが、言葉の定義の問題かと思うが、下押し圧力が強まりつつあると言うかどうかはなかなか難しいという感じがしている。今、各委員の意見を聞いていても、そのようなニュアンスであったと思うが、前回に比べて悪い要因があることはある訳だが、基本的に非常に悪くなったのかというと、そういう面ばかりではなく、株価の動きや金利の落ち着きのようにプラスの面もある。このように確かに状況は厳しいが、いろいろと変化している時なので、まだ様子を暫く見つめていく必要があるという感じがしている。景気は引続き停滞しているというのは事実であるが、そこにはいろいろな要素もあり、さらに下押し圧力が強まりつつあるという程深刻な状況なのか、という感じが率直に言っている。個別の話になるが、景気の下支え要因の中の特別減税の評価はなかなか難しい。さきほども後藤委員がどうすれば消費性向の低下に歯止めをかけられるかという問題を提起されたが、特別減税の効果だけで歯止めをかけるというのは難しく、いろいろなことを通じて消費者のマインドを好転させることが何より大事であろうと思う。いつも同じことを言うようだが、家計や企業のマインドを好転させるためにも、今政府が行っている補正予算、金融システム安定化対策、特別減税その他の対策が相俟って、経済を回復軌道にのせ、マインドも好転させていくと、消費性向もまた上がっていくということではないかという気がする訳である。そういう意味では、「金融経済月報」にもあるが、特別減税の効果だけで短期間に消費性向の大幅な低下の影響を取戻すような回復は見込み難いという判断を、現時点で下すのはなかなか難しい。従って、現時点では、特別減税の効果を見守るというスタンスが良いのではないかという感じがしている。

それから、金融資本市場の動向については、日本銀行のご尽力、ご苦勞のおかげでターム物金利が低下する等変化の兆しがみられることは、望ましい



ことである。引続き年度末に向けて期越え資金を中心に潤沢かつ的確な資金供給を図ることにより、金融機関の資金繰り不安感の払拭に努めて頂くことが重要であると思う。金融機関の融資姿勢については、今、任命委員方からも話があったが、大蔵省の景気予測調査でも大企業、中堅企業、中小企業を問わず、いずれも金融機関の融資姿勢あるいは貸し渋りについて厳しい認識である。これに対しては、いろいろな対策が既に採られている訳であるが、さらに土地の再評価とか、自社株の取得および償却に関する議員立法も年度内成立に向けて動いている。財政投融资の方も、中小企業向けに政府系金融機関で既に2兆5,000億円、対前年比で33%の増加となっており、こうした効果に期待をしていくことが適当ではないかと思う。物価については、さきほど武富委員から詳しい話があったが、卸売物価は弱含みである。ただ全体として、デフレ懸念という言葉が適当かどうかと言うと、現状はそこまでの言葉を使うような状況ではないと思うが、引続き内外の需給、為替レート等の動向に注意していくことが適当であると思う。金融政策運営スタンスについては、任命委員方の考えに特に違和感はない。

松下議長

有り難うございました。

藤島委員

全体的には中川委員が政府の立場から発言したので、重複を避けるため、さきほど来議論がある、わが国経済の先行きに対する不安といったものについて申し上げますと、消費性向が4か月で3.3ポイント下がったことにみられるように、家計の消費マインドが非常に悪化しており、景気は引続き停滞しているというのが政府の見解である。こうしたことで、補正予算を決定し、あるいは金融システム安定化対策による資本の注入も決まった訳である。引続きこうした措置の的確な執行に努めるというように考えているが、翻って

みると昨年来みられたような国民の金融システムに対する不安感というものは、ほぼ解消しているのではないかと思う。それから、4月以降早期是正措置を控えての貸し渋りもいろいろな努力で緩和されるものと考えられていることに加えて、来年度の予算にも、いろいろな措置が盛り込まれている。これを、4月からすぐお金が使えるようにする、あるいは電気通信事業、労働者派遣事業、土地の有効利用等に関する規制緩和法案が順調に成立する、といったことが大切であり、それが実現すると、今までの措置と併せて、相乗効果をもって企業や消費者の経済の先行きに対する信頼感の回復に寄与することになる。そういうことで、4月以降次第に順調な回復軌道に復帰してくるということを期待している訳である。そうした一連の流れの中で、経済企画庁としては、自民党の第4次緊急国民経済対策を受けて、昨年11月の規制緩和を中心とする緊急経済対策のフォローアップと追加的な規制緩和等経済活性化のための具体化策について、各省庁と協力しながら検討しているところである。経済は生き物であり、今後とも内外の経済金融の実情に応じて適時適切な経済運営に努めたいと考えている。さきほど来、日本経済の構造改革の先行きについての方向を明確に示すべきだとか、あるいは国民経済の将来についての国民のコンフィデンスを確立して、安心して消費が出来るような環境を作るべきだというような話があったが、前者の構造改革については橋本内閣では6大改革ということで、真剣に取り組んでおり、後者の将来展望についても経済企画庁としては経済審議会で現在検討中であり、そうしたものを近々示せればと思う。しかし、当面は平成10年度の予算を早期に成立させ、法人税減税等を含め関連法案も早く国会で議決して頂き、政府で実行できるようにして頂くということが大切だと考えている。こうした中で、中川委員から話のあったように、ターム物金利の低下に関しては、政府の金融システム安定化策と併せたものではあるが、日本銀行の金融調節上の大変な努力の結果と高く評価しており、引続き潤沢な資金供給をお願いしたいと思う。それらとの関連で、期越え後4月以降に関していろいろな議論があったが、

実質金利水準がどうなるかというのが、議論の中心にあらうかと思う。そのような中で資金の余剰期に回収をどのようにしていくかという議論があり、順調な回収の見通しの下で行われていくということのようだが、経済の実態が厳しいことを考えると、B案とC案との中間の案がないのかという感じがする。以前にも述べたが、公定歩合水準とオーバーナイト・レート水準との関係についてはどのように考えるべきか、そうした問題については、さきほど来の議論にも含まれていたとは思いますが、引続き潤沢な資金の供給を図るといふ観点で検討をお願いしたい。

松下議長

有り難うございました。

それでは、議案の取りまとめに入りたいと思う。本日は当面の金融政策運営スタンスとしては、「現状維持」という判断が多いようなので、了解を頂いている方法に基づき、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」というこれまで同様の方針を議案として提案させて頂く。事務局は用意ができれば、議案の配布をお願いします。

[事務局より議案配布]

それでは、採決に入ります。いかがでしょうか。

[全任命委員がうなづく。]

私もこの提案で賛成である。それでは、全員一致で可決されました。なお、対外公表文は本日会議終了後直ちにプレス投げ込みの形で公表する。

[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

#### IV. 議事要旨の承認

松下議長

前々回の会合の議事要旨であるが、これは既にご覧頂いているが、異論がなければ委員会として承認することとするが、宜しいでしょうか。

[全任命委員がうなづく。]

有り難うございました。本議事要旨は、3月18日水曜日午後2時に発表する。

[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

それでは、途中で申し訳ないが、退席しますので、後は濃野委員に議長代理をお願いします。

### V. 金融経済月報の検討（金融経済月報、参考計表）

#### 濃野議長代理

それでは、本日の最後の議題である、金融経済月報の検討に入りたいと思う。調査統計局長からポイントの説明をお願いします。

#### 松島調査統計局長

それでは、委員会で決定して頂く基本的見解について、前月との比較を中心に、どのように変わったかを説明する。まず、前月との対比では、午前中述べたような経済情勢を踏まえて、全般的に弱い方に記述を改めているが、大きな変化は以下の3点である。1つは、先行きについての見方であり、今月は、所得形成の力の弱まりが、国内需要の一層の減退につながっていく可能性も否定できないということで、その背景として、第2パラグラフの最後にあるように「鉱工業生産は弱含み基調となっており、その影響が、企業収益をはじめ、雇用・所得面にも及んでいる。」ことに言及している。ちなみに、前月は、「鉱工業生産は弱含み基調となっている。この結果、雇用・所

得の改善テンポも、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。」ということで、先行きについても追加的なショックに対する耐久力が低下しているという見方であったが、今回は、前向きの循環メカニズムが停滞し、所得形成の力が弱まってきているため、内生的に国内需要の一層の減退に繋がっていく可能性があるというように見方を変えている。第2に、物価面については、前月は、足許、先行きとも、総じて安定的な推移をたどることを結論的に言っているが、今回は、足許については客観的な記述にとどめ、先行きについて、「当面、物価は全般に軟調に推移する公算が大きいとみられる。」ということにした。ちなみに、前月は、最後のところは「潜在的な下押し圧力は増してきているものとみられる。」としたが、今回は潜在的な下押し圧力が今後顕現化することにより「軟調に推移する公算が大きいとみられる。」というように記述を変えている。第3に、以上のような先行きに対する見方の変化を踏まえて、冒頭のところを、「わが国の景気は停滞を続けており、下押し圧力が強まりつつある。」との表現にしている。ちなみに、前月までは「景気は停滞を続けている。」という表現にとどめてあった。以上の3点が基本的な見解における大きな変化点であるが、4ページの設備投資について、この月報の案を作成した時点では、98年度計画は「2月時点としては比較的小幅の前年比マイナスに止まっている」という記述にしていたが、その後出た指標からみると、もう少し悪くなっているので、それを踏まえて「機械受注、建築着工床面積のいずれも、非製造業を中心に減少に転じてきており、これまでに明らかになった98年度設備投資計画は、ここ2~3年の2月時点調査を下回っている」というように改めさせて頂きたい。

川瀬企画局長

金融面については、2ページの2つの段落が該当するが、その後新しい数字が判明したことを踏まえて、いくつか修正をさせて頂きたい。1つは最初

の段落の4行目で、「長期金利は、追加景気対策への・・・」と書いているが、「長期国債利回り」と改めたい。また、その下の行の「2月初以降総じて低下傾向にある。」の「総じて」を取らせて頂きたい。これは、今月の月報を作成した時点では、まだ1.58%位であったが、その後1.51%まで低下したことを踏まえると、「総じて」という文言は不要ではないかということである。3番目は、貸出の2月の計数が出たことを受けて、最後の段落の2行目で、「民間金融機関貸出は、引き続き低迷しているが、」と書いているところを「2月の民間金融機関貸出は、前年比減少幅がやや拡大したが、」と修正させて頂きたい。

それ以外に、前月と変えたところは、基本的には、ターム物金利とリスクに関する記述だけである。前月の「金融経済月報」の検討時点では、ターム物金利が高止まっており、「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。」と書いたが、今月は「ターム物レートが明確に低下し始めている。もっとも、昨年秋以前に比べればなお高い水準にあり、市場では信用リスクを強く意識した状況が続いている。」と書いており、流動性リスクを落として表現をトーンダウンしている。量的金融指標については、多少表現が変わっているが、基本的には全体の量は変化していないが注意深くみる必要がある、ということである。また、3ページ以降の背景説明については、多少市況が動いているので、それを踏まえて記述を修正したいと思うので、細かいところは任せて頂きたい。さきほど述べた民間銀行の貸出については、9ページに「民間銀行貸出を5業態ベースで見ると、引き続き低迷している。」と書いているが、「民間銀行貸出を5業態ベースで見ると、2月は前年比減少幅がやや拡大した。」と改めたうえで、そこに注を付けて、さきほど述べた表面計数と実勢との違いを説明したいと思う。具体的な注としては、「もっとも、これには、為替円高による外貨建貸付の円換算額減少や、債権流動化の増加等が、かなり影響している模様であり、こうした要因を除けば、減少幅はさほど拡大していないものとみられる。」という

ことである。従って、金融面のところでは基本的には、ターム物とリスクに関する記述が前月対比で変わっているだけである。

#### 中川委員

さきほど述べた点の繰返しになるが、まず第1は5ページのところの特別減税の表現であり、「今般実施に移された特別減税の効果が今後期待されるが、これまでの消費性向の大幅な低下の影響を、短期間に取り戻すような回復は見込み難いとみられる。」としているが、今の段階でここまで明確に書くことは、さきほどの執行部の説明でもなかなか見通し難く、様子を見ていく必要があるということであったと思うし、むしろそうすべきであって、余り今の段階で特別減税の効果を否定するようなことは書かない方が良く、様子を見るという言い方が良いのではないかとということである。第2は基本的な景気判断に関わる問題なので、これは最後は任命委員の決定事項としてお任せするが、今回の政策委員会の判断はかなり厳しいということになる。この問題は、政府の月例報告との関連もあるので、藤島委員の意見に最後は任せるが、わが国の景気は引続き停滞を続けている中で、細かくみるといろいろと変わっており、さきほど説明があったようにそうした点がいろいろ書かれている訳である。ただ、基本的に下方スパイラルに入っているかということ、これまでのところそうではないというのが皆さんの意見なので、「下押し圧力が強まりつつある。」とまで書くべきかどうか、そこまで書くと、大変大きな影響、インパクトがある。これが無くても大体の変化は分かるので、そこまで書かなくても良いのではないかと私は思う。ただし、冒頭にも言ったように、任命委員方の判断にお任せする。

#### 米澤理事

最初の点は減税の効果のことを言っているのではなく、「今般実施に移された特別減税の効果が期待されるが、」というのは導入句で、そのようなも



のがいろいろあっても短期間に取り戻すような回復は見込み難いという、消費の先行きのことを言っている。前月の表現も文章の構造が違うが、「先行きの家計支出についても、・・・当面目立った回復は見込み難い」という見方を書いているので、ここはそう読まれることはないのではないかと。もし言うとすれば「今般実施に移された特別減税等の効果も今後期待できるが、」という「等」と入れておいて、減税のことだけを言っている訳ではないことを示したうえで、減税の効果は勿論あるが、いろいろなことを全部考えると、「短期間に取り戻すような回復は見込み難い。」と締めくくってはどうか。これは、前月の「当面目立った回復は見込み難い」という表現と殆ど変わっていない。いずれにせよ、減税をけなしている訳ではない。

中川委員

さきほど説明のあった調査統計局の経済活動の現状評価というところで、特別減税実施の効果について力不足との評価をしているので、それを受けて月報でそういう表現をしているのかと思ったが、いずれにしても減税の効果が云々というように読まれられないような表現の方が良いのではないかと。

松島調査統計局長

それについては、基本的見解の先行きのところで、「金融システム安定化策や特別減税の効果が期待される」と言及している。

中川委員

ただ、「消費性向の大幅な低下の影響を、短期間に取り戻すような回復は見込み難い」という部分を読むと、いろいろな印象を受けることになる訳で、どうだろうか。

松島調査統計局長

さきほど、経済環境等によってインパクトも変わってくるのではないかということを指摘されたが、今回の2兆円減税の効果については、2兆円のどの位が消費に回り、どの位が貯蓄に回るかによって効果が変わってくる。我々の見通しとしては標準的には50%と置いたが、実際に50%か、60%かはよく分からない。ただ、2月から既に還付されているので、小口の財、サービスにはなにがしか効果が出るのではないかと強い期待を持ちながらウォッチしているが、ミクロ情報からでは、ビビットにその影響が出てきているという話は、残念ながら聞かれない。そうすると、11月、12月と消費性向が大幅に落ちたことがマイナスの影響として続いている訳であり、その部分も含めて特別減税の効果によって取り戻すというのはなかなか容易ではないということとは、客観的に考えても不自然ではないと思う。

中川委員

そこは考え方が違う。特別減税により消費性向の低下を回復させるとか、個人消費を回復させるという期待はあるが、それで全てが回復できると考えてそのような効果を期待するのは無理だと思う。他の諸々の政策によって、例えば株価が上がっていくとか、金融システムの安定が図られるとか、そういうことも通じて消費者マインドが好転し、個人消費も増えていくというのが自然な姿であろうと思う。

松島調査統計局長

それは特別減税だけではなくて、その他諸々の政策も含めてということになる。ここでは、特別減税だけについての効果について言及している。

中川委員

それは、なかなか難しいので、言及しない方がいいと思う。例えば、消費

性向の大幅な低下は、なかなか難しい構造的な問題なので直ちに回復できるとは思わない。従って、書いてある順序を逆転させ、短期間に取り戻すことは難しいが、今後そのような特別減税の効果等を見守っていくとか、その他の消費者のマインドを好転するような政策も含めて効果を見守っていく、ということではなかろうか。既にいろいろな政策が講じられており、今後とも追加的な政策があるかも知れないということで、見守っていく方が、経済の動きを客観的に評価していることになるような気がする。

#### 米澤理事

今、中川委員が言われたことを否定するつもりは全然ないが、この文章は何も減税の効果を評価している訳ではなく、消費のことを言っている。消費については、目下のところ回復を明確に示す動きは窺われていないという現状の判断と、今後どうなるかということを行っているが、今後どうなるかについては、前月も当面目立った回復は見込み難いと言っており、今月はそれよりもむしろ多少悪くなっている。今月は、消費性向の低下が如実に現れているので、ここでのポイントは消費性向の大幅な低下の影響である。これは、さきほども言ったとおり、消費性向が下がったことのみを挽回しようとしているのではなく、消費性向が下がったことによって所得の周り等にもいろいろな影響が現に出ており、それは短期間には取り戻せないということを行っている。ただ、今般減税が実施されたので、減税の効果が期待されるけれども、という挿入句が入っている。

#### 中川委員

基本的には、私がさきほど述べたようにもともと公表されない文章を念頭に置いて解釈したものであるから、そのように理解したのかも知れないが、そのように理解されないためにも、例えば、「これまでの消費性向の大幅な低下の影響を、短期間に取り戻すような回復は見込み難いとみられるが、今

般実施に移された特別減税の効果等を見守っていく」という表現の方が、米澤理事の発言のトーンに合っているように思われるが、いかがか。

後藤委員

その方が特別減税の効果について弱くなってしまいうような気がするが。

濃野議長代理

今まで消費性向に関連した政策手段として、打たれたのは特別減税であるから、その効果が期待される。しかし、それだけでは4%ポイントも落ちたものが全部戻るとは思えないというように読めば、これは何も間違っていないという感じがするが。

中川委員

もし、他の委員方もそのような理解であるということであれば、私もそのように理解するようにする。

濃野議長代理

それから、もう1つのポイントである下押し圧力については、いかがでしょう。

後藤委員

私が今月の月報を見た時に、後退という言葉、後退局面に入ったとは言いきらないで、そのような様相が濃くなってきたという位は書いても良いのではないかと言ったら、日本銀行では後退という言葉は余り使ったことがなく、その代わり、下押し圧力が強まっていると書いてあるということで、素直に頭に入った次第である。

### 武富委員

実際に前月と比べ弱くなっているのに、表現も後退している。ただ、そもそも論として、今やっている議論が本当に生産的かなと思う。もう1つは、マーケットが今の景況をみて、日本銀行から「引続き停滞を続けている」というだけの見解が示された時、credibility が保てるかという配慮が必要だと思う。私はこだわらないが、何が問題なのかがよく私には分からないので、さきほどから怪訝な感じがする。

### 後藤委員

この2、3日、民間、官庁を含めてのいろいろな指標が出ており、例えば大蔵省の景気予測調査によると1~3月の業況判断指数は調査が始まった1983年以来最低であったというようなことが連日新聞に書かれている訳である。にもかかわらず、先月と同じ表現で良いのかなと私は思う。

### 藤島委員

経済企画庁では、3月の月例報告を決める際に、「わが国の景気は引続き停滞を続けている」という表現にしたが、その表現の中身を巡っていろいろな議論があった。下の方を向いているのか、横ばいなのか、上を向いているのかということであるが、少なくとも上を向いているという感じはない。それでは、下か、横かという議論があり、厳しいが下であるという意見も多かったが、一応統一見解は横というように思っている。政府としては、先行きではなくて、現実の指標を見てその時点について議論しているのに対し、日本銀行の方は先行きを見ながら議論しているので、このような表現をするのも、それはそれなりに私も理解できるという感じを持っている。そういう意味で、政府としてこれがこのままでは困るということにはならないのではないかとということである。いろいろ幅があり、幅の中に入っているのではないだろうかという私には理解している。

後藤委員

ここ2、3日出た指標を見てやはりこのような表現を使っているのではないかと思う。

濃野議長代理

いろいろ議論されたので、この辺でいかがでしょうか。

中川委員

さきほど言ったように、任命委員にお任せする。ただ、このままだと影響がかなり大きく、政府の判断と違うという感じが出るかも知れない。

武富委員

出るのか、出ないのかはよく分からないが。

中川委員

ただ、現状判断についてということで、念のため述べただけである。

濃野議長代理

それでは、「金融経済月報」の了承を得たので、来週17日の火曜日に発表することになる。

VI. 閉会

他に何かありませんか。なければ、本日の決定会合を終了する。

(午後2時10分閉会)

以上