

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年4月9日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）  
藤原 作弥（日本銀行副総裁）  
山口 泰（日本銀行副総裁）  
後藤 康夫（審議委員）  
武富 將（審議委員）  
三木 利夫（審議委員）  
中原 伸之（審議委員）  
篠塚 英子（審議委員）  
植田 和男（審議委員）

政府からの出席者：大蔵省 松永 光 大臣<sup>(注)</sup>  
経済企画庁 尾身 幸次 長官<sup>(注)</sup>

<sup>(注)</sup> 大蔵省からの出席者は 9:54 以降溝口善兵衛大臣官房総務審議官に、また経済企画庁からの出席者は 12:30 以降塩谷隆英調整局長に、おのこの交代した。

### （執行部からの報告者）

理事	米澤 潤一
金融市場局長	山下 泉
国際局長	杉田 正博
調査統計局長	松島 正之
企画室参事	稲葉 延雄
企画室企画第1課長	山本 謙三

### （事務局）

政策委員会室長	三谷 隆博
政策委員会室	渡部 訓
企画室調査役	門間 一夫

## I. 開会

速水議長

ただいまから金融政策決定会合第6回を開催する。

(午前9時2分開会)

今回は新日銀法の下で初めての金融政策決定会合であり、新しく任命された審議委員の方も多いので、本日の進め方について初めに簡単にご説明する。本日は松永大蔵大臣、尾身経済企画庁長官に出席頂いているが、お2人ともその後の予定があるので、まずお2人から発言を頂きたい。次いで、午前中のセッションは、執行部からの報告時間とし、午後のセッションでは、前々回会合の議事要旨を承認して頂いた後、金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する検討を行う。そのうえで、当面の金融政策運営方針を決定し、最後に、その判断の基礎となった経済および金融情勢に関する委員会としての基本的見解を取りまとめることにする。

それでは、まず大蔵大臣、経済企画庁長官からご発言頂きたいと思う。

## II. 政府からの出席者の発言

松永大蔵大臣

本日は、新日銀法に基づく第1回の金融政策決定会合に経済企画庁長官と共に出席して、政府としての意見を申し述べる機会を得たが、この会合が新日銀法において求められている役割を適切に担っていかれることを期待している。私としては新日銀法で規定されているように、日銀の金融政策が政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなることが重要であると考えている。このような観点から金融政策決定会合は、日銀・政府双方の意思疎通を図る上で、有効な機会であると考えており、私も法の趣旨に沿って必要に応じ出席してまいりたいと考えている。

まず、わが国経済の現状については、家計や企業の景況感の厳しさが、家計消費や設備投資など実体経済に影響を及ぼしており、景気は停滞し、

厳しさが増していると考えている。このような景気の現状認識については日銀と基本的に相違はないと考えている。

政府としては、このような厳しい経済情勢に対応するため、これまで財政・金融両面にわたり幅広い措置を講じてきた。予算面においては、昨日平成 10 年度予算が成立したが、既に、災害復旧事業等の公共事業の追加等を含む 9 年度補正予算や 2 兆円の特別減税を実施してきている。さらに、先般、3 月 26 日に与党 3 党において、新たな経済対策の骨格として「総合経済対策の基本方針」が取りまとめられた。これについて、総理はこの基本方針を重く受け止め、必要に応じ大胆な措置を講じていく考えを表明しておられ、政府として検討を始めたところである。

現下の厳しい経済情勢の原因の 1 つとなった、昨年秋の金融システムの問題については、政府として、金融システム安定化対策を迅速かつ的確に講じるとともに、いわゆる「貸し渋り」に対しても、金融機関の融資対応力の強化や政府系金融機関の資金量の確保など、様々な措置を講じているところである。また、金融市場の現状に鑑み、金融システムの安定性を確保するため、日銀において、引き続き、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られることが重要であると考えている。本日は、本会議があつて、金融システムに関する 4 法案の本会議の趣旨説明と質問を受けるため、途中で中座させて頂くが、代わりに総務審議官を出席させるので、どうぞ宜しくお願いしたい。審議委員各位におかれては、審議にあたり、政府の経済財政運営の考え方等につき、ご理解を賜りますようお願いいたします。

速水議長

どうも有り難うございました。続きまして、尾身経済企画庁長官からお願いします。

尾身経済企画庁長官

第 1 回金融政策決定会合の開催に当たり、私から一言ご挨拶を申し上げ

ます。今月から施行された改正日銀法が目指すものは、内外の経済社会情勢の変化に対応し、わが国の中央銀行である日本銀行の通貨および金融の調節における独立性とその意思決定の透明性を高めることである。この改正日銀法の下で開催される記念すべき第1回目の金融政策決定会合への出席に当たり、まず、経済の現状および経済運営についての政府の基本的考え方を申し上げる。わが国経済は、アジア地域の通貨・金融市場の混乱、昨秋の金融機関の経営破綻等を背景に、昨年来厳しさを増した家計や企業の景況感が実体経済全般にまで影響を及ぼしており、景気は停滞し、一層厳しさを増している。政府としてはわが国経済を正常な回復軌道に乗せるため、昨年11月の「21世紀を切りひらく緊急経済対策」、2兆円の特別減税、9年度補正予算に加え、金融システム安定化対策の迅速かつ的確な執行に努めることとしている。また、平成10年度税制改正においては、土地の有効利用促進および取引活性化のための税制改正に加え、魅力ある事業環境の整備という観点から、法人税減税や有価証券取引税の改革が行われている。さらに、先般、与党から提案された「総合経済対策の基本方針」については、政府としては、これを重く受け止め、必要に応じ大胆な措置を取っていく考えである。改正日銀法第4条に規定されているとおり、日本銀行の金融政策と政府の経済政策の基本方針との整合性の確保が極めて重要であり、今後とも、常に連絡を密にし、十分な意思疎通を図ることにより、わが国経済を民間需要中心の自律的な安定成長軌道へと乗せていくべく、経済運営に万全を期してまいりたいと考えているので、皆様ご協力をよろしくお願いいたします。

速水議長

両大臣どうも有り難うございました。

(午前9時54分松永大蔵大臣が退室し、溝口大蔵省総務審議官が入室)

### Ⅲ. 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（資料1）

速水議長

それでは最初に山下金融市場局長から、前回以降の金融調節の実績について報告して頂く。報告が終わりましたら質問に入りたい。

山下金融市場局長

前回会合以降の金融調節を、年度末31日までと新年度に入った4月1日以降の2つの局面に分けて見ることとしたい。資料1の3ページの金融調節とオーバーナイト・レート等の推移を見ると、まず年度末31日までは、期末越えの流動性不安解消を主眼に朝方に大幅な積み上を作り、レートの上昇を牽制することにウエイトを置いた調節を行った。特に期末日31日には3.5兆円と、既往ピーク並みの水準の積み上幅を造成した結果、オーバーナイト・レートの加重平均の飛び上がりを0.70%と、前年実績の0.72%をやや下回る線に着地させることができた。その後、新年度入り後は、季節的な資金余剰期に入ったこともあって、需給がかなり引き緩んできたので、ターム物金利等の落ち着き具合をチェックしながら朝方の積み上幅を徐々に圧縮し、オーバーナイト・レートの過度の低下を牽制する調節を行ってきた。新年度入り後の調節において特に留意してきたポイントは次の2点である。第1の留意点は、オーバーナイト・レートの過度の低下を回避するということである。4月の大幅な資金余剰期に入ったこともあり、これまでのように朝方にかなり大幅な積み上を作るような緩めの調節を続けていると、オーバーナイト・レートは自然に大きく低下するようになっていく。現に、4月3日、6日と積み上幅を7千億円にまで圧縮したにもかかわらず、オーバーナイト・レートは0.35%まで低下した。仮に7日以降もオーバーナイト・レート0.35%という水準で調節を行った場合には、15日までの今積み期間中の月間平均レートは0.4%を下回る水準まで低下してしまうことになる。また、2日に公表された短観で景気情勢の悪化が改めて確認されたこと、あるいは国会答弁等で日銀首脳の景気に関

する厳しい認識を表明されたことから、オーバーナイト・レートが2日連続0.3%台を付けたことを眺め、マーケットの一部では「金利低め誘導実施か」といった観測が台頭してきていることも、私ども調節担当としては意識をせざるを得ないところである。第2の留意点は長期金利およびターム物金利の落ち着き基調維持に配慮することである。お手許の資料の4ページの金融市場の動向のグラフを見ると、例えばユーロ円TIBOR3か月物は、2月25日の1.18%をピークに大幅に低下しており、このところ0.7%台で比較的安定した動きにある。ただ、4月に入って株価が3日連続で大幅に下落したほか、いわゆるムーディーズ・ショックもあり、長期金利が若干上昇、ターム物金利もやや強含む気配を示したため、積み上幅圧縮に当たってはマーケットのセンチメントの落ち着き具合を確認しながら慎重に行うスタンスで臨んだ。幸い、今週に入って円安修正の動きなどを背景に株価が持ち直し、一時上昇しかかったジャパン・プレミアムも若干低下しており、長期金利、ターム物金利も落ち着いた地合いでの推移となったため、8日は昨年11月21日以来、4か月半振りに朝方の積み上幅をゼロとするリザーブ・ニュートラルの調節を行った。これに伴い、オーバーナイト・レートは0.47%まで上昇した。もともと、マーケットでは足許、金利の上昇圧力が一時期に比べ弱まっているため、中立型調節に戻ったものと見ているが、中立型調節への復帰は信用リスクの不安が一服してきたことの現われといった極めて冷静な受け止め方をしている。以上の結果、今積み期間中の平均レートは8日現在で0.4217%となっている。なお、当面、資金余剰期入りに伴い、ネット信用供与残高を4月17日までに3月末対比で約10兆円減額する必要があるが、私どもとしては、調節貸出の回収、買手オペ残高の圧縮、売手オペの増額等によって、対応していくことにしたいと考えている。その際8日時点でCPオペ残高は4.8兆円、レポオペ残高も5.9兆円あるが、これらはできる限り維持することとする方向で対応したいと考えている。

速水議長

ご質問がございましたら、どうぞ。

後藤委員

4 か月半振りでリザーブ・ニュートラルに戻して、その割にターム物金利がそれほど跳ねなかったというのは多いに慶賀すべきことだと思う。ただ、これまでもいろいろと変動要因があったところでもあり、今後もそういう意味では要注意だと思うが、目先どのように見ているのか。

山下金融市場局長

11 月以降金利が大きく跳ね上がったのは、1 つは信用リスク・プレミアムが大きく跳ね上がったということであり、もう 1 つは 3 月末にかけての流動性リスクを非常に懸念して、邦銀がやや慌てたということでもある。このうち流動性リスクについては、3 月末を越えて、またいろいろと学習効果もあって、かなり落ち着いてきたという感じである。4 月は資金がかなり余剰となるので、その部分は落ち着いてきたということである。信用リスクについても、幸い金融システム対策を打って頂いたし、大型の景気対策も加わってきたことから、まだジャパン・プレミアムで言えば 3 か月物で 10bp 以上ある訳だが、一頃に比べればかなり落ち着いてきた。4 月初に一寸懸念したのは、銀行、不動産、建設といった株が下がり、株価全体が急落してジャパン・プレミアムの拡大に繋がっていくような、信用リスク不安の再燃みたいなことが起こることであった。幸い、今週に入ってからマーケットの動向を見ると、政府の対策もあり、当面落ち着いた感じになっているので、もちろん今後とも慎重に見ていく必要はあるが、やや一安心という感じである。

植田委員

今朝の日経金融に出ていた記事であるが、日銀のバランス・シートがかなり膨らんでいる。これは、金融調節と関係があると思うが、グロスで非

常に膨らんでいるということにとどまらず、正しいかどうか分からないが、日銀のバランス・シートのアセット・サイドのクオリティが悪化しており、それが円安要因になるというような記事があった。その辺の事情について、ご意見があれば伺いたい。

#### 山下金融市場局長

昨年 11 月以降やってきたのは、ターム物金利を落ち着かせるために長めの資金を大量に供給するということである。ただそのままでは資金供給が多すぎるということになるので、どこかで吸収しなければいけない。そこで、売手オペを打つことになるが、その結果ターム物の供給と両建てでバランス・シートを膨らませることになる。先程説明したとおり、4 月 17 日までに 10 兆円信用供与残高を減らす必要がある訳だが、今のマーケット基調を維持するために、売手の方を増額したりして、CP オペやレポオペの残高を落とさないような形でやっていきたいと申し上げたのは、まさにそのことである。この辺は、先程説明したとおり、流動性のリスクについてはかなり落ち着いてきているが、そのような今の全体の枠組みを変えないようにしていきたいということである。この結果、日本銀行の資産・負債を両建てで膨らませながら対応していくことになるが、信用リスク面での落ち着きを維持しなければいけないという現状を前提に考えると、こうしたスタンスを続けていくことが妥当ではないかと思う。クオリティの問題とは、貸出が増えている中で、特融の分を指していると思われるが、これは調節貸出とは別である。調節貸出は 11 月の混乱期の中でどうしても必要ということで、一時使ったが、その後どんどん落としてきている。調節貸出自体は適格な担保を取って行っているものであり、また CP オペやレポオペもそれぞれ CP や国債を担保としたもので、いずれもクオリティに問題がある訳ではない。従って、調節を通じて資産・負債を両建てで膨らませていくことによってクオリティを落としている、という批判は当たらないと考えている。



植田委員

特融以外は返ってくるのが一応担保されているということか。

山下金融市場局長

特融は、プルーデンス対策として金融システム自体を守るための対応であり、マーケット対策として行っている調節とは別のものである。今の説明は、調節面で両建てになっているものについてのものである。

速水議長

資産が3月末には全体として前年に比べ50%近く増えているようだが…。

山下金融市場局長

両建てで40%位増えていると思うが、いずれその辺りはまとめてご説明したい。

中原委員

ということは、自己資本比率が下がっていることになるが、相殺できる格好になっているのか。

山下金融市場局長

グロスでは増えているが、ネットでは増えていない。

篠塚委員

昨日の日経金融の記事だと思うが、オーバーナイト・レートが0.35%から0.42%に上がったことについて、日銀は0.40%~0.50%の幅に誘導しようとする意図が見てとれると書かれていたようだ。それについては、どのように考えているのか。

### 山下金融市場局長

ご指摘の点は、まさにここでご議論頂くことであり、私どもとしては頂いているディレクティブということで、オーバーナイト・レートについて公定歩合をやや下回るように調節してきている。実績としても、ここ数か月は0.43%前後のところまで調節している。その点を捉えてそういう意見が外部にもあることは承知しているが、これについては本席でご議論頂きたいと思う。

### 武富委員

その場合、これは仮定の話だが、レンジが示唆されると市場参加者のうちビッド側が、低いところ（下限）に合わせてビッドしてくるようになるか。自分の資金事情とかマネー・ポジションの度合いを反映して、素直にビッドしてきて市場が自然な形で形成されればいいのだが、一種の下限が示されると、それに左右されて却って市場が歪むということはあるのか。観念的な質問で恐縮だが。

### 山下金融市場局長

要するにレンジの決め方であると思う。例えば、1日の取引だけを考えても、ご承知のとおり朝方は出合いを付けるために慎重に出てきてやや高めになるが、交換尻を過ぎてからは、急激に金利が下がるという展開になる。もし“mandate”を頂くとすれば、レンジについては日々の上下限といったことではなく、一定期間の平均という形で頂かないと“mandate”を守れなくなってしまう。平均というのであれば、それぞれの出合いにおいてはそれは意識するにしても、日々の需給の変化等による振れは均されるので、レンジ自体が制約になることはないのではないかと思う。まだ、着任したばかりでマーケットの感覚が十分身についてない部分もあるが、直感的にはそう思っている。

#### 山口副総裁

レンジを決めて、そのレンジからびた一文コールレートが飛び出さないようにすると決めた場合には、武富委員がおっしゃるように、状況によっては、何とか上を突き破ってみせようとか、あるいは下値をもっと出してみようとか、ということである種の攻撃がかけられる可能性があると思う。それを何が何でも守るということを日本銀行の調節の方針とした場合には、我々は非常に硬直的な資金の供給なり吸収なりを強いられるのではないか。

#### 中原委員

その場合、どちらかに張り付く危険性が非常に高い。

#### 後藤委員

この問題は、恐らく午後の金融調節のところで議論になると思うが、ちょっとアンビバレントなところがある。透明性という観点からすれば、公定歩合をやや下回るとするのは、余りにも漠然としているので、ある程度レンジを示した方が透明性が高まるという議論がある。ただ、同時に、金融調節というのは一種のカード・プレイみたいなところがあって、要するにマーケットと駆け引きをする訳だから、余り硬直的にそこにこだわると、逆に市場から発信される情報を制約するということにもなりかねない。結局、「透明性」と「市場との対話」をどこで兼ね合わせるかという問題になってくる。

#### 植田委員

学会でもコールレートではないが、例えば為替レートについてターゲット・ゾーンがあっても、ゾーンを公表しない方が却って為替は安定化するという議論もある。

武富委員

私も為替のことを念頭において先程の質問をしたのだが。

速水議長

ご意見は、午後に十分時間があるので改めて伺いたいが、他に質問はありませんか。

中原委員

大体の見通しとしては、当面はこのあたりで落ち着きそうだということなのか。

山下金融市場局長

信用リスクのところには何か起きなければ、4月は大丈夫だと思う。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢に関する報告（資料2）

速水議長

次に杉田国際局長から為替市場の動向、海外経済動向について報告してもらおう。

杉田国際局長

図表1で為替の動きを見ると、1番上のドル／円相場は、前回会合以降円安方向にかなり大きく進み、一時135円までいったが、その後戻ってきており、今朝は131円台まで戻っている。こうした動きの背景にある最大の要因は、景気対策についての思惑である。16兆円という景気対策が打ち上げられた後、その後これを内容面で裏打ちしていくニュースが出てきていないということで、一旦円が大きく売られた訳である。その他の円安要因としては、4点ほどある。1つは株価についてであるが、年度末に株価対策が打たれてどれ位の水準になるのかを市場は注目していたが、結局1万6千円台半ばであったということで、これを契機に円安がさらに進んだ

ということである。もう1つは、日銀短観が4月2日に発表になったが、これで景気の実態がかなり悪いということが確認されたということがあ  
る。それから、第一コーポ、朝日コーポといったところの経営破綻のほか、  
有力企業の業績の下方修正といったものがある。さらに、1番大きな理由  
としては、ムーディーズが4月3日に日本国債のアウトルックをネガティ  
ブに変更したことがあり、こうしたことが重なって円安が進み、一時135  
円台を付けた訳である。ここに、ニューヨークでは135円20銭までいっ  
たと表示してあるが、その後は調整場面を迎えた。調整場面を迎えた大き  
な理由の1つには、今週末がイースターであり、来週はG7があるので、  
ポジションを一方には傾け難いということがある。2番目に景気対策で  
あるが、予算が成立し、景気対策についての検討が進められているとい  
う状況の下で、大型減税実施への思惑というのも重なっている。もう1つは  
介入警戒感である。今朝は131円台のlowから、円安の方向に一寸戻っ  
ているが、少なくとも一頃の大規模な円安が修正されたというところで、この  
数日間は動いている訳である。次に、真ん中のグラフでは、円の実効為替  
レートを示しているが、これはドル/円だけでは他の通貨との関係が分か  
らないので、24通貨について、わが国と24か国の間の貿易ウエイトで加  
重平均して作ったものである。これでも、この期間中円安が貫かれて  
いる。次に、一番下のグラフで、ドル/マルクについて見ると、マルクは  
円に連られたような動きになっているが、ごく最近の動きとしてはマルク  
はドルに対して強くなってきており、昨日のニューヨークでは1.8148と  
いうところまで強くなってきている。マルクが強くなっている背景とし  
ては、従来はアメリカとドイツとの関係で、市場は、アメリカの雇用が非常  
に強い一方、ドイツの雇用は弱いといった固定観念で見てきた訳だが、そ  
の様子も少し変わってきていることがある。アメリカの雇用は最近発表さ  
れた数字が今1つ思わしくない一方で、ドイツの失業が少し減ったとい  
うことで、両国の景気に対する見方にやや変化が出たことから、ドイツマル  
クが強くなっているという状況にある。

図表2は、オプション市場からみた為替相場の先行き、あるいは為替相

場の変動の見通しであるが、現在は1か月先についてはややドル先安というメッセージが得られるが、ただ、それは1か月先に限ったことであり、半年先くらいについては、ここには示していないが、円に対してドル先高との感じが出ている。次いで、ボラティリティについては、ドル/マルクに比べ、ドル/円の変動幅がかなり大きい。これは景気対策あるいは介入といった、変動をもたらす要因が先行き予想され得ることから、ドル/円については、変動幅が大きいという結果になっているものと考えられる。

図表3は日米金利差であるが、米国の金利は前回会合以降、全体としてはやや低下気味である。これは、日本あるいはアジアから資金が米国に流れたということがあるほか、米国の雇用統計で雇用の減少が確認されたこともある。一方で、日本は、国債の利回りがムーディーズのアウトルックの変更等もあって上昇したので、日米の金利差は縮小しており、ボトムでは4.1%台まで縮小した。なお、図には出ていないが、昨夜の時点では、4.235%となっている。

図表4はアメリカの株価であるが、上値を追って9,000ドル台を実現したが、9,000ドル台は1日にとどまった。これは、シティとトラベラーズという大きな金融合併のニュースを受けて実現されたものであるが、その後は調整が入っており、昨日は8,890ドル台まで下がっている。来週から第1四半期の企業収益の実績が発表になるが、ここへきて企業収益が伸び悩んでいるという情報もあるので、これから先の株価についてはよく見ていく必要があるかと思う。

図表5は東アジア諸国の通貨動向であるが、前回会合時辺りまでは東アジア諸国の通貨はどんどん強くなっていたが、その後は少し安くなってきている。その最大の要因は、円に連れたということであり、円の東南アジアへの影響が大きいことを映じて、円が安くなるとその影響を受けがちであるということである。

図表6は東アジア諸国の株価動向であるが、前回会合時以降少し軟調ではあるが、達観して見ると1月以降少しずつ改善の方向にはある。ただその中で、韓国は3月以降かなり下がってきているほか、タイも下がってき

ている。これは、やはり両国において経済調整の深度がかなり深いものがあり、それがこれから行われるということがあって、下がっているということではないかと思う。

図表7は欧州通貨であるが、イギリスを除いて、イタリア、スペイン、フランスといったところは、通貨統合に参加することがほぼ確実になっていることから、既に金利差も通貨の乖離率も小さくなってきている。3月25日には、欧州委員会から、これら各国とも参加基準の適格国としてほぼ確実になっていると表明されているが、既に以前から収れんが進んでおり、格別ここで大きく動いている訳ではない。一方、イギリスは金利が高く、ポンドも強い状況が続いている。これは、景気が他の欧州大陸諸国に比べて堅調であるため、金利も先高かも知れないということで、これまで買われていた訳だが、ごくごく足許では、少し揺り戻しの動きも見られる。

図表8は商品市況である。金相場は、欧州の中央銀行が金を売却しているということで、ずっと軟調であったが、足許は少し強含んできている。これは、原油相場が減産の影響で上がったことをきっかけとしたという面もあるし、ロシアの内閣解任でパラジウム等が上がったことに連られたという面もある。また、最近では、通貨統合後の欧州中央銀行が、多少は金について積極的な政策をとるかも知れないという思惑も出てきているという状況もある。

図表9の米国の主要経済指標を見ると、実質GDPは去年の第4四半期の最終集計値が出て、前期比年率+3.7%となった。これまで推計値が出る度に下方改訂されてはいるが、大筋として極めて強い拡大、潜在成長率を上回る拡大が続いていることが、これで確認された。前回会合時以降出た数字として消費者コンフィデンス指数があるが、これは3月も134.3と引き続き非常に高い水準にあり、消費者のコンフィデンスは極めて強いということが窺われる。設備投資の指標としての非国防資本財受注は、毎月非常に大きな振れがあって、特に航空機の振れが多い。航空機を除くベースでは、1月が前月比+2.7%、2月が同+1.9%と、拡大を続けているが、

拡大テンポはやや縮小しているかも知れないという感じである。雇用については、非農業部門雇用者数が3月は減少しているが、これまでが毎月市場の予想を大きく上回る拡大であったということのほか、3月は建設業あるいは小売業で悪天候等の影響で一時的に落ちている可能性もあるので、もう少し様子を見る必要がある。失業率の4.7%というのも歴史的にはなお極めて低い水準であるし、時間当たり賃金の前年比+4.0%というのも相当強い伸びであることから、労働需給がタイトな状況には変わりはない。アメリカ経済全体としては、外需は少し弱くなってきているが、家計支出を中心に内需は力強い伸びを示していると言って差し支えないと思う。欧州のうちドイツについては、鉱工業生産が97年12月以降、前月比+0.4%、+2.3%、-1.2%となっており、1月が少し高くて2月が落ちた形になっているが、全体の評価としては極めて緩やかな増加と判断される。失業者数も、同じく極めて緩やかに改善している状況である。最後に、東アジア諸国の主要経済指標を見ると、実質成長率は、各国政府あるいは中央銀行の見通しであるが、中国については今年は8.0%と設定されている。韓国については-0.2%~-0.8%と、経済が収縮する方向が出きている。こうした中で、注目されるのは輸出である。輸出については、為替相場の面でも東アジア諸国通貨が大きく下がっているため、伸びてくるはずであるが、まだ伸びてきているという姿は確認できていないというのが実情である。98年第1四半期の韓国の輸出が前年比+9.6%と伸びているが、これは金を供出させてそれを輸出しているためで、それを除くと+3.5%にとどまり、昨年第4四半期に比べて、格別拡大しているとは言えない。東アジア諸国の中では、フィリピンだけが輸出好調で前年比2割近い増加となっているが、これは外資を受け入れて建設していた電子部品工場が立ち上がってきていることによるものであり、他の国とは少し様相を異にしている。中国の鉱工業生産は2月には+4.8%とかなり増勢が鈍化しており、この先注目していく必要があるかと思う。中国の貿易収支は引き続き黒字を維持しており、外貨準備高も1,400億ドルと極めて厚いものを持っているので、人民元相場が非常に近いうちに危機に達するということはないのでは



ないかと思う。ただ、長い目で見ると、他のアジア諸国の為替相場との間で開きが出ているので、その点問題はあると思われる。

速水議長

質問がございましたらどうぞ。

後藤委員

アメリカの主要経済指標について、1月、2月とマネーサプライ（M2）が随分跳ね上がっているが、これはどういうことか。また産油国が石油の生産制限をもう少し強化するという事で集まっていると、今日の新聞に報じられているが、これから原油価格をどのように見ていけばいいのか。中原委員の前では答え難いかも知れないが、125万バレル本当にうまく削減ができるのかとか、イラクの石油が出回ってくるのではないとか、仮に125万バレル削減できても価格がどの程度維持されるのかとか、いろいろ議論があるようだけれども…。

杉田国際局長

マネーサプライがかなり拡大していて目標値を飛び出してきているが、現在のところこれが何によるものかということについて、はっきりした説明はなされていない。ただ、この増加は非常に気になるものでもあるので、注目しているところである。

後藤委員

株価が上がっていることと関係があるのか。

杉田国際局長

今のところ、それについてはよく分からない。

石油価格については、必ずしも十分な分析を行える力もないので、私どもで固有の見方というのではない。

速水議長

中原委員、何かありますか。

中原委員

250万バレル位本当に減産ができればかなりしっかりすると思う。しかし、今のような150万バレル位だったらあまり効かないだろう。現在は、やはりアジアの輸入の不振が非常に響いているので、アジアの景気が戻るまでは基本的にだめだと思う。だから、日本にとってはプラスだと思われる。一方、今、後藤委員から質問のあったアメリカのM2の伸びが気になる。これは、バブルではないのか。日本も3年間M2が10%を超えて、バブルになった訳だから。

杉田国際局長

足許の動きだけでは、ちょっと判断しかねるところである。

三木委員

タイの輸出動向について、1月がたっと落ちているのをどのように見たらいいのか。また、ドイツは、旧東独が非常に悪く、まとめるとどうしてもこれに引っ張られる。西と東とではがらっと状況が違うという話もある。その辺をどのようにみているのか。

杉田国際局長

東アジア諸国の輸出について、1月と2月の動きは、各国とも旧正月の要因が非常に大きく効いており——今年は1月が旧正月で輸出が落ちて、2月は輸出が膨れている——それが数字的なディスターバンスになったものであると思う。次に、ドイツの状況については、東西の統一後は次第に経済のコンバージェンスが進んでいくと見られていたが、ご指摘のとおり、これがなかなか思うように進展していない。特に、長い間、東独のレジーム下にあった人たちの行動様式なり、経済の動きというのがどうも近付い

てこないというところで、失業率も東独では落ちてこない。これが、ドイツ全体の失業率低下の足を引っ張る形になっており、それが今非常に大きな問題であるといえる。

#### 尾身経済企画庁長官

インドネシア、タイ、韓国等の経済の状況に応じて、日本の銀行のこれらの国に対する貸付債権に悪影響があると思うが、それはどのようなようになっていて、また、どのように処理しているのか。

#### 杉田国際局長

基本的には、日本の銀行は、それぞれの国というよりは、それらの国に所在する債務者からの返済が遅れてくるというようなことになると、それに見合っただ引当金を積んでいく。東アジアの問題は主として去年の夏から後の動きであるが、日本の銀行は、どちらかと言えば、ヨーロッパの銀行に比較して、前々から貸付をしているため、相手の企業内容も比較的良好であり、最近まで利払いを受けている。従って、ここで早急に引当金を積みまなければいけないという状況ではなかったのだが、今後時間が経つにつれて少しずつそういう問題も出てくるのではないかと思う。恐らく、今度の決算ではそういうことを踏まえ、必要なところには引当金を積んでいくことになるのではないかと思う。

#### 中原委員

東アジア諸国の株価動向のうち、韓国とタイの動きが気になる。理屈から言えば、調整が進み、調整の目先が見えてくれば、株価は上がるはずだが、両国とも下がっている。両国の調整というのはどういうふうにか考えた方がいいのか。特に、この両国は成長率見通しもマイナスだが、これはまだ調整が長いと見るべきなのか。両国の株価は何を意味しているのか。

杉田国際局長

特に韓国の場合、あるいはタイの場合も同じかも知れないが、外資の流入がどういうテンポで進んでくるか、というのを市場が非常に注目している。3月の初めの時点では、外資の流入政策が変わり、マジョリティの支配を認めるようになったことを受け、期待が先行したという面もあって、株価が上昇した。しかし、その後の外資の流入状況が期待を比べると思わしくないということで、調整が起きているというのが、1つ可能な説明であろうと思う。もう1つは、韓国もタイも不良資産問題が非常に深刻であり、GDPに対する比率も高く、少しずつ倒産の話も出ている。そういうニュースが市場の心理を冷やしているという側面もあるかと思う。

中原委員

GDPに対する比率でどの位か。

杉田国際局長

私どもの推計では、韓国では2割を少し超えている。タイは1割を少し超えている程度だと思う。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

米澤理事

お手許の資料3「経済活動の現状評価」に沿って報告する。概況については、最後に戻って総括させて頂くことにして、各論から申し上げる。まず、最終需要のうち公共投資については、先行きはまさに対策次第ということである。ただ、足許に限って申し上げると、公共工事請負金額、公共投資関連財出荷の動きから見て、1~3月は前期比マイナスになった模様であり、4~6月もGDPベースではマイナスが続く見込みである。対策の効果がGDPベースで現れるのは、夏場からと見ており、そこから先は対策次第ということである。

次に外生需要の純輸出については、輸出と輸入と分けて説明したい。図

表 4 で日本からの実質輸出を四半期別に見ると、10～12月に前期比+1.3%となった後、1～2月は10～12月期対比で-2.3%とマイナスになっている。内訳を見ると、米国、EUといったところが大きくプラスになっている反面、NIEsそれからASEAN4か国(タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア)が大きくマイナスになっている。先行きについては、現在のところ韓国の一時的な外貨繰り制約といったものが効いているが、そのマイナスのインパクトは徐々に解消に向かうと思われる。しかし、アジア経済の減速がこれから本格化するということなので、実質輸出の増勢はこれから先は当面かなり緩やかなものになるのではないかと見込んでいる。それを見込む材料としては2つある。1つは図表6に示される海外経済の環境である。世界景気は政策決定会合を重ねる度に先行きの見通しが悪くなっている。98年見通しについて見ると、米国、EUは1か月前の見通しと殆ど変わっていない。米国は、97年に比べ若干スローダウンするが、引き続き堅調である。EUについては、97年よりも若干伸びが高まるといった見通しである。これに対し東アジアは、民間の見通しであるコンセンサス・フォーキャストによると、98年見通しは1か月前の2.9%から2.2%に下方修正されている。韓国は-0.2%から-1.3%に、ASEAN4か国は-0.2%から-1.2%に下方修正され、特にタイは-2.7%から-3.5%に下方修正されている。これが影響して、世界計では1か月前の2.8%から、2.5%に下方修正されている。もう1か月前の世界計は3.0%だったので、この2か月間で0.5%ポイント下方修正されたことになる。これは、米国、EUが堅調を維持しているにもかかわらず、アジアの減速テンポが大きいので、世界景気全体としては相当の減速になるということである。97年の4.6%に比べると、98年は2.1%ポイントほどの減速になるが、これはまた1か月経つとどうなるか分からない。そのようなことで、やはり輸出の増勢にはブレーキが掛って行く環境である。為替レートについては、図表7で先程国際局から説明のあった名目実効為替レートを、さらに相手の国と日本との物価の差を入れて実質化した実質実効為替レートを見ると、本年2月辺りの水準はかなり高く、円高であった95年末頃

の水準となる。ドル／円ではそれほど円高ではなく、むしろ円安であるが、実質実効為替レートで見ると当時の水準に達していた。もっとも、ここへきてアジアの通貨が若干落ちてきたこと、ドルに対して円安になってきたことで、現在はちょうど 97 年末位の水準まで低下しており、前回合時に比べると、5%ほどの円安になっている。為替については、前月辺りはかなり心配したが、現在はそう心配するような水準ではない。従って、為替レートの面からは別として、世界経済の増勢鈍化から、やはり実質ベースでの輸出の増勢が鈍化していくであろう。一方、輸入について、図表 8 では、四半期毎にかなり振れているが、本年 1~2 月は、わが国の内需低迷と減産継続を反映して弱含みになっている。もう少し長い目で見れば、横ばい程度かな、というところである。アジア通貨が大幅に下落したことにより、アジアの輸出競争力が増して、日本へ輸出ドライブがかかってくるかどうかという点が 1 つのポイントであるが、図表 9 で示されるように現在の輸入の低迷は、消費財については、わが国の内需が弱いこと、素原料については生産活動が低いこと、が大きいようにうかがわれる。さらに、図表 10 でアジアからの輸入価格の動きを見ると、地域別に比較して、アジア総合が目立って下がっている訳ではない。アジアの通貨は対ドルレートで大幅に下がっているが、アジアからの輸入価格指数（ドル建て）はそれにスライドして下がっていない。これは、1 つはアジアの側から見て為替相場が下がっても、それをドル建てなり円建てなりの輸出価格に転嫁する、輸出価格を下げる時間的間がないというタイムラグによる面がない訳ではないが、どちらかと言うと自国通貨が下がることにより、国内の物価上昇率が上がって、為替相場の減価の影響が減殺されていることによるという面が大きいと思われる。その意味では、アジアの通貨が下落しても、アジアからの輸出ドライブがかかり、日本の輸入が増加するという効果は目下のところさほど大きくないと思っているが、ただこの点についてはもう少し輸入価格の推移を見ていく必要がある。以上の輸出と輸入を総合して、実質貿易収支がどうなるかということについて図表 3 で見ると、実質貿易収支は 97 年中黒字が拡大したが、ここへきてむしろ縮小し

てきている。ただ、これはアジアの一時的な外貨繰り制約というものが非常に強く効いているという足許の状況によるものであり、基調的には減少ではなくて、増勢鈍化であるとしておくのがよろしいかと思う。いずれにしても、実質輸出の増勢が鈍化していくことになるので、純輸出の増勢もかなり緩やかなものになると見込まれ、景気下支えを期待するところまではいかないであろうと見ている。一方、名目経常収支については、原油価格が3月末に少し反発したが、トレンド的に見て原油価格が大幅に下がっているほか、アジア経済の低迷に帰因する世界的な需給緩和を背景に原油以外の非鉄等の素原料も下がっており、中間財の輸入価格も下がっているため、名目経常収支の黒字幅は実質貿易収支よりも速いテンポで拡大していくと思う。ただ、先行きを考える場合、原油価格がどうなるかが1つの不確定要因となっている。

このような外生需要の下で、国内の民需のうち設備投資については、まず企業収益が問題になるが、3月短観で97年下期の計画を見ると、主要企業、中小企業ともに、製造業、非製造業いずれも前年同期比大幅なマイナスになっている。12月短観からの修正率も2桁の下方修正となっており、わずか3か月間で経常利益がこれ程大幅に下方修正されるというのは、短観調査としても非常に珍しいことである。これを反映して主要企業・製造業の業況判断DIも-11から-31と3か月間で20ポイント悪化しており、これは1回の調査の変化としてはオイル・ショック以来の大幅な悪化となっている。そのような97年度下期の減益を反映して、97年度トータルの収益見込みも主要企業・製造業で-5.4%とマイナスに転じている。主要企業・非製造業、中小企業・製造業、中小企業・非製造業も、減益幅が大幅に拡大している。次に図表11で12月短観と3月短観の収益見通しを対比して見ると、全産業ベースで、12月時点では-2.7%と見ていたものが3月時点では-10.8%と2桁の減益になっており、企業収益がここへきて急速に悪化するものと見込まれている。問題は98年度がどうなるかということであるが、原油価格の下落等による交易条件の改善が製造業については収益をある程度下支えするという要因があるが、景気全体の低迷が

続く中でアジアの影響もあるので、少なくとも上期にかけては減益が続く可能性が大きい。計表3で98年度の計画を見ると、主要企業については、製造業で+0.6%、非製造業で-0.5%と腰だめ的に年度全体としては横ばいと置かれているが、上期と下期に分解して見ると、上期が悪い中で、下期は差し引きの数字になっているに過ぎないようである。これがどちらに振れるかということであるが、98年度についてはまだ事業計画を固めきれていない企業も少なくないので、この計画は幅を持って見る必要があると思う。また、のちほど申し上げるが、雇用・所得環境が急速に悪化しているということは、人件費の抑制に各企業が取り組んでいるということである。しかし、雇用人員や所定内給与の大幅な削減にまで踏み込んだ調整を行うというのは、現時点ではなかなか見通し難いものがあり、そうすると企業収益が大幅に悪化している中で、人件費の調整スピードが遅いということになり、その結果労働分配率が上昇する形で企業収益がさらに圧迫される可能性がある。もっとも、こうしたことに対応して、企業が人件費を思い切って削減する可能性もない訳ではなく、仮にそうなった場合には今度は雇用環境が大幅に悪化することになる。こうした収益環境を背景に設備投資がどうなるかということであるが、設備投資は足許1~3月、4~6月については、減少に転じると見込まれる。97年10~12月にはかろうじて前期比+0.6%という緩やかな増加であったが、1~3月はマイナスになっていると判断される。計表4で設備投資の先行指標を見ると、機械受注（民需、除く船舶・電力）が10~12月は前期比-3.9%、前年同期比-13.4%とマイナスになっている。建築着工床面積10~12月は前期比-5.4%、1~2月も10~12月対比で-6.3%と悪くなっている。機械受注は、1月だけの単月の数字では少し飛び出しているが、これは通信関係でたまに単発の大型受注があったことからやや持ち直していることによるものであり、基調としては減少傾向が続いていると見られる。それから、本文6ページの脚注4にあるように、12月時点の法人企業動向調査を見ても、1~3月は前期比-2.2%、4~6月は同-3.7%とマイナスが続く見通しとなっている。若干大胆ではあるが図表13にあるように、機械受注の1期



前から3期前の前年比、建築着工床面積の2期前から3期前の前年比を使って設備投資の前年比を推計してみると、比較的うまく当たっている。そこで、これを外挿してみても、最近の先行指標の動きからすると、設備投資は98年入り後マイナスが見込まれることになる。問題は98年度の計画であるが、図表14は3月短観である。主要企業・製造業では、電気機械が大幅な減少になっているほか、化学・非鉄もマイナスになっており、全体としても-7.2%と4年振りのマイナスになっている。非製造業は-2.7%であるが、主要企業・製造業の-7.2%、同・非製造業の-2.7%という出だしは95、96、97年の水準より相当悪く、設備投資が低迷した93、94年並みの出だしである。一方、中小企業については、短観の癖として、いつも出だしは2割位のマイナスで、そこから先少しずつ上積みしていくことになる。上積みのスピードが高い時は実績は高くなり、景気の悪い時は上積みは低いというような癖があるので、2月時点の計画の数字には余り意味はない。今日もどうも腰だめ的に例年並みのスタートといったことであり、ここからは余り情報は得られない。こうした短観の状況も踏まえて98年度の設備投資を展望するうえでの幾つかのポイントを説明したいと思うが、結論から申し上げますと、それほど大きなマイナスということではないが、企業収益の悪化に見合う程度のマイナスになるというのが、今の段階では蓋然性の高い姿ではないかと思う。まず、図表15で企業収益と設備投資との関係を見ると、主要企業については、設備投資と売上高経常利益率、中小企業については、純益率と設備投資実施割合といったものが、比較的よく平行して動いており、ここからは、現在のような企業収益の動向からは設備投資の低迷が見込まれるということになる。また、この3か月間で急速に企業の収益環境が悪くなったという認識が深まっているので、アンケート調査を実施した時期によって、98年度の設備投資計画もマイナス幅がどんどん大きくなっているという傾向がある。例えば、1番最初に出た日債銀の1月下旬の調査では-1.4%であったが、その次に出た日経新聞の調査では-3.3%となり、2月下旬に出た開銀、長銀の調査ではどちらも約-4%となっている。さらに、3月短観では、-4.3%となって

おり、企業サイドでの収益の認識の悪化に応じて企業の 98 年度設備投資計画もアンケート調査の都度悪くなっていると言える。それから、金融面からの問題については、マクロ的な貸出が減っているとか、マネーサプライが減っているという現象は見られないが、資金調達が困難と感じている企業が顕著に増えている。これは、企業の資金偏在を表わしているということであり、資金調達手段が限られている中小企業については、これが設備投資スタンスに影響を及ぼし始めている。図表 16 を見ると、短観における資金繰り判断が急速に悪化してきており、主要企業では現状-5%ポイントと、82 年以降のボトムである-4%ポイントを突き抜けている。先行きはさらに悪く、-8%ポイントとなっている。中小企業についても現状-20%ポイントと、82 年以降のボトムである-17%ポイント既に大きく突き抜けているが、さらに先行きは-32%ポイントまで悪化する見通しである。こうした金融面からの影響といったものは、設備投資に影響を及ぼしていくことになるので、マクロでは貸出の減少は見られないにしても、実際借入が難しい企業の数が増えてれば、その分だけ設備投資は当然のことながら抑制されることになる。ただ、バブルの後のような資本ストック調整が大幅に必要だという状況にはないことが、図表 17 で示してある。ここに資本ストック循環のグラフがあるが、設備投資の伸びが高いとか低いとか言っても、それは前年の設備投資がどの位の高い水準であったのか、かつ分からないことには、資本が過剰かどうか判断できない。そこで、前年の設備投資がどの位の水準であったか見るために、前年の資本ストックに対する設備投資の割合である、 $I/K$ 比率をとってみた。 $I/K$ 比率が右の方に行けば行くほど前年の設備投資が資本ストックに対して高かったことになり、資本ストックの伸び率が高かったことになる。資本ストックの伸び率が高いということは、高い成長が見込まれない限りは正当化されない。従って、前年度の資本ストックの伸び率を出発点として、今年度の設備投資がどれだけ伸びるかということとの組み合わせはつまるところどれだけの成長を見込んでいるかということに対応する。これは数学的にも実証できるが、そうすると 97 年度の設備投資の伸び率のレベルといっ

たものは、2%程度といった期待成長率とほぼコンシステントな水準にあるということになる。期待成長率がどの位の水準にあるかというのは、なかなか難しいが、現状中期的な期待成長率として2%程度というのは、それほど高過ぎる水準とは言えないのではなかろうか。バブルの後の91年度以降設備投資の伸びが鈍化し、92年度から94年度にかけては設備投資はマイナスになった。ただ、設備投資がマイナスになっても、前年の資本ストックの伸びが高い、つまり、バブルの間に設備投資をどんどんしたために、設備投資をかなり減らしても、まだ例えば4%程度の成長でないと間尺に合わないという状況であった。ここへきて、やっと設備投資が減ってきて、I/K比率が現在のレベルに達してくると、2%程度の期待成長率の下であれば、少々設備投資が伸びても合理的だということになる。そのことから考えると、現状はバブル期のように資本ストックの積み上がりがあって、その過剰設備を落とすために、何がなんでも設備投資を抑制していかなければならないという状況にはないということが、申し上げたい点である。そうは言っても、生産設備判断DIを見ると、設備過剰感はずっと低下してきてかなり低い水準まで戻ってきたが、足許は少し上がってきている。これは、やはり現在の需要の低迷、あるいは需要の減少を反映したものであろう。ただ、ストックの調整圧力がそれほど強くないだけに、需要が戻れば設備投資もそれなりに回復する状況にあるということである。ただ、これだけ低い経済成長が長期化すると、期待成長率そのものが下がってしまい、2%を下回る危険がある。そうなると、ストック調整が生じ、設備投資の調整が深刻化するというリスクも否定できない。それから、設備投資の関係で、最後に図表2で経済対策と設備投資との関係、つまり経済対策が同じ規模であっても、波及効果がどうであるかというのは、経済の局面によって違うということを申し上げたい。今回の景気の低迷および回復局面で政府の経済対策がとられた時点が“▼”でプロットしてある。92、93、94年は政府支出の面で、非常に大規模な対策が次から次へとられたが、一方で設備投資が先程説明したようなストック調整の局面にあり、大変大きなマイナスとなったため、経済対策の効果が全部設備投資の

マイナスで相殺されて、GDPの伸びは殆どゼロ近傍でずっと横ばっていたということである。ところが、95年に入ってからちょうど設備投資の調整が終ってそろそろ上向きになる時に当たったので、経済対策の波及効果が大きく、GDPベースの成長率も大きく上へ飛び出した。従って、同じ規模の景気対策であっても、設備投資調整の局面の差によって効果は随分違ってくる。今回の場合にはバブル崩壊後のストック調整の時期とは明らかに違っているが、95、96年の時のような環境でもなく、先程申し上げたように、設備投資の緩やかな調整に入っていくような局面であることはやはり頭に置いておくべきことであろうと思う。

次に家計部門については、所得・雇用環境が大幅に悪化している。図表18に労働需給関係の指標が並べてあるが、新規求人数は97年第4四半期からマイナスに転じている。建設業はかなり前からマイナスに寄与していたが、これに加えて、製造業も大きくマイナスになり、98年1~2月は-9.9%という新規求人数が2桁近いマイナスとなっている。こうした新規求人数を反映して、有効求人倍率はずっと下がってきており、2月には0.61と87年1月以来の低水準となった。失業率は、3.59%と53年1月にこの統計が始まって以来のピークを付けている。こうした需給を反映して図表19で雇用・所得面について見ると、まず所定外労働時間は生産の低迷を反映して、全産業で、97年10月以来、5か月連続で前年割れとなっており、2月は前年比-5.8%まで落ちている。特に製造業は12月にマイナスに転じて以来、12月の-2.7%が、1月-6.4%、2月-10.3%とマイナス幅がどんどん拡大している。常用雇用者数についても、これまで前年比+0.8%位でずっと安定していたが、これが12月、1月が同+0.7%、2月が同+0.6%と伸び率が落ちてきている。1人当たり名目賃金は、月によって多少振れるので、移動平均で見た方が良いが、前年比伸び率は12月の1.1%から1月の0.6%、2月の0.4%に急速に低下している。冬のボーナスについては、日経連の集計では前年比+3.7%と割合良い数字が出ているが、これは大企業、製造業中心であり、毎月勤労統計の11月~1月の特別給与を合計すると前年比-0.6%となり、日経連ボーナスとはかなりの差が出てい

る。これは、中小企業や日経連に入っていない金融・保険といったようなところを中心にボーナスの伸びが悪かったということである。その結果、当然であるが、雇用者所得の前年比はまだプラスではあるが、前年比伸び率がどんどん下がってきている。問題は今後の所得がどうかという点であるが、当面の所得を見通すに当たっては、春闘ベアが1つのポイントである。これまでの交渉結果では、日経連調査の中間ラップでは2.6%となっているが、過去最低が95年度の2.8%なので、これ自身過去の最低を更新しているということになる。さらに中小企業や建設業、保険業といった業種の業況悪化を踏まえると、所定内給与はこれよりもさらに低くなる。例えば、97年の場合は、日経連ベースのベアが2.84%であったのに対し、所定内給与の伸びは97年4月から98年2月までで1%にとどまっているので、日経連ベースのベアが2.6%ということになると、そのままスライドするかどうかは分からないが、かなり低い数字とならざるを得まい。こうした所得・雇用環境の中で個人消費がどうなっているかという点であるが、図表20で見ると、家計調査の平均消費性向は10月以降大幅に低下してきている。1月に既往ボトムの68.6%までつけたが、2月はそれをさらに下回る68.4%まで落ちてきており、所得環境の悪化を上回る消費の低迷が見られているということである。所得環境は厳しくはなっているが、雇用者所得としてはまだプラスである。ところが10~12月のQEで個人消費を見ると、前期比-9%となっており、消費性向の低下が大きく寄与している。1~3月は販売統計等で見るとそれがどんどん悪くなっていくという状況ではないが、消費が落ち込み出したのが11月からなので、いわゆるマイナスのゲタというものがあり、恐らく1~3月の前期比もQEベースでは若干のマイナスになるのではないかと思われる。もちろん、これは金融システム不安に端を発し、企業倒産、株価の下落といったものもあって、先行きに対する不安感が家計に台頭したことが大きく影響していると思う。当面は、各種マインドは大きく悪くなった後、やや小康状態なのかなと思われるが、消費者のマインドというものはなかなか捉えるのが難しい。例えば企画庁の「消費動向調査」、日経の「消費予測指数」、日本リ

サーチ総合研究所の「生活不安度指数」といったものを総合的に達観してみると、さすがに昨年末のようなテンポで家計マインドが萎縮していく状況にはないと思われるが、しかし、引き続き低迷しているということである。従って、消費関連指標には依然として改善の見通しが見られず、その間に消費の減退を引き金とした生産活動の低下が、今度は企業収益の悪化を招き、それが再び家計所得面に悪影響を及ぼすという局面に差しかかっているように思われる。図表 21、22 で個人消費関係の販売統計——これらは季節調整済みの指数レベルとしてあるので、大体前月比の動きが追って頂けると思うが——を見ると、消費税率引き上げ前の駆け込みで上がって、その後反動で落ちて、その後少し戻してきたが、今年の秋から低迷し、それがものによって月によって振れはあるが、その後も弱含み、横ばい位で推移している。水準としては、大体一昨年よりも低いレベルにある。小売業界からのミクロのヒアリングでも、これまでのところ3月の販売も低調だったという声が聞こえており、今のところまだ、特別減税の効果が販売に現れてきているという声は聞こえていない。こうした所得環境の下で消費が回復するポイントは、先程来話があったように、家計のマインドがどの程度持ち直して、消費性向が回復するかというところにある。個人消費は、元来は所得に規定される部分が大いなので、通常は景気遅行的に動くというのがこれまでの姿であるが、このところ消費支出の中でも必需性の高い支出のウエイトが減少して、いわば選択的な支出のウエイトが高まっている。国民所得統計ベースの個人消費の中で耐久消費財の占めるウエイトは、80年第1四半期には4.6%であったが、97年第1四半期では11.2%と倍以上に上昇している。また、レジャーや外食等のいわば選択的サービスのウエイトも同じ期間に12.8%から14.9%へと上昇している。このように消費構造が変わっていることもあって、個人消費の振幅は拡大してきている。それに加えて、今回は昨年秋以降の消費性向の低下が現在の景気低迷に大きな悪影響を与えているということで、今後の景気動向の鍵を握るのは消費性向の動向であると言っても良い。これについては、2兆円の特別減税、金融システム安定化対策等の諸施策や現在検討中の経済対策に

より、消費者マインドの萎縮に歯止めがかかり、今後徐々に持ち直すということが期待できるが、消費性向は非常に不確定な要素があるので、その帰趨を特に見ていく必要があると思う。リスクとしては、景気低迷が長引くことにより、企業収益が圧迫され、倒産が増加すると、再び雇用や将来の生活に対する不安感が高まり、個人消費が期待どおりに回復しないということも念頭に置いておく必要があると思う。

住宅については、図表 23 にあるように、消費税率引き上げ前の駆け込みの反動の後、殆ど持ち直さないで、年率 130 万戸レベルで低迷している。住宅金融公庫の申込みの受理件数も、前回 97 年度第 4 回は前年比 33% の減少であり、個人住宅については当面持ち直しのテンポは相当鈍いというように思われる。

以上のような最終需要の下での生産・在庫について見ると、生産は 7~9 月が前期比 -0.4%、10~12 月同 -2.3% となった後、98 年 1~3 月も予測指数で繋ぐと -1.2% と 3 期連続の減少となる。その前の 97 年 4~6 月も 0.0% であったので、増加にならないという意味では 4 期連続になる。2 月の生産についても、実績は前月比 -3.3% となったが、一番最初 12 月時点での予測では同 -1.7% であり、1 月時点での予測では同 -2.5% とマイナス幅が拡大した。3 月の予測は同 -2.5% になっているが、これも前月の時点では同 +0.2% であり、月を追うに従って下方修正されている。それから今回新たに出た 4 月も -2.5% のマイナスになっている。在庫率を見ると、これだけ減産しているにもかかわらず、需要が弱いために、2 月は 127.0 と 75 年 4 月以来の高水準まで積み上がってきている。業種別に見ると、図表 24 にあるように、初めは輸送機械、電気機械等の加工業種で減産が続いていたが、現在それが素材産業に及んでおり、さらに 4 月以降の予測では、再びこれが加工業種の減産に及んでいる。ミクロのヒアリングによると、4~6 月には自動車は再び減産幅を拡大すると聞いている。在庫の状況がどうなっているかを図表 25 のグラフで見ると、このグラフでは横軸に出荷の前年比をとってあり、縦軸に在庫の前年比をとっているが、景気が回復してくる局面では、在庫は相当落ちているところで出荷が増え

ていくので、グラフでは下の方を這って右の方にいく。ある程度回復すると、今度は積極的に在庫を積む。そうすると出荷がかなり高いレベルのプラスの領域で在庫が積み上がっていく。ところが、在庫が積み上がって、在庫の伸びが出荷の伸びを上回るようなところまでいくと、在庫が多過ぎることになり、そこで出荷が伸びないと在庫の高い水準が続く。仮に出荷がマイナスになってしまうと在庫を落とさなければいけなくなるので、出荷がマイナスの領域で在庫が落ちていく調整局面を迎えることになる。これは非常に単純なグラフであるが、景気の局面を雄弁に現わしている。一旦在庫の調整局面に入ると、過去の例ではやはり1年位の間続くことになる。今回の局面を見ると、最終需要財については、既に97年第2四半期に在庫積み上がりの局面に入っていた。ところが、生産財の方は割合生産調整をうまくやっていたせいも、97年第3四半期までは持ちこたえていたが、ついに持ちこたえられなくなり、第4四半期に在庫の伸びが出荷の伸びを越え、98年1、2月には、調整局面に奥深く突っ込み、非常に強い在庫調整を行わなければならない領域に達している。

最後に、物価については、物価を巡る環境をとして、内需は低迷している。また、国際商品市況も大きく下落している。ごく短期的には、原油は下げ一服になっているが、これまでのところ大きく下落してきているということである。図表26で、国際商品市況を見ると、大きく下落している。これを受けて、契約通貨ベースによる輸入物価も97年入り以来ずっと下落してきている。ただ、為替が円安方向に振れていた時期があったので、円ベースでの輸入物価はむしろ上がっていた時期もあったが、本年1、2月に入って、契約通貨ベースでの輸入物価の下落が、為替の変動もオーバーライドして、円建てでも輸入物価が下がるというところに来た。原油については、3月央を底として3月末には少し持ち直しているが、先物のカーブで示されるように、先行きの12限月といったところでは、それほど上がっていないことから、市場では先行き大幅に上昇するとは見ていないようである。こうした輸入物価の動向を反映して、図表の27にあるように、国際的な市況下落と国内の在庫圧力から国内卸売物価の下落が加速



している。お手許の資料では、2月までの実績しか入っていないが、昨日3月の実績が発表され、1~3の月前期比が-0.5%となった。国内卸売物価は、97年10~12月、98年1~3月いずれも前月比-0.5%とかなりのマイナスが続いているということになる。図表28で企業向けサービス価格を見ると、これは横ばい圏内で推移している。図表29の消費者物価は、97年10~12月は前年比+0.8%であったが、1~2月は同+0.5%まで上昇率が落ちてきている。これは消費税率の引き上げは調整しているが、9月の医療費の負担増は調整していない。医療費負担増の消費者物価に対する寄与度が0.4%あるので、本年1~2月の前年比+0.5%というのは、ほぼ前年比ゼロの近傍まできたということである。これを内訳で見ると、石油、ガソリン等石油製品の下落だけでなく、被服の伸びが小さくなっているといった要素もある。地価については、図表31を見ると、商業地、住宅地とも、地方、東京、大阪、名古屋を問わず、ずっとなだらかに持ち直してきたが、2回の調査では、再び軟化傾向が強まっているように見られる。最後に、以上のような物価、資産価格の動きを踏まえ、現在強まりつつあるデフレ圧力とその影響といったものを評価したいと思う。まず、国内最終需要の低迷、在庫の積み上がりの中で、国内需給ギャップは拡大している。図表32のグラフでGDPギャップの試算値の動きを見ると、95年初の最近のボトムレベルにまで拡大しており、当面はさらに拡大する可能性が強い。一方、現在の物価下落には、もちろん国際商品市況の下落の影響が強く見られるが、これは殆どが原油等の素原料価格の下落によるものなので、これはむしろ交易条件の改善を通じて、企業収益を下支えする要因となっている。もちろん、中間財の価格低迷が国内競合品の価格低迷をもたらし、企業収益を圧迫するという要因もない訳ではないが、素原料価格の引き下げを通じた収益改善効果の方が大きい。94、95年当時は輸入物価の低下が国内の競合品の物価を押し下げて企業収益を圧迫し、非常に大きな影響を与えたが、当時は内外価格差が大きく、国内生産が海外にシフトすることにより製品輸入が増大するという一方で、輸入ペネトレーションにより製品輸入比率が上がっていった局面であった。それに対し、今回

は、輸入物価の低下は殆ど原材料で効いているので、当時のような収益悪化要因は当面心配しなくて良い。そうすると日本経済にとって懸念すべきは、内生的なデフレ圧力ということになる。それに加えて、リスク要因を2つほど申し上げると、まず図表34で示してあるように、現状わが国経済は名目GDP成長率がほぼゼロ近傍にある。こうした中では、企業の人件費の調整は時間がかかり、労働分配率が上がり、企業収益が圧迫される可能性が高い。これまでの推移を見ると、まさにユニット・レーバー・コストが上がり、ユニット・プロフィットは下がっていく状況にある。これが続くと、人件費の調整が遅れ、企業収益が圧迫され、企業の投資活動がさらに下振れることになる。倒産が発生して、消費者マインドがさらに萎縮をしないかという点にも注意をしておく必要がある。これが、1つのリスクである。もう1つのリスクは、物価が下がっていくことにより、実質金利が上昇する可能性があり、地価の下落テンポ拡大の兆しも見えるので、仮に景気がさらに悪化するようなことになると、企業の実質債務負担が増加し、これが今度は負債の圧力といったものを通じて、企業の投資活動に影響を及ぼしていくことである。また、それが金融システム不安を再燃させないかといったリスクも視野に入れておく必要がある。

以上を踏まえて、概況をまとめてみる。ただ、この概況はあくまでも本席で示す判断であり、これを外にどう発表するかは、月報の書き方でご議論頂こうと思う。概況を申し上げると、わが国経済の現状は、家計支出が依然として低迷を続けている中で、設備投資には減少の兆しが現れている。こうした中で、生産は減少を続け、その影響が、企業収益をはじめ、雇用・所得面に及んでいる。こうした状況に加えて、先行きに対する不透明感もあって、企業マインドは相当広汎に悪化している。物価面では、卸売物価が軟化を続け、消費者物価もほぼ前年水準並みとなるまで上昇率が低下している。月報でどう表現するかは別として、こうしたものを素直に見ると、生産・所得・支出を巡る循環は、マイナス方向に働き始めており、経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある。先行きについては、特別減税等の効果もあり、消費者マインドの萎縮にはある程度の歯止めがかかる

と期待されるが、一方で、設備投資は減少を続けて、調整局面に入る。輸出にも悪化を食い止めるほどの勢いは見込まれない。このような需要動向を踏まえると、当面は在庫調整は進展しないで、景気は一段と下振れる可能性が強い。政府の打ち出す経済対策の効果次第ということであるが、企業の投資活動が調整局面を迎えているうえ、所得環境の悪化が消費に悪影響を及ぼしているという現状のもとでは、公共投資の追加によって有効需要は増加するが、それがコンフィデンスの改善を通じて消費の着実な回復を誘発するということでない、本格的な立ち直りにはなかなかつながらないので、内容や実施のタイミングといったものが重要になる。また、物価については国内需給ギャップが拡大を続けるために、内生的に物価低下圧力が徐々に強まっている。名目成長率がゼロに近づくような状況では、企業収益の圧迫を通じて、それが景気に対するさらなる下押し圧力となるリスクについても注視する必要がある。さらに、実質金利の上昇、資産価格の低下が、実質債務負担の増嵩を通じて、不良債権、金融システム不安につながるリスクについても視野に入れておく必要がある。以上のようなことではないかと思う。

速水議長

有り難うございました。ご質問があればどうぞ。

尾身経済企画庁長官

今度のレポートは大変大事だと思っている。今の分析を全体としてみて、パターン認識的に景気が下に行きそうだということを説明するためにいろいろなことをくっつけているような感じがする。私どもも景気の現状の厳しさについては、日銀とそれほど違わない考え方を持っているが、政策責任官庁としては、この日本の景気を上げなければならないということで、いろいろな手を打っている訳である。そのいろいろな手を打つという状況の下で、明日、月例経済報告を出す。そして、「景気が停滞をしていて、厳しさが増している」という表現でいく。しかし、資料-3の1ページで

は「マイナス方向に働き始めており」と言っている。つまり景気の循環局面がマイナスの方向であるという表現になっている。我々は、今度の対策で、景気を上に向けようとして、対策を出す訳である。だから、景気の底は3月か4月であるという方向でやっていく。それを片方で、日銀がいわゆるエコノミスト的な分析で、「マイナスの方向に働き始めており」という感じにすると、我々としていろいろな対策をやった時にコンフィデンスが回復しない要因がこのレポートにあるというようになる可能性がある。確かに、数字の動きは全部マイナスであるから、日銀としてはある部分のエコノミスト的な感覚で言えばそういう感じを持つのも分からなくはないが。それは良く分かっているが、このレポートそのものがマイナスの暗示に非常に敏感に反映しているものになっていて、プラスの暗示に反映していない。全部が感性が鈍くなっている状況である。感性が鈍くなっている状況の下において、それをやや強調するような下振れ圧力とか、マイナスの方向に働き始めているとか、そのような方向に行くと、せっかく我々が4月に対策を出した時に、経済の動向が下を向いているというレポートになり、「政府がいろいろなことをやっても気分が悪くなっているのでもうまくいきませんよ」というような、我々の景気対策の効果を、ここではつきり申し上げるが、足を引っ張るようなレポートはなるべく避けてもらいたいと思う。

それと同時に、例えば地価についても、商業地等については上がっているところもあるというのが最近発表された時の新聞の記事である。それをここではそのようなことを何も書かない。地価の問題は一番大事である。何故大事かという住宅建設にも関係があるし、マーケットでは外国が今商業地等を買いに来ている訳でもある。私は1月にグリーンSPANFRB議長にも聞かれたが、「地価が下げ止まったか」というのが彼の第1の質問であった。地価が下げ止まったかどうかということについての判断が、また下がり始めたという判断であると、買う人も買わない。地価の統計を見ると、必ずしもそう断定できないような部分も私はあると思う。例えば、計表10の商業地の地価の公示価格の上から2つ目の欄で、地価の下落幅

が、商業地は、1月は-7.5%になっている。少なくともずっと前を見ていくと、1月といえども対前年比で見れば下落幅が小さくなっている。それから東京の中心部の商業地については、外人が買い向かってきているので、地価が上がっているところもあるというような記事がある。そういうところも取り上げてもらい、傾向として、図表31の図で10月と1月を比べて少し下がっていることは分かるが、全体としては、上向きのラインになっている。1回下がっただけで、それが傾向として下振れしているとか、下に向かうかというようなことは簡単に決められない訳であるから、もっとその辺のことも考えながら慎重な表現にしてもらいたいと思う。そのような表現が微妙にあることによって、我々が4月にやる対策の効果が減殺されるのは困る。意見として申し上げておく。

それから、私の認識としても、地価が下げ止まり感があると思っている。金融システムがあれだけパニック的な状態、1月15日位までパニック的な状態であった訳であるから、その状態の下でもこのような数字になっている訳であるから、少し落ち着いてくればそのような実態ではないのではないかと考えている。やはり委員会のメンバーの方がある程度日本経済に自信を持ってもらわないと、悪い暗示に感受性が強くなっていて、良い暗示に感受性が弱くなるような状態で、我々は勝負を賭けて、内閣の命運を賭けて政策をやる訳であるから、そこは是非ご理解を頂きたいと思う。

植田委員

それは、我々も皆分かっている。ただ、その前に政策を決めていく判断材料として客観的な分析をなるべくニュートラルにまずやってみようということだと思う。

尾身経済企画庁長官

いいですよ。ニュートラルで良いです。ただし、地価の問題については、この表現は必ずしもニュートラルではないと思う。

## 米澤理事

かつては地価については二極化の傾向が見られるという表現をとっていたが、どうもこの1月の数字を見ると、二極化というのは非常に言いにくい状況になったので、二極化という表現を止めてしまったということである。

## 尾身経済企画庁長官

パターン認識として二極化と言わなくても良い。しかし、一部商業地では上がっているところもある位のことは言ってもらわないと、ムードがちっとも上がらない。生産・所得・支出を巡る循環がマイナスの方向に働き始めているというのは、私は少し問題があると思う。1月までのパニック的な状態の影響があつて、しかもかなり大きな原因は貸し渋りにある。設備投資をと思つても、みんな銀行が資金を貸さなかつたり、引き揚げてしまっているから、その貸し渋りが原因でやれなくなっている。我々は4月からは銀行の貸出態度というのが、早期是正措置が終わるので変わってくるだろうと思つているし、1~3月までの貸し渋りの一番の絶頂の3月の傾向が、4月以降もそういうふうが続いてくるといふ状況にはないのではないかと思う。統計的には3月までは貸し渋りがものすごくあつて、資金を引き揚げたりして、日銀も皆さん苦勞されているのは知っているが、そういう状況が変わってくるバックグラウンドがあるのだから、その点はまさに皆さんの専門のところなのだから、その点もお忘れなく、計算の中に入れてもらわないといけないのではないかと思う。

## 米澤理事

一言申し上げます。「マイナス方向に働き始めており」といふ表現はおっしゃるとおりエコノミスト的な頭で書いている表現でありまして、これを外に書く時には、そういう表現を使う気はありません。ただ、マイナス方向にというエコノミスト的な意味は、需要が低迷した結果、在庫が積み上がっており、その在庫の積み上がり方が非常に大きいために、減産をして

も、減産を続けても在庫がなかなか減らない状況にある。そういう状況の下で、所得、雇用まで下がり、その結果回復すべき消費が回復しないという、いわば悪い循環、これをエコノミスト的にマイナス方向と、この場での議論は正直にした方が良いということで、書いた訳であり、対外的にどう表現するかというのはまた午後に別途議論頂くものである。

#### 尾身経済企画庁長官

実は、私ども経済企画庁は、大本営発表とか何とかいろいろなことを言われてきましたが、私が就任して以来、私自身も全部指標も見て、できるだけ客観的に公平にレポートを書くように、1回1回表現を全部直している。ただ、今度の月例経済報告については、景気の現状は、私たちはもちろん今日の委員の皆さんと現状認識はそんなに違わないと思っているが、しかし、今申し上げたように不必要に国民にマイナスの暗示を与えることは適当でない、という点も考えながら、客観的に表現をしているつもりであるから、是非、そこはご理解頂きたい。

#### 速水議長

良く分かりました。午後の討議の時に改めて。

#### 後藤委員

それ程違っていませんね。

#### 植田委員

今回示しているのは、あくまでこれから出てくる政策の影響をとりあえずなしとした場合にどうかという分析なので、対策の効果も入れたらどうなるかという点については、また別になるのだと思う。

#### 速水議長

それでは、12時30分に再開します。

(午前 11 時 49 分一時中断、尾身経済企画庁長官が退室、  
午後 0 時 30 分再開、経済企画庁塩谷調整局長が入室)

速水議長

ただいまから、金融政策決定会合を再開する。まず、前々回議事要旨を承認頂きたいと思う。手許の議事要旨に異議はありませんか。

[全委員賛意を表明]

速水議長

異議がないようなので、政策委員会としてこれを承認することとする。本議事要旨は 4 月 14 日午後 2 時に公表する。

[事務局が正式な議事要旨を持ち回り、決裁]

#### 議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

速水議長

それでは午前中のセッションの続きに戻りたいと思う。米澤理事から説明があった国内経済情勢について質問はありますか。



## 後藤委員

全体的には違和感なく読んだが、今回は、物価について、国際市況の下落の影響、国内の需給ギャップや在庫の積み上がりからくる内生的な物価下落圧力、アジアからの価格下押し的な要素の3つに分けて分析していただき大変良かった。アジアからの輸入が国内物価に与える影響については、このところ実質実効為替レートが円安に振れてきているということもあるが、先程説明があったように、アジア通貨のレートが振れているほどわが国の輸入価格は下がっていない。恐らく国内のインフレとオフセットされた状態で日本に輸出されてきているのであろうという話であったが、これから先の見通しについてはどのように見たら良いのか。国際市況下落の影響はいわば企業収益にはマイナスにならないが、内生的なものやアジアからの輸入は企業収入に響くという問題があるので、その点については詳しく聞きたい。もう1つは今朝のテレビ・ニュースで、現状のまま推移すると日本の今年の経済成長率は $-0.3\%$ となり、真水10兆円の経済対策が実施されれば $+0.7\%$ になるというOECDの推計が出ていたが、もしそれがどのような論理なり、組み立てになっているのか分かったら、教えていただきたい。

## 米澤理事

アジア通貨については、今の状態で止まるのか、もっと下に戻していくのか良く分からないが、今の状態ではなかなか止まらないのではないかという気もする。それから、今の状態がどれ位続くのかという長さ、時間にもよるが、そういうレベルまで低下することになれば国内物価もこのままで済むはずはない。仮にアジア諸国において、あまりインフレにならず、物価が今のレベルである程度定着することになった時には、ある期間を置いて輸出価格、日本から見ると輸入価格にも響いてくると思う。ただ、その場合でも、最終製品にはそれほど影響はなく、影響はまず中間財に現われるだろうと思う。ただ今の時点で、先行きどうなるかというのはなかなか

か見通しにくい。

#### 松島調査統計局長

物価については、今の話に尽きるが、東南アジアの国からみれば、輸出主導で景気を回復させたいということになるので、その場合に、輸出価格をどのように調整してくるのかという点は、やはり今後ウォッチしていく必要はあるのではないかと思う。現在のところ、ASEANの域内でも通貨が相当動いており、なかなか輸出価格の設定面ではうまく調整がついていないようである。2番目のOECDの推計については、何故-0.3%としているのか分からないが、これまでの意見交換を踏まえれば、今日午前中に私共が説明したロジックとほぼ同じ考え方に立っているように思われる。すなわち、昨年後半に消費が非常に落ちたことに伴い、在庫が増えたことから生産調整に入ったことが、98年暦年ベースではマイナスのゲタになっているが、98年後半は少し回復していくことを考えている。ただ、98年全体として見ると、マイナスになるという見通しである。現状はそれ位しか情報がない。

#### 武富委員

イメージを作りたいので、もしこういう数字があれば教えて欲しい。なければ、次回会合以降で良いが。製造業の営業損益ベースで収支トントンになる実稼働率をはじいていないか。おそらく景気の底の93年10~12月期と比べて、まだ大分高いとは思いますが。昨年いつ頃が山なのか確定していないが、97年1~3月、4~6月のようになんかなり良かった時と比べるとどれ位下がってきているのか。97年度下期の収益が急角度で悪くなったり、政府の経済対策なかりせば98年度の上半期も相当収益が悪くなりそうであるが、その結果雇用調整等にどれ位本格的に取り組むことになるのか知りたいという意味で、その数字が知りたい。また、経常損益均衡為替レートは、今どれくらいのレベルか。今のような円安だと、経常損益均衡為替レートよりかなり円安に振れていることになり、輸出採算が相当良くなり、

収益の悪化を相当程度相殺することにならないか。もう1つは、今の点とも関連するが、今、輸出産業はドル建て価格を戦略的にどのように動かしているか。円安になっても、現地通貨建ての輸出価格は下げず、それが円ベースの売上増に繋がるという構造になっているのか。あるいは、販売量を拡大するために、現地通貨建ての価格を多少下げているが、それでも現在の円安だと売上に寄与していることになるのか。今後、アジア向けは黒字が余り拡大しないが、放っておくとECとアメリカ向けは黒字が増えてしまう。そういう意味で輸出価格戦略は潜在的な摩擦との関係で相当重要になってくると思う。

#### 米澤理事

最初の点に関しては、法人季報ベースの損益分岐点で申し上げると、96年度は90%位で、その後は推定になるが、少し上がっていると思う。一番悪い93年辺りだとこれが95%位であるが、96年には90%を少し切るところまで下がってきて、その後再び上がっていることになる。

#### 武富委員

できたら四半期ベースで知りたいが、それでも昨年10~12月の法人季報分までですよね。下期の収益が悪くなったのが分かるためには、6月頃に出る1~3月分の法人季報を待たないといけませんが、それが出た時には四半期ベースで少しきめ細かく教えて欲しい。

#### 松島調査統計局長

その点に関しては、非製造業の方は高止まりして、殆ど改善されないまま横ばっており、売上が少し減ると収益が大きく落ちる構造になっている。均衡為替レートについては、私どもとしてははじいていない。今後勉強させて頂きたいが、直感としては武富委員が指摘されたことと同じように思っている。

### 米澤理事

計算し直してみないといけない。アジアとの関係で大きく動いたものだから。ドル／円だけの関係であれば、短観などで何となく分からないではないが。

### 松島調査統計局長

輸出価格については、特にアメリカ向けを見ると、ドル建て価格も少し下がっている。ただ、マーケット・シェアを上げるために、戦略的にドル建て価格を、円安に対応して一杯一杯まで引き下げていくというプライシングは取っていない先が多いと思う。従って、円ベースの手取りではプラスがかなり大きくなっていると思う。

### 篠塚委員

労働分配率のグラフが少し気になる。図表 34 に SNA ベースの国民所得に対する雇用所得の割合として労働分配率の推移が示してあるが、これによると、労働分配率が上がってきており、企業は雇用を抱えて非常に苦しいという状況が分かる。図表 18 は法人季報を使っているもので、分母が人件費プラス経常利益で分子が人件費になっている。これを見ると足許は上がっているが、バブルの時に比べれば水準はそれほど高くなく、循環的な動きを示していることも、先程の SNA ベースの動きとかなり違う。図表 18 を見て気になることは、企業の雇用調整圧力が強くなっていることである。労働省の「労働経済動向調査」から取っている雇用調整実施事業所割合を見ると 97、98 年と上昇している。調査では各企業に雇用調整の中身を聞いており、一番実施率が高いのが残業時間の規制であり、次いで新規採用の手控え、出向が続いており、ほとんどの場合解雇までにはっていないが、確かに足許で少し上がってきているという傾向が出ている。このように労働分配率の上昇により企業が非常に苦しんでいることは、データでも確認はされるが、これまで公定歩合が引き下げられてきたプロセスを見ると、企業側にとっては金利コストが低下して一番助かっ

た時期であり、むしろ家計が非常に苦しんでいた時期ということになる。松島調査統計局長に依頼して、別の指標を作成してもらったが、これは国民所得統計ベースで雇用者所得と民間法人企業所得を分母にして、雇用者所得を分子にしたものである。これを見ると最近のところで労働分配率は少し下がっている。このようにいろいろな指標があるが、労働分配率は非常に重要なので、労働分配率の分析をする時にはいろいろな指標があるということを踏まえて、いろいろな観点から幅広くチェックするよう、ご検討して欲しい。

松島調査統計局長

ご指摘の点は良く分かりました。

中原委員

一番問題なのは設備投資の見方である。現在の状況についてごく一時的という感じで、中期的な調整には入っていないような説明であるが、資料を見ると調整局面に入る恐れがあると書かれている。しかし、私は設備投資のサイクルから見ると、そろそろ中期的な調整局面にかかっているのではないかと思っている。もちろん非製造業はこれからリストラを行わないといけないが、1度リストラが終わった製造業ももう一度行うことになるのではないかと考えられる。にもかかわらず、なぜ中期的でないということが言い切れるのか。

米澤理事

中期的でないというより、調整局面には入るが、調整の深度がバブル期と比べて浅いのは当然であり、本格的なストック調整が始まるほどではないというのが標準型の見通しである。しかし、リスクとしては、期待成長率が下振れるようなことになると、さらに深くなる可能性がある。

中原委員

何年位続くと見ているのか。

米澤理事

それはまさに対策の効果にもよる。

松島調査統計局長

その点については、資本ストックが現状は、バブル崩壊直後のように大幅に積み上がっていないことを根拠に申し上げた。ただし、期待成長率との関係で、期待成長率が下がってくれば、相対的に過剰感は出てくる可能性はある。95、96、97年度の設備投資はプラスであるが、GDPに対する比率が20%近くに達したバブル期とは違い、設備が過大には積み上がっていないと思われるので、大きな調整にはならないと思う。しかし、今後どうなるかについては、期待成長率が下振れるようなことがあると、現状のままでもストックの過剰感が出てくる可能性はあるので、リスクとして考えておくべきではないかということも申し上げた。

中原委員

具体的に、素材産業は、今アジアへの輸出が非常に悪い。そういったことが、期待成長率の下振れにつながると言って良いのか。

松島調査統計局長

そういう需要の低迷が、一時的な循環的なものではなく、先行きも回復しないということであれば、設備の過剰感というのも出てくるということであろうかと思う。

中原委員

私は、アジアの経済の低迷は予想以上に長続きするのではないかと考えており、ここで、設備投資については中期的な調整局面に入っているのでは

はないかと思っている。

#### 松島調査統計局長

設備投資については、マイナスが続いて調整が行われるのは 98 年度だけということではなく、もう少し長く続くかもしれない。ただ、そのマイナス幅は、92～94 年の調整に比べれば、大きくなならないで済むのではないかという姿を標準的な見通しとして立てている。しかし、リスク・ファクターは留意しておく必要がある。

#### 中原委員

鉄鋼業の設備投資はどうか。

#### 三木委員

設備投資については、生産増につながるようなものは恐らく当分出ない。しかも、川上の素材産業に行くほど、国内需要は減少し、アジア向け輸出も落ち込み需給ギャップが大きい。期待できるのは、クオリティーを上げるとか、新しい技術を入れてコストを下げるとか、省力化するとかいったものであり、これは続くと思う。それがメリットとして利益に跳ね返ってくる場合に限って、資金を投入してやるというのが限界なのではないか。設備投資そのものについては、悲観的に見ざるを得ないかも知れない。特に、川上に近い製造業はそうであり、唯一期待できるのは恐らく 21 世紀のリーディング・インダストリーになるだろうと思われる情報通信産業関連だと思う。ただ、情報通信産業の投資設備の場合、GDPには大きく跳ね返ってくるだろうが、雇用には寄与が非常に少ないのではないか。

#### 武富委員

少し議論を広げるのを許して欲しいが、産業の総供給能力という概念でいくと、労働と設備には代替性があるので、設備投資を分断してとらえるのではなく、労働と設備合算の総供給能力として見た場合、それが今日本

全体としてどうなっているのか、あるいは、グローバルに海外展開したことを考えると、そこまで含めてどうなっているのかということを見点に入れないといけない。それは、雇用問題を考える時も絡んでくる。日本の場合、雇用問題に本格的に取り組もうとすると、相当やらなくては行かない状況であるが、経営サイドの日経連もなるべく雇用を確保しようとしており、また、組合サイドも賃上げではなく、雇用維持を優先しているの、ある程度雇用を維持することとのバランスで設備投資も決まってくるという部分もあると思う。従って、合算した総供給能力という観点からの分析もやってもらえると有り難い。

#### 松島調査統計局長

それはなかなかお答えするのは難しいが、私どもも、そういう観念を全く持っていないという訳ではない。ここではそういう形では出していないが、需給ギャップの向こう側には、当然設備と労働を含めた潜在的な成長力というものを織り込んで総供給曲線というものを念頭に置いており、それとの関連で需給ギャップを見ている。素材産業等の設備投資については、確かにご指摘のとおり一番の問題は、アジアとの関係であり、これを単に需要先が落ちたと見るのか、生産拠点として国内の設備がアジアに移っていく、——アジアが急速に工業化する中で、素材あるいは中間財の設備投資については、アジアが日本の設備を代替していく——と考えるのかどうかによって、設備投資の調整の深さが変わってくるのではないかと思う。

#### 植田委員

潜在成長率について、調査統計局では、2%位になるのではないかという前提で計算をしていると思う。それは先程横軸に設備投資の資本ストックに対する比率、縦軸に設備投資の前年比伸び率をとったグラフの上で、2%成長の線に乗っているというのと一応整合的ではある。ただ、その2%位の潜在成長率を出す際、ある種の外生的なもの、例えば技術進歩についてはこれ位だろうということ、ある意味ではアドホックに仮定している



はずである。ただ、ここ 4、5 年の実際の平均成長率を実績に基づき単純に計算してみると、1%位になる。であるから、本当に潜在成長率が2%位なのかどうか、従って、需給ギャップが大きいから需要面からの刺激策が必要なものかどうか、という問題について、今すぐ答えは出ないにしても、今後もっと真剣に分析していくべき大事なポイントではないかと思う。

松島調査統計局長

潜在成長率について、足許いくらかということになると、どうしてもいろいろな前提を置いて計算しないといけないので、その辺はある程度幅を持って見て頂きたい。

武富委員

潜在成長率を計算する時には、今、植田委員が指摘された技術開発が大きい要因で、ブラック・ボックスである。潜在成長率を上げるためには、技術開発要因が明確に出てくるように、技術革新を促進させるとか、新しい産業を興していくということが必要であり、それに伴って需要が出てきて、需給ギャップが適正化していくという流れをどうやって経済の中に組み込んでいけるのか、ということが一番大きな問題だと思う。

松島調査統計局長

ご指摘の全生産要素の生産性というものは、基本的には技術進歩にパラレルに動く訳であるが、循環的な動きによってもかなり生産性が上がってくる結果的にはあるので、循環的な要因と構造的なトレンドをどう分けるかというのは非常に難しい問題である。

中原委員

分けたデータはないのか。

松島調査統計局長

現状はない。

三木委員

先程松島調査統計局長が指摘したのは素材産業についてであるが、アジアの問題として私が考えているのは、自動車、家電の海外進出である。アジアへの進出については、垂直分業のために出ていった段階は終わり、水平分業を狙って事業拠点を作っている。その中には2つのケースがあり、1つは東アジア全体をマーケットとして、そこで事業をやっていこうという形で進出していくケースであるがアジアのマーケットが大混乱になっているので、そのケースで進出した先は、今皆手を上げている。もう1つは、世界の水平分業の生産拠点との位置付け、そこを生産拠点にしてある機種は日本を含め全世界に輸出する。また、ある機種はアメリカを中心に、別の機種はヨーロッパを中心に輸出する、そのための生産拠点を作るという目的で進出するという動きは、どんどん加速されるのではないかと思う。このため、連結ベースでの設備投資は増え続けると思う。従って、設備投資の動きについては、国内だけを見るのではなく、アジア等海外を含めた連結ベースで見ていく必要があるのではないか。

米澤理事

まさにその点はこのペーパーでも指摘しているが、日本の製品輸入比率は大体高度成長期以来ずっと25~30%の間で定着していたが、プラザ合意後の86年から90年にかけて階段を上るように、一気に5割まで上昇した。大体輸入ペネトレーション比率もほぼそれに平行し動いている。その後93年以降わずか3年の間にさらに6割まで上昇し、今は6割の水準で横ばっている。この2度目の輸入ペネトレーション比率の上昇は、まさにご指摘のグローバルな生産拠点としてアジアへ直接投資を行い、それが生産力として実った結果そうなったものである。さらに、第3ラウンドとしてそうした動きが再び起こるとすれば——今後もそういうことは起こり得るが

——今回は輸入ペネトレーション比率、製品輸入比率がここまで上がってきており、また、93～95年にかけてはドルに対してだけでなく、その他主要通貨に対しても円高であったのに対し、今回は専らアジア通貨との関係でのみ円高であるという事情の違いがある。アジア通貨に対する円高は向こうの経済の混乱の結果として起こっており、また金融システムも混乱している。そういう環境下で、これまでのように現地生産化というものが再び起こるだろうかと考えると、少なくとも私はここ2、3年という単位では起こらないのではないかと思う。仮に起こるとすれば、向こうの経済が本当に安定して、金融システムも落ち着いて、なおかつ円との為替レートも今のような関係が続いていることが前提となるのではないか。そうなれば、次の企業戦略としてさらなる現地生産化という動きも出るであろうが。

#### 三木委員

それはご指摘のとおりであり、早くても21世紀の問題だと思う。それでは、今各産業はどうしているかと言うと、必死になって資金を繋いで21世紀に備えて海外拠点を持ちこたえている。現在、邦銀は資金を貸さないで、東京の本社から直接支援とか直接融資とかの形で資金を送っている。

#### 中原委員

最近、製品輸入比率は横ばっているのか。あるいは、下がっているのか。

#### 米澤理事

マクロ的に見れば横ばいである。

#### 松島調査統計局長

ペネトレーション比率は少し下がっているが、製品輸入比率は大体横ばいである。

#### 4. 国内金融情勢（資料-4）

速水議長

国内金融情勢に入る。山本企画室企画第1課長より最近の金融面の動きについて簡単に説明をお願いします。

山本企画室企画第1課長

最近の国内金融情勢について、簡単に要点だけ申し上げる。まず第1点は市場金利がどのような水準に落ち着きつつあるかということである。まず、図表2で、短期金融市場金利を見ると、ユーロ円3か月物金利は、昨年秋以降2月末まで、1%~1.2%というかなり高い水準で推移してきたが、その後3月半ばにかけてかなり低下している。その背景として、1つは日本銀行による期末を越える資金の潤沢な供給があり、もう1つは金融システムの安定化策の具体化の効果があり、この2つによって流動性リスクに対する不安が軽減されてきたと思われる。ただ、昨年秋までは、概ね0.5%台半ばまでの水準だったが、現状は0.7%台と、言うなれば0.2%相当分、信用リスク・プレミアムが拡大したものがそのまま残っているという状態である。図表3でジャパン・プレミアムの動きを見ると、今申し上げた短期の市場金利と同じような動きを続けており、2月末から大きく低下をしているが、現在も、0.2%台の信用リスク・プレミアムが残っている状態である。長期の市場金利について、図表10で金融債の利回りと国債の利回りの格差を見ると、昨年の秋までは0.1%程度の格差であったが、現在は0.4%程度に拡大しており、長期の市場金利の場合、現在、0.3%位信用リスク・プレミアムが拡大した状態にあるということである。ちなみに、実質金利を簡単に試算してみたのが図表12である。これは、名目金利からCPIの前年比上昇率の実績を差し引いたものであるが、無担のオーバーナイト・レートの実質金利は、ボトムに比べると0.6%程度上がっており、CD3か月の実質金利はボトムに比べると1%程度上がっている。この間、CPIの上昇率が0.6%下がっているので、実質金利の上昇の過半はいわば物価の下落によるものとなっている。また、長期実質金利も、

国債利回り、長期プライムレートで見ると、概ね短期の実質金利と同じように、物価の下落分を反映する形で0.6~0.8%上がっている。現在の実質金利の水準がどれ位のものか評価するために、過去に遡ってみると、95年9月に公定歩合を現在の0.5%に下げた後、実質金利は低下して97年にボトムをつけたが、最近は上昇に転じ96年当時の水準になっている。

2番目は金融機関の貸出と、企業金融の動向である。図表13で民間銀行の貸出を見ると、現時点ではまだ2月までの計数しか分からないので、期末が果たしてどのような形で終わったのか、明確に申し上げられないが、5業態計の償却要因等調整後の実勢ベースでは、2月は前年比+0.8%となっている。3月についてヒアリング・ベースでは、前年比が若干のマイナスになった可能性があると見られている。ただ、一時懸念したように期末に向けて大幅な減少になるということはなかったようである。また、昨年秋からは資本市場では、CP、社債の発行が増加し、政府系金融機関の貸出も増加してきている。さらに、生保などの貸出も増えたということもあったので、結果として期末に向けて企業金融が全体として急激に逼迫する、あるいは縮小するようなことは起こらなかったと思う。貸出約定平均金利等を見ても、現時点ではなお横ばいの状態が続いている。マクロ的に見ると、アベイラビリティも、金利も、そういう状態が続いているにもかかわらず、図表16の短観の結果にあるように、企業金融についての企業サイドの見方は、金融機関の貸出態度判断DI、借入金利水準判断DIとも極めて厳しい方向に振れている。図表22で、社債の発行金利の最近の状況を記載しているが、例えば、A格の場合昨年秋まではスワップ・レート対比のスプレッドが33bpであったが、3月時点では、96bpとか、120bpとか1%前後に拡大しており、格付けが相対的に低くなる程、金利コストが大きくなっている。BBBの場合、n.a.と書いているが、これは発行が行われていないということであり少し格付けが低くなると、現状発行できないということである。トータルとして見ると、中小企業などを中心に、信用力の差から個別企業毎には金利コスト等にかかなりのばらつきが見られるというのが現状であり、この点はこれからも十分に注意して見ていく

必要があろうと思っている。

最後に、マネーサプライであるが、図表 18 で、M2 + CDの前年比を見ると、97年10~12月の+3.3%から98年1~3月には——3月の実績が出ていないので、実績見込みとして試算したものであるが——4.7%程度に上昇することになる。この上昇の要因として最も大きいのは、投信、信託が解約され、銀行預金に戻ってきたことである。98年4~6月は、そうした資金シフトの動き自体は収れんしてくると見ているが、前年比ベースで見ると1~3月に底上げになった部分が残し、引き続き4%台の動きになるかと考えている。日本銀行は、これまで月報で毎四半期の期初月にマネーサプライのM2 + CDの見通しというのを公表してきている。今回の4~6月の見通しとしては、今申し上げた見方に基づき、「4%台」ということにさせて頂きたい。

#### 武富委員

企業金融に絡んで金融機関との接点においては貸し渋りが世の中に大変喧伝されているが、企業間信用についても、貸し渋りというか、信用の収縮が同時に起こって、資金繰り判断が倍加して急激に悪化しているような側面はないのか。

#### 山本企画室企画第1課長

その問題を分析しきれるような計数は残念ながらない。

#### 山口副総裁

後で金融調節の議論することになるが、その前に確認しておきたい。3月後半から期末を越えて4月に入っているが、マーケットにおける信用リスク・プレミアムの大きさは、期末を越えても特に縮小している訳ではないことが一応確認できる。逆に、近い将来リスク・プレミアムが拡大するかも知れないというようないリスクはあるのか。あるとすれば、どういうものがあるのか。

#### 山本企画室企画第1課長

金融機関の動向がどうなるのかというのが一番大きいと思う。先週末に例のムーディーズ・ショックで、ユーロ円金利、国債を始めとする債券金利全体もプレミアムがやや拡大しかけた。ジャパン・プレミアムも、やや拡大し、0.2%~0.3%にかけての動きになったが、ムーディーズ・ショックそのものは、株価が戻ったこともあって、ほぼ一巡しており、ジャパン・プレミアムも再び縮小方向へ戻りつつあるという印象を受けている。そうした様々な面での日本、日本の金融機関、日本の企業にかかわるクレディビリティに関するニュースに対して、市場が非常に神経質に反応する状態が続いていると認識している。

#### 植田委員

マネーサプライが足許では伸び率が高まっていることをどう捉えるかということについて、先程投信等からシフトしたという話があった。現象面ではそうだと思うが、もう少し根源的な問題に遡った場合に、金融緩和をしているからマネーサプライの伸び率が高まっているとみるのか。あるいは、別のショックの結果、マネーサプライの伸び率が高まっているとみるのか。仮にそのようなショックがあるとすると、それは経済にとってマイナスの影響を及ぼすようなショックなのか、あるいはプラスの影響を及ぼすようなショックなのか。

#### 山本企画室企画第1課長

昨年秋以降の現象を見ると、信用不安が一時起きて、全体として信用収縮が起こりそうな状況であったが、それをこの低金利で支えてマネーサプライの伸び率が維持されてきたということは言えよう。ただ、3%台半ばから4%台半ばという今の伸び率は、やはり家計を中心とする、あるいは企業もそうかも知れないが、いわば資産シフトの中で、取り敢えず手許流動性を持っておきたいということになり、それがマネーサプライの増加に

繋がっているように考えられている。従ってモノの消費や投資に向かうようなマネーの増加とは言えない。

#### 植田委員

その他の資産からマネーへの資産シフトが起こっているとすると、その他の資産の価格は、株であれば投信等を通じて下落圧力がかかって、経済にマイナスの影響が出る。それが主因であれば、マネーは増えているが、経済にとってマイナスの要因ないし圧力となる増加だということになるのか。

#### 山本企画室企画第1課長

もう一巡したとは思いますが、昨年秋以降の動きは、そういう面があったということである。

#### 後藤委員

当初心配されたような状態まではいかないで3月を越えられたということであるが、それは様々な代替的な資金調達手段が、そこそこうまく機能したということであると思う。その他に、土地の再評価であるとか、CPのリスク評価といったことも、金融機関サイドの態度にかなり影響していたのではないかと思う。さらに言うと、事実関係は分からないが、3月の期末を控えて、大きな倒産をできるだけ避けようと、追い貸しをしてでもとにかくもたせようといろいろな意味での努力というものもあったのではないかという感じがする。そのような意味では、むしろ4月に入って、これから先の方が倒産リスクのようなものが出てくる可能性がむしろあるので、信用リスクの問題が再燃する可能性なしとしないように思う。それから、3月期末を越えて4月に入ったということは、ビッグバンが始まったということであり、今それがどのようなことになっているのかという問題がある。4月に入ったばかりでまだ分からないが、この4、5月辺りの資本の動きというか、資本流出がどの位起きるのか、起きないのかという点



は、よくウォッチをしていく必要があるのではないかと思う。

#### 山本企画室企画第1課長

銀行貸出についても、3月末の計数や本年度上期の計画などが揃ったところで、詳しく分析してみたいと思っている。

#### 武富委員

これは結局答えがでない質問かと思うが、日本の短期実質金利の適正水準というものについて、理屈なりイメージで何か言えることがあるか。アメリカについては、例えば2%位ということが以前よく言われていたが。

#### 稲葉企画室参事

長期の実質金利であれば、資本移動がこれだけ活発な中では、世界各国の経済状況に応じてある程度のところで収れんしていくということで、目処のようなものも考え易いと思うが、短期の実質金利はいわば政策対応次第なので、望ましい水準というのは、文字どおりその時々々の経済に照らし合わせて適正かどうかというように考えていく以外にはないのではないか。

#### 山口副総裁

そのロジックを延長していけば短期でとるのか、長期でとるのか、あるいは中期でとるのかは別として、実質金利の平均的なレベルというのは概ねその時の潜在的な成長の可能性と対応関係に立つと考えていくことになると思う。そういう基準が正しいかどうかよく分からないが、仮にそのような基準で考えた場合でも、適正レベルは計算の仕方によって変わってくると思われる。従って、どのレベルが適正かというのはなかなか言いにくいと思うが、ただ、現下の経済情勢の中では、方向性として実質金利が上がり出すというのは、具合が悪い現象だと思う。

### 三木委員

2つの点に関し考えを聞かせて欲しい。1つは企業の資金調達に関する点であるが、大企業は殆ど昨年の暮れから資本市場に逃げている。一部金融機関に返済したものを含め、3月末までに足りないので手当てしなければならない分は、基本的に資本市場から調達した。問題は中小企業であったが、何とか3月は泳いだ訳である。4月以降も大企業に対する銀行の貸出態度はより厳しくなると思う。しかし、これはあくまでも自己責任であり、信用リスク等を考えた相対契約の問題であるので、企業の方から銀行を選別することもあれば、銀行から企業が選別されることもあるというのは、仕方がないと思う。そうすると大企業としてはどんどん自分の力を付け、財務体質の面でも力を付けて、資本市場で調達する方向に行かなければならないと思う。そうすると、ある意味では戦後産業金融に支えられてこれだけ伸びてきた日本経済の産業構造を変える方向に向かうことになる。日銀の金融政策もそこまで念頭に置いて考えるべきであるし、むしろこうした構造変化の方向に持って行くべきだということであるのかも知れない。しかし中小企業はそうはいかない。中小企業については、大企業の関連会社も、いわゆる独立の中小企業も、今一番心配しているのは4月末がどうなるかということではないか。3月末は何かと泳げた訳だが。マネーサプライは増えているので、マクロでは良いと思う。ただ、ミクロで見た時には、それがどのように配分されるのか、大企業を落として中小企業に回すという形であれば収まると思うが、その辺はどうなると見ているのか。それから、金利水準そのものはともかく、スプレッドが開いたことは大きいと思う。これまでの0.35%位のスプレッドから、極端な例では1%位を要求されている例もある。元々LIBORが基準であったものが、TIBOR基準に変わり、さらにスプレッドが開いてということで、平均してみても0.5%位金利が上がっているというのが、今の姿であると思う。これは、公定歩合を0.5%上げたのと同じ効果である。だから、そういう意味で金利水準、特にターム物金利については、現在はまだ0.7%位の高いところにあるが、これをもう少し下げる方向で考えないと、企業収益にも大変な影響が出て

くと思う。

#### 稲葉企画室参事

後半の点は、文字どおり委員会でご議論頂く部分なので、前半の点について、若干申し上げさせて頂くと、少なくともこれまで銀行部門は、ある一定の自己資本の下で、大企業も支え、中小企業も支えてきたが、それでは銀行自体も効率的でないし、日本経済を支えるという意味でも効率的ではないという状況に立ち至ったことは間違いないと思う。従って、この問題を考える時は、日本銀行としても、将来の新しい金融の道筋をつける仲介の在り方として、どのようなものが良いのかということ念頭に置く必要がある。そうしたものを念頭に置いたうえで、例えば大企業はどのような対応をしていけばよいか、またそうした対応が今までのような産業金融より経済を支えていくうえでしっかりとした体制になるか、といったことを考えながら、個別銀行の動きを評価していけば良いのではないかと考えている。

#### 後藤委員

今は間接金融から直接金融への一種の過渡期と考えてもいいのではないかと。そのためにいろいろな市場条件の整備をやっていくということが、マクロとしては勘定が合っているが、資金が偏在しているという問題の解決にも繋がっていくのではないかと。もう1つは信用リスクの問題があるが、先程3月の期末を越える時に会計基準とか、CPのリスクの評価方法とかを変えたことがプラスに貢献したということを見たが、アナリストはその点については冷たい目で見続けるだろう。今のいろいろな問題がある中で感じることは、金融政策が实体经济に影響を及ぼしていくチャンネルは信用機構であり、信用システムである訳だが、そこにバブル崩壊以来いろいろな問題を引きずっている。そのために、金利裁定にしても、信用創造にしても、一部に機能不全のようなものがあり、それがいろいろなところにしこりを生んでいるということがあるのではないかと。そういう

意味では、間接金融から直接金融への移行のための市場整備、条件整備ということと同時に、何と云っても金融機関が持っている過大なアセットとか貸付債権をどうやって流動化していくか、それも早くやっていくかということが重要である。いずれも、今、政府当局が知恵を絞っているところだが、その辺のところは1つの金融システムを超えた問題としてあるのではないかと思う。

#### 中原委員

今の点について、私は4月1日の記者会見でも申し上げたが、やはり新日銀法が発効したこの時点で、日銀のこれからの金融政策が如何にあるべきかということも非常に違ってくると思う。これからは、やはりROI、投資収益率が基本にくる訳だから、これまでのように、銀行から借金して低い収益率で売上の拡大と資本、雇用の維持だけを目標とする経営は完全に成り立たなくなっていく。そこにスイッチする時点に来ているということが、今の非常に難しいところだと思う。大銀行による貸し渋りというのがまさにそうであり、スプレッドが1%になるというケースももちろん起こってくる。中小企業についても、これから労働の生産性にせよ、資本の生産性にせよ、生産性を上げられない限り、これは相当に淘汰されてくると考えられる。そういう意味で、一方でグローバル・スタンダードであるROEあるいはROAを上げていくということで他方で同時にこれまでの日本的な経営というものが雇用を中心として問われてくる。こういう時に日銀の金融政策とはどういうことになるのか。金融システムの安定を図るために資金を十分に供給するにせよ、それを超えてその先に一体何があるのか、何を目標にしたらいいのかということ、今非常に考えなければならない。今、後藤委員は間接金融から直接金融への移行と言われたが、もっと直裁に言えば、借金経営から株主資本経営への移行になる。ROA、ROE重視の経営にならざるを得ない訳だから、日本的な経営も問われるし、雇用面でも相当失業率が上がるといったことになろう。そういう時に、日本銀行としては何をすべきか、という根本的な問いがこれから我々にか

かってくると思う。今日はその第1歩だと思う。

#### 武富委員

その含意については私も非常に賛同するところはある。過渡期特有の難しさがある。だから、何に優先順位を置くか、しかも公平中立な立場から優先順位をどのように置くのかということは非常に難しい。1つの極端な例を言うと、あるレベルでの実質金利の下で事業が成り立つのでなければ、市場参入資格がないことになるが、既に参入している人たちが居る中で、いきなりそういうことをやっても難しい。そこにはどのような秩序ある体制にしていくのか、またどのような社会的配慮をしながらやっていくのか、ということになる。従って、過渡期なので座標軸がAからBにきれいに移るのではなく、議論を整理しないと、必ず利害不一致になる人が出てくるという特色がある。方向としてはもうはっきりしているが、そこが割り切れるのかどうか。

#### 山口副総裁

ここで、今のような大問題に結論を出すということは到底できないと思うが、今のような指摘は、金融構造論のような意味では非常に大きな問題だと思う。もっとも、それが直ちに現在の金融政策の方法論に跳ね返るのかどうかと言うと、それは別の問題ではなかろうかと思っている。

#### 後藤委員

私としては、構造論の分まで金融政策が全部背負えと言われても、それは無理だということを言いたい。

#### 速水議長

CPの発行については、鉄鋼メーカー、商社等はずっと出したいが、一定の限度以上には出せない。一方、銀行借入はなかなか増やせない。それでは、どうしてCPの発行にそんな限度ができてきてしまっているのか、

その辺がよく分からない。今の構造論にも若干かかわってくるが、社債をもっと出せば良いのにそうならないのはどこに障害があるのか。また、増資をしようとしても、思うようにいかないのはその会社の信用以外にどこに障害があるのか。構造論までいかない前に、現状なぜそれが思うようにいかないのかについて、いろいろなケースがあると思うが、一般的な説明としてはどういうことになるのか聞かせて欲しい。

#### 山本企画室企画第1課長

日本銀行が現在オペで保有しているCPの残高は現在約5兆円だと思う。去年の秋以降、CP発行が残高として増えたのが大体5兆円であるから、日銀のオペに見合った分ということでCP発行高も5兆円増えたということになると思う。CPについては、銀行、証券が引き受けて、それが投信等の投資家にはまってしまうということであるが、我々も投資家の投資構造まではよく見切れない。当然、1つ1つの企業、投資信託、銀行、証券がそれぞれにそれなりのリスク・ウェイトを感じつつ、各商品について一定金額の上限を作りながらポートフォリオを構成しているということであろうから、その集合としてそこに1つの上限が有り得ると思っている。また、今回の金融システム不安が出てきた中で、これまでリスクとリターンを天秤にかけていた機関投資家の中でも信用リスクを軽減させる方向でポートフォリオを再構築する、資産内容としてはかなりのものを安全資産に振り向けるといったことを多分去年の秋以降やっているところがかなりあると思われ、その結果として購入銘柄にも限定が出て来たということもあるのかなと思っている。

#### 植田委員

構造問題と金融政策との関わりの一例としては、企業リスク等を反映したリスク・プレミアムをどう評価するかという問題があると思う。1つは、短期と言っているかどうか分からないが、短期的な金融システム不安によってリスク・プレミアムが出てきている、という部分があると思う。しか

し、もう一方で、これまでそういうリスク・プレミアムが全くなかった、ある種の変な経済から、もう少しリスクが正当に評価され価格や金利に反映されるような経済への移行期にある中で出て来ている部分もあると思う。それらが両方合わさって現在のリスク・プレミアムが出来ているという面がある。金融政策としては、前者についてはある程度気にすることになるのだろうが、後者についてどう考えるかという点は、構造問題とやや足許の金融政策の関係について考える際の判断のポイントの1つになるのではないか。

#### 中原委員

CPの問題については、私が以前いた会社もずいぶん研究したが、結局、仲介するのは銀行と証券会社になる。銀行の場合、自己資本比率を算定するうえでのリスク・ウエイトの見直しがあって、相当良くなったが、仲介者をもう少し広げ、投資家の探し方についてももう少しうまく緩めてくれれば、かなり改善するのではないか。問題は、投資家を見つけるために仲介する銀行、証券にあるのかも知れないが、投資家がおれば相対でやって良いということも含めもっとうまくいくやり方があると思う。今は相当ボトルネックがある。

#### 山本企画室企画第1課長

ご指摘のとおり、大抵の場合、銀行や証券が売ったとしても現先でやることになり、リスク・アセットとして残る形になっているということがあ。機関投資家サイドで買い切るという動きがまた全体として活発になっていないし、量的な面でも増やすという動きが乏しいように思う。

#### 中原委員

だから、直接金融だと思ったところに、間接金融が絡んでくる。そこを改善していくと、随分良くなると思うが。

### 速水議長

もう1つの問題として、経常収支の黒字が毎月100億ドル位生じているが、大体それと見合うような規模で資本流出が起こっている。だから、為替は比較的安定している。これが自然なのかどうか。株価収益率とか為替の先行き見通しとかによって違いが出るということであろうか。このままどんどん資本流出が起こって昔の総合収支的な観点でトントンの状態が維持され、為替も動かない、ということが続くのか。

### 植田委員

資本収支が今後どうなるかということか。

### 稲葉企画室参事

日本の経常収支の黒字がずっと続いている中で、円相場の安定はあり得るかという問題になる。

### 速水議長

例えば1,200兆円の一般の貯蓄にしても、少しはドルに運用しようかどうか、今は皆迷っている段階だと思う。保険等の機関投資家も今のまま日本で資金運用するよりは、ドルの債券でも買った方が良くと言って、もっと外に出てもおかしくない現状だと思うが、その割にはあまり出て行ってはいない。これは為替が恐いということがあるかも知れない。株価収益率は、今、日本とアメリカでどれ位違うのか。

### 植田委員

株価収益率は、計算の仕方にもよるが、アメリカは20倍台であり、日本は何百倍というような水準になってしまう。これは、銀行の赤字決算が響いているためで、それを除くと、現在の株価では、東証一部全銘柄ベースで、40~50倍だと思う。単純にそれだけを見ると、株価収益率が高い分日本の株の方が割高ということになる。ただ、これはもちろん1つの尺度



に過ぎない訳で、基本的にはいろいろな資産を見てアメリカの資産の方が予想収益率が高ければ、資本は流出していくということになると思う。日本経済の現状判断と、取り敢えず好調が暫くは続くと思われているアメリカ経済に関する見方とを前提にすると、ある程度の資本流出が続く可能性は高いと思う。これが、一方にあるドル売り要因としての貿易黒字と釣合っているところだと思うが、過去の例からいくと、それが長く続くと、積み上がった日本国内のドル・バランスが潜在的に大きなドル売り圧力になって、どこかで反転するということが大抵起こってくる訳だが、現在が直ちにそういう局面かと言われると、そうではないのではないかと思う。

#### 稲葉企画室参事

その問題に関連して一言申し上げるとこれは、ドルが1国経済に積み上がるということについて、どのように評価すれば良いのかということになる。つまり、絶対的に1ドル増えると円高要因ということでもないだろう。例えば、経済の規模に対してドル資産のウエイトが高まるとか、国内のアセットに対して海外のアセットの割合が増えるとか、そういうものが変わることによって為替相場に対する人々の考え方が変わるとか、何らかの基準があるはずだと思う。つまり絶対的に額が増えればということではなく、何かの尺度に照らして外貨が積み上がっていることをとらえて、評価ができるのではないかと思う。その辺について、何か安定的な解があるのかなのか1つの研究テーマではある。

#### 中原委員

アメリカの例を見ると、ニクソン・ショックでドルを切り下げ、プラザ合意でも切り下げ、しかもあれだけ借金して世界最大の債務国になっても、悠々とやっている。世界一の債務国だということのに。

#### 稲葉企画室参事

だから、ドルがどんどん下落してきたのではないか。

中原委員

それでも、アメリカは今日までもっている。

速水議長

しかし、これまでを振り返ると、随分いろいろあった。

植田委員

84、85年には、当時のレートのままではもたないのではないかという懸念が強く、資産が大きく減り、また大幅にドル安になった。その結果、今もっているということもあるかも知れない。

中原委員

資金の偏在と貸し渋りについてはどう考えているのか。これはまさに中央銀行の task ではないか。

稲葉企画室参事

マクロ的には、貸し渋りが起こって資金が潤沢に経済に供給されず、経済活動に支障をきたすといった時に、その貸し渋りの原因が例えば信用リスク等によってコストが上がっていることにあるのだとすると、その分金利を低下させることによって相殺することができる。そういうことができる範囲では中央銀行の責任だということで、金融政策を運営してきたのがこれまでの経緯だと思う。

中原委員

先程の説明では、全体のマネーサプライは潤沢にある。しかし、資金は偏在しているということである。

#### 山本企画室企画第1課長

結果としてまだそのようなところが残っている。昨年秋以降は急激な逼迫感が出てきて、全体の金利が上がり、それが経済活動全体に物凄く強い影響を与えそうであったので、潤沢な資金供給をやって全体を落ち着かせてきた。ただ、引き続きなおばらつき自体はまだ残っている状態にある、というのが現状判断である。

#### IV. 金融経済情勢に関する検討および当面の金融政策方針の決定

##### 速水議長

執行部による報告が終わったので、ここで金融経済情勢に関し、ポイントを絞って議論をしたいと思う。まず、企画室の稲葉企画室参事から当面の金融政策運営上の検討ポイントを簡単に説明してもらうことにする。

##### 稲葉企画室参事

当面の金融政策運営上どのようなスタンスで臨むかという結論を下すに際し、事務方として委員会において検討して頂きたいと思っているポイントを簡単に申し上げる。

まず、景気・物価面での検討ポイントについては、当然のことながら第1に景気の現状をどう判断するかということである。尾身長官が午前中あのような発言をされたが、需要・生産の現在の動向は、企業収益、雇用、家計、所得面に影響が及びつつあり、それが企業や家計のマインドを下押ししているといった状況になりつつある。これを、生産、所得、支出のいわゆる悪循環という形で、負の循環が始まりつつあると見るべきかどうかという点の判断である。

第2は、先行きについてどう判断するかということである。下押しの力としてマイナスの悪循環といったものが働いている強さ、あるいはその結果、設備投資や雇用の調整がさらに深化していくリスクをどのように見たらよいのか。あるいは、アジア経済の調整の影響から、これまで景気を支えている輸出が下振れるという可能性をどのように見ておく必要がある

か。一方、こういったマイナスの力を押しとどめる力として既に実行された特別減税、金融システム安定化策等があるが、これらが消費者の不安心理をどの程度和らげられるものかを見ておいたら良いか。さらに、先行き財政面からの景気対策が期待されており、タイミング等は未定だが、与党の総合経済対策の基本方針などを見ると、かなりの規模のものが出る可能性がある。これが家計や企業に自信を取り戻させて、景気の回復を促す可能性を現段階でどの程度視野に入れることができるかということである。また、純輸出について、先程の報告どおり増勢鈍化が明確化しているが、最近の円安に伴って輸出が再び増加するといった可能性があるのかどうか。

3番目が金融・資本市場動向の評価であるが、特に短期金融市場における、3か月物を中心としたターム物金利の動向である。一応、ターム物金利は2月末以降、落ち着きを取り戻してきていて、昨年秋以来の市場の混乱は収まりつつあると見てよいと思うが、先程から議論されているように、金融機関の信用リスクに対する市場の意識がなおあって、それが高止まり要因として働いている部分についてどう考えるかということである。さらに、物価も軟化しているために、実質で見た長短金利は幾分上昇しており、その実体経済への影響をどう見るかということである。

4番目は金融機関の融資姿勢とその企業金融への影響である。3月末にかけて企業金融が急激に逼迫するという事態は回避されたが、今後とも金融機関が慎重な融資姿勢を維持することは避け難い一方、資本市場や政府系金融機関等の代替的な資金供給の働きで、全体としては引き続き逼迫は避けられると見て良いのかということである。また、全体はそうであっても、個別企業ごとに見るとアベイラビリティや調達コストの面で厳しい調達環境は続くということで、そのマクロ経済へのインプリケーションをどう考えるかということである。

5番目は先行きのデフレ・スパイラルに陥るリスクであるが、いま物価の下押し圧力というのは、輸入物価の下落に伴うものと国内需給の緩和によるものと2つある訳だが、例えば原油価格の低下といったものは企業収益にプラスに働いている面もあって、物価の下落が企業収益の圧縮などを

通じてさらなる物価の下落、デフレ・スパイラルに繋がる可能性は当面は高くないと見て良いのかということがある。あるいは、生産・所得・支出をめぐる悪循環が強まると、やはり物価下落の悪循環、デフレ・スパイラルに陥るリスクが高まると判断した方が良いのかということになる。

当面の政策運営方針としては、選択肢が3つある。選択肢Aは、市場金利を幾分引き上げるという調節方針である。ここでの検討ポイントは景気に関する現状判断が幾分弱めに変更されることになれば、それとの整合性をどう考えるかということがあり、財政面からの景気追加策については、その対策の内容とか効果を見極める必要があるかどうか、が検討のポイントになると思う。また、金利の引き上げが設備投資、住宅投資、資産価格、企業倒産等に及ぼす影響も検討する必要があると思われる。選択肢Bは、現状維持であるが、ポイントとしては先程申し上げたような景気判断との整合性が問題になる。また、実質金利が幾分上昇していることとの関係をどう考えるかということがある。さらに、財政面からかなりの規模で景気対策が発動される可能性が高まっていることとの関連性をどう考えるかということもある。それから、この際金利引き下げを考えないとすると、その効果、副作用をどう考えての判断かということになる。仮に引き下げるとすれば、その効果が副作用を上回るケースを想定することになるが、そうしたケースはどういう状態なのかということも考えながら、Bを選択するということでもある。選択肢Cは、金利を低下させるという方針である。考え方のポイントとしては、財政面からかなりの景気対策が発動されるという可能性が高まっていることとの関連性をどう考えるかということがある。最も大事な点であるが、金利低下の効果をそもそもどう見るかということもある。金利の引き下げ幅に限界がある下で、企業や家計のコンフィデンスを高める効果をどの程度期待できるかということである。一方で、市場金利を引き下げると、預金金利を始めとして関連の金利は速やかに低下・追随するが、家計がその点でどういった行動をとるか、心理的な影響、防衛的な支出行動といったことが有り得るかどうかといったことが検討のポイントかと思う。

### 速水議長

それでは、これまでの執行部からの報告、企画室からの説明を踏まえて、政策委員会として検討を行っていきたいと思う。まず最初に金融経済情勢の判断について、各委員から意見を頂いて、その後自由に懇談頂きたいと思う。その次に、金融経済政策運営に関する意見を各委員から頂戴し、討議して頂きたい。その後で政府から出席された方々から、意見があれば承るという順で進めていきたいと思う。

### 後藤委員

金融経済情勢としては、家計消費の減退に加えて、設備投資にもはっきり減少の動きが出てきたこと、在庫調整の方も加工業種から建設、素材という業種に及んできて、いまの生産財の在庫率の上がり方から見ると、政府の対策如何にもよるが、どう早くても秋口、政府の対策のない場合には年末位までかかる可能性もなしとしないと見ておかなければいけないと思う。12月短観が出た時には、「マインドと実態が少しずれており、実態に比べてマインドが暗い」という話をしていたが、3月短観では実態がマインドの暗さに近づいてきてしまっていて、マインドはもっと悪くなった格好になっているので、端的に言えば家計、企業ともに、将来に対するコンフィデンスを失って生産・所得・支出を巡る負の循環が始まりつつある。そういう表現が良くないということであれば、自律的な回復力を現在では期待しにくくなっており、家計、企業のコンフィデンスを回復させるには、武富委員の持論でもあるが、サプライ・サイドの改善強化につながるような政策対応が求められているという状況ではないかと思う。アジアの経済の調整についても、かなり長続きするということも覚悟してかかっていく必要があると思う。金融・資本市場の動き、貸し渋りの問題については、先程植田委員からもお話があったが、ROEを意識した金融機関の経営がもう既に動き始めていると思うけれど、これはノーマルな姿への道筋なので、これ自体は止めることはできないし、止めるべきではないと思う。そうい

うことを前提としたうえで、過渡期をスムーズに転換していくための条件整備をしていきながら、金融政策としては引き続きターム物金利が跳ねないように注意をしながら、政策運営をやっていく必要があると思う。デフレ・スパイラルに陥るリスクについては、昨日も3月の国内卸売物価が発表されて「消費税引き上げの影響を除くと、対前年比で2%位下がっているので、デフレの始まりだ」という受け止め方もされているが、私は今起きているのは、国内需給が緩んだことによる物価の下押しという要因もあるが、やはり国際市況が国内に及んできている部分はかなり大きいので、まだそんなに心配する状況にはないと思う。もっとも、今後、先程申し上げた在庫調整の進捗の具合とも関連するが、仕入価格は下がらないけれども、販売価格が下がる、という内生的な物価の下落が生じ、本当の意味でのデフレが起きる心配についても、かなり注意深くウォッチをしていく必要があると思う。内生的なデフレが実質金利をかなり押し上げることになった場合には、幾つかの条件が満たされれば、金利政策上何らかの対応を考えなければいけないことになるかもしれない。

#### 武富委員

現状は景気の調整の流れと、それに対して本格的な経済対策への期待、そこに予測される流れの食い止め、押し上げというようなことがせめぎあっている微妙なタイミングだと思う。今の景気調整の特色は、まず根底に先程から議論されている大きな構造調整というものが圧倒的な力として存在する中で、循環的な経済の流れがあるということである。こういう構造調整の枠組みの中では上昇する力が少し弱められ、逆に下がっていく循環が普通の場合に比べると少しきつめに出てくるという節があると思う。景気は、93年10月に底を打って、去年の夏場頃まで回復してきたが、構造調整圧力があって通常に比べると上昇する力が弱められていた。その後、時期はまだはっきりしないが、仮に夏場からだとすれば、その後下がってくるパターンそのものは通常の循環的な調整だと思う。つまり、起点は所得分配の流れが家計部門から政府部門へと変わったことであり、そのこ

とからごく普通の循環的な連鎖反応が起こっていったということだが、それが通常よりも秋口以降急落したのは、構造調整の力によって普段よりも早いスピードで調整色を強めたということだと思う。その場合の構造調整と言っているものには、俗に言うコンフィデンスというか、先行きに対する不確実性、そこからくる各種経済主体の不安をもたらすものが、その中にあり、そのことが循環的な調整のスピードを速めているということだと思う。先程から産業の実稼働率の話を中心に聞いたのは、先行きそれがどこまで調整色を強めるかという度合いと広がりをも測る物差しとなるからである。是非とも避けたいのは、減益にとどまらず、経常損益段階で赤字になる企業がある程度出てくるということと、雇用調整が相当本格的なものになってしまうということである。また、倒産件数とか負債総額というものが増えてしまうと、そのことによってまた新たな調整圧力がかかるという形で、2段階目の循環に入らないように、いかにそこを断ち切るかということである。そういう意味で、与党が今検討し、政府もこれから真剣に検討するという経済対策の中身が、心配される状況を避けるに十分なものであることを、市場は期待しており、我々も期待している。従って、経済対策を見ないことには、その先のことについては今予断を持ってなかなか言いにくいと思う。放っておけば、過去の経験から言うと、もう少し調整は続くと思う。設備調整にしても、雇用調整にしても、かなりのところへいってしまうだろうと思うが、それをいかに食い止められるかがポイントだと思う。その中で、構造的な問題も入ってくるが、短期的には循環的な要因で需給ギャップがさらに広がり、物価が下がり、結果として実質金利が上がってしまうことになると、それに今の経済主体が十分耐え得るかどうかという問題が出てくる。構造的な中長期の観点から言えば、日本の経済の質を良くするためには、実質金利高の下でも採算をとれるか否か、そういうものが新しい基準、尺度であるから、それで十分やっていけるように民間も変えていかなければいけないということになる。ただそれも一朝一夕にできないので、その辺をどう考えるかということが、政策含意としては一番難しいと思っている。



### 三木委員

今までいろいろなデータについての説明があったが、実物経済の現場から見た感じで申し上げたいと思っている。まず、景気の現状判断としては、昨年上期以降の最終需要面での消費低迷、消費マインドの悪化、消費性向の低下といったことから、一斉に製造業に対する需要の減少が始まって、それが設備投資の悪化に繋がり、そうした需要不足から全体としては実物経済は生産減の状況になっていると思う。特に今、自動車は経済の中で非常にウエイトが大きくなっているが、自動車の国内販売は、ほぼ12か月連続で前年比2桁マイナスという極端な落ち込みになっている。この3月も、あれだけ期末決算で必死になったにもかかわらず、前年比-20.3%の減少となっている。従って、国産車の国内販売台数も、昭和61年度以来初めて年間600万台を割り込む形になっている。もう1つここで問題なのは、平成9年度の生産実績は1,077万台ということだが、需要サイドを見ると、輸出が467万台、国内販売が595万台となっており、輸出で支えられたという形になっている。ところが、輸出については、アメリカ向けが一番多いが、日系車種の現地生産と輸出を合わせたトータルのアメリカにおけるシェアは30.3%まで上昇しているのもう限界だと思う。だから自動車業界としても、貿易摩擦を考えたらこれ以上は出せないことになる。ということは、これからは国内で売れない分だけ生産を落とす形になって、その結果、当然のことながら、残業時間が減り、季節工は辞め、雇用の問題に繋がるという局面になってきているのではないかと思う。これは1つの例であるが、そういう中で、鉱工業生産も3四半期連続して落ちている訳だが、需給のアンバランスから、98年度第1四半期は、在庫調整が一番大きな問題となっており、とくに川上に近い素材産業ほどこの傾向が顕著ではないかと思う。従って、それを反映すると、98年度第1四半期は殆どの素材産業において、生産は1970年代以来のミニマム・レベルになっており、そうした水準で走らざるを得ない局面だろうと思っている。これは、やはり金融システムの不安等に端を発し、雇用不安のほか、成長期待が持

てない、といったところから、企業マインド、消費者マインドが大きく悪化して、守りに入るといふ縮小トレンドになったということではないかと思う。実物経済の動きを見る場合、在庫調整の動きをどう見るのかということと、消費マインドをどう喚起するのかということ、の2つにポイントが絞られると現状は思っている。景気の先行きについては、経済対策を織り込む前の今のままの姿で見ると、さらに私は後退局面に入っていくだろうと思う。先程も意見があったように在庫調整の動きはまず1年は続くと覚悟しなければならない。在庫調整の動きは、経済の非常に大きな要素として見ておく必要があり、従って、早急な需要喚起につながるような政府の景気対策がどうしても必要だと思う。企業経営については、今までは、1つ目は円安による輸出効果、2つ目は低金利による金利負担の大幅減、3つ目は各社のリストラ努力によって、プライシング面での価格の下落をある程度コストダウンで吸収した。こうしたことから、9年度中は収益を回復させることができた。そういう面で見ると、円安も今のような景気循環局面では非常にプラスに効いてくると思うが、過度の円安がアジア・マーケットを混乱させた1つのトリガーになったことも、否めない事実だと思う。そうすると、これからの局面では、アジア・マーケットに出る訳にもいかない。かといって、貿易摩擦等の問題を考えると、ヨーロッパ、アメリカにもこれ以上出せないの、輸出には限界がある。そうすると、円安により輸出で稼ぐ効果は考えられなくなる。そうすると各企業とも、やはり自己責任のなかでリストラを徹底してこのところをいかに乗り越えるかが課題となり、とくに製造業にとってはこれからの正念場だろうと思う。そういう中で、一番引っかかってくるのは、やはりプライシング面での価格の下落圧力である。企業として、それに一体どこまで耐えられるかというのが、今の製造業の立場からすると最大の問題である。既に、今の段階でも、市況品種は大幅に価格が下落しており、鉄の場合では、H型鋼は丁度1970年頃の値段まで落ちてしまっている。市況品種がそういう状況にある中で、鉄で言うといわゆる「ひも付き」と称している品種については、自動車以下のユーザーとの間の値段交渉でせめぎ合っている。商社と一緒に

に頑張っているのだが、幸いなことに円安なので、これまでのところ頑張っておられる。しかし、今のままでは、相手のユーザーも苦しい状態になるから、いつまでも頑張りきれないのではないかと思う。まず、そうなると、9年度の企業収益を支えた、3つの要素のうち2つが吹っ飛んでしまい、残るのは低金利だけになる。従って、ここは、自律的に景気を引っ張る局面が来るまでは低金利政策は絶対に必要だと、私は判断している。政府の経済対策が出るのは確実で、問題は中身とタイミングということになるが、日銀の役目としては、政府の経済対策に連動する形で金融政策を打つのが今一番大事なことだと思う。その場合、効果的に使うことも必要であり、本当に需要喚起に繋がるかを見極めて打たないといけない。日銀の立場から見ると金融政策はもう後がなく、やれば1回で終わりという感じがするので、連動する形でかつ効果的にというのが、今われわれの判断に求められていることではないかと思う。それから、金融・資本市場について当面の問題として考えると、やはりターム物金利をもう少し下げる金融調節を行うべきではないかと思う。特にこの第1四半期を泳ぐためには、という感じがしている。貸し渋り等の問題については、当然のことながら企業の自助努力の中で、相対の問題として対応していかなければいけない。そういう中で、信用リスク・プレミアムについて、あれだけ差がついているのは、ある意味ではやむを得ないことであり、今の水準で大体収れんしていくのかなと思う。デフレ・スパイラル・リスクについては、輸入物価ではなく、国内の需給アンバランスから来る物価の下落が一番問題である。今鉄の例を申し上げたが、今までの経験則からすると、素材産業である鉄の需給と日銀短観の過去の数値は、短観が4か月、長いときで6か月遅れている。このため、現場の立場から言うと、鉄を始めとする素材産業の状況を見ると、今のままでは、恐らく次の短観には悪さがもろに出てくるという感じがする。つまり実際はもっと悪くなるということであり、金融政策としても、そういう意味で、政府の経済対策にきちっと連動する形で効果的に、ということが今の段階では一層求められているのかなと思う。価格の下落についてもこの辺りとの関係で、今後の動きが決まってくるよう

な気がする。正直に申し上げて、デフレ・スパイラルの入り口に我々は立たされており、製造業は特に大変であるという感じがしている。

#### 中原委員

現在の景気の状態は非常に深刻だと思っている。それは2つあって、1つは先程武富委員も指摘されたように、日本経済は、いわば中期的な循環における下降局面に入ったと私は思っている。経済企画庁のインデックスで言うと、91年2月が山で93年10月が谷で、それからはいわば実感なき景気拡大が続いたことになるが、97年5月頃に大体終わったのではないかと思う。それ以降は、下降局面に入っていると思っている。最低、今年一杯はこうした下降局面からは出られないと思っているが、その中期的な循環の中で、政府のとった政策というのが、やはり大胆過ぎたというか、あるいは無神経過ぎたと言っても良いと思うが、特別減税の廃止、医療保険制度の改革、消費税率の引き上げ等でトータルで9兆円と言われている。これを実際にGDPに与える影響として計算すると、1つの試算では5兆円くらいという数字があるようだが、そのほか政府の公共投資の減少2.9兆円もある。これは乗数を掛けると大体4兆円位の減少となる。こうしたもののほか、その他として5兆円位の減少を加えると、全部で15兆円くらい減ったのではないかという試算もある。そういったところを考えると、中期的な循環のダウンワード局面に拍車をかけてしまったのではないかと思われ、デフレ・ギャップもそれだけ拡大していると思わざるを得ない。それから、そういった中期的な循環のほかに、長期の50年くらいの景気循環の波があり、簡単に言えば制度的に疲労していることが指摘できる。もっと簡単に言えば、これまでのように借金をして雇用を維持するという経営ができなくなってしまっている。そして、資本の効率を上げることがまず至上命題になっており、民間にあつては、株主資本の利益率を上げる、あるいは投資収益率を上げること、政府にあつても、同様に効率の低い公共投資をカットする、効率の低い政府歳出をカットすることに対し、要求が非常に強い時代になっている。資本効率の上昇ができないと国際競争力

の面で敗れるという厳しい局面になってきている。従って、これからはそういった意味で、借金の経営から株主資本の経営に変わっていくということになり、資本効率を重視するという難しい時代に入ってくる訳である。もう1つ難しいのは、国際的な通貨の面で、今度ユーロが出てくるので、ドルとユーロ、それに対して円がどんな関係になってくるのかという非常に難しい問題もある。

### 篠塚委員

まず、最初に景気・物価面の検討ポイントとして、現状をどう判断するかと言うと、今は非常に厳しい状況にある。そして、何らか新しい政策を打たなければ駄目であろうということについては、同じ認識である。ただ、金融政策というのは、一体どこを対象にしているのかを考えると、その点がよく分からなくなっている。基本的には、国民の生活を安定させることであり、そのためには通貨価値を安定させることになるが、今回のような厳しい状況になってきた原因を見ると、根本的にはバブルの時の政策の在り方、その時にどのような事が起きたか、というようなことがずっと尾を引いていて、現状に繋がっている。そして気が付いてみたら、もちろん一般の庶民達もお金には随分関係しているので、預金をしている訳だが、その金利の価値があつという間に下がってきている。そのような状況を考えると、消費者である家計の立場からは、何とかもう少し安定的な金利にして欲しいという気持ちが出てくるのは分かる。年金生活者達にとっては、非常に厳しい状況なので金利を上げてくれというような要求があり、それに対しては国民全体の中で年金者というのはほんのわずかであり、金融政策の対象はもっと広くしなければならないということ考えた。もっとも、よく考えてみれば、私達もいつかは年金者になる訳であり、ある小数の人達が非常に厳しい金融政策の下で暮らしているということになったならば、やはりそこをどのように考えるかという視点も重要ではないかと思う。それでは、金融政策の中ではどの位、家計、消費者の立場から政策が打たれてきたのかということについて考えると、家計の立場から金融政策をす

ることについては限界があると思われる。生活するために人に雇ってもら  
うか、自分で事業をしなければいけないが、現状は生活者のうち7割が雇  
われているので、企業がとにかく頑張ってくれなければ、人々の生活が安  
定しない。老後に関しても、企業からも年金保険を負担してもらうので、  
企業が頑張ってくれなければならない。そのために金融政策の対象は第一  
義的には企業ということになり、それから家計というようにならざるを得  
ないと思う。今回の景気の状態をどう判断するかということに関しては、  
どんどん悪くなっていて、何もしなければどうにもならない。もちろん財  
政政策と金融政策の両方からやらなければならない訳であるが、こと金融  
政策に関しては、やはりきちんと企業に頑張ってもらい、設備投資をし、  
そして雇用の確保をし、安定化させるようにすることが、一番重要な政策  
なので、日銀の金融政策もそこを今集中的にやらざるを得ない。そうす  
ると、現在やり得る政策手段としては、金融調節を通じた市場金利の誘導し  
かないので、低めにやるというようになってくると思う。ただ、先程中原  
委員も指摘していたように、今までは何とか雇用に関しては企業側が過剰  
雇用という形で抱えていたが、これからかなり厳しくなるということでは、  
私も同じ意見である。雇用調整について関数などで計測すると、1970年代  
から80年代にかけては、企業がある一定量の雇用を抱えていて、それを  
減らすような計画を立てた場合には、大体4年位経てば計画が完了できた、  
という結果があるが、1985年から最近にかけてはそれが短くなっており、  
2年あるいは3年になっている。さらに、今後平成10年度以降のさまざま  
な状況を考えてみると、もっと厳しくなるように思われる。このような状況  
をきちんと家計にも伝えなければ、なぜ金融政策は企業側ばかり見ていて自  
分達の方を見てくれないのかというようなことになるので、なぜ現状では  
金融政策が企業側に向けてしかやれないのかということに関して、もう少し  
アナウンスすべきだと思う。それから、現状について、デフレ・スパイ  
ラルという言葉を使う状況にあるかどうかは分からないが、GDPの中の  
6割も占める家計が物を買わなくなっているというマインドの点を考えると、  
私自身はやはり現在の景気の状態は非常に危機的な状況と見ており、

金融政策もやらなければならないし、是非財政政策をやって頂きたいと思う。その場合の財政政策もいろいろあるが、消費性向を1%上げるだけで、実際に3.5兆円のプラスになるというようなことを考えると、金融政策についても、いずれタイミングをみてやはり何らかの形で利上げを行うというようなことも考えていかねばと思う。

#### 植田委員

足許の経済情勢について意見を述べると、97年度から98年度にかけての経済を見る場合のポイントとして、まず、97年度の低迷の原因のようなものとして4つ述べたい。第1は財政政策のスタンス、第2は昨年秋以降の金融システム不安の問題、第3はアジアの経済危機、第4は影響は少し小さいかも知れないが、設備投資の中期循環が94年から96年の情報通信に支えられた上昇から一服、ないし場合によっては下降に転じたかも知れないということである。財政政策のスタンスについては付言する必要はないと思うが、金融システム不安の問題は、1つは消費者のコンフィデンスに響き、昨年秋以降の消費性向の低下、それによる耐久消費財消費の低下、そこから加工産業さらに順繰りに素材産業の在庫循環に繋がったと思う。もう1つは、金融機関のバランス・シートにもろに響いて、貸し渋りから中小企業を中心に設備投資にマイナスの影響が及んだと思う。アジアの経済危機は主に日本からの輸出の伸びを低めるという形で効いてきたかと思う。このような要因が98年度にどのように展開するかということを考えてみると、財政政策は少なくともニュートラルになり、若干ないしかなりのプラス効果が出てくるかも知れない。ある程度のプラスが期待できることになると、昨年マイナスであったことからすれば大きな転換になる。金融システム不安の問題に関しては、他の諸要因の動き次第という面もあるが、30兆円という公的資金を用意したので、これの使い方次第によっては、やや明るい側面が見えてくる可能性もあると思う。アジアの経済危機およびその影響については、暫く続くかと思われる。それから、設備投資の中期循環については、一服というように見るべきなのか、下降局

面に入ったと見るべきなのかについては、まだ暫く分析ないし見極めの時間が必要かと思っている。それらをまとめると、それほどひどい状況ではないのではないかという感じが、私自身はしないでもない。ただ、懸念材料としては、昨年のさまざまな要因のマイナスの影響が今年にずれ込むこと、さらに表現が良くないとの指摘もあったが、負のスパイラルとか、デフレ・スパイラルになる可能性があるかも知れないことであると思われる。特に、設備投資の中期循環がマイナス局面に入ったとすると、その可能性が大きく、さらにインフレ率が低く、ほぼゼロの水準にある中でそのようなことが起こると、そこからデフレ・スパイラルになり、さらにインフレ率が下がっていくと、いわゆるデット・デフレーション等の非常に危ない状況に陥る可能性もあるかと思う。その可能性が何パーセントあるか分からないが、可能性自体は否定できないと思うので、今後の政策運営に当たって注意が必要かと思う。さて、金融システム対策がどのように行われるか次第であるという点は既に話したが、財政政策については、先程のニュースを見ていると、特別減税を4兆円に拡大して、98年度に行うという話が1つある。それも含めて真水で10兆円というような話も流れている。仮にそれが正しいとすると、今試算をしてみたところ、ざっくり申し上げて98年度の成長率は仕上がりとして1.5%位は可能になるかと思う。ある程度の輸出の低迷や、ある程度の設備投資のマイナスを織り込んでも、それ位は可能かと思う。従って、まだ内容については今後検討されることになるのであろうが、仮にそのような対策が本当に出てくるのであれば、ものすごくひどい状況になってしまう可能性は念頭には置いておかねばならないとしても、理屈としては割と少ないかと思う。金融政策をどうするかについては、後ほど議論することになるので、金利水準をどう見るかということだけを話しておく、現在までの金利は3つの圧力で動いてきたという感じがする。1つ目は借り手のさまざまなリスクに伴うリスク・プレミアムの上昇、2つ目はインフレ率が低下してきたことによる実質金利の上昇。3つ目は、ある意味で裏では金融緩和政策が採られてきたというように言えなくもないということである。どういうことかと言うと、先



程の企画室の説明にもあったように、例えば短期金利のうちターム物であればリスク・プレミアムのものが20~30bpあるということである。それでは、金融政策が見ている、あるいは動かしているオーバーナイトのコールレートのところはどうであるのかと考えてみると、借り手の質は恐らく昔よりも悪化している訳である。それでもコールレートが据え置かれているということは、仮にリスク・プレミアムが10bpとすると、10bp位はコールレートを下げていることと同じなのではないか。そうしなかったとすると、コールレート、ターム物金利ともリスク・プレミアム分だけ上がっていたのではないかと思う。従って、名目上コールレート据え置きという金融政策を変えないで来たことは、リスク・プレミアムを一部打ち消そうとするような金融緩和政策を採ってきたという表現ができなくもないような気がする。しかし、それ以上にリスク・プレミアムの上昇が大きかったこと——特にターム・ストラクチャーの右側で——と、インフレ率が低下したことの両方の要因で実質金利は数か月前よりかなり上がっているというのが私の現状判断である。

#### 藤原副総裁

今日、午前中冒頭に2人の大臣が出席され、まず意見を開陳されたが、新日銀法に基づく第1回の政策決定会合に政府の然るべき立場の方が出席され意見を述べたというのは、セレモニアスな意味だけではなく、スタートとしても意義のあることだと思う。第1回会合ということで申し上げますと、私はたまたま日銀法改正の問題にも携わった経緯があり、政府と日銀との関係についても審議したことがあった。真の意味での日銀の独立性というものは、政府の経済政策と決して背馳するものではないということは、私も承知している。従って、整合性という観点から2人の大臣が話されたことは、非常に結構なことであると思う。そういう観点から、経済企画庁長官が、これから政府としての経済政策を打ち出す時に、日本銀行として、その足を引っ張るような表現をとることはやめて欲しいと言われた。その気持ちも十分に分かるが、日本銀行が対外的に発表するものは、何も世の

中の景気の流れの足を引っ張るために行うものではなく、新しい法の精神に基づいたディスクロージャー、アカウントビリティ、説明責任、を今まで以上に果たすためにやることなので、その辺は政策委員会として考える必要はないと思う。もし必要があれば、議長からその点を第1回会合にあたり委員の方々に確認をして頂ければ有り難いと思う。なお、経済企画庁長官が話されたことも良く分かるが、例えば地価については、対外的に発表する金融経済月報の基本的見解のところでは、物価しか触れておらず、地価については触れていない。背景説明では地価について触れてはいるが、その書き振りも長官が心配されるようなインプリケーションはなく、ただ事実を少し指摘しただけに過ぎないものになっている。そういったことから、対外的に政府の経済政策の足を引っ張るようなものにはならないし、そうした懸念も必要ないと考える。今回は第1回会合なので、政策委員会のあり方として必要だと思われることを私の立場から申し上げた次第である。

さて、景気、物価面での検討ポイントに沿って、私の考えを述べると、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いうのが、1か月前の前回会合での判断であったが、今回の調査統計局から説明を聞くと、生産、所得、支出を巡る循環はマイナス方向に働き始めており、経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にあるという表現を使って現状を評価している。これを従前の表現に比べると、1か月前に比べかなり厳しい判断になっていると読み取っている。次に景気の先行きについては、企画室からの検討ポイントの説明の中で負の循環という表現があり、私自身負の循環とは何を意味するか分からない面もあるが、ただ、現在の生産、所得、支出を巡る連鎖的な悪化の状況を描写するのになかなか文学的な表現だと思った。そういった下押しの圧力の1つにアジア経済の影響等があり、それを止める力としてこれまでとってきた景気政策や金融システム安定化策等があり、それがどう拮抗していくかがポイントとなるが、その決め手は財政面からの景気対策だと思う。午前中に両大臣から大胆な政策を考えている旨ご発言があったので、その効果に期待を寄せているが、それと

の綱引きがどうなるかに注目している。私は先程から懸念されている、先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクをどう評価するかという設問については、個人的には非常に心配している。調査統計局の説明の中で国内需給ギャップの拡大という経路による内生的なデフレ圧力が日本経済にとって懸念すべきことと指摘してあるが、これはこのまま何もしないで放置すればそうなるのではないかという恐れだと思う。その意味でも、政府の対策に対し単なるアナウンスメント効果だけではなく、実質的な効果が出る施策を講じることを期待する次第である。一方、金融政策にどのような手段が残されているかということ、これまでとられてきた金利面、量的な面に加え、さらに一段ということも理論的には考えられるのかも知れないが、当面は政府の対策等の効果が浸透するのを見守りつつ、日本銀行としては従来のような施策を講じていくより仕方ないのではないかと考えている。

#### 山口副総裁

経済情勢についての判断をごく簡単に述べたいと思う。先程植田委員が財政収支についてのある種の見通しを述べたが、財政運営を歳出の方だけではなく、収支全体として眺めて貯蓄投資バランスの中で位置付けた場合、昨年はかなり大きなデフレ圧力として働いたものが、今年前半あるいは今年度前半は、多少の振れがあるとしても、概ねニュートラル圏内の動きになるのではないかと考えている。その意味では昨年に比べ、財政ポジションがかなり大きくスイングしつつあるという植田委員の判断に、私も賛成である。しかし、残念ながら民間経済においては、既にある種の自律的な景気の下降プロセスが始まりつつあるというように思う。これは企業投資を中心にそのような動きが認められるのではないかということである。在庫調整、設備投資のデータからそのように考える訳である。それよりも大きなポイントは、あるいは消費なのかも知れない。ただ、消費はこれまでのところ概ね所得の関数として動いているという状態にあるので、消費がさらにもう一段大きく落ちて今年の景気をさらに大きく押し下げるといような展開は、今のところ想定しなくても良いのではないかというよう

に思っている。一方、これまで景気を支えるうえで非常に大きな力があつた純輸出、経常収支の黒字については、やはりこれ以上の拡大は限界に近いのではないかと思う。今の日本経済の状態の中では、為替相場の方向感覚については、恐らく moderate な円安傾向が続くというのが、整合的な状況ではないかと思うが、仮にそのような為替相場が実現したとして、その下で純輸出がさらにどれくらい増える余地があるかということを見ると、一方でアジア諸国におけるパイの縮小の影響も出てくる訳であるから、結論的にはこれ以上の黒字の拡大は難しいであろうし、また望ましいことでもないのではないかと思う。以上のようなことを総合的に考えると、私自身は向こう半年間程度は経済全体としては、かなり弱い展開になるのではなかろうかと思う。一旦このように動き出した経済というのは、なかなか急には止まらない性格を持っていると思うが、今年度後半を展望した場合、そのようなモメンタムがさらに下方に、雪だるま式に膨らんでいくとは必ずしも思わない。ただ、そここのところは、今度政府が決める経済政策の内容を見てみないと、なかなか判断しにくいのではないかと思っている。そのようなことを考える際に気になることを2つだけ付け加える。第1は、金融システムの現状であり、これまでいろいろな措置がとられてきた訳であるが、その効果としては、非常に大きな貸出の回収が発生してしまうのを何とか防止するとともに、金融機関の大きな破綻なしに3月の年度末を越すということを一応保証するという程度に、取り敢えずのところはとどまっているのではないかと思う。このような考え方が間違っていることを私自身はむしろ願うが、今の金融システムの状態をリスク・ファクターとして考えた場合に、経済活動を積極的に押し上げるような力はどうか考えても働かないといった状況が続いているのではないかと考えており、不幸にして外的なショックが生じたような場合には、それに対して非常に脆弱な状態が依然として続いているというように思う。第2の懸念というのは、デフレの問題である。1991年以降のバブル崩壊の過程で、日本経済は一度非常に大きな価格破壊といわれる価格水準の訂正を経験してきているので、現在の価格水準からさらに大きな全般的な物価の下落が起きる

というリスクは比較的少ないのではないかと思うが、予想される需給の緩和傾向の中で物価水準がじりじりと下がっていく可能性はあるのではなかろうか。特に、消費者物価という最終的な価格のところは既にゼロ近辺のところ動いているという状況にあるので、デフレ的なプレッシャーが最終財・サービスのところまで来てしまうと、これを短期間に逆転させるというのは極めて難しいことではないかというように思う。これが、その先デフレ・スパイラルに結び付くリスクがどれ位あるのかというのが問題であるが、そのところは、はっきり言ってまだよく分からない。賃金や企業所得がデフレ的な圧力の中で大きく減少し、それが消費や、企業投資のスペンディングの方に転嫁していくことになると、本物のデフレ・スパイラルになってくる訳であるが、そういう意味では企業収益がこの状況の中でどれくらい持ちこたえられるかというのが取り敢えずのポイントだと思う。この間の短観を見た限りでは、大企業・製造業に限ったデータであるが、売上高利益率は今年度の予想ではまだ4%程度と過去の平均値に近いレベルなので、この程度の収益が維持可能なのであれば本物のデフレ・スパイラルの心配は、それほどないのかも知れないが、この収益予想が果してどの程度固いものなのかどうかということ、よくチェックしていく必要があるのではないかと思う。現在は、国内におけるデフレ的なメカニズムが本格的に動き出すということに対して、海外需要、主としてアメリカ経済、それから為替の円安というのが取り敢えずの防波堤になっていることは否定できないと思う。従って、アメリカ経済の今の状況が何らかの理由で大きく崩れるというようなことが起きると、そのリスクは今のところ小さいだろうとは思いますが、そのようなことが起きた場合に、本当のデフレ・リスクが増してくるのではないかと考えている。

速水議長

有り難うございました。追加的な意見があればどうぞ。

特にないようであれば、金融政策運営方針についての検討に移りたいと思う。それでは、各委員から意見を頂きたい。

## 後藤委員

このところ、総裁が国会で何度も金利をそろそろ上げるべきではないかという質問を受けているが、利上げについては、中央銀行の金融政策として、マクロ的な視点から考えると、とるべき選択肢ではないと思う。その他の選択肢として、利下げ、あるいは低め誘導の一層の強化については、私は理論的にはあり得ると思っている。ただ、歴史的な低金利をずっと続けてきており、一方で国会の質問に現れているような社会的に利上げを求める声というものも非常に強いことを考えると、さらに金利を引き下げると、低め誘導をやるとすれば3つ位の条件が満たされる必要があると思う。第1に、やはり内生的な物価下落というものが起きて、実質金利が上昇し、期待成長率との関係で金利水準が経済に対してマイナスの影響を持つ可能性が強くなるような状況が生じることである。ただ、私は今はまだそのような状況にあるとは思っていない。また、仮にそれをやるとしても、もう残された余地というものは非常に小さく、引き下げ幅としても0.25%といったオーダーであり、それだけではパンチ力が弱く、やればこれが最後ということでもある。もう1つは、金融政策だけが独立して先行してやると、日銀は先に飛び出して円安方向にアクセルを踏み込んだというようにアメリカ、ヨーロッパ、アジアから受け取られ、パーセプションの面でマイナスが生じる可能性がある。このような円安指向と受け取られ兼ねないことと力が弱いことの両方を考え合わせると、既に政府としても特別減税のほか、金融システム対策も実施し、その効果がこれから出てくる部分もあると思われるし、また、現在追加的な財政措置が検討されており、もうすぐ具体化されて打ち出される、そうした追加的な財政措置とこれまでの金融上の措置がいわば共鳴効果というか、両方支え合って効果を出すようなことしか考えにくいのではないかと思う。いわば能の舞台で言えば、金融面からの措置としてやれることはもう大分やったので、「シテ」は財政の方であり、金融は「ワキ」の役で「シテ」と一緒にあるいは「シテ」の斜め後ろに着いて行くということが、政策効果からいっても、国際的な

受け取られ方からいっても、必要ではないか。第3に、日銀の過去の行動を見ていると、1回金利を動かすと比較的すぐに動かすということについて、非常に抵抗があるのではないかという気がする。すぐに動かすと、前に金利を動かしたことが誤ったということになりかねないので、ファイン・チューニングはやらないという思想があるように思われる。仮に、さらに低め誘導ということをやることにした場合、これは恐らく世界の金利史上例のないことをやることになるので、その場合にはできるだけ早く元に戻すような状態が生まれることを願いつつやるということでないといけな。その3つの条件が満たされた場合には、低め誘導の強化なり、もう一段の利下げということがあり得るであろう。しかし、今はまだその時ではないと思う。それとの“corollary”みたいな話であるが、潤沢な流動性の供給によりターム物金利を上げないようにすると、オーバーナイト・レートについては0.4%を切る位のところまで抑え込まないといけなような事態が起きないか。仮にそういうことが起こると、金融調節方針に関するディレクティブとの関係はどうなるのかという問題がある。過去のことを調べてみたら、95年に公定歩合を0.5%にして、現在の調節方針を採った時は、オーバーナイト・レートのレンジについては、初めは0.5%と0.45%の間でやっていたが、今は何となく積み期平均で0.43%とか0.44%といったように、0.45%を下回るように誘導しており、「やや下回る」ということの解釈がこの2年半位の間に変わってきている。そのことは透明性という観点から言えば問題なくはないと思う。将来の問題としてディレクティブが現在のような口語的な表現が良いのか、それとも「やや」とか「概ね」という幅は付けつつも、具体的なレンジで示す方が良いのかということは、検討課題たり得ることだと思。ただ、当面の問題として、それをやろうとすると、どうしても金融調節方針の変更になってしまうのではないかという問題が1つある。もう1つの問題は、先程植田委員からも話が出たが、調節をする側が頭の中に置いているバンドのようなものが外に見えた方がいいのかどうかということについて、今の様な状態ではやや疑問があるということもある。従って、当面はターム物金利の動きや政府

の経済対策の動き等を見ながら、公定歩合を2割位下回るところ位までは“allowance”として念頭に置くこととし、現在の「やや下回る」という表現のまま積み期平均でディレクティブとするのが良いのではないか。そのことは、議事要旨には書かないで、金融市場局長はターム物金利が跳ね上がるのを抑えるために必要であれば、積み期平均としてのオーバーナイト・レートの加重平均値が0.43%を下回らないようにすることに必ずしもこだわらないで、0.4%台に乗っていれば良いということで、当面やっていったらどうかというのが私の意見である。

#### 速水議長

有り難うございました。次は、武富委員どうぞ。

#### 武富委員

日本経済の今の局面というのは、誠にやむを得ない形ではあるが、低金利とある程度の円安の組み合わせしか、マクロ政策としてはオプションがないという前提でやっている訳である。その中で何があと必要なのかというと、民間部門が活性化されてある程度の中期的な成長軌道へ戻すということであり、そのためには優れて構造対策が必要である。それは、マクロ、セミマクロ、ミクロそれぞれの段階で構造対策が要るということだと思う。そういう意味合いで先程来議論している今度の経済対策というものも位置付けるべきなのかなと思っている。景気が循環的に少し下の方向への調整の流れが強まっている現状に則して言えば、経済対策の中には、1つはジャンプ・スタートのような刺激を与えるある程度の需要の創出と、もう1つは大きい枠組みの中での中長期的な観点からの経済構造の転換の道筋が見えるようなものにしていくということが重要だと思う。それが可能であれば金利政策について引き下げのオプションを選択する必要はない。低金利、円安政策は膨れきった風船のようなものであり、ここで限界的ではあれ下手にいじるとどうなるか分からないという際どいところへきている訳である。ただ、本来論として、素直に考えると、金利引き下げという



こともオプションでなくはない。そういう意味では、金利の引き下げも理論的には可能という後藤委員の意見と同じであり、従来から緩和バイアスを掛けるに足る経済情勢だという認識であった。もっとも、そのことのメリットと同時に、本日は繰り返さないが、そこから起こり得る弊害をすぐにいくつも思い付くので、そのリスクを取ってまでやる必要があるのかどうか。特に、幸い目の前に、ある程度の具体的な経済対策が示される可能性があるという時期であるので、それを見るまでは金利引き下げのオプションは温存した方が良いと思うし、今度もし下げる方向へのオプションを発動するとすれば、それは本当に緊急やむを得ない場合ではないかなと思う。先程来の実質金利の議論に関しては、それだけを取れば、経済にとって具合が悪いことになるが、経済対策などきちっと出るものが出て、そのうえでもう一度経済の流れをよく見てということの良いのであって、予断をもって前倒しで判断しなくても良いと思う。従って、結論だけでいけば金利は現状横ばいで良い。ただ、実際の調節については、信用リスクもあるし、市場もいろいろと従来になく変化しているので、難しいだろうというのは分かる。今、結果としてオーバーナイト物で売りオペをする際の資金吸収コストは日銀にとってやや高めになっているが、ターム物金利が跳ね上がって企業の資金調達コストに悪影響を与えないようにするために、ターム物で大量の買いオペを行い、その分をオーバーナイトで吸収することから、いわゆるオペレーション・ツイストになっている。そうしたぎりぎりの調節の結果ではあるが、一頃心配したほど、ターム物金利に極端な悪影響が出るということは当面はなさそうなので、現状維持ということで良いと思う。その時に、0.5%という公定歩合をやや下回るというのはディレクティブとして非常に曖昧だという議論に関して言えば、なかなか難しい問題だと思う。今後、明らかな金融政策の変更として動くとする、少なくとも0.25%ポイントというのが恐らく常識的な単位だと思う。そうしたことを考えながら、暗々裏に0.5%という公定歩合から下回る下限を設けることにすると、例えば積み期間の平均として0.5%から12.5bp(8分の1%)の範囲内にオーバーナイト・レートを収めることになるのではな

いか。そうであれば、ディレクティブに反しないと思う。緊急やむを得ない信用リスク的なことでも起きない限り、無理をしないで、その位の幅の中に持っていくことで良いのかなと思う。ただ、これもやはりオーソドックスなことではないと思うので、金融市場局の現場の感じとして今のままでも何とかやれるというのであれば、現状のような表現でも私自身は構わないのではないかと考えている。

速水議長

有り難うございました。三木委員どうぞ。

三木委員

選択肢のA案については、先程から申し上げているとおり、まず有り得ない。選択肢としてはB案になると思う。やはり目の前に政府の経済対策がぶら下がってきており、あとはいよいよタイミングと中身というところまで来ている段階なので、まずはこれを踏まえるということになる。もう1つは、日銀の金融政策といっても、公定歩合はアナウンスメント効果しかないというのが現状であり、金融調節、しかもオーバーナイトが中心でということに限られるので、C案は最後の手段だろうと思う。これは、後藤委員、武富委員の意見と同じであるが、最後の手段の発動というのは、本当に最後の最後という形でなくてはいけないということになるであろうから、そういう意味でも、政府の経済対策に連動する形で、かつ効果的にということをよく見極めてやるべきだろうと思う。そうすると、今日現在の姿としては、B案にあるような中立的なスタンスしかない。ただし、先程後藤委員、武富委員から話があったように、下げるという選択肢は常にキープしておくということと、仮に行うとすれば、連動して効果的に行うことが必要である。それに、もう1つ付け加えるとすれば、今後の経済の動きを見てもっと弾力的に手が打てるようにすべきである。この点は、先程の後藤委員の話のように、日本銀行の政策スタンスはかつてはなかなか硬直的で、金利を一旦動かすとその後はなかなか動かさないという指摘

があったので、敢えて付け加えたものである。ディレクティブのやり方の問題については、現在のような「やや」という表現だけで本当に良いものかと思う。執行部としては、政策委員会が決定した方針に従って実際のマーケットの運営をする訳であるから、定量的にその範囲を考えねばならず、「やや」という表現だけだと、定量的には一体どの範囲でやれば良いのかという問題が残ってしまう。できればレンジとして示せないか、それが難しければ例えば下限目標の形でディレクティブは出せないか、こういうことは是非考えた方が良くと思う。ただし、既に指摘があったように、外に対して公表する場合の影響は非常に大きく、いろいろな取り方をされる恐れがあることも分かるので、後藤委員の意見のようにディレクティブとして定めても、要旨では公表しないことも考えられるのではないか。例えば、下限として0.4%を目途にするとか、下回る幅として0.125%を目途にするとかは、今までの歴史的な経緯からみても意味のある数字かも知れないので、その辺のところを念頭に置き、執行部としてはそれに従って実際のマーケット運営をやってもらおうということは是非考えていただきたい。そういう中で、これから政府が打ち出す経済対策に連動し、かつ効果的に行うための環境整備としては、少なくともターム物金利がもう少し落ち着く方向に結果として出てくれば、それが一番良いのではないか。

#### 中原委員

私は、今の日本経済にとっては、できるだけ有効需要をたくさんつけるということと、できるだけ潤沢な資金をできるだけ安いコストで提供するということの2つが必要と考える。従って、A案については、いろいろな要望もあるが、当然有り得ない。本来ならば、金利を引き下げるべきだと思うが、先ほどから皆さんが指摘しているように、そうするにはいろいろな条件がある。一番大きな条件は、財政政策がはっきり分かっていないといけな。一定の財政政策が打出され、その効果がどうなるかをまず見極めることが必要であり、金融政策として独走する訳に行かない。そこまで待たねばならない。金利を引き下げる場合にもう1つ考えなくてはいけな

いのは、円にどのように跳ね返るかということである。跳ね返り方如何によつては円安が進み、アメリカへの輸出が増える。そうなると、日米貿易摩擦ということにもなるので、最後の切り札として取っておくことになる。だが、最後の切り札としては有り得ると思っている。それでは、具体的に何をするのかというと、現状の低め誘導の中で、明示する必要はないと思うが、レンジを広げ、平均で0.4%にするか、あるいは武富委員が言われたように0.375%にするのかということになるのではないか。0.375%はたまたま政府短期証券の今の割引レートなので、現在の公定歩合の下でやってもおかしくない。ただ、少なくとも現在の段階では、先程山口副総裁が言われたように、金融システムへの不安が完全に払拭された状況ではないので、あまりレンジを明示しない方が良いのではないかという考察もある。具体的に0.4%にするのか、0.375%にするのかについては、皆さんもいろいろ意見があると思うが、少なくとも現在よりは広げた方が良いのではないかと思う。そのようにすれば、ターム物へも良い影響が出てくるのではないかと思う。最後であるが、私は金融政策と財政政策は片方が「シテ」で、片方が「ワキ」だとは思っていない。両シテだと思っている。片方は休んでいるだけである。

#### 篠塚委員

前回の決定会合で決められた状況に比べ、経済の状況としては、短観を見ても、ますます逼迫しているので、大きくスタンスを変える必要はないと思う。従つて、B案の「平均的にみて公定歩合水準をやや下回つて推移するように促す」が良いと思う。ただ、午前中にも申し上げたが、昨日の日経金融新聞に「説明無きコール金利低下」というようなことが書かれており、これが少し気になった。現在のように、ただ「公定歩合をやや下回る」という曖昧な表現ではなく、何かきちんとした誘導目標を明示しておけば良いのかなとも思うが、それでは具体的に数字を挙げるべきなのかどうかということについてはまだ分からない。ただ、過去3か月間の平均なのか、過去数日間の平均なのか分からないが、何か指標のようなものを一

度検討してみることが必要ではないかと思っている。

#### 植田委員

私は後藤委員を始めとする皆さんの意見と大体一致していると思う。結論的に同じであるだけでなく、それに至る背景、あるいは理由等もほぼ同じなので繰り返しを避けるが、B案に賛成である。付け加えるとすると、皆さんが言っていたが、コールレートの誘導水準、あるいはレンジについてももう少しいろいろ考えるべきかどうか、という問題意識を私も共有している。ただ、今日この場でそのターゲットの下限を0.375%に決めて、それをアナウンスするということまでの準備、およびその必要性についてやや不十分であるという感じがするので、今後近い将来の非常に重要な検討課題ということで、問題意識を共有するのが良いと思う。もう1つ、皆さんは最後の玉として例えば公定歩合の25bp、30bpの引き下げのようなことを考えていると思うが、それ以外の玉としては量的なターゲットを作るという金融政策が有り得るかと思う。これは、実務家の間では評判が悪い話ではあるが、例えばマネタリー・ベース、あるいはマネーサプライでも良いが、これを厳密にコントロールするということは恐らく非常に難しいし、不可能かと思うので、そのターゲット・レンジを定め、他の手段をそれに向けて動かしていくという金融政策が理論的には考えられるし、一応形式的にはFedが80年代初めにやったと言われている。あの時は、金融引き締め期にそれをやったが、現在のように超金融緩和期で、後がないというような時にも、場合によっては使い得る政策かも知れないと思う。正しいかどうかは自信がないが、検討の余地はあると思っているし、経済実態がこれから先下の方に向かって突っ込むという兆しが見えた場合には有効な手段の1つであると思っているので、そういう問題意識を私が持っているということも、言いつ放しにはなるが、取り敢えず申し上げておきたい。

中原委員

具体的にはM2の話か。

植田委員

M2 がいいか、ハイパワード・マネーがいいか、選択肢はいろいろあると思う。付け加えると、政治的な発言になるが、我々が決めているのは量であり、金利はいくら下がってもそれは短期金利を含めマーケットが決めているものである、という言い方もできる。

武富委員

それは先進国でも一度やって上手くいかなかった。しかも、今の日本のように非常にデリケートな時期に果たしてどうかという問題がある。

藤原副総裁

私はB案で、現在の金融政策スタンスを維持するのが良いと思う。理由は、既に皆さんが説明されたとおりである。その場合、「やや」という表現に今までどれだけの裁量が委ねられてきたのか、その他の経緯も私はまだはっきり知らない。また、市場が勝手に「やや」を数量的に解釈するのか、そうでないのかも分からない。ただ、全体として、金融スタンスを現状のまま維持するという事でB案に賛意を表す。

山口副総裁

結論としては、現状維持で宜しいと思う。先程申し上げたような、私自身の経済の現状判断からストレートに結論を出すとするれば、むしろC案の方が整合的であると頭のどこかで思っており、できれば一段と金利を下げ、これ以上情勢が悪くならないように保険をかけたいところである。ただ、何人かの委員が言ったように、今後における可能性は排除したくないと思うが、何分政府の方でかなり大きなパッケージを検討している状況なので、その内容なり、効果なりを見極めることが先決だろうと思う。1、2点付け

加えると、今、植田委員が言われたような量的なターゲット・ゾーンというものも、仮定の話ではあるが、ぎりぎり最後の措置として次のアクションを考える場合には併せて検討すべき問題だろうと思う。もう1つ付け加えると、多くの方が指摘した「やや」という表現の曖昧さである。後藤委員が先程言っていたと思うが、最初にこの表現を採用した後は、大体コールレートを0.45%から0.5%の間に着地させることを心掛けてやっていたと思うし、実際にそれを実現するのに支障はなかったと思うが、昨年秋以降の緊急事態の中で、それがあつた種の試練にさらされ、今日に至っていると思う。また、最近は市場の環境が少し落ち着き方向に向かつてきているので、0.4%台の半ば位を目指すということでやれないことはないと思う。仮に多少のフレキシビリティを執行部に認めてもらえとしても、平均して0.3%台に持っていくというのは、マーケットと日本銀行との間のある種の默契みたいなものを考えると、いきなりそこまで持っていくのはどうかという気がする。先程、武富委員がバンドについて言及されたが、それはどのような考えか。

#### 武富委員

私が申し上げたのは、下限であつて、それより上でなければいけないということである。結果として0.43%というのは誠にお見事という意味である。ただ、2、3日間の状況としてどうしても市場のコントロールが難しいような時は、無理なことはやらず、市場に任せてやることになるかも知れない。そうなると、どうしてもレートが下がってしまい、単純計算上ディレクティブに合うか合わないかというような時には平均値で0.375%を下限として、その範囲に着地するよう期中で調節していくというイメージで良いと私は考えている。

#### 山口副総裁

そういう意味で言うと、私の感じでは、アベレージで0.3%台が出てくることになると、公定歩合をやや下回るところから少し離れること

になるような印象が出る。また市場もそう思うのではないかと思う。いろいろ変動を繰り返しながら、アベレージとして0.4%台を維持できるのであれば、「やや」という表現の中に何とか収まるのではないかと思う。

#### 植田委員

そうすると、議事要旨に残すかどうかは別として、われわれとしてはほぼレンジをセットしつつあるという感じもする。

#### 中原委員

執行部としては、ディレクティブを決めないと困るのではないか。

#### 山口副総裁

金融市場局長、現場の意見として言った方が良いことがあったら、言って欲しい。

#### 山下金融市場局長

現場としては、マーケットとやっていく関係で、ある程度フレキシビリティがないと困る。ただ、山口副総裁の話のように、仮に0.3%という数字がくると、やはり今よりは低めに誘導しているということになるのではないかと思う。また、先程篠塚委員も指摘されたように、トランスペアレントではない方法でやっているという批判もあるという意味では、非常に悩ましい問題である。従って、今日いろいろご議論頂きたいが、私の認識としては、多少フレキシブルにやって構わないにせよ、0.3%台に持っていかなくはコントロールできないような事態になった時にはまたご相談したい。その場合、悪い影響を与えるということであれば、もう少し根本の議論もして頂きたい。

#### 後藤委員

その程度の漠然としたことで良いのか。やはり積み期平均で0.4%台に



は乗せることを目途にやるという程度の、弾力性の拡大について少しはつきりしておいた方が良くはないかという気もするが。

#### 山口副総裁

今、私と金融市場局長が申し上げたのは、執行部としてのある種のお願みたいなもので、政策委員会として「やや」という表現を採用するが、その心は0.4%台を維持していればその範囲の中に入っているという位の理解を共通に頂くのであれば、それを土台として今後の調節をやっていくということである。皆さんの意見次第である。

#### 中原委員

投票すれば良い。

#### 速水議長

私の見解を申し上げる。今のわが国の経済を見ると、家計支出の減退等から景気の停滞が続いている中で、先般の短観の調査結果にも見られるように、企業収益、企業マインドははっきりと悪化してきているように思われる。そのような中で設備投資や雇用にも調整圧力が及び始めているということは、最近の1つの変化点ではないかと考える。このように生産・所得・支出をめぐる循環がマイナス方向に動き始めている。経済活動全般に対する下押し圧力という表現は使ってくれるなという意見があったが、下押し圧力が強い状況にあるように見られるので、このような表現で良いのだろうと思う。物価の面でも国内需給ギャップの拡大傾向が続いているということで、当面全般に軟調に推移する公算が大きいと思う。また、金融面でも、根強いリスク・プレミアムや、物価上昇率の低下もあって、実質ベースで見た企業の資金調達コストが、幾分上昇してきているように思われる。こうした情勢を踏まえると、ここで一段の金融緩和を進めることによって、企業や家計のコンフィデンスの回復を促すことも、1つの整合的な考え方かとも思われるが、同時に、今政府・与党が方針を示した過去最

大規模の経済対策が作られるところであり、今後、財政面から思い切った景気対策が打ち出されるのであれば、その内容如何によっては、企業や家計、さらには、市場のコンフィデンスが改善に向かう可能性もあるように思われる。そこで、当面の金融政策運営としては、これまでの金融緩和スタンスを維持しながら、アジア情勢や財政面からの動きの帰趨、それらのマクロ経済への影響などをもう少し見極める必要があるように思う。また、そうした現状維持の金融政策スタンスの下で、ターム物金利等へ好影響が及ぶことを期待しながら、潤沢な資金供給によって、市場心理の安定に努めていくことが重要であるように思う。そういう判断、および観点から私の見解を申し上げた。それでは、議案を取りまとめることとしたいが、その前に政府から出席された方々から、大蔵大臣、および経済企画庁長官の午前中の発言に何か付け加えるようなことがあれば願います。

#### 大蔵省溝口総務審議官

大蔵大臣に午前中発言の機会を設けていただき、既に大蔵省の考えを説明した。その後の議論で追加、補足すべきものがあれば、この場で発言しても良いということでこれまでの議論を聞かせて頂いていたが、特に追加すべきものはない。

#### 経済企画庁塩谷調整局長

私も午前中に経済企画庁長官がいろいろ申し上げたことに追加すべきことはないが、希望を申し上げますと、午前中の経済企画庁長官の発言をできれば議事要旨に何らかの形で留めておいて頂きたい。政府の経済対策に関してはいろいろご議論があった。対策はこれから検討することになるが、皆さんが全く触れなかった点について1つだけ追加して特に申し上げたいと思う。今後の下押し圧力を押し止める力として、既にいろいろな対策が実施に移されている中で、昨年11月18日に決定した「21世紀を切りひらく緊急経済対策」の効果について、いま少し注意を払う必要があるのではないかとすることを特に申し上げておきたい。ここに盛り込まれている

のは、規制緩和措置が中心であり、これらの措置は何らかの制度改革を伴うもので、短期的に効果が発現するという訳にはなかなかいかない面がある。しかし、この対策を実施するのに必要な法律改正、全部で 27 法案のうち 25 法案については既に国会に提出されており、審議がまさに始まろうとしている。例えば、電気通信分野での相当な規制緩和を内容とする KDD 法の廃止や、電気通信事業法、電波法の一部改正、土地取引の事後届出制への移行を内容とする国土利用計画法の一部改正、証券取引法の改正を内容とする金融システム改革法案、特定目的会社による特定資産の流動化法案などである。5 月から 6 月にかけてこれらの法案が成立し、実施に移されていけば、企業活動の活性化に相当程度寄与するほか、企業のコンフィデンスの回復にも資すると考えられる。また、法律改正を要しない措置としては、ガソリンスタンドの有人セルフサービスの解禁や、予備校の授業の通信衛星を使った配信などがあるが、これらはもう既にかなり実施に移っており、効果を発揮し始めているものと思っている。こういう点が物価下落にも寄与し始めているのではないかという点も考慮して頂きたいと思う。こうした措置は短期的な需要創出効果にはなかなか繋がらないが、本年度後半以降の景気下押しの力を押し止める力になっていくのではないかと考えているので、是非注目をして頂きたいと思う。今後の経済対策については、国内需要の喚起に焦点が当てられており、相当規模の財政支出が期待されている。もちろんそういう方向で検討が進むと考えられるが、武富委員が指摘されたように、中期的にわが国経済の体質を改善強化する、経済構造改革の方向と整合性を持った対策でなければいけないと考えている。また、現在の景気回復の大きな阻害要因になっている、不良債権の処理の促進にも資するものでなければならぬと考えている。つまり、需要拡大、経済構造改革、不良債権処理を総合化した対策という方向で検討を進めて行きたいと私どもは考えているので、その点も是非申し上げさせていただきたいと思う。こうした状況の中で、日銀としては、金融市場において資金の潤沢な供給に努めるという考え方の下で、金融調節を行っているという理解しており、引き続きそうした対応を是非期待しているところであ

る。さらに、いろいろ議論があったように、最近の企業の資金調達については、ターム物金利の低下などの変化の兆しもあるが、量的な側面、あるいは調達コストの面では厳しい状況が続いていると考えており、今後についても引き続き注意深く見守っていく必要があると思う。こうした中で、日銀の対応については、全体として我々は評価をしているところであり、引き続きそうした方向で金融政策の運営が行われることを期待している。

速水議長

ただ今の溝口総務審議官、塩谷局長のご発言は参考意見として伺わせて頂いた。

次いで、議案の提出および採決に入りたいと思う。議案を取りまとめたと思うが、先程の委員による検討によると、当面の金融調節方針について、現状維持とする意見が大勢を占めていたように思う。従って、当面の金融調節方針は現状維持ということで、私の方から議案を提出させて頂く。

[事務局より議案配布]

速水議長

各委員、いかがでしょうか。

中原委員

先程の0.4%というのは、了解として付けないのか。

後藤委員

表に出すのか。

中原委員

表にはもちろん出さないが、付けないと、執行部がやりにくいのではないかと。

速水議長

「やや下回る」という表現では不十分か。

中原委員

今は0.43%になっているように思われるが。

山本企画室企画第1課長

やはり議案として提出され、決定されたものは外に出すのが原則だと思う。ただ、別のやり方として、議論の記録としては、議事要旨と議事録があるが、このうち議事録に共通認識として0.4%台が共有されているという形で、記録を残すことも考えられるが。

後藤委員

議事録にとどめるということか。

山本企画室企画第1課長

そのとおり。議事要旨に書いて、早い段階で外に出すかどうかは別の問題としてあるが。

後藤委員

議事録というのは、ずっと後に出す方ですね。

山本企画室企画第1課長

そうです。公表時期については、別途決定頂くことになるが。本日、金融政策運営方針として公表するのは、議案の別添として付いている文章で、従来と同じものである。

速水議長

発表文は、次のとおりとなる。「当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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）。」

山本企画室企画第1課長

ここでいう現状維持の具体的な内容は、その前の議案にある「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。

速水議長

これはこのままでよろしいか。それでは議決に入るので、政府からの出席者は一時退席して下さい。

[政府からの出席者退席]

速水議長

それでは、賛成の方は手を挙げてください。

[全委員挙手]

速水議長

それでは全員一致で現状維持ということにする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成:速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対:なし

棄権:なし

欠席:なし

速水議長

また、0.4%というのは記録に残すことにする。

山本企画室企画第1課長

議事録には残します。ただ、1か月後に出す議事要旨の方はどのようにしましょうか。

速水議長

議事要旨に載せるべきかどうかですね。

委員一同

議事要旨には載せなくて良いのではないか。

速水議長

それでは、議事要旨には載せないことにする。

中原委員

数字を外に出すという場合、例えば、Fedのケースではピンポイントで出しているが、全然外れている。だから、必ずしも出したからどうなると

いうことではない。Fed と日銀が同じという訳ではないがその辺を補足的に申し上げたい。

山本企画室企画第1課長

われわれの文章にも最後に「促す」という言葉が入っているが、これはもともと絶対的に100%コントロールできる訳ではない、という考え方の下で、「促す」という表現によって余地を作り、最大限努力するということである。もともと100%リジッドなディレクティブというものは、市場との関係で有り得ない。

速水議長

それでは、政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

V. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは、最後に金融経済月報の検討および採決に入りたい。最初の3ページが、新日銀法第15条第1項に言う「経済及び金融の情勢に関する基本的見解」に当たり、本委員会の正式な決定事項になる。本日のこれまでの議論を踏まえて、検討をお願いする。松島調査統計局長と山本企画室企画第1課長から、ポイントを説明して欲しい。

松島調査統計局長

それでは、基本的見解のうち実体経済面、および物価面について説明する。前月との対照表を作成して、午後一番で配布したので、それを参照して頂きたい。まず、景気の現状に関する総論として、今月は、「わが国の経済を見ると、家計支出の減退等を背景とした景気の停滞が続く中で、企業マインドも広汎に悪化しており、経済活動全般に対する下押し圧力が強



い状況にある。」との表現にしている。ちなみに、3月は、「下押し圧力が強まりつつある」という表現であったが、それを「下押し圧力が強い」と変えた背景としては、これまで議論されてきたことに尽きるが、もう一度整理すると、1つは短観で企業マインドの悪化が確認されたことが挙げられる。また、在庫の積み上がりを背景として生産が減少している。しかしながら、なかなか在庫調整がはっきりした形で見えてこない中で、所得形成力が弱まってきており、具体的には企業収益が急速に悪化、また家計の雇用、所得環境も伸びが鈍化してきている。さらに、需給ギャップが拡大傾向にあることから、消費者物価を見ても、消費税率引き上げおよび医療費の自己負担の引き上げといった制度的な要因を除くと、ほぼ前年並みの水準になってきている。このように、物価も軟調傾向にあることを踏まえ、「下押し圧力が強い状況にある」という表現にまとめてみたものである。各論のところでは、それぞれ厳しい評価にしているが、特に大きく変えたのは、純輸出と設備投資である。純輸出については、これまでは、「引き続き増加基調で経済を下支えしている」としていたが、今月は増加テンポが鈍化していることを指摘している。設備投資についても、「減少の兆しが現れ始めている」という評価に変えている。先行きについては、「少なくとも当面は、生産面を中心に下押し圧力の強い状態が続く公算が大きい」という評価にしている。ただ、これからの景気を展望するうえでは、現在検討されている景気対策の影響が非常に大きいので、「その具体的な内容や、企業・家計のコンフィデンスに及ぼす影響などに注目していく必要がある」と付け加えている。先月は、「景気下振れリスクについて十分な注意を払っていく必要がある」という記述で、リスクに言及するだけにとどめた。これに対し、今月は、既に行われている金融システム安定化策や特別減税に加えて、今検討されている景気対策も挙げて、今後の景気に及ぼす影響に十分注目していくことが必要であり、それを併せて見ないと、今後の景気の動きを見通すうえで材料が不十分であることを明確に示している。

山本企画室企画第1課長

金融面の動きについては、ポイントが3つある。まず、第1パラグラフは市場金利の動きであるが、信用リスクに対する市場の意識が引き続き根強いことが窺われる。次のパラグラフの量的金融指標であるが、企業の資金調達全体で見れば、資本市場等からの調達増加もあり、大きな落ち込みは避けられているように窺われる。最後のパラグラフは金融機関サイドの動きであるが、中期的な収益性や健全性の向上の観点から、引き続き慎重な融資姿勢を維持している。また、企業の調達コスト面では、信用力に伴う金利格差が拡大したままの状態が続いていると見られる。このため、中小企業などを中心に、企業によって厳しい資金調達環境が続いており、その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

速水議長

委員方から意見はありますか。

委員一同

特にありません。

速水議長

それでは、これで「経済及び金融の情勢に関する基本的見解」を決定して頂いたことにする。対外公表は、4月13日月曜日の午前9時20分の金融経済月報の公表をもって行うことにするので、それまでは取り扱いには厳にご注意下さるようお願いする。事務局に決裁をお願いする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

### VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は 4 月 24 日金曜日に予定している。どうもお疲れ様でした。

(午後 4 時 10 分閉会)