

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年4月24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 将（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 中村 正三郎 政務次官
経済企画庁 新保 生二 調査局長

(執行部からの報告者)

理事	永島 旭
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

ただ今より、金融政策決定会合4月の第2回目を開催したい。

(午前9時開会)

II. 議事要旨の承認

速水議長

まず、3月26日開催分の議事要旨の原案が出ている。ご出席なかった方も多いと思うが、これでよろしいか。

[全委員がうなづく]

それでは3月26日開催分の政策委員会金融政策決定会合議事要旨を、4月30日に発表させて頂く。

[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

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

金融経済動向についての執行部説明の前に、中村大蔵政務次官から、本日発表予定の景気対策案についてをご説明頂けるということであるので、まずそれから入りたいと思う。

中村大蔵政務次官

本日は大臣が国会に拘束されているので、私が代わりに出席させて頂いた。先般、速水議長と一緒にIMF暫定委員会、G 22、世銀IMF合同委員会に出席したので、その状況や本日ちょうど財政構造改革会議が開かれ、決定をみたところであるので、そういったことも説明させて頂けたら良いのではないかと考えて出席した。景気については、日銀と大蔵省の見方は一致しており、非常に停滞し、厳しさを一層増していると見ている。昨日、財務局長会議が開かれ、各財務局長からもそういう報告であった。ただ、私はいろいろなタイプの企業を経営してきた立場から考えると、企業家のマインドは冷え込んでいるが、今企業家は、この辺りでいつ底を打って立ち上がるかということを考えている時だと思う。そういう局面であるので、私共はあまり「下押し圧力が強い」という表現は使用しないように、ということをお大蔵省に申している。G 7については、速水議長が出席されたので、皆さんはもうご存じだと思うので、多くは申し上げないが、G 7では、発表されたとおり、日本の経済対策は評価されているということである。残念ながら、新聞はそう書いていないが、そういうことだった。また、IMF暫定委員会や何かでは、速水議長からも、金融安定化策等の日本の一連の対策について発言頂いた。私からは、特にアジアの危機について、大きな民間資金の移動というのが突然襲ってきて、経済のパフォーマンスが比較的良い国を直撃し、その国の経済に打撃を与えるということが起こっ

ている。このため、IMFが音頭をとって、各国の金融当局、民間が一緒になって民間資金の移動というものをモニタリングするべきだと言った。特に、短期資金の流入については、これを捉えないといけない。できれば、国別融資を期限別、通貨別等にモニターするというシステムを作らなくては、いつ我々のように国際金融市場に市場をオープンにしている国が襲われるか分からない話であるということを示し上げた。これに対し、ルービン長官が、日本が言ったことは非常に重要なことで、委員会を作って検討すべきことだと発言し、マレーシア、タイも、日本が言ったことは重要だから、そういうことをやろうと言っていた。そのために委員会を3つ作ってやろうということになったので、その中で検討されていくように思っている。

本日決定された財政構造改革会議のことであるが日本の経済が、バブルの崩壊後、その混乱からまだ抜けきっていないし、大型の倒産が出たり、アジアの危機の影響を受けたりしている中で、財政構造改革を進めながらも、緊急避難的な措置を講じて、景気に対応していこうということであり、今決まったほやほやのところである。第1に財政構造改革法第4条第2項の規定を、「著しく異常、かつ激甚な非常災害の発生、または国内総生産の伸び率の低い状況が継続する等の経済活動の著しい停滞が国民生活等に及ぼす重大な影響に対処するための施策の実施に重大な支障が生じない限り、その発行額の縮減を測りつつ」という趣旨に改めることにより、特例公債発行額の弾力化を可能とするということである。運用上の「著しく異常、かつ激甚な非常災害」というのは、阪神淡路の大震災に相当するようなものを想定している。「経済活動の著しい停滞」というのは、第1に直近の2四半期連続で実質GDP成長率前期比年率が1%未満の場合、第2に直近の1四半期の実質GDP成長率前期比年率が1%未満であり、かつ当該四半期後の消費、設備投資、雇用の指数が著しく低調な場合、第3に直近のGDP成長率は第1、2の場合のような状態にはないが、予見できない内外の経済ショックによって、急速に経済活動が停滞状態に陥る場合の、3つの場合に限定されている。現下のわが国の状況を見ると、今申

し上げた第2番目の場合に当たり、経済活動に著しい停滞が生じているということである。そうした状況で、国民生活に重大な影響が及んでいることに鑑み、緊急避難的、適切な財政措置を講ずるべきであるということである。財政健全化目標として、財政赤字の対GDP比を3%以下とし、特例公債発行ゼロを平成15年度、2003年度までに達成するとしてきた訳であるが、今般特例公債発行額の弾力化を可能とする措置を設け、緊急避難的な財政措置を講ずること等を踏まえ、目標年次を平成17年度、2005年度に繰り延べるということである。また、平成11年度の社会保障関係費について、財政構造改革法の概ね2%というキャップは停止するということである。停止するが、その増加額は財政構造改革法の趣旨を踏まえ、抑制的なものとする。以上が本日決定されたばかりであるが、政府の経済対策である。また、税については、2兆円の特別減税継続と2兆円の特別減税上乘せを行うことが発表されている。住宅取得促進税制についても、政策減税をやるということになって、早急に案が出てくるという状況にある。また、法人課税、所得課税について、欧米並みのものにしていくという総理の方針が出ており、総合的な検討が行われていくと思う。特に、大臣から言われてきたことであるが、貸し渋り対策として、日銀におかれても、引続き円滑、かつ、的確な資金供給により金融機関の資金繰り不安感の払拭等に努めることが重要であるということを示し上げてきてくれと言われて来たので、そのことを申し上げさせて頂きたい。貸し渋りだといって銀行が責められているが、郵便貯金の方に資金がどんどん行って、一般の銀行は資金に困って貸せないというような変なことが起こっている。そうすると、国民は政府系金融機関を頼ることになり、これでは変な循環が出来てしまうような気がする。私はこれは非常に考えなくてはいけないことだと思う。郵便貯金を否定する訳でも、攻撃する訳でもないが、こういう現実があるということは心に留めておかななくてはいけないと思う。私も議院内閣制で党からきており、自民党の中でも私はこういう議論を時々やっているが、日銀としてもこういうこともマインドされておかれたら大変有り難い。

速水議長

中村大蔵政務次官から大変ホットなお話を伺った。それでは、これから行う最近の金融経済情勢に関する報告に加え、ただ今の中村政務次官の話も頭の中に入れて、討議して頂きたい。主要な経済指標の公表は月末、月初に集中しているので、通常、月1回目の会合から月2回目の会合の間には景気の指標面からの追加材料というのは限られている。そこで、2回目の会合は経済情勢に関する認識を一から練り直すというのではなく、1回目の会合における判断や決定に関して、その後の追加材料を踏まえ、——今回で言えば、総合経済対策の骨子が発表されたことや、支店長会議における支店長の報告等を踏まえ、——中間レビューを行うものとして位置付けたい。進め方としては、これから直ぐに、執行部からの報告ということになるが、4月9日会合のレビューという性格に鑑み、時間的には少し短めに報告してもらい、それぞれの報告の後で質疑を行いたいと思う。その後委員から前回会合のレビューという視点で金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行い、次いで当面の金融政策運営方針を決定したいと思う。それでは執行部からの報告に移りたいと思う。最初に、前回会合以降の金融調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いする。

1. 最近の金融調節の実績に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

お手許に金融調節と金融市場動向という資料をお配りしているが、最初に4ページの「金融市場の動向」という表をご覧頂きたい。前回会合以降の短期金融市場の動向を見ると、ユーロ円3か月物レートでは2月25日には1.18%まで上昇したが、前回の4月9日の政策決定会合の時には0.75%まで下がり、昨23日は0.703%まで下がってきているというように、総じて短期金融市場は落ち着いた動きとなっている。この0.70%というのは昨年11月25日以来の水準である。マーケットでは、政府の大型景気対策の決定は昨日までのところは大きな材料とはなっておらず、専ら

景気情勢の悪化や、株価の下落、物価に反応して、金利水準を徐々に切り下げる展開になっている。一部では、もう一段の金融緩和措置実施の思惑も見られる状況になっている。金融調節面では、こうしたマーケットの落ち着きの度合いを確認しながら、徐々に積み上幅を圧縮する慎重な運営を行ってきた。3 ページ目の「金融調節とO/Nレート等の推移」という表を見ると、15 日までが3月の積みの最終局面であったが、10日、13日と朝方の積み上幅を3,000億円とした。これは、4月1日から9日までの積み上幅の平均が7,300億円であったことを考えると、かなりの圧縮になっているが、オーバーナイト・レートの方は加重平均ベースで0.46%と安定した推移を辿った。積み最終日の前日にあたる14日も、朝方2,000億円の積み上調節を行ったところ、0.47%で出合いが進み、落ち着いた展開となっている。しかし、交換戻時点で先週金曜日に実施された巨額の為替介入資金の決済が行われた際に、一部の金融機関が資金手当てに失敗し、交換戻通過が通常より1時間半遅れるという混乱が発生した。これを眺め、市場参加者が、にわかに資金繰り姿勢を慎重化したため、金利が上昇に転じ、都銀の最高レートが0.52%まで上がり、加重平均ベースでも0.48%まで上昇した。翌15日もこうした混乱を受け、ナーバスな市場地合いとなり、朝方の調節では6,000億円の資金余剰を造成したが、積み最終日ということもあり、取り圧力も強く、オーバーナイト・レートの加重平均は0.49%まで上昇した。なお、15日までの3月の積み期間中における、無担保オーバーナイト・レートの平均は0.43%に着地し、昨年11月以降殆ど同じような水準で着地したことになる。16日以降新しい積み期に入り、都銀の一部で取り急ぐ動きが見られたことから、オーバーナイト・レートが強含む気配となったため、16日から20日まで、連日朝方の調節で8,000~9,000億円の厚めの積み上を作ったほか、最終時点でもかなりの準備預金を残す緩めの調節を実施した。その結果、マーケットはかなりの落ち着きを回復しており、21日以降朝方の積み上幅を徐々に圧縮したにもかかわらず、オーバーナイト・レートは、加重平均ベースで見ると、大体0.45%前後の安定した推移となっている。因みに、昨23日時点の準備預金の積

み進捗率は、こうした緩めの調節もあり、30.2%となっている。日割りの進捗率は26.7%であるので、かなり前倒しで進んでいる。当面ゴールデン・ウィーク入りを控え、銀行券の増発から資金需要が強まる局面に入るが、引き続きオーバーナイト・レートは概ね0.45%前後の水準で落ち着いた推移を辿るものと考えている。なお、昨年11月27日に山一証券破綻後のマーケットの混乱に対処するために再開した調節貸出については、ピークの2月下旬時点では、1.5兆円まで拡大していたが、その後のマーケットの落ち着き回復を受け、解消を進め、一昨日の3,000億円の回収をもって、残高はゼロとなった。これは、昨年11月以降のマーケットの混乱が終息し、かなり正常化が進んできたことを象徴する出来事と言えるのではないかと思う。今後、5月下旬にかけての資金需給は、特段大きな資金過不足のない推移が見込まれているが、マーケットの地合いを見ながら、レポオペ、CPオペ等による資金供給、売手オペによる資金吸収の両方向のオペレーションを引き続き弾力的に使い分けながら、調節していきたいと考えている。

速水議長

ただ今の金融市場局長の説明に対し、ご質問があればどうぞ。ご意見、ご判断についてはまた後ほど改めて議論頂きたい。

中原委員

先程の山一証券破綻後の貸出のことをもう一度説明して欲しい。

山下金融市場局長

昨年11月、金融機関の破綻が続いて、ターム物を中心にマーケットが非常に混乱し、金利が上昇した。日本銀行は調節手段としての貸出を一昨年から止めていたが、その際の資金不足に対処して調節貸出を再開し、潤沢に資金を供給することによってマーケットを落ち着かせるという対応を行った。調節貸出はピークで1.5兆円に達したが、市場の雰囲気は2月

以降次第に落ち着いてきて、徐々に資金も回るようになってきたので、その後貸出の残高も落としてきて、一昨日で残高はゼロになったということである。

中原委員

それは日銀法何条に基づく貸出か。

山下金融市場局長

第33条の通常業務による貸出である。

速水議長

他に質問はありますか。

新保調査局長

0.7%というのは混乱が生じる前より若干高いですね。

山下金融市場局長

ジャパン・プレミアムも相当下がってはいるが、昨日の時点で3か月物で22bp位ついており、10月以前に比べると信用リスク・プレミアムは引き続き残っている。図を見て分かるとおおり、12月以降ターム物は1%以上となり、期末にかけてのアベイラビリティ・リスクと信用リスクが高まった。その後、信用リスク・プレミアムについては、政府の金融システム安定化対策などが打たれて、大分落ち着いてきたが、依然としてリスク・プレミアムが意識され、それが20bp位残っているということで、ご指摘のとおり山一証券破綻以前に比べれば若干高い水準である。

武富委員

先程の調節貸出の残高がゼロになったという報告があったが、市場の中で信用リスクが比較的高いと思われる個別金融機関も、完全に貸出依

存ではなく、ある程度のプレミアムを払えばマーケットで資金が十分取れるという状況まで復したということか。

山下金融市場局長

調節貸出はマーケットで資金を取りにくい特定の金融機関に出しているのではなく、市場での大手の取り手にマクロで出している。従って、今の質問のようなことではなく、資金余剰期に入ってきているということも含めて、ネットの資金供給残高というものがだんだん減ってきており、そういう中で、我々のツールとしても、CPオペやレポオペといった本来の手段で十分対応できるようになってきていることから、調節貸出を減らしてきたということである。ご指摘のように、信用リスクが高いとみられている金融機関がこの環境の中で、資金を取り易くなったかどうかということとは別である。

三木委員

マーケット論理から言うと、需給バランスは取れているという理解でよいのか。

山下金融市場局長

私共がやってきたのは、CPオペやレポオペ等の長めの資金供給手段を打つ一方、売出手形でそれを吸収するという事で、全体としてのネットの資金需給量を無用に膨らませることなく、他方ではそういう形で資金供給をやることにより、ターム物レートを calm down させるよう努めるということで、いろいろな工夫を重ねながらやってきた。特に12月は大幅な資金不足になるので、いろいろな調節手段を使って、大量の流動性供給を行った。その中の玉の1つとして、調節貸出も使わざるを得なかった訳であるが、今はそういう状況ではなくなった。季節的に資金需要が減ってきたということに加え、そうした非常に混乱した雰囲気はかなり落ち着いてきており、通常の状態に近くなってきた。ただ、先程ご指摘があったよう

に、プレミアムは引き続き残っているし、個別の問題としてはまだ難しいところも残っている。そのように見ると、非常時が去った訳ではないが、全体として見ると、調節貸出も使わなくて良くなっており、積み上幅も、かつてのように毎日1兆円を超えるようなことをしないと、レートがなかなか落ち着かないという状況ではなくなってきたということである。

植田委員

足許については、オペレーション・ツイスト的な部分を余り行わなくても、自然にターム物金利が下がってきたという感じか。

山下金融市場局長

3月末段階では、期越えについて、大量のオペレーション・ツイストが残っていたが、資金余剰期入りや、市場の落ち着きから、オペレーション・ツイスト自体が大分下がってきている。この結果、バランスシートの伸びは、3月31日段階では前年比+約50%であったが、4月20日段階では同+36%位まで落ちてきている。こうした中で、私共の意識としては、皆さんの議論を踏まえながら、CPオペについては引き続き残高をキープする一方、買手オペの残高を落とすという形で過去の信用供与分の調整をしてきている。

速水議長

永島理事から海外市場の動向についてお願いします。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

永島理事

お手許の資料2、4月24日付でリバイスをしたものであるが、これに基づいて最近の為替市場と国際金融経済動向について説明申し上げる。

まず図表1で為替の動きについて見ると、ドル/円は前回会合時は132円台だったが、橋本総理の経済対策をサポートする形で大規模な介入が4

月9日、10日と行われたことを受けて一時127円台ミドルまで下落したが、ドル高円安という基本的な地合いを変えるには至らず、その後再び円安がじりじり進み、一旦132円台に戻した。この間、G7があったが、出されたステートメントをよく読むと、協調介入の可能性が少ないということで、これもその後のドル買い戻し要因になった。ごく直近の水曜日あたりから、海外筋が円を買い戻しており、現在129円台になっている。これは2つ位要因があり、1つは22日に大蔵省高官、具体的には財務官が、株式市場についてアメリカはピークアウト、日本はボトムアウトの状況にあり、介入について anytime 起こり得るということを発言し、市場に介入警戒感を与えたということがある。もう1つは、市場としては今晚発表の経済対策を見守ろうという態度できた訳であり、今朝、中村大蔵政務次官からご説明のあった財政構造改革法の変更ということも好感されたとみられるが、これを受けた形で、買い戻しが入って130円を割って現在129円台に入っているということである。なお、真水の大きさについても、市場では、10兆円を上回る、具体的にはマーケット・ルーマーとしては12兆円などという話が出ているが、これも多少この円の買い戻しに影響をしているとみられる。この間、ドイツマルクは前回以降、マルク高に振れて、1.82近くから1.78位のところまでマルク高になった後、再びドイツマルクが少し売り戻されて、今は1.79~1.80に戻った形になっている。これは、イギリスの金利に天井感が出てきて、英ポンドからドイツマルクへの資金流入があったということのほか、ドイツの金利について、経済は必ずしも他の国に比べて良い訳ではないが、EMUの絡みもあって利上げ観測が流れていることも多少影響している。ただ、この利上げ観測については、直近では Bundesbank 高官、具体的には副総裁とか地区連銀総裁からこれを牽制する発言も出て、少しまたマルクが売り戻され、1.80位のところまで戻ってきている。なお、4月に入って日本の内外資本の流れがどうなっているかという点、やはり予想された線だが、生保、信託、個人等を中心に対外証券投資が増えてきており、中旬現在で月初来、速報ベースでは160億ドル位の証券買いになっている。これも、その間の多少の円安要因という

ことになっているかと思う。ドイツマルクと円のクロスレートについては、73円台ミドルに一旦上昇した後、直近はまだ72円台に戻っている。次に図表2で市場のセンチメントを示す指標を見ると、ドル/円のセンチメントを示すリスクリバーサルは、ドルベア、すなわちドルが先行き下落するとの見方が強いという傾向がまだ続いており、このところドルプットのマイナス幅は0.75~0.8位のところになっている。ただ、これは1か月先のものであり、それより長いところでは必ずしもそうではなく、今のところ円高がどんどん進むという感じにはなっていない。ポラティリティについては、ドル/マルクとドル/円では少し違った動きをしており、ドル/円の方は少し高かった水準が戻ってきているのに対し、ドル/マルクの方は逆に一頃8%を切ってきていたが、現在は10%まで上がってきている。ただ、昨日は少し逆に動いて、ドル/円の方は13.8%まで上がり、ドル/マルクの方は9.5%まで落ちる姿になっている。

次の頁の日米長期金利については、アメリカの長期金利は総じて見れば5.9%を挟む展開だが、この数日間は若干上方に振れてきている。これは、1つには社債の大量発行があり、需給関係が少し崩れているということもあるが、短期金利について僅かながらまた先高観が出てきているということもある。一方、本邦の金利は弱含みのまま大体横ばいなので、日米の金利差はドル金利高方向にこの2週間位はずっと振れてきている。アメリカの株式市場は、相変わらず好調で、株式投資への活発な資金流入が続いている。これは、第1四半期の企業決算が今まで発表になった限りでは、予想に比べて比較的良好な結果であったことによる。また、金融機関の大型合併を好感して上昇している面もある。最近、外国の新聞を中心にアメリカの株のバブル論というものが高まりつつある。具体的には、エコノミスト誌の4/18日号でアメリカのバブル・エコノミーという記事が出ており、日本の不況よりアメリカのアセット・プライス・インフレーションの方が bigger and more imminent threat to the global economy であるというような論調である。また一昨日のフィナンシャル・タイムズの社説では、アメリカは pre-emptive strike で金利を上げるべきだという論調をして

いる。今日のフィナンシャル・タイムズには、End of the strong dollar という記事が載っており、バブルが崩れるとドルも崩れるという論調を出している。こういった動きが今後の米国の株式あるいは為替相場にどういう影響を与えるか注目されるところである。

図表5で東アジア通貨の動向を見ると、前回会合に比べて全般的に改善して落ち着きを取り戻しつつある。インドネシアが問題であったが、IMF理事会が5月4日に開かれることが決まっており、その事前措置としてインドネシア当局は金利を引き上げたり、パームオイルの輸出を解禁したり、国内の民営化を進めるなどいろいろな措置をとっている。こういったことが好感されて、インドネシアルピアも8,000ルピア台から7,000ルピア台に少し戻ってきている。ただ、為替が少し強くなると、銀行等を中心にドル債務返済のためのドル買いが出てきて戻すということが続いている。次に図表6の東アジアの株価の動向である。総じて為替が回復しているのに対し、株の方は経済の調整が濃化してきていることから、企業業績が悪くなり、これを反映して株価が下がるという展開となっている。特に韓国、マレーシア、台湾の株価の下げが目立ってきている。

図表7で欧州通貨について見ると、ヨーロッパ中央銀行の総裁人事がもつれてまだ決まらないという状況にあるが、そういった割にはERM通貨は引き続き安定している。なお、直近の動きとして、イタリアが公定歩合を5.5%から5.0%に、ロンバート金利を7.0%から6.5%に下げている。英ポンドはERMの外にあるが、イギリスの金利ピークアウト感からポンドがDMに対してこのところずっと下がってきている。昨日、ブラウン蔵相が「ポンド下落につながる対策はとらない」と言ったのを受けて少し、ちょっと横ばいになっていたが、このところまた少し下がってきている。

図表8の商品市況だが、金がこのところずっと上がってきており、昨日は315ドル台になっている。これはドルが軟化してきていることと、パラジウムのストップ高の影響である。原油は弱含み横ばいで安定しており、CRBインデックスもほぼ横ばいとなっているが、穀物相場がちょっと上下しているという感じである。

図表9でアメリカの経済を見ると、まだ98年第1四半期のGDPは発表になっていないが、おそらくいろいろな指標から見て、97年第4四半期に比べて拡大テンポは鈍化しているものと思われ、市場では3.0%位かなと言われている。ただ、家計支出については、自動車販売、住宅はまだ強い水準が続いている。この間、マネーサプライが銀行貸出の増加に伴い伸びを高め、8.2%にまでなっている。先程申し上げたとおり、株式市場の活況と不動産価格の上昇が広範化していることを捉えて、資産バブルの萌芽という見方も出ているが、一方でいわゆるニュー・エコノミー論に基づく先行き楽観論から、そんなに心配する必要はないという見方も消えている訳ではない。今回の総裁、政務次官が出席された一連の会議において、私が得た印象としては、「当局としては内々は心配しているが、もう少しアジアの影響等を含め、スローダウンの出方を見極めたい」ということで、watch and waitのスタンスが伺われる感じである。ただ、支店長会議での堀井ニューヨーク駐在参事の話にもあったように、やはり最近ではupside、downsideという分け方をすると、どちらかという、upsideのリスクの方が少し勝ってきたかなという印象である。

図表10のヨーロッパの経済であるが、ドイツとフランスではやや差が出てきており、ドイツでは牽引役である輸出の伸びが若干鈍化しつつあるほか、内需に力強さが欠けることから、全体として緩やかな回復に止まっている。これに対し、フランスでは外需はドイツ同様多少鈍化しているが、個人消費が堅調さを取り戻しつつあり、景気回復がよりはっきりしてきている。図表10には出ていないが、フランスの消費者コンフィデンス指数は1月～3月にかけて改善傾向を持続している。ただ、両国とも物価は落ち着いており、「このような情勢の下では両国とも利上げの必然性はない」という見方である。国内的にはそういう見方なのだが、EMUでは99年1月をスタートに短期金利のコンバージェンスが必要になってきている。このところ高かったイタリアが先程申し上げたとおり金利を下げた訳だが、「低いところは若干利上げを行うことになるのではないか」という見方もあり、少し良い指標が出ると利上げ期待が市場に出るということで

ある。マーケットの予想としては、ドイツ、フランスについては、今レポ金利は 3.3% という水準にあり、かつては年末までに 4.0% 位にまで上昇するのではないかという見方が市場であったが、それが少し下がってきてはいるが、年末には 3.7% 位まで上がるのではないかという見方もある。英国については、5 か月連続の金利据え置きが先般決定されたが、このほど明らかになった 3 月 4、5 日の金融政策委員会の議事要旨によれば、2 月同様 4 対 4 で総裁の casting vote で据え置きが決定したということである。その後出た指標のうち一番注目されるのは物価であるが、ターゲットの 2.5% を上回っている。ただ、マネーサプライが少し下がってきているほか、小売売上も少し減速しており、多少ピークアウト感が出ているため、現実にポンドが下がってきているということである。なお、昨日のフィナンシャル・タイムズには、4 月の金融政策委員会では 4 対 4 ではなくて、5 対 3 で金利据え置きが決まったというような話が載っている。

最後に図表 11 で東アジアについて見ると、タイとか韓国では IMF プログラムに沿った構造改革の着実な進展を背景に、市場の信認が回復しつつある。この結果、海外からの資本流入が再開しつつあり、韓国では 4 月 8 日に 40 億ドルのグローバル債が over par price で出た。またタイでも Yankee 債の発行を計画している。これに、貿易バランスの改善も加わり、タイでは、3 月末の外準が 98 億ドルから 120 億ドルへと増えている。韓国でも、同じように 240 億ドル位のところから 300 億ドルを超える水準まで戻している。ただ、先程申し上げたとおり、内需減速が全般に広がってきており、輸入が大きく減少する一方、輸出も伸び悩んでいるということである。輸出が伸びている国はフィリピンと台湾の 2 カ国しかなく、他の国は全部輸出が落ちている。最後に中国については、旧正月要因もあって、指標の振れが大きいですが、内外需とも増勢鈍化の兆しがあり、4 月 20 日に改訂発表になった 98 年第 1 四半期の GDP は 7.2% と、その前の 7.5% から下方修正されている。外貨準備は、多少ながらまだ 2 月～3 月と増えているが、貿易バランスは黒字だから直接投資のは少し減っていると考えられる。

速水議長

ご質問等ありましたら、どうぞ。

武富委員

アメリカのマネーサプライ増加の1つの要因が、銀行貸出の増加という説明があったが、それに絡んで2点質問する。銀行貸出のうち不動産貸出については、過去の経験に絡んで多少の歯止めのなものが制度的にも built in されているとは聞いているが、それも含めて業種別の特徴はどうか。もう1つは、株高との関連で、一頃銀行預金から投信への資金の流れがあったが、銀行貸出がここで伸びているというのは、逆に言うと、原資の銀行預金がある程度増加しているということか、あるいは先行きの株価の読みとも絡むが、家計部門の金融資産選択としてこれまでの投信への流れというのが微妙に変化しているということなのか。

永島理事

まず、銀行貸出の増加の中身については、地区連銀の報告がご承知のとおり F O M C の前にでるが、直近の数字を見ると、ほとんどの地区でやはり不動産関連を中心に貸出が増えているという記述になっている。これは商業用不動産だけではなくて、個人向け住宅関連のモーゲージ・リファイナンスもある。いまちょっと長期金利が上がったが、その前は下がっていたので、そこを捉えてモーゲージをリファイナンスするという形での貸出が増えていると聞いている。マネーサプライが M 2 で 8.2% の増加率になっている要因について、米国人に話を聞くと、1つは株取引がかなり活発になっているため、取引動機に基づく需要からのマネーサプライが増えていることになる。それから、モーゲージ・リファイナンスに伴うマネーサプライの増加も指摘しており、基本的には最近の株高、住宅を含めた一部の不動産の活況に関連していることになると思う。

藤原副総裁

この間、フィナンシャル・タイムズに「日本銀行の金融緩和策による潤沢な資金がアメリカン・バブルの sources になっている」という記事があった。外国人から「事実かどうか」聞かれたら、どのように答えるべきか。

永島理事

実は私も、この間 IMF の会議に出席した時に、中央銀行の集まりの中でまさに同じ質問をブンデスバンクの理事から受けて、「帰ったらレターを書いて出すから」と答え、一昨日レターを送ったところだ。そのレターはまた後日お返しする。また、4月22日付けのフィナンシャル・タイムズの社説には、「日本銀行のバランスシートが50%も膨れている。これは、日本が過剰流動性 (excess liquidity) を供給して、アメリカに流れてバブルを引き起こしていることになる。」という議論を載せている。まず、日本銀行のバランスシートの増加については、先程山下局長からも説明があったが、3月末を取ると、前年比で資産が約50%増えている。これは正しい数字である。この約50%のうち、レポオペ取引については、日本銀行の経理の仕方に基づくと、オペの金額が二重計上されることになるので、二重計上の部分を除くと前年比伸び率は約50%から34%位まで低下する。しかし、その34%でも確かに伸び率としては大きい。この中身を説明すると、最大の要因は日本銀行がターム物金利を下げるために、長い物を買う一方、市場から短い資金を吸収したということである。これは、日本銀行が一種のマチュリテイ・トランスフォーメーション、——市場で直接出合いがつかない部分を日本銀行が仲介して長い資金を供給して、それによってターム物金利を下げるというオペレーション——をやったということの結果である。資金的に見ると、勿論、供給したものは、一方で売出手形を発行して吸収している。こうしたものを除いて流動性超過になっている部分も、当然のことながらある訳で、これは銀行券の伸び率に反映されている。銀行券の伸び率は、11月の山一、北拓の危機があって不安が高まった時に前年比10%を超えたが、これも最近だんだん落ちてきて、7~8%

といった1桁のところまで落ちてきていると思う。銀行券の伸びが多少高まっていることについては、一種の金融不安の影響がまだ残っているということは否定できず、経済活動が活発になってきているというものではない。また、いわゆる特融というか、山一証券を初めとする金融破綻に関連した日本銀行の貸出が、まだ3兆円強残っていて、これもバランスシートの増加になっているが、これも調節面で余剰な部分は吸収している。これらを併せて結論的に申し上げると、日本銀行がターム物金利を下げようというオペレーションをやった結果として、バランスシートは確かに大幅に増えているが、金融調節上余剰資金は吸収しているので、excessive な liquidity がどんどん外に出ていっているということはない。従って、バランスシートの増加だけを見て、そういう考えをするのは誤解なので、実は私の方で、フィナンシャル・タイムズに近々投稿することを考えている。

速水議長

それは、必要ですね。

中原委員

米国の98年のM2の目標値として、98年の第4四半期の前年同期比+1.0~+5.0%となっており、実績がこれをオーバーしているが、これはどのように考えればよいのか。

永島理事

アメリカの連邦準備制度がマネーサプライのターゲットをどの程度重視して金融政策を行うかという点については、この数年間で大きく変わっている。当初はかなりマネーサプライ・ターゲットを重視していたが、その後はマネーサプライと実体経済との関係が大きく乖離したので、ハンフリー・ホーキンス法に基づいて、M2の目標値を一応は出すが、実際上はこれを重視していない。従って、今まではターゲットをオーバーしても、それによって金融政策をどうこうするという事はやってきていない。た

だ、連銀の人の話を聞くと、ごく最近はマネーサプライと実体経済の関係が少し戻ってきている感じもあるので、マネーサプライを今までのように無視していいとは言えなくなってきたのではないかと言う人も出てきている。そういう意味では、先程マネーサプライが増えてきていることを警戒的に見ていると言ったが、前年比8.2%の伸び率について、今までと同様実体経済と離れているので、無視して良いと一概に言うことはできない。ただ、5.0%を大きくオーバーしているということによって、直ぐにアクションを迫られるという状況にはない、ということでもある。

中原委員

ドイツの連銀は、まだM2を重視しているのか。

永島理事

ドイツは、M3をターゲットとしている。ドイツは、G5の中では、マネーサプライ・ターゲティングに拘わっていると言うか、これを基本にしている国である。これに対し、その他の国は、少しずつそれぞれのニュアンスが違うが、ドイツほどには重視していない。

中原委員

アメリカのFedを見ていると、バブル時代の日銀を思い出す。

後藤委員

通貨供給の範囲をM3にすると、前年比伸び率が10%を超えているということを、何かで読んだことがあるが、どうか。

永島理事

M3がどこまで入るのかちょっと正確な記憶はないが、今一番増えているのはミューチュアル・ファンドだから、M2より範囲の広いいわゆる広

義流動性という感じで捉えるともっと伸び率が高いと思う。

後藤委員

最近、アメリカで銀行合併の大きな波が起きている。銀行の合併とか企業のテイクオーバー・ビッドというのは、今世紀に入ってから、今世紀初め、20年代、60年代、80年代の4つの時期にそれぞれ大きな波があるが、全部大体 bull マーケットの最終段階に起きた現象である。従って、アメリカの bull マーケットもそろそろ終わりの近づいている兆候ではないか、ということが、ロンドン・エコノミストに書いてあった。今のアメリカの銀行合併については、株価が安定している中で資産価値が上がっているということが、merger の1つの促進要因であると思うが、そういう見方というのはかなり一般的と考えていいのか。

永島理事

そういう見方が次第に増えつつあることは、間違いないと思う。私も80年代のバブルの時にアメリカにいたが、あの時もまさに大変なM&Aブームで、ナビスコの件が非常に大きくて有名だった。それと、不動産投資の活発化があった。その時と今とを比較すると、M&Aブームは当時よりもずっと規模も大きく、金額的にもおそらく大差があるほど今の方が大きいと思う。ただ、不動産への貸付については、あの時に銀行貸出に対する規則を強化して、ある程度入居が決まっていなくてもかかわらずビルを建てた場合、そこに対する貸出は査定されるという規則が導入された。そのため、いわゆるシースルー・ビルディング——完全にテナントの目処がないのに、ビルを建てるという動き——がアメリカでどんどん起きているということではない。そういう意味では、この面でのバブル、というか excess は当時に比べればまだまだ小さい。今起きている現象は、マンハッタンの高級住宅の値段がウォール・ストリートの人が高給をもらったので上がっている、あるいはロングアイランドの高級別荘地が非常に値上がりして、それが地方の大都市にも少し波及しつつあるという状況である。確かに、

日本のバブルと良く似ていると言えなくもないが、あの時に比べれば、不動産バブルの方は、そこまではっていないということである。

武富委員

同じようなことについて、違う角度からの質問になるが、資産価格と財・サービス価格の相対関係を過去からトレースすると、どういうことになっているのか。87年のcrash時と今とを比べると、両者の相対関係というのは、なかなか難しいとは思いますが、どの辺までいくとどちらかが調整しなければいけないといった、臨界点というものが経験的、理論的にあるものか。

永島理事

どの指標がどのようになっているかについて、今正確なデータを持ち合わせていないが、米国のFRB当局が言っているのは、P E R等のトラディショナルに使っているいろいろな株式市場の指標で見ると、ブラックマンデーの時に比べ、今の状況の方が全てオーバーしているので、トラディショナルな指標で見ると限りでは、excessがあるという兆候は出てくることになる。それにもかかわらず、実態として物価は上がっていないので、先程申し上げたように、良く分からないけれどもアメリカの生産性の大幅な上昇が起きているという議論に結び付き、今のところはまだwatchしている段階で良いという結論になってくる。何かもう少し、分からないうちにexcessが生じていないかどうかを見極める良い指標があれば、と皆思っているが、なかなか伝統的に使っている指標以外に良いものがなく、「当時とは違って危なくない」という説明材料がなかなか見当たらないという状況だと思う。

植田委員

武富委員が今指摘されたことには、「トービンのq」が当たるのではないか。株価と投資財を新たに買ってくる際の価格の比率について、「長期的には1になる」という議論もあるが、それもはっきりしない。今、それ

から比べてどの辺にずれているかについても、私も手許にデータを持っていないが。

速水議長

それでは、次に国内経済情勢について、米澤理事、松島調査統計局長から報告頂いた後で、新保調査局長の方から今後の総合経済対策の取りまとめ状況について説明をお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

米澤理事

4月9日の前回会合において、私から国内経済の現状評価について詳しく説明申し上げた。その後の動きとして最大のものは、先程中村政務次官からもお話のあった、総合経済対策を巡る動きであるが、これについては、今晚経済対策閣僚会議で正式決定の運びと承っており、後程新保調査局長の方から説明があるそうである。この対策が実施に移されていくにつれて、その効果が出てくる訳であるし、そのうえに対策の決定・発表自体が企業や家計に及ぼす心理的な良い効果といったものも期待されている訳であるので、これを注視していく必要がある。一方、この間発表になった経済指標はさほど数は多くないが、例えば、2月の機械受注実績とか、鉱工業生産の確報、3月の通関統計、都内百貨店売上、企画庁の消費動向調査を見ても、また、経済指標ではないが、企画庁の企業行動に関するアンケート調査、さらには月曜日に開かれた日本銀行の支店長会議における各地からの報告を聞いても、いずれも景気の現状評価についての前回会合時の判断といったものを裏付けるものではないかというように思っている。詳しくは調査統計局長からご説明する。

松島調査統計局長

それでは、私の方からポイントとして、通関統計から見た輸出入、機械受注等から見た設備投資の動き、そして、極く最近の消費の動きの3点に

ついてご説明申し上げたい。お手許の経済活動の現状評価およびその後ろに付けている図表を中心に説明させて頂きたいと思う。それから、その後に出た指標ということで、1枚の追加資料もあるので、これもお覧頂きたい。計表2を見ると、3月は実質輸出が前月比-5.5%、実質輸入が+2.9%となっている。月々振れはあるが、1~3月で括ると、輸出は-4.9%、輸入は-1.6%となる。輸出については、このところやや伸びが鈍ってきているというか、アジア向けを中心に落ちてきていることが1つの特色である。図表3で日本からの地域別実質輸出をご覧頂くと、EUあるいはアメリカ向けは堅調であるが、NIEsそれからASEAN向けは共に大幅にマイナスになっており、このマイナスが欧米向けの堅調を打ち消してしまっているのが現状である。財別に見ると、自動車、資本財・部品がマイナスであるが、1~3月については情報関連の部分もマイナスになっている。情報関連がマイナスになっている背景については、もう少し様子を見ないとはっきりしたことは言えないが、取り敢えずの判断としては、1つにはアメリカでパソコンの流通在庫がやや積み上がってきていることによるものであり、事実アメリカ向けの情報関連が落ちてきている。もう1つは、日本国内の情報関連需要が落ちているが、これが国際分業を通じてアジア向けの情報関連輸出の減少にもつながっているというように、2つのルートで情報関連輸出が落ちているということではないかと思う。続いて、図表4の実質輸入をご覧頂くと、先程申し上げたように、均してみると実質輸入も減少基調にあるが、1~3月は財別に見ると、素原材料の落ち込みが目立っている。これは言うまでもなく、日本の内需低迷、そして在庫調整から減産の輪が広がっていることによるものではないかと思う。

次に設備投資について図表6を見ると、設備投資の先行指標である機械受注は、まだ2月までしか出ていないので、1~3月と言っても実際には1、2月のデータを当て込んでいる訳であるが、製造業がこのところかなり落ち込んできているというところが目につく。これまでのところ業界の見通しを実績がかなり下回る受注になっているが、これは足許の企業収益の悪化が、設備投資態度にも反映されているのではないかと思う。そして、本

年度の設備投資については、昨日出た法人企業動向調査で、計画をご覧頂くと、これまで堅調であった製造業が-7.1%と落ちることを主因に-4.5%となっている。本年度の計画については、私共の短観あるいはその他のシンクタンクの見通しと大体同じようにマイナスの計画になっている。

図表7には、もう少し長期的な観点から設備投資をどう捉えたらよいか見るための1つの指標として、経済企画庁から発表されている企業の期待成長率が載せてある。今後3年間の日本経済の期待成長率、それと同時に自らの業界需要の期待成長率に関するアンケート調査があるが、これによると、今後3年間、すなわち平成10年度から12年度の間は、12月の前回調査では1.8%であったが、今回調査では1.4%と日本経済の期待成長率が低下してきている。企業の期待成長率の低下が、当面の設備投資にどのような影響を与えるのかということが、1つ考察されるポイントかと思う。その関係を示したのが、同じ図表にある資本ストック循環の図である。詳しくは説明しないが、要は一定の条件をおくと、企業の期待成長率に対して、設備投資の伸び率と、前年度末の設備の資本ストックに対する設備投資の比率（I/K比率）の両者の関係は双曲線の関係にあることになる。97年度末のI/K比率とアンケート調査による企業の期待成長率1.4%との交点を見ると、マイナス数パーセントという設備投資の伸び率であれば、資本ストックの循環からみて整合的な伸び率ということになる。期待成長率が1.4%に落ちてきているが、資本ストックの観点からいくと、現在計画されている設備投資がさらに下振れると考える必要はないのではないかとこの図から言える。ただ、そうは言っても、このように期待成長率が下がると、下がった期待成長率と整合的な形で設備投資が行われる。そういう状況が長期化すると、そのこと自体が期待成長率を下げてしまうことがあるので、やはり気になるころではある。従って、私どもとしては、期待成長率に注目していく必要があると考えている。ただ、この期待成長率については、アンケート調査によるものなので、足許の需要の下振れというようなことにも影響を受けている面もあろうかと思う。このため、もう少しいろいろな面から分析していきたいと考えているが、何よ

りも企業の弱気観が改まり、期待成長率が改善していく、そういう契機に注目していきたいと考えているところである。

次に、個人消費については、同じく経済企画庁の消費者態度指数が昨日発表になっているので、これを申し上げますと、消費者態度指数が6か月先どうなるかというアンケート調査であるが、12月時点に比べると3月時点は若干上を向いている。しかし、12月に相当落ちているので、そのような動きから見ると、3月が小幅の改善に止まっており、全体として、消費地合いが大きく改善しているということではないように思われる。極く最近の消費の動きについては、私どものミクロのヒアリングに基づき4月に入ってから動きを申し上げたいと思うが、4月に入ってから、衣料品あるいは食料の消費が伸びているという明るい材料も一部に出てきている。しかし、これらの商品の売上が伸びている背景については、天候が良かったといった天候要因とか、あるいは売る側で、拡販のために値を下げる、あるいは各種の催し物を行うというような拡販努力によって伸びている面もある。従って、販売需要について現在のミクロのヒアリングから得られる心証としては、消費の地合いというものが明確に底を打ったというような状況にはまだ至っていないというように判断している。

以上のような最終需要の動きであるので、減産の範囲は広がり、在庫調整も広がっているが、なお在庫がなかなか落ちないという状況であり、この先も素材も含めて減産の動きは当面続くと考えるべきではないかと考えられる。私からの説明は、以上である。

速水議長

何かご質問があればどうぞ。

中原委員

企画庁の期待成長率というのは、どのような調査か。

松島調査統計局長

詳しいことは新保調査局長からフォローして頂きたいと思うが、これは一応資本金1億円以上の約4,000社を対象に行ったアンケート調査に基づく期待成長率である。

新保調査局長

本調査は、年1回、3月時点でやっている。

中原委員

対象はどうか。

新保調査局長

対象については、手許にデータがないので、後程調べてお答えする。

中原委員

期待成長率は、昨年3月末の1.8%から今年3月末には1.4%に下がっている。

山口副総裁

4~6月の生産動向について、何かインフォメーションがあったら教えて欲しい。

松島調査統計局長

4~6月については、4月の予測指数が今出ている。4月の予測計数をそのまま延ばすと、-5.4%ということになるが、私どものミクロのヒアリングによれば、4~6月については、大きな動きとして、他の生産財に波及の効果が大きい自動車が、最近の売れ行き不振のほか、ここで在庫の積み上がりに終止符を打って、7~9月以降の販売にかけたいということで、4~6月に一段の減産をされると思われる。昨年からの生産の動きを見ると、

昨年秋口から自動車等の加工が減産を行い、その影響で年末から素材が減産に入っていることになる。しかし、4～6月に、また自動車等の加工業種が減産を一段と強化することになると、その影響というのはその先素材等にも出てくるのではないかと見ている。従って、4～6月については、やはりマイナスの動きが続くと考えている。

三木委員

今の山口委員の話にもあったが、自動車のクォーターの生産計画が製造メーカーにとっては一番大きなメルクマールになっている。1～3月は274万台で年率1,000万台を超えると見られるが、4～6月は230万台まで一気に落とす計画になっている。3月は期末なので販売に力を入れたが、実際には売れなかったので、40万台位在庫オーバーになって期を越しているはずである。その分と需要不振で売れない分に対処して、一遍に230万台まで落とす生産調整をすることになっている。在庫はある程度落とすので、7～9月は需要が余り変わらないとすると、在庫の減った分だけ少し生産を増やせるので、240万台までは戻せるというパターンだと思う。これが支店長会議で が言っていたように、今までは良かったが、4～6月が一番底になるということであり、 はそれが如実に出ていると思う。そして、7～9月は少し戻るのではないかとということも言っていたが、これは自動車の動きが非常に大きな影響として出ていることによるものではないかと思う。

速水議長

よろしいでしょうか。それでは、新保調査局長お願いします。

新保調査局長

経済対策については、今朝まで議論しており、今の段階では余り細かい情報は手許にないので、非常におおざっぱな説明になるかと思うが、規模については、ご承知のように、現在ある情報は総理の発言だけであり、4

兆円を上回る大幅減税がある。これは、要するに本年中に2兆円の減税を上積みして、来年も2兆円の特別減税を継続するということである。それから、いわゆる真水というか、国、地方の減税とか、社会資本整備の財政負担の合計で10兆円の規模になることが大枠として決まっているだけであり、今その内容を詰めている。公共投資については、6兆円を上回るという情報が出てきている。それで、経済対策の基本的な考え方であるが、3つの視点を重視してやろうということである。第1は社会資本整備や減税によって思い切って内需拡大をやるというカンフル剤の部分である。第2の柱は、経済構造改革を強力に推進するということである。最近株や為替レートが余り対策に反応していないという話が先程あったが、その背景としてエコノミスト等が書いていることは、構造改革が進むという姿が余り出てきていないということなので、やはり21世紀を見据えて、民間活力中心の拡大につながるような構造改革の手だてをとっていかねばいけないということである。第3は、言うまでもなく、景気回復の阻害要因となっている不良債権処理を促進するということであり、以上3つの基本的な柱を立てている訳である。対策の具体的な内容であるが、社会資本整備については、環境や新規産業創出とか、高度情報通信社会あるいは少子高齢化の急速な進展に伴う社会資本整備、それから物流等の、いわゆる新しいタイプの公共事業にかなりウエイトを置くということが、大きな狙いである。それからPFIの推進等もある。住宅投資の促進も大きな内容である。それから減税については、新聞によると政策減税2,600億円とかいう情報が出ているが、要するに住宅、投資減税等を中心にやっということである。減税の中では総理も言及されていたが、所得課税の見直しをやるということで、所得税、住民税の恒久減税について検討して、今年末までに結論を得るということである。経済構造改革の推進の中では、経済企画庁長官が非常に熱心であるが、ベンチャー企業の育成を大きな柱の1つとしたいということである。もう1つ、土地債権流動化と土地の有効利用ということが、かなり重要な柱として載っており、これも新聞等の情報でご存じだと思うが、債権・債務関係の迅速円滑な処理ということで、

複雑な担保付不良債権等の債権・債務関係を整理するために、臨時不動産関係権利調整委員会——これは仮称であるが——、を設置する法案を次期国会に提出すべく検討を行うということである。それに合わせていわゆるサービサー、不良債権処理を株式会社ができるようにするというような検討も行われているようである。土地の成形集約化と土地再開発の促進ということで、住都公団内に、土地の有効利用事業推進本部というものを設けて、いわゆる虫食いの土地を買い上げて整地して、付加価値を高め、使い易くするという事を考えているようである。アジア支援策も今回の重要な柱の1つである。非常に雑駁であるが、現段階では余り細かい数字にわたって申し上げることはできない。

先程言及された経済企画庁から昨日発表した情報について若干補足をさせて頂きたい。昨日出た消費動向調査については、12月に比べて3月は若干改善しているが、12月末に悪化したのは、大手金融機関の破綻で雇用関係の見方が急速に悪化したからである。今回はそれが一段落したということで、少し戻しているが、先程説明があったように本格的な戻りにはまだなっていないということである。それから、もう1つ発表した、いわゆる企業動向調査の設備投資計画については、先程説明があったように、短観とか、民間調査と大体同じパターンになっている。製造業が大きく落ち込んで、非製造業が-3%というような状況である。経済企画庁の調査は、四半期パターンを出しており、7~9月までの見通しが出ている。これを見ると、一応、1~3月、4~6月とかなり減って、7~9月は若干のプラスになっている。ただし、それは相当不確実性がある、この時点で回復というような評価はなかなかできないと見ている。中身を見ると、製造業と非製造業で若干動きが違っており、非製造業は10~12月、1~3月、4~6月と相当前期比で大きくマイナスになっているため、新年度へのマイナスのゲタが相当大きくなっている。ところが年度の計画としては先程申し上げたように、-3%という計画なので、非製造業についてはこれから大きく減っていく局面ではないということであると思う。従って、非製造業については下げ止まり位のファクターになるかも知れないという感じがし

ているが、全体としては先程ご説明があったように、機械受注がまだ弱い訳であるから、余り大きな材料として扱うには慎重であるべきだというように見ている。

速水議長

ところで、消費者マインドが多少明るくなったということは言えるのか。

新保調査局長

明るくなったと言えるまではいかないが、昨年末の悪化は、先程申し上げたように、極端な金融システム不安で自分の会社も潰れるのではないかとということで、財布の紐がきつくなるというパターンであった。日銀の流動性供給や30兆円の公的資金によって、その問題は少し緩和してきているということで、若干の戻しがあるが、完全に解消したという訳ではないと思う。先程から説明があるように、この影響で、消費性向が昨年末からというか、昨年の秋位から今年の2月にかけて3.5%ポイントも落ちている訳である。所得もさることながら、財布の紐がきつくなるという形で消費が落ちている。それで、自動車や家電という川下産業が非常に不振になっている。この影響が川上の素材産業に波及して、4~6月が相当の減産になるという状況にあるので、下押し圧力はかなりあると見ざるを得ない。それから、われわれがもう1つ懸念しているのは、今度の日銀短観の金融機関の貸出態度である。これを見ると、大企業は少し改善するが、中小企業については、6月にかけてさらに貸出態度が厳しくなるという情報なので、金融機関に依存する度合いが高い中小企業になかなか資金がスムーズに流れないという状況にあり、全体としてはまだ楽観できるような状況ではないと思う。

中村政務次官

新保調査局長が今言われたことは、経済企画庁長官にもよく言うことであるが、今私どもが選挙区に行ってみると、土建業や建設業は仕事が一杯

で、昨日の私どもの財務局長会議でも東北の方は公共事業を出したので、仕事がやり切れない位あるという話だった。選挙区に行つて、実際景気が悪いのかと聞いてみると、どこが景気が悪いのか分からないという人が多い。それでは、何が悪いかという、やはり土地を買った人達である。これは金融資産が土地の方にずっと流れて、ゼネコンばかりではなく、一般の企業もあの時に浮かれて土地を買った例が随分ある。人の行かない所にマンションを建てた人もいるし、ホテルを建てた人もいる。そういうのが困っているというのが現実である。そこで、一般の企業も全部悪いんだ、下押し圧力があるんだというようなインフォメーションがどんどん出ると、消費性向が下がっていくという不幸な面があるのではないかと思う。土地を買って儲けようとした人はどんどん儲けて、真面目に生産している人は馬鹿で、土地買って儲けた方が良いのだと考えていた。これがまさにバブルである。むしろ生産に真面目に携わってきた人達というのは、それをやっているのを横目で見ながら一生懸命生産技術を上げてきたので、困っていない。そのようなところを考へて、インフォメーションを良く出して頂きたいと思う。本当に今、皆、もう底であろうということで、どこで始めるか考へていて、非常に目先の効く人は設備投資を始めようと思つているし、また工場建設等も始めようと思つているので、そこに水をかけないようにした方が良く、このようなことをいつも長官に申し上げている。

新保調査局長

ご指摘の点は非常に良く分かる。今日本のマスコミが出している悲観論が、海外のマスコミに乗数効果をもつて波及して全体的に極端に悲観的な見方になっているという感じがする。実は、3月の大阪、東京の百貨店売上は前年比ではマイナス2割という方だけキャリアされるが、12月と比較すると、季節調整方法の問題もあるかも知れないが、東京は季節調整値で7.4%増えているし、大阪も3.7%増えているので、どんどん消費が減るといふ局面ではない。それと、もう1つは、ご指摘のように、外人が不良債権を安値であるが、相当買うような動きになっており、収益還元価格から

見て相当ボトムに近づいてきているということはあるので、そこは少し基調の変わり目に近づきつつあるという目で見えていかなければという感じがしている。

中村政務次官

選挙区を抱えて非常に気になるものであるから、家電の販売店の人にも売上動向をよく聞くが、家電の末端ではいろいろなことが分かる。4月については、20日で締めたら前年比40%増だそうである。だから、何で悪いと言われるか分からないと言っている。それから、家電の販売店にも変わったものが出てきて、非常に安売りする量販店は、ものすごく売れている。だから、構造改革が行われる際に、その構造改革の結果 defeat される部分だけを取り上げて、それが悪いんだということになると、また構造改革が進まないことになるので、発言させて頂いた。ついでに1つ報告したいことがあるが、外国のマスコミが反映してという話があったが、G7に行ったら、速水総裁と私がいると、外人の記者が追っかけてくる。やはり立ち話で言ったことを書いてはレートを動かそうとしている訳である。私が一番残念に思うのは、あのG7の会議において日本叩きなどという状況は全くなかった。しかし、日本のマスコミは日本が叩かれたというように書く。日本の経済対策についてウェルカムという言葉で言っているので、評価されている訳である。また、IMF暫定委員会においても、ルービン財務長官、ワイゲル蔵相、ブラウン蔵相らがぞくぞくと立って、「日本の経済政策は間違っている。これはなっていない」ということで、席上演説をし、IMF暫定委員会では、日本の問題が焦点になったという報道があったが、実際にはそのようなことは全くなかった。私の隣にルービン財務長官が座っていたが、そんなことは一言も言っていない。むしろ永島理事が言っていたように、我々が会議の途中等で外国の人と話すことがあるが、日本のことに対する心配をしている人はゼロである。皆が心配しているのはアメリカのバブルである。アメリカのドルはいつ下がるのか、アメリカのバブルはどうなるのかということを行っている。ルービン財務長官自身

も、IMFの会合で irrational exuberance といったようなことに似たような発言をしていた。これは、バブルのようなものであったら大変だというような発言を自らしておられる訳であるが、国によっては、アメリカの株価はこれで良いのかという発言をされた人もある。しかし、日本の批判をした人はゼロである。にもかかわらず、あのような報道がされるということが、日本の景気にも非常に悪い影響を与えるのではないかと思い、私は新聞を相手取って戦っているが、なかなか記事の訂正をしようとならない。これを1つやろうと思っているので報告を申し上げておく。

中原委員

経済企画庁の方は、貸し渋りという現象はどのようにとらえておられるのか。もし貸し渋りの具体的な金額あるいは貸出に対するパーセンテージ、それからGDPに対する影響とか、そのようなものを何か分析しているのであれば、教えて頂きたい。

新保調査局長

これは、非常に難しい。植田委員の意見も聞きたいと思うが、金融機関のビヘイビアがバブル崩壊後の不況で、かなり変わってきている可能性があり、特に中小企業に対しては今までは余りリスクをきちっと考慮しないで貸し出すということがかなりあったのを、ちゃんとリスクを考慮して貸し出すといった形に、ある意味ではノーマライズしてきている訳である。それプラス、昨年末の金融システム不安とか、早期是正措置で、それがさらに倍加して、大企業までという感じに今なってきている訳であるが、これがどれだけネガティブな影響をもっているのかということ、これはまさに論争点で、経済企画庁の中でも議論が分かれており、私としては思っている以上に相当中小企業の設備投資の足を引っ張ったのではないかと考えている。というのは、従来は中小企業の設備投資が先に回復して、大企業は遅れて回復するというパターンであったが、今回は大企業が95年から先に出て、中小企業が遅れているという回復のパターンになっているのは、

金融機関のビヘイビアの変化が影響しているのではないかというように見ている。早期是正措置が終わっても、日本の金融機関はバランスシートが非常に過大で、収益を上げられないという構造問題を抱えているので、当面やはりリスクを考慮して、貸出規模を小さくして収益率、ROEを上げていくというパターンは続けざるを得ない訳で、ある意味では正常化である。そのところは大きく変わらない構造調整そのものだという感じもあるので、そこが急に変わると、貸し渋りと批判するだけでは足りない。従って、そのようなことはある程度ノーマライズするうえで仕方ないということ的前提として、政策としてどう対応するかというように切り替えていかないといけないのではないかと思っている。

中村政務次官

そのことに関連してであるが、選挙区等で貸し渋りのことをいろいろ言われるが、貸せるところには貸している。むしろ借りてくれと言われたという企業の話をよく聞く。まさに新保調査局長が言われた構造調整の部分があるのであろう。それと、困るのがボーダーラインのところである。そこへ貸し渋ると、良いところまで潰れてしまうということがあるので、そこを気を付けていかなければいけないと思う。ただ、先程申し上げたが、銀行のバーゼル自己資本比率規制の8%の話なら良いが、私はそれ以上に、実質的に資金が郵貯に行ってしまう、資金が民間、特に信託とかに入っていくのが減っていると思う。むしろ私たちが言うよりも日銀の方が詳しいのではないかと思うが、その辺は政治の役目かも知れない。きちっとしていかないとそっちの方が変なことになる。今、政府系金融機関がどんどん貸出を増やしているので、中小企業等でも、政府系金融機関から借りて、銀行に返してしまうというようなビヘイビアが行われている訳である。そうすると、日本においてなるべく政府のタッチをよそうというような改革をやっていく中で、変なシフトが起こってしまっているという気がする。実際に銀行に入るお金が郵貯にいつてしまう。だから、貸せないという、8%の問題ではない問題が起こってきそうな気がするので、そこら辺を注

意していつてあげたらどうかなと思う。

速水議長

金融面の問題はまたこれから議論したい。その前に、最近の金融情勢について説明してもらい、そのうえで討議頂きたいと思う。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室第1課長

資料の「最近の金融情勢について」という資料である。本文と計表の2種類に分かれているが、主として計表をご覧頂きながら説明したいと思う。まず、金融市況であるが、図表2でターム物金利について見ると、既に金融市場局長の方から報告があったように、ユーロ円3か月が4月に入って、例のムーディーズの日本国債の格付け見直しの報道があり、一時的に若干上昇したが、その後再び軟化して徐々に落ち着いてきている。次のページの図表3でジャパン・プレミアムを見ると、形状としては同じであり、4月3日のムーディーズの報道を受けて、一時的に0.1%ポイントほど上がったが、その後落ち着きを取り戻して、3月下旬並みの水準に戻ってきている。ただ、昨年秋までに比べると、前回も申し上げたが、現状縮小方向ながらもまだ0.2%程度の信用リスク・プレミアムが引き続き残っている。図表4は長期金利と株価であるが、既に話が出ているように、長期金利、株価とも振れを伴いながら軟化し、若干弱い方向にきたということで、マーケット自体の景況感としては今のところ目立った改善は見られていないということである。これは先程から既に議論があったところである。

以下は量的金融指標および企業金融であるが、マネーサプライは前回説明したような仕上がりであった。図表9で先程来話の出ている民間銀行貸出の計数を見ると、都銀、長信、信託、地銀、第二地銀の5業態計の貸出残高前年比は、償却要因等もろもろの要因を調整した実勢ベースでは、2月は+0.8%であったが、期末の3月は-0.1%と、残高が落ちた。問題は当初の計画に比べてどのような仕上がりであったかということであるが、

それを見るために都銀、長信、信託の主要 3 業態の計数を実勢ベースに修正したものが下の表の<>内に出ている。これで見ると、一部金融機関の破綻があり、それから株価が下落して、マーケットが非常に緊張した局面、12 月中旬時点では、この 3 業態は 3 月の期末に向けて貸出残高前年比で -2.1% とかなり大幅な落ち込みとなる計画を立てていた。その後、株価が戻り、金融システム安定化法の中で公的資本の導入の見込みがたってくる中で、もう 1 度 2 月中旬に計画を聴取した時には、貸出残高前年比は -2.1% から -0.8% とマイナス幅が縮小していた。このように一時期大幅な圧縮をしなければならないという計画であったのに比べると、貸出圧縮姿勢は緩んできたが、3 月の 3 業態実績は -0.9% ということなので、ほぼ 2 月中旬時点作成の計画並みの仕上がりになった。従って、量的な側面から言うと、一時期懸念されたほどの大幅な落ち込みはなかったが、貸出残高自体は前年比でみてやはり若干のマイナスに終わったということである。そこでマクロ的に民間企業がどのように資金調達を行ったかということを見たのが、図表 12 である。かなりラフなものではあるが一応実数で試算をして、実勢ベースでのプラス、マイナスを示したものである。97 年度中つまり 96 年 3 月から 97 年 3 月の 1 年間に民間企業の資金調達がどのように行われたのかをラフに試算してみると、貸出は 5 業態計で 6,000 億円の減少、3 業態計で 3 兆 2,000 億円の減少である。ただ、CP の発行が 3 兆 3,000 億円増加している。日本銀行自身がオペで 5 兆円近く買っているので、CP の発行がかなり進んだということがある。それから、社債もエクイティ債はかなり出しにくい環境ではあったが、ストレート・ボンドの発行が進み、ネットでは 8,000 億円の増加となった。先程から議論のある政府系金融機関の貸出も 7,000 億円増加したので、合計値としては、3 兆 8,000 億円の増加になる。資本市場からの調達等により、民間企業の資金調達はマイナスが避けられたが、前年度に比べれば増加幅は相当小さい。新年度入り後も金融機関自体の融資姿勢が直ちに積極的になるという状況ではないので、引き続きこうした資本市場の調達等が順便に行われていくかどうかということ、それからミクロ的に言うと、中小企業等を中心に資

金調達が厳しい先もあるので、そうした動向がマクロ経済にどのような影響を及ぼしていくかということは、引き続き注意を要する材料であると考えている。私からの説明は以上である。

速水議長

今の説明に何か質問があればどうぞ。

植田委員

このCPの増加3兆3000億円がなければ、全体はかなり厳しい数字になる。ここで、日本銀行が5兆円近い金額をCPオペではなく、通常の手段で出していたとしたら、このような仕上がりにはならなかったであろうということになるのか。

山本企画室第1課長

極めて難しい問題だと思う。もし、CPオペをやっていなければ、おそらく国債の買いオペなり貸出を使ってその分資金供給をやり、金利水準自体はほぼ同様の水準を保っていたであろう、というのが調節の姿である。企業サイドから言うと、その金利水準の下で、それだけの資金需要があった訳なので、CPオペがなくても5兆円がまるごと無くなっていたとは思わない。ただ、CPに日銀が直接的に資金を付けることに伴い、円滑に付いた資金というのは結構あったと思う。CPのリスクウエイトが下がったので、銀行にしてみれば貸出よりもCP引受の方がやり易かったという点もあるので、まるごと付かなかったとは考えられないが、逆に何か違う手段でこれだけの資金が円滑に出ていたかどうかと考えれば、それはかなり難しかったであろうと思っている。

後藤委員

図表12に関連するが、3月の数字はもう少し後にならないと出てこないと思うが、地域金融機関や農協系統といったところが都銀、長信、信託の

マイナス部分を補う方に働いたのではないかという気がする。その規模とかスケールがどの位かというのは分かるか。

山本企画室第1課長

どれ位補ったのかは分からないが、図表9を見て頂くと、おっしゃるとおり、業態全体として貸出を大幅に圧縮したのはもっぱら都銀、長信、信託である。地方銀行の方は、3月は引き続き前年比で+1.5%、第二地銀も同じような動きである。その業態の中でも銀行によってかなりばら付きがあるが、ミクロ的には都銀等から借りていた先が地銀へシフトしたという話も聞こえてくる。また、農林系統は貸出債権の流動化部分を相当都銀等から買っているということも確かにあるようなので、実勢値と名目値の違いの半分位は、農林系とか保険等に対し流動化債権がはめ込まれた部分であるというように理解している。

武富委員

流動化された貸付債権の期間というのはどの程度なのか。市場の方でターム物のところについて、期越えを念頭に置いていたのと大体見合ったようなものなのかどうか。つまり余資金融機関からみると、ポートフォリオの選択があつて、流動化債権を買って、コールの方にはその分出が少ないというようなことになるのか。そのような問題意識の持ち方が良いのかどうか分からないが、平均期間というのは今の貸付債権流動化市場ではどの位なのか。

山下金融市場局長

すぐには出ないが、残高を見ると大体期末を越えると落ちる。やや短期で期末を越すという形のものが比較的多いとみられるが、他方でだんだん購入層が拡大してきており、機関投資家を買うようになっていることなども考えれば、以前とは変わってきてきつつあると思う。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する検討

速水議長

以上で執行部からの報告は終わりです。今回は、最初に申し上げたように、中間レビューなので、前回会合以降の追加情報を踏まえ、前回の判断を修正する部分があるかどうか、次回会合までにどのような点に注目しておくべきかといった点について、政策委員の方々より、自由に意見を頂戴したい。最初に金融経済情勢に関して、前回会合からの変化を中心に、私が指名した順で意見を頂き、その後で、各委員から金融政策運営についての意見を頂戴し、討議頂きたい。因みに、討議のベースとなる前回の判断について参考までに繰り返すと、金融経済情勢に関する基本的見解としては、「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」ということであった。そうした判断を踏まえ金融政策運営について現状維持を決定したということである。それでは、まず、金融経済情勢の前回会合からの変化点について討議したいと思うが、後藤委員から願います。

後藤委員

前回会合以降の指標の説明があったが、機械受注が減少し、実質貿易収支も減少している。また、鉱工業生産、出荷、在庫が速報値の段階に比べると確報値ではだいぶ悪くなっている、というような指標の動きを見ると、前回判断の下押し圧力が強い状況にあるということが、その後の指標でも裏付けられているのではないかと認識している。前回会合時に卸売物価が発表され、その後デフレ・スパイラルが起きているのではないかとというような議論が少し起き始めているように見受けられる。確かに現象的に見ると、国内の卸売物価が下がり、消費もまだまだ萎縮をしているというのが現状であるが、これまでのところの数字を点検すると、国内卸売物価の下がりも、石油価格などの海外市況要因、電力料金の引き下げといった制度

要因、農畜産物などの季節要因が低下にかなり大きな貢献をしている。内生的な企業収益がマイナスに働くような物価下落というものが、一般的に広がってきて、消費者や、ユーザー側で、より一層の値下がり待ちのために消費を抑える、先送りするというような意味でのデフレ・スパイラルの状況まではまだいっていないのではないかと思っている。ただ、非常に微妙な時期なので、物価の動き、企業収益の動き、物価から出てくる実質金利の動きというものを、今少し注意深く見守っていくというスタンスでいくべきであると思っている。個人消費関係の指標の中、特にマイクロ情報の中で、若干明るい材料が出てきたのではないかという話があり、昨日発表された消費動向調査でも、3月の消費者態度指数は去年の9月から12月に大きく落ちたものの半分ほど戻した格好になったので、一時のように消費性向そのものが低下してしまう状態には少し歯止めがかかってきたという兆しが見えてきている気もするが、まだ本当にほのかな明るさが見えたかどうか、という感じだと思う。本日夜方に経済対策が発表されるので、それへの反応も含めて消費の方も見極めていく必要があるのではないかと思う。中村政務次官、新保調査局長から話があったように、16兆円という非常に大規模な、真水10兆円という大型の対策が打たれるということもあるので、これが、いわゆるデフレ・スパイラルだとか、あるいは、消費マインドがどんどん低下していくというようなことに、少なくとも歯止めにはなるのではないかと期待をしている。まだ詳細は不明であるし、それについて私共もいろいろその効果の分析をさせて頂きたいと思うが、単にお金が出てその乗数効果が終わったらおしまいということではなく、この対策の効果が1つのきっかけになって、経済全体の良循環が働くことを期待したいと思う。本日の株価を見ると、今、292円ほど上がっているようである。このところの、対策として何をやってもちっとも市場は反応しないということで、政府の立場にあっては誠に張り合いのない思いをされたのではないかと思うが、それだけ久し振りで、マーケットの方も感応度を回復したということではなかろうか。外国の新聞などでは、“package fatigue”、パッケージ疲れで日本のマーケットは容易なことでは反応しな

いということが書かれているような状態なので、減税にしても公共事業にしてもその他の対策にしても、量の問題ももちろん大事であるが、今は、家計も企業も先行きのマインドということが一番大事なことだと思う。このため、今回は量的なものだけではなく、先の見えるような内容なり、将来へ向けてのコンフィデンスとか、マインドの改善につながるような内容を国民に対して示して頂けると良いのではないのか。これは少し金融から離れた話になるが、希望としてそういう気持ちを強く持っている。また、このことは貸し渋りの問題にも良い影響が出てくるのではないかと思っている。

武富委員

産業段階の調整については、前回会合、あるいはそれ以前から、この政策委員会で見ている流れであり、その見方をここですぐに変えるべき兆候は出ていないと思う。残念ながら、産業調整が一旦始まると、在庫、設備というところまでは確実にくる訳で、その限りではそのモメンタムがもう暫く続く地合いだろうと思う。一方で、家計部門の最近の動きの特色は、先程後藤委員から指摘のあったように、マインドやコンフィデンスでかなり左右される度合いも増えている。そういう意味で、先程新保調査局長から指摘があったように消費者態度指数は全体感としてはまだ良くはないが、この段階では期待であるが、12月対比で見ると、3月は多少改善感があるというところに、少しウェイトをおいて考えたいということである。個人消費がさらなる調整に向かうとは考えないで良からうと思う。そういうことから言うと、景気調整が、雇用調整までいって、それがさらに家計部門に響いて、言ってみれば、調整が二段階調整に入るようなリスクがあるのか、そのことは、デフレ・スパイラルが本当に実現してしまうのかというようなことになるが、そのリスクは今避けられているだろうと思う。避けられている大きな理由の一つは、今晚具体的な細目が発表される大型の経済対策が出るということもかなり関係していると思う。市場の方は、これまで第1次の経済対策から、今回の願わくば最終の対策について、や

や冷めた反応をしているが、私が見るところ、今回はそれなりの効果を期待して良い、客観的条件が少しあるのではないかと思っている。というのは、90年代前半、つまり平成不況の時にもかなり経済対策が打たれたが、あの時は実物面でも金融面でも、非常に大きい構造調整圧力があつた。また、循環的に見ても、設備と耐久財のストック調整が強かつた。設備投資だけをとっても、3年連続で前年比マイナスとなり、そのマイナスの累積額と、経済対策により経済に注入した需要とを比べると、どうも設備投資の調整額のほうが大きかつたということで、経済対策の効果が100%出なかつたというような側面はあつたと思う。しかし、95年の円高時の大型の対策というのは、既に循環的なストック調整のようなものがそのタイミングでは小康状況に入っていたということであるので、需要をつければそれはそれなりに、景気に良い影響を与える状態にあつた。従つて、95、96年というのは、振り返ってみればかなり成長率的にも上がり得たということだつたと思う。そういう意味でいくと、現在は、再度やや循環的な調整は始まっているが、設備投資が3年連続大幅に前年比マイナスになつた90年代前半の産業調整に比べると、今の時点で起こっている調整はそれ程強いものではないと思う。従つて、対策から出てくる需要の方が調整力と拮抗し、うまくいけば上回るというような可能性はあるのではないかと。ところで、市場が気が付き始め、企業経営者、消費者も気が付き始めれば、コンフィデンスのところも多少は改善してくれるのではないか。まだ、全て期待の段階であるが、客観的に見ても、前回と今回では対策の効果に対する基盤が少し違つているところに、一応注目しながら、引き続き丹念に景気実態を見ていきたいと思っている。後藤委員からもあつたように、新保調査局長にもお願いしたいが、今回の対策だけではなく、1次の経済対策から、規制緩和をはじめ、いろいろな対策を打つてこられたが、それを累計して、もう一度整理し直して頂きたい。先程おっしゃつていたような起爆剤ないしはカンフル剤、構造調整促進的なもの、あるいは不良債権問題に対するものという、3つの分け方には私も賛同する。日本経済の課題に対して、即効性のあるもの、中長期の構造転換推進型のもの、後ろ向き

のストックの不良債権等の問題を片づけるものが対策として必要になる。前向きの新社会資本など、新しい産業を興していくという意味の構造調整策を丹念に区分けをして頂き、その中から今の調整圧力に対して即効性のある対策を示すとともに、打ち出された対策を通じて構造転換が進めば、先行きこういう日本経済の姿になるということ、納得的に市場にお示し頂ければ、株価についても、本日は期待で 300 円位上がっているが、それがすぐまた材料出尽くしで落ちてしまうということにはならないと思われる。このような、一種のプレゼンテーションというか、市場とのダイアログを深めることを是非お願いしておきたい。

三木委員

前回会合以降の景況の変化についての見方としては、今の実物経済の現状を考えると、4~6 月の生産、所得、支出を巡る動きは、1~3 月からさらに下振れて完全にマイナス方向の後退局面に入ったとみて間違いないと思う。これは前回会合時以上に、そういう方向が明確になってきたということである。但し、今回の経済対策の効果次第では、この後退が 98 年度第 1 四半期で底打ちになり、第 2 四半期は底這いとなっても、次の回復に備えられるようになるかならないか、ここがポイントだと思っている。企業経営者のマインドももちろんそうであるし、消費者のマインドもおそらくそこを見ていると思う。それが今回の経済対策の 1 つの大きな効果として現われれば、間違いなくそういう方向になるのではないかと思う。98 年度第 1 四半期で底打ちになるかならないか、これが前回以降の変化として最大のポイントであると思っている。そういう中で 1 つ気になるのは、今の設備投資の話につながるが、製造業の中の普通トラック業界が極めて悪いことである。これはかつてない落ち込みで、とうとう雇用調整給付金も申請するというかつてない状況になっている。これは何を意味するかというと、普通トラックは設備投資の半年以上の先行指標なので、そういう意味で、設備投資はやはりこれからまだ落ちることになるというのが 1 つである。もう 1 つは、平成 9 年 4 月以来のことであるが、一般機械が 2 月

をみると 4.8%減と、とうとうマイナスの姿になっている。その中でも工作機械は今まで比較的前年比プラスの伸び率を続けていたが、ここへ来てほぼゼロになったということがある。これも設備投資、景気回復の先行指標になるので、やはり設備投資はどうしても落ちる方向にある。もう一つ、公共土木関係の今の状況を見ると、中村政務次官から話があったように、景気の落ち方と底打ちについては、非常に地域差が出てしまっているという感じがする。公共土木関係については、明らかに 9 年度の補正予算が 2 月から効いているのは間違いないと見ている。公共工事のうち公共土木が 7 割で、その公共土木のうち 7 割が地方であるから、地方は間違いなく、落ち方は止まっていると思っている。従って悪いのは、関東圏、関西圏それから名古屋圏である。

先般の支店長会議で報告があったように、自動車関連を中心とする大減産が 98 年度第 1 四半期に始まるので、これが今最悪だという表現になったが、第 2 四半期以降戻り方向にいくだろうという感じがする。地域差という形で温暖の差が非常に出てしまっている感じがするので、効き方に差が出ることは間違いない。もう一つの問題は、川下から川上へ、景気の動きが段々変化してきているが、第 1 四半期で最も悪いのは製造業である。それは何故かというところ、そこに出てくる要素は在庫調整の動きである。これは、今物が溢れかえっている、川上の製造業、特に素材産業において在庫調整が徹底的な重石としてのしかかっている。各社とも自己責任に基づく経営判断で、おそらく第 1 四半期は一斉に大減産に入り、その後持ち直すのではと思っている。そういう意味でも第 1 四半期は 1 つの底になるのではないか。それでは、なぜそのようにするのかというと、今度の経済対策は相当好感を持って迎えられているので、企業マインドとしても、今のうちにきれいな形にしておいて、経済対策の効果が出て、需要が出てきた段階ですぐに生産の増加につながられるようにしようということである。そういう意味で考えると、第 1 四半期が本当に底という形になれば、すぐに昭和 62 年のような V 字型回復にはならないと思うが、下げ止まって底這いという感じにはなるのではないかと、今度の経済対策の効果は非常に大きく期待して

良いのではないかと思う。消費マインドについては、先程から話があったが、いろいろな角度から見ても、一言で言うと先行きに対する不安であるが、一番大きなものは雇用不安だと思う。雇用不安と自分の老後に対する不安——医療費等が上がっている一方で、これから4分の1の若年層で養っていかななくてはいけないという年金の問題を考えた時の不安——が個人消費を非常に大きく萎縮させてしまっているのです、この不安を取り除くことが非常に効いてくる。これは後藤委員がおっしゃったことでもあるが、政府の方をお願いしたいのは、先行き日本経済の構造調整というものをきちんと進め、あるべき1つのビジョンが出てくるというのが大きな要素であると思う。特に、その中で国民が豊かな生活を全うできるような社会になるようなビジョンを織り込んで頂けると、非常に有り難い。当面の景気対策については、今申し上げたようなことが必要であると思う。1つの例で申し上げますと、住宅は確かに、2月は年率133万戸にまで落ち込んでいるが、個人の持ち家にしても分譲マンションにしても、金融と証券関係の人たちは今全然見に来ていないそうである。また、契約しかかった人もこれらの関係の人は全部解約するというのが実態で、これは今言ったように、不良債権の処理も終わらず、雇用不安があるからである。買っている人は誰かという、公務員である。これはやはりそういう意味では安全だからであるが、公務員のほかに、学者、医者と製造業がある。製造業というのは、過去、何回にもわたって、リストラを潜り抜けているので、そういう意味ではコスト面での国際競争力が各業種とも相当ついている。ここで最後に残っているリストラは、財務のリストラである。この場合で言うと、社宅を今どんどん売却している。そして、丁度低金利なので自分で家を持って下さい、と社員には言っている。従って、否応無しに社員は自分の家を買わなくてはいけないので、ローンを組んで買っている。低金利で買えるし、リストラの効果が出ている以上、自分のところの雇用不安というのは避けられるから動けるのである。こういうことを考えると、雇用不安につながるような消費マインドの萎縮、その前提には金融システム不安というものがある訳だが、将来に対する不安を解消することを考えないとなか

なか購買意欲は出て来ないという感じがしている。また、卸売物価の下落傾向も今回1つのポイントだろうと思っている。今、製造業は川下から川上に向かって、順々に値下げ要求の波が現れており、その波が今、製造業の中でも鉄に近い素材産業に一斉に来ている。川下の方は値引きしなければ売れないので、どんどん値引きをしている。そういう意味では秋葉原の家電でも、安売りのところなどでは結構値引きしている。そのつけは全部次の川上に順々に回っていくので、それが今製造業に来ている。価格の動きのうちマーケットで動かざるを得ない部分は、鉄の場合では3割くらいであるが、その部分は下がるだけ下がり、これ以上下がらない状況になっている。今の値段は1970年レベルまで下がっている。あと7割の部分の価格については、今頑張っているところであり、現時点では卸売物価にも影響は出ていないと思う。国際商品市況の下落、卸売物価云々という話があったが、国内の製造業を支える卸売物価は今クリンチの状態になっている。問題は、いつこのクリンチが崩れるかであり、これが崩れたら卸売物価はあっという間に下がると思う。これは今一番危険な状況である。仮にそうなると、当然これは生産・雇用に影響する。今、企業は含み資産が一切なく、含み益で雇用を賄うということが出来ないで、所得が減り、消費が減るというパターンになると思う。これをどうするかと言うと、唯一、需要喚起しかない。そのためには、今回の政府の経済対策というのは大きな効果があると思っている。経済政策によって需要喚起に持っていくことが一番大きな要素だろうと思っているが、併せて金融政策からのサポートということも考えていかななくてはいけないのではないかという感じがする。この金融政策によるサポートということで申し上げますと、今回の経済対策は明らかに財政による下支え効果が大きく出ると思う。しかし、それは下支えであって、内需を中心にする景気の自律回復に本当につながるトリガーになるかどうか、ここをちょっとよく見ておかななくてはいけない。かつ、トリガーになるかどうかということに対して、金融政策としてそこをどのようにサポートするかというのが今一番大事なことではないかという感じがしている。

速水議長

住宅の需要について話されたが、前年比の減り方としてはここへ来てどうか。

三木委員

まだ止まっていない。この2月も13.6%減で、前年比で見て14か月連続マイナスとなっている。

速水議長

減り方は減ってきているのか。

三木委員

減り方も余り変わっていない。ただし、かつてのように、2割減という状態ではない。住宅だけをとると、低金利効果が出尽くしたと言えるが、個人の消費マインドから見ると、先程申し上げたように、金融、証券のシステム不安がのしかかっている人達を買わないということなので、中身の偏在がある。今回のパターンはマクロ全体の流れだけでなく、地域差があり、消費マインドも中身の偏在がある。また、先程の中村政務次官がおっしゃった貸し渋りも偏在の問題である。トータルとしては、マネーサプライもきちんと出ているのに、貸し渋りがあり、これも地方によって状況ががらっと変わる。関西はかなり厳しいようだ。景気の底打ち局面というのはやはりそういうものかなという感じもするが。

中原委員

いつも申し上げているが、景気の現状と見通しというのは、歴史的な側面、これまでの経過から考えなくてはいけない。就任時の記者会見の際にも申し上げたが、現在は中期と長期の問題を抱えている。一番大きい長期の問題は、日本経済が構造変革期にかかっていることである。これまでの

ように借金をして雇用維持だけを主眼にしてきた経営というものが出来なくなって、株主資本、投下資本に対するROEを重視するというスタンスに変わらざるを得なくなってきた。ここで非常な苦しみがあるということであるが、その中でバブルで何が起こったかを考えてみると、2つのことが起こった。1つは過剰投資(over investment)と過剰雇用(over employment)が起こった。これが、製造業で最も著しかった訳であるが、設備投資のGDPに対する比率が20%に達し、歴史的に見ても過熱の局面にあった。もう1つは、株式および土地のバブルであり、この資産バブルということが過剰の設備投資、雇用とともに、今日も日本を苦しめている。その後の動きを見ると、経済企画庁の景気基準日の判定委員会によれば93年10月が谷になっているので、その時までには大体設備投資の調整がついてきた。実際は3年間続いているが、最初に製造業のリストラが始まり、製造業において、過剰投資、過剰雇用というものが解消してきた。その後、恐らく97年5月頃が山になって、「回復感無き」景気回復と言われたが、そこそこの経済の回復を見た。そして、現在、製造業に1ラウンド遅れて、非製造業のリストラが行われつつある。具体的には、不動産、建設、金融だと私は思っている。そのリストラが真最中で、今その一番の正念場にあると思っている。悪いことに、そこでアジア経済が失速し、製造業が再びリストラの波に巻き込まれるか、ということであるので、非製造業のリストラとともに、製造業のリストラももう1ラウンド始まるのではないかという恐怖感を持っているというのが現状であろう。それで先程からいろいろ説明があったが、個人消費はこれだけ減った訳であるから、これ以上、下に落ち込むということは考えなくて良いと思う。もちろんこれから立ち直るかということになると、まだ底を打った状況にはないので、なかなか難しい。私が一番気にしているのは、設備投資の下落と輸出の不振である。設備投資については、先程から説明があるが、機械の受注が減ったとか、工作機械の受注が減ったということであるが、これはやはり中期的な調整過程にもう一度入ったのではないかという懸念を私は非常に強く持っている。設備投資の下落がここで止まるかどうかということについては、も

う少し推移を見守りたいと思っている。一番問題なのは、輸出の不振であり、先程ご説明があったが、実質輸出がいよいよ本年に入ってマイナスになってきたことが最大の問題である。特に2、3月はマイナスであった。これはアジアに対する輸出の不振が非常に大きな原因である。そこで、実際素材産業に身を置いた者として見ていると、その輸出が減っている。特に化学や鉄鋼というものは本年入ってから本格的に減り出したという感じを持っている。このアジア経済の危機、あるいは減速、失速というものが終わっていないが、これはかなり中期的に続き、少なくとも5~6年は続くというように考えているので、そういったところで日本の景気回復の柱であった輸出にまで影響が及んできたということは由々しき事態だと思っている。実は私はいつも比喩的に思うのだが、アメリカの強い産業は金融業で、日本の強い産業は輸出産業、輸出製造業である。日本の輸出はこれまで日本経済を引っ張ってきた。アメリカの金融はアメリカの借金を賄ってきた。アメリカの経済がいろいろ良いと言われているが、借金経済であるにもかかわらず、アメリカにお金を引き付けられたというのはアメリカの金融業が非常に優秀であるということによるものである。そういう意味で、日本の輸出産業に陰りが出てきたということになると、これは大変な問題だと思っている。公共事業、減税を中心として、政府の対策が出るというのは大変結構であるが、実は前回も申し上げたが、1つの試算によると、97年度中の財政面からの措置や消費税引上げに伴う反動等の諸々のショックで、実質GDPはそれらがなかった場合に比べ実質15兆円位落ち込んだという計算にもなるので、15兆円位戻さないと以前の成長回復軌道に戻らない。今回の対策は、真水が10兆円程度であるので、いろいろ計算はあると思うが、私は経済企画庁の言っている1.9%成長ということは非常に難しく、良くてその半分くらいではないかと思っている。一番のポイントは今回の経済対策で、景気のダウンワード・モメンタム、下向きのモメンタムは止めることはできるが、それで果たして民間がついてこれるような雰囲気生まれるのかということについては、慎重に見極める必要があると思っている。一般的には、こういう局面ではケイン

ズ政策というのが非常に有効だと私は思っているが、有効であるためには民間のメンタリティが回復し、設備投資、あるいは個人消費というものが上向いてこなければいけない。そのためには、今下を向いているベクトルを上向きにしなければいけないが、これは大変難しいことである。何れにしても、今回はそれを50年に1度という大きな構造調整の中でやらなくてはならない。もし97年5月が山だとすると、1年程度で谷になるとは考えにくいので、その辺をどのように持っていくかということになるが、何れにしても日本経済の長期的な問題、中期的な問題というものがあるので、その中で金融政策というのは、これまでどおり、下支えとして緩和基調、超緩和と言っても良いだろうが、それを続けざるを得ない。特に卸売物価が下がってきたので、国債金利が1.5%だとしても、卸売物価が-2%とすると、長期の実質金利は3.5%と非常に高くなる。その場合、実質的にROIを上げていくというのは大変難しい問題であるので、そういうことも考慮しながら、今後の金融政策を考えることになる。4~6月、7~9月の間に何が起こるかということを見えていく必要があると思う。

篠塚委員

新しく付け加えることだけお話する。前回からの変更ということに関しては、政府の景気対策優先への政策転換が一番大きな変更である。私たちが前回会合の時に認識した今回の不況というのは、企業側、生産者側のマインド、消費者側のマインドが共に落ち込んでいるということが一番大きな要因であったので、政府の景気対策はそれに対する大きなインパクトを与え、かなり好材料になると思う。ただ、個々の材料に関しては、どのようにということはまだ分からないが、前回会合時からどのような変化が生じたかと言うと、マインドを向上させるということでは、良い材料になると思う。全体的な話としては、低金利政策をずっと続けており、企業にとっては資金コストの低下ということで助かっている。それによって、どのような形であるにせよ、生産が維持され、雇用者の方も所得がある程度維持される結果、ぎりぎりのところで消費の水準を維持してきたというプロ

セスがある。この流れの中で、雇用維持と言っても、必ずしも常用雇用が維持されてきた訳ではなかったというのが非常に大きな問題であると思う。雇用者というのは、正規雇用と非正規雇用に分かれる。非正規雇用の定義はいろいろあるが、一応週当たり 35 時間未満のところを非正規と言っている。非農林雇用者だけに限定して見ると、この非正規雇用の割合が 97 年時点で全体の 5,358 万人中 20.8% となった。これは、男女合計の割合であるが、5 人に 1 人ということで、これまでの最高の割合となっている。ただ、これを男性と女性に分けると、女性の割合が非常に高く、女性の場合が 35% 位である。男女合計での数字は、98 年 1 月が 19.6%、2 月は 18.2% と足許少し落ち着いているが、何れにしても 19%、20% というのは非常に大きな数字である。このことは、長い間の低金利政策の下で企業側が必死になって過剰雇用を抱えていたということとも一致するが、いずれ大きなリストラは避けられないと思う。既に、非正規雇用という形での調整は始まっているので、これがさらに進むだろうということは中原委員の考えと同じである。2 番目の点は消費者のマインドの方であるが、消費者のマインドに関しては、消費性向が非常に下がっているという話を前回会合の時もしたが、先程卸売物価の低下が話題になった。卸売物価の 3 月の下落率は、消費税率引上げの影響を除くと -2.0% であった。これが消費者物価にどのような形で影響するのかということについては、2 月時点では出ていないので、3 月以降どうなってくるかということがかなり大きな問題になってくると思う。現時点での消費税率引上げの影響を除いた消費者物価の上昇率は、足許の 2 月は 0.4%、生鮮品を除くと 1.8% という数字である。それが恐らく卸売物価の下落に伴って落ちていくと、消費者にとっては預金金利の問題に跳ね返ってくる。預金金利はずっと低下しており、名目金利は定期預金自由金利新規預け入れ分で 300 万円以上 1,000 万円未満、預入期間を 1 年から 2 年未満として、1 年前の消費者物価でデフレートした実質預金金利で見ると、97 年平均では実質預金金利は -0.2% になっている。それが今、消費者物価の方が少し変わってきて、98 年 1 月は -0.1%、2 月は +0.1% になる。つまり消費者マインドが冷え

ている時には、実質金利が非常に低くて、マイナスであっても、皆が買い物をしていないで預金をしていた。これが、もしプラスの実質金利になったらどうかという問題がある。また、前回会合の議事要旨にもあるように、4月からは外為法の改正をきっかけに消費者の資金が新たな金融資産の方に向かうかどうか、実体経済、金融の面から丹念に見ていく必要があるという指摘がある。まだこの件に関しては統計なども出ていないが、これから慎重に見ていかなくてはいけないと思う。足許の消費者の行動に関しては、政府が新しい対策をとると、恐らく消費者にとってはすぐに減税の効果がかなり大きな影響を与えてくると思うが、金融資産については非常に微妙なところがあるので、これから注目していかなければならないと思う。

植田委員

皆さんの意見と違うところは余りないので、ごく簡単に申し上げたい。要するに、実体経済は一部マイナスのモメンタムを持っているということ、それから依然として金融システムが大きな問題を抱えたままであるというような不安材料がある中で、総合経済対策が打ち出されつつある。従って、ネットの足し算をしてどうなるかということを見守る状況にあるということだと思う。前回会合でも、私は、経済対策の効果について、GDPを上乗せする率で言って、1%~1.5%位かと言ったが、基本的にその考えを変えていないし、内容次第によっては1.5%に近い、あるいはそれを上回るような効果を持つかもしれないと思っている。しかし、足許の経済の悪い状況と足し算をしたらどうなるか、ということの不確実性が高いので見守りたいと思う。その両方のインターアクションに関連して1つ考えたことは、皆さんもある程度指摘されていたことだが、本当にこの政策等が大きく効果を持つのであれば、もうかなりマーケットには知れ渡っているニュースなので、市場でもう少し評価されても良いなと思う点である。株式市場については、今日は少し上がっているが、全体感から見ると余り評価されていないと思う。これはPKOの後遺症みたいなものがあるのかも知れないが、外為・債券市場でも余り評価していない方向に出ているようなの

で、それだけではないと思う。このことは、4月2日の短観の時に我々が議論したこととも関係していると思うが、データ等に出ている足許の経済の悪さ以上に、短観であれば企業経営者のマインド、消費性向であれば家計のマインド、それからマーケットのマインド、これらが悪化しているということと若干対応しているのかと思う。例えば、IMF等の日本経済についての厳しい見通しは、このマインドの悪化を数字に何らかの形でかなり織り込んだものかと思う。このマインドというのは非常に大まかな表現であるが、この動きが正しいのか間違っているのか、あるいは、今回の経済対策がこれにどのように影響してくるのか、という辺りを見守りたいと思う。さらに付け加えると、経済対策の中身がこれにどう響くかというところでは、マインドというものをもう少し厳密に言えば、中長期的な経済の動向に関する見通しということだと思うので、特に長期の見通しについては足許以上に悲観的になっているのかなと思う。従って、一時的な需要増政策というような性格の政策の有効性が落ちてきているように見える、という現象とも対応しているように思う。裏を返せば、出てくる対策が中長期の経済の姿について、プラスの材料を含んだようなものなのかどうか、という辺りが、マインドへどのように影響するか、という判断をするポイントになるかと思うが、これについては情報が不足しているのもう少し見守り、次回会合で私なりの意見を申し上げたいと思う。

藤原副総裁

私も簡単に終えるが、前回会合時の判断から、その後発表された指標や支店長会議での報告等で、「下押し圧力が強い状況にある、という判断が裏付けられたと見て良いか」と聞かれれば、「見て良い」と答える。例えば、機械受注や貿易等いずれも減少を示しているが、それでは「スパイラル的にマイナス方向の動きを強めていることはないか」と聞かれれば、「それもその方向にあるだろうと思われる」と答えようと思っていた。一方で個人消費についてどうだろうかと考えてみたが、3月の指標等から、消費者マインドが下げ止まりから回復に向かう兆しと見るべきかどうかと言

うと、「いや、それはどうかな」と思っている。いつも午前5時頃、朝刊が届くのだが、今朝はなかなか来なくて、6時位までこないで、新聞配達員に電話をしたところ、「今日は金曜日で雨が降っているので新聞が遅れる」と言われた。「何故か」と聞いたら、「金曜日にはどっさりと新聞に折り込み広告が入って、しかもそれが雨で重くて配達が渋滞を来している」ということだった。果たして、6時にきた新聞を見ると厚さ4cm位の折り込み広告がどーんと入っていた。びっくりして家内に「今日は政策決定会合があるのだけど、これは景気が良くなってきた証拠だろうか」と話し掛けたら、「いや、そんなことはない。金曜日はいつも厚い。あなたが知らないだけだ」と言われた。それは何故かと言うと、とくに不動産とかマンション等、上等な物件の宣伝は余りないということである。売り出しでも売れないものを、「今、この機会に売ろう」という広告のビラだらけだということである。簡単にメモをしてきたのだが、そういったマンション等は余り高級なものはない。増改築の誘いや三流と思われるリゾートの宣伝広告が多い。怪しげな墓地もある。スーパー、コンビニの大安売りの広告が非常に多い。これは、みんなが売ろうとしてもなかなか売れないので、顧客の獲得競争の面でバッティングしている様相がそこに現れているということだろう。特にひどいのは輸入家具だそうで、売れないので投げ売りのような競争が起こっている。そういうことを、理論経済と離れて、朝食前に得た生活実感として、消費者マインドは下げ止まりから回復に向かう兆しと言えるのだろうか、という疑問を持った。そうした疑問は、これらのマンションの広告等や、先程三木委員から話のあった住宅投資が14か月連続マイナスであることと考え併せても言えるのではないかと思っている。「消費にしろ、何にしろ、マインドの問題だ」とはよく言われる話だ。そこで政府の対策がどういった効果を及ぼすかということになるが、——マスコミは揶揄するかも知れないが——きちんと中身を検証して評価すべき部分があったら、評価すべきと思う。おそらく減税については、「いや余り効果がない」とか、新社会資本整備についても、「かき集めてこれから先の話だ」とか言うだろう。公共事業についても、そうだと思う

が、建設省などの関係省庁の人たちが頑張って久し振りに予算を獲得したという話もある。ただ、これで一部が潤っても、不良債権問題パート2である建設業界のことはどうなるのか、という疑問もある。しかし今回の対策は、さまざまな内外局面の中で注目されて打ち出されたもので、財革法の改正の問題にまで深く踏み込んで、中長期的に立った議論をした上での対策だということも見ていく必要があると思う。ただ、マーケットがそれをきちんと見るかどうかは分からない。

山口副総裁

マクロ経済全体について見る限り、私も前回会合時の判断を変えるような材料は出てきていないと思う。年度が切り替わったが、生産を中心にして見た経済活動は、やはり、この1~3月に始まった縮小均衡的な動きが依然として続いていると思う。そういう状態だから、物価全般にじわっという下落圧力が働いている状況ではないかと思う。輸出入両方を併せて見た貿易面の数字が、やはりアジア情勢の影響を非常にはっきりと映し出し始めていて、貿易面もやはり縮小均衡的な方向に動いており、もう少しこういう傾向が続くのではないかと思う。年度が明けて金融システムがどのような動きをするかというのが、1つ大きな注目点だったと思うが、先程説明のあったような金融機関のデータからアプローチする限り、予想どおりとはいえ、やはり金融機関の融資姿勢が年度が変わって急に変わる、というような兆候もまだ出ていないと思う。このような傾向に一体何が歯止めをかけてくるだろうか、と探してみると、だいたい皆さんの議論に出尽くしていると思うが、1つ可能性としてあるのは、下がり過ぎた消費性向が多少戻ってくるようなことが起きれば、これはかなり大きな歯止めとして働くのだろうと思う。そういうポテンシャルはあると思うが、現在、消費の最前線でどういうことが起きているのか、それ自体、非常にまだ判断し難い状況だと思う。言い換えれば、はっきりと消費の弱さに歯止めがかかった状況とはまだ言い難いと思うし、これからの消費性向の動きについても、まだ非常に"uncertain"だと言うしかない状況だと思う。そうすると、

結局財政政策の効果というところに期待をかけざるを得ない状況だと思う。今度の対策はこれまで伺ってきた限りでは、全体としてかなり力を秘めているのではないかと私自身は思っている。先程武富委員から90年代前半との比較で、この財政政策の効果がどれくらい表面に顕現化してくる可能性があるかという議論があった。多少それに引っかけて申し上げると、私は財政政策の効果を相殺しかねない民間におけるネガティブな力は、90年代前半ほどには大きくないと思う。当時出ていたような、循環的な調整、構造的な調整を両方併せたネガティブな力は、今回はあれほど大きくは当然働かないと思う。しかし、95～96年辺りと比べると、投資サイクルの局面が多少変わってきている。これは中原委員からご指摘のあったとおりでと思う。それから、金融機関の融資姿勢も当時に比べると慎重になってきていると思うので、民間サイドにおけるネガティブな力は、95～96年よりは大きいのかも知れないという気もする。それにアジア情勢の、これからさらに続くであろう影響ということを加えて考えるべきだろうと思う。このようなことを考えていると、先程植田委員からもご指摘があったが、経済対策に対するマーケットの反応が、必ずしもそれほど好都合な方向に動いていない、ということが気になる。これが一体何かということは、なかなか今直ちに結論を出し難いところだと思うので、いろいろな可能性を頭に置きながらウォッチしていきたいと思う。今のところマーケット自体がまだ内容を十分に消化しきっていない可能性があるという解釈をしたいと思うし、もしそういう解釈が正しければ、多少期待が入るが、時間が経つに連れて、もう少し市場が“favorable”な反応を示すであろうということになる。しかし、先程少し申し上げた、民間サイドにおける90年代半ば頃と比べての弱さというのが、財政政策の効果を多分に相殺しかねないのではないかという見方が、マーケットの中に非常に強くあるのだとすれば、それは警戒すべき要素であろうと思う。財政政策の効果が、とりあえず景気の下方圧力に対して歯止めをかけてくれるだろうと思うが、その先、先程三木委員がおっしゃったとおり、望ましいシナリオとしては、一時的に民需の弱さに歯止めをかけるだけではなく、民需がさらに上向いていくのに対し

て、財政政策がある種のトリガーとなって働いてくれる、というのが一番望ましい。その時そのようになるかどうかは何とも言えない状況だと思うが、仮に、そのようにうまく動いていった場合に大事なことは、金融システムの状況がそういうプロセスに対して邪魔をしないということではないかと思う。今の金融機関の一般的な与信姿勢というのは、その点で非常に気になる要素であって、やはりそこを極力早く解決して、将来に向けて金融機関がしっかりとリスクを担っていくという力を回復させていくことが非常に重要な要素ではないかと思う。これは、ここ何年間かの宿題だった訳だが、こういう局面になってきて非常に重みを増している宿題ではないかと思う。以上、申し上げたことをひっくるめて、前回会合時と基本的に同じ判断で良いのではないかと私は思っている。最後に、せっかく中村政務次官がいらっしゃるので、1つだけ申し上げたいのだが、冒頭のご発言の中に、「地方の金融機関から郵便貯金にお金がシフトしているケースがあり、お金の入ってこない金融機関の貸し出し能力が低くなっている」という指摘があったと思う。それは、私どもも、地方の金融機関から聞く悲鳴である。地方の金融機関全体にそういうことが起こっているということでは必ずしもないが、そういう影響を非常に強く感じている銀行が実際に存在しているということは、ご指摘のとおりだと思う。そういうところから、「郵便貯金を何とかして頂きたい」という声を、最近改めて聞く機会があった。郵便貯金の経営形態自体については、当然日銀でどうこうということではないが、そういうことが現に起きている時に、民間サイドで強い体力を取り戻して、公的な方にお金が逃げていかないような状況を作り上げるということが前提だと思う。同時に1つの現実として、郵便貯金への資金のシフトが起きているということがあるので、直ちにどうこうできるということではないにしても、状況がそうなっているということ、政治の方からも適切に問題として提起して頂けると有り難いと思う。

速水議長

金融経済情勢について委員のご意見を伺ったが、何か付け加えることが

あったらどうぞ。

中原委員

今度の経済対策の中で一番有効なのは、保岡興治衆院議員が中心となってまとめた不良債権の処理のメカニズムだと思う。あれに十分予算をつけてもらって、実効が挙がるようにしてもらえると、一番根本の解決策になると思う。全国で虫食いの土地がどうなっているかについては、首都圏でも地図さえない。これは、時々自民党の先生方にもお願いしているが、都銀から出させるとか、法務省に行けば分かるのかも知れないが、首都圏だけでもどういう状況になっているのか出して頂いた上で、状況を判断して、言葉は悪いが強制地上げをして土地の価値が上がるところがあれば、税制等いろいろな面で恩典を与えることで、虫食いを解消して土地の価値を高めるようにするのが一番良いと思う。今回の政府のパッケージの一番の目玉はそこにあると思う。不良債権の解決が一步大きく前進したと私は思っているので、是非よろしく願います。

速水議長

他に何かありますか。

三木委員

今度の経済対策は今政府としてできる最大のものであって、その効果として、それが次なる民需回復のトリガーになるかならないか、というのが最大のポイントだと思う。その時にやはり金融政策というのは、きちっとサポートすべきだと思う。その辺を考えると、今の状況の中で、1つ気になるのは、依然貸し渋りの話が出ていることである。今日も中村政務次官から話が出たし、昨日もある会合で話が出た。貸し渋りというのは資金の偏在の問題だということではあるのだろうが、どうしてもこれが解消しないという点、これに対して日銀として金融政策の一端として何らかの姿勢を出すべきだと思う。日銀の金融政策はインフレの時は物凄く有効にい

ろいろな手だてが効くが、これだけの超低金利の中で、デフレ対策となると非常に手段が限られるのは分かる。そういう意味で、この間植田委員も指摘していたが、量の面で打てる手があれば、この際打っておいた方が良くと思う。預金準備率を引下げるといのは効果がないという話だが、マイナスがなければやってみてはどうかと思う。効果として、政府の経済対策の動きの中で、日銀の姿勢ということで若干でもサポートできるということになるのではないか、という気がする。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

金融政策運営方針ということで、この辺で皆さんからご意見を伺う段階ではないかと思う。これについては、まず後藤委員からお願いします。

後藤委員

結論的なことから先に申し上げる。月初会合ではなく、レビュー会合であり、大きな経済対策が発表されるということでもある。基本的には、3月の期末を越えたので、期末越えの要因が剥落して、貸出計画も、上位3業態がぎゅっと絞り込んでいたようだが、おそらく若干緩んでくるのではないかと思う。一方で、5月の決算期を控えて要注意という側面もあるので、今回会合の結論としては、引き続き潤沢な資金供給を念頭に置きながら、経済対策の内容と反響を見守りつつ、現状維持でいく、というのが私の考えである。ただ、若干気になることが幾つかある。1つはマネーサプライとか広義流動性について見ると、この頃M2+CDは投信や郵貯などとの間のシフトイン、シフトアウトがあって、実体経済の動きと余り連動していないような気がする。そういう意味では広義流動性を見ていた方が良く思うが、広義流動性が去年の暮れ位まで3.5%位の率で伸びてきたのが、3月に3%に落ちてきているのが気になる。特に広義流動性のGDPに対する倍率が傾向的に上がってきており、前回会合で植田委員からベースマネーの話があったが、ベースマネーの信用乗数も傾向的に非常に下

がってきている。そういう中で、広義流動性がこのところ急速に下がっているのは確かに気になるところである。今、三木委員が指摘されたようなこと、あるいはもう1つの選択肢として植田委員が前に話されたようなことを、私も選択肢として状況を見ながら考えなければいけないと思っている。既にマーケットの中では準備率が下がるのではないかとか、あるいは輪番オペの金額が増えるのではないかという噂も流れているようだが、そういうことをもしやるとすると、今までの金融調節のやり方なり、考え方というものと、そういうハイパワードマネーを通して通貨の供給量を動かしていくということとを単純に足し合わせるということにいかないのか、思想的にそこをどういうふうに転換をするのか、つないでいくのかということについては、かなり政策的に、哲学という大袈裟だが、考え方を整備しないといけないのではないだろうかと思う。場合によってはそういう勉強をこういう決定会合の外で少し時間をかけて、少なくとも頭の体操としてもやっておくことは必要かもしれないと思っている。もう1つは貸し渋りの問題である。これももう少し通貨供給のボリュームが増えれば金の回りが良くなるのではないかという考え方もある。確かに量の問題もあると思うが、トータルとしてはボリュームがそんなに足りないということではなく、全体としてはむしろ合っていると思う。ただ、偏在をしている、あるいは金融機関の融資態度の問題という質的な問題があるような気がする。大勢の方が指摘しているが、バブル時代のように土地担保があればどんどん貸し出していくという、審査が何を言っても営業が先に走ってしまうということから、金融機関自身が信用リスクをきちんと考えて、金融機関の経営としてもROEを考えながらやっていかないと、これからビッグバンの中で生き残れないということで、これからはそういう形で業務をやっていくということになると、そこで自ずから今までとは違った融資のやり方になるし、これまで融資の対象になっていたところが外れてくるといったことも出てくる可能性もあると思う。そういった信用リスクを考えた金融の業務のやり方ということは、一種のnormalizationの過程でもある。ただ、同時にミクロで相応しいことがマクロでは望ましくない結果を生む

ということに、そのままではなってしまうということが問題ではないかという気がする。健全な経営なり、あるいはこれから新しい分野で伸ばすべき企業、産業に金が流れないということになると、すぐに公的金融というところに話が行きがちである。そのことは、中村政務次官も心配なさっておられたが、私は公的金融にいく手前に信用保証・保険があると思う。この間統計を見たところ、昨年 11 月以降保証の受託件数が随分増えているようだが、一部の都道府県では代位弁済が急増してしまい、保証の引き受けに慎重になっているということもあるようだ。むしろそのような部分を非常に充実させていって、原資は民間資金でありながら、そういうところにもある程度お金が流れていくと良いのではないか。保証を付けるとリスク・ウエイトが 10%位まで下がることになっているから、そういうことを使っていくことも考えられる。あるいは、より長期的になると、何と云っても金融システム問題の解決が先に延びてきているということがあるので、まさに今いろいろ検討しているような S P C を使った不動産担保証券で証券化して流動化していくとか、中原委員が指摘されたような土地の価値を高める、といったことが大切である。金融機関のバランスシートに引当金と債権が両方のつかっているのではなく、それが両方落ちるという状態にならないと、金融機関の不良資産の重石は取れない訳である。それを取っていくような対策をできるだけ早く進めるということが必要である。もう 1 つは、今まで国際的に見て間接金融に過度に依存しているような形になっているので、ボリュームの問題と同時に、資本市場から直接調達する道の条件整備をもう少しいろいろな形で工夫をしていくという質的な面、あるいは構造的な面での貸し渋り対策ということを考えていく必要があるのではないかと思う。これは必ずしも日銀だけでできることではないのだが、せつかく中村政務次官がいらっしゃるのでお願いもかねて申し上げておく。

速水議長

武富委員お願いします。

武富委員

金融政策に引き付けたところでの論点としては、1つは物価で、1つは信用リスク絡みのところだと思う。先程実体経済について、放っておくと2段階調整の可能性がある経済の流れになっていると申し上げたが、そういう2段階調整に入る前に、ぎりぎりのところで大型の対策が打たれたということで、かなり様子が変わると思う。物価の観点から2段階調整を考えると、今までは仕入価格の下落が先行して製品価格の下落が後追いという形だったので、産業調整の中で企業の交易条件が良くなるという、その限りではある程度収益にプラス要因となって、一時の breathing space があったということだと思うが、2段階目に入ると、製品価格も下がって企業収益も squeeze され、さらなる設備調整、雇用調整に進んでしまうということだと思う。それが今回の対策で断ち切れるかどうかは分からないが、相当歯止めは掛けられるのではないかと思う。仮に、名目金利が横ばいで、物価が今言ったような形でさらに下がって、実質金利が上がるというリスク、またそれが実体経済へ悪い意味で跳ね返るといふ、これまで我々の持っていた懸念は、おそらく少し後退してくれるのではないかと思う。それから、もう1つ信用リスクとか、金融システム不安ということについては、先程来議論されているように、正確な言葉の使い方ではないかも知れないが、資金の迂回というか、ある種の disintermediation ということが起こっている。つまり、信用創造の中核にある金融機関から、公的部門も含めてその他の金融機関へお金がぐるっと廻っている、あるいは、国内から海外にお金が出るというようなことがある訳である。これを是正するには、根本的には、中原委員も指摘していたような土地の問題、それから第2段階の金融機関対策としての不良債権問題の解決というようなことが必要であり、公的部門と民間部門の金融活動については、今は一時的に余り正常ではない姿になっているのを正常化することが必要だろうと思う。そういう中で、個別金融機関ごとのクレジット・レーティングの差の縮小と、それによってターム物金利が0.70%まで低下するというところで、かな

り改善感はあるが、以前に比べるとまだ少し高いので、リスク・プレミアムとしてゲタを履いた部分をなんとか下げていくということを、いろいろな形で作っていくことが必要である。それに伴い、金利も正常化し、インターバンク市場も正常化し、そしてもっと大きいマクロの資金の流れも正常化する。そういう中で、将来に対する期待成長率が上がるということが、今度の経済対策との絡みで、十分に納得が得られるということになるのではないか。ここからは、三木委員、中原委員の意見とは違うかも知れないが、期待成長率が上がる、期待収益率が上がる中で自然な形で投資活動が出てきて、それによってある程度の資金需要が出てくると、自然な形で金利にも影響が出て、資金の流れにも良い意味の影響が出てくるということに持っていけるのではないか。そういう意味からも、単に対策の実体経済への影響ということだけではなく、いま言ったような意味からも今度の対策の中身について、あらゆる経済主体、市場参加者がうまく受け止めてくれるかということがポイントだと思っている。

三木委員

やはり今回の経済政策は、間違いなく下支えにはなると思う。その中身はこれから発表になる訳だが、その効果がマーケットで個人の消費マインド、企業のマインドにどう跳ね返ってくるかをよく見ていかなければいけないと思う。それが本当の意味での民需の自律回復につながるトリガーになれば良いし、一番期待できる点だと思う。そういう意味でいくと、金融政策としてはその時に、もう少し前向きな意味でサポートすべきだと思う。マーケットをリードするのは日銀であるが、こういう時、強いリーダーがいないと、マーケットはだめだと思うから、今がその時かなと思う。今は超低金利であるが、この金融緩和基調は持続すべきである。ただ、そうした中で1つだけ申し上げたいのは、いろいろな人に会うと必ず出てくるのが「貸し渋り」という状況である。これはマクロから見ると決してそんなことはないが、地銀の東京、大阪から地方への回帰現象もあるし、都銀が、当然のことではあるが、経営効率、資本効率を狙った自己責任の経

営をやっぺいこうとしている。そういう中で、ユーザーを選択するのは当然のことだと思ふ。その場合、明らかに生きられるところ、強いところは問題ないのだが、グレーのところ、あるいはこれだけお金を借りられればちゃんと続くところが今一番困っていると思ふ。大企業に対する銀行の姿勢というのは非常にはっきりしており、大企業向け融資は全然利益がないから、これは引くものは引くということだから、そういうお金が優良な中小企業に一部出ていっている面もあると思ふ。その部分の資金の偏在をどうすれば良いのかという問題はあるが、先程も話にあったように、日本開発銀行を初めとして中小公庫、商工中金まで入れた政府系金融機関 5 公庫計で、去年 12 月から今年 3 月までの 4 か月で 3 兆円の貸し増しをやっぺしており、前年比では 24% 増と言われている。このように、確かにトータルとしては民間の資金繰りが回っていることは間違いないと思ふが、「貸し渋り、貸し渋り」という話が引き続き出てくる。これについて、日銀として「何にもしていない」ではなく、何か手を打てないものかと思ふ。金融調節については、量と価格というか、量と金利というか、それからマーケットに対する運用、それらに整合性が必要という議論は分かるが、ここで何にもしないということではなく、少なくとも「そういう声にだけは応じた」ということができないかと考えると、CP オペ、レポオペ等いろいろなことは殆ど全部日銀はやっぺてきているので、あと残るのは預金準備率を下げる位かなと思ふ。これはマイナス効果があったら別であるが、マイナス効果がなければ効果が殆どなくてもやっぺてみるということかな、という感じで申し上げたところである。ただ、こだわる訳ではありませんが。

中原委員

私は、2 点だけ申し上げたいと思ふ。1 点は貸し渋りの問題であるが、これは先程経済企画庁の方からも説明があったが、やはり日本の金融機関が正常に戻りつつあるということで、相当 normalization の面が強い感じがしており、個別の問題なので、日銀として取り扱うのは非常に難しいと思っている。実は、帝国データバンクの統計によれば、1997 年度の倒産

件数が 17,000 件、負債総額が 15 兆円であり、そのうち貸し渋りによるものは 379 件、負債総額が 1 兆 2,500 億円であるから、負債総額で言うと、全体の約 8%、それから件数で言うと 17,000 件のうちの 379 件ともものすごく少ない。かと言って、重要でないという訳ではないが、日銀として扱うのは非常に難しい。これは自然の、daily の金融活動の中で自然に解消されるべきものだと私は思っている。それ以外については、中小企業対策として、やはり政府の方でいわゆる社会政策としてお取り扱い頂く面が強いのではないかと思っている。それから、もう 1 つ申し上げたいのは、前回会合でレンジを 0.5~0.4%ということにしたが、先程お配り頂いた資料 1 の 3 ページを見ると、無担のオーバーナイト・レートの平均が殆ど変わっていない。11 月が 0.43%、12 月が 0.42%、1、2、3 月は 0.43%である。それで、これを少し 0.4%の方に向かって下げる余地はないのか。あるいは、下げたらどういうことになるのかということをも是非執行部から伺いたい。4~6 月というのは非常に難しい時期だと思うので、一種の踊り場であるから、そこで一体どのようにするのかということでは、オーバーナイト・レートの加重平均を、例えば 0.42%とか 0.41%とかへ持っていったら良いのではないかと思っているのも、その辺をご検討頂ければと思う。

篠塚委員

私は、現在総合経済対策がとられて実行を見守る段階であるので、金融政策としてはできるだけそれを支援したいということである。そうなった時に企業マインドと消費者マインドの両方をバランスよく支援できるような政策は何かと考えると、現状のままでいくということであると思う。もう 1 つ貸し渋りのことに関しては、新保調査局長が言われた内容に納得しており、この状況がますます続くようであれば、企業側は間接金融から直接金融の方に移っていくのであろうと思う。

植田委員

前回会合からおおまかにではあるが、景気に関する判断は特に動いていないということなので、この面からは政策を変えないということであると思う。2番目に、先程私も議論させて頂いたような、消費者、企業のマインドの悪化を食い止めようという方向で、例えば財政政策、総合経済対策が出ている中で金融政策が何ができるかという議論としては、三木委員が指摘されたようなポイントはあると思う。一応の可能性も検討したということであれば、金利を上げるという選択も勿論頭の中では考えられる。つまり、これにより経済の実態は良いのだというシグナルをマーケットに送るということであると思う。しかし、我々が近い将来、あるいは暫く先まで、経済の動向に関して非常に不安であるという中でそのようなシグナルを送れる立場にはないというように思うので、これは送れないということだろう。他方、金利を下げるという選択がもちろん頭の中では考えられる。しかし、既に前回会合でも議論したことであるが、現状のように金利水準が低い中で今回やるとすれば、小幅の引き下げ、例えば、コールレートの誘導水準の引き下げということになるであろうから、それによってどれ位のプラスのシグナルをマーケットに送れるかという点についてはかなり疑問の余地があるように思う。むしろ、どこかの時点でもっと強力な、場合によっては最後の手段としてとるかも知れないような大幅な金利の引き下げや、量的な緩和策を打ち出すというようなことを温存したいというのが正直なところであるし、仮に金利を据え置いたとしてもそれは財政政策をサポートしていることになっていると思う。そう考えると、今回それをやってしまうと、場合によってはマイナスの影響があるかもというような気持ちもする。すなわち、財政支出の増大によって、景気が上向いてくる中では本来資金需要が増大し、金利に上方圧力をかける訳であり、その中で金利を据え置けば、超低金利を続けることによって、財政政策等の効果をサポートし続けることになると思う。最後に、貸し渋り対策との関連で考えてどうかということであるが、三木委員の言われた預金準備率の引き下げは理論的には貸し渋り対策になる手段の1つだと思う。ただ、私自

身テクニカルにこれがどれ位の影響を持つのかということをも十分考えてこなかったということ、それから、量的な金融緩和策をもしやる場合には、準備預金制度そのものを場合によっては変えるような局面も出てくるかも知れないというようなこともあり、今回は全面否定ではないが、慎重に考えたいという気持ちがある。一方、本来の貸し渋り対策としては、直接金融の道をもっと整備するということもあるが、同時に昨年から準備して頂いた 30 兆円をなるべく早く良い方法で使っていくというのが、現在では最大の対策かなと思うので、この面から、日本銀行としては、大蔵省におけるカウンターパート等と議論したうえでサポートするというのが一番できることかなと思う。結論としては現状据え置きという意見である。

藤原副総裁

先程申したように、その後の進展は前回の判断を裏付けるものだと考えるので、政策としては現状維持である。それから、数人の委員の方から発言があったが、サポーティング・ポリシーとして金融で何かできないかということについては、できるかできないか、やるべきかやらないかも含めて、金融政策全体のツールというものを総合的にレビューし、整理して示して頂ければ非常に有り難い。特に、このような限界的な緩和状況になっている時に、質・量、両面で一体何が可能なのか、どのようなことが理論的にはあるのか、実際上の手段として、何が考えられるのか、ツールとメニューをあげてそれぞれの問題点、マイナス金利の問題に至るまで、総合的にレビューして頂ければ有り難いと思うので、それを付言する。

山口副総裁

今回、景気について前回と同じ判断を行うとすれば、そういう判断の下で当面の金融政策についても現状維持で宜しいのではないかなと思う。政府の方から大きな対策が打たれて、これでどのようなタイミングで景気の悪化に歯止めがかかってくるかということをもまだ見守らなければいけない状況であるから、金利をこの際引き上げるというのは選択の外に置かざる

を得ないと思う。政府がそのような対策を打つのとタイミングを合わせて金利を引き下げるべきかどうかというのは、1つの選択肢としてあり得ると思うが、現在の金利水準自体の低さということを考えると、やはりどうしてもデフレ圧力が強まり、それに歯止めがかからないといったような situation のために最後の選択肢として取っておいた方が良いのではないかと思う。それはそれとして、三木委員からご指摘があったような金利政策の運営以外のところで、例えば準備預金制度の運営上何か工夫ができないかというようなことは、考えるに値する選択肢だと私も思うが、後藤委員からもご指摘があったように、何をやるにしてもこれまでやってきたこととの一貫性、consistency ということは相当深く考えておくべきことだと思う。というのは、また局面が変わった場合には逆方向の政策が当然必要になってくるので、そこにうまくつながっていくような思想的な一貫性が必要だと思う。また、何をやるにしても我々としては最大限の効果を少ない選択肢によって挙げたい訳であるから、そのためにはどのようなことを考えれば良いのか、あるいはどういうアナウンスメントをすれば良いのかということも相当突き詰めて考える必要があるであろう。それから、準備率を下げるとか、あるいは準備預金制度そのものを停止するということを仮に選択すると、その効果というのは本当はどれ位なのかということのを頭の中にきちんと入れておく必要があると思う。しかし、私自身これについてこの場で結論を出すほどの準備が出来ていないので、藤原副総裁からもご指摘があったが、もう少し勉強を重ねたうえで議論し、結論を出した方が良いのではないか。本日のところはこれまでの政策の現状維持ということで私は臨みたい。

武富委員

先程、政策についてどうすべきかということは何もはっきり言わないで、金融政策に絡むところの状況判断だけ申し上げたので、政策について何をすべきかということを上上げる。結論は現状維持である。今回三木委員のご指摘の点や、前回植田委員のご指摘のような、どちらかという量に

かかわるところの政策手段の活用、あるいは目標の活用については、十分理屈の上で是とされるところだが、外国の例でもあるように、1つは金利のボラティリティが高まるということがある。それから、今の貸し渋り現象というものをどのように定性的に判断するかということにも絡むが、量とか信用創造のチャンスを増やすということが、いわゆる良い資金需要を引っ張り出すということに直結していない経済情勢である。それをやればそこにすぐ直結して、さらなる実物経済活動が出てくるというように、クリアーにイメージできればよいが、今の本質的なところはそれをやってもそこにつながるのであろうかという感じがする。それからもう1つは一貫性の問題にかかわるが、そこは、金融政策スタンスのかなりの変更であり、あるいは思想の変更かも知れないので、仮にやったとしても、やれば数年はやるつもりでやらないといけないと思う。そこは、練りに練ってやるべきであり、単純に、アナウンスメント効果によって沈滞している世の中のムードを変えられるのであれば少しやってみようか、という訳にはいかないのではないか。そのようなことは、私も就任以来頭の中でずっと考えてきたが、効果も勿論あるが、リスクもあるので、今時点では正直消極的である。

中原委員

私もはっきりさせておきたい。私は引き下げる余地があると思うが、4～6月にどうも怪しい雲行きがあるかも知れない、あるいはダウが14,000円を割るという突発事態が生じるかも知れないので、そのためにとっておく必要があり、今回は引き下げるというニーズはないと思う。ただ、現状を据え置くにしても、先程申し上げたように、一定の枠の中の下限近くまでオーバーナイトレートを下げてみたらどうか。そうすれば、やはりある程度量的にも勿論緩和になる訳であるから、そこで様子を見るという手はあるのではないか。オペレーションにもう少し弾力性を持って市場と対話してみたらどうか、というのが私の意見である。

速水議長

他になれば私の見解を少し申し述べさせて頂きたい。皆さん大体同じような現状判断ではなかったかと思う。いずれにしても、この時期に政府のかなり思い切った景気対策が出され、発表されたということは、非常にタイミングも良かったし、私どもとしても歓迎すべきところだと思う。中村政務次官がおっしゃったように、G7でもこのタイミングで真水10兆円、しかも減税を含めてという話をしたことに対して、誰も勿論反対はなかったし、「やるべきことをやりだしたな」というような感じを皆さん持たれたし、そのような表現をしておられたと思う。そのことについては、先程中村政務次官が言われたとおりで、新聞等で多少間違った表現があったかも知れないが、実態としてはG7ではかなり理解してもらえたと思う。ただ、これは私どもの担当外のことであるが、2回続けて実施される特別減税について、大蔵大臣もその効果はパーマネントと同じであるということの説明されていた。当面の景気に与える影響は同じかも知れないと思うが、一般の人達がどのように受け止めるかということを見ると、これは自信がないが、パーマネントに引き下げることと、特別に98、99年にやるということは少し違うかなという感じもする。先程から中期、長期の構造改革の必要性ということが指摘され、私も全く同感であるが、その立場から考えると、今回の対策の中で、少し違うのではないかという気がする部分もないではない。公共投資の方は内容がまだ今1つ良く分からないので、はっきりとしたことは言えないが、これが従来と同じようなもので、地方の建設業界への救済だけに終わってしまうようなことでは、これこそまた構造改革というものを先送りするだけのことで、一般国民が見ている構造が変わっているな、というようには映らない可能性もある。この辺中身をきちんと見ていきたいと思う。それから、金融システムについては、先程30兆円をもっと有効に早く使えという指摘があったが、同感である。特に、中原委員の言われたRTC、RFCについては、どちらもアメリカの連銀の最高責任者が私に対し早くやるべきこととして言っていたが、やはり土地等の不動産の流動性を高めることが、アメリカの場合は最も効果

があったとも言っていた。S & Lの問題が生じた時には、金融システムが崩れて、いろんな手が打たれたが、その中では不動産価格が下がっていかないように、取引が増えていくようにSPCといった特別な組織を作って不動産の売買を促進していくような手が打たれたことが、景気にも一番効果があった、また、銀行の貸し渋り、あるいはそれに伴う倒産を回避するといった意味で、効果があったということをおられた。今回はこの面でも手が打たれているというのは、うれしく思う。どのような中身のものなのか、どのような金の使い方をするのか、その辺がまだ今1つよく分からないが、これを早く稼働させて、先程話に出たような虫食い状態にある土地の整理が進んで不動産の流動性を高めていくということが今回できれば、心理的にはどれだけのプラスになるか分からないが、実質的には一番プラスになっていくものではないか、という気がする。一般の人は、やはり個々のものではなくて、構造改革がどのくらい進んでいくのかということをもっと注目しているのではないかと思うので、その辺がどのように内容が決まり、それが実現されていくかということをもっと注目したいと思っている。

このような情勢を踏まえると、当面の金融政策を巡る環境には、前回合合以降、目立った変化が出てきているという状況ではなく、むしろ政府による総合経済対策によって景気が先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクは、小さくなってきたと一応判断して良いのではないかと思う。いずれにしても、対策の効果が、实体经济にどのような形で現れていくかということについては、これから丁寧に見ていく段階であろうかと思う。当面の政策運営については、私も現状維持が適当ではないかと思う。

先程から課題として、直接金融をもっと増やしていくやり方についても、もっと考えることがあるのではないかとか、あるいは準備預金制度の準備率をどの程度まで下げると、どの位量的なマネーサプライの増加が可能なのか、という意見があったが、その辺については、今の時点でこうやるべきだというだけの自信もないし、もう1回待っても良いのではないかという感じがしている。その間に事務方でよく調べて頂きたいと思う。また、

中原委員が言われた、公定歩合以下でどこまでもっていくかという点についても検討の余地はある。意見がもう少しあるかも知れないので、その辺まだ何かあればおっしゃって頂ければと思う。議案の提出をしなければいけない訳であるが、現状維持ということでどうだろうかと思う。先程の委員の皆さんの意見を聞いても、現状維持が大勢を占めていたように思うので、当面の金融調節方針については現状維持で議案の原文を作ってください。それを見て採決に入りたいと思うが、その前に、政府の方からのご意見等あれば、この段階で伺った方がよいと思う。

中村政務次官

政府の経済政策を評価頂くご意見もあり、大変有り難うございました。また、それをサポートしてやろうという意見もあり、大変有り難く思っている。景気の不況感、現状認識については、全く委員方のご判断と同じように考えているし、後のことは政策委員会でお決めになることだと思っているが、ただ1つだけ違うのは表現の問題である。今度の景気はいわゆるマインド不況であり、お金はあるけど使わない。これは、消費者マインドもそうであるし、企業家マインドもそうである。それから期待成長率の話や期待収益率の話もあった。こういったものに対しては、金利を上げる下げる以上に、また金融セクターに対するアナウンスメント効果以上に、日銀というのは日本で偉いので、日銀がどのように判断され、どのように話されたということがものすごいインパクトを与える。ということで、日銀がお決めになることなのでお任せするが、例えば下押し圧力が大きいとか言うと、「新車を買ってやろうというのをちょっと待っておけよ」と、「設備投資をしようというのをちょっと待っておけよ」と、これだと思う。せっかく政府は国民の大半の大きな要請の下に意思を持って大きな経済政策を打ち出して、やりかけている財政構造改革も一時中断して、というところまで決断している訳であるから、そのようなところでどうか表現でサポート頂けたらと思う。それから、貸し渋りのことで簡単に問題提起だけさせて頂くと、金融機関のビヘイビアーを決めるのに法律の問題がある。

銀行法というのは、今から十数年前、米里さんが銀行局長の時に作った法律であり、少し古い。ですから、その総則の目的のところには銀行は預金者保護をしろとしか書いていない。預金者保護をして、もって金融の円滑化を図れということである。預金者保護ということをしちんとやれということになると、良いところには貸せ、悪いところには貸すなど、こういうことになる。ですから、日銀がおやりになる極めて行政の代行機関として大きな金利決定や金融調整とかいうものも、実際に庶民があたる窓口というのは銀行であるから、その銀行というのは行政代行機関の執行機関のような意味がある訳なので、やはり社会的責任が強くて、それなりのビヘイビアが要求されて、預金者保護もしなければいけない。また、恣意的な貸し手の選別をやってはいけないとか、アメリカには地域還元法があるが、日本の地方銀行は大きくなれば海外に支店を出したがるというような傾向がある。こういった法律をしちんとするのは、行政と政治の役目であるが、私の個人的意見として、問題提起だけ申し上げ、私が大臣であればやってしまうが、私の個人的な意見として申し上げている。それから、先程の土地がバラバラになって、めちゃくちゃになったものを整理しようというもの、これはやろうということをやっているの、頑張ります。この場合、やはり経済構造改革と逆行することはできないということを私は捕まえておかなければいけないと思う。そこに法律問題が1つあるのは、土地基本法という法律がある。土地については、利用計画というのは政府、地方自治体が作ることになっており、国民はそれを守る義務がある訳になっているので、こうした非常にきつい法律があるという現状の中でそれをやっていくということ、それと全体の構造改革に逆らうようなことではいけない。ただ、ばらばらになったものを流動化しなければいけないのは当然のことなので、その面で政府、与党としても頑張っって参りたいと思う。いずれにしろ、このような席に出させて頂き、委員方のいろいろな意見を聞かせて頂いて大変有り難く思っている。どうも有り難うございました。

速水議長

現状維持ということで、議案としては、「次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表する」こととし、「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」ということでどうか。公表文としては、「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」ということになる。これで平均的に見て公定歩合水準をやや下回って推移するように促すというところをもう少し具体的に書くというご意見があるかも知れないが、いかがですか。表現はこれでよろしいですか。

中原委員

私は先程申したように、少し弾力的にやって頂ければ良いと思うが、表現はこれで良いと思う。ただ、暗黙の了解として、もう少し弾力的にやって頂ければと思う。

速水議長

よろしいですか。それでは採決に入りますので政府からの出席者は退席して下さい。

[政府からの出席者退席]

速水議長

それでは、これでいかがでしょうか。

[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

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会とし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。

V. 閉会

速水議長

これで本日の政策決定会合は閉会とする。

(午後1時閉会)

以上