

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年5月19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 中村 正三郎 政務次官 (注)
経済企画庁 塩谷 隆英 調整局長

(注) 中村政務次官は、11:27～11:58、12:50～14:03の間、所要のため退席した。

(執行部からの報告者)

理事	永島 旭
理事	米澤 潤一
理事	黒田 巖
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

5月19日の金融政策決定会合をただ今より開会する。

(午前9時開会)

開会にあたり、本日の取り進め方を説明する。まず初めに、前々回の議事要旨の承認を頂く。次いで、午前中のセッションでは11時過ぎまでを目途として、執行部からの報告をお願いする。昼食を取った後、午後のセッションでは、午前中の執行部からの報告を踏まえて委員による金融経済情勢と、当面の金融政策運営に関する検討を行う。その上で、当面の金融政策運営方針を決定し、最後に金融経済月報に掲載される、経済および金融の情勢に関する基本的見解を取りまとめたいと思う。以上が本日の進め方である。

II. 議事要旨(4/9日開催分)の承認

速水議長

それではまず、前々回会合の議事要旨の承認に移りたいと思う。討議に入る前に前々回会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨に異議はないか。

塩谷経済企画庁調整局長

議事要旨の7ページの、経済企画庁長官の発言について、ちょっと申し上げたい。第二パラグラフの「なお、以上の執行部説明を受け、経済企画庁長官より…」と書いてある部分であるが、本人に確認をしたところ、これは特に公開を前提とせずに率直に見解を披瀝したもので、本人は公にするつもりはないということなので、削除して頂いた方が良いのではないかとのことであった。従って、ここがもし削除されると、その次のパラグラフの「この件については、ある委員から」という発言についても、長官

の発言が無くなると意味が不明になるので、あるいは削除して頂いた方が
良い気もするが、これはある委員の発言であるので、私として申し上げる
ことではないと思う。この際、議事要旨のまとめ方について一言申し上げ
ておきたいと思う。両方の記述を読むと、あたかも経済企画庁長官が日銀
の説明の仕方にクレームをつけて、日銀の説明責任をないがしろにしたか
のごとき印象を世の中に与えるのではないかということに心配致してお
り、長官の意図は、毛頭そういうことではなかったと聞いている。しかも、
三番目のパラグラフに書いてあるように、透明性の精神ということが書いて
ある。この透明性の精神はそのとおりであり、これをもしおっしゃって
頂けるのなら、もう少し客観的に記述するようにして頂いたらどうだろ
うかと思う。私は長官の発言の際には、同席していなかったが、このある委
員のご発言の際には、同席したように思うが、その私の記憶では、このよ
うな言い方はされなかったと思う。まず、あの時のご発言は、今回の会合
では2人の大臣が出席して、意見を述べてくれたことは大変意義のあるこ
とであるというように申されたと思う。そして、政府と日銀との関係は、
政策の方向において整合性を確保する必要があるということは当然であ
るということも言われたと思う。そのうえで、経済企画庁長官が景気対策
の足を引っ張ることはよして欲しいというように言われたが、その気持
ちは良く分かるけれども、日銀は景気対策の足を引っ張るつもりはまった
くないというようにも言われたと思う。そのうえで、日銀が公表する文章
については、日銀としてのアカウンタビリティを増すという観点から、言
うべき事ははっきり言うべきであるというように言われた訳である。その
点から言うと、金融経済月報の地価についての言及については、長官の心
配されるような表現にはなっていないと思うので、このままで宜しいの
ではないかというような趣旨を発言されたかと思うが、それを一般論に置
き換えて、しかも長官の退席後に、長官が、日銀の説明責任を含めて、
透明性の精神を踏みにじったかのごとき発言をしたかのように対比して書
かれて、しかもある委員と匿名で天下に公表しようというのはいかがだ
ろうかと思う。従って、両方の発言を議事要旨から削除、このままの表
現では、

非常に誤解を与えると思うので、削除して頂いた方が良いのではないかと思うが、もしそれが透明性の精神に反するということであるならば、ある委員を实名にして頂いて、しかももっと正確な記述に変えて頂きたいというように思う。最初であるので、議事要旨のまとめ方について、一言ご意見を申し上げた。

速水議長

ただいまの塩谷調整局長のご意見、お申し出に対して、何か委員の方々ご意見があればどうぞ。

植田委員

前段の方ですが、一応の了解としては、議事要旨に書かれるという前提で皆話していると思う。載せてはいけないということに関する大まかな了解は、ある種のコンフィデンシャルなインフォメーションということであったと思う。それ以外の部分について、「ちょっとこういうことは載せないで欲しいというつもりで話した」ということで削除されるということがあるのはまずいかな、という気がしないでもない。

速水議長

他にご意見がありますか。

後藤委員

議事録には少なくとも全部、何年後に発表するかはまだ決められていないが、そのまま載る訳である。それから議事要旨も、ここで出た論点は、できるだけ幅広く取り上げるということをしている。もう一つは、大蔵大臣、経企庁長官のご指摘を頂いているというのは、政策を担当している2人の閣僚と、この政策委員会のメンバーとの間の対話なり論議が当然予想される訳だから、透明性という部分の中には、そのやり取りもかなり重要な部分として入っていると思う。最初だったということもあって、その辺

について認識の食い違いがあったかもしれない。あの日の議事を思い出してみると、ご挨拶の部分は全部記録するとして、それ以外の部分についてちょっと留保があったような、無いような、不分明な部分もなしとしなかったと、私も覚えている。ここでの議論が「オフレコだった」ということがこれからも続くのは、政策委員会の運営の仕方としてまずいことだと思っているので、その点は、私もそういうつもりで臨むが、両大臣なりその指名を受けた政府の代表の方も、そういうことで論点のポイントは公になることもあるべし、ということで議論をして頂いた方が良いのではないかと思う。

武富委員

議事要旨に載っている部分は、会議の途中で出た「情勢判断に関するご意見」である。情勢判断に関する多角的な議論をする一環として、こういう意見が出たのは事実である。

改めてそもそも論とか書生論をするつもりは毛頭無いが、ごく素直に新日銀法の精神から申し上げると、色々なものを載せて、読む人の客観的な判断に委ねるということだと思っているので、ごく自然に考えれば、ご意見を記載しても良いのかなと思っている。ただ、確かに議事要旨に載せるか載せないかというところが、初回会合であって、新日銀法の精神が徹底していなかったとすれば、残念ではあるが、そういう部分に対してどれだけ配慮する余地があるかというようなことだと思っている。従って、素直に言えば、残すのが妥当だと思うが、少なくとも今後の問題として、新法の透明性という精神がきちっと確立できるような運営にお互いにできたら、と思う。少なくとも先行きについてはそういうことを強く希望しておきたいと思う。今回の扱いについては、私は多数決には従うつもりになっているが。

藤原副総裁

透明性、説明責任という新日銀法の具体的な現われが、この議事要旨の

公表、それから何年か後の議事録の公表にあると思う。その精神に従えば、この要旨の部分も私は残すべきだと考える。今ご指摘の段落の「なお」のところは、私の記憶によると、この要旨のとおりの発言があった。ただ、その扱いについて、あの日は、冒頭の部分の発言とその後の発言とがあつて、それらについて、それぞれどうするかということに関し、明確な取り決めはしていなかった。基本的かつ明確な取り決めは、「全て公表する」が原則であつた訳だが、初日で、初出席でいらした等の関係から、もしかしたら長官御自身の解釈で「全部、原則公表ということではない部分も有り得る」と判断なさつたのかも知れない。私はたまたま前身がマスコミだが、オフレコのルールというのはマスコミ界の一つの大きな問題だった。オフ・ザ・レコードかオン・ザ・レコードか、バック・グラウンドかデーブ・バック・グラウンドか。会見、インタビュー、取材等の際は、まずそのルールを決めてから取材し、記事にするということになっている。往々にしてそのルールが守られないので、しばしば問題が起こる訳である。従つてルールはしっかりと確立して、そのルールを関係当事者が了解する、ということから全ては始まるべきだと思う。しかし、初回でもあつたし、まだ厳密な「この件について、この場合はこう」という細目の了解もなかつたので、少なくとも今後はそのルールに従つて議事要旨ないしは議事録を将来に残すということにして頂きたいと思う。なお、次の段落の「この件については」というくだりについての今のご指摘だが、ここも要旨である訳である。この「ある委員」の部分だけ議事要旨の段階で本名を出すということは、この「議事要旨の書き方がいかにあるべきか」という問題の中で、これまで議事要旨は「ある委員」という匿名でやっていこうということからスタートした一種の了解、ルールがあるので、このくだりだけ、固有名詞を出すということもどうかと思う。あれやこれやを考え併せると、先程、後藤委員、武富委員が言われたように、今回については、特殊事情的な状況に鑑みて、取り扱いを考え、しかし次回以降は、議事要旨の記載について、本来のルールどおりにやっていく、ということではいかかと私は思う。

中村大蔵政務次官

この問題、尾身長官が自ら言われたのかどうか知らないのですが、この問題ではなく一般論で申し上げるが、新日銀法の立法に携わった一員として、日銀法4条にある、「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、・・・」というのは、私共の主張で入れた部分である。そういうことで政府と日銀の政策との間の整合性は、常に図られなければならない趣旨のことは書いてあると思う。そういう意味で尾身長官が発言されるのは、別に悪いことではないと思う。ただ要旨の書き方が、いま副総裁が言われたように、いかにも「尾身長官が言って、後でそれを批判した」という対比した書き方になっているところに、かちんとこられたのではないかと思う。その書き方を少し変えられて、あった事実は載せた方が私は良いという気がする。

塩谷経済企画庁調整局長

おっしゃるとおりで、これを公表すること自体は一向に差し支えない、というのが尾身大臣の考えである。ただ、このままの形で公表されると、いかにも尾身経済企画庁長官が、日銀の透明性の精神とか、説明責任について、圧力をかけた、変えさせたというように世の中の人には受取るのを心配している。

中村大蔵政務次官

一言宜しいでしょうか。日銀の決定は法律で守られて、犯すことができないものである。その中で、政府との経済政策については、緊密な連携を取れということを言っている訳であるから、そこまで感情的になられる必要はないと思う。というのは、私たちがいくら言っても日銀の決定は日銀の決定として、日銀がされる訳であるから。だけど、本来の精神から言えば、相対立するべきものではなく、日本国のために、双方が緊密な連絡を取って整合性をもってやれという法律を作った訳であるから、その精神か

らすると、この書き方は、ちょっと、ギスツとするのではないですかという
ことで、処理されたらどうかと私は思う。

中原委員

色々な議論はできると思うが、私は結論的には今回に限り削った方が
良いと思う。但し、これは前例としない、あくまで例外である。理由は幾つ
かあるが、一つは尾身長官を私は長年良く知っているが、彼とは直接は話
さないが、彼から間接的に話を聞いたところでは、やはりオンレコかオフ
レコか最初は良く分からなかったという話の一つあった。もう一つは、私
も尾身長官がえらい勢いで言ったので良く覚えており、反論しようと思っ
たが、悪いかなどと思って黙っていた。本当はその場で反論すれば良かった。
しかし、反論したのは、先程塩谷経済企画庁調整局長が指摘されたように、
後であった。そういうことで、反論したらもう少し論争になったかもしれ
ないが、ちょっと間を置いてしまった。私もあの時あれあれという感じが
して、午後になってこういう反論が出たのだが、勿論全く妥当な反論だが、
ちょっと結び付かないところもある。私はここでは一回限りの例外的な判
断をして情状酌量したらどうかと思う。

三木委員

あの時の状況を振り返ってみると、そもそも「この議事要旨は全部公表
する、それが透明性だ」というのが基本にあって、私共は4月1日から第
一にそれを念頭において、この会議に臨んでいるし、政府委員の方も当然
そういう形で出席されているのだろうと、私は理解している。ただし、「そ
の議事要旨には個人名は出さないで、こういう意見があったということを出
す。議事録には全部載るけれど。」というふうに聞いているので、その
とおりにやるべきだと思う。そういう点を考えると、今問題となっている
7ページの「なお」から下の部分の表現について「これはちょっと事実と
違う」あるいは「表現の仕方がまずい」という話が出ている訳だが、こ
ういう点があれば、これは載せるという前提で直すということは、有り得る

と思う。そういう本当の、事実に近いまとめ方をするのは当然のことで、それ以外の文章でも、そういう問題について、我々も若干指摘して直すようなことがあるだろうから、これはあり得ると思う。「議事要旨というのは、公表して全部載る可能性があることになっているんだから、オフレコというのはなく、やはり議事要旨に載る可能性があるということで発言すべきでしょう」というのが、この件についての本来の考え方だろうと思う。そこを考えると、最初であるから、あの時の状況から見て、その辺はお間違えになっていたのだろうと思う。そういう意味で、今後の前例にしないという前提で、最初のスタートでもあるし、意見は意見として非常にいいディスカッションをしたのは間違いなから、そういう点で「本件については削除としてもらいたい」というお話であれば、それを受けて「あった」までを含めて、議事要旨から削除するということにしたらどうかと思う。

速水議長

他にもご意見があるかもしれませんが、私から皆さんのご意見を伺った上で、申し上げさせて頂く。皆さんがおっしゃったとおり、議事要旨の公表は、金融政策決定過程についての透明性、アカウンタビリティを確保するための極めて重要なツールになる訳で、経済企画庁からご要望のあった部分を削除するという事は、本来は適当ではないと思う。しかし、新日銀法になって最初の会合で、私も不慣れであったし、政府からの出席の方々を含めて出席者の方もこういう問題についてもう少しはっきりした意識を持っておかれればよかった。こうした議事要旨の性格や在り方というようなものについて、残念ながら共通な、十分な理解がまだなかったのではなかったかというように思う。そこで、今回については、まず、次のことを「共通の理解」としたうえで、経済企画庁の要望どおり当該部分を削除することを私から提案させて頂くということでどうかと思う。「共通の理解」というのは、本日5月19日の会合からは、先程私が申し上げた議事要旨を公表するという趣旨を十分に踏まえて、会合の中で出された重要な意見、発言は記載するという事を原則とするという、「共通の理解」

をもう一度確認したいと思う。言い換えるならば、委員の方々、政府からの出席者の方には、議事要旨に掲載されることを前提にご発言頂きたいということである。それで、まず共通理解ということについて、ここにおられる皆様方全員で了解頂きたいが、如何か。

中村大蔵政務次官

これを立法する時も、日銀政策委員会の議論を広く知ってもらう方が良いという意思の下に公開ということを入れていった訳である。だから、その趣旨に則ってやるということで、繰り返しでご無礼であるが、政策決定自身は、日銀のやることですから、それに対して政府が色々な意見を言って、それが公表されるということは、私は良いことだと思っている。ただ、原稿を書くのは、日銀ですから、それが公平にということのも変な話であるが、巧い表現になるようにご努力を頂きたいと思う。と申すのは、私は、その次の会議でも同じようなこととお話し申し上げた訳である。日銀の表現がきつく出ると、例えば、景気の下押し圧力等ということが強く出ると、国民がシュリンクするというような趣旨のことを申し上げた。そういう意見は良いと思う。その上で、どう表現されるかというのが日銀のお決めになることですから、議事録を作る方に是非公平に、淡々とよく分かるように議事録を作って頂きたいということをお願いさせて頂きたいと思う。

速水議長

以上のことで、この5月19日、本日の会合から今申し上げた共通の理解、重要な意見、発言は全て議事要旨に掲載するという理解に基づいて、議事を運営して参りたいと思う。政府から出席の方々におかれても、大臣を始め、今後出席される可能性のある方々に、このことをしっかり伝えて頂きたいとお願い申し上げます。それでは企画庁からの要望のあった部分、すなわち7ページの「なお、」以下「なお、以上の執行部説明を受けて、経済企画庁長官より」というところから大きな3の前まで、すなわち「確認する旨の発言があった」というところまでは、全文を削除することを議

事要旨の起案者である私から、提案させて頂く。委員の方々、異議ございませんでしょうか。

[全委員、異議なしの旨表明]

速水議長

有り難うございました。では、今回はこのような扱いにさせて頂き、今後は原則として議事録にも載せる。

[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

この議事要旨は 22 日金曜日の午後 2 時に公表する。

Ⅲ. 金融経済動向についての報告

速水議長

それでは、執行部からの報告に移る。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します。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

お手元の資料1、金融調節と金融市場動向の3ページをご覧頂きたい。3ページの図表1に、金融調節と金融市況の推移が載せてあるが、前回24日以降の金融調節運営を振り返ってみると、大型連休明けの5月6日まで、その後の7日から14日まで、および15日以降の2日間、この三つの局面に分けて見るができると思う。まず第一の局面では、大型連休や月末の接近から資金需要が詰まり始めた4月27日以降、オーバーナイト・レートの上昇を牽制するため、朝方の積み上幅を拡大するかなり緩めの調節を実施した。連休に向けた行楽資金需要がピークとなる5月1日や、法人税等の税揚げ日となった6日には、朝方から1兆円を超える積み上げ幅を造成した。これは4月2日以来の大量な流動性供給である。特に1日には、朝方から1兆2,000億円の積み上となる調節を行ったが、オーバーナイト・レートが0.45%を超えて、さらに強含む気配を示したため、追加オペを実施して1兆5,000億円の積み上とするなど、オーバーナイト・レートを押し下げるオペレーションを行った。その結果、オーバーナイト加重平均レートは、資料の加重平均の欄にあるように、大体、第一の局面、つまり24日から6日までは、概ね0.45%前後で比較的安定した推移となった。

7日から14日までの第二の局面では、連休明け後の銀行券の還流等に伴い、資金需給が徐々に引き緩む中で、7日午前の金融緩和を示唆したとされる日銀高官発言報道を受けて、金融の一段緩和への思惑が強まったため、オーバーナイト・レートが急低下した。7日のオーバーナイト加重平均レートは、0.39%と4月6日以来の0.3%台を記録した。8日も朝方からオーバーナイト・レートが引き緩む動きをしたことから、朝方の積み上幅を

5,000 億円まで圧縮し、最終での積み上幅をゼロとしたが、同加重平均レートは 0.37%まで低下した。このため、11 日以降は、朝方の積み上幅をゼロとするリザーブ・ニュートラルの調整を行い、さらに 13 日には朝方から 96 年 9 月以来の積み下調節を行って、レートの 0.3%台への低下を牽制する調節を行った。その結果、マーケットは落ち着きを回復し、オーバーナイト加重平均レートは、11 日から 14 日までご覧のとおり、0.40%から 0.43%の範囲に着地している。もっとも積み最終日となる 15 日には、ニュートラル調節でオーバーナイト・レートは 0.4%アラウンドの動きとなるとの見通しの下、リザーブ・ニュートラルの調節を行ったところ、レートが 0.45%を超えて強含む予想外の展開となった。これは地銀、第二地銀といった下位業態がインドネシア情勢の緊迫化といったことを受けて、不測の事態の発生を懸念し、資金放出姿勢を慎重化したためと思われる。昨 18 日も、朝方積み上 6,000 億円の緩めの調節を行ったが、取り手が取り急ぐ姿勢を示し、レートが上昇する地合いとなったので、1,000 億円の追加オペを実施したものの、結局オーバーナイト加重平均レートは 0.47%まで上昇している。以上のように無担保コールレートを平均的に見て、公定歩合水準をやや下回って推移するよう促すとのディレクティブに基づき、マーケットの地合いを見ながらやや緩めの調節を弾力的に行ってきた結果、資料 3 ページの下の参考欄にあるが、4 月の積み期、つまり 4 月 16 日から今月 15 日までのオーバーナイト加重平均レートは結局、0.43%での着地となっている。

今後 6 月にかけての資金の需給は、特段大きな過不足要因のない状況が見込まれているが、マーケットの地合いをにらみながら引き続きレポオペ、CP オペ等による資金供給、売手オペによる資金吸収、両方向のオペレーションを弾力的に使い分ける調節を行っていきたいと思っている。なお、この間の短期金融市場における、ターム物レートは、景気情勢の悪化等を背景とした、金融の一段の緩和期待の強まり等から、急ピッチで低下、3 か月物、右から三番目の欄にユーロ円 TIBOR3 か月物が出ているが、これをご覧頂くと、4 月 24 日の 0.69%から昨 5 月 18 日の 0.60%へと、9bp の

低下となり、昨年 11 月下旬の山一証券破綻前の水準に戻った形になっている。以上である。

速水議長

ご意見、ご判断については、午後のセッションで十分時間があるので、今の山下金融市場局長の発言に対して、ご質問があればどうぞ。

中原委員

先程説明のあった、18日に6,000億円やって、さらに1,000億円積んでも0.47%ということであるが、こうなったファクターは何か。インドネシアか。

山下金融市場局長

金曜日は、インドネシアの動きを引き金にして下位業態が資金を出し渋ったということで、上位業態が慌てたという地合いがあり、それが月曜日にも続いたと思う。通常であれば、この程度の緩めの調節で0.45%以下の金利形成になると私共は見ていたし、実際私共のヒアリング先の相手も、大体4~5,000億円の積み上幅で0.45%アラウンドという見方をしていた。私共は、それよりやや緩めの調節をしたつもりであったが、実際に蓋を開けてみると出し手が抑え、取り手がやや慌てるという形になった。やはり、金曜日の地合いが続いたということだと思う。

中原委員

金曜日はいくらだったの。オーバーナイトは。

山下金融市場局長

オーバーナイト・レートはここにあるように、加重平均レートは0.46%である。

三木委員

ターム物が9bp下がったというのは、どう見たらよいのか。

山下金融市場局長

ご承知のとおり、長期金利の方は、非常に下がっている。指標銘柄利回りは史上最低の1.2%台にきており、そういった長い物のイールドカーブが全体にシフトしてきたということの影響があろう。基本的には、やはり景気情勢の一段の悪化と、それから日銀高官発言等により、マーケットの方で金融緩和期待を非常に強めてきているということ、その二つが効いていると思う。

三木委員

イレギュラーな要因でということではないですね。

速水議長

他になれば、永島理事から為替市場動向・海外金融経済動向について願います。

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

それでは、お手許の資料2「最近の為替市場および国際金融・経済動向について」に基づき説明させて頂く。まず、図表1である。4月24日、前回会合以降の約1か月間の動きを統括して、以下申し上げたいと思う。前回の会合の時は、ちょうど経済対策発表直前であり、市場には真水12兆円という話が出て、一時その日は130円台をドル/円が割るということがあった。しかし、以後を均してみると、一高一低はあるが、円じり安で推移して、直近は、135円のhighということになっているが、昨日の海外では136円台になった。今回のボトムは4月3日に135円43銭を一瞬つけたが、これを昨日の海外では超えていて、今日の東京でも超えている。こ

のドル／円の安値は、91年9月以来ということである。要因は、基本的に日米の fundamentals の差を反映しているということかと思う。ただいま、山下金融市場局長から説明があったように、日本の長期金利がずっと下がってきている一方で、アメリカの長期金利がほぼ6%前後で横這いであるので、長期金利差が拡大している。金利差が為替に効く時と、効かない時がある訳であるが、今回は、非常に素直に、金利差の拡大に伴って円安が生じているという感じになっている。これは、次のページに表があり、後で説明する。本邦機関投資家の外債、特に米債買いであるが、この辺も4月に入ってから大きく増えている。ただ、5月に入ってあまりに円安が進行したので、5月の前半は一服状況にはなっているが、少なくとも4月については、相当の本邦投資家の外債買いがあったということである。それから、インドネシア情勢ということで、ルピアを中心に東アジア通貨が安くなった。これに円がつれているという面もある。また、これも直近であるが、サミットで何か出るのではないかと、この円安防止に関連して何か出るのではないかと、マーケットの期待もあった訳であるが、これも特に何も新しいものは出なかったということで、若干の失望感、あるいはその時までであった介入警戒感が薄れたことも、この136円台に乗ったということの要因かと思われる。この間、日本の経常黒字は、GDP比でこの1~3月には3%を恐らく超えているというようにみられるが、この辺は、市場は引き続き全く注目していないということである。ドル／円は、以上であるが、ドイツマルクについては、少し違った動きである。1.79マルクから一旦1.76マルク台まで、マルクが強くなり、再び少し戻って、今日は1.78マルク台にある。前回会合時と比べると、まだドルに対して若干マルク高という状況にある。この要因は、EMUが5月の初めに正式にスタートが決まったということに伴って、EMU通貨全般に対して信認が高まった、いわゆる euphoria と言われるような現象であるが、それに加えて、現在は若干後退しているEMUの短期金利の収れんということをしてらんで、ドイツの金利もひょっとすると上がるのではないかとというような観測も出たということである。ごく直近はこの euphoria がやや冷めて、ド

ル買い安心感が出てきて、またマルクが少し弱くなっているという展開である。クロス・レートは、大きく円安に動いており、72円台からドイツマルクは今76円台になっている。この76円台という数字は、93年2月以来の円安水準である。なお、実効レートの数字があるが、これは円がドル、DM両方に対して弱くなっているにもかかわらず、それ程弱くなっていない。むしろ、直近というか、5月に入ってからほとんど横這いであるが、これはご承知のようにアジア通貨が安くなっていることによるものである。

続いて図表2のリスク・リバーサルとボラティリティを見ると、これは市場の円安、円高センチメントを現わす訳であるが、円安基調にもかかわらず、ドル・プットオーバーというか、ドルを売る方が多いというドル・ベア優勢のところは変わっていない。ただ、昨日さすがに海外で136円をつけたものだから、この図からちょっとドル・ブルの方向に動いているが、依然としてマイナスゾーンにあり、当面の、1か月位のところでは、ドル・ベアのセンチメントの方が少し強いということである。ただ、もう少し長め、3か月とか6か月をとると、逆にドル・コールオーバー、すなわち、ドルが高くなると思っている人の方が、多いという結果が出ている。このように短期的に少しドル・ベアセンチメントがあるということは、4月9日に133円台の後半で非常に大規模な介入が行われた訳であるが、この記憶が市場に残っており、介入警戒感が依然としてまだあるということが、背景かと思われる。ただ、先程述べたが、サミットで何も出なかったということで、いわゆるイベント・リスク、すなわち何か円安修正をサポートするような材料があった時を捉えて介入するという、イベント・リスクがなくなったということで、直近はこの介入警戒感も少し薄れているという感じがある。

続いて図表3である。先程述べた日米の長期金利差であるが、10年債の利回りがコンスタントに下がってきており、昨日は1.27%というところまで下がっているが、その結果として日米の長期金利差は4.7%に近いところまで開いている。この幅は97年4月以来、約1年振りの開きというこ

とである。

それから、図表4のアメリカの株価であるが伝統的な指標で見ると、株価はオーバーバリュエされているということは、前回も申し上げた。そのような要因から高値警戒感は強いため、5月13日に9,200ドル強を付けて以降、若干利食い売りが出ており、少し調整が起きてきている。昨日辺りは、マイクロソフト社が司法省から全米20州で提訴をされたということで、少しハイテク関係が売られているほか、原油が安いので、石油株も売られているということで、調整が起きてきている。アメリカの株式の状況については、特にアメリカの外からは警戒論が多く聞かれる訳であるが、米国の中では、企業収益の先行き等を見た場合、あるいはアメリカの生産性の向上その他を色々勘案した場合、まだ今の株式市場は決しておかしくないといういわゆる new economist 的な考え方も強いようである。この間、藤原副総裁とアメリカの元 F R B の理事が面会したが、かつての inflation fighter が大変な new economist になっているのにびっくりしたという状況である。それから、この間本席で、トービンの q の話が出て、その後委員の方には国際局長から説明を申し上げたかと思うが、1 をかなり上回っている。これは、アメリカの経済の構造変化、すなわちマイクロソフト社のような設備は何もないけれども、人がいて株が高いというソフト・インダストリーが大変に増えているという結果から、そうなっているという説明がアメリカ筋からなされている。因みに5月14日現在のマイクロソフト社の market capitalization、市場価格は、2,165 億ドルである。GM とフォードとクライスラーの3社を合わせた market capitalization が1,390 億ドルであるから、円に直すとマイクロソフト社が29兆円、自動車ビッグ3が18.5兆円ということで、大変なソフト社会になっている訳である。こういったこともトービンの q が上がっている理由の一つであり、これはそう簡単には改まらないということであろうと思う。

次に図表5の東アジア通貨を見ると、4月中は落ち着き基調であった。しかし、インドネシアで、5月4日のIMFの10億ドルの融資承認の条件

になっていた燃料と電力料金の値上げを、conditionality のうえでは6月末までとされていたが、その実施を早めてこの5月4日同日に行った。

その結果として、ご承知のとおり学生・市民の反政府暴動に火が付き、10,000ルピア台まで急落した。昨日の状況は、図には出ていないが、さらにすっと落ちて、12,500ルピア位、とまた下がっている。それから、韓国ウォンもかなり下がってきているが、これもルピアの下落に加えて、韓国の労働情勢というか、人員整理の動きに対する労使関係の不安定化という要因と、ムーディーズが同国の19の銀行のレーティングを格下げしたというようなことを嫌気して、下がってきているものである。他の通貨も、パーツとリングは、ほぼ前回の会合時のレベルをキープしているが、その他は大体ルピアにつれて安くなっており、東アジア通貨全体として、前回会合に比べて軟化している。ただ、直近はルピアと他の通貨との連動関係はやや薄くなっている感じがある。香港ドルへの売り圧力の増加が懸念され、14日に一時香港の金利が8.5%まで上昇した。直近は少し下がっており、7.435%というようなところまで下がっている。ただ、この金利水準も前回会合の時は6%であったので、香港も金利を高めて防衛しているということである。なお、図にはないが、直近ではロシアのルーブルがかなり attack を受けており、ロシアの株価も相当落ちている。

図表6のアジア株の動きであるが、株価については為替よりもコンスタントに下がってきているという感じがあり、これはやはり経済調整がかなり深刻化しているとか、実際の企業収益に反映されてきているということかと思う。フィリピンと台湾は一応前回会合前のレベルであるが、その他は二桁の下落になっており、先程申し上げたインドネシアとか韓国、この辺の下落幅が大きいということである。タイは、通貨は安定しているが、株価は下がってきている。そのほか、昨日はロシアの株が12%、ブラジルの株も6%位下がっており、ロシアは公定歩合を30%から50%に引き上げている。

次の図表7、ERMの通貨であるが、5月2日のEUサミットで当初の予想どおり、11か国でのEMUスタートが決定し、その後EMU通貨間で

は大きな動きは見られていない。むしろ、ドイツマルクのところで述べたように、EMUに対する信認が高まってきたことから、対ドルに対しては、大体欧州通貨は上昇している。ただ、今後EMUの11か国の短期金利のコンバージェンス、収れんが12月末までに必要になってくる訳であるが、現在は、3%台から6%台までに分散している。このため、この収れんの過程で一波乱あるのではないかという予想をする向きが全くない訳ではない。この間、この図に参考として出している英ポンドがずっと下落している。これは利上げ観測の後退によるものであるが、直近は若干買い戻されている。これは後程述べるが、イギリスの失業率の一段の低下とか、賃金上昇率の高まり等、若干また懸念すべき動きが出てきて、利上げ観測の後退感が一服したということである。

続いて、図表8の国際商品市況であるが、金については、前回会合時が315ドル位で、ちょうど直近のピークであったが、それから15ドル位下がっている。世界的なインフレ懸念の後退、それからヨーロッパ中央銀行で外貨準備として持つ金の割合が巷間言われている程にはならない、2割ないし2割以上というような見方があったが、そうはならないという観測も出てきているということ、銀等も下がっている、といった色々な要因があり、じりじり安くなっている。原油については、アジア情勢を反映して、需給が緩和したため、かなり弱くなってきており、昨日は、ここに書いてあるところからさらに40セント下がって、14ドル07セントというところまで下がっている。OPECが減産合意をした直前のレベルが13ドル95セント、これにほぼ近くなってきている訳で、せっかく減産合意をしたのが、全てパーになったという状況である。CRBも、原油とか、金・銀・銅といったものの値下がりも反映して、昨日は、219.27ポイントというところまで下がっている。

海外経済については、まずアメリカであるが、シャドーのかかっている部分が前回会合以降出た計数である。輸出入が悪化して、外需のマイナスが大きくなっているという一方で、家計支出を中心に内需が堅調という姿には相変わらず変化はない。第一四半期のGDPは、4.2%とスローダウ

ンの兆しが全く出ていないが、第二四半期以降は、2%台へスローダウンするのではないかという見方が今のところ多いようである。これは一つには、外需の悪化が続くということと、また、第一四半期に在庫が相当積み上がっており、これが反落するという、それから、企業収益がさすがに少しずつ鈍化しているので、設備投資もペースダウンするという要因で、2%台に落ちるであろうというのが、今の見方である。実は、そのような見方は第四四半期にもあった訳であり、従って、これは、そのような見方が多いということだけであり、私自身個人的には本当にそこまでいくかなというような気もしている。4月に出た指標を見ると、生産と稼働率はやや弱くなってきているが、これは主に外需の減少を反映したものである。これに対して、自動車販売とか、消費者コンフィデンスといった家計支出関係は、相変わらず強めである。それから、雇用の方も製造業がマイナスになっているが、その他サービス業は強く、失業率も4.2%ということで、史上最低水準まで下がってきている。ただ、こうした中であって、物価はPPI、CPIとも非常に落ち着いている。ただ、CPIについては、直近の数字は前月比でゼロないし0.1%できたものが、4月は0.2%になっており、予想より少し高めだったということで、市場にもそういう印象が出ている。なお、マネーサプライについては、前回も少し増えていることに対する懸念を申し上げたが、さらに高まっている。これは、引き続き株式売却代金の滞留とか、銀行貸出の増加等を反映しているものである。なお、今夜アメリカでFOMCがあるが、利上げはないという予想が大勢となっており、FFのフューチャー・レートもそういう状況を反映したものになっている。

次にヨーロッパであるが、ドイツについては、第一四半期の数字が全部出ているが、均してみるとかなり良い姿になっている。年初の暖冬要因、今年はヨーロッパが非常に暖冬であったが、そういう要因があるので、年初の数字が良く出ているという面もあるようである。輸出が海外受注のところ示されているように緩やかに鈍化、他方、内需は回復方向にあるが、東ドイツの不振もあって、波及が弱いという状況にある。失業率、失業者

数は、ごく緩やかながら低下しているということで、改善の方向にある。なお、ドイツの6大研究所は、5月12日に、景気拡大の基盤が広がりつつあり、98年度の実質成長率は2.6%位になる、という比較的楽観的な見通しを出している。

続いて、フランス、英国については、次の図表10-2であるが、フランスも外需は鈍化しているが、個人消費が比較的堅調であり、生産も回復基調にある。ドイツ同様、失業率が緩やかに低下しており、CPIは、前年比上昇率が若干高まっているが、水準としては1%であるから、まだ懸念すべき状況にはない。マネーサプライは、均してみると増えており、中期的な目標の5%というのを若干上回っているが、アメリカに比べればさ程大きく伸びているという訳ではない。英国については、第一四半期のGDPが1.8%と拡大テンポが減速している。まだ中身が発表になっていないが、恐らくポンド高によって外需の減少が大きくなっているということが主因だと思われる。ただ、小売の伸びも低下傾向にある。一方、先程も述べたように、雇用面では失業率が一段と低下、賃金上昇率も高まっている。賃金上昇率は、ここに数字は出していないが、2月の前年比4.8%から3月は5.6%に上がっている。労働需給の逼迫が続いており、物価の数字が明日の夜発表になるところであるが、ポンドが少し弱くなってきたこともあり、次は利上げはないということであったが、そういうことでもないかな、というムードが出てきている。

最後に図表11、東アジアと中国経済であるが、東アジアの経済は、引き続き調整局面にある中で、タイ、韓国等では、輸出がこのところ少し伸びてきて、経常収支が改善しているという好ましい動きも見られたが、そういったところにインドネシア情勢が悪化し、極めて残念なことになっている。インドネシアでは、ご承知のように燃料、電力料金の引上げということがIMFのconditionalityになっており、これが6月末までに実現されておれば、conditionality上は問題ない訳である。しかし、値上げ撤回というようなことになると、IMFのプログラムはいわゆるオフ・トラックになり、次のお金、これは5月25日に10億ドル、6月15日にも10億

ドル位出るといふ一応のスケジュールになっているようであるが、これが出なくなる可能性があるということになる。それから、暴動による経済活動への影響も、恐らくこれからかなり深刻化してくるだろうということであるので、インドネシアの経済成長率、今年は-5%というのがIMFの予測であるが、既にコンセンサス・フォーキャストでは6%以上のマイナスとなっており、現状こういった情勢を勘案すると、さらにマイナス幅が大きくなるというように思われる。他国への伝染効果については、見方が分かれているが、日本を別にすると東アジアの中では、金融機関の関与度とかあるいは投資残高で見ると、韓国のウエイトが相対的に大きい。それから、難民のこととか、そのようなことまで考えると、今度は近隣のシンガポールとか、マレーシア、その辺に影響が出るということである。最後に中国であるが、中国については、物価が引き続き低下して、経済も減速している。人民元が割高になっているというようなことが言われているが、輸出の伸びは確かに落ちてきてはいるが、輸入の伸び率も鈍っているので、貿易黒字は一番最後のところにあるが、42億ドルというのは、前年の平均のレベルよりも少し良い位であり、まだ黒字が続いているということである。長くなって恐縮であるが、以上である。

速水議長

質問があれば、どうぞ。

植田委員

アメリカは、賃金は結構上がっているけれど、CPI等は落ち着いている。普通に考えると、説明としては、生産性の上昇とアジアからの輸入財価格の低下に伴う落ち着きというようなことだと思うが、アメリカの中でも後者についてもかなり重要だというような見方であろうか。

永島理事

アメリカ側から見れば、ドルが高いということが、そのような輸入財の

価格を通じたインフレ抑制要因として、かなり効いている。ただ、ファクターとしては、それよりももう一つの生産性の上昇によるものが大きい。アメリカの色々な企業の、在庫管理等も全部含めた生産性の向上、そういった要因が賃金コストの上昇を相殺して、全体として物価の安定に寄与しているという見方が主流である。

篠塚委員

今の件であるが、図表9のアメリカの時間当り賃金を見ると、全産業の伸び率の方が、製造業より高くなっており、製造業の方が雇用を減らしているから、ここはかなりリストラして生産性を上げているのだと思う。であるが、その他のサービス産業等は、かなり賃金が上がっているように思う。消費者物価のところ、人件費のウエイトの高いところがもっと上がって良いのではないかと、時間当り賃金として考えてみるとそういうことではないかと思っただ、その点が少し分からなかった。

永島理事

確かにアメリカの賃金は、まさにサービス・セクターを中心に上がってきており、その結果として、今回のCPIでもサービス価格の上昇が出てきて、0.2%という数字になった。たばことサービス価格であるが、主としてサービス価格の上昇が跳ねてきている。こうしたことから、賃金上昇が物価に少しずつ転嫁される兆示的なものはないと断言することはできないが、しかし、まだサービス産業の賃金上昇がサービス価格の全般的な上昇に繋がって、ややインフレ懸念的なものが出てきているというところまでは明らかにいっていないということである。おそらくこの辺りの点、すなわちサービス・セクターの価格の状況については、今後ともおそらく連銀では十分ウォッチしていくというように思われる。なおアメリカでは、製造業も大変な生産性上昇をみている訳であるが、サービス・セクターについても、生産性を計り難い点はあるにせよ、かなり生産性の上昇がみられるというように言われている。従って、多少先程申し上げた生産性上昇

要因というのは、サービス・セクターについてもアメリカの場合はあると
いうように思われる。

中原委員

今、アメリカの株式の利回りは、どの位になっているのか。かなり下が
っているのではないか。

永島理事

日本よりは高いと思うが手元に数字を持ってきていないので。おっしゃ
るとおり、恐らくかなり下がってきていると思う。

中原委員

昔、ハーバードで勉強した頃は、大体完全雇用失業率というのは4%位
と言われていたが、その数字にまた戻ってきた訳である。これはどの位ま
で下がるのか、摩擦的な失業というのはどの位であるのか。

永島理事

いわゆる、昔で言う、完全雇用失業率に近いという議論がずっと行われ
てきているが、それがさらに下がってきているという現実がある。自然失
業率、アメリカでは最近 NAIRU(Non Accelerating Inflation Rate of
Unemployment)という言い方をしているが、当初は5.5%から6%位の間と
言われていたのが、それが5%から5.5%と言われて、さらに5%を下回っ
た辺りでもまだ大丈夫だということで、直近では4.5%も下回ってしまった。
こういうことであるので、伝統的な NAIRU の有効性を重視する、そう
いうものの有効性を引き続きあると思っている学者、連銀のボードメンバ
ーもいるが、そういう人々は、やはりかなりインフレ・リスクが出てきて
いるという判断をしているというように理解している。ただ、何と云って
も実際に4%台に下がってきているので、相当何らかの構造変化があつて、
NAIRU が下がってきているということは、現実問題として認めざるを得な

い。グリーンSPANFRB議長も、アメリカの生産性向上によって、これが低下している可能性があるということは、かねがね言っている。ただ、NAIRUが4%になってきているのか、あるいはもう既に危険ゾーンに入っているのかどうかというところは、恐らく見方が分かれるところだろうと思うし、私自身としても、何パーセントが危険ラインであるということは、判断しかねるということである。

中原委員

質問したのは、要するに50年代の後半と、それから特に60年代の前半がアメリカのベストの時に、あの頃が大体4%位と言われていた訳であるから。

永島理事

ただ、60年代と今とは、確かにそういう意味で失業率は4%、あの時も確かケネディの時に、4%を下回ったらインフレになるという話は私も記憶しているが、あの時と今の経済の構造変化、すなわちいわゆるソフト化というのか、ハイテクの情報技術革新によって、生産性が著しく上がっているという変化があると、あの時の4%と今の4%を単純に同じ水準になってきているということで、比較はできないのではないかという感じはしている。

中原委員

しかし、クルーグマンに言わせると、生産性の伸びはあの時が一番高かった。今はあの時と比べてそれ程高くない訳であるから。この辺りのことについては、一回研究してみたい。

永島理事

分った。

フレ防止その他で結構である、という言い方は変えていないということであろう。そうした中で、対円については、明らかにアメリカ側も円安だと思っているし、日本の方も円安であると、そういうところの考え方がシェアされているということである。

中原委員

だが、ドルが高いと言っても、60年代に比べても全く問題にならない訳で、あの時はちゃんと財政はバランスしているし、貿易収支もバランスしていた。あの時はまさに独歩高で、今ドルが高いというのは、要するに冷戦がなくなって、世界一の軍事大国になっているからという面も強いのではないか。

永島理事

ご指摘のとおり、経常収支を見る限りは、全くドル高とはマッチしない訳で、どこかで崩れるという見方はアメリカ国内にもある。私が色々な会議に出た印象としては、特にヨーロッパではそういう見方は強いというように思う。アメリカの経常収支の赤字の持続性、本当に sustainable なのかという議論は頻繁に出てくる。その点では、60年代とファンダメンタルズが違うという点は、そのとおりであるが、一方で、ご指摘のような冷戦の解消もあるのであるであろうが、ともかくアメリカの今の経済のファンダメンタルズ自体が非常に良いということが、ドル高の基本的な背景であるということは間違いないというように思う。

速水議長

金利高で、資本流入だしね。

永島理事

先程申し上げたように、一種の flight to quality 的なものが、たまたま今のアジア情勢もあり、入っているという面もあると思う。

中原委員

いずれにしても、ストック・マーケットがいつ崩れるかということは、日本にとって重大問題で、この委員会にとっても重大問題であるが、見通しは如何か。

永島理事

私はそういう株式市場の状況を見通すような力は全くなく、アメリカの当局者自身も口には出しては言わないが、相当警戒的な見方をしているということは間違いない。植田委員が前に指摘していたが、色々な指標で見て大丈夫だ、大丈夫だと、こういう指標で見れば大丈夫だ、大丈夫だという言い方をする時は、既に危険な状況にあるのかも知れない。これは私も全くそのとおりだと思うので、ある意味では相当ウォッチしなければいけないゾーンに既に入ってきているという個人的な感じは持っている。

中原委員

今年中か。

後藤委員

ロンドン・エコノミストは3週間位連続して随分警鐘を乱打しているような感じですね。

永島理事

特に9,000ドルを超えた辺りで、ヨーロッパからわーっと出てきて、フィナンシャル・タイムスとかエコノミストが一斉にバブルではないかということを書き始めた。しかしながら、先程も申し上げたように、アメリカの国内では、依然として正当化論は結構ある。

速水議長

米国の有力当局者は、日本のバブルがどういう過程で形成されていったかという研究をしている、と言っていた。

永島理事

それも、おっしゃるとおりアメリカが株価を心配しているということの一つの現われだというように思う。

武富委員

賃金コストが目立った上昇がないというのは、生産性の向上が一方であるのだろうが、temporary work forceの比率が上昇しているとか、組合とか労働組織率が低下傾向にあるというのも、まだ続いているのか。

永島理事

グリーンSPANFRB議長は、1年位前までは、アメリカの賃金が抑制されている幾つかの要因の一つとして、パートタイマーを中心とした新しい労働力が女性化を含めてどんどん入ってきているということと、過去のjob insecurityの経験から、もしかすると自分も解雇されるかも知れない、そういうことがあってこれが賃金抑制に貢献しているのだ、という言い方をしていたが、さすがに最近はこれを全くしていない。ということは、ある意味では新規労働力の参入というのかなり限界に近づいてきている。それからjob insecurityの問題については、やはりかなり景気が良くなってきて少し薄れてきているということがあるのだろうと思う。それから、fringe benefitをカットしてきていることも、かなり労働コストの抑制に貢献していたが、これもそうでもないような状況になってきているので、賃金の面から見ても、先行きも現在の安定が保たれるというように楽観すべき状況でもないというように、個人的には思っている。

三木委員

前にお話があったかと思うが、日本の今の低金利とか流動性の供給が、

アメリカの株高とか債券市場のバブルにつながっているのではないかという議論、それについて、現実の日本から米国への資金の流出の動きを踏まえて、日銀としてはどう考えているのか。

永島理事

単純な結論から申し上げますと、まず、日本の資金が直接アメリカの株に行っているかどうかという点については、87年のバブル期には、アメリカから見た非居住者の株の買いと、日本からの米国株の買いがほぼマッチしているというか、要するにかなりの程度日本の投資家がアメリカの株買いに向かったという事実がある。ところが今回は、97年中の動きで見ると、アメリカの非居住者からの株買いのうち日本からの買いは5分の1位である。そういう意味では、直接的な株買いは非常に少ない。ただ、昨日の新聞に出ていたが、日本は経常収支の黒字があるので、当然のことながらその裏として資本が出ている訳である。80年代後半の資本の出方というのは、アメリカの不動産を買収したという直接投資、それから直接債券とか株を買う、こういう形で出ていた訳であるが、今回はバブルの後始末とかジャパン・プレミアムとかがあり、基本的には債務の返済という形でお金が出ていっている。この債務の返済で出ていったお金が回り巡ってアメリカの株に回っているということはあるかも知れないし、これがいわゆる円キャリー・トレード論の背景にある訳であるが、一旦出ていったその後がどうなっているかという実態については、よく分からない。ただ、当然のことながら経常黒字があり、その裏として債務返済の形で日本からお金が出ている訳であるから、直接日本のお金がアメリカの株買いに回っている、あるいは米国債券の買いに回っている、アメリカの不動産の買いに回っているということは、前回と違ってほとんどないにせよ、お金が出ていっていること自体は間違いがない。

山口副総裁

その議論は、三木委員の提起されたようなアメリカの株だけではなく、

例えば東南アジアのバブルに対しても日本の低金利がかなり影響を持ったのではないかという議論として一般化できるが、ヨーロッパ勢の言い分と、アメリカ勢の言い分というのは実はかなり違っている。私の印象では、もし間違っていたら永島理事に訂正頂きたいが、日本の低金利が例えばアジアのバブルにかなり影響したのではないかという言い分が、ヨーロッパ勢からはかなり聞かれる。これは、勘ぐって考えると、アジアの債務処理に当たって邦銀にも相応の負担を求めたいという魂胆が見え隠れしているという感じである。ところが、アメリカの株をバブルと言うのかどうかはともかく、それと日本の低金利の関係ということについては、私はFRBの人にも繰り返しそういう問いを投げかけてきているが、肯定的な答えを得たことは一度もない。彼等はアメリカ国内の要因で大体説明できるということを一貫して言ってきている。

中村大蔵政務次官

補足させて頂くと、まさに山口副総裁が言われるように、どういうものか、ヨーロッパのしかも中央銀行筋でも、日本の低金利が、アメリカないし自国の株も上がっているが、それを招いているのではないかという、そういう議論がある。ただ、アメリカについては、むしろどちらかといえば、逆の議論であり、アメリカの財務省筋等は、むしろ日本は国債を買って量的緩和をすべきであるというような議論を国際会議でやる位であり、まったく逆である。ここは奇妙であるが、見方が欧米で少し違う。

三木委員

今の債務の返済というのは、こちらが持っている債務か。

永島理事

そうです。色々な段階の債務があるが、企業段階の債務としては、アメリカで色々投資をやった訳であるが、巧くいかなくて、向こうで大変な借入金を抱えたものを、結局バブルの総決算でこちらからお金を送って返済

するとか、銀行段階ではご承知のようにジャパン・プレミアムが付いて取れなくなってしまったので、最初は海外で自分が持っている預け金で両建てになっているものを落とし、それもできなくなったので、結局本店から円投を行って返したということである。

三木委員

東南アジアもそうだ。それが、今度は銀行の不良債権の拡大につながるということにはならないのか。その辺の見方はどうなのか。

永島理事

東南アジアに対する不良債権という意味か。日本の銀行は確かに95年の大和銀行事件が起こって、ドルの調達が不如意になる直前までは、相当アジアに貸し込んでいたことは事実である。ただ、その後に貸し込んだのはむしろヨーロッパ勢で、日本は引いた。ただ、95年以前に貸したもので、インドネシアのように現在2割位が延滞になってきているということがあるので、今後東アジア情勢がさらに深刻化するようなことがあれば、不良債権比率がアジアについて高まってくるということは十分予想される。だからこそ、今度の3月期決算で少し引当金を積み立てようという動きが出ている訳である。

三木委員

4月の統計を見ると、3月と比べて相当に持ち出しになっている。邦銀の海外に出るものが3月はがたっと落ちて、4月は増えている。

永島理事

それは、バランスシートのドレッシングの関係もあるだろう。3月末はBIS規制の関係もあって、両建てになっている部分をできるだけ落としたので、その裏が出ている。それから、生保などの資金流出というのは、新年度になったので出ていっているという、新年度要因もある。

三木委員

その辺の動きはよく見ておかなければいけない。

速水議長

ビッグ・バンの影響もあるかも知れない。

永島理事

ビッグ・バンの影響は、一番出るのはやはり個人の投信の買いとかそのようなところに出てくる訳であるが、これはまだ千億円の単位に止まっている。兆円の単位ではなくて、まだ千億円程度のものが始まったところということである。ただ、長い目で見ればじりじり、じりじり出てくるので、これからはそういう要因も資金の流出要因として、無視できなくなってくるように思う。

速水議長

それでは次に国内経済情勢について、米澤理事から願います。

3. 経済活動の現状評価に関する報告（資料-3）

米澤理事

資料3の経済活動の現状評価、文章と図表とありますが、例によって対比しながら。各論から入らせてもらおうと、まず文章2ページの公共投資であるが、公共投資については、一言で申し上げて発注ベースでは、前年度補正予算分の発注が出て、足許下げ止まっている。続いて、今回の対策での前倒し、追加といったものを受けて、次第に増加に転じていくであろう。他方、進捗ベースでは、若干遅れており、足許まだ減少傾向が続いているが、発注がそういう状況であるので、若干のラグを持って次第に下げ止まり、増加に転じ、夏場以降からは進捗ベースでも増加に転じるものと予想される。

次に純輸出であるが、図表4の実質輸出については、前期比季調済みでマイナス4.9%と、かなり大きなマイナスになっている。内訳を見ると、アメリカ、EUというのは引き続き好調であるが、ASEAN、NIEs、これが大きくマイナスで、1~3月は足許大幅な減少となっている。財別に見ると、1~3月はこれまで好調だった情報関連、資本財部品までが大幅なマイナスに転じ、ほとんど全品目でマイナスになっている、というところが注意を要する点である。実質輸出の先行きはどうかということを考える上では、三つ程ポイントがあろうかと思う。第一は世界景気の先行き見通しであるが、これについては、図表7にあるとおり、先月説明したところからトータルではあまり変わっていない。ただ、中身を見るとアメリカが、先月2.7%としていたのが3.1%に上方修正された一方、アジアは見通しを立てる毎にどんどん悪くなっている。この東アジアは、現時点では2.0%となっているが、3か月前は3.3%、2か月前は2.9%、1か月前は2.2%となっていた。韓国、タイ、インドネシア辺りでは、たった1か月の間でもかなり大きな下方修正になっている。こういうことで、欧米は引き続き堅調を維持するものの、アジアの景気減速のテンポが大きいいため、全体では、97年の4.6%から相当減速するものとみられている。これは輸出にとっての不利な要因であるが、一方、次のページの為替レート、物価を調整した実質実効為替レートで見ると、一頃のアジア通貨安を受け円高になっていたのが、ここにきて、円自身がドルに対して安くなったことを受けて円安になってきた。アジア通貨の方も、インドネシアを除いて少し落ち着いてきたということもあって、かなり円安に戻ってきている。為替レートは、実質実効ベースでは輸出にとって比較的有利な水準にきている。財別に特徴のある動きを説明すると、先程情報関連までが悪くなってきたと申し上げたが、図表6で情報関連だけについて見ると、98年第一四半期のところで、前期比マイナス5.5%とかなり大きなマイナスになっていて、実は、NIEs、ASEANは分かるが、アメリカまでが寄与度で2%位のマイナスになっている。この背景には、アメリカの電子機器の在庫率の上昇がある。電子部品および周辺機器で見ると、昨年6~12月までの間は、

出荷に対して在庫がほぼ 1.05 倍位で推移してきたが、98 年に入ってからこれが 1.15 倍位まで上がってきている。こうした動きが持続的なものかどうか、注意していく必要があるというのがポイントである。次に、図表 9 の実質輸入であるが、わが国の内需低迷、在庫の積み上がりを反映して、足許では素原材料が大きく足を引っ張っており、全体として、10~12 月の前期比マイナス 3.7% の後、1~3 月もマイナス 1.5% と弱含みである。以上のような輸出と輸入の動きを踏まえ、純輸出はどうなるかと言うと、1~3 月は減少したが、先程のような世界景気を踏まえると、今後は持ち直すとしても、それは緩やかなテンポにならざるを得ないであろう。従って、純輸出が景気の悪化を食い止めるというところまで期待するというのは難しいと思われる。一方、名目経常収支の方は、この実質貿易収支とは少し変わっており、図表 10 の名目経常収支、これは前期比寄与度で書いてあるが、季調済みの実額で言うと、昨年第二四半期が 2 兆 8,726 億円、第三四半期が 3 兆 866 億円、第四四半期が 3 兆 5,311 億円、98 年の第一四半期は 3 兆 7,823 億円と、ずっと増えてきている。伸び率で 50.4%、7.5%、14.4%、7.1% と増えており、その要因をこのグラフで分解すると、輸出の実質要因は減っているが、財輸出入価格要因、つまり交易条件の変化が、名目経常収支を大きく押し上げている。すなわち、原油等の素原材料価格の下落によって交易条件が良くなっているという点が、実質とは逆の姿で名目の収支を押し上げている。風当たりということからすると、この名目経常収支が風当たりになる訳で、96 年後半は実質は GDP に寄与したのに、名目ではあまり変化がなくて風当たりも弱かったという、丁度逆で非常に巧くいったが、今度はその逆のつらい状況に追い込まれていくという環境にある。

次に計表 3 の設備投資であるが、細かい数字で申し訳ないが、まず数字で説明すると、足許の設備投資の状況を示す一般資本財出荷は、10~12 月、1~3 月と、-2.1%、-0.9% と前期比マイナスになっている。法人企業動向調査も、季調済みの前期比で 10~12 月の実績は -2.8%、1~3 月の実績見込みは -3.0% となっており、足許の設備投資は減少しているとみ

られる。先行きについては、先行指標の動きを見ると、機械受注では、電力、船舶を除く民需で、10～12月で-6.7%の後、1～3月は1.4%と若干の前期比プラスになっている。ただ、仔細に見ると、製造業は-5.1%と非常に悪く、非製造業が6.2%と持ち上げている。この非製造業の6.2%は、携帯電話の新規対応投資、CDMAと言われている、携帯電話の音質を良くするためのものが中心で、NTTドコモ以外の投資である。これがたまたま1～3月に集中したということがあったようで、その反動から、下の(注)にあるように、4～6月には非製造業は-13.3%と、大きくマイナスになるとの見通しである。製造業は引き続き4～6月も-0.3%ということで、4～6月のトータルは-8.1%ということになるので、たまたま1～3月は少し良かったが、先行きの見通しは、機械についてもそう良くはない。むしろ減少基調という風に思われる。一方で、建屋の方であるが、建築着工床面積を見ると、10～12月が-5.4%、1～3月が-5.1%と、減少基調が続いている。そこで、図表12であるが、中小企業から見た金融機関の貸出態度がどうなっているかである。月次で見た金融機関の貸出態度についての判断は、今年の2月になって厳しい超に転じ、2月は厳しい超5.1%ポイントだったものが、3月10.5%ポイント、4月15.5%ポイントと、中小企業から見た金融機関の貸出態度がどんどん厳しい方向にシフトしている。このように、中小企業から見た資金繰り、長期短期の借入の難易度といったものは、1～3月、4～6月と予想に比べ大幅に厳格化しているかつ、ただ、7～9月については、相変わらず厳しい超、厳格化超ではあるが、悪化のテンポはやや緩むのかな、という感じになっている。ただ、この7～9月の下げ止まりは期待なのか、本当にそう思っているのか、ちょっと分からないところもある。いずれにしても、過去の経験から言って、設備投資というのは、一旦調整局面に入ると、調整が進捗するまでに、かなりの時間を要する。過去一番短い時でも5四半期位調整に時間がかかっている。今回についても、一旦調整局面に入っているので、1年も経たずに設備投資が回復に転ずるとは考え難い。前回4月24日の中間会合で説明したが、経済企画庁のアンケート調査によると、企業の中長期的な成長

期待、期待成長率というものも年を追って低下し、98年は1.4%位まで落ちてきているというようなことを考えると、経済対策による外生的な需要は加わるが、設備投資がそれに反応し、調整局面を脱するというのには時間がかかると見られる。

注目の個人消費は、3月の統計が大体出揃った。図表13、14で、季節調整済み系列で見ると、前年比は消費税率引き上げ前の駆け込みがあったので大幅なマイナスであるが、季節調整をして月別に見ると、前月比ではほぼ全勝といった動きである。図表13の一番下のグラフ、大型小売店売上高が幾つかあるが、3月に関しては、全国百貨店が前月比+2.2%、都内百貨店が+1.7%、チェーンストアが+2.3%といったことで、販売は皆増えている。後程申し上げるとおり、都内百貨店が4月になって-2.0%と悪くなっているのは、やや嫌な感じではある。家電製品、新車の登録も3月は少し頭をもたげたが、自動車も、4月は-3.3%と再び頭を下げてしまった。総務庁の家計調査による消費水準指数、これは1、2、3月とプラスを続けており、特に3月は、2.5%と非常に大きなプラスになっている。もっともこれは統計の癖もあるが、特殊要因があるのを割り引いても、これらの販売統計と整合的に、3月はともかく風速としては良かったということが裏付けられる。次の図表14も似たような傾向なので飛ばし、図表15で消費者のマインドを見ると、上が平均消費性向、これが9月をピークにずっと下がってきたことをこれまで何度も申し上げてきたが、2月の68.4%という既往ボトムから3月は一気に71.7%と、10月以上の水準にまで単月では戻ってしまった。単月の動きだけでは動きが激しすぎるので、何とも言えないが、移動平均で均して見てもマインドは最悪期を脱したのだろうと思われる。各種態度指数で見ても、消費者態度指数、日経の消費予測指数、生活不安指数、いずれも下げ止まりないし若干の好転といった様子が窺えるので、家計のコンフィデンスの悪化にはようやく歯止めが掛かりつつあるように見受けられる。ただ、先程申し上げたように、4月の統計が僅かであるが、都内百貨店、自動車と悪い上に、私共でヒアリングをしてみても、本文6ページにあるように、ゴールデン・ウィークまでの

百貨店、スーパーの販売動向も、増えているのは若者向け衣料や、一部食料品などに限られ、家電家具等の、値嵩耐久財の販売が引き続き低調であるというようなことで、どうも、全体として明確に改善しているという手応えはないようである。特別減税の消費押し上げ効果が、夏場以降に徐々に出てくると言う風に思われるが、今度は、他方で所得雇用環境が悪化してきているので、そちらが効いてきて、実際に消費がどの程度回復するかについては、マインドの動きも含めて注意していく必要があると思う。住宅投資は、相変わらず130万戸前後で低迷を続けている。

こうした需要動向の下、生産所得の関係であるが、計表6の生産の1~3月の実績は、前期比-1.4%と3期連続のマイナスになった。去年の4~6月が0.0%であるのでその後の7~9月が-0.4%、10~12月が-2.3%、1~3月が-1.4%と、ゼロも含めると4期連続水面下である。4~6月の予想も、通産省の予測指数をつなぎ合わせると、-4.4%ということで、大幅にマイナスが続くという見込みである。これだけの減産をやっている、在庫率が3月129.0%と、直近のピークを更新し、在庫が積み上がっている。この129.0%というのは、実に1975年3月の135.6%という、オイルショック不況時の水準以来の久々の高水準である。そこで、生産の中身であるが、次のページの下欄のグラフを見て頂くと、去年の10~12月期は、まず電気機械、輸送機械といった加工業種の減産が出て、それが1~3月に素材業種の減産を引き起こした。予測指数で見ると、4~6月は再び輸送機械と、電気機器が需要の弱さを反映して、大幅な減産に転じるという、加工から素材へ、また加工へという減産の動きである。ミクロのヒアリングによっても、自動車は、この際大幅な減産に踏み切る。電気機械も7月販売のWindows98を見据えたパソコンの新機種を生産、これはちょっと例外であるが、これを除けば非常に在庫調整圧力が強いので、減産を継続するということである。このように動きが素材にも影響する。こうした予測指数と同じようなヒアリング結果となっている。7~9月はヒアリングだけであるが、自動車や鉄鋼では減産幅を縮小する計画となっている。ただ、全体としては、まだ在庫調整のために減産は継続するという見通しだと聞

いている。そこで、図表 18 の在庫循環のグラフを見ると、3 月はひときわ在庫調整の深いところへ突っ込んでいる。3 月は前年が消費税率引き上げの駆け込みで、在庫が急増したという特殊要因があるので、このグラフは前年比である点を割り引いて見る必要があると思うが、この在庫率の動きを見ても、在庫調整は相当深い所に突っ込んでいる。95 年当時 45 度線を横切った時と比べると、この深さが相当深いところにあるというのがこのグラフからご覧頂けるだろうと思う。こうした生産、在庫の状況が、雇用、所得にも影響を及ぼしている。

計表 8 に完全失業率がある。2 月 3.59%と統計開始以来のピークを更新した後、3 月は 3.87%と、たった 1 月で 0.3%程悪化した。有効求人倍率も 2 月の 0.61 倍から 0.58 倍と、これは 83 年 7 月の 0.58 倍以来の低水準である。そうした状況であるので、雇用について今日は詳しく見てみたいと思い、幾つか分析してみた。図表 19 をご覧頂きたい。中段は完全失業者数が、前年同期に比べて何万人増えたかという前年差のグラフであるが、これを年齢別に分解してみた。98 年 1 月～3 月のトータルの数字、25 万というのは、95 年第四四半期から 96 年第二四半期までの水準と匹敵している。この辺が 27 万人とか 23 万人といったところである。ところが、内容が少し違うのは、95～96 年のところは、20 歳台が貢献していて、これは景気回復局面で job hopping、要するに、職を変わる、有利なところに移っていかうという動きの大きい 20 歳台、若年層が中心だったということであるが、今回はそれより、高年齢層、特に 55～64 歳といったところが大きく寄与しているということが特徴である。25 万人中、9 万人が 55～64 歳ということであり、前回はほとんど大したことはなかったが、今回はそこが深刻さを表わしている。特に右の方に月次があるが、3 月は前年 3 月に比べ、43 万人増えているが、そのうち 16 万人は、この年齢層である。これが一つ今回言えることである。次に、一番下のグラフは、労働力調査による非自発的離職者数の前年差のグラフであるが、非自発的離職者が前年同期に比べて何万人増えたかという動きを見たものである。まず数を見ると、この 1～3 月は、前年の第一四半期に比べて+16 万人と急増している。この

16万人というレベルは、93年の第二四半期辺りから94年第二四半期辺りまでの11~12万人というレベルを上回る。たった1四半期で、こんなに飛び上がり、この第一四半期に一気に大幅に突き抜けるところまで行ってしまった。バブル崩壊後の一番失業の厳しかった時を上回る雇用情勢の厳しさになっている。さらに特色を二つ程挙げると、今の一番下のグラフで、非自発的離職者の業種別内訳を見たのが棒グラフである。残念なことに、労働力調査の業種別内訳がとれないので、代わりに雇用保険事業統計の事業主都合による離職者といったものの業種別統計で置き換えてみている。この3四半期程を見てみると、業種別では、建設はかなり前から非自発的離職者数に貢献してきているが、最近では、従来の建設に加えて、製造業、卸小売、金融保険業といったものが、非自発的失業を押し上げている。次にそのうちの製造業について分析してみたのが図表20で、製造業の新規求人数の動きと、鉱工業生産の動きを並べてみると、鉱工業生産の動きに先んじて、新規求人数の伸びの鈍化、ないし減少といったものが起こっている。つまり企業の側からすると、生産の減少を見越して、新規求人を抑えているということが分かる。そこで、それと並行して減産をしていけば当然所定外労働時間も減っていくが、実は所定外労働時間がこれ以上減らせないというところまで来ると、いよいよ常用雇用にまで手がつく。ただ、その姿というのが業種によって少し様子が違うという点を示したのが下のグラフである。下のグラフの真ん中が機械で、細かい実線の所定外労働時間は、昨年初めのピークから落ちてきているが、レベルを見ると、ボトムの93~94年のところと比べて、まだかなり高いレベルにある。こういう高いレベルにあると、まだ常用雇用に手をつけなくて良いということで余裕があり、常用雇用のところは減っていない。ところが、右の木材・家具といったところを見ると、これは細かい実線がピークから大幅に落ち続けてきた。大体月7時間とか、8時間といったレベルまで落ちてきた。そうすると、これ以上減らせないところまで来ているので、とうとう太い実線の常用雇用がマイナスに突っ込んできている。こうした木材・家具というのは、言ってみると三重苦で、公共投資の減少、住宅投資の減少、耐久

消費財の低迷と、三つもろにかぶっている業種である。上のグラフの新規求人数のところでご覧頂いてもはっきりマイナスになっているし、一番下のグラフで見てもこういうことである。真ん中の常用雇用者数のグラフでご覧頂いても、これが特にこの1~3月大きくマイナスに寄与している。このグラフで1~3月は-6.9万人と、97年第一四半期と第二四半期の間のレベルにまで戻ってしまった。もう一つの特色、金融・保険については、多くを申し上げることはない。昨年秋の金融機関の破綻や、一部リストラの影響など、これは構造要因というか、景気循環以外の要因もあって、ここにきて顔を出しているのだろうと思う。さらにもう一つの今回の特色は建設業で、図表21の下のグラフを見ると、従来、建設業の雇用というのは、景気後退期には、むしろ増えるという傾向にあった。このシャドーを付けたところが景気後退期である。これは大体景気後退期には政府の対策で公共投資の追加が行われるので、そこで、むしろ建設業の雇用はプラスになっていくということであった。ところが、今回は景気後退期のシャドーはついていないが、足許のところを見て頂くと、98年の第一四半期-0.2%と、対策が打たれるような時期にもかかわらず、この1~3月は建設業の雇用がついにマイナスに突っ込んでいるという状況にある。これは昨年来の住宅投資や公共投資の減少でこうなっているということであるが、上のグラフが新規求人数で、ここに住宅建設投資の減少と、建設業の新規求人数のマイナスといったものが97年来続いている姿が窺われる。加えて、真ん中のグラフで所定外労働時間を見ても、既往ボトム位のところまで下がってきている。調整余地が乏しくなっているということで、常用雇用も伸びがどんどん低下してきているということである。このように、建設業の雇用調整が、製造業と同時並行的に進んでいる。従来は、製造業のマイナスを非製造業、建設業などで吸収していたが、今回は吸収するところが見当たらない、ということが今まで見られなかった雇用に関しての特色である。本文の8ページの下から第二パラグラフ、一番下の棒のところであるが、夏場以降、経済対策の効果が出てくれば、建設業の雇用の悪化に歯止めが少なくとも一時的にはかかるということは勿論予想される。ただ、

悩ましいのは、一方で中長期的には公共投資を削減し、財政再建を進めるという大枠の中で、建設業の雇用調整をどう考えるかという大きな問題があるということである。そういう状況であるので、当面失業率はさらに上昇する可能性があると思われる。その後は景気対策が実行されれば雇用にとってもプラスの影響が出てくる。しかし、これまでの失業率の上昇には、景気循環要因だけではなく構造要因も影響しているので、構造調整に目途が付き、新規就業の機会が拡大され、雇用が吸収されるということにならないと、なかなか失業率の高止まりということは改まらないという可能性もある。なお、賃金については、図表 22 にあるように、次第に伸びが鈍化している。特に所定内給与がここにきて悪い。春闘のベア、これは日経連調査の最終集計が出たが、それによれば、ついに 2.62% と既往ボトムを更新した。毎度申し上げているように、製造業、大企業中心の日経連ベアに比べ、中小企業、非製造業まで含めた、毎月勤労統計の所定内給与の伸びの方がもともと相当低いので、所定内給与は非常に厳しい状況にあると思われる。要するに所得形成の悪化傾向が暫く続くと思われるということである。

速水議長

それでは 5 分程休憩にする。その後で、物価と、金融情勢について願います。

(午前 11 時 8 分中断、午前 11 時 14 分再開)

速水議長

では、時間が来ましたので始めたいと思います。

米澤理事

最後に物価である。まず順を追って各種物価の動きを申し上げたいと思う。図表 23 に輸入物価がある。3 月下旬以降の流れを見ると、原油、非鉄

等の国際商品市況が下げ止まっており、為替相場が円安方向に振れていることもあって、4月の輸入物価円ベースは久々に前月比若干の上昇となった。それから、原油価格を北海ブレントで見ると、3月の11ドル台をボトムに、下旬には14ドル台と持ち直して、その後は概ね横這いで推移している。先物価格を真ん中のグラフで見ても、1年程度先までかなりフラットになっている状況で、原油価格についても、マーケットでは大幅な上昇は予想されていない。次に図表25で最近の国内卸売物価の下落の要因を整理したいと思う。その下のグラフにあるように、国内卸売物価はずっと下がってきていて、10~12月期は前期比-0.5%、1~3月は-0.5%、4月は1~3月対比-0.7%と、特にこの3四半期程マイナスを若干加速している。4月の国内卸売物価全体では前年比-2.3%となっているが、これを上の表にあるように要因分解してみると、機械類というのは、色々な要因があるのでちょっと置いておいて、二つ目の為替・海外市況連動型というのと、次の電力・都市ガス、これは市況ないし為替で効いてきているものである。これを合計すると-0.62%となり、3分の1から4分の1のウエイトを占めている。これはどちらかというの良い物価下落というか、交易条件の改善を通じて企業収益にプラスに働く要因である。他方、国内の生産調整が加工業種から素材業種まで及んで、いわば内需低迷要因と需給悪化による下落が、鉄鋼・建材関連、素材のその他といったところ、これもちょうど-0.62%と同じ位である。この寄与度-0.6%というのは、左の方に見ていくと95年12月辺りの前年比をはるかに上回っていて、93年12月辺りに近づいてきている。従って、国内のマクロ的な需給ギャップが物価に響いているという面も、確かに出てきている。ただ、それ以外に為替、海外市況による交易条件の改善から来る良い方の要因も同じ位ある。その結果がこういうマイナスのレベルになっているということである。先行きについても、現在の在庫率の高さを踏まえると、少なくとも暫くの間はやはり製品需給の緩和を主因に、国内卸売物価は下落を続けると見ておく必要があると思う。ただ、どんどん下げ幅が拡大していくという状況にはないと思われる。

中原委員

ちょっと待ってください。この寄与度はどういうふうに見るのか。

米澤理事

これは2.30%トータルで下がっているが、そのうち、機械類がマイナス0.72%、為替・海外市況連動型がマイナス0.43%ということで、下まで全部足せばマイナス2.30%になっている。

中原委員

分かった。

米澤理事

企業向けサービス価格は、次の図表 26 であるが、引き続き前年比横這い圏内で推移している。4月に一般サービス価格の改定が集中するのだが、現時点では不動産賃貸はほぼ横這い、労働者派遣、情報サービス等が小幅なプラスという位で、総じて安定的に推移する可能性が高い。図表 27 の消費者物価は、左上に全体があるが、97年の第三四半期、第四四半期と前年比+0.8%できて、98年の第一四半期は+0.5%となっている。0.5%というと、医療費の改定分が0.4%位あるので、実力では、ほぼ前年フラットの水準位かというところである。中身を見ると、サービスが安定的に推移している中で、真ん中の商品が緩やかに下落するということであり、今後も卸売物価の下落を反映して商品は軟化が見込まれる。サービス価格が安定的に推移しているので、消費者物価は、全体として大きく下落するリスクというものは小さいと見ている。

文章の9ページに戻って、以上を総括すると、物価を巡る環境は、国際商品市況は下げ止まりつつあるが、内需低迷が続くところから、国内物価には低下圧力がかかり続けている。先行きについては、国際商品市況からの物価下落圧力が減衰していく一方で、経済対策が実施されていけば、需

給ギャップの拡大にも歯止めがかかる。ただ、現在の在庫水準や需給ギャップの水準を考えると、物価は、なお暫くの間は全般に軟調に推移する公算が大きい、と総括できるかと思う。以上のような各種コンポーネントを踏まえて、本文の1ページ、概況に戻って頂く。前回と比べると、家計支出については前回よりちょっと明るく、前は依然として低迷としていたが、今回は、家計支出の悪化には歯止めがかかっているとみられる、とした。設備投資は減少を続けている。前は、減少の兆しとしたが、減少がはっきりしてきた。輸出については同じようなことであるが、在庫はここへきて一段と積み上がっている。その結果、雇用、所得面にも悪影響が及んでおり、今回はその悪化がさらに顕著になっている。従って、前回「働き始めている」と申し上げた、生産、所得、支出を巡る循環は引き続き働いており、経済活動全般に関する下押し圧力は引き続き強い状況にあるということである。卸売物価は、軟化を続けているが、消費者物価は横這い圏内にある。先行きについては、設備投資は引き続き調整局面で、輸出については景気の悪化を食い止めるような役割は期待し難い。家計支出については、特別減税の効果が期待できるが、最近の雇用、所得環境の悪化があるために、当面は目立った回復は見込み難い。こうした中で今後、当面広範な業種で、在庫調整が行われるとみられ、企業収益の圧迫が続く。ただ、申し上げるまでもなく、総合経済対策が決定され、それを実施するための予算も国会に出ているので、これが成立すれば、夏場以降、効果が出始めて景気の下押し圧力に歯止めがかかることが期待される。若干補足的に申し上げると、経済対策の効果について、土地流動化対策、中小企業対策、雇用対策、これらは質的に非常に重要な政策であるし、大きな効果もあるのだが、これは定量的に効果を算定し難いものなので、それは除いて、定量的に算定できるものだけを算定してみると、98年度中のGDPを1%台前半程度の幅で押し上げる、という試算になり、特に年度末にかけて尻上がりに効果が出ていくと見られる。1%台前半程度というのは、経済企画庁がいつている、「向こう1年間で2%」というのと大体同じような、ただ本行は、「来年3月まで」というところで切っている、こういう

ふうに申しあげているが、だいたい政府の試算と変わらないと思っている。ただ、設備投資が調整局面入りしているので、その直接の需要喚起の効果はあるが、波及効果が大きいという状況にはなかなかかなり難しいということで、99年度に向けて、わが国経済に民間需要主導の自律的回復への展望が開けるかどうか、という点については、現時点ではまだ判断し難いということである。勿論先行きの景気の自律的回復のためには、企業、家計のコンフィデンスの回復が大切だが、少なくとも金融資本市場の反応を見る限り、これまでのところ、コンフィデンス改善につながっているとは見て取れない。それから物価とか、デフレとかということについては、先程申し上げたとおり、内生的な低下圧力がかかり、当面は軟調に推移する可能性が高いが、経済対策によって年度後半には需給ギャップの拡大に歯止めがかかるので、経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクは少なくなっていると考えている。

速水議長

討議やご意見の時間は午後にもありますが、質問がありましたらどうぞ。では、金融情勢をお願いします。

4. 最近の金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室企画第一課長

最近の金融情勢について、後ろの方の図表を中心にご説明したい。図表2、短期金融市場だが、ターム物金利として上段に黒い実線でユーロ円金利3か月物がある。図にあるとおり、4月の下旬以降再び低下傾向を強めており、ユーロ円金利3か月物は足許0.60%という水準になっている。左の方を見て頂くと、昨年10月位までの水準にだいぶ近づいてきたというか、落ちてきたという状況である。短期金利の先行きについて、先物の水準を、図表3で見て頂くと、足許の一番左側のキャッシュのところは今申し上げたとおり、まだ昨年秋より若干高いところにあるが、5限月先、計算すると99年6月限ということになるが、それよりも長めの物は既に昨

年秋の水準を下回ってきている。ということで、全体として短期金利の水準はこの4月下旬以降だいぶ下がってきている。同じように長期金利については、図表9に民間社債の流通利回りがある。上の方から格付けが相対的に低めなトリプルB、シングルA、トリプルA、一番下が国債という図である。見て頂くと、相対的に格付けが低めなトリプルBでは、現在2.0%台半ば、2.07%ということで、これが昨年秋の10月末のボトムの水準が1.77%だったので、この辺りはまだ昨年秋よりも高い水準にある。その次のシングルAでは、足許1.87%。昨年秋が一番ボトムで1.73%だったのでだいぶこの水準に近づいてきた。そしてトリプルAになると、1.43%、昨年秋が1.52%だったので、むしろ昨年秋のボトム水準を下回ってきているという状況である。ただ、下の図に民間債の流通利回りと国債との間のスプレッドが示してある。これで見ると、この信用リスクプレミアム部分が剥落ないしは縮小して、今の長期金利の低下が起きている訳ではなく、スプレッドは、むしろ昨年秋以降開いたままの水準がそのまま続いているという状況である。いい換えれば、長期債あるいは短期金利もそうだが、上の表でいくと国債金利の表に引っ張られるような形で、全体の金利がスライドして下がっているという状況である。その背景にあるのは既に先程来出ているように、景況感がまだ引き続き目立って改善してこないという中であって、追加的な金融緩和に対する思惑が一部に出ているということであろうかと思う。短期金利の方についても、ジャパン・プレミアムは0.2%弱という水準で、特に縮小していないので、短期金利の低下についても概ね同様のことがいえると思う。スプレッドを残しながら全体として下がっているということかと思う。ちょっと戻って頂いて、この金利変動に対する市場の見方ということで、図表5を見て頂きたい。オプションからボラティリティを計算してみた表である。ユーロ円金利先物オプションのインプライド・ボラティリティということだが、ユーロ円金利先物については比較的ボラティリティが上がっているということで、ここでもマーケットに対する様々な思惑が強まっているというのが見て取れるかと思う。下の方のボラティリティ・スプレッドを見ると、どちらかといえば

下方向、金利低下方向へのリスクを、市場はより強めに見ているという状況である。ただ、同じように図表 10 で、今度は長期金利について見ると、債券先物オプションの方のインプライド・ボラティリティは、むしろ徐々に緩やかに縮小しているという格好で、あまり大きなボラティリティではない。下の図を見ても、債券利回りについては、上昇方向、下落方向いずれの方向も特にどちらかが強いという状況ではないということである。ある意味では、債券金利は既にかなり下がっているため、一方向への見方だけが強いという状況にはなくなっているということではないかと思う。図表の 14-1、14-2 に実質金利の試算値がある。いずれも同じような形状をしていて、今年の夏をボトムとして、それ以降、物価の下落あるいは名目金利の上昇とともに、実質金利というのは、じわじわと上昇していたという格好である。足許に関していうと、名目金利が少し下がったということ、消費者物価の下落テンポがやや鈍化しているということで、横這いしないしは反落している。ただし、いつも申し上げて恐縮だが、これはあくまでも一つの試算値であり、期待インフレ率というのは、色々な計算方法があるので、一つの目安ということでご覧頂ければと思う。

一方、図表 15 は金融の量的な側面である民間銀行の貸出の数字である。上の段で 5 業態計「償却要因等調整後」、我々は実勢と呼んでいるものだが、この実勢で見てもらうと、2 月は前年比が +0.8% だったものが 3 月には -0.2% とマイナスに転化した後、4 月はさらに -0.9% ということで、マイナス幅を拡大している。ただ、ここでご注意頂きたいのは、これは平均残高であるので、3 月の平均より 4 月の平均が落ち込んだということであり、月末ベースの残高では、3 月末には銀行が資産圧縮を強めたことから大幅に残高が落ちた後、4 月末はむしろマイナス幅を縮めるという方向になっている。ただ、平均だけを取ってみると、3 月末にかけて急激に落ちた後、4 月に入ってから緩やかに戻ってきているために、平均残高自体はマイナス幅が拡大したということになる。従って、末残を比較すると少しマイナス幅が縮んでいるというケースなので、どんどん落ちているということではない。ただ、4 月の戻り方が弱い、従って平残での落ち込み

も大きくなっているということではある。この図表の下の方にある主要3業態の貸出実績・計画という表を見て頂くと、改めて4月の上旬時点でこの9月の計画がどうなるか、という計数をヒヤリングしている。これを見ると、< >内が償却要因等調整後ということであるが、その主要3業態、都銀、長信行、信託の合計については、3月の実績が-1.0%であるが、9月はさらに少し弱めの-1.5%ということであるので、計画自体も全般に弱めの計画になっている。全体として、銀行自身が慎重な融資姿勢を維持しているという状況にあることも変わらないが、恐らく、最近の市場金利の低下などと併せて考えると、資金需要自体がむしろ落ちているという部分が大いのではないかと推測される。

本日朝、マネーサプライの数字が出たので、今、表をお配りする。今朝8時50分に発表になったばかりで、まだ分析はしていないが、一番上の前年比を見て頂くと、M2+CDが4.5%から3.5%と比較的大きく低下した。1.0%ポイントの低下ということである。昨年秋位までが、前年比で3.0%前後の動きを続けた後、いわゆる投信や信託からの解約資金が流入してくるということで、ピークで一時期5.0%まで伸びた訳だが、再び伸び率が3月、4月と低下したということである。併せて、広義流動性であるが、これまでずっと3%台を上回る水準を続けた後、3月は3.0%、4月は2.4%とここへきて低下している。この分析はこれからだが、今、申し上げたように、民間銀行の貸出が全体として少し落ちている。資本市場など、あるいは政府系金融機関、あるいは生命保険会社などの貸出自体は引き続き増加しているが、全体としての民間企業の資金調達はいよいよ伸びが落ちてきている、そうした全体としての資金需要の低下、あるいは融資姿勢の慎重さがマネーサプライにおいても根っこのところに反映されてきている、と見ておくのが良いと思う。

中原委員

もう一回いつて頂きたい。

山本企画室企画第一課長

民間金融機関サイドの貸出というものは、先程申し上げたとおり、だいぶ落ちてきている。一方で資本市場の調達やそれ以外の代替的な資金調達ルートというのは、引き続き増加を続けているが、全体としての民間企業の資金調達、図表 19 に民間部門のネットの資金調達の推移を示したものがあり、これはかなり大胆に試算をした数字で過去 1 年間で民間部門がどれだけの資金調達を行ったかを推計したものだがこれを見るとこの 3 月、4 月までの 1 年間は、民間部門の資金調達がだいぶ落ちたという感じである。これは銀行からの借入だけではなく、資本市場からの調達その他もろもろ全てを含めて試算した計数である。このように 3 月、4 月にかけて民間部門の資金調達が急速に収縮した背景としては、大企業が昨年秋の金融システム不安の台頭とともに一時期資金調達に懸念を強めて、手元流動性を厚くするとか、系列会社の所要資金も併せて手当するといったように、むしろ資金需要を強めるという動きがあったが、それを 3 月末から 4 月にかけて返済した。その後は、むしろ実勢としての資金需要そのものの弱さが表面に出てきて、全体としての資金調達額が縮小しているという姿であると一応解釈している。

速水議長

質問がありましたらどうぞ。

中原委員

先程の、マネーサプライ図の (1) が前年比で、(2) は 3 か月前の何か。

山本企画室企画第一課長

3 か月前比年率という数字である。4 月の数字だと、「4 月の残高÷1 月の残高の 4 乗」といった計算をしている。前年比という数字であるとしても相当古い過去の数字にも引きずられてしまう傾向があるので、この 3 か月前比年率と、前年比の両者を併せて睨みながら動きを判断している。

大きな流れは今申し上げたとおりであり、前年比と3か月前比年率とでは、3か月前比年率の方が fluctuate は大きくなるが、全体の流れとしては現在のところ同じような方向で動いているということである。

植田委員

銀行貸出が4月は前年割れになっている訳だが、銀行への資本注入をやって、それがどの程度効果を持ったのか、あるいは効果がなかったのか、という点についてはどうか。

山下金融市場局長

定量的にはなかなか難しいが、去年の12月辺りの貸出計画と3月の実績とを比較すると、3月実績はぐっと戻している。それは、やはりそういった公的な資本注入や、あるいは色々な自己資本比率対策等があって、当初予想されたよりは金融機関が慌てて貸出を抑制しようとした分のかなりの部分が落ちずに済んだ。つまり去年12月、1月にみられたような、計画した自己資本比率が達成できないのではないかという不安感は、大卒のところでは色々な政策によってカバーされたということで、3月末にかけての大きな落ち込みはカバーされた。この結果全体としての流れは、かなり落ち着いたものとなったが、4月以降については、金融機関は、自分たちの貸出計画よりもむしろ資金需要が大きく落ちているという感じを強く持っているようだ。

山本企画室企画第一課長

先程説明したとおり、図表15に主要3業態の貸出計画というのがある。結果として3月は実勢ベースで前年比-1.0%という仕上がりになった訳だが、株価が相当低かった1月の時点で聴取した3月の計画というのは、-2%台の半ばであった。その後の公的資本の投入、株価の反発というのがある、それがここまで戻したということだと思う。

中原委員

M2+CDとか、広義の流動性がかなり減っているが、これは主に資金需要が弱いという解釈をしても良いのか。

山本企画室企画第一課長

マネーサプライは、今朝出たばかりで、そこはもう少し分析してみなければいけないが、その減少には二つの要因がある。供給サイドからは、いわゆる銀行自身の融資姿勢が慎重化しているという要因がどれくらい効いているかということであり、需要サイドからは、全体としての資金需要がどれくらい落ちているかということである。これという決め手はないが、全体としての周りの環境、すなわち、市場金利自体が徐々に落ちてきていること、あるいは最近の実態経済活動の動きからみると、資金需要の低迷の方がより大きく効いているのではないかと推測している。

山口副総裁

銀行貸出のスプレッドの動きについては、何か情報があるのか。

山本企画室企画第一課長

スプレッド幅は、去年の秋から今年の3月位までにかけてごく僅かに開いたという感じだが、それ以降はほぼ横這いのイメージである。

三木委員

平均貸出金利の動きからみていると、あまり変わっていない。

山本企画室企画第一課長

図表20の太い線が、新規の貸出約定平均金利である。この数字を見ると、短期も長期もほとんど横這いである。その最大の理由は、前々から申し上げているとおり、短期プライムレートが変わっていないということによるウエイトが高いと思う。長期の貸出も都銀などの貸出は、短期プライ

ムレート連動貸出が結構あるので、そういう意味では変わっていない。ただ、昨年秋以降のことを考えると、スプレッドが大きく拡大した訳ではないが、ベースとなっている市場金利自体が上がって、スプレッドの貸出金利はかなり一時的に上がっていたはずだし、長期についても長期プライムレートが1月から0.3%上がった訳である。そういうものが直接的にここになかなか反映されてこないというのは、どういうことかということであるが、一つの解釈としては、先程説明したように、大企業において資金調達を強めるということが昨年の秋以降あったので、相対的に低金利である大企業向け貸出のウエイトが高まり、これによる構成比の変化によって、全体としての貸出約定平均金利が結果的に上がらずにきている、ということかと思う。

三木委員

一時あったようなスプレッド貸出の、スプレッド幅の問題についていうと、要するに信用リスクに注目すれば当然のビジネス論理からスプレッドは拡大する。これが今も残っているということについては、拡大した後のスプレッドがノーマルなリスクを反映するスプレッドに収まっていると見て良いのか。

山本企画室企画第一課長

民間企業自体がそれぞれどれ位のスプレッドで借りているかというのは、図表9の民間債以外には、なかなか他に良い指標がない。結果的に見て現在のレベルがノーマルかどうかは良く分からないが、信用リスクをほとんど意識しないという昨年秋以前のような状態にはもう戻らないということは確かであろう。そうした中で、今起こっているのは、全体の金利低下によって、金利水準全般が戻って来ているということだろうと思う。

三木委員

そういう意味では、以前に比較すれば信用リスクを反映したノーマルな

形に戻ってきているということか。

山本企画室企画第一課長

水準がどれ位が適当かは分からないが、信用リスクを意識し続けているという意味では、正常であると思う。

植田委員

社債スプレッドは最上級のものを除けば上がったままですね。一方で、長期の貸出約定平均金利があまり上がっていないということも考え併せると、これは明らかに、と言うと言い過ぎかもしれないが、貸出先が絞られてきているということの意味しないか。

山本企画室企画第一課長

そういう理解も可能だ。

三木委員

ある意味ではそれはお互いの選別だから、そういう意味ではノーマルな方向に来ている、という理解になるのかなと思う。

山本企画室企画第一課長

ここでの社債と国債の流通利回りのスプレッドというのは、海外でよく格付別にTボンドとのスプレッド幅を比較するが、まさにそれにかなり近いものがついているイメージである。

中原委員

短期と長期の差がずっと縮まってきているようだが、どこかにその推移が書いてあるグラフはないか。重要な指標だと思うが。

山本企画室企画第一課長

それ自体の推移を示した図はないが、図表1で両者の動きが比較できる。本来は国債とTBを比べるべきだと思うが、TBも含めて短期の金利はそんなに大きく低下している訳ではないが、長期債の利回りの方は大きく低下しているのはご指摘のとおりである。

速水議長

M2+CDは1月~3月にかなり増えていたのが、4月になって平常化というか元に戻ってきたという理解で良いのか。

山本企画室企画第一課長

ここはもう少し分析してみなければいけないと思う。昨年秋以降の増加の大きな理由としては、やはり投信であるとか、信託の解約資金が預金の方に流入してきたということがあったと思う。こうした動きは、一巡して沈静化してきているということだろうと思うが、一巡して沈静化しただけでは、前年比が落ちる理由にはならない。やはり根っこにある資金需要自体が、じわじわと弱い方向に向かっているという中で、資金シフトが一巡してきたということではないかと思う。

武富委員

海外流出はあまりないのか。

山本企画室企画第一課長

その辺りは、もう少し詳しく分析してみないと分かりません。

武富委員

両方一緒に落ちてきているというのは、その根っこのところが対象外のところに流出してしまったから、ということではないのか。

山本企画室企画第一課長

海外への流出については、この場では何とも言えない。ただ、貸出あるいは民間資金調達規模の縮小から併せて考えると、広義流動性、M2+CD、民間資金調達いずれも一緒に縮まったのかなという感じはしている。

後藤委員

長短金利の安定ということをどう理解するかということについてであるが、文章編をみると、「追加的な金融緩和に対する思惑が台頭しており、これが長短金利水準の全般的な低下をもたらしている」とある。そういう思惑なのか、それとも今議論されているような、あまり資金需要が強くない、あるいは3月までは手元流動性を少し厚めにとということであったのが3月を無事越えたので落としているということは、やはり需給要因が主体なのではないか。長短金利が下がって安定しているというのが、金融緩和に対する思惑や期待に基づいているとすると、我々が金融緩和をやらないと、長短金利が上がったり振れたりするということになる訳だが、それ程の追加的な金融緩和に対する期待をマーケットが持っているとは、私は今思っていないが、どうだろうか。

山本企画室企画第一課長

そこは、解釈が分かれるところかと思うが、実体経済指標が弱い、それが恐らく長期金利にも影響しているのだと思うが、そういう環境の中で金融緩和があり得るのではないかという、いわば予想が強まっているという状況なのではないかと思う。

後藤委員

予想と実体とはつながっているという訳ですね。

山本企画室企画第一課長

相互に作用しているのだろうと思う。

中原委員

今の後藤委員の質問をもう少し露骨にいえば、もし「やめた」と、例えば山口副総裁辺りが、「もうこんなことはやりません」とはっきりといえ、相当反動は出るのではないか。かなり実勢の悪さも織り込んでいるとは思いますが。これだけ急に下がってきている訳だから、その辺はどのように解釈しているのか。

山本企画室企画第一課長

そこはマーケットの見方なので、見方が変わればそこまで直ちに金利が反発するであろうかという疑問は残る。仮に、思惑が全くなくなったという形、例えば「追加的な金融緩和がない」ということが明らかになったとして、それで直ちに反発するかというと、やはりもう少し実体経済自体が回復の過程に向かわないと、金利自体もそう簡単には反発しそうにない、という感じがする。これは私の個人的な見方であるが。

三木委員

今の話だが、大事な点は、長短金利が全体的に下がってきている。金利を全体としてこういうレベルに持ってこようとするのはある意味では政策目標だと思う。結果として、「ターム物もオーバーナイト物も、長期金利も含めて少し低めに」という一つの政策目標である。それがここにあるように今回何もやらなくても、実際の需給バランスからみて需要が減っていることや、金利引下げに対する思惑というのが大きく入って、実態的に金利全般が下がっている。その意味では、政策目標が自然に実現されているということであり、そのように受け止めるのなら、結果的にはこれで良いではないか。

植田委員

それは、午後議論することではないか。

塩谷経済企画庁調整局長

ちょっと一点質問ですが、国内ではターム物金利が低下している訳だが、一方でジャパン・プレミアムについてはほとんど目立った縮小がみられていない。このことは、わが国経済に対しては、国内での見方よりも海外からの見方の方が厳しいということの意味するような気がするが。

山本企画室企画第一課長

ジャパン・プレミアムは、足許ではあまり目立って縮小していない。図表4をみて頂くと、明らかに一時期に比べると大きく縮小したと言えるし、3月末に向けて非常に不安がられた流動性リスクが剥落したこともあって、ジャパン・プレミアムは結果的に大きく縮小してはいるが、なお0.2%弱残っているということについては、日本に対する、ないしは日本の金融機関に対する厳しい見方が残っているということでは、そのとおりだと思う。ただ、内外で差があるかということ、必ずしもそうは思わない。図表2をみて頂くと、日本ではまだ市場におけるTBのレートをどこまで信頼して良いか分からないが、ユーロ円とTBとの間のスプレッドも基本的には昨年秋よりも少し拡大したまま残っている。従って、ジャパン・プレミアムとこのスプレッドが連動していて、内外いずれにおいても、昨年秋に比べれば少し厳しい見方が残っているということであると理解している。

速水議長

それではこの辺で午前中のセッションを終わります。12時50分から午後の部を再開したいと思う。初めに黒田理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い、その後、討議に移りたいと思う。

(午前11時58分中断、午後0時40分再開)

IV. 金融経済情勢に関する検討および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

午後のセッションを始める。午前中の執行部からの報告を踏まえて、委員による討議を行う前に、黒田理事から当面の金融政策運営上の検討ポイントについて、簡単に説明して頂きたい。

1. 当面の金融政策運営上の検討ポイント（資料-5）

黒田理事

お手許の資料5に沿って説明させて頂く。まず、1ページ目、1.金融経済情勢に関する検討ポイントであるが、ここでは5点程挙げている。第一の点は、景気・物価の現状をどう判断するかということに関するものである。まず最終需要面では、家計支出の悪化には歯止めがかかってきていると思われるが、輸出や設備投資の減少が続いていること等を踏まえると、最終需要全体としての強さをどのように見ておいたらよいかという点が一つのポイントかと思う。また、生産・在庫の動向、このところ顕著に悪化してきている雇用・所得面の動きをどう見ていくかという点もそれぞれポイントとして挙げられると思う。さらに、これらを総合して、生産・所得・支出を巡る環境が、引き続きマイナス方向へのモメンタムとして働いていると見て良いのかどうか。このところの物価の動向が注目されているが、これを安定しているというように見て宜しいのかどうかという点もポイントだと思う。次に景気の先行きについてである。総合経済対策が打ち出されたことを踏まえて、これをどのように見通すかということが中心になると思う。今回の総合経済対策を含めて、政府からこれまでに様々な対策が打ち出されているが、この中には総需要を刺激する対策と例えば金融システムの安定化策とか土地の流動化策等の金融面での重石のようなものを解きほぐす対策があると思うが、その各々の効果をどのように見ておけば良いのかという点があると思う。また、最近の雇用情勢の顕著な悪化とか、企業の期待成長率が下振れしてきていること等を踏まえると、生産・所得・支出を巡るマイナスの力が総合経済対策をもってしても押し

とどめられないのではないかといったような懸念についてどう見ておくかということもあろうかと思う。あるいは夏場には過去最大の景気対策が動き始めるとともに在庫調整圧力も減じて、少なくとも景気が下降していくモメンタムには歯止めがかかるかといったような見方についてどう考えるかということもあろうかと思う。仮に景気の下降モメンタムに歯止めがかかるを見た場合には、その後の経済をどう見通すか、設備投資の緩やかな上方修正を伴いつつ、民間経済主導の景気回復へ移行していくことが、どの程度展望できるのか、あるいはそのための条件は何かということもポイントかと思う。さらには、企業や家計のコンフィデンスの回復をどの程度期待できると考えるのか、また逆に海外経済からの下振れのリスク、例えば先程も指摘があったが米国の株価の下落等をきっかけに米国経済が変調をきたすといったリスクや、アジアの経済調整がさらに深化する、あるいは長引くといったリスク等をどの程度念頭に置いておくべきかという点があろう。第三に、金利や株価の動向をどう評価するかという点もポイントであろう。長期金利や株価等からは、総合経済対策が打ち出されたにもかかわらず、市場における景況感は引き続き低迷しているように見受けられるが、こうした市場の見方をどのように解釈すれば良いかという点があろう。また、一段の金融緩和に対する思惑を市場はどの程度織り込んだと見ておくべきであろうか。さらに、長短実質金利の動きや水準をどう評価すべきであるか。民間経済主体のデフレ予想が強まっていて観察される実質金利が、見かけ以上にさらに上昇しているというリスクはないのかといった点かと思う。さらに、(4)に記してあるように、民間金融機関貸出等の量的な金融指標の動きから何を読み取るべきであろうかという点もある。4月の民間金融機関貸出は、年度末を越えたにもかかわらず、低迷を続けている。資金需要面、金融機関の融資姿勢の面をそれぞれ踏まえ、これをどのように評価すべきかという点があろうかと思う。また、マネーサプライの伸びも先程あったように、次第に低下方向に向かい始めているように窺われるが、これをどう評価するかという点。また、こうしたマクロ的な量的指標とは別に、信用リスクが引き続き強く意識される下で、中

小企業等を中心とした、資金繰り環境の厳しさにどの程度、あるいはどのように注意を払うべきかという点もあろうと思う。最後のポイントとして、先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクをどう評価すべきかという点も挙げられると思う。最近の物価の動向等から見て、一本調子の物価下落の可能性は小さいと見て良いかという点、あるいは在庫が高水準を続けて最終需要の明確な回復の兆しが見られない中で、物価の下落圧力は相当強いと見ておくべきかといった点があろう。また、総合経済対策との関連で、これが打ち出されたことにより、デフレ・スパイラルに陥るリスクはどの程度減じたというように評価できるのかという点もポイントであろう。資料1枚目の金融経済情勢に関する検討ポイントとしては、以上申し上げたような点が挙げられよう。

次に資料の2~4ページに当面の金融政策運営方針に関する選択肢が挙げられている。選択肢がA、B、Cと三つ書かれている。

選択肢のAは、現在の調節スタンスを変更して、X%程度の市場金利上昇を促す調節を行う、あわせて、公定歩合をX%引上げてX%とする、ということである。考え方は、その下に記してあるが、家計支出の悪化には歯止めがかかってきている。在庫調整圧力も、波及効果の大きい自動車等を中心に、夏頃にはある程度和らいでくる可能性が高い。そうした下で、総合経済対策の効果も次第に顕現化してくると見込まれることを勘案すると、景気・物価のダウンサイド・リスクは、かなり減じたとみることができると。従って、2年半以上にわたり継続されてきた現行金利水準を、早めに引き上げることが適当である。こういった選択肢Aについては、考えられる検討ポイントとしては、下押し圧力が強いという景気の現状判断との整合性をどう考えるのか、また、総合経済対策について、企業や家計のコンフィデンスに与える効果も含めその効果の出方を見極める必要はないのかという点、金利の引き上げが設備投資、住宅投資や資産価格、企業倒産面等に及ぼす影響をどう見るか、とりわけ金融市場で金融緩和期待が醸成されている中での金利引き上げは、資産価格の大幅な変動等を招く恐れはないのか、といった点が挙げられるかと思う。

次に選択肢のBであるが、これは、現在の金融政策スタンスを維持する、すなわち、無担保コール・オーバーナイト物を平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するように促す、というものである。考え方としては、家計支出の悪化には歯止めがかかってきているが、設備投資や輸出は減少しており、生産も減少している。そうした下で、雇用・所得面の悪化は、顕著なものとなっており、生産・所得・支出を巡る環境は、引き続きマイナス方向へのモメンタムが働いている。物価面でも、デフレ・スパイラルに陥るリスクは小さくなっていると考えられるが、軟調傾向が当面なお持続すると考えられる。ただし、総合経済対策の効果が、夏場から次第に顕現化し、これがマイナス方向へのモメンタムに一応の歯止めをかける可能性が高いと考えられる。こうした情勢を踏まえると、当面は、総合経済対策の出方や、海外経済のリスク・ファクターなどに注目しつつ、これまでの金融政策スタンスを維持していくことが適当である。従って、短期金融市場は落ち着いてきているが、現在の金融政策スタンスの下で引き続き市場金利の安定確保に努めることが適当と考えられるというものである。このような選択肢に対する検討のポイントとしては、企業の投資活動が調整局面にあって、雇用・所得環境の悪化も顕著なものとなっていることとか、物価の動向等に鑑みると、総合経済対策の効果を一段の金融緩和で補強するのが望ましいということはないのか、また、金融緩和期待が市場で醸成されてきている状況に鑑みると、現状維持の選択肢を取った場合には、長期金利の反騰とか株価の下落といったものが生じるリスクをどの程度考えておけばよいのか、といったポイントもあろうかと思う。

最後は選択肢Cである。これは、現在の調節スタンスを変更し、X%程度の市場金利低下を促す調節を行う、あわせて、公定歩合をX%引き下げ、X%とする、といった選択肢である。考え方は、生産・所得・支出を巡る循環は、引き続きマイナス方向へのモメンタムが働いており、物価面でも、軟調傾向が当面なお持続すると見られる。このように、経済活動全般に対する下押し圧力の強い状況では、総合経済対策の効果を織り込んでも、デフレ・スパイラルに陥る懸念は依然強い。金融面でも、貸出等の量的指標

に弱さが見られ、実質金利の上昇が企業金融に与える影響にも注意する必要がある。また、市場では一段の金融緩和がある程度織り込まれてきている。こうした景気・物価、ならびに金融情勢を踏まえると、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し、景気の回復力を補強することが適当と考えられるという選択肢である。ここで検討すべきポイントとしては、過去最大規模の総合経済対策が実施されれば、さすがにその効果は現れてくるのではないか、一段の金利低下の効果をどう見ておけばよいのか、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のか、金利引き下げをきっかけに家計がむしろ防衛的な支出行動をとるといったことはないのか、といったことも論点かと思う。また、一段の金融緩和を行ったとしても、現時点で財政との関連で、財政措置の上積みといったようなことを引き出すのは難しいのではないかとか、金融緩和カードをきるタイミングをどう考えるべきか、といったような角度からの議論も有り得ようかと思う。私の方からは以上です。

2. 金融経済情勢に関する検討

速水議長

それでは、これまでの報告等を踏まえて、政策委員会としての検討に入りたいと思う。いつもと同じように、最初に金融経済情勢について各委員の意見を頂いて討議を行い、その後で金融政策運営に関する意見を各委員から頂戴したうえで討議頂きたいと思う。また、最後に政府から出席されておられる方々から意見があれば承るという順序で進めて参りたい。

それでは、まず金融経済情勢について、委員の意見を願います。最初に後藤委員。

後藤委員

現状判断であるが、個人消費の昨年来のかなり急テンポな低下に歯止めがかかってきたとの兆しが見えてきたということ为先程販売統計なり、あ

るいは家計調査のデータからお話があった。ただ、3月と4月との比較が巧く付き合わないところもあるし、何よりも雇用・所得環境がかなり悪化してきているということもあるので、個人消費のマインドの動向というのは、これからも要注意ではないかという気がする。その他の設備投資なり、純輸出はいずれも減少あるいは非常に弱い。それから、在庫調整の過程でも在庫がむしろ積み上がってきているということで、恐らく4四半期続けて生産は前期比マイナスが続くと思われる。ワンサイクル1年マイナスが続くということになるのではなかろうかという気がするので、全体的に見ると、やはり総じて非常に厳しい状態にあると思う。

物価であるが、対前年同月比で卸売物価がマイナスの2.3%。3月と比べれば、海外市況要因よりも、内生的な国内需給ギャップの圧力の影響が高くなってきているように思う。また、CPIも実質横這い圏内ということであるが、商品価格に着目すれば下がっている。まだ私は、デフレ・スパイラルに入っているというようには認識をしていないが、そのような方向に向かう可能性を秘めている動きではないか。ただ、幸いにも総合経済対策が決定され、これが国会を通過し、あるいはまたその他の制度的な手当てが行われて具体化されることになれば、卸売物価の軟調は暫くじわじわと続くとしても、デフレ・スパイラルの危険というのは、当面は回避できるのではないかというように見ている。

先行きについては、ひとまずこれで景気下降に夏以降歯止めがかかるということが期待されるが、金融資本市場では、景況感が弱く反応が今一つという感じは否めないところだと思う。16兆円規模の経済対策が民間主導の回復過程への呼び水効果を持ち得るかどうかということについては、二つの条件が必要ではないかと思う。一つは、税制にしても、社会保障の問題にしても、今政府や与党で将来の姿というものを描こうという動きを示し始めているが、先が見えるようなイメージを国民の前に差し出して見せてやるということがやはりコンフィデンスの回復のために必要ではないかということである。もう一つは、何と言っても不良債権問題というのが日本経済がバブル以来背負ってきた重石で、マネーの供給を多くしても、

なかなかそれが信用創造機能に結びつかず、巧く働かないという状態にある。これを日銀や大蔵省が金融機関に立ち入って、整理するところと生かすところとに分けて、13兆円と17兆円を使って巧くやれという議論もある。それをいきなりやったら、おそらく相当な混乱になると思うが、2001年3月と言わず、不良債権処理をできるだけ早く行うべきではなからうか。特に今度の16兆円の効き目は、今年の夏から来年の夏位までずっとあるだろうから、それまでの間に、早く不良債権とそれに対応する引当金をバランスシートから落とす。そして、金融機関の再編成なり、その前提になるディスクロージャーの徹底といったようなことを行う。せっかく13兆円、17兆円の金融システム安定化策の仕組みが出来た訳であるから、これを見せ金に終わらせないで、有効に結び付けて、不良債権問題を一日も早く片付けていく。そのことと、先程言った将来像を見せるという二つが、やはり今度の16兆円規模の対策が呼び水効果を持てるかどうかを決めてくるのではないかという気がする。私はそういう意味では、先程米澤理事が今度の経済対策の効果、98年度で1%台前半の押し上げ効果を持つであろうという説明をされた時に、定量化できない部分は別としてと言われたが、定量化できない部分である今次経済対策の中にある債権・債務関係の処理の推進方策に非常に注目もし、期待もしている訳である。そのことと、今度の16兆円規模の経済対策というものが、合わさって初めて将来に向かっての自律的な回復への呼び水効果を持ち得るのではないかというように思う。

金利や株価の動向をどう評価するかという問題であるが、私は、マーケットは、当面、例えば今回の決定会合で、何らかの金融緩和の次の手が打たれるということを強く期待ないし前提にしているというようには、必ずしも見ていない。今、長短金利が比較的低い水準で安定をしているということは、一つは資金需要の弱さと、もう一つは恐らく金融システム問題とも関連をした、信用創造機能の機能不全というかそういうものの結果ではないだろうか。勿論今の金利の動きについては、金利を引き上げろという度重なる質問に対して、金融緩和を継続しますということ強く意思表示

している日本銀行の強い姿勢が安心感になっていることは事実だと思うが、今、金融緩和について非常に大きな期待があって、それに応えなければいけない状態である、というようには必ずしも思っていない。ただ、今日のマネーサプライの数字を見て、実体経済は、このところM2+CDの動きとは離れていると思うが、3月から4月にかけての広義流動性は下がり非常に大きいので、これをどのように読んだら良いのか迷うところである。私自身も、民間貸出の減少とか、あるいは直接資本調達が増えているとか、色々なことがあると思うが、今急なことで、まだその判断を下しかねているところである。前回にも量的な緩和論という話も出たが、この問題は金融政策の話になるので、ここで一旦切ります。

速水議長

それでは、武富委員をお願いします。

武富委員

5月の下旬から9月一杯位までの時期というのは、景気・物価について見ると、マイナスの力と潜在的なプラスの力とが非常に錯綜して分かりにくい展開となって、その中で企業とか消費者とかいう経済主体が、その辺をどう受け止めるかにより、コンフィデンスなるものが一時がくっと落ちる懸念もあるし、巧くいけばもう少し前向きになることも有り得る。両転びし得る微妙な局面だというように認識している。昨年の秋口から目立って自律調整の色彩を強めた景気であるが、足許、在庫率指数が非常に高いことから分かるように、今暫くは一旦始まっている自律調整というものは続くということだと思う。その限りで、統計で確認できる色々な景気指標というものは、当座まだそうはかばかしいものは出てこない。特にその中で、後藤委員も触れられた雇用絡みの調整色が強いというところがどうなるか、消費者は今まで3段階を経て調整してきている——最初は所得分配の変動、その次が金融システム不安、そして、ある時期から現状までが、雇用調整に絡む先行き不安——というようなことになっているので、この

先雇用の数字がはかばかしくないと個人消費がどうなるか、先程言ったようなコンフィデンスも含めてどうなるか、少し心配だなど思っている。ただ、今の雇用の悪い数字は、私は二つに分けて考えられるのではないかと思う。一つは、先程来申し上げている昨年の秋口から始まっている自律調整に伴うやや循環的な動きが雇用段階まで及んでいる部分と、もう一つは、金融システム不安、資産デフレ、あるいはもっと大きい日本経済の競争力そのものがある分野についてはなくなっているというところに起因する構造調整によって嵩上げされている部分と両方あると思う。特に金融とか建設、あるいはそういう分野での倒産絡みで出てきている失業というのは、おそらく高年層の非自発的な失業者という形で統計に出てきている部分が多いと思うが、その辺の構造調整のところが一段落すれば、うなぎ登りで雇用の指標が先行きどんどん悪化していくということはないと思っている。等々の事情で、これから暫く確認できる指標というのは、そう目立って良いものではないであろう。一方で、まだ指標が悪い段階で、今度の景気対策の執行ペース如何であるが、実はある種の業種、ある種の経営者にとっては、まあまあ需要がそれなりの手応えというか、あるいは下がってきたものの歯止め感というものができて、景況感も少し変わっていくというようなことも有り得ると思う。そういう意味で、先程言った錯綜、すれ違いということが有り得る訳で、指標は悪いけれども、実感として経済主体にちょっと良い手触り感が出てきたな、ということになればしめたものである。そこのところが非常に分かりにくいので、今ここで予断をもって言い難い。9月実施の短観辺りで、その時点での指標ははかばかしくなくても、企業の業況感、それから先行き3か月の見通しというものが良くなっていく、そういう展開に巧く対策の執行ペースが合ってくれば良いなというように思っている。ただ、言わずもがなであるが、地方単独事業のようなものは、かなりの額が計上されている。1兆5,000億円位。地方議会の開催時期とか地方の設計能力とか、あるいは資金手当て能力から見ると、整齐として期待通りに進捗してくるかどうかなというところがある。執行ペースについては、できる限りの前倒し対応ということをやれ

れば、6～9月の大変微妙な時期に、指標が悪い中でも、コンフィデンスが少し、少なくとも企業段階、ある種の業種と公共事業の恩恵を受けるところでは改善するというようなことになって、それが民間セクター全体のコンフィデンスの回復につながれば、というパスを想定しながら、足許色々判断していくべきだろうと思う。今のようなことであると、結局需給ギャップも、現在の状況がそう目立って縮小するというようにはここ2、3か月は考えにくいと思う。そうではあるが、結局この対策の手応え感がある時期から出てくることにより、先行き需給ギャップが少しずつ持ち直すというような中で、物価も下げ止まってきて、デフレ・スパイラル突入状況というのは辛うじて回避できるというような、そんなエクスペクテーション位は出てきておかしくないだろう。その辺りがどっちに転ぶか分からないが、私はどちらかと言うと、この段階ではまだ悪くなるという方向に判断する必要はないのであって、そういうパスを想定しながら景気展開、物価展開を見ていけば良いのであろうと考えている。

今一つ問題になっているのが、放っておくと実質金利が高くなっていて、そのこと自体が景気下押し要因になるのではないかという議論である。それはそれで一つの大変重要なポイントであるが、先程説明のあった実質金利のグラフを2枚つくづく眺めると、足許相当実質金利が上がってきたとは言っても、景気が最悪期であった前回局面の92、93年の実質金利に比べると、まだまだレベルとしては低い訳である。あの時と現状と比べて、景気の調整の深さとしてどちらがどうだということは、いわゆる言い難いところはあるが、ざっくりとした比較感でいけば、現状では、実質金利は、前回比較でまだ逆に相当な上昇余地があると言っても良いかも知れないと思う。勿論各時点での絶対水準というよりも、先行きの期待インフレ率如何であるし、その方向感やスピードの強さが景況感に影響する訳であるので、単純な議論をするつもりはないが、敢えて意識的にあまり悲観的にならなくても良いような材料を探そうとすれば、そのような面もあると思っている。そのようなところから、後段の金融政策をどう考えるかというところに話が結びつけば良いと思っている。

三木委員

まず需要動向について、先程の米澤理事の話を確認のうえで、今回のポイントは住宅の着工戸数の動きが一つと、自動車の動きが一つ、それからこれは一般機械になるが、設備投資に繋がる先行指標の動き、この三つが一番のポイントになると思っている。

住宅の着工戸数の方は、ご存知のように、3月は年率で131万戸、対前年比11.9%減、これは15か月連続の前年割れ、最低の数字まできているということで、このレベルは逆に言うとこれ以上落ちないレベル、という見方ができると思う。特にその中味は、持ち家の減少が非常に激しく、昭和46年以来の低さまでもう落ちてきているということなので、これはここで止まるということであろう。ただ、戻るかどうか、むしろそちらの方が住宅としては問題であり、これが上がる方向にくるということになれば、景気の回復にとっても、大きなインパクトが出るというように理解している。

それから、自動車も、国内販売は13か月連続前年割れということで、4月も落ちている。4月は、前年比6%減であるが、前年は消費税の後の状況であるので、前々年と比較してみると20.2%の減ということで、非常に売れていない。4月としては、昭和53年以来の低いレベルの国内販売になっている。輸出は、前年比+12~13%増のままでずっと横ばっているが、これ以上は増やせない。特にアメリカでの日系車のシェアは、大体30%が警戒ラインと言われており、今29%から30%の間をうろうろしているところであるので、これを考えると、これ以上増やせないということになる。従って、そういう点を考えると、やはり国内需要の減少がそのまま生産の減少に繋がると言わざるを得ないであろうと思っている。特に第一四半期は、各社の生産計画を見ると、在庫調整を大幅に織り込んでいることもあり、もう一つは政府のあれだけの経済対策によって第二四半期は多少なりとも個人消費は回復するとの期待を織り込んで生産計画を立てているから、第一四半期は最低の生産計画で走るといのが各社の動きに

なっている。具体的な生産の数字を見ると、第一四半期は235万台、これに対して第二四半期は245万台ということで、やはり少し上げる方向にある。第三四半期は、在庫調整もある程度終わり、これが生産に跳ね返る面もあって、260万台というところまで、少しずつ回復していき、第一四半期が一応底だという計画となっている。自動車との間でそれぞれ取引を持っている各産業全てに、今の数字が回っているという状況である。四半期で235万台ということは、年率で900万台前後ということになる。去年は1,070万台位でうろうろしていた訳であるが、それをさらに割り込む低いレベルであることは、かつて1,300万台を作り、1,300万台の設備能力を持っている業界にとって非常に悪い、かつてない時代だろうと思っている。

それから設備投資であるが、この先行指標の一つが普通トラックである。普通トラックの国内販売が平成9年の下期は50,000台ということで、平成2年の下期が約97,000台であるから、半減である。これはまたかつてない状況であり、トラック業界では、そういう意味での大きな生産構造調整を控えて、ベンツと日産ディーゼルとの合併というような事態も起こったし、雇用調整助成金を一斉に申請するというところまで追い込まれている。先行指標として6か月は先行するので、当分、設備投資の回復にはつながってこないと言わざるを得ないであろう。それから一般機械の受注金額、これも先行指標であるが、これを見ると前年比が内需で27%減、外需で28%減ということで、1月以降ずっと落ちたままできている。これも半年位先行するということを考えると、設備投資はどうしても10月以降までは調整に時間がかかるであろうという状況である。それを反映した一つの例で、素材産業としての鉄を申し上げると、鉄の一つの指標として普通鋼鋼材に対する用途別の受注の数字があるが、3月の数字が出たところ、今度は全部マイナスになった。公共土木から民間土木、民間建築、公共建築、造船、自動車、電機、それからいわゆる製缶のブリキだとかあらゆる業種で3月は全てマイナスということになっており、これはかつてない事態である。これまでは何か一つか二つは良いのがあった訳であるが、全部マイナスというような状況になっているので、3月は今言ったような一つ

の景気の流れをまさに反映した最低の数字が出てきたという状況であろう。

需要はそういうことで厳しい状態が続くが、もう一つの大きな要素は、在庫調整である。当然のことながら製品在庫から始まって、川下から川上へどんどん在庫調整が遡ってきているので、第一四半期、第二四半期においては在庫調整が特に素材産業の抱える最大の問題として出てくるであろう。これは後藤委員の言われたとおりだと思ふ。この在庫調整がどの位かかるのかということが最大の問題であるが、今までの例でいくと最低1年はかかる。下手をすると在庫調整が終わるまで大体1年半位ということもある。素材産業の企業の立場から見ると、何年も前から今までリストラを続けているから、いずれは必ずボトムになるし、それから次の色々な手が打たれて景気が戻るという局面に合わせて、徹底的な在庫調整をやろうと考える。それだけの体力をつけるためにリストラをやっている。鉄はまさにそういう局面なので、この第一四半期から第二四半期は、徹底的な在庫調整をやって、秋以降の経済対策の効果につながるようにしようという考えでやっている。ただ、問題は、在庫調整をする場合は、当然生産を落とす訳だから、生産を落とせるぎりぎりのところが、どうなっているのかという点を考えねばならない。今の生産レベルは、先程から申し上げたように、鉄で言うと、第一四半期は年率ベースで1970年代初めのレベルになっている。第一四半期は、通産省のガイドポストで2,270万トン、年率で9,000万トンを割る、かつてないレベルである。落ちたとはいえ、今も大体1億トン位がずっと続いていて、9,000万トン台になっても9,500、9,600万トンというのが一つのレベルとして、オイルショックの後も何回かあった訳であるが、ここまで落ち込んだということはない。しかし、これは逆に言えば、そういう在庫調整という政策意図を相当織り込んで各社がやっているということだし、もう一つの見方をすると、そのレベルというのは、下方弾力性が非常に少なくなっているということでもある。素材産業は押し並べてそうである。鉄もそうだし、石油化学もそうである。従って、その下方弾力性のぎりぎりまで落ちてしまっているのが、今のレベ

ルなので、この先本当に需要が出てくるまで何とかその水準で持ちこたえられるかどうかという点が、非常に大きなポイントになる。そのための一つの要素がやはり輸出ということで、今まで支えてきたが、この輸出もまた、これから非常に難しくなっていくだろうと思う。円安による輸出促進効果というのは、非常に大きな支えだったが、これがなかなか期待できない局面になってきている。もう一つは、リストラにより体力を付けたとはいえ、今言ったような状況に伴って再度のリストラをやらざるを得ないかどうか、そこに追い込まれる懸念がある。これもそこまで行かないで、資金調達だけでともかく上期を泳いで、次なる回復の局面につなげられれば良いが。あるいは、それだけでは持たない局面にあるのではないかという問題がある。そこがまさに常用雇用というのか、それにさらに手が付くかどうかの境目かなと、こんな感じだろうと思っている。

それから次にもう一つの大きな問題は、価格、物価の問題である。価格の問題は、今卸売物価が-2.3%と、前年比ダウンという形になってきている。この価格のダウンというのは、特に素材産業の立場で見た場合、素材産業は貿易財の産業であるから、非貿易財の電力等は別にして、貿易財の産業で見た場合に、価格のレベルは二つある。その一つは、1995年の円高の時の価格破壊と言われた価格ダウン。この時はまさに円高により内外価格差を詰めるということであるから、企業としては、当然のことながら国際競争力コストを念頭に置かざるを得ず、必死なリストラをやった訳である。これはある意味では、企業のそういうコスト競争力を付けた結果としての価格ダウンということでもあるし、新しい商品なり、新しい技術なり、そういう需要ニーズに合うものを開発して、コストを下げ、プライスも当然それによって下がるという一つの局面、これが95年の段階では非常に大きかった訳である。もう一つは景気循環からくる、需給バランスの崩れによる価格ダウンというものであり、今回は明らかにこれが大きな特徴になっている。従って、どういうことが起こるかということ、実物経済には必ずコストがある訳であるから、少なくとも限界利益があるところまではある程度作ろう、売っていこう、値段をフォローしていこうということ

になり、これが今までの卸売物価において少しずつ素材等の価格が下がってきている所以になっていると思う。これがいよいよ限界まで来て、限界利益もないとなると、企業は値段を追随させることなく、売のを止める。そして、その部分は生産の縮小に入る。それがコスト調整になるということであるが、今のレベルは、鉄で言えばいわゆる市況品種と称される小棒などではまさにそこまできている。小棒は今3万円をきるレベルまできており、このレベルは1971年と同じである。まさにこれが限界点だということで、ここへきていよいよ値段としては止まっている。つまり、メーカーがそういう方向になるであろうということを流通は考えているから、今までどんどん売り浴せたものを、今度は買いを入れて手仕舞いしているという状況で、これからはむしろ買いの方が入ってくるだろう。そういう意味で市況品種については、今後物価の下落は止まるだろうと思う。ただ、問題は3割位が市況品種であるが、高炉メーカーの場合、ひも付き需要という大手を含めたところに売っているものが7割位あって、これは単純なプライスだけではなくて、非価格競争力を相当入れて競争力を付けているから、この分野は高く売っている。ここに対する価格引下げ圧力、これはまさにそれぞれのユーザーが抱えている企業採算悪化から当然のこととして出てきているので、これが現在価格交渉の上でクリンチ状態になっている。そういうところで経済対策が出るということは、一つの大きな支えにはなるが、景気の回復につながるかつながらないか、需給バランスが在庫調整によって早く終わるか終わらないか、この辺りの見方によってはこのクリンチはそう長くは続けられないので、私は若干下がる方向に行かざるを得ないだろうと思っている。従って、6月にかけて、卸売物価としてはもう少し下がるという局面を見ざるを得ないかなとは思いますが、先程申し上げたような一つの限界コストということを考えて時に、これだけの効果のある経済対策が打たれ、金融も低金利政策で支えている中であれば、ずるずるいくことはないであろうと思うので、そういう意味ではデフレ・スパイラルの方にはばーっといくという懸念は、先程執行部からもそういう話があったが、私もないだろうと思っている。

問題は、企業収益であり、今まで話したようなことがもろに企業収益に跳ね返ってくるということになる。この 15 日までに発表された上場企業約 350 社の決算の数字が出ていたが、一番問題となる当期利益は、約 3 割のマイナスという形である。これも要するに、9 年度は上期がプラスで、下期が大幅にマイナスでトータルしてちょっと残ったというのと、トータルもマイナスだということばかりなので、平成 10 年度は下期のマイナスを引きずって、今度はそこからスタートだということになる。私はこの平成 10 年の上期の中間決算は、企業収益としては非常に厳しい、悪いというか、惨澹たるものが出てくると思う。それを平成 10 年下期には必ず経済対策が打たれるし、需要が戻ってくるであろうと考え、少ない幅でも下期でカバーして平成 10 年度は全体としては減益は何とか止めたいというのが、この間の日銀の短観に出ている数字だと、こういう理解をするしかない。従って、この企業収益の動きを当期利益の面をよく見ておかないといけないと思う。なぜ経常ではいけないかと言うと、いわゆる不良資産の問題とか、雇用に響く特別退職金をどうするかとかは全て特損で落とすので、当期利益で常に企業収益というのをよく見ておかないといけないのではないかと思う。そう見ると、一応やはりデフレ・スパイラルの入り口にいるということはまだ変わっていないのではないかと思う。今企業の経営者の方は、今度の経済対策の効果というのが、それをある程度止めるというような手応えをそれぞれ少しずつ感じているのではないかと思う。

経済対策については、実物経済の下支え効果という面では、公共投資中心に批判が色々あり、政府は色々新しい社会資本とかを取り入れているといったような議論もあるが、しかしやはり実物経済の面で見ると、公共投資の波及効果というのは 1.34 と、非常に大きいということを考えると、私は経済の下降というのは、この第一四半期で止まると思っている。であるから、第一四半期で底打ちと言えるのではないかと思っているが、第二四半期以降なべ底のままでいつまでいくのかどうかというのが、大きな問題だろうと思う。ということは、やはり民需の自律回復、これをおそらくまず公共投資で引っ張って、そしてそこから民需の自律回復につなげるこ

とが、本当の意味での政府の一つのポリシーであろうと思う。そういう意味で今回の政策が民需の自律回復のためのトリガーになるかどうか、ここが今非常にポイントであろうと思う。明らかにトリガーになると言えれば良いが、今の段階ではトリガーにならないのではないかと、少なくとも「まだ」という懸念が非常に強いと思う。それは何だと言うと、先程も後藤委員からお話があったように、やはり個人消費のマインドと企業のマインドの二つだと思っている。特に個人消費については、中期的な展望というか、中期的なビジョン、恒久減税あるいは、規制緩和なり、結果としての小さな政府なり、年金の改革、法人税の問題といったものについて、政府の経済対策の中で段々と取り上げるのではなく、これをもう少し明確な形で中期展望をビジョンという形で打ち出すことによって、マインドを刺激することが一つポイントかなと思う。企業マインドの面では、そういう問題のほかに、もう一つ金融不安の問題があると思っている。これも政府の方で先般来打ち出されているスキームで、早く資産デフレ、不良債権対策というものをやる、これがやはり企業マインドには非常に大きく効いてくるのではないかとと思っている。この二つについて、マインド・コントロールと言うと語弊があるが、出来るだけ早く表に出してマインドの改善を図るように持っていくことが、どうしても必要であり、またそれ以外には、なかなか実物経済への効果を確実なものとしていくのは難しい。それでは金融面でそれができますかといった時に、やはり金融政策というのは、インフレ対策には非常に強いが、デフレ対策となると非常に限られる。これは執行部の方がこれまで色々おやりになって、結果としてもやはりなかなかこれ以上の手がないという状況であるから、やはりそういうマインドに対する需要喚起ということかなという感じがしている。

金融政策の話は後で色々あると思うが、一つだけ懸念しているのは貸し渋りの問題である。先程からマネーサプライの問題とか、資金需要そのものが減ってきているのではないかとか、資本市場の方でどんどん変わっているとか、色々な話があるし、片やこれから資本効率重視の自己責任経営時代なので、金融といえども、そういう選択の時代に入っているとの話も

ある。これは当然のこととして受け止めていかなければいけないだろうと思うので、残るのは資金の偏在という問題、特に中小企業に対してということだけであろうと思う。この辺りの実態がどうなっているのか、今現在声は随分小さくなっているが、ちょっとつかみかねている感じがする。数字だけではなかなか出てこないのかなという気もする。ウエイトとしては、非常に小さいのかも知れないが、国会議員の方からは関東近辺と大阪近辺の方が多いが、地方を回られたりする中でのお話としてまだ必ず出てくる。この辺りについては、3月までに比べれば貸し渋りの動きは低下していると思うので、やはり日銀としても中央銀行として分析を行い、そうではないと、やはり安心出来るような話をされた方が良いのではないかという感じがしている。

それからもう一つは、アジアの経済危機が、金融機関の不良債権問題にさらに輪をかける、片一方では落としていくが片一方でまた増えるというか、この辺をもう少しよく見ておかないといけないのではないかという感じはしている。最後にもう一つ小さい問題であるが、ここへきて小さい倒産がちょくちょく出ているが、ほとんど北海道に偏っている。結局北拓関連ということかも知れないが、そういう倒産問題、これに対するサポートというか、これはちょっとそれぞれの地方の問題としてもよく考えておかないといけないのではないかという感じがしている。

速水議長

先程数字を聞き落としたが、企業収益 350 社で 30% 減というのは、どの段階の収益の減ですか。

三木委員

当期損益である。

速水議長

下期だけですか。

三木委員

これは、年度決算である。上場企業で5月15日までに発表された357社を合計し、当期損益だけを見ると、平成9年の上期は益が出て、下期は損、その合計の数字であるが、経常損益では、前年比3.3%の減にとどまっている。当期利益は、不良債権処理を全部織り込んでいるので27.3%減という数字がこの間発表になった。これらはすべて年度間の計数である。その後もどんどん発表されているので、それをまた入れてよく見てみないといけないと思う。

速水議長

中原委員をお願いします。

中原委員

最初にまず総括を申し上げて、それから1~5の検討ポイントを申し上げたいと思う。現在の景気の局面だが、色々バブルの崩壊位から研究してきたのだが、やはり今到達した一つの結論は、91年の2月位が山で、そこから10年単位の設備投資の調整が続いている。それはどういうことかと言うと、日本が設備投資依存型であって、GNPに対する民間設備投資の比率が高い時では20%、現在でも15%位ある訳だが、それが低下せざるを得ない。そして、アメリカ辺りの10%位、3%の成長率を前提として設備投資の比率が10%へとだんだんと落ちていくのではないかという過程に入ってきている。その中でどうやって、雇用を調整していくかという問題も出てきている。前回か前々回に、オーバー・インベストメントとオーバー・エンプロイメントということを上げたが、それが非常にはっきり出てきたのではないかという気がする。その中間に94年、96年と中間反騰が起こっている。恐らく今回の経済対策でもう1回中間反騰が起こる。しかし、これは株価の日経ダウで見て頂くと良く分かるが、あくまでも中間反騰にすぎず、日本経済として中期、10年単位の調整が終わるまでは、

この不況が付きまとうと結論を付けた。それから、その中での現局面だが、97年の5月位から下げてきているが、C Iの一致指数で見ると、現在は第11循環が93年の5月に終わって、第12循環が始まったところである。これを色々と調べてみると、C Iの一致指数で、山からどのように下がっていくか、つまり景気循環の下降の局面を見てみると、現在まさにそれに当たっている。そして、C Iの山を100とすると、現在は丁度バブルが壊れた91年の2月から93年の10月にかけての下落のスピードと全く同じである。これは丁度10か月位経ったところで、そこまでデータが出ているが、ピークからだいたい8~9%落ちているということで、経過期間、落ちの具合、全くバブルが壊れた時と同じである。であるから、相当猛烈な勢いで落ちてきていると言わざるを得ない。これよりもひどいのは、第一次オイルショックの時だけである。そういった意味で猛烈な勢いで落ちてきており、それは企業の経常利益に対しても非常に大きな影響を与えざるを得ないと思っている。これからは、この下落がどこで止まるのか、あるいは止まって横這いになるのか、あるいはずっとまだ下るのかという、一つの難しい局面にあるのではないかと思う。いずれにしても、97年の5~6月から、あるいは4~6月と言っても良いかもしれないが、始まった第12循環の下落の局面は相当に早い。しかも落ち方が非常にシビアだと言うことを申し上げておきたい。従って、そういった意味において、まだ10年単位の設備投資の調整、あるいは雇用の調整といった経済調整、構造調整と言っても良いが、それはまだ続いていると思う。そして、そういった中であって、まず第一の、現在の景気・物価の状況は、今申し上げたように97年の4~6月を山にして、急激な景気後退を続けており、底入れの兆しは全く見えていない。そして、色々長めのリーディング・インディケータも取ってみたが、これも全く底入れの兆しが見えていない。

デフレかどうかということだが、国内の卸売物価が下がってきている。そして一番気になるのはマネーサプライの収縮である。デフレの定義は色々あるが、例えばアーヴィング・フィッシャーが言ったように、「マネーサプライの収縮が一般物価水準の下落につながる」ということで考える

と、先程頂いたマネーサプライで、3月から一つの異変が起こっていると考えざるを得ない。それは、M2+CD、広義流動性共にそうだが、非常に憂慮すべき状況に入ってきていると思う。簡単に言うと、マネーの収縮が起こっているのではないか。そして、そこでWPIが下がっている。それから、CPIもいずれ下がると思うが、前年割れのリスクが非常に高いと思う。そういった意味で、古典的なデフレに陥りつつある、あるいは陥ったという危惧を私は持っている。それが現在の局面である。それから、先行きだが、経済対策を打った訳だが、恐らく、この1~3月期のGDPの予測は、推定だが、大体-4%位になるのではないかと考えている。先程から各委員が乗用車とか色々な品目でおっしゃっているが、非常に需要のダウンが激しい。

それからここで一つ、消費について言っておきたいが、民間消費についてずっと調べてみると、第二次オイル・ショックの79年の第9循環の上昇局面の前位から、消費とGDPは連動しなくなっていて、民間消費の変化率とGDPの変化率を比べると、上昇局面は上に振れ、下降局面は逆に振れるという格好になっている。そういう意味において、民間消費の減少が容易ならざる状況にある。ある意味で申し上げると、現在は、消費不況と呼んでも構わない状況ではないかと思う。そしてデフレ・ギャップが、今いくらあるかを経済企画庁のデータを使って計算してみると、大体6%位ある。30兆円位あるような感じなので、それでいくと、今回の政府の対策で果たして十分なのかなと考える訳である。98年度の成長率の予想は、日銀は1%前後であるが、果たしてそこまでいくのかということでは、私は疑問を持っている。特に卸売物価が下がっている局面なので、大変難しい局面でそこまでいくかどうか、危惧の念を持っている。

それから、金利と株価であるが、株価は本当に情けない状況であり、大体3万9,000円と1万4,000円の間を保ち合いであるが、このところずっと下に貼り付いている。テクニカルに言うと、1/3戻ったところ、つまり2万2,500円位を超えないと本格的な上昇にならないのだが、それを付けたのは僅か1回であり、あとはPKOによってもっているだけという状況

に見える。それが、先程申し上げた 10 年間の調整局面に入ったのではないか、94、96 年は中間反騰、中間景気ではないかということを使う、一つの根拠であって、非常に株価の動きが悪い。それから債券市場は、1.275%と非常に下がってきた。ここで一つ非常に心配なのは、午前中も質問したが、長短の金利差が縮小しつつある点。長短の金利差というのは、ある意味では、先行きのインフレ期待の有力な指標なので、これがますます悪化しているという感じを持っている。そして、いずれにしてもいつ底入るかということだが、私はなかなか底に入らないのではないかと思う。少なくとも 9 か月位先の状態を示す、ロンガー・リーディング・インディケーターあるいはインデックスで見ても、まだ反転の兆しは全くないということだから、年末に底入れれば御の字で、年内は悪くすると引き続き後退すると思う。もしそういう場面が出てくると、企業破綻等も増えて、もし大きな企業破綻が起これば、ダウは 1 万 4,000 円を割ってしまい、1 万 2,000 円台ということも十分有り得るし、あるいは弾みによると、もう少し下がるかもしれないと思う。

次に四番目の量的な金融市場であるが、先程マネーサプライが非常に心配だと申ししたが、実は過去の景気循環で見るとマネーサプライは先行指標である。従って、マネーサプライが落ちたままで放っておくことは、景気にとって非常に悪い。やはりマネーサプライは、景気に先行するので、日銀としても何か良く考えて、後で議論が出ると思うが、マネーのサプライを増やすということが非常に必要であると思う。いずれにしても、アメリカの F R B の計算式、テーラーの方式でやってみると、現在 30 兆、デフレがあるとすると、これに見合う実質のコールレートは -1.5% という数字になって、多分今は -0.4% 位ではないかと思うので、相当高いところにあると思っている。

最後のデフレ・スパイラルだが、先程も三木委員からお話があったが、今一番問題なのは生産と在庫の関係で、恐らく製品在庫の解消には本年一杯、下手すると本年度一杯かかるのではないか。そういった中で、雇用調整がますます進展して賃金は下がる、所定外労働時間も下がる、常用雇用

も下がる、ということになって、恐らく失業率のピークは1年半とか2年位後に、4.5%から5%位の間に行くのではないかと考えており、なかなか容易ならざる局面に入ってきていると思う。従って、政府が余程ふんどしを締めて、私がいつも申しているROEが上がるように、あるいは資金の効率が上がるような方向で財政資金を使う、あるいは先程申し上げたような格好で雇用を調整しながら、新しい雇用を創出していかない限り、中期の調整が長引くのではないかと考える。金融政策については後程申し上げるつもりだが、いずれにしてもマネーサプライが減ってきている、長短の金利差が縮小してきているということは大変な懸念材料だと考えている。

篠塚委員

もう既に、他の委員の方たちが話されたので、私自身は他に気が付いた点だけ述べます。前回の4月の決定会合以降から、何が大きく変わったかということについては、私は四点と考えています。

まず、第一点は、政府の総合経済対策の具体的なメニューが確定したことである。このことは、前回会合の時は額だけが分かっていた、中身については不確定だったので、これが分かったことによって、今回の政策決定の場合には、その材料が反映されてGDPを少なくとも1%位には上げるだろうという状況として見ている。これはプラスの要因として見ている。

二番目は、消費の下げ止まりが3月のデータに出てきたということ。ただし、先程の報告にもあったように、4月に関してはまだちょっと不安定なところがあるということを考え、少なくとも一方的に下がっていった消費に関して、少し明るい材料が出たという程度に受け止めている。

明るい材料はこれだけで、三番目としてはやはり経済だけではなくて、アジアに関する様々な情報が非常に錯綜していて、その問題が本当に私たちの生活全般に暗いムードを出している。直近では、インドネシアの情報は、経済に非常に大きな影響を与えるのではないかと考えている。本日、「スハルトが辞める」というはっきりした情報が出れば、少しまた状況が変わったと思うが、先程情報を見ていたらその話はなくなっているので、

またちょっとアジアに関しては、不安材料が出てきた。アジア全体、インド、パキスタンの原爆の実験等も含めてだが、アジア全体の何となく不安定な怪しい環境の中に日本も入っているような状況であって、世界の中で見たときに、日本の円が今のままどんどん下がっていけば、アジアに波及して、さらに世界中に波及するだろうというような意味では、非常にまずい状況に入ったと思う。

最後の点は、雇用に関して、前回の決定会合の時よりもさらに一段と悪化しているというデータが出たことである。この件に関して、先程ニュースを見ていたら、今日、本当は国会の労働委員会の審議で労働基準法の改正案が通過するはずだったのだが、それが見送られた、というのが出ていた。勿論、日本的な雇用慣行で常用雇用者をずっと抱えられれば一番良いのだが、とてもそういう方向が無理だということで、労働法におけるピック・バンドと思うが、労働基準法が昭和 22 年に出来て以来の大掛かりな改正案が出された。これは、おもに裁量労働時間制という形で、きちんと労働時間をカウントしなくても自由に働けるようにするということなどを含み、悪い面もあるが、労働の流動化を織り込んだ法律である。この成立がまた少し延びた。このことはこれからますます雇用調整が出てきて、「きちんとした形で常用雇用者として雇われるということは無理だろう」という時に、受け皿である労働法の対応がまた遠のいているということであり、労働市場にとっても悪い影響を及ぼしかねず、由々しきことだと思っている。先程の消費の問題に関連して、これが非常に暗くなっている一つには、この雇用と関係したものがあると思う。特に家計調査で見た雇用者世帯の消費というのは、半分は女性が共働きをしている家計である。そして、その共働きしている家計の中のさらに半分が、パートタイムの形で家計に貢献している。勿論今日の報告にもあったように、これから雇用のところでシビアなのが世帯主の失業であるが、雇用調整の一番やり易いところは、やはりパートとか派遣とか非正規のところを先に調整される。その関連でいくと、家計における財布を握っているところが一番不安定な状況にあることになる。先程少し、消費における下がりには歯止めがかかっ

たという話をしたが、それは今非常に不安定なところにあつて、一番消費の現場にいる主婦が財布のひもを絞めているということが、家計とドッキングし、かつ雇用とドッキングしているということと関連していると思う。

以上四点申し上げたが、そのような状況を考えると、現在の景気の問題、物価の問題等を含めて非常に厳しい状況の中で、金融で一体どれだけのことが成し得るかということに後半のテーマとなるかと思う。現状では先程中原委員が言われたが、設備投資が10年の循環を描いているかどうかは別にして、今回、執行部が出してくれた情報の中には、現在のストック調整は97年の第三四半期から調整に入っているという指摘がある。であるから、そのストック調整に入ってる時に、いかに国が様々な公共投資をベースにしながら、総合経済対策を出しても本当に民間の設備投資まで影響して、景気を動かすというところまでいくかどうか、ということに関しては、非常にペシミスティックにならざるを得ない。そういう状況だから、一段の金融緩和をしても、そこに民間から新しく生産に出ていくというような状況になっていない。在庫もまだ積み上がっている。ということで現在の金融政策に関しては非常に不安定なものではないかと思っている。

植田委員

全般的な見方は、皆さんと大差ありませんので、二つだけ気付いたことを申し上げたいと思う。

一番目は、皆さんの言われたことを、また違った面から言い換えているのに過ぎないかも知れない。すなわち、景気の見方だが、ややもすると我々は足許が悪いと、近い将来、もう少し先も悪いという判断を持ちがちだが、現在の状況を私なりに見てみると、次のような学問的な整理ができるような気がする。すなわち、97年度、特に後半に消費等を始めとして、最終需要のかなり大きな減退がある。当然、教科書的に言うと、この最終需要の減少があると、それは乗数過程を経て、もう少し大きなGDP等の減少に最終的につながる訳である。この第二段階のプロセスは、生産や所得が第一段階で減退することによって、一層の消費の減少が起こったり、あるいは

は様々な投資のコンポーネントの減少が起こるという形で発生する訳である。これが97年度のかなり後の辺りから、今年度にかけて起こりつつあることではないかと思う。しかし、現在常識的に考えられている乗数からすると、第二段階のほうが第一段階よりもマイナス幅は小さくて済む、というのがパターンではないかと思う。そういうところへ、かなりの大きさの総合経済対策を今年度ぶつけていくということであり、その第一段階が今のような整理で言えば、98年度中になんか出るということである。ですから、ネットで考えれば、そんなに悲観しなくても良いのではないかという見方も有り得るかと思う。しかしながら、全体的に必ずしもそう楽観的になれない理由として、皆さんが指摘されたように、一つは足し算を厳密にやってみるとどうなのか、という点がある。また、97年度の需要減少の副次的な効果の大きさについて、特に人々の長期的な経済に対する見通しに依存する部分が大いいために、通常よりも大きなマイナスが出るという不安感を持ってるということがあり、私もある程度それをシェアする。アセット・マーケットもそういうことを反映した値動きをしているように思うし、今日出たマネーサプライ統計の一部もそれを反映しているというか、そうした懸念を若干裏付けるような統計かなということで、不安感が残るということである。はっきりしない表現で申し訳ないが。

もう一つ申し上げたいのは、そういう中で、ある種のかなり危ないリスクを抱えつつ走っていることである。前者の話だけであれば、ちょっとプラスに出るのかマイナスに出るのか見てみよう、というようなインプリケーションを持つ話だと思うが、これから申し上げることは、先程武富委員が実質金利の関係でおっしゃったことと、非常に密接に関連する。すなわち、デフレ・スパイラルに陥るかどうかということに皆関心を持っている。そこで、私がやった訳ではないが、簡単な試算、すなわち、ちょっと先のインフレ率を計量的な手法で、現在ある情報に基づいて簡単に試算してみるとどうなるか、ということをやってみた。とりあえずの結果としては、CPIのインフレ率で見ると、現在は足許ゼロよりちょっと上にあるが、これが、例えば-0.5%、-1.0%という方向に大きく突っ込んでいくとい

う結果は出なかったということである。政府の総合経済対策を織り込んだ上でであるが。従って、そういう意味では、ある程度安心しても良いのかな、という姿がその計算を信じるとしたら平均的に出てくる訳である。しかし、そもそもこういう計算には誤差が付きもので、どれ位の誤差を見積もるかということは分かれるところだが、インフレ率に直して0.5%とか1.0%位の誤差は簡単に出るであろうと判断すると、平均ではゼロと出るにしても、マイナス1%という可能性も、ある程度はある。普通ならそれでも大したことはないと思うが、2%±1%とかいうのであれば大したことはないが、ゼロ±1%というのは危ない感じがするということである。すなわち、先程武富委員が92、93年には実質金利が、国債で見て3.0%位、現在2.0%弱位、従って、まだちょっと上がっても92、93年には届かないということ指摘されていたが、それはその通りである。ただ、ある種の危ない借り手はもう少し高い金利を払っているということと、当時の名目金利は国債で見ると4%台である。現在は1%ちょっとなので、名目金利の低下余地はほとんどないというところにきている。常識的に考えると、1%も低下余地がないように思う。そうすると、ここからインフレ率が0.5%とか1.0%近く低下すると、実質金利は上がり出さざるを得ない。さらに、名目金利を操作することによって、その実質金利の上昇を止めるということができなくなるという局面に陥ってしまう。デフレ・スパイラルとか、デッド・デフレーションが懸念される以上の状況に入っていくという可能性がある。そのリスクは、念頭に置いておかなければいけないと思うし、その意味では過ぎたことを言ってもしょうがないのだが、インフレ率ほぼゼロ、名目金利もほぼゼロ、まあせいぜい1%位というところまで、もってきてしまったのは失敗だった、という感じがしないでもない。

山口副総裁

最後のワンセンテンスは何とおっしゃいましたか。

植田委員

インフレ率ゼロは必ず悪いということではないし、むしろ物価安定で良いということだと思うが、インフレ率ゼロ、名目金利ゼロないしは1%位ということで、金融政策の下側の、緩和側のクッションを無くしてしまうところまで、結果的に持ってきてしまったということは、今さら反省しても仕方がないのだが、危険な状態にあると思う。

藤原副総裁

簡単に検討ポイントに即して申し上げると、景気物価の現状については、生産、所得、支出を巡るいわゆる循環は引き続きマイナス方向に働いていて、下押し圧力が依然として強いという結論だ。それを説明する色々な指標や意見は、今皆さんから開陳されたとおりだと思う。印象としてはちょっと家計支出や物価に明るい兆しが窺われるが、まだはっきり tangibleなものではない。全体としてはやはりダウンワードのカーブを辿っているのではないかと考える。

そこで、二番目の景気の先行きだが、政府の対策が打ち出された訳で、総需要喚起の方はそれなりの、これまでどおりの効果は期待でき、かつ金融システムや土地の流動化に対する配慮の努力も窺われるが、政府自身で言っているとおり、効果が出てくるのは夏以降ということを見ると、それはまだ期待にとどまらざるを得ない。これで自律的な回復の軌道に乗るのではないか、万全の期待を寄せることも尚早ではないか、という気がする。しかし、こういう大胆な、最近としては大きな対策が打ち出されたということで、当面デフレ・スパイラルに陥るリスクは少なくとも心理的には回避されたのではないかと思う。

三番目の金利や株価の動向だが、これはほぼ実体経済を反映した動きなのかと思う。金融市場におけるちょっとした期待感を込めた"turmoil"みたいなものは、それでどうこうということはないと思う。民間金融機関の貸出や量的金融指標の動きであるが、金融情勢の分析では、ここにはそういう俗語は出てきていないけれども、貸し渋りという問題がどうなったのか

ということは、引き続き関心事である。ここでは資本市場の代替的なルートが引き続き順調に機能していること等から、全体として見れば、資金供給面からの強い制約が働いているとは考えにくい。一方、資金需要自体の低下が何を意味するのか、をもう少し考えてみる必要があるのではないか。私が引き続きウォッチしていかなければいけないと思っているのは、篠塚委員が言われたインドネシア問題や韓国を含めたアジアの通貨危機問題のほかに、やはり当面、日々ベースですら目が離せないのは、金融システムの問題、不良債権がどうなっていくか、という問題だ。去年の11月のようなことは起こらないだろうという意味で、「金融システムの問題は底を打った」と、私は就任直後の記者会見で言ったが、もっと敷衍して懸念を表明しておくべきだったとその後思っている。というのは、金融機関や証券会社を巡る問題は、これからもない訳ではなく、それがコンソリデーションという形で一つ一つ解決されていくのなら良いのだが、そうではない恐れも心配しておかなければいけない。そうした一方で、建設業やその他の産業界の色々な業種における問題が、時間の経過とともに金融機関の方へまた跳ね返ってくるのではないかという気がしている。従って、総体としては、すぐ明るい方向が展望できるという状態ではない。今の政権が出来た時に循環的な景気問題と構造的な問題と両方解決しようとして、一方で6大改革というスローガンを掲げて、一つ一つ手を付けてきたということは評価するのだが、その中の金融ビッグバンを今思い起こしてみると、2001年をターゲットとした前向きバージョンと、後ろ向きのバージョンがあったと思う。後ろ向きのバージョンは、不良債権問題の解決ということで、二つのチャプターの一つに大きく書いてあったのだが、前向きの方だけに我々は目が向いていて、後ろ向きの方を決して看過していた訳ではない。その不良債権の問題は政府の金融改革プランの中ですら、2001年を一応の解決目標年次としている位で、その進行と効果がその後必ずしもバラ色でないことを考えると、やはり不良債権問題というものが、今、日本経済が当面している中で最大の問題であり続けるのではないかという気がしている。

山口副総裁

経済についての一応の認識と、若干のリスクについて申し上げたいと思う。何人かの方々が言われたように、私もまだ経済について底入れのエビデンスが見えていない状態だと思う。しかし、今度の経済対策の効果は、ある程度コンサーバティブな前提を置いて試算しても、かなり大きいと、これは常識的に受け取って良いと思う。従って、結論的には恐らく、タイミングははっきり分からないが、向こう 2~3 四半期以内のところ、景気が底を打ち、緩やかな回復に向かうという変化が訪れてくれるのではないかと一応考えている。

問題は、そういう景気回復が実際に始まる以前のところで、そこに辿り着く前のところで、何か大きなリスクが待っているのではないか、ということになると思う。そういう可能性も全くルール・アウトすることはできないと思う。その理由は幾つかあって、一つは今の株価の動きであり、あれだけの経済対策が発表されても何故この程度の反応しか出てこないのだろうか、ということである。これは前回も議論したところだが、私は先週 BIS の会議に出席して、考えられる理由として三つ程挙げてきた。一つは、市場が内容を十分に消化しきっていない、そういう意味では、まだ時間が十分に経過していないという解釈。二つには、公共事業がかなり大きなウエイトを占めているケインズ・タイプの政策によって、景気が回復するであろうというシナリオを、マーケットが必ずしも信じていないのかも知れない、という解釈。三つ目は、実はマーケットはもう少し先を見ていて、経済対策の効果が出尽くした後、日本経済はどうなるかという中期的な不確実性にかかなり目を奪われているのかも知れないという解釈。恐らく、その三つの要素が少しずつ混じっているのだろうと思うが、私自身は、現在の市場は、恐らく現に出つつある悪いニュースの方に少し目を奪われ過ぎていて、今申し上げたような景気の転換点、実際に出てきて、多少良い材料が出てくれば、それに対して反応し始めるのではないかと思う。そういう良いニュースが出る前に、株価がずるずると下落していくと、今

の状況の中では、それ自体が次のリスクを生み出していくという状態だと思うので、これは、やはりリスクの一つに挙げておくべきだろうと思う。

それから、二つ目に金融システムの状態があると思う。例の 30 兆円という非常に大きな公的資金を準備するというフレームワークが出来ている訳だが、そのフレームワークがこれまでのところでは必ずしも十分有効に使われるというところまでいっていないと思う。そういう状態のまま、金融機関はかなり脆弱な状態が続いているということだと思ふ。従って、非常に大きなショックが何らかの理由で生じると、もう 1 回、大きな動揺が市場に走るという可能性がないとは言えないと思う。

三つ目は、物価の動きであるが、これは何人かの委員から指摘があったが、今の物価の動きが収益にどう跳ねていくかということが、本当のデフレ・スパイラルになっていくかどうかを分けるポイントではないかと思う。そういう意味では、私は先月も申し上げたが、短観などに出ている収益のサーベイが、基本的にそう的外れではないとするのならば、収益を起点として、また大きなデフレ的なプレッシャーが生じるという可能性は、それ程大きくないと思っている。そこは先程三木委員からご指摘があったように、必ずしも楽観を許さないところなのだろうと思う。物価の最近の状況については、事務局の方から詳しい説明があったが、一つだけ付け加えさせて頂くと、例えば国際商品市況の下落などが、日本の物価にも跳ね返ってくるということは、日本を中心とするアジア経済の弱さに一つの原因があるはずで、これも日本自らがある程度作り出している物価の弱さということに結局はなっていくのではないかと思う。それから、電気製品等がトレンド的に値下がりしているということは、そのとおりだと思う。前からその傾向は続いている訳だが、ある程度成長が実現している中で、そういった耐久消費財の価格が、傾向的に下がるということは、生産性上昇のなかで実現している価格の低下であるから、健全な価格の低下と言って良いと思う。ここ 1 年間位の中で起きている変化というのは、生産性の上昇という裏付けを持っているのかどうか良く分からない、多少疑問な価格の低下という気がしていて、そういう意味では、収益に対する跳ね返りという

ことをしっかりと見ておく必要があるだろうと思っている。そういう意味で、かなり大きなリスクが幾つか潜んでいると思う。

一方、マーケットの中で、景気の回復をある程度サポートするような動きも自律的に生じているという部分が全くない訳ではないと思う。一つは、長期金利がかなり低下してきているということで、この低下の一部は、経済の弱さに対する反応だろうと思うが、下がること自体、ある程度回復をサポートする力があるのだろうと思う。もう一つは、為替相場の動きで、これも日本経済の弱さ自体が作り出している市場の動きだと思うが、そうなればなっただ、経済に対してある種の反作用は、当然生じてくると思う。これらを色々比較考量すると、ダウンサイド・リスクの方がまだ遥かに大きい状態だとは思いますが、景気の回復について、何がしかの展望を持ち得る状況ではないかと思う。しかし、はっきりとそういう展望を具体的なエビデンスに基づいて語れるところには、まだ辿り着いていない、こういう状況ではないかと思う。

3. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

経済情勢について一回りしたが、付け加えることがなければ金融政策運営の方へ進めたい。当面の金融政策運営方針について意見を承りたい。後藤委員お願いします。

後藤委員

先程も植田委員が言われたように、金融政策の自由度、何がやれるかということになると、かなり後が無い。やるとすれば、最後の一手というようなことに恐らくなると思うので、その判断をするのはかなり慎重に、また、タイミングを選んでやる必要があるのではないかと思う。日本経済の弱さのしからしめてしているところかも知れないと山口副総裁が言われたが、長短金利が今安定していることもあり、マネーサプライの問題が気になる点ではあるが、金利を通じるにせよ、ベースマネーを通じるにせよ、何ら

かの手を打つとすれば、今までの調節方針の変更、特に量的緩和ということになれば、政策的な手段自体についての考え方なり、同時に金利についての考え方、見通しということを含めた上でやらなくてはいけない話になるので、その辺を良く考えて踏み切らなくてはいけないと思う。私は、結論を申し上げますと、仮に、何らかの金融政策上の一手を打つにしても、それは、6月の決定会合までには補正予算が成立をしていると思うし、それまでに市場の政府の対策に対する受け止め方がどういうことになっているか、今よりもはっきり見えてくるのではないかという気がする。また、予算が成立すれば、財政支出、減税、国債の発行というような、対策の発動に伴う具体的な動きが資金需給の面で出てくる。仮にやるとしても、そういうタイミングと合わせて、景気回復力を補強するということがやった方が効果的ではないだろうか。私自身としては、まだ、それまでの間に、若干、自分自身としても、もう少し詰めて考えたい点を残しているのだが、いずれにせよ、この決定会合では、従来の方針を維持するということが良いのではないかと私は考えている。

武富委員

結論は現状維持でいきたいと思う。先行きの、万が一の市場の混乱、コンフィデンスの低下ということに対して、引き下げの選択肢は温存したいと思っている。先程、今月下旬から恐らく9月一杯位までは、現実のマイナス、期待のプラスというせめぎあいの時期であると言ったが、年度下半期から現実のプラス、期待のプラスの二重のプラスとなるかどうか、極めて難しいところだと思う。期待のプラスに比べ、現実のマイナスが予想よりさらに大きいようなことによって、期待のプラスがマイナスに転じるということも絶無とは言えないと思う。先程の山口副総裁の話にあったように、市場の方が何を見ているかにもよるが、そういう部分がまだ少しは残っているということも念頭に置くと、アクションはそこに向けて取っておくということだと思っている。それから、実体経済、金融の情勢に関する認識のところで申し上げた、実質金利についても、似たような理由で、先

行きに対しては、色々な試算から見て物価の低下の歯止め、持ち直しということも、3~4か月先以降には展望できると思う。かつ、実質金利が前回の90年代前半の不況期に比べて割安でもある。従って、予想以上の物価の下落というような、他のリスク要因からもたらされる万が一の場合に備えて、実質金利という観点からも温存をしておきたいということで、コンティンジェンシー対応型の現状維持ということである。

三木委員

先程話をしかけたが、今回の一連の金融調節の動きの中で、日銀当局の方で、昨年末から量的な金融調節という形の中で、CPオペから始まって、色々な手を打たれてきたと思うし、それは十分評価できるのではないかと思う。そのことに続けて、この政策委員会の方で考えていた長短金利水準の問題がある。ターム物が上がった場合は、少し抑えるべきではないかとか、貸出先に対する金利差、本当に信用不安のあるところは当然高くなるのだが、ノーマルなところでもそういう形でいっているかといった問題、それから、オーバーナイト物については、先日からこちらで決めている一つのレンジのなかできちんと収めるようにしてきているので、今回、山口副総裁の話が契機だと市場では取られているが、いずれにしても、結果として長短金利が下がっているということであり、政策目標として我々が考えたレベルに収まっていると私は思う。それがイレギュラーな要因で下がったということであれば別であるが、そういう要素がないということであれば、結果として政策目的が達成されたと判断すれば良いと思う。金利水準そのものの問題については、この水準を続けていけば良いということになる。問題の一つは、先程から話があったように、今回はあくまで消費不況であると同時に、金融不安、不良債権問題からくる不況であるので、後者の問題については、政府の色々な方針等が段々と打たれていくと思う。問題は、消費不況、こちらの方に金融面でトリガーになるような手が打てるか、非常に効果的と考えられる手が打てるということであれば、ここで一段の金利引下げということも有り得ると思うが、現時点ではそういう効

果も、非常に限定的としか考えられないのではないかと思う。そうすると、先程申し上げたように、実際、市場自身が政策目標の方向に動いてきていることをそのまま認める、ということが望ましいのかなと思っている。他方で、金利を引き上げたらどうか、これが一つのトリガーになるのではないか、という意見もある。金利や年金で生活している方だとか、ファンドに関わる方から見れば、確かにその方がベターということがあるのではないかと思うが、片や現状の企業収益によって大半の雇用が支えられていることは間違いなく、特に現状で金利を上げた場合のデベロッパ、建設、金融に対するダメージは、ものすごく大きいものとなろう。先程からの話にあったように、私はデフレ・スパイラルの入り口にいるのではないかと申し上げたが、懸念はいずれにせよ残っているし、この第一四半期、第二四半期で底は打つだろうと思うが、底を打つということは、止まるということではあるが、そこから先の動きが全く今のところ特定できない。このような状況の中では、やはりプラス、マイナスを相殺してみると、金利を上げるというのは非常にダメージが大きいと言わざるを得ないので、先程申し上げた結論で引き下げを選択肢に入れながら、今回は現状維持のB案ということにせざるを得ないと思う。

ただ、一つここで申し上げたいのは、先程から話している通り、1970年代以来のかつてない不況局面にあり、デフレに入るか入らないかというのも、かつてないことだと思う。そういう中で、政府があれだけの経済対策を打ち出し、金融システム対策も色々考え、という中で、確かにこういう局面では、財政主導しかないとは思っているものの、中央銀行としても金融政策の面で何らかの補完はできないのかという点を、もう少し執行部を含めて考えられないだろうか。これが恐らく、我々中央銀行から見た相手先の金融機関ではなく、むしろその先にいる企業、個人の見方であろう。この人たちに対する中央銀行の信用回復というのは、一つの大きなことであると思う。ここは、何もしないというのではなく、何とか何か考えられないかと思う。マイナスがあれば別であるが、マイナス、プラスを相殺して若干でも効果があるという措置を、何か考えられないか。前回申し上げたが、

一つは今やっているCPオペ、レポオペから始まった金融調節の量の調節であるが、これ以上やっても意味がないというのであれば、最後に残る預金準備率の引き下げという問題を、やはり是非検討すべきではないか。この問題は、法律の改正によって、この場で決められるものになったということであるが、事前に色々な案を具体的に出しておかないとなかなか検討できないという話でもあるので、できれば先程申し上げた引き下げの選択肢の一つとして、次回までにそういう検討案を出して頂きたい。今やる、やらないということではないが、次回に検討案を出してもらうことを含み置いて頂きたいということをつけ加えておきたい。

中原委員

私は一つ提案があるが、前回に無担保コール・オーバーナイト物のレンジを0.5%~0.4%の間で保つということで、0.4%というのを承認した。これは勿論外には出さなかったが、前回、私はなるべく0.4%にアベレージが近づくようにオペをしてほしいと注文をつけたが、本日の話でも4月は平均が0.43%になっている。先程頂いたものを見ると、例えば、5月7日は0.39%、5月8日は0.37%、15日は0.4647%、0.40±0.05%位振れている。そこで私がここで提案したいのは、平均の出来上がりは0.40%になるべく近くする。それを割らないようにするが、変動のレンジを0.35%位まで認めて頂き、出来上がりがなるべく0.40%に近いように持っていけば、ある程度、ほんの少しであるが、金融緩和という感じが出るのではないかと思うので、なるべくそういった意味でオーバーナイトの平均を0.40%に近づけ、そのためには0.35%位までいってもやむを得ないということの一つ提案する。

それからもう一つ量的な面であるが、三木委員が言ったことは全く同感で、これまで総裁が対外的にも景気を支えることをやりたいということをおっしゃっているが、一つは金利で、もう一つは量であるから、私は量の拡大も考えるべきだと思う。そのやり方は色々あるが、例えば国債のオペレーションをもう少し広げるということを考えたらどうか。私は準備預金の撤廃、あるいは減少ということについては必ずしも賛成ではない。とい

うのは、色々な意味でのボラティリティーが高くなるとまずいと思うので、第一段階として国債をベースとした資金の供給をもう少し増やせないかということ、次回位までに研究頂けないかと思う。それからもう一つは、先程三木委員が言われたが、長期金利が下がったということは、私は実態をかなり反映しているのではないかと思うので、植田委員と、山口副総裁はそのつもりで話されたと思うが、現在の段階では、お2人の話は免責になっており、むしろ株式相場を支えるという意味においてはプラスになったのかなという気もするが、こういう段階になってきたら、円安になって良いのではないか。植田委員が5~10%の円安というのはリーズナブルな範囲内であると話したそうだが、私もそう思う。やはりこれだけデフレが強くなってくれば、ある程度それはやむを得ないと思う。勿論本当に円安が良いとは思っていないが、ある程度は許容範囲内だと思うので、長期金利の低下ということも、お2人の発言がトリガーになっているかどうかは知らないが、それなりに効用があったということで改めて評価したい。

篠塚委員

私は提案されている選択肢B案を取りたいと思う。理由は二つあり、第一点は、前回の決定会合で申し上げたことと同じであるが、前回の時には政府の総合経済対策が具体化していなかったが、方向が出されていたので、その効果を見守って金融政策の面でも補完というより、サポートする立場を取るということで、金利に関しては、現行のスタンスを維持するということが、むしろ政府の政策に対するサポートになるという立場であった。ですから今回もこの選択肢Bでいきたいと思っている。二番目は、金利を一段下げた場合の問題であるが、勿論市場が期待しているかどうかは分からないが、新聞等を見ると、期待しているようにも見え、ちょっとこの辺りは、私は分からない。ただ、企業にとっては一段の資金コスト、調達コストが安くなることは勿論プラスの効果になる。他方、先程見てきた、家計にとってどういうことになるかということになると、今景気が正常な状況で資金の調達コストが安くなれば、企業にとっては、新たに設備投資を

して生産に着手し、残業時間を増やすなど、家計に対するプラスの効果が期待されるということで良い。しかし現在のように雇用調整が進んでいる最中には、一段の金利下げというのは家計にとっては、心理的にマイナスの要因であると思う。そういう訳で現状のままでいきたいというのが私の意見である。

植田委員

私も現状維持と言ってお終いにしようと思ったが、言い訳も含め少しだけ申し上げると、先程私が申し上げた景気についての見方、あるいは将来マイナスのインフレ率になっていく可能性、およびそれにまつわるリスク等は、実現するにしても、見極めるにしても、まだ少し時間があるということであるので、正確性を期する時間があるということから、直ちにここで金融緩和する必要はないと思う。それ以外には、やはり山口副総裁が言われたように、そこにいくまでのプロセスで、例えば株価のここからの大幅な下落等に端を発し、不良債権問題等が再び厳しい状況になるという場合に、何らかの措置を打つという可能性はあると思うが、それでも次回の会合等で十分対応できるのではないかと思う。また、マーケットが、金融緩和はある程度織り込んでいると思うし、その中で今回やらないということが失望感を誘うかということでは、若干そういうことはあるかも知れないが、我々はやる時はやるのだというメッセージも伝わっているように思うので、ものすごい失望感を誘うということではないのではないかと思う。そういう中で、選択肢としては現状維持か、僅かな金融緩和をするということかと思う。私個人の好みとしては、どちらかという、僅かな緩和を今やるというよりは、有効なタイミングを見計らってアナウンスメント効果も含めて、なるべく効果の大きい形でやれるよう、様々なオプションを用意しておくということかなと思う。為替については、これを言うと批判されるかもしれないが、金融緩和は他の条件が等しい限り円安を導く。円安は日本経済には、現状ではプラスかと思う。これは色々な留保条件がつくが、他の国にとって若干のマイナスになるという可能性はある訳で、特

に現在のインドネシア情勢等をみると、このタイミングで金融緩和をやり、円安を進めるかどうかは、ちょっとはつきりしない面がある。場合によってはアジアの混乱を若干拡大するというリスクを犯すことになるのかなという感じがする。それでもやる時はやらねばならず、もっと円安にもなると思うが、それにはもう少し良いタイミングがあるのかなという気がする。

以上であるが、先程来、出ているように、一方で我々ができる別の手段として、不良債権問題について、土地流動化策も出たことでもあり、資本注入策を土地流動化策の効果を強めるような形で行い、日本銀行としても、できる範囲でそれを支援していくということが望ましい。そういう環境が整うと、必要になった時のマクロの金融緩和策の効果も大きいかなと思う。ということで現状維持ということである。

藤原副総裁

公定歩合を引き上げようという意見は、世の中には意外に随分あるものだと感じる。最近用があつて、国会を訪れ、政治家と話をして最後にお別れする時に、必ず握手を求められるが、その時、公定歩合の引き上げ、預金金利引き上げを宜しくと言われる。握手し終わってから私は、じっと手を見るという状況だが、それは選挙を意識しただけではなく、選挙民の人々の中で利上げを求める声が本当に多いのであり、経済のマクロの実態と、一般市民の感覚が金利という問題を通じて随分背馳しているのだなあと、つくづく感じる。しかし、私達は、マクロの金融政策を担当している訳であるので、あくまでもそういう目で判断していかなくてはいけないと思う。

それで、結論は現状維持であるが、先程から色々話が出ている様に、公定歩合引き下げを含めて、金融政策手段に関し、質、量の両面で、引き続き私個人としても勉強を続けていきたいと思うので、色々レッスンの機会を与えて頂ければ有り難いと思う。

同時に金利引き上げの効果についてだが、確か、一昨年でしたか、日本

記者倶楽部で松下前総裁の講演というか、インタビューの司会をしたことがある。質問を受け、総裁はちゃんと数字を持っており、これこれの理由で今は上げられないのですとおっしゃった。あの数字的根拠が現時点でも当てはまるのかどうか、確か理屈はすごく巧くついていて、後は一般世間に理解してもらえるかどうかだけの問題だと思ったが、そうした数字が今でもあるのなら用意しておいて頂けると有り難い。

山口副総裁

私も結論としては、選択肢Bで、現状維持で臨みたいと思う。A案の引き上げのオプションについては、やはり現状では、私が先程申し上げた認識に従うと、資産価格に対する衝撃が大きすぎると思うし、金融システム不安を助長するという意味で、この局面では危険な選択肢ではないかと思う。一方、ここでさらに引き下げるという選択肢も、取り敢えずは見送りたいという風に思うが、基本的な考え方は、武富委員が言われたのとほぼ同様である。

以上であるが、委員方から提起された2、3の論点について少し申し上げたい。三木委員がおっしゃった準備預金制度の準備率引き下げの具体的な検討案というものを提示してもらいたいという、これは恐らく執行部に対する注文であると思うので、次回には何らかの形で用意させて頂きたいと思う。それから同じような意味で中原委員の言われたた国債をベースとした資金供給拡大の方法如何というようなことについても、これも同様な注文だと思うので、ちょっと検討してみたいと思う。もう一つ中原委員が言われた日々のオペレーションにおいて、オーバーナイトのコールレートを0.43%ではなく、平均0.40%位にもう少し下げてはどうかという話である。これは勿論他の委員方の意見を聞いて決めれば良い話であるが、私の感想だけ少し申し上げると、恐らくそういうオペレーションをやっていると、遠からず市場のほうの日銀は何か今までと違ったオペレーションをやりだしたという風に思い出し、それについての説明を必ず求められるのではないかと思う。そうすると、色々な説明の仕方があると思うが、要す

るに、ミニ低め誘導であるということ認めざるを得ないのではないかなと思う。つまり、ミスリーディングなことを言わないとすれば、低め誘導を程度の差こそあれ、やるべきかどうかという選択になっていくのではないかなと思う。そういう選択の問題として議論する方が良いのではないかなと思う。結局、何らかの政策変更を行うとすれば、こういう極々ミニ・スケールのものをやるのが良いのか、武富委員が言われたようなコンティンジェンシー対応という形で、出す時は大胆に出すというやり方が良いのか、ということだと思う。私自身は、後者の方の考え方をとっている。そうすると、中原委員の要望も入れながら、何かやっていくとすれば、仕上がりは月中平均で0.43%になっても、あまり目くじらを立てない。しかし、なるべく0.40%に近づくような努力を、黙ってしてみるとということではないかなと思う。申し上げたいことは、以上であるが、最後に決算行政監視委員会の方々との懇談の時に、私が話したことがボードメンバーの方々の考えと仮に離れたことを話してしまったとしたら、それはお詫びする。私は、市場レートをトークダウンしようという意図は全くなく、なるべく中立的に申し上げようと思ったつもりである。結果は、中原委員が怪我の功名だと言って下さったので、あまりお怒りを買うことにならなかったかもしれないが、いずれにしても…。

中原委員

一つ言わせて頂くと、私がそういうことを考えている大きな理由は、長期だけすごく下がってきて、それも実勢かどうか分からないが、非常に下がってきているので、短期がやはりそれに呼応した動きがなくて良いのかというのが私の一番の問題意識である。それは今、山口副総裁が言われたように、なるべく山下金融市場局長の方でそうした努力をして頂ければ、有り難いと思う。一番の問題意識はそこにあり、長期だけすごく下がり、短期だけまだ0.43%でいるというのは本当に良いのか、あるいはそのまま終われるのか、また、長期が反転するのか、そういうことが有り得るのかどうか、これで長期が急に反転したらすごい問題が起こる。

山口副総裁

長期が反転するようなリスクが、大きいという判断は有り得ますか。

山下金融市場局長

それは強い景気指標でも出てくれば別ですが、現在の景気情勢が続く限りは、仮に今日の結果が現状維持ということであるとすれば、それはマーケットはかなり織り込んでいる。ただ、現状維持ということであっても、皆さんの意見が分かれ、多少バラバラな感じ、兆しみたいなものが出てくれば、マーケットは反応するかもしれないが、このまま全員一致の現状維持であれば、大きな変化はない。中原委員の指摘について、前回そういう意見があったので、私共としても、多少0.43%より押し下げようというつもりで運営をやってきたが、マーケットの方では、やはり日本銀行が基本的に現状維持であるという基本的スタンスで出ていけば、何のアナウンスもせずに我々が低め誘導をするとは思っていない。我々としては、多少多めの流動性供給をしても、マーケットの方は通常状態だと0.45%アラウンドで日本銀行はやってきていると思っているため、オーバーナイトで資金を相当供給しても、レート形成は0.45%前後にきてしまう。最後は、我々がうんとたくさんに積むものだから、後半にだれてきて0.43%位に着地するというパターンになっている。さらに、それを押し下げようと思うと、0.3%台がかなりつくということになっていくので、そうするとマーケットは今山口副総裁が指摘されたように、やはり何か変わったな、日本銀行は何のアナウンスもしないで変わったのか、というところで非常に色々な問題を生むだろうと思う。そうなると、我々としては、アナウンスしている内容は変えていないので、実際問題としては非常に難しくなる。やはりやるのであれば、0.40%アラウンドに変えるというアナウンスをすとか、あるいはどこかでどなたかが、多少下げたと言って頂くとか、何かアナウンスがないと難しい。

後藤委員

問題は金融調節方針の変更をしないで、応用動作でどこまで透明性に反するのではないかと言われなくて、やれるかということである。そこをどう我々として判断するか。

山口副総裁

先程私が申し上げたのは平均して 0.43%位で推移してきているレートを 0.42%とか 0.41%とか、これは本当にピンポイントで決められるレートではないので、どういう落ち着きになるかは、市場の状況次第で変わってこざるを得ないと思う。そこで、1~2bp の変化であれば、それは調節方針の変更、修正ということではなく、現在のディレクティブの範囲の中でできることなので、その範囲の中でできるだけ努力してみるということで、どうでしょうか。

中原委員

いずれにしても初回の議論に戻る訳ですね。やはり 0.5%~0.4%までを出すか、今のように黙っていて、0.01 か 0.02 か知らないが、それをやるかどちらかという議論ですね。

後藤委員

この前の積み期間には、デイリーでは 0.4%を割ったケースも何回かありますよね。

山下金融市場局長

二回です。

後藤委員

二回だけだったか。もっとあったような気がしたが。

武富委員

この積み期では二回だけだった。

植田委員

やるならばしっかりやった方が良くと思う。

速水議長

公定歩合水準を下回って推移するように促す、という表現のままですることではないだろうか。

武富委員

その理由はどういうことになるのか。0.4%にするのであれば、必ず聞かれるということで、どういう rationale を出すのかという点は。

山口副総裁

必ず聞かれるというのは、0.3%台がかなり頻繁に出てくる場合である。

武富委員

半分出ないと、0.4%には収まらない。

山口副総裁

そういう場合のことである。

武富委員

そうだと思う。私もそこを心配している。

山口副総裁

そうするとやはり、経済の現状、および将来展望に鑑みて、スタンスを修正しましたと言わざるを得ないのではないか。

武富委員

景気の状態に鑑みてと言っても…。

中原委員

先日も発言してしまっていますから。

植田委員

我々は下げるとはっていない。

武富委員

まだ完全に払拭されていないが、一頃のターム物金利の状況や信用リスク不安というようなものが、一時期かもしれないが、小康状態にある。やはりなるべく金利を低くして、オーバーナイトからターム物に及ぼす、色々な努力を日銀としてやってきた訳である。そのオーバーナイトを起点にする正常化努力は、過去 2~3 か月の局面では一応達成できたということで、そこに大きな環境変化がなければ、現状のままのオーバーナイトの操作で様子を見ていても、金融システムに対しても、景気物価に対しても、決してサポティブでないということはないと思う。やはり緩和の方向に一步踏み出したという印象を、金融市場がはっきり持つと言うことが良いということでは、0.4%というのは、やや中途半端な感じが個人的にはする。これは皆さんにもちょっと議論頂きたいが、現状の0.43%位に収まるようにやっていて、どこが、何がいけないのかということ、私は思い付かない。

速水議長

これまでB案でやってきて0.43%位のところに収まっている訳であるが、このままでいっても維持はできると思うがいかがですか。

中原委員

それは貸し渋りとか言われる中で、日銀が景気の回復をサポートするの
かという、必ずそういう意見が出てくると思う。私は勿論 0.43%でも結構
であるが、長期金利が非常に下がってきたということと、日銀としてもそ
ういう意味で景気の回復を支えるのだということであれば、先程山口副総
裁が言われたように、0.01%位やるということもある。本当にやる時には、
ばさっとやるということについても賛成である。しかし、オペレーション
の範囲が一体どこまでであるのか、ということについては、私は若干疑問
を持っている。

三木委員

今の武富委員の話は、今のオペレーションの範囲を何らかの形で外に出
そうということではないのですね。

武富委員

ではない。もし 0.4%に着地するようなことにした場合、一つは、それ
をはっきりアナウンスするという手と、もう一つは、黙っているという手
がある。私は、まさに現状維持で、0.4%をそう念頭に置かなくても従来
の自然体の 0.45%とか、0.43%とかいうところに収まるということで、こ
の際には良いと思っている。何となれば、一時のような信用リスク不安とい
うのは、潜在的にはともかく一応小康状態であるし、景気・物価について
も、不確定要因は先程の議論のように色々あるけれども、政府の対策が出
てきたということで、従来に比べ環境も改善する可能性があるというよう
なことなので。ただ、勿論 0.4%というのも一つの議論かと思う。

三木委員

この「やや低め」というのは、非常に抽象的な分かり難い表現のまま
やってきている。これをある程度現場がきちんとやれるようにということ
で、この間レンジを決めた。問題は、この表現をそのままとし、レンジを

外に出さないという形にしている点。だから、それでは何もやっていないのではないかということに対しての答えにならないから、そのレンジ位は出したらどうですかというのの一つある。しかし、これは現状ではマイナスの効果の方が大きいという意見が強いし、執行部もそう言っている。私もそれはそうかなと思う。もしやるなら、そのレベルまで見直したうえで、もっとはっきりした形で外に出してやる、ということだろうと思う。そうではないとすると、後はこの間の運用ということになり、山口副総裁が言われたように、なるべく低めにということで、変更になったということにならない限度の中でやっていけば良いという話であろう。

山口副総裁

私が申し上げたことは、あまりクリアーでなかったかもしれないので、もう一度申し上げる。もしこの選択肢Bということで、現状維持で臨むのであれば、現状維持とは何かと言えば、前回会合で0.4%台なら良いということであったので、そのディレクティブに従ってやるということだと思ふ。その中で、中原委員のようなご意見にウエイトを置きながらオペレーションをやるとすると、平均レートの上上がりを0.43%にしようと目指してやっているということではないが、単に仕上がりがそうなったということである。仕上がりは、0.41%とか、0.42%とかいう風になることは一向に構わない訳で、それはディレクティブの中で執行部に委ねて頂ければ、執行部としてできるだけそういう努力をしてみることである。それは調節方針の修正にはならないし、逆にそういうやり方が不透明だといって、市場の批判の対象になるような状況でもないと思う。大体マーケットが頭においているレンジと概ね合っていると思うので、齟齬が生じるということでもないと思う。

三木委員

そういう意味では賛成である。

後藤委員

三木委員が言われた、これだけ政府が色々おやりになっている中で、日銀は何もやることはないのかという点については、できるだけことはやはりやりたいし、やらなければいけないと思っている。こと狭い意味での金融政策ということについて言えば、中村政務次官がおられるので恐縮であるが、大蔵省が財政緊縮措置をやっておられる時に、日銀はずっとなりふりかまわず金融緩和でやってきたので、先程植田委員が指摘したように、もう打つ手があまりないところまでできてしまっている。ただ、私は先程も申し上げたように、今度の総合対策の中で、いわゆる事業費的なものではなくて、不良債権処理、fair price を見つけ、そして無税償却を含めてやっていく、それをまた金融システム対策の 13 兆円、17 兆円と結び付けていく、そういうことが大事だと思う。それは恐らく今度発足する金融監督庁の分野の部分が多いと思うが、例えば日本銀行でも信用機構室や考査局等で、そういった不良債権の処理というわれわれの頭の上に hung over しているものを早く取り除くという点で、協力できる場所があれば、できるだけ協力していくということも大事であると思う。これは金融政策決定会合で言う話ではないかも知れないが、そのような形でまた日銀の姿勢を見せていくということも、国民に対しても政府に対してもやはり大事なことではないかなと思うので、そのことだけ一つ申し上げた。

三木委員

今までのように、後ろ向きではなくて、やはり前向きに考えなければならぬ。これからの 21 世紀につながる日本経済の再建というか、新しい社会を作るための前向きな取組みというところに日銀がどのようにきちっと入っていくかということ、色々な人に分かってもらえるようなことは何かないですか。十分やられていることは分かっているが。

中原委員

その点については私も幾つか執行部にお願いしたけれども、不良債権処

理について一体日銀の役割は何か。何ができるのか良く勉強して報告してくださいと頼んである訳であるから、いずれ来ると思う。

植田委員

もう一回、はっきりしないので確認したいが、今提案されているのは、公表されていない大まかな0.40%から0.45%という、レンジの中のこれまでは真ん中位を目指していたのを下限の方を目指そうというような提案というように考えて良いのか。それもアナウンスせずにやるという。

山口副総裁

具体的に政策委員会から執行部に出ている……。

植田委員

結果として、真ん中を目指して上か下に外れてしまうということは仕方ないと思う。その下の方を意図的に目指すというのは、大きな政策の変更だと思うが。

山口副総裁

公定歩合をやや下回るという言い方の中で、下限は0.40%位まで考えて良いのではないかというのが、これまでの了解ですよ。directiveですよ。そこで、中原委員のような意見が出てきて……。

中原委員

植田委員と一つ違うのは、植田委員は0.45%と言われたが、私は0.5%だと思っている。0.5%と0.4%の間だと思っている。

三木委員

それはそうではないか。directiveは0.4%～0.5%の間でということであって、0.45%というピンポイントの数字は出していないはずである。

山口副総裁

0.4%台のなるべく下の方を目指してやるかどうかというのは、これはこの委員会でむしろ議論して頂きたいポイントだと思う。

山下金融市場局長

やる方の立場から申し上げたい。先程申し上げたようにマーケットは、一応0.4%~0.5%とアバウトで、平常でいけば0.45%位だというようなイメージを持っている。もっとも、平常時ではない、例えばターム物金利が上がって、日銀が一所懸命流動性を供給するのが当然だとマーケットが思っている時は、0.43%位まで下がってくる。3月まではそういうことであったが、4月の初めには、平常状態に戻ってきたというのが一般的な見方であり、我々としては、市場の予想よりも多目に資金供給しているにもかかわらず、0.45%アラウンドで金利が形成されるという感じになってきている。そこで、さらに我々が市場の予想よりもさらに大量に資金供給するようなことになると、日銀は何を始めたのだろうかという見方が出てくるため、そういう意味でなかなかピンポイントで0.1%とか0.2%下げるとするのは、難しいものがある。実は結果として、この間の議論を頂いてから、かなり大量に資金を供給して下げる努力をしたが、結局、こういう結果になったということである。例えば、インドネシアの情勢とかで1日金利が大きく振れたり、週末に掛かったりすると、それでも狂ってくるし、それを取り返そうとすれば、また何日か0.3%台を作らなければならない。要するに基本的なスタンスは変えないという前提で、しかもなお下げろと言うのであれば、やはりなかなか達成できないことも有り得るということで、そうした mandate も併せて頂きたい。

中原委員

だけど、あなたはそう言うけど、11月からずっと見ていると、全部0.43%じゃないか。1か月だけ抜けているのは0.42%である。判で押したように

0.43%になっているじゃないか。

山下金融市場局長

それは別に、そこにターゲットを置いてそうなったというのではなく、先程も申し上げたように、大体マーケットは0.45%位だと思っているところに、ターム物金利を引き下げるために大量の流動性を供給したものだから、結果としてそこに着地したということである。

三木委員

良いんじゃないですか、これで。

速水議長

表現は、このままでいけるのではないかと思うが、どうですか。

植田委員

このままでいくとしたら、表現はそれで良いと思うが、本当に下限に近いところをなるべく目指してみるかどうかということは、一応決めておいた方が良いのではないか。

中原委員

今の話は矛盾していると思う。0.45%と言いながら、0.43%になっているんだから。ずっと、実績が。

植田委員

だからそれで0.40%で仕上がるとなると、マーケットはやはり何かあったなと思うであろう。

山下金融市場局長

中原委員は誤解があるようだが、その前はずっと0.48%前後となっていた。昨年11月以降からは大量の流動性を供給して押し下げてきていたために0.43%の着地が続いているということである。従って、我々の供給スタンスが変わったことによって下がってきているが、マーケットはそういった特殊要因がなくなれば0.45%程度が正常だと考える。0.40%に向けてやろうとすると二つしか方法はないと思う。なるべく下げる方向で努力するにしても無理はしない、つまり現状維持の枠内ということであれば、上に外れることがある。そうではなく、どうしても0.40%~0.42%ということに押し下げたいということであれば、それなりのアナウンスをしないと、マーケットは動かないであろう。

山口副総裁

その場合には下限をもっと下げないと無理ということか。

山下金融市場局長

現状の枠内と言われてしまうと、そこは我々としては非常に行動しにくい。0.3%台を何日も付けても良いということであれば…。

中原委員

ある程度アナウンスすれば一遍に変わるだろう。

植田委員

アナウンスせずにやるかどうかということですね。やるとしたら。

山下金融市場局長

アナウンスするにしても0.40%~0.45%にするとか、0.40%前後を狙うとかというような案か、これはそんなに大きく変わることはない。

植田委員

結局微少な金融緩和をするかどうか、そしてそれをアナウンスするかどうか、ということについての検討になる。後、せずにやれるかどうかという技術的な問題も一つ絡んでいる。

速水議長

先程、どなたか言っていたように、下げていくんだなという感じを一般に強く与えていく可能性はある。発表しなくてもできることをすると。

山口副総裁

今の金融市場局長の、マーケットの技術的な点についての説明を踏まえてもう1回言い直させて頂くと、私は基本的にこれまでのオペレーションを継続し、着地がこれまでよりワンポイント位低くなってもそれは目くじらをたてない、逆に0.45%になってもそんなに目くじらをたてない、そういうような無理のないオペレーションを継続するということが宜しいのではないか。あえてこの局面で、0.4%の前半とか、ぎりぎりとかを狙うというようなミニ修正を図る必要は、必ずしもないのではないかと思う。

植田委員

その場合は、金融を緩和したというメッセージは多分伝わらないと思うが、私はそれで良いと思う。

武富委員

その辺もちょっとよく分からないですね。どのような発表の仕方をやるか。

植田委員

発表はしない。

武富委員

言及はしないで、何もしないで、実質的にはなるべく低目を目指すというやり方か。

山口副総裁

従って、基本的には現状維持という範囲で。

中原委員

いつまでも、こういう恰好でやっていて良いんですかね。

三木委員

だから、問題は二つあって、前も申し上げたようにきちっと発表すべきだと。こんな抽象的な表現ではなくて。それが金融政策の変更につながるのであれば、変更でも良いではないかという意見。それに対しては、どうなんですかというのが一つ。もう一つは、そういう微調整のようなものではなく、何かやるならもっときちっとした形で、公定歩合を下げるなら下げるという方がベターではないか、そこまでいかなくても、もっとはっきりとしたものを出して、それに伴った波及効果というものを考えた方が良い、というものであろう。いずれにせよレンジは当面出さないということで、一応皆さんで decision してきている訳であるから、現状は私はやはり仕方がないかなと思っている。中原委員が言われたのはそのレンジの中でのやり方についてであるが、それはあくまでも山下金融市場局長が動きやすい形で、かつ政策に則るようなやり方で……。

中原委員

だから、今山口副総裁が言われたことは、0.43%でも0.45%でも良いということは、やはり0.4%~0.5%を出しても良いということではないか。公表しても同じことだということで、その中のどこかにしたいのだろう。

植田委員

ここはちょっとでも、数ベースポイントでも下げるのであればレンジか、ピンポイントをアナウンスしてやった方がすっきりするような気がする。

後藤委員

そういう感じがしますね。

植田委員

たまたま仕上がりとして上下にずれてしまうというのは、これは仕方ないとして、意図的にどこかを狙うのであれば。

中原委員

レンジは広くとっても良い訳でしょう。レンジの中に収まれば良い訳でしょう。

植田委員

ただ、中原委員の言うのは、なるべく下の方をとということではないですか。

中原委員

それは局面による。今はそういう局面であると思っているから。私は。

後藤委員

やや下回るというのは、平均して仕上がりで0.4%までのレンジであるということ、調節方針の変更ないしその補完として発表するかどうかということですね。

中原委員

外国の例を調べておいてくれませんかね。レンジの取り方をね。色々あるようだが。

後藤委員

アナウンスメントするとすると、もうちょっと大振りなやつでどんとひとまとめにやった方が良い感じがする。

速水議長

私もそういう感じがする。

後藤委員

アメリカが今日どうなるか、恐らく金利は動かさないのではないかと思うが、アメリカ、ドイツの金利がどのような方向に動いていくのかということもあるでしょうし。

速水議長

コンティンジェンシーで、何か起こった時に動かせる余地があれば良いということではないか。

後藤委員

6月までにその点も含めて勉強するというやり方もあるのではないか。

中原委員

いずれにしても、コンティンジェンシーは別にして、レンジを出すか出さないかという議論が有り得る。

後藤委員他

そうですね。

三木委員

前回からこの議論をしてきて、色々レンジを出した場合の問題点がある。それと、政策変更との関係ということで、今日まで来ているので、このところはやはり前回の決定どおり出さないという、山口副総裁の言われた線で一つ進め、但し次回は検討するという事で収めて頂いたらどうか。

中原委員

そうしよう。次回までに検討できるような資料を出してもらおうということで。

速水議長

今朝からずっと経済情勢の判断をして、金融政策運営方針を議論してきましたが、それを聞いていて私が感じたのは、家計支出の悪化には歯止めがかかってきているが、設備投資や輸出は減少していて、生産も減少しているという下で、雇用・所得面の情勢は一段と厳しいものが出てきている。このように生産・所得・支出を巡る循環が、引き続きマイナス方向へのモメンタムとして働いており、経済活動全般に対する金融面からの下押し圧力が非常に強い。ただし、総合経済対策の効果が夏から次第に顕在化してくるであろう。これがマイナス方向へのモメンタムに一応の歯止めをかける可能性は高い。物価面でも当面軟化傾向が続くけれども、総合経済対策が打ち出されたことによって、デフレ・スパイラルに陥るリスクは幾分小さくなっているのではなかろうか。これからの総合経済対策の中身だが、先程から話が出ているように、土地の流動化等についてももう少し具体的な政策が打ち出されてくるとかなり変わってくると思うし、6月、7月と政治的にもかなり色々な動きがある。さらに、アジアの問題、インドネシアの動き等の内外情勢の変化もある。他方、金融システムの問題についても、今度のみどり銀行のケースを見ても、昨年11月までに比べて落ち着いて

きているように思う。銀行としても早く先延ばししないで整理しようという動きがあるし、日銀も必要と判断すれば特融をする、また政府が30兆円のお金を用意していつでも出られるようになってきている。このように変わってきている訳だが、一方で金融改革、ビックバンが始まって、これからどういう動きがあるのか、いまのところかなり資金の流出が、海外投資が進んでいるようだが、アメリカの経済情勢がどう変わっていくか、金融界でもケミカルとチェースあるいはシティ・バンク、あるいはバンカメと皆が合併で大きくなって出てくることもあり、ヨーロッパでもそういう動きがあるが、そういう動きも見ていかなければならない。近い問題としては、最近の銀行、企業の決算発表を見ても、やはり従来と違ってできるだけ早く不良資産を償却しようという動きが非常にはっきりと出てきていると思う。それにしてもやはり、土地の流動化という政策が、どれ位のスピードで、どれ位の効果を持って実現されていくかというのは、非常に大きな問題だし、私共としても勉強していかなければならない問題である。政府に対して私共ができることがあれば、お手伝いをしていかなければならない課題ではないかという感じがしている。このように各種の情勢が、今、政治的にも社会的にも経済面でも先が今ひとつはっきり読み難い状態の中で、我々としては現在の金融スタンスを維持し、総合経済対策の効果を含めて、経済の動向、金融面の動きを注意深く見ていくということではないかと思う。何か変化が起こりそうになった時に、先程言われたように、コンティンジェントになんでもできる体制を整えていくことが、今取るべきスタンスではないかと思う。そういうことを今日の議論を伺って私自身感じたところである。これで結論を出す前に、政府から出席の方々の意見を伺いたいと思う。

中村政務次官

大蔵省事務方からはサミットと、蔵相会議の報告を、という話があったが、これは皆さんご存知ですので、変わったところだけ報告すると、従来になかったことは、今度の総合経済対策が歓迎されて、非常に高く評価さ

れたということである。今まで、日本のマスコミは、日本がやられている、怒られているという報道を喜んでしている感じがしたが、今度これだけ各国から評価されると、それもできずに非常に歓迎されたという評価になっている。それから景気の足を引っ張っている不良債権の一層の処理を推進するということを言って、それも評価をされているということである。経済の現状認識は、先程から色々説明のあったことは、そのとおりだと思う。午前中説明のあった、経済活動の現状評価というのを拝見し、この中で政府の 16 兆円を超える総合経済対策が決定され、というくだりがあるが、この最後に景気の下押し圧力に歯止めがかかることが期待されているということで、評価を頂き大変有り難いと思っているし、また期待されるという表現を期待する訳である。最後に経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクは少なくなったと考えられるということも、大変有り難い表現だと思っている。

それから藤原副総裁からお話のあった、政治家の握手であるが、握手をきゅっとされる時は同意を求めるという時であり、確かに私共の選挙区でも金利を上げろという圧力は相当ある。それはそれだけ日本人が貯蓄を持っているということだと思う。それから論理的に言う人は、それだけ金利を上げれば利子所得が上がって、消費も良くなる。逆鞘になっている保険業界のように、株価に期待してしまうことがなくなるということである。まさにそこが副総裁が言われた、我々はマクロ経済をやっているんだという、政治的圧力を排して政策を決定するという、日銀本来の姿があると思うので、そこに注目して参りたいと思う。ただ、私、株価で機会があったら教えて頂きたいと思うが、アメリカの株価が 9,000 ドルを越え、配当利回りが 2%を大きく割り込んできている。日本が 15,000 円、14,000 円位になって、1%台の配当利回りが増えてきている。かなり株式の配当利回りが似てくる、近づいてくる。その中でなぜ、アメリカの株は暴落の危険があって、日本の株はもっと期待されるのか。株価決定のあり方が、自由化・国際化していく中で、そこをどう論理的に説明するのか。私個人としてはやはり株価に頼らないような経済体質を作っていかなければいけない

時代に入っているのではないかという気がする。これは私個人の見解であるが、何かの機会に教えて頂きたいと思っている。

それから、貸し渋り対策については、相変わらず色々政府も金融業界に要請をしたりしているが、重要な施策と思っているので、日本銀行におかれても引き続き円滑、かつ的確な資金供給により、金融機関の資金繰り不安の払拭等に努めることが重要だと思うので、どうかその点を宜しくお願い申し上げます。それから、三木委員を始め、各委員から大変前向きなご提案があり、これから働く日銀というか、政策を打ち出す日銀になろうという意欲を大変有り難く思っており、どうかこれからも審議委員各位の政府の経済財政運営の考え方について、ご理解を賜り、またお教えを頂き、ご支援を賜りたいとお願い申し上げます次第である。

速水議長

有り難うございました。

それでは、議決に入りたいと思う。それでは、議案を取りまとめさせて頂く。先程の委員による検討によれば、当面の金融調節方式について「現状維持」とされるご意見、B案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、議案を配って下さい。

[事務局より議案配布]

当面の金融政策運営に関する件。案件。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。「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」。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。

それでは議決に移りたいので、政府からの出席者は一旦退席して下さい。

[政府からの出席者退室]

速水議長

それでは、これで議決させて頂く。これで宜しいですか。

[全審議委員がうなづく]

[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

[政府からの出席者入室]

速水議長

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. 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に入りたいと思う。金融経済月報のうちの最初の3ページが本委員会の正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いする。まず、調査統計局松島局長と、企画室山本企画第一課長からポイントを説明して下さい。

松島調査統計局長

基本的見解のうち、実体経済についての全体のトーンについて申し上げる。景気は、停滞を続けており、下押し圧力が強いという前回の判断の延長線上に、基本的にあるというように見ている。具体的な表現については、そうした状態が続いているということで、負のマグマが溜まってきているということもあるので、雇用・所得環境を始め、全般に前回に比べて厳しい表現に改めている。一方で、先行きについては、政府の総合経済対策を離れての評価は有り得ないということであろうかと思う。そうした観点から具体的な内容が固まってきた総合経済対策の効果について、景気の下押し圧力に歯止めがかかることが見込まれるという、総括評価を試みている。この点は、物価についても、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めがかかるということで、同様に経済対策の効果について言及している。以上が全体のトーンであるが、さらに具体的に申し上げたいと思う。

冒頭で総括的に表現しているが、今回は、「わが国の景気は停滞を続けており、引き続き経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある」とした。因みに4月は、「わが国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範に悪化しており、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。前回に比べて家計支出については、基調判断を大きく変えてはいないが、マインド等を中心として、これまで悪化を辿ってきた家計支出にも歯止めがかかってきているという点があるので、今回は冒頭のところで家計支出に具体的に言及するのは取り止めた。それから、企業マインドについては、前回は

短観の調査結果があったということで、広範に悪化しているということを書いたが、今回はそういう資料がないのでそれを省いたということである。各論の部分では、前回に比べて明るい方向に振れたのは、あえて言えば公共投資と個人消費である。公共投資については、これまでは減少傾向にあるということであったが、今回は下げ止まりの兆しが窺われていると表現を変えている。個人消費については、基調判断を大きく変えているという訳ではない。すなわち、回復に転ずる兆しは窺われないということであるが、悪化には歯止めがかかってきているということで、気持ち明るい方へ振っているということである。その一方で、純輸出と設備投資については、前回に比べて厳しい表現に変えている。

山本企画室企画第一課長

2 ページの第二パラグラフ以下が金融面である。

最初のパラグラフは市況で、長短市場金利は、弱めの実体経済指標の発表などを受けて低下傾向を辿り、長期国債流通利回りは、過去最低水準を更新している。また、株価も軟調を続けている。その次のセンテンスは、引き続き信用リスクに対する市場の警戒感は根強いことが窺われる、ということである。次が量的金融指標であるが、この場で今日の4月マネーサプライの数字を踏まえて、修文案を述べさせて頂く。口頭で申し訳ないが、「量的金融指標をみると、マネーサプライは昨年末以降高めの伸びが続いたが、3月以降は伸び率が低下している」ということで、如何でしょうか。

中原委員

相当低下しているが。

山本企画室企画第一課長

「かなり」とか入れた方がよければ、そこは表現の問題である。広義流動性の方は過去に比べてかなり低下しているということだと思うがM2+C Dはやや動きが違う。M2+C Dは3%前後から一度5%位まで伸びて現

在3.5%ということであるから、まだ低下しているというところで良いかとも思う。ここら辺はニュアンスの問題であろう。

議論は後程頂くとして、後の方を簡単に説明すると、「民間銀行貸出は低調な動きを続けている」ということである。資本市場や政府系金融機関等からの資金調達、引き続き増加傾向にあるが、民間企業の資金調達が全体としてみると、経済活動が停滞を続ける下で、増加テンポはかなり鈍化してきているように窺われる」ということになる。

最後に、民間銀行の融資姿勢であるが、「引き続き慎重な姿勢を維持している。また、資本市場でも、信用力の相違に基づく金利格差の大きい状態が続いている。このため、中小企業などを中心に、企業によっては、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」としており、このパラグラフのトーンは前月とほぼ同じである。

速水議長

委員方から何か意見はありませんか。修文は宜しいですか。

中原委員

マネーサプライのところはもう少しトーンを下げても良いと思う。

山本企画室企画第一課長

今修文させて頂く。

植田委員

先月と大きく変わったのは、金融はマネーのところですか。

山本企画室企画第一課長

そうです。勿論市況は少しずつ毎月変わっているが、マネーは先月までは「引き続き高い伸びとなった」、という表現であった。

中原委員

むしろ減少に転じた訳だね。

山本企画室企画第一課長

各月毎にとると、さすがに振れが非常に大きい。

中原委員

それまでずっと減っていなかったから。

植田委員

減少傾向を強く言うのであれば、広義流動性の動きに言及するという
ことではないか。M2+CDだけで見ると、その前の伸び率に向かってちょ
っと低下をしているということに過ぎない。

後藤委員

8~9 ページにかけては、M2+CDと広義流動性とを書き分けているん
だね。前の方の総論のところも、今までは比較的平行に動いていたが、
今度は広義流動性がどんと落ちてきている格好になっているので、マネー
サプライということで1本にしないで、書き分けた方が良いのではないか。

山本企画室企画第一課長

後ろも4月の数字に合わせて修文させて頂きたいと思うが…。

速水議長

何か他に意見はありますか。

山本企画室企画第一課長

決めさせて頂かなくてはいけないので、宜しいですか。二つに書き分け

るとして例えば、「量的金融指標をみると、マネーサプライ（M2+CD）は、昨年末以降、高めの伸びが続いたが、3月以降は伸び率が低下している。また、広義流動性は、昨年夏以降の鈍化傾向が続いている」というのではどうか。

中原委員

これは、鮮明になったんじゃないか。ずっと下がっているが。

後藤委員

広義流動性はかなり長いこと下がっている。3月以降ではなくて。

山本企画室企画第一課長

昨年夏以降というか、昨年央以降の伸び率鈍化傾向が、より鮮明となった。「また、広義流動性は昨年央以降の伸び率鈍化傾向が続いている」としても良い。

中原委員

続いているでは、弱いのではないか。がっくりと落ちている。先程の資料を見ると。

山本企画室企画第一課長

まだ単月だけの動きであり、先程言ったように、5月は貸出の動き等から言えば戻る可能性もある。もう少しはっきりと「低下傾向が強まった」と言うのは、もう暫く見たほうが良いという感じがする。

松島調査統計局長

金融の量的指標は、単月でかなり振れがあるので、もう少し均してみて評価した方が良いのではないか。

中原委員

そうすると3か月移動平均か何かとらなければ駄目ではないか。単月は使えないというのであれば。

山本企画室企画第一課長

両方見ている。前年比は少し遠すぎて判断が難しくなるのと、3か月前比年率は、確かに振れが大きすぎてそれだけで判断するのは難しいので、ペーパーには両方載せているというのが実情である。

中原委員

その表現だと、「また」が続くことになる。

山本企画室企画第一課長

次のパラグラフの冒頭の「また」は取る。

速水議長

これで宜しいですか。それでは採決に入りたいと思うが。

藤原副総裁

後ろの部分や図表も直さないといけないのではないか。

山本企画室企画第一課長

後ろの背景説明は執行部の方でこの基本的見解に沿って直させて頂く。図表もアップデートさせて頂く。

後藤委員

最初の2ページが議決事項ということですね。

山本企画室企画第一課長

議決事項は最初の2ページで、「基本的見解」のところのみである。

速水議長

それでは、採決に入る。これで宜しいですか。

[全委員が賛意を表明]

[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

それでは、以上をもって本日の議事は終了した。次回の金融政策決定会合は6月12日金曜日を予定している。今日はどうも長時間有り難うございました。

(午後 4 時 10 分閉会)

以 上