

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年6月12日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

後藤康夫（審議委員）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省	武藤敏郎	大臣官房総務審議官（9:00～10:10）
経済企画庁	栗本慎一郎	政務次官（9:00～10:46）
	尾身幸次	長官（10:50～11:17）
	塩谷隆英	調整局長（12:17～17:56）

（執行部からの報告者）

理事	黒田 巖
理事	松島正之
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
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
企画室調査役	柳原良太（9:05～9:23）
金融市場局調査役	後 昌司（9:05～9:23）

I. 開会

速水議長

定刻になったので、金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

開会にあたって、本日の取り進め方を説明させて頂く。最初に前々回の議事要旨の承認を頂く。第二に今回はレポ・オペ先の選定基準について、討議、決定を行う。続いて、金融経済情勢等に関する執行部からの報告を受けた後、執行部からの報告を踏まえて、金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する検討を行う。そのうえで、当面の金融政策運営方針を決定して、最後に金融経済月報に掲載する経済および金融情勢に関する委員会としての基本的見解を取りまとめることとする。なお、本日は政府から、大蔵省の武藤総務審議官、経済企画庁の栗本経済企画庁政務次官がご出席なさっている。会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としているので、委員および政府からの出席者におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 議事要旨の承認

速水議長

まず、前々回4月24日の会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨に異議はないでしょうか。

[全委員がうなづく。]

異議がないようなので、政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は6月17日水曜日の午後2時に公表されることとなる。

[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

Ⅲ. レポ・オペ選定基準の見直しについての執行部説明と決定

速水議長

それでは、金融政策の議論を始める前に、レポ・オペ先の選定基準に関し、事務局から提案があるので、その検討を行いたいと思う。これは、日本銀行の金融調節運営において、今後レポ・オペがますます重要な調節手段となっていくことが予想されることを踏まえて、これまでやや不透明であるという批判を受けているレポ・オペ先の選定基準をこの際明確にしておきたいということである。具体的な提案の内容については山下金融市場局長から説明を願う。

山下金融市場局長

それでは、レポ・オペ先選定基準の見直しの件について説明する。お手許に資料がある。三つのパートに分かれている。最初のパートが、「金銭

を担保とする国債の借入における借入先選定に関する件」である。金銭を担保とする国債の借入がレポ・オペの正式名称であり、その借入先選定に関する件が本日決定頂く議案である。二つ目の別添1の「レポ・オペ先選定基準の見直し等について」が、本件に関する説明資料である。三つ目の別添2は昨年10月にレポ・オペの導入を政策委員会で決定した際に使った付議文であり、参考資料の位置付けである。さて、本日決定頂きたい案件は、最初のパートの「金銭を担保とする国債の借入における借入先選定に関する件」にあるように、第一に、昨年10月28日の政策委員会で決定された、「金銭を担保とする国債の借入要領」のうち、借入先についての規程を一部改正することである。具体的には、別紙1に記しているように、借入先の規程を、「別に定める金銭を担保とする国債の借入を円滑に行うために必要と認められる要件を満たす先とする。」と改めるのが改正点である。この「別に定める」というところが、第一のポイントである。これを受けて、別紙2のとおり「別に定める」のが、第二のポイントであり、「金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領（案）」が今申し上げた別に定める要件の具体的規程である。お諮りする第三のポイントは、借入先の選定基準については、細部取扱いも含め、金融市場局長が適宜の方法によりこれを対外公表することである。この三点について、お諮り申し上げます。

それでは、別添1をご覧ください。初めに本件に関する具体的な考え方であるが、私共では、レポ・オペを初めとするマーケット・オペレーションの対象先については、これまで内部的に定めた一定の要件を満たす先を選定し、先方の希望を確認したうえで、対象先としてきた。もっとも、選定されるのは、マーケットのメジャー・プレーヤーばかりなので、例外なくオペ先になることを希望する。そのため、実質的には日銀が内部基準に基づいて指名するという形になっており、こうした在り方に対して市場関係者から、今も総裁から発言があったが、選定プロセスが不透明であるといった批判が出されていた訳である。このような経緯を踏まえ、今回レポ・オペの対象先を見直すにあたって、新日銀法の理念である透明性の向上等

の観点から抜本的な改正を行いたいというのが、本件の趣旨である。また、なぜこの時期に見直すのかということであるが、これは、昨年11月にレポ・オペをスタートした際に、レポ・オペの対象先の見直しを半年程度後に行う旨公表しているため、早期の対応が必要となっているためである。本件に関する見直しのポイントは、具体的には二点である。第一は、選定のプロセスの変更であり、オペの目的とその目的達成のために日銀がレポ・オペ先に期待する役割を対外的に明らかにしたうえで、レポ・オペの対象先になることを希望する先を公募して、その中から取引相手を選定するように手続きを変えるということである。もう一つは、レポ・オペ先の選定基準の透明化であり、レポ・オペ取引に係るリスク等を勘案した客観的な選定基準を作成して、その内容と運用方法を選定先数と併せ対外公表するということである。なお、今回はレポ・オペに対象を限定しているが、これを第一弾として、今後国債買切、TBおよびCPの各オペについても、今年度末までを目処に同様の見直しを順次図っていく予定にしている。以上が本日決定頂きたい案件の概要であるが、これと併せて私共のマーケット・オペレーションについてのディスクロージャーを進めるため、オペ結果に関する情報の一段の開示・公表の方策について公表したいと考えているので報告する。以下では、この2件の内容について手短かに説明させて頂きたいと思う。

まず、最初のレポ・オペ先選定基準の見直しについては、オペの目的は機動的、効率的な金融調節の遂行にあることを明示し、その目的達成のためオペ先に対して期待される三つの役割として、第一にオペの入札に積極的に応札すること、第二に正確かつ迅速な事務処理能力を有すること、第三に金融政策遂行に有益な市場情報・分析を提供すること、を明示したうえで、先程申し上げたように、公募制で選定手続きを行うということである。なお、オペ先がこうした役割に著しく背馳した行動をとった場合、および現段階では予見できない事情のために、具体的な基準・手続きに依拠することが不適當となったと判断される場合には、理由を開示したうえで、オファーの見送り、さらにはオペ対象先からの除外といった措置もあり得

ることを例外規定としてイメージしておきたいと思う。

次に、具体的な選定の方法であるが、対象先として、35 先を選ぶこととしている。現在は 29 先なので、現行比 6 先増やすということであるが、今申し上げた三つの役割を理解し、レポ・オペの対象先となることを希望する金融機関のうち選定基準を満たす先を対象先として選定する。この選定基準の詳細並びに選定結果については、対外的に公表を行うこととする。具体的な選定基準は三つである。第一は、日銀本店当座預金取引先の金融機関、証券会社、短資会社、証券金融会社であることである。第二は、信用力に問題がないことで、具体的には、自己資本比率でみて、金融機関は 8%、証券会社は 200% といった一般に各業態で最低限必要とされている水準をクリアしていることを要件とする。第三の基準は、市場におけるプレゼンスが高いことであり、具体的には取引高、取引平残、取引先数、市場参加者への情報提供の四つの要素を一定の算式に基づきそれぞれ点数化して、その合計点で評価を行う。四つの要素については、取引高が 40 点、その他の三つの要素についてはそれぞれ 20 点のウエイトづけを行って計算をする。市場プレゼンスの評価に当って、この四つともそれぞれ重要な要素であるが、オペ玉をたくさん集めるというオペの観点から、やはり市場取引高が一番重要な指標であると判断をしておき、その意味からウエイトに差をつけたということである。今申し上げた第三の広義の市場プレゼンスによる基準というのは、第一、第二の基準を満たす希望先が 35 先を上回った場合に適用される。従って、希望先が仮に 35 先しかなく、しかもそれが第一、第二の基準を満たす場合には、第三の基準による選定は行わず、35 先がそのまま対象先として選定されるということである。新規参入先、退出先の選定方法およびオペ・オファー先の選定方法は、極めて技術的な内容であるので、説明を省略させて頂くが、一言で申し上げれば、市場プレゼンスの評価点で上から三十五番目までに入った新規先をまず選定して、残りの枠について既存先の中から市場プレゼンスと落札実績の合計点の高いものを選定するということが基本的な枠組みである。なお、オペの対象先については、原則として、年一回見直しを図ることとする。

以上がレポ・オペ先選定基準の見直しの骨子である。

次に、もう一つのオペ・レート等の公表の件であるが、これは報告案件である。現在入札方式によるオペ結果については、応札総額と落札総額のみを対外公表しているが、落札総額の決定ルール、つまり応札額がオファー額と一致しない場合、どのような手続きで落札総額を決めるかといったことの決定ルールを今回公表したうえで、今後落札レート等の金利情報等についても新たに公表を開始することとしたいと考えている。具体的な方法については、これも極めて技術的な話であるので、説明は省略させて頂く。

最後に、今後のスケジュールであるが、本席でただ今説明したレポ・オペ先の選定基準の見直しに関しては、決定頂ければ本日夕刻オペ・レート等の公表の件と併せて対外公表させて頂くこととしたい。その後、ここに書いてあるように、7月3日に希望の受付を締め切って、7月中旬を目処に選定結果を通知するということである。7月下旬を目処に新しいオペ対象先へのオファーを開始する段取りとしたいと考えている。以上が付議事項2の借入先選定要領の内容および付議事項3に基づく対外公表させて頂く内容の骨子である。

速水議長

ただ今の執行部からの提案内容について、各委員から意見を伺いたいと思う。最初に後藤委員いかがですか。

後藤委員

私は事前に説明を承っているし、意見を申し上げているので、結構である。

速水議長

武富委員いかがですか。

武富委員

結構である。

速水議長

三木委員いかがですか。

三木委員

私も事前に承ったし、意見も申し上げました。これで、結構である。

速水議長

中原委員いかがですか。

中原委員

もう十分にディスカスしているので、結構である。

速水議長

篠塚委員いかがですか。

篠塚委員

私も十分に検討しているので結構であるが、一つ聞きたい。案件の別紙2にある借入先の選定基準のところにある(2)で、「次の各号に掲げる事項を勘案して借入先を選定するものとする。」とあるが、これらの掲げる事項については、また基準を変更したいというような場合には、どのような頻度というか、どのようなことがあり得るのか。

山下金融市場局長

この点については、年一回選定先の見直しを行うので、この間パブリック・コメントはやらないが、市場関係者とは色々議論をして、マーケットの発展等を見ながらどのような要素が市場プレゼンスを見るのに一番良

いか、あるいはレポの相手先としてどのような先を選ぶのが一番良いかという基準についても見直していきたいと思っている。1年おきにレビューを行って、もし変える必要があればまたここで要領を変えさせて頂くということになると思う。

篠塚委員

ここに書かれている三番目の借入先の選定の頻度という時、この基準に照らして相手先を見直すということだけではなくて、この五つの基準そのものを見直すということも含まれる訳か。

山下金融市場局長

その際に見直す可能性があるということである。

篠塚委員

可能性があるということか。

山下金融市場局長

必要があれば見直すということである。

篠塚委員

分かりました。

速水議長

植田委員いかがですか。

植田委員

結構である。

速水議長

藤原副総裁いかがですか。

藤原副総裁

結構である。なお、私が担当しているコンプライアンス委員会でこうした技術的な問題の他に、コンプライアンスの観点から一応レビューをさせて頂いた。その結果、裁量とか恣意が働く余地がほとんどないとコンプライアンス委員会としても判断したので、これで結構だと思う。また、これから順次検討していく他のオペについても、この基本的考え方を援用して案を作って頂きたい。

速水議長

山口副総裁いかがですか。

山口副総裁

結構である。一つだけ質問であるが、選定基準の中にある「金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること」について、金融市場局としては、どのようなことを期待しているのか。

山下金融市場局長

具体的には、取引高、日々の金利動向、それからマーケットの見方をどうするかについて、日々のマーケット・モニタリングにおいて意見交換させて頂くということだと思う。山口副総裁もご承知のように、Fedのプライマリー・ディーラー基準においても、これは三つのうちの一つとして入っており、それはBOEも同じである。オペの対象先になるところは、その当該マーケットの状況について、われわれに対して金利情報あるいは取引の動向等について、常時レポートしていく義務というか、関係にあるということを書いたものである。

速水議長

最後に私から意見を言わせて頂くが、こうしたオペレーションの対象先選定基準をはっきりさせ、しかもそれをディスクローズしていくことは、新しい日銀法の理念である透明性の向上という建前から言っても大変重要なステップだと思う。今回のレポ・オペ先の選定に関する案については、私としては異論はない。また、今後他のオペ手段についてもこうした方向でしっかり見直しを行って頂きたい。他に意見はありますか。もし、政府からの出席者も何か意見がありましたら、どうぞ。

速水議長

それでは、この事務局提案を採決いたしたいと思う。

[全委員がうなづく。]

[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

IV. 金融経済動向についての執行部説明

速水議長

それでは、次の議題に入りたいと思う。金融経済動向に関する執行部からの報告として、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

それでは、お手許の資料 1「金融調節と金融市場動向」を見て頂く。3ページに最近の金融調節と金融市況の推移がある。前回5月19日会合以降の金融調節運営はターム物金利が極めて落ち着いた推移をたどる中で、例えばユーロ円TIBORの3か月物レートは一貫して、0.60%±1bpの範囲内で推移していることが確認できる。そうしたターム物金利の落ち着きの中で、日々の資金需給やマーケットの地合いの変化を睨みながら、やや多目の資金供給を行う弾力的な調節を続けてきた。この間の動きをやや具体的に振り返ってみると、5月19日には前日の18日月曜日が新たな積み期間の初日ということで、オーバーナイト・レートが一時0.50%へ向けて強含んだことを受けて、朝方1兆円を超える潤沢な積み上幅を造成した。その結果、加重平均レートは0.42%まで低下した。その後は27日まで積み上幅を徐々に圧縮する調節を行ってきたが、レートは0.42%から0.43%の水準で極めて落ち着いた推移となった。その後、28日以降は月末の資金需要の増大に加えて、6月3日が3月決算法人の法人税および消費税の引き揚げ日にあたり、全体として8兆4,000億円と1日としては年間最大の資金不足となることが意識されたことから、積み上幅を拡大する当方の調節にもかかわらず、レートが0.45%を超えて強含む展開となった。大幅な資金不足となった3日については、いわゆる資金偏在の問題から都銀等の資金繰りが順便に回らないのではないかといった不安感がマーケットに広がっていたことから、私共は朝方1兆4,000億円の大幅な積み上となる調節を行った。その結果、予想外に落ち着いた展開となり、当日の加重平

均レートは結局0.44%で着地している。4日以降については、資金需給面での当面の山を越したことに加えて、準備預金の積みも順調に進捗していることを背景に需給の引き緩み感が強まったために、朝方の積み上幅を段階的に圧縮したが、レートは0.40%から0.43%の水準まで低下した。ただ、9日以降は銀行株価の大幅下落等を意識した一部の先が資金調達を早目に手当てする動きを示したこともあり、0.45%アラウンドでの推移となっている。この結果、今積み期については、5月16日から6月15日であるが、オーバーナイト・レートの加重平均レートは昨11日段階で0.4374%であり、四捨五入すると0.44%となっている。

速水議長

ただ今の説明について質問があれば、どうぞ。

後藤委員

国債の価格についてもかなり高値警戒感が出てきているのか。利回りがずっと下がってきて、ここのところ若干戻ってきているが、流動性の罨のような状態になってきているのかどうか。

山下金融市場局長

長期金利の動向については、図表1のところをご覧頂くと、6月2日に1.13%と既往最低を更新して、その後ずっといわば高値最低圏での小動きを続けた訳であるが、今週に入って、特に9日以降跳ね上がっている。この点は、今ご指摘のように史上最低の水準にあるということで、もともと高値不安があったところに、銀行株の下落、信用不安の再燃等を材料としているが、米国のヘッジ・ファンドと言われている筋が大量の利食いとして、先物の売りをかけてきたので、一気に相場が崩れたということである。ただ、これが長期金利における基調変化を意味するのかどうかについては、まだ判断するのは相当早計であると思われる。マーケットは引き続き資金運用難ということもあり、投資家はその指し値のところで買いたいと思っ

ているが、マーケットが荒れているので少し模様眺めに出ている。基本的な枠組みについて、例えば景気情勢は変わっていない、私共の金融調節スタンスも変わっていない、当面そういう意味で国債需給の問題もあるが、その点についてもマーケットは比較的楽観的に考えている。従って、今のご指摘のように高値警戒感の中で少し調整過程にあるが、これからどう振れるかについては、今申し上げた今後の信用不安の動向、株価の動向等の展開にもかかっていると思う。いずれにしても、まだマーケットではこれが大きな基調変化を意味するとは評価していない。

植田委員

金融不安であればむしろ国債は買われるのではないか。それとも、日本全体に対する不安という感じか。

山下金融市場局長

“flight to quality” という意味も通常どおりあるようだが、今はジャパン・トリプル安の局面であり、むしろ円安、株安、債券安という形が出ていると思う。

三木委員

国債の方にシフトして買われているという基調はあまり変わっていないということか。

山下金融市場局長

9日以降、買いは止まっている。

三木委員

ここ2、3日は別として、基調的な流れは今も変わっていないという理解で良いのか。

山下金融市場局長

そう思う。

後藤委員

ヘッジ・ファンドはあまり国債を買っていないのではないか。

山下金融市場局長

ヘッジ・ファンドは先物で色々なアービトラージをやっている中で、債券を買って株を売ることもやっているのです。そういう意味では、そんなに沢山ではないと思うが、債券の買いがある。そういう指摘がマーケットではよく聞かれる。

武富委員

足許の話ではないが、資料3ページの欄外にある過去のレートの積み期間の平均値をみると、昨年10月と11月で若干段差がある。その後は概ね似たり寄ったりの推移であるが、この間については日単位あるいは瞬間風速でみて、どの位の振れがあったのか。特に昨年11月、12月頃の信用不安時には0.3%台をつけたこともあると思うが、これは極めて例外的であったのか。あるいはあのような信用不安を抑えるためには、1日、2日程度は0.3%台を許容するような大幅な積み上を必要とする状況があったのか。先行きの議論に若干絡むので、説明をして欲しい。

山下金融市場局長

5ページの表をご覧頂きたいが、私共の調節は、基本的にディレクティブに沿うように0.40%から0.50%の中で調節するということである。従って、0.50%を超えた場合には大量な供給をして抑え、0.40%を割って0.3%台に入った時にはそれを抑え込むような調節を行ってきている。例えばこの表で4月9日からの推移をご覧頂くと、5月の流れを見ると、0.3%台というのは、5月7日の0.39%、それから8日の0.37%となっている。

積み期毎には書いていないが、例えば4月9日と24日の間に15日がある
と考えると、16日以降の新しい積み期に入って、私共としては基本的にな
るべくマーケットを落ち着かせるために、積みを進捗させる調節を
している。朝方に積み上を作って拡大すると、最後は大体金が余ってきて
金利が下がるという形であり、このところのパターンとしては大体0.45%
前後できて、最後のところで0.3%に突っ込みそうになり、私共が最後に
調整するという形でやってきている訳である。そうした形で月々の振れの
中で変動する。例えば、6月3日のような大量な資金不足の日には大体金
利は上がってくるが、私共は0.5%から0.4%の間であれば、基本的には
容認する形でやっている。基本スタンスとしてはマーケット地合いを落ち
着かせるために、なるべく積み進捗を早目にやっつけていこうということであ
るので、結果として積み期間の最後のところにきて少し下がるという形に
なっている。ただ、今月は本来であれば下がるどころが、信用不安的なこ
とが起ってしまったので、あまり下がっておらず、0.4%よりは高目にな
っている。

栗本経済企画庁政務次官

一般的なことを是非お教え頂きたい。実質金利は5月19日だけではなく、
昨年末から上昇傾向にあると思う。今回会合で全体の案件にかかわる
訳であるが、準備預金制度の準備率引き下げ、準備率の変更が選択肢に加
わった。もし引き下げられれば、全体的な低目誘導とも、また、下押し圧
力とも言わないが、そうしたことに影響があるのではないだろうかと考え
られている訳ですね。具体的な積み上の問題とは別に、そうした選択肢が
加わってきていることとこのような現状との関り、あるいは影響をどのよ
うに考えれば良いのかをお教え頂きたい。

山下金融市場局長

今ここで説明している積み上幅というのは、準備預金の平均が今大体
3.5兆円であり、それに対して、どの位多目に資金を日々供給しているか

ということである。従って、栗本経済企画庁政務次官がおっしゃった準備率の引き下げとは、例えば1兆円下げれば2.5兆円ということであるので、積み上幅自体とは関係ないが、金融機関にとっては、日々無利子で本行に預けなければならない預金が減るので、コスト負担が下がるということになる。

栗本経済企画庁政務次官

幅は広がるし、場合によっては、やらなければならないことが減ることになるのか。

山下金融市場局長

調節の仕事をしている私共の立場から申し上げる。現在の3.5兆円は準備預金であると同時に、金融機関にとっては、例えば銀行券をお客さんが取りに来る際の基本的なファンドになったり、交換戻決済の資金、取引のために必要な資金である。つまり、準備預金という側面と、取引のため日々大きく動く資金という側面の二つがある。後者は、交換戻とか色々な為決時点があり、基本的にかかなりの額が要る。例えば、昨年11月前までは、2.5兆円位でも何とか回るなという感じであったが、最近11月以降の信用危機の後、手許を厚くしておきたいという気持ちが強く、やや金額が上がっているような感じがする。勿論引き下げることは可能であるが、それにより、私共としては日々取引のためにどの位必要なのか、従って、どの位供給しなければいけないかという意味での調節負担が増え、金利のボラティリティが上がる可能性はあると思う。従って、金融機関のコストが下がるというプラスの面と、そういった意味で多少金利のボラティリティが上がるかも知れないというコストの面と二つあると思う。

栗本経済企画庁政務次官

具体的に今どれだけ出すかとかいうことは直接ストレートには繋がっていないけれども、ということであれば、結局これもマインドに影響す

るということに宜しいのか。

山下金融市場局長

準備預金を引き下げるアナウンスメント・エフェクトということか。

栗本経済企画庁政務次官

選択の幅が広がるということか、やらないかも、やるかも知れないという部分が広がってくるということと考えるに宜しいのか。

山下金融市場局長

そうした総合的な政策面については、後程企画室の方から選択肢の中で説明があると思う。

速水議長

今は質問ということで、意見については午後をお願いしたい。他にございますか。

中原委員

今日の状況はどうか。

山下金融市場局長

オーバーナイトについては、短期の方は基本的に昨日までと地合いはそう変わっていないと思う。基本的に積みの進捗は進んでおり、0.43%をつけている。今日は積み上2,000億円を調節しているが、週末を控えて多少落ち着いている感じである。

速水議長

次に村上国際局長から為替市場の動向・海外経済の動向について報告して頂く。

2. 金融調節と金融市場動向に関する報告（資料-2）

村上国際局長

資料2の図表に沿い、為替市場と海外の動向についてご報告する。昨晚ニューヨーク市場で円がかなり下落し、ドルが買われており、ここ一晩で市場のセンチメントがかなりドル高の方向に大きく振れている。図表1をご覧頂くと、前回決定会合以降のトレンドとしては、ドルに対して円は引き続き下落、とりわけ今週の初めに140円台に乗せて、昨夜に引き継がれたということである。昨夜の直接の引き金は、ルービン長官が円安是正のためには日本が経済力を取り戻す以外方法がないと議会証言をしたことで米国の短期資本筋がドル買いを大量に行い、日本の輸出筋のドル売りをどんどん飲み込んでいき、一挙に144円台まで突入した展開であった。その市場のセンチメントが今朝の東京に引き継がれており、現在は144円17銭であるが、今朝方は144円75銭まで円が下落し、ドルが上昇した。これは90年8月30日の144円75銭というレート以来のものである。底流としては、日米の経済格差、例えばこの間に発表された失業率も日本の4.1%というこれまでにない悪い数字に対し、アメリカの5月の失業率は4.3%と70年代以来の低水準になっている。日米の経済ファンダメンタルの明らかな違い、またそれに伴う大幅な金利差の存続が見られる。具体的には、図表3にあるように、4.5%から4.7%の間でフラクチュエイトしているが、大幅な金利差の存在は、そうした点が市場で着目されてきた訳である。このほか、5月の下旬にはパキスタンの核実験の問題、東アジア、ロシアの金融市場の混乱といったことから“flight to quality”の動きが広範に行われ、円が下落した。加えて、直近では、日本の幾つかの銀行の経営問題が株式市場や、為替市場で材料視されたことも見逃せない事実かと思う。図表1にマルクの動きがあるが、6月の第一週までは比較的安定した動きを示していた。これは、欧州通貨統合に対する信任が向上してきたこと、あるいはドイツ経済自体が良くなってきたことが材料とされてきた訳であるが、直近ではロシアの金融市場混乱、いわゆる株安、通貨

安、金利高が起きて、マルクが売られた。ロシアの金融市場混乱が収まりかけたために、一旦はマルクも回復したが、再び足許不透明化しており、それとともに昨日は円に連られる形でマルクも1.808台まで下落している。円とマルクのクロスレートについては、円の下落の方が勝っているため、この期間中3円以上の円安という状況である。そういった市場のセンチメントについては、図表2のオプションの動きをご覧頂きたい。昨日ニューヨークで市場が大きく動いたために、図表2のオプションのグラフに書かれていないところで大きく上方に動いているが、それまでの動きとしては、通貨オプション1か月という短期では、円に対して介入警戒感が強く残ってきた。とりわけ、昨日までは株が弱かったということもあり、何かあるのではないかという市場の読みもあり、リスクリバーサルはドル・プット、いわゆるドルを売る権利の方が勝る展開で推移してきた。それが昨晚のニューヨークの円安ドル高でもって、ドル、マルクいずれも図表2のグラフで0.0%のところまで近づいてきている。先行きの問題として、ドルはやはり依然として高い、あるいは強いというセンチメントを背景にオプションをコール、プットとも使うという動きが増している。そうしたことから円のボラティリティは昨晚かなり上がっており、円については15.5%まで上がっているし、マルクについても若干上の方へ跳ねている。

次の図表3は、日米長期金利の動きである。一昨日グリーンズパンFRB議長が議会証言において、経済について依然として好循環にあるとコメントした訳であるが、マーケットでは直に利上げをするものではないと読んで、金利はむしろ下落している。昨日は“flight to quality”ということで、債券がかなり買われたために一段と下げ、5.65%と米国債の30年物としては史上最低レベルを記録している。また、FFレートが昨日は5.6875%であったので、FFレートをも下回るといった状況になっている。

中原委員

何年以来の最低か。

村上国際局長

1970年代に30年債の発行が始まったが、それ以来の最低である。

次に株式の推移を見ると、9,000ドル台を挟む動きで推移してきたが、最近のアジア諸国の混乱に伴い、アジア諸国とビジネスのある多国籍企業の株やハイテク株が収益の下方修正は避けられないという理由から、かなり広範に売られ、このところ反落してきている。昨日は8,811ドルである。NASDAQの方はハイテク株のウエイトが30%超と非常に高いので、下方へのシフトがかなりはっきりしており、昨日1,749ポイントまで下がってきている。

中原委員

NYダウとNASDAQの最近の安値はいくらか。

村上国際局長

NYダウの直近の最安値は、6月3日の8,803ドルである。NASDAQの方は同じ日の1,742ポイントである。

図表5と6にアジア関係の通貨と株の動きが示してある。前回会合以降、韓国ウォンは労働問題が落ち着きを取り戻しつつあるほか、地方選で与党が勝利したこと、あるいはキム・デジュン大統領が訪米して、直接投資の融資に成功しているのではないかという期待等から、対ドル、対円でも信任を回復している。一方、香港ドルは、ドルにリンクしているので対ドルレートでは水平になっているが、香港ドルを除くNIEs、ASEANの通貨は、対ドルでは下落している。対円では、円の下落が大きいので、インドネシア・ルピアとタイ・バーツを除けば、ほぼ横這いないしは若干強調といった感じかと思う。経済混乱が始まる直前である97年7月初からの対ドルの下落率は、インドネシア・ルピアで約81%、タイ・バーツで43%と大きく下げている。ただ、対円では、円安がかなり進展したため、例えば、香港ドルの場合、対ドルに対してはフラットであるが、対円では23%の切り上げとなっている。タイについては、対ドルでは43%と切り下

がっているが、対円では30%の切り下げであるし、マレーシアについては、対ドルが37%の切り下げに対して、対円では22%の切り下げにとどまっている。こうした状況を見て、足許各国当局の一部の人からは、円安は自分達の経済調整を非常に遅らせるといった非難めいた声が上がっている。なお、アジア周辺通貨としてオーストラリア・ドルをみると、貿易パートナーである東アジアの低迷を主因として、売り圧力を受けている。5月下旬時点でオーストラリア・ドルは1オーストラリア・ドルが62 USセントであったが、直近では59 USセント台へ下落している。

次にアジアの株の動きであるが、スハルト大統領が退陣して、ハビビ新大統領がインドネシアで生まれたことが好感されて、その前後に東アジア全域で株が持ち直したということではあるが、このところ発表になった東アジア諸国の主要経済指標の成長率の数字を見ると、NIEs、ASEANの各国とも成長率が足許いずれもマイナスないし下方へシフトしているため、韓国、インドネシアの株価を除いては、この間ほぼ一貫して下落してきている。

図表7で、欧州の通貨、金利の動向を見ると、経済が比較的良い方向に向かっているということで大きな動きはないが、ロシアの金融市場の混乱の余波を受ける都度エクスポージャーの大きいDMのレベルが動くために、避難通貨として買われる英ポンドの動きが多少目立っている。なお、ご承知のように、イギリスは6月4日にレポ金利を0.25%引き上げて、7.5%にしている。

次の図表8は、商品市況である。金については、スイスの中銀とロシアの一部銀行が金を売却するのではないのかというルーマーが出て、前回合時の300ドル近辺から6月1日には290ドル辺りまで下落している。その後、市場では、こうしたルーマーに過剰反応し過ぎたということで小反発をしたが、直近ではECBの金の保有が期待程多くはならないのではないかという話が出て、失望売りから多少下落している。原油の状況については、今月上旬にサウジアラビア、ベネズエラ、メキシコが7月1日から45万バーレルの減産をすると発表した。しかし、これに追随する動きが非

常に乏しいこと、あるいはこの間世界の需要予測の下方修正が発表されたこと、例えば98年第2四半期の世界需要が1日当たり51万バーレル程下方修正されて、7,300万バーレルであったといったような話もあり、軟調に推移している。CRBのインデックスは、砂糖、小麦、プラチナを中心に13品目が下落したのに対し、上昇品目は4品目にとどまったため続落し、93年9月以来の低水準となっている。

実体経済の動きに移る。各国の変化点については10、11ページに要旨を取りまとめてあるが、補足的に説明する。図表9はアメリカの経済であるが、可処分所得、個人消費、住宅着工等いずれも堅調な拡大を示している。一昨日グリーンズパンFRB議長は議会証言で、第1四半期の成長率が4.8%となったことに関して、強い内需と強いドルによりネット輸出は悪化して2.5%のマイナスの寄与であったが、そのうち半分はアジア経済の混乱によるものと推定できるという話をしている。また、市場では、議長のプレゼンテーションの仕方ないし、事例の引用内容等を見て、引き締めを正当化するための話をしたのではないかとの受け止め方もあった。しかし、今朝のFFレート先物等は、ほぼ横這いであり、昨日のドルの大幅な上昇等により不透明感が強まっている状況である。

図表10-1と10-2は欧州の経済であるが、ドイツについては第1四半期のGDPがドイツ統一後の最高水準の伸びを記録したことが目立つ。フランスでも第1四半期は内需主導の拡大を示している。また、イギリスでもポンド高で外需が減少しているが、依然として個人消費を中心に内需が堅調、総需要抑制のための金利引き上げを実施したところである。こうした欧州主要国に共通する動きとして、このところ各国の失業率が目立った改善傾向を示している。因みにドイツでは既往ピークの11.8%から5月には11.2%まで下落をしている。フランスも昨年の12.5%から4月には11.9%まで低下してきており、2年振りの低水準である。イギリスでも直近の4.8%は、既往ボトムである80年6月の4.7%にかなり近い水準である。今月初めにヨーロッパ中央銀行がスタートした訳であるが、英国は別としてユーロ3か国のパフォーマンスが望ましい方向にあ

り、欧州通貨統合への信任が高まりつつあるということかと思われる。

最後に図表 11 でアジアの状況についてみると、成長率はマイナスないし、下方へシフトしている。輸出動向でも、直近軒並み悪い数字が出ている。例えば中国でも輸出の伸び率が-1.5%と、96年6月以来のマイナスを示すなど、このところアジアの輸出の伸びは大幅に鈍る、ないしはマイナスを記録しているといえる。韓国、タイ、インドネシアはIMFプログラムを実行しているが、韓国とタイについてはほぼ予定どおり進みつつある。インドネシアは一時中断していたが、直近民間銀行との債務繰り延べ交渉が成功しており、徐々にプログラムに向かう段階かと思われる。ロシアについては、5月中旬以降石油価格の下落あるいは大手国営石油会社の民営化の失敗等から財政資金繰り難、あるいは対外債務の返済問題、銀行の不良資産問題が注目されて、金融市場が不安定化している。当局はルーブルのクローリング・ベッグ制維持を最優先として、5月下旬には公定歩合を二度引き上げて150%まで引き上げている。その後、6月になって外準補強のための外債発行がニューヨーク市場で成功したため、落ち着きを取り戻したかにみえ、公定歩合も6月4日に60%まで引き下げられている。ただ、その後も、例えば今週G7Dでロシア支援の具体策は何も出なかったことがロシアの株式市場等で嫌気されて、株式は再び、200ルーブル台を割るなど、かなり不透明感が強まってきており、目が離せない状況かと思われる。

速水議長

質問があればどうぞ。

三木委員

アメリカの輸出と輸入はどうなっているか。

村上国際局長

輸入はかなり伸びている。輸出はグリーンSPANFRB議長の証言にあ

ったように、内需に回されているといった部分もあり、貿易赤字が拡大している。こういう状況が全般的な認識かと思われる。

三木委員

どのようなバランスになっているのか。貿易収支は130億ドル位の赤字ではないか。いずれにしても輸出が1割位減っているという感じなのか、或いは、3か月位の期間でみると、それ程の減り方でもないのか。

中原委員

アジアの影響は、どの位出ているのか。

村上国際局長

グリーンSPANFRB議長の証言によると、外需によりマイナスの影響を受けたうちの半分位がアジアの混乱に伴う影響である。

速水議長

独、仏の第1四半期の成長率は非常に高い。にもかかわらず、設備投資は相当落ちている。また、失業は依然として非常に高い。

三木委員

図表6で、1か月前の5月11日に比べると、円はドルに対して約1割弱円安に振れているが、韓国ウォン、タイバーツ等のアジア通貨に対してはそれぞれどのような状況であるか。

村上国際局長

韓国ウォンの場合、ドルに対しては36%下落しているが、円に対する下落は21%である。

後藤委員

通貨とか為替は実物取引の裏付けのない資金に影響されるところもあると思う。昨今のレートの動きについては、円安を通じてアジアの通貨も下がったという言われ方をする一方、アジアの成長率のダウン、通貨の不安定、あるいは日本がそこに投融資しているということが円安に響いているのだという説明もなされるが、両面あると思う。ここ2、3日は中国の高官が円安について非常に憂慮している。元は切り下げないと公約しているが、150円とか160円の水準になれば考え直さなければいけないかも知れないと、そこまでは言っていないが、それに近いニュアンスの発言もしているように外国の新聞等に出ている。中国と日本を考えた場合に、日本市場では、繊維にしても鉄鋼にしても、日本製との間の棲み分けのようなものが大体出来ているため、相当ドラステックな為替の変化でもない限り貿易に大きくは響かないのではないかと思う。第三国市場ということでも、円の影響が直接出易いのはどちらかといえば韓国やタイではないかと思う。中国については国際収支が少し悪くなってきているようであるし、日本の貿易統計を見てもこの3か月位日本への輸出が減っているようであるが、為替との関連で中国と日本の関係を、どのように考えておいたら良いのか。

村上国際局長

まず、前提となる中国と日本との貿易関係であるが、日本の輸出における中国のウエイトは5%強であり、輸入の方は12%である。一方、中国サイドから見るともっとウエイトが高く、輸出が20.4%、輸入が21%であり、その意味からすれば日本の内需動向、あるいは日本の為替レートの動向は中国にとってインパクトが大きいとは言えると思う。ただ、貿易上の競争という意味では、中国製品と日本製品で競合する部分はかなり減ってきているというか棲み分けが進んでいる状況かと思う。むしろ中国サイドにしてみれば、元が現在8.2から8.3の間でドルにほぼペッグしているという意味ではドル高であるから、他のアジア通貨との関係で元が相当切り

上がった形になっている。そのために他のアジア諸国から日本に出てきている雑貨や衣類とか競合関係の強い製品の輸出競争力が相当落ちているという意味で、元が切り上がっていることが国内の産業のために非常に良くないという不満として出てきているということだと思う。

松島理事

調査統計局のモデルを使って計算すると、日本の為替が動いた場合の中国への影響は、比較的間接的である。直接的な影響というよりは、NIEs 諸国を通じて中国に影響が出ている。アジア全体の相関関係を見ると、中国の輸出動向と一応関係があるのは、NIEs との競合ということである。従って、為替の連鎖でいくと、日本の円がNIEs 諸国にも影響し、それがペッグしている中国の方に行くということであろうかと思う。ただ、中国の場合は今内需も落ちてきているし、外資の流入も少し落ちてきている。これまで輸出主導で経済を上げていこうと考えていた訳であるが、昨年アジアの通貨の混乱以降、アジアの方はまだ目立った回復は出ていない。いずれにしても、為替の切り下げにより、景気回復を図っていくことが基本的なシナリオであるが、そのコストは中国にかかってきている訳である。従って、中国の内部の人から私の方には130円位だと“tolerable”だけれども、140円を過ぎると非常に耐えがたいという話はかなりきている。

中原委員

最近、例えばスーパーのイトーヨーカ堂等で聞くと、商品のライフ・サイクルが非常に短くなっている。若者のファッションは極端に言うと1週間で変わるそうで、とても中国に頼んでおられず、また日本の中で頼むということになってきたそうである。そういう面もある。

速水議長

村山調査統計局長から最近の国内経済情勢についてお願いします。

(午前 10 時 10 分武藤総務審議官退室)

3. 最近の国内経済情勢に関する報告 (資料-3)

村山調査統計局長

前回会合で承認頂いた5月の金融経済月報では、経済の現状について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表現していた。その後の展開を見ると、こうした下押し圧力が雇用、所得面を中心に一段と顕現化したことが明らかになったというのが、ここ1か月の特徴ではないかと考えている。以下では経済活動の現状評価の資料に即して概況を報告する。設備投資は調整局面にある。輸出はアジア向けの不振から減少傾向にある。住宅投資は3月は年率131万戸であったが、4月は年率123万戸まで落ちている。一方、個人消費の悪化には、一応歯止めがかかっているが、これもはっきりした回復は見られていない。在庫は積み上がり、企業は減産姿勢を強めている。企業収益は悪化している。雇用、所得環境の悪化が目立っているという状況である。物価面については、国内物価が軟化を続けており、消費者物価も制度変更要因を除くと僅かながら前年水準を割り込んだところまで落ちてきている。

次に、景気循環的に見て、現局面はどのように評価できるかについて申し上げる。ここ暫くの日本経済を振り返ってみると、昨年末に、金融システム不安などに端を発した家計支出の減退と、アジア向け輸出の減少といった最終需要面のショックが生じた。その後生産面にこれが波及し、さらに現在はこれが雇用、所得面へ強く波及しつつある段階と理解できると分析している。先行きは他の条件が等しければ、当面このような生産、所得、支出を巡る循環はマイナス方向に働き続けると考えられる。しかし、現在予算審議中である大規模な経済対策が速やかに実行に移されれば、秋口以降は景気の下押し圧力が徐々に減衰すると見込んでいる。この結果、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めがかかり、物価面を通じたデフレ・スパイラルも回避されることが出来る。これがいわば私共の標準的な

見方である。もっとも、こうした標準的な見方については留保条件がある。すなわち、最終需要の更なる下振れは発生しないことを前提としている。勿論所得の減少に伴い、それに見合った消費の減少が生じることは標準的な見方に織り込んでいるが、これとは別に、足元の所得環境の急速な悪化を踏まえると、2ページにあるように、これが家計、企業のコンフィデンスを損なうことを通じて追加的なショックを与えるリスクを完全に排除することはできないと考えられる。経済対策の効果が本格化するまでの間に、経済の活動水準があまりにも大きく低下すると、この対策が家計や企業の支出に及ぼす効果も当然のことながら減殺されざるを得ない訳で、こうした場合、来年度に向けての景気の自律回復への展望が危うくなることはもとより、この下期の回復自体も微弱なものになってしまう恐れがある。また、これ以上の最終需要の減退により経済対策が仮に需給ギャップの拡大傾向を押し戻しきれなくなれば、物価の下落が出発点となり、経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクに繋がりがねないということである。そうした観点から、当面の注目点を二点申し上げる。第一点は、現在のような雇用、所得環境の悪化テンポが続き、これが家計のコンフィデンス悪化を通じてさらに消費を萎縮させることがないかどうかである。第二点は、企業の設備投資計画が一段と下振れしていないかということである。後段については、この6月29日に公表予定である6月短観等を基に検証していく必要があると思う。また、これ以外にも、大型倒産発生等のショックが新たに生じ、これがコンフィデンスにマイナスの影響を及ぼさないかという点も、リスクとして念頭に置く必要があるのではないかと思う。最終需要の概略については冒頭に申し上げたとおりであるので、以下ではポイントを絞って報告する。

まず、設備投資から報告する。追加配付した資料の1ページの設備投資関連指標のグラフは昨日、一昨日に公表された最新情報を記入している。1ページ目の上のグラフには、法人季報で公表された設備投資額が載っているが、1~3月の設備投資の実績は非製造業の落ち込みを主因にして全産業ベースで前期比-4.5%と減少している。下のグラフは、機械受注で、設

備投資に半年先行するといわれている先行指標であるが、民需合計の最新の数字は2.65兆円となっており、1~3月対比ではマイナス15.2%と4月の数字はかなり落ち込んでいる。3月下旬時点で企業が予想した4~6月の業界見通しは、前期比-8.1%なので、4月の数字はこれを下回って、かなり低い数字になったということである。次ページに同じく法人季報を用いた企業収益の現状がある。製造業、非製造業、大企業、中堅・中小企業という形で四つのグラフがあるが、これを一言で言うと、非製造業がほぼ利益率横這いであるのを除くといずれも利益率が1~3月は低下している。次に生産、在庫の状況について報告する。本文に付属している「経済活動の現状評価」図表一覧の図表18をご覧頂きたい。生産については、今年の1~3月は前期比-1.3%であった。4~6月はまだ4月しか実績が出ていないが、5、6月の予測指数を用いて計算すると、前期比-3%という数字になる。この4~6月の-3%という数字は、マイクロ・ヒアリングとも整合的であり、自動車、鉄鋼、電気・一般機械といったほとんど全業種で4~6月は減産が続けられているということである。

中原委員

自動車、鉄鋼はどうか。

村山調査統計局長

自動車、鉄鋼、電気・一般機械とほとんど全業種にわたっている。図表18にある4月の在庫率は116.3で、75年3月以来の高水準である。先行きも、減産が続くと見込まれるが、マイクロ情報等をも勘案して判断すると、7~9月に在庫調整の目処がつくとは考え難い状況である。

次に雇用面について、図表26で、「雇用・所得を巡る環境(2)」を見ると、失業率が4月に4.13%と既往最高を更新するなど、雇用・所得関係が急ピッチで悪化しているが、これには景気循環的な側面と構造調整的な側面が合わさったものと考えられる。そのうち、構造的な側面について説明する。図表26の一番下(2)入離職者数の推移というグラフを見て頂く

と、92～93年の景気後退期においては確かに離職者が増えているが、その一方で、卸小売、サービス、建設業等を中心にして、入職者数もかなりの高水準で推移しており、結果としてネットの離職者は減少している。これに対し、最近の動きは、離職者は確かに減じつつあるが、入職者数もそれ以上に減少しており、ネットでは離職者が増え、これが失業増に繋がっている。すなわち、雇用吸収力が落ちていることが、失業増の背景にあると考えられる。従って、失業率の高止まりはなかなか改まり難いと考えられる。

最後に図表 31 で物価についてご説明すると、需給ギャップの拡大を背景に、国内物価に内生的な低下圧力がかかり続けている。このため、卸売物価が急ピッチで下落を続けているほか、サービス価格もやや軟調になってきているのが最近の特徴である。企業向けサービス価格は、4月は前年比 -0.1% と概ね横這い圏内で推移しているが、子細に見ると、広告が値下がりしたほか、4月の価格改定期を待ち、値上げを予定していた不動産賃貸が値上げに至らなかった。また、賃貸契約を打ち切る際には、6か月前に予告する契約が一般的であるとのことであるが、この6か月前の退出予告がこのところ増加しているというヒアリング情報がある。このような情報も勘案すると、企業向けサービス価格は、徐々に弱めの方向に向かいつつあると言えると思う。次に図表 32 の消費者物価について見ると、消費者物価指数もこれまで商品を中心に少しずつ前年比が落ちてきたが、4月については、民間サービスの上昇率も低下したことが特徴である。民間サービスの要因分解を見ると、前年比上昇率が3月の $+1.1\%$ から4月には $+0.7\%$ に鈍化しているが、内容的には家賃、個人向けサービス、これは宿泊料等を含んでいるが、こうしたものの伸び率が低くなっている。こうした民間サービスの価格の弱い動きは、今申し上げた労働需給緩和や賃金の伸び率低下と整合的な動きではないかと分析している。

速水議長

ただいまの説明につき、質問があればどうぞ。

栗本経済企画庁政務次官

質問させて頂く。政府の方も月例報告、あるいは国会での発言等を通じて景気の動向に関して公に態度を表明している訳である。基本的な構造は変わらないと思うし、細かいニュアンスについては多少の変化はあっても別に良いと思うが、具体的な点で、総合経済対策の効果が現れるのは秋口以降という表現がある。確か総理も経済企画庁長官も8月からというように言ってるが、日銀は8月には全然出てこないと言っているのではないかということになりかねない。それから、政府の方は当然デフレ・スパイラルという可能性には言及をしていない。それは、一般論としては当然あると思うが、大学の中の意見の違いとは違うと思う。その辺、細かいことのようにあるが、秋口以降にというように、いわば特定された表現があるのか。公共事業等の執行も、本来8月ではなくて7月からも出したいということの前倒しに苦勞している訳であるから、あまり客観視し過ぎるのもどうなのかと思う。率直な質問である。

村山調査統計局長

まず、第一の点は、いつ経済対策の効果が出てくるかということだと思うが、私共も発注ベースではかなり早い段階、恐らく夏場頃から統計的にも確認出来る位の大きな効果が出てくると考えている。ただし、実際のいわば需給ギャップを縮小するという実体面への効果については、当然のことながら、発注された後、実際の工事が始まるまで若干のラグがある。それに加えて、そうした分野の建設資材が動いた後、実際に経済全体に波及するにもやはりラグがある。そうした意味から、私共は本格的に景気の下押し圧力が減衰し始めるのは秋口以降ではないかと、客観的に書いている訳である。

栗本経済企画庁政務次官

「本格的」という表現もどこかにある。ご承知と思うが、实体经济の動

向は、この間においてはマインドの影響を非常に受けている。私共はマインドもいわば実体の中に入っていると考えているし、そのことを公式にも表現している。従って、「本格的に」とか、「実態的に」と入れて頂けると良いが。発注ベースあるいは機械受注、あるいはその予測辺りのところから、いわゆる一般的な影響は出るというように言っている訳であり、その辺を限定して頂けるのであれば良いが。

村山調査統計局長

その点は第二点の質問に関することだと思うが、基本的な考え方を申し上げる。私共、これは私の考えかも知れないが、中央銀行は当然のことながら国民全般に対峙していると同時に、もう一つはやはり一番特徴的なのはマーケットに対峙しているということである。これは、午後からご審議頂く金融経済月報についても即日英文に翻訳して、世界的に同時に公表しているということである。いわば世界のマーケットが注目しているということである。これは私見になるかも知れないが、私は政府の公式見解というものは、これは諸外国でも同様であるが、やはり国民に対するマインドに与える影響をかなり念頭に置いて表現を工夫されていると考えている。しかし、マーケットの方は、特に国際的には冷徹なところがあり、そうした点を突いてくる。政府のそうした公式見解と、いわばマーケットの中にある中央銀行の見解とが全く同じであるとなると、むしろ彼らからすると「日本はどうなっているのか」という疑念にもつながりかねないと思っている。従って、プロの間では、「そこは当然違いがあって然るべきだ」、「そこは分かっているんだ」、「そこを日本政府としてはトータルに使い分けて、国民に対してはこうだ、マーケットに対してはこうだと、政府も良く分かっているんだ」ということになるのではないか。

栗本経済企画庁政務次官

一般的には非常に良く分かる。支持するが、本格的とか、実態的という限定をつけて頂けるのかどうかという質問はいかがでしょうか。それから、

そうした政府と中央銀行との関係で申し上げれば、わが国政府はOECDの展望に関しても、きちんと議論して、逆に言えば16兆円以上の史上最高の経済対策を打つということは、異常に厳しい事態であることを、認めているということは当たり前のことである。もっとも、OECDの表現も、総合経済対策の効果に関しては、そのように幅のある表現に直した訳である。それは、総合経済対策があり、失敗するかも知れないということは、一般的には何でもそうであるが……。今私共が質問申し上げた秋口以降という、いわば特定された少し控え目に、慎重にあるいは厳しくされるために、「実態」とか「本格的」という表現があるかどうかということについての質問についていかがか。それについて、中央銀行というのは、政府との関係においてそういうことは結構であるが、そういうことではなくて、どうか。

村山調査統計局長

この経済活動の現状評価の位置付けについては、直ちに公表するというものではなく、これを受けて午後から審議して頂く「金融経済月報」の基本的見解の部分で公表される訳である。今質問があったので、敢えて該当部分を読ませて頂くと、「先行きについては、98年度補正予算案が実施に移されれば、公共事業の追加や特別減税等の需要創出効果によって、現在の生産・所得・支出を巡るマイナス方向への循環には、歯止めが掛かることが見込まれる。」という表現にしている。

栗本経済企画庁政務次官

しかし、秋口以降という言葉は今局長がお使いになっている。

村山調査統計局長

これは、私共の経済活動の現状評価まさにそのものであり、そのまま公表するというものではない。

栗本経済企画庁政務次官

出来たら、是非「本格的」とか付けて頂くことを質問と同時に要望する。

篠塚委員

今、栗本経済企画庁政務次官がおっしゃったことに触れている箇所としては、2 ページに「本年度予算の発注が本格化するため」という表現があり、「発注ベースで下げ止まりが続き、夏場頃からは、」とか、「夏場以降、徐々に増加に転じると予想される。」という表現があります。

栗本経済企画庁政務次官

有り難うございます。

三木委員

公共工事の発注を受けるゼネコンを含めて、現場から見ていると、政府の方で昨年、補正予算を組んでおり、2月から既に発注に入ってきている。3月は会計年度末でもあり前年比は減ったが、4月からまた公共工事の発注件数は増えている。そして、10年度の前倒しが一斉に入っているから、その増えたレベルで続くことになっていくと思う。従って、設計能力等を考えると、公共工事も7割、8割が土木関係中心にいくので、これもほとんどフルに走る形でいくと見ている。そして、今回の経済対策の次は、各官庁とも平成11年度予算を一応念頭に置いて作業するということになるが、そうした動きは8月になると思われる。従って、この経済対策効果の問題は、そこを睨んで、8月に大体決まり、発注は9月だろうと見ている。11年度予算との関係と設計能力がフルに走っていくというレベルから判断し、効果が実際に出てくるのはやはり10月だと理解している。

栗本経済企画庁政務次官

良く分かったとだけ申し上げておく。政府としては努力している。

植田委員

それに関連し、予想される良い方のパターンで総合経済対策が一応効いてくるという場合に、I と G のところが出てくるのは分かるが、他の需要コンポーネントにおいては、今回の対策の特徴とか、マインドの悪さとかを勘案した場合に、対策の効果がどのコンポーネントにどのようなパターンで、どのようなタイミングで出てくると予想されるか。その場合、従前と違う特徴的なパターンは考えられるか。

村山調査統計局長

今回の対策について、質的にスペシフィックに違う面があるか否かであるが、私共としてもまだ予算の全貌を研究している訳ではないので、あまり分析は進んでいない。ただ、言えるのは、特別減税の効果と公共事業の追加の二つがあるので、それぞれの効果が現れるということだと思う。

植田委員

特別減税の方はもっと前から出るかも知れないが。

村山調査統計局長

下期については、在庫面が建設財だけにとどまらず、かなりの財で調整局面にある。公共事業が出てきて、まず直接的に影響がでるのは建設財のところである。それが、所得、生産の波及を通じて経済全体に均霑していくのに、やはりそれ相応の時間がかかると思うので、公共事業が動き出したとしても、直ちに全般の在庫調整がどんどん進捗することは、これまでもなかったことであり、そこはそういうことではないかと考えている。

植田委員

為替レートの円安については、どこを起点にとるかにもよるが、ここ 1、2 か月で対ドルで 5%から 10%程度の円安になっている。その点だけをとれば、実体経済の需要面でプラスの影響を与えるはずである。アジアの

色々な問題や、アジア通貨の連れ安等があって難しい訳であるが、定量的にどれ位のプラスになるか、何か試算しているか。

村山調査統計局長

ご指摘のとおり、単に日本国内だけで効果を推し測れない面があり、特に最近の状況を考えると東南アジアへの波及がどうなるかということをお案する必要がある。残念ながらそうした点まで全てお案したモデルを持っていない。非常に単純に国内だけのことを考えると、計量モデルによるしかも過去の平均値によるあくまでも試算であり、海外との相互依存の関係も捨象した形であるが、例えば10%の円安で1年目のGDPは0.2%前後のプラスになるという結果が得られる。もとより試算である以上、かなり幅を持って見る必要があると思うし、実際には東南アジアへの波及を考えないと、正確なところは出ないと考えている。

黒田理事

調査統計局の担当とは少し違うかも知れないと思うので、私から今植田委員の質問に対して一つ追加させて頂きたい。私共としては、今回の政府の対策は、今議論のあったような財政支出あるいは減税という側面の対策と、もう一つ金融システムに対する対策の二つのものが含まれていると理解している。金融システムへの対策も、今後の日本経済にプラスの影響を与えるはずのものであるというように期待している。これが、今後具体的に適切な形で実施に移されることを期待している訳である。そうした面からの効果について、先程調査統計局長からは下振れリスクで金融システムの不安ということをお話したが、それに対して政府の施策がポジティブに効くということも、今直ちに計数化できる準備はないが、期待していることを付け加えさせて頂きたい。

中原委員

一つだけ申し上げておくと、経済企画庁の立場は良く分かるが、民間の

経済界の中にはもっとシビアな意見がある。補正予算が出ても、1か月店ざらしにされ、いよいよこれからということでは、少なくともその間タイミングを失したという非常にシビアな見方もあるし、さらには日銀執行部の意見も甘いという意見すらある。経済については10人エコノミストがいれば11以上の意見がある訳であるから、政府の中でもやはり全てワン・ボイスで話すということになれば、かえって国民の不信を招く危険もある。日銀には日銀の立場があるということではないか。

栗本経済企画庁政務次官

本日は内閣不信任案等で少しごたごたしているのです、大臣に替わります。

(午前10時46分栗本経済企画庁政務次官退室、
午前10時50分尾身経済企画庁長官入室)

後藤委員

純輸出の動きについて、執行部説明では「1～3月に減少した後、4月には増加した。今後も、輸入の弱含みや円安の影響などから持ち直しの方向と考えられるが、その程度は緩やかなもの」となっている。輸出の伸びはアジア、その他の影響で衰えているが、一方で輸入の減少という面もあり、ネット輸出としてみるならばその程度はかなり緩やかなものなのか。あるいは、緩やかというよりは、再度増えるのではないかと予想しているのか。

村山調査統計局長

輸出もそうであるが、輸入がかなり弱くなってきているので、その差し引きで見た純輸出という形であれば、後藤委員がご指摘のとおり、もう少し強めの回復になる可能性は確かにある。ただ、そこは私共もまだこの時点では本当にこのまま弱い動きが続くのかどうかを今少し見極める必要があると考えているので、ここはやや慎重な表現をさせて頂いている。

後藤委員

ここを強くすると、逆に国内需要の停滞がこれからも非常に強いということになってしまうので、苦しいところであるが。

中原委員

私はそうなると思っているので、今の表現のままで良いのではないかと
思っているが。

三木委員

概況説明の中で、「一方、個人消費の悪化には一応歯止めが掛かっているが、」と断定しているが、決して歯止めが掛かっていないと思っている。データの的には、例えば乗用車だけ見れば前年比を上回るようになったものが少し出ているが、4月には、再度落ちるはずである。従って、歯止めが掛かったと断定し得ないのではないか。

村山調査統計局長

3月単月を見ると、かなり歯止めが掛かった形になっている。4月は確かに若干弱いが。

三木委員

これからデータが色々出てくるが、まだ間違いなく落ちると思う。

村山調査統計局長

ただ、落ち幅は減ってきている。

三木委員

前年比で見たら、落ち幅が段々小幅になってきているのは事実だと思う。

後藤委員

今までの急速な落ち方に比べれば、確かにそうである。

三木委員

落ち方はそうだが、マイナスであることは間違いないという感じがある。

後藤委員

市場の見方にばらつきが出ている。

三木委員

その辺を慎重に見た方が良いのではないかという気がする。

村山調査統計局長

これまでの急速な悪化が今後とも続くのかという点が今一つ見極められないというニュアンスである。

藤原副総裁

昨年末に生じた金融システム不安によるショックの中で最終需要が下振れたのは、確かにマーケットに何かと影響が生じたことの現れということとは分かるし、心理的にコンフィデンスにも影響しているが、経済の各分野にどのように具体的に影響を現わしつつあるかをトレースした作業があるか。先程黒田理事は新しいプランについて、今度は効果があることを期待すると発言したが、そうした前向きなプラン等々について、数字で換算することは出来ないにせよ、何かある程度具体的な分析が可能なものがあるのか。

村山調査統計局長

確かに消費者のコンフィデンスは非常に捉えどころのないものであり、私共も苦労している訳であるが、幾つかの指標がある。図表 15 には消費

性向と消費者コンフィデンスの形でまとめてある。まず、昨年秋以来のコンフィデンスの低下については、例えば家計調査の平均消費性向が急低下しているが、その後また急回復している。過去をみてもかなり振れの大きな統計であり、確かな傾向はなかなか読みにくい。しかも、直近の消費性向の上昇については、むしろ実質所得が低下したということもあり、これを即消費者のコンフィデンスの回復と結び付けるのは、やや危険がある。ただ、そうは言っても、一頃のようなつるべ落としの消費性向の低下に歯止めが掛かっているということは、ここからも見てとれるのではないかと考えている。また、直接的に消費者の消費態度等を聞いている各種アンケートを見ても、確かに昨年の秋口以降一旦低下しているが、振れを伴いながら、若干戻りつつあるというのが最近の状況ではないかというように判断している。

武富委員

今の時点で答えてもらうのは難しいと思うが、今度の対策の中身について、いわゆるマーケットの期待から見て、民間需要にどの程度、どういう経路で波及し得るのか、という点が非常に大きな要素になる。そうした観点では、公共投資は新社会資本的な情報関連の分野を相当念頭に置いて対策が出来ているが、この辺は具体的な案件としてかなり民間セクターに好影響を及ぼす可能性が強いのか。あるいは、今回の対策が90年代前半のような公共投資中心の総合対策に比べれば、先程黒田理事からも指摘があったように、構造改革とか不良債権の処理とかマインドにも影響するようなどころにある程度意識を用いているという意味で、民間需要を引き出すという観点から効果的な内容という評価が出来るのか。あるいは民間需要の下降の力がある限り、今時点ではなかなかその派生効果が効きにくいということか。対策の規模によるが、ある程度の効果はあるということは一応前提にして、民間需要への波及という観点から、過去との比較も含めて今回の対策の中身をどの程度に評価しておいたら良いのかが先を見る時に一番のポイントになる気がしている。

村山調査統計局長

なかなか難しい点ではあるが、例えば公共事業費の予算内容によって、どの程度の効果の差が出てくるのかという質問かと思う。私共そうした質的な効果の違いというところまでは分析が進んでいないのが実情である。今一つは、今度の対策はいわばマクロ政策としてどれだけの効果を経済全体にもつかということであるが、やはりその時の経済の状況がどのような状況になっているかが決定的に大事ではないかと思われる。消費マインドへの影響について考えると、一時的な公共事業の効果がどれだけ波及していくか、あるいは減税の効果がどれだけ波及していくのかは、その時に所得増になった部分のうち、どれだけが消費に振り向けられるかによる。これはやはり消費マインドの問題であるので、冒頭申し上げたように、その点を今きっちり見ておく必要がある。さらに過去の経済対策の効果が顕現化したときの経験ではあるが、やはりその時の企業の設備投資がどのような状況であるかが公共事業の効果にかなり影響している。例えば、設備投資が本格的なストック調整局面にあると、需要が増加したとしても、なかなか設備投資に結び付かないという経験があるので、先程二点目の注目点として申し上げたように、今年度の設備投資に対する企業のスタンスをこれからの短観等も通じて確認していく必要があると考えている。

速水議長

他にございませんか。

尾身経済企画庁長官

来たばかりで皆さんの議論を聞いていないので恐縮ながら、日銀の報告について政務次官も同様の意見を言ったと思うが、我々は消費に関して3、4月は消費性向が回復しているので正常な収支に戻っていると判断している。3月の段階でははっきり回復とは言わなかったが、4月も続けて72.9という数字が出ているので、消費性向は回復している。可処分所得が減っ

ているので、結果として消費はマイナスになっているが、3、4月の2か月続けて71.7と72.9という数字になっているので、消費性向は回復している。勿論、固定資産税の問題や、個別要因はあるが、全体として回復しているというよりも、去年の9月以降正常な水準から68.4まで下がった状況からは明らかに様変わりになっている。雇用、生産の分野でマイナスが生じているため、可処分所得は減っているが、その中で私は少なくとも総合経済対策の効果が発現しやすいようなムード的な前提条件は出ていると思っている。しかし、この月報を見ると、デフレ・スパイラルに陥るリスクがあるといったマイナスの方のイマジネーションばかりを働かせている文章になっている。しかも今の説明を聞いていると、消費マインドが問題であるという時に、政府の機関である日銀が良くなる筋書きも考えられるし、悪くなる筋書きも考えられるという両方を書かないで、どちらにいくか分からない消費マインドが悪くなる危険性があるとか、リスクがあるという表現だけを示し、国民全体にそういうインプレッションを与えること自体が消費マインドに対する物凄く大きなマイナス効果になる。この日銀の月報が景気を悪くしているといわれても仕方がない形になっていると思う。従って、この月報は上にも行くし、下にも行くというトーンで書いてもらいたい。さもないと、このこと自体が景気の足を引っ張る。それが消費マインドというものである。その点につき、私は意見を申し上げておく。勿論、このままの形で出た場合には、記者会見であれば適切でないと言わなくてはならない。いかにも下振れ、下振れという日銀のレポートそのものが適切でないと、記者会見で言わなくてはならないので、申し上げておく。

速水議長

質疑の段階ですので、ご意見等は、午後のセッションでお願いしたい。

尾身経済企画庁長官

それは形式論である。私も午前中しか居ないので、今意見として申し上げ

げておかなくてはならない点をご理解頂きたい。

篠塚委員

議長は、ここで発言したことは全部記録に残るということをメンバーが変わった時に改めておっしゃって頂きたい。

尾身経済企画庁長官

今の発言は記録に残して頂いて、結構です。

植田委員

ただ、政府の方がそうした発言をしたとして、消費マインドが回復するような簡単な状況でもない。

尾身経済企画庁長官

そんなに簡単な状況でないのは分かっている。しかし、このレポートの持つ国民の消費マインドそのものに対する影響が現実にある以上、表現については慎重にして頂きたいというのが私の意見である。

植田委員

この議論は、先程一通り行ったが、その中で我々としては一番ニュートラルなスタンスで書くところなるという議論に一応なった。

尾身経済企画庁長官

それについては、私は意見を申し上げておきますが、皆さんが決めて頂けば良い。そうした筋のものだという前提で申し上げている。

藤原副総裁

今ディスカッションしている資料である「経済活動の現状評価」は、ディスカッションの素材として提出され、説明を受けているものである。そ

それを踏まえて、結論はどうなるか分からないが、日銀としてどう考えているかを世の中に公表するのは、別の金融経済月報という形である。今、ご指摘された、「経済活動の現状評価」という文章がこのままの形で国内および海外に公表されるのではない。私共は実態に根差した真剣な議論をするために、事務当局にアベイラブルな資料を全部出してもらい、その判断を一応参考にしてディスカスする。ただ、対外的な影響その他も考え、ある程度工夫というか、オフィシャルなアナウンスメントとしての文章は別途作成し、対外的な発表を行う。その点は先程も栗本経済企画庁政務次官に申し上げたところであるが。

尾身経済企画庁長官

分かりました。それでは結構です。

中原委員

尾身経済企画庁長官が出席されている良い機会なので、真水の議論についてお願いします。色々データを調べると、92年8月の対策は非常に心配な地方の方を含めてフルに消化されたと思っている。これに対し、93年度以降の対策はフルに実施されたという形跡がないのではないか。95年度の場合には、地方の公共予算は、6兆円増えているが、実際には1.8兆円に止まり、中身は震災関連で1.4兆円、景気対策に0.4兆円である。従って、今回の対策で一番心配しているのは、真水を7.7兆円程度にしても、国の分は完全に出るとして、地方の分をどうお出し頂くかという点である。そこを是非しっかりとお願いしたい。

尾身経済企画庁長官

これは、交付税の部分で、地方収入が減税に伴い減った分は、国がその分だけカバーする格好でかなりみるということを今度の補正予算で組んでいる。少なくとも自治省は、地方について勿論丸々みる訳ではないが、地方負担分については必要な裏負担分をカバーする措置は相当程度とっ

ている。地方に1兆5千億円の真水を出してもらおうということになっているが、その措置によって、1兆5千億円のうちの一部は国がみるという体制になっている。自治大臣は1兆5千億円は確保できると言っている。我々としては、全く純粹に地方だけで負担してくれということでもない。そこは中央政府としてもかなり考えてやっている。

中原委員
成程。

速水議長

最近の金融情勢について、山本企画室企画第1課長から報告をお願いします。

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1課長

最近の金融情勢について、主として図表に沿って説明する。

まず、図表3、4は、短期金利の動きである。短期金利のジャパン・プレミアムは、この1か月間ないし、2か月程は、3か月物でほぼ0.2%前後のプレミアムを残したまま概ね横這いで推移している。昨日も、ほぼ同じ水準のプレミアムが残っているという状態が続いている。図表4のユーロ円金利先物の動きについて、一番下の太い点線で示したのが前回決定会合時の5月におけるユーロ円先物のカーブである。その上の太線に、6月直近のユーロ円金利先物の動きを太線で示している。これはほぼ重なっているので、この1か月間ほとんど動きがない状態である。この4限月先、5限月先、つまり1年～1年半位先までの間の金利というのは、ほぼフラット化した状態である。これが市場参加者の金利観を反映しているという見方をすると、金融緩和状態が非常に長期間続くという市場参加者の見通しになっている。逆に言うと、足許について追加的な金融緩和期待が、どんどん強まったという状況ではない。この1か月間は横這いの動きになって

きた。

図表 9、10 で国債とそれ以外の債券との間の利回り格差がどうなっているかについて説明する。図表 9 の下段に金融債と国債の流通利回り格差を示しているが、現在 0.5% ということで、縮小することなく、昨年秋以降開いてきたままの水準が続いている。昨日も国債の金利は少し上がったが、金融債も同じように上がっており、ほとんどこの格差は変わっていない。図表 10 に示してある社債の流通利回りについても、ほぼ同じような格差が続いており、信用リスクが相対的に低い A a a のものは昨年秋より若干高い水準に残っている。シングル A のものは、ほぼ昨年秋の水準で一致している。B a a だと、むしろ昨年秋より下回っているという状態が前月同様に続いている。

量的指標の方は、マネーサプライは前回会合時に公表になった数字以降、新しいものが出ていない。今回新しいものが出ている図表 19 は民間銀行貸出の計数である。太い実線が 5 業態計（償却要因等調整後）「実勢」と我々が呼んでいるものである。この 4 月に -0.9 と書いてあるが、新しい数字が公表になり、4 月が -0.8% にリバイズになっている。その後、5 月が -0.8% と横這いである。つまり民間銀行の貸出は 3、4 月に大きく落ち込んだ後、5 月横這いという状態である。因みに、若干古いデータになるが、図表 20 に都銀、長信銀、信託銀行の企業向け貸出を、大企業と中小企業に分解し、その前年比の伸び率をとったものがある。3 月までしか数字がないが、一つの特徴として中小企業向けが一貫してマイナス状態が続いている。3 月は返済が増えているということである。もう一つの特徴は、大企業向け貸出は昨年秋までは全体としてマイナス基調だったものが、昨年秋以降、実は一度上に上がっている。これはいわゆる貸し渋り懸念のようなものを抱いた大企業が、系列子会社の資金調達部門の面倒を見るという意識もあり、一時期手許資金の前倒し調達をやっていたことが影響しているように思われる。従って、一度大企業貸出が上に上がった後、これが 3 月に返済になった状況である。恐らく 4、5 月の大企業向け貸出も戻っていないという状況が続いていると思われる。貸し渋りについてであるが、

本文6ページに通産省の大企業向けのアンケート調査で、「貸し渋りを受けている」としている割合をとってみると、1月は40.1%と、かなり大きな割合であるが、3月が31.9%、5月が14.9%という状態で、中堅・大企業の割合はむしろ急速に減少したという格好となっている。一方、中小公庫のアンケート調査、つまり中小企業の見ている金融機関の貸出態度判断では、引き続き厳しい状態が続いている。アンケート調査が違うので、そのままダイレクトに受け止めて良いのか分からないが、大企業と中小企業の受け止め方が大分対照的な状態になっている。全体としてみると、結局貸出の落ち方、マネーサプライの伸び率が鈍化してきたことの一つの要因は、大企業が一度調達を前倒しにしたのを、その後、金融システムの問題が落ち着いてきたこともあり、徐々に元に戻したことが挙げられる。その裏側にある資金需要全体としては、経済活動の停滞から落ち込んできていることが影響しているものと思われるので、量的金融指標に関するまとめとして、本文7ページに一応の整理をした。①マネーサプライの伸び率がこのところ低下しているほか、貸出も低迷を継続している。これは、民間銀行が慎重な融資姿勢を維持しているといった資金供給面からの要因も影響しているとみられるが、より基本的には、景気の停滞持続に伴って企業の資金需要が急速に落ち込んでいることを反映した動きとみられる。②金融機関や資本市場における信用リスクに対する警戒感には、引き続き根強いものがある。資金需要が全般に低迷するもとの、信用力の高い企業は金融機関借入、社債発行などを通じて、ほぼ順便に資金調達を行っているものとみられる。一方、信用力の相対的に低い企業は資金のアベイラビリティ、金利の両面で、厳しい資金調達環境が続いているものとみられる。このため、その実体経済に与える影響については引き続き注意深く見ていく必要があると総括が出来ると思う。

速水議長

ただいまの報告についてご質問があれば、どうぞ。

植田委員

少し前のマネーの伸びについて、MMFや投信等からのシフト・インという説明がありました。今の貸出の話を伺うと、大企業が安全性を見て借入を沢山とり、その帰結として預金においておいたのではないかと想像できるが、特に矛盾しないのか。

山本企画室企画第1課長

恐らく昨年秋以降の動きの中には両方の動きが入っていたと思う。図表16でM2+CDの増減の寄与度分解をみると、上段のシフトの動きには、下側のその他金融資産等というシフト分が昨年秋以降減少に向いていたという意味で一番大きな影響が見られた。ただ、その上にある資金調達も、それまでじわじわと下がっていた動きが若干横這い、ないしは少しだけピックアップしている。この間中小企業向け貸出が下がり続け、大企業も少し上にピックアップし、資金調達も若干横這いに戻る、ないしは増える形だったものが、最近の3、4月には、大きく下がっている。従って、シフト要因が一巡してきたので、マネーサプライの前年比は押し上げには寄与しなくなってきたところへ、民間の資金調達の減少がマネーサプライの伸び率を落としていると理解している。

速水議長

午前中の討議をここで終わらせて頂き、12時から金融経済情勢に関する討議を始めます。

(午前11時17分中断、午後0時5分再開)

村上国際局長

三木委員からご質問を受けたアメリカの輸出入の実額についてお答えする。98年3月の輸出額は794億ドル、輸入額は924億ドルである。因みに第1四半期の月平均の輸出額は779億ドル、輸入額は902億ドルで、1

年前、例えば97年の第1四半期だと、輸出が747億ドル、輸入が845億ドルとなっている。

三木委員

輸出は減っていない。

村上国際局長

輸出の実額自体はそのとおりである。伸びはこの直近3月になってマイナスになっている。

三木委員

第一四半期の中でも段がついている訳か。

村上国際局長

はい。ただ、品目においては一応輸出の中では航空機とか自動車が伸びている。一方で、コンピュータ関係、半導体等が落ちている。輸入の中で大きく伸びているのは資本財、航空機のエンジンであるとか、あるいは消費財の中の薬品等である。

三木委員

資本財も伸びてないか。

村上国際局長

はい。工業原材料の伸びはプラスではあるが、それ程大きくない。自動車の輸入も7%程度伸びている。中原委員から30年債はいつからとのご質問を受け、70年代とお答えしたが、正確には77年である。

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

午後の金融経済情勢に関する討議に入る。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が、その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を簡単に説明してもらう。

1. 当面の金融機関政策運営上の検討ポイント（資料-5）

黒田理事

資料5に沿って、ご説明させて頂く。まず、1の金融経済情勢に関する検討ポイントである。これは午前中の執行部からの報告に尽きるが、まず、景気、物価の現状という観点では、企業収益、雇用所得面の悪化といった生産・所得・支出を巡るマイナス方面へのモメンタムをどう見ておくか、そして消費者物価も前年水準を割り込んできているが、こうした量だけではなくて、物価の現状についてもどう見ておくか、という両面の検討があるかと思う。そして二番目として景気の先行きであるが、先般からの議論にあるように先行き総合経済対策が実行された場合に、現在の下押し圧力に歯止めが掛かって、緩やかに回復すると見て良いのかどうか。これは先程申し上げたように、財政面の対策だけではなく、金融システムの安定化策、土地・債権流動化策など色々ある訳だが、それらについて、どの程度、どのような形での成果が期待できるのかどうか。特に先程お話があったとおり民間のコンフィデンスが全体としてどう関連してくるのかどうか、といった点もあるかと思う。さらに、先行きに関連して、全てがスムーズにいくというシナリオではなく、何かショックが生じる可能性、金融システム不安の再燃、大型倒産とか米国株価の下落、アジア情勢の混乱拡大といったような事を如何に踏まえておくべきか。ショックの起る公算、事態に加えて、そうしたことが生じた際の民間経済の脆弱性についてどう見ておくも先行きの評価に関連するかと思う。三番目には、金利や株価、為替相場、地価等の動向が、いずれも下方に向いているが、そうした状況をどのように見ておくべきか、これを市場がどのように見ていると考えるべきか、

といった点があるかと思う。四番目は量的金融指標の動きだが、これも先程説明があったように総じて減少傾向にある。これをどう評価するか。最後にトータルとしては、デフレ・スパイラル、この言葉自体も難しい言葉だとは思いますが、こうしたものについて如何に考えておくべきか、という事になろうかと思う。2に政策の選択肢を掲げさせて頂いている。今回は三つではなく、選択肢A B C Dと四つ掲げている。このうちA B Cは前回までと同様のパターンである。すなわち、選択肢Aについては、「金融調節方針を幾分引き締め、無担保コールレートオーバーナイト物を、平均的にみて〇〇%前後で推移することを促す。(あわせて公定歩合を〇〇%引き上げ、〇〇%とする。)」という選択肢である。選択肢Bは、「現在の金融政策スタンスを維持し、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。」、選択肢Cは、「金融調節方針を一段と緩和し、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて〇〇%前後で推移することを促す。(あわせて公定歩合を〇〇%引き下げ、〇〇%とする。)」という選択肢である。そして、選択肢Dは、準備預金制度の準備率を引き下げる事によって、約〇〇兆円の所要準備額を解放することとし、いついつから実施するという事である。その後ろの、別添は仮に準備預金を動かす時には、色々具体的な組み合わせがあるので、その例を掲げさせて頂いた。選択肢Aはこの際引き締めをしようということであるが、この選択肢をとる場合の検討のポイントとしては、申し上げるまでもなく、企業収益がさらに悪化し雇用所得環境の悪化が顕著になっているという判断と、金融を引き締めるという選択肢との整合性をどのように考えるか、総合経済対策の効果の出方を見極める必要はないのか、金利の引き上げが設備投資、住宅投資、資産価格、企業倒産面に及ぼす影響をどう考えておくべきか、等になろうかと思う。現状維持という選択肢Bについても、経済の現状が次第により厳しいものになっている中で現状維持という政策をとることへの整合性をどう考えるかが検討ポイントになるかと思う。また、市場において一段の金融緩和への期待もある程度ある訳だが、現状維持とした場合に長期金利の反騰と

か株価の下落が生じるリスクを考えておくべきなのかどうか、といったこともポイントになる。

(午後0時17分塩谷経済企画庁調整局長入室)

後藤委員

やや形式に亘ることは、役人OBの私が申し上げた方が良いと思うが、大臣は政務ご多忙ですから、当然法律でも代理の方がお出でになることを予定して書いてある訳だが、本日は経済企画庁から3人目の方がお出でになったということである。この会合は朝9時から内外の金融経済情勢の説明と議論を積み重ねていき、その中から一つの判断や合意を見出していくという性格の会議であるので、大臣の他その指名された代理の方が複数に亘るということになると、会議の趣旨からして若干難しいことになる。現に本日も政務次官が内部資料の景気の現状判断に関する表現について意見を言われ、長官がお出でになったら、また「下押し圧力に目を注ぐような表現は削るべきである」とほぼ同じ趣旨のご意見を出されたため、二回同じことを議論した。国会の会期末ということになると、前日に大臣あるいは政務次官、局長方の日程が確定し得ないということは私も経験上良く分かっているが、他方政府の審議会等で代理出席を認める場合でも、代理の方が複数に亘ることはまず例がないと思うし、長官とそれに代る方をお1人という形にして頂けないかお願いしたい。

塩谷経済企画庁調整局長

本日は誠に異例中の異例でありまして、本来であれば最初に参加した政務次官が通して出席するというのが常識的だろうと思う。本日は、大臣が出席するのが本来ながら、やむを得ず政務次官を代理に指名したのであるが、景気が非常に微妙な段階であるので、政府の経済政策と金融政策は密接な連携を保つ必要があるという日銀法4条の趣旨にも鑑みて、大臣が「やはり自分が出たい」と非常に強く希望し、途中から政務次官に代わって大

臣が出席した。しかし、またこれも異例であるが、1時から本会議があつて内閣不信任案が掛けられたため、本来であれば「政務次官が最初に出席して、それに大臣が代り、大臣が出られなくなれば、再度政務次官に代る」というのがこれまた常識だろうと思うが、大臣も政務次官も国会議員としての務めがあるので、本会議に出席せざるを得なかった。では、誰も出席しないでどうかと言えば、現在の景気の状況下で、経済政策と金融政策との整合性という観点からも極めて不都合だろうと思うので、大臣から「是非代りに出席をしろ」という命を受けて、私が出席させて頂いた次第である。こうした事情は、十分承知の上でのご発言だろうと思うが、異例であるので、本日のところは何卒ご勘弁を願いたいと思う。できるだけ避けるように私共でも努力します。

速水議長

宜しいですか。

中原委員

やはりきちんとルールを作っておく必要がある。仮に、これが異例中の異例であるとすれば、ケース・バイ・ケースでやむを得ないこともあると思うが、やはりルールはルールとして尊重して頂いた方がいいと思う。

塩谷経済企画庁調整局長

代理は1名までというルールがあるのですか。そうしたルールは聞いていないが。

中原委員

執行部の方、どうなっていますか。

三谷政策委員会室長

法律上にそうしたルールは書いてありません。ただ、第一回会合の際に

大蔵省から同じように「3人出たい」という話があり、「2人代理というのはおかしい」ということを議論した結果、最終的には、「代理は1人に」ということになった。その辺りの経緯については、当時、経済企画庁の方にも私から連絡してある。ただ口頭の連絡だったので、企画庁の中でそれがどこまで正確に伝わっていたかどうかは存じ上げない。法律上の観点からいけば明確なルールはないが、先程「審議会でも代理の代理は」という議論があったとおり、一般的な常識というもの、およびこの会合の性格からみて、ルールではなくともこうあるべきであるとか、こうして欲しいことを政府にお願いし、受け止めて頂くということはあると思う。

速水議長

今日は1時から内閣不信任案を審議する本会議があるという特別の事態ということで、例外とするが、今後は大臣あるいは政務次官が続けて出て頂くということでお願いしたい。

篠塚委員

失礼なんです私はやはり、代理者は1人でお願いするというのをルール化して頂けたらと思う。

塩谷経済企画庁調整局長

どなたかに決めてですか。

篠塚委員

どなたかにではなく、必ず1人ということで。

塩谷経済企画庁調整局長

理由は何ですか。

篠塚委員

非常に長時間の会議であるのに、議論で同じような話が出たりする。前の議論を聞いていない方が次に入ると、同じような議論が繰り返され、また時間をとってしまう。3人の方となると、三度やらなければいけない。同じ方か最低1人の代理の方として頂けたら、私達は非常にやり易い。

塩谷経済企画庁調整局長

この会合のやり易さということはあると思うが、私共の立場を申し上げれば、経済企画庁として経済政策と金融政策の整合性を確保するためにこの会合に必要があって出席をしている訳である。経済企画庁として出席をしているのであって、何も別人格の者が入れ代わり立ち代わり入ってきて、ということではない。同じような議論を繰り返すとのことであるが、同じ趣旨の発言があるのは当然であって、違う発言があればおかしいと思う。ただ、「そんなことは前に聞いたよ」と言って頂ければ会議の障害にはならないのではないかと思います。おっしゃっていることは常識的には良く理解できるが、1人だけと限る理由は今一つ理解しかねる。

武富委員

企画庁が主管しておられる審議会で、例えば私が途中で抜けて、代理の者を入れ代わり立ち代わり出席させるということであると、主務官庁としてもお困りではありませんか。

塩谷経済企画庁調整局長

それは全然別の話である。審議会の委員はその人の学識経験者としての学識に期待して委員をお願いしている訳だから、入れ代わり立ち代わり全く別の人が代理でというのは困る。しかし、組織の代表として任命している場合は、その組織の代理者が出席することはやむを得ないことではないかと思う。審議会の場合にも、組織代表の例はあるが、一般的には本人の学識に期待して委員をお願いしている訳である。

武富委員

ただ、実態としては審議会の委員は、本人の学識もあるが、だいたいは組織で選ばれている。従って、組織であるポストに就けば自動的に審議会の委員になっている。

塩谷経済企画庁調整局長

その場合にはメインテーブルに座って頂かないにしても、必ずオブザーバーとして出席して頂いている。私共の経済審議会でも日銀の副総裁に委員になって頂いているし、その下の委員会でも日銀の幹部の方に委員になって頂いているが、普段からオブザーバーという形で委員以外の方にも来て頂いているし、委員が欠席の場合でもオブザーバーの入室を認めている。私が今回出席させて頂いているのも、経済企画庁長官に指名をされて出席をしている訳で、何も私の学識とか個人的な理由で出席している訳ではないので、その点は誤解しないで頂きたいと思う。

後藤委員

私が最初に申し上げたとおり、この会合は内外の金融経済情勢を朝から長時間議論し、議論を通じて各人の判断が少しずつ変わることもありながら、一つの判断を形成していくやり方である。最後に金融調節方針を決める時にも予め案を配るということではなく、それまでの議論をいわば集約するような形で議長が案を作ってかける、それを修正したいとか反対提案があれば出す、と言う形で皆が participate する中で一つの結論を時間をかけて出していくという性格の会議だと思う。従って、極力同じ人、あるいは複数の場合でも大勢に亘らないようにして頂いた方が会議の趣旨からして良いのではないかと申し上げている次第である。

塩谷経済企画庁調整局長

それは十分承知しているし、その観点から代理の場合にも本人出席者の

発言内容をきちんと引き継いで出席するべきだろうと思う。

後藤委員

オブザーバーという話が出たが、オブザーバーと違って必ず区切り区切りのところで「政府の方如何ですか」と意見を求められる訳である。意見を求められた時には、それまでの議論を承知したうえで、言って頂くのが最善である。意見を求める訳ですから。政策委員会のメンバーでもないが、オブザーバーでもない。

塩谷経済企画庁調整局長

希望をもう一つ言わせて頂く。本人が途中で抜ける場合には、その代理者が予め部屋の片隅で議論をフォローできるような便宜を計って頂ければ、議論の流れをディスターブするような発言をしなくて済むのではないかと思う。そういう便宜を図って頂けないものか希望する。

中原委員

やはり常識として午前中に2人変わられると、我々としてはやりにくい。例えば2人であっても午前1人、午後1人という形でお出でになるなら、continuityがあってもまだ良いと思う。今日は例外だと思うが、午前中に2人変わってしまった。こちらとしても極めて常識的な意味でそうして頂ければ有り難いと思う。あなたが釈明されたように、今日は異例中の異例であるということであれば結構だが、今後は出来るだけそうして下さい。

塩谷経済企画庁調整局長

そういう趣旨であれば理解できる。ルール化するとおっしゃったから、私もちょっと。

藤原副総裁

今説明があったように、本日のケースは、国会の事情等があり異例だと

いうことは良く分かる。私は、金融制度調査会で日銀法改正問題を審議した時に、委員の1人として参加していたが、この「大蔵大臣またはその指名する」「経済企画庁長官またはその指名する」という件について、「出来るなら、大臣ご自身が良いが、常にそうはいかないだろうから、代理の方が出席するのもやむを得ないだろう」という議論があった。「代理の方の代理」という議論はなかったと思う。3人の方が4人になり、4人の方が5人になる、という極端なタゲマッチのような繁雑さはいかにもあってはならないと思うし、法律には日本語の故もあって単数複数の概念は盛り込まれていないが、「大蔵大臣」それから「その代理」となっているものと理解している。従って、今日は例外としても、ある程度原則となるルールを作っておいた方が良いと思う。

三木委員

法律には「必要に応じて長官、もしくはその代理の方」となっている訳であるが、法律には当然運用というものがある。法律だけでは実際の運用面で会議に差し支えがあるということもある。従って、運用の内規のような形で「長官もしくはその代理の方が出られても、その代理の方は1人」ということを合意しておくのが良いのではないか。この場でそういう「運用の内規」を決めておいても良いだろうと思う。あくまでも「運用の内規」である以上、今回のような非常事態が起きることも当然有り得る訳だから、特例として内規をオーバーライドすることはあっても仕方がないと思う。特に本日のように内閣不信任案の審議という政治絡みの問題になるとやむを得ないと私は思っている。ただし、原則的な了解事項としての「運用の内規」は必要だろうと思う。併せて、特別な事態の場合は特例が有り得るということのも当然だと思う。

速水議長

法律には「大蔵大臣または企画庁長官は、必要に応じ、金融調節事項を議事とする会議に出席して意見を述べ、又はそれぞれの指名するその職員

を当該会議に出席させて意見を述べさせることができる」としかない。

三木委員

現状のルールとしては、法律しかない。

中原委員

法解釈論をやりだしたら最高裁までやらなければならない。従って、午前中1人、午後1人位ということであれば有り難い。

塩谷経済企画庁調整局長

そうした話であれば、常識的にということ。

中原委員

今月のような異例の場合は仕方がないにしても、それが普通の常識ではないか。

塩谷経済企画庁調整局長

もし「代理は1人に限る」というルールを作るということであると、私としても直ちに「それで結構です」と申し上げる訳にはいかない。

三木委員

法律ではなく、運用の内規だから。

塩谷経済企画庁調整局長

法律に基づいて…。

三木委員

運用の内規だから、特例はあり得るだろうと思っている訳である。

藤原副総裁

原則として1人とすれば、例外は有り得る。

塩谷経済企画庁調整局長

しかし、これは経済企画庁長官、大蔵大臣に与えられた権限である。それを内規で縛れるかどうかという議論になるのではないか。これは「大蔵大臣、経済企画庁長官が代理として指名できる」という権限を与えられている訳である。それを「指名は一回につき1人だけ」と制限する話になると、直ちに内規を作るという訳にはいかない。

中原委員

出来るだけそうして下さい、ということでしょう。

塩谷経済企画庁調整局長

会議の流れを disturb することは、私も本意ではない。

中原委員

その方がお互いにとって良いと思う。

速水議長

当方の希望として記録に残しておくことは良いと思うが、それを規定する訳にはいかない。今日は内閣不信任案の審議という特別な日であり、異例の事態であると認識する。今後は是非こうしたことがないようにお願いしたい。

塩谷経済企画庁調整局長

大変恐縮である。

速水議長

それでは、議事に入る。

黒田理事

それでは、選択肢Cであるが、これはいつものパターンであり、一段と方針を緩和し、「コールレートを〇〇%前後で推移することを促す。併せて公定歩合を〇〇%引き下げる」ということである。このような「一段と緩和し」という方針でいく場合の検討ポイントは、これも朝の執行部からの報告とダブるが、政府の総合経済対策が実行されると、景気の下押し圧力に歯止めが掛かることとの関係をどう考えるか、その効果の出方を今暫く見極める必要はないのかといったポイントがあろうかと思う。また、別のポイントとして、こうした方針をとって金利が下がる場合、その一段の金利低下の効果をどう見るかという点もポイントかと思う。企業や家計のコンフィデンスを高める効果がどの程度期待できるのか、逆に金利引下げを契機に家計がむしろ防衛的な支出行動をとることはないのかといったことかと思う。また、こうした一段の金利の引き下げが一段の円安加速を招く可能性をどう考えておくのかという点もあろうかと思う。また、今後先程申し上げたような追加的なショックが生じた場合に採り得る政策手段を、今、こういった措置をとることで一層狭めてしまうことになるのではないか、という観点もある。それとも関連し、こうした措置を今とると、政策の出尽し感、手詰まり感というような言葉は適切かどうかは分からないが、例えば株価等にむしろ悪影響を与えるといった懸念はないのか、というポイントがあろうかと思う。次に最後の選択肢のDは、今回付け加えさせて頂いた点であるが、「準備預金制度の準備率を引き下げることにより、約〇〇兆円の所要準備額を解放する」というものである。こういう案の検討ポイントとしては、まず、準備率引下げ単独の効果は極めて限られているのではないかという点があろうかと思う。そして、準備率引き下げの効果が実際にコスト負担を軽減する効果が小さいにもかかわらず、こうしたことを実施すると、金融機関に対する収益支援と見られ、批判を招

く恐れがあるのではないかという観点もあろうかと思う。また、実際の効果が小さいにもかかわらず、金融機関に対しては積極的融資対応を期待するとか、貸し渋りの是正を期待するという話になっていくと思うが、そうしたことでよいのかというポイントもあろうかと思う。以上である。

中原委員

私には案があり、この選択肢の中に入れるようお願いしたが、事務当局から取り纏めの時に提出するように言われた。後で提出するが、取り扱いについてはご協議頂きたい。今からアナウンスしておく。

2. 金融経済情勢に関する検討

速水議長

それでは執行部の報告を踏まえ、政策委員会としての検討を行っていきたい。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し、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討議頂きたい。最後に政府から出席されている方からご意見があれば賜るという順で進めてまいりたい。まず、金融経済情勢について最初に後藤委員から意見を伺いたい。

後藤委員

検討ポイントについて考えていることを申し上げる。事務当局からもご報告頂いたが、前回会合時よりマイナスのモメンタムが強まったと思う。現在、在庫が積み上がり、そのために、生産そのものが減少している在庫調整の過程にあるが、これはいずれにせよ必要なプロセスで、これを何とか潜り抜けていかななくてはいけない。潜り抜ける途中で大型倒産の波が起きるとか、あるいは説明があったように、雇用・所得面での状況の厳しさが出ているが、そうした追加的なショックが出てきた場合に、経済、あるいは金融両面で抵抗力が落ちてきているだけに、その影響が心配である。幸い財政支出を伴う対策、それ以外にも債権、不動産の流動化を始めとする各種の制度的な対策の両方が用意をされつつあるので、それらが実行に

移されれば下期には下押し圧力にも歯止めがかかってくるだろうと思う。ただ、財政需要の追加効果が効いている間に、出来るだけ不良債権処理の問題を親展させて、先行き見通しをつけることと、税制なり、社会保障なり、財布の紐をきつくる要因になっている先行き不安、あるいは雇用不安等を出来るだけ解消し、コンフィデンスの回復に持っていくという、二つのことを進めておかないと、持続的な回復軌道に上手く乗っていかないということになりかねない。総合経済対策の予算の成立、執行と併せてそれらの面での政策努力が引き続き必要とされるだろうし、本行としてもそれに対し寄与できるところは力を尽くしていくということが必要ではないかと思っている。急激な円安の動きが一昨日頃から起きていて、アジア諸国の通貨なり、あるいは中国の元への影響を心配する声が出てきている。一時、国際世論もある程度の円安の進行によって日本が本当に景気が回復するのであれば、そして日本の輸入が増えるのであれば、ある程度は忍ばなくてはいけないコストなのかという国際論調が少し出かかっていたと思う。それが消えてきてしまい、第2の通貨切り下げの波を恐れる声が非常に強くなってきているという状態ではないかと思う。アジアに対しては円が過度に安くなっているということではないが、直接、間接的に円安が国際的に及ぼす影響ということが非常に注目される時期にある。実は、私は昨日と今とで考えていることが少し違ってきている。いずれにせよ、経済運営の上では、追加的なショックが起きるのを避けながら、如何に秋口の総合経済対策が効いてくる頃までを上手く渡って行くかという問題ではないかと思う。量的な金融指標の問題については、やはり基本的に資金需要の弱さがあると思う。現金通貨は8%か9%のスピードで伸びている訳で、いわゆるベースマネーはそれなりのスピードで増えているが、それがマネーサプライにどういう影響を及ぼすかという信用乗数は、一貫して下がっている。一つには信用システムの機能不全という問題があるかも知れないし、もう一つはやはり基本的に資金需要の弱さが根っここのところにあるのだろうという気がしている。いわゆるデフレ・スパイラルの問題に関しては、物価の下落の中には石油等々、交易条件の改善の部分もあるの

で、物価低下が即企業収益を圧迫する主な原因になっているとはまだ言えないと思う。むしろ、減産による数量減による収益悪化がかなりの部分を占めているのではないかという気がしている。月々の卸売物価の低下の中身を見てみると、素材、機械とか、内生的な物価下押しが、月を追って強まっていることは事実だと思う。その意味で、これ以上の最終需要の減退を出来るだけ食い止めながら、秋口までを巧くつないでいくのが当面の我々の課題ではないかと思う。

武富委員

現状の景気は確かに悪いと思う。最近の経済指標で確認できる悪さは、今まで政策委員会で、大体今頃の時点想定して考えていた経済状況に近いという意味では、その悪さが前回会合から大きく変わったところはないように思う。私が一番注目していたのは、午前に説明のあった法人企業統計である。これは、統計としては3月までの古い統計ではある。1月頃の、旧法時代の政策委員会においても、私は97年下期の企業収益の急落の角度、スピードをかなり問題にして、それ如何によってその後に来る設備調整、雇用調整の深度と広がりがあるという意味合いで質問もしていた。大体は、当時こうなりはしまいかという感じで見ていた程度に悪くなっており、今日示して頂いた企業収益と設備投資の年度下半期における落ち込みは、やはりそうだったかという感じで受け止めている。その中で、心配しているのは、調整の最後に来る雇用調整の部分が当初想定していたより若干厳しいかなという感じである。特に、セクターによってはパート化するとか臨時工活用型にシフトし、それをクッションにして常用雇用はある程度維持するというパターンに入っているが、他のセクターは不況だからパートを使い続けるという、むしろ常用雇用の方を抑制する流れになっているので、従来と比べると雇用情勢が厳しいことの一つの証だと思う。私が心配していたのは、97年度下半期から急激に調整に移った最初の発端は個人消費の急落だったが、この時点で雇用がそうした状況だとすれば、もう一度、セカンドギアで消費がさらに弱くならないかという点であった。

その消費については説明があったように、落ち込むスピードは鈍ってきた。一方、政府からの意見では消費性向が上がったということである。我々は、消費性向の上昇は非常にテクニカルな要因だと思っている部分はあるが、今確認できる数字では消費がここでもう一段落ちるという状況は、止まったというか、スピードが鈍ったということだと思う。その意味で、先行き国内需要の予想以上の急落、それによる需給ギャップの更なる拡大、それに伴う物価の急落という心配は、取り敢えず現段階では遠のいているとみて良いのかと思う。今一つ、ここからセカンドギアにならないか、悪い方向に動き始めないか心配しているのが、結局 90 年代を通じて経済は基本的には調整をしてきたので、産業にしても、場合によっては家計にしても含みというかクッションをほとんど使い果たしている点である。特に金融機関はそうだろう。従って、多少のショックにも非常に脆い体質に来ているのではないか。そのこともコンフィデンスの悪化と関連があると思うので、先ほど後藤委員からご指摘があったように、そうした非常に測り難いコンフィデンスが落ちないように色々な手だてを打っていくことが非常に重要だろうと思っている。特に、不良債権問題の処理が、過去から引きずってきている膿を出し切るというイメージを早く出すことが重要だと思う。ただ、難しいのは膿を出す際にコンフィデンスがどっちに転ぶかである。信用不安がある時に、市場が好まざる方向に動かないかということが非常に心配で、早く実弾としての経済対策の需要創出効果が表に出るような政策運営が必要になってくる。どのタイミングでとは言えないが、97 年度の補正予算、98 年度の当初予算の上期前倒し、まもなく国会を通るであろう 98 年度の補正の実行を通じてこれから出てくる公共投資の数字は、横這いから少し上向くだろうと思う。ただ、本格的に企業段階、家計段階で経済対策の効果に手触り感が出るのは、早くて夏場、自然体でいくと秋口以降と思うので、その間のコンフィデンスをどう繋ぐかが問題である。前回会合でも申し上げたが、その頃に出てくる経済指標は、まだ調整が続いているものが映し出される。そういうすれ違いのあるところがポイントだと、金融政策の方からは思っている。

三木委員

今月の金融政策を考えるに当たって、ポイントは三つあると思う。不良債権処理の問題が喫緊の課題であるというのがまず第一。景気回復について、政府があれだけの経済対策を出され、その経済対策を補完するのが金融政策であると思うが、今回はその間に不良債権処理が入る。第二点は景気の現状をみると、残念ながら実物経済は二番底の懸念があり、この懸念をなくすことを考えなくてはいけない。三番目の問題は物価の面でのデフレ懸念であり、これを消すような金融政策を考えるべきだと思う。まず最初に、二番底の問題であるが、ポイントだけを簡単に振り返る形で申し上げる。一つは住宅着工戸数であるが、4月も前年比-16.1%で、16か月連続マイナス、年率124万戸と回復の兆しはほとんどないと見ざるを得ない。非住宅の着工面積は、設備投資に効いてくるが、これも前年比-9.7%の減、7か月連続マイナス。ただ、この中でコンビニエンスと地方スーパーの店舗については、このところ前年比が3か月連続プラスというデータが出ている。先程の個人消費とも関連するが、これはある意味では若干良いデータが出てきたことになる。ただし、大宗を占める設備投資関連の非住宅着工は全くの不振が依然として続いている。政府が採っている公共工事の着工金額には、4月から9年度の補正が完全に入ってきている。10年度は81%まで前倒しにしようとしており、その分が今、切れ目なく流れている。今度の経済対策効果は、平成10年度の補正になり、近々通ると思うが、官庁ではその延長線上で平成11年度の予算を整合的に考えておられる。先ほど申し上げたとおり、設計能力はこれ以上できない程のフルの状況で走っている。従って、問題は8月に決めても、実際の契約で民間の方に出てくるのは9月と読んでいる。その場合、効果が出るのは10月というのが、先ほどからの秋口議論に繋がる。もう一つのポイントは、個人消費の大宗を占める自動車であるが、国内販売は5月が前年比-7.5%で、14か月連続してマイナスである。これはトータルであるが、その中で一つ良い要素は普通小型乗用車についてだけは前年比+0.1%と、14か月振りに初めて伸び率がプラスになっている。ただし、前年の4、5月は消費税

駆け込みに伴うマイナスの影響で大きく落ちている時期であり、前々年と比べると依然として-10.5%で、非常に低水準であることには変わらない。設備投資に最も関係のある普通、小型トラックは、依然として前年比-23.9%と14か月連続のマイナスである。設備投資、物流の関係は依然として不振であり、これは半年間の先行指標でもあるので、秋頃まではとても期待できないと思う。自動車の輸出は前年比+4.9%である。前回の政策委員会でも話があったが、アメリカの国内販売の日系シェアは29%程度に止まっているので、アメリカは非常に強いし、今後30~31%までは許容されることになっているのに対して、そこまでは必死に売るだろうと思う。自動車メーカーの輸出の中身は大きく変わっており、先月はアジア向けが前年比約6割減、アメリカ向けが4%増、EU向けが27.6%増という数字になっている。アメリカとヨーロッパに向けて必死に輸出しつつ稼働率を維持するという動きになっている。従って生産も4月は前年比-14.1%、年率910万台ベースということで、前年に比べ約12%近く落ちているレベルで行かざるを得ない。ただ、先程小型乗用車がプラスに転じたと申し上げたが、そういう傾向を反映して、業界の生産レベルの計画はそのままのピッチでオン・スケジュールになっている。つまり第1四半期(4~6月)は、全国ベースで235万台、第2四半期は245万台、第3四半期は260万台の生産という形で、一応立ち上げるポジションにはなってきたということである。こうした業界の動きを反映して、各需要部門に最も関係のある鉄の内需の受注量については、これが大体3か月先を読む数字になるが、残念ながらこの3月も前年比-16.9%と、昨年8月以降、8か月連続マイナスになっている。特に特徴的なのは、ここに来て全需要部門でマイナスとなってしまっている点で、統計を取り始めてから恐らく初めてだろうと思う。従って、輸出でカバーするということが円安効果も背景にアメリカ向けにフルに売った。これ以上売れないポジションまで来ている。因みにこの1~3月に売った数量を前年と比較すると+183%である。その次に4月以降は、南米と中近東にフルに売ろうとしている。というのは、ドイツもフランスもイギリスも内需が非常に強いので、中南米、中近東へ

の輸出を一斉に引き下げ、その空いたところに日本が売り込んでいる訳である。これによって何とか最低水準の生産稼働率を維持しようとしているのが鉄鋼メーカーの現在の動きである。それでも第1四半期は70年代以来初めてというような最低レベルの生産で走っているが、上期全体で見ると年率で約9,000万トンのレベルに恐らくなるだろう。去年は1億300万トン位であるので、これは去年のレベルに比べると丁度-10%程度のレベルである。国内・輸出を合わせて9,000万トンという全国レベルの鉄鋼の数字は、いみじくもバブルの後、素材、製造業を中心に内需は saturate していくということで、鉄鋼メーカーを中心に、製造業が一斉に徹底的な生産構造の調整もやる、リストラもやる、と考えた時の数字である。そこに戻ってしまっている、というのが今の実態になっている。総括すると、先ほど尾身経済企画庁長官から話があったが、確かに消費性向は3月72%、4月は73%という形で回復の兆しが出ているので、個人消費関連のデータには一部改善が見られるとしても、残念ながら全需要部門に相対している鉄鋼の現場の感覚からは、6月に入ってまた需要が落ち出しており、二番底懸念を皆が持ち出したというのが実態である。特に素材メーカーは第1四半期から在庫調整に一斉に取り組んでいるが、残念ながら需要予想も、より落ちており、在庫調整も考えていた以上に再度の調整をやらなくてはいけないという、逃げ水の現象になっている。こうした逃げ水現象は何年か前のバブル後の回復過程にもあったが、この逃げ水現象が出てくると、在庫調整は1年~1年半かからざるを得ず、非常に悲観的な、二番底懸念につながる。従って、製造業としては、政府の経済対策の効果は間違いなく出てくると考えられ、下支えになることは間違いないので、10月まで何とかリストラによるコストダウンで、在庫調整、生産減に耐えて底這いでいってくれば良いと考えていたが、そこに二番底の懸念が出てきたというのが、今置かれているポジションだと思う。

武富委員

二番底懸念を持つような、販売サイドの落ち込みは、どういうところか

ら来ているとお考えか。

三木委員

需要の数字が毎月見るたびに落ちているということである。先程申し上げたように、前月考えた需要量に見合った在庫調整を考え、生産も考えるが、それが落ちるので、また在庫調整量をその分だけオンセざるを得ず、生産がダブルで落ちるというポジションにならざるを得ない状況が続いている。

武富委員

背後にあるユーザー、また背後にある経済ということで言うかどうか。

三木委員

製造業、特に素材が中心であるので、すぐその先にある川上、川下部分、自動車、電気、半導体といった部門である。そうしたところの状況が川上にある素材部門にそのまま跳ね返ってくるので、一番悪いのは鉄鋼、セメント、石油化学、半導体の4部門である。

中原委員

石油も悪い。

三木委員

石油そのものも悪い。

次に、価格動向である。卸売物価指数は4月も前年比-2.3%となっているが、中身的には鉄、セメント、石油化学がやはり落ち込んでいる。こうした部門の中でも、単純にプライスだけで動くマーケット品種、つまり需給バランスでプライスが動くマーケット品種は、キャッシュが回るか回らないかという水準にまで価格が落ちている。キャッシュが回らなければ誰も作らない。従って、売上げ減に伴う資金をどうするかということに繋

がって、資金が取れなければボタンといくという状況まで追い込まれているので、これ以上は下がらない。従って、その意味での卸売物価は今後下がらないだろう。ところが大半の品種は非価格要素が加味された品種である。鉄やセメントもそうである。石油化学では特にそれが言える。こういった非価格要素を加味した品種では、各取引段階で先月から1か月位の価格交渉のクリンチ状態が今続いている。すなわち、各製造メーカーとも経済対策効果が必ず10月から出るので、それまで持ちこたえなくてはいけないという考え方で、9月一杯は何としても値段を引かない、という政策判断である。そのとおり行けば良いが、仮に途中でこれが崩れるということになると一斉に価格が下がる。そうすると、まさに卸売物価が下がり、デフレの方に行ってしまう懸念が出る。だから今は頑張っている。経済対策に置かれているポイントはそのこのところである。既にダメージを受けている企業収益についても、そうしたことを考えると、仮に価格の下落が始まると、さらに大きなダメージを受けることになる。

中原委員

三木委員の言われる一番底とは何時を指しているのか。バブルの頃か。

三木委員

むしろ3月時点で4~6月のことを考えていた。4~6月の時点で、あれだけの経済対策を政府にお願いし、色々やって頂いた。あれが出れば何とか4~6月は止まり、上がらないとしても4~6月で底ばっていけば10月からの政府の効果により、民需主導の経済回復過程に巧く繋がるのではと思っていた。それがある意味の一番底で、その状況でいけばよしというのが今の姿である。それがさらに下方に行くのではないかととなると、全然予定が狂うということだろうと思う。企業収益についても、ほとんどの製造業はこの上期は赤字覚悟である。残念ながら、鉄鋼、特に高炉メーカーといえども、4月単体で赤字になっている。赤字覚悟の企業が非常に多いが、上期は耐えようとしている。円安による輸出効果、低金利による収益メリ

ット、それとリストラを通じた自己責任によるコストダウン努力で、ともかくこの9月まで泳ごうとしており、二番底がなければ耐えられるということである。大蔵省の景気判断指数について、4~6月の数字を見ると、大企業でマイナス幅が28.3%、中堅企業でマイナス幅が36.8%、中小企業でマイナス幅が47.1%という形で、83年来最低の数字になっている。当然ながら、企業、雇用への影響は避けられない。既に数字として出てきたということだろうと思う。大企業の方では、雇調金でこれを泳ごうとする先が一斉に出てきている。また自動車もいよいよやるようになった。従って、雇用は抱えたままで、直ぐ外にはでない。加工組立産業は出来るだけ季節工で泳ごうとしている。すでに身軽にしているので需要が出れば季節工は増やすが、社員は増やさないというパターンで来ており、まず季節工を落としていくという状況だと思う。残念ながら中小企業はそうはいかない。中小企業で倒産がかなり出てきているのが、常用労務者の減につながっているのだろうと思う。さらに、大企業でも雇調金では抱え切れないということになってくると、問題が非常に大きくなるので、慎重に見ておかななくてはいけないなという感じがしている。低金利についても、これは収益メリットとしてはあるが、前も総裁から話があったように、4月からの外為法改正後の円安基調の流れの中で、低金利政策がどの程度海外流出に副作用を持っているかという点は良く見ておかななくてはいけないポイントだろうと思う。昨今の状況からは当然のこととして、アジア通貨に対する影響を見なくてはならないが、日本経済を支える企業の立場からみれば、何と言っても円安の輸出効果は大きなメリットだと言わざるをえない。金融機関の問題で、多少付け加えるとすれば、金融機関の貸出先の問題である。金融機関は貸出先の選別を行いつつ、スプレッドの引き上げを行っているのが現状だと思っている。これは銀行の立場から見た場合の資産効率なり、財務体質の改善なりといった意味では正常な貸出態度に戻ったと言わざるをえない。つまり、選別対象にあった企業は明らかに信用リスクに問題がある先だろうと思う。こういう選別対象になった企業には中小企業が多いが、そうした先の話では、今までは貸し渋り、クレジット・クラン

チと言ったが、今は、貸し絞りと言うのだそうである。クレジット・スクイズというそうである。これは明らかに意思が入ったクレジット・スクイズだという表現になっているので、貸出態度の問題はすなわち正常化の過程の問題と片付けざるを得ない面もある。

最後になるが、先ほどの不良債権問題は先般総裁からも話があったが、非常に時宜を得た問題であると思っている。民間企業経営から見た場合は、金融機関の健全性の回復、信用創造機能の発揮、存続性のある企業の支援というメカニズムが正常に働くことが、一番望まれているコンフィデンスである。もう一つは土地の流動化策である。先ほど申し上げたとおり、政府の秋の経済対策が出たにもかかわらず、依然としてご説明があったような状況を踏まえると、デフレ・スパイラルの入口にいるのは間違いないということである。デフレ懸念があるということだけでも、設備投資の判断が先送りされるし、前向きな資金手当ても後ろ倒しになり、それによって二番底を招来しかねない。そうしたデフレ懸念に早急に対処するような金融政策が、一番望まれるのではないかと思う。

中原委員

景気、物価の現状は、前回お話しした線上にあると思っている。つまり、中期的に見て10年単位の過剰雇用と過剰設備の調整局面である。過剰雇用については色々な計算の仕方があると思うが、日本の労働の生産性がアメリカに比べて非常に悪い。私の試算では、400万人程度余っているかもしれないという計算である。400万人超の失業者が出るのではないかと考えているので、相当の過剰雇用を抱え込んでいる。過剰設備については、もし日本の成長率が3%ということになると、民間設備投資のGDPに対する比率が15%程度になる。高い時は20%位まで行くが、今でも高すぎるので、恐らくアメリカ並みの10%位まで低下するのではないか。その間に調整が必要だと考えるし、資本係数から考えても、日本はアメリカに比べ非常に高いといえる。最近気になるのは、非製造業の投資効率が非常に悪いということで、恐らく設備投資のペースを落とすとか、あるいは減ら

す局面が来ると思う。従って、91年2月が、景気基準日付でいくと山であるが、それからただ下がり、93年10月が谷である。それから95、96年と中間反騰し、そしてまた97年から下がり、16兆円の経済政策はあるが、基本的には今世紀一杯位までこの調整過程が続くのではないかと思う。その後に日本経済は労働の生産性、資本の生産性が非常に良くなり、再び希望が出てくると思っている。そうした大きな局面の中での現在であるが、3月の指標、一部4月の指標を見ると、先回も申し上げたが、丁度第11循環、つまりバブルが崩れて、91年の2月から93年10月まで崩れてきた局面と全く同じスピードで落ちてきている。これよりスピードが速かったのは、第1次オイルショックの時だけであった。DIの一致指数で見ると、山を100とすると、97年の5月か3月かという点はあるが、大体3月に89になった。これはバブルが崩れた時と全く同じスピードで、猛烈な勢いで崩れてきている。89ということは、11ポイント落ちているので、経常利益に与える影響はその3.5倍位という経験則からみて、恐らく経常利益はピークに比べて-40%位になると思う。要するに、現在は山から下ってくる景気下降の真っ只中にある。止まる気配はまだ見えていない。先行指標として良いと思えるものには、新設住宅着工床面積や、原材料在庫指数、新車登録台数等があり、その他、若干パフォーマンスは落ちるが、日経商品指数、マネーサプライ、M2+C D前年同月比があるが、いずれの指標を取っても明るさは見えていない。試運転中の長期の先行指数があるが、これも上方転換が確認できていないので、長期の先行指数は大体9か月程度先であることからみて、恐らく年内一杯は景気はだめだと考える。

個人消費については、先ほどからご指摘があったように、戻ったような印象もあるが、実は4月と5月の気温が平年より2度以上下がったために、ビールやエアコンとか、夏物市場に多少の動きが出たが、これがどれだけ持続的であるかについては、今後の指数を見なくては分からないと思う。消費パターンの変化については先程も一言申し上げたが、最近ライフ・サイクルが極めて短くなっており、商品の見切売りが非常に良く出てきている。在庫を置くのが怖いということで見切りをする。若者のファッション

ンの動きに至っては1週間で変わってしまう。売れているメーカーは3社だけであるということで、中国に頼んでいては作れないという状況にもなっている。そういう意味で消費のパターンについては調統局が説明された耐久消費財、サービスということのほかに、ライフ・サイクルが短くなったという実態を十分に考慮しなくてはいけない。設備投資は、足許が非常に悪い。先程も紹介があったとおり、機械の受注が典型であるが、非常に悪い。恐らく今年は3%位マイナスではないかと思っており、いよいよ設備投資の第二調整局面に入った。非製造業もこれに連れてくると思っている。設備投資についてもう少し詳しく申し上げる。償却率の推移を見ると、97年第1四半期をピークとして、下がってきており、つまり更新需要の勢いが落ちてきているということである。現在の製造業のサイクルは大体80年台半ば、景気基準指数の山で申し上げると第10循環の山が85年6月であるが、その辺りに設備投資されたものの更新が始まっているが、ここに来てそれが一段落し、また調整局面に入ってしまったという感じがする。設備投資は先ほど申し上げたような中期的な意味でも調整局面にあるので、立ち上がるのはなかなか難しいのではないかと思う。在庫については、平成不況のレベルを超えており、非常に高い。第1次オイルショックに次ぐレベルで、次第に製品から川上の方に波及してきている。在庫の整理もなかなか大変で、先ほど三木委員からも話があったが、整理したと思うと、さらに需要が減るといようなことで、恐らく在庫整理は今年の年末一杯かかるのではないかと思っている。従って、生産が緩やかに上昇してくるのは10~12月の間ではないかと思う。在庫率の中で、建設材の在庫率が、かなり高いところにあるのも気になるところである。消費の話に戻るが、自動車も、買い替え需要が96年にピークがあったような感じであり、99年位までは大きな買い替え需要は期待しにくいと心配しているところである。家電についてもそれに近いところがあるのではないか。失業率は、増えるだろうということは先ほど申し上げたが、かなり早い機会に4.5%に上がるのではないかという感じを持っている。WPIの下落については、投入価格の下がり方が産出価格の下がり方より速いようで、

その意味では企業業績の下支えになっているが、恐らく今年後半から来年度にかけてさらに下がるのではないかと思う。場合によっては、WPIで-6~7%、CPIで-3%程度という状況が今年度の後半から来年度にかけてあり得る話だと思っている。失業率と物価の話になると、いわゆるフィリップス曲線というのは死んだと言われているが、日本の場合にはデフレの局面になって出てきたのかという気もしなくもない。いずれにしても、景気の現状と先行きについては、それ程楽観はしておらず、経済対策を以ってしても、今年度の経済成長率は+0.3~0.5%位ではないかと思う。不良債権その他の進展如何によっては、最悪の場合はマイナスも覚悟しないといけない。経済対策を打ち出した後ではあるが、参議院選挙の直後に恒久減税を含めた第二、第三の対策を打っておくことが必要になると思っているし、市場の方もそれを催促しているのではないか。それから株価であるが、15,000円程度でうろろうろしている市況はまずいことであるし、長期のチャートを見ると15,000円を何時割れてもおかしくない格好をしている。15,000円を維持しているのは、国際銘柄と称される30位の銘柄が支えているからであり、その他の銘柄はダウで13,000円以下という感じになっている。株価がどうなるかは大変な問題であるが、株価を抑えている要素は不良債権である。マーケットのパーセプションとしては不良債権が7、80兆円あるのではないかと考えている節がある。不良債権について何か抜本策を出すことが株価の梃子入れには不可欠だと思う。4~6月には年金やいわゆる公的資金が出て、相当買っている。しかし7~9月はいつも空白期になるし、2、8月は建設業の倒産が多い月でもあるのでどうなることか。10月以降は恐らく補正の金が出るのだろうが、7~9月に14,000円をトライする可能性も無きにしもあらずで心配している。為替は实体经济がデフレである以上、金利安、円安は全く驚くに当たらない。ある意味では当然の現象で、ファンダメンタルズもそれを要求していると思う。ただ、ドルに対するリスクもまた存在しているのは事実で、アメリカの経常赤字が増えているということもあるし、経済企画庁の計算だったと思うが工業製品の購買力平価指数は、133円位だった。そうした意味で、

このまま 150 円、160 円台に進むことは当面あり得ないと思っている。140 円前後の節を突破したので、次の節は 148 円位だと思っている。いずれにしても、橋本総理が 7 月に訪米すれば、不良債権問題が大きく取り扱われると思うので、そこでどういう話し合いが行われるかが一番大きな問題だと思う。アジア通貨に対する影響等々の懸念もあるが、基本的には日本経済が悪化しているので、もしそれに連られてアジア通貨が安くなるということであれば、それもアジアのファンダメンタルズが弱いからそうなるのである。円安に伴い、勿論影響が出るとは思いますが、まず日本自体のことを考えなくてはいけない。プラザ合意以降には、余りにも為替に捉われ過ぎて、バブルを生んだということがあった。日銀としては、為替についてはファンダメンタルズに沿ってナチュラルな動きであるかどうかを見ていれば良いと思っている。現在の円安は私の個人的な見解ではファンダメンタルズを反映しており、健全だと思っている。地価については、長期的な習性を調べ、株式と地価の合計評価額を GDP で割った比率でみると、大体過去の傾向線まで下がってきたという感じである。まだ十分に弾けていないところはあるが、最後の局面に来ているのではないかという感じはする。株と土地のどちらが今後なお弾ける余地があるかということ、多分土地だと思うので、地価はまだ下がる可能性はある。大手不動産会社の話を聞くと、最近賃借料が下がる傾向があると言っている。また、大手スーパーの話では、今の家賃が半分位にならないとスーパーは儲からないそうだ。やはり、地価に対するプレッシャーがまだまだあるということだろうと思っている。政府が土地の流通、権利関係の整理等々をやるのは結構であるが、实体经济に見合ったレベルまで下がってくるのではないか。従って、实体经济が良くなると地価は下げ止まらないと思っている。量的金融指標の動きについては、指摘があったように資金需要、供給サイドの両面があるが、恐らく、需要サイドの方が問題になっていると思う。銀行をヒアリングしたが、4~6 月の資金需要は、1~3 月で考えていたより一段と減っている。ほとんどないと言っても良い位である。特に前向きな資金需要はほとんどないと言っても良い程である。従って、マネーサプライは下

がってきていると思うが、さはさりながら、M2+CDが前年比マイナスになってしまうのは具合が悪い。その辺をどう考えるか。その場合、数量政策でやるよりも、後ほど提案するつもりであるが、コールレートを多少下げて数量が増えるのかどうか見ておくべきではないかと考えている。現在、デフレ・スパイラルには、陥っていると言えれば陥っているのかも知れない。その過程にはWPIが下がってくるのと、CPIが下がってくるのと、2ルートがあるが、今のところはWPIが下がってくるルートが大きく効いていると思う。一番大事なのは雇用、所得であるが、一番の心配になるのは所定内労働賃金の対前年比が直近のデータでは+0.2%になっている点である。仮に、ゼロやマイナスになってくると大変な事態であるので、失業率と共に所定内の賃金の対前年同月比を良くしておく必要がある。結論を申し上げますと、今は景気後退の真っ只中にある。これがさらに下がるのか、若干横を向くのかは、もう2~3か月経過を見なくては分からない。一段と下がっていくということになると、バブル崩壊型、あるいは第1次オイルショック型に近くなり、谷がもっと深くなる。いずれにしても、各種の条件が悪くなる中では、政府の16兆円の対策も時を追うにつれて効果が減ってくるので、極力早く出して頂きたいと思っている。同時に、橋本総理が参議院選挙後も続くとすれば、7月に訪米されるのであろうから、その際どのように不良債権の話をするのか、それに対して日銀は何ができるのかを考える必要がある。ただ、今日整理回収銀行の話が出たが、不良債権で一番難しいのは北海道拓殖銀行の場合にもみられるとおり、貸している先をどうするかという問題である。潰す、潰さないというのは楽であるが、実際にそういうtake careをする時には大変難しい問題がある。北海道拓殖銀行ですらあの程度であるので、何万社も抱えた大手銀行が揺らぐということになれば、相当難しい問題になると思う。この点、先般市場メカニズムに任せるという議論があり、若干気になって色々申し上げたが、そうした実体的な側面をどうするかを良く考えた上でやらないと難しい。

篠塚委員

前回の政策決定会合以降、景気、物価の状況、景気の先行き全般について、ほとんど良い指標は出ていなかったと思う。こうした景気を今後何らかの形で支えるものとしては、フローだけを見ていたのでは不適當なのではないかと思っている。消費については、若干マイナスの実質消費である。マイナスが6期続き、マイナスの幅が若干小さくなってきている面はあるが、全体としては景気を支える程のものにはなっていない。実質消費の中身は、消費者物価、消費性向、可処分所得の3つに要因分解できる。このことは、消費者物価がどんな動きをするかということ、卸売物価で代用しても同じであるが、どれだけ消費が下がるかということに影響してくるということになる。また、消費は実質可処分所持の伸びとも関係してくるので、家計の立場での消費から景気を下支えするという点については、なかなか難しいという面があると思う。ただ、消費性向は固定資産税の評価替えにより、4月が72.9と上がっている。本来は5月にずれこんだ支払が、例年通り4月に戻ったものとの説明があったので、5月のデータの方が少しは良くなるかという気はするが、全体的に実質消費の趨勢がマイナス傾向であることに関しては大きな修正はないだろうと思う。色々ご指摘があるように、生産は下方に落ちているし、在庫は非常に大きな形で高止まっており、前回の決定会合の時に比べて家計としては一層縮み志向になっていて、先行きに対する不安は強まっている。こういう状況の時に、金融政策で何がやり得るかであるが、最初に申し上げたように、フローではほとんど家計を刺激する動きはない。視点を変えると、個人金融資産に関して、何らかの形で刺激を与えることができるかもしれないと考えられる。具体的には、個人金融資産は1,200兆円と言われているが、これは個人企業などを除いた家計そのものに限定すると実際には600兆円位ではないかという推計もある。約半分だとしても、フローの方でほとんど期待が出来なくなっている消費者に対して、仮に資産の方で何らかの刺激が与えられ、株でも定期預金でも良いが、そこから少しでも何か魅力的な消費意欲が出てくれば、そちらに動き得る可能性があると思う。もし600兆円の金融資

産に何らかの形で刺激が与えられ、消費に移ることが考えられるなら、金融政策として某かのことがやり得るのではないかと思う。つまり、景気全体の現状からみて今消費が頑張らなくては有効需要は持ち上がらないと思う。生産の側は物を買ってくれる人がいなければ、生産に着手できないのだから、その面から考えていきたいと思う。その他の問題として、4月から懸念していたことであるが、雇用の状況が一層悪化している。雇用は、統計としては遅行指標で他の統計より遅く出てくるが、完全失業率が4.1%まで上ったということは、これからさらに悪くなるということである。資料にもあったが、倒産件数が軒並み上がっており、月に1万人単位で失業者が発生している。それ自体もかつてはなかったことであり、このような状況をみると、今後5、6月にはさらに上積みされるだろうと思われる。他方、雇用関係の先行指標としては残業時間があるが、この残業時間も平成10年1月からはマイナスが続いており、なかなか立ち直る気配が無い。雇用の状況を性別に見ると、本来であれば雇用調整は女性の方が先に労働市場から減っていくが、この度は平成10年1月から男性の就業者が減少しており、女性は10年1月は約+2%位、2月、3月、4月は、+0.4%、+0.4%、+4.1%と僅かではあるがプラスであり、性別の違いが出ている。女性の場合は、パートの形で少しずつ、夫、あるいは家庭の中の代替関係として労働市場に出ていくとうことで、非常に厳しい労働市場になっている。この雇用関係に関しては、一層悪化していきだろうと思われる。次にマネーサプライの量的な金融指標の動きについてどう考えるかであるが、既にご説明が何度もあったが、資金需要が非常に弱くなっている。ベースマネーが増えているが、信用の量は低下している。金融システム不安という話が出てきたが、こうした状況は家計にとって、さらに消費を抑える縮み志向にさせていくことになると思う。デフレ・スパイラルに陥るかどうかであるが、中原委員もおっしゃったように、実質賃金が既にマイナスに入っている。今までは実質賃金のマイナスまでは出てこなかったが、かなり労働市場への影響が厳しくなってきたので、今後、失業と物価の関係、あるいはデフレ・スパイラルとの関係等については、注意して

いかなくはならないと思う。

植田委員

今後の金融政策との関連で、経済実勢はどうかという観点から申し上げたい。

タイミング的に整理すると、皆さんおっしゃっていることであるが、大きな山が少なくとも二つあると思う。タイミング的に後半の方から申し上げると、現在打ち出されつつある総合経済対策の効果が秋口から出てくると思われるが、場合によってはその効果が小さい時に、かなり先ではあるがその後どうするかという話を一応視野に入れておかないといけない。さらに後半の話としては、その時金融政策として何が出来るかということも出来れば考えておきたい。次にそこまでのプロセス、すなわち秋口、場合によっては今年一杯位までの中で、政策発動あるいは発動を思いとどまらせるようなトリガーとして何があるか、という観点から二つ、三つ申し上げたい。一つは、足許の実体経済の動きであるが、言うまでもなく金融システム不安問題が如何なる展開を辿るか、アジアとの連鎖的なマイナスのモメンタム、特に為替市場を通じた影響をどう考えるかである。現在、実体経済を動かしている要因としては、総合経済対策を除くと、私の感じでは大きく二つある。一つは昨年のマイナスのショックの波及効果が、二番目、三番目の効果も出つつあり、これが予想していたよりやや大きいかも知れない。近い今後としては、これが特に消費、設備投資にどう影響していくかという点を、もう少し見極めたいというところである。これについては、6月後半に短観があるし、労働市場関係のデータ、消費関係のデータも7月前半にかけて出てくるので、その辺を見てみたいという感じがする。実体経済のもう一つのショックとしてはプラスのショックが起こっている。言うまでもなく円安と金利の低下である。金融緩和政策を採らない中でこうした効果が発生しているが、定量的にはともかく、データだけを見ると、為替は4月1日と比べて、円/ドルレートでは約6%、長期金利は40bp程下がっている。為替は円安の方向である。これは、恐らく経済

にプラスの影響を働かせつつあり、先程のマイナスのモメンタムとの綱引きということかと思う。そうした状況を含めて、今少し重要なデータが出てくる先まで見てみたいと思う。現状のデータを前提として、一番気になる変数であるインフレ率にどう影響が及ぶかを、フィリップス曲線的な式を自分で推計して非常にラフな予想をしてみたが、ある時点でのデータを基に、6 か月先のCPIインフレ率、対前年比を予想させる作業を4~5種のバージョンで計算してみると、これは今年10月、11月辺りのインフレ率（対前年比）を現在の足許の労働市場、その他のデータから予想させるという作業であるが、一番上で0.2%位のプラスのインフレ率、一番下で-2.8%になる。誤差が大きいですが、その辺りのレンジに入ってくるというのが過去のパターンと現在のデータを合わせた時に出てくる数字であるということを一応参考として提供する。最後に、為替の切り下がりプロセスを通じたアジアとのマイナスの連鎖はどうかということで、お配りした表を作ってきたのでご覧頂きながら説明する。本当は、円/ドルレートが130円程度の時に心配していたが、5~10%位の円安なら大丈夫ではないかと思っていたものが、既にその上限位に来ている。135円位の時に、そこから145円、あるいは160円になるとした場合に、日本ではなく、アジアの幾つかの国の価格競争力にどう影響が及ぶかを計算してみた。いわゆる、実質実効為替レートという概念であるが、下にいくとアジアの各国の競争力が高まる、上にいくと低下するという方向である。本来は中国、香港も書くと良かったが、データの都合上、3国について書いてみた。右端にA、Bとあるが、Aにくるパターンでは円/ドルレートは160円にいき、アジア各国の通貨は対ドルでそのままであるというケースである。円/ドルレートのみが135円から160円まで円安になるケースである。その場合でもアジア各国の競争力が、去年のアジア通貨危機以前のところまで低下してしまう程ではない。ただ、今年初めのボトムからみると競争力がかなり低下する方向に戻ってきているのは確かである。因みに、タイの場合は、去年7月頃の水準まで円安だけで戻るためには、175円程度まで円安になっても大丈夫というか、そこまで円安になると競争力の回復が再び

消えてしまうことになる。しかし、この計算はアジア各国の通貨が対ドルでは余り変わらないという仮定の下での話である。円安が進行する中で、そうした状況が起こるためにはアジア各国で自国通貨を防衛する動きが必要なので、例えば金利を一層引き上げる等の政策を採る必要があり、それが自国にマイナスの影響を及ぼすことは十分考えられる。次に円安に連れ安してアジア各国通貨が弱くなれば、こうした競争力低下の動きは消えるか弱まるが、その場合は各国あるいは少なくとも一部の国が抱えている対ドル建ての債務の自国通貨建ての価値が上昇するというマイナスが発生することは確かである。仮に、各国通貨が並行的に円と連れ安になるということであれば、取り敢えず、こうした国にとってのマイナスは余りないかも知れないが、残る問題は中国と香港である。それも元安になるということでは消えてしまえば、何人かの方がご指摘のようにアジア全体が弱いから通貨が弱くなるという普通の経済的なメカニズムが働いているのかも知れない。ただその場合に、その他の様々な国の通貨市場、あるいは株式市場等への contagion effect 等についても、若干留意しておく必要があると思う。ambivalent ではあるが、こうした問題と、午前中調査統計局長にも質問したが、円安の自国へのプラス、そのプラスのまたアジアへ波及する効果を天秤にかけると難しい計算であるというのが私の正直な感想である。

藤原副総裁

経済の現状と先行きについては事務当局から具体的な数字と問題点を指摘され、その後の議論でもほぼ出尽くしたと思うが、私も現状は非常に厳しいと思う。消費面に少し明るさが出ていると言われているが、それもまだはっきりと検証されている訳ではなく、WPI、CPIの状況を見ても、全部トータルしてデフレ傾向を裏付けているように思われ、デフレ・スパイラルが懸念される所以だと思う。前回の政策決定会合に比べて、ダウンワードの傾向は一向に改まるというか、変化が見られるとは思わない。従って、家計及び企業のコンフィデンスは回復していないと思う。特にダ

ウンワード傾向をさらにプッシュしていると思われるのは、金融システムの問題であり、悪化している実体経済をさらに一層悪くする事態が進行しつつあるのではないかと思われる。例えば北海道で具体的に起こっている事態がそうだと思うが、今の金融システム問題が解消されないと、日本の随所で北海道現象のようなものが散発し、大きなマグマが大爆発する恐れもなしとしないと思う。事態がどこから、どういう形で表面化するかわからないが、その危険性は従来に増して高まっており、昨年 11 月に集中した事態は収まったものの、以来潜在的には薄氷を踏むような思いが続いている。従って、色々な受け皿が用意されたし、今後も用意されようとしているが、日本銀行としても、総裁が先般提案されたような形でやるべきことはやっていく、政府の対策に呼応して具体的に出来るところからやっていくことが必要だと思われる。しかし、それには問題が問題なので、中原委員がご指摘のように慎重に対処しなくてはいけないのは言うまでもない。一方、政府が打ち出した景気対策 16 兆円の対策には各所から大きな期待が寄せられている。今のところ、やはりこの対策が先程申し上げたデフレ・スパイラルの悪循環に陥る不安を取り除いてくれていると思う。しかし、補正予算等を経て、実際にこれから動き出す訳であるので、その効果は秋口から現れるものと思われる。この秋口という言葉は、今日のディスカッションで触発されたものではない。それまでに金融機関が抱えている建設・不動産関係の不良資産問題の解決をも展望した金融システム再生の具体化が急がれる。政府の経済対策が相当効き目を表すまでに少なくとも問題の目処を付けておく必要があるという訳である。建設・不動産関係を含めたとしても、決して安易な延命策や、その場限りの対策であってはならない。今一つ指摘したいのはアジア通貨関係との関連もあって、この数日間で非常に一層ボラタイルなヘクティックな動きを示している円安の為替動向である。総裁は国会において為替政策をシングル・アウトして金融政策を考えないと発言されたが、それは当然のこととしても、検討する上で念頭に置くべき一つの点だと考える。

山口副総裁

4月下旬に経済対策が発表されてから1か月半程度経った。現時点で景気回復に繋がるようなサポート材料を探すとすれば、色々な整理の仕方があると思うが、対策の効果がどの程度大きく、いつ頃から発現してくるかということが第一点だと思う。第二点は為替の変動が少し大きくなっているということではないかと思う。第一点の経済対策の効果如何という点については、先月、あるいは先々月も若干の議論があったが、あれだけ大きな対策が用意されたにもかかわらず、株式市場がほとんどそれによってインプレスされていない理由が依然として気になるところである。先月辺りまでは時間が経っていないからではないかということにウェイトを置いて解釈していたが、時間の経過とともに、そういうことだけで本当に解釈として正しいのかということを変更して自問している。やはり金融システムの問題がかなり大きな塊として残っていることが株価が依然として弱いことの一つの大きな背景だと思うし、また対策自体のなかにも、日本の中期的な回復にどう繋げていくのか分からないという要素があることも、あるいは原因かも知れないと思う。仮にそうした解釈が当たらずといえども遠からずだとすると、経済対策の効果は、金額が大きい割には実はそれ程大きな実効性をもたらさないかも知れないということにもなる訳である。なかなか結論を出し難いところで、その点はもう少し様子を見たいと思っている。今一つ、景気回復の契機になり得るのは為替の円安だと思う。何人かの方が既に議論されているように、マクロ経済政策の点で動く余地が乏しい、あるいは金融政策の面で動く余地が乏しい時に動くのはやはり為替だと思うので、今の為替の動きは余り価値評価を含めずに、自然な調整メカニズムの一つが働いているものと思っている。ただ、この為替相場の下で、わが国の対外収支はリアルベースで増えつつある状況にはなっていない訳で、為替円安が輸出企業の収益をサポートする力としては大きく働いているとしても、ストレートに輸出成長率を引き上げる力にはなっていない。それは外部環境の悪化によるものではないかと思う。こうした観点で考えると、まだ現在の調整局面のボトムがいつになるかが明確に見えて

いない状態だと思う。つまり、夏場にかけて成長率が再度大きく落ちていく可能性を排除できない状況ではないかと思う。それは先程調査統計局長が報告された様に、7~9月も在庫調整が続き、生産がもう一段調整される可能性があるということにも繋がっている訳である。仮にそう展開した場合のリスクとしては、第一に民需の落ち込みがさらに大きくなってしまった場合に、どこかの時点から財政需要が増え始める訳であるが、財政需要の増加を加えても経済成長率が容易に上がらないという状況があり得る。これは92~93年頃のバブル崩壊後の最初の調整局面で実際に起きたことだと思う。果たして民需の調整がそれ程大きくなってしまふのだろうか。第二のリスクは、やはり経済の下振れ自体が幾つかのルートを通じて金融システムをさらに圧迫していくのではないかということであり、これが起きると信用収縮が一段と進み、次の動きが誘発されていくと思う。以上、あくまでリスクとして自分の念頭に置いてあることを申し上げたが、これらについて本当に心配すべき状況かどうかは、なんとも言えない。ここは今少し様子を見るしかないと思っている。つまり、既に公共投資が底を打ちつつあって、今後、夏か秋口か分からないが、それ自体としてはかなり増加し始める時期がまもなく来るので、そのことの経済の中での受け止められ方がどうなるのかを見る必要があると思う。第二点は消費性向の戻りが始まっているのかも知れない。まだ結論付け難いところであるし、別に消費者、家計のコンフィデンスが回復しつつあるという証左ではないのかも知れないが、落ち過ぎた消費性向が戻れば、消費需要の回復に繋がることも確かで、この辺も今少し様子を見ないと、明確なことは言えないのではないかと思う。以上のような次第で、現在の景気の局面を土台に先を展望した場合に、秋以降の景気回復を一応視野の中に入れて良いと思うが、そこに辿り着けるかどうかについては、かなりのリスクが存在している状態ではないかと思う。しかし、そのリスクが本当にどれ程大きいのかについては、弱い材料の方が多いとは思いますが、逆に多少とも持ち直しに繋がる動きが全く出ていないという訳でもないので、その辺をもう少し様子を見てみたいと思っている。

速水議長

それでは10分間休憩をとってから政策運営についての自由討議を伺うことにする。政府からの出席者の発言については後程まとめてお願いしたい。

(午後2時28分中断、午後2時42分再開)

速水議長

再開する。金融経済情勢について追加的な意見、議論があればご自由に発言下さい。

塩谷調整局長、今までの議論に意見があればどうぞ。

塩谷調整局長

現状認識とそれへの対策については、午前中に栗本経済企画庁政務次官と大臣から発言があったと思うので、付け加えることはない。後程政策運営については一言発言させて頂く。

3. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、次に当面の金融政策運営方針について意見を伺いたい。なお、前回、前々回の議論等を踏まえると、金融調節方針の表現を巡っても色々な意見があった。従って、政策運営方針自体をどうするかという通常の討議に加えて、調節方針の表現についても意見がある方はその旨述べて頂きたいと思う。では、後藤委員から。

後藤委員

ここ数回の決定会合を振り返ってみると、回を追って状況が厳しくなってきたと判断している。そうした議論の経過からすると、金融政策運営でも何らかの手を打つことが整合的ではないか。他方、考え方によるが、

金融政策上打てる手の余地がかなり残り少なくなってきているので、この残された余地をまた小出しにするのはどうかとも思う。やる場合には金利の調節方針以外のものもパッケージにしてやるということでない、なかなか迫力が出ないのではないかと思われる。もう一つは、これから秋口にかけての追加的なショックなり、最終需要の落ち込みといったことが仮に起きた場合の対応を考えておく必要がある。この間、館龍一郎先生から「最後の一手を打ち尽くしたという打ち尽くし感を出す時は、余程気をつけなさい」との話があったが、そうした観点からすると、日本経済が早く自律的な回復の軌道に乗って欲しいと思いつつも、この先まだ一山二山あるのではないかと、昨日まで色々考えていた訳である。そこに急速な円安の進行に加え株も下がるという事態が起きてきた。実は私も、先般の千葉県での記者会見の際には、今の140円台の円安はある程度ファンダメンタルズの反映だと個人としては思っていると言ったし、金融政策運営上、為替レートを余り念頭に置き過ぎないようにしなければならないことについては、過去にも教訓を持っているところである。今朝ほど来も日本市場あるいは第三国市場における日本の円安がアジア諸国、特に中国の元に如何なる影響を及ぼすのかも検討した訳であるが、間接的な影響であっても金融政策においても一つアクセルを円安の方向に踏むことによって、場合によっては、言われなき責任の部分も含めて背負わされるような結果が生じかねない。月に2回も政策決定会合があるので、かなりの頻度で変化が可能である。6月短観で今一つ日本経済の先行き見通しを知る機会もあるので、私が到達した結論は結果としては現状維持である。ただ、現在の金融市場調節方針の表現と対外発表振りについては、賛同を得られるかどうか分からないが、若干手直しをした方が良くはないかと思っている。一つは金融市場調節方針について、現行は公定歩合をやや下回ると、公定歩合を基準にしているが、公定歩合による日銀の貸出は特融、あるいは預金保険機構への貸出などかなり特殊なものに限られてきている。公定歩合はシンボリックな意味を持っているが、私はやはり次第に金融政策の中心的なウエイトを対外発表上も金利誘導水準の方に移していくべきだと思う。

山下金融市場局長からの説明では、わが国は外国に比べて非常に名人芸的な調節を多様な手段を使って行っているので、将来的には、概ね何パーセントというピンポイントで示し、公定歩合と2本建てにもっていった方が良いのではないか。さらに、現行の「やや下回る」という表現はどうもはっきりしない。つまり、ある意味では今続けている0.43%絡みのオーバーナイト・レートを動かすことも含み得るような表現になっている。そこで、金融市場調節方針の公定歩合という言葉が消して、私は「やや下回る」とは約2割と思っているので、無担保コールレート、オーバーナイト物が平均的にみて、現行行っているとおり0.40%~0.50%の範囲内で低目に推移するよう促すとしてはどうか。聞かれれば、これは現行の方針を説明的に、より透明性のある表現に変えたもので、基本的に現状維持であると答えることになる。対外方針の方も現状維持とすることを決定したとし、「当面の金融市場調節方針について、無担保コールレート・オーバーナイト物が平均的にみて0.40%~0.50%の範囲内で低目に推移するように促すこと」とした後に、誘導水準の示し方を具体的な数値を含む表現にしたのは政策運営の透明性をより高めるものである旨の注を付けた発表が良いと思う。状況によっては、ここ暫くの間市場もかなり荒れるかもしれないし、その時に、実際は0.4%と0.45%の間で泳いでいく金融調節の方針は変えないということをより具体的に示すことにしたらどうかと思うので、そうした決定と公表の仕方を提案申し上げたい。

速水議長

0.40%と0.45%の間ですか。

後藤委員

0.40%と0.50%である。0.50%ではなく、0.45%と書くと、今までと違ったことになる。現状維持の幅の中で現在行っていることを写真に撮って書いているという表現にすることで、「範囲内で低目に」と入れる。

速水議長

現状維持で、対外方針で注として当面公定歩合を下回る、0.40%と0.50%の間に・・・。

後藤委員

この際公定歩合の言葉を消してしまう。

植田委員

若干の clarification ですが、場合によっては将来は同じレンジで高目の方を狙う政策を採り得ることもあり得るのか。

後藤委員

そうしたことも有り得るし、場合によっては、低目という表現を取ってしまい、その幅で動くことも有り得る。

植田委員

現在低目にとおっしゃる時のターゲットは今と同じ0.43%か。

後藤委員

その前後ということである。

植田委員

特に0.40%から0.42%へバイアスをかけるという気持ちは込められていないのか。

後藤委員

それを入れると現状維持でなくなってしまう。現状維持を変えるインパクトはもう1回取っておこうかということである。

速水議長

現状維持のまま、無担保コールレートを0.40%から0.50%の間で…。

後藤委員

低目に推移するように促す。

速水議長

それでは、今の後藤委員からの提案を踏まえて今後の発言をお願いします。また、後藤委員におかれては、討議が一通り終って議案取りまとめのセッションに入った時に正式な議案として提出するかどうか改めて意思表示をして頂きたい。では、武富委員。

武富委員

景気は、昨年春先を起点にして後退局面に入ったのであろうが、実質的な判断としては、昨年の秋口から景気調整に弾みがつき、今日の悪い状況にきていると思う。明らかに弾みがついて景気調整の度合いが深まった訳であるが、その間、金融政策は動いていない。動いたとすれば、市場に対する流動性供給を潤沢にすることであった訳であるし、特融等の対応を取ったことだと思う。この弾みのついた調整の内容は、一つは金融と実体経済の連動であり、今一つは金融システム不安その他から来るコンフィデンスの悪化であった訳であるから、日銀がその間に採った流動性の供給によって信用不安をなくすとか、特融によって金融システム不安をなくすということはその限りで正しかったと思うし、金利引き下げで対応する筋合いの景気悪化という性格ではなかったと思う。景気そのものについての対策としては、今度総合経済対策が採られる。一方、その金融と実体経済の連動について言えば、30兆円の安定化のための枠組みが出来たことで、一応政府も中央銀行も大枠としては今度の景気調整の性格に合った道具を一応揃えたということだと思う。ここからのポイントは、金融と連動するコンフィデンスが景気を左右するということが引き続き残る。その間、景

気対策の実際のプラス方向への手応えが出てくるまでは、客観的にみて、暫く時間がかかる。特に期待との比較においては、タイミングが多少ずれたり執行ペースが思うに任せないという感覚を市場の人にも、あるいは企業経営者や家計の人に持たれるリスクがある状況だと思う。かつ、その間に出てくる経済指標は前回申し上げたように、これまでの状況を映じたものであり、必ずしも良い指標が出てこない。また、三木委員のご指摘のとおり、産業サイドは10月以降の対策の効果を睨んで今はむしろジャンプ力をつけるために、積極的な意味で在庫調整、生産調整をすることになる。これは同じ生産調整でも良い意味の生産調整だとは思いますが、数字が経済指標として出てくる際には、悪いイメージのものが出てくるので、結局その間コンフィデンスがもつかどうかが一番のポイントだと思う。かつ、市場では金融システムに絡んで個別の銀行等についてまで根拠のない風評もたつような地合いにあるということも踏まえておいた方が良い。従って、私は金融政策の運営については、前回も申し上げた contingency 待機型だと思っている。そうした意味で、金利については現状維持と思う。金融の量的側面において、万一の時の対応については、既に昨年の秋色々な訓練を積んでいるので、金利よりも流動性の供給をまず優先して対応するということが良いと思う。選択肢としては、流動性供給と金利を合わせることも有り得るが、要するに何らかのコンフィデンスを崩すようなイベントがあった時まで待つという姿勢で良いと思う。イベントの中には、例えば折角経済対策が出たが、今月末の日銀短観で足許の業況感が前回よりもさらに大幅に下がってしまうとか、先行きの9月までの予測も私共が期待する程には良くないといった結果が出た時の、市場や経済界の反応も含めて、私はイベントあるいは contingency と考えている。これから9月末位までは、そうしたイベントが色々起り得るので、先程も話が出ていた最後の一手としての金利については、宝刀を抜かないということかと思っている。仮に、今ここで抜くということは、姿勢としては、私共が先を相当正確に分かっていて予防的に抜くということであるが、とにかく0.5%から考える必要がある以上は、予防的にやって上手くすり抜けたという市場の評価

を得ることになるかどうか、非常に難しいと思う。本来3か月、6か月先を睨んで予防的にやりたいが、それが最後だということになるので、予防ではなく同時にやるべき時にもう手が無い事態は、この際避けたいという考えである。一方、現状維持として対外発表をどうするかという議論であるが、本来論として、あるいは中長期の問題として、公定歩合を軸にせず——あくまで市場化の時代であるし、日銀は前から市場メカニズムということやってきている訳であるから——オーバーナイト無条件物のコールレートを軸にしていくことには勿論大賛成であるが、良し悪しはともかく世の中の意識は遅れており、公定歩合の持っている意味が私共の認識以上に大きいという点も考えておく必要がある。また、仮に公定歩合を基準にする表現だとして、次に出てくる「やや」とか「かなりの程度」という文学的表現の言葉では非常にはっきりしない。透明性を求められている下で、表現を変更して定量的に明確に伝えるべきだということも本来論・中長期の問題として、賛成である。しかし、それをどのタイミングで出していくのかについては、相応の判断を要すると思う。私は本当に緩和とか引き締めとか明確に動いた時にはっきりさせることで良いと思う。要するに、具体的なイベントがない中途半端な状況で従来と違うアナウンスの仕方をする、と、「なぜ、このタイミングで」という疑問が出てきてしまい、必ずしも良くないと思う。次に「なぜ明確に動く時にか」という今一つの論点については、レンジにするのかポイントにするのかという議論があるが、私はどちらかと言えばポイントの方が明快であると思う。今度仮にレンジで示すと、マーケットとしては次回何か変更する時も、またレンジでくるという expectation を作ってしまうことになる。そうなると、私共は、ある時はレンジ、ある時はピンポイントという簡単な訳にいかなくなると思う。その点を踏まえると、次回動く時には明解にピンポイント方式とする方が良いと思う。このように申し上げると、守旧派のように響くかもしれないが、決してそうではなく、本来論として目指しているのは市場メカニズム中心のピンポイントの市場レート操作である。この方向は明確にここで確認しておきたいが、なぜ今日のこの決定会合で出すのかとなると、成

程という環境ではない。従って、そこに納得性を持たせるためには、中途半端に映らない、要するに私共が緩和か引き締めか明確に決断して出す時に併せて透明性を同時に市場に訴えていくことが良いと思っている。早くやりたいという気持ちはあるが、その局面まで我慢したいという意味である。そういう意味では、「やや」という言葉を使うのはどうかと思うが、それはまた日銀の自由度が高いということでもある。今から9月末までの間に何かあった時に、「やや」という範囲内であれば、現在の市場が暗黙に0.4%から0.5%程度と思っているパーセプションを活用して、またどんどん流動性を供給すれば良いと考えたらどうかと私は思っている。これは、明確な、透明な、分かり易い表現に変えていくことを大前提としたうえで、まことに心苦しいが今は現状踏襲と考えている。

中原委員

イベントとは何を考えているのか。

武富委員

色々ある。

中原委員

説明して下さい。

武富委員

マーケットの大混乱、その背景には……。

中原委員

マーケットの大混乱とは何ですか。株価の暴落ですか。

武富委員

最も端的には株価の大暴落、そこから来る金融システムの大不安、そし

て個別金融機関の破綻直前というか、資金繰り窮迫等の金融と実体の連動のところの真に金融のストック、篠塚委員の言うストックであり、皆さん指摘される金融のところである。潜在的に 30 兆円という対策の枠組みはあるが、それを具体的にどう活かして膿を出し切ろうかという点についてはまだ過渡期であり、最後の膿を出し切るところは非常に sensitive な局面だと思う。従って、そうした時には金利も最後であり、流動性も大幅に供給するという方向で、どんとぶつける構えでいた方が良いということである。今一つは、実体経済については、三木委員の指摘されるような二番底とか、あるいは私の言うセカンド・ギアに入ってもう一度下がるという状況である。私はないと思っているが、それもまだ不確かな訳である。消費がもう一段下がる等、それは今申し上げた金融システムの不安とも一部絡む訳であるが、私共が今日ここで想定した経済よりも一段と悪い状況が目に見えて起こってきた時は、私にとってイベントである。

中原委員

その時にオーバーナイト・レートと公定歩合を一緒に動かすと理解してよいか。

武富委員

それもまだ決めていないが、その時には明確に動かし、発表の仕方は市場レートの水準でいくというのが、私の考えである。

中原委員

カタストロフィー待ちということか。

武富委員

カタストロフィーが起こったら喜んでやるという話ではない。

中原委員

後追いでやることになるのではないか。

武富委員

後追いでというより同時になる。本当はプリエンティブというか、予防的にやりたい。本来論としては、先を予測して予防的にやるのが私も理想である。それには 100%賛成であるが、ともかく現在の水準は 0.5%であり、今予防的に引き下げを行ったらイベントが現実化した時に打つ手がないのは適當ではないという考えである。こうした難しい時代であるから断定はできないが、各種の組み合わせを考えた中で最後に行き着いた結論である。

速水議長

現状維持ということですね。

武富委員

はい。

中原委員

表現も変えないということですね。

武富委員

はい。

速水議長

それでは、次に三木委員。

三木委員

まず最初の表現形式の問題は、私はこれは定量化すべきだと思う。今の

ような文言で表現するのは対外的に見て非常に不透明だと思うし、事務当局としても非常にやりにくいと思うので、これは定量化すべきである。ただ、ピンポイントを狙うのかどうかについては、折角前回の会合で、事務当局の金融調節をやり易いようにすることと、内容の透明性を考えて、一応 0.4%から 0.5%とレンジを示したところである。これは外には出さないということで取り決めていた経緯がある訳であるが、それとの連動で考えた場合にはレンジで行くべきだと思う。次に当面の金融調節であるが、マーケットよりも、これからの経済回復の主役になっていく家計と企業が、一体何を考えているのかが最大のポイントで、それをサポートするのがマーケットであり日銀になる訳であるから、そうした意味で日銀として何かやれることはプラス、マイナスしてマイナスがなければ、若干でもプラスがあれば効果が少なくともやるべきだと思う。そうした観点では、やはりデフレ懸念をまず払拭するということが最初に出るべきであろう。当然、不良債権問題は先ほど申し上げたとおりの問題である。従って、金利の低下余地が限られている中で、やはり量的緩和でフォローしていくことを採るべきであり、これをアナウンスすることは、マイナーな政策変更と受け取られたとしても、やはり人々の心理に与えるインパクトは非常に大きいと思う。選択肢としては、D案の預金準備率の変更をここで織り込んで、アナウンスすることにより、量的な金融緩和を含めた対応策を日銀として出すべきであろう。確かにマーケットでは資金需要がない、貸し手の方も今の財務状況等色々な事情に伴い貸す方向に進まないといった両方の要因があるとは思いますが、まず日銀からそうした姿勢を出してやる必要があると考えている。他に手があれば良いが、ない訳であるから。従って、金利水準については当然現状維持であるが、その現状維持の範囲内で定量化し、若干の政策変更と受け取られるという皆さんの意見があると思うが、オーバーナイト物金利を 0.4%から 0.5%の範囲内で、かつ低目に誘導する方向を、組織として明確にオープンにしたらどうかと思う。併せて準備預金制度の変更を織り込むことによって、当然金利に影響が出るだろうが、それが低目に誘導する方向につながれば良いのではないかとすることも考

えて、預金準備を約1兆円解放するD案を採用すべきだと思う。かつ、実施日は7月1日と思うので7月1日からという提案である。

速水議長

無担保コール0.4%ないし0.5%、特に低目誘導ですね。

三木委員

そこが一つのポイントであるので、それを付け加えたらどうか。

速水議長

預金準備率の変更による1兆円の解放提案で7月1日から。

三木委員

D案です。

速水議長

D案ですね。これを念頭に置いて討議頂きたいと思う。中原委員お願いします。

中原委員

私は、実体経済が急速に悪化しているという感じを持っている。特に本年度に入ってからそうした状況が著しい。因みに、CIだとかなり量感が分かる訳であるが、既に97年の山から相当下がってきて、まだ止まる気配がないという状況を真正面で受け止める必要がある。私には山からの下がり具合がイベントに相当するようと思われる。従って、ここで何らかの手を打つべきである。一方、量の面については、広義の流動性が3月、4月と3か月前に比べて急に落ちてきているが、先程も申し上げたとおり、前年比でマイナスになると大変なことになるので、その面からも何か手を打つ必要があると思う。今一つは、三木委員が言われたが、一体日本銀行

は何をやっているんだということである。少なくとも金融緩和で景気を下支えしているというのが日銀首脳陣の発言であるが、要するに公定歩合を上げないという消極的な意味、あるいは現状を維持するという消極的な意味では確かにそのとおりだとしても、やはり積極的に何をやったということを示す必要があるのではないか。その点に関連して言えば、一体金融政策は常に後追いなのかという議論があるが、私は出来るだけ政策委員の全知全能を集めて予見しプリエンティブな内容を考えることが採るべき態度ではないかと思う。後追いであればこそ、バブルの時のように、事態が進展してしまった以上は仕方がないと締めてしまった訳であるが、やはり出来るだけ先を予見して手を打つやり方が必要ではないかと思う。そこで、私も無担保コールのオーバーナイト物を平均的にみて0.4%前後で推移するように促すピンポイントを示すことを提案する。まず第一に、「やや」とか「ある程度」という表現は廃するのが宜しく、数字で定量化すべきである。4月9日の決定会合において、現状維持で一致した訳であるが、その中で非常に大きなバラつきがあった。それがやはり上手く出てこないことは非常にまずかったと思っているので、今後は明確に出すべきだと思う。そのためには、数字が一番良い。レンジかピンポイントかについては、0.4%から0.5%と言った場合に、例えばその上や、下にはみ出すのは許されないのかというリジットな解釈も成り立ち得るが、そこは0.4%として、Fedスタイルのプラス、マイナスで上にも下にも振っても良い。アラウンドといった感じの方が実際に操作をやっている日銀執行部もやり易いのではないかと思う。私は最初は後藤委員と同じ様に考えて、レンジでみて、出来るだけ低目ということかとも思ったが、その出来るだけという点は違うとしても、やはりピンポイントの方が明確なので、0.4%前後で平均的に推移するというピンポイントの案を提案する。0.5%から0.4%の下限であるから、これで現状維持が変わったのかということになる訳であるが、変わったと言えば変わったし、変わっていないと言えば変わっていない。どうも変わっているということを言いたい人もいるようなので、その場合には微調整といった程度のことなのかと思う。私はこれで

あれば政策の変更ではなく現行のオペレーションの範囲内だと思っているが、いずれにしてもそこはマーケットがどう取るかということである。さらに、将来考えている選択肢は、経済企画庁には申し訳ないが、16兆円の対策を実施しても余り効果が出ないという時に、多分恒久減税等を迫られるのではないかと思うが、その際に、例えば公定歩合を0.25%に下げることである。従って、今は0.4%をピンポイントとして提案申し上げる。イベントとかインシデントとか言うが、私共は段々慣れてきてしまって、何が起っても驚かなくなってしまうということがあるのではないか。現状は相当悪くなっていると認識しており、これまでのハプニングで十分にイベントは起っていると考えているので、大変小心者の提案であるが、0.4%でピンポイントを提案する。

速水議長

約0.4%ですか。0.4%前後ですか。

中原委員

前後である。

後藤委員

clarificationであるが、積み期平均で例えば0.38%とか0.37%になることも有り得るということか。

中原委員

それは、Fedの場合どうなっているのか。Fedと同じ考えでやれば良い。

後藤委員

前後ということになるとそうなる。従って、私には政策変更というように読める。

武富委員

私も、それは政策変更だと思う。

中原委員

そう言いたい方が多いようなので、それでも構わないと思う。私は現在のレンジの下限であり、しかも実際に0.38%といったレートや上の方のレートもこれまでであった訳であるから政策変更とは考えないが、政策変更と考えるならそれでも結構である。

武富委員

私自身も、そうした考え方があるというのは、良く分かるが、今回もし0.4%とすると、先行きのことを考えた場合に0.4%とか0.3%とか0.7%とか、極論かもしれないが2.1%とか、政策変更を行う際の最小単位について、市場にある程度の示唆を与えることになる。そこは技術論であるから、余り構わずに景気の実態を写した政策対応をすべきだという判断ですか。

中原委員

私は、政策変更だとは思っていない。あくまでも微調整であるから、政策変更ではない。

速水議長

それでは、篠塚委員お願いします。

篠塚委員

私は日銀が先般出した第6回生活意識に関するアンケート調査——平成10年3月に出された調査で、4,000人を対象にして回収率が80%——これをよく読んだうえで自分の考えをまとめてみた。私が非常に大事だと思っている点は次の点である。家計に対して1年間に、収入が減ったかに関し

て色々聞いている訳であるが、今回は収入が減ったと答えた人よりもそんなに収入が減らなかった、むしろ少し収入が増えたと答えた人の方が支出を非常に減らしていたという調査結果であった。通常であれば収入が減ったから支出を減らしたとして現在の消費の低迷を説明するが、一般的に収入がある程度あっても支出の方に悪影響が出てきているという調査結果は、家計全体のマインドが非常に低く下の方に押さえられている実態が読める訳である。さらに現在の低利子に対する受け止め方については、現在受け取っている利子が少なくなって辛いとの答えが半分の52%あり、平成9年の前回調査時の50%とそんなに大きくは変わっていないが、やはり利子率の低下に対する抵抗感が出てきている。先行き景気が良くなることは期待できないという答えも49%になっており、平成9年の41%を若干上回っている。勿論住宅ローン等を抱えている人達にとっては低金利は非常にプラスに効くが、ローンの金利負担が少なくて助かるとの答えは僅か8%しかいなかった、等々考えると、やはり、現在の個人金融資産、約1,200兆円なのかその半分の600兆円なのか分からないが、個人の家計資産の目減りは、今後の景気を考えるに当たって非常に大きな要因ではないかと思う。つい先般も定期預金の利下げが行われているし、やはり個人の金融資産が減ることが将来に対するマインドをますますシュリンクさせるのではないかと考える。従って、私はここで、現在の金融政策のスタンスを変更し、何らかの水準に無担保コールレートを下げるという意思表示をすることは、預金金利がスライドするため家計の消費マインドにとってマイナスになると思う。さらに金融不安がますます大きなissueになってくると思うが、現在更なる利下げを行うことは金融機関や一部の企業の延命策に手を貸し、却って更なる経済構造の改革を要する時にそれを先送りをさせるのではないかと思ったりもする。従って、私は最終的に選択肢Bとして、現在のスタンスを維持したまま、表現も現在のままで公定歩合をやや下回って推移するように促すということの良いのではないかと思っている。この「やや下回って」という表現が非常に不明確だという論点は十分に分かっている。この「やや下回って」ということは、山下金融市場局長から非

常にやりにくいという説明を何度も伺ってはいる。しかし出来上がったデータを見ると、非常に安定して0.43%、0.44%という水準にあり、コントロールは十分できている。昨年の段階では0.4%と0.5%の間の比較的上方に推移していた。一方、最近では下方になっているということは、この「やや下回って」との表現でやれるということである。事務当局がやりにくいのは良く分かるが、頑張っで現状でやって頂きたいと思う。

速水議長

それでは、篠塚委員は現状維持ですね。中原委員の提案は、最後にまた正式に議案にまとめて採決に付す議案として提出するか否か、再度意思表示をして頂くことになっている。次は植田委員お願いします。

植田委員

結論的には私は現状維持である。本来であれば今日辺りに大幅な量的緩和論を具体的に提案しようかと思っではいたが、先程申し上げたような話もあるし、準備も出来ていないという、色々な事情も踏まえて、結論的には現状維持である。多少詳しく申し上げますと、一つは先程も申し上げたようなアジア等への影響を私は場合によっては皆さんより少し強めに心配しているかも知れない。そうした中で経済全体を考える場合、素直に出てくる対策としては財政政策と金融システム不安対策の組み合わせであろうと思う。後者については案が作られつつあるし、前者については、第一弾と言っで良いのか分からないが、4月に対策が出た。これで駄目な場合についても、第二弾として、恒久減税等を含む財政政策が再度出るというのが筋の良い政策ではないかと思う。それでも駄目という判断が下せそうな場合に、大幅な金融緩和ということになると思う。その場合、必然的に一層の円安ということになるので、それに伴う批判は覚悟しつつやるということだと思っ。4月以降を見てみると、先程も申し上げたが、経済のファンダメンタルズが悪いということから、マーケットは既にある程度の金融緩和を織り込んでいっ。織り込んでいっ度合いを私なりに考えてみると、

データ次第ではあるが、例えば長期金利は4月当初と比べると40bp位下がっている。通常であればこれに対応する短期金利、あるいはコールレートの低下幅は最低それ位ではないか。普通の計量モデルでは50bpとか場合によっては100bpコールを下げると、エクスペクテーション次第で如何様にもなる訳ではあるが、長期金利はそれ位下がるかもしれないということであり、マーケットにはかなりの金融緩和期待が織り込まれていると思う。従って、ここでのオプションとしては、限られている中で、余り小出しにやって、さらにそれが次につながらないというエクスペクテーションが出ると却ってマイナスに働く効果やリスクも考えておく必要があると思う。判断としては、金融緩和あるいは出来る範囲で強力な政策が打たれるかもしれないという状態をちらつかせておくやり方が一番effectiveかと少なくとも先程までは思っていた。その上で今後のやり方としては、皆さんがご指摘のとおり余地は余りない訳で、一回大きなものをやるか、あるいは如何に分けても二回位しかない。二回の場合にはコールないし公定歩合を少し大き目に二回下げるか、コールをかなり下げて次に何か量的緩和を持ってくるかである。あるいは一回でやる場合には、金利を大きく下げるか、量を大きく出すかであろう。それで、必ずしも矛盾しない訳であるが、量の出し方にも色々ある。ただ、とにかく必要ところで打ち出すことがeffectiveだと思うし、今日が一番effectiveなのかとなると、市況ボードを見て悩んでいるが、7月位まで待ちたい。あるいは、先程来議論になっているイベントと呼んで良いのかどうか分からないが、起こるかもしれない事態に備えておきたい気持ちの方は強い。最後に表現の問題であるが、現状維持で表現も変えないという方向でいきたいと思う。三木委員が提案されているような準備率引き下げもやるとすると、そこそこ大きな対策をやる時に併せてやった方がeffectiveかなという気がする。私は審議委員になる前からもう少し明確な表現にすることを主張しようと思っていた訳であり、その意味では4月9日の決定会合で何かやっておくべきだったと思う。それを逃してしまった今、しかも取り敢えず金融政策が現状維持という判断をとるとすると、そこで表現だけ変えるのは、私共

の意図はそうではなくてもマーケットには色々な憶測を呼ぶリスクがあるかなと思う。現状において一般的には不透明感が残る訳であるが、特にそれによって大きなデメリットが短期的に発生しているとは思わない。レンジで示すのが良いのか、ピンポイントで示すのが良いのかの点であるが、ピンポイントでしかも現状維持という場合のピンポイントは何パーセントなのかについても、必ずしもこれまでの議論では十分な agreement はないという気もする。言い訳は適当ではないのかもしれないが、もう少し準備をしてから、かつ次に政策変更をする時に打ち出すのが良いのかなというのが私の考えである。

速水議長

植田委員は現状維持ということですね。それでは藤原副総裁お願いする。

藤原副総裁

私も現状維持である。先程私なりの判断でこれから見守るべきものは、政府の経済対策、不良債権問題、為替問題の三つに要約されると思うと述べたが、それを見守る間は現状維持という意味である。政策を変更する場合は、政策変更を鮮明に示すために金融調節、公定歩合、準備率を必要に応じてであるが、一挙に全部同じ方向に動かすのが必要であろうと思う。現状維持では下降傾向を辿っている厳しい現下の経済情勢を拱手傍観し漫然と放置しているのかと思われるかもしれないし、そうした意見も実際にある。しかし、今の現状維持は、潤沢な資金供給を続けた金融緩和策の累積の上に立った継続であるので、継続は力なりという意味合いも決して無視できないのではないかと思う。超低金利政策と言われるのには緊急対策という意味合いがあったと思うが、その緊急性が目下進行中であるということも考えてみる必要があるのではないかと思う。最近では様々なニュアンスであるが、金利引き上げ論すら出ており、その最中における据え置きという意味合いも考えても良いのではないかと思う。いずれにしてもこのディスカッションの様子は議事要旨に残る訳であるから、仮に現状維持

となっても、色々な議論をした結果であるということは内外に分かるのではないかと思う。現状維持という政策表現の曖昧さが指摘されているが、政策を変更しないことを表現するには、この表現自体を変更しないということが一番素直ではあるまいかと思う。要するに、一語一句変えないということである。もっとも、必要があれば総裁が記者会見の席上でオーバーナイト・コールレートを公定歩合水準をやや下回るという「やや」の意味について0.40%から0.50%のレンジを意味する旨説明すれば良いのではないかと思う。

速水議長

現状維持ということですね。それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

経済の現状判断と展望については、恐らく厳しくぶつけ合うと9人の委員の中に多少のニュアンスの差、あるいはニュアンス以上かもしれないが少し見解の差があるように思う。私自身は先程申し上げたように、ダウンサイド・リスクがここ1、2か月で増えてきてはいるが、年度後半における景気回復の展望が全く失われた訳ではないと考えており、そうした判断を前提にすると、ここで政策変更を行うことには慎重でありたいと思っている。今一つ円安が今の経済活動をサポートする力として働いていると思う。それは今の日本経済の実力に見合った動きとして自然に受け止めれば良いと思っているが、ここで緩和の方向にアクションを採って政策的にこれを推進し、円安に拍車を掛けるのが適当かどうかについても私自身はやはり慎重に考えたいと思っている。そういう意味で、現状維持と考えたいと思っている。中原委員の指摘された「政策はプリエンティブに先を見てやるべきだ」という原則的な考えには全く異論はないが、それはインフレ的な局面でも、デフレ的な局面でもやはりシンメトリックに適応すべき原則であろうと思う。ただ、中原委員のような考えを前提にすると、これは私の勝手な推測であるが、微調整とか現状維持の範囲の中で多少低めに

金利を持っていくということでは恐らく余り効果がないのではないかと。むしろ大きなまとまったアクションを採る方が整合的なのではないかと勝手に考える訳であるが、ここで大きなアクションを採るべきかどうかについては、私は先程申し上げた理由で今少し様子を見たいと思っている。三木委員から提案があった準備率の引き下げについて一言コメントさせて頂くと、もう少し金利水準が高い局面であれば5,000億円とか1兆円規模の準備預金を解放することは、かなりの意味がある措置だと思うが、この金利水準の下でぎりぎり一杯の準備預金の解放を行っても、金融機関のコスト軽減という面での効果は、残念ながら非常にマージナルと言わざるを得ないと思う。従って、三木委員が重視すべきであるとされた金融市場の外にある非金融部門である企業、家計に対して及ぼし得る恩恵も非常にマージナルなものではないかと思う。具体的な効果よりもアナウンスして姿勢を鮮明にすることが大事だという主旨であるようにも承ったが、私は本当に実効性を伴わないアナウンスメントをやるということが長い目で見て金融政策のクレディビリティにとって良いのかどうかやや疑問に思っている。従って準備率の引き下げについても消極的に考えざるを得ないと思っている。現状維持ということはどう表現するかという問題については、既にいくつかの意見があり、それぞれもっともだと思いながら聞いていたが、公定歩合をやや下回るというのは確かにその限りでは、明確でないという批判が有り得ると思う。ただ、現実にはマーケットの中でこれは非常に不透明な表現と受け取られているかという点、私は必ずしもそうではなく、0.4%台というイメージは割合ははっきりしていると思う。明確でないのは、0.4%台の上にもっていくのか下にもっていくのか、そこに何か政策的な意図が込められているのかどうか、0.43%水準は、低目誘導という政策的な意思表示なのかどうか、その辺が明らかでないという批判ではないかと思う。私は0.4%台の前半か後半かについては何等の意味を持たせるべきではない、むしろ自由に fluctuate させる柔軟性を持った調節をやってもらえば良いと思っているし、それは決してやりにくい話ではないと思う。10bp の中で上にいるか下にいるかで政策的な意味を持たせようとするこ

とには無理があるのではないかと思う。そこに余り政策的な意味を私自身は認めないのは、やはり我々は金利の誘導によって最終的には実体経済なり物価に影響を与えたい訳で、0.0何ポイントかの変化や、短期金利の変化が実体経済に及ぼし得る影響力の大きさは、ほとんどネグリジブルではないかと思っている。結論としては今回は現状維持、今の表現のままでいきたいと思っている。

速水議長

山口副総裁は現状維持ということですね。それでは、これまでの提言その他で、さらに討議すべきこと、あるいはもう少しはっきりしておきたいことがあれば暫く自由に討議してください。

三木委員

今このようなデフレ局面の入口にいて、かつ経済の状況が二番底の懸念もあるようなところにきている時に、金融政策として一体何をやったら良いのかは金融マーケットだけではなく、その裏にある企業、家計が何を期待しているのかが重要な点である。この人達はある意味では素人であるから、家計を考えたら金利水準をこれ以上下げるという選択は明らかに難しいし、今の政治情勢からしても非常にしにくいと思う。一方、企業の立場でみた場合には、現在の局面の中で金利を上げられたら潰れるから大変だし、しかし、下げてもらう必要もない、端的に言えばこれでキープしてもらえば結構だということである。金利水準が守られれば良いということは、逆に言えば、今後アメリカの景気が株式大暴落とか何かでクラッシュの局面を招来するとかいうことがあれば別であるが、そうでない限りは金利水準は現状で打ち止め、次は何時上げるんだという方向にもっていってもらえればと皆考えていると思う。景気回復では本来そういくべきだと思う。その中で9月まで如何に持ちこたえるかという局面において皆が要求しているのはやはり量的拡大、要するに量的な金融緩和で精一杯補完してもらうことである。資金需要がないからということではなくて、むしろそうした

姿勢を出すことによってマインドを変えさせる意味が非常に大きいのではないかと思う。従って、量的な金融緩和を今採るとしたら、これしかないであろうという思いで申し上げている。

後藤委員

山下金融市場局長に伺いたいですが、今大体準備預金は3兆5,000億円位ですね。いつか説明を伺った時に、コールレートのコントロールを円滑にやっていくためには、3兆円か3兆円を切っても少々程度の規模のものが必要だといった話があったように記憶しているが、準備率の変更で解放できる資金量はその位の量と考えて良いのか。

山下金融市場局長

テクニカルには私共が資金供給をして、最後で吸収するという各種の調節手法を使えば1兆円吸収されても何とか回ることは回ると思う。前回説明申し上げたのは、11月までは交換尻とか、為決における取引動機に伴う残高ニーズは大体2兆5,000億円から3兆円位のところであったが、最近のクライシス後は、特に4月の一部都銀の件が出た時や6月3日にもかなり緊張したが、リスクに対してホールドする形のフリー・リザーブ的な色彩が出てきているので、従来想定したよりは残高ニーズが若干上がっているかもしれないという面である。ただ、いずれにしても決定頂ければ、我々としてはそれに沿って対応していくということである。一方当然ながら、一応コストがある訳で、それにまず我々も慣れなければいけないし、マーケットも慣れるという意味では、当面金利がボラタイルに動く可能性がある。我々としては何度もマーケットに出る可能性という意味でのコストも出てくるし、場合によっては、最初よく分からずに、多目に資金を供給することになると、例えば積み期中初めの方に多目に積み上がり、月後半は積みが終わってしまい、フリー・リザーブになってしまうという面もあるかもしれない。直ちに1兆円解放しても、そのままコスト・セービングにつながるかどうかは分からない面もある。そうした問題はあるにせよ、テ

クニカルにはお決め頂ければ何とかやっていくということである。

速水議長

3月末頃、6兆5,000億円位積んだことがあって、私も国会で何故あのようによ目に積むのかとの質問を受けたことがあった。従って、金融のことは余り詳しくない方には確かに1兆円解放というのは、アナウンスメント効果がなにがしかあるのだろうと思う。日銀に1兆円積まれていたものが市場に出てくることは、それは、市場の立場からは、如何様の効果があるのか計数的に説明出来るのなら聞かせてもらいたい。

植田委員

先般の金融市場局の計算では、1兆円を放出すると確か50億円位になるということであった。

山下金融市場局長

先ほど山口副総裁が指摘されたように、結局金融機関のコスト負担がどれ位軽減されるかによるが、要するに1兆円積んでいる分の金利コストであるから、今金利水準が非常に低い現状では効果は余り大きくない。私共の試算では確か50億円である。

山本企画室企画第1課長

オーバーナイト・レートが仮に0.5%だとすると、1兆円掛ける0.5%が銀行に対する利益の増加額というかコストの負担軽減額になるので、年間で50億円ということになる。その50億円を全て貸出金利に転嫁して貸出金利がどれ位下がるかを計算したのが、0.0008%であったと記憶している。

植田委員

約0.1bpですか。

山本企画室企画第1課長

10分の1bpである。0.0008%。

中原委員

例えば0.43%から0.4%に下げた時には、また数量が若干増えるはずである。

山口副総裁

掛ける0.4になる。

山本企画室企画第1課長

そこは、掛け算を0.5で行うか0.4で行うかということである。

中原委員

そうではない。金利を下げて緩和した場合である。数量であるか、金利を下げるかということであろう。

山本企画室企画第1課長

一応、別々に考えて、金利が0.43%から0.40%まで下がり、仮に貸出金利を長期金利も含めてそのままスライドして下がるとすれば0.03%下がることになる。それに対して準備預金の1兆円解放の効果は、それよりもさらに小さく、0.0008%だということである。

植田委員

貸出金利への影響は、大まかにコールレートを0.1bp下げるのと同じ効果だと思う。0.43%を0.429%とするということか。

中原委員

0.43%から0.42%に下げた方が大きな効果がある。

植田委員

大まかにいうと0.43%から0.42%に下げた方が10倍効くということではないか。

速水議長

金額的には極めて小さいということか。

植田委員

小さい。ただ、コールレートを下げずに貸出金利を下げることは出来るから、若干円安等に与える効果は小さいかもしれない。

中原委員

いずれコールレートに影響が出てくる。

植田委員

それは、吸収してしまうのではないか。

山本企画室企画第1課長

つまり、市場金利を同水準に保つことを前提とすれば、1兆円解放しても通常であればその1兆円をまるごと吸収しないと市場金利は同水準にはならない。逆に言えば、1兆円が何か別の効果を持つということではなくて、あくまでも銀行のコスト負担軽減の効果だけが残るということである。

中原委員

銀行にプラスになるのか。

山本企画室企画第1課長

それが、年間で50億円という少ない額であるということである。

速水議長

一方で、銀行破綻が起ったような時に準備預金が少ないことは、リザーブが少ないことになる可能性がある。その辺は現在の3兆5,000億円程度が、現状では大体必要にして十分な水準だと判断している訳か。

山下金融市場局長

3兆5,000億円という現状は、勿論通常の日々であれば全く問題なくなっている。ただ、先程も申し上げたように、6月3日のように1日に9兆円もの資金不足が生じるとか、大量の為替介入が行われるとかの特殊な要因が起った場合、あるいは先程来から出ているイベントのような事態で、緊張して縮む時には足りなくなることもある。通常のベースでは3兆5,000億円あれば十分な水準だと思う。

後藤委員

資金量よりはむしろ資金コストの問題であろう。

速水議長

他に質問、意見がありますか。

中原委員

いずれにしても、私が申し上げたいのは、今日非常に悪いQEの数字が出たのにもかかわらず、日銀が現状維持だということでは、反対意見があったとか、どういう意見があったかは発表して頂けるにしても、それを市場が如何に受け取るかである。日銀は何を考えているのかと。

植田委員

ただ、今日やるなら中原委員が主張されるよりも大きめの金利引き下げ幅になるのではないか。

中原委員

金融緩和をするにはカタストロフィーが必要とでも考えているのか。この会議をやっている最中に出ていることは分かっている訳である。

山口副総裁

敢えて申し上げれば、今日出たのは1~3月のQEである。総合経済対策が打たれた後の98年度の経済展望がQEで変わってしまうかどうかである。

中原委員

結局、我々の議論は全て経済対策待ちということか。それまでは何もやらない、効果が出るまで待つ、その間にカタストロフィーが出たら仕方ない、その時にやりましょう、そういう論理ですね。

植田委員

直前にやりたい。

中原委員

だからこそ小さいと言われるかも知れないが、何がしか認識をした方が良いのではないかというのが私の意見である。皆さん色々考えがあるのだろうが、私はそうでないと日銀の政策委員会というのは余程現状に疎いと受取られるのではないかと思う。

武富委員

勿論、そのリスクはあるが、もし認識を示すのであれば、どの幅で動きたいと思うのか。

中原委員

0.4%にすれば、ある時は0.48%等ということになる訳であるから、決して小さい数字ではない。

速水議長

他に意見がないようでしたら、私の見解を少し述べさせて頂きたいと思う。实体经济については、先ほどの数字を見ても個人消費の悪化には歯止めが掛かってきていると思う。設備投資、輸出、生産等はまだ明確な減少傾向にあると思う。こうした中で、雇用・所得面の悪化が一段と目立ってきている。生産、所得、支出の循環には引き続きマイナス方向へのモメンタムが働いている。物価についても全般に軟調に推移しており、マネーサプライ等の量的金融指標も弱い動きになっている。先行きについては、総合経済対策の効果が夏場あるいは秋口から次第に顕在化して、これが景気の下押し圧力に歯止めを掛ける可能性が高い。従って、経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクはさほど大きくないと判断される。こうした情勢を踏まえると、現在の金融政策スタンスを維持しつつ、このところの雇用・所得環境の一段の悪化が国内需要をさらに弱めることがないか等、経済、金融の動向を注意深く見ていくことが適当と考える次第である。最近私も国会に呼ばれて感じることは、3月、4月頃は、金利について与党サイドはなぜ上げないのかという、いわゆる家計の立場での議論が非常に多かったが、野党の方はむしろ引き下げろということであった。ところが先般は、野党の方から現状のまま今の超低金利を続けると、中堅・中小企業も金融収益に安泰なことに慣れて、新しいことあるいはリストラや改革等をしなくなるのではないかと、従って、そろそろ金利を上げて競争力のない業種、企業を新しい部門へと動くようにしていけないといけなのではないかといった趣旨の質問を頂いた。確かに、いつまでも超低金利が続いていくのはどうだろうか。少し改革を行わなければいけないという観点では、歴史的にも浜口内閣、あるいは井上準之助さんの例がある。金解禁は金利の上昇と同じになるのであろうが、金解禁という刺激を与えることによって

経済を立て直そうと考えたのだと思うが、結果としては倒産が続いていったという歴史の教えである。いずれにしても非常に長く超低金利が続いてここまできている中で、皆がこれで良いのかという感じを持っていることは確かだと思った。日銀の立場で私としては三つのことを気にしている訳である。その一つは、やはり金融システムの不安という不良債権問題が景気と裏腹の関係になっていることが非常に明確になってきたということである。特に海外の日本経済観等を見ていると、金融機関の不良債権に対して色々な案はあっても、その処理がまだまだ済んでいないため、実際問題として金融システムの安定化が進んでいないことをもって日本経済全体に対する非常な不安感が横行している感じがしている。この問題については、政府もそのことが分かり始めており、景気対策のためにも不良債権問題、金融システムの安定化を考えなければいけないとの考えがトータルプランに代表されていると思う。ただ、これとてもまだ何と何をやるかも明らかになっていないし、臨時国会を開いて施行になるのは9月以降ではないか。その間、銀行が売れない担保を持った不良債権を引続き抱えているということでは、経済が少しも良くなっていかないのではないかと非常に心配である。先般の経団連との会合時にも出た話題であるが、各金融機関が不良債権を自己査定し、自らこれは回収不能だと考えたら、それを別勘定にするとか引当を行って準備を整えるとか、あるいは子会社にでも譲渡して別の処理方法を考える等、各々の銀行で自己査定とそれに対する対処が行われていって然るべきではないか。それを誰もリーダーシップをもって言おうとしないところに問題があるように思う。既に20数行は自分で査定して、これだけのものが自行の不良資産であるということをディスクローズしている訳である。いずれ政府の対策も打ち出されてくると思うが、そうしたことを日銀としても今少し説得していくべきであると思う。それが、各銀行の信用を回復する途だと思ふし、全体としてマクロ経済を良くしていく方向につながると思う。もう一つは、やはり為替についてであるが、確かに今の経済、内外の経済情勢の中で日本の政治経済の現状を見れば円が安くなっていくことは自然の流れかと思う。金利を多少上げて

みても、これが止まる訳でもないし、また、アメリカが金利を上げて輸出が急に増えるというものでもない。幸いにして経常収支が大幅に黒字で、今出ている資本あるいは投資は、従来の分の返済であり、海外に向かって新しい運用が一気に出てきているものではないので、それが円安の原因ではないように思う。むしろ、円安は先ほどから出ているように、それに伴い輸出量も増えているはずなので、国内の輸出業者の採算を良くしている。ただ、全体としてみると、日本経済の長期に亘るプラスではないし、アジア諸国等にはかなりの大きなマイナスを与えているに違いないと思う。市場に任しておいても、国際収支の実情や対外債権超過が1,000億ドル以上のネット超過を有する国の通貨が一気に安くなっていくものではないと思うので、余り心配はしていないが、まだ140円台で止まるかどうかは分からないところである。ユーロが出始め、これからアジアの立て直しが始まっていく時期に、もう少し円を強くし、市場を開いて輸入を拡大していかないといけないのではないかという心配の方が大きい。アメリカについても、このままでは、日本の黒字が再度増加して文句が出始めるに違いないと思う。三つ目は、ビッグ・バンがスタートして、各種の大銀行、証券の合併や提携の話が進み始めていることは、結構なことだと思う。敗者も出てくるであろうが、強い先と提携して、仕事が増えていくことがビッグ・バンの一つのメリットでもあると思う。強い企業も入ってくるが、それに加えて国際金融市場としての東京インターナショナル・マネーマーケットが早く出来なければいけない。そのためには、円もしっかり安定した通貨になり、もっと使われなければならないと思う。円の国際化という言葉が出始めてきているが、FB等を市場の最も信頼される使い勝手の良い玉にしていくといったことを急ぎ、取引を増やしていくことが円の基軸通貨化につながっていくと思う。また、そうしたマーケットを作っていくことがサービス部門に限らず雇用を広めるジョブ・クリエーションにつながっていくのではないかと思うので、日本銀行としては中期的に考えてやっていかなければならない。以上三つをやや中期の問題として、今後皆さんと一緒に考えていきたいと思っている。当面の金融政策運営については、

準備率も含めて私も現状維持で適當ではないかというように思っている。金融調節方針の表現方法についても、現状のままで特段不都合はないように思う。ここで表現を変えること自体が、市場に不測の影響を与えかねないように思う。

中原委員

今の総裁の言葉にコメントさせて頂きたいと思う。一つは超低金利が長過ぎたという意見があるが、さりとて上げる必要は毛頭ないと思う。財政で60兆円支出した結果、もう効かないから今度は締めてみようとして、大失敗した例もある。金利についても経済論理からみて、下がる方が当然だと思う。様々な意見があろうが、あくまでも経済論理をもって判定すべきだと思う。従って、今金利を上げるという議論は全く有り得ないと思っている。

速水議長

私もその通りだと思う。ただ、そうした意見が随分出始めたということを上申している。

中原委員

そうであればこそ、頑張ってくださいと申し上げている。第二は、不良債権の話であるが、例えば都銀の側から言わせれば、それは政府のマクロ政策次第だということもある。政府のマクロ政策が当を得て、実体が良くなれば、景気が好転するということである。だから早く实体经济を良くして下さいと言っている訳である。

速水議長

それは一理あるが、特にここへ来て日本経済を見る目は金融機関の不良貸出の整理がまだまだで、20兆円規模の処理が済んでいない点に集まっている。それへの対策もまだ決まっていないことから、どれだけ大きな不安

感を招来しているかということを上申したかった。

中原委員

私の解釈では、トータルプランの中でいわゆる土地のロンダリングについては、国会でも法案が通っているから対策は出来ている。土地とか権利調整については、国会で法案が通っているから、大体のお膳立ては出来たのではないかと思っている。今度はいよいよ資金の方である。

速水議長

お膳立てが出来ても、法律が施行されるのは恐らく9月であろう。それから動き出すことで9月末の中間決算に間に合うのか。

中原委員

それはそうであろう。しかし、一応お膳立ては出来たということであろう。

速水議長

個々の銀行の中にはゆとりのある良い銀行もある。しかし、そうした先も護送船団方式で他を見ながらやっていく慣習が残っているように思われるので、出来るところからそれぞれの銀行が自分達の判断でディスクロースもやり、具体的な対応をしていくべきではないかということを上申している。

中原委員

もう一つ私が心配しているのは、総裁が自己査定を発表すべきということをお考えで言うのは結構だが、市場メカニズムという言葉を出すと、非常に危険だということである。それでは、破綻していいんだと受け取られる。例えば、大きな銀行が破綻した場合、それを如何に收拾するかというメカニズムは全く出来ていない。北拓だってどうやって融資先を

北洋に移すかで四苦八苦している状態である。一段と大手の銀行の場合には貸出先が極めて多いので、その辺は日本銀行としてもこうしたスキームで対応するというを本当に良く考えておく必要がある。勿論、自己査定を行って不良債権を極力大きくしないことは私も大賛成であるが、その言い方に気を付けないと、例えば市場メカニズムという言葉を使うと、非常に危険性があるのではないかと思う。市場メカニズムは優勝劣敗であり、日銀もいよいよやるのかと受け取られる。

山口副総裁

次々に潰すというイメージが出ないように気をつけた方が良いということですか。

中原委員

用意が出来ていれば良い。

速水議長

ただ、2001年を越えたらペイ・オフになる以上、もうスタートしないといけない。動けるところから動き始めるべきだと思う。

植田委員

それは、先般の議論でどうしても必要があれば、議決によってはということではなかったか。

中原委員

私は市場メカニズムという言葉を使うと、それは日銀が優勝劣敗を認めただのかと受取られ、非常に危険であるということを改めてここで申し上げている。

植田委員

それは、認めるのであろうが。

中原委員

日銀総裁が発言するかしないかでは大きく異なる。

山口副総裁

いきなりスキームもなしに破綻させるのは、非常に危険だとおっしゃっている訳でしょう。

中原委員

そういうことである。

速水議長

私の意見は以上である。ここで、政府の出席者から意見等がございましたらどうぞ。

塩谷調整局長

1～3月のQEの結果はご覧頂いた通り、前期比で-1.3%である。これは、石油ショックの後の昭和49年の1～3月に-3.4%というのがあるが、昨年の4～6月の-2.8%に次ぐ史上三番目のマイナス幅である。史上二番目と三番目のマイナス幅が同じ年度に来たので、平成9年度の実質GDP成長率は-0.7%という結果になっている。石油ショック後の昭和49年度が-0.5%であったので、昭和30年に国民所得統計をとり始めて以来の最低の成長率を記録したことになる。多分明朝の朝刊の見出しにはそうした趣旨が踊るのではないかと思うが、それが家計や企業のマインドに与える影響を大変心配しているところである。このような厳しい経済の現況に対して、政府としては4月24日に決定した総事業費16兆円を超える過去最大規模の総合経済対策の着実な実施を図ることが何よりも必要であると

考えている。現在総合経済対策の早期実施に向けて、国会で補正予算案の審議をして頂いているところであり、1日も早く補正予算を通過させるべく最大の努力を払っているところである。今後の金融政策運営の方針決定について一つだけお願いをしておきたい点は、企業への資金供給が量的に確保されることに十分配慮した運営ということである。

速水議長

それでは、議案の取りまとめに移りたいと思うが、まず、後藤委員、先程の提案は正式に議案として提出して宜しいか。

後藤委員

大体皆さんに否決されたようであるが。

速水議長

先程の委員による検討では、当面の金融調節方針について現状維持とされる意見が大勢を占めていたように思う。そこで、私の方から当面の金融調節方針は現状維持、調節方針の表現もこれまでと同様の表現で議案を提出したいと思う。ただし、委員の中には準備率を引き下げた方が良いという意見もあったし、調節方針としても表現方法の変更を含めて幾つか他の意見もあった。従って、ここで、正式に議案として提出して頂きたいと思う。後藤委員、先程の提案を正式に議案として提出して宜しいでしょうか。

後藤委員

結構である。

速水議長

三木委員の金融市場調節方針に関する提案は後藤委員と同じということで宜しいですね。

三木委員

厳密にはちょっと違うが、一言入るだけの違いである。後藤委員は、0.4%から0.5%ということで定量化するということですね。

後藤委員

低目にというところですね。そこは入ってます。

三木委員

入ってますか。

後藤委員

「できるだけ」という言葉は入っていないが・・・。

三木委員

そののところは同じで結構である。

中原委員

準備率は。

三木委員

それはこれから。

三谷政策委員会室長

準備率も一緒に今提案頂ければと思う。

三木委員

正式に提案ということで結構である。

速水議長

正式提案で良いですね。

三木委員

はい。

速水議長

中原委員は正式提案で宜しいですね。他にございますか。それでは、ただいま幾つか出された議案を正確に確認したいと思う。

三木委員

総裁、現状維持という表現も変えないとのことであるが、前回会合において0.4%から0.5%の間で実際の運用を行うことを合意している訳である。ただし、これは外には出さずに暫く運営していくという合意をしているが、それも含めて現状維持ということで宜しいのか。

速水議長

それで、宜しいですね。

山口副総裁

私が申し上げたのはそういうことである。

三木委員

皆さんそういうことですね。

武富委員

「やや」という表現で日銀に多少自由度があった方が良くということをお願いしたのはそういう趣旨である。

速水議長

それでは、事務局の方で各議案を正確に用意したうえで、私の分も含め

て議案を提出したいと思う。

(午後4時50分再開)

速水議長

再開する。議案の準備が出来ているので配って頂く。改めて確認するが、議案を提出された方、お配りした議案を正式に採決に付すということで宜しいでしょうか。では、三木委員の議案から説明して下さい。

山本企画室企画第1課長

正式な議案と致しましては、1兆円という数字ではなくて、後ろの表にあるように準備率を何%から何%に引き下げるということである。これは、先程の1兆円解放ケースのD案である。案件、「準備預金制度に関する法律で昭和32年法律第135号第4条第1項、および第5条第1項の規定に基づき準備預金制度の準備率を別紙のとおり変更し平成10年7月1日から実施すること」、「対外公表文は別途決定する」、実施日については、議決された場合には官報での公告を経て効力を持つことになる。準備預金の準備率については、過去通常は各月1日から準備預金の積み期間が始まる各月16日ということで実施してきたので、仮にこれを踏襲すると、本日ですと「7月1日実施」となる。これが三木委員案である。

三木委員

結構である。

山本企画室企画第1課長

中原委員案を読ませて頂く。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すること」、「対外公表文は別途決定する」、記、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を平均的にみて0.40%前後で推移するよう促す」。この場

合微調整ながら政策変更と取られる可能性があるので、これが議決された場合の対外公表文については、後程、この会合で別途作って議決頂くことを考えている。次に後藤委員案を読み上げる。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」、記、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて 0.40%から 0.50%の範囲内で低めに推移するよう促す」、別添は対外公表文である。当面の金融政策運営について、「日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持（注）とすることを決定した。全員一致ないしは賛成多数」、（注）として、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的に見て 0.40%ないし 0.50%の範囲内で低めに推移するよう促すこと。従来の議決事項の表現であった『公定歩合水準をやや下回って』に代えて、『0.40%から 0.50%の範囲内で低めに』としたのは、現状の金融調節方針についての透明性をより高めるため、その内容を明確にしたものである。」。

後藤委員

結構です。

山本企画室企画第1課長

議長案を読み上げる。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」、記、「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」、別添、対外公表文である。当面の金融政策運営について、「日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した。全員一致ないし賛成多数」。これは前回会合までの議決および公表文と同様である。

速水議長

準備率引き下げに関する三木委員からの議案について採決する。事務局は議案を持ち回って、委員から決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

(政府からの出席者退室)

[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：三木委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

篠塚委員

植田委員

棄権：中原委員

欠席：なし

三谷政策委員会室長

それでは採決結果を読み上げさせて頂く。賛成が1、反対が7、棄権が1で、この案は否決された。

速水議長

次に、金融調節方針に関する議案を、先程読み上げた順番に採決する。中原委員からの議案について採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：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

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

三谷政策委員会室長

ご報告します。賛成 1、反対 8 で、本案は否決された。

速水議長

次に後藤委員からの議案について採決します。事務局は議案を持ち回って委員から決裁を得て、その結果を報告して下さい。

[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：後藤委員

三木委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員
篠塚委員
植田委員
棄権：中原委員
欠席：なし

三谷政策委員会室長

ご報告します。賛成が2、反対が6、棄権が1で本案も否決された。

速水議長

それでは最後に、議長が提案した議案について採決する。事務局は議案を持ち回って下さい。

[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
篠塚委員
植田委員
反対：三木委員
中原委員
棄権：なし
欠席：なし

三谷政策委員会室長

ご報告します。賛成が7、反対が2で、本案は賛成多数で可決された。
なお、反対2に投票されたのは中原委員、三木委員である。

(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現状維持とすることを賛成多数で決定した。

中原委員

誰が何を提案したかは、議事要旨に全部出るのか。

山本企画室企画第1課長

その点はまだ決定していないので、次回議事要旨を作るまでに検討したい。

中原委員

是非出すようにして頂きたい。また、記者会見の時にはどういう案が提案され、その時には名前を言わなくても良いから、どう議決されたかをきちんと行って欲しい。

山本企画室企画第1課長

そこはご議論頂きたいと思う。今までは、議決されたものだけが公表文で公表される形をとり、どのような案が提案され、どのような議決内容になったかは、1か月後の議事要旨で出るという考え方を一応想定していた。記者会見は2日後に迫っているので、そこの扱いは本会合で決めて頂いた方が良くと思う。

中原委員

今日も議決結果を発表するのか。

山本企画室企画第1課長

今日は可決されたものだけ「賛成多数」か「全員一致」という形で公表させて頂く。

中原委員

私はそういう提案をさせて頂く。

後藤委員

初めて全員一致ではなく、賛成多数という結果が出た訳で、2日後、記者会見の時に恐らく質問が出ると思う。こうした場合に如何に対応するのか、要するに賛成されなかった方のお名前を出すかどうか、それとも名前は出さずに何名の反対と公表するか、そこは次の議事要旨までにするかを決めておいた方が良いのではないか。あるいは、そこは議長のご裁量だということならばそれでも良いが。

山本企画室企画第1課長

これまで事務局で考えていたのは、まず議決された事項については本日の会合30分後に決定事項として公表し、その時には「全員一致」ではなくて「賛成多数」というカッコ書きのものを出す。そこでは「何対何」とか「どなたが」ということは一切出さない所存である。記者会見においても「賛成多数」であることは申し上げるが、「どなたが」ということは申し上げないつもりである。そして、1か月後の議事要旨に議決された事項については「何対何」でどの委員が賛成し、どの委員が反対したか、それから、宜しければ再度反対理由を簡潔に述べて頂き、反対理由も明記するというものである。また、否決された方の提案について、如何なる形で書くかについては、実は決め事が無いので、この場で決めるか、あるいは議

事要旨を作るこれから1か月の間に議事要旨の作り方を皆さんでご議論頂いて、公表の仕方を決めて頂くか、いずれも可能である。ただ、議事要旨を作る過程で決める場合には、記者会見は直ぐに来てしまうので、記者会見ではその案については「言わない」ということになるかと思う。

速水議長

いかがですか。

三木委員

まず、議事要旨は1か月後に公表する訳だから、その段階では、可決された賛成多数の議案が出るだけではなく、否決された議案も「かかる議案が出されたが否決された」という形で、かつ固有名詞も出して頂きたいと思う。総裁の記者会見の段階では、まだ中身の問題としての議事要旨までは全部確定していないから、固有名詞は結構ですから、「実は別の案として、かかる意見もあった」ということを是非言って頂きたいと思う。固有名詞はなしでも結構だが、「こうした案があった、その結果を多数決でこういう形に決めた」として頂きたいと思う。

速水議長

それで宜しいですか。

三谷政策委員会室長

反対の方には反対の理由を述べて頂きたいと思っている。

山本企画室企画第1課長

もう一度整理して確認したい。議事要旨には、反対の理由も含めて、反対の委員と賛成の委員の実名を書かせて頂く。否決された案に関する三木委員のご提案部分については、議事要旨の中で「こうした案があって、そうした取り扱いになった」とか「何対何になった」とか「誰がどうであっ

たか」ということの扱いであろうが、また次に議論すれば良いと思う。三木委員は、記者会見の時には賛成しなかった委員、あるいは如何なる意見があったのかを当然聞かれ、その場合には、具体的な固有名詞なしで他にもこのような意見があったということをご提案されていると思う。

速水議長

それで良いですね。

中原委員

議事要旨では名前が出るということか。

速水議長

議事要旨の時に名前が出る。

三木委員

1か月後になってしまうが。

速水議長

次に過半数が賛成である場合、反対の方にその理由についての発言を述べるか否か確認をしたい。

中原委員

もう議論は出尽くしている。

三木委員

別の案を提案してそれを否決された訳だから、それで十分ではないか。

山本企画室企画第1課長

それでは議事要旨の反対理由欄に反対理由を書かせて頂いて、ご承認を

頂くこととしたい。

速水議長

最後の金融経済月報の検討に入る。金融経済月報のうち最初の2ページが本委員会の正式な決定事項なので、本日のこれまでの議論を踏まえてご検討をお願いします。まず、調査統計局早川課長と企画室山本企画第1課長からポイントを説明して頂く。

早川調査統計局経済調査課長

先程1～3月期のQEが出たので、若干付け加えさせて頂く。ご承知のとおりかなり悪い数字になり、恐らくマーケットの予想、あるいは本行自身がみていた数字よりも弱かったと思っている。内容的には、昨日、法人季報が発表された段階で少しマイナスが大きいかとも予想されていたが、設備投資のマイナスが大きかったこと、家計調査等から予想されていたよりも個人消費のプラス幅がやや小さめであったことが挙げられる。三点目としては、製造業の在庫等から考えると、10～12月期、1～3月期も共に在庫がプラスで寄与してくると思っていたが、10～12月期もマイナスで寄与し、この1～3月期も在庫が増えていないので、悪い数字ではないが、数字面としてはマイナスに効いたことが影響しているように思う。これを前提にすると、98年度は最初から1%マイナスの下駄を履いてしまったことになる。従って、政府経済見通しの1.9%を達成するためには4～6月期以降、前期比で1.2%ずつ成長していかなければならないという数字になっている。また、GDPデフレーターは今期は実は原油価格の下落等で輸入物価が下がっているので、正確な計算は出来ないが、前期比で1.0%程度の上昇、前年同期比で1.6%の上昇になっているだろうと思う。

中原委員

デフレーターのところは何と言ったのか。

早川調査統計局経済調査課長

デフレーターは前年比では1.6%の上昇である。前期比は現在正確な数字がないが、1.0%程度上昇していると思われる。

それでは基本的見解であるが、お手許の表に即して前回との変化点について述べさせて頂く。各論については、最終需要項目は先程村山局長から説明したとおり、それ程大きな変化がないので、ほとんど同じような表現になっている。設備投資については正直に言って先行指標等で弱い数字が出ているが、この点は既に引き続き減少傾向という表現にしているので、特に大きな変化はない。そうした中であって、所得形成の面について今回は「企業収益がさらに悪化しているほか、最近失業率が急ピッチで上昇するなど、雇用・所得環境の悪化が顕著になっている」としている。所得形成の悪化が特徴点であるということで、この様に書かせて頂いた。これを受けた総論だが、前回は「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関する下押し圧力が強い状況にある」という表現であったが、下押し圧力という場合、先程も説明したとおり最終需要が年末に落ちて、それが生産面を通じて雇用・所得面に出てきたということになると、そうした下押し圧力の一番尻尾のところはかなりリアライズした感じになる。従って、改めて下押し圧力と表現するよりは、事実をフラットに申し上げるべく今回は「わが国経済をみると最終需要が低迷を続けることで生産は減少しており、特に最近雇用・所得環境の悪化が顕著になっている」という案を作らせて頂いた。先行きであるが、補正予算案が実施に移されれば現在の生産・所得・支出を巡るマイナスの循環には歯止めが掛かることが見込まれるという部分は前回の認識をそのまま受けている。ただ、それに加えたポイントとして、前回「わが国経済が自律的な回復軌道に復するためには家計・企業コンフィデンスの改善が重要であり」との書き方であったところを、今回はもう少し現在の足許の指標の悪化を踏まえ、「しかし、足許の急速な雇用・所得環境の悪化によって、国内需要が一段と下押しされ、経済の活動水準が大きく低下することになると、財政面からの諸措置の効果を減殺することにもなりかねない」という一文を入れて、「こ

のため、今後の経済活動のコンフィデンスを含め、注意深く見ていく必要がある」という文章にしている。最後は物価面であるが、現状および先行きの書き方は基本的には同じである。ただ、一番最後の文章であるが、今回は「物価はなお暫くの間全般に軟調に推移する公算が大きい」と「大きい」で終わっているが、今回は「大きく、そうした下では、国内需要が仮に更に弱まる場合のリスクも念頭におく必要がある」ということで、今少し注意を喚起している。以上のように、基本的見解の実体経済部分に関しては、先程内部用の資料に即して申し上げたことを比較的フラットに書いてあるが、ただいま、政策判断としては「現状維持」ということであるので、それとの関係で先程特に今回変えたとして申し上げた先行き、物価等の書き方についてこれで良いかどうかをご議論頂ければと思う。

山本企画室企画第1課長

2 ページ目、金融の全文である。98年6月、短期金融市場の「ターム物現物レートおよび先物レートはいずれも概ね横這い圏内で推移」ということである。この間、長期国債流通利回りは大きく動いたので、「弱めの実体経済指標の発表などを受けて、4月下旬以降、過去最低水準の更新を続けたあと、ごく最近は幾分反発している」と書き込ませて頂いた。3日前にお配りしたもので、国債の金利が約1.1%から今日は1.225%まで動いたので、その分を織り込ませて頂いたということである。「この間、株価は弱含みで推移しており、市場参加者の景況感はやや弱い状態が続いていることを示唆する動きとなっている」。この間がダブるので次のこの間をとって頂いて、「信用リスクに対する市場の警戒感には引き続き根強いものが見られ、国債・民間債の利回り格差は、昨年末以降の拡大したままの状態が続いている」。これは前月と同じ判断である。「量的金融指標をみると、マネーサプライの伸び率がこのところ低下してきているほか、民間銀行貸出も低迷を続けている。これは、民間銀行が慎重な融資姿勢を維持していることに加えて、経済活動の停滞持続に伴って企業の資金需要が落ち込んでいることが強く影響しているものとみられる。この間、中小企業な

どを中心に企業によってはアベイラビリティ、金利の両面で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。」と最後はほぼ前月と同じ表現である。

中原委員

前月に比べて余り変わらないという判断か。

早川調査統計局経済調査課長

いえ、先程現状について申し上げたように、状況が厳しくなったことをそのままフラットに書いたつもりではある。

村山調査統計局長

かなり先行きのリスクについて言及したつもりである。

山口副総裁

先行きというと、それは「足許の急速な雇用・所得環境の悪化によって」というワンセンテンスである。ここに書いてあることは誠にこのとおりだと思うが、これがどの様に受け取られるかと考えると、国内需要が一段下押しされ、経済の活動水準が大きく低下するというリスクをかなりと言うか、確度がそう低くないと受け取られるのではないかと思う。前月よりさらにこれだけ厳しくする必要はあるのか、若干疑問に思う。物価の最後で、先月に比べ注意喚起を強めて書いたところは、物価の弱さが国内需要の弱さとして跳ね返っていてスパイラル的に弱くなっていくリスクを指摘している。このリスクは確かにあると思うが、これも同様の理由で物価を論ずる部分であるから、物価の叙述に止めておいた方が無難ではないかと思うが如何か。

中原委員

これでも弱いと思っているので、山口副総裁の説には賛成しかねる。執

行部の案で良いと思う。

藤原副総裁

98年5月の総論の文章は4月も同じだったか。

早川調査統計局経済調査課長

4月も基本的には同じ文章である。

藤原副総裁

どの時点まで遡って同じか。

早川調査統計局経済調査課長

4月、5月は2か月間この文章である。

村山調査統計局長

4月、5月がほとんど同じで、「引き続き」があるかどうか程度の話である。下押し圧力という点では3月から増えている、3月の段階では「わが国の景気は停滞を続けおり、下押し圧力は強まりつつある」という表現にしている。それが4月には「経済全般に対する下押し圧力が強い状況にある」、5月は「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」という流れである。

藤原副総裁

これを踏襲して総論を書かなかったのは、先程の説明のとおり、事実を淡々とフラットに挙げた方が現状をより説明し易いという判断なのか。

村山調査統計局長

私共の判断としては、3か月間続けて下押し圧力に触れているので、それが具体的にどこに顕現化したかを示す意味合いで今回は雇用・所得環境

の悪化としてこの様な表現にさせて頂いた。

三木委員

先行きのところで「足許の急速な雇用・所得環境の悪化によって」と書いてある部分はむしろ「足許の急速な雇用・所得環境の悪化もあり」と言った方が良くはないか、「よって」ではなく。

村山調査統計局長

要するに限定しないで、全部だということか。

三木委員

限定しないというか、国内需要がさらに一段と下押す感じが出る「悪化もあり」の方が良い。

速水議長

「悪化もあり」にしますか。

三木委員

その方が良くはないかと思う。

中原委員

その場合は、他に何かあるかという問題が残る。私はこれで良いと思う。

早川調査統計経済調査課長

最もストレートに考えられるのは雇用・所得環境の悪化であるので、「あり」とすると、もう少し大きな塊として何かを考えられることになる。

山口副総裁

「大きく経済活動水準が低下することになると」という、いわば一つの

想定内容だから、経済には各種のショックが働き得る訳で経済活動水準を大きく押し下げるとするのは雇用・所得環境の悪化だけではないだろうと思う。外的なショックが非常に強く働けば、水準は大きく下がる。

三木委員

そういう意味なんです。これだけで、国内需要が一段下押しされる訳ではない。

中原委員

では「悪化等によって」にしたら良い。

速水議長

「悪化等により」ですか。

速水議長

良いですか、それで。

早川調査統計局経済調査課長

私共は皆さんのお決め頂くものについて、あくまでも「案を出させて頂いた」ということですから。

後藤委員

私の印象では、主体は「歯止めが掛かることが見込まれる」ということであるが、その後に「しかし、こうしたリスク要因がある」との留保条件がついているということであると思う。その留保条件が文章としては「によって下押しされ大きく低下することになる」と、非常に念押し的に表現されており、留保条件にしては丁寧に書き過ぎていると感じる。従って、「国内需要が一段と下押しされることになると」で良いのではないか。

中原委員

私は、日銀スタイルの表現で「下押し」という内容が良く分からないと不評なために、改めて書いたのかと思った。

早川調査統計局経済調査課長

ただいまの後藤委員の「国内需要が一段下押しされることになる」とするのであれば、「経済活動の水準が大きく低下する」を削るということか。

後藤委員

経済活動の水準が低下することになれば、既に財政面からの措置の効果は減殺されているから過去形である。

中原委員

私は、削るのであれば「国内需要が一段下押し」から削った方が分かり易いと思う。

後藤委員

「国内需要が下押し」というのを消すのであれば、「財政面からの諸措置の効果を増殺する結果ともなりかねない」ではどうか。

山本企画室企画第1課長

現時点で、最後に出ている案は「しかし、足許の急速な雇用・所得環境の悪化等により、経済の活動水準が大きく低下することになると、財政面からの諸措置の効果を増殺する結果ともなりかねない」となる。

村山調査統計局長

「結果ともなりかねない」とおっしゃっていたが。

早川調査統計局経済調査課長

「結果ともなりかねない」の方が良いと考えられるが。

中原委員

消したままで良いのではないか。

早川調査統計局経済調査課長

一応、中原委員のご意見と先程の後藤委員の意見を足しますと、いま山本課長が言ったことになる。

中原委員

私の意見は「下押しされる」という部分をとれば良いというものである。後藤委員が最初言われたのはそういうことではないのか。

後藤委員

私が言っているのは「経済活動水準が大きく低下することになると」との文章があり、それで財政措置の効果を減殺するという趣旨だが、経済活動水準が大きく低下するということは、それらの効果が減殺されてしまった後の状態であり、「する結果ともなる」と表現するのが適当ではないかということである。

中原委員

この「大きく」というのを変えれば良い。

後藤委員

「下押し」という言葉が確かに、日銀用語的であるということは言えるかもしれない。

中原委員

この文章を生かすのであれば、「大きく」という部分を変えたらどうか。

早川調査統計局経済調査課長

「更に」ですか。

中原委員

なりかねないと言うのだから。

村山調査統計局長

では「大きく」を「更に低下することになると、財政面からの」と。

速水議長

「活動水準が更に低下することになると、財政面からの諸措置の効果を減殺する結果にもなりかねない」か。

中原委員

「ことにもなりかねない」で良いのではないか。

後藤委員

まあ、良いか。

速水議長

「ことにもなりかねない」で良いですか。

山本企画室企画第1課長

確認のためもう一度読ませて頂きます。「しかし、足許の急速な雇用・所得環境の悪化等により経済の活動水準が更に低下することになると財政面からの諸措置の効果を減殺することにもなりかねない」

山口副総裁

これは「経済の活動水準」か、それとも「経済活動の水準」か。アクティビティだから経済活動ではないか。

早川調査統計局経済調査課長

「経済活動の水準」にさせていただきます。

中原委員

どこに of を付けるかということである。

速水議長

それで良いですね。

山本企画室企画第1課長

先程、山口副総裁が提案された物価の部分は「しかし、…物価はなお暫くの間、全般に軟調に推移する公算が大きい。」ということだが、これは如何がか。

植田委員

上のところに「等」を入れたから、そこに含まれているという解釈もできる。

中原委員

しかし、前の月に書いてあるのだから、それよりも悪くなっているのではないのか。

早川調査統計局経済調査課長

いえ、一番最後のセンテンスの後半部分は、前の月には特に書いていない。

中原委員

前の月より悪くなっているのではないか。「公算が大きい」というのは前の月とおなじではないか。

早川調査統計局経済調査課長

物価に関してはそのとおりである。

中原委員

従って、それよりも強くしなくてはならないのではないか。実際に物価は下がってきているのだから。

早川調査統計局経済調査課長

今月の場合は、物価指標について大きな変化が現れたというよりは、国内経済に関する指標の悪化について、物価でも言及したという感じである。

中原委員

最後は物価に反映されてくるのではないか。

早川調査統計局経済調査課長

そういうことです。従って「国内需要が悪化」の部分がもう一回反映する可能性も、一応、言及させて頂いたということである。

植田委員

それこそデフレ・スパイラルである。

山口副総裁

デフレ・スパイラルのリスクそのものである。そこまで書くかどうかという問題である。

村山調査統計局長

恐らく山口副総裁がお持ちの問題意識というのは、本日の政策決定会合の結果が現状維持になったということで、それとの整合性ということだと思ふ。

速水議長

良いですか、その「大きい」で括って。

中原委員

これだと、先月と同じだから私は若干疑問がある。

植田委員

ただ現状維持で投票した方の判断としては、リスクはあるとしても、ここまで踏み込んで書く程の材料はまだないという気分があるが、如何がか。

中原委員

全然考えていないということでもないであろう。

早川調査統計局経済調査課長

考えています。

篠塚委員

最後の一文ですから。

早川調査統計局経済調査課長

勿論リスクは十分に認識しています。

篠塚委員

「大きい」で丸にした方が良いと思う。

中原委員

それでは、先月と変わらなくなる。

篠塚委員

ええ、「そうした下では、」ということではあるが。

中原委員

やはり何か書く必要がある。

山口副総裁

中原委員はこれはもうリスクではなくて、現にそうなっていると言いたいのか。

中原委員

そこは公算と書いてあり、公算というのは現実ではない。

山口副総裁

公算は物価の方である。「そうした下では国内需要が仮に更に弱まる場合のリスク」というのも変な文章だ。

三木委員

表現が多少悪い。

後藤委員

仮に更に弱まるというのは文章としては変だ。

篠塚委員

「仮に」は要らないのではないか。「更に弱まる場合のリスクも念頭におく必要がある」

中原委員

「仮に」はいらぬのではないか。

武富委員

ここは、物価と国内需要の因果関係ではなくて、物価が既に軟調の公算が大きい上に、別の理由で国内需要が落ちてくればさらに物価が下落するリスク、という意味になる。しかし、物価が下がることによって需要が戻るということは全然念頭にないのか。

植田委員

理論的にはあり得る。

武富委員

これだと物価が下がるから国内需要が落ちると読めてしまう。若干引っ掛かる。

早川調査統計局経済調査課長

むしろ先行きの部分で書いたように、国内の経済活動がもう少し低下する可能性があり、その場合には本来下がると思っている訳だが、物価面にもそれが及ぶ可能性はあるだろう、ということ念頭に置いている。

武富委員

サプライサイドからの管理はそういうことであろう。

中原委員

リスクというのは物価が下がるリスクか。

早川調査統計局経済調査課長

そうです。物価がさらに下がるリスクです。

植田委員

これはそういう意味か。

武富委員

そういう意味だと思う。物価は既に軟調の公算が大きいですが、急速な雇用・所得環境の悪化で、それこそ下押しということがあるため、物価も一段と下がってしまうというまさにスパイラルのリスクを言っている。

植田委員

需要に反映されるというのではないのか。

村山調査統計局長

そこまでは念頭に置いていない。

早川調査統計局経済調査課長

ここはむしろ先行きのフレーズを受けている。

武富委員

国内需要という独立の別要因として、それが下がれば物価はさらに下がりに続ける、と言っている訳である。

中原委員

しかし、これは物価だけを言っている。

武富委員

大勢観としては言葉に余り執着しないので、それは誤解なきように…。

山口副総裁

ここは需要に跳ねてくるスパイラルと読んでいたが、そうではないのか。

村山調査統計局長

仮にそうした誤解が生じるのであれば、少し変える必要があると思う。

中原委員

要するに物価がさらに下落するということであろう。

村山調査統計局長

そうです。通常の見通しであれば軟調程度で終ると判断している訳だが、先程述べたような経済の状況であるので、国内需要がさらに弱まる場合は下落が加速するリスクがある。

中原委員

リスクという意味が良く分からない。

早川調査統計局経済調査課長

下落幅が大きくなればさらに収益等を通じてという気持ちもあるが、そこまでは書いていない。

三木委員

それでは、「公算が大きい」で丸で切って「更に」を削ったらどうか。

速水議長

後はいらぬのか。

三木委員

いや、その後「その場合のリスクも念頭に置く必要がある」と単純にする。

中原委員

要するに物価がさらに下がりそうだと、明確に書けば良いではないか。

村山調査統計局長

しかし、現時点では一段と下がるということが明らかではない訳ですから。

中原委員

勿論そうだが、そういうリスクもあろう。私は物価という言葉が出ていないから良く分からないと言っている。

速水議長

「物価はなお暫くの間全般に軟調に推移する公算が大きい。」で良いのではないか。

中原委員

それでは5月と全然変わっていない。私は5月より状況が悪くなっていると思っている。

三木委員

従って、「その場合のリスクも念頭に置く必要がある」と単純に付け加えると良い。

中原委員

何のリスクかを書くべきである。

三木委員

「公算が大きい」で切り、「その場合のリスクも念頭に置く必要がある」と付け加える。その場合というのは「物価が全体に軟調する公算が大きい」に掛かる。

中原委員

何のリスクか。

三木委員

公算ですから「物価が下がっていく」というリスクである。

植田委員

書きたい気持ちを、もう少し分かりやすくすれば、「公算が大きい」で切り、「そうした下で」が分かりにくいので、「また国内需要が更に弱まる場合の一段の物価下落のリスクも念頭に置く必要がある」とそうなる。

三木委員

良いのではないか。

植田委員

「そうした下で」を入れるから因果関係が分かりにくい。

藤原副総裁

このままだと「国内需要は弱まる」リスクと受け取られてしまう。

早川調査統計局経済調査課長

「また国内需要が更に弱まる場合の物価下落のリスクも念頭に置く必要がある」が良いですか。

中原委員

その方が良い。

植田委員

前に「軟調に」と書いてあるので、「一段の」という表現が入った方が良い。

中原委員

成案を読んで頂きたい。

村山調査統計局長

公算が大きい。また、国内需要がさらに弱まる場合の一段の物価下落のリスクも念頭に置く必要がある。

植田委員

すこし強い。

三木委員

若干強い。かなり強い。

村山調査統計局長

事務方の印象としては、かなりストレートにリスクの懸念が出てきた感じがする。

植田委員

「そうした下では」が分かりにくくしていると思う。

武富委員

私もそこに引っ掛かる。

村山調査統計局長

原案に比べて少しリスクが強調された形になっている。

中原委員

原案はもっと弱いのか。

村山調査統計局長

原案はもう少しオブラートに包んだ積もりである。

植田委員

「現下の在庫や受給ギャップの水準」の部分に、もう一つ近い将来の何かを付け加えて「公算が大きい」で止めれば良いのではないか。

中原委員

「一段の」を入れないのであれば、「物価下落が更に進行するリスク」としてはどうか。

後藤委員

「公算が大きい。また、仮に国内需要が更に弱まる場合の一段のリスクも念頭に置く必要がある」

中原委員

単にリスクでは分からないではないか。

後藤委員

しかし、物価について書いている訳だから、物価が「軟調に推移する公算が大きい」ということである。また、「仮に国内需要が弱まる場合の一段のリスクも念頭に置く必要がある」と、物価についてのリスクを表現する。

早川調査統計局経済調査課長

ただ今の、「また、仮に国内需要が更に弱まる場合の一段のリスクも念頭に置く必要がある」というのが後藤委員の提案ですが、如何がですか。

藤原副総裁

「一段のリスク」というのが若干引っ掛かる。

後藤委員

軟調に推移するというよりは多少強い。

山口副総裁

「全般に軟調に推移する公算が大きい」で切り、「また、仮に国内需要が更に弱まる場合には、物価下落圧力が一段と強まるリスクも念頭に置く必要がある」でどうか。

早川調査統計局経済調査課長

「また、仮に国内需要が更に弱まる場合には、物価下落の圧力が一段と強まるリスクも念頭に置く必要がある」これで宜しいでしょうか。

速水議長

宜しいですか。

委員一同

特にありません。

速水議長

それでは、取扱いには厳にご注意下さるようお願いする。事務局は各委員から決裁を得て下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

速水議長

後段の背景説明部分は、ただ今ご決裁頂いた基本的見解に沿って、執行部で適宜修文させて頂きたいと思う。

Ⅶ. 閉会

速水議長

以上で議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は6月25日木曜日を予定している。

(午後5時56分閉会)

以 上