

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年6月25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：

経済企画庁 新保生二 調査局長

（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

I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は6月の第二回目であるが、二回目の会合の性格について改めて確認させて頂きたい。ご案内のとおり、主要な経済指標の公表は月末月初に集中しており、月の中旬では指標面からの追加材料はかなり限られている。そこで、月二回目の会合は金融経済情勢に関する認識を一から練り直すというのではなく、一回目の会合における判断や決定に関してその後の追加材料を踏まえて中間レビューを行う位置づけである。ただ今回の場合は、その間に日米協調介入とか、それに関連して不良債権処理の迅速化等を日本政府がコミットするといった動きがあったので、これらも踏まえて議論して頂きたいと思う。本日政府から出席の方は経済企画庁の新保調査局長である。

本日の進め方は、まず前々回会合の議事要旨をご承認頂く。その後、執行部からの報告となるが、6月12日のレビューという性格に鑑み、時間的には短めに報告して頂き、それぞれの報告の後で質疑を行う。それから、前回会合のレビューという視点で、委員による金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行う。次いで、政府代表の方のご意見がもしあれば承り、最後に当面の金融政策運営方針を決定したいと思う。なお、会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録する前提であるので、その点宜しく願います。

II. 議事要旨 (5月19日分) の承認

速水議長

まず、前々回会合の議事要旨をご承認頂きたいと思うが、お手許の議事要旨にご異議はないでしょうか。

[全委員がうなづく。]

ご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30日火曜日の午後2時に公表することになる。

[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

それでは執行部からの報告に入る。最初に前回会合以降の金融調節の実績について山下金融市場局長から報告願う。

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

お手許の資料の1、3ページをご覧頂きたい。前回6月12日会合以降の

短期金融市場の動きをみると、長銀の経営悪化問題が取り沙汰される中で、ターム物金利が金融システム不安再燃への警戒感から徐々に強含む傾向が目立っている。例えば、ユーロ円TIBOR1か月物をご覧頂くと、12日の0.55%から次第に上昇してきて、昨日の0.59%まで4bpの上昇となっている。この間、極めて落ち着いた推移を辿ってきたジャパン・プレミアムも今週に入って次第に上昇の気配を示している。

こうした状況の下での金融調節運営を振り返ってみると、積み最終日となる15日には長銀株を始めとする銀行株価の下落を背景に地銀等が慎重な資金放出姿勢を示したことから、レートが0.50%を窺う気配を示した。このため、朝方の追加オペ分を含め所要額に対して4千億円多い資金を供給したが、結局オーバーナイト加重平均レートは0.48%まで上昇した。この結果、5月の積み期間中の平均レートは0.44%での着地となった。

積み明け後の16日以降は、一部で資金を取り急ぐ動きが見られたため、朝方のオペで連日7~8千億円の積み上幅を造成した。最終時点でもそれを残す調整を行った結果、レートは徐々に低下し、特に18日には協調介入実施に伴う円相場の反発と銀行株価の持ち直しもあり、オーバーナイト加重平均レートは0.41%まで低下した。しかし19日の午後、政府筋が長銀の自主再建は困難と発言したとの報道が流れたことを受けて、出し手がオファーを一斉に引いたため、取り遅れた一部外銀が0.6%を上回る水準まで取り上がり、マーケットの地合いは再び悪化した。そこで、22、23の両日は朝方1兆円の大幅な積み上幅を造成した。23日にはさらに2千億円の追加オペを行い、レートの上昇を牽制する調節を行ったが、加重平均レートは0.48%まで上昇した。昨日はレートが寄り付きから0.5%を超えて出合う展開となったので、やや過熱感が出てきた市場心理を落ち着かせるためには、早めに思い切ったシグナルを出す必要があると判断し、朝方の積み上幅を1兆5千億円に拡大した。さらに最終でもこれをそのまま残す調整を行い、準備預金の積みを一気に進捗させたところ、オーバーナイト・レートは午後に入り急低下し、結局1日の加重平均レートとしては0.45%まで低下している。こうした昨日午後の動きを受けて、市場がどの

程度落ち着きを回復するかが注目される。

マーケットは信用不安の再燃懸念からかなり不安定な地合いとなってきたといううえ、当面4月初めにかけて夏のボーナスの支給や税揚げ等から資金需給が不足方向に振れるため、引き続き潤沢な資金供給により市場の安定確保に全力を挙げていきたいと考えている。

速水議長

ただ今の説明にご質問はありますか。

中原委員

昨日は寄り付きから0.5%であるが、相当プレッシャーがあるのか。

山下金融市場局長

現在の雰囲気の中では、出し手の方は放出を抑えてレートを上げたい、一方取り手の方はやや慌て出しているという感じがある。最初は地銀等の下位業態が自分の資金繰りを心配して抑え始めたことがきっかけとなった訳だが、本行が潤沢に資金供給して、レートを抑えることが明確になってくればある程度落ち着いてくると思う。今日も五・十日に当たることもあり、引き続き0.5%近辺でのレート形成が続く可能性はある。

中原委員

現在の状態でオーバーナイト・レートを、前回私が申し上げた0.4%まで下げるとしたら、どの程度の追加供給が必要となるのか。

山下金融市場局長

現在の状況であれば、おそらく2、3兆円の追加供給により、積み上幅を大きく増やし、しかもある程度そうしたアナウンスをしていかないと、なかなか難しいと思う。つまり、マーケットは日本銀行の誘導目標は0.4%から0.5%の間にあり、0.5%を超えると抑え込んでくると考えている。従

って、0.5%に近づいてくると資金供給を大量に増やしてくると受け止めており、0.48%~0.47%のレートであれば、ある程度大量の資金供給をしても、それを日本銀行がさらに抑え込もうとしているとは考えていないと思う。

中原委員

クルーグマンが言っているように、大量の資金供給が必要という考え方があるが、その際、一遍にやるか、少しずつ下げてみて市場の反応を見るというやり方があると思う。今の状態では、少し下げるにも2~3兆円増やさなければならぬ感じなのか。

山下金融市場局長

今の状況で例えば3兆円出すとマーケットは驚くと思う。それは日本銀行の意図は何かということになる。一時的に少し過熱感が出てきたのを冷やすということなのか、それともレートの誘導値を下げてきたのかを明確にしないとなかなか的確に調節できない。

中原委員

アナウンスすればかなり収まるのか、現在の長銀その他の不安定な状況下では、相当増やさなければならぬのか。

山下金融市場局長

潤沢な資金流動性を供給すれば、金利水準は下がってくると思う。

中原委員

例えばターゲットを0.4%とアナウンスする場合と、アナウンスしない場合の追加的な資金量の違いはどの程度になるか。

山下金融市場局長

そこは、日々のその時々々の環境、株価の状況とか長銀の展開等の環境で決まるので、定量的に予想するのはなかなか難しい。

三木委員

現在の短期金融市場の状況は、去年の10、11月に三洋証券、山一証券の事件が起きた時のとは基本的に違うと見ていて良いか。

山下金融市場局長

三洋証券の直後はターム物はそれ程上昇しなかったが、北海道拓殖銀行の破綻が表面化する前辺りからは12月と、3月の期越えが近づいていたため、両方が重なった事情がある。ただ、今回は基本的にはそうした大きな期越えがないことと、11月以降の学習効果があり、金融機関が自からの足を引っ張るようなことはしまいと、非常に慎重な調達スタンスを維持している点が違う。昨年11月はジャパン・プレミアムが急激に上昇して外貨調達が困難となり、慌てて円投したこと等が国内にも波及するという経路を辿った訳だが、現在は外貨調達面で資産を25%以上落としてきている状態にある。ただ、3月に3か月もので取った資金はロールオーバーの必要があるし、最近1か月物がじりじり上昇しているのは出し手の方が多少長いものを出さずにいるということである。こうしたプレッシャーが徐々に掛り始め、あるいはオーバー・ナイトに追い込まれている先もあるかもしれないので警戒は要するが、環境が大きく変わらない限り、そう跳ねることはない。本行が基本的に現在のような潤沢な資金を供給している限りはあまり心配することはない。

2. 最近の為替市場および国際金融・経済動向に関する報告（資料-2）
速水議長

次に村上国際局長より為替市場の動向、海外経済について報告を願う。

村上国際局長

図表1に円の対ドル相場が出ているが、146円まで下落した後、介入に伴い134円まで強調し、また、現在は141円38銭まで下落しており、大きなスイングをしている。基本的には日米経済のファンダメンタルズの格差、あるいは、アジアの経済混乱、さらには人民元の切り下げ懸念等を材料に、円は前回の決定会合以降下落を続け、6月15日に最弱値を付けている。90年8月以来の水準になる。さすがにこの頃から介入警戒感が強まり、またサマーズ副長官が来日するという事でロング・ポジションの調整売りが始まり、少しずつ円が戻し始めた。

こうした中、日本と米国の通貨当局がニューヨーク時間で17日午前8時前からドル売り円買いの協調介入を実施した。併せて橋本首相と松永大蔵大臣の談話が発表され、経済問題への取り組み決意を改めて表明するとともに、米国サイドでもルービン長官が米国は為替市場で協調行動を続ける用意があるとコメントした。こうした両国の動きを受けて円相場は介入直前の142円から一挙に137円まで上昇した。その後、週末にはG7D+マニラ・フレームワークのメンバーによる会合で何かが出るのではないかと期待感から、ドルの頭が徐々に下押しされる形になり、円は強調し、19日のロンドン市場で最高値である134円まで行った。

こうした急ピッチの反発に対し、ルービン長官があまり期待を持たせないために20日の会合では直ちに具体的な対策が出るとは思わない旨の発言をしたことをきっかけに、円は逆に少しずつ弱含んだ次第である。20日の会合では日本の金融システムの建て直しを早期に求めること、中国の人民元の安定性を歓迎することを盛り込んだ声明を発表している。市場では日本政府がさらなる対応をどう具体的に出してくるか“wait and see”の形であったが、金融再生トータルプラン推進協議会の第一次報告の内容が市場の期待を裏切るものであったこと、あるいは特定の邦銀が株価を下げたこと、今週になってロシアの情勢が不透明度を増した結果、DMが売られ、ドルやポンドが買われていることもあり、140円を突破する形になった。昨日は、サマーズが日本のこうした動きに対して不満を示す発言を

したことが伝わり、同時に介入警戒感も薄らいだ結果、現在 141 円の展開になっている訳である。

この間、マルクは月央と直近にロシア情勢の不安定化を材料に下落している。15日には国連がイラクの制裁解除の可能性を仄めかしたため、原油の価格が大きく下落をしている。つれて原油収入に頼るロシア経済へのダメージからロシアの株価も大きく下落し、96年10月以来の安値まで下落している。このためDMは対ドルで1.81台まで下げた形である。その後、円の急反発で一旦は回復しているが、6月18日にIMFがロシアに対して融資決定をする予定であった理事会を見送ったこと、あるいはロシア政府筋がルーブルを30~40%切下げる用意をしていることが伝えられたこと、また、ロシア当局としては100~150億ドル程度の金融支援が必要と言っているといったニュースを材料にロシアの不透明感が高まり、マルクが売られ、ドルないしポンドが買われるという現象が起きている。ポンドは6月22日に1ポンド3マルク台に乗せている。マルクは直近では対ドルで1.80台、対ポンドでは昨日のニューヨークで3.0079まで下落している。なお、昨夕OPECは135万5000バレルの減産を合意しており、原油価格は多少反発してきているが、実際に合意が守られるかどうか今後の動静を見る必要がある。

こうした動きで円/マルクのクロスレートは一旦は円が80円台まで乗せている。その後、マルクに対して75円まで強調したが、また弱含んでいる。オプションについては、こうした通貨動静を受けて月央にかけて円とマルクが下落し、ドルが上昇したため、リスク・リバーサルは両通貨ともプット・オーバーからドル・コール・オーバーに転じている。これはドルのブル感が非常に強くなったことを示している。その後は介入もあり、ドル・プットが大量に買われ、反転している状況である。

図表6でアジアの通貨について説明する。各国の通貨を総括して申し上げると、円安の動きや人民元の切り下げルーマーから、月央にかけて下落、その後協調介入等を受け円が反発したこと、あるいは人民元の切り下げが否定されるコメントが出たことから反発し、その後一進一退の形である。

最後の表で97年6月を100とする実質ベースでの各アジア通貨の対円実効レートを見てみる。昨年7月以降通貨の混乱が始まった訳であるが、その後各国通貨当局からは円安非難の声が色々出ている。そこで円との関係を期間を区切って見てみると、97年7月～12月までの間、香港ドルと中国元以外は大なり小なり自国通貨安の形になっている。しかし、年初来6月15日までの期間で区切ると、インドネシア通貨を除く全てのアジア通貨が自国通貨高になっている。97年6月対比で円が一番安くなった6月15日時点で見ると、大雑把に言えば昨年中アジア通貨が競争力を得てゲインした分の半分を失った形になっている。一方、台湾ドル以下の4通貨についてトータルで見ると、自国通貨高になってしまっている。とりわけ香港ドルと中国元は米国ドルにスティックしていることもあり、大幅な切り上げになっている。

次に実体経済の動きについて説明する。図表9の米国経済であるが、相変わらず好調である。小売売上げが好調で、自動車販売も87年8月以来の高水準である。因みに図表4に米国の株価が出ているが、ダウは4～5月辺りに9,000ドルを突破する日がかなり多かったこと、所得環境の良い状況が続いていること、あるいは図表3にあるとおり長期金利がかなり低下してきていることもあり、住宅着工も150万戸台の高水準が続いている状況である。

貿易収支、あるいは鉱工業生産、稼働率等は、むしろネガティブな動きと言った方が良いかと思うが、アジア経済の低迷やドル高に伴い、米国の製造業が足を引っ張られている形の数字が出ている。鉱工業生産の数字は表面的には強いが、製造業5月は+0.2%であり、大きな数字ではない。物価面については薬品、煙草等の一部アイテムによる一時的な上昇要因で少し動いているが、それを除けば落ち着いた動きである。

図表10-1のドイツは基調としては緩やかな回復傾向を持続している。注目されるのは生計費指数、物価面である。+0.3%という数字が出ているが、4月にVATが1%引き上げられた影響が4～5月の2か月に亘って出ていると考えられる。図表10-2のフランスは、堅調に推移しており目

立った動きはない。

この間、むしろそイギリスでは強目の指標が出ている。既に6月4日に政策金利を25bp引き上げたが、6月18日、BOEのジョージ総裁は講演で物価の上昇は一時的要因があるにせよ、政府の目標——これは2.5%であるが——に照らして明らかに満足できない、経済は過熱に近い状態にあるというサインが賃金の伸び率に現れていると語っている。2.5%の物価水準を満足させるために一応BOEが試算している賃金の伸び率は4.5%以内となっているが、直近でアベイラブルな数字としては3月の5.2%という計数がある。従って、市場では再利上げの観測が燻っている状況である。

最後に図表11のアジアの情勢であるが、各国が取り組んでいる経済調整策とその方向性をやや大胆に括ってみると、韓国、タイではIMFプログラムに沿った形で比較的巧く調整中である。プログラムの一部弾力化もあり、成果が出始めていると認識できる。韓国では失業率が5月7%、失業者数で149万人という既往ピークに達していると伝わっており、構造改革の痛みの部分と思われる。一方、インドネシアでは、ジャワ島で暴動が散発しており、経済活動にもネガティブな影響が出ている等、引き続き不安定な状態が続いている。ただ、IMFが現在ミッションを送っており、作業がかなり進んでいると伝わっている。マレーシアでは金融政策を巡ってマハティール首相が利下げを主張しているのに対し、副首相兼蔵相のアンワール氏が通貨防衛の観点もあり、高金利維持を主張していることが伝わるなど、政策当局における多少の混乱が伝えられている状況である。

この間、香港では通貨アタックに絡む金利上昇で地価が約4割、株が約5割、いずれもピーク時に比べて大幅に下落している。98年の第一四半期のGDPは-2%となり、トン行政庁長官は22日に本年三回目の経済対策を発表している。土地の下落に歯止めを掛けるための措置、あるいはペッグ制維持のための対応である。ただ、財政負担として320億香港ドルが生じる予定であり、既往の財政余剰資金を食いつぶす形になるため、S&Pが香港の長短債務格付けを引き下げの方向で注視していくと発表してお

り、香港に対しマイナスの圧力が掛かりつつある状況である。

三木委員

アメリカの貿易収支赤字は144億ドルまで膨れ上がってから同じレベルにあるが、今後の貿易赤字の動きはどうみたらよいか。

村上国際局長

今のアメリカ経済は内需が非常に好調であること、あるいはアジアの経済情勢が思わしくない、日本の内需が弱いことを考えると、アメリカ・サイドから見た貿易環境は非常に悪い。従って、貿易収支の赤字幅は膨らむ方向だろうと思われる。ただ、今のところはアメリカの経済が全体的に非常に好調であり、日本との関係では直近の四半期では対日赤字が3割まで達していないこともあり、そう大きな問題にはなっていない。

三木委員

貿易摩擦に結びつくところまでは行かないレベルか。

村上国際局長

今のところはそうである。ただ、今後クリントンが中国に行き、来月は橋本首相がアメリカに行くと言われているので、それらが間近になると具体的な話が出てくるかとも思う。

速水議長

次に、村山調査統計局長から国内経済情勢について報告してもらおう。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

前回の金融政策決定会合以降に発表された各種指標については、三点に集約できると思う。一つは輸入が減少ピッチを速めている。二つ目として、

設備投資が急速に減少している。三番目は生産・雇用関連指標とも幾分確報段階で下方修正されている。特に設備投資は企業部門においても支出活動のレベルが急速に低下してきていると理解できると考えており、今後こうした負のモメンタムの大きさを見極めるためには、来週月曜日に公表される6月の短観等における設備投資計画の修正状況等に注目していく必要がある。

以下では、前回の金融政策決定会合以降に公表された指標について概略説明する。図表1に公共投資関連指標として5月の公共工事請負金額が出ている。5月は前月比で-16.0%とかなり大きなマイナスになっているが、これは一時的な振れではないかとみている。因みに、支店あるいは建設業者にヒアリングをした結果では、6月については下旬にかけて地方で発注が出てきているという情報が入ってきている。従って、4~6月については、次第に下げ止まり傾向が明確になってくると考えている。因みに6月の前年比がトントンになると、4~6月の前期比は季調後で若干のプラスになる。

次に、図表3で実質輸入をご覧頂くと、5月は-6.4%とかなりのマイナスになっている。4、5月の1~3月対比も-9.7%で、内需の低迷あるいは減産を背景にこのところ輸入が減少ピッチを速めている。

図表7に実質輸入を地域別、財別に分けた統計があるが、どの地域からも減少しているのが実態である。特に4~6月(4月、5月の四半期換算値)の前期比を見ると、ほとんどのところがマイナスになっている。また、財別には、国内在庫調整の影響を色濃く受けて素原料が減少しているし、中間財あるいは資本財・部品等でかなり減少が目立っている。なお、実質輸入の先行きについては、これまでは弱含みと見ていたが、国内需要あるいは鉱工業生産の動き等を勘案すると、当分の間は減少傾向を辿る、と見通しを変えている。

次に、図表9で1~3月のGDPベースの設備投資を見ると、前期比-5.1%の大きな落ち込みになっている。これは65年の4~6月以来の大きな落ち込みである。特に、法人季報で見ても非製造業、なかんずく中小企業の設備投資の落ち込みが大きい。図表10に中小企業金融公庫が4月に

実施した中小製造業の設備投資動向調査の結果がある。97年度の推移を見ると、当初計画は-10.4%から始まり、一旦は9月に+3.5%まで上方修正されたが、4月段階の実績では-11.6%とかなり大幅な落ち込みになった。これは、やはり下期における設備投資の下方修正が非常に大きかったことを示唆したものと受け止めている。因みに98年度の出発点は、-25.8%とかなり低いスタートになっている。設備投資の先行指標である例えば機械受注や建築着工床面積等を利用して、先行きのGDPベースの設備投資を計算した結果を示してあるが、こうした先行指標から計算する限りにおいては、先行きについてもGDPベースでの設備投資の減少は続く形になっている。

次に、図表14には住宅投資について、住宅金融公庫の融資申込受理戸数が出ている。98年度の第一回申し込み（5月6日から6月5日までに受け付けたもの）は前年比+13.3%と数字のうえでは増加の形になっている。ただ、水準としてはなお低い。住宅着工全体としては、この他にマンション建設やアパート関係等があるが、特にマンション建設についてディベロッパーのスタンスが非常に慎重化している。こうしたことを勘案すると、住宅投資全体としてはやはり弱目の推移を続けるとみるのが自然ではないかと考えている。

次に、図表15に示した生産指数については、4月の速報が-1.1%であったが、確報では-1.6%と若干下方に修正されている。5月、6月の先行きの予測指数を用いて計算すると、4~6月の前期比は-3.5%となる。こうした減産の動きについては、私共のミクロ・ヒアリングでも確認されており、この7~9月期も減産傾向が続くという感触を持っている。

図表16に生産の確報の数字と同時に公表された稼働率があるが、4月の数字は93.6%と、75年11月以来のかなり低い水準まで落ち込んできている。

中原委員

雇用について少し説明願いたい。

村山調査統計局長

毎勤統計関係の4月の確報値を見ると、例えば雇用者数は、速報の0.3%が0.2%に若干ながら下方修正されている。名目賃金についても特別給与と所定外給与が若干下振れた関係で、トータルでも-0.5%から-0.7%へ前年比の落ち込み幅が若干拡大した。大きなトレンドとしてはあまり影響はないのかと思うが、最近では速報値に比べて確報値が若干下方修正される傾向がある。

速水議長

次に、山本企画第一課長から最近の金融面の動きについて報告願う。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室企画第一課長

お手許の「最近の金融情勢について」に沿って三点報告する。一点目は最近の金融市況である。先程の金融市場局長からの説明を再度簡単にレビューさせて頂きたい。1ページに為替相場、長期金利、日経平均株価の表があるが、6月17日の協調介入を受けていずれも反発した後、現在は再び幾分軟化気味になっている。因みに昨日時点での円相場は140円36銭、現在は141円に僅かに乗った水準である。昨日は長期金利が1.200%、株価が15,123円であるので、いわば6月17日以降の反発幅の半分程度が戻っており、6月上旬並みのレベルとなっている。結果的にネット・アウトしてみると、さ程大きな幅で動いてはいない形になってしまっているが、株式市場等では6月の半ばまでかなり弱気感が強まっていたことを考えると、市場のセンチメントは少し持ち直した格好になっているのかと思う。ただ、マーケット自体は非常に神経質な展開が続いていることにも変わりはない。株価全体としては6月の半ばまで下落し、少し反発した格好になっているが、図表3で業種別にみると製造業等の動きと異なり、不動産、証券、銀行、建設等がまさに株価全体の動きと平行に6月の半ばまで

下落し、その後少し反発するという格好となっている。恐らく株式市場は不良債権問題を非常に強く意識した相場展開ということだろうと思う。その意味では、7月の上旬までに出てくる政府与党の金融再生トータルプランの具体案に対して、今後市場がどう反応していくかが一つの注目点になると思う。

二点目は図表4の長短金利の動きであるが、個別金融機関毎にとってみると、例えば個別の金融債の動きが非常に大きな動きを示している。オーバーナイト・レートについては強い上昇プレッシャーがかかっているが、ターム物金利はユーロ円3か月物で昨日時点も0.62%と、僅かに上がったという水準である。1か月物インプライド・フォワード・レートは次第に上昇してきている。3か月後スタートの1か月物インプライド・フォワード・レートは9月スタートで9月の中間期末を越えるレートが若干上がってきている。その他は比較的落ち着いている。その意味では、次第に上昇してきてはいるが、昨年秋等と比べると極めて落ち着いた動きになっている。

図表5のジャパン・プレミアムもほぼ似た動きであり、6月19日時点では0.19%であったのが、6月23日時点では0.22%である。これも同様に全体としては上昇しているが、昨年秋以降の非常に大きな振幅、しかも高止まりを続けた状況や2月あるいは4月3日にムーディーズが日本国債に対する格付けをネガティブにすると発表した際に一気に上昇した時の水準等に比べると、比較的落ち着いた動きである。

図表8の社債の流通利回りであるが、6月19日あるいは現時点でも社債と国債のスプレッドはほとんど変わっていない。全体としては国債とほぼ平行な動きになっている。要約すると、今のところは個別金融機関の資金調達金利の問題の枠内に収まっているという印象であるが、市場全体には次第に不安感のようなものが広がりつつあり、今後これがどうなるかが注目される場所である。

三点目は図表9のマネーサプライの動きである。M2+CDの前年比は3月の4.5%から4月には3.6%へ大きく落ちた後、5月は3.8%と僅かに

持ち直している。広義流動性の方も3月に3.1%、4月に2.4%の後、5月は2.9%と持ち直している。これには、財政の支払が若干プラス方向に寄与したとか、広義流動性については外債の円貨評価額が円安で少し膨らんだといった要因があるが、私共としては取り敢えず単月の動きとしては、それ程大きなインプリケーションを持っている訳ではないと思っている。全体としては、一気に落ちているということではないが、貸出低迷の動き等からみてマネーの伸び率は幾分鈍化傾向という大きな流れが続いているであろうと見ている。

植田委員

銀行の貸出金利について、その後何か情報があるか。

山本企画室企画第一課長

前回以降という意味では、ない。貸出約定平均金利自体をとってみると、引き続き横這いの動きであり、今一つブレイクダウンするのが難しい状態である。大きな流れからは、昨年秋以降の市場金利の上昇と、その後の低下の動きが反映されているはずであるが、約定平均金利で平均化してしまうとなかなか動きが出てこない状況である。

植田委員

ヒアリング・ベースでは、リスク・プレミアムを上げているという話を耳にするが。

山本企画室企画第一課長

かなり個別ベースで詳しく聞いてみないと分からない。ただ、社債の動きを見ると、格付けによってシングルAはほとんど上がらない、トリプルBになると随分鞘が上がる状態になっており、恐らく貸出金利にも同様の動きが起こっているはずであると思っている。また、今一つの大きな流れとして、最近の資金需要の面では、大企業は一時期資金調達を早めた後、

3月、4月、5月はむしろ返済をし、その後はあまり大きな資金調達に出ていないと認識している。一時期の借り焦りのような動きが一巡し、資金需要の弱さが出てきている中であって、一方で中小企業の資金調達は引き続きアベイラビリティや金利面で環境が大きく変わっていないので——恐らく市場金利の流れには沿った動きと思うが——金利格差が開いている状態が続いていると認識している。

新保経済企画庁調査局長

債権償却等を調整した貸出の実勢はどのような感じか。

山本企画室企画第一課長

全体として低迷のまま横這いの状態になっており、前回の決定会合以降新しい指標が出ている訳ではないが、3月が平均残高の前年比で-0.1%、4月が-0.8%、5月が横這いの-0.8%であった。3月末に大きく返済した後、戻さずに4月が平残ベースでは伸び率が落ち、5月は横這いということで、全体としては低迷が続いていると判断をしている。

中原委員

これはどの金融機関の計数か。

山本企画室企画第一課長

都銀、長銀、信託、地銀、第二地銀の5業態である。

山口副総裁

今年の3月末にかけて銀行が貸出の回収姿勢を強めた時に、資本市場からの資金調達の動きが相当出てきた訳であるが、本年度上半期にかけて銀行の方はさらに資産を圧縮する方向にあるにもかかわらず、資本市場、CP、社債の調達量自体はむしろ後退している。これには、前年度下半期の資金繰りを切り抜けてきたことの自信なのか、資金需要が当時と比べてさ

らにもう一段落ちてきてしまっているのか、幾つかの要因が考えられるが、どう理解するのが最もリーズナブルなのか。

山本企画室企画第一課長

どれがリーズナブルかは非常に難しいが、図表 10 で M2 + CD の寄与度分解を改めて見てみると、資金調達の項目は実は 97 年度前半から半ば、98 年にかけて次第に低下するという大きなトレンドを辿った中で、97 年の秋から 98 年の 2 月までやや横這い状態が続いたと認識している。大企業の資金調達がそれまで前年比マイナスペースできていたのが、全体としては少しプラスに転じたことが実は上に引っ張っていたように思う。有価証券でいけば社債とか CP を使って調達をしていた。あの時点では貸し渋りの話が随分報道される中で、大企業の資金調達は一時的に手許流動性を積み上げる動きを行い、自らの系列企業へ資金を回すことも想定して資金調達を強めたと思う。それが、3 月に一度返済を行い、4 月以降はそうした資金調達を速める動きはないということなので、全体的な大きなトレンドとして資金需要が少しずつ低下していく中であって、大企業が一時的に資金調達を上乗せしたが、それ以降は資金調達にもある程度自信を強めたので、その要因が剥落したという二つの要因が重なっていると理解している。

三木委員

しかし、いわゆる大企業のレベルでは、相当の現預金を積んだまま走っていることは間違いない。従って、例のコミットメント・ラインを是非やってもらいたいという強い要求がある。これは銀行から見ても BIS 規制に効いてくる訳であるから、日銀としても是非賛同して、早く法律化して頂きたいと思う。

山本企画室企画第一課長

コミットメント・ラインについては、アメリカやイギリスでは当然の金

融商品として、随時借りられる枠を設定し、その代わりに銀行が手数料を受け取るという枠組みになっている。日本の場合には利息制限法等の法律により、仮に引き出しがない場合でも手数料を取ると、それが看做し利息としていわば無限大の利息として看做され、利息制限法違反になってしまう。その点が手当てされていないが故に、コミットメント・ラインは与えられないということになっている訳である。これについては、自民党の方で随分話が進んできており、むしろ議員立法として次回通常国会頃には提出し、その制約を外そうという動きが進んでいる。

後藤委員

4月の国際収支統計の説明の際に、資本収支が相当流出しているのは、年度の切り替わり時の特徴であるとの話があったが、外国紙等では再度キャピタル・アウト・フローが増えて、昨年6兆円だったのが今年は23兆円になりそうだとか、色々なことが書かれているが、そうした兆候はあるのか。

村上国際局長

確かに4月にかなり出たのは事実である。ヒアリングと一部の証券会社からの数字によると、5月と6月の半ば位までの動きとしては、加速度的に強まっているという話ではない。むしろマグニチュードとしては落ちていくように思われる。

後藤委員

つまりは、4月と3月を比べたものを単純に延長して、やや過大に将来を見ているということか。

村上国際局長

4月には新年度入りで投資家の動きが活発になったが、5月、6月と動きとしては少し落ちてきている。

速水議長

4月は返済が多かったということか。

村上国際局長

中長期の投資はかなり出ている。

速水議長

新しい投資か。

村上国際局長

はい。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

6月12日の会合では総合判断、総括判断のための検討ポイントを執行部から説明してもらったが、二回目の本会合は中間レビューであるので、ただ今執行部から説明のあった前回会合以降の追加情報、日米協調介入、それに関連して日本政府から不良債権処理の迅速化等が表明されたことなどを踏まえ、前回の判断を修正する部分があるかどうか、あるいは、次回会合までにどのような点に注目すべきかといった点について、委員の方々より自由に意見を頂戴したいと思う。最初に金融経済情勢に関して前回会合からの変化を中心に、委員全員からご意見を頂き、その後自由に討議頂きたい。その後で再び各委員から金融政策運営に関する意見を頂戴し討議頂きたい。

因みに、討議のベースとなる前回の判断を振り返っておくと、金融経済情勢に関する基本的見解としては、最終需要が低迷を続ける下で生産は減少しており、特に最近では雇用、所得環境の悪化が顕著になっているということであった。先行きについては、マイナス方向への循環に歯止めが掛

かることを見込みつつも、ダウンサイド・リスクを意識した判断であった。そうした判断を踏まえて、金融政策運営については若干名の反対意見とともに、賛成多数で現状維持を決定した次第である。

まず、金融経済情勢の前回会合からの変化点について討議を始める。後藤委員から願います。

後藤委員

経済活動の現状評価は、前回の判断を大きく変えることはないと思うが、説明資料全体を通して強く印象に残るのは、設備投資の減少が非常に加速化されていることである。特に中小企業の設備投資が、秋の修正計画を大幅に下回る異例にシュリンクした格好での実績になった点である。法人企業統計等でも、企業の経常利益の数字が一層厳しいものになっている。気になるのは個人消費が急速な減少から、少し下げ止まりの兆しが見えている状況への影響である。今申したような企業レベルの動きからは雇用調整を本格化させる可能性が出てきている訳で、そうした雇用・所得環境の悪化が消費を二番底のような状況へ向かわせる心配はないか懸念される。

今回の為替介入前後の事態には色々な評価があると思うが、総合経済対策、不良債権処理を迅速にやる、税制改革についても出来るだけ前倒し的に明確にさせる等の点が国際公約されたので、それに伴って経済の先行き見通しなり、コンフィデンスを良くする方向に働くことが期待されると思う。

金融情勢では信用リスク、流動性リスクへの警戒感は依然として強いという説明があった。そうしたリスクへの警戒感が若干強まっているということであるが、昨年11月の一番低い時に比べると、ターム物金利はまだ一応落ち着いている。円も株もなかなか底が固まり難い状態が暫く続くのではないかと思うが、7月8日までに出来るだけコンプリヘンシブな対策なり、コンフィデンスを強めるような対策が纏められるのを見極めながら、日銀としても注意して見ていくということではないかと思う。

速水議長

武富委員。

武富委員

前回会合以降、基本的な判断が変わるということではないが、前回の判断を再確認をする指標が出ている。経済活動の現状評価についての三点の指摘は全くそのとおりだと思ふし、このままだといわゆる需給ギャップが拡大するリスクがあると思われる。前回の判断の中ではそのリスクを認めているが、一方で経済対策等のポジティブな動きに対する期待もあり、両方を天秤にかける度合いがどうなるのか。リスクの方が若干大きいなという感じになっている。基本的な判断が間違っていた訳ではないが、後から出てきている指標ではそうしたことが再確認できそうだということだと思ふ。

金融市場、為替市場、株式市場、場合によってはインターバンク市場もそうであるが、この間の市場の動きを見ると、経済の悪い状況にとって、将来に対する期待形成が影響している部分大きいと思ふ。経済の実態もあるが、その上にある期待形成が、実態ともかなり強い関係を持つ部分があることを市場の動きから改めて感じる。一つは、市場は90年代の資産デフレの総決算を求めざるを得ないという認識を持っているのではないか。今一つは冒頭申した需給ギャップが縮小しない、放置しておくことと拡大していくことの背景にある構造的なもの、つまり何故需要が波及しないのか、打たれる対策の内容や効果を含めてかなり抜本的なものを求めているということである。従って、そうした期待形成に好影響を及ぼす経済政策を巧く手当てすることに伴い、期待形成も変わっていく局面だと思ふ。

そうした意味で、先行き具体化するリスクの高い資産デフレの部分に対しては金融体制に係るトータルな対策が必要ということであろう。需給ギャップ拡大の一つの要因となっている経済構造調整に対しても、需要のよい意味の波及をもたらすための対策が重要だと思ふ。税制改革を含む抜本

的なものがないといけない。そこが手当てされるならば、公的需要を出すことに伴い民間需要に波及する過程の間にある期待形成自体が変わり、現実には民間需要を引き出すことになるのではないか。

その点が過去の2、3週間でアクセントがついて明確になったという意味では、前回からの私共の判断にかかわる変化点として、敢えて指摘して良いかと思う。私自身は資産デフレ対策と需要の波及効果を少しでも上昇するための市場が納得するような経済対策とは何かの二つに着目したいと思っている。

速水議長

三木委員。

三木委員

まず、景気認識であるが、前回からほとんどデータも出ていないし、現場の動きにも大きく変わった点はない。その中で、個人消費の一番大きなメルクマールとなる自動車について触れたい。5月の乗用車国内販売（軽自動車を除く登録車）がようやく前年比+0.1%になってきたが、トラック、軽自動車を入れると依然前年比-7.5%ということで、傾向としてはあまり変化していない。輸出は前年比3%減で、いよいよ2年振りの前年割れとなったが、これはアメリカにおける日系車のシェアが31.9%まで跳ね上がり、いよいよ限界ラインに達し、これまでフルに輸出してきたものを抑制せざるを得ないことが影響している。その意味では、国内生産は前年比を割り込む当然の数字が出ているだけであり、自動車業界も関連の製造業の方も織り込み済みである。このため、自動車の生産自体は第1四半期235万台、第2四半期240万台と、計画のピッチは変わらないで行くと思われ、この面では条件があまり変わっていないとみれば良いと思っている。従って、個人消費は一進一退であるが、前回も申した二番底懸念は依然として残ったままと言わざるを得ないだろう。ただ、今の現場感覚としては、それがそのまま実際に突っ込む局面までは全く到っていない。目下

のところ、そのままの状況だと理解すれば良いと思う。

二番目の問題として、若干変わってきたのは在庫調整の動きである。製造業の在庫は全般的に逃げ水現象でなかなか減らない状況が続いている。輸入品の在庫も同様である。どこに行っても物理的に最大限の水準まで在庫が積み上がっているのに加え、輸入品の在庫調整もなかなか進まない状況があるので、輸入は当然落ちていくと思う。従って、生産をこれ以上落とせないところまできている企業が増えてきているのが今回の多少の変化点である。つまり、在庫調整に一気に取組もうと思っていたが、逃げ水になってなかなか減らない。しかし、これ以上在庫調整を凶ろうとすると、生産を落とす必要があるが、既に落とせないレベルまで来ている企業が相当増えている。従って、現在の経営者の判断としては、在庫調整を一気に進めるのはやむを得ず一時スローダウンし、在庫調整が長引いてもやむを得ないという方向に傾いてきているのではないかと思う。そして何とか今の生産レベルを9月まで維持する方向になってきている、巧くいけば10月以降の経済対策の効果に繋がっていくだろう。今回は在庫調整が相当長引くという点を前回とは多少異なる見方で認識せざるを得ないと思っている。

雇用の問題も、製造業が申し上げたような状況で推移すれば、悪化テンポに更に拍車がかかることはないのではないかと考えている。現在の大企業と、その連結経営の中に入っている中堅企業については同じ政策を行っているので、残業をさらに抑制するとか季節工をさらに切る等の動きは出ると思われる。通常社員については雇用調整助成金の活用によって、何とか9月まで維持しようとしているので、失業率に効いてくることはまずない。ただし、雇用調整助成金はトラックから始まり、電機が加わり、目下、鉄鋼が申請中、乗用車も今後申請するとしているので、一斉に出てくると思う。二番底が顕現化して、構造調整に追い込まれるとなると大変なことになるが、その懸念は少ないだろう。ただ、中小企業の倒産が現在相当増えているので、この分野の失業はまだ増えるとみざるを得ないと思う。

金融面については、為替の問題と長銀にみられるような金融市場の問題

の二つに変化が現われたと思う。まず、為替の円安は短期的にはプラスの効果として働く。株安への連動やアジア経済への波及を考えると、マイナス効果だということであるが、今回の政府の介入に伴いマイナスを消し、プラスが残ったとみて良いのではないかと思う。今回介入後の為替レートのレンジを見ると、各企業の想定レンジにやっと戻ったというのが各企業における経営者の大方の見方だろう。企業経営者にしてみれば、行き過ぎた円安が回避され、当面は介入警戒感から140円程度が壁になれば一番良いということではないかと思う。一方の長銀に代表される金融の問題については、先程も質問したように、昨年秋の状況とは違うだろうということ念頭におく必要があり、不良債権処理が最優先の課題だと思う。やはり景気の回復には、政府の経済対策と、その下に財政政策があり、それを金融政策が補完するというパターンになるが、財政と金融の間に入ってくるのは不良債権処理の問題である。これについては、先般の総裁発言が一つの大きなトリガーになり、一気に進み出したということで、非常に評価されて良いし、是非的確な処理を進めるということだろうと思う。これは、銀行の財務体質の問題もさることながら、正常で生きられる企業等の借り手の保護が最大の問題である。それに対応した案がようやく進みつつある訳だが、同時に雇用問題も考える必要がある。銀行の雇用問題は大きな問題になると思うので、これを念頭に置いたスキームを考えて頂かなければならない。いずれにしても7月8日に発表される案を非常に注視しなければいけないのが現在の局面と思う。

最後に景気の回復に向けての個人と企業のマインドであるが、不良債権処理と、恒久減税の問題について、具体策は直ぐに出なくとも、計画としてはこうだというポジシヨンのものを打ち出していかないと、なかなかマインドの転換は難しいという感じがしている。マインドの転換のために一体何をすべきかという点で、街の見方を申し上げる。一つは今度の特別減税であるが、6月は地方税を給料ベースで頭から引かれる形にしたが、これを前回のように戻し税方式でやったらどうか。つまり、定例給与の他にプラスで戻し税が明確に加わるので本当に戻ってきたという実感があ

り、その分を如何に使うかという気持ちになるのが個人の考え方であろう。次に、給料の振り込みは現金で支払うことにしてはどうか。定期的に銀行に振込まれ、明細だけを受取るのでは、誰もなかなか使おうとしない。現金でもらうと「よし使おうか」という気持ちになるのではないか。さらに一つ、プレハブメーカーが強く言っているが現在の客は、皆お金を持っているから買いたいと言ってくるが、いざ契約寸前の段階で暫く待とうと言って逃げてしまう。要するに、金利がまだ低下するのではないかと思っているために待ちの姿勢になっているとのことである。まさにマインドの問題であり、金利はこれ以上下がらないということになれば、契約が相当増える方向が期待出来るのではないかという意見である。こうしたミクロの小さいことについても少しずつマインドを変えることを考える必要がある。

速水議長

中原委員。

中原委員

前回会合と今回出たデータの中で私が最も重要視しているのは、経済企画庁が発表した4月分の指標である。これを見ると景気の落ち込みが続いていることが確認され、かつ昨年5月ではなくて3月が山であったことが確認されたということである。山の方については、季調の方法と基準年が90年から95年になったため、5月から3月にずれたと理解している。山まで41か月の拡張とかなり長かった訳であるが、4月のデータではその時点から13か月落ちている。参考かどうか分からないが、オイルショック後の後退期間は平均して22か月である。一般的に、WPI、物価が下降トレンドにある時は、後退が長くなるという経験則があるし、またGDPの成長率が低い時あるいは低下している時も1循環が長くなるという経験則があるので、それらを勘案するとなかなか反転しないのではないか。その点はこれまで何回も申し上げているが、改めて確認されたと思う。気

になるのは、一致指数のC Iは3月から4月にかけてそれ程落ちておらず、レベル的には山を100として87~88になっているが、先行指数のオリジナル・データは、1月が95.0、2月が93.2、3月が92.8であるが、4月は88.8と大幅に下がっていることである。恐らく一致指数のC Iも今後それを追っていくと考えられるので、まだまだ景気が後退している真っ最中ということが確認されたのではないかと思う。特に目立つのが鉱工業生産指数の減退であり、季調済前年比をみると97年の10~12月が-2.5、98年1~3月が-1.3、4~6月は先程の執行部の説明では-3.5なので、3期連続の減少になる。相当の局面であると思っている。

乗用車については5月の中旬から若干流れが変わって低価格車が売れるようになったようであるが、これがどこまで続くかが景気後退の真っ最中に唯一の明るいニュースだと思う。

第二に設備投資の落ち込みが非常に激しいことが気になっている。私は98年度が恐らく新たなストック調整の始まりの年であろうと思っている。これまで何回も中期循環に入るのではないかと申し上げてきたが、先程のQEの発表で97年はかろうじてプラスであるものの、ほとんどゼロであり、98年の1~3月が非常に大きく落ち込んでいるので、いよいよ第二ラウンドのストック調整が始まったのではないかと思う。非製造業の方に建設や不動産の問題があるので、多分この調整は今後ますます厳しくなり、2、3年は要すると思う。これは長い目でみると中期的な循環であり、場合によると日本でも民間設備投資の対GDP比率が現在の15%前後からアメリカ並みの10%まで落ちるのではないかという危機というか恐怖の念がなきにしもあらずである。平成不況時に5%内外の調整をした訳であるが、あるいはさらなる設備調整が進むかもしれないと思っている。それは当然雇用波及してくるので、雇用が今一つの心配な点である。雇用指標は確報ベースで見るとやはり一段と悪くなっている。失業率が恐らく本年度中にはかなり悪化すると思うし、来年度にかけても悪化が続くと考えている。さらに、そうした雇用不安が所得の制約に繋がる形で消費を制約していると思う。

その結果、GDPについては97年度は-0.7%、今年度は残念ながらマイナスになり、場合によるとその状況が来年度も続き、97、98、99の3年度連続してマイナスになるかもしれないとも考えている。先週、金融研究所の国際セミナーがあり、ジャパン・ウォッチをやっているFedの人と話をしたが、来年度の成長率を聞いたところ、FY 98は-0.1%との答であった。海外でもそうした見方があるのかと思った次第である。

景気の先行指標の動きがあまり明確にみえない感じがあり、今回は前回会合での認識が再確認され、さらに強められたと考えている。そうした中で、不良債権処理の迅速化と税制改革の案出しはどうかであるが、これは早ければ早い程良いにもかかわらず、一方で政治状況もあり、なかなか進まない状況に対して市場の苛立ちがあると思う。昨日トータルプランが発表になったが、市場はほとんど評価していないように見える。不良債権処理のうちの不動産の方は、前回申し上げたとおりのお膳立てが整ってきており、いわば土地のロンダリングを行うメカニズムが出来てきたと思うが、お金の面での処理がなかなか進んでいない。さらに考慮すべきは不良債権の処理は必然的に経済の動きに対して大きな制約要因になり、クレジットがシュリンクするという点である。信用収縮の惧れが非常に強い訳であり、日銀としてもその点を如何にカバーしていくのかにつき考える必要があるのではないか。いずれにしても、不良債権処理の迅速化、税制改革の前倒しがスローガンに終わらないよう願っているが、現在の政治状況から判断すると、心配な面が多々あるということである。

金融資本市場の動向についてみると、為替が再び円安に向かってきて、141円台になってしまっている。今回の介入における一つのメリットは、上限が146円、下限が133円という一つのレンジを設定したことかと考えている。先般、経済企画庁が発表した工業製品、トレイダブルなインダストリアル・グッズの購買力指数から計算した適正レートは133円と出たが、レンジの下の方の133円というのは偶然の一致かもしれないが、一つの意味があるのではないかと考えている。私が

に会ったところ、彼は介入が巧くいったことを非常に喜んでいたが、

そういう意味で、現在は長銀問題とも絡めて非常にクリティカルなモーメントにあると私は判断している。いずれにしても景気の反転については、まだ気配すら感じられないのが現実である。

さらに申し上げますと、私はマインドやエクスペクテーションも大切であるが、最も重要なのは構造調整の問題であると思う。現在は少なくともサプライ・サイドで恒久減税等を行うのが非常に急務ではないかと考えている。また、新保経済企画庁調査局長には極力GDPのコンポーネントに近い格好で景気指数の系列を入れて頂くことが出来ればなお良いのではないかと思うので、お願いしておきたい。

速水議長

篠塚委員。

篠塚委員

前回会合日から僅か2週間であるが、その間に幾つか新しいデータが出て確認されたことについて他の委員方が触れていない点のみ申し上げたいと思う。第一点は前回の会合時には政府が打出した経済対策の効果を見守りたいということであった訳であるが、その関連で5月の公共投資関連の指標が出ている。5月の請負金額が大きなマイナスで出ていたのは一時的な振れではないか、ヒアリングによると下旬から発注が出てくるのではないかという説明であったが、まだこの種のデータの読み方が私自身分からないこともあり、期待外れのデータに関しては気持ちが非常に重くなっている。今少しこれをウォッチングしていかなければならないと思う。

二番目は、既に色々報告があったとおり、特に中小企業の設備投資計画およびその実態が非常に低いということである。加えて、今回確定計数が出た法人季報の製造業で大企業経常利益の98年1~3月が-26.2%と非常に大きなマイナスになっていたという点である。非製造業でも-19.5%と、経常利益が極めて悪かった。

三番目は、こうした状況を受けて雇用面から特に所得への悪影響がデータの中にも出てきたのではないかとと思われる。特に名目賃金の特別給与が4月の速報段階では-5.1%であったのが、確報では-10.2%と大きなマイナスになった。この落ち込みは非常に大きく、これがさらに消費に対してマイナスの影響を与えるのではないかと懸念している。

四番目としては、以前から非常に気にしていた5月の倒産件数の数字が大きなピークに達していた。5月の倒産件数は1,357件で対前年比37.3%と非常に大きな増加率となり、この件数だけ見ると1986年や85年当時のレベルであるが、倒産時の負債額の規模は格段に大きく、この5月だけでも0.8兆円ということである。これは従来になかった大きな金額で、史上最大の規模になる。この負債額も前年比では66.4%であり、結局倒産の数が多いばかりでなく大規模企業が倒産する局面にて入ってきていることを示している。さらに6月には大きな数字になるのではないかと懸念している。そうした面を含めて、景気の状態は6月12日の時点からますます悪くなっている。

最後に金融システム不安の観点からは、昨年の秋口のような大きな変動はなく、一つの学習効果が働いているという報告であったが、そうした学習効果が消費者あるいは家計の態度にも明確に現れているかどうか非常に重要なところなので、ここ1、2週間あるいは7月にかけてウォッチしていきたいと思っている。以上6月12日以降に関しては、新たに色々とした統計等についてマイナスの傾向がさらに強まっていると確認した。

速水議長

植田委員。

植田委員

前回までの私の判断と比べた変化を申し上げますと、何人かの方からも指摘があったが、設備投資のデータを見て若干考えを変えるまではいかないにしても、ある種のリスクを感じたことである。今年度の様々なデフレ圧

力は昨年発生したマイナスの出来事、特に財政、消費、輸出の減退が第二ラウンドのマイナスの効果を経済に及ぼすという形で出てくると思っていた。しかし、先頃出た設備投資のデータでは、今年の第一四半期に急落しているのので、例えば昨年の秋に消費が減少し、所得や生産が減少し、つれて設備投資が下がるという通常のパターンで判断されるよりは、設備投資が、かなり早目にしかも大目に下がっている可能性があるような気がする。そうであれば、この設備投資の下落がある種の独立のショックであった可能性がある。従って、昨年から、あるいは今年の初めにかけて発生したマイナスのショックは従来考えていたものよりも少し大きい可能性があるということだと思う。ただ、そうでない可能性もあるので、この点に関しては次に出る短観等を通じて今少し確認したい。独立のショックであった場合の説明要因としては、恐らく消費と同様に日本経済の将来動向に対する不安感が特に秋口から冬にかけての各種の出来事で高まったか、あるいはそれに伴う金融仲介機能の麻痺が貸し渋り等を通じて中小企業に特にマイナスに働いたかのどちらかだと思う。その点も短観に出る幾つかの指標を通じてある程度チェックが出来ると思う。独立のショックとしてある程度の大きさが設備投資にあったということであると、先頃発表された財政政策のかなりの部分を打ち消すような大きさのものである可能性もあり、注意が必要だと思う。

速水議長

藤原副総裁。

藤原副総裁

既に皆さんが指摘されたとおり、今回は前回に比べて経済の先行きを示す色々な指標が一段と低下の方向に向かっているということが総合印象である。従って、企業や家計のコンフィデンスもまだ回復されていない訳であるし、それがマーケットの様々な指数にも現れている。

今回は今後注目すべき点として、政府の経済対策と不良債権処理問題、

および為替の動向の三点を指摘したが、いずれもウォッチすべき項目として変わらない。特に政府の経済対策については、さらに特別減税の問題等もあるが、やはり全体として効果が出るだけ早く現れてくることを願いつつ待っているより仕方がないのではないか。他の二つのウォッチすべき項目は単にウォッチするだけではなく、深く考えながら、かつ日銀としても出来ることに取組みながら、ウォッチを続ける必要がある。銀行の固有名詞等々も飛び交っているが、金融再生トータルプラン等の受け皿を巡る検討も進んでいるので、そうしたことに日本銀行としても如何に対応できるかを考えながら深くウォッチすべき問題だと思う。ウォッチすべきという点では、特に色々指摘のあった設備投資については、次の検討までに近く発表予定の短観を注視しなければならないと思う。金融システムの問題については、金融調節面でマーケットの状況に応じて資金の潤沢な供給を精力的に行っているということであるが、さらに色々なことを考慮しながら取組んでいくこともますます今後重要になってくるのではないかと思う。

速水議長

山口副総裁。

山口副総裁

オーバーオールな判断としては、前回に比べてダウン・サイド・リスクが拡まりつつあると言わざるを得ないと思う。消費の下げ止まりを確認できないうちに、あるいは今一つ言えば、財政支出が増加し始めたことをまだ確認出来る前の段階で、投資の落ち込みが明確になりつつあるのが今の状況だろうと思う。その意味では、何となく7~9月頃には経済活動が概ね下げ止まるのではないかと私自身は想定していたが、そうした想定で本当に良いのかどうか、やや不確かというべきかもしれないとも思っている。こうした動きはある程度予想していたと言えれば予想していたものだと思うが、多少とも予想を超えて下の方に振れつつある動きが出てきているの

もまた事実であろうと思う。今度出てくる短観は恐らくかなり实体经济の弱い状況を明瞭に写し出すのではないかと思うが、それが資本市場に如何に反作用を及ぼしていくかを注目しなければならないと思っている。

その間為替相場について一言だけコメントさせて頂く。こうした状況の下では、為替には当然下落圧力が働くと思うし、前はそうした動きになるのが自然であると申し上げた記憶がある。ただ、実際の展開を見ると、140円を超えて円が安くなっていく辺りから、この動きに弾みがつく傾向がみられ、何人かの方から既に指摘があったが、株の動きと連動するような傾向の強まりも認められたと思う。従って、通常であれば為替の調整が一種の自動調整装置になって働くと思うが、国内の資産価格と連動して為替が安くなっていくような局面でも本当にスタビライザーとして働くのかどうかは一つの疑問点である。

速水議長

それでは、これまでの意見を踏まえ、金融経済情勢について追加的な意見、議論があれば自由に発言して下さい。

特に意見がなければ、次に金融経済情勢に関する討議内容を踏まえて、当面の金融政策運営方針について各委員の意見を順番に伺い、その後に自由討議をしたいと思う。後藤委員お願いします。

後藤委員

先般の緊急通貨会合では、外国サイドからは日本が招集したのにもかかわらず日本の対応策について具体策が示されなかったことに失望したという反応がかなりあった。予想されていたことではあるが、介入で得た円高のかなりの部分が早速失われている状況であり、現時点で円安方向に金融政策のアクセルを踏む時期ではないのであろうと思う。ただ、ターム物金利にかなり上昇圧力が働いている模様であり、昨日終了間際に1兆5,000億円もの積み上を残しているのに、0.50%で貼り付いている状態があるので、やはり潤沢な資金供給には引き続き気を配っていく必要がある

うと思う。

なお、前回会合では金融調節のターゲットを対外的にも今少し明示的に出した方が良くのではないかと提案したが、大方の委員方の意見はターゲットの明示は政策変更時に合わせるのが適当ではなかろうかというのが大勢であったように思うので、自分の考えは変わらないが、今回は提案を差し控える。

速水議長

武富委員お願いします。

武富委員

金融政策がこの局面で何と整合的になるべきかと考えを巡らせているが、景気・物価と金融政策の整合性が基本であり、過去の失敗から学ぶためにも一貫性が必要である。その観点からは、先程申し上げた経済対策、あるいはその他資産デフレ対策への期待と足許の現実の需要の減少の両天秤を如何に見るかという点について、流れとしては少しリスクの方に重点を移さなければならないということからいくと、金融政策は現状維持のままで本当に良いのかという気もしない訳ではない。

ただ、現局面の特質は、構造調整が8年続いており、その総決算をやるのではないかとというのが市場の声であるし、同様の感覚は産業界、消費者も当然持っている訳で、需給ギャップが拡大している状況から脱するには構造調整に対する抜本対策を全体の政策展開の主軸にすることが必要だろうと思う。従って、そうした政策展開に金融政策がどの程度入り込めるのか、込めないのか。特に抜本政策ということとの絡みでは、今回の為替相場に対する日米協調介入を行った趣旨をどう理解するかが問題である。仮に金利を下げるとすると円安要因となるが、為替に関する限りは既に133円から141円まで介入による円押し上げ幅の半分以上は円安に戻ってしまった流れからみて、金融政策と構造調整の不足を映した円安に対応すべき抜本政策の流れとが整合していないということである。そこを解く

「解」は、時間軸をどの程度の幅をとって判断するかであり、金融政策面からプリエンティブに早く何か措置を考えるべきなのか、あるいは抜本策の方を急ぐべきなのかというところを良く見る、そこを強力に推進するように強く主張していくという方が先ずもって優先すべきかなという感じはある。

速水議長

三木委員。

三木委員

金融経済情勢について前回会合からの状況を見ると、依然として景気悪化、かつてない不況局面、さらなる悪化の懸念を抱えたままという状況にはほとんど変化なしと見ざるを得ないと思う。従って、そうした中で前回賛成多数で現在の選択肢が採択されていることを踏まえると、今回の選択肢は現状維持で行かざるを得ないと思う。ただ、山下金融市場局長の説明ではないが、マーケットでやはり不安定な地合いが続いているのは間違いない訳であるから、やはり潤沢な資金供給、そしてそれにより無用なレートの上昇等を回避する努力を日銀として是非行っていくべきであろうことと、その中で極力CPオペの活用を積極化していくべきではないかと思う。

速水議長

中原委員。

中原委員

私は、色々な判断を踏まえ、前回の提案を再度繰り返したいと思う。理由は三点ある。一つは先程から私が申しているように、景気の現状がますます悪化してきていることである。それに対して日銀が単に黙って見ていて良いのかということである。第二は、先週、日銀主催の国際会議で

と話をしたが、彼の方から日本銀行は一体何を
しているのか、何故金利を0.10%ずつでも下げないのか、という話が出て
きた。私の考え方と近いので意見交換をしたが、やはり0.10%位の刻みで
も良いから下げたみて、経済が如何に反応してくるか、あるいは貨幣のサ
プライが反応してくるかを見るべきだと言っていた。皆さんが言われるよ
うに一気に0.25%下げる、あるいは0.3%、0.4%下げるのも結構であるが、
それでも仮に効果が全く出ない場合には一体何をするのか。その後に残る
のは、例えばクルーグマンが、あるいは植田委員が言っているようにやは
りマネーのサプライを増やす以外に方法がないということになる訳である。
本日も伊藤元重さんが書いているが、nor final な状態であるとする、
そこにいく道行きというのが、一体どのようなものが一番良いのかとい
うことを考えると、やはり例えば0.1%が良いのか、0.15%が良いのか分
からないが、公定歩合を据え置いたままでコールの誘導金利を小刻みに下
げていくことが、一つあるのではないか。そのうえで最後に方法がなくな
った場合には、恐らく一気に増やすことになるのかという気がする。もう
一方の考え方として、何もしないでいき、ある時点で一気にマネーサプ
ライを増やすということもあろうが、そうしたプロシージャで良いのかど
うかである。勿論ラショナル・エクスペクティション・セオリーから言え
ばサプライズの方が良いのであろうが、果して如何なものか。私は
その他の人とディスカスしてみ、やはり小刻みにコールのターゲットを
下げたみる方法が良いのではないかという一種の確信を持っているので、
ここで報告する次第である。先週の会議でも議論されていたが、アンサ
トゥン・シチュエーションに対してアグレッシブなマネタリーポリシーを
採るのか、コンサーバティブかつスモール・ステップで行くのかは、非常
に大きなイシューである。やはりアグレッシブ・ポリシーあるいはロバス
ト・ポリシーについては必ずしも賛成ではない、従って十分注意すべきだ
との意見もかなりあり、それも考えたうえでの判断である。小刻みにコ
ールのターゲット・レートを下げていくことが政策の変更になるのであれば、
勿論それで結構である。

第三に申し上げたいことは、現在の金融経済情勢の下でやはり長銀問題その他もあり、オーバーナイト・レートが0.5%に貼り付いてきた状況を見ると、やはりその水準から0.1%下げるには、先程山下金融市場局長から伺ったが、相当なマネーサプライが必要になるのではないかという気がする。従って、ターゲット・レートを現段階で0.4%に下げることには非常に意味があるのではないかと思う。以上三点の理由から、私は前回の提案を繰り返して出させて頂く。

速水議長

篠塚委員。

篠塚委員

私は現状維持のままの政策で行きたいと思う。金利を動かして景気を何とかし得る状況にはないと思うからである。つまり、金融政策でやり得ることはないような気がする。

4月から政府が実施する大型の景気刺激策を注視しようということであったが、その際、数字的にバックアップするものとしては、野村総合研究所が97年暦年の国内資金循環勘定から作ったフローチャートがある。97年は公定歩合が0.5%の低い水準で推移した1年間であるが、資金の最終的な貸し手を大雑把に家計とすると、家計は三つのチャネルからお金を出していたことになる。第一チャネルは間接金融、つまり銀行、保険。第二チャネルは直接金融でCPや債券や株式。第三チャネルは公的金融であり、資金運用部、郵貯を代表として良いかと思う。これら三つのチャネルに対して、家計は第一の間接金融には20.6兆円をフローで出していた。第二の直接金融には-0.4兆円、チャネル3の公的金融へは、21兆円である。従って、間接金融に20兆円、公的金融へ21兆円とほぼ同様に合計40兆円ずつ出していた。それが最終的に借り手である企業に如何に流れて行ったかのフローを見ると、間接金融である銀行、保険からは-2.7兆円、直接金融のCP、債券、株式へは+1.8兆円、公的金融の資金運用部からは

+4.4兆円流れただけである。チャンネル1の間接金融と2の直接金融の間では12.8兆円プラスで流れてきているが、これは利金債で、ここの流れがかなり大きい。チャンネル3の公的金融である資金運用部の方からはチャンネル2の直接金融へ15.5兆円流れてきている。結局、最終的にみると昨年1年間家計が低金利の中で集めていたお金は、最終的な企業の方にほとんど流れていない。

こうした状況をみると、金融政策が出動し、それに伴い企業が刺激されて投資を動かし、そして雇用を増加させて所得を増やすという流れは今のところほとんど期待できないのではないかと思われる。現状は、財政政策あるいは政府が実施する金融システムの不安を解消する仕組みに対して、日銀が何らかの形で政策的にバックアップできるのか分からないが、そこで頑張る以外に手がないのではないかと思う。結論としては、現状維持である。

速水議長

植田委員。

植田委員

難しいが、私も結論としては、ある意味で若干の留保条件付きであるが、現状維持である。理由は当面は財政政策あるいは不良債権対策の動向を見守りたいという何人かの委員が言われたポイントと同じである。さらに今日時点で緩和策を採ることも考え得る訳であるが、先程来出ているように、円やアジア情勢が不安定であること、協調介入直後であることからすると、そうしたアクションを採るにはかなり明確な理由が必要であると思う。そうした要素をどの程度重視すべきかは、大きな問題ではあるが、やはり理由が必要だと思う。従って、今から来月初めにかけて出る統計等を見てからというのが一つの常識的な選択と考えている。ただ、マーケットもそう認識していると思うので、今日アクションを採ることはある種のサプライズ的な要素を持ち、その方が効果は高いという面はあるのかもしれない。

しかし、それを念頭に踏み切るといふだけの判断が出来かねるといふことである。その点がまさに留保条件であり、次回の会合ではかなり本格的に色々な要素を考えるべきではないかと思う。その際、緩和方向が望ましいという方向感が出た場合には、中原委員が言われるように一旦金利を少し下げたうえで、さらに大きな措置を採るかどうかを考えるという選択と、最初から何か大きな措置を実施してみるという選択のいずれもある程度の重みを持つチョイスになるのではないかと思う。

それに関連して、一つは篠塚委員も指摘されたように、金利政策のもつ景気刺激効果の余地は限られていることは確かかと思う。社債の金利を見ると、格付けの低いクラスのリスク・プレミアムは昨年後半から20~40、50bpと上昇したままである。従って、例えばコールを10bp下げても如何程の効果があるのかという問題はあるのかと思う。それでも、数十bpのオーダーで引下げれば効く可能性はなきにしもあらずだと思ふ。

また、量的緩和論について一言申し上げるならば、金利を下げる政策と必ずしも全く違ふ政策ではないといふことである。金利を下げれば時間を伴って量は増えるであろうし、量を減らすには金利を上げなければならぬ。しかし、経済への波及メカニズムが名目金利のみならず、ある程度は実質金利にも影響されるとすると、名目金利マイナス期待インフレ率が、実質金利であるが、その期待インフレ率をある程度中長期的な金融緩和策にコミットすることにより、高めてやる効果はあるかもしれない。金利政策に追加的に加われば、効果は強いかもしれないと思ふ。今日提案する勇氣はないが、そうした案も含めて次回まで検討させて頂きたい。今回は現状維持の方に賛成する。

速水議長

藤原副総裁。

藤原副総裁

先程申し上げたような景気の判断から、金利政策については引き上げを

考え得るような時期ではまだまだない。一方、これだけ厳しい情勢の下で、引き下げの可能性についてであるが、現時点の非常に限られた状況の中で引き下げのパーセンテージにもよるが、内外の通貨情勢も考慮すると、やはり無理なのではないかと思う。預金準備率については、引き下げる場合は単独にではなく、他の政策と併せて実施するべきだと思う。単独では効果がマージナルになる。残るのは金融調節の中身であるが、前々回以来色々な議論があるが、政策の変更を意味するようなものであるならば、相応の内容を伴わなければならないのではないかと思う。理論的根拠は立論し難いが、現状はアナウンスメント・イフェクトだけでは思惑を招くことがあっても、効果の方は疑問。——ということであれば、現状維持のディレクティブの中で潤沢な資金供給に取り組んでいくのが良いのではないか。従って、現状維持の対応を採りたいと思う。

速水議長

山口副総裁。

山口副総裁

先程、経済についての見方自体は、ここ何週間かのデータを踏まえると従来考えていたよりも弱めにみざるを得ないと申し上げた。しかし、さらに経済そのものについて検討を要する点が残っていると思う。その一つは、第一に7月8日に向けて金融システム対策でさらにどの程度の展開があるか、それが株、その他の資産市場に如何なる影響を与えるかということである。第二点は16兆円の効果が実態はどうなりつつあるのか、民間経済の弱さの中に全く呑み込まれてしまうということなのか、それともやはり多少時間はかかっても着実に効果が出てくると見るべきなのか、その辺りを踏まえて私共は98年度から来年度にかけての経済についての見方を基本的に変えなければならないのかどうかである。そうした意味で、次回までに今少し経済自体についての見方をしっかりとチェックしたいと思う。

二つ目に申し上げたいことは、そうは言っても現に出ているデータから

うかは自分達も良く分からないが、リスクがないのであればやってみれば良いのではないかと、乱暴に言えばそうした議論である。そこに全く副作用がないと確信を持てるのであれば、そのとおりに思うが、本当に副作用がないのかどうかについては、先程申し上げたように今少し自分でチェックしてみたいと思う。

速水議長

それでは、私の見解を少し言わせて頂きたい。6月16日の記者会見の場で、私は現在の状況の中で金融機関は不良資産の自己査定の結果を自己開示することが必要であるという意見を述べた。この点は皆さんにも議論頂いたし、一部の委員の言われた表現についても十分考慮して、説明をしたうえ、書いたものを配った。別途、英文にしたものを5か国の総裁宛に送り、特にニューヨーク連銀に対しては現地の堀井駐在参事を通じて良く説明をさせた。翌17日は、国会でもこの件について質問を受けたため、私の考え方を申し述べた。アメリカ側には、に説明をしたが、私の考え方については全面的に賛成だと言ってくれている。総理には前日に書きものを見せて報告をしていた。当面銀行が反対するのは当然かと思うが、方向としては、今こそ政府による金融機関の不良資産の早期改善が重要であるということが非常に強調されているのはご承知のとおりである。

こうしたことを受けて市場はやる気があるとみたと思うし、金額的には大きくはなかったものの協調介入が行われたこともあり、為替相場は一時的にはかなり円高に進んだ。問題はこれをどうフォローアップしていくかということである。政府が7月8日に発表すると言われている対策には、不良債権問題、あるいは土地問題を含めた各種の政策も出てくるはずである。

それを待たないうちに、今週に入ってから特定の銀行からの資金の引き出しがおこり、ここ暫く安定していた同行の株価は急落し、かなり危機的な状況になってきている。今日、明日は各行の株主総会が開かれるため、

それが終わらないと新たな動きは無理だと思われるし、金融監督庁の方も動き始めたばかりで具体的な話し合いには入っていないが、来週からは動きがかなり激しくなる可能性があると考えている。各種の案があるが、私自身としては可能であれば民間ベースで話し合いが出来ていくのが望ましいと思っている。そのように巧くいくかどうか今後の推移を注視して、適時適切に対応していく必要がある。来週は非常に大事な週ではないかと感じている。

マクロの経済や金融の動きでは、前回会合以降出された経済指標を見ても、1~3月のGNP統計、あるいは中小公庫のアンケートから見ても、設備投資がやや弱いことは十分窺われる。この間、政府が不良債権の早期処理あるいは税制改革に向けて強い姿勢を打ち出してきているので、経済の先行きを展望するうえでは歓迎できる動きだと思う。これらの問題が政府のコミットメントどおりに処理されていけば、総合経済対策の効果と相俟って、景気の下振れリスクの減退に大きく資するものと期待している。

金融資本市場については、為替相場の反発とともに株式相場等のセンチメントが一頃に比べて落ち着いてきているように思う。こうしたセンチメントを崩さないためには、やはり不良債権を早期に処理することが最も重要であると思うが、市場のセンチメントの動向には今後とも注意を払っていく必要がある。

いずれにしても、現時点では前回会合における基本的な判断を変えるほどの十分な追加材料がある訳ではないので、金融政策運営は現状維持として、当面来週公表される短観の調査結果や月末指標の動き、その後の金融機関の動き等を見守っていくことで良いのではないかと思う。個別金融機関の経営状況を巡る思惑等、市場が不安定化するような場合には、コールレートが金融調節方針の範囲に収まるように潤沢な資金供給を行って市場の不安心理を抑えていくことが重要である。

私の考えは以上である。これまでのご討議を踏まえて、金融政策運営についてなお追加的なご議論があればご発言頂きたい。

中原委員

私が最も危惧しているのは、政府が各種の政策を打つので、その効果を見守りたいと言われるが、効果がない場合はどうするのか。心配されるのは来年度であり、今年度の16兆円と同じ規模、あるいはそれ以上のことを打出さないと、なかなか巧くいかないのではないかと。従って、そうした財政面の対策が切れてしまった時に、日銀は一体何を考えるのか。そこまで突き詰めて考えておく必要もあるのではないかと思うので、その点を申し上げておく。

速水議長

サマーズも自分達の経験からこうした不良資産の改善の過程では、フィスカル・ポリシーがジャスト・イン・タイムに出てくるのが極めて必要だと強調しておられた。私もそう思う。現時点では政権がどう変わっていくかが分からないので何とも言えないが、今の内閣総理大臣の考え方からいけば、そのことは分かっているはずだと思う。政府の出席者からコメントがあれば聞かせて頂きたい。

新保経済企画庁調査局長

私のコメントは政策に対するものではなく、現状認識に関するコメントになる。1～3月の設備投資の減少をどう見るかという点については、中原委員の中長期的なストック調整という考えと植田委員の独立のファクターが1～3月に効いているのではないかとこの考えが示されたが、私はどちらかという植田委員の考え方に近い。資本ストックの伸びを見ると、ご承知のとおり高度成長期は10%台の伸びを前後に循環を描いていたが、石油ショック後4%成長に下方屈折した後は概ね6%前後の伸びで循環を繰り返していた。92年から94年までの3年間に設備投資がかなり減ったために、ここ数年の資本ストックの伸びは4%前後で循環を繰り返している。この4%前後の伸びは恐らく潜在成長率の2%前後に見合っているのでは

ないかと思われる。95～97年の3年間の設備投資の盛り上がりは過去に比べると極めて小さいので、資本ストックの伸びは4%前後からあまり高まっていない。従って、2%の成長にとって過剰な設備ストックが形成されている状況ではなく、今後ストック調整に大きく入っていくということではないのではないかと思う。

その代わりに、現在懸念すべきは貸し渋り問題だと思う。大蔵省の景気予測調査によると、大企業・中堅企業への貸し渋りは少し緩和しているが、中小企業については、4～6月の現状判断は「緩やか」から「厳しい」を引くとマイナス30.9%で1～3月のマイナス25.4%よりさらに厳しくなっている。断片的な関数チェックでは、このファクターが中小企業の設備投資をかなり押し下げているのではないかという結果が出てくる。かなり個人的見解も入っているが、独立ファクターというのやはり中小企業に対する貸し渋りファクターではないかと思っている。そのリスクがある限り、中小企業の設備投資はなかなか盛り上がらない。その結果、財政政策をいくら打出してもなかなか効かないという状況が起きているのではないか。

今一つは今後デフレの心配があるのかないのかという観点が最も重要だと思う。中原委員も言われていたと思うが、インフレもデフレも基本的にはマネタリーなファクターなので、本当にデフレの危険があるのであれば、あらゆる障害を越えて金融政策を活用せざるを得ないと思う。しかし、単に低成長が続く程度の話なのか、さらに底割れしていく状況なのかという見極めが極めて重要である。その点は、議論に出ていたとおり、まだ明確に見極めるだけの材料が確定できていない、ということだろうと思う。

中原委員

私のインプリケーションはそういうことだ。

速水議長

それでは議案の提出および採決に入る。先程の検討によれば、当面の金融調節方針については現状維持とされるご意見が大勢を占めているよう

に思う。そこで、私から当面の金融調節方針は現状維持という議案を出したいと思うが、中原委員から出される議案を確認して頂く。

(11時45分中断、11時49分再開)

[事務局より議案配付]

速水議長

それでは、採決に移りたいと思う。最初の議案は中原委員からのもので、「金融調節方針の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」というものである。これは微調整ながら現在の金融調節方針を変更することになるので、対外公表文をどうするかも検討の必要がある。従って、この議案が了承されれば、これも後程検討することにしたいと思う。一方の議案は、私から提出させて頂いたもので、「金融調節方針を現状維持」とする案である。採決の手順としてはただ今ご紹介した議案の順にするが、ご異議はないか。

[全委員「異議なし」と答える]

(新保経済企画庁調査局長退室)

速水議長

ご異議がないようなので、まず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

賛成 1、反対 8 で、否決されました。

速水議長

それでは、私が提出した議案について採決をお願いします。事務局は議案を持ち回り、決裁を得た後、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：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

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

三谷政策委員会室長

賛成 8、反対 1 で、賛成多数で可決されました。なお、反対は中原委員です。

(新保経済企画庁調査局長入室)

速水議長

政策委員会として、当面の金融調節方針として、賛成多数で現状維持が決定されました。金融市場局長は、ここに定められた方針に則って、金融調節に努めるようこれをもって指示しますのでお願いします。なお、決定事項の公表は会合終了後約 30 分後に行いますので、それまでの間は、厳に出席者限りということをお願いします。

次に先行き 6 か月、7 月から 12 月の決定会合開催予定日の承認を行いたい。決定会合の開催予定日は先行き 6 か月の日程について 3 か月毎に承認頂いた上で、対外公表することになっている。7～9 月分については 3 月末に公表済みであるので、今回はその日程に変更が無いことを確認するという意味合いになり、10～12 月分の日程については今回新たに決めることになる。7～12 月について既にお配りしている日程でいかがでしょうか。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

V. 閉会

速水議長

それでは異議がないようなので、政策委員会としてはこれを承認することとする。以上で本日の議事を全て終了する。次回の金融政策決定会合は7月16日木曜日を予定している。

(午前11時57分閉会)

以上