

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年7月16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 松永 光 大蔵大臣（9:00～10:00）

経済企画庁 河出英治 調整局長（9:00～15:50）

（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
企画室参事（企画第1課長）	山本謙三

（事務局）

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	門間一夫
企画室調査役	前田栄治

## I. 開会

(午前9時開会)

速水議長

金融政策決定会合の開会にあたり、本日の取り進め方を説明したい。最初に前々回の議事要旨を承認頂き、引き続き松永大蔵大臣から金融再生トータルプランについての説明を頂く。その後、執行部から金融経済情勢等に関する報告をしてもらい、それ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委員の検討を行いたい。その上で当面の金融政策運営方針を決定し、最後に金融政策月報に掲載され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纏めることにしたい。

なお、本日の政府からの出席者は、松永大蔵大臣のほか、経済企画庁の河出調整局長である。最後に、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することとなっているので、委員および政府からの出席の方々におかれては、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(6月12日開催分)の承認

速水議長

それでは前々回、すなわち6月12日の会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許に議事要旨をお配りしているが、ご異議はありませんか。

[全委員が賛意を表明]

ご異議がございませんので、政策委員会としてはこれを承認することにする。なお、本議事要旨は7月22日(水)の午後2時に公表されることになっている。

[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

ご出席の松永大蔵大臣から金融再生トータルプランについて説明されるとのことですのでお願いします。

松永大蔵大臣

今日の大切な金融政策決定会合で発言をする機会を頂戴し、有り難うございます。私共では7月2日、選挙中でしたが、金融再生トータルプランを始めとする不良債権問題についての考え方を決定し、現在急いで法案の作成に入っている。そのことに関し、私共の考え方、決定をみたブリッジバンク構想等についてご説明させて頂きたい。

その前に、我が国経済の現状認識についてご説明させて頂く。政府としては我が国経済の現状について、昨年末以来の経済の先行きに対する著しい不透明感は少し落ち着く兆しがみられるものの、最終需要の停滞が生産や雇用等、実体経済全体に及ぼす影響が強まっており、景気停滞が長引き、

引き続き厳しい状況にあると認識している。政府としては、こうした厳しい経済の現状に対応して過去最大規模の総合経済対策を決定し、それを実施するための補正予算を成立させて頂き、その効果の早期発現に向けて迅速な執行に努めているところである。

一方、我が国経済を再活性化し、また、現在進められている金融システム改革を成功させるためには、金融機関に対して不良債権の抜本的な処理を促し、経済の血液たる金融が本来の機能を早急に回復させることが求められていると認識している。ブリッジバンク制度の創設や、不良債権の積極的な処理促進の制度的な枠組みなどを示すために、先程申し上げたとおり7月2日に金融再生トータルプランの第二次案を取り纏めた訳である。土地・債権流動化と土地の有効利用等に関しては、トータルプランの第一次とりまとめの中で臨時不動産関係権利調整委員会といったものの創設その他を決めていたところであるが、今回の第二次とりまとめは、不良債権の積極的処理促進の制度的枠組み整備、透明性及びディスクロージャーの向上、銀行監督及び健全性基準の強化、ブリッジバンク制度の導入等金融システムの安定・機能強化の四つの柱から作られているところである。

このうち、ブリッジバンク制度については、金融監督庁と預金保険機構の仕事の二つが大きな仕事になる。まず、A銀行が破綻した、あるいは破綻に瀕しているという状況になれば、金融監督庁が金融管理人をA銀行に派遣する。金融管理人が派遣された場合は、従来のその銀行の頭取他、代表者の代表権限は停止し、代表権は直ちに金融管理人に移る。業務執行権も金融管理人に移る。実質上A銀行は国営銀行的な性格に一時的に移る。金融管理人はその銀行の健全性確保に向けて諸般の処置を速やかに執り行う。不良債権の整理回収銀行への譲渡、その他、その銀行の再生に向けて処理をしていく。その後、受け皿銀行が現れれば、受け皿銀行に営業譲渡する。勿論、不良債権は整理回収銀行に移す。その間、破綻した銀行から融資を受けている企業の中で、善意かつ健全な企業に対する融資は的確な審査をしたうえで融資を続け、A銀行が破綻したために企業が連鎖的な倒産を起こすような状態を防止しようという考え方が第一段階である。それ

が、金融管理人がその銀行を管理するということである。その銀行について受け皿銀行となる民間金融機関が現われない場合は、かねて預金保険機構の下部機構として平成金融再生機構という、言うなれば銀行持株会社を作っておき、その子会社として、公的ブリッジバンクに破綻した銀行の営業を譲渡するという形で整理していく。僅かな期間であるが、公的なブリッジバンク、すなわち新銀行ができれば2年以内、2年内でできなければ1回ずつ延長して最長5年以内に民間金融機関を発掘して、営業譲渡を行なって銀行は消滅させる。これが基本的な仕組みである。そうした仕組みについて、政府与党で基本的な構想を纏め、現在大蔵省の金融企画局で鋭意そのために必要な法律案の作成作業に入っている。今月末に臨時国会が召集されれば、冒頭に法案が提出できるようにしたいと思っている。

この仕組みを決定するに当たり、種々の点からの議論があった。例えば、行政庁の権限で破綻したA銀行、あるいは破綻しかけているA銀行に金融管理人を派遣し、それがA銀行の代表取締役その他の代表権、すなわち業務執行権を奪う訳であるので、それが行政庁の権限で出来るのかということが一つの論点になった。この点については、保険業法に保険管理人という仕組みがあり、その保険管理人は破綻した保険会社等の業務執行権や代表権を持つという制度があるので、それを参考にして仕組みを作った。裁判所の手数を煩わせて管理処分決定等をしてもらい、現在の執行者の執行権をクリアした後に裁判所の任命する職務代行者が業務を執行していくのが一般的な仕組みであるが、こうした手続きには2、3週間かかるため、緊急事態に対応できない。しかし、保険業法にあるのと同じ仕組みを使えば、民法、商法等々民事法の規定はクリアできる。そこで金融管理人という仕組みを作り、金融監督庁長官が選任する金融管理人が極めて迅速に破綻した銀行の管理、あるいは業務執行についても権限を持つという形で速やかな処理に入る仕組みになった訳である。

先程も申し上げたとおり、破綻した銀行からの借り手、善意かつ健全な借り手であるならば、その者に対する融資は、——良く審査したうえではあるが——継続することにする。融資を打切るとその借り手が倒れてしま

い、その地域の経済に大変大きな影響を及ぼすということで、善意かつ健全な借り手は保護というか、支援をしていくということである。

この金融管理人が管理している銀行を民間銀行に営業譲渡する場合、民間金融機関が現れないために暫くの間、公的ブリッジバンク、すなわち平成金融再生機構の子会社、言うなれば仮の国営銀行に営業を譲渡することになるが、それが最終的に民間金融機関に営業譲渡する場合でも、元々の銀行の株主権を全く無視する訳にはいかない。困るのは金融管理人が管理しているA銀行を民間金融機関に営業譲渡しようとする場合に、商法上の特別決議が必要になる点である。銀行法上、株主は営業譲渡について発言する権限があるという前提に立てば、営業譲渡には株主総会の特別決議が必要である。その際、ほとんどの株主が銀行その他の法人である場合は別として、そうでない場合には定足数が満たない等の状態となり、営業譲渡の特別決議ができなくなる。この点については、いろいろ研究がなされ、その部分だけは裁判所の手数を煩わせ、裁判所の決定で非訟事件手続法に基づく特別措置として、株主総会に出席しないかもしれない株主の株主権を一時的に凍結できる、というそういう仕組みにすれば、特別決議ができない等の事態は避けられると考えている。その点も大体政府内の担当者間の協議は纏まったような感じである。

なお、この件について野党が色々意見を言っているようではあるが、マスコミの反応、評価も概してそれ程悪くないように感じているところである。朝日、日経などの各紙はブリッジバンク制度は金融機関の破綻による地域経済や金融システムへの影響を最小限に止めるために必要な制度である、といった論調になっているようである。ただ、トータルプランでは、実際に実施されると一時的に貸し渋り傾向が強まる恐れがあるという意見を表明している新聞もあった。破綻ということについての定義が明確ではないのではないかという意見もあったが、破綻金融機関については、預金保険法の第2条第4項に定義があり、「業務若しくは財産の状況に照らし預金等の払戻しを停止するおそれのある金融機関又は預金等の払戻しを停止した金融機関」と明確に規定されている。少なくとも現行法では預

金保険法の第2条第4項に明らかになっている考え方で整理されている。

不良債権の処理を迅速に行なうと同時に、万が一破綻に瀕した銀行があった場合には、速やかに対応措置をし、不良債権は整理回収銀行、健全債権は受け皿銀行という形で解体処理をして日本の金融システムの安定と強化を図っていくことが日本の経済を力強いものにするうえで大変大事なことではないかと考え、取組んでいる訳である。しかし、この金融再生トータルプランは説明が難しく、一般国民には分かりにくいため、随分説明したにもかかわらず、選挙には余りプラスにならなかった。金融再生のために追い追ひ多くの人に理解してもらえらるうと思うが、極めて大事なことであり、何としてもやり遂げなくてはならない。いずれにせよ、不良債権処理の促進、あるいは万が一の場合の公的ブリッジバンク制度の創設等々を実施していくと、銀行はむしろ貸し渋りを硬化してこないかということが心配される。日本銀行におかれては、貸し渋りの解消、健全な企業に対して金融機関が必要な資金を潤沢に供給するという仕組み、あるいはそうした実際の動きが的確に出てくるように適切に対応して頂きたいと希望する次第である。私共としては、今後とも金融監督庁および日本銀行と共に金融システムの安定と我が国経済の再生に向けて強い決意を持って取り組んで参りたいと考えているところである。政策委員の各位におかれても政府の経済・財政運営の考え方等につきご理解を賜りたいと告げて私の発言を終わらせて頂く。

速水議長

金融再生トータルプランは私も金融システム再建に不可欠なプランだと思っている。法案作成はなかなか大変だと思うが、なるべく早く作って頂いて、上程して審査に移り、先程言われたように8月ないし9月に施行になれば非常に有り難い。

松永大蔵大臣

9月の中頃には施行するようなスピードでなければならないと思う。金

融企画局が担当して法案の作成に入っているが、大体山は越したと思われ、予定どおり7月に招集される国会の冒頭には出せると思っている。

#### 中原委員

破綻の認定に関してであるが、具体的には長銀に関し金融監督庁が検査に入っている一方、日本銀行の考査は既に終わっており、金融監督庁から考査結果を出して欲しいという要請があったので、出したところである。日銀の考査はかなりシビアというか慎重にやっている。仮に、金融監督庁の検査結果が甘めであったというような場合に、例えば日銀の判断では破綻かもしれないが金融監督庁の場合には必ずしもそうでもないといった場合、公的資金の注入に関する考慮等の点で如何に対応するのか。

#### 松永大蔵大臣

決して逃げる訳ではないが、具体的な案件処理は金融監督庁に権限が移っている。私が説明申し上げたのは、金融企画局の責任と権限でこうした問題についての仕組みを作るということである。今おっしゃられた問題は6月22日以降私共の権限ではない。勿論、私共としても十分責任感を持ち、連絡その他はしていると思うが、いずれにせよ、破綻は金融監督庁の判断だと思う。その判断の基礎となる法律は預金保険法の第2条第4項である。すなわち、「業務若しくは財産の状況に照らし預金等の払戻しを停止するおそれのある」という状況であり、実際の金融社会では大体分かるそうであるが、これは金融監督庁が判断する。

#### 山口副総裁

ブリッジバンクは実際問題としてどのような金融機関に適用できるのかについて、若干の議論があったように聞いている。例えば大手19行と言われるような先にも使えるのか否かと考えた場合、恐らく法制上は大きい小さいということは問題にならないのであろう。しかし、実際問題としてはどうなのかという点につき議論があったのであれば、伺っておきたい。



松永大蔵大臣

私の承知している限りでは、大中小という区別はなく、全ての金融機関について適用される仕組みという考え方である。実際には大変であろうと想像される訳であるが、法律の仕組みとしては全てに適用される。

藤原副総裁

金融監督庁と日本銀行とが連携しつつ、例えば検査、考査等を実施するということはこのプランに書いてあるとおりであり、また日本銀行が預金保険機構等を通じてこの大きなプランの中にコミットしている部分は私共も承知している訳であるが、大蔵大臣としては、日本銀行がこの大きなプランの中で如何なる役割を果たすべきかという考え、または期待をお持ちであるか。

松永大蔵大臣

先程も申し上げたとおり、金融の安定と金融部門の強化なくしては日本経済の再生はないという認識であるので、今後とも日本銀行においては必要な分野、特に健全な企業に対して必要な融資が滞らないように潤沢な資金供給がなされるような対応が望まれると考えられる。

三木委員

本件について一番大事なのは破綻とは何だということである。何をもって破綻とするかの定義は飽くまでも預金保険法第2条第4項を念頭において、決めようということになるのか。

松永大蔵大臣

法律を作っていくうえで、この法律においては破綻とはこうした規定だ、解釈だ、この法律ではこうした解釈であるということでは法的安定性を失う恐れもあるので、定義や用語は極力共通なものが良いのではという考え方である。

### 三木委員

法改正で一番大きな問題は、やはり金融管理人の法的位置付けになるろう。既存の保証された株主権により選任された代表取締役による経営の関係をどうするか、今一つは、公的ブリッジバンクへ営業譲渡するなり清算するなりの際に株主権に対抗できるように、それらの点を法的に明確にできれば、この仕組みは動くのか。

### 松永大蔵大臣

金融管理人の人材が大切である。急ぎお願いしたら直ちに金融管理人を引き受けて、選任されて直ちに破綻した金融機関に赴く、言うなれば最高司令官の命令によって厳しい戦場に赴く人材である。そうした有能な人材をある程度の数、候補者リストを作っておかなければならないと思う。候補者にも大体了解を求めたうえで用意しておく必要がある。派遣して下さいという事態になってから人事を始めたのでは1週間も2週間も掛り、大変な事態になる。従って、予めある程度の人達に、特定の銀行でなくて、そうした事態が発生した場合にはお願いするからお引き受け願いたいということで、人材をまず用意しておくことが大事だと考えている。そうした立派な人材が金融管理人になり、その銀行の代表権、業務執行権、管理権を持つと、相当な荒っぽいことをやる訳である。そうしたことが行政庁の権限で可能なのであろうかという考え方もない訳ではなかったが、緊急非常事態でもあり、また、先程申し上げた保険業法にそうした規定があることであり、可能だという考え方で今回の仕組みになった訳である。しかも、原則として2年、延ばすとしても1年ずつ延ばして最長5年と、飽くまでも暫定的、緊急避難的措置ということで、今回の仕組みを作ることになった次第である。そうでなければ間に合わない。

### 三木委員

一番心配であったのは、その人材派遣リスクのところである。本当に然るべき人材に確りと目処をつけて、予め準備しておくことが、それは当然おやりになっていると思うが、一番ポイントだと感じている。

### 松永大蔵大臣

当然ながら、金融の実務に通じた人が担う必要があろうし、人物も立派な人でなければならない。今一つ、先程申し上げたように営業を譲渡する場合には特別決議が必要になるが、先般の山一証券のケースではそれができなかった。そこでこの仕組みの中では、営業譲渡等に必要な株主総会の定足数に満たないといった場合には、金融管理人の管理に入った銀行については、裁判所に申請して営業譲渡等の決議について一時株主権を凍結する許可を得てしまう。それに伴い措置がスピーディーになる。ただ、株主としての最後の権限であるので、極力その決議に参加できるようにし、出席しない株主は参加に合計して定足数を充足するといった仕組みも導入する。

### 中原委員

金融管理人を選任しておくとか候補者のリストを作るのは大蔵省の責任で行うのか、金融監督庁の責任で行うのか、あるいは一緒に行うのか。

### 松永大蔵大臣

金融監督庁長官が、リストも用意しておく。事態が発生したら直ちに任命して派遣する。

### 中原委員

リストを用意するのも監督庁の責任か。何故、大蔵省がおやりにならないのか。

松永大蔵大臣

実際にはいろいろやるのであろうが、実務上、形のうえでは金融監督庁が選任して派遣する。従って、金融監督庁が用意する形になるが、実際は大蔵省の方が詳しいであろう。

篠塚委員

今回のプランにある融資審査委員会は外部から委員を募るのか。銀行持株会社のところにある融資審査委員会、監督庁の中に作るのか。

松永大蔵大臣

これは預金保険機構の下部組織としての平成金融再生機構という銀行持株会社である。預金保険機構の中に置くことになるのではないか。

篠塚委員

融資の審査が非常に難しい。どのようなメンバーで構成されるのか。

松永大蔵大臣

杜撰な融資をすると不良債権を作ることになるので、どのような借り手が善意かつ健全な借り手かの判定をする必要がある。こうした問題が起こった契機は北拓である。北拓が破綻したがために、北海道の業界がなかなか融資を受けられずに北海道経済が非常に冷え込んだという事情がある訳である。実際上は中小企業金融公庫や開銀等が相当面倒を見てくれているが、あの銀行が潰れたというだけで、今度は他の民間金融機関が融資先をバツイチに見る。そこで公的ブリッジバンクが借り手企業との間の縁組みをまとめるように、しかし悪い縁組みでは仕方がないので、そう悪くない縁組みだということの判定をしなければならない。その判定を融資審査委員会で審査して頂くことになる。今後、企業としては如何なる銀行と取引関係を持つか、非常に厳しい状況になる。良い銀行と取引関係を持ち、破綻することがないなら幸せであるが、万が一取引の相手が悪かった場合

には、非常に苦しい場面にも立つということである。破綻してない銀行と取引関係のある企業は別の方を本当にバツイチと見るらしい。実際はそれの救済である。

中原委員

大臣もご承知のように、最近、銀行が貸出先を選ぶが、貸出先も銀行を選んでいる。

松永大蔵大臣

自由競争の徹底の結果そうなるのであろう。

三木委員

しかし、金融ビッグバンとは、本来そうしたものである。自己責任によるお互いの選択である。選別というか、そのせめぎ合いの結果であり、ご指摘のとおりだと思う。

松永大蔵大臣

ただ、私共はまだそうした社会に完全には慣れていない。

三木委員

貸し渋りと一言にいわれるが、単純に貸し渋りはけしからんということではなく、貸し渋りもいわゆる国際ルールに近づいていく中での正常な方向というか、お互いの選択を徹底する方向に徐々に向かっていることの一つの現れと認めざるを得ないのではないかと思う。

松永大蔵大臣

ところが、国会の委員会では日本銀行総裁も大変ご苦勞されているところで、私もそれが一番辛い答弁である。私の事務所等にも相談が来るが、政府系を勧めると大体は処理されている。それでも処理されない先は、

相当の問題がある企業である。そうした先でも救うような形を作らないと世の中が納得しない点が難しいところである。

### 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）

速水議長

金融経済情勢に関する執行部からの報告に入りたい。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。

山下金融市場局長

お手許の資料、「金融調節と金融市場動向」で説明する。前回6月25日会合以降の金融調節運営を振り返ってみると、概ね4つの局面に分けることができる。まず、6月25、26日は長銀問題を契機とする金融システム不安再燃懸念の強まり等からオーバーナイト・レートが0.50%を越えて強含む気配を示したため、朝方から大量の流動性供給を行い、レートの上昇を牽制したが、殆ど効果はみられず、交換尻中心出合いレートは26日には0.55%まで上昇した。

第二の局面は29日からの一週間である。29日は前週末に長銀、住友信託の合併発表があったにも拘わらず、ジャパンプレミアムの一段の上昇もあり、取り手が浮き足立って、オーバーナイト・レートが0.6%を超える水準で出合い始める展開となった。このため、マーケットの混乱を抑えるには思い切った対応が必要と判断し、9時20分の定例調節で3兆3,000億円の積み上幅を造成するとともに、日中積み上の造成をアナウンスすると同時に日中売出手形による資金吸収を行わない旨の異例の発表を行った。最終時点でも3兆3,000億円の積み上をそのまま残すことを明らかにしたところ、市場の地合いは一変して出し手が狼狽気味に資金放出を進めたため、オーバーナイト加重平均レートは0.3%台まで一気に低下した。その後、朝方の積み上幅を圧縮し、3日には5月14日以来のリザーブ・ニュートラルとなる調節を行ったが、この週のオーバーナイト加重平均金利

は0.28%から0.35%の低水準で推移した。

第三は6日から14日の局面である。マーケットの地合いが落ち着きを回復する中で、私共がリザーブ・ニュートラルを基本にして日々の地合いの変化に応じて小幅の積み上幅を造成する弾力的な調節を行った結果、オーバーナイト加重平均レートは0.40%台前半で総じて落ち着いた展開となった。また、積み最終日となった昨日は、地銀等の出し手が極めて慎重な資金放出姿勢を示す中で、一部都銀が取り焦ったことからオーバーナイト加重平均レートは0.51%と本年3月31日の0.7%以来の水準に跳ね上がっている。以上の結果、今積み期の加重平均レートは昨年12月以来の0.42%まで低下している。細かく小数4桁までみると0.418%ということで、12月の0.42%を下回る史上最低水準にまで低下している。

この間ターム物レートは5ページのグラフにユーロ円TIBORの3か月物をプロットしたものがあがるが、25日前後から金融システム不安再燃懸念により急上昇し、29日には0.85%まで上昇している。その後オーバーナイト金利が金融再生トータルプランの決定等を受けて一旦0.74%まで低下したものの、今週に入って再び強含み傾向に転じていることが注目される。これには参議院選挙の結果、金融システム安定化策等の実行が大幅に遅れるのではないかとといった懸念が出てきていること等も影響していると考えられるが、基本的には9月中間期末接近に伴い、金利上昇圧力が掛かりやすい環境にあるためとみられる。従って、今後のターム物レートの動向には十分な注意が必要と思われる。私共としては今後とも期末越えの資金を多目に供給する等調節面での工夫を重ね、マーケットの落ち着き確保に全力を上げて参りたいと考えている。

中原委員

ターム物レートは6月25日から一貫して上昇しているが、9月期末頃までこうした格好でいくのか。

### 山下金融市場局長

25 日前後から上昇してきたのは明らかに長銀問題等を契機とする信用リスクプレミアムの上昇と9月期末の流動性プレミアムのようなものが一気に出てきたものであり、それが調節を跳めて取り手サイドが少し落ち着いたのでやや低下している。ただ、信用リスクプレミアムは 10bp 以上跳ね上がってきていると思われる。当面は信用リスクプレミアムの部分が金融再生トータルプランの動向や、長銀の動向とかで如何に動くかということが一つであり、今一つは9月期末について取り手が慌てて取らないことにより流動性リスクの方を悪化させないということだと思う。後者の方については、私共が長めの資金を出す等の種々の工夫をして極力抑える。ただ、信用リスクプレミアムの方はやはり基本的な枠組みの問題だと思われ、それだけではなかなか解決できないと思う。いずれにしても、状況としてはターム物に非常に圧力がかかり易い環境になっている。今一つ私共として注意しておかなければならないのは、やはり外貨であり、ファンディングが重要になってくる 12 月に向けて現状はなかなか外貨での新たな調達が出来ないため、結局円投でという形になってくると思う。従って、仮に8月頃から長めの資金を円投で取り始めるとこれもまた追加的なターム物上昇圧力になる可能性がある。

### 三木委員

この範囲であれば、ある程度落ち着いているとの見方で良いのか。

### 山下金融市場局長

現時点では、一応オーバーナイト物のマーケットも落ち着いた。ただ、非常にナーバスな地合いである。特にターム物については、現在それ程上昇していないのは取り手が昨年 11 月以降の学習効果もあり、今走ると大きく上げてしまうという意識が非常に強く、むしろ短いところで繋いでいるという事情もある。従って、例えば自行の株価が下がるとか、昨年と同様の環境になってきた場合には、また慌て出す可能性もないではないため、



常に警戒を怠れない。

### 三木委員

松永大蔵大臣が説明した貸し渋りに若干関係があるが、現在、大企業、中小企業等の殆どが、銀行からスプレッド幅を広げる要請を受けている。しかし、これも銀行の立場からは資本効率を上げていかなければならない、不良債権処理もやらなければならないといった中での正常化の過程と受け取らなければ仕方がないのではないか。従って、スプレッドを従来よりも0.125から0.3%程度の範囲で、上げて欲しいという話が増えているが、そのベースになるTIBORの動きをやはりよく見ていく必要がある。今一つは、大企業が機関投資家から社債の発行金利の引上げを要求されていることである。国債が一番良く、次いで東京電力、それから製造業の大企業といった形で格付けによる差が非常にはっきりしている。これもある意味では信用リスクの正常化であり、止むを得ないという受け止め方にはなっているが、実状を良く見ていく必要がある。

### 中原委員

貸し渋りに関して何行かの銀行から話を聞くと、私は異論がある訳であるが、速水総裁が自己査定を開示すべきと言われたことにより、銀行は新規の貸出について非常に慎重になった。今三木委員が言われたように、信用プレミアムをとって貸したいが、良い先でも第Ⅱ分類に入ってくるのではないかと、慎重になっている。今三木委員が指摘されたのは既存の借り手に対してスプレッドを上げているということだと思うが、新規の貸し渋りが非常に厳しくなっているという印象を持っている。そうしたことを通じてターム物への圧力が出てきているのではないかとの気がしないでもない。将来第Ⅱ分類を公開するような話になりかねないのであれば、やはり今から注意しておかなければならないということで、融資態度が非常に慎重になっているようである。そうした面からも、金利体系、特にターム物等に影響があるのではないか。

### 山下金融市場局長

銀行の融資態度には恐らくご指摘の面もあると思うが、貸出計数を集計して各種の情報を聞いているところでは、中原委員からご指摘のあった銀行自体のリスク意識の中でスプレッドを上げていく、あるいは貸出先を整理していくという動き以上に資金需要が落ちてきているという感じが強い。すなわち、仮に企業の資金需要が強いにも拘わらず供給サイドが抑えているとすれば、スプレッドは更に上がらなければならないはずであるが、スプレッドはそれ程上がっていないのが実態である。勿論、企業によっては非常に困っているケースもあるが、マクロ的にみるとやはり需要サイド自体が大きく落ちていると思う。

### 三木委員

貸出態度が非常に厳しい状況は、3月をクリアーしても変化していないが、その内容は3月までの事情と異なり、正常な過程というか、信用リスクも収益も考えたうえでの厳しさという受け止め方になっているのではないか。従って、最近は3月までに聞かれたような貸し渋りで大変だという声はあまり聞かれないのではないかと思う。むしろ我々が心配しているのは、中小企業であり、今回の設備投資や雇用の問題は全て中小企業にしが寄っている。売り上げが4、5、6月と釣瓶落しの状況であり、昨年11月に比べると一斉に2割程度も落ちている訳である。そうした事態の中で、決済が8月の益明けから始まる。特に中小企業は益明けから始まる決済時には当然のことながら運転資金の繋ぎが必要になる。その時期に、中原委員が言われたような新規に繋ぎで借りの資金が借りられないという事態になると大変だと思う。その辺が大臣の言われる貸し渋りということに繋がるのであろうが、我々も慎重に考えていかなければならない事態かと思う。

### 中原委員

スプレッドがそれ程上がっていない背景の一つとして、資金需要が活発

でないことがあるが、これは事実である。しかし、スプレッドを上げるのであれば、むしろ貸すのを止めようという先がかなり出てきていることもあるのではないか。

(午前 10 時松永大蔵大臣退室)

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. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告 (資料-2)

村上国際局長

為替と海外経済動向について報告申し上げます。まず、円の対ドル相場の動きについてであるが、6月下旬にG7D・マニラフレームワーク合同会合への失望感、あるいは本邦金融システムの不安感の高まり等があり、一時143円台まで下落している。ただ、その後7月初にかけては恒久減税への期待感等を背景に反発してきており、ほぼ140円を挟む動きにあると指摘できる。今週は、参議院選挙の自民党の敗北を受けて、月曜日の朝方に一旦144円50銭まで下落をしている。ただ、その後は徐々に回復し、概ね140円から141円、現在140円65銭という動きとなっている。こうした予想外の選挙結果にも拘わらず、6月15日に146円45銭という円安を一旦つけているが、先月の協調介入前の水準を抜けずに終わっている。この背景としては、自民党の敗北と橋本首相の辞任表明が自民党の危機感をむしろ高め、後任首相候補の如何によらず、いずれにしても良い方向への改革が強まるのではないかとの見方が市場に広がっていることや、日経平均株価が1万6,000円台を保っていること、あるいはその後も介入警戒感が市場に残っていること等が指摘できるかと思う。現在市場では総理選出に手間取ったり、金融システム安定化のための施策が予定どおり進まない場合、また本日開催の自民党税調で5兆円から6兆円規模の減税措置が打ち

出されないといったことがあれば、再び円売り、ドル買い圧力が高まるとみられている。

こうした中で、オプションの市場ではドル／円の1か月のボラティリティがドル・コール買いの活発化により、選挙後の13日には95年8月のピーク19%に近い18.9%まで上昇している。その後も日中の円の値動きがいわゆる三角持合いを続けている形であり、ドル・コール、ドル・プットとも買われつつ高水準を維持している。

DMの対ドル相場については、7月10日にニューヨークのザラ場でドルからみて最高値の1.8325という、DMとしては4月8日以来の安値をつけている。今週に入ってから主としてロシア情勢の好転から1.80台まで回復する動きとなっている。ロシアの情勢は先週末から今週初にかけてIMFの追加支援策が明らかになってきた結果、金融市場の混乱は一応回避されるという見通しで落ち着きを見せつつある。このIMFの支援策については、先週、10日の金曜日にロシア当局とIMF、世銀の間で経済プログラムに関して一応合意をみており、週初13日にIMFがGABを発動する動きに出ている。今後ロシア国内での国会の手続きあるいはIMFにおける理事会等での手続きが必要になるが、7月20日には決定されるのではないかとみられている。この資金枠については現在の拡大信用供与枠を修正する形で、年内にアベイラブルな資金としてIMFから126億ドル相当、世銀から12.5億ドル、日本が世銀と協融の形で6億ドルということで、全体で約145億ドル程度供与される計画になっている。こうした大型な支援が決まりつつあることを受けて、ロシアのルーブルは一応既往ボトムの水準ではあるが、下落圧力が弱まりつつある。また、株価指数RTSは7月10日に144のレベルまで下がったものの、昨15日には190.56まで大幅に回復している。こうしたことを受けて、マルク相場も安定しつつある。

また、こうしたロシアの情勢は米国の長期金利にも影響を及ぼしている。30年物の長期金利はflight to qualityの動きあるいは米国の雇用指標面で製造業を中心に拡大テンポの鈍化を示す動きが確認されたということもあり、7月6日には5.57%と既往ボトムをつけていた。しかし、その後

ロシア情勢の落ち着きとともに徐々に上昇しており、特に今週の月、火2日間では0.1%ポイントの大幅な上昇をみている。この背景には明らかにflight to qualityの巻き戻しがあると指摘されているところである。

一方株価については、今週に入ってNYダウが9,245ドルのレベルまで上伸、NASDAQも昨日は、1994まで上昇しており、既往のピークを更新している。こうした背景には第2四半期の企業の業績見通しがかなり出揃い、アジアの混乱による悪化が既に織り込まれ、買いの安心感が広まったことやインターネット関連株やハイテク株が買われて上昇したということがあるようである。

次にアジアの通貨と経済について報告させて頂く。まず、通貨の動きであるが、前回の決定会合以降、韓国ウォンの上昇、そしてシンガポール・ドル、マレーシア・リング、インドネシア・ルピアの3通貨の軟化が対照的な動きである一方、他の通貨は小幅な動きに止まっている。アジア通貨の対円の実質為替レートの推移については、前回以降説明申し上げたように大きな変化はない。すなわち昨年6月末比でみて、インドネシア・ルピアは円に対して自国通貨安の約7割、対マレーシア、フィリピンの通貨が2割程度の自国安を維持している。この間、韓国ウォンが若干上昇していると申し上げたが、やや自国通貨安を減少させており、協調介入前には15%安であったものが、10%安の形になっている。

一方、お配りした表で日本円と各アジア通貨名目値の動きを比べてみる。左側のAの局面は6月初から介入の直前までの期間、右側のBの局面は介入の後から最近までという期間でとっている。Aの局面では円安が進展する過程で、6月9日と12日の2回に亘り中国人民元の切り下げルーマーが市場に強く伝わったが、東アジア通貨は円安と方向感を同じくする動きの中で、人民元の切り下げルーマーが伝えられる度に大なり小なり下げ足を強めている。ところが、介入後のBの局面では、人民元の切り下げルーマーが殆ど聞かれなくなった中で、各国通貨の動きは円との関係を弱めると同時にそれぞれ固有の事情で変動する色彩を強めているように思われる。市場では円からのディカップリングといったような言葉もささやかれて

いる。背景として、韓国でのストのニュースやインドネシアの与党大会の動き、あるいはシンガポール・ドルについてはブルネイ王族の投資の失敗に絡んだ話等が挙げられているが、基本的には各国の経済パフォーマンスがあると思われる。先程シンガポール、マレーシア、インドネシアの通貨が軟化していると申し上げたが、図表 11 の実質成長率の表でお分かり頂けるようにシンガポールでは第 2 四半期に大きく成長率を減速させており、98 年の見通しについては 0.5% から 1.5% という新しい数字を発表している。2 月に発表した数字は 2.5% から 4.5% であったので、今回これを大幅に下方訂正しているということである。インドネシアもやはり第 2 四半期に -16.5% とマイナス幅を拡大している。年間でも 13% 強のマイナスという見通しを発表している。また、マレーシアは 98 年の見通しについて 2.0% から 3.0% としていたが、今週になって当局がこれを -1.0% から -2.0% とやはり下方改訂した、悲観的な見通しを発表しているところである。こうした中で、シンガポール、マレーシア等では景気浮揚のための経済対策を相次いで打ち出している状況である。為替を重視するよりも、国内の経済建て直しのために金利を弾力化させるといった配慮が加わりつつあるということかと思われる。輸出の数字をみると、直近に発表された前年比伸び率は多くの国でマイナス幅を拡大する結果となっている。しかし、例えば韓国とか、タイやマレーシアでは輸出の伸びがマイナスないし減速しているが、輸出以上に輸入をカットしているのが実情であり、各国とも貿易収支自体は黒字を計上している。中国についても、やはり輸出の伸びは低調であるものの、輸入のコントロールをしており、四半期ベースでの貿易収支は 116 億ドルと、むしろ徐々に拡大している状況である。ただ、生産の伸びが鈍化していること、あるいは物価の下落が著しいといったことで、人民銀行は 6 月 30 日に商業銀行における預貸金の金利、人民銀行の準備預金金利と貸出金利の引き下げを決定し、今月初より実施しているところである。なお、香港では円の落ち着きと人民元の切り下げルーマーが薄らいだこともあって落ち着きをみせており、金利についても例えば 3 か月物で前回決定会合直前の 6 月 24 日には 9.5% だったものが、昨

日は8.375%となっているところである。

最後にアメリカと欧州経済の目立った動きについて振れておきたい。米国では消費関連で公表された指標がいずれも堅調さを物語るものであった。また、6月の小売の売上高は、前年比で7.8%であった、一方でNA P Mの景況指数は市場の予想に比べて下振れの49.6%と、23か月振りに50%割れを示現している。雇用関係の指数については失業率が若干上昇、雇用者数が低下、賃金関係の伸びも低下をみている状況にある。物価面の動きであるが、P P Iは処方薬が一時的に大きく伸びたということもあり、コアベースで上昇幅が目立っている。今週発表になったC P Iは前期比で0.1%、前年比で1.7%、コアが2.2%と落ち着いた動きを示している。こうしたことを眺め、F R Bは6月30日、7月1日に行われたF O M Cで政策金利を据え置いている。

ドイツ、フランス、英国については、一言で申し上げれば、順調なパフォーマンスを示している。英国では7月8、9日にM P Cが開催されているが、政策変更は出ていない。

#### 中原委員

東アジアの当局者は経済の底入れはいつ頃だと思っているのか。

#### 村上国際局長

今週初に東アジアの中央銀行の総裁方が来られた際、個人的に話を聞いた感じではあるが、まず第一には、やはり日本経済がいつ立ち直り、輸入を回復してくれるのか、という点にかなり関心を持っている。ただ、アメリカと、ヨーロッパの経済が順調に拡大している、ないしは堅調であるため、多少安心感を持っているが、今のところ経済が明確に上昇に転じる時期はいつというところまではなかなか見極められないという感じであった。為替レートの面で万が一円安がさらに加速するなり、人民元の切り下げルーラーが再び出てくる場合には、混乱を避けられないと、非常に慎重な発言をしており、必ずしも底が見えてきたといったコメントは聞かれな

かった。

#### 後藤委員

アジアで金利を若干下げたり、経済が下向きになるのを防ごうという動きが出ているようであるが、そうした意味でIMFのスタンスが変わってきたというか、ややソフトになったと理解して宜しいのか。

#### 村上国際局長

従来というか、かなり前は為替の安定や、対外バランスに相当ステイックしているところがあったが、最近は各国それぞれの事情をかなりカウントし、政治経済、社会全体の安定といったことを念頭に置きながらプログラムを考えるようになったと思われる。従って、韓国、あるいはタイでは金利面でも多少工夫をしているところかと思う。

#### 篠塚委員

アメリカの指標の中で、6月の消費者コンフィデンス指数はNAPMの指数と少し方向が違っているように見えるが、どう解釈したら良いのか。

#### 村上国際局長

NAPMの先行指標的なものは製造業の動きに引きずられて今回多少弱めに出ていると思われる。足許の消費は依然として堅調である。

#### 速水議長

が第2四半期は成長率が1%位になると言っていた。また、貿易収支の赤字が大きくなってきているそうで、株を考える場合の多少懸念材料になるということであった。ロシア等の海外要因が不安定なことも強調していた。



速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告願う。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

「経済活動の現状評価」の資料に沿い、まず概況を報告する。需要項目別にみると、設備投資が大幅に減少している。また、住宅投資の不振が続いている。個人消費については一段の悪化には歯止めが掛かっているが、明確な回復もみられていない。輸出は横ばい圏内の動きに止まっている。こうしたことから、在庫はなお積み上りを続けており、企業は大幅な減産に取り組んでいる状況である。この結果、企業収益が減少しているほか、雇用・所得環境の大幅な悪化が目立っている。また、企業の業況観も悪化している。物価面では国内卸売物価が軟化を続けている。

総括すると、景気の現状は昨年末以降個人消費、輸出だけではなく、設備投資においても最終需要の下振れが生じ、これが生産面や雇用・所得面への波及を強めている状況にあるということである。この結果、実質GDPあるいは鉱工業生産等でみると、最近の景気の悪化テンポは第一次石油危機当時に近いものになっている。先行きについては、経済対策の効果により秋口以降少なくとも一旦は景気の悪化に歯止めが掛かり、デフレ・スパイラルのリスクも回避できると考えられる。ただ、このところ設備投資の調整が深まる可能性が高くなっているほか、所得環境の悪化も直ちに改まるとは想定し難いので、総合経済対策の執行が本格化しても民間需要への波及に多くを期待するのは困難であると考えている。このため、現在のところ下期の回復は微弱なものに止まる公算が大きいとみており、今後の追加的なショックに対する抵抗力は乏しいと考えざるを得ないと判断している。

以下では各論を説明したい。まず、公共投資について昨日、公共工事請負金額の6月分が出ているが、季調後前月比で+18.9%となっている。5月は前回説明したように-15.3%とかなり大きな落ち込みになり、多少話

題になったが、やはり6月にずれ込んでいたということである。5月、6月を括ってみると、前期比+0.3%となり、やはり下げ止まり傾向と言えるということである。補正予算が成立したことから、7月以降は請負金額も増加に転じることが期待される訳である。資料3ページの注に、但し書きで「来年度を展望すると、国の当初予算が、財政構造改革法の下で前年を下回ることが義務付けられており、仮に大規模な補正予算が組成されない場合には、公共投資支出額は本年度を大幅に下回ることになる」ということを一つの留意点として示している。

次に図表の8をご覧頂くと、東アジアを中心に経済見通しが下振れしている。世界の約200機関に経済予測を聞いて、その平均をとっているコンセンサス・フォーキャストを見ると1か月で相当な下振れをしている。ただ、下期にかけては欧米の景気の堅調を映じて、世界全体としては持ち直すという形に今のところはなっている。もっとも、東アジアの一部の国では下期も調整局面が続くと考えられるので、こうした点が一つの留意点である。

一方、本邦企業の輸出姿勢については円安を背景に少し変化が出てきている。本文には、「円安を挺子に輸出ドライブを積極化する動きが強まっているとみられる。」と書いてあるが、特に鉄鋼、あるいは電機では、AV関係、パソコン、大型コンピュータ、カメラ等がかなり積極化している。繊維、セメント等も欧米、中近東、アフリカを中心に輸出姿勢を積極化している。ただ、反面で、例えば繊維では欧米向けに進むには品質、仕様面で現在のものとは別途のものを作らなければならないとか、セメントの場合には韓国とかなり競合しているといった事情もあり、どれだけの効果が出てくるかは注意深く見ていく必要があると考えている。

次に、図表13で短観の経常利益の推移についてのグラフを見て頂くと、全般に98年の上期は経常利益の前年比が下方に修正されており、逆に下期の方は業種による違いはあるが、高い水準である。この評価であるが、勿論、こうした裏には政府の経済対策の効果顕現化、あるいは製造業では為替円安の効果といったことを見込んでいると考えている。ただ一方で、

こうした不況期においては年度当初から大幅な減益予想はなかなか立てにくいという事情があり、期待を込めた当初計画を公表する先も少なくなっていくことである。図表 14 により、景気後退期における経常利益の3ヶ月毎の修正状況をご覧頂くと、景気後退年には、やはり当初はかなり高い方から出発して、月を追う毎に下方修正されている。92年、93年については政府の経済対策が実施されており、今年とかなり似通ったような経済状況ではないかと考えている。こうしたこともやはり念頭に置いておく必要がある。

こうした収益状況に加え稼働率も相当低下しているので、設備投資はこの1~3月以降大幅に減少している。図 16 で、設備投資の先行指標である機械受注のグラフをご覧頂くと5月までの数字しか出ていないが、業界の見通しに比べてもかなり下回っている状況である。私共では先週から今週にかけて、支店に一斉にヒアリングをして、支店の持っている情報を吸い上げたが、分かったことの一つはやはり投資減額の動きがあるということである。大企業においては短観で回答した計数をさらに減額する動きもある。これは、短観で回答してきた数字は、5月頃に公表したものであり、やはり当初の高目の売上目標に基づいていたということである。しかし足許の売り上げをみていると本音の目標を下回る状況であり、下期回復期待がやや後退したといったところではないかと思う。例えば、半導体、パソコンの設備が減額する動きがある。パソコン等も4月当初の見込みに比べると、4~6月の実績はかなり前年を下回っている。例えば、4~6月のパソコンの売上げは前年比、微減程度とみていたが、実績は前年比-15%程度になったという話があり、半導体の方は市況が予想以上に軟化している。また、中堅、中小企業においても投資の落ち込みを指摘する声はかなりあった。例えばモーター、パソコン、半導体等の下請けの中堅、中小企業あるいは建材向けの工具などでは、一旦出した発注をキャンセルする動きもある。ただ、その要因として貸し渋りを指摘する声は大阪方面等であるにはあったが、全国ベースでは少ないというのが実情であった。また、リースについても銀行系のリース会社で銀行からの資金調達が困難化して、リ

ースができないという指摘も一部にはあるが、そうした動きは全体としては比較的少ないと聞いている。リース業者に対するヒアリングによると、一つは特にパソコン等を中心にリース案件自体が先細りしているだけでなく、今一つは倒産リスクが高まっているために審査を厳格化する動きもあり、リースが減少傾向を辿っているということである。一方、設備投資計画はそのままにして、足許の発注を手控えするという動きもあった。これは、業種的には今申し上げた先と大体同じであるが、一部の中堅、中小企業では特に工作機械等の手当については、先安期待もみられる。需給が相当緩んできているので、少し待てば機械の値段が下がるのではないかとみて足許の発注を多少手控えるという動きもあった。こうしたことを総合すると、機械受注の急激な落ち込みは計画の一段の下振れがあり、更に計画は見直さないまでも足許の発注を手控える動きが加わったことが重なり、かなりシャープな落ち込みになっているのではないかとみられる。

次に消費であるが、いわば一進一退の動きが続いている。昨日都内の百貨店の6月の売上実績が出たが、季調後で-3.0%である。4月から申し上げると、4月は-1.8%、5月+1.4%、6月-3.0%となり、4~6月を締めると、前期比-1.0%ということで、まさに一進一退が続いている。6月、7月にはお中元セールがあるが、やはりあまり良くなかったという評価が多いように聞いている。

以上を受けての生産であるが、ここもと減産幅がかなり拡大しており、4~6月の生産の見込みは、-5.1%であった。昨日5月の確報が出たが、速報値-2.0%と全く変わらない結果である。従って、四半期の見込みを6月の予測指数を用いて計算すると、-5.1%と変わらずである。出荷は確報で若干下方修正されており、在庫は変わらずということで、在庫率が速報に比べて若干高くなっている。稼働率については、4月の93.6%から5月の93.5%へと若干ながら低下した。図表31に在庫循環の図を載せてあるが、鉱工業全体で見ると在庫の前年比は大分落ちてきているが、財別に見るとかなり差があり、最終需要財については、かなり調整が進んできている。これは、やはり自動車等の在庫調整が進捗したことが大きいと思う。

また、エアコン等でも在庫調整が進捗している。一方、生産財については出荷が前年比マイナス、在庫は前年比プラスということで、なお典型的な在庫調整局面の真最中にある。従って、生産財については、在庫調整がまだ進んでいないということになる。

次に物価を巡る環境を整理してみる。海外需給要因については、為替相場が円安方向に振れているので、当面この面からの国内物価に対する低下圧力は大幅に減殺されると考えられる。一方、国内の需給ギャップについては図34に当局が推計したGDPギャップのグラフがあるが、この1~3月のGDPの急減により史上最大の幅に達したとみられる。従って、国内物価に対する低下圧力はさらに拡大していると言える。秋口から経済対策の効果が顕現化したならば、GDPギャップの拡大には徐々に歯止めが掛かることが期待されるが、何分これ程大きな需給ギャップであるので、明確な縮小までには至らないのではないかと今のところ判断している。従って、国内物価に対する低下圧力の一段の拡大には歯止めが掛かるとしても、低下圧力はまだ残存すると見ておくべきであろう。

こうしたことを踏まえて、最後に今後経済がデフレ・スパイラルに陥る可能性を如何に判断するかを本文の12ページに整理している。まず、デフレ・スパイラルに陥る条件であるが、基本的な背景としては数量減と物価低下の相乗効果により名目GDPが収縮するという条件がある。それを条件として、大体3つ程の主な経路が考えられる。一つは経済の悪化スピードに賃金の調整が追いつかない、二番目は、企業の負債面が物価の低下に伴い実質的に返済負担が増大する、三番目は海外からの製品輸入価格が急落し、競合する国内最終材価格に急激な下落圧力がかかるという経路である。こうした経路を通じて企業収益がスクイズされ、さらなる落ち込みに繋がっていくというのがデフレ・スパイラルである。第三点目の経路については、現在の為替水準では製品輸入価格が急激に下落する状況にはないので、当面は国内経済の弱さに起因する内生的な要因が問題になる。そうした観点からみると、物価の低下により、名目GDPが抑制されている。97年度は+0.3%であったのが、98年1~3月の前年比は-1.9%とい

うことで、名目GDPの前年比はかなりマイナスになっている。また、賃金調整が企業収益の悪化に追いつかずに労働分配率が上昇しつつあるともいえる訳であり、こうした条件が揃いつつあると窺われる。

もとより、デフレ・スパイラルになるか否かは、当然ながら先行きの見通しも勘案する必要がある。この下期には経済対策の効果により名目GDPが増加するとみられる。従って、経済に追加的なショックが加わらない限り、経済がデフレ・スパイラルに陥ることはないと現時点では考えている。ただ、留意すべきは、現在の需給ギャップが相当な大きさになっているため、追加的なショックに対する抵抗力が大幅に低下している点である。従って、大型倒産の発生等により企業・家計の支出意欲が一段と収縮するケースであるとか、先程説明したように来年度の公共事業が大幅に減少することが見込まれる中であって、何らかの追加的な措置が採られず、景気が明確な回復に至らない場合には、GDPギャップが再び拡大し、デフレ・スパイラルが生じるリスクがあることを念頭に置いておく必要があると考えている。

#### 後藤委員

評価や判断には関係ないが、GDPギャップには各種の推計方法によりいろいろな数字がある。従って、同じ機関が推計しているデータの時系列の変化を見れば良いと言われるが、調査統計局の推計はどのような方法か。

#### 村山調査統計局長

いわゆるコブ・ダグラス法といわれる生産関数である。これを推計して、それに既存のピークと思われる労働の投入を代入してマックスを求め、それと現実との差が需給ギャップということになる。勿論、計測誤差が含まれるので、その辺はかなり幅をもってみていく必要がある。また、大きな前提として資本ストックは何にでも使われるという前提になっているので、その分かなり大きく出る訳である。

後藤委員

これを見ると10%に近いようであり、ややショッキングである。

村山調査統計局長

そもそもインフレか否かということであれば、それ以上需給ギャップが小さくなっていくと物価上昇がアクセラレートするという、いわゆるナイルと呼ばれる水準も考える必要があり、それが仮に5%前後であれば、そこを引いて5%と考えるのが適切かとは思ふ。従って、絶対的な10%という数字を問題にするのではなく、幅を持って考えることと過去との対比で見えていく必要がある。ただ、そうした観点から考えても、現在の需給ギャップは相当大きいということになるが、10%自体に意味があるか否かという点、後藤委員ご指摘のようにあまり意味がない。

後藤委員

結局、部門を分けることなく、一本のコブ・ダグラス法で推計し、マキシマムを求めて、減産幅を計るということか。

速水議長

約1割が非稼働というか供給超過になっており、設備に対して労働力その他の1割が能力比稼働していないということか。

村山調査統計局長

恐らく、その半分程度が物価との兼合いをみた場合に、遊休となっている部分だと思う。100%稼働していれば物価は上がっていくので、物価が安定している水準から比べれば、その半分程度ではないかと思う。

速水議長

次に、最近の金融面の動きについて山本企画室参事から報告を願う。

#### 4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

##### 山本企画室参事

資料「最近の金融情勢について」に沿ってご報告する。まず、為替相場、長期国債の指標銘柄利回り、日経平均株価の最近の水準を改めて確認させて頂きたい。為替相場は3月末時点で133円であったが、協調介入直前の6月17日に142円、その前の6月15日にボトムの146円をつけていた。協調介入後のピークが134円99銭で、現在は再び140円というところである。長期国債の指標銘柄利回りは3月31日時点で1.58%であったが、6月2日に1.13%のボトムを付けている。その後6月17日の協調介入直前が1.235%、その後はほぼ1.40%近辺で一進一退であるので、円相場、長期債利回りはボトムからは戻しているが3月末の水準までの中間辺りに戻ってきているところである。これに対して目立っているのが株価の動きで、3月末が16,500円、協調介入直前の6月17日が最近のボトムである14,715円。現在はほぼ16,000円台半ばの動きであり、株価だけは3月末の水準を取り戻したという動きになっている。株価について図表10にインプライド・ボラティリティー、株価の変動の大きさに対する市場の見方がある。株価自体は水準を戻しており、イールドスプレッドも僅かながら改善しているが、全体として企業の収益率などが強くなるとみている水準までは戻っていない。ただ、ボラティリティー自体は徐々に落ちてきており、振幅に対する市場の見方が徐々に落ち着いてきている。特にボラティリティー・スプレッドを見ると、株価下落リスクが大きいとみる見方が徐々にゼロの方向に近づいてきているので、下値不安はやや薄らいできたものと思う。この間に金融再生トータルプランの公表があり、恒久減税に関する議論が出てきたことで、市場の期待感が強まっている、あるいは株価が下がればそうした議論がさらに強まると市場がみているということではないかと思う。

次に、短期金利については、ユーロ円3か月物は0.6%台であったものが、長銀の経営問題を巡る報道等に伴い、6月下旬から一時0.8%台半ばへ上昇した後、現在0.7%台半ばの水準にある。インプライド・フォー



ド・レートに分解して、昨年秋のパターンと今回のパターンを見ると、一目瞭然に山自体は非常に低いところにある。前回と同様に6月下旬においては1か月後スタート、2か月後スタートが一気に上昇した。その後戻ってくる過程では、2か月後スタートの1か月物である9月末越えが高止まりし、それ以外のレートは比較的順調に下がっている。従って、昨年11月から2月にかけて生じたような動きがそのまま小幅に起きているということである。昨年11月から生じた現象の中では3月期末越えが非常に強く意識され、3月越えだけが延々と高止りを続け、2月半ばに期末の資金繰り上の穴が徐々に埋まっていく過程を通じて2月半ばから徐々に金利が下落したという経緯がある。今後、9月末の資金繰り自体を市場参加者がどうみていくか、どう感じていくか、あるいは実際に如何に資金繰りが埋まっていくかにより、このレート水準が決まっていこうと思われる。因みに、ジャパン・プレミアムを格付けの高い東京三菱とバークレイズとのオファー・レートの差でみると、3ヵ月物も6月半ばまではほぼ0.2%前後の動きを続けていたが、一旦0.4%台に乗った後、現在は0.3%弱という水準であり、半分は戻した格好である。

なお、長期金利を同じような形で見てみると、興銀債の流通利回りと国債の流通利回りのスプレッドは6月下旬から長銀の経営問題の報道を契機に、再びじりじりと拡大している。その後若干戻しているが、スプレッドの基調としては全体として拡大のトレンドが続いている。ただ、社債の流通利回りのスプレッドをみると、いずれの格付け別も6月下旬以降はあまり大きな動きは示しておらず、スプレッドはほぼ横這いの状態である。昨年の秋は北海道拓殖銀行、山一証券の破綻を契機にして金融機関の信用リスクに対する警戒感が強まっただけでなく、資本市場においては社債についても一挙に流通スプレッドが上がり、企業の信用リスクに対する警戒感も急激に強まるというプロセスを辿った訳であるが、今回は現在のところ金融債、ないしは金融機関の信用リスクの部分に止まった動きになっている。

量的な指標について、民間銀行の貸出にはあまり大きなトレンド上の動

きは起きていない。都・長銀、信託、地銀、第二地銀の5業態計の実勢ベースの数字をみると、3月に初めて前年比マイナスの領域に入り、3月は前年比-0.1%であったのが、4月-0.8%、5月-0.8%の後、6月が-1.0%ということで、引き続き弱い動きである。こうした動きを踏まえ都銀、長銀、信託の主要3業態の貸出実績および計画を見て頂きたい。4月時点では9月について前年比-1.5%という計画を立てていたが、現在6月時点での9月計画は-1.9%と9月計画自体も下方修正してきている状況である。銀行からのヒアリングによる限りでは、そもそもある程度厳格な融資スタンスを打ち出し、ある程度マイナスを予想していた訳であるが、むしろ資金需要自体が予想より弱めであるようだ。今朝公表したマネーサプライの数字では、M2+CDは、5月が速報の3.8%から3.6%に下方修正になっている。6月は3.5%である。広義流動性の方は5月が2.7%、6月が3.2%となっており、外債の円貨換算時の換算額が多少膨らんでいることが影響しているようである。M2+CDの98年第2四半期の前年比実績は、3.6%となった。第1四半期が投信や信託等からの資金流入に伴い4.7%に大きく持ち上がった後、第2四半期は3.6%ということである。7~9月がどの程度になるか試算をしてみたが、貸出は引き続き低迷基調、財政は少し出てきて98年第3四半期は前期比年率の風速ベースで大体2%台を中心に推移するという見通しを立てると、第3四半期は3%台の前半というイメージになる。

なお、先程貸出のスプレッドについてご意見、ご議論が出ていたので、スプレッドの最近の動向に簡単に触れたい。銀行は昨年11月秋以降融資姿勢を厳しくしてスプレッド幅の引き上げ努力をしており、昨年秋ないしは今年に入ってから、短期・長期のスプレッドともじりじりと上がってきている。現在、長期の方のスプレッドは、上に上げていく動きが止まってきたが、銀行サイドからはやはり資金需要が落ちているので、これ以上スプレッドを上げていくことは通り難しくなっているという話を聞いている。

#### 中原委員

村山調査統計局長から経済の需要が減退して追加的なショックが加わった場合の抵抗力が低下しているとの説明があったが、金融の方からみるとどうか。

#### 山本企画室参事

一つは市場がクレジット・リスクをどうみて、それがどの程度国債ないしTBの上乗せスプレッドに結びつくかということだと思う。6月に金融機関の問題を巡って一つのショックが加わり、スプレッドを短期で0.2%程度持ち上げた。それに対し、日本銀行がかなり潤沢な資金供給を行ったことと、金融再生トータルプラン、日長銀と住友信託の合併話が出てきて再び落ち着いてきた。不安心理自体は大分落ち着いてきたとみえるが、6月半ばに比べるとなお短期で10bp高い。その10bpの中身をみると、9月末の重要性にかなり焦点が当たっている。従って、今後新たなショックが加わらずに期末越えの資金繰りに目処が付いてくるならば、レートはさらに落ちていく可能性が強いように思うが、その間に新たなショックが加われば再びクレジット・リスクに対する強い反応が示されるかもしれない。

#### 中原委員

資金需要そのものが薄いのが、それに対しては内部資金で賄っている状況であり、外部からの借入れは減ってきていると思う。

#### 山本企画室参事

民間部門の資金調達増減の数字をみると、資金調達自体がかなり下方トレンドに入ってきている。足許にきて再び下方トレンドが強まっている。図表20のM2+C/D増減に資金調達増減の寄与度分解があり、民間の資金調達合計の数字を示しているが、全体としては一貫して落ち続けている。一つには元々資金需要が経済活動の低下と共に落ちてきていることと、一つは97年度末から98年1~3月にかけて大企業が貸し渋りを懸念して

一時的に積み上げた手許流動性を再び返したということが理由である。その後、大企業サイドは焦って借りることが全くなくなっているようである。信用力のある先については銀行サイドの融資姿勢が効いて借りられないということではないように思う。一方、中小企業については、スプレッドが相当ばらついてきていたり、上がってきているので、如何なる影響が出てくるか慎重にみていく必要がある。

### 三木委員

3月末の時点程ではないにしても、殆どの大企業は9月の期越えに向けて積んだ流動性をまだ崩していない。これから9月までの状況を見ている。

### 山本企画室参事

手許流動性自体は恐らく去年末から今年初めにかけて借りた資金を3月になって返したという感じはあるが、短観等を見ても元々高めの水準で来ており、残高をある程度キープしながら走っているとみている。

### 三木委員

しかし、本来なら持つ必要のない流動性まで積まざるを得ない形である。傘下企業に対する資金支援も含めて手許流動性を持たざるを得ないということである。

### 後藤委員

大企業と中小企業とのアベイラビリティの格差が非常に開いている。9月の期越えには、3月の場合に比べると中小企業に金が回らないという声が強くなるのではないかと若干心配される。

### 三木委員

先程申し上げたように4~6月と釣瓶落しになった間の決済が8月頃から始まっていくため、その局面がきつい訳であるが、今のところそうした

声は聞いていない。ただ、全体的に、スプレッドを上げて欲しいという要請が一斉に出てきているようだ。それがまだ決着していないからこうなっている。

#### 後藤委員

銀行の要求がなかなか通り難いような状況が出てきている。

#### 三木委員

それは先程山本企画室参事の説明にあったように、銀行がスプレッドの引上げを要請しても借りるサイドがなかなか頑張っており、従って容易には決まらない状況にある。短期のスプレッドはどの程度が妥当な水準とみれば良いのか。

#### 山本企画室参事

どの辺が妥当かというより、銀行としては自社の中で一定の格付け基準を持ち、その格付けに応じた過去の実績から一種の倒産確率を計算し、その確率で実際に倒産が生じたとしても、トータルとしてプロフィットが得られるようなスプレッドを徹底していくというのが貸出スタンスのベースになっている。従来のスプレッドはそれよりも甘目であったというか、実際問題として不良資産ができてしまったので、従来のスプレッドは小さ過ぎたという認識があり、再度スプレッドを拡大したいというのが今の銀行の戦略である。

#### 三木委員

銀行にも変動費と固定費があり、それに将来の業容拡大のための利益も勘案し、その場合の平均的なレベルを念頭に置く訳であろう。それを基準にした信用格付けで上下に広がる貸出金利体系が現在はむしろ信用格差を広げる方向に来ているのではないか。

山本企画室参事

スプレッド自体について言えば、景気自体が良くない分だけ倒産確率が上がるため、その分もスプレッドにオンしておく必要があるといったことも配慮して乗せてきていることだろうと思う。

三木委員

平均値だけではなかなか分からない。

山本企画室参事

確かに平均値だけを取ってみると、例えば大企業が増えるとスプレッドが小さい部分のデータが大きくなってしまう。構成比の変化まで分解していくのは非常に難しいが、また工夫をしてみたい。

三木委員

傾向値を確りとみることが重要だ。

#### 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

次に、金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営の方針の決定に入りたい。最初に当面の金融政策運営上の留意点について、黒田理事から説明願う。

##### 1. 当面の金融政策運営上の検討ポイント（資料-5）

黒田理事

資料5「当面の金融政策運営上の検討ポイント」に沿って説明させて頂く。最初に金融経済情勢に関する検討ポイント、次いで当面の金融政策運営方針として、全くの議論の為の参考までに選択肢を四つ挙げさせて頂いている。まず、金融経済情勢に関する検討ポイントであるが、景気・物価の現状をどう判断するかについては、先程来の説明にあったように、消費

の悪化に歯止めが掛かってきたとみるのか、設備投資の減少をどの程度とみるのか、それらを踏まえて最終需要全体の動きをどうみるか、あるいは4~6月の生産が大幅に落ちているが、これが先行きどうなっていくのか、つまり在庫調整がどの程度進んだとみるのか、といった要素があらうかと思う。また、物価面では卸売物価は多少下げ一服ともみられるが、消費者物価は依然少はずつ水準を下げていると思われる。

こうした現状評価に対して、景気の先行きについては足許の弱さと、今後に期待されている総合経済対策や金融再生トータルプランの策定、あるいは恒久的な税制改革を巡る議論などの及ぼす効果をどのように比較衡量して見通すか、という問題があらうかと思う。在庫調整の進捗との関連で7~9月以降の生産動向をどうみておくか、あるいは企業収益、家計所得の弱さ、あるいはより一般的に雇用環境の悪化といったことを踏まえると、総合経済対策の効果が出るには出ても、民間需要への波及があまり期待できないのではないかという可能性もポイントにならうかと思う。他方、株価の持ち直しや恒久減税に向けての論議が個人消費に何がしか良い影響を与える可能性も一つの論点にならうかと思う。金融再生トータルプランに関しては、企業、家計のコンフィデンスへ与える好影響がある一方で、短期的に企業倒産や失業の増加等の副作用が生じる可能性について心配する声もある訳で、その点を如何に考えるべきかということもあらうかと思う。また、総合経済対策の効果が一巡した後の99年度にかけての景気転換について、如何なるイメージを持ち得るか、ということもあらうかと思う。

三点目は金利や株価、為替相場等の金融面の動きであるが、株価や長期金利の動きからみると、金融再生トータルプランの取り纏めや恒久減税に向けての論議を受けて市場はそれなりに景気回復期待を抱きつつあるように見えるかと思うが、そうした市場の見方等をどう捉えていくかということがあらうかと思う。また一部金融機関の経営問題に端を発し、金融市場が金融機関の信用リスクに対して若干ながら再び警戒感を強めているように見えるが、その点がどのようにマクロ経済に波及していく可能性が

あるかといったことも問題かと思う。

四点目には、同じく金融面で量的金融指標の動きから何を読み取るかということもあるかと思う。マネー・サプライ等の伸びも次第に鈍化傾向にある。これは実体経済の弱さとしての資金需要面と金融機関の仲介機能が低下している面との相乗作用によるものと思われるが、それぞれ如何に評価すべきかということがポイントになる。

五点目は、先行きを展望してデフレ・スパイラルに陥るリスクをどう評価するかという問題かと思う。これは先般来繰り返し議論されていることではあるが、足許の弱さと先行きのトータルプラン、恒久減税を巡る論議といった期待感との相対関係でどのような経路を展望しておくべきかということになろうかと思う。

以上申し上げた金融経済情勢に関する検討ポイントを踏まえ、金融政策運営方針についての選択肢を仮に掲げさせて頂く。

選択肢Aは、金融引締めの方角の選択肢である。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見て〇〇%前後で推移することを促す。併せて公定歩合を〇〇%引き上げ、〇〇%とするというものである。そうした選択肢を採る場合の説明の仕方は、資料に記させて頂いた様なことかと思う。勿論、選択肢Aを採った場合の反論ないし留意点としては、企業収益が減少しており、雇用所得環境は大幅に悪化している現状との整合性をどう考えるのか、あるいは総合経済対策や金融再生トータルプラン、恒久減税に関する議論が進行中であり、企業や家計のコンフィデンスに与える影響を含めてその効果をより見極める必要はないのかといった論点もあろうかと思う。また、金利の引き上げや長期金利、株価等に悪影響を及ぼすリスクはないのか、という論点も引き続きあろうかと思う。

次に選択肢のBであるが、これは現状維持の選択肢と申し上げて良いと思う。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、平均的に見て公定歩合水準をやや下回って推移するように促す、というものである。考え方は資料に示したようなものかと思う。この



選択肢についても、検討ポイントないしは反論となるポイントの一つとしては経済の現状が一段と厳しくなっている中で、現状維持の政策を採ることの整合性をどう考えるのか、また、先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクも排除できないとすれば、追加的な金融緩和により、保険を掛けておく必要があるのではないかといった論点であろうかと考える。

選択肢Cは緩和の選択肢である。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見て〇〇%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、〇〇%とする、といった選択肢である。考え方は資料に示したところであるが、これについても論点としては、先行きに対する標準的な見通しとして総合経済対策等々が予定通り実行されていくなれば、デフレ・スパイラルのリスクが少なくとも一旦は回避されるのではないかとみていることとの関係をどう考えるべきか、現在進行中のトータルプランや恒久減税論議の行方と合わせて、それらの効果の出方を今少し良く見極める必要はないのかといった論点かと思う。さらに、金利を一段引下げるとした場合の金利低下の効果をどう見ておくべきか、コンフィデンスを高める効果をどの程度期待できるか、あるいは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無いのか、あるいは金利引下げが再び円安を加速する可能性をどうみるかといった論点もあろうかと思う。また、別の視点からは、今後株価の下落等の追加的なショックが生じる可能性を想定すると、ここで緩和することは、そうした場合に採り得る政策手段を一層狭めてしまうことにもならないかといった観点もあり得るかと思う。それに類似したところでは、金融政策の出尽くし感等から株価等にむしろ悪影響を与える恐れはないかといったことも論点になるかと思う。

最後に選択肢Dであるが、これは、仮に準備預金制度について考えたものである。これについても考え方は、資料に整理したようなことであるが、準備率引き下げ単独の効果が極めて限られているのではないか、昨年までに比べて信用不安の中でもコール・レートのボラティリティーが高まっているが、そうした下で準備率を引き下げるとレートのコントロール力が下

がり、金融機関にとってコスト負担が増大する面もあるのではないかと  
いったことが論点になろう。また、準備率引き下げが実際に金融機関のコ  
スト負担を軽減する効果は非常に小さい訳で、それにもかかわらず、金融機  
関に対する収益支援といった批判を招く恐れがあるのではないかとい  
った論点も考えられる。

(午前 11 時 26 分中断、午後 0 時 11 分再開)

## 2. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、これまでの報告等を踏まえて政策委員会としての検討を行っ  
て参りたい。最初に金融経済情勢について各委員のご意見を頂いて討議を  
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て討議をして  
頂きたい。最後に政府から出席されている方のご意見があれば承るとい  
う順で進めていきたい。まず、金融経済情勢について委員の意見をお願い  
したい。後藤委員から願います。

後藤委員

本年第 1 四半期の大幅なマイナス成長が明らかになった後、短観をはじ  
め機械受注、鋳工業生産、在庫等の各種指標が出ているが、それらを通観  
すると、設備投資、特に中小企業の設備投資の落ち込みが非常に大きく、  
生産や雇用への波及も強まりつつあると思われる。在庫調整も自動車はか  
なり進んでいるようであるが、それを除くと需給ギャップの拡大から長引  
く様相を呈してきているように思われる。物価は軟調気味に推移している。  
こうした点を勘案すると、今年度下期の回復にどの程度の力強さが出るか  
について、1 か月前に比べると若干懸念が強まってきたと思っている。第  
1 四半期の大きなマイナス成長の後、民間の経済見通し等も種々発表され  
ているが、やはり下方あるいはマイナス修正が続いているように見受けら  
れる。

金利、株価、為替の動向については、先程説明があったように株価がとにかく3月末の1万6,000円台半ばの水準を回復し、為替相場も水準そのものについては様々な評価があろうが、140円から141円程度の水準で引き続き安定している。現在は、新政権なり新しい政策の展開待ちの局面なのかもしれないが、達観すれば比較的落ち着いた状態にあるのではないかと思われる。いずれにせよ、金融再生トータルプランなり恒久減税といった事柄に対する期待がマーケットにも広がっているので、一頃に比べると株価なり為替についても安定感が出てきている状態だと思う。ただ、信用リスクへの警戒感は、各面で非常に強く現れているので、トータルプランの制度化等に遅れが出た場合には波乱が起きる心配も残されていると思っている。量的な金融指標については、マイナス成長下でベースマネーが10%近く伸びているにもかかわらずマネーサプライの伸びは鈍化している。その点、私は、供給面における資金仲介機能の低下もあるが、基本的には資金需要減の要因の方が強いのではないかとみている。物価については、国内卸売物価が6月は下落が一服した感じがでているが、何らかの追加的なショックがあれば、スパイラルのリスクもまだ払拭はできないと思う。

問題は景気の先行きについてである。既に7月の半ばであるが、今後新政権が発足すると、直ちに予算の概算要求基準を決めて予算編成を行うことになる。これは政府が本来お考えになることではあるが、経済の先行き見通しに関わるので言及させて頂く。現在の財革法の下で、98年度の当初予算をベースに抑制的な99年度予算編成が行われることになると、何も手が打たれなければ再度大きなフィスカル・ドラッグが襲いかかってくることになり、場合によっては99年度もマイナス成長になりかねない懸念がある。90年代に入って今回で7回目の経済対策となるが、振り返ってみると、景気対策と財政引締めストップ・アンド・ゴーを繰り返すことで、お互いに効果を打ち消し合ってきたようにも思われる。今回も同様の事態になると、史上最大の経済対策の後に史上最大のフィスカル・ドラッグが抵抗力の弱まっている我が国経済に響いてくる恐れがある訳である。一般

に概算要求基準が通常7月、今年は8月に決まると、その大枠に従った予算編成が行われ、翌年の3月ないし4月に予算が成立するまでの9か月間、政府としてはその当初予算が最善のものであるとして予算を成立させなければならない。政府としてはその9か月間、身動きが取れない状態が続く訳である。最終的には行政及び立法府がお考えになることを前提に申し上げれば、やはり将来の財政支出削減なり、国民に評価されるような財政支出の重点化による小さい政府についての中長期的な目標を明示するとともに、今後検討予定の制度減税が本当に消費刺激効果を高めるような環境作りをやり、他方、歳出面で当面大きなフィスカル・ドラッグの衝撃をもたらさないような予算を当初から組む方がいろいろな意味で効果的ではないかと思う。なぜこういうことを申し上げるかと言うと、ちょっと言い過ぎになるかもしれないが、今の衆議院が任期一杯で選挙を迎えるとしても再来年の9月である。経験則から言うとその前の年に解散となることが多い。また、解散というのは当初予算の成立直後に行われるということがかなり多い。そうすると、秋口から発現させるであろう経済対策の効果によってデフレ・スパイラルが一旦は喰い止められ、何とか在庫調整も進んで底入れ感が出てくるであろう来年の春頃に当初予算が成立をして、もしそこで解散というリスクが現実化して財政面での通常の時の手当をするタイミングを失ってしまうと、これは後に残る傷がかなり大きいのではないか。経済企画庁の局長も出席しており、恐らく、お考えではないかと思うが、そういうことも考えると、ちょっと心配なので、申し上げさせて頂いた。

#### 武富委員

前回会合と今回会合を比較して、経済をどう評価するかという定点観測的なことについては殆ど申し上げることはない。景気が減速し、停滞し、悪化の入口に立っている今回の一連の流れの中で、改めて三点感想を申し上げる。一つは中小企業の逆バリ経営が影を潜めていることである。90年代前半でもそうした傾向はあったが、やはり中小企業にとっては、ここ

へ来て一段と先が読めないという感じが強まっていると思う。何が読めないのかは判然としないが、従来は景気が本当の底になる前に中小企業が安く資材を調達できる、金融も付くということで動き出し、仮に景気の底打ちが自分の予測より遅れたとしても、先行き確実に景気の累積的な拡大があり、その時に果実を摘み取れるという読みが実感できたものであるが、今回は全くない。また、政策対応が実施されても、それが民間企業に直ちに結び付いていくというイメージが湧かない。逆に申せば、中小企業セクターの居場所であるとか存在価値に対して、必ずしも以前のような強い自信を持ってないという感情も含めて、逆バリの積極経営といった景気の大きな流れを逆向きに相殺するようなエネルギーが現在の経済にはみられない。そうした状況を各種の指標が示しているように思う。

二つ目は、産業界の実感からすると、今回の景気調整が始まって以降、最近までは個人消費が悪いことが最大のポイントだったが、ここ半年か少なくとも3か月は設備投資も併せて悪いとの認識が共有化されている。その背景には、ここ当面の企業収益については減収、減益だという感じがあるからだろうと思う。企業サイドも財政の緊縮と裏腹の関係にある家計部門の負担増と不良債権処理が大幅に遅れてきたことの二つに消費急落の基本的背景があるとみているように感じている。従って、先行き景気の減速、停滞、悪化の流れを逆向きにしていくためには、世の中で現在まさに言われている恒久減税と金融システム不安に対するしっかりとした対処をより具体化していくことが必要であり、経済の流れが最悪期を脱して上向いていくことに繋がると思う。そうした認識は産業界にも市場にもあるだろうと思う。

そうした期待に支えられて、3点目のポイントとしては、株式市場も基盤はまだ勿論弱い訳だが、先行きに対する読みから目下のところは1万6千円台をキープし得ているし、株式市場よりも早目に先行きを先取りする長期金利も極端に低い利回り水準が訂正されて少し上がってきていると考えられる。これがまだ本物かどうかは分からないが、少なくとも先行きどこに着目し、どう期待して現在の市場の反応になっているかについては

流れが割と明確になってきている。短絡化すれば、財政緊縮あるいは家計部門の負担の修正としての恒久減税は一つのジャンルとして整理でき、それから金融システム問題の解決が必要であるということだと思う。その点が明確になって対策が打たれてくれば、景気の更なる極端な悪化は十分避けられるのではないかと思う。

最後に調統局と企画室にお願いであるが、景気の調整がなお進むのか否か、あるいは本当に貸し渋りがあるのか否かを考えるために、マクロのデータに加えて、四半期に1度企業統計が出てきた時点で今少し企業部門を深掘りした分析をして欲しい。その分析によって、何が起こり、如何なる調整圧力が働き、企業経営者がどうぎりぎりの対応をするのかという流れがみえてくると思う。また、非常に表面観察的な貸し渋りということも企業金融をより深く分析することにより、——四半期の統計では事後的にバランスしてしまうため分析はなかなか難しいが——ある程度のことが見えてくると思う。やはり企業部門の相当深い分析がないと先が読みにくい。例えば、デフレ・スパイラルについても、企業が置かれている種々の条件の中で、価格戦略をどうすべきなのかといった圧力や、その実現可能性を考えていくうえで、岩盤になる企業分析が必要である。日銀の経営資源的には大変だとも思うが、マクロの需要面の動きをみている限りでは、なかなか手触り感が出てこないことがあり、特に極めて微妙な時期だけに、企業の置かれている状況を相当細かく分析して欲しい。

### 三木委員

武富委員が最後に指摘されたことに大賛成である。やはりマクロだけではなく、ミクロとマクロのマッチングが情勢を最も的確に判断できる途だと思う。

本日は四点、申し述べたい。まず第一に、先月、実物経済は4、5、6月と悪化するため、場合によると二番底の懸念があると申し上げたが、その後1か月経った現在、二番底の懸念は遠退いたとみて良いのではないかという点である。具体的にみると、一つは住宅着工戸数である。これは個人

消費にも繋がるが、5月は依然として-17%と17か月連続の前年比マイナス、しかも年率が125万戸とかつてない低水準であり、好転の兆しは暫く無いとみざるを得ないだろうと思う。非住宅の方は殆どが設備投資に絡むが、これも5月は-3.3%と、8か月連続マイナスになっており、その意味で設備投資も不振である。しかも、不振が非常に長引く可能性があると思っている。ただ、その中で店舗のみが前年比19%増と、先月も増えており、これは個人消費に絡む唯一の明るい要素だと思う。

自動車の国内販売は依然として6月も-8.9%と15か月連続減となっている。この中でいわゆる小型乗用車は、5月に0.1%増となり、多少個人消費面での明るい兆しと思ったが、6月は-2.2%となっている。ただし、いわゆるリッターカーは非常に売れており、こうした中身の変化が個人消費にどう繋がっていくのか注目したい。普通トラックは依然として6月も-39%となっているが、これは設備投資関連であり、当分は期待できない。2月の4輪車全体での保有台数は全国で7,010万台となっているが、そのうち貨物車の保有台数が初めて減っており、まさに設備投資と物流の不振を反映していると思う。自動車の輸出の方は、5月は前年比-3%、6月は-9.9%であり、いよいよ5月からマイナスに転じている。昨年10月頃から売れるだけ売るということで、円安も背景に輸出へシフトしてきた訳だが、ここへきてそれも限界にきたという状況である。しかし相当ハイレベルのまま横這いで推移することになると思う。その裏付けはアメリカの販売における日系シェアだが、5月に31.9%まで上昇した後、6月には29.3%となっており、シェアは30%程度がガイドラインであるので、これ以上振れると貿易摩擦になる限界にまで来てしまっている状況だろうと思う。今一つ、中小企業に特に影響がある面では、今までノック・ダウンが一定して増える方向で来た訳だが、いよいよここへ来てノック・ダウンが減り出した。東南アジアの経済不振から、部品として東南アジアへ輸出するものがいよいよ落ちており、中小企業にもろに効いてくる状況になっている。従って、それを相殺した生産レベルだけを見ると先月と変わっていない。第1四半期は236万台を予定どおり生産し、第2四半期は今のと

ころ 240 万から 247 万台ということで、むしろ増え、輸出効果が入ってくる。在庫調整も完全に終わっているし、むしろこれから秋口にかけての新車拡販を各社とも狙っている。いよいよ第 3 四半期が正念場で、どの程度生産し、売れるかという局面に来つつあると思っている。特に買い替えのマグマが非常に溜まってきていると思う。乗用車の平均車齢は、平成 4 年が 4.53 年と最低であったが、それがどんどん増えてきて、平成 8 年では 5.04 年まで上がってきている。その意味で、何らかの効果や契機があれば、あるいは政策が出てくれば、国内販売は好転する方に回る可能性が強いと思う。

公共工事の方は、先程説明があったように、4~5 月頃までは新予算による季節的な端境期であり、全く心配していなかったが、一応予定どおりという理解で良いだろう。従って 10 月から出てくるであろう 16 兆円の公共工事に確りと繋がる方向になるだろうと思っている。一般機械受注額は依然として 4 月、5 月伸び悩み、マイナスのままとなっている。設備投資のマイナス先行指標ということになると思うが、その中で 4 月、5 月をみると、一般機械について唯一増えているのがボイラー原動機である。ボイラー原動機の生産指数のみが前年比でみて、4 月 68.4% 増、5 月 30.6% 増となっている。この指数におけるボイラー原動機のウエイトは 9% と、結構大きい。これは I P P を含めた火力発電が集中して入ってきているためである。この部門だけは非常に良いが、それ以外の設備投資は依然としてマイナスのままとなっている。設備投資のマイナスは当分長引くと言わざるを得ない感じである。

そうした中で、この 4~6 月の生産活動は釣瓶落としの低下になっており、今のところ回復の兆しはみえない。ただ、回復の兆しが見えない中でも個人消費は 6 月の地方税の戻しや猛暑という季節要因もあり、さらに突っ込むという感じはやや薄らいでいるとみて良いのではないかと思う。設備投資については、回復するような話はどの経営者からも全く聞こえてこないのが現状である。大きな需給ギャップを抱え、デフレ懸念のある現状では、如何に金利を下げようと、如何に資金を付けようと、設備投資は当



分戻らないと肚をくくる必要があると思う。住宅投資の回復もなかなか展望できない。在庫調整も逃げ水現象から、年度内は間違いなく調整が続くとみざるを得ないと思っている。ただ、そうした中で、円安による輸出効果が企業の生産を下支えしている。この下支えで10月以降の政府の16兆円対策に繋げれば、先月心配したような二番底の懸念は避けられるのではないかと思っている。

二番目のポイントは、円安の輸出効果、つまり円安による輸出手取り額の増加が企業経営の唯一のクッションになっている点である。事実経営者のマインドは、この4~6月、釣瓶落しの過程の中で、予想を上回る落ち込みという感じもあり、かなり動揺が見られた。しかし、ここへ来て輸出を手掛ける企業には円安による収益と数量の面での支えが出てきており、経営者のコンフィデンスの落ち込みに若干歯止めが掛かっているように思われる。特に自動車と鉄鋼等の企業では東南アジアの景気大幅ダウンに伴い昨年の下期から輸出マーケットの再開発に走った訳であり、ヨーロッパとアメリカに売れるだけ売るという姿勢でやってきた。さらには、かつてヨーロッパ勢の輸出市場であった中南米と中近東市場に対して、ヨーロッパの国内景気が良く、輸出を引き揚げ内需に回している隙間を突いて日本が一斉に出ていったのが、自動車と鉄の動きである。鉄鋼業の場合は今まで輸出比率が数量で25%程度で来ていたが、この4~6月の輸出比率は36%という過去最高の水準まで上げている。ただ、この水準までくると、貿易摩擦問題に絡む輸出数量面での限界に加えてダンピング問題も出てくるので、さらに伸ばすことは新たな経営判断としては非常に難しいだろうと思う。しかし、輸出である程度の生産ボリュームを確保しながら、収益源をある程度補うことが出来るような地合いになりつつあるのではないかと思う。従って、この4~6月の釣瓶落しの後の生産レベルは、何とか公共事業が本格化する秋口まで維持し得る鍋底の水準という感じがしている。

三番目は卸売物価に絡むデフレ懸念の問題である。6月の卸売物価指数の中の輸入物価は為替要因で前年比2.3%となっており、デフレ懸念の広

がりが需給ギャップ面では膨らんでいるが、為替レートの円安定着で相殺して、何とか横這いという形で止まっている。マーケットの動きも先月よりは株価もある程度上昇しており、長期金利も若干の上昇傾向というポジションにある。現在の140円程度で安定した為替レートの水準は大半の輸出企業にとって非常に居心地の良いレートであり、前月よりは経営者に経営の余裕をもたらしているのではないかと感じている。

ただ、問題があるのは製造業の価格であり、これはなお下落する心配がある。市況品種はコストから見ても下がるどころまで下がっており、これ以上下がることはない。その面での卸売物価は下げ止まるとみているが、大半を占めるいわゆる一般品種については全て加工産業と素材産業との間で価格の攻めぎあいをしている。自動車メーカーや家電メーカーから一斉に値下げ要請を受けているが、鉄鋼業も石油化学もとても下げられず、価格のクリンチになっている。仮にこれが崩れて、価格が下がる方向になると、今度はもろに企業収益に効いてくるため、まさにデフレ懸念に繋がっていく危険が非常に高い。従って、加工産業と素材産業のトップ企業同士の話し合いでは、何とかそこに手を付けずに今の円安効果で生産を維持し、あるいは収益も若干補える状況を維持しつつ何とか9月まで切り抜け、10月からの政府の経済対策効果に繋がりたいというのが一つの経営の判断になっている。

いずれにしても日本経済がデフレの入口にいることは間違いないと思っているが、現在の我が国が採るべき政策は財政政策、銀行の不良債権処理が先決である。99年度の経済回復に向けて、企業や個人のコンフィデンスの回復を確実にするためには、先程後藤委員が言われたとおり99年度の予算編成を何とか98年度補正後の姿に繋がる形にしなければならず、そのための制度減税ないしは恒久減税を織り込んだ姿を示すべきであると思う。そして、大蔵大臣から説明があったとおり、金融機関の不良債権の早期処理を促進していくことではないかと思っている。

## 中原委員

前回会合から今回までの動きを見て、私は従来から申し上げてきた見方が大体正しいのではないかという確信を深めた。つまり、日本経済が大きな調整の時期にあつて、基本的には市場経済へ適合する、企業、家計ともに優勝劣敗の時代に入ってきたと考えている。また、日本経済の生産性を向上させることが大切な時期ではないかと思う。従つて、今一度長期的な問題を考えてみたい。私は4月1日の記者会見で現在は日本の経済の在り方、経営の在り方が問われている時だと申し上げた。具体的には日本的な経営、つまり雇用の維持を中心にして資本の生産性には余り考慮しない、そして借入金に依存する経営がグローバル化の圧力の中で許されなくなってきたということである。景気循環の立場からみると、在庫循環とか設備投資循環、建設循環に加え、今言ったような体制とか組織の在り方についての50年位の長い循環の中で、設備など中期の循環も93年に底が入り、20年位の建設サイクルも93年に底が入っているが、その後直ぐに、それらの循環が皆また下に下がってしまったという非常に不思議な状態である。これは従来にはなかったような状況であり、多分93年までの調整がいろいろな面で巧くいってなかった、さらにはバブルの清算が十分に行なわれていなかった、過剰設備、過剰雇用の清算が巧く行なわれていなかったということだと思う。従つて、今後は種々のアップ・アンド・ダウンがあると思うが、各種での調整が終わるまでは下降トレンドが続くのではないかと考えている。

足許の景気だが、最近の動きの中で猛暑効果が出てきて、エアコンが相当売れた。夏場に温度が1度高いと個人消費が前年比で0.5%増えるという統計的な事実があるが、6月の下旬から7月の中旬に2度以上上昇しているので、一時的な効果として年率に直して1~2%程度の効果があつたかと思つている。これは一種のこぶであり、秋口に向うに従い剥落していく。今度は16兆円の効果が何がしか出てきて、回復軌道に繋がるかということになるが、巧くいけば今年の10~12月、あるいは来年の1~3月、遅くても4~6月までに一応底に入ることになる。しかしながら、それも財政

政策の在り方如何であり、その後再び下落に入る可能性が否定できないと思っている。その間に、危険水準に入ってきたアメリカの株価が仮に暴落することになれば、日本にとって苦しい状況になる。アメリカの株価が2割下がると、アメリカのGDPは1.5%程度減少するという試算もあるので、アメリカの株価の動向には目が離せない。

95、96年の回復を支えてきたのは、一つは外需であり、今一つは設備投資である。外需は円安に助けられて順調にきた訳だが、ここからはアジア向けの輸出が問題になってくるのではないかとと思っている。最近の通関ベースの数量を見ると、非常に大きく減ってきており、前年比で18%位の減少という状況になっているので、これが大企業を直撃していると思っている。問題はそれにリストラがついていっていないことである。日本全体の輸出の中でアジア向けは4割、GDP中の輸出のシェアが13%であるから、仮に18%減少ということになると、 $0.18 \times 0.4 \times 0.13$ で、殆ど1%に近い数字になってくる。従って、最も危惧されるのは、今後アジア経済のダウンワードの影響が主として大企業を直撃し、その結果総合対策の効果を打ち消すのではないかとということである。アメリカでもアジア経済のインパクトが0.6%から0.7%程度あると指摘されているが、日本の場合は恐らくGDPに対する影響はそれよりも大きく、1%前後はいくのではないかとと思っている。その意味で、外需の伸びは欧米向けは好調だとしても、アジアの問題が次第に効いてくるのではないか。

一方、設備投資は92、93、94年度と調整した後、95、96年度と上昇し、97年度は殆どゼロで、今後は恐らく98、99年度と再度調整に入るのではないかと感じている。幾つか理由があるが、一つは設備投資の実質のリターンが実質金利に比べて余りに低過ぎることである。この1~3月に大きく減少したのは決して不思議ではなく、4~6月は一段と減らしている。恐らく98年度では、6%ないし7%減るのではないかと感じている。今一つ申し上げるならば、やはり資本ストックが過剰であり、特に中小企業で資本係数が上昇しているのではないかと感じている。金融機関の貸出態度が厳しくなり、中小企業が融資を受けられなくなると、設備廃棄といった

事態が起り、そこで資本係数が一旦下がるかとも思うが、現在は中小企業が設備を更新できる状態ではなくなっている。従って、設備投資は今後も調整が続き、その動きは中小企業から大企業へと移っていくと思う。

今一つ注意すべき現象として従来は勝ち組と負け組の二極分化という状況があり、大企業の製造業の中の優良企業は勝ち組、他は負け組であったが、これが解消しつつあるのではないかという気がする。つまり大企業でもアジアの影響やリストラがついていっていない状況の中で収益減、支出減という格好になってきている。経済、あるいは経営、企業の二極分化がいよいよここで崩れ、本当に良い企業は極一握りになってしまったということである。そうした企業の勝ち組と負け組の二極分化が崩れてきたことが設備投資のみでなく、個人の消費にも影響を与えている。

消費のデータを家計調査でみると極めて明白である。これまで消費の増加を支えてきたのは5分位、4分位であり、これが非常に伸びて特に96年度から97年度上期の消費を支えていたが、最近の例を見ると、この二つの上位分位の消費が大きく減少してきていることに伴って問題が起きてきたのではないか。5分位、4分位については可処分所得の伸びも鈍化しており、消費がそれに連動して減少している。そうした意味からも、消費には今後余り期待できないと思う。家計ベースの消費性向は81、82、83年頃から80%近い山を作って推移した後、85年度頃から急速に低下し、その後趨勢的に下がってきている。この背景には年金の関係があると思う。年金について明確な再設計が行われず、特に若年の労働者にとって生涯設計ができないという非常に大きな問題がある。現在の最大の問題の一つはそこにあると思う。そのために消費性向が趨勢的に下がってきている。従って、年金において立派な将来を見通せるようなプランができない限り、一時的な回復は勿論あるだろうが、消費の20年近くに亘る趨勢的なダウンワード・トレンドをリバースすることは仲々難しいのではないかと考える。

その間、在庫循環、在庫調整についてである。在庫調整の圧力は98年ファースト・クォーターから始まったとして、シミュレーションをしてみ

ると、早く行われるケースとゆっくり行われるケースとがあることが分かる。早く行われるケースでは、生産の減少が97年のフォース・クォーターから98年のファースト・クォーターのペース、つまり前期比で-1.9%、出荷は前期比で-1%というものである。ゆっくり行われるケースとは97年7~9月と98年1~3月のペースだが、仮にこうしたペースで調整が進むとした場合、在庫調整圧力が依然として残っているのは生産財、建設財、特に生産財と資本財である。これらについては総合対策による効果を見込んでも大体今年の年末頃まで調整が続く。その場合、失業率を0.5%ないし0.6%引上げるため、本年末には恐らく失業率が5%近くなると思われる。それがこの1年間で設備投資をどの程度押し下げるかをみると、-18.3%という途方もなく大きな数字になってくる。生産は前期比5.1%で下げ、出荷は0.1%減という前提で試算すると、失業率が0.8%程度上昇し、設備投資の押し下げ効果も-30%近くになるという結果が得られる。この在庫調整のスピードは需要がどの程度戻り、その中でどう対応するかということと関係あるが、在庫調整の圧力が非常に大きいということをもまず認識しておく必要があると思っている。従って、在庫の調整も雇用と設備に悪い方向で循環してくることもあり、なかなか大変だと思っている。

これらを全て踏まえて予想すると、先般の調統局の見通しでも98年度は実質で-0.2%、99年度は-0.5%という数字であったが、今年はそれより若干悪くなるのではないかと考えている。例えば、99年度に財革法を一時停止して公共事業を3兆円増加させ、2兆円減税継続のほかに3兆円減税するケースで計算すると、98年度は-1.3%、99年度は-0.5%となり、相当シビアな状態が続くのではないかと考えている。目先は若干戻ったり、下がったりしつつ、秋口からの16兆円の効果に巧く繋がると、10~12月か1~3月、あるいは4~6月に一旦底に入るが、99年度の対策に巧く繋がらないということになると、さらに調整を続けることになると思う。

財政について若干追加的なコメントをすると、恒久減税も必要だが、やはりその中身を所得税だけではなく例えば相続税を変えるとか、あるいは譲渡益税を変えるといったニュアンスを付けないと貯蓄に回ってしまい、

少なくとも短期的には効かないかもしれないと思う。アメリカの株式については、いよいよ下落の可能性が高まったと思っており、時期は8月ないし10月の間、レベルとしては恐らく9,600ドルから9,700ドルへ達した時が非常に危ないのではないかと計算している。その間は底割れを極力防ぎつつ、構造調整を進め、その際にサプライサイドも十分に考慮しながら日本経済の21世紀へ繋げていくことになると思う。若干の戻りはあるとしても基本的には調整が続くと思っている。

### 篠塚委員

前回からの変更に関しては大きいものはない。ただ、先程三木委員から話が出た住宅投資については是非触れたい。経済活動の現状評価の中で、個人消費については一段の悪化に歯止めが掛かっているが、明確な回復は見られないという説明があり、私も同感である。消費に確りとした回復が見込めないとすると、次に期待したいのは住宅投資だが、三木委員のご指摘のとおり住宅投資は殆ど停滞している。この点について、十分に分析して欲しい。96年の住宅着工が164万戸であったのに対し、97年は139万戸であり、この1年で約25万戸減少している。この停滞傾向はずっと続くという予想が出ている。消費が全般に低迷している中で、せめて住宅投資が出てくれば、それに関連して家具、什器等へ様々な波及効果があるので、何とか現在のローン金利が低い時に住宅投資を引き起こしたい訳だが、それが巧くいっていない。低迷の理由には3点ある。第1点は、雇用不安が広く蔓延しているということだと思う。2点目は、自分達の将来の雇用が不安定なので所得に関しても一定の目処が立たないということである。3点目は金融政策とも関係しているが資産デフレのマイナスの影響が非常に大きいのではないかと思う。既に購入した人達がさらに買い替えたいと思っても、現在の状況では非常に厳しく、買い替えが出来ない状況になっている。一般に低金利であれば住宅ローンにはプラスであるといわれているが、現時点ではそうした状況になっていない。従って、住宅投資を如何に刺激しながら景気回復に結び付けていけるかが大きなテーマではない

かと思う。

平成8年度について住宅金融公庫の調査を用いて住宅着工は耐久消費財にどの程度の影響を与えるかという簡単な推計があるが、それによると名目住宅投資が約30兆円あれば、そこから派生する耐久材消費、家具、什器等々は約2.3兆円となっている。つまり住宅投資の約8%が関連消費を派生するということである。従って、住宅投資を押し上げながら景気の足許を引き上げていくことが考えられるのではないかというのが申し上げたい点である。住宅ローンを抱えている世帯と住宅ローンが無い世帯とでは消費行動にどのような違いがあるかに着目して試算してみると、1977年時点で住宅ローンがある家計の消費性向が66.9%であるのに対してローンの無い世帯は74.7%、約75%であり、両者の間に7.8%の差がある結果となった。つまり住宅ローンのある世帯は基本的には共働き世帯が少なく、有業人員も多く相対的に資産がある先が一般的であるが、現在は消費性向が下がっている。こうした状況を踏まえ、ローンを抱えた人達が現在のような低金利の中で如何なる状況にあるのか、今少し分析して頂きたい。

こうしたことを申し上げるのは、景気刺激との関連で減税への取り組みが言及されているが、もう少し住宅投資、住宅取得を促進する税制という方向で何か分析し、働きかけるようにして頂けないかと思うからである。現在の日本では、勿論住宅取得促進税制を採用してはいるが、アメリカに比べると非常に小さい効果しか生み出していないのではないかと思う。対象期間も6年間に限っているし、土地取得に要する借入金だけが控除対象になっている。アメリカのように借入金の全額が所得控除になるとか、期間ももっと長くする方向でシミュレーションをやって頂きたいと思っている。さらに、単に取得に関する税制の問題だけではなく、不動産の流通コストを削減するような様々なシミュレーションについても是非やって頂きたい。不動産取得税や印紙税、登録免許税の問題等の各種の税制上の問題が住宅取得に関して障害となっているのではないかと考えている。

先程中原委員も指摘していたが、私も消費はこのままでは仲々上向かな



いと思っている。やはり高所得者層における消費性向が下がっており、所得の5分位で見ていくとかなり所得階層の高いところで消費を手控えていることが明確に出ている。そうした層の人達はかなり資産を持っているが、その資産が殆ど塩漬けの状況になっている点について、今少し分析する必要があるのではないかと申し上げたい。

現在は市場経済に向けての壮大な適合というか調節のプロセスに入っているという中原委員の指摘は、全く同感である。厳しい企業倒産が発生したり、金融システム安定化に向けての様々な統合や合併等動きがあるが、そうした産業界の動きに比べると労働市場での対応が遅れていると思う。企業の方は競争の原理で益々淘汰され、強いものが勝ち、弱いものは負けることにならざるを得ないと思うが、弱者である失業者の問題への政策対応が非常に後手になっている。この点を注意喚起していかなければと思う。特に失業保険給付の問題等は割と見落とされている。失業保険は雇用保険から財源が出ているが、94年度から既に収入から支出を引いた保険財政収支がマイナスに転じている。その原因は、雇用保険の側で予測を間違ったと思われるが、93年度の段階でバブルの効果もあって非常に保険収入が高く、積立の残高が4.7兆円程度あったため、保険料を従来の労使折半で1千分の5.5から1千分の4に下げたのである。その直後の94年度から失業保険の財源は悪化しており、その対策が問題になっている。海外でも失業保険に対する対応は各々異なるが、恐らく日本のように1千分の5.5とか1千分の4という低い失業保険収入の国はない。特に欧州では競争は一段と激しく行うが、弱者に対してはきちんと手当をする方向で助ける手立てが用意されている。年金財政も非常に厳しい状況になっているが、競争が激しくなるのならばそこから押し出された失業者の救済面での社会保険についても一段と上げなくてはならなくなる。これからは競争が激しくなるし、競争で勝ち負けがはっきりする、というだけでは人々は納得しないと思う。たまたま昨日労働省の職業安定審議会があり、本来はその会合で労働派遣法の変更案について労働大臣に建議、答申をするはずであったが、最後の段階で、労働側代表が「絶対にこの労働派遣法は認め難い」と

主張し、結局空中分解してしまった。要するに、この厳しい状況の中で競争を押し進めなければやっていけないという点に関しては、産業界もある程度納得し、消費者も今は仕方がないとして消費行動を控えているところだが、肝心の雇用不安に関するセーフティ・ネットの備えが非常に遅れている。今後は企業の終身雇用の維持等はとても不可能であるし、様々な労働の流動化は避けて通れないということについてある程度の合意はできているが、労働派遣法の整備に関してもまだ通っていないという状況である。この様なことを長々と申し上げたのは、今厳しい状況になっているが、それが前回の決定会合と比べてどの程度厳しいかといえは、金融経済情勢に対する見方を大きく変えなくてはならないほどではない。けれども、もう少し長期的な視点に立って日本の制度を変えていかなければならないと思う時には、先程の年金や将来の制度についてどのように考えるかということと同じ問題を含んでいる。すなわち、構造転換する場合の受皿をきちんと整備し情報を提供しない限りあらゆる分野の人達が抵抗して情報の共有とはならないのではないかと思う。

金利、株価、為替相場の動向を如何に評価するかに関しては、円安の状況の中で比較的安定化しており、輸入物価もそこそこであるためデフレへの防波堤にはなっており、この現状を現時点では甘受していきたいと思う。次に、量的金融指標の問題をどう考えるかに関しては、一言申し上げたい。それは、金がない訳ではない家計が本当に消費を収縮してしまい、住宅投資もしないということであるとすれば、家計がどの程度筆筒預金をしているとみるべきかということについてである。日銀の金融白書「1997年度の金融および経済の動向」にM2+C Dの伸び率と現在の家計がどの程度現金を抱えているかについて推計した式があったので、これを用いて改めて確認させて頂きたい。これは日本銀行券の伸び率の関数推計で、日銀券の発行高の前年比を被説明変数にしている。説明変数は全国百貨店の売上高の伸び率と東証一部株式売買代金の伸び率の前年比でこの2つはプラスの要因、もうひとつマイナスの要因として1プラス預金通貨の金利を100で割ったパーセンテージ、この3つの変数で現在のベースマネーというか

日銀発行高の予測をしている。これによると、最近の日銀券発行高の伸び率 10%という高い実績に対してこの3つの変数で推計すると説明できるのは大体5%程度である。つまり実績は10%伸びているが、その約5%程度は家計の中で筆筒の中に入っているのではないかという推計になっている。それらを勘案すると、如何に日銀が量的な貨幣を市場に出しても家計の中では筆筒の中に入っていくだろうし、民間の銀行でもなかなか回っていないという状況であるから、現時点でのさらなる金融の緩和に対しては疑問を感じざるを得ない。

最後にデフレ・スパイラルに関しては、色々なデータが出ており、特に各月賃金はマイナスが2か月続いていること等を考えると、非常に危機的な状況にある。ただ、前回会合以降の15日間だけに関しては、まだデフレ・スパイラルに陥ったとはいえないのではないかと考えている。

#### 植田委員

短期の景気動向に関して一点申し上げる。皆さんご指摘のとおり、最近の大きな事実は設備投資中心に我々の見方を下方修正しなければならない傾向が強まったことであり、そのマイナスに対して、かなり大規模な減税政策が出てくる可能性が強まりつつあるということかと思う。この綱引きがポイントになると思うが、数量的に大まかな感じを申し上げますと、設備投資の下方修正によるデフレ圧力は波及効果を含めて、寄与度で-0.5%から大きくて-1.0%程度かとみられる。これに対し、減税の方はその内容によるし、財政収支をどう合わせるかという点に関する配慮やアナウンスメント次第ではあるが、非常に単純にある程度恒久的な減税を5兆円やることを前提にその乗数効果をみると、恐らくプラス効果は0.5%から1.0%の間程度かというのが取り敢えずの常識的な感覚かと思われ、両方打ち消し合うという気がする。従って、このところの景気悪化は期待される減税政策で大体打ち消され、リスクは色々あるとしても、取り敢えず大変慌てなければならない程の経済情勢ではないと思いたい。

## 藤原副総裁

前回会合での検討から今回に至るまで、全ての面で経済情勢は悪化していることは様々な説明のとおりだと思ふ。その要因は二つのコンフィデンスにあると思ふ。一つは企業および家計のコンフィデンスで、今一つが金融システムに対するコンフィデンスである。企業、家計のコンフィデンスのうち企業の面については皆さんご指摘のとおり設備投資のパターンが従前とかなり違っていることに影響されていると思ふ。調査統計局の分析にもあったが、従来の大企業、製造業を中心とした設備投資はそれなりに回復の兆しをみせているものの、中小企業や非製造業を加えたオーバーオールな日本の設備投資は資金調達等々の新しい要因も加わり、パターンが著しく変わってきているということである。従って、従来のように経済の回復に設備投資が果たす役割、特に尖兵だった中小企業、非製造業の果たした役割に期待を寄せることはできないことになる。

一方の家計のコンフィデンスは個人消費の問題であるが、これも設備投資と同じように従来のようなパターンは期待できない。これは兆しが見えたとか、底を打ったとか種々の表現で分析されてきたが、やはり構造的に異なってきているのではないか。買い替え需要や新製品が出たとしても、それにより個人消費がGDPの中で従前のように大きな要素として寄与する時代は終わったのではないか。経済を個人部門、企業部門、政府部門と分けた場合、その個人部門については単に一世代だけではなくて、次世代、次々世代まで展望して考えなければならない状態になっているのではないかと思ふ。それにISバランスを当てはめると、ISバランス・トラップのようなものが起こっているのかもしれない。個人、法人、政府部門と分けると、やはり将来展望が立っていないのは個人部門だと思ふ。その次が法人部門であろう。それでは政府部門は将来展望が立っているかとなると、これまで単年度主義で各種の経済計画なり、財政政策を実施してきたようにみえるが、それらは殆ど失敗に終わっている。つまり、個人も企業も政府も将来展望がしっかりできないような社会システムのボトムに日本全体が陥っていると思ふ。

それでは、それを如何に打開していくかであるが、皆さんが指摘されているように短期的な経済問題としては総合経済対策があるが、やはりここで中長期的な計画を立てなければいけない。そのためには立案する主体が確りしていることが必要である。足許の問題では新政権、ニューリーダーであるが、その人達が如何なるビジョンを示すかにより、コンフィデンスが変わってくる。しかし、従来もビジョンだけは示したが、実現との乖離が非常に甚だしいため信用されていないという状況がある訳で、その辺のコンフィデンスの大元から考えていかなければならないのではないか。財政政策については、何人かの委員の方が述べられたが、財革法をどう考えるかも含め、本来なら災害等が発生した時に必要な金を追加するという性質の補正予算が追加経済対策という公共事業を中心とした大規模な景気刺激策として何回も打ち出され、——しかしそれが結局元の本阿弥に終わっている——という文字どおりパッチワークのような政策のやり方を改めていかなければいけない。公共事業の計画についても、既に族議員等々に対する庶民の批判は出尽くした感があり、政党自身に対する投票による信頼が失われつつある現実に戻って考えていかなければならない。公共事業にも各種あるが、大型で無駄なプロジェクトではなく、生活に根差した生活環境関連や、情報、通信関連など、新社会資本として一部は芽を出したものの中で対策倒れに終わっているものを含めて、抜本的に見直していくべき時期に差し掛かっている。

次に金融システムに対するコンフィデンスである。昨年 11 月の一連の事件以来、この金融システムの問題が景気の足を引っ張っていることは誰しもが認めているところであり、その因果関係も数量的に分析されているのではないかと思う。私はある記者会見で、山を越してみたら実はもう一つ山があったと言ったが、そうした状況が何度も繰り返されているのではないか。それに対し、今次の金融再生トータルプランに至る対策の大枠は一応できたが、一方で山一、拓銀、徳陽といったハプニングから、今度は“予測されるハプニング”を一つ一つ具体的かつ丁寧に解決していかなければならない時期に差し掛かっている。それ故にこそ、ブリッジバンク

等々の装置ができた訳である。それを金融政策との兼ね合いでみると、日銀参与の館先生はプルーデンス・ポリシーと金融政策は弁別して考えるべきであると指摘されたが、それはそのとおりであるとしても、マクロのプルーデンス政策とマクロの経済政策が今や相互に密接に組み込まれた関係にある訳であり、マクロのプルーデンシャル・マネタリー・ポリシーのようなものは日本銀行の一つの大きな課題として真剣に考えていくべき問題だと思う。個人的に感じているマクロ・プルーデンス、ミクロ・プルーデンスの二つのプルーデンスに即して申し上げたが、本来の金融政策をそうした状況に対して如何に使うべきか、また使えるのかについては、次の機会に述べたい。

#### 山口副総裁

短期の経済判断について私自身のここ2、3か月間の関心事項は、16兆円の経済対策の効果がある程度出てくるまでの間に巧くブリッジが掛かるのか否かであった。これは、金融資本市場の非常に緊迫した状態がそうしたブリッジングのための時間を与えてくれるかどうかということである。例えば株価の下落が一気に進んでしまうような場合には、経済対策が本格的に動き出すまでの間に経済の落ち込みがさらに大きく進んでしまい、財政そのものは動き出すにしても、それを呑み込んでしまうような民需の弱さが出てくるのではないかと心配していた。先程来何人もの委員方から指摘があったように、設備投資の落ち方がこの間かなり明瞭になったという点では心配の一つが出てきてしまったと思う。しかし、金融資本市場の方では、例えば株価が一頃に比べて千円程度持ち直す状況が出てきており、各種の状況を併せて考えてみると、現時点では何とか巧く橋を架けることが出来るかもしれないという気持ちを持っている。株価が現在のような相場環境で果たして持ちこたえてくれるのかは、そもそも金融システム対策が本格的に動き出すという期待により株価の持ち直しが起きている訳であり、今度の臨時国会で関係法案が果たしてスムーズに成立するかどうか、あるいは来年度にかけての財政政策の展望次第では決して楽観

を許せないと思うが、そうした不安を残しながらも何とか橋を架けるための要素の一つは出てきたという感じがする。

次に金融機関の信用収縮問題であるが、現象としては年度が変わってもさらに貸出の収縮が進行している訳で、これを如何に解釈すべきかが一つ大きな論点としてあると思う。何がそれをもたらしているかという意味では、恐らく需要の落ち込みが新年度入り後にさらに加速していることが主たる理由であろうと思う。ただ、昨年度の下期と比較してみると、最近の貸出の落ち込みの下で企業に狼狽感が見られないのが、やや奇妙な現象としてあり、その点が恐らく借入需要の減少がより急速に起きていることの一つの裏付けになると思う。これは勿論非常に心配すべき状況ではあるが、金融機関の信用の引き揚げがトリガーになって、一段と金融のタイト化が起きている状況では取り敢えずなくなっているのであろうと考えている。逆に資金需要が出てきた場合、それに応需し得るだけの力が金融機関に残っているのか否かはクエスチョンマークとして残っている状況ではないかと思う。

今一つマーケットの動きという点では、為替の動きが一つの重要な要素であったし、現在も重要な要素である。一頃起きていたのは為替の円安化になかなか歯止めが掛からず、それが必ずしも論理的なリンクはないとしても、株価の下落を引き起こし、その両者が同時に進行して国内にある種の不安感をかきたてるという状況であった訳であるが、これに取り敢えず歯止めが掛かっている状態ではないかと思う。先程三木委員から円安が製造業にとって唯一のサポート材料になっているとの説明があったが、それが本来円安の下で起きることだと思う。私はいざとなればやはり為替が一段と安くなる事態も許容しながら、景気の回復を図っていかなければならない局面が今後とも有り得るのであろうと思うが、一頃見られたような円安が株価の下落を促していくような状況の下では、果たしてそうした効果をどの程度期待できるのかという疑問も残っていた。現在の140円前後の動きは、若干強引に解釈してみると、一方では経常黒字の増加を可能ならしめ、それによって景気を下支えする要因として働いていると同時に、ア

アジア諸国あるいは国内の株価にさらなるショックを与えずに済んでいるというバランスが成り立つぎりぎりのところで動いているのではないかと感じている。こうした金融資本市場、あるいは為替市場の動きを全体として見ると、夏か秋かは分からないが財政支出の拡大が景気全体に対して今少しポジティブな力として働いてくるまで何とか時間を稼ぎ得るのではないかと思う訳である。

下期以降どうなるのかについては、皆様方から意見が出ていたし、特に付け加えることはない。多分マイルドな景気回復という程度のことは起きるのであろうと思う。従って、取り敢えずはこの先にデフレ・スパイラルが待っているという状況では必ずしもないと思う。しかし、当然幾つかのリスク・ファクターは存在している。財政運営については、幾つか出た意見に特に異論はないが、リスク・ファクターの中で金融システムの動きは来年度よりもむしろ今年度これから先において非常にデリケートな取扱いを要する状況ではないかと思う。臨時国会で金融システム関係の法案が如何に扱われるかもその一つであるが、個別のメジャーバンクの成り行きも真に細心の注意を要する状況ではないかと思う。何らかの動きによりシステムについてのコンフィデンスがさらに揺らいでいくリスクはなしとしない状況であり、万一そうした事態が起これば、我々が現在期待しているような下期の景気回復という展望についても必ずしも楽観はできないと思う。そうしたことを頭の中に十分に入れながら状況をウォッチすべきタイミングではないかと思う。

速水議長

それでは、金融政策運営への意見へ移る前に多少意見を追加される方があれば、どうぞ。

中原委員

地価の問題については、結局如何にして地価の需給をバランスさせる、あるいは地価の下落を食い止めるかということだ。不良債権問題について



の説明の中で最も印象に残ったのは、昨年中に 13 兆円の償却・引当てを実施したにもかかわらず、新たに 10 兆円発生してしまったということである。77 兆円が 74 兆円になったということはネットで 3 兆円しか減っていない訳で、これを繰り返していたのでは全く賽の河原である。勿論、マクロ政策としての財政政策で景気を良くするということはあるが、同時に土地関係の税制を抜本的に変えて、地価の下落をあるところで止めるようにしないと銀行はもたなくなると思う。やはり地価を底入れする、あるいは地価の底入れを促進する手段を税制、財政、金融等の各面から考える必要があるのではないかということを追加的に申し上げたい。

#### 後藤委員

私も金融システムの再建とか不良債権の処理は、結局は中原委員が指摘されたようなことに必ずなっていくと思う。地価の低下を食い止めるというよりも、むしろ底値が見える状態を早く作り、それにより皆が流動化できるような状態を創り出すことではないかと思っているが、問題意識は中原委員と同じである。それをやっていかないと解決のゴールが見えてこないというか、ゴールが次々に先に行く逃げ水になってしまう。

#### 篠塚委員

一点訂正をしたい。先程賃金が 2 か月続けてマイナスになり、デフレ・スパイラルの近くにまできているという言い方をしたが、より正確には所定内給与の対前年同月比は 4 月も 0.2%、5 月も 0.4% とプラスであり、所定外が 4 月は -8.3%、5 月は -8.7% となっているほか、特別給与も 4 月が -10.2%、5 月が -18.8% となっているため、全体を合計して名目賃金が 4 月は -0.7%、5 月は -0.7% となっている。所定内給与が完全にマイナスになった段階はかなり危機的な状況と思うが現在はそこまで至っていないので、若干訂正したい。

中原委員

6月がどうなるかが問題である。

篠塚委員

それを待つてからの判断だと思う。

山口副総裁

地価について一言申し上げる。中原委員ご指摘のように新規の不良資産の発生が地価の下落に伴い仲々止まらない現象が起きているのは大きな問題である。しかし、それを如何に止めるかという点で非常に大きなジレンマがあると思っている。マクロ的にみると、一旦底値が確認されればそこから先はむしろ反転に向かうだろうということは理論的にいえると思うが、個別金融機関の立場で考えた場合に、担保物件の処分を強行することは他行よりも余計に大きなロスが発生させることになり、特に不良資産の流通市場が殆ど存在しない状況の下でそれをやると、本来の回収見込みに比べて、実際の回収金額がはるかに目減りしてしまうという問題がある。是非はともかく、そうした考え方が圧倒的に支配的であり、従って物事が仲々進まないのが現実だと思う。アメリカの場合は、RTCがS&Lから接收した不動産を売り叩いたことで結果的に底値が出てきてそれを突破したという経緯を辿った。日本では何を契機にしてそうした動きを起こすことができるかという点が我々の悩んでいる最も大きなポイントであり、そこに先程藤原副総裁からも指摘があったようなプルーデンシャル・ポリシー運営の在り様が多分重要なファクターになっていると思う。

速水議長

もRTCはもう上がるかと思って手放さないでいるうちに一段と下がってしまうので、ロスが出てもある時点で思い切って売却し、早く流動化していったところ、景気が底を打って段々戻り、結果としては十分利益が出たと話しておられた。本日、大臣は流動化について余り

話されなかったが、土地問題は現在準備している法律が巧く通れば多少は変わってくるのではないか。

(午後1時52分中断、午後2時10分再開)

### 3. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、これまでの討議を踏まえて、金融政策運営方針に関する委員の意見をお聞きしたい。まず、後藤委員から願います。

後藤委員

前回会合以来、審議委員の間では、今後なお一層の金融緩和を実施するとすれば、そのネット効果は一体ポジティブなのかネガティブなのかアンサートゥンなのかという議論を行ってきた。各委員の意見は分かれる訳であるが、私はネットの効果はポジティブ・バット・スモールなのかもしれないと思っている。従って、それを何時、如何に使うかについては、足許の状況を踏まえて考えると危機対応型で使うという選択をしたいと思っている。理由は二つある。一つは、先程来議論されているように、金利、為替、株価がそこそこの水準で小康状態にあり、また先行きについても、植田委員が指摘されたようにプラス・マイナスの要素を両方勘案すると直ちに慌てる状況ではないのではないかと、あるいは山口副総裁の言葉を借りれば巧くブリッジングし得るかもしれない状況にあり、総合経済対策なり金融再生トータルプランがコンフィデンスの問題も含めて実際に如何なる効果、影響を及ぼしてくるかを見極めることを先行させて良いのではないかと考えるからである。また、私としては今後秋にかけて、さらに秋から来年の春頃にかけて海外から外発的に、あるいは国内で内発的に追加的なショックが生じるリスクをどうしても否定できない。そのリスクがあり得ることを踏まえて、やはり危機対応型で考えておいた方が良いのではないかと。

第二番目は、ポジティブ・バット・スモールのスモールに関係するが、例えば金利をゼロにした場合に法人企業統計等を使い、それが企業の経常利益に如何なる影響を及ぼすか、あるいは預金準備率を下げた場合にどの程度金融機関の負担軽減になるか、貸出余力の増加になるかといった点を事務局に計算してもらった結果では、かなり限定的な数字である。従って、実施する時には名目金利ゼロを覚悟して、預金準備率も同時に引き下げてしまう、さらに、金融調節では相当程度の積み上を積み期間を通じて造成するといった、要するに出来ることを全部バスケットの中に詰め込み、実際の経済的効果と心理的効果とが相俟って発揮できるような形にすることではないだろうか。やはり起り得るべきリスクに対してそうした手段を持っていることの方が、足許の状況がどれだけ切迫しているかということとの比較衡量においては、良いというのが私の判断である。外部からは、決定会合の回を重ねる毎に状況が厳しくなっている指標が相次いでいる中で、日本銀行はやれることを全てやっているのかとの批判が出るかもしれない。しかし、私は原点に立ち返ってみれば、この2年10か月、0.5%という前代未聞の金利水準を維持をしてきたことにより、金融コストの軽減を通じて企業の経常利益、特に中小企業の経常利益を大きく支えてきたことそれ自体が日銀として相当大きな対応をとってきたと理解をして頂けないものかと思っている。

今一つ追加的に申し上げたいのは、秋口には期末越えを控えて貸し渋り問題、特に中小企業の資金調達について金融面からももう一段の工夫が出来ないかという声が起こる可能性が相当あると思っている。3月の期越え時にも経験したような潤沢な資金供給の他に、特に中小企業ということになると、恐らく日銀が直接何か出来る話ではないとしても、企業グループの中で企業間金融の機能といったものに期待をしつつ企業グループに資金が巧く流れていく工夫が出来ないかと思う。オペが対象にする金融商品の適格性や範囲の問題、あるいはオペの方法により、そうしたことに配慮し得ないものか、調節部署に予め色々と考えられることを研究をしておいて欲しい。

## 武富委員

0.5%をやや下回るオーバーナイト・コールレートという金利水準と140円前後の円ドル相場、あるいは円の実質実効為替レートでみれば90年、91年頃の円安水準という組み合わせは、マクロ的には経済に対して良いフレームワークを一貫して提供しているということだと思う。それにもかかわらず、家計需要が落ち、それを追いかけて企業需要も落ちている。物価も場合によるとさらに多少落ちるかもしれない、少なくとも現時点では上昇する気配はないと思う。さらには、コンフィデンスなるものも必ずしも良くない。つまりマクロのアコモデイティングなフレームワークと経済金融の現実の反りが合わない訳である。私としては、金利と為替のフレームワークが理由で金融経済あるいはコンフィデンスが現在のような状況になっているのではなく、やはり理由が違うところにあると理解すべきだと考えている。

金融経済がここまでの情勢に立至っているので、世の中には調整インフレ論なるものも出てきており、今少し穏当にはインフレーション・ターゲティングといった考えも出ている。あるいは新しい実験にはなるが、量的緩和という考え方も出ている。いずれも色々な意味で変則状況にある金融経済を前向きにするための人心一新、言葉を変えればコンフィデンスや期待形成に影響を与えることにより金融経済を動かしていこうということから出てきた話だと思う。しかし、コンフィデンスの停滞にしても需要の停滞にしても、やはり別途の面に理由があるのではないかと思われる。仮に、金融政策も状況悪化の一端を担って責任ありとして、金融的に何か手当をすることを考えた場合、理屈はともかく現実論として、インフレーション・ターゲティングや量的緩和に本当に意図している効果が挙がるのか否かはアンサートウンである。すなわち、金融仲介機能が種々の要因で必ずしも従来どおりに働かない状況にある訳で、そこに量的に大量の流動性を注入して、仮に結果としてベースマネーが増えたとしても、より広義のマネーサプライが金融仲介機能を通じて増えることになるのかどうか

定かでない。比喩的に言えば、動力源が壊れた船のエンジンに一生懸命油を注ぐようなことであり、それは船が沈む理由の方に注意を向けずにエンジン部分で言い争っているような感じがしないでもない。

先程金融経済情勢に関する認識で申し上げたように、状況悪化の理由は多数あるが、現時点で考えれば少なくとも二つ指摘できる。一つは財政と家計部門——あるいは法人部門も一部入るかもしれないが——の間における将来に亘っての受益と負担の関係が明確にならないところからくる不安があると思う。今一つは金融システムそのものがなお不安定であり、確実にこの問題が解決するという確信までは持ち難いという点であろう。沈みかけている船の船体に穴があいている部分はその二点だと思う。従って、まずはその部分に広い意味での政策のトップ・プライオリティを向けていき、そのうえでエンジン、動力源から実際に走らせるところに繋ぐ部分、これは金融仲介機能になるが、そこが金融システム対策で確実に繋がるようになったことを見届けてからガソリンを入れる、つまり流動性供給を行うというのが順番ではないだろうかと考えている。

ベースマネーを増やす手段は色々あると思われる。例えば国債の買い切りを前倒しで嵩上げしていけば金融機関が日銀に置いている当座預金残高が瞬時に増える訳であるが、果たして期待されるようにそこから貸出その他に向かうメカニズムが働くのかどうか。金融機関のおかれている現況からみると、利回りゼロの当座預金よりは再度多少でも利回りのある、安全でB I S対象外の資産を買う、例えば国債に買い向い、その国債を日銀が買い上げ、またその資金で金融機関も国債を買うといった局部的な回り方になってしまう結果になり、金融機関の貸出なり信用供与のルートを通じて経済全体にプラスの力を誘発していくことに本当になるのかどうか自信がない。むしろ多少迂遠で遠回りに見えるかもしれないが、財政と民間部門の受益と負担の関係を政策のフレームワークとして明確かつ中長期的に提示していくことと、金融機関の建直しをやるということが優先されるのではないかと思う。そうした政策を通じてこそコンフィデンスも持ち直し、ここまで落ちている需要も多少持ち直す方向へ繋げていけると思

う。

同時に、その後で必要となる政策は雇用政策と供給サイド政策である。雇用政策の方は財政との間で受益と負担の関係が明確になったとしても、家計部門としてはなお不安を持つ部分が残ると思う。それは雇用問題であり、大きな構造転換が行われている時に、労働市場の流動化が前向きに回転するような枠組みを作ることが金融システム建直し後の大きい政策テーマとして残っていると思う。そのことを念頭に置きながら、広い意味の政策対応をすべきだと思う。

一方の供給サイドの政策については、先程来 10%近い需給ギャップ——現実には 5%としても 25 兆円のギャップ——があるとの話があったが、そのギャップをある程度埋めるために財政面から需要投入をしても、それが民間需要に波及する今一つのメカニズムを作る必要がある。そこが繋がることが見えてくれば、中小企業にも景気の波動とは逆張りであろうという気持ちを起こさせる契機になるのではないか。従って、問題解決のためには当面のコンフィデンスの悪化を建直すための恒久減税と金融システム対策の後に雇用政策と供給政策が続いていかなければならないだろうと思う。そうしたことが全て相俟って一つの公的需要として投入されれば、民間の進取の気性に富んだ先から相当派生需要も出てきて、需給ギャップも結果として埋まると思う。

そうした枠組みで考えると、現在、金融政策について何をやるのかについて色々な考え方があり得ると思うが、何がなんでもということではないのではないかと思う。壊れた機械に油を注ぐよりも、極力機械そのものが修復することを見届けてから効果のある最後の油の注ぎ方をした方が良いのではないかと考えている。

### 三木委員

先程から申し上げているが、やはり一連の動きとして出ている不良債権処理の問題がまず先にありきだと思うが、物価の安定が日銀の新法の下における大きな役割であることを踏まえると、それはインフレにもデフレに

も対応するということがなければならないと思う。今一つは対外価値の安定、つまり為替レートの安定も念頭に置いておく必要があり、現状ではさらなる円安に繋がる措置は採るべきではないと思う。さらに、需要喚起による景気回復、企業、個人の先行き不安を解消するコンフィデンス・ビルディングについては財政政策の役割であろう。現に、政府はその動きを進めている訳であり、それを補完する金融政策については、これだけの超低金利の中でさらなるデフレ対応となると、殆ど手が無いのではないかと思う。

最後の手段として残る量的拡大は同時に金利がゼロ近傍になる政策を採るということである。何か策があるのではないかという気持はまだ捨て切れないが、先程申し上げたように二番底懸念がひとまず先送りされ、デフレ懸念も先送りされ、政府による財政政策の動きは間違いなく出てくる、さらには今回の政変の影響も考えると、現状では最後の手は未だ採り得ないであろうと思う。もとより、可能であればこの措置は最後まで採らないことが日銀として望ましいことだと思う。

財政政策がポイントではあるが、補完する金融政策の立場として、ポイントはやはりデフレ懸念であろうと思う。実物経済面でデフレの惧れが現状よりさらに強まる懸念が出た場合は、直接の効果は非常に薄いと言ったが、やはり前月提案した量的拡大に繋げる準備預金率の引き下げ、および短期誘導金利水準を 0.4% から 0.5% の低い方に近づけるような政策も選択肢としてあるのではないかと考えている。ただ、現状はデフレの入り口にあるのは間違いがないが、円安から来る物価の押し上げ効果で卸売物価が下げ止まる動きが出てきており、デフレ懸念は当然阻止しなければならないにしても前月に比べて時間的余裕があるように思う。

当面は、資金が必要な企業に資金が巧く回るかどうかを最大の留意点であろうと思う。4~6月の釣瓶落しの企業の生産減はすなわち売上げの減ということになり、企業にとっては7~9月の借り増し圧力の形で跳ね返ってくる。市中でもそのようにみている訳であり、やはり中小企業の倒産は暫く高水準で推移するし、また失業率も恐らく同様であろうと思う。従っ



て、これ以上の連鎖倒産のような事態を金融システムの事情で広げてはならないと思う。

この点、日銀としては昨年の10月以降、短期金融市場に潤沢な資金を供給してきている訳であるし、今後もそうした潤沢な資金供給により金融システム不安による企業の借入れ難が起きないように十分な努力を行っていく必要がある。また、資金供給面では既に実施しているCPオペの増枠、あるいは社債のオペ等の新しいアイデアも織り込んで取り組んでいくこと等、従来同様に潤沢な資金供給を続けるということを日銀として発信することが必要だと思う。そうした前提で金融調節方針としては現状維持でお願いしたい。

#### 中原委員

私は最初から申し述べているように、現在の日本経済は長期的にも中期的にも調整局面にあり、根本的には市場経済への適応、および世界から遅れてしまった資本生産性、労働生産性を取り戻す調整過程にあると理解している。そして、良かれ悪しかれ、橋本内閣の経済対策でそれが悪い方へ出てしまった訳であるが、その調整過程に一種のディスターバンスが起こったとみており、いずれにしても調整が終わるまで、恐らく日本経済は立ち直らないし、その調整過程を妨げてはならないように思う。ただし、他方で底割れすることは困る訳であるから、底割れを回避しつつ、そうした中期あるいは長期の調整過程を推し進めていくことがポイントであり、それには相当の時間を要するのではないかと思っている。

そうした中で最近の1か月をみると、情勢は一段と厳しくなっている。先行きが見えてきたとか、一息ついたというのは、要するに低位横ばいでそのような感じを持っているのではないかと思う。まだ5月の景気指標が出ていないが、現在の一致指数のCIの落ち方は平成景気の崩壊過程と全く同様のスピードで非常に急速である。一致指数は山から-12%落ちているし、先行指数は-18%落ちている。この辺で一応下げスピードが落ちているのかどうか分からないが、いずれにしてもより厳しくなっている

というのが正しい判断だと思う。

従って、私は調整から生じる様々な困難を多少でも和らげるために金融を緩和すべきという意見をますます強めている。例えば、仮に標準ポイントの指摘のように総合対策が実施されて上向きになれば結構であるが、その間のブリッジングのためにも、現時点で金利を若干下げしておくことは非常に意味がある。何も総合経済対策の効果を見極めることはない訳であり、良くなっても悪くなっても下げしておくのが一つの手であると思っている。恒久減税論も出てくれば結構であるが、来年度の財政については現在のよ様な政局では何が起こるか分からない。特に参議院に法案が回った際にどうなるか全く分からず、楽観は禁物であり、現時点での引き下げがマーケットには非常に良い影響があると思う。また、金利引き下げの効果については皆様方は万一の場合に温存しておくべきとのご意見であるが、しかし万一の時に効果があるのかどうか私は非常に疑問だと思う。例えば、株価が1万4,000円を割った時に、仮に0.5%下げたてみて効くかとなると、私は全く効かないと思う。従って、最初から少し引き下げればそれだけの効果はあると思われるので、やはり引き下げて様子を見るのが非常に重要ではないか。一回だけのために温存しておくということであれば、来年度の財政を眺めたうえで底割れしそうであれば量的緩和に踏み切るということだろうが、そうした可能性は現時点ではまだ考える必要はないと思っている。株価の下落等の追加的なショックが生じる場合に、さらに政策手段が狭まることになるとの懸念に対しては、そもそもアンサートンであるのならば、その場合でもプラスになるかどうか分からないのであり、一回緩和を実施してみるべきだと思う。金融政策の出尽くし感という点については、それは下げの幅による。例えば、コールを0.25%引下げることになれば、恐らく出尽くし感が出て、今度は金利が上がるというエクスペクテーションが出てくると思うので、それより多少高い水準でコールレートを誘導すれば良いのではないか。

利下げが円安を招くのではないかという議論に対しては、要するに日本経済が悪いために金利が下がるのであり、金利が下がれば円安になるのは

不思議ではないと受け止めれば良い。私は 160 円まで円安になっても少しも不思議ではないと思うし、人によっては来年中に 200 円まで安くなるという人もおり、140 円、160 円は極く自然である。日本経済の調整が未完な訳であり、円安に囚われて金利政策を間違えてはならない。M2+C Dについても確かに貸し渋りで余り増加しない面があるが、それが引続くと本当の数量規制に変質してしまう訳であり、ここで若干ながらも緩和をしてみて、反応を見る必要があると思う。

日銀として最も考えなければならないのは、物価水準がマイナスになってくる事態を是が非でも阻止するという強い態度を示すことが必要だということである。大恐慌の最大の教訓の一つは、やはり当時の猛烈な物価の下落であり、そうした意味からも日銀として決意を表明することが重要だと思う。なお、調整インフレ論が出てきているが、これは日本経済の中期あるいは長期の調整過程を妨げるものであるように思われ、賛成し得ない。日本経済は何分世界より遅れをとり、不良債権も抱えている訳であるから、資本の生産性、労働の生産性を引き上げ、グローバル化の圧力の中で競争していけることを示さなければならない。従って、調整を進めるが、その間の苦痛を若干でも緩和するために小幅ではあるが金融緩和をすべきとの意見である。

#### 篠塚委員

政策の選択肢としては、前回同様に変更をしないという立場である。その理由の第一点は、7月6日の支店長会議において各地の状況等が報告された中で、大阪支店長、名古屋支店長から、地域の企業経営者からさらに一段の利下げを希望する声は聞かれなかったとの報告があり、それに反対する意見も余りなかったこと等から、現在の状況下で利下げをしても、企業の経営者にとって、格別大きなメリットはないと判断していると思われるためである。さらに本日報告頂いた資料に法人季報を用いた大企業と中小企業の企業収益の動向があり、大企業と中小企業に関して売上高営業利益率と売上高経常利益率の差から、金融緩和が行われてきている状況で、

如何なる変化があったかが見てとれる。この売上高営業利益率と売上高経常利益率の差は概ね金利支払いとみなすことができるが、大企業では最近この差は小さくなってきている。中堅中小企業では91年から95、96、97年頃までは確かにこの差が大きく、低金利による効果がかなり効いていたことが分かる。しかし、98年になるとこの幅は非常に切迫しており、金利の効果についてはこれ以上余り期待できないと見受けられる。従って、さらに一段の金利引き下げに関して私は非常に懐疑的である。

二番目に、先程も申し上げたが、家計の立場から見た場合に一段の利下げの家計側に対する影響が気になる。特に住宅ローン等を抱えている家計にとっては低金利はメリットであると通常言っている訳であるが、ここに来てメリットよりも資産デフレによるデメリットの方が大きくなっている。また、2年10か月に及ぶ長期間の低金利が各家計に対して如何なる影響を与えているかという面に関しても、次第に目を向けなければならない状況にあるように思われる。7月14日の朝日新聞の読書欄に65歳の年金生活者の投書が掲載されていた。また年金生活者の声かと思われるかもしれないが、聞いて頂きたい。この方は利子の余りの低さに愚弄されている思いで、退職金の全部を思い切って外貨預金や外国の投資信託に回してしまった由である。こうした人はハイリスク、ハイリターン能力のある人であるから、自分でやれば良いが、投書には次のように書いてある。「今日の不況の大きな原因の一つは国民の過剰な生活防衛意識にあると言われている。しかし、庶民の実感からするとこれはむしろ逆で、お金を消費に回すためには、まず公定歩合を適正水準まで引き上げ、国際水準に合う預金金利を一刻も早く国民の手に戻すことが先決だと感じられる。」。私も同感である。やはりこうした低金利の状況の中で金利のことを云々していると、消費者は益々縮み志向になり、景気低迷の足を一層引っ張るようにも思われる。そのように考えると、現時点で金利を下げることのメリットは殆ど感じられない。

三番目は、前回、金融政策の登場する余地は殆どなく、今回は財政政策の出番だと申し上げたが、先程三木委員からもご指摘があったように、や

はり金利の問題ではなく、CPの買い上げ等何らかの形でやり得るべきことを色々トライする検討をして頂きたいと思う。最後に調整インフレ論に関しても、三木委員と同意見であり、具体的に如何なる手法で行い、如何なる成果が得られるかについてイメージが湧かないので、現時点でそうしたインフレ論を起こすことは反対である。

#### 植田委員

結論的には現状維持という判断である。その背景を2、3申し上げる。教科書的で恐縮であるが、金融政策は二つないし三つのチャンネルで効くと思う。一つは金利あるいは資産価格への影響を通じて特に中小の非製造業等の投資に効くということである。二番目はオープン・エコノミーであれば為替への影響を通じて効くということである。三番目はある種のマーケット・フェイリアーが貸出ないし資本市場にあり、例えば借りたいのに借りられない借り手がいる場合に、これを緩和する形で金融政策が効けばそこにルートがあるかもしれないということである。

一番目の金利機能であるが、現状は明らかに名目金利を引下げて経済を刺激する余地が非常に限られている。本来は90年代中一貫して下げてきた名目金利が中小企業の設備投資をより刺激していても不思議はなかったのが80年代までのデータから得られるパターンである。しかし、実際にはそこが最も弱いセクターであり、更なる名目金利の低下がそのルートを通じて経済を刺激する効果は余り期待できないし、名目金利低下の幅も限られていると思う。理論的には10bpのコールの低下でもあって各種のメカニズムでプラスの効果が生じるということだと思うが、恐らくは短期金融市場の幾つかの金利が連動して下がる程度に影響が止まってしまう感じがしないでもない。従って、金利機能、特に名目金利を通じた効果は現状では小さいと思われる。

二番目の為替を通じる効果は存在し、先程来の議論にあるように現在自然に生じている為替の円安はかなり経済を下支えしていると思う。しかし、外国人等と議論をすると、私共が思っている以上にアジア、あるいは欧米

からの円安批判や円安懸念には根強いものがある。勿論、為替に囚われ過ぎて金融政策を自ら縛るのは非常に危険であり、過去はそれにより失敗したと思われなくもないケースが多いが、金融緩和による円安をも通じて経済を上向きにする方向に打って出るためには、やはり一応それが日本にとっても外国にとってもネットではプラスになるというスタンス、あるいは批判に対する反論を用意しておく必要があると思われる。要するに、金利あるいは為替を通じる効果は、ある程度の準備をしてから打出すか、金利を通じる効果の場合には名目金利の低下だけではなく、期待インフレ率が上昇するようにエクスペクテーションを変える政策やアナウンスメントを同時に打ってこそ効くのではないかと思う。

これに関連して、調整インフレ論という言い方は、意図を歪める表現かと思う。積極的に3%、4%のインフレを作り出すのが意図ではなく、金融政策として最適の中長期的なインフレ率はゼロというよりは+1 か+1.5 程度であり、現在はマイナスの方向に向かいつつあるので、できればその水準まで修正したいといった種類の政策がインフレーション・ターゲティングかと思う。それをインフレーション・ターゲティングで行うか、量的な目標をアナウンスして行うかの選択はあると思う。しかし、これについては何人かの方が指摘されたように取り敢えずは、リザーブを供給し、ハイパワード・マネー、マネタリーベースを増やしていくということになる。ただし、それが本当に1%程度のインフレを起こすような需要の増加に繋がるかについては非常に不確実性が高い訳であり、実施するにしても後藤委員等が指摘されたように対策の一つのオプションとして温存するという判断が適切かと思う。勿論、その場合も為替は円安になるので為替についての考え方は決めておく必要があると思う。

最後に三番目のある種の資金仲介のプロセスに、あるいはマーケットの失敗に関して金融政策で何かできるかであるが、これも正面からの政策としては、不良債権対策をしっかりと進めることであるし、それが進みつつある以上は状況をまず見守ることではないかと思う。しかし、さらに金融政策でということになると、不良債権問題対策全体の中では、マイナーか

もしれないが、例えばターム物金利の上昇を抑えるオペがそうした範疇に含まれると思う。後藤委員も含め何人かの方が指摘されたように、オペの対象になるインストゥルメント、あるいは担保等をやや広めに考えていくことにより民間部門の資金仲介機能を補強していく政策は十分論理的に考えられるところである。ただ、それに向けた具体的な準備がまだできていない段階であるので、今日の段階でそうしたオペが望ましいと提案させて頂く段階ではないが、早急に準備をするのが望ましいと思う。そうした政策は、量的緩和を行う際に単純にリザーブを増やしてしまうのに比べると、ある種のインストゥルメントを大量に買うことを組み合わせることにより、相乗効果が強まる可能性まで視野に入れておいても良いと思う。いずれにせよ準備不足であったり、効果が不確定であること、およびマーケットが非常に落ち着いていることから判断して、取り敢えず今日のところは現状維持で良いと思う。

#### 藤原副総裁

私も結論から言うと現状維持である。これまで一貫して現状維持であるが、現状維持とはその時々的情勢でウォッチする対象は勿論異なるが wait and see ということである。今回会合では、現状維持を述べられた方々とウォッチする対象は殆ど同じである。経済の実態が悪くなっていることは、本日検討したとおりであるが、しかし期待できる対策としては政府の既存の総合経済対策の進行に加え、新しい政権が如何なるビジョンを打ち出すかということがあると思う。従って同じ拱手傍観でも消極的な拱手傍観ではなく、積極的な傍観であり、刮目して見るという意味合いにおいて現状維持である。前回も申し上げたように、私は金融政策では何も新たな政策を採らないことも政策の一つだとその都度考えてきた。もとより、金利を上げるなど現在の与えられた条件から考えると、かなりリモートな別方向の対策である。しかし、先程篠塚委員が年金生活者の方の意見を紹介されたが、そうした年金生活者や、選挙民向けの発言だけではなく、企業経営者の中にも、金利を上げた方が良いのではないか、という意見が最近多く

なっていることは常に念頭においておく必要があると思う。

#### 山口副総裁

先程申し上げた経済についての幾つかのコメントの延長線上で当面の政策を考えてみると次のようになる。一つは、下期は緩やかにせよ、何がしかの景気回復の展望がなお失われていないこととの関係では情勢を見る裕りが多少あるのではないかと思う。逆に言えば、下期の回復はたとえ実現しても緩やかなものになるだろうし、来年度に如何なる政策的なアクションが採られるかはまだ分からない訳であり、そうした不確実性に対して保険を掛ける意味で何かアクションを採るべきではないかという議論と、どの程度対抗できるかは分からないが、恐らく相打ち程度のことではないかと思う。

第二点としては、為替市場、金融資本市場が取り敢えず小康状態を保っており、その意味でも若干息をつく裕りが出てきたのではないかと思う。もとより、現在の小康状態は安定的な状態ではないので、どちらかといえばさらにダウンサイド、特に株価、地価等のアセット・プライスについてはダウンサイド・リスクの方が大きいことは念頭においておく必要がある。金利引下げとの関係では、この問題は、金利を下げた場合にどこに取り敢えず影響がでてくるのか、如何なる効果を期待できるかということとの関係で論じたい。株価、地価については極めて小幅の金利引下げが好影響を与えるとは思われず、マーケットという点では多分為替市場に影響が出てくるのであろうと思う。先程も申し上げたが、為替の下落というオプションを、ルール・アウトすべきではないように思っている。しかし、それはその時々極めて具体的な特殊状況を全く捨象して良いということではないし、円のさらなる下落を政策的に促すことについては通常以上に神経を使わざるを得ない状況ではないかと思う。その意味で、マーケットの状態の延長線上では暫く現状維持が望ましいのではないかと思う。

最後に、私は先程金融システムの展開如何でかなりデリケートな取扱いを要する状況であるということを申し上げた。金融システムが極めてフラ



ジャイルな状況にあるのは間違いないし、個別金融機関の破綻は今後もあり得ると覚悟しておくべきだと思う。特に不良資産の処理スピードをかなり上げていくことが実現していけば、今申し上げたような個別金融機関を巡るデリケートな状況がさらに顕著になる可能性があると思っている。それでも不良資産の処理が本当にスピードアップする場合には、既に明らかになったように株価等が良い方向に反応する、あるいは地価が反応することがあり得るので、資産価格の反応を通じてマクロ経済に対しポジティブな影響が及んでいく経路があると思う。しかし、個別金融機関の状況に注目が集まる場合には、全体として雰囲気はさらに悪くなる可能性もあり、その意味では下期の景気回復の展望も極めて薄氷を踏むような思いでみていくべきではないかと思う。仮に、金融システムの取扱いが必ずしも巧くいかない状況になった場合、あるいは何らかの海外要因からのショックが及んできた場合には国内の金融資本市場にある種の衝撃が走ることもあり得ると思う。そうした局面では何かアクションを採ったとしても、先程中原委員が指摘されたように取り敢えずその時点で生じている株価の下落を止めることは勿論不可能だと思う。しかし、そうした場合には恐らく短期金利の行方にはある程度目をつぶってでも、大量の流動性を供給せざるを得ない必要性が差し迫って生じることを、頭の体操としては考えられるし、そうした事態のための備えはやはり持っていた方が良いと思う。これは現在の局面の中で比較的小幅のアクションを採った場合の効果と、ある種のバッド・シナリオの下で必要なアクションを採った場合の効果比較になるのだろうが、私自身は今少し状況を見極めるべきではないかと思う。結論としては当面現状維持で臨みたい。

#### 速水議長

私の意見を少し申し述べさせて頂きたい。先週の終わりからB I Sの総裁会議とE M E A Pが東京で同時に開かれ、カナダ、アメリカ、ヨーロッパの主要国、アジア、中国、大洋州の30か国の総裁方から色々な話を伺う機会を得た。膝を叩くようなアドバイスを下さった方もおられるし、海

外からの見方に接して今少しPRしなくてはならないと反省することもあった。そうした会合での話や、今朝方からの資料、委員方の意見を聞きながら感じたことを若干述べる。

昨年来の日本経済の流れは昨年が発生した幾つかのショック、緊縮的な財政政策への転換、アジア経済の急速な悪化、金融システムの動揺などが直接的には最終需要を弱め、それらが生産や企業収益、さらには雇用所得へ波及していった状況であった。とりわけ中小企業を中心に設備投資の急速な減少や雇用、所得環境がかなりのテンポで悪化し続けていることを思うと、現在の日本経済に働いている各種の調整圧力はかなり大きいと考えざるを得ない。物価面をみても国内需給のギャップ拡大を背景とした物価の下落圧力が非常に根強い情勢にある。金融面でも銀行貸出が低迷を続けているほか、マネーサプライの伸び率も鈍化している。

こうした景気の現状から判断する限りは、経済が先行きデフレ・スパイラルに陥る可能性も十分に考えておかななくてはならない訳であるが、幸い政府の方で各種の対策が打たれ、その効果がこれから出てくる段階にある。当面年度下期にかけては、総合経済対策の効果が顕在化してくると考えて良いのではないかと思う。加えて、これまでの円安の効果も次第に出てくるので、景気の下押し圧力には取り敢えず歯止めがかかる可能性が高いのではないかと思われる。その場合、デフレ・スパイラルに陥るリスクは少なくとも一旦は回避されることになると考えられる。勿論、財政構造改革法の下で99年度の当初予算が緊縮的なものにならざるを得ないことが予想されるので、総合経済対策の効果が一巡した後の経済に関しては、かなりの不確実性が残っていることは否定できない。一方で、不良債権問題の抜本的処理や経済の活力を引き出す方向での税制改革等が着実に進められていくかどうかとも重要なファクターだと思う。最近における長期金利や株価の動きも、そうした日本経済の根本問題に対する取り組みについて市場が一定の期待を持って注目し始めた反映ではないかと思う。

こうした情勢に鑑みると、金融政策運営面では、当面、これまでの金融緩和基調を続けながら総合経済対策や金融再生トータルプランが企業、家



とが優先されるべきであると、特に最後に がまとめる形で発言してくれたのは非常に印象深く残っている。

また、 、 、日本の3総裁で十分話し合ったが、やはり彼等は対日赤字は非常に困るので、可能であれば市場を開き円安を是正して欲しい、邦銀が彼等に貸している融資を出来ることならリニューアルして欲しいと言っていた。彼等も金融機関の不良資産には自国のものを含めて関心を持っており、お互いに勉強し合おうと申し合わせた次第であった。

#### 山口副総裁

何人かの委員方から金融調節上のオペレーションの方法について、更なる工夫の余地はないかとの指摘を頂いた。出来るものは相当検討してきていることも事実であるが、更に何か余地はないのか早急に検討したい。

#### 中原委員

その点、要するに最後は金利のレベルの問題になるのであり、一体どの程度オペレーションを増やし、どの程度金利を下げようとするのかの因果関係を明確にする必要があるのではないか。

#### 山口副総裁

必ずしもそうとばかりは限らないと思う。現在の金利水準の下で新しい資金供給の方法を開発出来るならば異なった効果も期待し得るのではないか。例えば、従来オペレーションは主に銀行部門を相手にして組み立ててきているが、社債オペなどが出来るかどうか、かなり検討してみないと分からないが、仮にそうしたオペができれば…。

#### 中原委員

それはトータルのオペ実行額の枠の中でどう配分するかという話である。オペによって通貨供給量を増やすのかどうかを明確にしなければならない。オペのトータルの実行額の絶対量を増やすのであれば、金利に影響

してくる。

#### 植田委員

コールレートそのものは下がらなくともリスクプレミアムの部分に影響があるかもしれない。ただ、同じ量であると借り手の払う金利は下がらない。

#### 中原委員

そうであれば、金融機関の方に別の影響が出てくる。

私が申し上げたのはオペのトータルの実行額が一体幾らの中でやるのか、あるいはトータルのオペ実行額自体を増やすのかをしっかりと議論してもらわないと困るということである。

今一つ、先程山口副総裁は円安を促すとか何とか言われたが、私の主張は円がそこで安くなるのも仕方ないということである。円のレートには色々な要素があり、金利が効く場合もあるし、効かない場合もある。促すという意図は全くないが、結果的に円安になっても止むを得ないということである。

また、私も万一の場合には何か打出さなくてはならないと思っているが、それを一回限りでやる必要はなく、先程申したように、若干やってみて万一の場合には数量を増やすということであろう。来年度さらに財政出動を行っても、効かなかった場合には、多分そうしたことになるかもしれない。

#### 速水議長

河出局長にもしご意見があれば伺いたい。

#### 河出経済企画庁調整局長

私共は現在の景気が非常に停滞しており、厳しい状況にあることについて同じ認識である。ただ、16兆円に達する対策が動き出しているし、国会次第という面もあるが、金融再生トータルプランが本格的に動き出すとい

うこともある。景気対策の方は現時点で既に出ているが、本格的な効果が出始める秋口まで如何にして繋いでおくかが重要だろうと認識している。やはり財政金融両面から景気回復を図っていくことが非常に重要だろうと思っており、そうした面から企業への資金供給については量的に確保されるような金融政策運営を是非お願いしたい。

速水議長

それでは議案の取りまとめに移りたい。先程の委員による検討によれば当面の金融政策方針について現状維持とされるご意見が大勢を占めていたように思う。そこで、私から当面の金融調節方針は現状維持ということで議案を出したいと思う。これと異なるご意見の方で、ここで正式に議案として提出されたい方がおられれば、どうぞ。

中原委員

私も提出する。

速水議長

それでは議案を作って、正式な議案として提出されたい。

[事務局より議案配付]

山本企画室参事

中原委員からは、オーバーナイト物コールレートを平均的にみて0.35%前後で推移するように促すというご提案である。読み上げさせて頂く。中原委員案、「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。対外公表文は別途決定する。記。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）を平均的に見て0.35%前後で推移するように促す。」。

次いで議長による取りまとめの案である。議長案、「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）を平均的に見て公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。」。別添の対外公表文では、「当面の金融政策運営について。日本銀行は本日政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、現状維持とすることを決定した。全員一致ないし賛成多数。」以上である。議長案は、前回決定会合で決めて頂いたものと全く同文である。

#### 中原委員

若干説明させて頂きたい。従来0.40%を提案してきたが、今回0.35%にした理由は幾つかあるが、一つは景気情勢が非常に悪化している中で調整が進んできており、それに対する一つのクッションという意味で考えていることである。この0.35%を0.25%にしようかと思ったが、0.25%であると打ち止め懸念が出てくる惧れがあり、0.35%であれば更に1回分の余地があるのではないかと、今後必要があれば緊急危機対策も採れるのではないかと考えた次第である。従って、更に一段の引き下げ余地を残した案として提案している。いずれにしても、色々な要素を総合的に判断すると、0.3%や一段低いコールレートも実際に出ている訳であるし、最近の平均では0.41%台になるが、その前後のレートも出ているので、0.35%にしてはどうかという私の提案である。

#### 速水議長

それでは採決に移る。ただいま事務局が読み上げた議案の順に採決をする。ご異議ありませんか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

ご異議がないようなので、採決する。事務局は金融調節方針に関する議案を順番に採決してその結果を報告してください。

[中原委員の議案について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

小池政策委員会室長

ご報告します。ただ今の採決の結果は賛成1、反対8でした。従って本案は否決されました。

速水議長

それでは次に私から提出した議案について採決して頂きたい。

[議長の議案について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

小池政策委員会室長

ご報告します。ただ今の採決の結果は賛成 8、反対 1 でした。従って賛成多数で可決されました。なお、反対された委員は中原委員です。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として、当面の金融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、これを以って指示します。なお、決定事項の公表は決定会合終了後約 30 分後に行いますので、それまでの間は厳に出席者限りに願います。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

最後に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 ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討願う。まず、調査統計局早川課長と企画室山本企画室参事より

ポイントを説明してもらう。

#### 早川調査統計局経済調査課長

それでは、お配りした資料に沿って説明したい。最初に実体経済についてである。各論については全体にそれ程大きく判断を変えていないが、それぞれの指標に即して少しずつ表現を変えている。例えば、外生需要の純輸出について、前は頭打ちと申し上げていたが、今回は輸入の減少を主因に再び増加している。あるいは、公共投資についても以前申し上げた下げ止まりつつあるから、下げ止まり傾向にあるに変わっている。外生需要のマイナスはどちらかといえば止まってきている感じであるが、内生需要は、典型的には設備投資であるが、前月は引き続き減少傾向と申し上げていたものを、GDP統計あるいは機械受注等を踏まえて大幅に減少しているにさせて頂いた。そうしたことを反映して、生産についても前回の減少を続けているとの表現から、減少テンポは早まっているに変えている。所得に関しては基本的には雇用・所得環境の悪化が目立っている感じである。前回、失業率の上昇を挙げたが、今回は賃金が前年水準を割り込んでいると指標の変化に即した表現に変更している。

以上を踏まえて、冒頭の総論部分については、今回「最近の経済情勢をみると、最終需要の低迷を背景として、大幅な減産が行われる下で、雇用・所得環境が悪化を続けており、企業マインドは一段と後退している。このように、我が国の経済情勢は全般に悪化している。」という表現を使っている。全体の説明については、企業マインドの一段の後退を付け加えているが、これは短観が発表されたことを反映したものである。前はそうした事実のみをフラットに述べさせて頂いたが、やはりこうした表現では、マーケットあるいは一般からは分かりにくいという批判もあり、何らかの形で一つの総括判断を下した方が良いと考えて、今回は「わが国の経済情勢は全般に悪化している」という表現を使っている。以前は広い意味での景気後退局面、経済企画庁の基準日付でいう山から谷までの期間についての減速、調整、停滞といった表現を使ってきた訳であるが、今回の場合は

1～3月の成長率がマイナスでもあり、なかなか停滞という表現が馴じまない状況になっていること、あるいはGDP統計、短観の発表等、各種の指標が明確に出てきたことを踏まえ、こうした表現を使わせて頂いている。

先行きについては、基本的には対策が出てくることにより景気の悪化に歯止めがかかる部分は前回と同じである。ただ、前回は経済活動の水準がさらに低下すると財政面からの諸措置の効果を減殺する恐れがあると指摘したのに対して、今回は「経済活動の水準が既に相当低下していることを踏まえると、民間需要への波及は限定されたものとならざるを得ず、速やかに自律的な回復に繋がっていくとは考えにくい。」と、現状の活動水準の低下を素直に反映した形にしている。しかし、現在は大蔵大臣からご説明のあったトータルプラン、まだ明確にはなっていないが税制改正についても種々の議論がなされていくと思われるので、そうした環境についてここで触れ、こうした対策の具体的な内容、企業や家計のコンフィデンスに与える効果をみていく必要があると申し述べている。

物価についての現状判断は基本的には同じである。先行きについても基本的には実体経済の現状と同じ様に、当面对策の効果により需給ギャップの拡大には歯止めが掛かってくることを踏まえるが、現下の需給ギャップの水準はなお大きいし、内生的な物価下落圧力が目立って弱まってくるとは考えにくいので、なお当分軟調に推移する公算が大きいという表現にしている。

#### 山本企画室参事

金融はパラグラフ四つで全文である。第一点は、株価、長期国債流通利回りの反発に関するものである。金融再生トータルプランの公表や恒久減税実施を巡る思惑の台頭などをきっかけとして、市場の景況感が依然慎重さを残しながらも、幾分持ち直しつつあることを示唆しているという判断にしている。

第二点は、金融機関の信用リスクに対する市場の警戒感の問題である。

6月末にかけて、警戒感から金利上昇圧力が高まった。これに対して日本銀行が当面の金融調節方針に沿って潤沢な資金供給を続けたことや、金融再生トータルプランが公表されたことなどもあり、市場の不安心理は次第に鎮静化した。

第三点は量的指標である。民間銀行貸出が低迷を続ける下で、マネーサプライも総じて伸び率鈍化傾向を辿っている。これには、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、経済情勢全般の悪化から企業の資金需要がかなり落ち込んできていることが強く影響しているものとみられる。

最後のパラグラフは前月と同じである。中小企業等を中心に、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いるとみられる。その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

速水議長

ご質問、ご意見ございましたらどうぞ。

特にご意見がないようなので、採決したいと思う。

事務局は基本的見解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。

[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

小池政策委員会室長

ご報告します。採決の結果、全員一致で基本的見解は承認されました。

速水議長

ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文させて頂く。なお、本件の対外公表は7月21日火曜日の午前9時20分となっている。

VI. 閉会

速水議長

これをもって本日の議事は全て終了する。次回の金融政策会合は7月28日火曜日を予定している。

(午後3時50分閉会)

以 上