

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年7月28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 河出英治 調整局長

（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

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)

今回は月二回目の会合であるので、7月16日の会合での認識や判断について、その後の追加材料を踏まえ、中間レビューを行うという位置付けになる。

本日の進め方であるが、まず前々回会合の議事要旨を承認頂く。その後執行部からの報告となる。それぞれの報告の後で質疑を行いたい。その後、委員から前回会合以降の変化点という視点で金融経済情勢と金融政策運営に関する検討、討議を行い、政府の出席者から仮にご意見があればそれを賜り、最後に当面の金融政策運営方針を決定したいと思っている。

なお、本日は、政府からの出席者として、経済企画庁から河出調整局長が出席されている。改めて確認させて頂くが、会合の中で出された意見、発言等はすべて記録することを前提にお話頂きたい。

II. 議事要旨(6月25日開催分)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いますが、お手許の議事要旨にご異議ございますでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認し、本議事要旨は7月31日金曜日の午後2時に公表することとする。

[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：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

執行部からの報告に移る。最初に前回会合以降の金融調節の実績について、山下金融市場局長から報告願いたい。

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

前回7月16日会合以降の短期金融市場動向であるが、ターム物レートが引き続き強含み地合いで推移したことが目立っている。例えば、ユーロ円TIBOR1か月物は16日の0.65%から24日には0.68%と3bpの上昇となっている。水準としては7月2日以来のレベルに戻っている。これは金融システム不安の再燃懸念が底流する中で、9月の中間期末が徐々に意識されてきているためである。特に参議院選挙後、政治情勢の先行きが不透明化することに伴い、出し手が長めの資金放出に一段と慎重になって

いるため、取り手はターム物資金の期落ち分も取り敢えずオーバーナイトや1か月未満のターム物で繋ぐなど、ショート・ファンディングの傾向を強めている。期間の短いものから金利上昇圧力が顕現化しつつあるのが実情である。マーケットでは昨年12月頃の状況に段々似てきたとの指摘も聞かれ始めている。

こうした中で、私共は次の三点に重点を置いた調節を行ってきた。第一は大量の流動性供給を行い、オーバーナイト・レートの上昇を強く牽制する姿勢を明確にすることにより、ショート・ファンディングに追い込まれつつある取り手がターム物資金を取り漁ることのないようにサポートすることである。具体的には、新しい積み期に入った16日以降、朝方の調節で連日1兆円、ないしそれを上回る積み上幅を造成した。レートの上昇を抑え込む姿勢を一貫して明確にしてきた結果、オーバーナイト/加重平均レートは、積み初日の16日には0.46%になったが、その後は概ね0.4%台前半での推移となっており、これがマーケットに取り敢えずの安心感を与えていると思う。なお、今積み期のオーバーナイト/加重平均レートの平均は、昨日27日までで0.42%となっている。

私共が重点を置いた第二のポイントは、9月中間期末を控え、企業によるCP調達再び拡大の方向にあることも踏まえ、CPオペの増額を図ったことである。この方針に基づいてオファーベースでは16日以降、昨日まで7営業日連続でオペを実施した。うち新規が2本である。その結果、CPオペ残高は2兆8,000億円まで積み上がってきている。

第三にはマーケットの関心が次第に9月の中間期末越えに集中しつつあるため、期越えの長めの資金を出来るだけ供給することにより、期末に絡む流動性リスク・プレミアムの上昇を抑制し、ターム物金利の目立った上昇を回避することである。既にレポ・オペで5本、買入手形で3本、CPオペで1本の期越えのオペを実施しており、合計で3兆5,000億円の期越え資金を供給している。以上述べたように、現状は大量の流動性供給を行い、オーバーナイト・レートの上昇を抑え込む調節を行ってきた。同時に長めの資金の供給を行ってきているが、それにもかかわらず3か月物の

ユーロ円TIBORはじりじり上昇の気配がある。今後もムーディーズの日本に関する格付けの見直し方針の公表や金融再生トータルプランの実施を織り込んだ銀行株の下落など、ターム物金利を押し上げる材料には事欠かない情勢にある。従って、引き続きマーケットの地合いの変化を睨みながら、長めの資金を中心とする積極的な流動性供給によりターム物金利の上昇回避に全力を挙げて参りたいと考えている。

中原委員

今話があった長めの資金の内訳は何か。

山下金融市場局長

レポ・オペが5本である。やはりレポが一番長い供給ができるので、既に5本期越えで打っている。ほかに手形の買い入れを3本期越えで打っている。CPは通常3週間程度の短いものが多いが、期越えで1本打ったオファーが4,000億円近い水準になっている。

後藤委員

期越えの資金供給で長めのものを出すオペは、例年に比べて相当早いのではないか。

山下金融市場局長

去年は8月22日から始めたが、今年は6月30日に始めているので、1か月半位早めに始めている。マーケットの勢いが全然違う。

後藤委員

要するに、期越えだけではなく、ターム物の金利上昇にはいつか信用不安が起きる可能性があるということも含まれているのか。

山下金融市場局長

6月後半から長銀問題を契機として、ターム物が増えた。ご指摘のとおり信用リスクプレミアムが跳ね上がった訳であるが、同時に9月の期末を意識し始めるので、その流動性リスク・プレミアムの部分は我々で何とか押し下げ、全体にスパイラル的に上昇することがないようにしたものである。

中原委員

何を恐れているのか。

山下金融市場局長

昨年11月、12月を思い起こして頂くと、当時は色々なルーマーが出て銀行の株が下がり、ジャパンプレミアムが跳ね上がり、自行の資金がなかなか取れない状況となった。拓銀は資金が取れずに破綻に追い込まれた訳であり、自分の身を守るためにはとにかく資金を確保しておかなくてはならないという発想が根付いている。各行が自行は大丈夫だと確信し、日銀も必要な流動性を供給してくれるとしっかり認識していれば良いのだが、やはり慌てて取り始めると、金利は上がってしまう。出し手の方は危ない先へは出たくないし、出来るだけ高く出したい。つまり両方が資金の放出を抑えるので、取り手が焦りだすと、金利は急速に跳ね上がるという形になる。

中原委員

貸出先の倒産等についても懸念しているフシはあるのか。

山下金融市場局長

例えば、最近ある地銀の株価が短期間に25%も下がった訳だが、それはメイン先のゼネコンが倒産するという噂で下がった。結局はマーケットが見る金融機関のバランス・シートが如何なる形になっているかが大きなポ

イントになると思う。

三木委員

現在の銀行のスタンスと同様な不安を貸出先である借り手企業も持っており、去る3月期末のようなことはないとしても、若干それに近い形でこの9月期末を考えざるを得ない感じがする。企業は3月に相当積んだ手元資金を若干取崩しているが、3分の1程度取崩したところで、残りを持ったまま9月期末を越えようと考えている。同時に、期越えの長目の資金を今から手当てしておく動きも相当出ているようなので、同じような一連の流れが続いているのではないか。

山下金融市場局長

勿論インターバンクでは不安感が強まってきているが、企業金融の分野は企業によって全く違っており、一流企業は今指摘されたような形だと思うし、なかなか取れない先は非常に苦労してやっている。特にレーティング上、資本市場調達が出来た企業は社債、CPでの調達等、色々な工夫をしており、そのところはCPオペがかなり支えになって落ち着いた形で推移していると思う。銀行の方も基本的には中堅企業でも業績の良い先には貸すということであり、そうでないところにまた一つの問題が残っている。

三木委員

銀行の金融マーケットも、その先の借り手側のマーケットも9月の期越えに注目しているのは事実だと思う。これだけ景気が悪い中で、しかも4、5、6月と相当売上げが落ちている訳であるから、当然運転資金の需要は高まっており、留意が必要である。

速水議長

次に村上国際局長から為替市場の動向、海外経済動向について報告願う。

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

お手許資料の2に関して説明する。円の対ドル相場については、前回会合以降の大きな流れとして前半は円が強調する局面であり、一時的には138円台までいったが、その後じりじりと軟化して現在は142円台である。直近の動きとしては、23日にムーディーズがわが国の格付けを引き下げ方向で検討に入ると報道されたことから、円相場は141円台に軟化している。その後24日の自民党総裁選の結果については、一瞬反応して若干円安になったが、ほぼ予想どおりの結果として大きな動きには至らなかった。結局、新内閣の内容、特に大蔵大臣が誰になるかに注目しており、調整が難航しているとの報道やこの間の日経平均株価の16,000円割れ等から、海外勢や本邦インターバンク勢がドル買いを強めつつあり、円は弱含んでいる。こうした市場のセンチメントについて、ドル/円のリスクリバーサルをみると、ドル・プット・オーバーは7月17日-0.5%までいった後、昨日や今朝は0.0%まできており、ドルのブル方向で推移している。また、そうした中で、ドル/円のボラティリティについても自民党の総裁が決まって、市場に様子見の動きが増した訳である。ボラティリティは一頃18%の高水準にあったが、足許は若干水準を下げているものの、昨日においてもまだ15%近辺で推移しており、相場変動の度合いが強く残っている状況である。

この間、DMの動きは7月20日ロシアへの金融支援策が決定したことを背景として、比較的落ち着いた動きを示している。ただ、ロシアについては、昨日大蔵大臣が本年のマイナス成長を発表しており、株価が下げている。7月10日に144という水準まで一旦下がり、21日には183まで株価指数が回復していることから、金融情勢は落ち着くかとみられたが、昨日はまた143まで下落しており、不透明感が増している状況である。

米国の金利と株価については、7月21、22日の両日に亘って行われたグリーンSPAN議長のハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言に伴い大

大きく動きが変わったところである。米国経済全体の評価については、例えば、直近発表になった指標として6月の自動車販売は年率1,700万台と、87年8月以来の高水準を記録している。因みに、97年中の年間販売台数が1,544万台という数字と比べても、極めて好調である。また、6月の住宅着工件数も年率1,615千戸と、97年の1,474千戸と比べてもこれを大きく上回る水準を維持している。外需も5月の数字にはなるが、輸出の減少、輸入の増加で赤字幅が拡大しており、既往ピークの赤字幅を4か月連続で更新しつつある。アジア経済の混乱のマイナスインパクトが輸出を一段と抑制している状況かと思われる。こうした外需減速の他に、GMのストの影響もあり、6月の生産は4か月振りのマイナスを記録している。内訳でも、自動車および同部品が-11%の大幅減となっており、足を引っ張っている状況である。また、製造業の稼働率もそうしたことから低下をみている。

グリーンSPAN議長はこうした状況について、経済自体は全体としてこれまでのところ好循環を続けていると評価している。ただ、労働市場のタイトな状況に警戒感を示しつつ、一方、アジアのスロー・ダウンによるマイナスの影響が今後も続くとの判断を持っており、注視を要するとコメントしたところである。その結果、債券市場では目先の金利の引き上げはないと判断し、再び債券が買われており、昨日は5.71%のレベルになっている。一方、株価については、議長が時期は特定できないとしても歴史的経験からはそれなりの調整があり得ようと発言したこともあり、また、ボーイング社の減益決算発表等もあり、7月17日に既往ピークをつけた後、24日あるいは昨日のざら場では8,850~8,860ドル台とピーク比5%戻しのコレクションがみられ、昨日のクローズは9,028ドルで終わっている。

アジアの通貨については、対ドルでみて韓国、香港以外の通貨がおおよそ軟化傾向にある。一方、対円の動きでは、円が対ドルで上昇した前半は下落し、円が安くなった後半はマレーシア・リングgitとインドネシア・ルピアを除けば反騰の動きになっている。また、その後のアジアの株価動向は、一言で申し上げれば日本の政局不透明感と日経平均の下落を主因に足許

下落している状況である。

国別の特徴としては、韓国では引き続き輸出企業のドル売りが続くほか、ここ許米国のウォール・マートやドイツのコメルツ・バンクが韓国内への進出の動きをみせており、その関連のドル売り、ウォン買いも出ている。このため、ウォン相場が上昇しており、年初来ピークを更新中である。また、株式市場も円の強調や 23 日に予定されていた労働組合のストが中止されたこともあり、堅調に推移している。ただ、直近においては、三星電子グループによる大規模な増資計画が伝えられたこともあり、急落したと聞いている。この間、同国の失業率が公表されており、6月は季調後で7.7%と5月の7%をさらに上回り、失業者数についても152万9千人と過去最悪の水準になっている。

マレーシアでは大手建設会社の経営破綻ルーマーであるとか、ムーディーズやS & Pが相次いで同国のソブリン格付け、主要金融機関、政府系企業の格付けを引き下げると発表しており、通貨、株ともに軟調に推移している。また、インドネシアでは、ご承知のように7月15日にIMFを中心とする金融支援策の大枠が決定したことを受けて、為替レートが一旦急上昇をみている。対ドルで12,000ルピア台まで回復しているが、その後は東ジャワで華人商店が狙われたり、そうした暴動が他の島にも広がりを見せていること、野党の主導者メガワティの集会が行われたことから、社会情勢の不安定化懸念が高まり、ルピアはその後急落し、株も軟調に推移している。

中国の98年1~6月期のGDPの実績は7%と、第1四半期の7.2%に比べ減速をみている。主たる要因としては、アジアの金融危機や日本の内需低迷に伴う輸出の鈍化、中国南部の自然災害による穀物生産の大幅減少が指摘されている。中国の主要経済指標の中で固定資産投資、すなわち設備投資は高めの伸びを続けているが、個人消費は伸び悩む傾向にあるといった数字も公表されている。なお、外準が若干の減少と発表になっている。ネットの貿易収支は黒字を続けており、外準が減少している点について確たる情報は伝わってこないが、6月に何度か人民元の切り下げルー

マーが流れたこともあり、個人や輸出企業が取得外貨売りをペース・ダウンしたことで外準が減っているのではないかと観測される。

最後に欧州の特徴点だけ申し上げたい。英国では実質GDP第2四半期の数字が前期比年率で2.1%と発表されている。併せて5月の貿易収支が赤字の18.6億ポンドと公表されている。既往のポンド高を主因に外需の減少がみられているほか、6月初めの利上げに伴い内需に減速の兆しがみられるところかと思う。ただ、労働需給の引き締まりは続いており、最終物価の上昇懸念は依然として残っている。こうした中で、ポンド相場は対DMでは景気減速と主にロシア情勢の小康もあり、目立って下落してきたが、一方英国金利についてはflight to qualityの巻き戻し、物価上昇懸念から利上げの観測も依然あり、若干上昇しつつある。なお、このところ穀物相場に関係の深いカナダ・ドルとオーストラリア・ドルの下落が目立っている。特にカナダ・ドルについては、昨日東京で1米ドル1.5010カナダドルと、一気に心理的抵抗線である1.5台に乗せてきている。昨日のニューヨークでは1.5033でクローズしているが、背景としては軟調な商品市況と国内景気の低迷、米国金利の先高観が指摘される。

三木委員

GMのストライキはアメリカのGDPにどの程度の影響をもたらすのか。

村上国際局長

本日のニューヨーク・タイムズは終息の方向だと伝えているが、取り敢えず、先週議会証言したグリーンズパン議長は第二四半期のGDPを年率で0.5%引き下げたとコメントしている。

後藤委員

連銀が外国中央銀行の委託を受け、アメリカの国債を売っていると伝えられており、それは日本の委託によるものではないかとか、そうではなく

北欧の某国ではないか等、色々なルーマーが流れているようであるが、わが国ではないのか。

村上国際局長

先週の金曜日にそうしたルーマーが市場に流れたと聞いているが、飽くまでもルーマーだと理解されているし、私共もそう思う。

中原委員

中国は全般に減速しているが、上海はどうなのか。

村上国際局長

中国でも都市部においてバブルの修正というか、コレクションが起きているようで、確かに上海を含めた沿岸部の訂正はかなり目立っていると聞いている。全体の話として上半期の減速が伝えられたところであるが、同時に朱鎔基のコメントとして、7~8%まではともかく、それなりの成長は期待しているといった話も伝えられている。

中原委員

イギリスがかなり減速してきているのか。

村上国際局長

イギリスは外需の減速を中心に多少減速が目立っている。ただ、製造業はともかくサービス産業は依然として強いと聞いている。

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

資料3の経済活動の現状評価に基づいて説明する。前回の金融政策決定会合以降発表された主な経済指標は輸出入関連の通関統計等であるが、この他に5月の景気動向指数、あるいは日経連ベースの夏季賞与妥結状況等が出ている。いずれにしても、現在の経済情勢が悪化していることを改めて確認する結果となっている。こうした下で今後は16兆円の総合経済対策の効果が徐々に顕現化してくることが期待される訳であるが、私共としては、一つは在庫調整の進捗状況等、一つはこうしたものに先立ち通常は商品市況等が動くので、それらの関係指標に注目していきたいと考えている。

まず、通関統計であるが、6月の実質輸出は前月比-5.3%、輸入は+9.2%になっている。これは曜日要因等からの振れが大きいので、4~6月を括った計数で見て頂くと、実質輸出は4~6月で-0.9%と、1~3月に比べマイナス幅がかなり減少している。輸入の方は逆に-8%とかなり大きな減少を示している。輸出について地域別の内訳があるが、これも6月は少し振れが大きく出ているので、4~6月を括った計数で見て頂くと、欧米向けは特に欧州を中心に引き続き好調を継続している。一方、東アジア関係は、例えば韓国、タイ向けはまだマイナスではあるが、減少幅が小幅化している。もっとも、インドネシア向けは引き続き大幅に減少している。実質ベースで見ると、インドネシア向けの輸出はピークの水準に比べ約62%程度落ちており、かなり低い水準にまで落ち込んでいる。財別にみると、このところ情報関連、資本財部品等の輸出が減少傾向を辿っている。輸入全体としては国内需要の低迷、在庫調整の影響等からこの6月は-8%とかなり大きな減少になった訳であるが、全ての地域、全ての財で減少している。

次に、5月の景気動向指数について報告する。これは経済企画庁が作っているこれまで発表された各種の指標を総合した指数であり、新たな独立した指標ではないが、いずれにしても市場全体の動きが分かるものである。

作り方は経済指標の変化の方向を合成したものであり、プラスの指標の割合をパーセントで表示している。すなわち、50%を下回ると一応景気が悪いということになっている。まず、先行指標は景気に数か月先行するといわれており、内容的には機械受注や建築着工、住宅着工、商品指数等から合成されている。この指標は8か月連続で50%を割っている。一方、一致指数は生産指数、稼働率、百貨店販売額等から合成されており、10か月連続で50%を割り込んでいる。また、遅行指数は在庫、常用雇用者、失業率等といったものから合成されているが、6か月連続で50%を割っている。同じ景気動向指数の内のコンポジット・インデックスは景気変動を定量的に表わしており、各指標の前月比の平均をとり、ある時点を100として、前月比を繋げたものである。実際の指数は95年以降100で公表されているが、ここでは景気のピーク時を100で統一して、過去の局面と比較してある。これを見て頂くと、昨年3月に景気がピークを打った後、暫くの間は比較的緩やかな下落に止まっていたが、最近になり下落テンポが急速に早まってきており、ここへ来ての経済情勢の悪化が著しいことを示している。過去との対比をみると、今年に入ってから的一致指数の悪化テンポは第一次オイル・ショック後やバブル崩壊後の不況期に匹敵する勢いとなっている。

次に、日経連の調査による賞与の妥結結果である。日経連の統計は大企業中心であり、特に製造業のウエイトが高いといわれている。これによると今年の夏は前年比+1.40%で妥結をしている。毎勤ベースで昨年の特別給与を見て頂くと、日経連ベースに比べてかなり低い水準を走っており、いわば中小企業まで含めた全体では日経連賞与よりもかなり低いところにあったといえる。従って、今年の夏も中小企業まで含めたベースでは前年を下回る公算が大きいのではないかとみている。因みに、同じ日経連ベースでも、昨年冬に冬夏型で妥結した企業においては、+1.40%に相当するものが+2.50%であった。今年の春、春闘と同時に妥結した企業では、+2.14%、今年の夏に夏冬型で妥結した企業は-0.50%ということで、足許に近づくにつれて水準が切り下がってきており、現時点では前年

を下回っている。

昨日、私共のCSP Iの指数が出たが、6月分の前月比は+0.1%となっている。前年比は-0.2%であるが、前月比で若干のプラスとなった理由の一つは広告がこの時期季節性を持って少し上がってくるためである。夏場に向けての広告が増えているほか、円安の影響から外国航路の運賃が上がっていることがあり、これを除けば概ね実質横這いではないかと思っている。今後暫く企業向けサービス価格は横這いか多少弱含み程度で進むのではないかと考えている。

山口副総裁

国内商品市況で最近何か変化が出ているのか。

村山調査統計局長

現時点ではまだ出ていない。過去に、こうした景気対策が打たれた時のパターンを調べてみると、典型的に鉄鋼関係の市況に効果が出てくるので、当面そうした面に注目していきたいと考えているが、現時点では格別の動きは出てきていない。

速水議長

ここにきて輸入が急に増えたのは、何か。

村山調査統計局長

6月は急に増えているが、実は曜日要因がかなり大きく効いている。因みに、曜日要因は計算の仕方にもよるが、前月比+9.2%のうち、大体5%程度効いているとみている。従って、4~6月を括ってみるのが実勢を表していると考え、先程は4~6月-8.0%と紹介した次第である。

篠塚委員

コンポジット・インデックスの今回の落ち込みが、第一次オイル・ショッ

ク後やバブル崩壊後の不況期に匹敵する勢いとの説明は98年1月から98年5月までの下落幅とどこを比べているのか。

村山調査統計局長

下落の角度である。

篠塚委員

その角度が第一次オイル・ショックの角度に匹敵する勢いとなっているということか。

村山調査統計局長

そうである。

中原委員

この点は私が何回も申し上げていたことで、漸く図表にして頂き嬉しく思う。実は3月と5月が大体同じ高さであるから、本当に平成不況の時と道行きが似ている。平成不況はだらだらと下降局面が30何か月か続く訳であり本当に嫌な気がする。在庫調整の状況に関しては、どのような見込みを立てているのか。

村山調査統計局長

在庫調整について、6月までで一応決着がついたのは自動車、エアコン等の最終消費財関連ではないかとみている。この7~9月については、それを受けた形で鉄鋼あるいは化学等の原材料、素原材料の在庫調整が続く訳であるが、7~9月で調整の目処がつくかということ、ヒアリングで聞いている限りでは、殆どのものは10~12月にずれ込んでいくような見方が多い。

三木委員

在庫調整の見通しは、村山調査統計局長の指摘のとおりである。化学製品、鉄鋼製品などの素材産業は、相当長引くと思われる。

中原委員

資本財は、ある程度在庫があると思うが。

村山調査統計局長

最終需要が投資関連で急激に落ちてきているので、資本財の在庫は相当積み上がっている。結局 16 兆円の効果が他の産業に波及するのは秋口以降になると思うので、その時点でどの程度捌けていくかということになるう。

速水議長

次に、山本企画室参事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）

山本企画室参事

資料4の最近の金融情勢を図表に沿って報告する。まず、改めて金利と株価の現在の水準をみると、昨日の長期金利が1.310%、本日が1.30%丁度である。株価の方は昨日下午して15,944円と、6月末以来の16,000円台割れとなっている。本日は朝方若干切り返して16,100円前後に戻っているようである。7月22日にムーディーズによる日本国債の格付け見直しが公表されたが、その後国債等はむしろ買われているので、それ自体のインパクトは必ずしも大きなものではなかったように思う。むしろ6月半ば以降為替が円高になり、株が株高になり、長期債金利が全体に上昇するなど、参議院選挙およびその後の自民党総裁選挙を控えて金融再生トータルプラン、あるいは恒久減税に対する期待が強まっていたのが、総裁選挙が終り、やや模様眺めという形で、それまでに織り込まれていた市場の先行

期待の一部が剥落してきているということであろう。現在の水準は6月末頃の水準となる。6月29日の為替相場が142円、長期金利は1.32%、株価も15,800円であったので、6月半ばからの上方水準調整の半分程度の水準に押し戻され、現在は模様眺めの状態にあるのがマーケットの雰囲気かと思われる。

短期金利であるが、ユーロ円TIBORの3か月物は6月末に日長銀に関する報道等に伴い、市場の信用リスクに対する懸念が強まり、一旦金利が上がった後、7月に入ってじわじわと低下傾向を辿ってきたが、再び足許緩やかながらもじり高傾向という動きである。ユーロ円金利を1か月毎に分解したインプライド・フォワード・レートで最近のユーロ円3か月物金利の上昇は9月スタート、10月エンド物、2か月後スタート物の影響が強く出ている。言い換えると、9月期末の流動性リスクに集中してかなり懸念が出ている。実は、昨年12月から本年1月にかけても似たような動きが生じた。昨年12月から本年1月のところを見て頂くと、本年1月の時点では、金利が全体に下がっている中で、3月末越えに当る3月スタート、4月エンド物の金利が上がり、2月に入ってから、やはり1か月後スタートの3月末を越えるレートだけが高止まりした経緯がある。このように現在起こっている現象は、昨年12月から1月にかけて生じたのと似たような現象が、——水準は低く、かつ小規模に——9月期末の流動性リスクを強く意識した動きとして生じていると解釈できる。そうした意味で、金融市場局から説明があったように、期末越えのオペを入れることは、特にマーケットが強く懸念している9月期末の流動性リスクに対して供給を続け、ある程度資金調達サイドの不安感を和らげるようなオペレーションになっている。

量的指標であるが、マネーサプライは前回の決定会合当日に公表されたものの確認である。6月のM2+CDの前年比は3.5%と4月、5月と3.6%が続いた後、弱含み横這いの範囲内に止まっている。広義流動性は幾分戻したような格好になっている。5月2.7%、6月3.2%となっているが、これには外債の円貨換算額が円安によって膨らんでいることが、かなり影響

しているので、全体を均してみれば、緩やかな低下傾向が引き続いていると判断している。因みに、流通現金と準備預金額を足したマネタリー・ベースの数字をみると、引き続き流通現金が非常に高い伸びを示している。つまり、法・個人の現金保有額、金融機関の保有現金も引き続き高い伸びを示し、マネタリー・ベース自体は引き続き9%台で横這いの高い伸びである。従って、分母にマネタリー・ベース、分子にM2+CDを置いて計算をした信用乗数は低下傾向が足許若干加速している格好になっている。低金利および金融システム不安を背景に法・個人の現金保有が増える形で日本銀行の資金供給の一部が市場からリークしており、マネーの増加に繋がらない部分があることを示している。

中原委員

マネーサプライは1~3月と4~6月を比べると、相当低下しているのではなかったか。

山本企画室参事

1~3月のピークが4%台後半の上の方であったが、4~6月の平均は3.6%程度である。説明したように、1~3月は、金融システム不安に伴い、一時的に投信の解約が増え、その一部がマネーに戻ってきたことが一つの要因である。今一つの要因は、特に事業法人において貸し渋り懸念から一時的に手許流動性を厚くする動きがあり、銀行も貸し応じていたので、その部分が一時的に膨らんだ。M2+CD増減の寄与度分解の中でマイナス要因に効いている「その他金融資産」が投信や信託元本などからのシフトである。マイナスの幅が縮むのがマネーを押し上げるマネーへのシフト・イン要因であり、昨年11月以降、12月、1月、3月頃までは急激にマイナスの幅が縮んでいるので、投信からの解約資金がマネーに流入してきたことが分かる。ここにきて再び投信が増えているため、足許はほぼシフト・イン要因が一巡して若干シフト・アウト気味になってきている。さらに、要因分解の中で資金調達の棒グラフをやや長い目で見ると、若干縮ん

でいくトレンドがあった訳であるが、大企業、事業法人が手許資金を厚くすることで昨年の11、12月、本年の1、2月頃は、やや横這いなし若干の資金調達プラス方向に寄与していた。それが3月期末に一旦借入が返済され、その後4月、5月、6月と引き続き資金調達全体の額が減ってきているため、全体のマネーが1~3月から4~6月にかけて低下している。

速水議長

ジャパンプレミアムは、6月の恐らく長銀の話が出た際に一気に上がり、その後は下がってきている。安定してきたのか、それとも円投で送るケースが多いのか。

山本企画室参事

かなりのジャパン・プレミアムがついているので、邦銀は円投をしていると思われる。足許3か月は0.28%であったが、再び若干拡大気味であり、ごく最近では0.31%である。一つはムーディーズの日本国債格下げ見直しの報道が非常に大きなインパクトを持っているとすれば、これがかなり開く可能性があったように思うが、それ自体は目立った上昇に結び付いていないと思う。ただ、必ずしも十分解釈できていないのは、先程申し上げたように、ユーロ円金利3か月にみられるように国内ではユーロ円金利が若干上昇気味になっているのに対し、この計算によるジャパン・プレミアムは余り大きな反応を示していないことである。昨年の秋以降の動きからみると、ユーロ円金利とTBの間のスプレッドとジャパン・プレミアムとは裁定が働くので、ユーロ円3か月ものが拡大している割にジャパン・プレミアムが余り動いていないのは、現状ジャパン・プレミアムになお若干の上昇圧力が働いているのだろうと理解をしている。

植田委員

先程の金融市場局の説明では、ターム物が高いとのことであったが、優良銀行が取る場合でもこれ程高いのか。そうであれば、オーバーナイトが

上がるリスクは非常に少ない訳であるから、9月末までは、オーバーナイトで取ってタームに出せば、殆ど無コストで儲けられるということにはならないか。

山本企画室参事

まず、第一にユーロ円TIBORは十数行の銀行の内から、上2行と下2行を外して計算しているが、通常は一番低い金利のところに外銀が集中しているのので、邦銀優良行も平均レートの中に含まれている。後段のご質問は、このようなレートであれば資金調達せずにオーバーナイトで繰り返し、9月末もオーバーナイトで泳げば儲かるではないかというご指摘であろう。ただ、期末が強く意識されるのは、期末時点では、出し手がバランス・シートを縮めてくる可能性があり、都銀としては果たして本当に期末でもオーバーナイトを取りきれぬのかという不安感があり、どうしてもある程度長目の資金を入れおきたいという行動を続けているためだろうと思われる。

植田委員

期末にかけての日銀の調節を信用していないということか。

山本企画室参事

極端な言い方をすれば、その通り。そうならぬように我々はオーバーナイト自体を大量に資金供給し、それを以って9月末にも資金を出すことをマーケットに分かせようとしてきている。しかし昨年の秋から今年の年初にかけての動きの中では、そうした行動をしてもマーケットがそのまま反応してくれないので、実際に期末越えも一挙に出していくことにより少しずつ穴を埋めることで、安心感を持たせる操作を行ってきている。オーバーナイトのみで泳いでいくと、9月末には1行当り数兆円のオーバーナイトの取りが生じてしまうので、さすがにそこまではオーバーナイトに依存し切れぬのが実際の銀行行動のようである。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、ただ今から執行部からの説明を踏まえ、前回会合の判断を修正する部分があるかどうか、あるいは次回の会合までにどのような点に注目しておくべきかといった点を中心に、政策委員の方々からご意見を頂戴したい。最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、その後自由にご討議頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番にご意見を頂戴してご討議頂きたい。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の低迷や生産の大幅減少、雇用・所得環境の悪化、企業マインドのさらなる後退、これらを踏まえてわが国の経済情勢は全般に悪化していると判断した。また先行きについては、総合経済対策の効果等により景気のさらなる悪化には歯止めが掛かるとしつつも、経済活動水準の低さを考えると、民間需要への波及効果は乏しく速やかに自律回復へ繋がるということは考えにくいという評価をした。それではまず、金融経済情勢の前回会合からの変化点について討議をしたいと思う。なお、これまで毎回固定していた発言の順番を今回からはローテーションで変えていき、本日は武富委員からお願いしたい。

武富委員

前回の景況判断を今回変える必要はないと思う。若干長い物差しで一言申し上げたい。97年3月からここ5四半期強の間、景気後退が続いているが、最近の2四半期については、先程コンポジット・インデックスの議論があったように、景気後退の速度が高まり、コンポジットの下がる角度が90年代前半の平成不況の時と等しい状況になっている。その理由について、従来の繰り返しになるが、今一度感想を申し上げる。結論的には、90年代前半と現在とを比べた違いは、想定されている期待成長率に前回と今回とで相当落差があることに集約できると思う。前回の平成不況時点での内発

的あるいは外部ショックの双方から来る下押し圧力は今回に比べても大きかったと思う。しかし、93年10月を底に一応循環的な調整が終わった、あるいは終わったと思ったのは、期待成長率が3%プラス α という認識が共有されており、それに見合った資本ストック調整とコスト構造の調整が取り敢えず終わったという意味だったと思う。一方、今回は財政緊縮に伴い家計負担が増加したこと、アジア経済の激変があったこと、そして金融ショックがあったというトリプル・ショックを通じて、景気後退が始まり深化したのだが、この三つのショックは90年代前半に比べてより強いということでは決してないと思う。最近2四半期でコンポジット・インデックスが急角度で下がっているのは、3%プラス α という期待成長率が今度の三つのショックの過程を通じて恐らく1~2%の間程度までは切り下がってしまったということだと思う。その水準に合わせて法人部門も家計部門も自らの経済活動を編み直し、調整しているのだと思う。

設備投資が97年度下期に当初予想よりも相当の勢いで大きく調整されたのは、まさに切り下がった期待成長率に合わせて資本ストックを調整していることが基本にある。中小企業部門では金融ショックも加わって設備投資の調整が強まったと思うが、この中長期の成長パスに対する認識変化が基盤にあったと考えられる。それは設備投資だけではなく、コスト構造についても当然再度切り込みをせざるを得ないのが法人企業部門の置かれている立場であると思う。そこには中間経費というかサービス・コストの類も含めて切り込んでいかなければならず、例えば経費節減といった形で需要の減少にも当然繋がっている。それでもなお、切り下がってきた成長率の中で十分な収益を上げ得る見込みになりきらないため、単に景気循環に合わせた調整で済ませるのではなく、中長期的な慣行の見直しまで含めた雇用調整を余儀なくされているというのが大きい流れであろう。それが、下押し圧力としては90年代前半に比べてそれ程強くないのにもかかわらず、例えば在庫率一つを取っても93年の秋口と現時点とは同じ程度に悪くなってしまっていることの基本的背景なのではないかと思う。

この点は当然家計部門も敏感に察知している訳で、特に雇用の部分につ

いては非常に敏感に感じている。それだけではなく、企業収益復元努力という企業部門の努力をみると、恐らく先行きは労働分配率の低下がもたらされる。少なくとも名目賃金の伸びという家計部門の持つマネタリーなイマジネーションがどうしても悪くなる。さらに、前回の会合でも申し上げたとおり財政と家計部門における負担と受益の中長期に亘るバランスのとれたイメージが持てない。期待成長率の低下と今申し上げた財政との関わり合いの具体図が見えないことが両々相俟って、結局家計部門では将来に亘る可処分所得のフローの現在価値に対する確信が持てないままに消費も落ちている。そうした企業部門、家計部門の動きが5四半期間もコンポジット・インデックスが急角度で下がってきている背景だという認識が必要である。そこから政策的な意味合いを探っていくということだと思う。

今後の着眼点としては、まさに新しい政権がこうした経済状況を如何に認識し、如何なる対策を打ってくるかにかかっている訳であり、恐らくこれが本当の意味で経済対策を抜本的に打つラスト・チャンスだろうと思う。既に政策の大きい枠組みの流れは出来ている。すなわち、不良債権問題の処理に本格的に取り組む、その成果が見える形に持ち込むことと、恒久減税をしっかりと行うことの、二つある訳だが、その具体化が新政権の下でどのように実施に移されるか如何で、先程から申し上げている期待成長率の屈折を多少でも高い方向へ持っていけるかの成否が決まると思う。高い方向へ持っていければ、低い期待成長率に合わせていた法人部門、家計部門の色々な調整の度合いも軽減される形で景気回復の、あるいは持ち直しの蓋然性が高まると思う。

三木委員

私共が最も心配していた景気の二番底懸念はやや遠退いているのではないかという実物経済の動きは、前回の判断と変わっていない。今一つはプライス面であるが、卸売物価指数も為替円安もあって下げ止まり傾向にあり、6月は前月並みの0.0%位に止まっている。国内の需給ギャップは大きいものの、円安効果に伴い足許のデフレ懸念の加速には一定の歯止め

が掛かってきたのかと感じている。特に、村山調査統計局長から説明のあった素材産業の中の鉄鋼製品、石油化学製品、セメント製品など需給バランスでプライスが決まるウエイトの高い素材産業をみると、現在の価格はコスト割れの水準にまで落ちてしまっている。4月、5月、6月と低下し、6月にはコスト割れの水準まで下がり、実はこれ以上低下し得ないレベルまで来ている。さらなるデフレが働いて価格が下がる場合には、それを扱っている先の廃業を意味するレベルまで来ていると思う。従って、そこからの回復の兆しは現在のところ全くみえないが、これ以上の価格下落は廃業を意味する状況であるということは、逆に固定費コストを下げ、何とか資金だけはしっかりと繋いでもらって頑張る局面に来ているのだろうと思う。非価格競争力のウエイトの高いプライスが出来上がっている商品については、現在のところお互い引っ張り合いのままで変わっていないため、まだ値段は下がっておらず、この状態を何とか9月まで持っていきたいというのが各企業の大きな経営計画の目標になっている。従ってこの状況が続くならば、卸売価格の低下は一応歯止めが掛かると考えている。

こうした状況の中で、気になる点を三点申し上げたい。一つは株価水準であり、3月末の株価水準が16,527円であったが、これまでのデータを見ていると、この3月末の株価水準がマーケットで大きな壁として意識されているのではないかと感じられ、注目しておく必要がある。

二つ目は土地の価格だが、土地価格に下げ止まり感があるようにみられていたが、東京近郊の住宅地などではさらに若干下がってきている感じがする。例えば、東京近郊の立川からやや先の方では、40坪程度の土地が概ね4,000万円程度まで下がったレベルで止まっていたものが、現在は3,800万円程度まで下がってきている。都心の非常に効率の良い、収益の期待し得る土地については高い価格で入札されて売られているケースもあるが、何となく土地価格がまだ少しずつ下がっているのではないかとこの懸念がある。

三つ目は中堅クラスの法人の倒産であり、本業不振による不況型の倒産が目立っている点である。従来のように土地や不動産、株など要するにバ

ブル投資で倒産するのではなく、地道に稼いできた本業不振による不況型倒産が特に関西で増えている点に注意をする必要がある。以上要するに資産価値の低下、不良債権の増加が少しずつ進んでいるのではないかという懸念を念頭におく必要があると思っている。

一方、企業金融面では山下金融市場局長からも報告があったが、貸し渋りは止まったとの声がようやく聞こえてきている。殆どの製造業大企業からその傘下にある中小企業まで含めてヒアリングしてみると、いわゆる貸し渋りは止まったと言えそうであり、結局は資金需要が細まっているのだらうと思う。ただ、先程も議論になったが、本年3月の経験則から各企業とも9月末の期越えの手元資金を落とせないという意識が非常に強い。逆に、中堅企業は従来なかなかそうした手当てができなかったが、ここへ来て具体的に資金手当てに向かう動きが出てきている。特に4~6月の売上げが大幅に落ちた中で、8月の益明けからの資金手当て、資金繰りが非常に心配されている企業が多い訳であり、大企業はグループ関連の企業に対する9月末期越えの資金手当て対策からも手元を厚目に持とうとする意識が非常に強い。特に大企業と総合商社の大方がそうした動きになってきている。

そうした中で、企業にとって不満のあるのは、貸し渋りは止まったとはいえ、前向きな資金需要に対する金融機関の反応が引き続き鈍いことである。金融仲介機能はある程度正常化してきてはいるのだけれど、その意味ではまだ健全性を十分に維持しているとはいえない感じがする。特に6月の金利別貸出残高の統計を見てみると、いわゆる大口優良先への1%以下の貸出が4月時点に比べて前年よりも減っている。すなわち銀行のスプレッド拡大要請により1%~2%のレンジにシフトし、逆に3%以上のハイリスク・ハイリターン・信用リスクの高い先への貸出残高はかなり減っており、結果的には1%~2%のレンジの貸出残高が増えている。全体としてみると、銀行の460兆円から470兆円の貸出残高自体は昨年4月と本年4月とは余り変化がないが、約定平均金利は2.4%~2.38%と若干は下がっているものの、ほぼ横這いであり、中身が非常に渋くなっているということだらうと思う。こうした状況の中では、正常かつ健全な金融仲介機

能を發揮させるためにC P オペを通じて短期資金を潤沢に供給していくことが、真に順当な措置だろうと考える。

日本経済の処方箋については何回も皆さんと議論しているが、まず第一は不良債権の処理を迅速な方法で行うということに尽きる。この重要性は前回決定会合よりさらに増していると思う。二番目はやはり景気刺激的な財政政策である。特に減税策によるビジョンを新内閣は早急に打ち出し、先行きの個人、企業のマインドに好影響を与えることが、現在極めて重要だと思う。その中で日本銀行に求められているのは不良債権処理、金融再編をバックアップすることに尽きると思う。

中原委員

まず、前回会合で経済情勢が全般的に悪化していると判断をしたが、その判断は正しく、しかも一段と悪化していると思う。前回は申し上げたが、結局、現在の日本経済は市場経済へ適応する過程であり、日本経済の生産性、労働の生産性、資本の生産性が低いことが問われている訳である。従って、これは10年程度の循環がある設備投資、20年程度の循環がある建設投資等が一応93年に底を入れたにも拘らず、再度悪化してきたという状況を十分に念頭に置く必要がある。その意味で、私は先程武富委員が指摘されたことには反対であり、90年の初めに比べて何が最も深刻になっているかということ、一つはやはりグローバル化の圧力が極めて強くなってきていることであると思う。企業にとっては生きるか死ぬかという外圧が当時に比べて極めて強くなっている。そうした中で、特に企業のROA、ROEが非常に低いことに対して容赦ないアタックが始まっている。今一つ重要なことは調整が終わったつもりが終わらなかったために、含み益が無くなってしまったことである。つまり株価と地価の含み益が無くなり、バッファが残っていない。従って、雇用にも手をつけざるを得ない局面になってきた。一致指数のCIでみられるように景気が急角度で悪化してきていることは、そうした背景から考えると真に起こり得ることであり、平成不況の初期と比べて違った力が働いてきているし、しかも事態は

もっと深刻になってきていると思う。それが端的に現れているのがデフレギャップの大きさで、現在は色々な計算があるが、GDPの恐らく10%になっていると思うし、98年の1月～3月で33兆円規模ではないかとの計算もある。要するに、経済が全体的に非常に落ち込んでおり、深刻になっていると認識すべきだと思っている。

前回の会合以来起こったことを詳しくみると、一つは生産の動向に関し、6月の電力の大口販売が季節調整済みで-3.2%と非常に大きな数字になっているのが目に付く。恐らく6月も相当減産が強化され、4月～6月の減産幅は以前考えていた-5.1%よりも大きくなったのではないかと懸念する。その結果は在庫調整に響き、先程自動車とエアコン等は終わったとの話があったが、場合によると調整が一服して再び悪くなることも十分に考えられる。従って、在庫調整が二段階になるのではないかと懸念している。これは92年から93年にかけての調整に似ており、当時も概ね底入れといわれた後に再度調整が生じたが、今回も同様に在庫調整が長引くのではないかと思う。

その結果、まず雇用に影響が出てくると予想される。今月31日に雇用統計の発表があるが、恐らく失業率はさらに上昇しているのではないか。特に、有効求人倍率は既往最低が78年1月の0.51倍であったが、直近の数字は0.53倍であり、非常に悪い水準へ来ている。また、最近のデータをみると、求人広告の掲載件数が6月は前年比-23%となっており、これは最低である。従って、雇用については相当シビアに考えなければならぬ。4、5月のペースでいくと、年間の失業者の増大数は年間40万人程度になるのではないかとみられ、それがさらに増えていくと99年度には年間80万人規模に及ぶかもしれないとの計算も出来るので、十分に注意していく必要がある。

輸出については、アジアが悪いながらも概ね一巡した感があるが、今後アメリカ、ヨーロッパがどうなるか、特にイギリスに景気後退の兆しがあるので予断を許さない。最も問題なのは設備投資だが、これは非常に厳しく、今後も調整が続かざるを得ないと判断している。日本経済新聞による

と上場企業のROAが非常に悪くなっており、97年度は0.80%と3年振りに1%を下回っている。過去23年間のピークは80年度の2.23%であったが、その後1%台での低迷が続いた後80年代後半のバブル期には2%台を一時的に回復した訳である。いずれにしてもこれは土地や株式、過剰な投融資、固定資産等に絡むものであり、まだまだ調整が終わっていない。企業経営の面からみればROAが0.8%では経営にならず、そうした意味で設備投資の調整は長く続くのではないかと思う。

消費もなかなか伸びない。先程説明のあった夏に締結した夏冬型のボーナスが-0.5%という数字は非常に深刻である。マイナスになったのは恐らく戦後初めてだと思う。こうした状況がいつまで続くのか考えなければならぬ。いずれにしても生産の減産ペースが続く以上、消費の回復もなかなか望めない。前から申しているように先行き雇用不安がある限り消費が伸びないのは常識である。乗用車も7月14日現在のヒアリングベースでは-8.0%と一頃良かったものが再び落ち込んでいるようなので、この落ち込みにも注意が必要である。

また、中小企業のデータが益々悪くなっているのが非常に気掛かりである。例えば、日本商工会議所が行っている早期景気観測の業況DIは、一旦止まったかにみえたが、6月には-64.8%と大変悪化しており、統計開始以来の最低の数字になっている。中間反騰のような一時的な回復はあるものと期待しているが、なかなか大変ではないかと思う。特に中小企業関係は不良債権の処理が進むと皺が寄せられてくる危険が極めて強いので、余程注意しておかなければならない。公共投資が6月頃から増えてきているのは大変結構だが、何分デフレギャップが非常に大きいため、どの程度効くのか判断が難しい。結論的には、景気全般の悪化が続いており、特に企業経営の観点からみると含み益が底を突いてきている状況である。

今一つ問題なのは、2000年の3月期からは連結決算の詳細な発表が義務付けられており、2001年の3月期には時価会計も導入されるため、目下、多くの企業がそうした意味での2000年問題、2001年問題に取り組んでいる。そうした2000年、2001年問題が出てきて、実態が明らかになった頃

に景気の底が入れば良いと思っている。いずれにしても企業としては連結、時価会計と大変大きな問題を抱えている。

一方、新政権下での経済政策運営については、恐らくマーケットでは現橋本政権の延長と見ていると思う。金融システム対策、税制改革、財政政策と色々言っているが、いずれも延長線上のことではないかと強く感じている。その中で 10 兆円の補正予算が持ち上がっているが、願わくば来年の当初予算に回して頂き、当初予算のレベルを補正後と同じレベルにしてきて頂きたい。10 兆円とはいえ、真水部分は 3 兆円程度ではないかとみており、恒久減税も 4 兆円超の話であるが、概ね橋本さんが言っておられることを踏襲していると感じており大変心配である。

前回会合でも各種施策を勘案したうえでも 98 年度、99 年度はマイナス成長になるのではないかと申ししたが、その見方は変わっていない。金融システム対策の話は時間との戦いであり、極力早急にブリッジ法案も成立させないと金融不安が広がることになる。新政権に対する最大の要望はまず金融システムの法案を早く通して頂き、その後で不良債権処理、財政政策、税制改革を実施して頂ければと思う。いずれにしても現在のデフレギャップが極めて大きいことを認識した上で実施して頂きたい。

金融市場、資本市場の動向では、株価、長期金利の小幅反落等の説明があるが、やはり株価でみる限り将来の景気回復にかなり失望感が出ているのではないかと思う。新政権の経済政策がなお不透明ということもあるが、新政権の政策が橋本政権の延長線上にある限りなかなか戻ってこない。最近の動きを見ていると、16,500 円の水準で大きな壁があり、その水準で必ず持合いの解消売りが出る。17,000 円までも色々な壁があるが、その間での株式の出来高が 30 兆株程度あるため、大変な壁になっている。また、長期金利が小幅反落していたが、これは恐らく反落し続けるのではないかと思う。過去の最低であった 1.13% に再び接近することも十分に考えられる。期待成長率が足許でかなり屈折しており、恐らく武富委員が指摘された数字よりもかなり低いのではないかと懸念される。

9 月末の流動性リスクについては先程色々説明があったとおりで、相当

の手当をしておく必要がある。市場では銀行、ゼネコン、商社に懸念がでており、3月の次は9月ではないかとの不安心理もかなりあるようである。これを金融当局が如何にして収めていくかが重要な問題である。M2+CDは季調後の前期比を年率に直すと、4~6月では-0.7%であるが、季調済前期比の年率がマイナスになったのは92年の7~9月以来6年振りでありマネーサプライの減少には相当注意する必要がある。私は5%位が望ましいのではないかと考えているが、最大の問題は、信用乗数が下がったままなことである。この状況は大恐慌が起きた時点と全く同じであり、当時もハイパワード・マネーは増えているが、M2は逆に横這い、ないし低下している。1929年から1933年の間で、マネーサプライが3分の1減少してしまっているという状態にもなっており、この点日本でも相当注意しておく必要があると考える。最後に、アメリカの株式が危険水域に入ってきたと思う。前回の会合では8月から10月におけるレンジは9,600ドルから9,700ドルと申したが、4営業日で約400ドル下げしており、ひと足早くそのレンジよりも少し低い水準で頭を打ったともいえる。注目が怠れないところである。

(午前10時48分中断、午前10時53分再開)

篠塚委員

前回会合から12日間しか経っていないため、基本的に現状認識において変わることはないが、新しい統計指標が出たので、それについて若干申し上げたい。先程短期金融市場での調整が難しくなっている状況について説明があったが、現在の状況を考えると、既に他の委員が指摘されたとおり、不安定な金融市場を如何にして新たに再生させるかが信用秩序維持に関する最大のテーマであることを改めて確認した次第である。こうした時期には、新たに金融政策として金利を検討するよりも、プルーデンス全般について早急に関係者の意識を結集し、銀行界にどのような政策面のサポートができるかを考えることが必要と強く感じている。例えば、先般の

市中銀行代表者との会合でも話題になったが、不良債権を処理した場合にアメリカ並みの税制優遇措置が考えられないかといった要求等も出てきた訳であり、既にそうした方向に向けた検討や何等かのメッセージを出す時期にきたと感じている。

経済企画庁のコンポジット・インデックスの新しい数字をみると、低下傾向の角度が第一次オイル・ショックの時と非常に似た厳しい状況にあるという話があったが、基本的に何が最も遅れているか、政策的に何が後手になっているかということ、雇用に対する対策ではないかと思う。第一次オイル・ショックが発生した際、あのような状況で雇用不安が起きたのは戦後初めてであったが、それまでの雇用対策としては失業保険制度のみであったので、昭和50年に失業保険制度から雇用保険制度に抜本的な制度変更を行った。それは失業給付のみではなく、失業を未然に防ぐために雇用助成金等を出す制度に作り変えたものである。今回戦後類のない大不況の中で、雇用に対する備えが非常に遅れていることを第一に指摘したい。何か政策的に手当てしなくてはならないと思う。ただ、地域的にお金を出すのではなく、法律を大改正するような形でなければ効果はないと思う。

二点目は速報値のボーナスのデータについてである。想像していたような状況ではあるが、大企業における賞与の支給が低下していることが大きな新事実として指摘できるかと思う。前回会合時点では、少なくとも消費については悪いとしても若干下げ止まったかとの印象があり、天候不順に伴いクーラーなどがある程度売れたりもしていた。消費者はお金が全く無い訳でもないのに、何かショックがあれば消費に向かうだろうという予想であったが、ここ数日は寒い天候が続いており、それもまた消費の萎縮につながっていると思う。本行内の分析によると、現在、日本中の世帯をケインズ型の世帯と恒常所得型の世帯に分けて大雑把な推計をするならば、ケインズ型が3~4割程度で残りは恒常所得型世帯との説明があったが、このように世帯の中でも多様に分かれており、一時的な減税が行われたり、あるいはボーナスが出たとしても直ちには消費に結びつかないこともある。そこで、今回の日経連のボーナスのデータも消費に関するマイナ

スの要因として受け止めた。新しい経済企画庁の消費者コンフィデンスの指標も非常に悪い結果であり、これも合わせて消費者が現在の景気に対して縮み志向になっていることを確認させたデータである。

さらに、企業の倒産件数が非常に増加しており、直近6月の指標では倒産件数が1,736件、負債総額が1兆3,000億円となっている。6月の計数としては倒産件数、負債金額共に戦後最悪であり、5月、6月共に戦後最悪を記録している。この中で従業員の解雇者数に着目してみると、月を追って増加してきている。4~6月の解雇者数は、52,000人近くになっており、1~3月が47,000人であるので、仮に4~6月期の状況が1年間続くと10年度は最低でも20万人近い解雇者が発生することになる。同時に5月の労働力調査における失業者の中身を見ると、概ね300万人近い失業者の中で世帯主の失業者が最大の増加率となっている。5月時点で世帯主85万人が失業者であるが、前年同月比20万人のプラスであり、世帯主の配偶者が5万人であるのと比べると非常に大きな伸び率を示している。これらを含め、現在の失業者はこのように世帯主が企業の倒産から派生する形で発生していることが、現在は安定している家計にとっても不安材料になっており、消費に結びつかないのではないかと思う。こうした状況を含め、前回会合で決めた状況判断と大きな変化はないと思っている。

植田委員

私の見方も特に変更はない。足許の状況については皆さんご指摘のとおり、悪い指標が続いている一方で、今年度後半にはなおある程度の回復が見込める期待が無くなってしまった訳ではなく、当面見守り続ける状態にあると思う。しかし、一応短期的なリスクとしては、ブリッジ・バンクのアイデアのみでは不十分だと思うが、不良債権問題の処理ペースが遅れたり、あるいは何かの失敗があると金融不安を発端に不測の事態が起こる可能性がある点を注意しておく必要がある。

判断のつきにくい問題を2、3点指摘させて頂き、皆さん方のご意見を頂きたい。

一つは期待成長率について、期待成長率の背後、あるいはそれと密接に関係するものとして中長期的な日本経済の成長率をどう見るかということである。これに関連して各種の議論が混乱している感があるが、中長期的な成長率、あるいは期待成長率が低下しているようにも見えるのは何によっているのか、あるいはどう評価すべきなのかが今一つ良く分からない。90年代入り後、91~97年の平均の成長率は、多分1%台の前半程度になる訳であるが、このように長い期間1%台前半が続いたにもかかわらず、潜在成長率が2%、あるいは3%であったといえるのであろうか。あるいは、足許はある程度の不況であると思うが、それが本当に短期的、景気循環的な不況であるのか、今少し中長期的なものなのかが判然としない。若干具体的に申し上げると、そうした現象の背景として、消費者、あるいは企業家の根拠のない不安心理により期待成長率、あるいは現実の成長率が下方屈折しているという見方が一つあるかと思う。二番目に、この間の不良債権問題の処理や財政政策のストップ・アンド・ゴー的な政策等が適切でなかったといったことを原因に中期的に成長率が下方屈折しているとの見方もあり得るかと思う。三番目には基本的に日本経済の中期的な技術進歩率が低下しているとか、経済システム自体が転換期にあるために、新しいシステムに移行するなり新しいイノベーションが出てくるまでは高い成長率が見込めないといった見方も十分あり得るかと思う。三番目であればGDPギャップは通常の計算で出てくる程は高くない訳であるし、需要喚起政策を打ってもそれだけでは経済は上向かないと思う。この辺りがよく分からないし、政策判断にも非常に重要な意味を持って来るということである。

また今少し小さいことではあるが、我々は本会合で財政政策と不良債権問題処理が金融政策以上に重要であるとしてきているが、そもそも財政政策のうち減税政策は本当に効くのか否かもよく分からない。行内の検討結果を通じてある程度の回答が出てきたとは思いますが、確証を持って恒久減税は効くと判断し得るのかなお不安である。さらに不良債権問題であるが、これは処理を誤れば大変な事態になるが、反面、ある程度進捗した場合は

短期的には経済にデフレ的な圧力を及ぼすのか、あるいは例えばコンフィデンス等を通じてプラスの圧力を及ぼすのかが明確でないように思う。仮に、デフレ的な圧力を及ぼすとすれば、その程度についてもある程度注意をしていく必要がある。

最後に為替レートであるが、金融緩和策を採れば円安になると思われるので、金融緩和策が望ましいか否かの出発点に円安が進行した場合のアジア等への波及効果をどう見ておくべきなのかについて、我々はしっかりと検討結果を手許に持つておく必要がある。

藤原副総裁

前回会合でのレビューで設備投資と個人消費が構造的に落ち込んでいる点につき各種の例証的説明を受けたが、今回の幾つかのレビューはその事態に変わりが無いことを裏付けてくれたと思う。前は「我が国の経済情勢は全般に悪化している」と、〈悪化〉という表現を使ったが、意識して使われた〈悪化〉という言葉が普遍的な〈悪化〉と捉えると、実は〈悪化〉は前々回、あるいはそれ以前から累積的に続いてきているのである。つまり放置すれば設備投資と個人消費を取り巻く要因、諸指標は段々劣化していくのではないだろうか。その原因は、これまで採られてきた経済政策が、常に行きつ戻りつしており、経済の状況に政策がミスマッチ、あるいはパッチワークでしか対処し得ていなかったことにあると思う。

我々がウォッチする対象は、景気対策であったり、新内閣の政策であったりする訳であるが、これからは新しい政権によって打ち出される今後の政策がウォッチの対象になっている。その新政権の経済政策は、参議院選挙前から議論されてきた税制改革、財政政策、金融システム対策などに要約されると思うが、如何なる政策が打ち出されるか、誰が何のポストに就くかにより、その都度マーケットが変動し、政策の選択の幅が次第に狭められていくような状況を憂う気持ちである。結局は様々な動きが収斂されていき、政権担当者も落ち着く人に落ち着き、政策も落ち着く政策に落ち着いていくとは思うが、やはり経済界にコンフィデンスをしっかりと与え

てくれるような強力な政権布陣、具体的な政策のメニューが望まれる。

特に減税を含む財政政策については、明確なビジョンと具体性を有した提案がなされないと、何度もストップ・アンド・ゴーを繰り返してきた結果、コンフィデンスが既に失われている状況が再度繰り返されることになると懸念する。たまたま委員として出席した財政制度審議会では、財革法の修正について事務局の大蔵省も、立法した政治家も、審議した委員方も、議論を尽くして作り上げた法案をこのように修正しなくてはならないのかと、反省というか、痛恨の意見の応酬だけに終始していた。今後さらに凍結なり廃止になる時の議論を想像すると、そうした場面がまた繰り返されるのではないかと危惧される。しかし、そうしたことを繰り返しながら、しっかりとした財政の中長期的在り方に基づいた目先の具体策を構築していく必要があると思う。

一方で、金融システム対策は現在上程されている法案の成否により、かなり影響されるので、そうした枠組みの構築は極めて重要であるが、現実には動いているマーケットへの対応をも真剣に考えなくてはならない局面にきている。一つのテスト・ケースのようにペンディングになっている具体的問題を如何に処理しうるかが全体の金融システム対策に大きな影響を与えるのであり、関係当事者は目先の懸案に真剣に取り組む必要がある。去年 11 月の事件は恐らく不測の事態であったとしても、現在目先にあるケースおよびそれが先行きを占うマネーセンター・バンクを中心とした基本的な金融システム改革の在り方は、もはや不測の事態ではなく、予測の事態である。従って、金融監督庁と日本銀行が進めている検査・考査の結果を待つてではあるが、かなり腹を決めて対応策を考えなくてはならない。一方、日本銀行はそれについて何をなし得るか、いつも議論されているが、金融機関自体が直面している事態の深刻さを明確に認識するような方向に持っていき、自らの自己改革を促すということであろう。その自己改革が全体の改革に繋がるという意識に進んでもらわないと困る。先般の一部金融機関首脳との会談でも、残念ながらお他人事の話をしているような感じも受けた。この点が金融システムの問題では極めて重要なことで、日

本銀行としては法律権限上はモラル・スウェイジョンの域を出ないのかもしれないが、関係者および政策当局と常に意見を交換し、協調行動をしている立場で、かなり踏み込んだ役割を果たすべきだと考える。

山口副総裁

結論としては前回会合での判断を変えることは無いし、変えるだけの新たな材料も出ていないと思う。敢えていえば、先程事務局から説明があった貿易統計において輸入の落ち込みが著しいこと、あるいは夏のボーナスの妥結状況が非常に低い数字であるといったことは、いずれも前回の判断を改めてコンファームすべき材料であろう。ただ、ここ2週間程の新しい動きとしては政治的な動きとマーケットの動きの二つがあると思うので、それぞれ簡単にコメントしたい。

参議院選挙の結果、政権が近く交代することが明確になり、同時にある種の新しい経済政策が模索されつつあるのが現状である。財政構造改革法を何らかの形で一時的に棚上げする方針はかなり明確になってきているので、来年度にかけての財政運営については、従来想定されていたよりも積極的な方向で運営される可能性が高まってきたと思う。そこで国民の信頼を勝ち得るようなクレディブルな政策が打ち出されれば、今年度下期から来年度にかけての経済動向にとってはプラス材料になるのではないかと思う。先程の植田委員の発言のように減税しても効くか否か全く分からないということであると、如何なる政策が打ち出されても余り関係なからうということにならざるを得ないと思うが、これまでの常識的な判断の延長線上で考えると、多少ともプラス方向に効く政策が打ち出されるのではないかと思う訳である。ただ、一方で新しい政治の勢力分布を頭に置くと、財政運営のみならず、金融システム対策についても国会運営が本当にスムーズに進むのかについて新しい不確実性が生じてきたと思われる。そこまで考えると、実際に財政運営が経済に対してポジティブな影響を与えるのか否か、まだ明確な判断を下すには時期尚早ではないかと思う。

マーケットの動きについて、一つ注目したいのは株価の動きである。日

経平均全体として 16,000 円をやや上回る程度の水準で推移してきているが、その中で銀行株は下落している状況がある。この銀行株の下落には色々なバックグラウンドがあるにせよ、最近の材料の一つとして今後不良債権の処理が本格的に進展するとすれば、それは金融機関の再編成を伴わざるを得ないとの見方があるように思う。不良債権の処理が本格化すること自体は経済に対して当然ポジティブな影響を与えると思うが、その予想の下に銀行株が下落していることは、当面の経済状況に対する影響を考えた場合、金融機関の与信姿勢をさらに慎重化させることがないのかという点が問題になろう。金融機関のポートフォリオとして持たれている株式は銀行株以外であり、一般企業のポートフォリオの方が仮に上昇しているとするればこの判断はなかなか難しいが、自らの株式価値の下落に加えて色々な形でバランスシートの実態をディスクローズさせるようなプレッシャーが働いてくる状況であるため、それらが全て相俟って金融機関の融資姿勢をさらに慎重化させる可能性がないではないと思う。その点は今後期末にかけて如何なる動きになるのかを慎重にみていく必要がある。

この点、先程植田委員から金融システム対策が実際はデフレ的になるのではないかと疑問が提起され、それに対し、如何なるプラスの効果が働き得るのか問われたと思う。私自身は不良債権の処理が確かに色々な意味でデフレ圧力を発散させることは事実だろうと思うが、処理が上手くなされれば、例えば株価、地価等の資産価格に対して相当大きな影響を持つはずだとみているので、そうした資産価格の反転を通じてデフレ圧力を緩和する力も働いてくるのではないかと考えている。差し引きネットでどちらの影響がより勝ってくるかは、処理の仕方によっても異なり、何とも判断し難い。しかし、いずれにしてもデフレ的な圧力があるため、不良債権処理をスピードアップさせないで良いとの判断はできない。本格的な処理を志し、その過程でそれが大きな綻びを、つまり大きなシステミック・リスクを引き起こすことは全力を挙げて食い止めながら何とかその処理をスピードアップさせることを考えるほかはないのではないかと。いずれにしても、今申し上げた政治的な状況、銀行株を中心とするフラジャイルな状態

を頭に置くと、短期的な経済動向を考えるに当りマーケットの動きは非常にショックに弱い神経質な状態であることに引き続き十分な留意を要する状況ではないかと思う。

後藤委員

経済の現状認識については、純輸出が再び増加に転じつつあるとしても、輸入の大幅な減少に伴いそうした事態がもたらされており、百貨店の売上高、消費者態度指数、景気動向指数、夏のボーナス妥結状況等々を見渡すと、やはり景況悪化が続いているという前回会合の判断がなお維持されている状況だと思う。現在、我々は新内閣が発足し、如何なる財政金融政策が採られるのかを待っている状態である。橋本内閣の延長線上で進むだろうとの見方もあるが、少なくとも小淵総裁が恒久減税6兆円とか、追加補正を今年度10兆円行う前提として財革法は当面凍結ということを表示していることからすると、従来路線に比べ、その規模の評価は別として、当面積極財政への転換がなされる方向は既に打ち出されたのではないかと見ている。

植田委員から不良債権処理がデフレ的な圧力にならないかとの問題提起がなされ、山口副総裁からも不良債権処理の方法次第でもあろうとの話があったが、私は不良債権処理は方法はともかくとして、やはりデフレ的な効果を伴わざるを得ないと思う。従って、当面財革法は凍結し、積極財政に転換することは、不良債権処理を思い切って進めるための環境条件が整うことでもあるかと思う。問題は肝心の不良債権処理を始めとする、いわゆるトータルプラン関連の法案が国会でスムーズに審議され、早期に成立するか否かであろう。財政政策が積極的なものになるとすれば、それと並行して不良債権処理の枠組みを国会でも早く作って頂き、同時に進められることが望ましく、その成り行きを注目したいと思っている。

いずれにせよ、財政再建よりも先ずは経済の建て直しとの認識がでてきて、財革法凍結の方向に向かいつつあり、またアメリカを始めとする諸外国からも恒久減税等、余りにフィスカル・オーソドキシシーへの戻りを急ぎ

過ぎたのを少し手直しすべしとの声が出てきている。同時に、日本の財政の将来を展望すると、日本の社債、国債についても格付けを下げる方向で見直さなくてはならないというムーディーズの見解もあり、前門の虎、後門の狼になっている。この点は前回も若干触れたが、短期、中期、長期的に如何なる財政金融スタンスで日本経済に取り組んでいくのか、つまり、減税を行ってもいずれ増税になって跳ね返ると消費者に思われるのか、あるいは財政支出の中身を当面改善しつつ財政刺激を行い、将来は小さな政府を目指すといったビジョンを置かないと、前門、後門と両方を満足させる図は描けない訳であり、やはり新しい政権には、そうした図を極力早急に書いて頂く必要があるのではないかと思う。大統領経済諮問委員会に類似した機関が設けられるそうだが、最初に取り組んで頂きたいのはそうした仕事である。

なお、若干気になっているのは市場が現在非常に早い時点から9月の期越えを意識した動きを示し、信用不安に備えて手許流動性を厚くする現象が起きており、3か月物の金利が強含むとか、インプライド・フォワードレートも9月スタート、10月エンドに非常に上昇圧力がかかっている状況にあることである。従って、9月の期越えが近づくにつれて流動性リスクの問題に関しては先程触れた国会でのトータル・プラン関連法案を始めとする金融関係案件の論議、処理等と絡まって注意深くみていく必要があると思っている。

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や議論があれば、自由に発言して頂きたい。

中原委員

先程、植田委員が言われたことは非常に重要なテーマであり、確かにそうした問題がある訳であるが、やはり政策を立案する審議委員としては、こうした問題について一つ一つ判断を下していく必要があると思う。現在

は景気が非常に深刻であり、先程申し上げたように、デフレ・ギャップも30兆円を超しているとの計算もあるので、そうした状況に対し、如何なる金融政策を採るべきかが問題である。これについては、確かに難しい問題、やはり一定の判断を示すべきだと私は思う。

今一つ先程金融緩和で円安になるとアジアへの波及が心配だという意見があった。確かにそうした懸念もあるが、日本とアメリカの関係を考えてみると、例えば一つの統計がある。つまり、プラザ合意を転換点として捉え、G7各国の財の輸出額に占める各国の比率を1986年の4月をスターティングポイントに、今年の4月までを比べると、日本は20%弱から14.5%へと低下してきている。それに対し、アメリカのシェアは出発点は日本と殆ど同じ22%であったのが25.5%まで上がってきている。これは多分、ドル高を調整し、円高、ドル安になってきた長期的なインパクトがあったためと思われるので、現段階で円安を心配する必要はない。前回も申し上げたが、外国の識者の中には円相場が160円になっても、200円になっても不思議ではないという人もかなりいる訳であるから、金融緩和政策が円安をもたらす心配は過大に懸念すべきではない。むしろ逆に従来の日本の金融政策は為替政策に囚われ過ぎて動きがとれなかった、はっきり申せば失敗したケースが何回もある訳であり、その辺は十分に考えて対処すべきだと思う。

武富委員

何点か申し上げたい。植田委員から質問の形で出されたが、期待成長率等と非常に曖昧な概念を口走ったので責任を感じており、若干説明したいと思う。ただ、この議論に入ってしまうと、やや泥まみれになりそうな気がするので、簡単に触れる。植田委員から根拠なきということが指摘されたが、私は、現実の潜在成長率なり中期的な成長軌道はもう少し低くても、多少以前からの残映で期待成長率が根拠なく上振れていたと考えており、90年代は一貫してその修正過程を辿ってきたのだらうと思う。経済審議会でも確か90年代の初頭頃には3%~3.5%程度の数字を出していた訳であ

る。90年代前半には当時の私の所属先での試算では、2%~2.5%程度に下がっていると判断していたが、それは経済界には全部浸透しないままに、どちらかというところ3%に合わせた各種の調整を繰り返していたと思う。

中期の成長パスなり、潜在成長率は何を根拠にするのかは、植田委員が色々指摘されたものの混合形だと思うが、基本的には最も難しいのは技術進歩をどう評価するかであり、どうしても定性判断にならざるを得ない訳である。さらに、資本ストックの動きは、自己実現的に潜在成長率を決めるような性格があるため、その部分もかなり影響する。要はこの足許にきて、一気に下がっているのは、難しいことを言わないまでも、例えば経済同友会のアンケート調査では先行き3年間の成長率の見通しが平均値で、確か1%~2%の間であり、経済企画庁の最近の調査でも1.75%という数字がある。これも実際よりは高いだろうと思うが、何かそうした物差が必要なので、そのようなものをイメージしながら発言させて頂いた。従って、何か若干根拠のあるものといえ、そうしたアンケート調査の結果であり、それが1%~2%の間にあるため、1%~2%の間程度と申し上げた次第である。

次に、金融システムの問題に本格的に対処するとデフレになるのではないかと指摘であるが、その懸念は明確にあると思う。アメリカでも確か金融対策を実施した当初の段階である91年第1四半期頃のGDPはマイナス成長になったことがある。北欧等では1四半期のみではなく、複数四半期に亘り、かなり低い成長率に落ちたことがあった。しかし、金融対策の実施に伴い如何なるルートを通じてかは定かに分からないが、その後景気が回復したのは事実である。先程山口副総裁も指摘されたように、そうした問題は念頭に置きつつも、しかしこれは避けて通れない訳であり、一方で金融システム対策の本格的実施に伴うデフレ・インパクトにより实体经济が悪化することに対する危機管理の機動的な対策を常に用意しながら臨むことが必要だと思う。

また、円安に関しては後程金融政策について議論をさせて頂く際の問題かもしれないが、基本的には中原委員のご指摘のとおりであるとしても、

恐らく円安になる状況の時は株も安くなったり、实体经济の悪化とも噛み合っている現象だと思われ、円安のみを取り出しては議論し難い点に注意をしておく必要がある。仮に、株価等が下がり、かつ一段と円安になると、現在至急に対策を採るべき金融機関の問題に対し、再び大きなマイナスのインパクトがある。株価が下がり Tier II がなくなると、金融機関のバランスシートから含みがなくなり、問題が益々深まることになるし、外貨建の保有資産の円換算額がそれだけで大きくなってしまい、金融システムを益々望ましくない方向に押し込んでいくことになる。従って、その面もやはりバランスを取りながら考えていく必要があるだろうと思っている。

中原委員

先程植田委員が指摘したのは、金融を緩和した結果の円安が心配だということである。私はそれに対しては心配する必要がないと申し上げた。

武富委員

分かりました。その点はこれ以上議論いたしません。誤解のないように申し上げますと、私は今回の景気後退に対する圧力は 90 年代前半に比べて一見それ程強くないように見えるのに、何故実態は色々な指標をみる限り前回並みの深さと広がりになっているのかという問題の立て方をした。グローバル化の問題や、デフレの問題は前回もあったし、前はそれが初発の段階で一気に出てきたため、私のイメージとしては圧力の瞬間風速が極めて強かった。今回はその学習効果が既にあるにもかかわらず、何故それが効いてしまうのかという点については、中原委員の指摘されるように既に 10 年間に近い調整の下で体力を失っていることと、グローバル化やデフレ化に結びついた問題が最後の最後の段階まできており、逃げ場がない状態にあるためだと思う。要するに、比較劣位の産業は最早どうもがいても難しい局面まで追いつめられている、という認識は、当然基礎に置いた上で申し上げていることを付け加えさせて頂く。

植田委員

私からの幾つかの問題提起に対して、色々回答やご意見を頂いて有り難うございました。ただ、本日の会合で各々についてしっかりと議論したいという意味で申し上げたのではない。いくら議論しても答えは出ない問題だと思われるし、どの意見をも打ち負かす反対意見を示す自信もあるが、いくら議論しても答えは出ない。ただ、中原委員が言われたように審議委員としてはどこかで判断した上で政策判断に繋げる必要があるが、今少し答えが出ないなりにもある程度分析すべき問題ではないかという意味で申し上げた。

2. 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内容を踏まえて、金融政策運営方針について各委員から意見を伺っていききたい。

武富委員

金融政策については現状維持と思う。前回会合でも示唆させて頂いたが、95年の4月の瞬間79円という円／ドル・レートから出発して、円が142円まで相対的に安くなり、8割戻している。過去の一回目、二回目の円高ピークからの戻し率は第一回目が40数パーセント、二回目のプラザ合意の後には120円から160円と、3割3分3厘程度であり、今回の方が遥かに戻し率が高い。しかも、公定歩合0.5%は79円という現実離れした円高化に見合わせた水準であり、その後95年、96年は瞬間風速的な成長率は非常に高く、企画庁もよくOECDの中で最も高い成長率と宣伝しておられたような時期があったにもかかわらず、0.5%が貫き通されてきている。公定歩合0.5%と為替価値の8割の戻しという枠組みは対デフレーション政策以外のなにものでもない訳であり、既に巷間言われ始めたような今少し物価の伸び率を高めにとの一連の議論には既に相当前倒しに対応しているという印象が拭えない。これ以上のマクロの政策の組み合わせは、あ

まりないのではないかと思う。

従って、そうした臨界点に近いような状況をさらに突破する手だてを考えるのは、先程申し上げたように、新政権下での諸々の政策が意図に反して市場や経済主体に受け入れられないような結果になった時ではないかと思う。0.5%と140円の組み合わせから一段と金利を下げ、円を安くすることはかなり革命的であり、アメリカが日本の一次、二次の円高の裏側として、二回に亘り、自己の通貨価値を半分にし、通算4分の1にしたのと同じ様なことを非基軸通貨国が行うことになる。そこまで現在の景気が悪いという認識に踏み出すことについては、やはり軽い躊躇を感じる。

その意味で、新政権下での政策に期待し過ぎるのはやや安易かもしれないが、当面の金融政策については現状維持に傾いている。

三木委員

景気を回復させるには、何が問題で景気がここまで悪化したのかを潰していけば良い訳だが、これまでの色々な景気悪化を比べてみて、今回は特に個人、法人のマインドなりコンフィデンスの回復の問題に絞られるのではないかと思う。個人も法人も全て意思が働く訳であるから、必ずしも定量的な裏付けがないとしても、定性的な問題も含めてマインドを一体如何に変えさせるのか、行動することだと思う。大体の方向は出ている以上、100%理論武装してから行動する必要は毛頭なく、プラス・マイナスを比較して少なくとも8割の効果があるとみられるならば行動すべしということが求められていると思う。その意味で、皆さんも指摘されておられるように、不良債権処理の問題は早急に実施しなければならないことは事実であろうし、先程後藤委員が言われたように、当事者たる金融機関の首脳部の意思を変えさせなければいけない。また、政府の方では景気刺激的な財政政策の出動に当り、併せてビジョンも必要だと思う。そうした中で、日銀としては、先程植田委員もお話になったデフレ懸念への対応だけは考えておかなければならないと思う。デフレ懸念への対応となると、なかなか政策がないとの話であるが、唯一考え得るとすれば、金融調節方針につい

て準備預金の開放も含めた金融緩和政策であり、これを一つの選択肢として常に念頭に置いておきながら、今回は現状維持が適当と考える。

中原委員

前回の提案を再度提起させて頂きたい。理由は前回も申し上げたが、第一に今回は景気の後退がさらに顕著になっていることが分かってきた訳であり、それに対し、金融当局として然るべき手を打つべきではないかということである。第二は、前回も金融不安について申し上げたが、それが依然として燻っており、9月の期越え、あるいは外貨については12月の末までの心配も出てきているので、短期金利は勿論として長期金利の上昇圧力も十分に抑える必要があると思うからである。三番目に、金融を緩和すると円安になるのではないかとの指摘については、先程申し上げたように円安の心配はすべきではないと思う。

この点について武富委員の意見に反論したい。円はプラザ合意の時点からみると、240円から一回120円まで下がった。その後、160円まで戻り、再度半分の80円になった。従って、大局的に見ると240円から80円まで下がっている。これは160円の下降幅であり、半値戻しをすると80円、それに80円を足すと160円である。従って、160円という水準は240円から80円までの大局で見れば、ちょうど半値戻しの点である。武富委員は、最低の79円から1.8倍になっていると言われたが、今少し大局的にみれば半値戻しの160円は一つのターゲットになる訳であり、私は、勿論これからの実体経済如何にもよるが、円安がそこまで進む可能性は否定できないと思う。先程申し上げたG7の諸国の財の輸出額に占める日本の割合が減ってきていることもプラザ合意後円高に振れたためではないかと思う。要するに、金融を緩和した場合には円安になるという懸念は不要である。

先程から申し上げているが、日本経済は市場経済に適応し、生産性を上げるために雇用面あるいは設備面で調整をしなければならない過程にある訳で、底割れを防ぎつつ調整を着実に進めることが極めて重要である。その点で一つ言えることは、三木委員も言われたし、私も前回申し上げた

が、日銀としてはデフレにしなければならないということを明確に示すと同時に、底割れを防ぐ意味でマネーサプライを増やさなければならない。そのためには、量的な緩和もあろうが、コントロールビリティの高い金利を一定の間隔で引き下げていくことが必要なように思う。

私が疑問に思っているのは95年9月に公定歩合を1%から0.5%に下げた際に一体如何なる議論があったのかという点である。為替についても色々考えたのかもしれないが、景気の側面で見れば、93年の10月に底が入っているということは分かっていた訳であり、1%から0.5%に引き下げた功罪を問うと、恐らく95、96年と2年間の回復を助けたということはあると思う。しかし、そこで公定歩合を引き上げずにそのままきてしまい、今日の局面になったと思われるので、0.5%であれば既に十分に手を打っているとの考え方には疑問が残る。今回、景気が真にこれから底をつけようとしている訳であり、少なくとも景気回復を助け、あるいは底割れを防ぐ意味で一段の金融緩和は然るべき対応であると思う。従って、現在の段階では0.35%に引き下げるという前回の提案を再度出させて頂きたい。

篠塚委員

前回と態度が変わらない。考え方も全く同じである。ただ、新内閣が成立し、様々な経済政策が具体化されるまでの現在の待ちの状態を考えると、色々不安材料が出てくることも確かである。従って、仮に去年の秋のような一段の金融不安が生じた場合の対応を考えると、やはり金融政策を決定する私達の立場として、何か別途の手を考えなくてはならず、今少し検討を続けていく必要があるかと思う。

不良債権の問題に関しては、資産担保証券の流動化の検討を出来るだけ早く聞かせて頂きたいと思っている。

植田委員

私も現状維持である。これまで色々な金融緩和策の可能性や効果につい

て検討してきた訳である。金利の引き下げについては中原委員から提案があったが、効果が小さいと判断される方が多かったと思うし、一方量を増やすとかインフレーション・ターゲティング等の政策は、金利の効果に加えてアナウンスメント効果を狙う訳であり、それが本当にクレディブルか否かに疑問がついたと思う。

そうした場合に、皆さんが特にネックとして指摘され、あるいは考えられていた点は金融機関の仲介能力が落ちている中で、例えばリザーブのみを増やしても実体経済への影響は限られるであろうということだったかと思う。この点篠塚委員からも話が出たが、検討の進んでいるCP、ABS、社債等やリスクの高い資産のオペはその面を補完する政策である。量的にどの程度補完できるかという問題は別にあるが。これは一つの可能性に過ぎないし、他の方々にも考えて頂けたらと思うが、量の政策でも金利を下げる政策の場合でも、そうしたオペの運用と組み合わせて実施するならば、ある程度のアナウンスメント効果、あるいは人々の期待にプラスの効果を与えることも期待できるのではないかなという気がしないでもない。つまり、両方を巧く組み合わせプレゼンテーションを工夫するならば、ある程度の効果は出るかもしれないと思う。ただ、そうした効果を本当に期待できるか否か、如何に実施するのか、同時に実施するとしてもタイミングがいつかについては、何人かの方が言われたように、今日はそのタイミングではないと思う。ただ、悩ましいのはこのオペは一方で9月越え対策の面もあり、その面とのバッティングが若干あるかもしれないという気もする。

そうしたことも考えた上で、本日の結論としては現状維持である。

藤原副総裁

結論は前回同様現状維持である。前回からは日時が浅いが、その後の金融政策に関して何が起きたかを振り返ってみると、追加的な金融政策については色々新聞紙上等でも議論されているが、調整インフレ論が俄に浮上してきた感がある。しかし、調整インフレ論の方法論や内容をみると、こ

れまで出てきた追加的金融政策と余り変わらないのではないかと思う。何かできないかということで、業を煮やして調整インフレ論という言葉が一人歩きしてきたのではないかという気がする。当面の政策としては現状維持である。

山口副総裁

前回会合での経済情勢についての判断を今回もコンファームしている積もりであり、政策については現状維持で臨みたい。

後藤委員

私も前回会合の時と状況判断が変わらないので、現状維持である。ただ、前回も申し上げたように、国内あるいは国外から大きな信用不安に繋がる動きが出てくるリスクは否定できないし、新政権が成立した後の国会情勢、金融関係の法案の審議が色々な市場の混乱を誘うことも全く有り得ないことではない。従って、そうした不測の事態に至った場合には、金利の誘導水準もゼロに近いところまで持っていく覚悟で金融調節を行い、準備預金率も引き下げ、流動性の追加で所要準備額以上の準備預金を積み上げ、さらにはCPオペを拡大する、ABSやABCPのオペ対象といった金融仲介機能の維持・強化についても併せて一括りにして公表する程度のことを行わないとなかなか効かないのが金融政策の現状ではないかと思う。従って、不測の事態が生じた時にはそうした政策を行うことを常に頭に置き、準備しつつ現状維持を続けることが良いと思う。

そうした状態になった場合には、円安のアクセルを踏むことになるかもしれず、相当言われるとしても、口実で言われる部分がかなりを占められるので、構わずに長期的にみればそれがアジア諸国のためにもなるとして踏み切らざるを得ないのであろう。同時に、今申したような状態は国会で金融関連法案関係の審議が行われ、その中で9月の期越えが迫ってくる、また、アメリカの株式市場がどうなるかを考えると、9月期越え前の然るべき時期が一つの懸念される時点ではないかと思う。8月の金融政

策決定会合時にそうした決定を行わなければならない状態になっていないことを祈りつつ、しかしその時点でもまだ間に合うという気持ちも込めて今回は現状維持とする。

中原委員

一つ明確にしておきたい。私の言っているのは調整インフレ論ではない。先程藤原副総裁がそのような内容のことを言っておられたので。

藤原副総裁

私は全くそのようなつもりで言っていない。

速水議長

それでは、私の見解を少し言わせて頂く。多くの方が指摘されたことと変わらないが、金融経済情勢、金融政策運営で気になっていることを申し上げさせて頂く。前回の会合以降、経済指標面では追加的な材料が少ないこともあり、景気・物価の現状や先行きについては前回会合の見方を修正する必要はないと思っている。景気の現状については、最終需要が低迷し、雇用・所得環境にマイナス方向のモメンタムが働いているようにも窺われるが、今後は、総合経済対策の効果などにより、景気の下押し圧力にどの程度明確に歯止めが掛かっていくのか、これが引き続き大きな注目点だと思う。ただ、いずれにしても、総合経済対策の効果が一巡した後の経済の姿について、不確実性の強い状況にあることは全く変わっていないように思われる。今週中にも臨時国会が招集され、新政権が誕生する予定になっている。当面は、新政権が不良債権問題の抜本的な解決や民間経済の活力向上に繋がる税制改革などについて、如何にリーダーシップを発揮してくれるのかを期待を持って見守っていくしかないと思う。

こうした状況であり、金利政策の運営についてはこれまでの金融緩和基調を続けながら、引き続き金融経済情勢を注意深くみていくことが適切と思っている。とりわけ、当面は、急速に悪化している雇用・所得環境が家

計支出の一段の低迷に繋がることはないか、総合経済対策の効果がどのタイミングで出始めるのか、金融システム対策や税制改革を巡る論議がどのように進み、金融市場がそれに如何に反応するか、といった点が注目される場所である。現時点では、金融・資本市場は株価、円相場とも前回合時合時に比べて幾分軟化しており、引き続きフラジイルな状況にあることは間違いないと思う。

また、9月の期末が接近するにつれて、金融機関の流動性リスク、信用リスクへの警戒感が強まってくる兆しもみられている。これらを踏まえると、日本銀行としては、市場における不安心理が高まったり、円滑な企業金融が損なわれたりすることのないように、引き続き全力を挙げて取り組んでいくことが必要である。特に最も気になっているのが、長銀の問題である。7月13日から金融監督庁が長銀の検査に入っており、8月の初め頃には結果が出てくるのではないかと思うし、また長銀・住信両行とも8月の初めには共同で中間報告ができるとの期待を持っているようであり、楽観的かもしれないが、妥協が成り立つことを期待している。その間の資金繰りが重要であり、この問題の推移が最も気になっている。

同時に、景気と金融システムの改善、あるいは不良債権処理の問題は、今や政治家のみならず財界も一般庶民もこの二つの問題を一つの問題として考えているように思う。そうした意味でも金融監督庁と私共の集中審査の結果が出てくる頃に、できればトータルプランの目処がついていれば良いと思う訳である。国会情勢は何が起こるか分からないが、今のところは我々の見るべきものを見ていくことが重要だと思う。

この間、金融再編が、かなり具体的に進んでいるような気がする。ビッグ・バンの進行と金融不安の波の中で、金融再編へ向けての大きな流れが動き始めていることは確かである。そうした金融再編を通じて内外の信認を得ていくことが期待される訳であり、金融当事者としては、何ができるかは分からないにしても相当注目をしつつ、協力をしていくということではないかと思っている。

当面は政治の方も長銀の問題もその他景気の動向もここ2~3週間の動

きを待たないと、何とも先が読めないと思うので、現時点では金融政策を現状維持で継続したい。

何か追加すべきことがあれば発言して頂きたい。政府からの出席者にはご意見がありますか。

河出経済企画庁調整局長

消費者、企業のコンフィデンスを回復していくことは非常に重要であり、これまでも既に色々と政策を打っているが、それらを着実に推進をしていくと共に、今後ともしっかりとした政策的な対応が重要であろうと認識している。冒頭に事務局から金利上昇に繋がらないよう量的に十分な資金供給をしているとの説明があったが、今後とも企業への資金供給が十分確保されるような政策運営を是非お願いしたい。

速水議長

参考意見として何うということですね。

それでは、ここで議案のとりまとめに移りたい。先程の委員方による検討では当面の金融調節方針について現状維持が8名、異なる意見の方が1名であったと思うが、提出された議案を正確に確認したい。事務局は私の分を含めて議案を提出した委員に確認のうえ、議案を読み上げて下さい。

[事務局より議案配付]

山本企画室参事

まず、中原委員案である。「当面の金融政策運営に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。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促す。」。

次が議長案である。「当面の金融政策運営に関する件。案件。次回金融

政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート・オーバーナイト物を平均的にみて、公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。」。次のページが議長案の対外公表文である。「別添。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。

速水議長

それでは採決に移りたいと思う。ただ今事務局が読み上げた議案の順に採決をしていきたいと思う。宜しいですね。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[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

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

速水議長

それでは議長案をお願いします。

[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

ご報告致します。ただ今の採決の結果は賛成 8、反対 1、よって議長案は賛成多数で可決されました。なお、反対されたのは中原委員です。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今政策委員会は当面の金融調節方針として賛成多数で現状維持を決定した。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指示します。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で宜しく願います。

V. 閉会

速水議長

次回は 8 月 11 日である。以上で議事を終了する。

(午後 0 時 40 分閉会)

以 上