

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年8月11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) (注)

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)

(注) 速水議長は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、9:00~9:22の間、会議を欠席した。この間、藤原副総裁が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

政府からの出席者：

大蔵省 谷垣 禎一 政務次官 (9:13~10:10)

経済企画庁 河出 英治 調整局長 (9:00~16:04)

(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	栗原 達司

I. 開会

藤原議長代理

ただ今より金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は速水総裁が月例経済報告閣僚会議に出席しており、本会合に若干遅参されるので、それまでの間私が議長を務めさせて頂く。

開会にあたり、本日の取り進め方を申し上げておく。まず最初に、執行部より金融経済情勢等に関する報告を行ってもらう。次に、それを踏まえて委員による金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する討議を行い、その上で当面の金融政策運営方針を決定する。さらに、金融経済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まとめ、最後に前々回会合の議事要旨の承認を行うこととする。なお、本日本政府からは大蔵省の谷垣政務次官が出席予定のほか、経済企画庁からは河出調整局長が出席している。

最後にお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録する約束であるので、委員および政府からの出席者におかれてはそのことを前提にご発言頂くよう宜しくお願いする。

それでは金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移る。まず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。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

1. 最近の金融調節に関する報告 (資料-1)

山下金融市場局長

お手許の資料1「金融調節と金融市場動向」をご覧頂きたい。前回7月28日会合以降の短期金融市場動向だが、注目されるのは4月中旬から再び強含み傾向を辿っていたターム物金利がここに来てやや落ち着きを取り

戻している点ではないかと思う。例えば、ユーロ円TIBOR1か月物は7月28日の0.69%をピークに低下に転じており、昨日には0.65%まで下がっている。同じく3か月物は9月末の期越えとなるため依然高止まってはいるが、それでも29日の0.79%が取り敢えずのピークとなっている。ターム物金利がこのようにやや落ち着きを回復してきた背景としては次の二点が指摘される。第一は、小渕新政権の蔵相に宮澤元首相が決定されたことを受けて、マーケットでは金融システム問題への対応がオーダーリーに進められる可能性が高まったという安心感が広がったことである。第二には、29日に行われた速水総裁の講演において、CPオペの弾力的活用を含め9月期末に向けて肌目細かく期越え資金の供給を積極的に進めていく方針が明確に打ち出されたことが安心感を一段と強めた。因みに、国債指標銘柄利回りは、29日、30日の両日で8.5bpの大幅低下となっているが、これは主として今申し上げた二つの要因から当面の金利上昇懸念が後退したことを受けたものと説明されている。

金融調節面では今積み期に入った7月16日以降、朝方の積み上幅を1兆円ないしそれを上回る水準とする大量の流動性供給を行ってきた。その結果、オーバーナイト加重平均レートは概ね0.4%台前半での落ち着いた推移となるなど、マーケットの地合いは総じて安定を取り戻してきた。これを受けて29日以降は日々の需給を睨みながら朝方の積み上幅を圧縮してきたが、オーバーナイト・レートは月末など物日を除いて引き続き0.4%台前半で安定した動きとなっている。この結果、今積み期間中のオーバーナイト加重平均レートは昨日時点で0.4292%となっている。

なお、この間のオペレーションについては、29日の総裁講演を受けて、7月30日以降、6営業日連続でCPオペを実施し、オペ残高を足許4兆4千億円まで積み上げた。7月15日の残高2兆円に比べほぼ倍増以上になっている。この他、9月中間決算期末越えのオペ残高を全体で5兆2千億円まで拡大し、先程ご報告したようにターム物金利の落ち着き回復に繋げてきた。もっとも、マーケットでは金融システム不安再燃懸念が根強く存在しており、ターム物金利が再び上昇に転ずるリスクは決して小さくはない。

例えば、昨日の株式市場では日長銀が43円と上場来安値を更新したほか、富士銀行等9行が年初来安値を記録するなど銀行株が全面安となっており、こうした動きが今後短期金融市場にどのような形で影響を及ぼすのか注目される場所である。本行としては引き続き長めの資金を中心とする流動性供給を積極的に行い、短期金利の落ち着き確保に全力を上げて参りたいと考えている。

藤原議長代理

次に、村上国際局長より為替市場の動向、海外経済の動向について報告してもらう。

(午前9時13分谷垣大蔵政務次官入室)

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

資料2によりご説明する。前回決定会合以降、先週央までの動きについては資料記載のコメントの通りであるが、その後の動きについて補足的に何点か申し上げたい。まず、円の対ドル相場であるが、8月7日は146円27銭まで円が下落し、8月10日は146円37銭でニューヨークは終わっている。この間どちらかと言えば一貫して円が弱含んで下落してきたが、その背景の一つは中国人民元及び香港ドルの切り下げルーマーが市場で再浮上し、それに伴いアジア通貨全体に切り下げの動きが広がるのではないかと懸念が出てきていることである。二つ目は日米間の景況格差やわが国の金融システム問題が市場で改めて意識されてきたことである。契機になったのは米国の例えばGDP統計や雇用統計の発表、あるいはグリーンSPANFRB議長がドイツで日本の金融システムについてペスミスティックに語った旨の報道が出たことである。三つ目はイラクが国連の査察受入を拒否したり、あるいはアフリカで米国大使館の爆破事件が発生するなど、政治リスクが生じていることが指摘されると思う。一方で、例えばわが国

の外相が訪米すると、それに併せて介入があるのではないかといった警戒感や米国の株価が再び下落するのではないかといった不安感も市場には残っており、そうした円をサポートする材料もあるが、現在は、どちらかと言えば円の下値、ドルの上値をトライする方向にあると考えられる。

一方、マルクの相場であるが、昨日のニューヨークは 1.7775 でクローズしており、このところ 1.77 から 1.78 のレンジ内で動いている。円やアジア通貨が不安視されている一方で、米ドルに加えマルクも堅調に推移している。この結果、円マルクのクロスレートは昨日のニューヨークでは 82 円 35 銭と、さらに右上の方に伸びており、ほぼ一貫して円安方向と指摘できる。こうした動きについて、オプション取引におけるリスク・リバーサルとボラティリティによって市場のセンチメントを窺うと、最も直近の 8 月 10 日時点の動きと今朝の東京市場での動きは、いずれもドル・ブルの方へいく形であり、足許は +0.20% と円についてはドル・ブルに向かっている。一方、マルクについては今朝方 -0.60% とドル・ベアの方へ向かっており、両通貨のセンチメントがかなり違っている。

次に、アジア通貨の動きについて説明させて頂きたい。一言で申し上げれば、ASEAN の 4 通貨は円に対して依然 2 桁の切り下げとなっている状況に対し、NIEs、中国の通貨については韓国ウォンを除き、とりわけ香港ドル、中国元が実質ベースで円に対してかなり切り上がっている。こうした中で先程申し上げたように、8 月 6 日辺りから市場では再び人民元や香港ドルの切り下げ、ドルへのペッグ放棄といったルーマーが浮上してきている。

こうしたことの背景であるが、中国、香港とも実質 GDP の動きでみて、昨年央以降、経済の減速が明らかになってきている。中国の実質 GDP 成長率は、昨年の第 3 四半期を境に減速がはっきりしてきており、本年は年間成長ターゲットを 8% と置いているが、第 1 四半期の実績が 7.2%、1~6 月の実績が 7.0% と発表していることから、第 2 四半期を一応推計してみると、6.8% 程度に落ち込んでいるのではないかとみられる。この間、CPI は昨年の第 2 四半期以降かなり上昇率が低下し、本年に入って伸び

率がほぼ止まり、足許ではマイナスになっている状況である。香港も同様に昨年第3四半期、第4四半期辺りに1つの契機があり、実質成長率はかなり減速してきている。本年の第1四半期はマイナスの発表になっている。CPIについても、足許では4%台に落ちてきており、中国の朱鎔基首相はデフレ状態にあると明確にコメントしているし、香港の董建華行政長官は98年の成長がマイナスになり得る旨のコメントを出している。こうした国内の動きに対して、双方の輸出動向をみると、輸出額全体の伸び率は足許かなり低下してきている。地域別には、主として日本向けの輸出がここに来てかなり落ち込んでいる。中国から香港を経由して日本に輸出される部分がかかなり多いと指摘されていることを考え合せると、日本への輸出がかかなり伸び悩んでいる状況と窺われる。中国元の対円に対する実質為替レートは、昨年第3四半期以降、急速に切り上がっている。香港からの輸出は本年に入って急速に落ちてきており、第2四半期はかなり落ちたとみられる。地域別にみると、とりわけ日本向けが足を引っ張っている形であるが、米国、中国、日本以外のASEAN向けの輸出も多分足を引っ張っていると指摘されており、こうした輸出の減少が経済の減速に輪をかけている状況である。この間、香港ドルの実質実効為替レートは対円のみではなく、一貫して切り上がる形になっているため、市場では4通貨に対する切り下げプレッシャーが高まっている状況かと思う。

為替レートでノミナルにみると、対ドルでは横這いになるが、市場の評価としての株価の動きをみると、中国の上海B株はこのところ一貫して下げてきており、昨日は27.63まで下落し、既往最安値となっている。こうしたこともあり、中国サイドでは資本取引を自由化していないが、一方で密輸の取締り強化や、軍の商業活動の停止決定、あるいは銀行の外為業務の規制強化などにより外貨の流出防止を強化するとともに、輸出促進のため輸出にかかる付加価値税の還付率の引き上げを行っている状況である。

一方、香港の株もこのところ下げている。同時に香港サイドでは、短期金利がアタックを受ける毎にかなり飛び上がる形になっており、ペッグ制がこれまでのところは機能してきている。昨年10月、昨年末から年初に

かけて、そして本年の6月に金利がかなり上昇した局面がある。足許は香港ドルに対する切り下げ圧力を睨み、オーバーナイトは若干の上昇で止まっているが、3か月物金利はかなり強調しており、8月7日には12.5%まで上昇している。昨日は市場が若干落ち着きをみせ、3か月は10.75%で一服状況にある。3か月物が上昇した裏には、投機筋が先物で香港ドルの売りに出たという話があり、それに対して香港政庁が政府のドル保有分を放出し、香港ドルを吸収する操作をしている。その香港ドルが市中銀行の政府預金勘定に残っているため、流動性は実質チャラになる一方で、米ドルの需要に対しては香港政庁が売り応じる形で香港ドルの防衛策を行ったと伝えられている。

(午前9時22分速水総裁着席、藤原議長代理から議長交代)

村上国際局長

すなわち、香港ドルのアタックに対して、香港ドルを買い米ドルを売ると、香港ドルが減少し、短期金利、特にオーバーナイトがかなり上がる。ただ、今回の場合には、政府保有の外貨を売る形としており、政府がドル預金を売った分は、市中にある政府当座勘定に香港ドル自体が残る。この結果、香港ドルの流動性は変わらず、足許の金利は余り上昇しない一方、米ドルの需要に対しては売り応じた形になる。そのように中国、香港ともに通貨の防衛に努めているというか、切り下げを何とか回避するよう動いているところである。

次に、株価の動きであるが、この間の大きな出来事としてはニューヨーク・ダウが8月4日に299ポイント下落し、史上3番目の下落幅となったことである。同日のクロージング・レートは8,487ドルであるが、ピークから比べると9%強の下落となっている。これについては、そもそもの背景として、グリーンSPAN議長が先月の議会証言において、時期は特定できないが、歴史的経験からはそれなりの調整があり得るとの認識を示したところに、当日有名な強気ストラテジストがピーク比15~20%のコレクシ

ョンを予想したことが引き金になったということである。ただ、市場参加者の多くが最近の米国企業の業績後退に懸念を抱き、株価の割高感を意識しつつあったことは指摘できる。特に、アジアの景気低迷が予想以上にディープ・アンド・ロンガーと言われていることや、ドル高の持続がコンシューマー・グッズの輸出競争力を減衰させてきていること、企業の雇用コストがじりじり上昇していること、加えてコンピューターの2000年問題の負担等がピークに差し掛かってきていることなどが要因として指摘されている。因みに、ブルーチップの98年企業業績予想でみると、3月時点では前年比+4.7%の予想であったが、7月時点では+2.4%とかなり増益幅が小幅化しており、株価の割高感が強まりつつあった状況かと思う。その後、ダウは終値ベースでは小幅ながら3日連続して上昇し、先週末にかけて約110ポイント回復した。昨日は若干反落し、現在8,574ドルの水準となっているが、一応、現在のところは企業業績の動向に照らしたコレクションの範囲内という受け止め方が市場の大勢である。なお、長期金利の動きをみると、flight to qualityの動きがかなり鮮明化し、米国のみならず欧州の長期金利もかなり軟化しており、戦後のボトムの水準にあると指摘されている。

最後に、米国経済の動向について、第2四半期のGDPを需要項目別にみると、個人消費、設備投資、住宅投資は相変わらず強い。従って、国内最終需要は依然として強く、前期比年率の寄与度は第1四半期が+6.6%、第2四半期も+6.2%と依然として6%台である。純輸出はアジア経済の低迷が輸出を一段と抑制した結果、大幅に減少している。こうしたアジアのインパクトはGDPを2.0~2.5%ポイント程押し下げているとの指摘が市場で聞かれている。因みに、サンフランシスコ連銀の総裁は、当初1四半期程度で終わるとの見方から、0.5~1.0%ポイントの押し下げと読んでいたが、現在ではこれをかなり上回るとコメントしている。また、在庫投資については、GMのストの影響がGDPに対してかなりマイナス要因となっており、商務省ではGDPに対して0.5~1.0%ポイントの押し下げ要因であったと発表している。

先週末発表の7月の失業率は前月と同じ4.5%であった。非農業部門の雇用者数は66,000人の増加であったが、ストによる雇用減少の影響が146,000人とカウントされ、それを除けば雇用者数は20万人を超え、失業率も4.4%程度であったとコメントされており、市場は依然としてタイトな状況にある。同時に、時間当りの平均賃金も全産業で+4.1%、製造業で+2.3%の伸びとなっている。企業の雇用コストが加速している気配はないが、報酬全体、とりわけ福利厚生費の足許の上昇が気になるところである。マーケットでは直ちにインフレを心配する程のものではないが、将来賃金上昇がインフレを引き起こす可能性については注意を要するとみているようである。

速水議長

質疑に入る前に、谷垣大蔵政務次官が初めて出席されたので、一言ご挨拶でもあればどうぞ。

谷垣大蔵政務次官

本日は、宮澤喜一大蔵大臣が国会審議の関係で出席できず、私が出席することとなりました。

本日の金融政策決定会合の開催に当たり、政府の経済・財政運営の考え方について一言申し上げたい。まず、わが国経済の現状をみると、家計や企業のマインドが慎重になっていることなどから、最終需要が弱くなっており、この影響が生産・雇用面にも広まっている。こうしたことから、景気は低迷状態が長引き、はなはだ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、まずもって景気の回復に全力を尽くす所存であり、そのためには過去最大規模の総合経済対策や金融再生トータルプランの着実かつ迅速な実施が先決である。そのうえで、一刻も早い景気回復を図るため、平成11年度に向け切れ目なく施策を実行するよう、事業規模10兆円を超える10年度第2次補正予算を編成することとしている。さらに、来年度予算編成の基本方針については、

現在、事務当局が具体的な作業をしているところだが、宮澤大臣より当面の景気回復のための配慮を最優先するようにとの指示があったうえで、具体的には、「公共事業の執行が年度末に切れ目を生じないようにすること」及び「平成 11 年度の公共事業については、10 年度のそれを実質的に上回るようにすること」の 2 点が指示されている。また、宮澤大臣から、各省庁の要求のうち公共・非公共を含め景気対策に即効性のあるものを予算化するための特別の対応を工夫し、その相当部分を 10 年度第 2 次補正に前倒ししてはどうかとの提案がなされている。加えて、税制については抜本的な見直しを展望しつつ、景気に最大限配慮し、6 兆円を相当程度上回る恒久的な減税を実施することとしている。これはわが国の租税負担率が国際的にみて相当低い水準にあるなかで、個人所得課税の減税規模を今年の特例減税の規模と同程度の 4 兆円とし、法人課税の実効税率を 40% 程度へ引き下げる観点からできる限りの大規模な減税を実施するものである。

また、金融再生トータルプランに関しては、本臨時国会に、いわゆるブリッジバンク制度導入のための法案や不動産関連権利等調整委員会の設置のための法案など、議員立法を含め 5 種類 6 本の法案を提出した。今後、これらの法案の早期成立を図るなど、プランを迅速に実施して参りたい。

なお、先般の金融行政機構の見直しに伴い、金融審議会が新たに設置され、その第 1 回総会が開催された。現在、わが国金融を取り巻く環境は大きく動いており、こうした中で、本審議会では 21 世紀を見据え、金融システムの安定性や利用者の適切な保護に万全を期しつつ、利用者にとって安心して活力ある金融システムの構築に向けて検討していく予定である。審議委員各位におかれては、ご審議にあたり、政府の経済・財政運営の考え方等につきご理解を賜りますよう、お願い申し上げます。

速水議長

それでは村上国際局長の報告に対する質疑をお願いします。

篠塚委員

アメリカのGDPと労働市場の説明については、前にご説明頂いた時には企業の労働コストの福利厚生費が横這いであったように記憶している。今回は、福利厚生費が心持ち上がっている感じがするが、これは労働市場で常用労働者を採用しているために福利厚生費が上がっているとみて良いか。自分としては、パートタイマーや派遣労働者達が市場に入ってきたことによるものと認識していたため、福利厚生費も横這いだったと理解しており、それがアメリカの企業にとって非常にプラスだと思っていた。

村上国際局長

確かに労働市場への参入は委員ご指摘のとおりかと思われるが、一方で企業側からみた雇用コストを賃金とその他ベネフィットに分析した統計をみると、事実として足許では全体で前年比3.5%程度上昇している。その中で、ベネフィットの方は3月末が前年比2.2%の上昇であったのに対し、6月末で2.45%と上昇してきている。一頃、ベネフィットの伸び率は1%台であり、とりわけ昨年途中までの段階では確かに余り大きな動きはみせていなかったが、實際上、サービス産業等を中心とする雇用の吸収がかなり強く、一部パートで対応している部分があるとしても、企業サイド全体で見るとやはりベネフィットでもってコンペントする形になっている。労働者サイドも賃金の引き上げを強く要求すると、雇用の安定が確保できないといった問題もあり、その辺の選択の結果としてベネフィットないしは一時金の支給といった形で分配されてきたと指摘されている。

三木委員

アメリカのGMのストについて、政府高官がGDPを0.5~1.0%押し下げたとコメントしているとのことであるが、実際、それ程の大きなインパクトになるのか。

村上国際局長

それは商務省の発表であるが、それ以上詳しい内容については分からない。在庫投資は-2.3%ポイントとなっているが、市場の見方ではマイナス部分の半分ないしそれ以上がGMのストの影響だといわれており、GMのディーラーからは在庫が一掃したという話も聞かれている。

三木委員

売れ行きの方は年率1,700万台であり、過去最高レベルであるが。

在庫投資のデータをみると、アメリカでは非常にこまめに在庫調整に入り、また在庫の積み上げに入るといって推移を辿っている。

村上国際局長

最近それが顕著に現れてきた。

植田委員

アメリカの株価予想ではなく、ニューヨーク市場の中の雰囲気伺いたい。ピークに比べて約1割下がったところで、収益の下方修正に対する調整は概ね終わったとの雰囲気が出始めたということか、それともやはりアジア危機の影響が長引くに連れて、株価の下方修正がなおこの先続きそうだという雰囲気か。

村上国際局長

8月4日に大きく下げたのは、有名なストラテジストが15~20%程度の修正があり得べしと発言したことによる。そうした下落の直後に、他の強気のストラテジストからは年内にも9,300ドル台への回復があり得べしといったコメントもみられた。しかし、現時点ではそうした強気の見方よりも、更なる10%程度のコレクションが起るか否かまで明確に指摘をしている人はいないが、やはり多少のコレクションがあつて当然との見方が有力である。その背景としては、アジアの問題に伴い企業の業績がこのところ

予想以上に伸び悩んでいることを指摘している人が数の上では多いように思われる。

植田委員

中国・香港ともに対円の為替レートが上昇するにつれ、日本向けを中心に輸出が減少しており、それだけをとると元安の方向にいった方が良い。政治的な要因を別にして、経済的に中国元が切り下がった場合の中国および香港に対するマイナスについては、如何に評価されているか。

村上国際局長

現時点では、やはり円の下落に伴って実質切り上がったことのマイナスがかなり強く指摘されている。例えば、直近の中国サイドの新聞等では、むしろ輸入コストが低下するのではないか、債務の返済負担が軽減するのではないかといったメリットを指摘する意見が少し出始めているが、逆にアジア通貨並みに切り下げることになれば、当然アジア全体での通貨の再調整が起り得るだろうと指摘されている。実は、中国の貿易の主たる相手国は日本、米国、ヨーロッパが各々20%程度で、残り40%のうちの20%程度が香港経由でどこかに出て行く部分と言われている。従って、残り20%のうち、半分の10%程度がASEAN、NIEsとの取引となり、実質のウエイトは高くないということになる。そうした意味からすると、切り下げがアジア通貨に及ぶ懸念については、中国自体が競争力上切り下げることによる問題よりも切り下げをした事実が中国への資本流入等に影響を及ぼすことの方がむしろ大きなマイナスかと思われる。

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をお願いする。

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、経済活動の現状評価」に基づき、まず概況を説明申し上げる。

最終需要であるが、設備投資については中小企業を中心に大幅な下落が続いている。住宅投資も一段と低迷している。個人消費は一進一退である。輸入はかなり減少しており、輸出は概ね横這い圏内の動きである。こうした下で企業においては大幅な減産を実施している。この結果、耐久消費財を中心に一部に在庫調整の進捗がみられる。ただ、全般的には在庫水準がなお高い状況が続いている。一方、こうした減産により企業収益が減少しているほか、失業率が既往ピークを更新している。また、雇用者所得の前年割れが続いており、雇用・所得面の大幅な悪化が続いている。物価面については国内卸売物価が需給ギャップの拡大を背景に基調的には下落が続いている。

次に、こうした現局面を景気循環の流れに沿って位置付けたい。まず昨年末に生じた家計支出の減退、アジア向け輸出の落ち込みに加え、この1～3月以降については中小企業を中心とした設備投資の減少が生じている。このため、最終需要の減少はより大幅なものとなっており、それを反映して生産や雇用・所得面でも調整がさらに深まってきている状況である。また、最近ではこうした企業収益、家計所得の悪化がさらに投資意欲や消費マインドの減退に繋がりがつつあるようにも窺える。このように経済情勢は全般的に悪化が続いていると判断している。

もっとも、先行きについては総合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ると見込まれる。従って、物価が軟調を続けるとしても、いわゆるデフレ・スパイラルに陥るリスクは回避できると考えられる。ただ、経済の活動水準が相当な低水準となっている状況下、総合経済対策の執行が本格化しても、民間需要への波及効果は限定的なものに止まると考えられる。従って、追加的なショックに対する抵抗力が乏しくなっている点が懸念される。こうした観点に立つと、例えば今後企業倒産がどの程度増えるか、またそれが企業あるいは家計のコン

フィデンスにどの程度悪影響を及ぼすかが、一つのポイントになろうと考えられる。一方、新政権の下で第二次補正予算の編成や6兆円超の個人所得・法人税減税構想が示されており、当面その内容や実施のタイミングに注目していく必要がある。減税効果の大きさは恒常所得といわれている家計の将来にわたる期待所得に依存するものと考えられるだけに、減税財源の手当の方法も含め、今後、どのような内容のものとなるかが注目される。また、金融機関の不良債権処理についても、これが不動産価格への影響、あるいは金融機関のリスク・テイク能力への影響、さらには雇用等への短期的なマイナス・インパクト等、色々な要素が考えられる訳であり、当面は、この関連法案の審議の帰趨と、それが企業・家計のコンフィデンスに及ぼす影響を注視していく必要があると考えている。

以下では、特徴点に絞って説明する。まず、公共投資の推移である。公共工事請負金額でみた公共工事の発注については、5月に大幅減少した後、6月は大幅増となっている。かなり振れが大きい訳であるが、4~6月を均してみると前期比は+0.3%と、ほぼ横這いで下げ止まっている。ただ、私共のマイクロヒアリングの結果によると、7月には再び減少する見込みであるが、これは一時的な減少と見込まれ、いずれにしても補正予算の発注は8月から出てくる見込みである。従って、当初業界が予想していたよりも多少遅れ気味である。例えば、窯業・土石、すなわちセメント等では7~9月に出荷が明確に上向くとの当初予想を立てていたが、若干後退させている。因みに、公共投資の関連財出荷をみると、振れは大きいですが、趨勢的にはなお減少傾向が続いている。

次に、設備投資をご説明したい。機械受注の推移をみると、6月の実績は民需全体で+5.6%と増加している。ただ、これも振れの大きい統計であり、7~9月の業界見通しレベルもかなり低水準であったほか、4~6月実績でみると、前期比-16%と、かなり落ち込んでいる。達成率は78.2%になっているが、これは3月末の見通しに対し、実績がどの程度になったかを示したもので、2割強落ち込み、達成率が低かったということである。すなわち、業界の3月末見通しを下回っている。なお、6月末時点での業

界の7~9月見通しは前期比-2.1%である。これは修正率を81.5%と仮定したうえでの見通しである。このところ修正率、すなわち達成率が低くなる傾向があり、81%強を前提とすると-2.0%であるが、仕上がりはさらに下振れする可能性がある点は留意しておくべきである。いずれにしても、設備投資の先行指標である機械受注にこのところ急角度の落ち込みが目立っているということである。こうした先行指標の動きからみて、設備投資は当面大幅な減少が続くものと見込まれる。

特に、最近では中小企業の落ち込みの大きいのが特徴点である。中小公庫が6月に調査した中小企業についての調査結果を見ると、製造業、非製造業とも純益率が前年に比べて低下している企業の割合がここへきて増加している。また、設備投資を実施した、あるいは実施する予定の企業の割合も先行きさらに低下する形になっている。因みに、中小の特に非製造業の設備投資に密接に関連している2,000CC以上の普通トラックの登録状況は、例えば7月には前年比4割減となっており、かなり売れ行きが鈍ってきている。また、10トン以上の大型のトラックについては、輸出も東南アジア中心であるため、かなり壊滅的な打撃を被っており、日産ディーゼル等では一時帰休を実施することが報道されている。次に、中小企業の資金繰りについて調べたアンケート結果をみると、金融機関の貸出態度は厳しいままであり、資金繰りもかつてない程厳しい状態が続いている。

個人消費について説明する。乗用車の新車登録台数は、7月に季調後前月比で-0.5%である。他の分野も含めて全般的に判断すると、個人消費については文字どおり一進一退である。なお、エアコンの販売は7月の上旬に一時上向いたものの、その後は天候不順から販売は低調である。メーカーサイドにヒアリングをすると、一旦在庫調整が完了した訳であるが、その後販売が低調ということであり、このままでは再び在庫が増える状況にあるとのことである。唯一明るいのはパソコンであり、7月25日に新しい基本ソフト・ウィンドウズ98が発売され、ソフト販売の好調につられてパソコン本体も売れている状況である。メーカーではウィンドウズ98に当初余り期待をしていなかったが、売れた時に自分の会社だけ製品がな

い状況になっては困るため、先行して少し多目に造っていた事情もあり、まずまずの売れ行きに安堵感が広がっている。ただし、95年にウィンドウズがブームになった程の勢いはなく、パソコンの売れ筋も偏っている。従って、消費全体の牽引役とはならないというのが大方の見方のようである。

消費の背景をなす消費者の各種マインド指標について6月の結果を見ると、いずれの指標もまだ若干悪化している。家計調査ベースの平均消費性向をみると、6月の消費性向はかなり上昇している。今申し上げたようにマインドは悪化しているにもかかわらず、消費性向が上昇するのは矛盾した動きであるが、私共は6月の動きはイレギュラーな要素があったのではないかと判断している。すなわち、所得面で6月はかなり減っているが、例えばボーナス等をみても毎勤統計以上に落ち込んでおり、少しイレギュラーである。また、支出の方を見ると、自動車購入はかなり増加しているが、6月の自動車の新車登録全体はそれ程増えておらず、これまたイレギュラーな動きであり、イレギュラーな両者が相俟って6月の消費性向の異常な高さとなっている。

次に以上のような最終需要を反映した結果としての生産を説明する。4～6月は前月比-5.2%と、かなり大幅な減産となっている。一つには設備の急激な落ち込みに応じて、例えば一般機械等が減産を強化しており、元々在庫調整の動きがほとんどの業種であったため、その動きが重なり、かなり大きな減少になったということである。その結果として、自動車等では在庫調整がほぼ完了しており、これは明るい点である。7～9月の生産については、鉱工業ベースの予測指数によると大体横這いで0.0%になっているが、別途マイクロヒアリングで7～9月の生産を聞いていくと、自動車等では在庫調整が一巡したため、生産水準が最終需要に見合った水準並みに復してくるということである。また、パソコンも先程申し上げたように生産水準を上げることが見込まれる。ただ、大方の業種ではまだ在庫調整を継続しているので、4～6月に比べて、小幅ながらもおマイナスをつけると見込んでいる。特に、素材関連では減産を行うと採算が悪化し、資金繰りも悪化するので、大幅な稼働率の引き下げには消極的であり、在庫調

整には時間がかかるとみられる。まだ腰だめ的な段階であるが、年内の生産計画を各企業に聞いてみると、10～12月についても多少の減少になる可能性があるという結果であり、生産の低迷状況はなお暫く続くと思われる。

次に労働需給面の動きである。6月については、失業率が4.26%と既往ピークを更新しているし、有効求人倍率は0.51倍と78年1月の既往ボトムと並んでいる。この背景として常用労働者数30人以上の事業所、いわば中堅以上大企業を中心とした事業所の動きをみると、93、94年頃から少しずつ常用雇用者を減らしてきている。すなわち、大企業が合理化で人員を抑制している姿であり、最近に至って急に減っている訳でもない。一方、常用労働者が5人から29人の事業所、いわゆる中小・零細企業には変化がみられる。これらの企業は一貫して労働者を増やしてきた訳であるが、97年末あるいは98年初めからピーク・アウトし、逆に人を減らしている。例えば92、93年頃の前年比がかなり高い伸びをしていた時期には、業種別にみてサービスや卸小売、建設等の寄与度が大きく、いわば雇用の吸収セクターとして働いていた。一方、最近の98年第2四半期をみると、卸小売のように前年比でみてもかなり大幅に低下し、前年比マイナスになった業種がある。これまでは雇用を吸収してきた業種が逆に雇用を放出している訳であり、当面厳しい雇用情勢が続くと考えておくべきではないかと考えている。

次に、物価関係である。本日7月の卸売物価を公表したが、前月比は+0.0%、前年比は-2.2%になっている。これは表面上ほぼ横這いになっているが、実はこの中には毎年実施される夏の電力料金の値上げが含まれている。この寄与度が0.22%あるので、その分を季節的なものとして考慮すると、実勢では前月比マイナスになっていた。従って、このところ海外からの要因がほぼ横這いに転じているため、先月に続いて表面上はほぼ横這いに止まってはいるが、国内需給要因は、まだ弱い状況が続いていると基調判断している。

次に、私共が調べている企業向けサービス価格、いわゆるCSP Iの中から国内民間需要要因（全体総平均の中から月々の価格の動向が主に国内

民間需要の動向を反映しているとみられる品目を集めたもので、具体的には全体から規制料金や海外要因を除いたもの)を抜き出してみると、全体ではほぼ横這いの形になっているが、このところ国内民間需要要因の方は少し下がっている。因みに、4～6月の前期比をみると、総平均では0.0%と横這いであるが、国内民間需要要因のみを取り出すと-0.2%であり、やはり民間需要絡みのものは弱い。

最後に地価について説明する。四半期別の地価動向指数をみると、まず、商業地の方は下落幅が拡大傾向にあり、下落地点が全国で9割である。因みに、4月の前回調査では8割であり、さらに下落地点が増え、下落幅が拡大したことになる。また、住宅地も同様の傾向であり、再び軟化傾向を強めている。4割の地点が下落している。前回は3割であり、こちらの方も1割方下落地点が増えている。このように地価については大きく動いたため、月報の背景説明部分に地価のコメントを追加させて頂こうと考えている。表現としては、「経済情勢の悪化等を反映して、下落テンポがやや速まっている。」との表現で載せることを考えている。

(午前10時10分谷垣政務次官退室)

中原委員

地価は地方圏の方が下がり方が少ないが、バブル期に上がっていなかったということか。

村山調査統計局長

そうした感じはある。例えば、93年頃を見てみると、地方圏と東京圏では下落率に相当大きな差があるが、これはバブル期における上昇の反動の差ということだと思う。従って、この期間についてはバブルの調整過程にあったと思われる。最近ではこれがほぼ-2%前後に収れんしてきており、いわばバブルの調整過程が終った後、現在は全般的な景気動向を反映した形になっていることが読み取れる。

後藤委員

バブルが弾けた後、地方は東京や阪神に比べると県庁所在地の地価の下がり方が少なかった。

村山調査統計局長

バブル期にもそれ程上がっていないので、下落も小さかったということである。

三木委員

地価は期待収益率からみてなお高いということか。

村山調査統計局長

現在は企業の期待収益率自体がやや下目に振れ過ぎている面が強く影響しているのかもしれない。

後藤委員

空室率が少し上昇する気配があると聞いたが。

村山調査統計局長

オフィスの空室率等の第2四半期をみると、東京都区部では4.7%と、第1四半期に比べ若干上がっている。従って、昨年から少しずつ下がってきたのが、また中小ビルを中心に空室率が少し上がって来たということである。

後藤委員

期待収益が下がってきたということか。

村山調査統計局長

ただ、優良物件についてはさ程大きな動きはないので、そうした物件の

期待収益率まで大きく動いている状況ではないと思う。比較的小さな限界的な動きに左右され易い分野が少し動いている段階である。

三木委員

国内卸売物価は前月比横這いであるが、その中で輸入物価の下げ止まりの影響は分かるが、夏季電力料金の値上がりが影響しているという説明はどのような意味か。

村山調査統計局長

毎年夏場には大口需要家向けの電力料金を少し引き上げる。

三木委員

料金そのものを利用時間帯で上げるのか。

村山調査統計局長

時間帯ではなく、季節によって引き上げる。7～9月の3か月は特にクーラー需要等でピークが相当高くなるため、これを均す観点もあって夏料金として少し上げ、10月からは下げる訳である。

三木委員

大口の産業用について特別価格を出しているのので、その分をこの時期、若干修正するということか。

村山調査統計局長

そうです。

植田委員

前年比では余り関係ないのではないか。

村山調査統計局長

毎年同じ幅であり、前年比では関係ない。

武富委員

この物価の下落は、産業界からみるとコストダウン要因である。勿論売り値が下がってしまえば収益的には話が別であるが、地価の下落により工業用地もピークに比べて相当下がっているし、公共料金を除けば企業向けサービス価格も下がっている。卸売物価や国際商品価格は、一貫して右肩下がりである。生産性が仮に横這いとして、日本の産業のコストのみに着目すればピーク時からどの程度下がったと考えるのか。逆に、現在の円安の水準は産業の切り下がったコスト構造との見合いでいうと、どのような水準にあると評価するのか。売り値の方まで入れると話が複雑になるが、コストだけ考えるとどうなのだろうか。要するに、物価下落についての悪い面については世の中で色々と認識されているが、実はコストが相当下がっているのではないかという辺の評価はどのように整理すれば良いのか。

村山調査統計局長

そうした意味では、WPIベースでみると、5月までは海外市況と為替要因がマイナスに効いており、明らかに日本の製造業にとっては交易条件が良くなっている。ただ、最近の数量の落ち込みを考えた場合、価格要因で多少良くなったとしても、それは数量の減少によって飲み込まれているのではないか。その結果、企業収益はスクイズされていると思う。特に人件費については確かに雇用は吐き出したし、定例の賃金も多少は下がってきているが、全体として労働分配率はなお上昇気味にあると思われるので、コスト全体としてみれば、やはり企業収益はスクイズする方向に働いているのではないかと思う。

武富委員

結局、設備投資を抑制しても、これだけ雇用調整しても減価償却費や人

件費などの固定費負担があり、数量が落ちて稼働率が下がれば、単価的には非常に厳しい構造から脱しきっていないため、素材での在庫調整も稼働率引き下げに対してディスインセンティブというか抑制要因があることになる。需要面から着目した色々な問題点もあるが、企業のコスト構造からミクロ的にしのぐためにはやむを得ず稼働率を維持し、在庫調整がその分遅れるということになる。従って、需要に見合った生産、あるいは需要よりも大幅な減産を行う度合がどうしても鈍くなるとか、輸出により何とか稼働率を維持することになってしまう。そうした景気調整を長引かせる基本的な構造は全然良くなっていないということか。販価の方は捨象するとして、数量減からくるそうした問題があるのは当然であるが、これだけ物価が下がり、コストがバーダウンしたにもかかわらず、数量の面からのマイナスインパクトがさらに大きいということか。

村山調査統計局長

大企業、特に製造業については労働者も相当削っているし、いわゆるリストラは進んでいる。従って、同じように数量減に見舞われたとしても、コスト構造面からは従来よりも耐久力が増していると思う。それが最も顕著に現れているのが自動車等の加工組み立てであり、大幅減産しても耐えられる訳である。一方、中小企業、非製造業の方はそうした調整が遅れていたため、皺がかなり寄っているということではないか。

三木委員

武富委員の指摘について、特に製造業をみるとほとんどの業種がバブル崩壊後の7年間に相当のリストラを行ってきている。リストラを行っていないのはゼネコンと不動産、金融程度である。それ以外は全部リストラを行ってきているから強いし、大企業だけではなく、連結企業あるいは取引先の範囲を含めて実施してきた。かつ、そこに相当の雇用吸収をしつつ、全体として成り立つ形にした訳である。しかし、現在の状況を見ると、需要の下落に伴い在庫は膨れ上がるため、どうしても在庫調整をせざるを得

ない。従って、生産は企業の固定費が耐えられる水準まで落とすことを続けている訳である。この状態を何とか9月までは続けられるであろうというのが現状であるが、残念ながら9月以降は企業格差によりこれ以上生産を落とせない限界にきている企業が増えたということである。

武富委員

そういう企業が増えている。

三木委員

そうした企業が増えてきているため、自動車以外はほとんどの業種が在庫調整を先送りにし、下期も緩慢な在庫調整で流すというポジションになってきている。生産を現状以上には落とせなくなってくると、次に出てくるのは換金売りである。お金が回らず換金で売り離すと値段はさらに下がり、需給バランスだけではなく換金による値下がり現象も生じてくる。この辺が今後懸念される点である。労働需給の面でみれば、ほとんどの大企業、加工組み立ての自動車等では、リストラが終り残業を規制し、次に季節工をはずし、アウトソーシングをし、対策が全部出尽くしてしまったため、残念ながら雇用調整助成金を申請している段階である。一部認められ、一時帰休をやり、教育帰休を行いさらに臨時休業を行うところが出ている。鉄等はいよいよ月間二日につき一斉に臨時休業に入る。そうした形で雇用全体を維持している。そうした意味で、生産はもう落とせない限界にほとんどの企業になっており、このままでは次なる構造調整の動きは避けられない。

武富委員

従って、その前に調整が終らないと、在庫調整はやはり当初の予想に比べて長期化する訳で、現状はその臨界点に近いと思う。

三木委員

ただ、下期には16兆円が出ることで、間違いなく需要がプラスになり、それがトリガーになってある程度民需に繋がるであろう。従って、上期はこうした形で落ちるとしても、下期は底這いの中から民需も若干増えるであろうというのが短観等に出ている下期への期待である。これは相当不透明ではあるが、そうした期待を持っているのは間違いはない。

武富委員

それが裏切られた場合が非常に危惧されると思っている訳である。従って、結局は先に行なってしまった生産に見合った最終需要が出てこない問題は解決しない訳であり、今後の経済政策は、企業サイドからみるとボリュームが捌けるところに絞らざるを得ない。要するに現在のコスト構造は数量が増えて稼働率が維持ないし向上できれば、収益的にも向上して景気回復と言わないまでも持ち直しの契機は十分掴めるレベルにあるという評価で良いのか。今の円水準を前提にすれば。

村山調査統計局長

為替レートはどの企業についてもかなり輸出しやすい水準にあると思う。素材関連で従来余り輸出もできないといていた先が現在かなり努力しているということは、やはり現在の円レートが、輸出採算に相当大きく貢献しているということである。

三木委員

コスト構造からみると、各企業ともかつて実施してきたリストラのコストダウン効果が現在出つつある。ある程度のコストダウン効果をもたらすような設備投資をした場合は2年程度経ってからその効果が出てくるものであり、コストダウンはなお続いている。しかし、それを上回る価格の下落で全部相殺されてしまう状況にきているのではないか。従って、今後残るのは輸出だけであり、輸出超過の企業は良いが、他の企業は円安による

輸入物価の値上がりだけが大きく出てくる。

武富委員

その場合は、収益スクイーズになる。

三木委員

その意味では国内の卸売物価は下げ止まるであろうが、そのコスト押し上げ効果が収益にもろに影響してくる。

武富委員

円安はトータルとしては経済にプラスだという意見があるが、価格転嫁能力があればそれで良いが、どこかの臨界点以降はむしろコストアップになり、それを転嫁できない国内の需給関係であればその限りにおいて収益悪化要因になる局面があり得る訳である。従って、為替の評価一つにしても非常に難しい。ただ、三木委員のご指摘で何となくまだ良く分からない点は、収益構造の改善との関連で、販価の問題が一番大きいのであろうが、その点を別にして、90年代前半と現在とを比べて企業セクタートータルからみてボリュームの絶対水準が下がっているのか否かである。

三木委員

そのための生産構造調整を実施した訳であり、ボリュームは極めて大きく下がっている。

武富委員

95年頃には一旦ボリュームは戻っていた。ボリュームがその時点からは相当低下してきたとは思いますが、絶対レベルがそれ程に違うのか。例えば、ボリュームが2割減の水準であればコスト構造が何割減であり、両者が如何なる相対関係になっているのかというイメージを持たないと、この局面の景気の評価は非常に難しい。

三木委員

分かり易く鉄の例で申し上げる。昭和 60 年のプラザ合意の後に一度大きく低下して、その後回復しバブルに繋がっていった。その時点で第一回の構造調整を各社が行っている。鉄の場合はそれまで大体 1 億トン強のレベルで考えていたものを、人も合理化しつつ 9,400 万トンまで生産構造を一気に落とした。その後急にバブルになったが、今度は落としたものに対応する能力増強は技術革新を通じて生産効率を上げる方向を採り、構造は変えずに対応してきた訳である。バブルがはじけた後は、構造は変えないままで、引き続き大リストラに取り組んだ。これはコストダウンしかない。3分の1は人を落とし、3分の1はコストを落とす、3分の1は生産性の向上を図るという形で体制を組んだ。その後 1 億トンまで回復したが、現在はまた 9,400 万トンレベルに戻った。

武富委員

粗鋼ベースでピーク比-6%であろう。

三木委員

これは一例であるが、リストラを一度行った先でも限界の生産水準まで来ているという理解ではないかと思う。従って、企業経営者は 10 月以降に経済対策の効果が出てそれが民需に幾らか繋がると思えば、一時の資金手当てを行って、さらに減産による在庫調整を行う。しかし、それが読めなくなってきており、これ以上落とせないというのが最近の状況である。

中原委員

結局、武富委員は何をエッセンシャルに恐れ、問題にしているのか。

武富委員

恐れているという訳ではない。

中原委員

あなたの論点は良く分からない。

武富委員

恐れているとか否かではなく、非常に客観的に現在の局面が企業のコスト構造からみて、如何なる局面かを確認したい訳である。つまり、そこから雇用調整の圧力が先行きどの程度強まるのか、ある程度のところで収まるのか、あるいは輸出ドライブをかけるインセンティブがどうなのか、その際の輸出の価格戦略をどうするのか、あるいは生産活動、在庫投資についてはどうなのか、すべからくコスト要因から解いていくと、先行きの調整の中身と深さや長さに関して見当が付けられるだろう。その場合、一般論としてはデフレ・スパイラルが懸念されているが、本当にそうなのか否かを考えるうえでコスト構造の変化を検討しておく必要があるのではないかと指摘している訳である。既往のコスト構造も最悪期に比べれば相当改善してきており、多少とも需要が戻り、その限りにおいて売り値の下げが止まれば限界的には企業収益がかなり良くなる可能性もあるかも知れない。そこを相当期待して良いのか否かという観点でコスト構造の問題を出している訳である。

中原委員

大きな目でみれば、コスト構造には変動費と固定費しかない訳であるが、日本的経営の一番の弱みは固定費が非常に高いことであり、その構造はほとんど変わっていない。従って、現在一番困っているのは製品の値段が大きく下がってきているため、固定費をもろに圧迫しており、どの企業もリストラに手を付けざるを得ない状況にあることではないか。

武富委員

基本構造は勿論良く承知している。要は、中期的にコスト構造を改善す

る努力の中で循環的な需要の増減とかみ合わせて考えた場合に、現在の局面をどう理解するかということである。

中原委員

それは昔から何回も起ってきており、日本のかなりの企業が限界点に近くなってしまったということである。

武富委員

それが大きいというのが前回の認識であるが、絶対的な比較劣位に追い込まれたセクターが多くなっていることは別途ある。そうした先も入れた平均値で議論するのか、あるいはトヨタの在庫調整は終わったというような意味で最先端のところから如何なる良い流れが始まってくるかを理解するのか、色々模索をしている過程での質問であった。

三木委員

武富委員はここでプライスが止まれば良い方向に行くということであるが、製造業が置かれている現状は、止まればではなくて、下がるのが止められればということである。価格下落のマグマが著しく溜まってきており、表面価格は下げずにいるが、相手側が値下げをしてもらわないと会社が潰れるといった形になれば、ある段階でどうしても価格調整せざるを得ない。つれて企業収益が赤字に転落する原因になるので、止まればというよりもむしろ低下を止められればという方に非常に大きなウエイトがあり、このプライシングの問題が、目下の企業の最大の問題である。下期にかけて、仮に予定通り民需に繋がる形で公共投資が出てくれば、この価格問題も相当改善する要素がある。

武富委員

例えば、今のお話を端的に言えば自動車と鉄の関係であり、自動車のような最先端の需要先は在庫調整が概ね終わったとなってくると、鉄の調達

に対する自動車側のスタンスが…。

三木委員

その鉄と需要家との関係であるが、自動車は輸出で儲かっているため、今の所値段を下げろとは一切言ってきていない。

武富委員

私が申し上げているのは、お話にあったような流れになれば、じりじり下がっていく流れが止まり、そこからプラス方向への流れが始まり得るということである。素材価格のこれ以上の値下げ要請がないということが少しずつ広がっていけば、経済の流れが多少変わるだろうということである。

三木委員

しかし、全般には値下げ圧力のマグマが溜まっている。通常のコマーシャルベースの市場取引で考えれば、さらに下がっているはずではないか。それを下げずに後で面倒をみるから待って欲しいという形で売り手と買い手の間がきている。今後需要が戻ってくればその利益で消せるはずということで凌いで貰っている。従って、卸売物価等にはまだその辺の影響は出ていないが、実態は数字も下がり、当然企業収益の大幅な赤字を招来しかねない状況なのではないか。

中原委員

地価の値下がりについては、デフレ圧力で下がってきたとのことであるが、いわゆる収益還元法で計算できる地価のレベルはこの先どの程度下がるのか。

村山調査統計局長

優良物件については利回りはかなり良い水準になっている。従って、本来であればこれ以上下がることは余り考えられない。

中原委員

それは商業地か、住宅地か。

村山調査統計局長

商業地です。ただ、特にこうした地価動向指数等で捉えている調査ポイントは結構小さい物件も多く、大きさからいって、収益の取れないところが多々あると聞いている。そうした物件の収益還元価格はさらに低いはずであるが、水準自体は個々の土地により異なるので、なかなか全体の状況は把握しにくい。

中原委員

さらに1割下げるとか、何割下がったらどうかといったことは分析できるのではないか。

後藤委員

下がっている地点の数が増えたということである。

中原委員

いずれにしても収益還元法による下げ止まりが成り立つと言いながら、一方でまだ下がっているところが増えている訳であるから、今少し分析して欲しい。

村山調査統計局長

収益還元法は長期的には成立するが、やはりその時々需給やセンチメントに伴い、行き過ぎることもあり得る訳であり、それが現在生じているのか否かを分析するのはなかなか難しい。ただ、一つだけ明らかなことは、商業地についてはバブルの調整自体は既に終わっている点である。収益還元価格との関連が長期的に安定しているかどうかは我々もまだ確認でき

ていない。やはり経済の短期的な足許の状況により、それが引きずられることは十分に考えられる。今回調査での下落が収益還元価格自体が下がっているのか、あるいはそれに向かう動きなのか、あるいは短期的なフラクチュエーションなのかはもう少し時間を頂いて分析したいと思う。

中原委員

それでは収益還元法が成り立つと思われる地点が増えているのか否かを調べて頂ければいい。

村山調査統計局長

その意味では、優良物件について当てはまってきているというのが業界の見方である。

中原委員

それが増えているかどうかである。下落した地点が増えているとの先程の説明に対して、還元法が成り立っている地点が増えているのであれば一つのアンチテーゼになる。

村山調査統計局長

この地価動向調査のポイントのほとんどは中小の土地である。従って、そちらの方に影響されやすいので、優良物件が1割あり、それが動いていなくても他の9割が小さい土地であれば、収益還元法価格でみた全体の動きと離れたところでポイント数が影響を受けることになる。

中原委員

要するに、地価の底がいつ入るのかを問題とすれば、収益還元法が成り立つことが一つの条件であろうから、概して成り立っているとみるのか、それはどのような計算でいつ頃分かるのかを伺っている訳である。

村山調査統計局長

少し研究したうえでお答えしたい。

中原委員

物価については、鉄や石油など、需給が崩れて下がってきているものと生産性が上昇して下がっているものがある訳であるが、現在生産性の上昇に伴い物価が下がってきているものはどの程度あるのか。

村山調査統計局長

電気機械関係は明らかに生産性向上によって下がってきている。

中原委員

それはどの程度の割合になるのか。

村山調査統計局長

電気機械も例えば7月についてみると、前年同月比で-0.2%下がってきている。この内どれだけが生産性向上によるものか、どれだけが需給要因によるものかは分からないが、最近では需給要因がかなり効いているという見方が多い。特に、半導体関係については在庫が急増しており、従って値下がりも相当急なものがあるが、これは明らかに生産性向上ではない。

中原委員

かつての半導体市況のように3年間で半分の価格になることもあり得るか。

村山調査統計局長

現在の半導体の値下がり、明らかにそうした程度を乗り越えた形の値下がりであり、採算が相当悪化している。従って、例えば後発メーカーは次世代のメモリーから撤退する旨決定しており、そうした動きは、採算が

相当悪化している証左だと思う。また、これまで採算が取れてきたと言われているトップメーカーにおいても、今年度の半導体関連の設備投資をかなり減額する動きをみせており、現在の値下がりはかなりの部分が需給悪化によると言える。

中原委員

日本国内での景気は苦しいが、最近東南アジアに進出した先で輸出用の場合、通貨安のために非常に巧くいっているところが多い訳であるが、該当の統計はあるか。欧米向けの輸出が非常に巧くいっているということであった。

村山調査統計局長

親を救っているような話はあると思うが、いわゆる外々取引の公な統計は見たことがない。

マイクロヒアリングでは特に電気関係で東南アジアに進出した先はその恩恵を被っており、かかる事態にもかかわらず、海外工事はフル生産の先も少なくないと聞いている。全体統計の有無については調査したい。

速水議長

次に、企画室山本企画室参事から最近の金融面の動きについて報告してもらおう。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室参事

最近の金融情勢について説明する。まず、全体として短期金融市場の動きを総括すると、金融機関の経営問題などを巡って、引き続き警戒感が残しながらも、日本銀行による潤沢な資金供給もあって、徐々に不安心理が後退してきている。

ユーロ円3か月物金利については、7月半ばから下旬にかけて再び9月

期末越えの流動性リスクに対する警戒感が強まったため、若干強含んだ後、現状なお、横這いの動きとなっている。1 か月物のインプライド・フォワードレートでみると、7月中は2 か月後の9月スタート10月エンド物、8月に入ってから8月の1 か月後スタート物の二つが9月末を超える1 か月物であるため、突出して高い状態にあり、引き続き9月期末越えの流動性リスクに対する警戒感が表に出ているレート水準となっている。ただ、現物1 か月物とユーロ円金利先物の足許1 か月物は、一旦ピックアップした後、徐々に僅かながら低下をしている。ユーロ円金利先物の各々の時点をとったカーブをみると、98年8月6日直近時点では全般に低下が始まっている。1限月先9月限ないし、2限月先12月限をみると、この6月下旬の水準からは0.1%弱下がってきた。きっかけは総裁の講演およびその後の期末越えの資金供給である。現物レートの方は金融機関自体がまだ9月末越えの資金繰りに目処をつけきっていないので、下げ渋っているが、先物等がやや先行して下がってきているため、全体としては金利上昇圧力は警戒感を残しながらも徐々に薄れてきているのが現状であろうと判断している。

二点目は長期金利と株価の動きである。国債指標銘柄流通利回りは、昨日再び1.2%割れになっており、本日も1.17%と概ね同様の水準である。最近のボトムである6月2日が1.13%であったので、金利としてはほぼボトム水準で、146円の為替相場と見合った動きになっている。こうした長期金利と軌を一にする形で株価もじわじわと軟化している。昨日は15,600円を付け、本日もほぼ同水準である。ただ、株価に限れば、6月半ばのボトムが14,700円であったので、それに比べれば1,000円程度高い水準で何とか踏み止まっているという見方もできようかと思う。因みに、株価オプションのインプライド・ボラティリティも株価に関しては、さほど大きく上がっていない。ボラティリティ・スプレッドをみても下値不安はさほど強くない状況の中で、銀行株を中心にじわじわと軟化しているのが現在の株価水準である。

いずれにしても、新政権の下で再度大規模な財政措置に対する表明があ

ったにもかかわらず、市場の反応は全体として長期金利、株価の反応が鈍い。その評価については色々な仮説、マーケットの見方がある。設備投資の減少や雇用の悪化といった足許の経済情勢の悪化、あるいはアメリカの株価下落や中国人民元の切り下げを巡る報道等に市場が強く反応しているとの見方もあるし、金融再生法案の国会審議を見極めたいというような見方もある。長期金利に関しては、金融緩和が長期化するのではないかとの見方もある。いずれにしても、全体としてみると、こうした市場の反応から財政措置に対する評価を行うのはまだ時期尚早と感じている。

第三点目は企業金融の動きである。民間銀行貸出の5業態計が6月は-1.0%という実勢ベースの数字は前回会合での報告と変わっていない。7月もヒアリングによると特に大きな動きはないようであり、全体としてみれば低迷基調が続いている状況に変わりはない。ただ、資本市場調達のうち、特に社債の発行は引き続き順調に推移している。グロスベースでは、社債の発行は6か月間1兆円を上回る発行額、ネットでも5千億円、6千億円、7千億円といった増加が続いており、発行ペースとしては、引き続き高水準が続いている。ヒアリングによると、市場の金融システムに対する不安感が強まった6月以降、大企業が再び手許資金を厚めに維持する意欲を高めている由であり、これが社債の発行を改めて前倒しで行うことに繋がっていると思う。社債の流通利回りと国債利回りとのスプレッドは比較的安定しており、社債の発行金利自体もさほど目立った上昇はなく、ほぼ国債の動きに沿った動きになっている。この間、社債の発行クーポンをスワップ・レート対比、すなわち金融機関同士のやりとりのレートとの対比でみると、社債のスプレッド幅自体はじわじわと縮んできている状態であり、発行が比較的順便に進んでいる。企業により、あるいは発行の規模によりスプレッドにはバラ付きがあるが、格付けの高い先、信用力の高い先の資金調達自体は順便に行われていると判断して差し支えないように思う。

銀行貸出の大幅な低下には、やはり中堅、中小企業の資金需要自体が落ちていることが効いているようであり、何か急激に企業金融がヒッチを起

こしている状況にはないように窺われる。しかし、その一方で、中堅、中小企業の資金需要が落ちている裏側にはそもそも融資態度が厳しいため、設備投資を後倒しにしているといった動きがある訳であり、やはり資金調達環境全体としては厳しい。さらに、収益自体も落ちてきているので、中堅、中小企業にとっては引き続き厳しい資金繰り環境が続いている状況に変わりはないと判断している。

中原委員

S B発行クーポン、スワップ・レート対比スプレッドはどう読むのか。

山本企画室参事

実際の社債の発行金利はこれを足し合わせたものとみて頂ければ良い。スワップ・レートは例えば5年物の7月ではA格が79bpであるので、A格社債の発行金利の最終的な仕上がりは $0.79+1.34$ の2.13である。金融機関同士のやり取りは金融システム不安につれてレートが若干上り気味となっており、国債とスワップレートとの格差が若干開き気味な一方、社債と国債との利回りが安定している。その結果としてスワップと社債との間のスプレッドがむしろ縮んできている状態である。

後藤委員

貸出スプレッドは傾向的に上昇しているのか。

山本企画室参事

スプレッドの統計自体が取り始めたばかりなので、どの程度の信頼度があるかなお確認しきれていないが、特に長期の方で一旦3月、4月、5月と傾向的に少しスプレッド幅拡大が止まったかとみたが、6月は再び若干上昇している。市場では金融システム不安の緊張感が強まった時期に一気に上がる傾向が見られるようであり、じわじわと上がり続けている。短期の方はスプレッド幅が上昇したといっても大きな上がり方ではないが、長

期を中心にスプレッド幅が上げられている。

後藤委員

金融機関の融資構造が量的な絞り込みから質的な相手先の選別とリスクに応じた利幅をとる方向に変わってきているということか。

山本企画室参事

融資構造自体は変わってきていると思う。実は、こうしたスプレッド幅の変化にもかかわらず、新規貸出約定平均金利には全くこうした姿が反映されておらず、大企業ないし格付けの高い先のウエイトが高まっているように窺われる。確かに、ここへきて再び大企業自体が手許資金を厚くしようとする動きに対して、中堅、中小企業が資金需要を大きく落としてきているので、そうした構成比の入替えが一方で融資サイドが積極的に行っているスプレッド幅の引き上げを計算上抑制する方向に働くということだろうと思う。

中原委員

長プラよりも約定金利の方が低くなっているのは何故か。

山本企画室参事

長期プライムレートは長信行が長期間の貸出をする際の金利ではあるが、例えば実際に都銀等が貸出す時には必ずしも長プラを使わず、スワップ・プラス・アルファの変動金利で貸出をする。従って、そうしたものの計算上のウエイトの差による影響が出ている。実際には長プラはむしろ中堅企業に貸す時のプライム・レートとみるべきであり、大企業等はむしろやや安値の変動金利貸しの方に移ってきている。

中原委員

現状、大手の都銀では長期を短プラ・プラス・アルファで貸出している

ので、ここで長プラと言っているのは長信銀の長プラと理解してよいか。

山本企画室参事

長期プライムレートは長信銀の長プラである。貸出約定平均金利の方は、都銀、長信全部込みでの数字である。

速水議長

マネーサプライが3.5%と余り著しく落ちていないのはどのように考えるのか。

山本企画室参事

銀行貸出を中心とする資金調達は長い目でみると、今年に入ってから落ちている。大きく落ちた後、4月、5月とほぼ横這いになってきている。それを下支えしているのは海外経常余剰であり、輸出が出て海外の資金不足になっている。また、財政サイドの純支払がコンスタントに出ていることも、下支えされている格好である。一方、経済自体は全体に悪化している訳であるが、先程申し上げた大企業の資金調達を厚めにする動きが資金需要が落ちる方向に対して若干下支えになっている部分もあり、一定の影響を及ぼしていると思う。

中原委員

マネタリー・ベースは10%程度伸びているのに、M2+CDは3.5%しか伸びていないが、この乖離は何なのか。信用乗数が大きく低下してきていることもある。色々な説があるが、あなたの学説は何か。

山本企画室参事

マネタリー・ベースの伸びの最大の理由は、銀行券で持たれている割合が非常に大きくなったことである。前年比のグラフでみると、95年9月に公定歩合を現行の0.5%にした後勢い良く伸びている訳であるが、その間

銀行券が大幅に増発になっている。その後、大体1年経過したので、前年比ベースで見ると一巡してきている。97年の秋から再び伸びているが、これは金融システム不安に伴って、筆筒預金が増えた結果である。銀行券が筆筒預金の形になり、いわば金融市場の中からリークしてしまい、M2+CDのような信用活動、信用創造の過程に繋がってこない資金が増えてしまっていると思う。

中原委員

これが、海外に流れていることはないのか。

山本企画室参事

銀行券自体は勿論海外に流れている部分もあるかもしれないが、マネタリー・ベース自体は銀行券と準備預金額であるので、やはり家計を中心に銀行券が手許に持たれていることになる。預金金利水準が低いので、銀行に預金せず、自分の手許に持っている銀行券の割合を高くしていると考えられる。

中原委員

嫌なことである。大恐慌の時と類似している。

山本企画室参事

金利水準が低い時には、どうしてもマネタリー・ベースの中から例えば銀行券や金融機関がフリー・リザーブを持つ形で流出してしまう部分が出てくる。

中原委員

年末を睨んで円投の対策を打つ動きはその後どうなっているのか。

山下金融市場局長

12月には外国系の金融機関がバランス・シートを締めるため、当然抑えられる懸念があり、12月を睨んで外貨調達をしなければならないという感じが出ている。ただ、大体は3か月を中心に調達しているなので、まだ本格的な動きが出てきている感じはない。しかしながら、現状は特に欧州系が外貨を抑えてきており、ロンドン、ニューヨークもほとんど取れずに、ロンドンで英系を中心に外貨を多少とっている程度である。後は円投で凌いでいる。

中原委員

邦銀の欧州での調達状況はどうか。

山下金融市場局長

ロンドンマーケットは比較的外貨がとれる。ただ、主要行であっても、徐々に間口は絞られてきており、この8月後半頃からは徐々に12月を睨んだ外貨資金調達をやっていかなければならない感じがある。その場合にはもう少し長目で取ることになると思う。

中原委員

調達必要額はどの程度か。

山下金融市場局長

大手行、例えば都銀の上位3、4行では外貨調達必要額がまだドル程度ある。

中原委員

それは合計か。

山下金融市場局長

1行ベースである。資産の圧縮や法個人が外貨預金を増やしているので、そうした国内での外貨預金を調達する等色々と工夫をしてはいるが、やはりかなりの額を調達する必要があるだろう。

武富委員

円投の場合は、スワップを組んでドル転する訳であるが、相手方は外銀ではないのか。

山下金融市場局長

外銀である。

武富委員

外銀にとってはスワップを組むとデリバリーリスクがある訳であるが、邦銀に対して外貨で直接資金放出するのと、スワップで取引の相手方にするのでは、リスクの観点で何か質的な差はあるのか。

山下金融市場局長

スワップの場合には一応円と外貨がそれぞれ担保になっている形である。ただ、信用リスクが高まった時や相手先によって今年の11月、12月辺りはスワップ取引自体も辞退する動きがあった。しかし、現状ではまだそうした感じはなく、一番のネックは外銀が円転した円を運用する先に困ることである。日本銀行の売出手形が一つの運用先となっており、現状私共が売出手形を実施すると、相手は外銀がほとんどである。実際には、そうした外貨、円投の資金を巧く回す役割を売出手形が果たしている形になる。

速水議長

実体経済の実状と比べてみて、マネーサプライだけが3~4%で推移して

いるのをどう理解すべきか。

山本企画室参事

一つは日本銀行が金融緩和を行っているためであろうと思う。確かに、現在の名目成長率は、成長率自体がマイナスであったり、物価自体がマイナス方向にあるので、その比較感だけからはマネーサプライは結構良い水準であるという言い方もできると思う。全体として金融緩和基調を維持しようとしている中にあり、マネタリー・ベースでみれば、10%も伸びるような積極的な資金供給を実施している中でマネー自体はそこそこ維持されているということであろう。ただ、その裏側にある資金需要がどの程度实体经济に結び付いているかという点、その一部は企業が取り敢えず手許資金を厚めにしていることに伴い底上げになっている部分もある程度織り込まれていると思われ、前年との対比では投信から預金へのシフト等もあったので、多少その点は割り引いてみる必要がある。

速水議長

統計を見ると海外資金不足が比較的大きい。これは海外で借りられないために、円投によりドル転して海外店で使っている分がマネーサプライになっているのか。

山本企画室参事

これはM2+CDのバランス・シートの裏側を計算する際に、経常黒字の大きさをそのまま反映させる形で統計を作っていることによる。

Ⅲ. 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

引き続き黒田理事から当面の金融政策運営方針の検討ポイントについて説明願う。

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

お手許の資料5に沿って、説明する。まず、1の検討ポイントであるが、既に色々議論もあったので、簡単に要約させて頂きたい。(1)景気・物価の現状をどう判断するかについては、設備投資関連や雇用関連を中心に経済指標全体がさらに悪化しているようにみえるとの報告があったが、これは概ね委員方の予想の範囲内と考えて宜しいか、それとも従来の景気判断を一段と下方修正する必要があるのか、という点であろうかと思う。また、所得・雇用環境の悪化が続いている訳であるが、最近の家計マインド指標の悪化等から見て、今のところ一進一退で何とか持ちこたえている個人消費が再び落ち込むといったリスクをどの程度念頭におくべきかという点もあろうかと思う。一方で、アジア向け輸出の一段の悪化に歯止めが掛かりつつあること、あるいは公共投資が下げ止まってきていることをどう評価するかという面もあろうかと思う。在庫調整についても、自動車等の一部業種では進捗してきているが、在庫調整の圧力全体としてどう評価するかという点があろうかと思う。卸売物価の方は下落テンポが鈍化しつつあるように窺われる訳であるが、消費者物価は医療費引き上げ等の制度変更に伴う要因を除くと、前年比ややマイナスできている。こうした物価指数の動きを踏まえて、最近の物価動向をどう評価するかといった点もあろうかと思う。

(2)の景気の先行きであるが、98年度下期について景気がどの程度明確に下げ止まりないし、持ち直すと期待できるのか、99年度へ繋がる展望を描きうるのかといった観点、また不良債権の抜本処理を進めていくことが足許あるいは先行きの景気に対してどのような影響を及ぼすのかといった視点もあろうかと思う。設備投資の動向等からみて、企業の期待成長率自体が下方屈折している可能性もあり得るが、そうした期待成長率の低下に見合って、各種の調整が進捗するとすると、そうした調整が進むまでは本格的な回復が難しいとみるべきなのか、それとも政策対応如何で期待成長率自体が比較的早期に維持回復されると考え得るのか、さらに海外経済

とくに、アジアと米国の動きに起因するリスクをどの程度念頭に置くべきかといった観点もあろうかと思う。

(3)の、先行きのデフレ・スパイラルについては、企業収益や家計所得は、当面悪化傾向の可能性が高い訳であるが、総合経済対策の効果等を勘案すると、少なくとも98年度下期中にデフレ・スパイラルに陥る事態は回避されるであろうとみて宜しいのかがポイントになる。99年度入り後も含めて、先行きデフレ・スパイラルのリスクを考える際に如何なる要因に注意すべきかといった点もあろうかと思う。

(4)は金利や株価、為替相場等の金融面の動きである。株価や長期金利の動きからみると、市場では恒久減税等に対する期待が一旦強まった後、現在は新政権の政策運営をより冷静に評価しようといった姿勢にあるように窺われるが、そうした市場の姿勢、見方をどうみるかという点があろうかと思う。金融市場では、金融機関の信用リスク、流動性リスクに対する警戒感が引き続き根強いように窺われている。今後9月末にかけて、市場の不安心理が大きく高まるリスクをどの程度みておくべきかという点があろうかと思う。また、実質金利の動きや水準をどう評価するか。最近における円相場の動きや水準をどう評価するかという点もあろうかと思う。

最後の(5)は、貸出、マネーサプライ等の量的金融指標についてである。先程来議論のあったとおり、民間銀行、金融機関貸出は減少傾向にあり、マネーサプライの伸び率もやや鈍化傾向にあるが、これをどのようにみるべきか。实体经济の弱さを反映した資金需要の面、金融機関の仲介機能が低下している面、資金供給の面をどのように評価するかといったことかと思う。企業の資本市場の調達には普通社債を中心に比較的活発であるが、これをどのように評価するのが適切かという点もあろうかと思う。また、中小企業を中心とした資金繰り環境の厳しさが設備投資のさらなる減少、企業倒産の増加等をもたらすリスクをどうみていくかという点もあろうかと思う。

次に、運営方針であるが、いつものとおり基本的に三つのA、B、Cの

選択肢を掲げさせて頂いている。Aは金融を幾分引き締めるという方向の選択肢である。無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて〇〇%前後で推移することを促す、というものである。こうした選択肢については、当然ながら設備投資の大幅な減少や雇用・所得面の大幅な悪化等を踏まえて、経済情勢が全般的に悪化を続けていることとの整合性をどう考えるかという点、総合経済対策や減税を軸とする新たな景気対策、不良債権の処理等については、企業や家計のコンフィデンスに与える影響を含めて、その効果を見極めるべきではないかという点、あるいは金利の引き上げ措置が長期金利や株価等に悪影響を及ぼすリスクはないかといった検討ポイントがあろうかと思う。

選択肢Bは現在の政策スタンスを維持する選択肢である。この選択肢についても、経済の現状が一段と厳しくなっている中で現状維持という政策を採ることの整合性をどう考えるか、経済活動水準のかなりの低下に伴い、総合経済対策の効果が民間需要の自律回復に繋がる見通しが明確でない、あるいは持ち難いということ踏まえると、金融面から追加的なサポートを行うべきではないかといった検討ポイントが出てこようかと思う。

選択肢Cとしては金融を一段と緩和するという方針である。この場合にも検討ポイントとしては、私共のいわば標準的な見通しとしては、総合経済対策の効果により、少なくとも一旦は景気の悪化に歯止めが掛かり、デフレ・スパイラルに陥るリスクは回避できるのではないかとしていることとの関係をどう考えるか、不良債権の抜本処理、減税を軸とする新たな景気対策等を巡る動きを今暫く見極めるべきではないかといった点、あるいは一段の金利低下の効果をどう見るべきか、従来から議論のある企業や家計のコンフィデンスを高める効果をどの程度期待できるのか、金利引き下げに伴い、家計がむしろ防衛的な支出行動をとることはないのか、金利の引き下げが再び円安加速を招く可能性についてどう考えるべきかといったことかと思う。また、今後株価の下落と追加的なショックが生じる場合に取れる政策手段を一層狭めてしまうことについてどう考えておくべきかといった検討ポイントもあろうかと思う。

選択肢Dは追加的に準備預金の準備率を引き下げることにより、緩和方向の施策を行うという選択肢である。検討のポイントもほぼ先般来の説明と同じことになろうかと思う。

(午前11時30分中断、午後0時22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いたい。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ご意見を各委員から頂戴して討議したい。最後に政府から出席の方からご意見があれば承るという順で進めていきたい。それでは、まず金融経済情勢について委員のご意見を願います。本日は最初に三木委員からお願いしたい。

三木委員

まず、実物経済の動きについて、先程村山調査統計局長から色々説明があったが、その中でポイントだけを要約する意味で申し上げたい。一つはGDPの6割近くを占める個人消費が一体どうなのかである。これを代表するのは自動車と住宅だと思うが、この二つが今後の民需主体の景気回復のリーダーになり、それに設備投資がついてくることになるであろうし、ならざるを得ないであろうと思われ、自動車と住宅の動きが最大のポイントになる。住宅は6月も年率121万戸、前年比11.7%の減で、18か月連続のマイナスと、低迷のまま回復の兆しが無い状況が続いている。自動車の国内販売の7月は前年比8.4%減となっているが、その中で2,000CC以上の普通乗用車について4月は前年比2.4%増、5月は0.3%増、6月は1.2%増、7月は5.1%増と、逐月売れ行きが上がり、相当戻ってきている。他方、2,000CC未満の小型乗用車の方は4月は5.9%のマイナス、5月は横這い、6月は3.2%のマイナス、7月は2.2%のマイナスで、マイナス幅が

少しずつ縮まってきている。従って、乗用車については二極分化の動きはあるものの、少しずつ下げ止まりの方向が出てきているとみて良いのではないかと思っている。つまり普通乗用車クラスは個人層の中産階級でかつローン・教育費を抱える40代前後より少し上のクラスの家計で購入の動きが相当出ている。逆に小型乗用車が戻ってきているのは、1,000CCのリッターカーが大幅に売れていることによるものであり、1,000~2,000CCの間を使う40代前後の最も苦しい層だろうと思う。いずれにしても一進一退の中で、各自動車メーカーは買替えのマグマが相当溜まっている状況を踏まえて、この新車攻勢に賭けるというのが販売ディーラーを含めた動きになってきている。ようやく下げ止まりの方向に来たと思っている。

次は設備投資関連であるが、指標として見るべきものが三点あると思う。一つは非住宅の着工面積で、前年比21.1%の減と9か月連続のマイナスになっている。先月は、唯一スーパーやコンビニの特に地方を含めた店舗開発に伴う着工面積だけが5月に前年比19.1%増を示したが、それも6月は前年比33.9%のマイナスに再度落ち込んだ。ただ、そうした中で公共投資絡みの学校の校舎、病院はそれぞれ前年比6.9%増、19.6%増とになっており、公共投資関連は着実に出てきている。もっとも、非住宅の中の構成比をみると、公務文教と称する校舎や病院は13%位のウエイトしかなく、非常に小さい。いずれにしても能力増強投資はほとんどみられないことに変りはないので、設備投資関連は依然として悪いということだと思う。

また、普通トラックも7月は前年比40.8%減、小型トラックは24.7%減と、物流投資は同じく落ち込んだままである。一般機械の生産指数前年比をみると、6月は11.1%減とこれも落ちたまま変化がない。唯一IPP等の電力投資関連のボイラー原動機だけは前年比53.4%増と非常に増えているが、設備投資関連全体については後退局面の底這いと言わざるを得ない。

三番目の問題が公共工事関連である。公共工事は第1四半期は新会計年度入りの端境期という通常の季節的な問題もあり、先程の説明のように計数的には一進一退であるが、平成9年の補正、平成10年の81%の前倒し

が予定通り着工されてきているとみて良いだろうと思う。

そういった三点の動きを反映した企業の生産動向をみると、自動車は第1四半期は236万台、第2四半期は240万台、第3四半期250万台、第4四半期255万台と年間合計980万台が現時点の生産計画見込みである。因みに、平成9年度の1,078万台に比べると1割強の減ということになるが、ほぼ2か月に亘って計画に実績が伴っており、まずは計画通りにいこうと見込まれる。一方、素材の中で、鉄鋼を例に申し上げると、粗鋼生産は上期が全国レベルで4,600万トン、下期が4,750万トンで、年間9,400万トン割れという数字になりそうである。上期、下期を通じてほとんど横這いでみており、下期が若干増えているのはまさに16兆円対策がここに反映するとみているためであるが、その程度しか見込めないという問題がある。従って、在庫調整は年度末まで延び、生産をこれ以上落とせない状況で暫く走らざるを得ない。16兆円の効果だけでは内需は底這いのままとの見方で下期計画の検討に入っている。鉱工業生産指数は全体としては6月は前年比7.9%減、前月比は1.3%増になっているが、これ以上生産を落とせないという問題と需要減がある程度下げ止まってきたことの両面から生産の減少は止まってきたかとみている。

次に、国内の卸売物価指数は6月、7月ともほぼ前月比ゼロ、消費者物価についても6月は前月比ゼロ、7月は0.1%と、ほぼ止まった形で横這いになっている。総括すると、二番底の懸念はなくなったとみて良い。ただし、16兆円対策も現状では下支え効果に止まって民需への波及の動きは全くみられないだろうと思う。価格も素材産業の市況品種はほぼ底をついているとみられるが、一般品種は依然として買う方と売る方で綱引きの状態にあり、値下げ圧力がマグマとして溜まったままになっている。石油、化学、鉄鋼、セメント等の素材産業は押し並べてそうした形になっている。各企業ともさらなる価格ダウンになると、企業収益に直接跳ね返り、赤字決算に繋がる瀬戸際に追い込まれている。従って何とかこの9月までは需要減、生産減、在庫調整に耐えつつ、価格はキープし、10月以降の16兆円対策の効果による民需回復へ繋げるという期待の下で動いているとみ

るべきだろう。

当面の実物経済のポイントは、秋口以降の民需の足取りがどうなるかに大きく焦点が絞られる。従って、現在の最大の注目点は各企業が下期の経営計画、生産販売計画を如何に組み直すかである。3月、6月の短観の経営者判断には下期期待が表われた数字が出ているが、いずれ下方修正に組み直さざるを得ないことは間違いなく、各企業ともその点をこの8月、9月で徹底的に議論していくことになると思う。それに関して三点程申し上げたい。一つは、経営者は16兆円の経済対策、今回の小渕新政権の下で発表されている税制改正、10兆円の今年度二次補正といった財政政策を好感し、下期回復のイメージは依然崩していない。第一線の現場は、官公需の増加は経済対策効果として織り込んでいるとしても、民需については景気底這いのままとみて、非常に弱気になっている。ほとんどの業種でこうした経営者と執行部隊との攻めぎ合いになっている。個人、企業のマインドが問題であると本会合で何回か指摘してきたが、その点で目下第一の岐路にあると言わざるを得ない。経済を動かすのはやはり最後は人間であり、人間である経営者の意思に訴えかける必要がある。従って、これだけの財政が出るに当り、それを支える日銀の政策的発信が非常に重要な局面だろうと思う。

二番目に、仮に状況が現場の執行部隊の想定に近い形で推移した場合は、内需の低迷に加えて下期の輸出は完全にダウンする。各企業とも輸出は伸び悩み、在庫調整は当然繰り延べられ長引くことになり、価格の下落が最大の問題になる。特に、今回は株価低迷の中で従来はリストラの度に益出しに使ってきた銀行株の低迷が非常に深刻な状況になっており、否応なしに株式含み益依存経営からの脱却が求められるため、価格下落が収益にダイレクトに跳ね返ると思っている。

三番目には、上期収益が赤字と見られる先の広がりがかつてない姿になっていることである。一例として自動車や電気に最も使われる薄板業種では鉄鋼メーカー各社から出た材料を加工センターで加工する訳であるが、全国にある加工センター約250社が先月と先々月全社赤字になった。これ

は統計をとり始めた約 20 年前から初めてのことである。いずれも中堅・中小企業であるが、このように企業収益が赤字になってきた。従って、企業金融面でも事態の深刻さは増してきていると感じている。

一方、大企業あるいは総合商社では毎月 1 兆円強の社債を発行しているが、その金のほとんどを現預金に積み上げている。それは 9 月の期越えの際、自社の問題もあるが、むしろ連結企業、取引先、系列会社といった先の資金繰り対応を念頭に置いて行っている訳である。つまり、大企業・商社が銀行に代替して後向き資金需要に応ずる動きをしているのが現状である。特に、大企業等では社債によって調達した金を銀行への返済資金に充て、その分、関連企業にその枠を回して融資してくれと銀行に要請する動きも相当出てきている。そうした状況を見ると、9 月の期越え資金は大きな問題として考えておかなければならない。

各企業とも下期に期待した経営計画を組んでいるが、それを見直さざるを得ないという時に、期待が大きく裏切られるような場合の見直しの反動は大きいという懸念を持たざるを得ない。自動車等一部には 4~6 月に在庫調整を終えた業種もあるが、大方の先の下期計画は実に動きが鈍いので、大幅な下方修正になると思う。こうした懸念が深刻なものになってくると、経営としては設備投資の抑制だけではなく、さらなる構造調整に踏み切らざるを得ない。それに伴い、当然人員削減、賃金カットにならざるを得ない訳であるが、現在はそのせめぎあいの瀬戸際にあるのではないかと感じている。従って、デフレの入り口にいるのは間違いないので、その対応をよく見ておく必要がある。そこに、政府の一連の財政出動措置と、不良債権に取り組むための金融再編六法案等一連の措置が出てきている訳であり、それを受けて日銀の金融調節についても CP 等を中心にした潤沢な資金供給を現実に実施している。先月末の速水議長からの国民、企業に対する発信は、非常に意味があったと思っているので、それを踏まえて、この局面をどう克服し得るかがポイントである。こういった状況の中で当面の金融政策については、政府の一連の財政出動措置と併せて金融機関の潤沢な資金供給を促し、問題のない企業の資金繰りに影響が及ばないようにする

貸し渋り対応とデフレ対応の二つが最も求められることかと思っている。

中原委員

景気、物価の現状であるが、私が前から何回も申し上げていた設備の調整、雇用の調整、さらに地価の調整の三つがいよいよ最終局面に入ってきたという感じを強く持っており、なかなか容易ならざる事態にある景気は一段と深刻化している。その点は、海外でも例えばグリーンSPANFRB議長が大変心配しておられるようであるが、いよいよこの両3年かけてそういう調整のクライマックスを迎えると思っている。

具体的には、このところ鉱工業生産、出荷の急落が特に気になる。生産については、98年の1月から5月にかけて約10ポイント弱急落している。出荷については、98年の1月から5か月の間に約10ポイント弱急落している。そうした落ち込みを分析してみると、出荷の落ち込みのほとんどが資本財である。これには色々な理由があるが、企業の期待成長率が急減したことやアジア向けの輸出が減少していること、これまで非常に大きかった情報通信投資が逆方向に動いてきているということもある。鉱工業生産指数の内訳を見ると、輸出出荷が97年の初頭頃はプラスに非常に大きく寄与していたが、本暦年に入ってから第1四半期、第2四半期と減ってきており、相当響いている。その結果、製造業の稼働率は非常に落ちてきており、今年の5月は93.5と75年の11月以来、22年振りの低水準であり、非常にシリアスな数字となっている。これまで一番低かったのは75年3月の89.68、同じく75年11月の97.26であるが、75年の11月を割り込み、75年3月の最低レベル89.68を窺う動きになっている。特に、年初に比べて甚だしく落ちているのは鉄鋼業、窯業・土石であり、共に11ポイント程下がっている。そうした中で在庫調整については、調整の最中に設備投資が減少すると、益々長引く恐れがあり、恐らく資本財、建設財ともに最低来年の4~6月まではかかるように思う。出荷の中で注意しなければならないのが自動車である。自動車は先程説明があったように、好調のようにみえるが、実は小型トラックの中にジープなどのスポーツ・ユー

ティリティものとキャブ・ワゴンの二つのRV型が含まれている。これを乗用車に含めると-5%程度になるようであり、必ずしも楽観は許さないと考えている。

以上が概観であるが、前回から今回会合までの間に私を一番驚かせたのは、一つは設備投資の減少であり、二つは失業の増大である。設備投資について一番ショッキングであったのは、機械受注の4~6月が-16%と予想を上回る大幅なダウンとなり、7~9月の予想も-2.1%となったことである。機械受注には、代理店のいわゆる商社経由の機械受注があるが、これが4~6月は-4.1%、7~9月の予想も-7.2%であり、中小企業の設備投資も非常に悪くなっている。従って、私はこれまで決定会合で今年度の設備投資は-6%から-7%と予想していたが、現在はさらに悪化して-8%ないしは-10%と予想している。設備投資は大企業も悪い訳であるが、中小企業が特に悪化していると思う。

今後予想されるのが、製造業の弱体化によるダイナミックな雇用調整である。失業率は6月が4.3%、284万人であったが、実は内容が大変に悪く、男子で35~44歳までの層が前年比で+1.9%増えている。有効求人倍率は前回警告したとおり、53年1月の0.51%と同様の最低水準になった。今後どの程度の失業が出るのか色々な計算ができる訳であるが、例えば日銀の短観を使って企業の雇用過剰感をゼロにする計算を行うと約430万人強が過剰となり、これは失業率にすると6.6%である。また、労働分配率が非常に上がっており、91年に比べて25%増えているが、これを元に戻すとすると、670万人の失業者が発生する計算となる。これは13.5%の追加的な失業率になってくる。このように、過剰設備、過剰雇用共に目を引く訳であるが、設備投資は昨年度の下期頃から、また雇用は昨年度頃からの発生であり、まだ若いため中期的な調整へ発生する恐れがある。失業者数は、これまでの過程では平成不況と同じか、若干悪い程度の経過できている。これは余談であるが、アメリカの教科書にはオークンの法則というのがあり、失業率が1%減るとアウトプットが3%増えると出ている。逆の意味で日本もアメリカ並みに近づいてきたように思われる。

個人消費は一進一退との説明であるが、雇用の影響を受けることからするともう少し慎重にみておくべきと思っている。雇用は遅行性の指標であるが、賃金率がアップし賃金がダウンしている状況の中で、雇用を取り巻くファンダメンタルズは悪化してきている。従って、ここから再び落ち込む恐れがあるのではないか。特に二つ問題があり、その一つは都市労働者の消費が減る可能性があることである。今回 10 兆円補正が予定されているが、恐らくその 10 兆円の受益者は、都市労働者ではないと思われ、雇用の関係からも都市に住んでいる労働者の消費が減る恐れがある。もう一つは、社会保障制度の建て直しができない限り、先がなかなか読めず、消費が回復に向かわない点である。99年に年金財政の再計算が行われるので、そこに一つ期待をするのかという感じである。また、住宅については引続き下がってきており、6月の121万3,000戸は1985年以来の低水準であるが、これが極めて問題なのは、6か月から9か月のタイムラグを置いて耐久消費財に影響してくることであり、耐久消費財についても必ずしも楽観できないと思う。

以上、景気の現状は足許で一段と悪くなってきている。景気の先行きについても、今申し上げたような本格的な調整が始まっていくと、16兆円の効果についても余り期待できない。この点について、最近調べて気になることは、16兆円のうち地方の単独公共事業が1.5兆円あるが、地方単独公共事業の92年から95年までの平均の消化率は大体45%しかなく、1.5兆円がどこまで効果を発揮できるのか非常に問題である。6月が終った時点で都道府県の多くは9月の補正の前倒しで実施しており、下期に穴があく恐れが非常に強いことが分かった。いずれにしても、地方の支出はカウンターサイクリカルではなく、大体1年程遅れてプロサイクリカルになっているので、余りパラレルにならないと考える訳である。

第一に、株価と金利が要警戒だと思っている。日本については銀行株以外は意外に強いようにも見えるが、先物では限月の先の方で相当下がっている状況である。雇用のリストラが始まり、労働分配率の高すぎるのが訂正される、あるいは不良債権処理が進む等々の長い意味でプラスの面もあ

る訳であるが、早ければ8月、遅くても10月か11月までに日本の株価にやはりショックが起きそうな気がする。一つにはアジア情勢の緊迫化である。第二は銀行問題の懸念あるいは銀行問題の表面化である。第三はアメリカにおける株価の動向である。アメリカについては、恐らく7月17日で頭を打ち、大勢第5波動が終り、目下は下げに入っている。多分9月位にかけて戻り、10月に相当大きな下げがあるのではないかと予想している。そういう状況に立ち至った時に一体どうなるかを心配をしている。

地価の方は、先程も申し上げた調整の残っている最後の分野であろうと思うが、まだ下げ止まっていないことが大変心配であり、早く収益還元法ですっきりした地価計算のできる地点が増えれば良いと思っている。各種の調整が続いている限りはどうしてもデフレ圧力が加わるため、不動産価格は下落し易く、地価の底入れまでにはまだ暫く時間がかかるのではないか。

最後に、不良債権問題処理が本格化した場合の影響について二点申し上げてみたい。一つは銀行にマンパワーの過剰があることであり、例えば経費に占める人件費比率をアメリカ並みにするにはさらに2割弱削減しなければいけない。これは人数にすると大体7.7万人である。今一つの懸念は第二分類の中で不良先になる融資が日銀の計算では3年後に16%程度ということであるが、例えばこれを15%から35%の間とすると、そうした企業の従業員は36万人から66万人程度の計算になる。これは数年間でGDPを0.8%から1.3%引き下げる程の短期的なデフレ圧力になる訳である。

従って、いよいよ株の含みも土地の含みも底をついてきた中で各種の調整がスピードアップしており、来年度の政府の対策がどうなるかにかかっていると思う。政府の対策の具体的な内容は明確には分かっていないので何とも申し上げられないが、16兆円は既に織り込み、来年度に実施されると言われている2兆円の減税も既に織り込んでいると私は思っている。

篠塚委員

前回の決定会合から2週間程しか経っていないが、この2週間でかなり大きな出来事が起きたと思っている。しかし、前回会合でみていた日本の平成10年度がどうなるかという趨勢的な動向に関しては大きく修正するものはない。この2週間の間で起きた大きな出来事の中で私自身が注目すべきと思っていることについて六点程挙げたい。

まず、第一点は前回まではアメリカがまだ力強く成長を続け株価も上がっていたが、最近ではアメリカの経済に陰りが出てきたこととアジアの経済がそれに対して大きな影響を与えていること、そして同時に日本の経済対策が三つ巴で大きな影響を与えているために、日本への圧力が世界中から加えられてきていることである。

二番目は、日本の現在置かれている状況の下で、金融システム不安が一番大きな問題であるが、日本長期信用銀行1行の問題だけではなく、それを頂点として日本の金融システム全体が世界中から注目されかつ叩かれている中で、合併問題が閉塞状態になっていること、これが一段と不安材料になってきているのではないかとと思っている。そのように世界中から見られている結果として日本全体の評価として円安になり——円安は輸出産業にとってはプラスであったが、アジアの国にとってはマイナスになっているため——どこから見てもこの2週間の間で非常に厳しい状況がより一層深刻になったように思っている。

三番目は、しかしこの間に、小渕内閣の形が整い、まだはっきりと全体像が出てきている訳ではないし、またそれが国会で通るか否かも分からないが、いずれにしても安心感が出てきたことはプラスの方向として評価して良いのではないか。ただ、私達は消費が非常に下向きになっている中で消費マインドを立ち上げることが何としても必要だと言っていた訳であるが、減税および公共投資の財源をどうするかに関してはまだ未知数であるという問題が残っている。赤字国債を出すにしても、そうしたことと同時に消費者に対して長期的に消費を上向かせるような強いメッセージを出せるかどうかまだクエスチョンマークが残っている。しかし、この三番

目の問題は野党も与党も頑張っただけで国会の運営をすれば巧くいくかも知れないという少なくとも淡い期待を抱かせるようには思っている。

四番目としては、調査統計局から説明頂いた統計の中に若干良い指標もあったことである。例えば、乗用車だけではあるが、在庫が一巡したかもしれないことは消費者にとっては住宅の次に大きな買い物で在庫調整が終了したことになる訳で、生産が上向きになるかという期待もある。それが派生しながら様々な人々に対して明るい情報を与えることに結び付くかと思う。そうした意味では、これまで消費は消費性向が若干上がったたり下がったり不安定な状況の繰り返しであったが、普通乗用車だけではあるが、少し明るい材料とみて良いのではないか。

五番目としては、特にこの2週間の間で起きたことではないが、日本の金融不安の中で外国の企業や外資が参入し、日本の企業と新しい企業を作ったり提携する動きが活発になったことをかなり前向きに評価して良いのではないかとみている。

最後は、先程も色々出ていたが、今までは中小企業の問題はどちらかという後手になり、後から大企業をフォローするという感じだったが、ここに来て中小企業での雇用調整も悪化し、設備投資が非常に落ち込んでおり、この面からはかなり厳しい状況がこの2週間の間に明確になってきたのではないかと思う。

景気の先行きに関しては、先程中原委員から雇用問題は非常に大きなテーマであり、過剰雇用に関する推計などもいくつか出ているとの指摘があったが、私もこれは今後最大の不安材料だと思っている。短観を用いた過剰雇用の推計で98年度を予測したものがあったが、同時に他の研究所でも不良債権処理を実際に行った場合に失業がどの程度発生するかという推計を行ったりしたものもある。つまり、多くの研究機関等で雇用問題を非常に大きな不安材料として計測、予測しているが、これは景気を考える場合の大きなマイナス要因として挙げなければならない。それを考える時、中小企業の設備投資が非常に落ち込んでおり、全体に期待成長率が下方に屈折していると思われる点が重要である。ある研究所の雑誌の論文の

中で、日本の資本係数をアメリカと比べた場合、日本の資本係数が非常に高過ぎるとの研究が紹介されていた。その理由に関する推測として「今まで日本の労働供給の増加率がアメリカに比べて低かったこと」、「資本蓄積でこれを補ってきたこと」、「日本の金利がとにかく低かったから、それを資本の集約的な生産でカバーしてきた」など、日本の資本係数が高過ぎることを踏まえた上で、結局、需給ギャップを計測する時のデータそのものにはバブル期などに積み上げられた投資を用いているため、そうした推計を基に現在の様々な経済予測を行うのが適当であろうかという疑問が示されていた。つまり、需給ギャップが正確に計測できるのなら、その需給ギャップを埋めるのに必要な政府の対策が16兆円なのか20兆円なのか計測できるはずであるが、そうした政府が必要とする金額でさえも正確に計測できない状況になっているということである。データ自体も非常に危なくなっている点を指摘したい。

次に、デフレ・スパイラルに陥るリスクについてであるが、前回も申し上げたが、毎勤統計の6月の速報値では所定内給与は少なくとも5月の前年比が0.0%に対して、0.1%とまだマイナスにはなっていない。また、卸売物価は下落のテンポが小幅になっており、消費者物価は医療費等を除くとマイナスになっている状況ではあるが、少なくとも個々人の賃金のレベルのマイナスまでは至っていない。デフレ・スパイラルに入る入り口まで来ている気がするが、まだその状況にはなっていないと思う。

金利、株価、為替の動向に関しては円安、株安、土地安であり、外国資本が日本に入りやすい状況になっている。このことは良い面からも評価できる。どの程度の規模になるかはまた別だが、外国の企業が日本に入ってきて、なかなか日本独自では調整が出来ない分野の産業組織を変えていく面もある。従来の日本的な仕組みから行政指導が無ければやり得なかった規制緩和の問題などに関して突破口にもなりえるのであれば、従来型の産業政策を否定することになっていても良いのではないかと思っている。例えば、ある住宅産業が米銀と提携するという情報があった。これは新しい住宅ローンの取扱いを日本の企業と米銀とで提携するケースだが、むしろこうし

た住宅ローンのサービス提供が日本の銀行と組む形で何故できなかったのかと思う。こうした動きがもし、日本で消費者向けに良いメニューが無かったことに関する新しい刺激になっていくのであれば、ある意味では良いことではないかと思っている。少し落ち着いてくればこのような動きはなくなるかもしれないが、現在の日本は地価も安いし、金利も安いので、やはり外資が入りやすい状況になっており、そのような動きが出てきているように思った。

最後に量的金融緩和の問題であるが、これについては既に二人の委員方が指摘されているので、特に大きく付け加えることはないが、やはり前回政策決定会合で日本銀行として何かやり得ることとして、CPオペを積極的に利用する旨をアナウンスしたのは大変良かったと思っている。それに加え、新聞で私が気がついたことについて一つの情報として申し上げておきたい。それは電気や機械メーカー、商社等の優良企業だけであるが、保有資産を売却して資金調達するという貸し渋り対策に加えて自分の保有している資産や負債を圧縮し、財務内容を改善する動きが少しずつ出てきているということである。売掛債権やリース債権の売却が進んでいるようだ。これは、私自身でデータを当たった訳ではないので自信がないが、今後金融政策の中で議論すべきテーマではないかと思う。つまり、このやり方は保有債権を特別目的会社等に移し、それを担保にコマーシャルペーパーや社債を発行する仕組みであり、結局問題になっているノンバンク会社やリース・クレジット等の債権を積極的に売っていくという問題である。従って、資産担保証券に弾みがつくと思われるし、今回の金融システム不安の問題に当ってはできるだけ間接金融から直接金融への様々なメニューを開発していくことが問題の解決に繋がるようにも思う。こうした資産担保証券の問題についても今後少しずつ情報を集めて検討していくことが必要ではないか。

植田委員

私からは三つだけ申し上げたい。一つ目は、足許の指標については悪い

ものかなり出ている訳であるが、私の判断では前回ないし前々回の会合において我々の間で標準的な見通しというか合意、あるいは平均的な見通しとして認識してきた状況の範囲内にあるのではないかと感じている。

二番目に、その後の動きとして、財政政策については98年度から99年度に繋ぐ動きがまだ完全には明確でないものの、ある程度姿をみせてきた点である。大まかに申し上げると、支出面からは98年度の16兆円の対策に加え、公共事業を中心に99年度は98年度を下回らないようなものを確保する、減税面では年度と暦年の問題が微妙ではあるが、今年ないし今年度は4兆円の減税、来年ないし来年度が6兆円を超える7兆円と仮定すると3兆円程度の追加対策が打たれるということかと思う。

この需要刺激効果であるが、例えば法人税減税がどの程度影響するかを厳密に議論し出すと難しいが、支出も若干増えるかもしれないことを考慮に入れると、減税と支出面を合計して少なくとも今年度財政政策の景気浮揚効果に比べGDP比0.5%ないし $0.5\% + \alpha$ 程度の寄与は見込めるのではないか。従って、98年度の97年度からのゲタを除いた成長率の見通しが大まかに0から1の間にあるので、それにこの数字を足すのが99年度の安全な姿かと思う。つまり、 $0.5\% + \alpha$ から $1.5\% + \alpha$ 程度になるので、 α を0.5%と置けば1%から2%程度という姿が出てくる。平均値としては1.5%程度か。それでも場合によっては潜在成長率を下回っているかもしれないが、GDPギャップがさらに拡大していく姿ではなさそうである。

ところが三番目には、こうした予測が出来るにもかかわらず、株式市場、外国為替市場、債券市場における市場の評価が芳しくないことである。これをどう考えるかについて少し議論したい。4月以降同じようなテーマで何回も議論したポイントであり、答えも似たようなものしか出せないが、一つの大きな可能性は市場が合理的でないかもしれないということかと思う。幾つかのヘッジ・ファンド等からヒアリングした結果では、90年代以降日本政府の経済政策が経済を好転させる方向で余力になってこなかった、あるいは失敗してきたとの指摘が多く、そのメモリーが強く尾を引いているのではないかという指摘が多かった。仮に、それが正しく市場

の評価が非合理的であれば、实体经济が後退してくると大きな反転もあり得ると思うが、その間に市場がマイナスの方向に突っ込み、それが逆に实体经济に悪い影響を与えるメカニズムも否定できない。

市場の評価が低い今少しファンダメンタルな要因を考えると、減税政策に関してはいわゆる定率減税のような部分がかなりを占め、場合によっては恒久減税でないかもしれない、あるいは将来の増税と組み合わせられるかもしれないという点が不安として残っていることかと思う。不良債権問題を不安視する見方も当然あり得る。現在の法案が参院を通過するか否かという点もさることながら、やはり上位 19 行の不安に対して如何なる対策が打ち出されるかクリアーになっていないことかと思う。特に、長銀の処理について何らかの処理策が出た場合に、仮に従来のような問題先送りのものとの受け止め方をされると、マーケットを中心に不幸な事態が予想される。また、アジア、特に中国、香港問題と関連して日本も売られている点は否定できない。為替については、中国、香港が無理して為替を据え置いている故に経済実態が悪いのか、一方、実は不安定な為替の切下げ競争を防いでプラスの効果を持っているという二つの相反する見方のどちらが正しいのかは、私としても判断のまだ自信がない。

最後により深刻な問題として、日本経済が中長期的に色々な意味での構造転換期に当たっている一方で、短期的にかなり厳しい不況の状態にあり、構造転換を促進する政策と短期の需要刺激策が必ずしも整合的でない状況が散見される。その点をマーケットあるいは消費者等に突かれてしまいマインドを好転させるのに成功していない面もかなりあると思う。これについて如何なる対応があり得るのかについては答えを持ち合わせていない。政策担当者も国民も手探りの状態であることと、現在の政治的状況は比較的近くに総選挙があり得ることを考えると、長期的な問題よりも短期的なプラスを優先させる方向に働く可能性が高く、かえって長期に関する見通しを暗くさせ、短期についても政策の有効性を下げてしまう可能性があると思う。

要するに、現段階では今申し上げたようなリスク・ファクターが色々あ

る訳であるが、98年度および99年度に予想される財政政策の効果により、取り敢えずデフレ・スパイラルは99年度にかけても避けられるというのが一応の標準的シナリオとして出せると申し上げたい。

藤原副総裁

金融市場局、企画室、国際局等のレクチャーを聞き、かつその数字を各委員が検証されたことにディスカッションは尽きるが、本日併せて審議する金融経済月報を事前に読んでみると、基本的見解の冒頭に「わが国の経済情勢は全般に悪化を続けている」という一行が掲げてあった。従来この見解は色々な表現形式を採っていたが、これ程端的に表現した文章はなかったのではないかと思う。新しい経済企画庁長官のジャーゴンも洗練されており、トゥー・ザ・ポイントである。その背景としては設備投資が大幅に減少した、個人消費は一進一退、住宅投資は一段と低迷、公共事業は下げ止まり傾向、在庫は依然高水準と、縷々書いてある訳であるが、そのようなアイテムを一つ一つ改めて点検しても詮ないことかもしれない。すなわち、この2、3か月は、大体同様なトレンドをいずれの項目も辿ってきたからである。そのようなダウンワードの項目それぞれが相互に因果関係を持ち、循環的に悪化を続けているために、デフレ・スパイラルの懸念が持たれているのだと思う。

実体経済面をみると、設備も在庫も過剰であり、それは生産の削減に繋がり、物価の下落にも関係してくる。企業収益は悪化し、雇用の削減や雇用不安が出ている。個人所得は減少し、最終需要が減り、企業倒産が増加する等、実体経済が悪循環的な動きを示している。一方で今一つ悪循環的な動きを示しているのは金融面であり、企業倒産が増加して信用リスクが高まり、銀行は貸し渋りの傾向が依然みられ、実体経済活動を抑圧している。金融機関自体の体質が益々悪化し、自らが倒産しそうになっているため、全体的な金融不安を一層煽っていることも金融面における悪循環であり、この実体経済の悪循環と金融不安の悪循環がお互いに作用し合っている状況下、益々デフレ・スパイラルに対する危険、懸念が高まってきたの

ではないか。

それをかろうじて防いだのが何回かに亘って打たれた政府の経済政策、景気対策であったと思う。最近では 16 兆円の総合経済対策が打たれ、秋口からの効果が期待されているが、しかしこれは限定的であろうというのが私共の見方であった。過去のストップ・アンド・ゴー、それからジグザグの付け焼き刃的な財政政策を想起させたからである。しかし、新しい内閣が誕生して新政策が打たれ、財政構造改善は脇に置いて、景気重視を前面に具体的な恒久減税や2年度に亘る継続的予算編成等の構想も発表された訳であり、今度こそ注目したい。それにしてもマーケットの反応が鈍く、余り好感した様子もみえないし、個人や企業のマインドも今一つ明るくならない。その理由は植田委員の指摘に尽きているが、私はやはり不良債権問題、金融システム問題が大きくわだかまっているからではないかと考える。去年の秋以来個々の破綻におけるドラマは関係者の念頭によぎっているはずだし、それが海外を含むシステムリスクに波及した場合の不安が、日本経済全体の問題としても個人・家計の問題としても迫ってくる感じを抱いているのではないか。そのこと自体が個別のドラマでも全体のシステムの問題でも潜在的に一つの大きなデフレ的な効果を持っているのではないか。個別金融機関の対策が一つ成功すれば、全体の対策が巧くいくかもしれないという期待を抱かせることになると思われるので、とにかく一つ一つの問題を丁寧にクリアしていく必要がある。薄氷を踏むような日々だが、それより他に手はなかろう。日本銀行がそのための主役となる枠組みはないかもしれないが、そうした事態に備えていつでも何でも出来るアラート体制を取りながら対処していくべきである。

山口副総裁

経済の現状については、残念ながらまだ全体としての下げ止まりを確認出来ていないと要約できる。経済活動全体の水準がじりじりと下がってきている。4~6月の製造業の生産活動が年率で2割近い縮小を示したことは、私には予想外であり、そうした意味では予測よりは弱いところを動いてい

る印象を持っている。活動水準がじりじりと低下をし続けることの最大のリスクは、それがストックの過剰感を強めることである。ストックに対する大きなプレッシャーとなり、設備調整や雇用調整の大きなうねりを作り出す可能性がある。既に先行指標等からみて、設備投資が暫くの間は減少を続ける公算が高いと考えれば、経済活動が下げ止まるためには幾つかの状況が起きてくる必要があると思うが、その一つは個人消費の下げ止まりないし何がしかの回復であり、二つ目には財政需要が明確に増加を示すこと、三つ目には純輸出の増加、つまり対外黒字がさらに増えることではないかと思う。

それぞれについての現状評価を私なりに述べると、個人消費については既に何人かの委員が触れたように、アネクドータルには回復の動きがそこかしこで見られない訳ではないが、全体としては事務局の一進一退という表現でほぼ形容でき、全体として回復をコンファームできる状況ではない。消費マインドも全体に弱く、雇用者所得が前年比マイナスに落ちてきている状況にあるため、今後の減税効果に主として期待をかける他はない。そうした意味では減税のアナウンスメントがマーケットを立ち直らせるような力を発揮していない点の一つの気懸かりである。第二の公共投資を中心とした財政需要の増加については、まだデータの的には確認出来ていない段階だが、これは時間の問題であろう。ただ、政府支出自体が明確にはっきりと増加を示し始めても、それだけでは民需の落ち込みに吞まれてしまうか、あるいはそこまでいかなくとも公共投資の増加がストレートに民需回復の誘い水になるような状況でもないと思われ、どこまで広がりのある効果を持ち得るかは内容なり財政の中期展望なりにかかっている部分大きい。第三の対外黒字については、現在の黒字の増加は主として輸入の減少から起きており、輸出が順調に拡大を続けている訳ではないため、一般的には輸出需要が増大しているとは、余り意識されていないと思う。しかし、黒字の増加は所得の増加要因には変わらない。現在のところは民需の落ち込みを十分にカバーする程の力にはなっていないと思うが。

今後を展望すると、今申し上げた三点がどのように動くかがポイントに

なる。第一の個人消費については、減税を含む財政パッケージによってやはり何がしか良い影響が及んでいくと思う。当然将来の財政展望の示し方如何によってはその効果が異なってくるはずであるが、効果が何も無いということではない。第二の支出面における財政活動については、いずれ増加に転ずる時期が予想され、最近の情報によれば植田委員からご指摘があったように、減税、歳出両面を含めて99年度への繋ぎ方に希望を持てる状況が新しく生まれつつある。第三の対外黒字については、円安がこのところさらに進行しており、日本の輸出市場のパイの拡大が必ずしも望めない状況にあるため、実質的に黒字が増えるか否かは何とも言えないが、実質的に増えなければ価格効果によって企業収益がサポートされる状況が続くのではないかと思う。以上を要約すると、財政政策の今後の運営および現在の金融政策の下で生じている為替円安への動きが、経済活動の悪化に対していずれ歯止めをかける時期が来るのではないかと考えている。

そうした見方に対しては当然リスクがあるが、最も大きいのは金融サイドから生じるリスクであり、我々として最も留意を要する点ではないか。一つは、金融機関の与信行動が依然として慎重であることで、これは不良資産をこれ以上増やす訳にはいかないという要請、あるいはディスクロージャーのプレッシャー等々から金融機関が一定水準以下の格付けを持つ企業に対しては、やはり不可避免的に慎重にならざるを得ないような状況が続くと思う。その意味では金融機関部門全体としてある程度のデフレ圧力を発散させながら動いていく状況に当面は変わらないのではないか。

第二に、不良債権の抜本処理の影響について何人かの委員から指摘があった訳であるが、果たしてこの抜本処理が何を意味し、どの程度のスピードで進み得るのかについて、現段階では非常に不確定要因が多い。いずれにしても、銀行の再編成の過程で借り手の淘汰整理がどうしても起きてくると思うし、現在はそうした展望自体が色々なところでマーケットを萎縮させ、あるいは貸し手の行動を萎縮させているように思う。ただ、仮に不良債権の抜本処理が本当に順調に進み出すとすれば、期待への影響が相当強く出てくると見込まれるため、アセット・マーケットの回復に繋げる可

能性がある。それがポジティブな効果の最たるものだと思うが、逆に扱い方を間違えると、非常にダメージが大きくなるため、これは重要なリスク・ファクターとみておくべきである。金融面のリスクの第三点は、ある種の政治的なリスクであるが、国会の運営がスムーズにいかない場合には、不良債権問題の政治的な処理能力についてのクレディビリティが一層低下してしまうだろうと思われる。そうした意味で幾つかのリスクが金融の中に含まれている。

株式市場を中心とするマーケットがトータル・プランあるいは政府の財政政策に対して余り捗々しい反応を示していないことにつき既に幾つかのご指摘があったが、一つには現実に余り良い経済指標が出ていないことが嫌気されていると思う。財政については中期的な展望が明確に示されていないことが、パッケージの大きさの割に評価が十分でない理由であろうし、今申し上げた政治リスクも意識されていると思う。また、長銀、住信のケースが色々な意味で再編成の試金石とみられているが、マーケット参加者の中でこれが巧くいくかどうかについて懐疑的な見方があることも市場の動きの背景にあるのかもしれない。

金融面の最後に、先程総裁から名目成長率がほとんどゼロであるのに対し、マネーサプライが何故3%程度なのかという問題提起があったが、私なりの解釈を申し上げたい。名目成長率がゼロであっても日本経済全体としては年間で500兆円からの所得形成が行われている訳で、それだけの所得形成が行われるためには、パイが増えないにしてもある程度金融機関の間での信用供与が不可欠である。例えば、貿易信用の供与がなければ、現在のような黒字を出し続けることも不可能であり、何がしか金融システム全体からの信用供与がある以上はマネーサプライというストックに対する追加になるため、その分がマネーサプライの伸びになって出てきているのではないかと思う。ただ、3%台のマネーサプライの伸びというのは、やはり低いと評価せざるを得ないし、仮に経済成長率がさらに低下していけば、この程度の金融機関の信用供与も必要無くなる訳であり、マネーサプライの伸び率はさらに低下していく可能性が強い。従って、マネーサプ

ライの伸びが3%台で成長率より高いからといって経済活動に対してポジティブな評価をできるような状況ではないと思う。

結論としては、やはり今後デフレ・スパイラルに突っ込んでいくリスクがどうかという点が最も重要なトピックスではないかと思われる。経済の活動水準がここまで大きく低下してきていることは、設備や雇用のストックに対して強いプレッシャーをかけざるを得ず、経済全体に対してデフレ・スパイラルの淵にもう少しプッシュする力として働きつつあると思う。まさにそうした中で、非常に大きな財政のパッケージが提案され、99年度に亘る大規模な財政出動がかなり具体性を帯びてきている。それに加え、現在の金利水準の下で為替を下落させるようなプレッシャーが働き続けている状況であり、金融面でかなりのリスクを抱えながらも常識的にはデフレ・スパイラルを避け得るようなメカニズムが政策、あるいは市場の面からそれなりに出てきていると一応考えている。

後藤委員

まず、実体経済の面では自動車関係で在庫調整が大体終わったという明るい要素も出てきている訳であるが、やはり全体としてみると長期に亘る景気の停滞、あるいは後退の結果、最終需要の落ち込みから始まって在庫の積み上がり、生産の減少、設備投資の縮小といった段階を経て、さらに長期に亘る時間の経過の中で各企業の耐久力の限界、あるいは含みがなくなり、失業率の上昇と倒産の増加を招来する段階にきていると思う。その意味では、従来に比べて何かショックがあった場合のクッションが少なくなっており、その分直ちに失業や倒産に響いてくる状況になってきている。倒産についてもミクロ情報を眺めると、金融機関でいえば、償却引き当て済みの融資先といった中小企業が中心であった状態から中堅企業へ段々と広がってきている。また、本業以外のバブル投資の傷痕がどうしても消えないことによる倒産から、本業での倒産というように、バブル型から本業型へ倒産の質が少しずつ変わってきている気がしている。

そうした実体経済の状況の中で、金融面では金融システム再編の不透明

感に加え、9月期末越えが意識されるため、6月に一時信用不安が再燃する状況がみられたが、7月に入って新内閣が当面の景気対策を財政再建よりも優先する姿勢を明確化したことにより、市場で十分な評価は得ていないことはあるにせよ、これがなかりせばと考えてみれば、現在の市場の落ち着きにかなり貢献するところがあったように思う。99年度までを視野に置いた財政パッケージが出されている訳で、私も当面これでデフレ・スパイラルは一応避け得る状態になったとみている。ただ、金融再編の動きを一つの契機にして信用不安再燃に繋がり、仮に金融機関の破綻が現実のものになるようなことになると、余力のない状態になっているので、融資先の連鎖的な倒産や失業が、直ちに跳ね返ってくるのではないか。そのことがまた、消費や投資のコンフィデンスに効いてくる心配がある。従ってこれから始まる国会での論議では事態の深刻さや緊急性を念頭に置いて、大局的に金融システム再生のための雰囲気作りを速く行って頂きたいと思っている。

景気対策と金融システムの再生、再編は、一種の時間との戦いであるが、それと併せて、武富委員が前から主張しているような税制なり社会保障なりのサプライサイドからの対策を如何に展望するかを含めた中長期ビジョンを極力早急に作り、将来に対する消費者や金融に携わる方々のコンフィデンスを支えていくことが重要である。景気対策と中長期ビジョンと金融システムの再生、再編の三つを同時並行に行うのはなかなか大変なことであろうが、それを合わせて初めて一つの全体像が国民にとって見えてくるのではないかと思う。

武富委員

現在の経済政策の枠組みは、全方位のエンジン全開である。つまり、金融政策は95年度の後半から超緩和であり、それも一つ理由になって為替は基本的には円安であった。昨年からは財政政策も緊縮姿勢を必要な期間は見直しする方向へと軌道修正し、マクロの経済政策に関する限り、全方位、方向性としても水準としても、緩和である。それにもかかわらず、現

段階では経済、金融が余り動いていない。これに対しては、経済政策がこれまではストップ・アンド・ゴー的であったという市場の評価もあるが、私はその裏側として産業調整もストップ・アンド・ゴーを繰り返してきたと思う。つまり、毎回の不況時の調整が中途半端であり、次の需要後退期には前回の分も含めて再調整をしなければならないことをここまで繰り返してきたのではないかと思う。そうした認識で今後財政政策中心に対応していく必要がある。そこで何が必要かについては既に各委員から意見が出ており、基本的には皆さんのご意見に賛成である。財政政策に関しては、既に99年度への繋ぎの方向性も出てきており、その中で減税政策との絡みでは、個人消費喚起のために如何なる将来イメージが必要か、等々につき既に各委員からご指摘があったところで、私はそれに追加することはない。

さらに次の段階を考えると、マクロ政策が全方位全開でも経済が動かない一つの要因は今言った産業調整段階のストップ・アンド・ゴーの結果としてセクター間で色々な問題が生じていることにあると思う。悪いセクターにおいて経済の力が遮断され、なかなかマクロ全体に波及する流れが生まれにくいということがあると思われる。そうであればマクロ経済に向けた財政政策と並進的にセクター対策も考えていく必要がある。金融は言うに及ばず、中小企業の特に非製造業セクター、雇用セクターと幾つもある。本来は家計部門全体も新しい視点で見直すべきであるが、現段階では広がり過ぎるので、とりあえず雇用のところだと思う。

ややテーマ的に言うと、資産デフレ関連セクターの問題があるが、そのストック問題が需要水準との間で常にギャップ感がある。これも産業調整のストップ・アンド・ゴーの結果だと思う。テーマ的にはストック資産デフレ、個別セクター的には中小・非製造業、金融、雇用といったところに対するセクター対策をきっちり実施することが、例えば公的需要を投入したが、民間需要への波及がなかなか起きない状況に対して、起きるように繋いでいく所以になるだろう。今後は、点を面にしていく政策体系、マクロとセミマクロセクターを上下に組み合わせた政策が必要になるので

はないか。事態の悪化をみるにつけ、既に言い古された問題が未だに解決されていない面が多いと解釈せざるを得ない。民需への波及や点が面に展開していくためには、それを遮断するセクターを良くすることが必要だが、その場合にはやはり租税政策の巧い活用を考えていく余地があるのではないか。

前回からの動きとしては、質的に大きく判断を変えなければならない程の経済金融実態の激変はなかったと思う。植田委員が指摘されたように、大まかな範囲内では前回同様という理解で良い。その中で、現段階での金融経済が抱えているリスクに対する市場や世の中の認識が多少厳しくなっている。あるいは、色々な対策が先行き出てくることに対する期待が最初の段階ではもう少し強かったが、現段階では割と淡々と受け止められている。中原委員の言葉を借りれば、残念ながらある段階まで織り込み済みになっている。そこを巻き返すためにも、セクター対策等が効くのではないかと思っている。

速水議長

これまでの皆さんのご意見を踏まえて、金融経済情勢について追加的なご意見やご議論がございましたら自由にご発言下さい。

中原委員

クレジット・クランチが起きており、有効な設備投資が妨げられているのではないか。大蔵省の法人企業統計で全産業を分析し、今年の子想を立ててみると、設備投資が45.8兆円から42.8兆円に3兆円減ると計算した場合、借入金も3兆円から8兆円程度減り、資本の運用収入が取崩して3兆円から12.4兆円になるという資金繰り表が出来た。特に中小企業が多いと思うが、やはりクレジット・クランチが設備投資に影響を与えていることは無視できない。

三木委員

大企業はそうした状況ではないが、中小企業はご指摘のように後ろ向きの資金需要が最大の問題である。先程申し上げたように、これを大企業や商社が全部被る形で対応している。銀行においても可能と判断される先については出すようになってきているが、自行のリスク管理上、特に中小企業の前向きの資金需要については、ほとんどが本店の審査で却下される。前向きの資金需要のほとんどは新しいプロジェクトであり、設備投資絡みであるが、良し悪しは別として、審査で却下されてしまう。特に、大阪でそうした声が多い。

後藤委員

先程植田委員が指摘していた香港、中国の為替レートの問題だが、私自身以前の協調介入直後の決定会合で現在の状態で金融政策上さらに円安の方向へプッシュするようなアクセルを踏むことはないのではないか、と申し上げたが、その後円を支える材料がない状態で今日まで来ている訳である。今後の政策を考える場合、中国元へ影響を与えるものとして円レートをどの程度意識しなければならないかについては、第三国の輸出市場で中国と日本の製品が市場を奪い合うことも無いようだし、日本への輸入に関しても大体商品としての棲み分けが出来ているのではないかと。従って、円安の進行に伴い日本の海外資産がインフレートされ、自己資本比率の関係で投融資を引き揚げることにより、東南アジアや場合によっては中国等に影響を与えることはあるかもしれないが、むしろ日本経済の回復がいつまでもみられず、日本の輸入が低調を続ける影響の方が問題なのではないか。協調介入あるいはクリントン訪中以来の経緯の中で、何となく円レートと中国元の問題が非常に緊密に結びついているように、一つの既成観念としてエスタブリッシュされている気がするが、私の頭の中ではいつまで経ってもそれがエスタブリッシュしない。考え方としては日本経済が速かに回復をすることが重要なのではないかと。

山口副総裁

その問題については松島理事が若干具体的な関わり方について研究を深めつつあるので、説明してもらいます。

松島理事

まだ分析の緒についたところであるが、現在の円安をどのように捉えるかというのが第一の問題意識である。二番目には、円安がアジア経済に対していわゆるスピルオーバー・エフェクトを及ぼしていると言われるが、その実態は如何ということである。この点については、アジア全般ではなく、中国や香港のようにペッグ制なり通貨維持を行っている先から円安に対する問題が指摘されている訳で、他の自国の通貨が売られIMFのプログラムを受け入れているところでは、最近の円安にかかわらず引き続き海外の通貨価値が維持されている。アジアの問題も一律に円安がアジア全体に対して本当に悪影響を及ぼすのか否か、今少し踏み込んでみなければならぬと思う。最近の韓国等ではむしろウォン安の中で輸入が減り、外貨バランスが少し改善されている面もあるが、ウォン安で輸出が改善して少し強くなっている。従って、一概に円安すなわちアジアへのコンテージョンという捉え方が正しいのか否かにつき概念整理をしたいということである。三番目はその辺を数値的にシミュレーションし、結果を分析してみようと考えている。三番目の点については、先程他の委員も指摘されたように円安のアジアへの影響以外に国内の金融機関の資本、BIS規制への影響から資産を圧縮することに繋がっているのかどうかも検討したいと考えている。

後藤委員

再度急激なレートの変動が生じ介入が必要になり、それを行った場合、その直後にまた金融緩和を実施し難くなることがあるかもしれないが、基本的には日本経済を立ち直らせることを優先すべきであり、対外的な配慮からも優先させるべきではないかと考えている。為替管理をほとんど行わ

ない中でレートを固定していることの難しさが本来向こう側にあることも考えるべきではないかと思う。元を固定していることについても、中国としては外貨建て債務への配慮があるだろうし、あるいは国営企業のリストラを進めるために、国内企業にいわばリストラのプレッシャーをかけて、いよいよ最後でなければレートは動かさないという政策意図も隠れているかもしれない。コンテージョンを防ぐということだけでは必ずしもないのではないかという気がしている。

植田委員

私も結論的には後藤委員の意見に近いが、二点申し上げる。日本と中国の直接の競合というよりは、やはり円安が合理的な理由にせよ、余り合理的ではないコンテージョンのような効果にせよ、アジアに波及することに伴い中国に及んでいくかもしれないというルートの方を皆心配していると思う。

二番目の円安により日本が立ち直れば、そのアジアへのプラスの方が円安の直接のマイナスよりも場合によっては大きいのではないかとのご指摘も的確なポイントであり、多くの学者、エコノミストもそのように指摘している。それに対する一つの回答として、内生的な円安が生じた場合に日本経済が立ち直るという効果も含めてアジアに如何なるプラス・マイナスが及ぶかを計算してみると、ネットではやはりマイナスという結果が出てくる。その点、円安は絶対にマイナスかと言うと、必ずしもそうではなく、円安の原因によるのだと思う。例えば、日本における金融緩和に伴い円安になるのであれば、円安の他のルートを通じて日本経済がさらに立ち直る可能性はある。それを加えるとアジアへの波及はプラスかもしれないが、先程のシミュレーションでは円安では、マイナスになるという結果だった。

山口副総裁

円安の「他のルートを通じる効果」とは何か。

植田委員

例えば、金利が下がって支出が増えるという伝統的な効果である。勿論、現段階では余り期待できないかもしれない。

中原委員

中国は色々なことを言っているが、実際の経済をみると非常に悪い訳である。特に国営企業に貸し込んでいる部分の不良債権は膨大であり、世界中がそれを見ている訳である。従って、日本が円安になれば元も切下げざるを得ないのは、全くの口実に過ぎないと思っている。また、最近の揚子江の洪水については、極最近の情報では間接的には2億4千万人、人口の5分の1が影響を受ける膨大なものである。流された戸数が500万戸とのことであり、直感的にも非常に悪いことが分かる。いずれにしても、理屈から言えば変動相場制を採っていないことに非常に無理がある訳だから、日本が文句を言われる筋合いは全くない。

いつも申し上げているように、為替相場はその国のファンダメンタルズによって決まるのであり、金利だけによるのではない。日本経済が弱くなってきたが故に円安になっている訳であり、それが元に影響を及ぼしたというのも不適當であるし、金利を下げたとしても直ちに円安に繋がるということもない。過去にもそうしたことがあった訳ではなく、やはり為替相場はもう少し総合的に捕まえる必要があると思う。円が下がったから直ちにアジア通貨に影響があるというのではなく、今少し複雑に考える必要がある。例えば、韓国でも最近は輸出が増えてきているが、下がってまた調整している訳だから、一回調整すればまた立ち直ってくる。中国にしても、変動相場を採れば別に困ることはないと思う。香港が特殊なところであるが故にあのようにしているだけであり、ドルにペッグしている国は確か香港と南米に一国しかない。変動相場制の下では、その国の通貨はその国の総合力であり、例えばアメリカであれば経済力だけではなく、軍事力も入る訳である。従って、軽々に金利が上がったからどうかは論じられない

訳で、実態を良く見て論じなければと思う。

速水議長

私も中原委員に同感である。為替のことはやはり市場が最も良く知っている。円は現在かなりアンダー・バリューされていると思うが、それだけ日本国内の特に金融面に弱さがある。毎月 100 億ドルを超える大きな経常黒字が累積している訳であり、本来はそれ程弱いはずはない。宮澤大蔵大臣が就任に当り「市場に任せれば良い」と言った例えではないが、やはり市場が確りと知っており、行き過ぎを戻してくれるものであるし、通貨が強いことが必ず国益に繋がると信じて疑わない。自己開示を積極的に促すと発言した時点でアメリカが乗ってきて協調介入したのが一つのチャンスであった。あれは長持ちはしなかったが、あのような形で水準を変えていければ良かったと思う。銀行や商社など海外に出ている先は円金利が安いというのにジャパン・プレミアムを付けられるため、円を大量に海外に送り、向こうで円売りドル買いを行い、現地での所要資金を賄っている。そうしたかなり大きなソースの円売りドル買いルートが出来てしまっている。こうした状況は金利が高くなり、金利差が無くなってくれば変わってくるとは思うし、何よりも日本経済への信認が海外に出てくれば、現地で必要なドルは貸してくれるはずである。現状は 145 円や 146 円といった水準で低迷しているが、やはりやるべきことをやり、金融が立ち直る暁が見え始めれば必ず強くなってくると思われるので、余り心配しない方が良いのではないかと感じている。

(午後 2 時 30 分中断、午後 2 時 37 分再開)

3. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に、当面の金融政策運営方針についてまず各委員のご意見を順番に伺い、その後自由討議をしたい。

三木委員

先程経済情勢を主体に発言した際、デフレ・スパイラルの危険は避けられたとは思いますが、入口にいることは間違いないと申し上げたとおり、デフレ対応を依然注視していかなければならない。もう一つは、クレジット・クランチの問題が後ろ向きのものに対してだけではなく、前向きの案件に対しても貸し渋りの状況になっており、これは設備投資にもろに影響してくる感じがしている。そうした中ではあるが、小渕新政権の下で6兆円超の減税と10兆円の2次補正の展望が出てきたし、来年度予算の折衝の中でもキャップが外され、今度の概算要求の中で、公共事業関係費は7%以上となってきている。しかも99年度は98年度の実績に対して増やすという方向が出てきており、当面の財政政策については十分に力が出てきたのではないかと。従って、個人、企業のマインド面も含めて効果は必ず出るだろうと思うが、現時点では残念ながら株も金利も反応しない非常に不思議な状況であり、その辺に先程申し上げた経営者層と現場を担っている執行部隊との間での意見の相違が表われていると思う。経営者層は必ず効いてくると思っているが、執行部隊は現場の中に身を置いているため、効果は全然出てこない、どうするのかという攻めぎ合いになっている。これを金融機関での構図でみると、マネジメントの方は前向きの資金といえども今出せないというのに対し、執行部隊の方が財政政策面からこれだけの措置が出され、民需主導の回復に繋がる一つのプロジェクトがあり、資金需要は出てきていると説得しても、結局経営者サイドがノーという状況にある。銀行と企業では逆の動きになっているが、そのようにマインドが斑になっているが故に、なかなか反応しないのだと思う。

ただ、財政政策はタイミングが極めて重要である。現在の見方では、1月の通常国会で10兆円の問題を審議することになるし、減税を含めた問題は99年度からとなるのではないかと。少なくとも10兆円の公共工事を98、99年度通じた15か月で実施することについては、年内に執行に入れる方向で決定に持っていくことが出来ないかというのが、生産現場の切実な思

いではないか。また、中身についても従来の公共工事ばら撒き型ではなく、情報通信、環境エネルギー、教育医療、新社会資本を中心に動いて頂けるのだらうと思う。併せて、従来型の公共工事も非常に即効性があるため重要であるが、それを受ける業界の方からは在来の工事についてはほとんどやるべきことはやっちゃっているという感じが残る。従って、今回はやはり相当先を睨んだビッグ・プロジェクトを織り込んで頂く必要がある。タイミングの点では、繋ぎの平成 10 年度下期を如何に繋ぐかが最も問題だと感じている。金融システム問題についても、金融再編六法案は臨時国会に提出となつたし、19 行の検査・考査も実施中であり、自己査定の開示も少しずつ進むと期待される。金融システムの再構築、自主的な再編成の動きも見られる。

そうした中で、日本銀行としては現在何をすべきかである。金融政策運営について、公定歩合に関してみると、1,200 兆円の資産を持っている個人の立場では、幸い物価は非常に安定しているが、先行きの国民負担に対する不安もあり年金生活者等は金利を上げて欲しいとの切実な思いもあろう。一方教育と住宅ローンを抱えている 40 歳代辺りからは金利を上げては困るという思いもあろう。しかし、そこは一步譲って頂く必要があろう。一方、企業の立場からは、ここで金利を上げられた場合には現下の経済情勢、収益状況からみて、大変なことになる。一方、利下げについては、大企業も中小企業も現在の公定歩合を下げてもらわなくては困るとの意見はほとんどない。ただ、潤沢な資金供給を行って欲しいというのが本行に対する総意としての要望だらうと思う。その点、総裁が 7 月末の講演で金利と量の問題はコインの裏表と発言されたのは非常にアピールしたのではないか。その辺のところは企業の立場からみるとなかなか分かりにくいため、先般の総裁講演は非常に意味があったと思う。そうしたことを踏まえると、日本銀行としてはやはり国会での審議の行方等を見守りつつ、財政政策と金融システム問題と金融政策のポリシーミックスでフォローアップしていく局面である。従って、当面の金融政策としては、無用なレートの上昇を抑えつつ、既に実施している CP オペの強化、国

債オペの増額、さらには社債オペの検討を急ぎ、潤沢な資金供給を続ける形で市場のスムーズな運営に万全の配慮をすべきであろう。

ただ、財政支出が効果を発揮し、金融再編六法案が成立するまでの間の繋ぎ対策として、今申し上げたようなポリシーミックスの観点から本行として何もしないで良いのかという問題はやはり一部残るのではないかと思う。デフレ・スパイラル回避に対応しなければならない局面において、預金準備率の引き下げと短期市場金利の0.3%台への誘導を選択肢の一つとして考えておく必要があると思う。さらに、仮に金融再編成絡みのプロセスの進行に反応して市場が混乱する場合に一体如何なる対策があり得るのか、いわゆる金融政策のコンティンジェンシーを日銀として十分考えておかなければならない。

今回は現状維持でいくべきであろうと思うが、議事要旨の記載については意見がある。忙しい経営トップや国会議員の方々等は色々な資料が出て中身までは見ずに、議事要旨についても最後の採決部分だけを読んで、日本銀行の政策を理解する傾向が強い。現状の記載方法のままでそうした読み方をされると、経済情勢がこれだけ悪化している中で日本銀行は何もやっていないのではないかと受け止められる可能性が強く懸念される。従って、私としては現状維持であるが、ダイレクティブの中に「潤沢な資金供給に努める」という表現を是非入れるべきではないか。要は、先般の速水議長の発言ではないが、金利と量がコインの裏表であるとするならば、金融調節方針も金利に触れるだけでは片手落ちである。ダイレクティブの表現を少しでも変えると、実質的な政策変更はなくても外部からは政策的意図があるのではないかと誤解を受けるリスクがあることはよく分かる。かつてコールレートの目標レンジを数値で示すかどうかで議論をした際も、ダイレクティブの表現に改善の余地はあるが、政策変更を行う際に表現も変えるということを賛成多数で議決した経緯もある。従って、今回は止むを得ないと思うが、現状維持の意味として必要な流動性は万全の態勢で供給していくことが含まれている点については日本銀行として世間に明確に理解してもらう必要がある。政策は現状維持であるが、その下で日本銀

行は潤沢な資金供給を続けていくということを明後日の総裁記者会見で改めて強調して頂きたい。また、議案そのものの変更は求めないが、今回の議事要旨公表分から議長の提案理由としてこの現状維持案の前後に金融市場に対して潤沢な資金供給に努めるという表現を盛り込んで頂きたい。

速水議長

現状維持であるが、議事要旨に潤沢な資金供給に努めるという趣旨の文言を入れることで宜しいか。

中原委員

私はコールレートを0.25%前後を目標にして引き下げを提案する。一つは景気の現状が極めて深刻になってきていることである。これは、諸指標の落ち込みを見ても十分にうなずけるところである。私は先程若干の委員が言われた同じ枠組みの中で予想したことが起こっているという意見とはかなり異なっており、やはり事態は相当に悪くなっていると認識している。しかも底が見えない状況であり、色々なことから量感で状況を掴まなければならない訳であるから、私は底が見えるのを待つのではなく、これ程の猛スピードで悪化している景気の後退あるいは一段の悪化に少しでも歯止めを掛けるべきだと考える。その意味で、前回の提案よりも0.1%下げて0.25%というかなり思い切った金融緩和を提案したい。

その理由は今申し上げた景気が非常に悪くなっていることに加え、M2+CDが増えていないことである。あるいはクレジット・クランチが起きていると言い換えても良いと思う。理想的にはM2+CDは是非5%程度になって欲しいと考える。色々な計算方法があるが、マーシャルのKや日本経済の名目的な成長率、あるいはGDPの望ましいデフレーター等々を考えると、M2+CDを現在の3.6%や3.7%程度ではなく5%程度へもっていった方が良いのではないかと思う訳であり、そのためには是非金融緩和が必要である。三木委員が言われたことは、現在のディレクティブの範

圏内で潤沢な資金供給を行うことであるが、それはグッド・インテンションではあるものの、残念ながら多分実現できないと思う。潤沢な資金供給に努めるのであればやはり何としても名目金利を下げざるを得ないと確信している。従って、潤沢な資金を供給し、M2+CDを5%前後に増やし、クレジット・クランチを解消して、中小企業の有望な投資案件に応じられる環境を作ることを考えるのであれば、0.25%まで引き下げることが必要である。

第三の理由として、95年9月に公定歩合を1.0%から0.5%へ下げた時点との比較で申し上げると、今日の情勢の方がはるかに厳しくなっていることである。95年9月当時は、何回も申し上げているように93年の10月が景気の底であった訳である。当時の政府の月例経済報告を読むと、「景気は足踏み状態が長引く中で弱含みで推移している。なお、雇用情勢は厳しい情勢にある。」と書かれているが、その時のCIの一致指数は95年3月の100.6を小さな山とすると、95年7月のボトムまでは僅か2.3%の低下に止まっている。しかるに、今回は97年3月の111.2%が山であるが、そこから直近の5月までに15.3ポイントも低下しており、CIの量感としてははるかに景気が悪化しているし、CIの水準自体も95年7月ボトムの98.3に対して、直近は95.9であり、当時よりも低い。また、失業率をみると、95年の平均は3.2%であるが、現在は4.3%と非常に悪化している。その当時も、超低金利政策の中で引き下げの余地が小さいとの反論があったと聞いているが、現在も全く同じであり、やはり引き下げの余地はあるのではないかというのが私の意見である。当時も利子所得者に対する配慮や円安を加速する副作用について議論が出ていたようであるが、利子所得は財産所得の問題であり、借り手側の特に中小企業の資金繰りや雇用を考えると、当時とは比較にならない程に悪くなっている。何より、不良債権問題を抱えている訳であり、95年9月との比較において、当時踏み切ったのに今度は何故踏み切れないのか大変な違和感を覚えている。

四番目に敢えて付け加えると、東京市場の株式の動きをみていると、何か悪い材料が隠れており、暴落の懸念が強いというのが私の直感である。

また、アメリカの株式市場については恐らく7月17日に頭を打ち、その後下げ、9月に一旦戻ってから10月に下がるようなコースも考えられるので、暴落が発生した際に如何に対応するかということもあるが、現在の段階で0.25%に引き下げることが十分に意味があると思っている。

なお、財政政策について色々ご意見が出ているが、小渕内閣は前内閣よりは柔軟ではなかろうかと思われ、期待はかけているが、まだその全貌、詳細が明らかになっておらず、具体的に評価し得ないのが真実ではないか。結論として、設備の調整、雇用の調整という意味でのデフレ圧力が働き続ける調整過程はまだ終わっていないので、この段階でコールレートを0.25%引き下げておくことは十分に有意義であると思う。

速水議長

中原委員はオーバーナイトのコールレートを公定歩合を0.25%下回る水準に促すという議案を提出するということか。

中原委員

コールレートを0.25%にするということである。前後という表現もつける。

速水議長

それではその線で議案を纏める。

篠塚委員

私は前回と同様に政策の変更は考えていない。在庫は幾分減少しているが、なお高い水準にあり、生産を手控えている。企業収益の減少がまだ続いている状況ではあるが、しかし、企業側から積極的に金利を下げて欲しいというシグナルがみられないのが第一点である。また、小渕内閣の下で恒久減税を実施することになると、恐らく個々の家計にとっては大きな政策変更が無い方が望ましいと思う。その代わりに、三木委員の発言に乗っか

る形であるが、日銀としては潤沢な資金供給について、多様な調達手段を積極的に提供する支援を行ってはどうかと考えている。先程は一例として資産担保証券、ABS等の話をしたが、そうした多様な資金調達手段を日本銀行が積極的に支援していく方向をサポートしたいと思う。

植田委員

私は現状維持である。理由は三木委員の発言と概ね同じである。先程の私の判断からすると、リスクはあるにせよ、一つの標準シナリオとしてデフレ・スパイラルの可能性が若干は小さくなったとみられるため、緩和策を取り敢えず採る必要性は若干低下したと思う。為替の問題で、円安がプラスであると前提し、金融緩和が円安を引き起こす効果を持つとすると、このところの円安でかなりの程度金融緩和を行ったのと同様の効果が発生している。一方、金融を緩和しても一層の円安は起こらないと発言するのはやや無責任かと思う。勿論為替は色々な条件によって決まるものであり、金融政策だけで決まるものではないが、他の条件が等しいとすると、金融緩和に伴い円安になるというのは当然の図式であり、その意味で円安が生じないとするならば金融緩和の効果が現状では非常に小さい可能性があることになる。従って、低水準のレートの中でさらに円安の方向に動かすのは若干躊躇せざるを得ない。勿論必要があれば実施することになるのであろうし、そうした必要性は、先程からの議論の中で色々なリスクファクターとして皆さんが指摘していた中に潜在的には含まれている。現在がそうした状態かとなると、中原委員の主張のように株価のここに来ての下げが不気味ではあるが、今少し余裕があるのではないかというのが、私の希望的観測である。

最後に三木委員が指摘されたレートは下げないまでも、表現で工夫したらどうか、という点については、確かに我々が何もしていないと判断されるのは残念なことであり、何か工夫できれば良いと思う。ただ、先程のような表現であると、余程注意しないと私が言ったような量的緩和策に踏み切ったと取られてしまう可能性が無きにしも有らずであるし、仮に経済に

対するデフレ圧力が予想以上に強い中で金利を据え置いていくと、事後的には量が増えない可能性がある。従って、本来正確な表現としては量に対する需要の下で必要に応じて出していくとなるのであろうが、それではややインパクトが弱い気がする。表現的に受け止められ方が心配であることを付け加えさせて頂く。

藤原副総裁

私も98年度下期から99年度にかけての政府の施策を見守っていくという意味で現状維持である。この段階で日本銀行が金融政策手段を通じて何か打出すことがあるか、手段はあるとしても効果があるか等々を含めて考えると、現時点は出番ではないのではないか。残念ながら当分の間は政府の施策を見守らざるを得ないのではないか。それ程限界的な状況にまで来ているということでもある。しかし、自律的回復過程がほの見えてくるまで時間もまだあると思われるので、これはかなり長丁場の我慢ではないか。然は然りながら、何人かが指摘されたようにそれでは済まない事態も想定されるため、万が一の場合に備えて手段を糾合し、合わせて一本とか一本半程度の政策効果を持つ余力は残しておくべきではないかと考える。

三木委員のご提案については、私も気持は本当に分かるし、そうした文言を注記することによって何かメッセージを送るのも方法だとは思ふ。ただ、従来の政策を表現上とはいえ、変更することは、変更するだけの何かがあるのではないかと色々なマーケットの見方や解釈を招来しかねないので、政策の一貫性、継続性の観点から何も付け加えずにいった方がむしろ良いのではないかと考える。その代わり、総裁には記者会見においてその点については諄々ご説明頂ければ良いし、時間は遅れるが議事要旨にはこの点が掲載されて陽の目を見るはずである。それでは時間的に遅いということではディレクティブに入れるとの考えだとは思ふが、やはり政策を表現する方法は一貫して踏襲すべきであり、記録性——フォア・ザ・レコード——の意味からもその方が良いのではないか。

三木委員

ディレクティブの表現の問題、政策の一貫性に関わる問題についての指摘は私も納得しており、飽くまでも議事要旨の前後に記述するという希望であって、かつ今回分からで結構と申し上げている。

山口副総裁

政策論の基本的な前提は今後に向けての経済の見通し如何ではないかと思う。その点、私自身は先程申し上げたように、現状は経済の悪化が続いており、下げ止まりを確認出来る状況にはなっていないが、現在提起されている財政面、金融システム面の幾つかの政策を前提にすると、今年度下半期から来年度にかけて経済がデフレ・スパイラルにまで悪化していくことは一応回避できるのではないかと考えている。それを前提に、当面の政策は現状維持で臨みたい。仮に、政府が提起している財政政策が提案どおりに実現し、その効果が意図したとおりに出てくれば、ここで金融政策面のアクションは必要なくなると思う。仮に、そうした財政に関するシナリオが巧く実現しない、あるいは効果が出てこないことの関連で市場にも大きな混乱が起きることになれば、その時は金融政策におけるアクションが必要かもしれないという整理をしつつ、取り敢えずは現状維持で臨みたい。

中原委員から95年9月の引き下げ時との対比が縷々説明されたが、私の記憶では、95年9月の引き下げ時には金利水準が既にかなり低くなっていたが、さらなる引き下げが多分株価を中心とする資産価格にかなり強い影響を及ぼすであろうとの判断があったと思う。その判断は経済のファンダメンタルズについての一般的な見方が今日ほど悪化していなかったという意味で、今日の方が事態は恐らく深刻度を増している点については、中原委員の指摘が正しい。逆に政策効果の点では、当時の環境の方が金融政策の効果を保証する幾つかの動きがあり、当時の日本銀行はそうしたことを判断の中に織り交ぜながら金利の引き下げに踏み切ったという記憶がある。今回の場合、恐らく資産価格に対するポジティブな影響は現在の

中長期的な期待の状況を前提に考えると、悲観的にならざるを得ないと思っている。効果がどこかで出てくるとすれば、それは為替を通じる影響ではないかと思われる。為替相場についての考え方は、既に幾つかの議論があったが、私自身は原理原則論としては中原委員の主張に異論はない。ただ、現状判断については、むしろ先程の植田委員の発言に極めて近い考え方をしている。それは先程の私の発言に全て込めたつもりでいる。

また、中原・三木両委員から中小企業金融について金融機関が中小の優良な投資案件にも応じなくなってしまうっており、その意味で貸し渋りの度合いが少し厳しくなっているというコメントがあった。勿論そうした面があることは否定できないが、仮に本当に有利な案件であるならば、それこそまさに現在の金融機関が一生懸命求めている融資案件であろう。恐らく有望な投資案件自体が極めて少なくなってしまった状況が問題であり、それは金融機関自体がリスクを取らなくなっていることと、企業サイドにおいて売上げや収益の落ち込みが顕著になってきたため、将来有望な投資案件が極めて少なくなっているのではないかと。因果関係が分け難くなっているというのが、より現在の状況認識に近いのではないかと。つまり、金融サイドが一方向的に貸し渋っているが故に有望な投資案件さえも表面化し難くなっていることが一面にあるとしても、それが全てでもないのではないかと。それは金融機関の生きていく能力を今少し復元させるというか、間接金融部門の建て直しを通じてしか実現し難いことであり、金利の引き下げによってこれを行うのは残念ながら極めて難しいのではないかとと思う。

後藤委員

私も結論的には現状維持である。また、三木委員が触れたように調節手段の多様化も含めて潤沢な資金供給に努めつつ現状維持とすべしとの発言が複数の委員からあったことを踏まえて現状維持となった旨を議長案の近辺に記載したらいかかと思う。なお、前にも申し上げたとおり、内生的、外生的にショックが来る可能性やリスクはなしとしない訳であり、

その際は本行が持てる全ての手段を総動員して心理的な面も含めて効果が極力大きくなるような手を打てるように準備しておく必要がある。

武富委員

先程申し上げたとおり、現局面ではマクロ政策を全方位に全開にしたままよりは、セクター対策、特に金融セクター対策を最優先にして行うべきだと思う。その意味で関連する色々な法案やスキーム等の箱は出来ているが、トゥ・ビッグ・トゥ・フェイルを明確にするような何か具体的イメージの持てる措置、施策、方針表明等が必要ではないか。勿論、裏にはモラル・ハザードの問題が出てくるが、金融経済の実態は変わっていない中で内在するリスクが高まっている、あるいはリスク感覚が市場で鋭敏になっていることを考えれば、モラル・ハザードと本来あるべき対策との折り合いをつけようとする現状の姿勢から一步前に踏み込むことが必要な段階にきていると思う。従って、金融政策プロパーもいつでも出動できるようにスタンド・バイ体制にしておく必要がある。その意味からは次回の政策決定会合まで若干間のあるのがやや心配でもある。勿論、中原委員の考え方は明解であるし、分からない訳ではないが、金融政策としては本当に何かマーケット経由の大きい混乱が起きた時こそ量的側面に集中して思い切った対応をとることを念頭に置きつつ、現状は金利について据え置きが適当と思っている。

去年の消費税率引き上げの際もそうであったが、最近の経済の流れは家計部門から所得が持ち去られる感覚があり、非常に支出防衛的にさせてしまう自動反動的な心理状況がみられるように思う。金利の引き下げについても、財産所得の減少イメージが消費税率引き下げと同様にみられる社会心理状況がある。そうした面から、既に学習効果のある所得分配を下手に動かさない方が得策だという視点もあるだろう。金利を引き下げたら文句が出るといった平面的な受け止めではなく、所得分配が動くことから生じる必要以上の反応が出やすい社会情勢にあるため、ここで本当に金利を引き下げることには若干の躊躇がある。しかし、経済金融に対する現実のり

スク認識は、市場の動きをみる限りかなり高まっており、金融政策としても、常にスタンド・バイ状況である必要はあると思う。取り敢えずの政策は現状維持で止むを得ない。

速水議長

それでは私の見解を述べさせて頂く。朝から最近の景気動向を聞いてきて確信を固くしたが、設備投資の大幅な減少を始めとして、全般に経済情勢の悪化が続いており、先程藤原副総裁が言われたとおりの状況ではないかと思う。特に、失業率や有効求人倍率が統計開始以来の厳しさを示していることなど、所得環境の悪化が非常に目立ってきている。それが一進一退となっている個人消費を再び落ち込ませることにならないか、やや気になる。

しかし、総合経済対策の効果は今後間違いなく出てくることであろうし、これまでの円安も景気を下支えする要因として経済に作用していくと思われる。また、不良債権の抜本的処理に向けて国会の審議も本格化していくし、減税を軸として財政面から追加的な景気対策が打ち出される情勢を勘案すると、景気の現状そのものは大変厳しい状況ではあるが、今年度下期には景気の下押し圧力に徐々に歯止めがかかってくるのが期待できるのではないと思われる。もとより、このところ中小企業を中心に設備投資や雇用面でかなり大きな調整圧力が生じているように窺われるし、企業の中期的な期待成長率が下方屈折している可能性も否定できない。従って、年度下期に一旦は景気の悪化に歯止めがかかるとしても、それが持続的な景気の回復に繋がっていくのかは予断を許さないところかと思う。

ただ、そうした期待成長率の低下に根差す問題について、金融政策で追加的に対応できる余地が非常に乏しいことも事実である。ここはやはり、不良債権の抜本的処理が進められること、経済活力を高める方向で税制改革の議論が深まっていくことなどを通じて、企業や家計のコンフィデンスが回復していくことを期待するしかないように思われる。これらを踏まえると、当面の金融政策運営については、現在の金融緩和基調を維持しながら

ら、政府の各種の経済対策やそれらが企業や家計のコンフィデンスに如何に影響を与えていくかを注意深く見守っていくことが適当ではないかと考える。

なお、不良債権の処理を巡り様々な形で金融システムにテンションがかかる可能性もある。市場の雰囲気自体は多少落ち着きを取り戻してきているように窺われるが、依然市場では9月中間期末が根強く意識されているだけに、そうしたリスクが顕在化することがないように、金融市場調節の面では最大限の努力を続けていくことが引き続き求められているように思う。

当面の金融情勢を見るにつけ、感じていることを少し述べさせて頂く。この機会に金融構造の改革を出来ることから進めていくことが必要だと思ひ、責任を感じる次第である。以前から申している自己査定の自己開示、あるいは早期償却を進めさせていくことはもとより、住友と大和証券の提携の動きなどもビッグ・バンの下で新しい流れが出てきたのではないかと思われ、現在の金融不安を巡り、今後金融の再編が起きていくに違いない。その他にも自然の流れとして日本の伝統的な間接金融から直接金融への流れを促進していく必要があるのではないか。三木委員が商社のCP発行は子会社の期末の金融を自ら付け、銀行の貸し渋りによる資金繰り難を回避している例であると指摘されていたが、これは本当に革新的な動きではないかと思う。そうした市場での流れを促進し、育成していくことが私共にとって非常に重要な責務ではないかと思う。

FBの市場化も動き始め、38兆円に上る資金が市場に流れ、オペに使われることは非常に大きな変化である。国債の他に、社債についても買入枠の設定なり格付けなりを思い切って実施していくべき時期ではないかと感じている。今後も極力アセット・バックのようなものが望ましいが、現実にはどの程度のものが出来るか色々検討していくことが沢山あるように思う。日本のバンカーの意識改革が必要な時期にきており、折りに触れて皆様のご意見を聞きながら旗振り役を果たさせて頂ければと考えている。

それでは、議案のとりまとめに入るがその前に経済企画庁から出席の方にもしご意見があれば承ることとしたい。

河出経済企画庁調整局長

今朝、政府の景気判断を決める月例経済報告の閣僚会議が行われたところである。今回からは極力普通に使われるような分かり易い言葉を使うという基本方針で行っている。政府の総括判断であるが、先月までは「景気は停滞が長引き引き続き厳しい状況にある」という表現であったのを、今月からは「景気は低迷状態が長引き、はなはだ厳しい状況にある」と表現している。勿論、在庫は高水準ながら2か月連続で減少したとか、あるいは耐久消費財に下げ止まりの動きがみられるといったこともあるため、先月と比べて景気判断を大きく下方修正した訳ではないが、こうした記述に直している。

そうした経済の厳しい状況に即応して、既に16兆円の総合経済対策の実施を全力を上げてやっているところである。国の補正予算が通ったのが6月17日であるが、現実にはこれが地方で使われるためには都道府県議会で6月と9月の補正としてかける必要があるため、6月に間に合った地域は7月あるいは8月から効果が出てきているとしても、9月の議会の地域では効果が出るのは10月以降になる訳である。私共としては、今後効果が出るように実施に全力を上げていきたいと思っている。

また、金融再生トータルプランの法案も早期実現を目指して今国会に提出したところである。さらに、98年度、99年度にかけて切れ目なく実行し得るようにする観点から事業規模で10兆円を超える二次補正を編成することになっており、税制についても6兆円を相当程度上回るような恒久的な減税を実施することになっている。来年度の予算についてもシーリングが明日、明後日にも決定されるとみているが、こうしたことにより早い時期から家計や企業のマインド喚起に役立つものと期待をしている。

金融政策の運営については、これまでも申し上げているが、やはり企業への資金供給が量的に十分確保される点に配慮した運用をお願いしたい。

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、当面の金融調節方針について現状維持とされる意見が多かったように思う。そこで私の方から当面の金融調節方針は現状維持で議案を提出したい。これとは異なる意見の方で、ここで正式に議案として提出されたい方はおられるか。

中原委員

議長案とは別の議案を提出したい。

[事務局より議案配付]

山本企画室参事

議案を用意したので読み上げさせて頂く。

最初に中原委員案である。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）を平均的にみて、0.25%前後で推移するよう促す」。

次に議長案である。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」。議長案の対外公表文は「平成10年8月11日。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。

速水議長

それでは採決に移る。ただ今事務局から読み上げた議案の順に一つずつ採決することに致したいと思うが、異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

中原委員

採決の前に一言だけ言わせて頂きたい。私がこれを提出した理由は先程申し上げたとおりであるが、要するに皆さんはいずれ98年度の下期になれば効果が出てくるであろうと判断している訳であるが、私としては恐らくその前に何か大変なことが起きるのではないかと非常に恐れているためである。また、現状維持では旨くないのではないかと思った次第である。

速水議長

その点は、私も先程申し上げたつもりであるが、不良債権の処理を巡っては様々な形で金融システムにテンションがかかる可能性があることは認める。それはその時点で、どなたかが主張されたように、全力で対応していくしかないと思っている。また、先程の三木委員の指摘については、今朝の閣僚会議において、今後9月期末を巧く乗り越えられるように十分潤沢な資金を供給すべく、注意深くみて参る旨を総理を含め皆さんの前で発言させて頂いた。

それでは、ただ今事務局から読み上げられた議案の順序に一つずつ採決をして下さい。

[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。中原委員ご提出の案については、採決の結果、賛成 1、反対 8であった。よって、本案は否決されました。

速水議長

それでは、次に私の提出した議案について採決をお願いします。

[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

ご報告します。議長案を採決の結果、賛成 8、反対 1 であった。よって、賛成多数により可決になりました。反対を表明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、これをもって指示する。なお、決定事項の公表は会合終了後 30 分後に行うので、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。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

金融経済月報の検討、採決に入りたい。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をお願いする。調査統計局早川課長と企画室山本企画室参事から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

冒頭の表現については先程藤原副総裁からお話があったとおり、「わが国の経済情勢は全般に悪化を続けている」という非常に短い文章にさせて

頂いた。今回は色々書き込んだ後で、「このようにわが国の経済情勢は全般に悪化している」と表現した。これは、「悪化」という表現を使うのが初のケースだったため、意味内容を具体的に指すために少し書き込んだあとで纏めたが、今回は前回の踏襲であるので比較的簡明に書いてある。

続いて各最終需要項目については、基本的に前回とほとんど同じ表現である。個人消費に関しては、前回まで「悪化に歯止めがかかっているが、回復感に乏しい」と記述していたのを「一進一退」に短かく纏めたが、基本的には最終需要に新しい変化が起きているとは書いていない。一方、生産、在庫、および所得面については若干の変化があると思っている。まず、在庫について「なお高い水準」ということは先月と同じ判断であるが、在庫指数が2か月連続で減少したのを踏まえ、幾分減少していることを明記している。生産については先月は「減少テンポは速まっている」との表現であったが、今月は「引き続き大幅な減産が実施されている」とした。これは減産はかなり深いレベルになっているが、前期比の変化幅では7~9月は恐らく実績がマイナスになるにせよ、少なくとも4~6月のようなことはないため表現を変えてある。他方、各種指標の中で雇用関係の指標の悪化が目立っているため、所得形成に関しては「支出・生産活動の低下に伴って、企業収益の減少が続いているほか、雇用者所得も前年水準を下回って推移している」と書いた後、「有効求人倍率が既往最低水準に低下し、失業率もさらに上昇する」と述べ、「雇用・所得環境が一段と悪化している」と少し詳しく書いている。

先行きについては、「今後は政府の総合経済対策に盛り込まれている公共事業の追加や特別減税実施の効果によって、景気のさらなる悪化には徐々に歯止めが掛かるとみられる。しかし、経済活動の水準が既に相当程度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。」という基本的な判断は、7月の場合と同じである。ただ、政府の施策の面については新政権下で色々な進展があったため、「そうした中で、金融システムの建て直しに向けての諸法案が国会に提出されたほか、新政

権の下で、補正予算による公共投資の追加や個人所得・法人税減税の検討を含む新たな景気対策を策定する方針が打ち出されている。」と、前月から進展した部分をやや詳しく明記したうえで、「こうしたものがどのように具体化され、企業や家計のコンフィデンスにどう影響していくかを注目する」という書き振りになっている。

最後の物価部分については、卸売物価は一頃と比べると下落幅が縮まってはいるが、内生的な物価下落圧力がなくなったとは判断していないため、基本的には前回と同じ判断にしている。なお、本日決定頂く基本的見解の部分ではないが、各論の背景説明のところで地価の新しいデータについて紹介している。

山本企画室参事

金融の方は、市況の動き以外の判断に関わる部分については前月と変えておらず、「金融面をみると、長期国債流通利回りや株価が7月中旬にかけて上昇した後、市場の関心が新政権の経済政策の具体的な内容に移り、様子見姿勢が強まったことなどを受けて、低下した。」としている。市場の材料は沢山ある訳であるが、なかなか決め打ちすることが適当でないため、こうした表現にさせて頂いている。「また、ユーロ円金利、ジャパン・プレミアム等をみると、金融機関の信用リスクや9月中間期末の流動性リスクに対する市場の警戒感は、依然として根強い状況にある。」

「量的金融指標をみると、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、民間金融機関が慎重な融資姿勢を維持していることも作用しているとみられるが、より基本的には、経済情勢が全般に悪化を続けている下で、企業の資金需要が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。この間、中小企業などを中心に、企業によっては、アベイラビリティ、金利の両面で厳しい資金調達環境が続いているとみられる。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。」とした。最後の3行は前月と同じである。

中原委員

物価のところ「制度変更要因」と書いてあるが、これは一般の人には理解しにくいのではないか。

早川調査統計局経済調査課長

これは、現時点では医療保険の影響に伴う医療費の引き上げを指している。

中原委員

消費税もあるのではないか。

早川調査統計局経済調査課長

消費税は一応これまでに抜けている。前年比では4月から影響がなくなっている。

中原委員

その点を明確に書いた方が良いのではないか。

早川調査統計局経済調査課長

各論の方では「97年9月実施の医療保険制度改革に伴う保険医療サービスの上昇を除いたベースでみると」と書いてあり、各論の方をご覧頂ければ、一応何であるかが分かるようになっている。総論に「97年の9月実施の医療保険制度改革に伴う保健医療サービスの上昇を除いてみると」と記述するのはややトークンワードになると考えて各論で詳しく書いた訳であるが、変更する必要がありますか。

中原委員

工夫出来ないか。

早川調査統計局経済調査課長

それでは、「制度変更要因をのぞいてみれば」の記述に注を振り、「97年9月実施の医療保険制度改革に伴う医療保健サービスの上昇を除いたベース」と注記すれば明らかになると思うが、いかがか。

篠塚委員、中原委員

それで良い。

後藤委員

注を付すのは変更要因のところに付けた方が良い。

植田委員

その影響はどの程度あるのか。

早川調査統計局経済調査課長

0.3であり、それ程大きなものではない。

中原委員

「続けて」という表現と「一段と」という表現はどう解すれば良いのか。一段は深くなり、続けては横に這っているのか。

早川調査統計局経済調査課長

「続けて」というのは同じトレンドで動いている。「一段と」は、多少程度が増しているという積りである。

後藤委員

一段とは、前月よりも数字が若干落ちているということか。

中原委員

続けてよりも少しは落ちているのか。

早川調査統計局経済調査課長

例えば、住宅投資の「一段と」というのは、120万戸台のさらに一番下の水準まできたことを意味している。

速水議長

それでは、指示のあった部分を修文して、採決して下さい。

[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

採決の結果、全員一致で可決されました。

速水議長

ただ今ご決定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きたい。本件の対外公表は、8月13日木曜日の午前9時20分に行う。

V. 議事要旨（7月16日分）の承認

速水議長

次に、前々回の議事要旨を承認頂きたい。7月16日会合の議事要旨について、異議はありませんでしょうか。

[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することとする。なお、本議事要旨は8月14日金曜日の午後2時に公表する。

[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

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は9月9日水曜日に決定している。

(午後4時4分閉会)

以上