

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年9月9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 將 (審議委員)
三木 利夫 (審議委員)
中原 伸之 (審議委員)
篠塚 英子 (審議委員)
植田 和男 (審議委員)

政府からの出席者：

大蔵省 谷垣 禎一 政務次官 (9:01～10:09)

経済企画庁 今井 宏 政務次官 (9:01～17:41)

(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

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1分開会)

本日の取り進め方を申し上げておくと、まず前々回会合の議事要旨の承認を行う。続いて、執行部から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検討を行い、そのうえで当面の金融政策運営方針を決定する。最後に金融経済月報に掲載される経済および金融情勢に関して委員会としての基本的見解を取りまとめることにしたい。なお、本日は政府から大蔵省の谷垣政務次官、経済企画庁の今井政務次官が出席している。

会合の中で出た意見、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出席の方々もこのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いしたい。会議を始めるに当たり、政府から出席のお二人から何か一言あればお願いする。

谷垣大蔵政務次官

宮澤大蔵大臣が金融特別委員会の審議の関係で出席できないため、私が出席することになった。本日の決定会合の開催に当たり、政府の経済・財政運営の考え方や先週末行われた日米蔵相会談等の報告・説明を行わせて頂きたい。

まず、わが国経済の現状をみると、景気は低迷状態が長引き、極めて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経済情勢に対し、まず総合経済対策、そして補正予算の着実な実施、金融再生トータルプランの早期実現に取り組むこととしている。そのうえで、一刻も早い景気回復を図るために、平成11年度に向け切れ目ない施策を実行するよう、事業規模10兆円を超える10年度第二次補正予算と平成11年度当初予算を一

体のものとして編成することとしている。また、税制については、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。なお、先般取りまとめを終えた平成11年度一般会計概算要求額をみると、政策的経費である一般歳出は、「景気対策臨時緊急特別枠」4兆円等を含めて前年度比11%増の約49兆4,200億円となっている。

金融再生トータルプランに関しては、今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設置のための法案など、議員立法を含めて5種類6本の法案を提出し、ただ今衆議院でご審議を頂いている。こうした中で、金融関係法案の野党3党の対案が去る9月3日に提出され、それに対する審議が7日・8日両日に亘り行われた。現在、与野党間で精力的に意見調整中であり、与野党の理事間でフリーディスカッションの形で意見調整が行われているが、政府としても諸法案が一日も早く成立するよう最大限努力して参る。

また、いわゆる貸し渋りに対しては、8月28日、信用補完制度の拡充、あるいは政府系金融機関の融資制度の充実等を内容とする「中小企業等貸し渋り対策大綱」が閣議決定された。これにより、資金規模において総額40兆円を超える対応が可能となっている。日本銀行も金融市場の現状に鑑み、金融システムの安定性を確保するために、引き続き潤沢かつ円滑な資金供給により、金融機関の資金繰り不安感の払拭等に努めて頂くことが重要と考えている。

次に、先週末山口副総裁にも行って頂いた訳であるが、サンフランシスコにおいて日米蔵相会談が行われたので、それについて報告させて頂く。会談では、世界市場の動向や米国と日本の現在の経済状況および経済政策について、幅広く忌憚のない意見交換が行われた。宮澤大蔵大臣からは、わが国政府による金融システム強化策と日本の経済刺激策について概要を説明し、金融の安定促進のためにあらゆる措置をとっていく日本政府の意図を表明した。米国のルービン財務長官からは、公的資金の利用や金融関係法案の早期成立等の銀行システムの強化や信認回復のために必要とされる強力な施策を早急を実施することが重要である旨の指摘があった。

その他、米国経済や世界市場における金融の安定および成長見通し等について意見交換が行われたところである。

審議委員各位におかれては、ご審議に当たり、政府の経済・財政運営の考え方等につきご理解賜るようお願いを申し上げます。

今井経済企画政務次官

本日は堺屋大臣の指名により本会合に出席させて頂くことになりました。谷垣政務次官の話と一部重複するが、挨拶を申し述べさせて頂く。

わが国の景気は低迷状態が長引き、極めて厳しい状況にある。また、世界経済は、アジア経済の低迷やロシアの不安定化等もあり、要注意の領域に入ったと言える。今後、総合経済対策の効果が期待される一方、雇用情勢、金融機関の不良債権問題等の懸念もあり、暫くはこのような厳しい状況が続くものと思われる。

当面の経済運営に当たっては、景気を一兩年のうちに回復軌道に復帰させ、これを中長期的な安定成長に繋げていくため、先の総事業費 16 兆円超の「総合経済対策」の着実な実施に全力を尽くすとともに、金融再生トータルプラン関連法案の早期成立、早期実施等、金融システム安定化策を進めることが重要と考えている。さらに、事業規模 10 兆円を超える第二次補正予算の編成、加えて、税制面では景気に最大配慮して 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。また、経済戦略会議を発足させ、国民の将来に対する自信と安心を高める政策等を検討することとしている。さらに、今般、「中小企業等貸し渋り対策大綱」を決定し、資金規模において総額 40 兆円を超える対応を可能としたところである。

今後とも、日本銀行の金融政策と政府の経済政策の基本方針とが整合的なものとなるよう、常に連絡を密にさせて頂き、十分な意思疎通を図ることにより、経済運営に万全を期して参りたいと考えている。本会合各位のご協力とご指導を引き続きお願い申し上げたい。

Ⅱ. 議事要旨（7月28日分）の承認

速水議長

次に前々回、7月28日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨に異議はないでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

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9月14日月曜日、午後2時に公表することとしている。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

それでは、討議を始めたい。まず、金融経済情勢等に関する執行部からの報告を受けたい。最初に前回会合以降の金融調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いします。

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

資料1「金融調節と金融市場動向」をご覧頂きたい。前回8月11日会合以降の金融調節であるが、まず前積み期については、積み最終日に当たる14日は朝方の所要額に対して6,000億円を上回る資金を供給したにもかかわらず、レートが0.5%まで強含んだ。従って、6月23日以来となる追加オペを実行したが、オーバーナイト加重平均レートは0.49%まで上昇した。その結果、8月15日に終る7月の積み期間中の加重平均レートは0.43%での着地となった。今積み期に入った17日には、早目に積み進捗を意識する先が取り急いだことに伴いレートが上昇する気配を示したため、9時20分の調節で1兆4,000億円の大幅な積み上幅を造成した。これを受けて、加重平均レートは0.41%と大変落ち着いたスタートとなった。その後積み上幅を徐々に圧縮したが、レートは0.41%から0.43%の水準で安定した推移を辿った。しかしながら月末にかけては、ロシアの金融危機に端を発する世界同時株安等を背景に株価が一時バブル崩壊後の最安値を割り込み、銀行株も大幅に下落した。さらに月末、月初の資金不足が意識されたこともあり、レート上昇圧力が強まったため、再び朝方の積み上幅を1兆円台まで拡大し、マーケットの不安心理の沈静化に努めた。9月2日、3日には加重平均レートが0.4%台を割り込む等、落ち着きを回復してきたため、3日以降は積み上幅を大幅に圧縮したが、レートは概ね0.4%台前半での展開となっている。昨9月8日時点での今積み期間中の加重平均レートは0.42%、小数4桁まで申し上げると、0.4158%となっている。

この間のオペレーションにおいては、ターム物レートの安定確保の観点から、引き続き9月中間期末越えとなるオペ残高の着実な積み上を図り、特に期末に向けたCPオペの弾力的な活用を含め、きめ細かい金融調節に心掛けたいとする総裁の講演等での発言を受けて、期越え物を中心に積極的な積み上を実施してきた。その結果、昨日時点での期越えの資金供給オペ残高は11兆3,000億円、うちCPオペは4兆4,000億円となっている。

因みに、昨年同時点での期越えオペ残高は2兆7,000億円、CPオペは0であった。こうした中で、ターム物レートは銀行株価の下落や格下げ等のマイナス材料が目白押しの状況下、9月中間期末越えに対する意識の高まりから、8月頃にかけて一時強含む展開となった。例えばユーロ円TIBOR3か月物は0.8%程度まで上昇している。しかし、オーバーナイトレートの落ち着きや期末越えのオペの着実な積み上を受けて、その後弱含みに転じており、昨日時点では、0.76%まで低下している。なお、ユーロ円TIBOR1か月物のレートが8月28日以降跳ね上がっているが、これはこの日から取引が9月期末越えとなったためであり、基調的には3か月物とほぼ同様な展開となっている。

このように短期金利は株価の大幅下落や金融システム不安の高まりにもかかわらず、総じて落ち着いた推移を辿ってきたが、このところジャパン・プレミアムがじりじり上昇気配を示す等、マーケットでは次第に12月末の邦銀の外貨繰りを意識した動きが出始めている。これが今後円投の増大等を通じて、ターム物の金利の上昇に繋がるリスクも決して小さくはないため、私共としては引き続き長目の資金を中心とする資金供給を弾力的に行い、短期金利の落ち着き確保に全力を挙げて参りたいと考えている。

植田委員

ユーロ円ターム物が落ち着いているようにも見えるが、相対的に下位の銀行が取れないという現象はそれ程目立っていないのか。

山下金融市場局長

CD等のマーケットでは、低いところは大体10bp程度高いレートで取っているが、金額的にも余り取れていない。従って、どちらかというところショートファンディングに追い込まれている形である。ただ、オーバーナイトでは確実に取れているし、短い期間は比較的取れるので、現状ではそれ程慌てている感じはない。本日も海外でユーロ円を取っている先は、やはり2、3bp高いところで取っており、そうした先が3か月や1か月を取る

と多少跳ね上がる感じはある。

中原委員

やはり動揺がみられ、例えば海外で資金を取ると相当不安定という感じか。

山下金融市場局長

オーバーナイトについては日本銀行がかなり大量の流動性を供給しており、現状の0.4%台前半のレートでコントロールしている安心感がある。また、当面の期越えについては総裁があのような形で発言され、それを受けた潤沢な資金が供給されているため、その面でも基本的には安心感があると思う。全体の流れとしては、これだけ銀行株が低下したり、あるいは長銀に象徴される信用不安があるにもかかわらず、非常に落ち着いているのは、やはり今申し上げた二つの条件があり、当面慌てる必要はないと考えているということだろうと思う。ただ、先程申し上げたように外貨の部分のところで大量の円投が必要になってくると、それは現在の需給とは大分バランスが違ってくるため、それが引き金になって多少雰囲気が変わってくる可能性は十分にある。

中原委員

スケールの面では、最大の場合どの程度になるのか。

山下金融市場局長

邦銀のインターバンクでの外貨調達には1,700億ドルあるため、仮にそれが全部インターバンクで取れなくなる状況になれば、その分を円で振替えて外貨調達をする必要がある。最大1,700億ドル分が出てくるということである。

速水議長

オーバーナイトレート of 最高値が 8 日は % であるが、市場で取引されている最高値との間でどの程度の開きがあるものか。

山下金融市場局長

例えば 8 日の場合、一番高いのは % である。このところ大分下がってきてはいるが、大体 1% を超えるレートがつくと思う。これは、バッドネームの例えばアジア系の外銀同士での資金の融通等、多少マーケットとは隔離されたところである。ここでは、経済的に意味があるものとして都銀の最高値を掲げてある。

速水議長

都銀間で最高値が % ということか。

山下金融市場局長

昨日はそうである。

三木委員

TIBOR の 3 か月物と 1 か月物が並んでいるが、9 月期越えの問題からこのようにシフトしたと考えると良いのか。

山下金融市場局長

T+2 で始まるので、28 日から 0.81% に跳ね上がっているが、これは今期越えで取っている先がこうした高いレートになっていることを示している。

中原委員

1 か月の方が高く、逆転している。

山下金融市場局長

9月越えが終り12月越えになってくると、1か月物が段々下がってくる。

速水議長

次に、村上国際局長から為替市場の動向、海外経済の動向について報告してもらおう。

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

前回決定会合以降における主な動きを要約すると、四点かと思われる。第一点は、円の対ドル相場が大幅に円高化したこと。第二点は、米国ダウの大幅下落を始めとして、世界の株式市場が下落をみせたこと。第三点は、先進主要国の国債に資金が向かい、いわゆる flight to quality の動きが目立っていること。第四は、ロシアの政治経済情勢が大きく動揺していることが挙げられる。このため、為替市場、金融市場では、マイナスの連鎖的な動きが強まり、不透明感も濃くなっていたが、今週に入り日経平均株価が持ち直したこと、あるいは三連休明けの昨日の米国ダウが米国の金利引き下げ期待から史上最大の上げ幅をみせたこともあり、警戒感が残っているが、多少落ち着きを取り戻しつつある。

この間の動きについてポイントを説明させて頂きたい。円の対ドル相場は一言で申し上げれば大幅な円高になっており、147円から131円台、あるいはザラ場では130円までいっており、1か月間で15円強の円高化となっている。こうした急速な円高は、97年5月1日から20日までの間に東京市場で約15円円高化して以来になる。一方マルクは8月下旬にかけてロシア情勢の悪化を主因として下落している。その後は米国ダウの下落や米国金利の引き下げ期待を背景として、反転上昇しており、円とは多少違う行って来いの形になっている。こうした相場展開を受けたオプション市場の動向をみると、円、マルク共にリスクリバーサルが急速にドル・プット・オーバー幅を拡大しており、目先のドル・ベア・センチメントが高ま

りつつある。特に円については、相次ぐ口先介入、国会での法案審議の進展、あるいは米国景気の先行き不透明感、そして今月の日米首脳会談等を円高インパクトとして警戒しているようである。ただし、長目の動きをみた場合、オプション市場の動きから推察すると、依然として本邦金融システム不安問題、あるいは景気の低迷を理由としてドルの反発を見込む先が多いのも事実である。

アジア通貨は、この間総じて底固い動きを示している。韓国ウォンについては多少軟化をしているが、ロシア情勢悪化を眺めて輸入勢がドル買いを急いだこと、中銀が8月31日に再割引金利を5%から3%に引き下げたことで多少軟調に推移している。一方、マレーシアについては、9月1日に為替資本取引規制の強化を発表している。また、9月2日には固定相場制、1ドル3.8リンギに移行することを発表している。この間、香港や台湾、中国等の諸国で資本流出入に関する直接コントロールの動きが広まったのが特徴として挙げられる。そうしたアジア通貨の対円実質レートは円相場の上昇を映じてNIEsの通貨中心に若干の自国通貨安となっている。こうした中で、中国元は97年6月対比で一頃27%切り上がっていたが、直近では17%まで小幅化している。下落圧力も後退している模様であり、一頃の円安アジア通貨安を理由とした人民元の切り下げ観測はかなり鎮静化している。

世界の株式市場の推移をみると、米国ダウについては8月27日から31日にかけて大きく下落している。31日には年初来ボトムの7,539ドルをつけており、ピーク比19%の下落になる。昨日は8,020ドルで終了しており、当面こうした状況であれば、一応ウォールストリートが予想した範囲内のコレクションと評価し得るのではないかと思う。ただ、下落の背景についてみると、以前からあったダウの水準そのものに対する高値警戒感だけに止まらず、ロシア情勢の一段の悪化、そしてその影響が石油産出国のベネズエラやメキシコ等に及んだほか、市況商品相場の悪化予測に伴いいわゆるコモディティ・リレイティッド・カレンシーズといわれるカナダ・ドルやオーストラリア・ドルにも広がったこと、そうしたエマージング諸国関

連の取引で米系金融機関が多額の損失を計上ないし発表していることが指摘されている。さらにカナダ、中南米への影響が米国の企業業績にどのようなインパクトを与えるのか不透明感が高まっているだけに、今後の米国経済に与える影響については慎重に見る必要があるとの見方が増えつつある。ロシア・ルーブルの事実上の切り下げが発表された8月17日から直近9月4日までの間の変動幅をみると、株式市場では多くの先がかなりの下落を示している。一方、G7の債券については、いわゆる利回りの低下、価格の上昇といったflight to qualityの動きが明らかになっている訳であるが、とりわけ米国債の低下幅が最も大きく、次に英国債、フランス国債の順で並び、ロシアにエクスポージャーの大きいドイツ国債はG7の中で中位に位置している。米国の民間社債についてみると、トリプルA債は若干の価格上昇、一方ハイ・イールド債は大幅な価格の下落、金利の上昇を示しており、民間債の中でも差別化が進んでいる。エマージング諸国の株は多くが下落を示している。そういった国々では、債券についてもかなり価格が下落し、金利が上昇しており、世界の同時株安、flight to qualityの動きが生じている状態である。この間、G7の株価を7月中につけたピークとの対比で足許の状況を見てみると、米国ダウについては約19%の下落、英国は16%、ドイツは22%の下落になっている。やや古いが、今年の2月にOECDでは仮にG7の株価が20%下落した場合の各国GDPへのインパクトを試算している。勿論アジアの問題、あるいはロシアの混乱が発生する前の状況であり、その辺は十分織り込まれていないが、アメリカのGDPについては初年度0.2%ポイントの押し下げ、次年度で0.6%ポイントの押し下げと公表されている。なお、OECDでは最近の動きをみて、現在99年度のGDP予測について、日米は0.3%ポイント程下方修正しておく必要があるのではないかとしている。因みに、本日のFT紙ではアメリカの99年のGDP見通しについて、7月1日予測の1.6%を8月28日現在で1.3%に下方修正した記事を掲載している。

そうした実体面の動きを説明したい。米国については7月の計数が多いが、7月末までGMのストがあり、そのインパクトが色々なところに出て

いる。自動車販売は不振であったが、それを除いてみれば実質的に個人消費は堅調、住宅着工も高水準だといえる。一方、外需については貿易収支の赤字幅が5か月振りに縮小しているが、GMのストの影響で輸入が減少したことによる。輸出については飛行機の一時的な輸出増加があったが、基調的には減少傾向であり、とりわけ中南米やカナダの景気に変調が出ているだけに、今後そうした先への輸出がどう動くのか、注視する必要がある。因みに、NAPMの中の輸出受注指数が6月は47.0、7月は45.0、8月は44.1と既に低下を示しており、先行きが懸念される場所である。こうした中で先週末グリーン・スパン議長は「8月のFOMCまでに景気・物価の先行きに対するアップサイド、ダウンサイドのリスクは均衡した」と述べた訳である。これが市場においては、タイトニング・バイアスの放棄の確認に止まらず、株価の動向も絡んで利下げ期待を強く生んでいる状況である。

次に、イギリスについてはポンドがロシア問題でセーフ・ヘブン化されていたため、ポンド高となりそれが輸出の後退を招いているほか、内需にも多少陰りが窺われ、若干景気の減速感がみられる。従って、直近までは明日開催されるMPCで政策金利の引き下げがあるのではないかとこの市場の観測が強まっていたが、昨日発表された7月の鉱工業生産が予想の-0.1%に対して、前月比で+0.4%と意外に強かったため、市場では取り敢えず今回は見送るのではないかとこの見方に急速に変わってきている。

最後に、アジアでは中国で洪水が発生している。このため7月の鉱工業生産の伸びも低下しており、農業生産面では上半期の夏穀物の生産が前年比11%減とも報じられている。上半期の実質GDPが既に7%と発表されているが、天安門事件で大きく落ち込んだ90年の年間成長率3.8%以来の低い伸びとなっており、こうした影響が経済面のみならず、社会、政治面に今後どう及んでいくか無視し得ない状況と思われる。

中原委員

NAPMの輸出受注指数は一番早い指標なのか。

村上国際局長

景気指標の中で発表される輸出指数としては一番早い。

植田委員

誰かが中国人民元については闇レートがあって、それは街で取引されている小額のものではなく、輸出取引のかなりの物にアプライされるようなレートになってきており、その意味では実質的に人民元はかなり切り下げられていると発言をしていたが、その辺は如何か。

村上国際局長

中国で、色々な方と話をした経験だけで申し上げると、表向きの話になるのかもしれないが、輸出入のコントロールが、最近かなり評価されている。従って、輸入を抑え、輸出促進といったことが数字の上でも出ている訳である。外貨面についても、いわゆる価格コントロールを強化している。ただ、外準が増え、状況が最近まで好転していたため、民間での保有について緩めてきていたのは事実である。そうした意味で民間が手持ちの米ドル、外貨資金がかなり溜まっていることは否定できないと思う。ただ、それが輸出のかなりの決済に使われているというのは評価し過ぎではないかと思われるが、一つの実勢を表わしているとは言えなくもないかと理解している。

三木委員

アメリカの輸出入指標の動きから見た貿易摩擦問題の再燃の懸念はどうか。

村上国際局長

確かに、日米間でとりわけ鉄鋼等は既に訴訟に持ち込まれているものもあり、業界の判断でみて天井に近づいているものもあるため、かなり慎重にみるべきだとの判断はあるのかと思う。しかし、米国サイドから表立っ

て特定の業界、例えば自動車その他を槍玉に上げる動きは、まだ多くないのではないかと思う。勿論、業界同士では色々なコミュニケーションがあるのかと思うが。

三木委員

燃え上がりかけているということではない。

後藤委員

ただ、恐らく景気が悪くなればこの問題が出てくるであろう。

村上国際局長

当然そうだと思う。アメリカ・サイドの輸出環境は中南米あるいはカナダにいわゆるコンテージョン・イフェクトが及んでいるため、非常に悪化している。一方で、足許一頃程のドル高の状況ではないが、輸入は相当増えてきているため、センシティブになる環境は醸成されつつある。

三木委員

彼らは直ぐワシントンに駆けつけるので非常に危険である。

武富委員

ロシア危機が表面化した後、アメリカの企業収益に対するアナリストや予測機関の予測修正が出ているか。

村上国際局長

ロシアの後、直ぐ南米に影響が及んだため、それを含めた予測修正はまだ明確なものが出ていないと思う。ただ、週を追って、収益予想が切り下がってきているのは事実である。

後藤委員

アメリカとの関係で、中南米は融資や証券投資や直接投資を合わせると相当な規模になるようである。

村上国際局長

アメリカ・サイドからはそうである。

中原委員

アメリカに集まった金を中南米に流している規模が大きかった訳であり、そこが駄目になると大変なことになる。

後藤委員

現在、国際的な資本移動の流れがかなり大きく変わってきていると思うが、資本市場の流れの行き先はどこになるのか。世界的にこうなってしまうと、行き場を失うような感じである。

村上国際局長

取り敢えずは、先進国、その中でもクレディビリティの高い米、英、仏等の国債に資金が向かっているように思う。

こうした状況の下では、いわゆる直接投資についてはやや様子見かと思う。

速水議長

それでは次に、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してもらいます。

3. 経済活動の現状評価に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

資料3「経済活動の現状評価」に沿ってまず私共の現状認識の概況を報

告する。

純輸出については輸入の減少を主因に増加している。ただ、設備投資は大幅な減少を続けており、住宅投資もここに来て一段と減少している。個人消費は一進一退を続けている。こうした最終需要の下で企業は大幅な減産を続けており、この結果、耐久消費財を中心に在庫調整は一定の進捗がみられる。ただ、こうした減産の結果、企業収益が減少しているほか、雇用者数と賃金が共に減少し、雇用・所得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引き続き下落基調にある。また消費者物価についても7月は前年比-0.1%と、96年1月以来初めて、前年水準を若干下回るに至っている。総括すると、わが国の経済情勢は全般に悪化を続けていると言える。

最近の特徴は、主として中小企業がこれまでの収益の悪化等を背景に、設備投資並びに雇用の大幅な削減に着手していることである。特に、雇用面では中小企業のウェイトが高いこともあり、予想以上のテンポで家計所得が減退している。これが特別減税にもかかわらず、家計支出が低迷を続ける要因の一つになっている。次に先行きについては、所得面の悪化、あるいは最終需要の下振れを踏まえると、年度後半についても低成長に止まる公算が大きくなってきている。この点については、所得面を中心に従来私共が想定していたパスより下を走っている可能性が高いとみている。ただ、今後総合経済対策の効果がこうした状況に徐々に歯止めをかけ、これ以上の景気・物価のいわゆるスパイラル的な悪化を招来するリスクは回避できるという従来の標準的なシナリオを見直すまでには至っていない。これはなお維持されていると考えている。

しかしながら、先行きについては当然のことながらリスクはある。経済活動の水準が相当な低水準となっているだけに追加的なショックに対する抵抗力が弱まっていることである。こうした下で、株式市場を始めとして金融資本市場が最近かなり不安定な状態にあるため、これらが先行きに対する不安感増大の形で消費マインドの悪化等に繋がるリスクを認識しておく必要がある。そうした意味では、金融システムを巡る国会審議の帰

趨や9月末にかけて大型倒産を含めた企業倒産がどの程度増えるか等の点に留意をする必要がある。

以下では前回会合からの変化点を中心に報告する。まず、公共投資の関連で、公共工事請負金額でみると、7月は前年比-10.7%とかなり落ち込んでいる。特に地方分が遅れ、7月に当初期待されていたほど発注が進まなかったと聞いている。ただ、ヒアリングによると、8月末からは出始めているとのことであり、9月も増え続けると判断しているが、全体的に遅れ気味であることは事実である。

次に、設備投資の先行指標といわれる機械受注をみると、4~6月は前期比-16%とかなり大きな落ち込みになり、7~9月の業界見通しもなお減少となっている。一方、建築着工床面積であるが、非製造業用は足許少し上昇してきている。すなわち、6月に前月比-19%の後、7月は17.6%とかなり跳ねている。内容的にはショッピングセンター等の商業用施設の着工が集中した由であるが、私共では一時的な状況ではないかとみており、設備投資は先行きも減少を続けると判断している。

大企業の設備投資計画に関するアンケート調査のうち、7月に出た日長銀の調査と8月の日債銀の調査をみると、両調査とも98年度については前回調査時よりも下方修正され、いずれも前年度比-0.6%の水準である。前年度比はなお僅かなマイナスに止まっているが、足許電機を中心に下方修正の動きがみられるため、今後全体としても下方修正される可能性が強いと判断している。

中小企業についての同じようなアンケート調査では、4月に出た製造業は98年度-25.8%であるが、6月に出た非製造業は-26%と、製造業、非製造業とも中小企業については大企業よりもかなり大幅な落ち込みを示している。中小企業についてはバブル崩壊後の不況期を上回るテンポで設備投資が減少しつつあることを示している。

住宅着工戸数については、総戸数でみると1~3月頃までは年率ベース130万戸程度で推移してきたが、4~6月には120万戸台に落ち、この7月は110万戸台とかなり急ピッチに水準が下がってきている。ただ、この7

月の110万戸については、5月の住宅金融公庫の申し込み状況が前年比+13%であることからみる限り、持家の着工の落ち込みは、一時的である可能性があるとは判断している。他方、分譲についてはディベロッパーが非常に悲観的になっているため、極めて低い水準が続くと見込まれる。従って、110万戸という極めて低い水準が続くか否かは別にして、かなり低水準が今後も続く見込みである。

次に在庫であるが、4～6月は前期比-5.1%とかなり大きな減産になった訳であり、その結果財別の在庫率をみると耐久財が足許にかけてシャープな落ち込みとなっている。すなわち、自動車を中心とした耐久消費財については、かなり在庫調整が進展したことを示している。ただ、他の財についてはなお高い在庫率の水準に止まっており、余り在庫調整は進捗していない。従って、生産については7～9月、10～12月とも小幅の減少が続くと考えられる。

次に、労働需給であるが、有効求人倍率は7月に0.50倍と既往最低を更新している。一方、完全失業率は6月4.26%の後、7月は4.12%と若干低下している。もっとも、この要因は長引く不況から求職活動を取り止めた求職者が増えているためである。労働力率の推移をみると足許にかけて男女共労働力率が低下しており、求職活動を取り止めて非労働力化した方が増えている。従って、完全失業率が低下したとはいえ、内容的には余り良くないと思う。労働者数の推移をみると、常用労働者5人～29人の零細・中小の事業所については趨勢的に雇用者を増やして来たが、これが昨年末あるいは今年の初め頃から逆に労働者が減っているのが特徴である。因みに、事業所規模5人～29人の先では、7月は90年の統計開始以来初めて-0.1%と僅かではあるが、前年比マイナスとなっている。このような中小企業の雇用調整スタンス及び設備投資計画から判断すると、中小企業については今年に入り景気循環的な要因だけではなく、将来に亘る収益率見通しの悲観化といった中長期的な要因との相乗効果も加わり、大幅な支出削減に取り組んでいるとみられる。従って、労働需給については当面悪化を続ける可能性が高いと考えられる。

次に、所得面であるが、所定内給与の業種別をみると、直近7月は前年比-0.3%と90年の統計開始以来初めて前年水準を割り込んでいる。その主因は建設業、卸小売業、金融保険業、サービス業等の業種における賃金水準の引き下げである。これら所定内給与の動きに加えて、ボーナスについても6、7月平均で前年を2.4%下回っている。さらに、労働者数も減少している訳であり、これらを合わせた雇用者所得は足許かなり早いテンポで減少している。もっとも、足許の急激な落ち込みについては、ボーナスが前年をかなり下回っているということもあるため、ボーナス要因が剥落すると若干戻ってくる可能性はあるが、いずれにしても雇用者所得がかなりのテンポで悪化していることも事実である。

中原委員

何か良い話はないのか。

村山調査統計局長

強いて申し上げると、消費が全体としては一進一退を続ける中であって、例えば電気製品については若干動意がある。すなわち、7月の初めには猛暑に伴いエアコンが全般的に売れている。7月末にはウィンドウズ98の発売に伴いパソコンが動き始めている。一部にはそうした動きがあるが、何かそうした物が動きだすと他のものが売れない状況にあり、またエアコンも8月は販売状況が悪い。従って、一進一退という判断に変わりはない。

山口副総裁

12月になっても生産は下げ止まらないかもしれないとの判断は、公共工事が今後期待通りに増え始めても年内一杯は生産が減少を続ける可能性が高いということか。

村山調査統計局長

一つの根拠は私共がミクロで企業に直接生産の先行きについてヒアリ

ングをかけており、これは足許の7~9月についてはかなり確度は高いと思う。10~12月についても一応聞いており、その確度は当然低くなるが、やはり7~9月、10~12月と減産が続くとのことである。もう一つは在庫の状況であり、先程申し上げたように自動車等を除けばかなり高い水準にあり、公共工事が本格化しても、それに直接関係するセメント等には効果があると思うが、全般に波及していくには少し時間がかかるとのことである。特に素材産業については、急激に生産レベルを引き下げると調整コストが相当かかるため、徐々に引き下げるといった調整過程にあり、これから多少公共事業関連の需要が出てくることを勘案しても、まだ年内の生産は弱い状況が続くとマクロ的にも言える。

三木委員

今井経済企画政務次官、今の公共工事の問題について補足させて頂きたい。公共工事の81%までの前倒し執行を考えて頂いたが、これが非常に遅れ気味であり、かつ16兆円対策の分も遅れているため、私共の方で計算している数字では国の上期契約率は81.4%程度と概ね予定通りであるとしても、地方の分は42%に止まる数字になっている。国のウエイトが約3割に対し、地方分が7割であり、その7割が42%までしかいっていないことで公共工事が遅れ気味となり、我々が考えていた下支え効果が少し後にずれのではないかと感じている。昨日の経済閣僚会議の場で森幹事長から自治大臣に話をされたとのことなので、是非状況を聞かせて頂きたい。

今井経済企画政務次官

地方の立場から考えると、補正で積まれることが大変つらい。自治体では当初予算で公共工事などを計画するため、補正予算がつき、起債も認めるからやりなさいと言われても国のように急に対応は出来ない。その辺は一工夫必要なのではないかと感じている。そうでなくても通常補助金の内定があるのが秋口、遅い場合は12月を越えてから補助金が付き、年度内に実施しろということである。そうした理由で地方自治体の工事の着手は

遅れ気味になってしまうのが実態かと思うが、十分配慮していきたい。

篠塚委員

住宅関係の着工数が非常に低くなっているとのことであるが、予測をする場合、建設省の建設統計月報の戸数と住宅金融公庫の申し込み統計との間にどの程度のラグがあるとみたら良いか。

村山調査統計局長

通常は1四半期程度のラグがあるとのことである。勿論直ちに着工されるものもあるが、設計等を経て事業者との調整に時間がかかり、3か月程度遅れるものもある。このラグはその時の経済情勢によっても多少変わってくる。

篠塚委員

97年度の住宅金融公庫の申し込み戸数は第1回、第2回、第3回、第4回といずれも前年比マイナスであるが、97年10～12月の着工戸数は前年比プラス、1～3月もプラスとなっており、このデータはどのように読んだら良いのか。

村山調査統計局長

公庫のウェイトは勿論高いが、市中の金融機関もかなりのシェアがあり、それがどう動くかにもよるし、ラグ関係は必ずしもそうリジットなものではないため、必ずしも前年比が平行に動いている訳ではない。先行きをみる場合には、公庫の融資申込み件数とその時々の実際の着工戸数との間の過去の関数関係を測定し、そのラグに基づいている。その分析からすると、7月は一旦落ち込む月である。従って、これは落ち込んでも仕方がないが、その分8月、9月に出てくるのではないかと考えられるので、特に持家の30～40万戸割れは一時的ではないかとみている。ただ、住宅投資の先行きについては9月の2回目の住宅金融公庫の申し込み状況を見つ

つ今少し総合的に判断していく必要がある。

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してもらいます。

(午前10時9分谷垣大蔵政務次官退室)

4. 最近の金融情勢に関する報告 (資料-4)

山本企画室参事

それでは、資料4「最近の金融情勢について」に沿って特徴点を報告する。

まず、株価、為替、長期金利とも非常に大きな振幅となったが、前回8月11日決定会合直前の8月10日との比較でどのような動きになっているかを若干計数面で申し上げたい。株価は、8月10日は15,626円であった。昨日が14,913円である。つまり8月末に一旦13,900円とバブル崩壊後のボトムを付けた後、約1,000円戻っているが、前回会合との対比ではまだ700円程度低いところにある。国債指標銘柄流通利回りは、一か月前は1.170%である。昨日は1.025%と既往最低を更新中であるが、約0.15%下がったということである。為替相場は一か月前が146円であった。昨日は131円であり、この間15円の円高である。

第二点目の特徴は信用リスクに関わるプレミアムが拡大傾向を辿っていることである。ジャパン・プレミアムの動きをみると、2月末から3、4、5月と一旦落ち着きを取り戻していたが、6月下旬に長銀問題の表面化に伴い一時的に跳ね上がった後、7月に入ってから再び少し落ち着きを取り戻していた。ただ、7月の半ばから、8月、9月と再びじりじりと水準を上げてきている。金融再生法案の帰趨を巡る不透明感や邦銀全般に対する警戒感の強まりが影響しているかと思う。4、5月に比べてジャパン・プレミアムの水準は約0.2%ポイント上がってしまっている。当然国内の金利も

これとほぼ同じ動きになっており、マーケットの裁定関係が実に良く働いている。ユーロ円金利と国内のTB、つまり民間金融機関の運用調達レートと政府の発行する短期債務の金利格差は当然ジャパン・プレミアムと同じ動きであり、6月下旬に一回跳ね上がった後、7月に一旦は落ち着くかに見えたが再びじりじりと上がっている。今後も年末越えが展望されてくるため高止まり状態がおさまってくる雰囲気にはなかなかならないように思う。

ただ注意すべきは、実際の水準である。TBレートの方は明確に下がっており、flight to qualityの動きがみられる。金融機関の運用調達金利の方も水準自体は最近になって若干低下気味である。これには、色々な要因が指摘されている。この水準では取れない金融機関も実際にはあるのではないかと思われるし、今一つはマーケットでは追加的な金融緩和の期待が若干出ていることによるという感じである。現物レートはこの程度の幅に止まっているが、金利先物の方はもう少し明確に低下しているのが実情である。

短期金利に関する信用力格差を若干申し上げたが、確認までに長期金利も申し上げたい。金融債の流通利回りと興銀債流通利回りと国債の流通利回りとを比較してみると、金融債は全体としてじりじりと売られており、興銀債と国債との間のスプレッドも拡大の傾向が続いている。金融機関に対する警戒感の強まりが依然非常に強い状態が続いている。民間社債の流通利回りについては、7月、8月半ばまでは金融機関の調達レートに現れていた信用力格差が一般企業については余り大きな動きはなく、民間社債と国債とのスプレッドは極めて落ち着いた展開を示していた。ただ、8月末の株安をきっかけに、世界的に低格付け債が売られる傾向が一旦強まり、同様の動きが日本の民間社債でもみられ、8月末は一気にスプレッドが上がった格好になっている。最近は若干縮小気味であるが、これまで幾分落ち着いてきた動きに、株安によりテンションが加わっている格好になっているのが現状である。次に、簡単に株に関連して単純なファクトだけ確認したい。国債流通利回りー予想株式益回りでみたイールド・スプレッドは、

これをさらに展開すると、企業収益の期待成長率からリスク・プレミアムを差し引いたものとなる。足許の債券利回りが低下しているにもかかわらず、株が下落しイールド・スプレッドはマイナス、しかも過去最低の値になってきている。将来の期待成長率に対する見通しが悲観的になっているということと、先行きに対する不透明感が強くリスク・プレミアムが拡大しているということである。

量的な指標をみると、マネーサプライは昨年末から本年初にかけて一旦4%台後半に上がった後、また一巡した格好で落ちてきたが、ここに来て3%台半ばの動きが定着している。鈍化傾向のテンポも鈍ってきている感じである。実際に起きている現象は民間銀行貸出の極めて低調が続く中、そのマイナス幅がやや横這って来たということである。やはりヒアリングをしてみると、大企業が銀行の慎重な融資態度を眺め、昨年末に見られたように手許の流動性を少し厚めに持つ動きに全体として出てきているようである。都長信三業態の企業向け貸出の大企業、中小企業向け内訳をみると、——統計の制約上総貸出ではなく国内店の貸出しか取れず、水準が実際の貸出よりもやや高目になっているが、——大きな流れとしては中小企業の借入れがやや厳しくなっていることを受けて、むしろ大企業が借入れて、手許の流動性を増やし、それをグループ企業にいつでも資金を解放できる形にもってきていることである。ある意味では実体経済活動に直接繋がる資金というよりは、将来に対するアベイラビリティの不安感から手許流動性の積増しの動きが出ているということである。

中原委員

企業が手許にかなり厚目に流動性を積んでいるが、そのデータは他に何があるのか。

山本企画室参事

最も確かなのは法人季報であるが、データの遅くなるため、現在は専らヒアリングでデータをとっている。

中原委員

企業は皆そう言っている。

速水議長

これは適当でない質問かもしれないが、資料に金融債と国債との利回り差があるが、ここで書いている金融債は興銀債だけか。

山本企画室参事

然り。

速水議長

長銀債は利回り差がかなり開いている訳か。

山下金融市場局長

長銀と興銀で 478bp の開きである。長銀債の方は流通が出来ていないと思うが、気配値では 6.39% である。

山本企画室参事

実際には取引が殆んど出来ておらず、出しているレートが証券会社によって違うなど正確な状況は分からないが、いずれにしても大変な格差になっている。

速水議長

相当な量が出ており、しかもそれは各種の担保に使われたり、どこかに収まっている。

(午前 10 時 22 分中断、午前 10 時 31 分再開)

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. 金融経済状況に関する討議

速水議長

それでは、ただ今までの報告を踏まえて、政策委員会としての検討を行って参りたい。最初に金融経済情勢について、各委員の意見を頂き討議する。その後で金融政策運営に関する意見を各委員から頂戴して討議する。最後に政府から出席された代表に意見があれば賜わる。まず、金融経済情勢について委員の意見を願います。本日は最初に中原委員から願いたい。

中原委員

最近発表された統計には、大変ショッキングなものが多いが、本日は、最近のショッキングな内容と現在の景気が前回の平成バブルの崩壊と比べてどのような局面にあるかを再度検討する。そのうえで、アメリカの景気と株式、日本の株価、国際的な資金移動の流れが最近変わってきたことなどについて見解を述べたい。

まず、最近出た統計の非常にショッキングな内容である。一つは住宅が110万戸とこれまでの最低に近づいて来ていることで、場合によると先程の執行部説明とは異なり、趨勢的に100万戸を割れてくるかもしれないと考えている。第二は、所定内賃金が初めて前年比でマイナスになったことである。三番目に家計調査であるが、これも9か月連続でマイナスであり、6月については住民税をゼロにした効果が現れていない。四番目として、4～6月の名目GDPが500兆円を割れそうであり、確か95年の10～12月が500兆円割れであったが、そこへ戻ってしまった感じである。五番目としては、資本財が生産、出荷、在庫の面で非常に不振であることである。また、機械受注が依然として低く、設備投資が非常に不振である。特に最近は大企業でも貸し渋りを受けており、合理化投資に金が回らない、中小企業の場合は、特に資金の制約が強く、設備投資ができない状況にあるようだ。

そうした状況の下で、4～6月のQEが間もなく出るが、GDPは恐らくマイナスになるのではないか。良くてゼロであろう。すなわち、三期連続でGDPがマイナスになる危険性が非常に強くなったと思う。設備投資の伸び率も今年は恐らく以前に申し上げていたマイナス1桁台の上の方ではなく、2桁台にいくのではないか。そのように投資が落ちると公共事業がいかに増大しても、それを打ち消す動きになるのではないかと大変懸念している。現に91年と95年の間を比べてみると、公的資本形成は11兆円のプラスであったが、設備投資のマイナス16兆円で打ち消されてしまった経験もあり、大変に厳しい局面に来ていると思う。

次に、6月に出た景気の動向指数を基にして最近の景気的位置をみてみたい。一致指数のCIは6月に若干戻ったが、いずれにしても97年3月の山から落ちてきたスピードは平成バブルの崩壊時と非常に似ている。これよりも若干早いのは、第一次オイルショック時のみという状態になっている。それでも一向に止まる気配がないが、97年の3月の山が一致指数で111.2、98年の6月が96.2、であるため、15か月デクラインし、頂上からのダウン率は-13.5%である。これを平成不況の第11循環と比べると、当時は一致指数のCIが-25.25%下がっているため、今回の不況も早く止めないと非常に深くなる心配がある。また、経常利益はCIが10%下がるとその3.5倍の35%下がるという統計的な流れが残っているが、現在13.49%下がっているのを3.5倍するとピークの経常利益から47.2%下がる危険がある。生産指数をみても、CIと同じペースで下がってきており非常に相関度が高い。

第二番目に消費の先行指標である新車の登録台数は、97年3月を100として、今回は10か月目に一気にピークの8割まで落ちてしまった。現在若干戻っている訳であるが、ピークの2割減の76まで24ポイント下がってしまったのが今若干反発している程度である。前回の平成不況でも80%近くへ下がるのに20か月かかった訳であるが、今回は10か月目にそこまで下がってしまった。実質の機械受注は当初の6か月程度は好調で山が高かったが、段々下がってきて、10か月目を過ぎてから前回の平成不況

時と同じになってしまった。

極度に悪いのは遅行指数たる最終消費財の在庫指数である。最終需要財の在庫指数は依然として97年3月の山を遥かに超えている水準にあり、資本財もさることながら最終需要財の在庫調整は難航すると思う。また、常用雇用者数も遅行指標であるが、山から下がったままであり、将来が思いやられる。平成不況の場合には常用雇用指数は山を割ることがなかったが、今回は山から相当低下してきており、深刻な状況である。一致指数である経常利益も大きく減ってきており、現在は山から25%程度減っている。今回の不況では、雇用と消費が非常に悪い。これが前回不況時の展開とは大きく違い、最終消費財の在庫が悪いことに繋がってきている。いずれも政府の採った9兆円の財政緊縮政策が相当に効いたことを物語っている。現在の状況でいつ底に入るかはなかなか見えにくい訳であり、最も希望的な見方をすれば現在底入れしているところであるが、恐らく回復するのは来年のファーストクォーター以降になるのではないかと思われ、なかなか厳しい。

LOBO（早期景気観測）と呼ばれる日本商工会議所で実施しているサーベイがあるが、その結果が非常に悪い。これは8月の19日から25日の調査であり、日銀短観の先取りのようなものであるが、DIでみると、全産業が7月は-62.5、8月は-66.9であり、7月に若干持ち直して8月がまた悪くなっている。先行きの9月、11月の見通しは-51であるが、その中で特に悪いのが製造、卸売、小売、サービスであり、建設は公共投資を受けて若干好転しているものの、なお悪い。恐らく日銀の短観も非常に悪く出るのではないかと思っている。

次にアメリカであるが、私は株価の予測に関して、7月の前半会合時には恐らく8月から10月のうちに9,600ドルから9,700ドルで頭を打つと申し、7月の二回目会合時には多分すでに頭を打ったのではないかと申し上げた。7月20日に9,367ドルをつけており、私の見方では多分それで頭が入ったと思う。その後、9月1日にザラ場で7,400ドルまで急激に落ちた後戻ってきているが、私の見方では恐らく9月位中には8,500ドル程度

へ戻る。そして、悪い場合には10月から11月へかけて6,000ドル前後に突っ込んでくるのではないか。友人のハーバードの経済学者二人が、1株当たりの収益等を含めて考えると、最大38%程度のコレクションがあるであろうと言っており、5,800ドル程度かとも思う。いずれにしても次の下げは6,000ドルが攻防ラインになるのではと思っている。来年のアメリカのGDPは恐らくかなり下がり、1.5%が最近のフォーカストのようである。アメリカが1.5%になれば、日本の成長率はマイナスでしかも相当厳しいところにくるようになると思う。以前にアメリカの株式が2割下がるとGDPが大体1.5%程度下がるのではないかと申したが、仮に3割以上下がると、さらに下がってくると思っている。アメリカの場合、最も問題なのはやはり企業収益であり、7~9月の収益がどうなるかが注目点である。そして、アメリカの7~9月のGDP、7~9月の企業収益が出る10月の末頃から11月頃が、アメリカの株価にとっては非常に危ないと思っている。

その点について付け加えると、今回の円高はヘッジファンドの買いといわれているが、やはりアメリカ経済に対する信頼が突然失われてきたためとも思う。ロシアやラテン・アメリカで非常な困難に遭遇し、色々な損も出ている訳であり、アメリカの経済動向には非常に気を付けなければならない。一方、円は恐らくこの間の動きで底を入れたと思っている。今年の6月19日に134円30銭をつけたが、その前の6月16日には146円75銭、また8月11日には147円70銭とダブル底のようなものをつけてから戻り、6月19日の134円30銭を抜いたため、今回はかなり強い円高ではないかと思う。130円レベルは一種の抵抗帯である。今年の高値が2月8日の122円77銭であるが、昨年から今年にかけての円レートのレンジである110円50銭から147円の間が約130円であり、真に揉むところであるが、いずれにしても円高への転換がかなり明確に出てきたと思っている。これはドイツ・マルクにも現れており、1.72と高くなって来ているが、それもアメリカ経済の影響ではなからうか。

最近の資本収支の動きをみると、アメリカの株式の急落は、ヨーロッパの投資家がアメリカの色々な問題を考えて逃げ出したことがかなり効い

ているようである。これまでの資金の動きを振り返ると、97年の1~6月は日本と西欧からアメリカに集まり、それをアメリカがラテン・アメリカとアジア、アフリカに振り分けてきた。昨年の7~12月には、日本と西欧からアメリカへは引続き入っており、それをラテン・アメリカに振り分けたが、タイの通貨危機が起きたため、アジアとアフリカからもアメリカへ流れてきた。従って、アメリカへは三方から入ってきて一方だけに流れ出していた。しかし、今年の1~3月には全部逆流し始め、今度は逆に日本へ入ってきた格好になっており、多分西欧の方へも逆流しているのではないか。事実、西欧のアメリカ長期債券の純購買額は、今年の1~3月が268億ドル、4~6月が230億ドルであり、半年で昨年1年間分の591億ドル程の規模に達している。この反動がどのようになるのか、アメリカに入った590億ドルの金がどこへ流れるのかが大変に問題である。FRBのカस्टディになっている海外中央銀行の保有する財務省証券の持分残高は、今年の1、2、3月と増えていたが、4、6、7、8月とかなり減ってきている。8月に減った要因は、中銀が介入したとか、4月に減ったのは円の買い介入によるものであるが、いずれにしてもアメリカの資金が縮小してきている危険性がある。また、ロシアの問題も非常に深刻であり、アメリカを中心とした外人が大きなロスを出している。韓国も相当やられている状況である。

結論的に言うと、一番ショックであったのが、やはり日立の経常赤字である。日立の赤字転落は基本的に日本的な経営のやり方ではできないということで、リストラを迫られていることだと思う。問題なのはやはり労働者の早期退職が可能かどうかであるが、結局は金がないために、早期退職金も払えないという状況である。日本の会社は本当に生きていけるのかというところまで深刻な状態になっている。日立は多分そこまではいっていないと思うが、設備調整と労働力調整を迫られる状況が真に深刻になってきている。中小企業の場合には、合理化のための投資さえ資金手当がつかないという状況になっている。

篠塚委員

4月から月を重ねるに従い、次第に悪い方向にきており、この9月の決定会合では、今までにない、最も悪い数字が示されることになったと思う。特に、経済を支える根幹である設備投資が非常に悪い状況になっていることが、全体に雇用をも押し下げているし、所得も下げているシナリオである。

昨日の日本経済新聞社の調査に98年度の民間設備投資修正計画がでていた。これは上場、優良店頭企業を含めて2793社の中から2403社の回答を得た数字であるが、工事ベースでマイナス2.6%の投資計画であり、4年振りのマイナスである。特に製造業は97年度のプラスの7.8%から逆転して、マイナス6.2%という低い数字である。こうした設備投資の低さは、中小企業においてもかなり目立つ。このように体力の弱っている企業程、収益力の回復対策として設備投資を大幅に削減する結果になっている。一つだけ明るい数字として自動車は在庫調整がほぼ終りかけているとの説明があったが、個人消費の面からみると、全く車を買う意欲は出ていないため、恐らく輸出の形で出ていくことになるかと思う。従って、現下に起きている為替レートの問題等から、折角在庫調整が終りそうな自動車に関しても、再び不安材料が出てきている。これが申し上げたい第一点である。

先程中原委員が紹介した情報の中で同感であるのは、日本の大企業、中小企業いずれも、従来のスタイルでの経営の在り方が非常に問われている点である。大手電機企業でも退職金の支払ができないというケースもあり、驚かされたが、一方で大手の酒造会社では8月に一部工場を閉鎖し、早期退職優遇制度を実施したところもある。大企業の中でも必死に贅肉を落としている先と、まだ落とせなくている先とが9月以降明確に分かれていくのではないか。中原委員が指摘したのと同じように、雇用面について第一次オイルショックの時の状況と対比して考えてみたい。第一次オイルショックの際に私は大企業と中小企業の雇用調整のパターンについて分析したことがある。当時は、大企業から雇用者が大量に吐き出されていたが、

それをなかなか良い人材を採れなかった中小企業が吸収するかたちでバランスしていった。当時は大企業から出ていった人材が中小企業で吸収されていたため、多少齟齬があっても失業が発生することがあっても、基本的にトラブルはなかった。しかし、今回の状況をみると、中小企業でも雇用を削減しているため、今後の雇用状況は非常に厳しくなることが一層明らかになったかと思う。

二番目に現在の金融市況や量的金融指標の動きをどうみるかであるが、株価の非常に不安定な状況が金融問題についても現われてきていると思う。執行部のヒアリング調査には、「資産効率を上げるために中長期的には株式持合いを解消したいと考えているが、自社の株価は非常に低いレベルにあるため、いつ買収されるか分からず、今はできない」という企業の発言もあったが、全体的に不安定な状況になっている。為替レートについては、ここに来て急にドル安・円高になっているが、日本経済のファンダメンタルズは一向に変わっていないため、実質実効為替レートでは足許の平成9年3月時点では105.5であり、97年の104とそう変わらない。いずれにしても日本経済の実態はほとんど改善されておらず、これもまたアメリカサイドからの影響によってもたらされた円高だと思われる。日本経済を支える金融システム問題がとにかく片付かない限りは、あらゆる面で不安材料を抱えたまま動いていくと思われる。先程、政務次官から政府としても貸し渋り対策大綱を8月28日に出したとの報告があったが、特に中小企業に対して、この大綱が巧く機能することを期待している。金融不安に関しては一層貸し渋りに関する不満が強まってきているため、是非これを推進して頂きたい。企業ヒアリングによると、自社の資金繰りは十分だが、下請企業から突然何とか資金調達を助けて欲しいとの要請が出されて、非常に困っているという大企業の話があった。これは大企業本体が手許流動性を厚くしておかなくては非常に不安定な状況であり、様々な流通段階や子会社を抱えていることを踏まえると、大企業であればあるほど一層厚目の手許流動性を抱える状況になってきている。こうした状況に鑑みると、現在の企業にとっては金利問題そのものよりは、必要な流動性が手

厚く確保されることが望ましいと受取った。

三番目に景気の先行きについては、4月に政策決定会合がスタートした時点から、政府の打出す経済対策メニューが具体化されるのを待ち、決定会合の度毎にその効果が出ることを期待しつつここまで来た。やはり現在も秋口にかけて公共投資絡みで様々な効果が出るだろうと思われるし、現にあれだけの規模のお金を出して何も効果が出ないはずはないため、その効果を慎重に見守っていきたいと思う。減税に関しては、少なくとも98年の橋本内閣における2兆円は既に出ているが、さらに8月にかけて4兆円、10~12月にかけて少なくとも4兆円規模の減税効果が出てくるはずだということである。しかし、指標等で確認したとおり、消費は一進一退であり、減税の効果は出ていない。現在の限界消費性向は非常に低く、1980年代の0.6%程度に比べて半分程度ではないかと思われる。そこで一応0.3~0.4%程度と前提してラフな計算をすると、仮に4兆円規模の所得税減税が行われ、その3割から4割が消費に回ったとし、さらに約500兆円のGDPをベースに計算すると、約1.2兆円から1.6兆円が消費に回っても良いのではないかと推測される。この規模はGDPの0.2%から0.3%程度の規模にしかならない。いずれにしても、減税はGDPに対して0.2%ないしは0.3%のプラス効果があるはずだが、現実には生産は縮小され、設備投資も減少し、雇用の削減が行われている訳であり、減税効果が消費を一層下振れするのをただ下支えているに止まっていると思われる。もとより、減税なかりせばさらに厳しい状況になったのではないかとと思われる。そのように考えると、大型の景気対策の効果が秋口にかけて出てくることについては、GDPを何らかはアップする効果が出てくるものと期待したい。

最後に、物価の問題だが、卸売物価の8月は前期比でマイナス0.1%であった。7月は0.0であったが、電気料金などの特別な要因を除くと実質はマイナスという解釈ができるため、2か月連続マイナスになっている。先程中原委員も指摘されたが、所得水準が非常に落ち込み、所定内給与が初めてマイナスになっている中で、卸売物価がマイナスになっていること

が連鎖反応となり、今後デフレ・スパイラルにならないか十分に注意を要するところであろう。

植田委員

ただ今の両委員と問題意識、注目ポイントもかなり近いが、私なりにある程度試算した結果をお話し、かつ定性的な部分について幾つか指摘させて頂いたうえで、全体のまとめを申し上げたい。

我々は足許の経済実態は引き続き悪い指標も出てくるであろうと言いつつ、一方で年度後半以降は財政政策の効果が出てくるであろうと言ってきた訳である。その結果、それ程ネットでは悪くならないかもしれないため、待っていても良いのではないかという結論で来た訳であるが、そのシナリオに本当に変化が生じたとみるべきかというのが問題意識である。特に指標面からある程度明確なのは、中原委員が指摘した設備投資と住宅投資である。大企業の収益動向、あるいは先程説明のあった設備投資に関するアンケート調査等を総合的にやや悪い方向でみるならば、98年度の設備投資の伸び率がマイナスで10%台の大きめの数字で出てくる可能性がある。それを実質に直したうえで、我々が6月末の短観前後に持っていた見通しと比べてみると、設備投資の伸び率で5%前後の下方修正があり得るのではないか。設備投資のGDPシェアを掛け算してGDPに対する寄与度をみると、マイナス0.5%を上回ってくる可能性もあるかと思われる。これは設備投資全体の寄与度ではなく6、7月頃に我々が持っていた見通しからの変化分である。次に、住宅投資は先程来指摘されているように、10%程下振れている可能性がある。住宅投資のシェアを掛けると、これも0.5%まではいかないが、それに近いマイナスの可能性もある。両方を合計すると、1%程度下方修正される状況かと思う。

さらに、定量的には明確にならないが、リスク・ファクターとして所得が減っていることに伴い、特に減税効果が一旦は消滅する10月、12月頃の消費の伸びが不安である。また、在庫が一部を除いてまだ非常に高い水準にあるため、在庫投資も不安である。

一方、プラスを期待される財政であるが、これは篠塚委員が減税の効果を指摘されたが、我々は既に6、7月の時点では今年度の減税についてはプラスの効果として織り込んでいたと思う。従って、その後の情報としては来年、ないし来年度の更なる減税と、今年度と来年度に支出を16兆円加えて拡大することだった。それがどの程度のプラスを持つかであるが、減税は暦年でみるか、年度でみるか微妙であるとしても、大まかに今年対比で2兆円強程度は増える。しかしこれは来年に効果が出る。支出の方は10兆円の対策が出るとのことであるが、真水がどの程度なのか、難しい問題があるので、そのうち5~6兆円程度が支出増に繋がるとみとする。さらに99年度の公共支出については、我々は当初、かなり大幅な支出減で走り出すだろうと考えていたので、それとの対比ではかなり大幅な増加が見込まれる。ここで、例えば篠塚委員の計算に近いが、減税に消費性向の0.5を掛けて支出と足し、それに1を若干上回る乗数を掛けて財政の効果がどの程度あるかを計算してみる。その結果は、前回の見通し対比であるため98年度は減税のプラス分はないが、財政補正から10兆円の対策が5~6兆円出てくるとすると、1~1.5程度のプラスが出てくることになる。99年度についてはそれより若干大きな効果が見通し比で生まれる可能性が期待できる。これと先程の民需の-1ないし-1強とネットで合計すると、98年度についてはプラスが多少残る形になる。99年度については、これまでの我々の考え方に比べて、民需をどの程度下振れさせるかであるが、下振れがないとすれば相当大きなプラスが残るということである。これに6・7月時点で見込んでいた成長率を加えたものが本来の成長率としてどの程度になるかであるが、色々幅のある数字であるため、大まかに申し上げれば、下駄を除いたベースで98年も99年も1%前後の成長率が見込めるという姿を描くことが出来る。これでも調査統計局が計算している潜在成長率対比ではやや下振れる程度の感じである。この計算の問題点は98年度に第二次補正からかなりの支出が見込まれるという前提を置いているが、実質的には99年度に繰り延べされてしまう可能性がかなりあることである。その場合、98年度は最初に申し上げた民需の下方修正のマイ

ナスだけが残りに、結局は今年度下期にある程度、あるいはかなりの回復が見込まれるシナリオに崩れが生じる。勿論その分は99年度にずれ込むため、99年度に対しては大きなプラスになるが、98年度下期がそのように悪化することになれば、それが波及効果を持って99年度に繋がり、99年度の民需がかなり下方修正され、上方修正された財政の動きを打ち消してしまうリスクがあると思う。従って、財政がそこそこ早く出てくれば従来のシナリオを大きく変える必要がないかもしれないが、一方で財政の出方がずれ込む、あるいは来年度にずれ込む、ないしは予定どおり全部は出てこないというリスクもかなりあり、その場合は今年度下期の姿がかなり悪くなるように思われる。

この間、8月会合以降の動きとして既に色々ご指摘があった点であるが、特に金融については長銀を含む19行問題に関して如何なる対策が出るのかを巡って、プラスに評価されたりマイナスに評価されたり揺れているが、依然として不透明である。その中で、19行のうち従来は中位行とみなされていた先についても資金繰り等でかなり問題が発生しつつある不安な状態である。これらについては何らかの対策が出てくると思うが、対策の内容次第でマーケットおよび経済全体に大きな影響を持つてくる。

ロシアに始まった金融不安の連鎖については、世界的にリスク・プレミアムが増大する結果をもたらしていると思われる。国債が買われ、リスクの高い債券、株等が売られるということである。アメリカ等ではリスク・プレミアムの上昇は伝統的に不況の先行指標であることが統計的にもかなり明らかであり、一応注意しておいた方が良い。ただ一方で、一部の方からもご指摘があるように相対的に日本が若干評価されている面もなくもないことが資産価格動向から読み取れる。評価された結果、円高が発生しており、その持続性が不明なため先程の計算には入れなかったが、貿易収支の影響のみをみればマイナスの可能性がある。

最後に物価であるが、実勢は大まかにCPIで-0.5%程度かと思う。既にGDPギャップがかなりあること、さらに賃金が下がり始めていること、このところの円高を考えると今少し下振れするリスクもかなりある。

従って、真性のデフレに注意が必要であり、リスクについても従来以上に配慮しなければならない。

要するに、完全な証拠を呈示することは出来なかったが、デフレ・スパイラルの入口に立っていた状況から、入口を多少通過したかもしれない傍証はある程度存在するということである。特に、財政の出方が遅れる可能性を重視すると、98年度下期が心配である。一方で、外的な例えば世界経済はそれほど悪化しない、財政が予想どおり出てくる、あるいは不良債権問題についてある程度確実な対策が打たれるといった条件次第では、現時点が景気のボトムになる可能性も100%は否定できないと思う。ただ、近い将来にボトムを打つ可能性は確率的には5割よりかなり低いのではないか。

藤原副総裁

執行部から詳細に説明があったが、明るい材料や情報はほとんどない。従って、前回同様、景気は全体として悪化を続けているということだと思う。そうした総括は、前々回会合から今回まで三回続いている。つまりゲティング・ワースがゲティング・ワース・アンド・ワースなりゲティング・ファーザー・モア・ワースとなっている訳であり、悪化の材料が累増している。しかも、悪い指標が物価も含めて相関的、相乗的にダウンしているようだ。実際に、一部の企業や家計のレベルでは、いわゆるデフレ・スパイラル的な縮小均衡現象が生じていると考えられる。しかし、マクロレベルではまだ確かな形では立証されていない。その意味では、デフレ・スパイラルに入る一歩手前というか、先程入口を入ったかもしれないとの指摘もあったが、そうした状況にあるのではないか。今後、本格的にデフレ・スパイラルが現実になるとすれば、物価が加速的に下落していく場合であろう。一旦デフレ・スパイラルに入ると、その状態から抜け出すためのコストは極めて高くなる。それを未然に防ぐために、現在、政府も一生懸命総合対策を立て、実行しようとしている。今後、総合経済対策の効果が徐々に景気の悪化に歯止めを掛け、これ以上の景気・物価のスパイラル的な悪

化は回避されようという標準的なシナリオは、なお維持されていると考えられる。しかし、企業収益や雇用所得の悪化が示すように、経済活動が相当低水準になっているだけに、追加的なショックに対する抵抗力は弱まっている。

そうした中で金融システムへの不安感が高まり、金融資本市場のきわめて不安定な状況に対する懸念が表明されていたが、その懸念が徐々に現実のものになってきているのではないかと思われるのが、8月末の市場体験であろう。これはロシア問題に端を発して、中南米市場にまで及んだ世界同時株安に起因しているのかもしれないが、日本の場合も株式市場ではバブル崩壊後の最安値を示現したし、抵抗力が弱まっている。さらに、長銀問題や金融システム問題で揺れている中で起きた訳であり、我々に非常な不安感を与えた。一方、今後企業の9月中間決算の内容が発表されるにつれ、益々ミクロ的にも暗い材料が加わってくるのではないか。その後株価は持ち直し、円レートは高い方向に向かっているが、マーケットの指標をそのまま信じることは恐らくできないのではないかと思う。

従来であれば、先月末の動揺した状況下では臨時政策委員会の開催も予想されたかもしれない。本日は定例の政策決定会合において落ち着いて真剣に透明性をもって議論している訳であるが、私は議論をしている一人として、この事態に金融面でどう対処すべきか、これまで現状維持を主張してきたが、それで良いのかどうかを数日来、悩んでいるところである。

山口副総裁

経済の流れがどうなっているのか、それに対してマーケットの環境がどう動いているか、そして政策的な動きが果してどの程度の歯止めを掛けようとしているのかの三点につきサマライズして申し上げたい。

経済の大きな流れとしては、現時点でアベイラブルなデータをみる限り依然として悪化が続いているとするスタッフの判断どおりだと思う。消費についてはある程度の下げ止まり感は出てきているのであろう。しかし、賃金と雇用の調整が意外に早く始まっている状況を踏まえ、かつ消費ある

いは雇用を巡る諸々の中期的な不安定要因や、消費者を不安にさせる諸々の要因が存在している現状において、消費が近い将来必ず持ち直すという展望は極めて持ち難い状況ではないか。また、賃金・雇用の調整が比較的早目に始まっていることの裏側においては、所得の分配上企業所得がそれだけ相対的に持ち堪える条件が生じているとは思いますが、全体的な生産の伸び悩みや、物価の下落傾向の中で企業業績の悪化がかなり顕著に始まっているのが実態であり、それが設備投資の下方修正に繋がってきているのは既に各委員から指摘のあったとおりである。従って、経済活動に対する唯一のサポートが純輸出の増加から生まれている状況がここ暫く続いている。全体として需給ギャップがさらに拡大しつつ、物価に下方圧力を掛けているのがここまでの動きではないかと思うし、そうした動きに何らかの改善が生じ始めている具体的なエビデンスは、残念ながらまだ得られていない。

こうした中でマーケットの動きであるが、前回会合以降、為替相場がかなり大幅な円高方向への振れをみせているのが第一の特徴である。日本の製造業にとっては、この程度の円ドル相場で競争力が失われることは余り起きないかもしれない。従って、わが国輸出産業の4~6月の活動は依然としてコンペティティブであろう。しかし、大きな相場の振れが生じてきた場合、例えば輸入がさらに国内市場に入り易くなるとか、あるいは卸売物価に対して今少し強い下落圧力が掛り始めることが予想されるため、こうした為替相場が定着していくと、ただでさえ弱い経済に対してやはりプレッシャーとして働く一要素になるのではないか。一方、株価の動きは極めて不安定であり、なかなか評価し難いが、金融システム面での問題解決の進展により株価に支えが入ってくる以前の段階で海外の株価調整の影響が及んでくる、あるいは主力産業の業績悪化が響いてくる状況が起きてしまったため、やはり脆弱性をさらに増しているのではないかと考えている。為替、株ともにそうした評価が可能であるならば、マーケットの環境も全体として経済に下方圧力をかけつつあるということではないか。幸いマネーマーケットは落ち着いた状態で推移しており、流動性もますます

の伸びといえるが、マネーサプライのそこそこの伸びは企業が今後の金融情勢について警戒感を持ちつつ、手許に現預金を貯えていることの表れだとすれば、余りポジティブな評価は出来ないのかもしれない。

以上のような財とマーケットの状況に対する政策的な動きであるが、私も既に委員方から指摘のあった財政の出方が最大の注目点であろうと思う。私自身も過去の政策決定会合においては今後の財政の動きにかなりのウエイトを置きつつ、経済見通しについては財政面から歯止めが掛り、かつある程度の景気回復が生まれる展望が失われていないとしてきた訳である。基本的には、本年度下期から来年度にかけて財政面からの梃子入れにより、マイルドな景気回復が生まれてくる可能性が失われていない点については現時点でもそう考えて良いのではないか。従って、経済に対してかなり強力な梃子入れが今後実施されようとしており、依然としてスパイラル的な悪化は回避できる可能性が残っているように思う。ただ、ここまで財政面の効果の表面化が遅れていることを踏まえると、期待される経済のターニング・ポイントがいつ起きるのか、そのタイミングなり、あるいはその後に生まれる景気回復の力強さという点については、目下のところ極めて不確実である。また、その間に経済活動の水準が着実に下がってしまったことを踏まえると、景気回復の展望についても下方リスクの方が徐々に蓄積されている。

また、今一つ政策的な動きとして、金融システム対策面の動きがあるが、与野党の話し合いが順調に進み、適切な合意が生まれてくれば早い段階でビジネス・マインドや消費者のマインドにそれなりの良い影響が及ぶと思うし、当然株価等にも反映されるであろう。ただ、長銀、住信の合併問題についての経緯とそれを巡る政治的な議論の経緯を踏まえると、我々が最も心配している大手銀行の将来展望に確実に繋がるようなフレームワークが巧く出来上がるのか否か、これも目下のところ非常に不確実だと言わざるを得ない。早急に政治的な合意に到達してくれることを期待する他ない状況である。

そうした中であっても、地価の軟化傾向が続いているようであり、恐ら

く金融機関のバランスシート上は不良資産の新規発生が依然として止まらず、金融システム全体として非常に脆弱な状況が改まっていないというべきであろう。従って、株式市場の動きについてもヘッジファンド等のポジション調整が一巡した後に、やはりかなり心配な要素が残っているということではないかと思っている。

後藤委員

まず、景気・物価の現状であるが、何人かの方が既に発言されたように、やはり景気は全般的に悪化していると言わざるを得ないと思う。目を凝らせば、パソコンの販売が割合底固いとか、あるいは自動車の在庫調整が進んだという要素もあるが、やはり設備投資、住宅投資が目に見えて減少し、回復の兆しがみえないことが一つ。今一つは、企業収益が民間の研究所の調査でも二桁のマイナスになるのではないかとされており、我々は6月短観時点で後半の回復期待も含めて年度を通じて企業収益は横這いに近いとみていたが、明らかに下方修正が続く状態が生まれてきている点である。これが先行きにつき最も心配される点である。その結果は、やはり中小企業を中心とした雇用や所得条件の悪化に出てくるのではないか。それが景気にマイナスに働いてくることになりはしないかとの心配が強い。公共投資の出足が遅いこともあり、やはり素材関係の在庫調整は相当長くかかる見込みであるし、設備稼働率も低迷状態が続いている。卸売物価の推移とその要因を分解してみると、篠塚委員も触れられたが、このところ輸入原材料の価格低下の影響は小さくなり、その分内生的な物価下押し圧力の強まりで相殺されていると思われるため、デフレ・スパイラル的な危険が大きくなってきているのではないかと考えざるを得ない。

金融については信用リスクへの警戒感が色々な面で強まっているのが全体的な状況であり、オプションのボラティリティ・スプレッドやリスク・リバーサルをみると今後の株価やドルの先行きについては弱気の見方が強い。今回株価が回復したとしても、以前の16,000円に比べれば、まだ15,000円にも届いていない状態である。現在、円高が起きているが、

中原委員も触れられたヘッジ・ファンドの利益確定のためのポジションの巻戻しだけで短期に終るものかどうか。その背後にアメリカ経済の先行き不安の問題、特にアメリカ経済の場合には株価低下の消費に与える逆資産効果は日本やヨーロッパに比べて非常に大きいと思われるため、そうしたことも背後にあると考えられる。一方、為替が130円台を切るかどうかは、山口副総裁も指摘されたように今後の景気回復の一つの拠り所である純輸出にどう響くかを慎重にみていく必要がある。

先行きについては、私も政府がこれだけ景気回復に焦点を合わせた財政措置を導入する努力をしている訳であり、この効果が出た段階で一旦はデフレ・スパイラルに立ち至ることに歯止めがかかるだろうと思う。ただ、やや一般論になってしまうが、不良債権問題をどう考えるかである。GDPと同じ規模の間接金融の残高は非常に大きいわけで、一種のオーバー・レンディング、オーバー・バンキングであり、不良債権処理と裏表になる問題であると思うが、これをどこかで処理していかななくてはならないのが一つである。第二には、これだけ需給ギャップが大きくなってしまうと、財政や金融の余力は非常に少ないと思われ、金融財政による需要の追加だけでバランスが巧く取れるようになるのか、供給能力の調整も必要になっていくのではないか。この不良債権処理なり、オーバー・バンキングを如何に処理していくかの問題と需給ギャップを如何に埋めていくかを考えると、やはりある時点で企業、特に中小企業を中心に倒産や抱えている雇用者を吐き出す意味での失業の増加が避けて通れないのではないか。色々なデータによると中小企業ではリストラがかなり遅れており、このままいくと設備投資の減少に加え、人件費の圧縮圧力も非常に強くなっていると思われる。従って、これら二つの問題を潜りぬけていくためには、倒産や失業の拡大を念頭に置いたセーフティー・ネット等の政策的な手当が必要になるのではないか。

武富委員

前回会合から約1か月間の変化としては、国内経済金融情勢には一種の

もたつき症候群が目についた訳であるし、外にあっては、予想されたことではあるが、ロシア危機を境にしてアメリカにおける秋口以降から来年前半にかけての潜在的な変化について現実感が増す市場の反応があったことの二点を指摘できる。国内については、景気調整そのものの進捗、16兆円の景気対策の効果の表面化、金融システム不安に対する対策の進捗とそれに対する市場の反応、この三つの面で「もたつき」があったし、現状も然りである。特に政策効果の遅れている金融システム問題がなお不透明であること自体が景気調整を遅らせ、これら三分野のもたつき自体が心理面にも良い影響を及ぼさず、それが再び景気調整にフィードバックされるという流れになっていると思う。

もたつきの関連で特に目に付くのは中小企業セクターが中長期構造的にみても非常に厳しい環境下に置かれていることが明確になっていることである。雇用面でも主として中長期の流れからくる調整圧力が待ったなしのところまで来ている。住宅投資の不振については、各委員からご指摘があったが、やはり一頃は135万戸程度が中期的に需給バランスの取れる住宅着工件数の水準と置いていたし、資産価格の低下により住宅取得能力がその限りで向上している訳であるが、中長期の雇用環境、所得環境との見合いでいくと、現在の住宅価格でも先行きに自信をもって取得に乗り出せなくなっているのではないかと懸念される。

こうしたもたつき現象は、6、7月時点で考えていた先行きありうべきシナリオのうち、最悪ではないが悪い方に近いという感じである。6、7月時点で考えていた標準的な想定シナリオを極々短絡的に申し上げれば、そもそも在庫調整については98年度一杯はかかるだろうと思っていた。しかし、財の種類や産業の種類別にみれば、自動車を中心とする耐久消費財、あるいは関連組み立て加工型の財については、巧くいけば年度上半期一杯、つまり9月末頃までには生産在庫調整の目鼻が立ち得ると想定していた。その後の10月以降には公共事業と関連事業が出てきて、建設財についても巧くいけばある程度の手応え感が出てくるかと期待していた。この耐久消費財と建設財に少し良い方向感が出てくれば、素材産業に対する発注も

出てきて、10～12月のどこかのタイミングには素材産業にも下げ止まり、巧くいけば上向き感が出てくるであろうと見込んでいた。そうした形で加工組み立て、素材双方の製造業に年末頃までに方向感としてある程度が目鼻が立てば、年度内は無理としても来年度初頭以降には非製造業にもそれなりに良い影響が波及してくることを一つの標準的シナリオとして想定していた。従って、いわゆるデフレ・スパイラル的な累積的な物価下落が続いてしまうことも辛うじて避けられると見通していた訳である。

しかしながら、今申し上げたような流れが少しずつ遅れそうな気配があり、調整自体が想定よりも若干深いかもしれない点が懸念される。特に、製造業から非製造業への波及がどういうルートで出てくるのかについて、中小企業の状況や雇用の状況からみると自信が持ち難い感じになってきている。ここ暫くは調整という下方への圧力といずれ政策効果が出てくるという上方への力の両方がすれ違う局面であることは当初から想定しており、現在起きていることが全くの驚きではないが、上がってくる方の力について、即効性のある公共事業が、地方の事業を中心に今一つ企業段階——ましてや統計で確認できる段階——に表面化してきていないのが気に掛るところである。いずれにしても、これだけの大きな構造調整が大枠としてあり、先程の標準シナリオはそうした中での循環的な流れに焦点を置いたシナリオだった以上、現下の大きな調整圧力の中で多少狂うことは覚悟しておかなければならないと思うが、残念ながらそれが現実になりつつある感じがする。逆にいえば先程植田委員も指摘されたが、良い材料の後ずれと悪い材料の調整圧力が当初6、7月に想定していたよりも少し厳しいために、今年下半期は当初の期待よりやや悪くなるが、来年度はむしろその分がプラスで出てくる形の景気展開であろう。これだと99年度に雪だるま式に政策効果が出てきてしまうことが有り得、マーケットも振れが大きくなると思う。従って、ここは時間的に均等した形での財政面からの支えが必要である。

三木委員

まず実物経済に関し、需要項目からみた問題、物価面、デフレ懸念の三点について纏めてみたい。総括すると、我が国経済の軌道は昨年10～12月以降3四半期連続のマイナス成長の中で、この7～9月も回復の兆しがみえない非常に厳しいコースを辿っている。需要項目でみると4月、5月、6月と釣瓶落しに近い形で落ちていき、そこで一応底這いになり、10月以降に期待される第一次補正の効果に繋げようというのが一つのシナリオだった訳である。現在は一部の部門、特に足許の住宅投資と民間設備投資について落ち込みの角度が余りにも深く、底がみえない状態である。また、今年度中の在庫調整の完了はまず困難と言わざるを得ない。今一つのポイントは、円安効果もあって特に自動車、鉄鋼は上期に大きく輸出に傾斜し、内需減を補って企業収益を下支えしてきたのが実態である。しかし、下期については、貿易摩擦問題は間違いなく再燃する懸念が大きく、そういう政策的要因から下期の輸出を一斉に落とすことが不可避になっている。特に鉄鋼、自動車の下期の生産計画をみると、一斉に輸出向けは減産に入る方向になってきている。そうした意味でも、下期は輸出の伸びに期待し難いことになる。三番目の問題は頼りの公共投資だが、これも出足が悪く、2か月程度後ずれしているのではないかと感じている。当初予算の前倒しはずれずれのうえ、10月以降と考えていた第一次補正の出方が軒並みずれている。特に地方分の出方が非常に鈍い。ただ、案件のほとんどは現場で見えているため安心感はある。こうした三つの需要項目の動きを踏まえて、景気の先行きをみると、この10～12月に景気後退に歯止めが掛るかどうかが非常に不確かな状態であり、下期の景気は従来想定より下振れのコースを辿るとみざるを得ない。特に財政政策の効果が出てくるのは、減税等を考えると、ほとんどが99年度になろうし、15か月予算を公共工事などで組んでも、全て1月に決まるので、今下期にはほとんど効果が出てこない形になる。従って、この下期が非常に問題である。

次に、物価の問題は7月の全国消費者物価前年比がマイナスとなっていることである。卸売物価自体は深刻な需給ギャップを抱えている割には前

年比マイナス幅に余り変化がなく、この3か月間前年比-2%程度で推移している。製造業の現場では、石油化学や鉄鋼などあらゆる業種でこの9月までは何としても価格を維持するとしており、流通などにその皺が寄っている訳であるが、ともかく卸売物価には余り反映していない。しかし、これは下期から良くなるだろうとの期待に基づき、その分のマイナスは下期で消す意図があるからであり、そのシナリオが狂えば価格引き下げで対応せざるを得ない。そうしたことで大体の企業は肚を括っている。従って、年末までに契約価格の引き下げの影響が出てくる。鉄鋼、建設資材、石油価格等がそうした方向になると思われ、卸売物価は今後下がるとみざるを得ないであろう。

そして、デフレ懸念の問題であるが、我々はこれまでデフレの入口にあるという言い方を使っていた。昨日、堺屋経済企画庁長官はようやくデフレの入口と言われたが、我々は2か月前から大体そう感じていた。現在はデフレに一步踏み入れたと言わざるを得ないと思う。10~12月にはこの段階をさらに通り抜けて、デフレ・スパイラルの方向に行くことになりかねないという惧れがない訳ではない現状かと感じている。

次に、金融の問題については貸し渋りと企業の信用度の低下の二つが最大の問題である。まず企業間の信用収縮の面では、現在、企業は売上げを回復することも当然であるが、やはり焦げ付きの発生を最も警戒しており、現金決済にしか応じられない取引先を選別するなど、非常にナーバスになっている。この夏の三田工業から始まり、大倉商事、トーア・スチールと出てきた大型倒産が昨年の8月頃から出てきた選別の動きを改めて強めている状況である。しかも、この中間決算は赤字決算が続出している。貿易で叩かれた製造業を中心に相当のリストラを実施してきている先と、保護行政に守られてリストラに立ち遅れてきたゼネコンや銀行、証券、不動産といった業種に二極分化しているし、同じ業界の中でも二極分化になっている。つまり徹底的にリストラを行ってきた先と今後の課題になっている先とに二極分化している。

コストダウンを中心にリストラを早期に実行してきた先では、有価証券

の含み益を使い特別損失で落とすとか、雇用問題は関連企業を受け皿にしてそこで泳いできている。しかしながら、現在では含み益はなく、むしろ含み損になっている。関連中小企業も十分な設備保全投資もできない様な状況にまで追い詰められており、とても受け皿になり得ない状況になっている。この点これからリストラを行う企業にとっては非常に厳しい局面だろうと思う。含み益からの脱却が従来の日本型経営の最大課題の一つであり、良いチャンスである。強い企業は現在の株安の下で、体質強化の一つとして自己株消去を徹底的に実施しようとしている。そうした先は良いが、それがとても出来ない先は非常に大変である。要するに、そうした二極分化になっているため、全部が全部同じ様に悪い訳ではない点も認識しておかなくてはならないと思う。

二番目に、フローの問題であるが、ほとんどの業界が赤字か、赤字決算でなくてもそれに近いところまで追い込まれている。ただ、製造業はプラザ合意以降、円高局面の中で、相当叩かれつつ国際競争力をつけるためのリストラを断行してきており、何と云っても世界に冠たる技術があるため、非常に強いと思う。従って、今上期はある程度止むを得ないと肚を括り、下期には財政支出が民需へ繋がる形で成長が期待し得ることを頭に描きながら耐えている。すなわち、中間決算は赤字になろうとも、大方の製造業はそれで潰れることはない状況である。何と云っても今上半期は内需が悪い中で円安による輸出効果、リストラによるコストダウン、そして低金利により企業の決算は支えられてきた。その点、今後を展望すると、需要が見通しよりもさらに落ち込んでいることに伴う量の減少と価格の下落の二つからくる影響、さらに支えになっていた輸出をいよいよ落とさざるを得ないうえ、円高に振れてきていることから、輸出に依存する産業は影響を受けると思う。従って、フローの面では企業の決算は非常に厳しい局面を迎えざるを得ない。

企業の赤字決算が続出している一方で、銀行の後ろ向き資金への融資審査姿勢は非常に厳しさを増している。個別金融機関の貸し渋り行動は資本効率重視の経営行動からみて当然理解できるが、経済全体としては企業間

信用までも収縮させ、企業をさらに一步デフレ・スパイラルの谷に向かわせている懸念がある。企業の立場からは、金利引上げは大変な事であるが、現在の低金利をさらに下げて欲しいということではない。むしろ、設備過剰状態を耐える資金を確実に繋いで欲しいということである。そして政府が検討している次ぎなる財政政策に繋げたいという思いであろう。ただ、金利面で残念ながらスプレッドは上がってきてしまっていると言わざるを得ない。実質金利が上がっている面は否めないなので、若干でも金利が下がることはメリットがあると言える。実物経済の水準が金融要因でさらに低下する事態に対しては、金融政策の面から何か手を打つことにより回避すべきではないかと思う。これまで日銀として打ってきた市場への潤沢な資金供給をこの局面でさらに拡大する必要があるのではないか。

また、今井経済企画政務次官がおられるので申し上げておきたいのは、こうした経済状態に明確な変化を与えるには力強い政策が是非とも必要である。すなわち、財政面からは先行きの増税を意識させないような恒久減税等を実施するということであろうし、経済戦略会議を中心に内容のあるわが国の将来ビジョンを国民に呈示することであろう。さらに、そうした政策には即効性と構造改革の両方が求められる訳であり、公共事業については、従来型の公共土木一辺倒ではなく、都市型インフラ整備とビッグ・プロジェクトを織り込んで活気を感じさせる内容にすべきではないかと思う。二番目の問題として、期待される民需回復の柱はやはり住宅と自動車であり、この分野に政策減税を是非検討すべきであろう。こうした財の需要喚起は設備投資を必ず呼び起こす訳であり、関連分野に政策減税を導入する措置を是非とって頂きたく、お願いしたい。本行としては、そうした財政の動きをバックアップしていく金融政策を打つべきタイミングに来たのではないかと思う。

速水議長

金融経済情勢につき追加的な意見、あるいは質問、ご議論があればどうぞ自由に発言頂きたい。

中原委員

若干追加させて頂きたい。第一に消費についてである。色々な理由で消費が不振だといわれているが、ある調査によると、住宅ローンを持っている家計のうち97年度の調査では、勤労世帯の約3分の1が住宅ローン返済になっている。そして、消費支出の伸びは住宅ローン返済世帯を除いた世帯では約3%近くのプラスになっているが、住宅ローン返済を抱えた世帯では-1%程度になっている。その住宅ローン返済世帯にとって、今年の初め頃には、社会保障の負担、税金といった非消費支出が90年に比べて2.1%ポイント増え、教育費が1.6%ポイント増え、住宅ローンの返済が4.3%ポイント増え、それらの合計が40.4%である。従って、実収入も貯蓄も減る状況の他にこうした住宅ローンの返済がある。93、94年から65万人が受けている住公の「ゆとり返済」が今年の秋に切れ、二倍の返済になるため、建設省には10年間延長したらどうかという話もあるが、住宅ローンの返済を抱えた世帯が非常に多く、それが消費を圧迫しているのが現実である。従って、住宅ローンの金利は全額を所得税の損金算入を認めると行った措置を採らないと日本の消費は動かないのではないかと懸念している。

第二点は自動車が良いとのことであるが、例えば通産省の統計を見てもこれは新型車が良い。新しい車種が出ている時には伸びるということのようである。従って、これがコンスタントに伸びるかどうかは分からない。また、軽自動車が10月から新規格になる予定であり、旧車種が8月からストップ、9月から新車種に乗り換えることもあるので、その効果がどう出るかが注目される。通産省は9月は割と楽観的な鉱工業生産指数を見込んでいるが、いずれにしても自動車では新車と新車種しか売れていない。

三番目に申し上げたいのは、円高デフレ下では大変な逆風になり、純輸出もダウンする危険性があることである。それから、四番目に、株価は仮にニューヨークが6,000ドル前後まで落ちてくるとすると、日本では恐らくダウで12,000円前後になるのはほぼ間違いないと予想している。

公共投資に関し、単独の事業についてはこの場でも何回も申し上げたが、

過去の地方の実施率の実績は大体5割を割れている。従って、今回は1兆5,000億円であるが、実施率は恐らく5割を割るのではないかと予想している。さらに、来年度の下期における公共投資の出し方を巧くやらないと、また空になってしまう危険性があり、そこを政府として如何に考えて頂くかという問題が残っている。

先程三木委員が指摘された企業間信用であるが、中小企業でも細々ながらそれで持っている面がかなりある訳であり、大企業が傘下のグループに対して銀行の役割を果たすことの他に、そこを今後どう考えていくかも問題ではないかと思う。

三木委員

中原委員の自動車の話であるが、自動車は10月から新車を一斉に出す形にはなるが、最も大きいのは軽四輪の規格変更である。これは政府が、軽四輪の地方での需要効果も考えられたのであろうが、660CCのまま幅と長さを変える規格変更をやる訳である。自動車メーカーの立場からみた場合、乗用車といえども最も企業採算に効く車種が全く売れなくなってしまう、軽四輪や1,000CCクラスの利益率の非常に低いものが今頃売れてきている。売れ筋の中身が二極分化している。事実、7月の売れ筋ベストテンを見ると、皆さんの記憶にあるような名前の車種は全くない。消費者の嗜好がそうなったことと、雇用者所得の情勢からそうならざるを得ない面と両方あると思う。非常に厳しい局面である。普通トラックは当然不振であるが、これは設備投資関連であるためである。

(午後0時33分中断、午後2時35分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に、これまでの討議を踏まえて、当面の金融政策運営方針について各委員のご意見を順番に伺った後に、自由討議としたい。

中原委員

8月の政策決定会合で提案した案、つまり公定歩合は0.5%に据え置いたままでコールレート・オーバーナイト物の目標レートを0.25%前後にすることを再度提案したい。その理由はいくつかあるが、一つは先程縷々申し上げたように、経済の現状が非常に悪くなってきているため、日銀が持つ政策の中で打てる手を打ち、景気の底割れを防ぐ必要があると思うからである。世上で言われる「金利の引き下げは不要、ただ量的な緩和をして欲しい」という意見に対しては、執行部の説明にもあったように金利の引き下げと数量の増大は裏腹の関係であり、量的な緩和を行うためにも金利の引き下げが必要である。金利を引き下げないまま量的な緩和を行うのは非常に困難であり、出来たとしても微々たる緩和効果しか期待出来ないのではないか。従って、思い切ってオーバーナイトコールのターゲットレートを0.25%前後に平均的に設定していくべきであり、それが量的な緩和に繋がると思う。

勿論、貸し渋りに直接に効くかどうかは分からないが、貸し渋り緩和の背景にはなり得ると思う。執行部が分析したコールレートの動きをみると、最終の積みで3千億円の上積みを行うと、概ね1bp低下するようである。これは勿論0.40%近傍での分析であろうし、それが直ちに需要関数の格好になるかどうかは分からないが、いずれにしても一つの目処になるのではないか。0.43%から0.25%まで下げれば17bpあり、かなりの積み上げを行わないとここまで下がってこない訳で、通貨供給を増大できるのではないかと期待している。

日本銀行はこれまで市場に潤沢な資金を供給すると言ってきたが、それは飽くまでも0.40%や0.42%を前提にしたうえでの潤沢な資金であり、金利を下げない限りは潤沢という形容にも限りがある。従って、0.25%への引き下げは、私は8月の段階で既に妥当だと思っていたが、その後円高にもなり、世界的な株価、為替等の不安定な状況も顕在化してきた以上、動くのであれば現時点ではなかろうかと思う。本当は、私はより大きなこ

とを提案したいのだが、先程から申しているように10月末や11月は私の見るところ雲行きが余り良くないため、思い切ってコールレートをゼロ近傍に下げるのはその時ではないかと考えている。現在の段階では、景気の底割れを防ぎ、金融の量的緩和をできる限りの範囲内で行うために、オーバーナイトのコールレートを0.25%へ引き下げることが提案したい。

篠塚委員

私は資料5の「当面の金融政策運営上の検討ポイント」にある選択肢の中で「現在の金融政策のスタンスを維持し無担保コールレートを平均的に見て公定歩合水準をやや下回って推移するように促す」という従来の政策でいきたい。その考え方について五点ほど申し上げたい。まず第一点は、現在の公定歩合0.5%という低い水準は家計の立場から見るともう限界ということである。低金利の家計に与える影響はプラスとマイナスの両方があると本行では通常説明している。プラスの効果は金利低下によるコスト減少が設備投資を刺激して企業が生産を拡張し、その結果雇用を増やし、雇用所得が増えて家計の所得水準が上がるというルートである。また家計にとって住宅投資、住宅ローンを支える意味でのプラスがある。他方マイナスに関しては利子や配当が減少する側面があり、プラス・マイナス両方を勘案した結果、プラスの方が多いと説明をしていた訳である。しかし、現在企業では設備投資を減らして雇用を削減するリストラを実施している状況にあり、家計へのプラスの道は閉ざされており低金利をこのまま続けていくことは家計にとってはもう既に限界にある。

二番目は貯蓄広報中央委員会が先般発表した10年度の「貯蓄と消費に関する世論調査」からみたい。これによると消費を減らしている世帯について、その理由を調査した結果、手取り収入が減ったためとする先が6割を超えており、手取り収入の減少が消費の減少につながっている面がかなり大きいと思う。また、今後重視する貯蓄手段は何かというマルチアンサーの設問に対し、郵貯という答えが年々増加しているが、平成9年度は37%に対して平成10年度は2ポイント上がって39%になっている。それ

に対し、金融機関の一般預金は平成9年度は34%であったのが、平成10年度には28%まで6ポイント減っている。この低金利の中で郵貯に流れる傾向がある訳であるが、今後また公定歩合が下げられて預金金利が下がった場合、既に預金金利のメリットはなく、タンス預金や他の手段に預け替える現象が起るのではないか。従って、その結果、金融機関の資金量が減っていくことも考えられる。これからこの低金利のプラス面を家計に対して説得するのは難しくなっている。

三点目は3年間公定歩合を0.5%に据え置いたことに関して、今まで一時避難的な措置であるという説明がなされたときくが、これをまた一段と緩和しても、景気が回復するには巧くいって今後2年あるいは3年、4年程度かかるという現状認識がある。とすれば、今までの3年間プラスさらに何年間に亘り超低金利が続くという、かなりおかしい状況になるのではないか。そうした点からもさらなる緩和は考えられない。

四点目は、これまで3年間に亘る低金利を日本銀行として現在如何ように評価するのかという点である。3年間に亘って公定歩合を据え置いたことに関しては、それが具体的に景気の刺激や景気引き上げには結びつかなかったとしても、すべての金融機関にとってはプラスの効果になったと思う。他方、現下に起きている金融システムの安定化対策について、全てを横並びで救うのではなく、体力のある銀行とない銀行とに二分していく選別をもっている。にもかかわらず、ここで改めて金融緩和を実施することは、かつての3年間の緩和と同じことに繋げていくことになる。様々な金融安定化のシステム整備を検討している際に、一律に横並びで守っていかうとする政策は日本銀行にとって如何なる意味があるのかを考えなければならぬ。

最後に、4月から見てきた経済指標は月を重ねる毎に悪くなってきており、一向に改善の兆しがない。従って、いずれ何か一層悪いことが起きるのではないかと恐れつつ決定会合に臨んできた訳であるが、今回がその何かをしなくてはならない時期なのかについては、私はまだその局面ではないと判断している。いずれ何かしなくてはならない時がくると思うが、目

下は経済対策の効果が秋口以降に何らかの形で出てくるであろうとみている訳である。それが全然出なかったことにも備えて最後の手段を残しておきたい。以上の結果、現状維持である。

植田委員

私はまだ態度を決めかねており、議論の過程で決めたいと思うが、議論の材料を提供する意味で二、三申し上げたい。現状認識のもつ政策運営に関するインプリケーションであるが、やはり足許のデフレ圧力は強まりつつあり、加速するリスクもある。また、財政がこれを打ち消せるかどうかは、可能性はあるにしても微妙である。不良債権対策の決着はまだみえていない訳であるが、不確実性が高い中で、前回会合以降マーケットが非常に不安定な動きをしていることと、金融機関の資金調達にも若干問題のある状況が発生しつつあることである。結論のポイントとしては、ここで何らかの手を打つのか、あるいは一層悪い状況が顕在化した時点で、何かをするのかという選択である。選択に当たって、再度金融緩和のコストとベネフィットについて、あるいは緩和の働くチャネル、メカニズムについて省みたい。何故ならば、特に現在金融緩和のベネフィット、あるいは働くメカニズムが限られている可能性があるということである。

金融緩和の実体経済への影響としては、一つは金利低下を通じるメカニズム、金利低下ないしそれに伴う資産価格の増大が支出を刺激する住宅投資、設備投資等である。今一つは、変動レート制下であれば円安を通じる効果がある。前者については平時であればこれが主なメカニズムであるが、現状は不良債権問題等も含めた様々な理由で効き難いか、あるいは影響度が小さくなっていると思う。住宅投資には若干効くかもしれないが。二番目の円安を通じる効果はあると思うし、現在ではかなり期待できる部分かもしれない。実際、過去100年の色々な国からのデータを収集し、不況の度合いが深刻なケースにおいて如何なるルートを通じて不況から回復していったかを調べてみると、例えば大不況時に金本位制を早めに離脱した国が自国通貨安を梃子に輸出を拡大したことにより、影響が軽微で済んで

いる。逆に遅れたアメリカは非常に厳しい不況であった。あるいは固定レート制である金本位制下でも国内に非常に厳しいデフレ圧力が掛かり、国内価格が低下することにより実質為替レートが自国通貨安の方向に動き、輸出を梃子に景気回復に繋がるという効果が大きかったことがデータ上も明確に出ている。従って、現状では円安が最も期待できる部分かもしれない。

三番目に、私個人は色々申し上げてきたが、量的緩和やインフレ・ターゲット等のある種のデフレ期待を払拭する政策を採った場合、そうした期待に対する効果は厳密には金利低下や円安を通じる効果を結局強める形で働くことになるが、そうしたチャンネルがあるのか否かということである。この三番目については可能性を主張してきたが、余り暖かい評価を得られているようには認識していないため提案に至っていないが、若干の未練が残っている。

逆に問題点であるが、一つは篠塚委員の指摘された利子所得の低下が例えば消費にマイナスに働くかもしれないことである。ただ、私の見解としては、無視できない議論ではあるが、量的にそれ程大きくはないのではないかと。また、円安を通じる効果は期待できると申し上げたが、逆に自国にとってはプラスである場合に、外国にとってマイナスになるかもしれないという問題があり、現状では、例えば中国や香港には怨まれる可能性がある。さらに、オーダーリーな円安であれば問題はないが、デイスオーダーリーな円安コンテージョン・イフェクトに繋がっていく場合には、その可能性は低いとは思いますが、万が一アジアあるいは世界の金融システムに大混乱を与えるようなことに繋がれば、大きな批判を受ける可能性はある。現実問題として、ここで金利を引き下げるとどの程度の円安になるのかに関心がある。確固とした試算等はできないが、例えば調査統計局の計量モデルで計算すると、例えば 33bp の利下げに伴い一応 0.8 円から 1.4 円程度となる。円安の程度は何年のタームをとるかによっても違ふし、もっと金利が高いところでのパラメータの推計に基づいたものでもあるが、この程度であればデイスオーダーリーな円安は余り問題にならない。勿論、そうしたこ

とが起らないとは何とも言えないし、逆にこの程度の円安であればプラスの効果も小さく、痛し痒しの状況かと思う。

問題点としては、さらに金融緩和の効果のラグの問題がある。緩和しても、实体经济に響くには通常少なくとも半年とか1年とかのラグがある。財政政策は具体的な発動が遅れているだけだとすれば、半年後か1年後には財政政策の影響がかなり出てくる。そこに漸く金融政策のプラスも出てくるということは、場合によっては景気を不安定化させるリスクがなきにしもあらずと思う。最後の問題としては、既に篠塚委員も指摘されたが、今後最悪の事態が発生した際の対応策が残るのかどうかという点である。以上プラス・マイナスを総合し、私の考えとしては円が取り敢えず高目の水準で落ち着いていることもあり、コストの方が少し下がっている状況にあるため、判断としては緩和方向のバイアスを持っている。

そこで、結論として緩和を提案するという事ではないが、仮に緩和を実施した場合にどのようなことが考えられるか、あるいは何を議論した方が良いかを申し上げてみたい。緩和を行うにしても、金利の低下範囲は限られている訳であるが、実施する以上は極力大きな効果を狙いたい。政策効果発現のラグもあるので、極力早期に足許の問題、特に市場の不安感に対応するような形での緩和策が望ましい。そこで、アナウンスメント効果等にもある程度期待できるような工夫を織り込めないかと考えている。その場合の我々の現状認識としては、銀行の不良債権問題が深刻であり、それが資金調達にまでかなりの影響を与え始めている、これらが他の問題もあって企業金融に影響を及ぼしている、さらにその他の要因もあり有効需要が減退し、デフレ圧力が強まっているということである。これを変えていくために如何なる方法があり得るかであるが、次のような方法もあるのではないか。かなり先までコールレートの誘導水準を例えば0%から0.3%程度の範囲に設定し、その中で当面は0.3%を少し下回る程度の水準を目指す。必要に応じて機動的に誘導水準を引き下げていく。必要性の判断は以下の幾つかの目標から悪い方向に乖離が認められた場合とする。例えば、一番目にデフレーションを避ける。二番目に適切な流動性の供給、あるい

はマネーの伸びが確保される。三番目に、二番目と一部ダブるが金融市場が正常に機能する。さらに、短期金融市場、企業金融の逼迫を緩和するために、従来以上に多様なオペ手段の活用を検討する。また、オペの手段、内容の工夫は、上の目標に照らして何か問題が発生すれば、金利の低下、誘導水準の低下なしでも行うこともあり得ると考えている。

こうしたことはある意味では常に行ってきたことではあるが、全体のフレームワークを前倒しでアナウンスすることにより、マーケット等に安心感を与えることが出来るのではないか。そのうえで、今後の決定会合では、必要があれば従来よりも機動的に誘導水準の変更を行っていくこととしてはどうか。これは枠組みとしては最後の政策活動になるという面もあるが、内容的には色々と追加措置も採り得るため、政策打ち止めの失望感が大きく広がってしまう点についても若干配慮している措置になっていると考えた。私としても決定打という気持では必ずしもないので、議論の材料を提供させて頂いたということである。

藤原副総裁

現状認識のセッションで判断に悩んでいると申し上げたが、私なりに一応の結論を得ている。これまで私は現状維持で来たが、それは何か通常とは異なった重要な事態に備えて、——残された少ない手段を糾合して総合的にドラスティックな対策を打ち出すまで残しておく——という意味合いからであった。しかし、8月末のマーケットの状況をみると、そうとばかり考えてはおられないと感じている。これまで私は現状維持の態度をビナイン・ネグレクトと認識してきたが、その方針を変えて、ここで緩和措置に訴えてはどうか。しかし、この先により重大な局面も想像し得るため、ある程度最後の手段として総合的なドラスティックな手段を採る余地を残しておいたうえでの緩和策を打ち出してはどうかと考えた次第である。

その理由は、景気判断としてデフレ・スパイラルに陥る危険がいや応なしに増えてきたこと、また政府の総合対策の効果が遅れ気味な状況にあるため、金融面で何か一つ手を打っておく必要も出てきたのではないかとい

うことである。さらにマーケットが一層不安定な状況になってきており、株価はやや持ち直したかにみえるが、実態はそうではないと思うし、大きな変動が様々な事態の発生の下で予想される。一方、為替は円高に振れており、若干の金融緩和を行い得る一つの条件というか新たな環境と捉えることができるのではないかと思う。現在の不安の根底にあるのはやはり長銀・住信の合併問題がどうなるか、その他の信用不安がどうなるか、全体の金融システム問題がどうなるかということである。それらの問題の解決に向けた地合いを整えるためにも、緩和は意味があるのではないかと思う。とりわけ、9月期末や年末を乗り越えていく資金を潤沢に供給するという従来の施策をさらに一層推し進めておく必要もあるのではないか。

これまでの公定歩合をやや下回るオーバーナイト無担保物コールレートの水準を、「やや」からかなり下回るようなニュアンスに改めていくべきではないか。具体的な数値目標としては大体0.2%か0.3%程度かと思うが、テクニカルに適当な数字があれば明示頂きたい。さらに、植田委員が指摘されたように、そうした目標を定めながらも、何かが発生すれば融通無碍に潤沢な資金の供給に踏み込むことが出来る余地を加えておくことも必要かと思う。

たまたまタイミングが超低金利状況が始まってから3年経ったという節目であり、マーケットもマスコミもその意義なり問題を改めて指摘しており、私も色々考えることが無きにしもあらずである。先々週連合の幹部が来訪したため、私が代表して要望書を受取ったが、縷々金利生活者の問題を説明して、公定歩合を1.5%水準に引き上げて欲しいということを始めとする要望書であった。篠塚委員指摘のとおり、家計の消費活動が一段と慎重になるのではないかという懸念があるし、金利収入に依存している家計や財団、基金等の窮状にも配慮しなければならないとは思いますが、一般的なマクロ金融政策でそれに応えるのはなかなか難しい。個人的には家計やファンドで苦しんでいる人達の悩みを共有するものであるが、緩和の方向で金融調節方針の変更に賛成する。

山口副総裁

経済情勢は非常に難しい局面に来てしまった訳であり、対策の主要なもの金融政策よりは財政政策であり、金融システム面での抜本的な対策だと思う。しかし、前半の議論にあったように、仮に日本経済の現状が既にデフレの入り口に立っているか、あるいは既にデフレに踏み込んでしまったかもしれないとすれば、それはやはり相当深刻な認識であり、金融政策としても手の内で出来ることはやはり実施した方が良いタイミングではないか。勿論、先程申し上げたとおり、標準シナリオとして下期から来年度にかけての景気回復への期待を全くギブアップする必要はないが、ここまでの推移を踏まえると、やはりリスク・シナリオにも留意した政策の運営を考えても良いのではないか。特に、そのリスク・シナリオがデフレであればなおさらそうではないかと思う。

何が出来るのかははなはだ頭の痛いところであり、大きな効果を期待できるような施策が残念ながらもう残っていないのが現実である。しかし、金利を下げる選択は、現時点でもその効果において全くゼロではないと思う。植田委員がかなり詳細に議論されたが、プラス・マイナス両方の影響がある。過去何回かの決定会合の議論において、私は例えば金利引き下げが為替の円安方向への流れを促進するようなことがあれば、それはアジア諸通貨に対するコンテージョン的な悪影響があり得る局面であったし、その点にも配慮すべきであると申し上げた記憶がある。その点については、現在局面が変わってきたのではないかと思う。篠塚委員が指摘された家計のマインドについても、頭に置く必要があるし、金利を下げればさらにそうしたマインドに悪影響があるかもしれない。しかし、企業部門へのプレッシャーがかなり高くなっており、それが雇用、賃金面への圧力として及んでいる状況であるとすれば、少しでもそれを和らげる方に重きを置いた方が良いのではないか。

そうしたことを念頭に置いて、この時点で何か行くとすればコールレートを四分の1%程引き下げることが一つの選択としてあり得る。ただ、同

時に日本銀行として意味のある措置をもう一つ挙げるとすれば、流動性の供給において金融市場の安定のために万全を期すことではないか。現在の環境の中で、例えば金融システム上の問題がマーケット全体の逼迫を引き起こす、あるいは個別金融機関の資金繰り上の逼迫を引き起こすことが大いにあり得る訳であり、仮にそうした状況が顕在化するようなことがあれば、いずれにせよ流動性、この場合は銀行システムに対するリザーブであるが、それを必要なだけ供給するしかないと思う。そのようなオペレーションをせざるを得ない場合には、コールレートはさらに下落していかざるを得ない訳であり、我々はそうした状況も頭に置きながら、今後の金融調節をやっていかなければならない。金利引き下げを選択をする場合は、今申し上げた当たり前のこと、すなわち、市場が思わざる逼迫に落ち込んだ時にはコールレートの目標水準から一時的に離れてでも大量の流動性を供給する方針を改めて意思表示をすることをセットにしてアナウンスしてはどうか。それは金利引き下げの効果を多少とも補強するのではないかと思う。

先程植田委員からは、コールを例えば 0% から 0.3% のゾーンにおいて状況に応じて機動的に誘導していくような展開が披露された。そのゾーンの中で機動的に動かしていく基準として三つ程挙げられたが、デフレにしないというのは、決意としてはまさに私もそのとおриだと思うが、0% から 0.3% といったコールレートの微調整の中でデフレにしないという目標を実現していくことは極めて難しい。挙げられた他の二つの条件は、市場の逼迫時に流動性を必要なだけ供給していくことと実はほとんど同様であり、植田委員の提案と私の申し上げた案はかなりの程度ダブっているのではないかと思う。

後藤委員

実はこの二日間程悩んでいる。毎回の決定会合において、中原委員から月毎に金融経済情勢が悪化している中で日本銀行としていつまでも何もしないままで良いのかという指摘があり、提案もあったが、私は既に使え

る道具なり力がかかり限られているため、やはり危機対応の際にまとめて使うべく極力温存しておく必要があると申し上げてきた積もりである。現在でも長銀の問題に止まらず今後も色々大波が来る可能性があると思っているし、今日ただ今だけの足許をみれば、金利は長短ともに総じて割合落ち着いている訳である。貸出レートについても短期プライムは一応過去最低水準を持続しつついわばアンカー役を果たしており、先行き色々波乱を予想させながらも、足許直ちに何か行わなければならない切迫したイベントが起きている訳ではない。世界的な株安や通貨動揺の着地地点なり方向性が今少し明確にならないため、今回何らかの措置を採ることに対しかなりためらいを持っていた訳である。

しかし、やはり一昨日から色々な資料を点検してくると、わが国の景気が秋口から着実な回復に繋げられるかどうか少し心配になってきている。また、設備投資や住宅投資の落ち込みは我々が春に想定していたのに比べてかなり急角度になっており、一方その中で物価指数の軟化から実質金利が上昇している状況にある。また、経済活動水準がここまで低下してしまうと、ショックへの抵抗力がかなり落ち、その中でデフレの入り口にまさに立っているという認識であることを考えると、この先財政措置の効果が出るまで若干の時間が必要な間——場合によっては、武富委員や植田委員が指摘されたように全部99年度に出てくることになるかもしれない——、その間を一体どうして繋いでいくのか、日本銀行としてなし得る限りの措置を採ることが必要になってきたのではないかと思うようになった。

ただ、0.5%の公定歩合になってから3年が経過し、色々な論評があることを私達は背中に背負って、物事を決めなければいけない訳である。金融を緩和すれば、金利水準は恐らく歴史に残る水準になるはずであり、やはり景況の厳しさあるいはデフレの回避という止むを得ざる事情を踏まえた異例の措置であることを金利収入が減少している家計、年金、保険等からの社会的な批判に対して何らかの形で意思を表明する必要があるのではないか。過去3年間の低金利については、ほとんどの新聞が緊急避難措置を3年も続けていると書いているが、政策委員会月報を全部詳しく調

べてみても、緊急避難措置ということは一言もない。マインドが悪化するのを防ぐ、デフレに陥るのを防ぐ、そして経済が自律的回復軌道に乗るようにする、この三つのためにと書いてあり、景気が完全に自律回復軌道に乗るまでは0.5%は動かさないという発表文になっている。私はこの超低金利から1年程度で抜け出せるとは思っていないし、その前に日銀政策委員の任期を迎えると思われるので、やはり異例の措置ということは何らかの形で言うて頂く必要があるというのが一つ。

今一つは低金利政策を継続してきても、金融機関がそれに甘えてしまい、金融業界の再編やリストラに有効に使われたのかという批判がある。新内閣が財政再建ではなく、まずは景気回復を優先するために相当思い切った財政措置をとり、日本銀行が仮に一段の緩和措置を採るとするならば、金融機関に対して政府も日本銀行もこれだけの努力をするので、不良債権処理あるいは金融業界のリストラ、再編について力を振り絞って欲しいと呼びかける必要がある。金融界と社会的な批判の両面に対するアピールをも込めながら緩和措置をとって頂きたいと思う。緩和の具体策としては、残された力の余地が非常に小さいため小出しでは真にマージナルなことになってしまうと思う。しかし、これで完全に打ち尽し感を出してしまうのも、やはり迷いが残る。そうした意味で、私も植田委員と似たようなことを考えており、山口副総裁が1/4%と言われたが、0.25%前後、あるいは0.2%から0.3%の間の誘導目標でないインパクトがないのではないかと。また、先程植田委員が前倒しアナウンスという上手い表現をされたが、誘導水準と同時にデフレや金融システム不安、あるいは市場の正常な機能が失われるといった非常事態には金利の誘導水準如何にかかわらず、必要な流動性を供給する、ただし、それを発動するかどうかは政策委員会に諮るということで如何であろうか。0.3%から下は完全にお任せでは政策委員会の在り方として疑問であるし、執行部としてもやり難い面もあると思う。従って、そうした要請がある局面では、量的緩和ではないが誘導水準にかかわらず流動性を供給するというフレームのみを作っておき、それをトリガーするか否かは、場合によって緊急に政策委員会を開いても良い。あら

ん限りの力を尽くして流動性を供給するという意図表明を枠組みとして出しておくという方法で良いのではないか。以上が迷いに迷った末の現時点での考えである。皆さんから反論やご意見があれば考えさせて頂く。

武富委員

私も政策委員に就任して1年3か月経ち、その間金融政策については一貫して悩んできた。頭の中でシュミレーションは幾通りもやってきたし、その中で伝統的なマクロの経済理論、金融理論だけでは解が見つからずに来た。皆さんが大変お迷いなのは私も同じである。ただ、そろそろ苦渋の見切り発車をすべき局面に入ったかと思う。見限り発車なのかもしれない。具体的には公定歩合もオーバーナイト・レートも下げるという形だが、私は主観的には金利の引き下げに主眼のある緩和を念頭に置いていない。中央銀行が出来ることは飽くまで流動性供給であり、考え方としては流動性の供給について無制限に近い措置を採る用意があるという姿勢を示す。現在でも結果的には流動性を潤沢に供給してきており、それにより金融システム問題を何とかかろうじてクリアしてきている訳だが、その姿勢を一層強める。その場合、現在の公定歩合をやや下回るというオーバーナイト・レートと整合性がなかなか取り難いと思われるため、結果としてコールレートは下がるはずであるという「結果」に合わせるということである。一旦急あれば、現在のように1日の終わりには売出手形で資金を吸収することも行わないという覚悟で流動性を供給する臨戦態勢を組んでおく点に私は主眼を置きたい。

これは量的目標を設定することとは違う。また物価目標を設定することも違う。準備率引き下げとも違う。経済がもたついており、下手をするとじりじり悪化してしまう、財政面が先行き出てくる見込みにあるものの、まだもたついている、金融システム問題に関して個別の問題については色々な議論と審議が行われ、方向性は見えてきているが、市場が納得してあく抜け感が出たという状況には全くなっていない。そうした面から市場の混乱を通じて実物経済に悪影響が及ぶことがあり得る訳であり、市場が

如何なる動きをしても流動性で防波堤を築いておくという意味の緩和を念頭に置いている。

ただ、後藤委員も篠塚委員も藤原副総裁も植田委員もあるいは山口副総裁も皆さん指摘されていたが、やはり家計部門に思いを致すと、結果としての金利低下ではあっても、ここは理論で片付くような分野ではなく、社会心理面での影響はなかなか予測がつかない大きなインパクトがあると思う。従って、そのことを胸にしっかりと受け止めておく必要は当然ある。これは何も弱者に対して配慮するという単純なものではない。日本経済がこれだけの大きい転換をしている中で、それへの確かな対応が遅れてきた歪みが寄っていることに対する警鐘を、日本銀行が流動性という道筋を通じて発することだと思う。さらには投資家が自分のヘッジのために空売りをするのは良いとして、無いところから利益を生もうという類の投機を公共財である金融システムに仕掛けてくることに対しても、それが決して得にならないという意思表示を流動性の無制限供給により示すという意味も込めても良いかと思っている。

これをいつまで続けるのかは現時点で予断を持って臨めないが、早急に財政が明確に出てきて、また金融システム問題について本当の意味であく抜け感の出る形に収めることさえ整えば、マインドも良くなるし、経済活動にもプラスになると期待される。0.25%かどうかは皆さんのご意見を伺ってから決めることだが、そうした異例な水準はどこかのタイミングで上方に修正されるべきものだと思う。現在、最終的な審議を行っている大手2行の合併問題をクリアした後も、なお大手の銀行に対し市場が不測の反応を示さないとも限らない訳であり、そうしたコンティンジェンシーが過去の経験則から推して確率的にある程度ありうる状況というのは、私が従来から申してきた「イベント」に近い状況だろうと思う。従って、苦渋の結果ではあるが、流動性を軸にした緩和を考えている。蛇足ながら、流動性をいつでも供給するということになれば、結果として量が増えることはあるが、それは量の目標設定とは微妙に違うものとして区分けをしている。

三木委員

現在の情勢を踏まえれば、ここで一段の金融緩和を進め、デフレ・スパイラルに陥るリスクを縮減する方向に寄与する姿勢を示すことが、何よりも必要だと思う。また、対策の効果は大きなものではないかもしれないが、日本銀行の迅速かつ果敢な意思決定が国民に伝わるのが肝要であろう。2 か月強に亘って状況を見守ってきた訳だが、政府・国会における財政政策への取り組み、金融システム安定に向けての動き、また昨今の為替相場、株式相場を考えると、対策を打つべき環境は今だと思う。従って、金融調節方針として以下を提案したい。公定歩合は据え置くが、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%前後で推移することを促す。併せて、同じディレクティブの中に金融市場に対して潤沢な資金供給を行う旨記述する。それと共に準備預金制度の準備率を引き下げることにより、約1兆円の所要準備預金を解放することとし、10月1日から実施する。これをセットで提案したい。

無担保コールレート水準を0.25%前後としたのは全国の消費者物価指数の前年比の動きが6月は0.1%、7月は-0.1%になっており、その辺を参考に実質金利の上昇を防ぐ意味からも現行より0.2%程度引き下げることを想定したものである。準備率引き下げの狙いはやはり潤沢な流動性の供給であり、先般の総裁講演にもあったように、量と金利は裏腹ということを見ると、量の方に重点を置いた考え方の結果として金利水準が下がるのは容認せざるを得ないとすれば、むしろ誘導水準を明確に打ち出した方がベターだと思った訳である。財政の色々な追加対策、金融再生法案等が決まり、効果を発揮するまでの間、経済の悪化、企業や家計のコンフィデンスのさらなる低下が心配される訳であり、デフレ懸念を未然に回避して金融機関の融資対応力の萎縮を防ぐためにも、今述べたような政策を実施し、潤沢な資金供給を図る量的緩和を今一步進めるのが妥当だと判断している。

速水議長

ここで私の見解を少し述べさせて頂きたい。新法の下での政策決定会合が始まってから概ね半年になる。9月には後半会合もあるが、恐らくそれまでには余り大きな数字の変化はなく、目立った指標は発表されないように思う。そうした意味で4月以降のことを振り返ってみたい。4月から一貫して私共のアージェントな課題としてあったのは、日本経済の景気と金融システムの安定化の二つであり、しかもこの二つは関連し合っていたと思う。二つとも私共に非常に責任のある課題であり、ここで議論する他に私も国会や講演会、あるいは記者会見、内外の日銀訪問者との対話その他の機会にこの課題について語り、私共の考え方を言ってきた積りである。一々皆さんの許可を得ないで発言したこともあり、その辺はお許し頂きたいが、方向感については皆さん一緒に考え続けてきたように思う。

実体経済の方は悪くなっていく一方、当面の政府の財政政策もまだ今後には効果が出てくる段階であり、金融面では資金供給を潤沢に行っていくことが責任である。金融システムについては、前内閣・現内閣共に高い優先順位でこの問題を取り上げており、現在まさにトータルプランの議論が始まっている。早くまとまるよう期待している。この問題について、私は自己査定、金融機関の在り方が少し変わっていかなければならない、それには自己査定、自己開示による不良資産の早期償却を如何に進めていけば良いのかを考えてきた積りであるし、発言してきた積りでもある。その間に、6月頃から長銀問題が出始めて、マネーセンターバンクというか内外に大きく網を張って仕事をしている大銀行19行ですらデフォルトを起こしかねないという、考えられもしなかったことが現実化しつつある訳である。資金量20兆円もの大銀行が潰れたケースは過去に余りない訳であり、破綻に対して如何なる手を打つのか、何が起るのかすら前例がないだけに見通しも非常に立て難い訳であるが、潰れるような事態になれば、その連鎖反応は相当大きいと考えざるを得ない、他行への影響あるいは市場への影響、取引先にとどまらないドミノ現象のような状態が起きることは間違い

ないと思う。長銀でも海外に30の店を持っており、邦銀全体では5、600の店舗や現法が海外にある訳であり、海外への影響を常に考えておく必要がある。

先週末のグリーンスパンの講演記録を読むと、彼は「非常に増大したストレスを経験している世界経済から米国経済が影響を受けない繁栄のオアシスというものがあり続け得るものではない」と発言している。要するに、アメリカの経済は今までは繁栄のオアシスの中にいたが、外が色々崩れてきて影響を受けるようなことが起ってくると、そういうものの中に浸かっていられなくなるということである。講演の最後に「日本では貯蓄率も投資も我々よりも遥かに高い状態が続いてきたが、一人当たりの潜在成長力は我々に比べ低下しつつあるように見られる。日本経済の正常ではないパフォーマンスの原因に少なくとも部分的にはよたよたした金融システムが寄与していると言い得ようと、*"It is arguable that their hobbled financial system is, at least in part, a contributor to their economy's subnormal performance."*」と、かなりきつい皮肉を言っている。こうしたものを読んで私共の責任を感じるし、何とか手を打っていかねばならないという若干の焦りも感じる訳である。

今一つは、やはり金融構造の改革の時期であることを常に念頭におく必要がある。ビッグ・バンは当然のこととして、市場化の過程で銀行と証券、その他の金融業界が連携するような事態が起きていると同時に、従来の間接金融方式から直接金融へのシフトがまさに起り始めている。それを市場として育てていくのは私共の責任である。いずれにしても色々な形で金融再編が起きていくであろうことは容易に想像される。一方、構造改革により中小企業の在り方が非常に難しくなっていることも大きな問題である。経済情勢が悪化を続けている中で、設備投資、雇用所得が伸びず、中小企業の倒産、清算が増加してきており、景気の先行きについてはかなり厳しい見方をとっていかざるを得ないと思う。中小企業の厳しい状況等をみると、長引く不況の中でいよいよ日本経済の構造調整が本格化し、企業の整理淘汰が進むプロセスに入ってきたといえるのかもしれない。そう

した中で金融機関の融資姿勢が大きく変わり、不良資産の処理が加速しつつあることが他の産業全体の構造調整を促進する要因になっている面があるようにも思われる。日本経済の難しい体制にはこうした構造調整が避けて通れない道筋であると思う。

こうしたことを考えて、責任の重さを感じる訳であるが、それでは金融政策運営をどうすれば良いのかにつき考え直してみる機会が与えられたように思っている。当面の政策運営をどうしていくかであるが、今朝から議論頂いているように、総合経済対策の効果は来月頃から出始めてくると見込まれるし、金融再生関連法案についての国会審議も進んでいくに違いないと思う。また、新政権は既に財政構造改革の凍結を前提としており、6兆円を上回る減税、15か月予算による切れ目のない公共投資が決まっていこうとしている。従って、標準的なシナリオとしては景気のスパイラルな悪化には徐々に歯止めが掛かると考えておいても良いのではないかとこの気もする。しかし、先程から議論してきたように、民間経済の弱さに加えて、株の下落、企業や家計のコンフィデンスが一段と弱まることを通じて、景気や物価が下振れをするリスクは前回会合時までに比べてかなり高まってきているように思われる。為替相場については、仮に金利を引き下げた場合にも、円安を通じてアジア経済に混乱を及ぼすリスクは低下しているのではないかと考えられる。

こうしたことから当面の金融政策運営としては、既に何人かの委員からも意見があったように、ここで一段の金融緩和に踏み切ることが適当ではないかと思う。具体的にはコールレートを平均的にみて0.25%前後で推移するように促すのが良いと考える。これまでも何度も議論をしてきたように、この程度の金利引き下げでどの程度の効果を期待し得るのかという問題は残るが、日銀の決意を表明すべき段階に来ていると考える。ただ、いずれにしても最近の株価の動き等を踏まえると、金融システム問題の先行きや海外市場の動向に関する不確実性等の中で、金融資本市場にどのようなショックが加わるか予想が付き難い状況にある。従って、コールレート0.25%前後についても、市場の状況次第では相当柔軟に運営する必要がある

るのではないかと思う。この点を踏まえ、金融市場の安定を維持する上で必要と判断される場合には、この誘導目標にかかわらずさらに潤沢な資金供給を行う趣旨の文言をディレクティブに入れておくのが良いのではないか。以上が私の最近の考え方と当面の政策運営についての提案である。

それでは金融政策運営について追加的な意見、議論があれば自由に発言して頂きたい。

中原委員

皆さんの意見を伺って幾つかコメントしたい。一つは、皆さん標準的なシナリオというが、それはおかしい。多数説と言って頂くのは結構であるが、私も個人的に一生懸命勉強して自分の見通しを作っている訳で、私の場合はそれが標準だと思っている。標準的なシナリオはあり得ないと思う。例えば先程後藤委員が異例と言ったが、現在のレート水準も将来例えばコールレートをゼロにする前提かもしれないし、その道行きかもしれないので、異例かどうかやはり判断し難いと思う。私はこうした状態は悪くすると後2、3年続くと思っているため、多数説は勿論結構であるが、それが標準であるとか異例であるという表現は不適當である。勿論「標準シナリオとしては」と言えば、自分の責任が軽くなるのかもしれないが、私はやはり「自分としてはこう考える」ということを皆さんは言っているのだと思う。「標準的なシナリオ」というのは必ずしも適當ではない。

また、「3年経過したからけしからん」というのは全くおかしい説であり、前回も申し上げたが3年経過しても下げていないのがおかしいのである。95年9月に公定歩合を引き下げた時点では、景気が底をついて上向いてきたが、それが必ずしも確実ではないため、それを下支えすべく、引き下げた訳である。確かに景気は95、96年と上がったが、97年は非常に近視眼的な財政政策を採られたために下がってしまった。従って、下がってきた時点で0.5%を直ちに一段と下げるべきであったのを今日まで据え置いてきた。超低金利が3年続いたことについて、自分達は十分なことをやっているという認識はおかしいと以前から申し上げているのである。

0.5%に引き下げたのは上がっていく景気を下支えすることであった訳である。現在、我々が問題にしているのは、底割れしそうな景気を下支えすることであり、その役割は全く違う。3年経過したからどうだという世論は全く間違っており、何を言われても心配することはないし、必要があれば十分に説明するべきである。

一番問題なのは、皆さん方は「いざとなったら何でもやる」と言うが、「では何をやるのか」、また「いざとは何時なのか」。いざとなったらという時に、一体何をやるのか具体的なパッケージは余りない。一つある手段はクルーグマン流の調整インフレのような考え方、つまり私流に言えばコールレートを限りなくゼロにすることだと思う。名目金利ゼロを3年続けるべきだとの見方もあるだろうし、0.25%でも何年間か続けてやるのも意味があると思う。いざとなったら何をやるのかを皆さんに良くお考え頂きたい。いざとは何時なのかということである。私はかなり以前からいざとなっていると思っている。私は、いざとなれば名目金利をほとんどゼロにし、これを2年でも3年でも続けるしか方法がないと思っている。しかし、現在はまだその段階には早いため、0.25%としておいた方が良いのではないか。先程私は0.10%と申し上げたが、それもまだ早いと思う。植田委員が提案された0から0.3%という考えも非常に良いが、ゼロを出すことには非常に危険を感じている。もう出尽くしたということになると、最悪の場合は金利は反転する。やはり、まだ将来を残すニュアンスを十分に出しつつ今回手を打つべきだと考える。

四番目に、確かに皆さんが消費者や特に年金生活者のことを大変気にされているのは良く分かる。しかし、失業率が10%にもなってしまう時代であり、やはり企業の雇用調整、設備調整を進めて日本を再建するしか方法がない訳であるから、優先順位からみて止むを得ないということを、政府も日銀も十分に説明していくべきではないか。先程武富委員が述べられた流動性を前面に出したいという点は良く分かるが、いずれにしても金利を下げて量を増やさなければならない訳であり、量か金利かについて議論しても始まらないのではないか。

最後に、日銀の決意をどう出すかであるが、0.25%と言っておきながら、必要があればコールレートがゼロになっても構わないと思っているが、それを如何なるルールでやるのか、あるいはその時々判断で行い、長期的に0.25%に落ち着かせるのか、等を考える余地があるのではないか。ただ、コールレートをゼロにすることは、過去にもそれに近いことを行っている訳であり、日銀の決意は十分に伝えられるように修文を巧くすれば良いと思う。いずれにしても、日本銀行の一つの決意を示すことが必要ではないか。

速水議長

先程後藤委員が言われた95年の引き下げ時は、景気が回復するまでは動かさないということであったのか。

後藤委員

回復軌道に乗せるためにという目標であった。後、あれだけ新聞に書かれているところを見ると、総裁が記者会見等において口頭でこれは緊急避難だと言われたことがあるのかどうかは分からないが…。

山口副総裁

そうしたことは言っていないと思う。私共の中にはその意識は全然なかった。中原委員の指摘に関して一つだけ言えば、当時我々は景気が上がりつつあり、それをプッシュするために金利を下げるという意識はなく、むしろデフレスパイラルが近づきつつあったため、それを食い止めたいというのが主たる趣旨である。

中原委員

それはそうであろうが、客観的には93年10月に底を打ったと日付が出ている訳である。

山口副総裁

それは後から分かったことである。その時のアベイラブルな情報に基づく判断としてはそうだったということである。

中原委員

そうではあるが、1年以上経っている訳である。いつ分かったか調べてみる。

武富委員

当時は瞬間風速で80円という異例な円高であり、このままでは日本の製造業はどうなるのかという状況があった。マクロ的には93年が底であり、当時は景気が上がっていることが明確に分かっていた。しかし、再び新たな屈折があるかもしれないし、80円に如何に企業経営を合わせるのか、やや形而上学的な事態が起きている局面であったため、金融政策も対応したのではないかと思う。

三木委員

武富委員が言われるとおりでである。異例ではなくて、異常な79円であった。

中原委員

9月だからかなり経っている。

武富委員

95年9月にはもう上がってきてはいた。

後藤委員

先程公定歩合には触れなかったが、私は公定歩合は据え置くという前提

である。アナウンスメント効果はあるにしても、実際に公定歩合ないしそれに直接連動している金利を使うケースは非常に限られているし、将来は誘導目標を中心に物事を考えていっても良いのではないか。さらに具体的なことを言うと、日銀又は民間金融機関は預金保険機構等に金を貸す制度になっており、公定歩合をこれ以上下げれば全部が日銀の貸出になってしまいかねない。

また、中原委員から指摘された点だが、異例というのはまさに歴史的にみて異例だということであり、それを異例を強調したいように取られてはいけない。それから、総裁が場合によっては誘導目標にかかわらず弾力的に流動性を供給することがあるべしと言われたが、そこまで全部含めてダイレクティブとして執行部に任せる格好にするのか、それとも具体的な場合を例示したうえで、なお緊急に流動性が必要な場合には誘導目標を棚上げにしてでも供給するというようにしておくのか、中原委員が言われるようにゼロが見えるようにしておくのかも含めて一回政策委員会にかけた方が良いのではないかと思う。

速水議長

コールレートは一応 0.25%前後にし、必要な場合には 0.25%を据え置いても別途政策委員会にかけてということですか。

山口副総裁

色々な考え方があり得るが、市場が予期せざる引き締め方をするとか、あるいは個別金融機関が不幸にして破綻に追い込まれることにより、個別のあるいはマーケット全体に逼迫感が広がるような事態は、恐らくかなり突発的に起きる可能性があると思う。そうした場合には恐らく取り敢えず流動性を大量に供給しないと市場が益々不安定になっていく状況が起こりがちであるため、そこでの臨機応変の対応部分はできれば執行部にお任せ頂きたい。ただ、仮にそうした対応を行うことにより、コールレートが新しいターゲットからかなり離れてしまう、あるいは本当にゼロ近辺に落

ちてしまうような状況が起きたとすれば、今後は新しい状況の中でそれを新しいターゲットにしていくのか、あるいはゼロを明示しながら新しいターゲットを決めていくのか、それは当然政策委員会の審議事項だと思う。取り敢えずその日の対応は現場で対処していかなければ間に合わないのではないか。それは言ってみれば当たり前のことであるが、当たり前のことを予め発表文に入れることにより、市場の安定に万全を期す強いメッセージを出してはどうかということが先程私が申し上げたことである。

後藤委員

コールレートが跳ね上がるような状態になって流動性を供給するのではなく、その暇も無く対応しなければならないケースはかなりあるのか。

山口副総裁

例えば、昨年 11 月下旬と似たような傾向を想定すると、そうした事態は大いにあり得るのではないか。勿論、取り敢えず流動性を供給しておき、大体は朝から流動性を供給しないと間に合わないので、直ちに政策委員会を招集してご審議頂くということでも良いと思う。その程度のフレキシビリティは与えて頂かないと対応出来ない場面があるかもしれない。

植田委員

そもそも従来は月中平均の目標である。1 日ずれても、その後に目標に戻すべき状況なのか月中平均を変えるべき状況なのかを議論する余裕はあるのではないか。

山口副総裁

武富委員が言われた、金利より流動性の供給に主眼を置いてというある種の精神論については、文字どおり実行すると新しいコールのターゲットは 4 分の 1%ではなく、遥かにゼロに近い水準に設定しないと、整合性がとれないと思う。そうしたことを今日以降の平常時の状態として想定して

いるのか、それとも緊急時ないし異常事態が発生した場合の対応として想定しているのか。そこも明確にしておく必要がある。

武富委員

勿論、通常は平常時であるが、今後は平常でないことが起きる確率が高い局面に入ったと判断しており、瞬間風速ゼロということも念頭においている訳である。0.25%がそうした状況と整合的か否かは分からないが、少なくとも現状の公定歩合をやや下回るということでは不整合であろう。私は金利を下げた方が良いと思うが、ゼロまでは下げられない。また、下げ幅はマーケット慣行ではワンクォーターかワンエイス——1/8%ポイント——であり、現時点で態度を鮮明にするにはワンクォーターの方が良い。本当に青天井のような事態が起った場合には、それは0.25%と整合的でないであろう。まさにそれが異常な事態だと思う。

つまり、私の感覚では今回がほとんど最後であろうとの覚悟で臨んでいるということでもある。この先に起きる事態は要するに何となく念頭に置いているコンティンジェンシーである。それが起きないことを望むが、ここまで問題が来た以上、今後何か起きる時はコンティンジェンシーであろう。これだけ一生懸命金融システムの枠組みを作る方向で固まったのにもかかわらず、マーケットがなご間隙を縫ってアタックをかける動きがあるとすれば、それはかなりの事態だという認識に立ち、現実には流動性の供給という命綱で繋ぐ。それが中央銀行として出来る唯一無二最大の補強材だと思う。また、余り拘ってはいないが、積み期間中の平均は0.25%前後で調節する中で瞬間風速が0.1%や0.2%という日があってもおかしくないイメージで考えている。

植田委員

流動性供給に関して概念に若干の混乱があると思う。執行部案に歩み寄りたいたいと思うが、先程中央銀行の出来ることのリストを三つ程申し上げた以外のものを皆さんは意識しており、個別行なのかマーケット全体に対

するものなのかは微妙であるが、LLR機能に近い意味での流動性供給をイメージされているのだと思う。流動性供給は、一方で例えばマネタリーベースを総枠として増やしていくという単純な流動性供給があると思う。私は先程の案では両方考え得るような案を実は入れた積りであるが、皆さんの議論では表現は別として非常時対応という色彩が強いようにも伺った。LLRという言葉が良いかどうかは別にしても、そうした方向を主眼の流動性供給ということで宜しいのか。

武富委員

どちらかと言うとLLRの方に近いが、常時LLR体制であり、量的目標の設定を高らかに明示はしないが、結果として量は増えることもある。

植田委員

やや微妙に両方が入っている。

武富委員

結果として当然そうなる。マーケットはそれに早晩気付く。そこで、まだ試していない量を上げれば本当に期待が変わるのかどうかのテストができる。目標を設定して高らかに宣言しないと期待は動かないというのは一つの考え方であろうし、現実には常に臨戦態勢で流動性は出てくるということにより期待がどう変わるかである。主眼はLLRであるが、副次的効果はマネーサプライ。ただ、金融システムがどう立て直せるか、立て直しの枠組みを確立しかつ早急に作れるかにかかっており、幾ら流動性を供給してもその先にある貸し渋り対応に直に繋がると楽観的には考えていない。ともかく金融システムに対するアタックを通じて、人々の不安の増大が、実物経済に悪影響が及ぶという現在最もあり得べき悪いケースに歯止めをかけるLLRなのである。

山口副総裁

ただ市場全体に流動性を供給するというLLRと、ラストリゾートとして個別金融機関に対応していくのとは違う。

植田委員

その外延にあるような気がする。

中原委員

概念的に。

山口副総裁

そうした場合、コールレートはゼロになるのではなく、むしろ強含みながら個別対応を迫られる。

植田委員

マーケット全体が混乱するような状況を言っておられるのだと思うが。

武富委員

現在の状況において個別の対応をしない方が良いとは思いますが、本当に個別の対応が必要な場合には公定歩合での日銀貸出もあり得る。従って、公定歩合とオーバーナイト・レートの乖離は考え方としては少しおかしく、私は公定歩合も下げる考え方である。

植田委員

それは議論のポイントになる。さらに、山口副総裁も指摘された点であるが、コールの微調整にデフレーション的な話を使うのは無理ではないかという点については、私もその流れから退き下がることにした。ただ、技術的にはインフレーション・ターゲティングというのはそうしたことである。少し先のインフレーションを予測して今回の短期金利の誘導水準を決

めることは必ずしも出来ない訳ではないし、物価に関して悪い情報が出てくればコールの誘導水準をもう一段引き下げるといったことはあり得る。ただ、この段階でそこまでアナウンスメントするか否かだが、アナウンスしないという選択の方が多数派だと思う。前文等においてデフレ懸念を払拭するためにといった趣旨を入れるのも良いかと思う。コールの誘導水準の微調整の条件にはしないということであっても。

中原委員

植田委員が言っているインフレーション・ターゲティングやポール・クルーグマンが言っていることは、先程のあなたの分け方でいくとLLRに入るのか。

植田委員

LLRではない方である。

中原委員

しかし、非常にLLR的である。要するにエージェントだという意味でLLRである。その分け方が微妙ではないか。マネーサプライを増やすのも、最後にはエージェントの話になるのだから。

植田委員

経済全体が悪いためということである。LLRは現行金融システムに問題が発生し、短期金融市場周りが悪化することだと思う。

中原委員

いずれにしても、両方ともエージェントのケースだ。

篠塚委員

私は執行部の案に対して反対の提案をしたい。

速水議長

篠塚委員案と三木委員案と私が最後に纏めた案の三案になるだろうと思う。ここで、今井経済企画政務次官から何か発言があればどうぞ。

今井経済企画政務次官

経済企画庁の見解を申し述べさせて頂く。既に各委員からそれぞれ発言があった訳であり、私共の基本的な方針とさほど見解の相違はないが、二点申し上げたい。日本銀行は金融市場において資金の潤沢な供給に努めるという考えの下で、金融調節を行って頂いているものと理解している。引き続きそうした対応を期待しているところである。二点目として、今後の金融政策運営の方針決定については、企業への資金供給が量的に確保されることに十分配慮した運営をお願い申し上げたい。

中原委員

ただ今の発言に若干コメントしたい。以前から経済企画庁の方が出席されて、量のことだけを言われるが、先程も私が申し上げたとおり量的な面は十分に対応する積りだとして、それにつれて金利もやはり下がることになる。そこは政治家として飲み込んで頂き、必要があれば皆さんによく説明して頂きたい。金利が下がらないで量が増えれば良いが、そうしたことはあり得ない訳である。

今井経済企画政務次官

私の立場では金利についての発言は差し控えさせて頂きたい。

速水議長

武富委員の意見は公定歩合も引き下げ提案をするということか。

武富委員

然り。日銀の意図を明確に表わすためには、公定歩合もオーバーナイ

ト・レートも0.25%に引き下げるべきと考えている。

中原委員

今一度その論拠を説明して欲しい。それはプラスとマイナスがあると思うが。

武富委員

プラスとマイナスを色々考えたが、やはり効果の点で、公定歩合を下げる方が明確になるというのが最も大きい理由である。ゼネラル・パブリックが公定歩合まで下がることを如何に受け止めるかという点は勿論かなり心配ではある。オーバーナイト・レートを下げるのも公定歩合を下げるのも実質は同じである。ただ、世論に与える影響には両面あり、預金者は公定歩合が下がるということで金利が下がると受け止め、燻っている金利引下げ批判論が出てきて場合によっては消費にも悪影響を及ぼす心配は相当ある。しかし、結局は金利を実質下げる訳なので、意図表明をするには公定歩合まで下げた方が効果が出ると思った。

第二に、先程若干議論が出ていたが、所謂市場を通じての流動性供給を考えているが、金融システムの不安に繋がり得るような事態がインターバンク市場で起きた場合、本当の意味のLLRで個別対応するに当り市場調達よりも高い金利で良いのかどうか、という点である。これは真にそうした局面だからこそ高いコストを払って中央銀行から流動性を付けてもらえ、という考え方も一方であるかもしれない。従って、やはり公定歩合引き下げは余りにも影響が大き過ぎると他の委員が強く予測されるのであれば、何が何でも公定歩合引き下げが必要とまで思い込みを強くしている訳ではない。公定歩合を据え置いたまま誘導目標を下げるのは、逆に言うところ、そうしたことなのかと思う。

中原委員

公定歩合を据え置くメリットとしては、コールが相当離れることにより、

戦前のように公定歩合で借りるのは損だと考えさせることが一つあると思う。ただ、それは日銀貸出がどうなるかだが、公定歩合が0.25%下がった場合にFBや特融の金利はどうなるのか、執行部に伺いたい。

山本企画室参事

公定歩合が下がった場合もFBは交渉事になるため、直ちに下がる訳ではない。従来は慣行的に公定歩合-0.125%であるが、その都度の交渉である。

特融はいわゆる公定歩合0.5%プラス無担保分0.25%である。

山口副総裁

仮に、市場金利を下げるとして、公定歩合で貸すことがペナルティー・レートになってしまうことをどう考えるかであるが、日銀がラスト・リゾートとして個別金融機関に貸出す場合は、マーケットでは取れない金を中央銀行が出す訳であり、それはペナルティー・レートになって当然と考えても良いのではないか。

武富委員

そうですね。

後藤委員

私も先程将来的にはピンポイントの誘導水準を基本にしてと発言したが、公定歩合を動かさないままに差が非常に大きくなれば問題かもしれないが、市場調達あるいは市場消化が出来ない先が日銀の融資に依存する場合は、その分のプレミアムが高くついても当然ではないかということも踏まえている。

武富委員

私もその点は全く違和感がない。あとは先程来出ている今回の措置の効

果について所期の目的を上げるためにどうしたら良いか。デフレについても言及するとか、流動性についても言及する等、日銀の決意を上手く表明するよう付け加えることだろうと思うが、そうした効果の補強という意味からみて、公定歩合と実際の操作水準とを敢えて切離しておく意味があるのだろうか。断定的には申し上げないが、市場が如何に受け止めるかという点だけである。実質同じだと皆さんが言われるのであれば、正直なところ違いますという確信まではない。公定歩合まで下げることに大変な違和感があるのであれば、確実に否決される案を敢えて出そうという気持はない。私としては極く自然にそう考えていた。誘導水準を下げるだけで狙っている効果が出るのかという方をやや強く考えてしまっただけである。

速水議長

公定歩合を0.25%引き下げるという案は出さなくて宜しいのか。

武富委員

何がなんでも提案したいというのではないが、その方がむしろ自然だという素直な発想だった。

速水議長

では、篠塚委員案の現状維持と、三木委員案のコール・レートを0.25%引き下げるとともに準備預金の約1兆円減少、議長案のコール・レート0.25%引き下げで良いか。

中原委員

執行部は決意の表明として何を付けるのか。

速水議長

決意表明は別途文章を作ってもらおう。

(午後4時40分中断、午後4時50分再開)

[事務局より議案配付]

速水議長

議案の準備が出来たので、まず議案の確認を行いたい。事務局は議案を読み上げて下さい。

山本企画室参事

まず篠塚委員案です。「金融市場調節方針の決定に関する件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記、無担保コールレート(オーバーナイト物)を平均的に見て公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。」。別添の対外公表文は、「当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致ないし賛成多数)。」。

第二番目は三木委員案である。「当面の金融政策運営に関する件。準備預金制度に関する法律第四条第一項および第五条第一項の規定に基づき、準備預金制度の準備率を別紙1のとおり変更し、平成10年10月1日から実施するとともに、当面の金融市場調節方針に関し、別紙2のとおり決定すること。対外公表文は別途決定する。」。別紙1は変更後の準備率とカッコの中はそれぞれ据え置きないし、何パーセント引き下げたかを書いてある。所要準備を約1兆円減少させる場合で、ほぼ全ての金融機関にメリットに及ぶよう引き下げる案である。別紙2の「金融市場調節方針の決定に関する件」は三木委員案の金融市場調節方針の決定に関する件である。

「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。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を平均的にみて、0.25%前後で推移するよう促す。また、金融市場に対して、潤沢な資金供給を行う。」。

最後は議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて、0.25%前後で推移するよう促す。また、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、さらに潤沢な資金供給を行う。」。

速水議長

篠塚委員案、三木委員案はこのとおりだと思う。議長案の文言について何か意見があれば、どうぞ。

中原委員

「また、」以下の文章は、なお文か、また文か。第二に、「さらに潤沢な」とあるが、もう潤沢でないことは分かっているのであり、さらに追加的だとか、潤沢なというだけでは形容として非常に弱いのではないか。

山口副総裁

後者については、「潤沢な」を「さらに」で強めている訳である。一層潤沢な資金供給という意味である。

中原委員

「さらに」というのは、私はステップする「さらに」と思ったが、これはさらに「潤沢な」にかかる訳か。

山口副総裁

「潤沢な」にかかる「さらに」という副詞である。

藤原副総裁

モア…。

中原委員

モアとは読めない。「一層潤沢な」というように「一層」という表現なら分かるが。追加的にもやりますよと。

山口副総裁

一層潤沢な、でも良い。

中原委員

いくらでも追加的な資金を出すと言っている訳であり、明確に書いた方が良いと思う。

速水議長

一層潤沢なで如何か。

中原委員

その潤沢なというのが良く分からない。

また文であると並列になる。なお文であれば、こうであるがこうだということになる。

後藤委員

私は、「さらに」というのは平均的にみて0.25%前後で推移するようにする資金供給があり、それに加えてさらに追加的にというのは、この「さらに」に追加的にという意味が入っているように読んだ。従って、中原委員が指摘されるように、「なお」ではないか。「なお」とすればさらになが追加的という感じが出るのではないか。

中原委員

また書きとなお書きでは全然意味が違う。

後藤委員

「また」は並列になってしまう。

中原委員

「さらに」であれば、「一層」の方が良く分かるのではないか。さらに潤沢なというのは良く分からない。私は、さらに行う方にかかると読める。

藤原副総裁

「一層」でどうであろうか。「さらに」を「一層」潤沢な資金供給を行うにし、かつ後藤委員の言われるとおりに、接続詞を「なお」にし、両方読んでみると、意図するところが伝わるのではないか。

山本企画室参事

それでは、修正文を読み上げる。「無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持する上で必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」

中原委員

その方がマッチベターである。

日銀は「潤沢な」というのが好きだ。何が潤沢なのか良く分からない。

山口副総裁

既に潤沢な資金供給を行っているという意識がある。それは新しい状態における水準に見合うものであり、違う局面が生ずれば一層潤沢な資金供給を行うということである。

速水議長

それでは、採決に移る。先程事務局が読み上げた篠塚委員案、三木委員案、議長案の順に一つずつ採決するが、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]

[篠塚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：篠塚委員

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

中原委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

速水議長

結果を報告してください。

小池室長

報告致します。ただ今の採決の結果、賛成1、反対8であった。従って本案は否決された。

速水議長

次に三木委員の提出した議案について採決する。事務局は議案を持ち回って委員から決裁を得た後、結果を報告して下さい。

[三木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：三木委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池室長

報告致します。ただ今の採決の結果、賛成 1、反対 8 であった。従って本案は否決された。

速水議長

最後に私の提出した議案について採決して下さい。事務局は議案を持ち回って委員から決裁を得た後、結果を報告して下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

中原委員

三木委員

植田委員

反対：篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

小池室長

報告します。ただ今の採決の結果、賛成 8、反対 1 であった。従って、本案は賛成多数で可決された。なお、反対は篠塚委員であった。

速水議長

議長案は 8 対 1 の賛成多数で可決された。篠塚委員、反対理由について改めて明確にしておかれるということであればどうぞ。

篠塚委員

私は、現状の経済回復に関しては金融緩和で何かやり得るというよりは、財政政策に期待しているため、この時期に金融緩和することに反対である。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融調節方針について賛成 8、反対 1 で一段の金融緩和が決定された。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。

後藤委員

いわずもがなであるが、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合については、必要と判断した時点で、判断の理由、判断をした事実を事前でなくても結構であるので、通知をし、あるいは政策委員会で報告して頂きたい。

中原委員

賛成である。「なお書き」を援用する場合には必ず当日中に連絡を頂き、必要があれば臨時あるいは次回の政策委員会で説明頂ければと思う。

速水議長

それは宜しいですね。

[各委員、執行部出席者了解]

速水議長

それでは、以上をもって政策運営方針に関する決定を終える。次に、対外公表文の採決に入りたい。

(午後 5 時 7 分中断、午後 5 時 12 分再開)

山本企画室参事

発表文を読み上げます。「平成 10 年 9 月 9 日。日本銀行。金融市場調

節方針の変更について。(案)」。〔(1)日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針を一段と緩和し、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。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。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

(2)わが国の景気は全般に悪化を続けており、物価も軟調に推移している。金融面でも、民間銀行貸出が減少を続けるなかで、マネーサプライの伸びは緩やかなものとなっている。この間、金融資本市場では、株価等に不安定な動きがみられる。今後、総合経済対策の実施等によって、景気のさらなる悪化には徐々に歯止めがかかるものと期待される。しかし、経済活動の水準はすでに相当低下している。また最近の金融資本市場の不安定な動きや企業倒産の増加等が、企業や家計のコンフィデンスを一層低下させるおそれがある。これらを踏まえると、先行き、景気や物価がさらに下振れる可能性も必ずしも否定できない。

(3)日本銀行は、インフレでもデフレでもない、「物価の安定」を金融政策運営の目標としている。上記のような金融経済情勢を踏まえて、日本銀行は経済がデフレスパイラルに陥ることを未然に防止し、景気悪化に歯止めをかけることをより確実にするため、この際、上記の金融緩和措置を採ることが適当と判断した。

(4)日本銀行としては、上記の金融政策運営方針のもとで、引き続き潤沢な資金供給に努め、これを通じて金融市場の安定に万全を期すとともに、マネーサプライの拡大を促していく考えである。

(5)日本経済にとって、現在、景気の回復と金融システムの建て直しは、一刻の猶予もならない課題である。今回の金融緩和措置が、物価安定の実現を通じて、これらの課題の克服にも資することを期待するとともに、関係各方面が一丸となって取組み強化を図られることを強く期待する。』。

速水議長

修正点があればご指摘ください。

中原委員

(2)に、資本市場の不安と書いてあり、株価等とあるが、この例示は一つで良いのか。つまり、セカンド・パラグラフでは最近の金融資本市場の不安定な動きと、よりジェネラルなことを記しているが。

山本企画室参事

イメージとしては、例えば短期金利等にかなりの信用リスクプレミアムが生じてきていることも考えている。ただ、下の方は企業や家計のコンフィデンスという直接的な表現を受けており、余りそこまで具体的に表現すると結びつかないため、最近の金融資本市場の不安定な動きとさせて頂いた。

中原委員

それは良いと思うが、株価が突出している感じがあるため伺っている。今一つは、(5)の「物価の安定の実現を通じて」という部分は、何故こうした表現をするのか。

後藤委員

私も、そこはむしろない方が良いと思う。

中原委員

ない方が良いのではないか。

山本企画室参事

金融政策の目標は日銀法上物価の安定となっているため、そこを明確にしておく趣旨である。

中原委員

信用秩序の維持もあるではないか。

後藤委員

勿論、目標なので、金融緩和措置がこれに資することを期待するという
ことであろうが、その経路は物価安定だけではないのではないか。

中原委員

「物価安定を通じて」は殆ど意味がないのではないか。

山本企画室参事

後者については、金融システム建て直しを全てこの政策運営だけで行える
ものではないため、「物価安定の実現を通じて」という言葉を入れた方が
明確になると思った。ただ、その次の「これらの課題の克服にも」にお
いて、そうしたニュアンスを持たせているので、「物価安定の実現を通じ
て」は確かになくても文章は通じると思う。もし、ご異議がなければ、「物
価の安定の実現を通じて」は削りたい。

後藤委員

その方が分かり易い。

山口副総裁

削ろう。

中原委員

株価の部分はどうか。

山本企画室参事

中原委員のご指摘は、「金融資本市場では不安定な動きが見られる」という文章の「株価などに」が突出するため削ってしまうということか。

中原委員

削るということではなく、「株価などに」を入れるのであれば、他にも例示を入れたら如何かなということである。

山本企画室参事

不安定という意味では、為替があるが、この円高は安定ではないのかといった別途の議論を引き起こしてしまうため、為替を入れるのは微妙過ぎる。

中原委員

私も為替は考えていないが、株価が突出している印象だ。

藤原副総裁

「等」でどうか。

中原委員

何かもう一つ例示があった方が良い。

武富委員

中原委員の念頭にあるのは社債と国債の動きなど信用リスク格差のよ
うなものか。

中原委員

それでも良い。前に貸出とマネーサプライが出ており、それで株価だけ
というのは若干違和感がある。

山本企画室参事

為替相場と民間の調達金利をイメージしていたが、為替は書きにくい。民間の調達金利もこの文書に巧く馴染まない。国債の金利が不安定という訳にもいかない。

後藤委員

「その間、金融資本市場では信用リスクが強く意識され、また株価などに不安定な動きが見られる」とするのはどうか。それも、巡り回ると、やはり金融緩和に結び付いてくる。

三木委員

言わんとしているのはその点であろう。

後藤委員

信用リスクが強く意識されるようになってきた。そして株価なども不安定。

速水議長

金融資本市場では、…。

山本企画室参事

信用リスクが強く意識されるようになり…。

篠塚委員

その数行後に「金融資本市場の不安定な動き」とあり、不安定とかりスクとかが若干ダブリ過ぎないか。

中原委員

不安定な動きが二つダブってしまう。

後藤委員

「また最近の金融資本市場の不安定な動き」、という部分の「不安定な」は上で不安定と言っており、削っても良い。

中原委員

その方が良い。

山本企画室参事

(2)の3行目から4行目で、「この間金融資本市場では信用リスクが強く意識されるようになり、株価などにも不安定な動きがみられる」ですか。

中原委員

「等にも」にするか「また」にするかどちらかだ。「等にも」なら良いのではないか。

山口副総裁

後藤委員の言われる信用リスクが強く意識されるというのは多少ざらつく気がする。同じことだが、「金融資本市場では金利のリスクプレミアムや株価などに」としてはどうか。

後藤委員、中原委員

その方が良い。

山口副総裁

株価の前に、「金利のリスクプレミアムや」と入れるのでは如何か。

後藤委員、中原委員

良いのではないか。

藤原副総裁

金利のリスクプレミアムですか。

山口副総裁

ターム物の高止まりやジャパン・プレミアムが全部入る訳である。

後藤委員

全部入る。

中原委員

とにかく例示を一つ増やしておいた方が良い。

藤原副総裁

数行下の「不安定な動き」というのは取るのか。

篠塚委員

「不安定な」だけを取る。

山本企画室参事

それでは、再度確認させて頂く。(2)の3行目、「この間、金融資本市場では金利のリスクプレミアムや株価などに不安定な動きが見られる」。その次のパラグラフの2行目、「しかし、経済活動の水準はすでに相当低下している。また最近の金融資本市場の動向や企業倒産の増加等が」あとは同文である。次ページの(5)であるが、「日本経済にとって現在景気の回復や金融システムの建て直しは一刻の猶予もならない」と書いてあるところに続く文章は「今回の金融緩和措置がこれらの課題の克服にも資することを期待するとともに、関係各方面が一丸となって取組み強化を図られることを強く期待する」。

速水議長

それでは採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

植田委員

反対：篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の採決の結果、賛成 8、反対 1 であった。よって本案は賛成多数で可決された。反対は篠塚委員であった。

速水議長

なお、決定事項の公表は会合終了後 30 分後に行うので、それまでの間は出席者限りということをお願いする。対外公表文は執行部で英語に翻訳して公表することにするが、時間の制約上日本語での公表が先行することになる。また、政策変更時の恒例により、本日中に私が記者会見を行うので、宜しくご了解頂きたい。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

最後に、9月分の金融経済月報の検討に入る。金融経済月報のうち、最初の3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ご検討願う。まず、調査統計局早川課長と企画室山本参事からポイントを説明して頂きたい。

早川調査統計局経済調査課長

まず、実体経済の部分だが、総論は前月と同じである。各論については、若干変更してある。例えば、個人消費については「特別減税の実施にもかかわらずなお回復は確認されていない」としたが、これは8月までで特別減税がかなりの程度実施されたことを踏まえたものである。住宅投資は一段と減少している。在庫については調整が進捗しつつある業種もみられるため、若干進捗の様子を出してある。一方で、所得形成については雇用者所得も減少テンポがやや早まっている。最後の部分で、「最近の雇用所得環境は一段と厳しさを増している」ということで所得面は前月よりもやや厳しさを増す表現にしてある。

先行きについては、冒頭の5行程は基本的には前月と同じであるが、若干文章を短くし、かつ僅かにであるがやや厳し目のトーンにしてある。その後は事実を述べてある。また、お配りした文章では、「最近の株価下落等」としておいたが、極く最近は本日を別にして必ずしも下落していないので、「最近の」を落としている。そのうえで「また、株価下落など金融面の動向が、実体経済面にマイナスの影響を及ぼす可能性にも注意が必要である。」と加えた。その後は、政府で行われている事実を述べたものである。

最後に物価については、前月消費者物価について制度変更要因を除いてみればと書いたが、制度変更要因を除かなくとも-0.1%になったため、その文章を外している。輸入物価の影響については、若干円高方向に動いているので、「その下落圧力が弱まっている」という記述は削除している。

ただ今の政策決定に伴う調節方針の変更との整合性を考えると、例えば、先行きの3行目に「歯止めが掛かるとみられる。」と書いてあるが、発表文は「歯止めが掛かると期待される」となっているため、「期待される」とした方がトーンが合うかと思う。さらに、物価の2行目に「実施に伴って、需給ギャップの拡大に徐々に歯止めが掛かるとみられる。」と書いてあるが、「総合経済対策の効果が期待されるが、しかし」まで飛ばし、「需給ギャップの水準が相当程度拡大していることを踏まえると、」と繋いだ方が発表文との整合性が高いかと思う。それで宜しいでしょうか。

物価のところを読み上げる。「先行きについては、総合経済対策の効果が期待されるが、需給ギャップの水準が相当程度拡大していることを踏まえると、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。」である。

山本企画室参事

次に金融であるが、朝方説明した金融情勢を書いている。「金融面をみると、株価は、8月下旬以降、金融システム問題を巡る不透明感の高まりや、ロシア金融危機に端を発する世界的な株価低迷をきっかけに、」とあるが、足許は株価が多少戻っているため、「一時大幅に下落するなど、不安定な動きとなっている。」と修文させて頂きたい。その後は、「また、金融機関の信用リスクに対する市場の警戒感の強まりを背景に、ユーロ円とTBとの金利格差、ジャパン・プレミアム、民間債と国債との利回り格差は、それぞれ拡大した。もっとも、市場の一部に追加的な金融緩和に関する思惑が出ていることなどもあって、長短市場金利は総じてみれば、小幅の低下となっている。」。

第二パラグラフは量的側面であり、「实体经济活動に伴う企業の資金需要は引き続き低迷しているが、民間銀行の慎重な融資姿勢などを眺めて、企業の中には再び手許流動性を厚めに確保しようとする動きがみられている。この結果、社債、CPの発行が引き続き拡大しているほか、低迷基調を続けている民間銀行貸出も、前年比マイナス幅は横這いとなってきて

いる。またマネーサプライも、ここへきて伸び率鈍化傾向がやや一服気味となっている。」以下は前月と同じである。「ただ、中小企業などを中心に、企業によっては、資金のアベイラビリティ、金利の両面で厳しい資金調達環境が続いていることに変わりなく、その実体経済に与える影響について、今後とも注意深く点検していく必要がある。」。

中原委員

マネーサプライの伸び率鈍化傾向がやや一服気味とは、「この結果」なのか。

山本企画室参事

企業が再び手許流動性を厚めに確保しようとしているため、その結果として統計上は貸出の落ち方が少し止まり気味になっている、ということである。従って、マネーサプライを需要面から表現している。

植田委員

第一パラグラフの最後の文章はこのままで良いのか。追加的な金融緩和については言及しないのか。

山本企画室参事

事実としてはそのようなものがあると思うが。

植田委員

発表はいつか。

山本企画室参事

明後日である。

後藤委員

追加的緩和の思惑が出て、ここから少し思惑が引っ込んだ面があるが。

山本企画室参事

全体としては少し思惑が出ている方向で下がっているが、出たり入ったりして、株安等に連動している格好である。

後藤委員

「出た」とした方が良い。

中原委員

「出た」であろう。過去にしておいた方が良いのではないか。

山本企画室参事

確認させて頂く、「もっとも、市場の一部に追加的な金融緩和に関する思惑が出たことなどもあって、長短市場金利は総じてみれば、小幅の低下となった。」。

速水議長

それでは、採決して宜しいですね。

[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

報告致します。ただ今の採決の結果、全員一致で賛成であった。

速水議長

ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明の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9月11日金曜日午前9時20分に行う。

VI. 閉会

速水議長

以上をもって、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24日に予定している。

(午後5時41分閉会)

以 上