

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年9月24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 (9:02～12:24)
経済企画庁 河出 英治 調整局長 (9:02～15:02)

(執行部からの報告者)

理事	黒田 巖
理事	松島 正之
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山 昇作
調査統計局	早川 英男
企画室参事 (企画第1課長)	山本 謙三

(事務局)

政策委員会室長	小池 光一
政策委員会室調査役	飛田 正太郎
企画室調査役	門間 一夫

I. 開会

速水議長

金融政策決定会合を開催する。

(午前9時2分開会)

9月9日の前回会合では金融政策運営を一段と緩和方向に変更したところであるが、本日は9月の第二回目会合であるので、前回以降の追加的な判断材料を踏まえ、次回会合に向けて中間レビューを行うという位置付けで討議したい。まず最初に前々回会合の議事要旨を承認頂き、次に執行部から前回会合以降の金融経済情勢について報告してもらう。その上で委員会として前回会合からの変化点という視点で検討を行い、その後で政府から出席の方々から、もしあればご意見を賜ることにしたい。その上で当面の金融政策運営方針を決定し、最後に向こう6か月の決定会合のスケジュールをご承認頂くことにしている。

なお、本日の政府出席者としては大蔵省から谷垣政務次官、経済企画庁から河出調整局長が出席されている。改めて確認させて頂くが、会合の中で出されたご意見、ご発言等はすべて記録することを前提としているので、委員および政府からご出席されている方々はこの点を宜しく願います。

II. 議事要旨(8月11日分)の承認

速水議長

まず、前々回8月11日会合の議事要旨をご承認頂きたいと思う。ご異議はないでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

ご異議がないようなので、政策委員会としてこれを承認する。なお、本議事要旨は9月29日火曜日の午後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

速水議長

執行部からの報告に移りたい。最初に前回会合以降の金融調節実績について山下金融市場局長から報告をお願いする。

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

資料1の「金融調節と金融市場動向」に基づいて報告する。金融調節面では前回会合での決定を受け、無担オーバーナイト・レートを0.25%前後に誘導するオペレーションを行ってきた。その結果、前積み期中の9月10日～15日における加重平均レートは0.26%、今積み期に入った16日から昨日までが0.25%と、ディレクティブに沿ったレベルでの着地になっている

る。この8日間の金融調節については特にポイントとなる日が3日ある。第一は、政策決定会合での決定を受けた翌日の10日である。予想外の決定に対するマーケットの反応が注目されたが、朝方1兆4,000億円の積み上げ幅を造成し、レートの押し下げを図ったところ、交換戻時点での中心レートは0.25%、1日の加重平均レートは0.23%となり、以降は新しい誘導ゾーンへスムーズに進む結果になった。第二は、積み最終日となる14日である。この日は調達力に不安のある一部都銀等が0.3%を超えて取り上げる気配を示したため、朝方の積み上げ幅を1兆2,000億円まで拡大した。しかし、レートの強含み基調に全く変化がみられなかったため、為決スタートの売出手形オファーをする際に追加的な資金吸収は行わない旨の異例のアナウンスメントを行い、積み最終日にもかかわらず5,000億円の超過準備をそのまま残す方針を明らかにした。しかし、レートは余り下がらず加重平均レートは0.28%まで上昇した。第三は、今積み期の初日となる16日である。14日の不安定な地合いを断ち切る狙いから朝方の積み上げ幅を1兆2,000億円とする調節を継続した。その結果、マーケットはかなりの落ち着きを回復し、加重平均レートは0.24%まで低下、その後も22日まで0.25%前後で総じて安定的な推移となっている。

この間、ターム物金利は例えばユーロ円TIBORのベースでみると、10日に18bp程度の低下となった後、概ね持ち合い圏内での推移となっている。ただ、9月中間期末越え資金の手当てが遅れ気味の一部都銀がここに来て資金調達を積極化しているため、1か月未満のレートが強含んできているのが注目される。

当面の金融調節面の留意点は次の三点だと考えている。第一は、9月30日の期末日対策である。期越え資金の調達が遅れている一部都銀ではこのままいくと、期末日に大量のオーバーナイト資金調達が必要になる可能性がある。既にオーバーナイトでも、信用力格差を映じ1~2bp程度のレート格差が生じ始めているのが現状であり、個別行の資金繰りをみている考査局とも連携を取りながら期末日の混乱回避に全力を挙げる所存である。第二は、年末の外貨繰り対策として各行では今後円投による外貨調達を本

格化させる構えである。そのため当面3か月超のターム物を中心にレートが跳ね上がる可能性が強く、私共としても期を越えた後は、年末越えの資金供給を潤沢とするよう心掛ける必要があると考えている。第三は、本行のオペによる9月末期越え資金の供給は、本日時点で14兆4,000億円、昨年同時点が6兆5,000億円であるので大量の資金供給を行っている。そうした中で、一部のマーケットではやや飽和感が出てきており、例えば前回16日スタートのCPオペでは平均落札レートが0.078%、最低落札レートが0.01%と市場金利とはかけ離れた水準まで低下している。従って、私共としては市場に大きなディスターションを起こさないよう、オペレーションの面でこれまで以上に工夫を重ねていかななくてはならないと考えている。

中原委員

今の話は大変結構だと思うが、そうしたシグナルが極力市場に伝わるような格好でオペレーションをやって頂くと有り難い。

山下金融市場局長

はい。

三木委員

CPによる期越え資金につき、今一度説明願いたい。

山下金融市場局長

期越え資金の供給は本日オファーする分も含めて、14.4兆円である。昨年同時点は6.5兆円であった。CPオペのレートは前回16日のスタートで、平均落札レート0.078%と0.1%を下回った。最低落札レートは0.01%という状況である。

速水議長

CPの残高はいくらか。うち、本行に入っている分はいくらか。

山下金融市場局長

本行が買っているCPオペ残高が5.6兆円。マーケットで発行されている8月末の残高が12.4兆円である。いわゆるABC Pを除いたベースのCP発行残高が12.4兆円であるので、約半分を本行が買っていることになる。

中原委員

5.6兆円というのは本日現在か。

山下金融市場局長

本日現在の本行が買っているCPオペ残高である。

植田委員

それは銀行CPを除いた数字か。

山下金融市場局長

除いている。銀行CPは8月末で1.8兆円である。

速水議長

それはマーケット残高か。

山下金融市場局長

本行は銀行CPを買っていない。

速水議長

本行が買うCPの対象はある程度選別しているのか。

山下金融市場局長

私共の信用判定B格以上に限定している。

中原委員

銀行CPは勿論買っていないと思うが。

山下金融市場局長

然り。銀行CPは政策委員会でご議論頂かなければ買えない。

後藤委員

9日の誘導金利の引き下げ後、準備預金の積みの進捗度についてトータルで変化は出ているか。

山下金融市場局長

私共の供給が潤沢であるため、日割りで4%程度アヘッドしている。個別行がどうかとなると区々であるが、資金繰りに不安を持っている先は早めにやっており、例えば長銀は既に終わっている。

速水議長

レートを0.25%程度に抑えることは、それ程難しくないか。プレミアムというか市場ではどの程度の信用力の格差がついているのか。

山下金融市場局長

第一の点については、私共のレート・コントロール力に対するマーケットの信認があるため、先程10日には大分苦労したかのように報告したが、実はオペ前から大体0.25%前後で形成されている。日本銀行がそれだけの流動性を供給してコントロールするというマーケットの信認があるため、当然その辺でレートが形成される。それに合わせて1兆4,000億円という

大量の流動性を供給し、その条件を作りレート形成を行っている。そうした形で0.25%を中心に出てきているが、総裁ご指摘のように、オーバーナイトでも若干信用力格差を反映し、特にレートを引き下げた後は1~2bpの差がつき始めている。

ターム物によっては以前から申し上げているように、信用力が劣って取れない先はマーケットの表面には出ず、相対で関係先等からラインをもらい、大口定期やCDで調整するケースが多い。例えば、毎回政策委員会で報告している優良行のCDのレートは極めて低いが、私共が聞いているところでは、取りにくい先は日によっても違うが10~20bpは高いレートで取っていると思う。タームにもよるが、かなりの差がついてきている。特に、期越えが近づき、期越えの資金を何としても調達しなければならないことになると、例えば2週間物でも20bp高いレートで取るとか、かなり追い込まれてきている感じがみられている。

中原委員

1週間物が昨日、一昨日頃から出始めたのはそういうことなのか。

山下金融市場局長

1週間物は期越えになったため、かなり上がった。要するに、期越えの資金を取ろうとすると、出し手の方も長いものよりは短い方が出しやすいため、2週間物や、1週間物等を出している。

中原委員

ぼつぼつ出てきているということか。

山下金融市場局長

然り。

中原委員

これまでなかなか出合いがつかなかったらしいが。

山下金融市場局長

然り。1週間物のところはお指摘のとおり、期越えになったため出合いがついている。

藤原副総裁

仮定の質問には答えられないかもしれないが、政策決定の意外性、マーケットの受け止め方に関して、本来マーケットの開催中に政策決定をアナウンスしたいという基本的な願望がある。仮に、今回マーケットの開催中に決定が伝わっていたとすれば、如何なるリアクションが予想されたのか。

山下金融市場局長

基本的には同じだと思う。ポジションを持っている先が、予想外の政策変更が起ったため、ポジションを閉じるなり、ヘッジするなり、あるいは新しいポジションを作るなりということになるが、今回は既にマーケットが閉まっていたため出来ない、つれて株は600円跳ね上がったし、L I F F Eで金先が動いたりと色々な動きが起った。ただ、そうしたことが出来るのは大手に限られており、上手く出来なかったとか、損をしたと文句を言う人は当然いる。今回の場合は極めて予想外ではあったが、それ程色々なポジションを取るということではなかったため、大きな損害を被った人は余りいなかったと思う。国内でそうした環境変化に対する対応がとれる時間に決定が出るのが明らかに望ましいと思う。

中原委員

質問ではないが、谷垣政務次官が出席されているのでお願いしたい。現在、邦銀は海外で全くドルが取れないため海外資産の縮小と、円投で円資金を持っていき、外貨資金を手当てするという二つの対応を行っている。

海外資産の縮小はある程度進んでいるが、早急には進まない。同時に海外資産が縮小すると、スプレッドで好条件の物が取れていてもそれも落さなければならぬため収益に悪影響がある。また、円投のための円資金が要するため二重に困っている。私共の方も先般来、いざという時のためにどう緊急用にドルをファイナンスするか検討しているが、大蔵省の方も外為特別会計を利用して、海外の銀行のドル資金繰りを助けて頂けると良いと思う。さもないと、間違いなくクレジット・クランチが起る。海外資産を全部絞り切れていないため、円投しなくてはならず、各行とも非常に辛いようだ。

谷垣大蔵政務次官

私共の関心は法案の方ばかりにしているが、その件は帰って伝えます。

中原委員

是非ご検討頂いて、有効な手が打てればお願いしたい。

速水議長

コールのオーバーナイト残高はいくらか。

山下金融市場局長

26兆円程度である。

速水議長

それは増えてきているのか。

山下金融市場局長

増えていない。無担分は前年差で大体4兆円程度減少、一方有担の方は前年比ではプラスになっている。これはリスクが高まっているため、従前は無担で出していたコールを有担で取っていることが主因である。

後藤委員

三点挙げた中で、最初の期末資金対策と二番目の円投本格化から3か月超ターム物金利に上昇圧力がかかってくるであろうということであったが、いわゆる19行の中で、上位の方は既に9月越えではなく、12月越えまで資金手当てを始めているのか。

山下金融市場局長

開始したところである。

中原委員

まだ上位行で始まったばかりである。

山下金融市場局長

最近話題になっているのは4か月超のターム物が上がり始めていることで、段々ロールオーバーの絡みも出てくるし、12月は相当大変そうだとということである。中原委員が、全然取れないと言われたが、優良行はまだある程度は取れる状況である。

中原委員

先般2行取れないと言っていたではないか。

山下金融市場局長

2行は確かに非常に困難になっているが、優良行は既に4か月超のところで円投の分についても手当てを始めている。従って、現在は期越えを一生懸命やっているが、期を越えた後も非常に予断を許さないため、その辺も潤沢な資金を供給していかなくてはならないということを申し上げた。

後藤委員

同時に先に手当てが出来る先と、そうではない先との間でコストの差が次第に開いているということか。

山下金融市場局長

然り。

中原委員

明確なシグナルを出して頂きたいというのが先程の趣旨である。色々調べると、期末まではどうも出そうだという雰囲気浸透しているが、期越えになったら一気に引揚げていくのではないかという危惧が一部にある。そこで、そうしたことの無いようにということである。

山下金融市場局長

この9月期末という趣旨ですか。分かりました。

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をお願いします。

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に沿って説明させて頂く。

前回会合以降、為替、株とも大きく上下動している。背景としては、エマージング・マーケットの混乱がラ米に本格的に及んだこと、併せて米国での利下げ期待が強まっていることが挙げられる。まず、前回会合で政策変更を決定して以降の為替相場に与えたインパクトであるが、発表が既に東京市場では大方の取引が終了した後だったため、海外のマーケットで円が売られた。欧州市場では、東京で当日夕方につけた133円台から一挙に

138 円台に下落している。ロンドンのザラ場で 138 円 29 銭までつけ、当日のニューヨークのクロージングでは 137 円台に落ちている。その後、米国ダウの下落や米国の利下げ期待、あるいはクリントン大統領のスキャンダル問題等を材料にドルが売られる情勢になり、具体的には米系ファンドのドル売り、円買いがリードする形で円が再び上昇している。そうした展開であり、政策変更に伴う円の下落はほぼ一晩で消滅した形になっている。

とりわけ、10 日頃からはエマージング・マーケットの動揺がブラジルを中心とするラ米へ本格的に及んでいる。ロシアの混乱が、石油価格あるいは第一次産品価格の下落を招き、ラ米にマイナス材料になるといった考え方から 10 日のブラジルでは株価が 16% 下落、通貨は既往最安値を更新している。ブラジル中銀が 9 月 10 日に貸出金利を 29.75% から 49.75% へ一挙に引上げている。メキシコでもその日の株価が 10% 下落し、通貨が安値を更新したため中銀が約 5 億ドルの市場介入を行ったと伝えられている。こうした展開の下で、ラ米と関係の深い米国企業および金融機関の業績とバランスシートに懸念が集まり、米国株価、ドルが併せて売り圧力を浴びた形になっている。

株価をみると、ダウは 10 日に約 250 ドルの大幅下落を示し、クロージングが 7,615 ドルとなっている。こうしたことを材料にドル売り、円買いモメンタムが強まっており、円相場は 11 日の東京で一旦 128 円 80 銭まで急上昇した。ダウの下落に伴い米債が買われる安全資産へのシフト、いわゆる flight to quality が生じており、米国の長期金利は 30 年債の金利が既往ボトムとなっている。その後も横這いになり、21 日月曜日には 5.12% まで下落している。この 11 日頃から米国の利下げ期待が市場でかなり強まってきており、これもこの間の特徴かと思う。

米国の主要経済指標であるが、11 日に公表された P P I は、前月比ベースで市場予想が 0.1% 程度下落であったのに対し、実際の公表は 0.4% の下落となっている。市場では乗用車やコンピューターの値下げ競争の激化や海外市場での混乱がドルの相対的な強さと併せて物価抑制に寄与していると判断しており、利下げの余地があることが確認されたといった声

が市場から生まれてきた。加えて14日にクリントン大統領が先進国は経済成長を刺激することが大切と、暗に利下げを求める演説を行っている。この他、G7の蔵相と総裁がエマージング・マーケットの建て直しを支持するステートメントを発出している。その中でG7各国が国内経済の成長をコミットする表現があり、さらに協調関係を維持する旨表明されたため、市場では協調利下げの思惑が強まったところである。こうした思惑は、16日にグリーンズパン議長が議会証言の中で、そうした試みは現在はないと否定したため後退している。この否定が翌日のラ米株式市場では再び悪材料視され、ブラジル、アルゼンチンの株価を下げることとなった。その結果ダウも、17日に200ドル以上下げたおり、一旦8,000ドルラインを割り込んでいる。その後、昨日グリーンズパン議長が議会証言で金利引下げ期待が強まるようなコメントをしたことを受けて、昨日のダウは8,154ドルでクローズした。

一方、円相場であるが、このところ金融再生法案を巡る与野党間の混乱、日経平均株価の軟調、格付け機関による日本の外貨建て長期債の格下げ等、円を巡る売り材料が目立っており、昨日は136円台まで下落した。ただ、先程申し上げたとおり、昨日はグリーンズパンの証言があり、ニューヨークでは136円から135円と多少戻し、現在は136円前後となっている。

この間のアジア通貨の動きについて特徴点だけ申し上げる。大方の通貨は小動き堅調であるが、インドネシアルピアは短期資本にかかる規制導入ルーマーが強く広まっており、それを材料に買われている。一方、韓国ウォンは地場企業による債務返済や輸入代金手当てのドル買いで軟調に推移している。なお、マレーシアではアンワル副首相が解任、逮捕されたためデモが発生しており、これが隣のシンガポール市場でも嫌気されているほか、インドネシアではスマトラ島でなお暴動が続いているなど、アジアの各地で不安材料が散見されている。

最後に実体経済について補足させて頂く。米国については、グリーンズパン議長が9月4日のスピーチで8月のFOMCまでに景気、物価の先行きアップサイドおよびダウンサイドのリスクは均衡したと述べていたが、

9月16日に公表された次回FOMC用のページブックによると、8月報告以降、景気拡大の強さやパターンの変化はごく僅かとみられるが、セブラル・ディストリクツでは家計・企業部門における第4四半期および99年の景気見通しが急速に悪化、シャープ・ディテリオレーションという表現を使い、急速に悪化したと指摘している。こうした中でグリーンズパン議長が昨日上院の予算委員会で行った証言の中でとりわけ三点程が市場で注目されている。一つは現状の不安定な状況が真に広がりを見せ、全世界の重大な問題にならないように早めに押え込む必要があるということ。第二に海外経済の悪化とそのスピルオーバーの影響は、米国にとってインフレ防止以上に景気減速懸念をもたらしていると語っている。最後に国内経済はかなり良好であるが、アジアの台風の雨足がかかり始めたといった表現もしており、市場では利下げが近いのではないかと強く期待しているところである。なお、グリーンズパン議長自体は利下げの時期等、明確なコメントを一切していない。

一方欧州主要国の経済であるが、ドイツ、フランスは総じて緩やかな拡大を続けている。これに対し、英国では個人消費にやや陰りが窺える点が特徴かと思う。本年の各国GDP見通しについて、国際機関や各国中銀の見方をみると、ドイツでは大体+2.6~2.7%、フランスは+3.0~3.1%、イギリスは少し低目で+2.0~2.3%のレンジに見通しが収まってきている。

中原委員

グリーンズパンはアメリカの経済について原語で何と言っているのか。

村上国際局長

アメリカの国内経済については、“but domestic economy was still in pretty good shape”と表現している。

中原委員

“was”と過去形で言っているのか。

村上国際局長

然り。“but domestic economy was still in pretty good shape”と言っている。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告をお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

お手許の資料3に基づいて前回の金融政策決定会合以降に公表された経済指標について報告する。

まず、公共投資の下げ止まりが明確になっている。一方で、消費者コンフィデンスの慎重化、あるいは設備投資の大幅な減少等内生需要の弱さを確認する指標が多い。公共事業については地方分の発注が遅れ気味であったが、8月以降は目標達成に向けて急ピッチで契約が進められている模様である。8月までの公共工事請負金額の累積前年比はまだ-5.6%と前年をかなり下回っているが、元々98年度の当初予算が前年度を大幅に下回っているため、仮に上期発注率が81%となっても、前年比ベースではさ程高い伸びにならない事情に留意しておく必要がある。因みに、昨年の上期の契約率は70.3%に対して、今年度は目標81%である。

次に、4~6月の設備投資をGDPベースで見ると、前期比-5.5%と1月の-5.2%の後、二期連続で大幅な減少となった。この結果、この2四半期で10.4%の落ち込みとなり、2四半期としては統計開始以来最大の減少率になっている。こうした設備投資の内容について製造業・非製造業別、規模別の設備投資動向として法人季報4~6月の分析結果を資料にまとめ

である。これをみると、非製造業、中堅中小企業では二期連続で前期比二桁の減少となっており、他のセクターに比べても弱さが際立っている。この部門は従来から銀行借入の依存度が最も高いと言われており、単に企業業績の悪化だけではなく、金融面の変化等も様々なルートを通じて投資減少に影響を及ぼしていると考えられる。すなわち、銀行の自己資本不足による融資の絞り込みだけではなく、企業の業績悪化に伴う貸出リスクの増大から銀行の融資姿勢厳格化を前に目先の運転資金の確保を優先し、設備投資を先送りしている影響も考えられる。なお、非製造業の大企業についても相対的に大きな落ち込みになっている。その要因としては、まず電力が設備投資をかなり抑えていることに加え、リースの落ち込みの影響も大きい。リースについては中小企業の設備投資と非常に大きな関係があり、非製造業の大企業の落ち込みにも中小企業の設備投資の弱さが反映されていると言える。

次に、法人統計季報に基づき、大幅な設備投資調整の背景となっている企業収益について説明する。製造業の利益率は急激な落ち込みを示している訳であるが、まだ利益率の水準そのものは前回ボトムを上回っている。一方、非製造業は大企業、中堅中小企業ともに営業利益率が前回ボトムを大幅に下回っている。特に中堅中小企業の悪化が顕著になっている。この背景をみるために、売上高と人件費の関係を分析すると、売上高人件費比率がどのセクターもこのところ上昇している。特に非製造業の中堅中小企業の上昇が顕著である。これは、非製造業の中堅中小企業においては、バブル崩壊以降、一貫して収益が低迷してきたことによる。過去には不況期にも人手不足が続くことが常態であったため、——大幅なリストラを進めた大企業とは対照的に、——中堅中小企業ではこれまで雇用を増やし続けてきた経緯があるが、97年度に入って売上が大幅に減少した結果、人件費圧力の高まりに直面するとともにこれが構造的なものであるとの認識が強まり、設備投資の削減ばかりではなく、異例の雇用削減の動きにも繋がっていると考えられる。従って、雇用の悪化についてはかなり長期化することに留意しておく必要がある。

個人消費関連指標、都内百貨店あるいはコンビニ、スーパー等のミクロ情報も総合して申し上げると、個人消費については一進一退の状況が続いていることに尽きる。消費者のコンフィデンス関連指標は8月の生活不安定指数が統計作成開始以来の最高水準を記録しており、消費者のコンフィデンスの慎重化が続いている。

中原委員

在庫整理が一応進んだものの、その後若干怪しくなる感じもするが、見通しはどうか。

村山調査統計局長

在庫調整については、中原委員指摘のとおり4～6月、7～9月にかけて最終消費財、なかんずく自動車はかなり進んできている。ただ、そうした耐久消費財の大幅な減産を映じて、その川上にある中間財あるいは原材料部門、素材部門では減産にもかかわらず、在庫が捌けない状況が続いている。ヒアリング等においても当初は在庫調整が進む予定であったものの、最終需要がそれ以上に落ち込んでいるため、全般的に遅れ気味である。私共の見通しによると、下期については公共事業の効果も出てくるため、在庫の積み上がりが多分ストップすると思われるが、それが完全に一巡するのは年内は恐らく無理であり、年度末までずれ込んでいくのではないかとみている。

三木委員

下期も在庫調整型の生産を継続せざるを得ないことは、各企業の下期計画を見ると明らかになってきているのではないか。

村山調査統計局長

私共が大手企業を中心に生産計画をヒアリングした結果によると、7～9月も前期比若干のマイナス、10～12月も同程度のマイナスになっており、

恐らく在庫調整型の生産が少なくとも年内一杯は続くであろうと思う。

三木委員

年内ではなく、年度内ではないか。

村山調査統計局長

まだ来年1~3月までの感触は企業から聞いていないが、最終需要の状況からみて、ご指摘のように来年になって急に生産が回復するのは望み難いと思う。

藤原副総裁

最近の企業倒産には何か特徴的な動きがあるのか。年末および年度末にかけての見通しはどうか。

村山調査統計局長

企業倒産件数、負債金額とも増加傾向にあることは従来どおりだが、この春以降顕著になっているのは、いわゆるバブル時期に過大な投資をしたため倒産するといった企業よりも足許の売上減少、収益の低迷による不況型の倒産が増えていることである。また、企業金融についても、マイクロファイナンス等では9月末にかけて大企業といえども資金繰り面に危機感をもって臨んでいるように窺える。従って、大企業も早目かつ多目の資金を手当しており、8月、9月の手許流動性はかなり高水準をキープしていると聞いている。

篠塚委員

公共投資関連の出方であるが、今後9月以降についても季節調整後で月当たり2兆円程度とみて良いのか。請負金額も4~6月は5.7兆円であるが、今後はもう少し多目に出るとみて良いのか。

村山調査統計局長

6月補正で予算が確定した12兆円程度の追加景気対策の発注が10月以降に本格化してくるので、下期はその分坂がついてくるとみている。

三木委員

公共投資関連については、調査統計局長の説明どおりだと思う。ただ、公共工事関連業種の現場では、上期の国の分は予定どおりであるが、地方分が非常に遅れているため心配している。先般も谷垣大蔵政務次官にお願いした訳であるが、ここへきて6月の地方議会で決めるべきであったものが一斉に9月議会にかかっている。その辺が統計に出てきているのだろうと思う。ただ、案件が見えているのは間違いのないため、各企業とも16兆円の公共工事分が単に遅れているだけとの安心感を持っている。その意味で景気の方に悪影響を及ぼすことはないが、地方分は上期の前倒しで遅れた分が第3四半期、第4四半期に入ってくるのに加えて、16兆円分も約1か月半程ずれたままで、第3四半期、第4四半期へと入ってくる。従って、第3四半期末から続いて第4四半期、来年度と繋がっていき、15か月予算に巧く繋がる感じになっている。公共工事関連は通常第3四半期がピークであり、第4四半期は4~5%落ちるものであるが、今年はそれがなく、そのまま段差がつかずに、15か月予算に繋がる。従って、ともかく現段階を切り抜ければ良いという感じが強い。

河出経済企画庁調整局長

補足させて頂く。地方の単独事業は景気対策で1兆5,000億円計上しており、それが十分実行されないのではないかという不安がかなりあるかと思うが、自治省の調査では9月にはそれにかかなり近いラインで補正予算が議決されつつある。従って、若干のラグはあるが、今後7~9月、10~12月と前期比ではかなり高い数字が出てくると思っている。

中原委員

それは地方単独事業についてか。

河出経済企画庁調整局長

地方単独のことである。国の補助事業は勿論裏負担もしているので出ていく。

中原委員

それでは、三木委員の話は繋ぐために金融が要るということではないのか。

三木委員

日銀の姿勢を踏まえて、9月の後ろ向き運転資金をどうするかという声はほとんど消えた。9月の問題は心配なくなったが、決算という面で今後の問題は年度末である。その前に12月があるが、公共工事は着工が決まれば前受金が出るため、これが非常に効いてくる。これは多分12月頃から入ってくると見込まれるため、それまでの間をともかく繋いでいかなければならないというのが、ゼネコンの中堅企業と関連する流通の感じである。企業は第3四半期は良いが第4四半期は一気に落ちるという季節性を念頭に置いて経営してきた訳であるが、本年度は余り落ちないで済む。

中原委員

第3四半期と第4四半期は同じレベルか。

三木委員

順当にいけば、第3四半期の終わり頃と同じレベルがそのまま99年に繋がる。そうした期待感が出ている。

中原委員

谷垣大蔵政務次官に申し上げると、中小企業向けの 40 兆円枠が非常に効いてきているようである。特に、信用保証協会の保証枠拡大が非常に有効なようである。中小企業の設備投資の下落には資金繰りがつかないため
のものが相当あるようであり、場合によっては 40 兆円では足りなく、80 兆円程度のベースかもしれないが、いずれにしてもかなり効き出したという話を色々な先から聞いている。従って、極力利用し易くすると共に額も増やして頂きたい。

速水議長

経常収支の対 GDP 比率 3% の状況が続いているが、かなりの圧力になるのではないか。

後藤委員

アメリカの経済がスローダウンしてくると GDP 対比 3% は非常に目立ってくる。鉄鋼等は貿易委員会提訴の動きがあると聞く。

三木委員

ダンピングの問題は既に打たれている。ステンレスから打たれた。ステンレスはマイナーだから良いが、今度はメイン中のメインのホットコイルがファイリングされそうである。従って、鉄の下期輸出は大幅減になる。政策的に落とさざるを得ない。20% から 30% 規模のダンピング課税をかけられたのでは、とても輸出できない。自動車も恐らく同じことを考えて、生産、輸出を相当落としている。幸い GM のストがあったため、その間はかなり出せたが、ストの終了後はやはり落とさざるを得ない。自動車の輸出台数は前年比相当減っているはずである。各社とも 10~12 月は新車効果を活用して必死に売ろうと考えるであろうし、特に軽自動車は規格が変わるのでそれを踏まえて新しい車を出す。問題は普通トラック 4 社であるが、設備投資はだめ、物流はだめでは残念ながら如何ともし難い。

後藤委員

更新期間が随分伸びているようであるが。

三木委員

ディーゼル4社には極めて大きな構造調整圧力がかからざるを得ないため、まず出てくるのは雇用の問題である。さらにベンツと日産ディーゼルのような合併・提携の動きがまだ出てくる可能性がある。

中原委員

速水議長は常に純輸出のGDPに対する率が高いと心配されているが、私はその必要は全くないと思う。結果的にそのようになってきた訳であり、日本が故意に円安にしている訳でもない。注意はしなければならないが、日本銀行として何をするのかに関しては、これまで為替にこだわり過ぎた金融政策が何回かあることを念頭に置いて考えるべきだと思う。純輸出が伸びているのは、国内の需要が悪く輸入が減っているためであり、輸出自体は落ちている。

山口副総裁

今後下期を展望した場合、内需は減っていきそうな見込みがあるのか。

村山調査統計局長

私共の見方では黒字の方はむしろ増えていき、かつ名目GDPの方は物価が今後さらに落ちていくため、シュリンクしていく。従って、結果として名目ベースで考えれば経常収支のGDP対比は今後も上昇していく可能性が高いとみている。

中原委員

しかし、輸出は減る。

篠塚委員

いや、輸入が減るのでは。

村山調査計局長

輸出の方は、欧州向けが堅調であり、米国向けが今後どうなるか心配ではあるが、これまで大幅なマイナスになっていた東南アジア向けのマイナス幅が徐々に縮小してきているので、マイナス幅が減るという意味で一応押し上げ効果がある。従って、トータルで考えると、一応輸出については非常に緩やかではあるが、少しずつ増加するのではないかとみている。一方、輸入の方はこうした生産の状況であり、やはり弱含みになる可能性がある。結果として、黒字は増え、かつ名目GDPは伸びないため、その比率は上昇していくと思う。

三木委員

その点は先月から村山調査統計局長と意見が違うところである。私は間違いなく輸出が減ると思う。

中原委員

私も意見が違う。

三木委員

最も大所の自動車、そして半導体も大手を含め全ての先が政策的に輸出を落とさざるを得ないのは確実である。しかも、国際相場が前年比3割程度下がっているため、量と価格の面でみると、輸出金額が大幅に落ちる。そのような中で輸入がどれだけ増えるかがポイントになるが、現状ではやはり減っていくのではないか。

山口副総裁

輸入減少の効果は相当大きいのではないか。内需の落ち込みと為替相場
で、実質的に輸入を遮断する効果が出てきている。

速水議長

日本の国際的な立場からみれば、アジア等からの半製品、製品輸入へと
移っていくことが、非常に大きな課題になっている。これまでは専ら燃
料・原料の輸入が減り、コストも下がっている状況であった。アジアが多
少立ち直ってくる局面で、日本が輸入を減らすのでは困る。

村山調査統計局長

三木委員が指摘されるように、輸出が低迷する可能性はある。その場合
には、総裁が触れられたように日本の輸入が日本の内需だけではなく輸出
に関連している部分がかかなりあるため、輸入が減ることにより、日本の輸
出も減る事態が想定される。結果として、輸出はシュリンクする形で黒字
だけが増えるシナリオも当然考えられる。いずれにしても、黒字は今後増
える傾向にあると思う。

速水議長

しかし、その点は海外から注目されることになる。

次に、最近の金融情勢について山本企画室参事から報告をお願いします。

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資料4に沿って説明する。まず、前回金融調節
方針変更後の金融市況を簡単に振り返りたい。短期金利、無担保コールの
オーバーナイトは先程説明のあったように、新しい誘導目標である0.25%
前後の水準にあり、変更前からの変化幅としては約0.2%程度の低下であ
る。ユーロ円、TBのターム物金利3か月物のレートはほぼ0.2%程度の

低下であり、オーバーナイトと同幅低下した形となっている。ユーロ円金先3か月は、0.1%の低下と若干低下幅が小さくみえるが、8月下旬から株価下落をきっかけとする金融緩和の思惑が働き、既に0.7%台後半に下がっていたため、当時と比較すると0.2%程度低下している。信用リスク・プレミアムを表わしたユーロ円とTBとの金利格差やジャパン・プレミアムをみると、ほぼ横這いとなっている。マーケットの実際の動きをみると、金融調節方針の公表文の中で潤沢な資金供給をかなり強調していたため少し安心感が出て、このプレミアムもいったん縮みかけた。しかし、その後株価が大幅に下落し、再度信用リスクに対する警戒感が強まり、両者が相殺し合った形でトータルとしてみるとリスク・プレミアムは横這いの動きになっている。

長期金利については、今週指標銘柄の交替があったため、最長期ものとみると、1.285%から0.83%、先週末が0.915%という数字であった。従って、0.3%から0.4%のかなり大幅な低下になっている。これが最も特徴的な動きであり、金融緩和措置だけではなく、金融再生関連法案の帰趨を巡る不透明感、あるいは経済指標の悪化による経済の先行きに対するコンフィデンスの低下が長期金利にかなり反映されているように思う。さらにflight to qualityの動きも重なっている。金融債、民間社債は金利水準が0.2%程度低下した格好である。従って、長期金利のリスク・プレミアムである、金融債と国債、あるいは民間社債と国債との間の格差も横這いなし若干拡大気味である。要するに、長短の市場金利は調節方針の変更に伴い順調に低下したが、この間株価が下落したためリスク・プレミアム自体はほぼ横這いの動きになっている。

次に貸出金利と預金金利の動きであるが、まず短期プライムレートは、調節方針の変更に伴い、都銀では従来の1.625%から1.50%へ0.125%の引き下げを行っている。全国銀行ベースの企業借入の短期のうち引き続き6割程度が短プラ連動、長期も3割から4割が短プラ連動であるため、企業の借入金利ないし住宅ローンの変動金利等もこの幅がほぼスライドするものと思われる。長期プライムレートは次の改訂期が10月初めである

が、現在の金融債の動きがこのまま推移すると、0.1%ないし0.2%程度の引き下げに繋がるものと予想される。一方、預金金利のうち普通預金は既に水準が0.1%であるため、変更されていないが、定期預金、貯蓄預金、大口定期預金等はほぼ0.1%幅で低下している。ただ、以上は都銀主要行の状況であり、地銀以下では、——様子を見ながらぼつぼつと預金金利、短プラを変えている先もなくはないが、——大半の先は今のところ変更していないのが現状である。以上が全体像である。

ユーロ円3か月物は、9月9日を境に約0.2%ポイント低下し、水準としてはマーケットが非常に落ち着いてきた4月下旬から6月半ば頃の水準にほぼ戻ってきた。言い換えると、6月下旬からのいわゆる信用リスク・プレミアムでユーロ円金利が上方に持ち上げられたが、そのリスク・プレミアムの拡大分が今回の金融緩和措置により相殺された形になっている。インプライド・フォワード・レートで非常に特徴的なのは、9月8日から直近にかけての動きが先へいく程低下している。長期金利の低下は、足許の短期金利の低下のみならず、経済の見通し自体に対するコンフィデンスの弱まりを示唆しているように窺われる。

業種別の株価をみると、今回の株価下落では、精密機械、輸送機械、電機等全般的な下落が目立っており、業績悪化懸念が株価の低下に寄与している。マネーサプライ計数は7月3.5%、8月3.9%となり、8月のM2+CDの伸び率は、多少伸び率を取り戻した格好である。M2+CDを信用面から寄与度分解したものをみると、CPの発行が増えたほか、銀行借入、民間金融機関借入のマイナス幅の拡大がやや止まり、若干取り戻している。これは先程も調査統計局長から報告があったように、实体经济に絡む設備投資等の資金需要が増えている訳ではなく、銀行の貸出態度が非常に慎重であることを睨みながら、大企業を中心に手許流動性を取り敢えず確保しておく動きが反映されているものとみられる。その結果としてCPを発行し、あるいは、民間金融機関から借り入れて、預金に置いてある状態と解釈している。

中原委員

金利政策の効果は、大体6か月程度経過してから効いてくる訳であるが、レートからみれば巧く下がっている感じである。信用リスク分で、下がったところが大きいのではないか。

山本企画室参事

市場金利における信用リスク・プレミアム自体は残念ながら縮むまでに至っていないが、6月末以降リスク・プレミアムの拡大に伴い、金利水準全般が押し上げられた部分が今回の緩和措置により、丁度相殺された。従って、むしろリスクフリーであるTBレート等は極めて大きい下がり方をしており、以前よりもかなり低い水準にある。

中原委員

公的金融機関借入の細かい内訳はどうか。

山本企画室参事

運用部から地方公共団体等に出しているものが多いようである。

中原委員

運用部からの地方貸とのことであるが、中小企業向けの貸し渋り対策の40兆円の保証はどこに表われるのか。

山本企画室参事

信用保証が民間金融機関に対する保証の形になっていれば、民間金融機関借入に出てくる。

篠塚委員

先程、貸出金利、預金金利について都銀主要行以外の地銀以下はほとんど

ど変えていないようであるという説明であったが、それはどのように解釈したら良いのか。利下げをしても却って利鞘、収益が上がらないため、何もしていないのか。

山本企画室参事

地銀等は95年の公定歩合引下げ時からまず市場の状況を見極めたいという感じがあり、直ちに変更するというものでは必ずしもない。状況を見極めるのに時間がかかっていると思う。ただ、今回例えば短期プライムレート0.125%の引き下げと預金金利0.1%の引き下げでは、預貸金利鞘のみの関係からは都銀等の収益はむしろ悪化する。従って、預金金利を変更する場合は、恐らく貸出金利の引き下げも併せて行うことを考えていると思うので、地銀等はその辺も計算に入れながら様子を見極めている状態であろう。

篠塚委員

つまり、レピュテーションの問題があり、そちらの方が強くて働いたと考えるとよいのか。

山本企画室参事

そうした部分が大きいと思う。今回の短期プライムレート、預金金利の引き下げの過程をみると、安い金利で預金をとれる銀行が主体的に短期プライムレートおよび預金金利の引き下げを行い、競争関係から他の都銀も追随している印象が強い。

速水議長

貸出について民間銀行が減少しているのも国民金融公庫や中小企業公庫が増加してきているのも当然として、生保貸出が増えてきているのはどうということか。

山本企画室参事

生保は97年の末から本年の2月まで拡大した訳だが、これは昨年の拓銀、山一の破綻以降マーケット金利が大きく上昇し、民間銀行が融資姿勢を慎重にした際に、むしろ手許流動性を厚くしたいとする大企業が生保に向かったためと思われる。その後、大企業が2月から3月以降安心感を強め、手許流動性をそれ以上増やす動きをしてこなかったため、生保の伸びは止まっている。

武富委員

中小業態の金融機関が預金金利を様子見でまだ下げていないのは、郵貯の動向も多少は関連するのかわ。

山本企画室参事

今回の調節方針変更前と変更後の郵貯金利は、まず通常貯金が0.25%から0.20%、定額貯金3年以上が0.30%から0.25%へ低下している。言い方を変えると、郵政サイドは都銀は下げ、地銀以下は余り下げていないため、両者の半分程度をとったレートで推移している。

武富委員

イタチゴッコになってしまう。

中原委員

インプライド・フォワード・レートの形が嫌な感じである。

山本企画室参事

この水準は、相当長い期間に亘って低い名目経済成長率を予想していることを示す。

後藤委員

アメリカ、イギリスは逆イールドになってしまうのではないか。日本はこれだけ短期間に振出したから、逆イールドでも良いが、物理的になれない感じがある。

中原委員

日本が逆イールドになったのはオイルショックの時期だけではないか。

山本企画室参事

金融引き締め期は逆イールドになることもあった。

後藤委員

つまり、世界同時不況的な見方がマーケットに窺われてきたということか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、委員の意見開陳に入りたい。執行部からの説明を踏まえて、前回会合時の判断を修正する部分があるかどうか、あるいは次回の会合までにどのような点に注目しておくべきかを中心に委員方から意見を頂戴したい。最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、その後自由に討議してもらおう。その後で金融政策運営に関して再度順番に意見を頂戴して討議してもらいたい。

因みに、討議のベースとなる前回の判断を振り返っておくと、金融経済情勢に関する基本的見解としては、設備投資の大幅減少や雇用・所得環境が一段と厳しさを増していること等を踏まえて、わが国の経済情勢は全般に悪化を続けていると判断した。また、先行きについては総合経済対策に一定の効果を期待しつつも、経済活動の水準が相当程度低下していること

を踏まえると、民間需要を中心とした自律的回復へと速やかに繋がっていくことは考えにくいと評価した。さらに、株価の下落等、金融面からのダウンサイド・リスクにも留意をして、金融調節方針の一段の緩和を決定した次第である。

それでは、金融経済情勢の前回会合からの変化点について討議を始める。本日は篠塚委員からお願いします。

篠塚委員

前回から僅か2週間しか経過していないが、指標は全体的にさらに悪化している。先程執行部から新しい指標等の提示があったが、その中で少しでも明るい材料を拾ってみたい。

まず、公共投資の下げ止まりが明らかになったことは、かなり評価して良い。私共は4月以降政府の経済対策の行方を見守ろうということであつたが、ようやく支出を伴い明確な方向が出てきたと評価したい。ただ、その効果がどの方面の経済指標に波及していくのかが、本日の段階ではまだ明らかになっていないのが少々残念である。二番目は、前回私は雇用・所得の悪化の中で、雇用者の所定内給与が速報値ではあるが7月に-0.7%となったため、物価も下がっており、いよいよデフレ・スパイラルの入口に入ったかという発言をした。本日の資料の確報値によると、0.0%に修正となつてはいるが、これは決して安心できる状況ではない。速報値段階で抜けていた集計サンプルの一割が入った段階で確報値が変っただけであり、マイナスになる可能性が1か月先送りになった程度ではないか。今一つ注意すべきは、毎勤統計で規模5人以上の先で確報値が速報値の段階と同様に-0.1%になっているが、この値がマイナスになったのは初めてである。全般的に中小企業の悪化懸念が出ており、人件費の削減圧力がさらに加わるであろうという話があつたが、その点は毎勤統計からも確認できる。所定内給与が差し当たってはゼロであつたが、雇用者所得ではマイナスがまた確認された訳であり、不安材料がさらに一段と強まった。明るい材料と思つたが、結局明るくなかつた。ただ、稼働率が6月に続き若干改

善したが、公共投資関係等も考えると、ここが今後少し上向くと思っている。

他方、悪い材料としては、開銀の設備投資計画の予測・実績をみても設備投資の動きがほとんどなく、同様に企業収益も悪化しているため、中小企業の人件費圧力が増している。これが一層雇用調整へ向かわせるであろうことは、非常に暗い材料である。一昨日、7月の基準地価が公表されたが、昨年 -1.6% が今回は -2.2% とさらにマイナスを深めている。地価の下落に歯止めが掛るかとか期待されていたが、歯止めが掛らなかった。このことは不良資産の流動化に関しても悪材料になるし、これから取り組まなくてはならない金融システム改革にとって不安材料になる。以上、国内の実体経済等に関しては悪い材料の方が多かったように思われる。他方、国際的にはアメリカの株が変動し、さらにラ米やロシア等に生じている様々な状況は日本に対するマイナスをより深めた。金融の問題ではマネーサプライの上昇を数字的には多少明るい材料としてみようかとも思うが、資金的な需要を伴って増えた訳ではないため、さらにもう1か月新しい統計が出るのを待ちたい。

次に9月9日の金融緩和を実行した後の実態をどう評価するかにつき、四点申し上げたい。まず第一は、企業側がどのようにこの緩和を受け取ったかである。9月11日の日経金融新聞に企業のトップ19人のインタビュー・コメントがあったが、その他の企業経営者の色々な発言等を勘案して、企業側の反応をまとめると、第一番は今回の金融緩和によるコスト削減効果は不透明であるという意見である。二番目には、大企業もかなりの先が資金運用を行っているため、金利の低下は金融収支の悪化要因になっている面もあるという意見である。三番目には、大企業ではほとんど新しい設備投資計画がなかったため、業績に関してほとんど影響がないという意見である。しかし、四番目にプラス面として挙げられているのは、日本銀行が金融システム不安に対して大きな後押しをしていることは心理面でのプラスの効果に繋がったという評価である。五番目としては、しかしながら、景気回復には心理面の効果だけでは疑問であるとの声が強かった。六

番目としては、支払利息は確かに減少している企業もあり、この点についての評価も僅かにあった。最後に、最終的には今回の金融緩和は自社の業績にとってプラスの効果が少ないと言っている経営者が相対的に多かった。総じて企業側の反応は好感という形で受け止めているが、ただ単にコストの低下だけではなく、資金・資産を運用している側にとってはマイナスでもあったため、プラス・マイナスゼロと受け取った。

第二に、金融市場でどのような反応が起きたかである。まず、9月16日に執行部から今回の金融緩和措置に伴う貸出預金金利の改訂等について報告された。結論だけを申し上げると、大手の銀行では横並びで貸出金利も下げざるを得なかったし、預金金利も下げざるを得なかった。その結果、調達コストの減少が運用収入の減少を若干下回り、ネットでは小幅の減収であったということである。他の中小金融機関では金利下げについてはまだ態度を決めていないとのことだ。既に十分に金融緩和がなされている下で無担保物コールレートを0.25%にした結果、かなり厳しい収益状況の下、大手の銀行では貸出金利、預金金利を下げたため収益悪化も止むを得ず、その他は様子見の状況、郵貯ではその間を取って静観している。少なくとも95年に公定歩合を下げた時点に比べれば、金利引下げが金融機関にもたらす収益の幅が非常に小さくなっていることが分かる。他方、預金金利等が既に十分低位にある状況下では、今次の緩和措置を受けた短プラの引き下げが預金金利を十分にカバーされていないという基本的な背景があると指摘されている。また、銀行側の対応には市場金利や短プラの引き下げ幅よりも貸出金利の引き下げ幅を小幅に止めようとするスタンスがある結果、利鞘確保のためのレートを維持すべく各銀行では引き上げ交渉への姿勢を一段と強くした、とのことである。要するに、私は今回の一段の金融緩和により、主に都市銀行はかなりシビアな対応に苦慮する状況に追い込まれているのではないかと受け取った。

第三に、一般市民あるいは預金者がどのような反応を示したかであるが、9月22日付けで纏められた情報サービス局が外部の人々から受けた意見要望によると、日銀にメッセージとして送られた件数は26件であった。

メッセージを送ってきた一般の人達 26 件の内、年金生活者は 7 件であったが、これらを含め全て今回の金融緩和に関して疑問、批判を呈するものであった。例えば、日銀は短期金利の低目誘導の波及効果を試算し、それに基づいて政策転換に踏み切ったのかどうか、利下げによりマネーサプライがどの程度増えるのかなどを良く考えてから実行することが大切だ、今回の措置により設備投資が上向くとは思わない、といった内容である。勿論、日本銀行は 9 月 9 日のステートメントで設備投資が上向くといったことは言っていないため、この意見は既に金融緩和を実施している段階でさらに一段の低目誘導をする場合に、波及効果等を試算したのかという質問である。

最後は短期金融市場への影響について申し上げたい。先程の金融市場局長の説明では一応市場では政策決定変更以降も落ち着いた取引が行われたとのことであったが、その中でも色々問題が生じていると理解している。オーバーナイトの調達力に二極分化が生じていることである。オーバーナイトレートの切り下げに伴い、出し手のコール市場への資金放出が削減されてきた。マーケットが縮小する可能性が出てきたということである。8 月のオーバーナイトの残高は 4 月から比べて 1 兆円ほど減っている。無担保コール市場の最大の出し手である投信が事務管理委託をしている信託銀行への信託報酬と短資会社に支払う手数料の、両方を合計すると 0.22% や 0.35% になり、現在の 0.25% で運用するのでは、運用収入がなくなってしまう現象が出てきている。勿論、全てがそうしたレートで運用している訳ではないが、レートを 0.25% にしたことにより、運用収益が消えてしまう先が出てきている。従って、旨味がなくなり、この市場から出て行ってしまう事態が起きるのではないか。

もう一点は金融緩和が原因ではないが、円投の増加のために大量に抱えた円資金を運用する外銀が日銀の売り出し手形を買っている事実をどう評価するかという問題がある。日銀が外銀に資金運用の場を提供することになると、益々外銀の市場におけるプレゼンスが高まっていく。これは金融緩和に直接関係するものではなく、本来こうした一段の金融緩和を決断

をした背景には、日本の金融機関が非常に不安定な状況にあり、金融システムの安定化を促進するためではあったが、その背景にある問題そのものが結果として外銀のプレゼンスをより高めることになっている。以上、総じていえば9月の金融緩和は資金の流れに対して何らかの歪みをもたらしているのではないかと思っている。

植田委員

国内経済情勢に関する認識については余り変化がないため、前回の金融緩和措置についての私なりの評価、反省およびここ半年間考えてきたことの反省等を二、三申し上げたい。第一に、金融政策変更の評価であるが、当然ながら半年ないし一年後まで待つて総合的な評価が定まるのであり、取り敢えず足許での評価に限られる。先程色々なレビューがあったように、当面の影響は短期金融市場、国債市場、若干その他の金融市場に及んでいるが、金利が下がったのは当然予想されたことである。その中で企画室の説明では様々なリスクプレミアムが概ね横這いで推移しているということであったが、詳細にみると若干上昇しているプレミアムもあり、その辺りが不安ないし残念である。しかし、これは金融不安対策の遅れのマイナスの影響が大きかったと取り敢えずは評価すべきではないかと思う。

今少し広く金融資本市場をみると、株価あるいは金融資本市場ではないが地価の下落傾向が続いている。ここに余りプラスのインパクトを及ぼすことが出来なかったのもやはり残念な材料の一つである。為替への影響を気にしつつ金融緩和措置に踏み切った訳であるが、最も懸念していたアジア通貨等の切り下げ連鎖という事態は取り敢えず避けられていることは良かった。ただ勿論、これは他の要因により円が支持されたり、ドル売りにつながる事件ないし要因があったことの方が大きかったように思う。そうした中での懸念材料はエマージングマーケットの問題がアジアからラ米に広がり、世界的に金融機関の体力にマイナスの影響を及ぼしつつあるため、全般に信用リスクに敏感になる状態が広まっていることであり、引き続き注意が必要である。こうした状態に対し、グローバルな次元で適切

な対応が重要であるという注意を喚起したことが、先般の金融緩和の影響として若干あったとすれば、評価して良いのではないかと思う。

最後に、経済の実態は非常に悪い訳であるが、半年前に我々が持っていた判断、あるいは市場関係者の平均的な判断のどこが間違っていたのかを再度反省してみた。データ等をみると、設備投資あるいは消費の落ち込みが予想以上に大きいのが、原因としては設備投資が大きい。その結果として、所得等の伸び悩みが大きく、消費も伸び悩んでいるのではないか。その原因としては、勿論財政の出動の遅れがマイナスの連鎖を大きくしたといえる。ただ、設備投資の中身をみると、中小・非製造業の落ち込みが際立っていることもあり、若干の分析を行ってみた。ラフな結果であるが簡単に紹介してみる。負の連鎖、つまり他の各種経済セクターの条件が悪いため設備投資も悪くなるとすれば、いわゆる加速度原理の投資関数で実態が追えるのではないかと思う。これは現在の投資状況が、近い過去の売上や収益の要因で説明できるという考え方であるが、そうした要素が落ち込んできたために設備投資が落ち込んできているという論理になるはずである。非製造業全体の設備投資をそうした投資関数で説明できるかどうか分析してみると、本年第1、第2四半期についてはそうした分析では十分に追えない、つまり追える以上に設備投資が大幅に落ち込んでいる結果になっている。すなわち、過去の売上や利益と設備投資との相関で示される以上に、恐らく中小・非製造業の設備投資が落ち込んでいるということである。やはりこのセクターに関係した金融の問題が効いているか、あるいはこのセクターの中長期的な構造に関する色々な問題から落ち込んでいるのかと思われるが、この点は引き続き検討してみたい。ただ、製造業では同様なことにはなっていない点も付け加えて報告しておく。

藤原副総裁

前回の政策決定会合における決定については、私は自分なりに相当悩んだうえであの結論に達したが、悩んだのは専らタイミングの問題であった。先般打出した政策は「なお書き」において、必要があればターゲットにと

らわれずに一層潤沢な資金供給を続けるようになっており、日本銀行としてのマーケットに対する決意がほぼ披瀝されたと思う。従って、私なりに悩んだ結果としては、若干の開放感を味わったが、達成感は感じられず、依然として緊張感と責任感が残っている。政策判断の背景となった経済情勢については、前回までの「全般に悪化を続けている」という判断を変える材料は何物もない。従って、自律的回復へ速やかに繋がっていくとは考えにくいという判断も同様である。前回に比べて明るい材料があるとするれば、公共事業支出であるが、これが本格化するか否かが今後の問題であり、引き続き注視していく必要がある。その公共事業は、政府の経済対策の主要な柱の一つであるが、その他にも柱が何本かあった訳で、それらも注視していかなければならない。

金融については手段がほぼ出尽くした感があり、今後はやはり財政政策、規制緩和等の構造改革如何にかかっている。これまでは抜本的な経済対策といっても、自民党内の総裁選挙や国政選挙の前に派閥の領袖や政党の党首が打ち上げる構想に止まっており、それが議論の叩き台になっていた感があるが、新政府が成立した以上は、国会の施政方針演説とは違い中身のある長期的視野に立った経済政策のマニフェストを改めて呈示してもらいたいと思う。特に政府は、財政政策については財革法の見直しを踏まえ、財政のディシプリンも含めて今後の日本経済再生のために財政政策をどう展開していくのか、減税も含め、改めて政策の方向を具体的に示してもらいたい。それがコンフィデンスの回復にも繋がると思う。そうしたことを明確にして経済回復へのシナリオを示して欲しいということである。政府がどのように考えているかが分からないと、企業も家計も従来どおり暗いスパイラルの中に閉じ込められたままになる。

然は然りながら、足を引っ張る要因も目白押しに滞積している。その主要な問題は金融システムである。金融システムの問題については、とかく個別のケースについて目が向きがちであるが、この際、金融システム全体の自己資本不足に対する総合的な対策が考えられて然るべきである。そうしたこともあって、枠組みについての調整が長く続いたと思われるが、自

己資本不足に対する対策は、取りも直さず金融システム全体における金融再編成ではないか。その地図を政府がどう書いていくかは軽々には出来ないであろうが、公的資金の投入が絶対的に必要だとなれば、やはり再編成のビジョンを政府自らが示すことも必要である。さもないと、毎月のように9月危機だ、10月危機だとマーケットで喧伝されてしまい、不安を招くだけではないかと考える。

日銀法が発足して半年、丁度その節目であるかのような時期に、僅かではあるが政策変更をした訳であるが、その議論の過程で私共は判断の基準について「デフレ・スパイラル」という言葉を使ってきた。デフレ・スパイラルの入口にあるとか、既に入口から多少入ったとか軽々に使ってきたが、現在の経済情勢を表現するのに経済学用語のデフレーションというのは、現実の経済に当てはめてみるとどういうことなのか。デフレーションのスパイラルなるものの現象はどのように具体的に現れているかを改めて考え直してみる必要があるのではないか。その点が確りと総括されていないと将来の回復軌道への展望に繋がっていかないからである。今一つ、前回の金融政策決定会合で打出された措置に関連し、速水総裁は記者会見で潤沢な資金供給はマネーサプライが増加するまで続けていくと発言したが、場合によってはターゲットのように聞こえることもあるため、こうしたオペレーションによる資金の潤沢な供給がマネーサプライにどう繋がっていくのかを金利と金融の量の関係、つまりコインの表と裏の問題として検討を深めていくべきだと思う。さらに、日本銀行としては自律的経済回復軌道への道程をどのように想定するのも検討していきたい。為替、株式、債券市場など様々なマーケットがどういう要因で動くのか、各マーケットの因果関係はどうなのか、海外市場との関係はどうなのか、についても、さらに検討を深めて頂きたい。

山口副総裁

私も短期金利低目誘導措置の取り敢えずの評価から入りたい。本来、あの措置はスモール・バット・ポジティブな効果を期待して賛成したのであ

り、そうした狙いが達成されたかどうか、私にとっては評価の基準になる。第一に、市場を含めて一般的には、今回の措置はデフレ防止にかける日銀の非常に強い決意表明と受け止められており、まずは良かったと思う。しかし第二に、願わくばそうした決意表明が何がしか経済全体なり、マーケットなりのコンフィデンスの回復に資する効果が明確にあれば良かったが、予想どおりそれだけの力は少なくともこれまでのところ持てないでいる。それは例えば株価の動き等に現れており、本来長期金利がこれだけ反応する局面では、アセット・プライスを今少し押し上げる力が出てくるべきであるが、そうになっていない。金融システム対策等が確り固まらないような状況に影響されるところも大きいと思う。そうした意味では、仮に金融システム対策で今少し力強い措置が打出されており、それとペアになって金利の引き下げが行われていたならば、あるいは資産価格の動きは多少違ったものになっていたかもしれない。逆に資産価格押し上げの力が働くような状況であれば、長期金利の低下はこれほど起きていないとも言える訳であるが、なおコンフィデンスを回復させるだけの力を持てないでいるのは残念である。

第三番目は金利変動の効果である。先程篠塚委員から詳細な報告があったが、私は長期金利がかなり大きく下がり、また貸出金利も予想外に早目に下がり始めていることを今少し評価しても良いのではないかと思う。日本の企業部門は全体としては非常に大幅な借入過多の状態になっている訳であり、企業の金融収支は個別にみればマイナスになっている先もあると思うが、企業セクター全体としては当然プラスになっているはずである。たとえ投資活動を呼び起こすだけの力はなくとも、取り敢えず現在の経済環境の中で金利収支に対して何がしか恵みをもたらしているのであれば、——それはエビデンスに即して検証していく必要はあるが、——意味のない措置ではない。以上が取り敢えずの評価である。スモール・バット・ポジティブのポジティブを評価するのか、スモールを評価するのかは、もう少し時間の経過に伴いデータが出てくるのを待ち、それをチェックしたうえで、今後を考えていく材料にしたい。

次に、経済の現状評価であるが、前回会合で全般に悪化を続けているとの評価を行ったばかりで、その評価を変えるほどの材料は出てきていないと思う。既に指摘があったが、最近の実体面の経済指標の中では公共投資がどうやら下げ止まってきて、今後増加が見込まれるのがポジティブな材料だった。その点を一体どの程度評価すべきなのかだが、先日発表された4~6月のGDP統計によると、設備投資の落ち込みがやはり非常に大きく、前期比の寄与度でマイナスの1%弱になっている。現在アベイラブルな財政政策関係の情報を基にして調査統計局に暫定的にGDPに対する寄与を計算してもらおうと、本年度下半期でGDPに対する寄与度は+0.8%と、やはり1%弱程度のプラスになりそうである。四半期ベースでみるか半期ベースでみるかは厳密に考える必要があるが、大雑把には、仮に今年度上半期の設備投資の落ち込みがこうしたスピードであると、今後出てくるであろう政府支出のGDP押し上げ効果とかなりの程度相殺し合うような可能性があるのではないか。年度前半の投資の落ち込み方が非常に急速であるため、そのままのスピードで落ち続けていくことは考え難いのかもしれないが、可能性としてはあり得ると思う。

従って、後は消費支出が現時点で大体下げ止まりかどうかということになる。消費がどの程度回復するかということと、先程も議論が出た経常収支の黒字が引き続き緩やかであっても拡大を続けるのか、それともこの辺をピークに減少に向かうのかが、経済全体の動きの点で肝要になってくる。消費の回復については、現在の経済環境の中ではなかなか明確な回復は望み難い。しかし、何らかの理由で経済全体の将来展望について多少ともポジティブな動きが出てくれば、消費者のコンフィデンスが若干戻ってくる余地はあるのかもしれないと思う。一方の経常収支の黒字については海外環境の先が非常に読み難くなっているが、少なくとも内需の現状なり為替の状況等からみて、黒字が急に減り始める可能性は小さいのではないか。

以上を総括すると、全体として年度の後半期から来年にかけてマイルドな景気回復が遠目に現れる可能性は依然としてあるが、やはりそうした展

望についてはかなりのダウンサイド・リスクがあることも同時に考えておく必要がある。ダウンサイド・リスクとして念頭に置いているのは二つある。一つは海外環境の問題であり、特にアジア経済が明確に立ち直ってくる前に、アメリカ経済がかなりスローダウンしてくると、経常収支の動きに当然大きな影響が出てくる。二つ目は、金融機関の信用収縮の動きが収まっていない、また近い将来収まる展望も持ち難いということであり、これは予想してきたことではあるが、かなり重要なダウンサイド・リスク・ファクターとして念頭に置いておくべきである。要するに、全体としては経済の全般的な悪化がなお止まったことを確認できる状況にはなっていない。

三木委員

GDPに対する寄与の点につき、再度説明をお願いします。

山口副総裁

4～6月のGDP速報によると、民間企業設備投資の前期比寄与度が-0.9%であり、設備投資から-1%弱の足を引っ張る効果が生じている訳である。公共投資について政府が対外的に発表してきた各種情報を総合し、調査統計局に試算してもらうと、98年度下半期の対上期、これは半年で括っているが、公共投資の寄与が0.8%、約1%弱となる。従って、大雑把な数字の感覚として設備投資のこうした落ち方が続いていくなれば、公共投資増加の効果を打ち消してしまう、ということである。

後藤委員

待望していた公共投資の執行前倒しの効果が漸く出てきたが、企業収益、設備投資の落ち込みが誠に激しい。これまでの開銀調査、日債銀調査の数字に比べて今回の法人季報では実績値としては非常に悪い数字が出ており、恐らく各種のアンケート調査においても今後実績値が出てくるとかなり下方修正されていく格好になるだろうとみている。売上高の減少に伴い

次第に人件費削減圧力が強く感じられるようになってきたが、雇用・所得環境の悪化が一層進み、雇用問題、失業問題が今後顕在化してくるのではないかと心配される。日本経済が余り経験していない程度まで失業が増えるとするならば、財政による需要の追加、あるいは減税が景気対策としてまず考えられる訳だが、失業対策・雇用対策について失業手当の給付期間や内容、条件等を含めて従来よりも重きを置いて考えていく必要が出てきているのではないか。

わが国でも、先般9月9日の低目誘導で短期金利より国債の長期利回りの方が大きく下がり、イールド・カーブが一層フラットになった訳だが、その後の数字を見ていると、アメリカやイギリス等の外国でも逆イールドになっているケースが非常に多い。そうした状況の中で、アジアが必ずしも落ち着き切っていないにもかかわらず、ロシア、中南米が非常に危険な状態になり、アメリカ自体もかなり危機感、切迫感を持つようになってきている。言わば世界同時不況の瀬戸際にきているのではないかと思われる。従って、今後の雇用・所得環境の悪化が問題であるし、山口副総裁が言われた純輸出の動向が非常に気になるところである。

前回決定会合での政策変更の評価については、私はやはり短期金利あるいは長期金利に一定の効果があり、短期金利は6月レベルまで下がったし、なお書きの資金の潤沢供給も市場のマインドに良い効果をもたらしていると思う。ただ、残念ながら円と株式に及ぼす影響は、他の要因で一日ないし数日で淡雪のごとく消え去った。他の要因には色々あるが、基本的には金融システム不安と海外の景気指標の動きに引っ張られている訳であり、足許の問題としては止むを得なかった。大局的な判断は半年なり1年経ってから行うべきであるが、要約すれば、そのようなことであろうか。要は株価にしても為替レートにしても、長銀問題の処理なり、金融再生法案の一種のもたつきが金融システム不安を強めて株価の低下を招き、また不況が長引けば、倒産が増えていくにつれ不良資産が増えている状況である。現在のような状態が続くと経済の悪化に更に拍車が掛かり、かつて時間との戦いだと申し上げたが、そうした感が益々深くなっている。金融の

世界では今後再編淘汰がある程度進まざるを得ないと思われるため、その過程で資産の圧縮なり、俗にいう貸し渋りの現象が厳しくなる可能性は覚悟しておかななくてはならず、そうした過程を潜り抜ける間、信用リスクへの警戒感もなかなか軽減され難い。それだけに、金融界の再編が進む中でも全体として日本の金融界が当面している資本不足への対応がみえてこない限り、金融システム不安はなかなか解消が難しいのではないかと思っている。

武富委員

最近の関心事を金融と実体経済に付いて二点申し上げる。まず金融だが、2週間前の金利引き下げに伴うトータルとしての効果は、これまでのところまずまずと評価して良いと思う。ただ、引下げ時に私個人としては何分未経験領域のため、一抹の不安があったことも事実である。その不安の一つは、金利水準の絶対的な低さが資金運用側の運用利回りとリスクの関係に対する考え方を、あるいは変えることになるのだろうか、その変化への臨界点が心理的にあるかどうかの懸念であった。そうした考えの変化が生じると、利下げ、あるいは流動性補給の目的とは必ずしもそぐわない資金の流れの変化が起きてしまうからであるが、現時点ではそうした懸念は顕現化していない。従って、利下げについては、ポジティブな評価で良いと思っている。

要するに、資金運用者が無担コール市場で運用する場合、レートは0.25%であるため、仮に100億円運用しても1日の利息はグロスで7万円弱である。先程篠塚委員も言われていたように、諸経費を考えるとほとんど意味のない利息収入になる。その中で、資金運用者としては潜在的に三つ程の対応があると思う。一つはともかく運用利回りが低いため質への逃避を徹底する、今一つは信用リスクのある先へはリスクプレミアムの拡大を強く迫る。これは裏腹の関係である。三つ目はリスクを取っても多少とも高利回りものにシフトする、この三つが潜在的にはあり得る。そうしたことを念頭に、インターバンク市場あるいは銀行預金市場から資金がシフ

ト・アウトすることはあってはならないという懸念を持ちつつ、しかし流動性の供給が喫緊の課題であるため、ともかくそれに見合う金利水準に引き下げようというのが前回9月9日会合時点での私の判断であった。金融市場局長の報告にあったように、無担コールから有担コールに若干シフトしているのは質への逃避の兆候かもしれないし、信用リスク格差を反映したレート格差は0.5%の時点でも既にオーバーナイト市場で若干はあった訳であり、現在もそれは引きずっている。それが拡大しなかったのは良かったが、今も残っているのは事実であるし、特にターム物ではその格差がかなり目立つ。また、国債の利回りが大きく下がり、イールドカーブが更にフラット化している。それ自体は先行き景気に好影響を与えるだろうが、イールドカーブの更なるフラット化は結局質への逃避という面もあったと思う。

さらに強く懸念していたのは、ペイオフが2001年まで無いことは預金者にも良く理解されたと思われ、まずなかろうとは思っていたが、これだけの低レートから、預金者が元本リスクのない安全な先へシフトしてしまうと、信用リスクが高いとみられているために資金調達が難しい金融機関・グループにとって非常に問題があるという点である。そうした不安はまだ潜在的にあるとは思いますが、幸いこの2週間をみる限り杞憂に止まっている。結局、懸念したようなことが起きないためにも、金融システムという公共財が揺らがない枠組みを確りと作る必要がある。個人の預金が為替リスクを取ってでも外貨建て資産に向かう、といった心理的な仕切直しがあってはならないと思っていたが、統計上すぐには確認できないとしても、どうやら起きていなさそうだ。

ともかく現局面は信用リスク不安を持たれている金融機構の中の流動性を如何に高めるかに焦点を当てるべきであるが、金利引き下げの反応として本来の意図と違うことが起きる可能性、篠塚委員の言葉を借りれば資金の流れのデイスティーションが潜在的にあり得る点については、今後も油断しないでみていく必要がある。この2週間は何とか巧くいっていると評価できる。

二点目の実体経済については、先行きのことを余り話しても意味ないところのご意見もあるのを承知で申し上げたい。経済の現状は、所定外収入や特別給与のみではなく、所定内給与もマイナス傾向に入っているにも拘わらず、売上高人件費・労務費比率はむしろ上昇している。また、輸出も伸び悩み傾向の兆候がみえるが、輸入がそれ以上に落ちているため、純輸出はある程度成長に寄与するパターンになっている。長期的には経済の中でサービス産業というか第三次産業あるいは非製造業のウエイトが高まっているが、その中で非製造業中堅中小はどの指標をとっても非常に悪い。以上申し上げた三つのいずれを取っても、経済がやや縮小均衡的なパターンに入っており、今暫く下方への調整モメンタムが直には消えない状況にある。いずれ縮小均衡点へ届き、反転への契機を掴むとは思いますが、取り敢えず現在はそういう状況である。

どこでどう均衡し、先行き如何なる条件が整えば底打ちから回復に向かうのか、さらに経済の拡大メカニズムはどのようになっていくのか、ある程度展望を持ちつつ、そうした展望に最も相応しい政策をどう打っていくのか、あるいは現在打たれている政策で本当に良いのかを吟味する必要がある。90年代前半にも似たような大幅な経済調整をした訳であるが、当時の政策も公共事業、特別減税を行い、そこから経済そのものの自律調整、資本ストックの調整、耐久財の調整が進み93年末頃に底打ちをして上がっていった。当時を産業連関表的に言うと、打った政策がどういう波及経路で景気底打ち、持ち直し回復に繋がったのかを一度整理しておく、今後の政策を考える上で役に立つかと思う。勿論、93年末の底打ちと、今後どの時点か分からない底打ち、回復とでは条件が全て同じではないが、効果のある政策を打つために過去を分析すると良いと思っている。先程来、公共事業費が漸く下げ止まりから上向きになってきており、来年の1~3月も切れ目なく出るという話が出ているが、それが今回はどう効いていくのかという道筋を明確に持つ必要がある。

関心はその先の経済拡大のメカニズムだが、経済が成熟化して非製造業や第三次産業のウエイトが高まっている局面での景気拡大のメカニズム

は、非常に分かり難い。色々な対策を打ち、取り敢えず景気を底打ちさせると同時に、そうした 21 世紀には確実に訪れる成熟経済の経済拡大メカニズムを一度根本から考えておくことはかなり重要である。そうした分析なしに金融政策を行い、経済にどう効果があるのか、ポジティブかどうかという議論をしても意味がなく、今少しトータルなピクチャーの中で金融政策を位置付けたいと感じている。

三木委員

金融緩和措置を採った後の状況について、向こう半年間を踏まえた当面の問題を実物経済を支える企業サイド、現場の動きから申し上げたい。実物経済に対する認識は前回会合時と結論的には変化はないが、需要減少で数量も価格も低下が続いており、経済は底這いのままの状況にあると思う。半導体事業がいずれの企業もいよいよ DRAM を中心に構造調整に入ったのが非常に大きな問題である。設備投資と住宅投資については底がまだみえていないことも前回と余り変わっていない。ただ、公共投資については、先程から色々ご議論が出ているし、私からも申し上げたように、このまま推移すると遅れた分が却って公共投資のシーズン性のある程度消す形で 15 か月予算に繋がっていくことになりそうである。公共投資のシーズン性は第 4 四半期に必ず大きく落ちる形で現れるが、補正が組まれる年と組まれない年とあり、非常に大きく振れるため、どの程度落ちるのかはなかなか計数的には申し上げにくい。この影響を最も受ける鉄鋼材料の立場でみると、昨年 97 年度の第 3 四半期から 97 年度の第 4 四半期への落ち方は 4% 程度であり、先程 4~5% と申し上げた次第。今回は、このずれを織り込むと第 3 四半期と来年 99 年の 1~3 月はほぼ横這いでいけると見込まれる。

企業採算は大きく悪化しているが、各企業とも厳しい状況の下で、いよいよ中間決算を迎えている訳である。特に、年度決算に向けてこの下期は輸出効果を全く期待できないため、徹底したコストダウンで乗り切るしかないと思う。従って、後ろ向きの繋ぎ資金の手当に万全を期す体勢を考え

ている。ただ、先程半導体のことを申し上げたが、構造問題を抱えている企業、鉄の中でも電炉メーカーなどは否応無しに資金繰り難が出てくるだろうと思う。そうした中で、今回の金融緩和措置に対しては潤沢な流動性供給方針がさらに強い形で明確に出されたとする評価が非常に高い。金利面でも効果が非常に小さいとはいえ、今申し上げたような状況の中では思いのほか効果があるのが実態である。短期的には予想以上に効果を実感していると括って良いのではないかと思う。

9月の期越え資金は商社信用と親企業の支援で大体乗り切ったため、9月末を心配する声は今やほとんど聞こえない。ただ一方で、下期の銀行の貸し渋りについて心配する経営者が非常に増えつつあるように窺われる。すなわち、銀行の貸出残高は前年比マイナスを続けており、その落ち込みを社債とCP発行の拡大で補っている訳であるが、こうした大企業、商社の信用をバックにした信用収縮の防止には限界がみえてきたのではないかと感じている。具体的な例として大手の総合商社主体に、下期について支援対象を絞り込む動きが見られている。大手総合商社の一、二が特別な資本関係や取引関係がある先を除いては、従来どおりの支援継続は難しいという考え方を明確に出してきている。さらに大企業でも年度末の決算時期に対する不安を早くも意識し始めた。多額のコミットメント・ラインを設定して備えようとする向きが出始めている。大企業と大銀行の間で下期のコミットメント・ラインを早目に調整しようという動きである。一方、独立系の本当に独立独歩でやっている特に非製造業の中堅中小企業は、——先程の村山調査統計局長の資料の中でも何回も注意を喚起していたが、——とりわけ深刻な問題になるのではないか。こうした動きの背景としては金融再生法案等に関して、玉虫色の与野党合意が出されたことがやはり大きいのではないかと思う。不良債権の早期処理、金融システムの安定化対策としての法案成立に向けての前進は本来評価されるべきであるが、法案が施行された場合のマイナスの副作用を企業が察知し始めているということではないか。過少資本の銀行に対する破綻前の資本注入は本来好ましいが、議決権のある株を国が取得することになる場合、銀行は恐ら

く必死でそれを逃れようとすると思う。その結果、銀行は株主責任、経営者責任に従来以上にナーバスとなり、新規融資はさらに慎重になる。さらにⅡ分類債権を一段と切り込み、自行の資産健全化、実質的な自己資本の回復を図る行動を強めるであろうと企業側も予測して懸念を持ち始めている。例えば、金融監督庁と日銀の検査・考査による各企業の査定が確定しつつあるが、経営者は自社がⅡ分類を免れたかどうか非常に大きな関心を払っている。こうしたことは今までなかったことである。査定の対象になった先は先行きに強い懸念を感じていると思うし、逃れた先も10年度の決算等を考えると心配の種が一つ増えたのではないか。

日銀はこれまで金融マーケットに対して非常に潤沢な資金供給を行うことを基本方針とし、前回の会合ではそれをさらに強化させる方針を決定した訳であるが、各企業にとっては後ろ向き資金の調達が当面大きな課題となっている。そこが止まると、行き詰まる企業が増えることになり、特に商社、大企業取引に含まれていない独立独歩の非製造業・中堅・中小企業を中心に立ち行かなくなる先が出てくる可能性がある。公共事業関連の支払が早く出てくると良いが、何とか生きられる企業には資金を十分繋いでいく工夫をさらにこらさないとならない状況にあるのではないか。

中原委員

まず、景気全体の流れをみると、改善されるどころか益々悪くなっている。下へ下へと落ち、横に這っている状態ではない。7月に出た景気動向指数は先行指数D Iのみが50%を超えており、一つの明るいニュースであるが、これは3か月前との比較であり、C Iの先行指標をみると依然として下がっている。気になるのは遅行指標が下がっている中で先行指標、一致指数C Iともに下がっていることである。それを前置きにして申し上げる。まず第一に、景気後退のスピードは7月までは平成バブル後の不況と全く同じスピードで進行している。現在のC Iの位置は93年3月のピークに比べて-85を割り、-84.5と頂上から相当下がっている。主な指標を中心に前回の循環と比べると、鉱工業生産指数は全く同じスピードで落

ちている。消費動向を新車登録台数でみると、前回循環よりも約10%減少スピードが大きく、消費が非常な勢いで落ちていることが分かる。さらに固定資本投資を実質機械受注でみると、直近3か月は前回循環とほぼ同じペースで下がっている。在庫を最終需要財の在庫指数でみると、ようやく減少をみせ始めた状況である。雇用を常用雇用指数でみると、前回循環と異なり急速な勢いで落ち、非常に厳しい状況である。消費と雇用が非常に悪いのが特色である。営業利益については、前回循環とほとんど同じペースで落ちてきたが、最近では落ち込みがより激しくなる傾向が出ている。最後にM2+C Dの平残が最近の数か月は前回とは異なった動向を示している。以上の景気動向指数から作った景気の長期先行指標があり、これには金融重視型と生産重視型があるが、金融重視型については減少が続いている。これは、先行き転換までに約11か月かかると考えられているため、来年6月までは転換の可能性がないことになる。生産重視型は若干増えているが、これは先行き8か月先行するように考えられているので、来年の2月までは転換の可能性がないことになる。

次に、GDPの4~6月のQEが出たが、最もショッキングだったのは設備投資である。年間の設備投資が前年比-5.5%の大幅減少、1~3月が-5.2%である。この1~3月と4~6月は年率では、-20%台となる。この4~6月の減少の大きさは33年振りである。ショッキングなのは、昨年第4四半期と今年の4~6月を比べると、名目の年間設備投資の額が80兆円から71兆円まで実に9兆円減少していることである。これは過去の記録にもほとんどなかった大きさであり、設備投資が非常に落ちてきていることが最大の問題点であろうと思っている。現在、名目GDPとの比率が14.4%まで下がってきているが、従来が一番の低い比率は78年の第1四半期の13.5%であり、14.4%は94年7~9月の14.5%よりも低く、83年第2四半期の14.5%をも割り込んでいる大変な低さである。このまま推移すると11%台にまで落ちてしまい、大変な問題になる。これが非製造業の中小、中堅に集中していることも大変な問題点である。設備投資の先行きを示すものとして機械受注があるが、4~6月の前期比が-16.0%、7月

が-3.7%と、依然として下がっている。建設工事受注のうちの民間部門だけを見ても4~6月は-17.9%と大変下がっている。前年比では-13.7%であり、大変大きな下げである。建設着工面積でも、鉱工業用の4~6月は前期比で-22.7%、前年比で-25.9%であり、大変な落ち込みである。いずれにしても、設備投資は戦後最大の落ち込みといっても良いと思う。一方、在庫調整は進んできている感じがあるが、最終需要の落ち込みの方が激しいため、予断を許さない。事実、在庫率は確報でみると6月の111.0に対して、7月は111.2と、上がってしまった。生産は7~9月の予想は+0.3%であるが、9月の+2.5%が効いている。自動車や電気機械についてみると、乗用車については国内販売は不振、輸出は非常に不安定であるし、半導体も設備投資の大幅な減額をしている。公共投資については、ようやく効果が出つつあるところである。次に問題になるのが住宅であるが、7月は110万戸と大変に下がっている。8月は120万戸台に回復すると思われるが、ここにきて首都圏のマンションの契約率が落ちてきており、8月の契約率は65.7%と4月振りに前月を割れてきた。分譲住宅の建設はマンションの契約に遅行するため、住宅にもなかなか明るさがみえない。従って、こうした自動車や住宅等を含めて、耐久消費財については上がってくる見込みがほとんどない。新車の登録台数も再び前月比で-4.1%まで落ち込んでしまった。輸出については先程から議論が出ているが私は輸出の前途を必ずしも楽観していない。アジア向けが一段と落ち込み、前年比では-18.9%と下げ止まっていない。アメリカ、ヨーロッパ向けも落ち始めており、数量でみると、アメリカ向けは8月が前月比で-2.7%、EUが-11.0%と落ち始めてきており、極めて要警戒である。CPIは前年割れになってきたし、恐らくWPIも9月ないし10月頃から前月比マイナスが考えられるのではないか。

以上を総合すると経済の底打ちはまだみえず、公共投資のように中間反騰はあるかもしれないが、恐らく二番底に行くのではないか。平成4年度と全くよく似ており、先行系列が底入れしたと思われた時点から1年経った後で谷がきたということになる可能性がある。93年の初めに底入れの話

があったが、結局 93 年の 10 月まで持ち越されてしまったこともあり、このところは注意してみる必要があると思っている。いずれにしても、谷がくるのは遅ければ 99 年の 10～12 月という可能性もなきにしもあらずと考えている。

第三に申し上げたいことは利下げの点である。私は以前から金利を下げないと量的な緩和はできない、量的緩和のためには利下げが必要だと主張していた。本当の評価は 6 か月程度経たないと分からないが、タイミング的には、恐らくぎりぎりのところで滑り込んだという感じである。マイナスの QE が出た後で、0.25% 下げても全く評価されない訳であるから、滑り込みでセーフであったが、タイミングとしてはトゥーレイトであったと思う。従って、株価や地価が反応しないのは、別の理由もあるが、タイミングの遅れがあったように思っている。利下げの効果は徐々に出てきている。レート面は執行部から報告があったように、直ぐにかなりの評価が出ており、大変に嬉しい。銀行にとって収益が小幅の減少になるとの報告があったが、私は必ずしもそうは思わない。貸出先のスプレッドがかなり広がってきていることもあり、恐らく実際はトントン、あるとしても非常に小幅の減少にしかならないように思うし、私が色々調査した結果でもそのように出ている。最も評価されているのは、金融市場、特にオーバーナイト・マーケットで非常に緩めの、だぶだぶの調節になっていることであり、大いに安心感が出ている。先程武富委員も触れたが、そうした意味での流動性の潤沢なる供給に接し、日銀に対する信頼感が出てきている。これを是非続けて欲しいというのが、マーケットの一般的な要望のようである。

次に、マネーサプライがどの程度増えるか、GDP がどの程度増えるか分からないという批判もあるようだが、そうした批判は適当でない。執行部の以前のレポートでは、コールレートが 0.42%、0.43% 程度の時期に 0.1% 下げるためには量を約 3 兆円増やす必要があるとなっていたが、私は今回の利下げによりマネーサプライがかなり増えるように見込んでいる。6 か月程度経ってみないと分からないが、当分ビジブルな効果が出ると思っている。また、GDP に対して効かないという批判があるが、私の

計算では、勿論マネーサプライがどの程度増えるかにもよるが、98年度のGDPを押し上げる効果は+0.1%から+0.3%の間とみられる。明年度については+0.6%から+0.8%の間と思われるので、実質GDPを押し上げる効果もある。決してマネーサプライがどの程度増えるか分からないとか、GDPには効かないということはないと考えている。

今一つの評価としては今後の金融政策を考える際の一里塚になったのではないかと思う。従来、皆さん方の中でかなりの方はいざという局面になるまで温存しておこう、いざとなった場合には何でもする、名目金利をゼロにしても構わないと言われた方がいる訳であるが、名目金利をゼロにする覚悟があるのであれば、やはりこうした中間的な手を打ってみて、どのような反応があるか、どのような問題があるかを明らかにすべきである。今回の措置により、色々実情も分かってきたし、問題点も分かってきた。その意味で、仮に将来例えばクルーグマン流の手を打つとしても、その場合の問題点が何になってくるのか、おぼろげながら見えてきたのではないか。そうしたことも含めて私は非常に有効であったと思っている。海外においても、日本銀行の意思決定、意欲、覚悟が見えて良かったとの評価が沢山あった。クルーグマン流の難点の一つは、数量を主にすると名目金利が大きく振れる危険があり、銀行経営にとって非常に相応しくないとと思われるので、今回のように名目金利をターゲットにしたのは良かったのではないかと思っている。今後、不良債権の処理が進んで欲しい訳であるが、不良債権処理が進んでも、必ずしも直ちに良くなることは言われていとおりでである。不良債権処理と景気の回復を同時に行うことが重要であるし、不良債権処理が行われると貸し渋りが増えることも先例の示すところである。不良債権処理が進むと失業率も上がる、あるいは成長率も落ちる。そうしたことをよく踏まえたうえで、不良債権の処理を進めていかなければならない。最後に、9月の中間決算は極めて悪くなることを申し上げたい。株価がこのレベルでは本当に厳しい決算になると危惧されるため、これから下期に向けて金繰りが一層きつくなる状況に対し、日本銀行の役割は非常に重くなると思っている。

速水議長

谷垣政務次官は午後は退席されるようなので、何か意見があれば、どうぞ。

谷垣大蔵政務次官

本日午後1時から本会議において小淵総理の帰朝報告等があるので、発言をさせて頂く。本日は宮澤大蔵大臣が国会審議等の関係で出席できず、私が出席させて頂くことになった。金融再生関連法案の与野党の意見調整等、金融再生の取り組みについて申し上げたい。金融システムに対する信頼を取り戻し、わが国経済を再生するためには、不良債権問題を本格的かつ早急に解決し、金融本来の機能を回復することが喫緊の課題である。このため、政府としては、景気の回復とともに、金融の再生を最優先課題として取り組んでいるところである。金融再生関連法案については、与野党間の意見調整が精力的に行われてきたところであるが、先般、基本的な合意形成の道筋をつけるために党首会談が個別に行われたところである。今後は、基本的な合意を踏まえ、与野党間で内容の詰めが行われるなど、本臨時国会での法案成立に向けて努力が続けられていくことになるが、迅速な法律の成立が金融システムの再生と安定を達成する上で重要であると考えている。政府としては、今後とも、金融機関の不良債権の抜本的処理を促進するとともに、預金者保護および金融システムの安定性確保、さらには善意かつ健全な借り手に対する適切な配慮に万全を期すことにより、経済全体にとって、いわば動脈ともいべき金融がその本来の機能を取り戻し、わが国金融システムの信頼が回復されるよう、全力を傾けてまいります。

若干付け加えると、先週末党首会談が行われた後、先程も指摘があったようにやや玉虫色であったところがあり、再仕切りのようなことが行われた訳であるが、本日本会議が行われた後、与野党の政策責任者会議を開き、与党からの案を提示することになろうかと思っている。それで色々な経緯

の中で野党案をベースに案を作ることになっているが、一つは長銀等の処理に関して新しい特別公的管理が本当に使えるものに仕組まれるかどうか、破綻ないし破綻が近くなったような処理に関心がともすれば移りがちであるが、先程からの指摘のように全体的な金融システムをどうしていくかという早期健全化のスキームを巧く仕組めるか、その中で資本過少状態に対する公的支援を巧く仕込めるかどうかが一番のポイントであろうと思っている。特に、早期健全化システムのようなものは、政府与党としてはこの国会の中で一体化して仕上げて頂くべきではないか。二国会あるいは数国会に亘って議論していくような体力が本当にあるのかどうかを不安に感じており、可能であれば一体化して処理をしたい。恐らく午後でも与党からはそうした主張を行うことになるのではないかとと思っている。

(午後0時24分中断、午後1時2分再開)

速水議長

金融経済情勢について追加的なご意見やご議論があればご自由にお願います。

先程三木委員が言われた第Ⅱ分類査定の件を再度説明頂きたい。

三木委員

今回の査定の中で特にⅡ分類が見直されたのと同時に、自己査定も見直され、自己査定に基づく情報が開示されるだろう。今までは正常債権として位置づけられてきた企業の中には、たまたま二期連続赤字になっているとか、今期は間違いなく赤字になる先で、しかも財務体質が債務超過ではないが、非常に厳しい企業が大手企業の連結先でも結構多い。そうした先が査定の結果、やはりⅠ分類ではなくⅡ分類だといわれてしまうと、当然のことながら、その銀行からの貸出は回収される懸念が出て来る。ぶら下がりの先はさらに激しく、ましてそれが開示された場合、マーケットで打たれることも考えられるため、非常にナーバスになっている。大体Ⅱ分類

とか正常債権という言葉自体ほとんどの企業で良く知られていなかった。本当に健全な先はいいが、若干苦しい企業が非常に気にしている。

生きられる企業、これをやれば生きられるという企業に対しては良く考えていく必要がある。

速水議長

株式の持ち合いやメイン・バンク制は日本の伝統的なものであるが、絶対ここは潰してはならない先ということで、仮に債務超過になっていてもⅠ分類に引き続き残しているやり方は、やはり止めないと通用しない。

三木委員

債務超過は仕方がないが、それ程ではないが中身の厳しい先は、恐らくⅡ分類のどこかに位置づけられる可能性があると思う。それが企業をマーケットから見た場合の格付けと受け止められている。それ自体は良いことだが。

速水議長

マーケットが決める訳であり、良いことだと思う。

三木委員

ただ、心配ではある。

中原委員

大部分の銀行にとって下期は上期に比べてさらにもっと減益になるため、下期は多額の回収が間違いなく生じるのではないか。

三木委員

それを貸し渋りと総称しているが、これが下期の最大の問題だと思う。

中原委員

勿論そうである。従って、私は以前から自己査定結果を銀行が自主的に発表するのは構わないが、それ以外は慎重にやるべきと申し上げてきた。大手各行は兆円単位で回収に走るのではないか。惨澹たることになる。

三木委員

そうした脅かすようなことを言うてはならない。断定的に脅かされるとさらに困る。

中原委員

そうならなければ良いと思うが、経済問題に対する私の意見として申し上げた。

三木委員

やはり企業の立場では、その点を最も警戒しながらマネージしているのは事実である。

速水議長

さりとて、確りと自己査定し、開示していかなければ銀行は信用されなくなる。時代が変わっている。確かに非常に危機的な状態だとは思いますが、益々甘いことも言えない。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、これまでの金融経済情勢に関する討議内容を踏まえ、次に当面の金融政策運営方針について順番にご意見を伺い、その後自由討議をしたい。篠塚委員からお願いします。

篠塚委員

前回の決定会合において決まった運営方針を確認すると、現状の金融緩和姿勢をもう一段と進め、市場金利の低下を促すことと、二番目は金融市場の安定維持の観点から緊急事態が生じた場合には一層潤沢な資金供給を行うの二点であった。後者については全く異存ないが、前者の一段の金融緩和に関しては同意できない。同意できない理由を大きく四つ申し上げたい。

第一点は、既に十分に低いコール市場に対し、一段の金利低下を行った結果、資金の流れに歪みが生じているのではないかと危惧している。先程武富委員からもご指摘があり、その点はまだペンディングだということであったが、私自身は現状で非常に強い危惧の念を抱いている。この点、9日の決定に対して、色々幅広い支持を得られたことは、一段金利を下げたことそのものではなく、「なお書き」で、潤沢な資金供給を行うといった表現に表われた日銀の決意表明が非常に高く評価されたのだと思っている。従って、金利を一段と下げる必要はないのではないかと考える。

第二番目は、前回決定には企業や家計のコンフィデンスの低下を下支えするという意味が含まれていたと思うが、先程申し上げたように、企業および家計の状況などからみて、コンフィデンスの低下を下支える状況になっているとは思えないことである。

三番目は、前回コールレートを一段と下げたことにより、金融政策として採り得る追加的な手段の余地が非常に狭まったことである。しかし、総裁はその後の記者会見で、まだ打つ手はある、金融緩和の余地はあると発言されているが、このことは逆に中央銀行のコンフィデンスを弱めるのではないかと危惧する。

最後に、何度も繰り返し申し上げていることではあるが、現状は金融政策ないし金利で何かし得る状況にはないと認識している。やはり財政政策の出番しかないと思っている。そのことに関しては今後の政治如何にかかっている。日本銀行としては金融システムの安定化に向けて様々な有益なコメント、あるいはスキームを出したりする形で寄与し得ることはあつて

も、金利を下げてサポートする状況にはない。

以上四点から私は現状の政策運営に関しては反対である。なお、当面どのような材料を注目していくかに関しては、現在日本銀行が明示している潤沢な資金供給が今後どのような形でどこに向かっているのかにつき詳細にフォローしていくことが非常に重要と思っている。

植田委員

政策変更の直後であり、その効果を見守るということで、結論的には現状維持である。ただ、今後前回決定の線に沿って政策を遂行していく場合、あるいはさらには追加的な措置を考える場合に備えて二、三考えておくべき問題があるのではないかと思う。

一つは、前回の決定事項の中のお書き以下の意味を良く考えてみたが、如何なる場合にそうした事態になり、どういうアクションを採るのか、やや分かり難い点もあるように思われるので整理しておきたいという問題意識である。この点に関し、前回の会合で私は広い意味の最後の貸手機能的なものを目指しているのではないかと申し上げたが、現在も非常に大まかに言えばそういう表現になると思う。しかし、具体的に多少細かく考えていくと、やや分かり難い面もある。例えば、そうした事態とは信用不安が広がり、金融セクターの様々なところで流動性に対する需要が高まり、放置すると金利が上昇傾向をみせる場合だと思う。従って、潤沢な資金を供給して金利の上昇を抑えるのが広い意味での典型的な最後の貸手機能である。その場合は資金需要の高まりに対応していく訳であり、例えばコールを0.25%に保つだけで流動性は増えていく。

前回の表現の中には、誘導水準にかかわらずという部分があり、これは金利を上げるのではなく、そうした場合には下げることを意味していると思うが、それでは何故さらに下げるのか。出てきた結論は二つだけである。他にもあるかもしれないので、お気づきの点があれば教えて頂きたい。私が考えた二つのケースとは、一つは民間の金融機関等が自発的に流動性をさらに保有したいと考える程度だけでは不安なため、それ以上の流動性を

マクロ的に供給するために金利を下げる、あるいは民間金融機関のコスト支援という面もあるかもしれない場合である。

二番目はコールだけでなく、信用不安が広がるような局面において、様々なところでリスク・プレミアム、信用リスクに対する懸念が高まり、金利の上昇圧力がかかるため、それを抑えたいと日本銀行が考える場合である。典型例としては、ターム物金利が急上昇するような場合、ある程度金利を抑えるためには、コールを0.25%に据え置いたままでは無理かもしれない、コールの誘導水準を若干下げるオペレーションを行うこともあるかと思う。場合によっては政策委員会が発動を決める訳であり、引き続き考えておく必要がある。

今一つは、先程武富委員が指摘された問題意識に近い訳であるが、コール・レートの絶対的な水準が非常に低下してきたことが幾つかの問題を引き起こしているかどうかである。既に手数料との関係で問題があるかもしれないとの話が出ているが、リスク・プレミアムとの関係で考え付くことを一、二申し上げてみたい。一つはコールレートはリスク・プレミアム込みのレートである。リスク・フリーのレートとしては例えばTBがあるが、こちらは明らかに下限がゼロで区切られている。従って、リスク・プレミアム込みのコールレートがどこまで下がり得るのかという問題が出てくる。TBレートがゼロにまで低下した時に、コールレートもゼロに下がるのか。例えば、アメリカのFFレートとTBレートの差は過去10年で36bpであり、その点からはさらに下がる余地はない感じである。しかし、アメリカでも92年、93年にFFレートがかなり低下した時期には、そのギャップが2年間の平均で6bpまで低下している。また、日本の今回の金利引下げ以降の1、2週間で、コールレート・オーバーナイトとTBレートの差は約10bp程度で推移しており、なお若干0.25%にも低下余地があるかと思う。ただ、その場合には先程のCPオペの拡大とCPオペレートのように、日本銀行がある種の信用リスクを取っていくことになる。勿論、CPオペでは直接の信用リスクを引き受けている訳ではないが。

次に、そうしてマクロで潤沢な資金供給をするのみで良いのかという問

題がある。銀行間のリスク・プレミアムのばらつきが非常に目立っている状況であり、特に心配されるのが経営悪化が噂されている銀行の資金繰りである。こうした中で金利の平均水準を抑えていくことが経営悪化行の資金繰りにどう影響するのか、武富委員が指摘された問題と関係する訳であるが、高いリスク・プレミアムを出せば何とか取れると断定できるのか、平均の金利水準を抑えることに伴い、あるいはそうした銀行に資金がいき難くなるリスクもあるように思う。仮にそうであれば、勿論金融不安対策次第ではあるが、マクロで資金供給をしているだけでは不十分であり、経営が非常に悪化した銀行でかつソルベントであると考えられる銀行に対する資金供給として、狭い意味での最後の貸手機能を発動する場面も念頭におく必要がある。これは伝統的に行ってきたことであり、そのための手段や担保の範囲等についての検討は別途進んでいるが、一応色々考えておく必要があると思う。

藤原副総裁

前回決定した方針は、まだ二週間しか経っていないし、「なお書き」が政策の余地をかなり広げていることを考えると、当面その政策を維持していくべきと思う。勿論、その間に、例えばオペレーション対象の充実、多様化、適正化の検討作業を進めることを前提にしてのことである。政策の余地は理論上ないし形式上は残されている訳であるが、全てを動員すべき事態があるかどうか、「なお書き」の部分がかかりカバーしてくれるのではないかと思う。

一方、焦眉の急である不良債権、金融システムの問題、プルーデンス政策は今後とも益々重要性と深刻度を帯びていくであろう。これらについてケースバイケースで進めつつ、かつ全体のシステム再構築の作業を進めながら、それが経済の足をどの程度引っ張るか、つまりデフレ的効果をどのように現出していくかに対するチェックを怠らないようにしなければならない。同時に、日銀のバランスシートにも十二分に気を付けていかなければならないと思う。

山口副総裁

当面の金融調節については現状維持で臨みたい。当面は今後出てくる経済指標をチェックしつつ、先週採った措置の影響なり効果なりを仔細に分析し、また金融システム対策として何が具体化され、それがマーケットにどう影響を及ぼしていくのかをウォッチすべき局面ではないかと思う。

先程、植田委員から前回決定したなお書きの意味について問題提起があった訳であるが、恐らく委員方1人ずつが持っているイメージは様々であるかもしれない。そうしたイメージを出し合っておくことは必要かとも思うが、ここで想定した緊急事態は本来如何なる形で現れてくるか分からない性格のものであり、色々イメージを出し合ったうえで、しかし十分フレキシブルに対応できるような余地は現場に与えておく必要があるのではないか。そう申し上げたうえで、私自身の考えを改めて申し上げる。金融市場局長からは少なくともオーバーナイトのレートについては、日銀に対するマーケットの信頼が全く揺らいでいないとの説明があったが、そうした状態が続く限りは問題はない。ただ、今後信用リスクに対する意識が大幅に高まってしまったような場合には、先程植田委員も指摘されたように、オーバーナイトレートにも強い上昇圧力がかかってくる可能性があると思われ、こうした場合には一時的に誘導目標から離脱してでも、敢えてかなり低い金利を出すことにより、市場の秩序を回復しなければならない状況があるかもしれないことを一つ頭に置いた。

今一つは、金利の上昇圧力がオーバーナイトではなく、ターム物金利に非常に強く現れることが想定される訳で、そうした場合にオーバーナイトを確実に抑えておけば良いと理解できる局面もあるだろうし、逆にターム物金利の上昇圧力を抑えるオペレーションを実施しないとマーケット全体の動揺が収まらない場合もあり得ると思う。従って、そうした場合には、オーバーナイトの目標を一時離脱しながら、短期金利全体のレベルを再度調整し直すようなことが必要になるかもしれないと思い、あのような提案を申し上げた積りである。

また、金利の低下に伴って如何なる問題が出てくるかについて、篠塚委員から既にある種のディスティーションが起きているのではないかという指摘があった。しかし、私は然程のディスティーションが起きているとはみていないし、従来なかったような低金利を敢えて出すことにより、もう少しリスク・テイクを促す役割も本当はあろうと思うので、今後の資金の流れの変化を仔細にモニターし、その意味を分析していくのが当面の課題ではないか。

後藤委員

前回調節方針を変更したばかりであり、その効果を今少し時間をかけて見極めることと、現時点では非常に流動的な要素が多いため、現状維持でいきたい。

なお書きの部分あるいはコールレートの水準低下に伴う問題点について植田委員から色々興味深い示唆があったが、前回なお書きを決めた際に私が考えていたのは、コール以外の金利の急騰を抑えるために、コールの誘導水準を離れても、流動性を供給していかなければならない場合もあり得るだろうということが一つ。もう一つは、0.25%という水準はそこから先は金融市場の構造をかなり変えないと下げられない部分があるのではないかと思うことである。しかし一方では、この誘導目標を離れても供給をしなければいけない事態、市場の構造を変えないと下げられない部分を超えて供給しなければならぬ事態もあり得るのではないか。そうしたことも含めて、私はなお書きに賛成をした。

武富委員

現状維持で十分に事態をモニターすることしか現在はないと思っている。前回の利下げの意味合いは、それぞれの委員で微妙な差はあろうが、私は取り敢えずソルベントでかつサブスタンシャルなサイズの銀行、しかし市場ではその資金調達能力に若干疑問符を付けられている金融システムの一部が、流動性の面で市場の圧力から退出させられてしまうような事

態は何としても避けなければならないというスタンスである。そうした金融システムの一部とは、確かにストック面で問題を抱えているとは思いますが、フローベースで見れば業務純益で3,000億円プラス α のものを獲得できるソルベントな組織であり、グローバルなサイズも大きく、広がりも大きい訳である。従って、これを公共財として守るために、そこへの流動性の確保が必要だと思う。

今回の金融政策の意味が出てくるようにするには、システム全体の立て直し策が確りと出来て、市場もそれを評価する事態になる必要がある。その意味で、インターバンクへの流動性の供給が第一段階であるが、第二段階にある金融仲介機能を通じてさらに借り手へ好影響を与えるためには、金融システム対策抜きには語れない訳であり、金融政策の効果をモニターする際には、まさにそこが本質的なところである。前回も指摘したように、これは皆が役割分担してそれぞれが行うべきことを確りと行うように促すため、市場金利を0.25%に誘導するという意味合いであったと思う。従って、広い意味ではそうした点も含めてモニターし、関係諸方面に対し良い意味のプレッシャーをかけていくことである。そのことは暫く現状維持ということだと思う。

三木委員

今回は現状維持でいきたい。まず、銀行の信用仲介機能が収縮してしまっている問題に対応してインターバンクに流動性を供給し、同時に健全なあるいは生きられる借り手にその流動性資金が隙間なく行き渡るようにすることが当面下期の課題として残っている。従って、現状維持ではあるが、その点だけは付け加えておきたい。要するに、本行としては各企業に当面の窮地を踏み堪えるための資金が回るような工夫を続け、銀行側に貸し渋りを強めるような懸念がある場合には、企業の資本市場での調達を拡大するように引き続き努力していく必要があるのではないかと。

ただ、これだけ業績が悪化しているため、社債による資金調達が利用できる企業は次第に限られてきた。大企業でも決算見通しの悪化でいよいよ

格付け低下を心配する向きが増加している。また、コミットメントラインに関する法整備に若干時間がかかっていることもあり、企業はCPによる資金調達の有効性を改めて見直していると思う。従って、CPを当面の短期資金を調達する有力な手段として位置づける企業が増えているし、今後とも増えると思われる。日銀としては、CP市場の拡大を企業の資金繰り円滑化の手段としてより高く位置づけて育成していくことが必要ではないか。

中原委員

私は現在のままで結構である。現状維持というのは保守的な印象が強く非常に抵抗を感じるため、現政策を続行するということである。決議の際に申し上げようと思うが、現在でも資金を取り急いでいる先がある訳であり、ディレクティブの中に期末越え後も引き続き一層潤沢な資金供給を続けるという旨を加えることを提案したい。

先程来の何人かの委員のご発言について意見を申し上げたい。一つは色々反省されるのは結構であるが、なお書きの意味などはその決定時点で自分で考えるべきであり、仮に自分の意思決定が間違っていたのであれば反対されれば良い。私は先程から伺っていて、勿論、反対するためではなく、自分の理解を深めるために言われたと思うが、やはり本会合は意思決定者の場であり、賛成する場合は明確な根拠を持たれるべきである。また、この場では「我々は」という言葉を余り使って頂きたくない。委員一人一人の発言であり、自らの意見として述べて頂きたい。

次に、先程篠塚委員が言われたことにはほとんど反対である。例えば、資金の流れに歪みが生じているというが、ある意味では正常化している。また、金利の引き下げとなお書きを分けることは出来ない。今回はいずれが重要ということではなく、金利を引き下げれば数量が増えるため、量的増加を図るには、金利の低下は避けられない訳である。従って、私は金利の引き下げを一貫して主張してきた。いずれにしても、量的な緩和と金利引き下げは全く別物と考えるのは需要曲線が全く水平だということであ

り、それは有り得ない。その点は明確にしておいた方が良い。また、企業と消費者のコンフィデンスの持ち直しはないと言われたが、企業にも色々な企業があり、かなりの企業はやはり経済情勢が深刻化する局面で良かったと思っている。効果が出てくるまでには時間がかかる訳であり、その点は良くみなくてはならない。さらに、追加的手段の余地が狭まったと言われたが、私はなお下げる余地があると思うし、0.25%に下げようとすればやはり下がっている。いわんやこれまで調整インフレ論や、ポール・クルーグマンの名目金利をゼロにするまで流動性を供給するといった主張を議論したのであれば、これ以上下げられないということは若干矛盾する。財政政策しかないと言われるが、やはり日銀は日銀として出来ることをやらなければならないのではないか。先程申し上げたように、仮にQEが出た後も何もやらなければ、日銀は世の中から本当に批判を受けていたと思う。金融システムの安定化は極めて大切であるが、そのためにもまず量的な緩和が必要というのが私の前提である。

さらに、藤原副総裁が言われたバランスシートを十分注視するという点も全くそのとおりであるが、非常緊急の場合にはそう言っていられないこともある。やはり日銀としてやるべきことはやらなくてはならないと思っている。銀行間のリスクプレミアムが拡大してきたとの指摘もあったが、それは全く当然であり、これも市場機能が健全に働いていることの現れである。三木委員が言われた貸し渋りへの配慮として担保政策等を検討していくことも必要があると思うが、金利の低下を前提にしなければ数量の増加はない訳である。金利の引き下げと量的な緩和は必ず一緒に進む訳であり、その辺の認識が私と異なっていると思う。いずれにしても、現状の政策を継続し、さらに期末越え後についても配慮をしたらどうかというのが私の立場である。

山口副総裁

最後に中原委員が言われた期末後云々については、ディレクティブ自体を変えたいという提案なのかどうか分からないが、期末前であれ後であれ、

状況が改善しない限りは潤沢な資金を供給していく必要があると思っている。前回決めたディレクティブを変えずに、それに沿って金融調節を続けていく限りは、当然期末後であっても潤沢な資金供給の方針にいささかも変わりはないのであり、敢えて期末前とか後とか言う必要はないのではないか。

中原委員

それは、私も悩んだが、市場の中にはそのような懸念があるため、例えば記者会見等の場で明確に言って頂くことでも良いかもしれない。ただ、文章に出れば一段と明らかになると思ったため、敢えて付け加えたらどうかと提案をした。潤沢な資金供給がどこかで切られてしまうとといった大きな懸念があるし、なお書きには臨時の時には実施すると書いてある。

山口副総裁

臨時の時にはというのは、新しいコールの誘導目標をかなぐり捨ててでも資金を供給する時である。臨時でない平常時において潤沢な資金を供給し続けることは、総裁会見等の機会ある度毎に強調してきており、日銀がそうした方針を採っていること自体は十分に浸透していると思う。

中原委員

それはそうかもしれないが、先程申し上げたように市場のビヘイビアをみていると必ずしもそうではないため、老婆心ながらそう申し上げている訳である。もっと明確に言って頂ければ結構である。

三木委員

その点は前回のディレクティブには、一層という文言が入っている。従来も潤沢な供給を行ってきたが、さらに一層潤沢に行く決意が現れていると受け止めている。私としては中原委員の言われる心配を当然考えていたが、今のディレクティブにはそうした意味が込められていると受け止めて

いる。

中原委員

なお書きは別の書き方になっているため、心配して言っているだけである。先程の山下金融市場局長の報告でも執行部がそうした積りでやっている由であり、結構だと思う。ただ、それを本当に100%周知徹底して頂ければ結構である。私はそこを非常に心配している。

藤原副総裁

様々な機会を捉えて色々な方法でそうした趣旨を徹底するように日々努力していくということにし、改めて表現を追加することは今回は見合わせても良いのではないか。

中原委員

そうして頂ければ結構である。ただ、いずれ年末になれば同じことが起る。

武富委員

そちらの方が問題は多い。

中原委員

それを含めて言っている積りである。従って、あらゆる機会を捉えて明確に言って頂ければ結構である。マーケットの中にはまだ取り急ぐ先もある訳であり、本日はまだ期末まで一週間程度ある訳であるから、潤沢な資金供給を行うことを本当に何回繰り返しても構わないと思うが、そういう説明をして頂ければ結構である。

速水議長

この表現であれば、どのようなケースとか、時期についても触れていな

い訳であり、このままで良いのではないか。

武富委員

今回、期末と特定してしまうと、年末はどうかということにもなってしまいうため、時期は特定できないが、ともかく必要のある限りやるという意思さえ明確に伝われば良いと思う。

中原委員

しかし、このディレクティブは次回会合までのものである。年末まで間があり、しかも次は期末を越えてしまっているため心配している訳である。

武富委員

分かりました。

中原委員

期末を越えてしまったら現状のように取れるのかという声もかなり聞こえてくる。今のうちから長目の資金を取っておいた方が良いという先もある。そうした声も色々と聞こえてくるため、心配している。従って、執行部の首脳陣に是非その点を明確に言って頂くようお願いする。

山口副総裁

本日仮に前回どおりの調節方針を継続するのであれば、そのことを市場にアナウンスする訳であるし、それに沿った資金の供給を行っていく。次回の決定会合の10月13日までは少なくとも期末を越えてでも資金供給を潤沢に行っていくことは行為の中で確認されていく。

三木委員

宜しいのではないか。

速水議長

宜しいですか。

中原委員

行為でもやるし、話す方でもやって欲しい。

篠塚委員

先程中原委員から幾つか私の意見に対する反対意見があったが、一応次の点を確認しておきたい。この現状維持の立場を採ることは、皆さんが今後残された追加的な政策手段の余地があることを前提にしている上でのことかどうか。その場合には無担保コールレートがゼロになることまでも合意したうえなのかについて聞きたい。その他の意見として中原委員が反論したことに関しては、考え方の違いであり、現状認識が違うため、意見の相違は仕方がないと思う。さらに付け加えれば、前回0.25%にした時点でも、0.25%への利下げが市場にどのような影響を及ぼすかに関して、執行部から何らかのアナウンスがあり、少しでも情報があったうえで実施したかということ、そうではなかった。皆さんが今後さらなる緩和措置を採り得る余地があるという発言であるなら、ゼロ%になることに関してはきちんとラーニングをしておく必要があると思う。

植田委員

私としては、まだ余地はあると思うが難しい問題もあるというやや煮え切らないことを申し上げた積りである。中原委員が言われた中で一点だけ、金利を下げないと量は増えないということはある種正しいが、そうではない場合も十分あることを申し上げた。信用不安等で流動性に対する需要が高まっている局面では、金利を一定においても量は増える。そうした場合と平時において積極的に量を増やすために金利を下げていく場合の両方が有り得ると。

中原委員

現在はそうした状態になっていないと思う。要するに、下げても増えないという状態になっているということである。

三木委員

篠塚委員、前回のディレクティブについては合意の上で行われているのかという質問については、そうではないと申し上げておく。

山口副総裁

今の質問について、前回の決定においては、その先のことについての合意なり含意なりは何もないと思う。私はそのように理解している。さらに追加的な措置を採る必要があるかどうかは、今後の情勢次第、その時々判断次第である。ただ、テクニカルに考えて、さらに追加的に手を打つ余地があるのかどうかについては、それは全くない訳ではないと私個人は思っている。しかし、それについての合意、含意は別でない。

篠塚委員

山口副総裁が言われたことは、全くそのとおりである。ただ、私達は勉強会等の形で、例えば選択肢として準備率を下げた場合にはどうか、それが金利を下げた場合に比べて効果が非常に薄いということに関してある程度共通の情報を持っている。従って、申し上げたいのは、今後色々採り得る政策手段について、ある時突然「さあ判断しろ」ということにならないように、仮に採り得る手段が他にあるのならば、勉強会の余地を作って頂きたいということである。

中原委員

おかしいと思う。突然きた訳ではない。私は以前から主張している。

篠塚委員

違います。勝手に話をしている。

中原委員

勉強会も結構であるが、委員は委員としての独自の判断を明確に持って頂きたいと申し上げている訳である。

篠塚委員

選択肢として準備率の引き下げについては、今まである程度勉強をした訳である。しかし、本当にゼロ金利になるかに関しては、短期市場に如何なる状況が起きるかを勝手に勉強しろと言われてもやはり分からないところがあるので、それが極めて重要な選択肢であるならば事前に勉強すべきであろうということである。

中原委員

既にクルーグマンの説に関する勉強会があり、要するに量的な調整を行うためには10%ないし15%量を増やす必要があるが、ただしそれに伴い金利は乱高下する危険性があると説明されたのを私は覚えているが。

篠塚委員

彼の説のようなことを我々日本銀行が採るのか否かに関しては、まだ全然話をしていない。

中原委員

それは個人の判断である。

三木委員

やはり個人の判断になるのではないか。今後、重大な政策判断になると思う。あれ以上の内容をさらに勉強会でというのは相応しくないのではな

いか。

速水議長

それでは私の見解を述べさせて頂く。金融政策という場合に最近では昔と違い市場相手であり、景気・経済の色々な指標等の動きだけではなく、特に最近では金融システムの動向、経緯、今後の見通しで非常に大きく動かされている感じがする。金融システム不安と景気は裏腹であり、それが最近の市場を動かしているのではないかと思う。そういう意味で全くご参考までであるが、まず金融システムの問題について幾つかお話させて頂き、その後で金融政策についての見解を申し上げたい。

8月に入った時点で自民党の金融6法案が上程され、臨時国会で決まりそうだという見通しにあったが、そこに長銀の問題がアジェンダな課題として出てきた。これも、早期に話し合いがつくかと思っていたが、債務超過になっているのかどうか、日銀考査の結果がどうだったのか、特融はどう出せるのかといったかなり具体的な議論が出てきて、予想以上に与野党間の意見の対立が繰り返されることになった。いわゆるマネーセンターバンクが破綻した場合に如何なる連鎖反応が起きるのかについては、私共も20兆円以上の大手銀行がデフォルトしたケースが従来なかっただけに、事態を明確かつ自信を持っては展望できない。しかしながら、昔と違うことは明らかで、外部が破綻という見方をすることになれば、デリバティブ等の破綻条項で取引ができなくなり、非常に大きな波及効果を持つであろう。国内においても大きな影響、連鎖反応が起き得るだろうと説明してきた訳である。その間、私共としてはこうした大きな銀行がデフォルトしたとみなされる事態を招かないようにして欲しいことと、やはり破綻する前に公的支援が必要であると強く言ってきた積りである。9月9日直前には、このままでは市場は持たないという感じがしていた。一日遅れればそれだけ市場の情勢が悪くなっていくことが明らかにみえてきた。そこで、緩和の決断をした訳である。

その間、日本の大手銀行は何故かくも過少資本なのかという問題が浮か

び上がってきた。従って、過少資本の原因、その影響、対策を含めて各方面に説明させて頂いた。バブル破綻の辺りから起きてきた金融デフレ、資産デフレが専ら民間金融機関貸出の不良資産化あるいは実質減価になって集中的に皺が寄っている。これを埋めていく過程で過少資本になっていった。3月の19行の貸出残高は365兆円であるが、これに対して資本勘定はかなり広く内部留保をみても14兆7,000億円であり、19行の平均で資本勘定は4%しかない。従って、日長銀の処理のみでことが済むものではない。どの銀行も経営が悪かったから現在の過少資本を招いたということでは必ずしもなく、資産デフレの皺が民間金融機関に集中的に出てきている訳であり、勿論モラル・ハザードは避けなければならないが、私は血税を捨てるような資本の注入をするのではなく、破綻前に注入することによって、合併等の金融再編を進め、時間が経てば生き返ってくるようにすることが必要だと強調している。生き返れば金は返って来るし、現にアメリカではそうなった訳である。国会での答弁等でも極力長銀の個別問題を説明するのではなく、こうした金融再生全体の問題を十分に考えなければならないと言ってきている。ここで金融機関の構造改革をやらなくてはならないということは、財界でも識者の世論になりつつあるのが現状ではないかと思う。13兆円の公的資金を使うとか、使わないという問題ではなく、デフォルトさせないことと破綻前に公的資金を入れるしか方法はない。私共も、公的な金が出てこなければ、あるいは何かの当てがなければ特融を出せる訳ではない。一部は日銀がどんどん特融を出せば良いではないかなどと主張しているが、そうしたことでは皆さんのご決定を得ることは出来ないだろう。

長銀が仮にどのように処理されるにせよ、金融機関は4%という過少資本でやっていけるはずがない。欧米で活躍しているマネーセンターバンクはほとんど10%を超えている。連銀は10%を超えていなければ、アメリカの銀行が海外で活動することも認めていない。それ程に厳しい規律を持たないと競争できる筈がない。自己資本を如何に補填していくかが今後の大きな課題である。また、私共として銀行にお願いしたいのは三つある。

一つは早期償却である。それにはやはり自己査定の自主的開示が前提になるだろう。二つ目は思い切ったリストラを実施してもらいたい。三つ目は、同時に将来如何なる経営方針で如何なる銀行にしていくかということをも明確にしていく必要がある。そうした意味でも金融再編は避けられないし、再編なしに問題は治癒されていかないと思う。これからの日本の金融機関の在り方、グランドデザインを考えると同時に、そこへ持っていく手順をどのように進めていくかが今後の大きな課題になってくるのではないかと。そうした問題があって金融市場が動いていることを頭に常に置きながら金融政策を議論していかないと、現実的な議論にならないのではないかと考える次第である。

金融調節方針については前回の会合で一段の金融緩和措置に踏み切った訳であるが、その後の市場の動きをみると、長短金利とも、私共のとった緩和措置に概ね沿って低下しているように思う。また、それが預金金利や貸出金利にも徐々に波及するように窺われる。しかし、市場におけるリスクプレミアムの状況を考えると、断固たる流動性供給を行っていくという、私共の意思表示にもかかわらず、市場参加者の警戒感には根強いものがあり、株価もバブル崩壊後の最安値をさらに下回るといったような不安定な動きが続いている。これら市場の動きは当初からある程度予想していたことであるが、金融緩和措置だけでなく、金融システム面での確りした対応が必要であることを示している。確かに、先週の与野党ぎりぎりの調整により、不良債権処理の大枠についてはようやく何とか目処が立ってきたが、今後実際にどのようなタイミングで、どの程度抜本的に処理が進められていくのか、現時点では具体的な展望は必ずしも明らかになったとは言えない。また、処理が進められていった場合、企業や家計のコンフィデンスを含めて実体経済にどのような影響があるのかについてはさらに大きな不確実性が存在している。

実体経済については前回会合以降の資料からも裏付けられるように引き続き経済情勢の悪化が続いている。公共投資に限っていえば98年度予算の前倒しや、総合経済対策の効果が次第に出始めてきているという点で

やや明るい動きもみられるが、民間経済の弱さ、とりわけ企業収益、設備投資、さらには雇用、所得環境の弱さなど相当深刻な状況になってきていることは皆さんご指摘のとおりである。従って、今後財政面からの刺激により景気の悪化に徐々に歯止めがかかっていくとしても、自律的な回復まではなかなか展望できないと思う。その意味で、景気の現状、先行きに対する基本的な見方は前回からほとんど変わっていないとあって良い。勿論、金融緩和措置を採ったことにより、景気がデフレ・スパイラルに落ち込んでいくリスクはそれなりに縮減できると期待しているが、現時点では政策変更から二週間しか経っていないため、その面での確たる評価はまだ出来ない。

以上を踏まえると、当面の金融政策運営については現状維持とし、総合経済対策の効果や第二次補正予算へ向けての動き、そして勿論先般の金融緩和措置の効果等を確認し見守っていくことが適当であると思っている。また日本銀行として、金融システムの安定維持に向けて、市場全体ないし個別金融機関の流動性を確保していくことが引き続き重要である。金融面で大きなショックが生じ、それが人々のコンフィデンスや实体经济に悪影響を与えるといった事態を防ぎながら、金融システム問題の解決に向けて、日本銀行として、最大限の努力を行っていきたい。

先程のなご書きについては、私はあの表現で時期も特定せずにかなり広いことを言っている訳であり、余り頻繁に変えない方が良いのではないかと感じている。勿論、記者会見等においてはご指摘のあった趣旨を十分に申し伝えたいと思っている。

以上、私の意見を申し上げたが、これまでの討議を踏まえ、金融政策運営について追加的なご意見、ご議論があれば願います。

篠塚委員

前回の決定会合において発言したことで一点修正したいことがある。前回の決定会合では95年の公定歩合引き下げ時の表現について、軽率にも新聞記事で日本銀行が盛んに“緊急避難措置”と力説したと書いているこ

とから、原典に当たらないままに「95年の利下げは緊急避難措置でなかったのか」と申し上げた。後藤委員も中原委員もそうした公式な書類はないと指摘されたため、私も調べてみて納得した。10月頃に、国会の予算委員会で総裁や副総裁が質問に答えられた中で、不良債権問題の早期解決等々に絡みこの言葉が頻繁に使われたということが分かった。調査をせずに発言したことを反省し、この発言は訂正したい。

速水議長

河出調整局長は何かご意見がありますか。

河出経済企画庁調整局長

改めて申し上げるまでもないが、4～6月のGDPは三期連続マイナスとなり、これは私共昭和30年度から四半期統計を作っているが初めての経験である。特に、設備投資が二期連続大幅マイナスであり、経済の低迷状態が非常に長引き、極めて厳しい状況であることがGDP統計をみても裏付けられたとみている。今後は、本日も議論があったように総合経済対策の効果が一部8月から出てきており、これからまさに本格的に効果が出てくると思っている。他方で、雇用情勢の悪化や不良債権問題、さらに世界的な景気動向の色々な問題などの懸念すべき材料も沢山ある。政府としても一日も早い景気回復のために色々な対策を打っており、平成11年に向けて切れ目なく対策を実施していく積りであるし、また経済戦略会議で国民の将来に対する自信や安心感を高めるような政策を検討することになっている。金融政策の面でもこうした経済動向に引き続き十分配慮を頂いた運用をお願いしたい。

中原委員

経済企画庁に是非教えて頂きたいことがある。一つは堺屋経済企画庁長官が利下げの後に、今回の利下げは大した効果はないと言われたと報道されていた。どういう根拠で言われたのかを堺屋経済企画庁長官に聞いて下

さい。今一つ伺いたいのは、企画庁の代表は出席される度に量的緩和をし
ろと言われるが、金利を引き下げろとは一回も言わなかった。私はこの場
で何回も申し上げてきたように、金利を引き下げなければ量は増えるはず
がないと思っていた訳であるが、何か特別な根拠があってそういう発言を
されていたのか、その点を教えて頂きたい。

河出経済企画庁調整局長

私共も中原委員が指摘されるように金利と量はある意味でコインの表
と裏の関係にあることは十分認識しているが、政府としてはむしろ量につ
いて申し上げた方が適切であろうと考えて申し上げた積りである。また、
堺屋経済企画庁長官も前回の決定を十分評価はしているとコメントして
いる。ただ、色々な面で金融のパイプが昔と比べれば弱っているのも事実
であり、効果が従前よりは小さいであろうという認識だと思っている。

中原委員

私は本席で企画庁の方と議論ができて非常に良かったと思う。政府の意
見と日銀の意見が必ずしも同じである必要はないということが出た訳で
ある。政府の中でも堺屋経済企画庁長官が橋本総理のミスであったと明確
に言っていたが、今回も宮澤大蔵大臣や野中官房長官は利下げを評価し、
一方堺屋経済企画庁長官は余り効かないのではないのかと言っている。

河出経済企画庁調整局長

利下げを評価すると国会でも発言している。

速水議長

それでは、議案のとりまとめに入りたい。先程の委員方による検討によ
れば、当面の金融調節方針について、言葉の表現は勘弁して頂き現状維持
という意見が大勢を占めていたように思う。そこで、私の方から当面の金
融調節方針として現状維持という議案を提出したい。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したい方がいらっしゃればどうぞ。

篠塚委員

私は、先程申し上げたように反対の意見なので、前回の決定会合時点の金融緩和姿勢に戻したいと思う。ただ、表現としては公定歩合をやや下回るといのはやはり非常に不鮮明であり、レートをピンポイントにしたい。すなわち、無担保コールレート・オーバーナイト物を平均的にみて0.4%ないし0.5%前後で推移するように促す。さらに、「なお」書きとして、一層潤沢な資金供給を行うこととしたい。

速水議長

他にないか。それでは、ただ今出された議案を正確に確認するため、事務局は議案を用意して下さい。

(午後2時43分中断、午後2時50分再開)

速水議長

それでは、議案を正確に確認したい。お手許にある順に採決したいと思うので、事務局は議案を読み上げて下さい。

山本企画室参事

篠塚委員案である。「金融調節方針の決定に関する件。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。無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.4%ないし0.5%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。」である。

二つ目が議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。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。」。

別添が対外公表文である。「平成10年9月24日。日本銀行。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。」である。

速水議長

それでは、一つずつ採決する。

[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

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の篠塚委員案を採決の結果、賛成 1、反対 8 であった。従って、本案は否決された。

[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

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。ただ今の議長案を採決の結果、賛成 8、反対 1 であった。従って、本案は賛成多数をもって可決された。なお、反対されたのは篠塚委員である。

篠塚委員

反対意見を申し上げる。一段の金融緩和は資金の流れに歪みをもたらしており、企業、家計のコンフィデンスの低下を支える状況にはなっていない。現在は財政政策の適切な発動を一層期待するしかなく、中央銀行は既に十分金融緩和措置を採っているため反対した。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今の採決により、当面の金融調節方針として賛成多数で現状維持が決定された。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。

V. 平成10年10月～平成11年3月の決定会合開催予定日の承認

速水議長

最後に、先行き10月から来年3月までの半年間について、決定会合開催予定日の承認を行いたい。決定会合の開催予定日は先行き6か月の日程について3か月毎に承認頂いたうえで、対外公表することとしている。従って、10月から12月分については6月末に一度暫定的に公表しているが、今回はGDP速報や短観が公表されそうなタイミングを踏まえて、12月は月央に一回だけ開催するようスケジュールを変更している。また、1～3月については今回新たに日程を決めることになる。お手許に配ってある日程で如何でしょうか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので、政策委員会としてこれを承認することに致したい。

[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

VI. 閉会

速水議長

それでは、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10月13日火曜日に予定している。

(午後3時2分閉会)

以 上