

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年10月13日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

後藤康夫（審議委員）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 谷垣禎一 政務次官（14:27～15:46）

経済企画庁 今井 宏 政務次官（9:00～12:07）

（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

金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日のと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い、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う。その上で、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する委員会としての基本的見解を取り纏めることにしたい。なお、本日は、経済企画庁からは今井政務次官が出席されている。大蔵省からは谷垣大蔵政務次官が昼から出席されると伺っている。会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録する約束であるので、委員および政府からの出席者におかれてはそのことを前提にご発言頂くようお願いする。

II. 議事要旨(9月9日分)の承認

速水議長

前々回9月9日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異議はございませんでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は10月16日金曜日、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

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

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

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」に沿ってご報告する。金融調節面での対応については、前回会合で決定されたディレクティブに基づき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引き続き行ってきた。その結果、日々のオーバーナイトレート自体は9月30日の0.47%から10月7日の0.20%と、中間期末を挟んだこともあり大きな

振れをみせたが、今積み期通算平均としては、昨日段階で0.25%となっている。前回9月23日会合以降の金融調節を振り返ると、最大のポイントは言うまでもなく、中間期末日となる9月30日の調節であった。当日は9時20分の定例調節において2兆5千億円の大規模な積み上げ幅を造成すると同時に、「本日はこれ以上の追加的な資金供給を行わない」とアナウンスし、為決時点でも朝方の積み上げ幅2兆5千億円をそのまま残すことを明らかにした。その結果、一部の銀行が0.70%で調達した後、レート水準が切り下がる形で大量の出合いが成立、心配されていた交換尻も格別の問題もなく終了した。結局、当日のオーバーナイト加重平均レートは0.47%になり、全体として予想外に落ち着いた展開になった。

このように9月中間期末越えは格別の波乱もなく終了したが、これは第一に本行がCPオペ等により、期越え資金を通算15.5兆円近く積極的に供給した結果、マーケットに安心感を与え、昨年11月以降の金融危機のように資金を取り漁る動きがほとんどみられなかったこと、第二に銀行株の急落など金融システム不安が強まる中で、各行とも資金繰り優先の慎重な対応をとってきたこと、などを映じたものと思われる。10月入り後も、期初の資金需要の高止まりに配慮し、連日朝方の積み上げ幅を1兆円以上とする大量の流動性供給を行った結果、5日にはオーバーナイト加重平均レートが0.24%まで低下した。これを受け、6日以降は、積み上げ幅を暫時削減、8日以降は7月14日以来となるリザーブニュートラルの調整が続いているが、レートは0.2%台前半で極めて落ち着いた推移を辿っている。

この間、ターム物レートは期末越えに伴い出し手の放出スタンスがやや積極化しているため、ショートターム物を中心に弱含んでいる。例えば、ユーロ円TIBORレート1か月物は9月28日の0.59%から昨日にかけては0.50%まで低下している。もっとも、年末越えとなる3か月物以上のターム物はまだ余り取引が出来ていないため、レート自体は持ち合い圏内での推移となっている。

こうした状況下、マーケットの関心は専ら年末越えの資金調達に集中してきている。特に最近の米国ヘッジ・ファンドの破綻や為替相場の大きな

変動など、国際金融市場が混乱の様相を呈する中で、欧米銀行自体のクレジットラインが絞られる傾向にあると伝えられるため、邦銀各行では年末に向けての外貨資金調達に対する不安を強めているのが実情である。こうした外貨調達の強まりが、早晩円投需要の増大を通じ、ターム物レートの上昇要因として作用していくと思われる。こうしたマーケットの不安を緩和するため、年末越え資金を潤沢に供給していく必要があるとの判断から、先週金曜日に年末越えのレポ・オペをオファーし、昨年より約10日早く年末越え資金の供給オペレーションを開始した。今後とも資金需要の動向を睨みながらCPオペを含む調節手段を総動員し、積極的な資金供給を行い、市場地合いの安定確保に全力を挙げて参りたい。

中原委員

年末越えの資金手当てが本格化するのはいつ頃か。

山下金融市場局長

まだ中間期末を越えたばかりで、出し手の方が非常に慎重なため、取り手の方も様子を見ている段階である。恐らく10月末、あるいは11月に入ってから動き始めると思う。その様子を見ながら出て行きたいと考えているが、例えば、今回のレポ・オペの倍率自体はそれ程高くない。一方、買入手形は、資金の苦しい先は出てくるかもしれないため、その辺の諸状況を見極めながらオペ手段を選択していききたい。CPは余り年末越えが出ていないので、CPの発行状況を見極めながら対応していききたい。

中原委員

レポ・オペが低調なのは、まだ時期が早いため担保繰りが余り良くないことによるのか。

山下金融市場局長

債券価格が非常に動いているため、レポに入れてしまうと価格変動時の

リスクがあると考えているのではないか。

中原委員

9月期越えの場合はいつ頃目処がついたのか。やはり当日まで分からなかった先があるのであろうが。

山下金融市場局長

それは銀行によって全く違う。

中原委員

一番悪い先の場合ではどうか。

山下金融市場局長

悪い先は9月後半であったが、結局9月末もショート・ファンディングで取れたため格別の問題はなかった。今度もそうした形でツー・ウィーク、スリー・ウィーク、ワン・マンズと繋いでいき、最後に格別の問題がなければそれで良いが、今度は外貨に転換する円投の相手が確りと付くかどうかという攪乱要因があり、各行ともその辺を見極めながら出てくると思う。その意味では必ずしも何時までに出てこなくてはならないということではないため、我々としてもマーケット動向を慎重に見極めながら資金供給を行っていくということになる。

三木委員

去年の期越えの資金手当ではどのような感じだったのか。

山下金融市場局長

去年は10月までは全く正常であり、11月の三洋証券から始まって拓銀、山一証券と続いた11月下旬から急激に資金手当に動いた。従って、去年は11月の山一以降、大量の資金供給を行い、12月の期越えに対し17.5

兆円の資金供給を行った。

三木委員

あの事件はいずれも 11 月 10 日の週か。

山下金融市場局長

山一は 11 月 24 日である。三洋は 11 月 3 日であった。約 1 週間おきにあった。

三木委員

今年は若干状況が違うということか。

山下金融市場局長

予断は許さない。

武富委員

ユーロ円 3 か月物は年末越えの出合いがほとんどなくレートが 0.65% 辺りで動いているが、これはビッドはあるがオファーが全くないという形か。あるいは単に時期が先なため、各行とも真剣に動いていないだけのことか。

山下金融市場局長

多分いわゆる優良行と称される先がある程度は取り始めていると思う。ただ、現在の状況で年末越えのビッドを出していくと、相当高くないと取れないため、レートを釣り上げるまでもなく、様子を見ながら出物があれば取っていく形だと思う。悪い先はここで出ても取れないため、ショートで繋いでいき、様子を見てということだろう。

篠塚委員

オーバーナイト・レートの10月に入ってから動きをみると、最近落ち着いているが、10月初は最高値と加重平均とのギャップがかなりあった。レートにどの程度のばらつきがあったのか。

山下金融市場局長

やや古い数字になるが、10月5日は最高が0.73%であるが、午後3時を過ぎると大きく下がり、0.03%が最低である。8日以降、リザーブ・ニュートラルにし、為決以降も積み残していないため、例えば昨日12日では、最低レートは0.15%である。

植田委員

ヘッジ・ファンドが円のショート・ポジションをクローズしていると指摘されている。その元になっていた円ショートポジションの少なくとも一部は間接的にせよ日本の銀行の円投の相手方になっていたはずである。このポジション・クローズは借りていた円を返済する動きになる訳だが、この短期金融市場および日本の金融機関のドル調達に与える影響をどうみたら良いか。

山下金融市場局長

理屈の上ではその通りだと思う。恐らくヘッジ・ファンドが外銀から調達している。その外銀は円転で…。

植田委員

半分は日本に持ってきている…。

山下金融市場局長

円転で日本に持ってきていると思われるので、その分が如何なる巻き戻しになってくるか、ご指摘のとおり円転自体を減らすのかどうか非常に

大きなポイントになってくる。しかし、それも結局は彼等の円転コストと日本側の採算の問題とクレジットラインの問題の二つに絡んでくる。今般のヘッジファンドの動きの中でポジションがクローズし、その影響が例えば株や債券には出ているが、短期マーケットではまだ明らかな感じがない。やはりジャパン・プレミアムがやや上昇気味で円転コストがほぼゼロ近傍まできているため、外人が目立って円転を減らしている感じはないし、例えば売出手形オペの手応えが悪い、レポに入っていない、あるいはTBレートが上がっているといった状況は全くない。むしろTBレートは低下してきている。要するに、ヘッジファンドの巻き戻しにより円の短期金融市場に何らかの影響が出てきている感じは今のところはない。ただ、理屈の上ではご指摘のことがあるはずだと思う。

中原委員

ヘッジファンドのオペレーションの実態が分かっていない以上は、推測でしかないのではないか。

山下金融市場局長

ただ、円ショートを行っていたことは間違いなく、円相場の動きからみて円を売り、例えばドルやロシアのTBを買ってきていた訳なので、その分ポジションを閉じることにより円を返済する資金の流れがどこかにあるはずというのは理屈としてはその通りである。それは円相場の動きから類推される。我々としては、それが短期金融市場にどう影響するかが大きなポイントであると思われ、マーケットでのヒアリングや色々な価格指標をチェックしているが、今のところは明確な徴候が出ていない。

中原委員

一説によれば日本の銀行株を売って円も売っていたと聞くので、両方も裏目に出て…。

山下金融市場局長

いわゆる円キャリートレードや日本の銀行株をショートして利益を上げていたという部分もある。

中原委員

円も空売りしていたのか。

山下金融市場局長

いわゆる円キャリートレードは裸で円を調達し、それを例えば金利の高いドルのボンドや、ハイ・イールド・ボンドあるいはロシアのTBを買うという形でポジションを取り、それを巻き戻していることである。

速水議長

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

2. 為替市場動向・海外金融経済動向について報告（資料-2）

村上国際局長

資料2に基づいて報告する。円の対ドル相場は、先週以降、急速な円高局面になっており、ザラ場ベースでは8日にロンドンで111円53銭のレベルまで上昇した。これは97年6月12日の111円17銭以来の円高水準である。

昨日のニューヨークは休場で、ロンドンの終わり値は先週末比若干円安になっており、118円25銭でクローズしている。現在117円75銭である。この間、ニューヨーク市場の動きをみると、7日の水曜日には前日の終わり値対比で10円以上の円高といった74年以降最大幅の上昇となり、翌日8日には1日で上昇と下落がそれぞれ8円を越す大きなスイングを示すなど、著しい乱高下となった。円相場の値動きが特に海外で激しいのは、ヘッジファンドの経営問題が表面化して以降、海外市場が極端にナーバスと

なり、市場取引参加者がヘッジファンドや一部の機関投資家に限られつつあるため、出来高も大きくない中でプライスが飛び易いからと説明されている。

一方、DMについては9月半以降の強調をほぼ持続しており、8日のロンドンではザラ場の最高値で1ドル=1.5878まで上昇している。これも97年1月16日以来のマルク高水準である。その後、昨日のロンドンにかけては軟化しており、ロンドンのクローズは1.6495のレベルである。対ポンド相場は、英国の利下げ予測の強まりから、10月6日にかけてマルクが上昇したが、10月7、8日に行われたBOEの金融政策委員会で0.25%の引き下げが決定されると、ポンドの材料出尽くしに伴い逆にマルクが反落した形になっている。この間のドル/円、ドル/マルクのリスク・リバーサルおよびボラティリティは10月7日時点で共にドル・プット・オーバーの1.65であったが、昨日はドル/円のプット・オーバー幅が2.5、ドル/マルクで1.8とさらにプット幅を拡大しており、ドル・ベア・センチメントがその後も強まっている状況である。ボラティリティの動きについても昨日はドル/円で28%、ドル/マルクで15.3%と、これもボラティリティがアップしており、相場が極端にボラタイルであることを示している。

この間、アジア通貨の動きは円高・ドル安を背景に堅調に推移している。特にインドネシア・ルピアについては1ドル=9,000ルピア前後の展開であった。昨日は9,000ルピアを割り込み8,975ルピアでクローズしている。こうしたアジア通貨の堅調な動きは、アジアの幾つかの国で金融政策に緩和の余地を産み出し、景気刺激に動いているのが背景である。対円でみた実質実効レートは、ルピアを除けば何れも自国通貨安の動きである。その他、南米のブラジル・リアル、コロンビア・ペソが何れも軟調で、10月9日には既往ボトムの水準まで下落している。これに対し、メキシコ・ペソはほぼ横這い、ベネズエラ・ボリバルはむしろ若干のボリバル高の動きである。一方、コモディティー・リレーテッド・カレンシーといわれるカナダ・ドルは、カナダでも9月29日に米国の金融緩和策に追随する形で公

定歩合を 0.25%引き下げて 5.75%にしたこともあり、1.55 カナダ・ドル前後の動きで軟調に推移している。オーストラリア・ドルは前回会合直前 1 オーストラリア・ドル=58 U S セントであったが、現在は 62 セントレベルまで回復している。この間ロシアのルーブルは中銀の公定レートがほぼ 15.8~16 ルーブルで取引高が少ないが、狭いレンジの中での動きである。

この間の主要国の株式・債券の動きをみると、主要国の株式市場は概ね軟調に推移する一方、日本を除くアジアの株式市場は堅調な動きとなっている。特に、香港のハンセン指数は 10 月 9 日に 8506、昨日は 8990 と 9000 を目前にしたレベルまで上昇している。背景としては為替の落ち着きと、それに伴って香港の金利であるハイボーが下落し、プライムレートの引き下げ期待が強まっていることが指摘されている。因みに、ハイボーはオーバーナイト・レートが 8 月末には 17.5% と非常に高水準であったが、9 月末に 6.0%、昨日は 3.375% まで低下してきている。

米国の長期金利の推移は、10 月 5 日にボトムの 4.72% を付けている。連銀では 29 日に F F の目標値を 0.25% 引き下げ、5.25% 前後とすることを決定している。米国の経済動向指標をみると、景気の現状は外需が悪化を続けている一方、内需は家計支出を中心に比較的高めの伸びを持続しており、全体としては幾分鈍化しつつも、堅調な拡大を続けている。もっとも、製造業を中心に雇用・生産活動に鈍化の兆しがより明確になりつつあり、また消費者コンフィデンスの 9 月指数は 97 年前半レベルまで低下している。N A P M 指数についても、このところ 50 割れの水準が続いている。グリーンSPAN議長は 10 月 7 日のスピーチで金融環境の景気支持力の弱まりに注目し、バランスがダウンサイド・リスクへシフトしてきたと指摘したところである。グリーンSPAN議長はスピーチの中で基本としては未だかつて経験したことのない局面だと表現している。ポイントはいわゆるリスクアバージョンが極めて明確に起きていることである。この動きは前向きかつ意識的に計算された調整行動であり、議長はラショナルなものと言っているが、一方で流動性の高い資産への選好が強まっていること

も指摘している。理由はともあれ市場から投資家が撤退しつつある心理的な反応であり、こうした行動が増大する下では市場は有効に機能し得なくなるのではないかとの危惧を指摘している。株式投信について、8月は112億ドルのネット流出超になっている。一方、債券については60億ドルの流入超であり、株が売られ債券が買われた一つのデータになっている。同じように、より安全性の高い金融資産へのシフトとしてMMFや定期預金に金が集まりつつある。こうした安全性の高い資産への選好と同時に、価格の安定性という意味での選好の動きが格付けの低い順にスプレッドが拡大している債券市場の動きから明らかになっている。ハイ・イールド債は、8月17日のロシア問題の表面化以降、スプレッドが227bp拡大しており、A格あるいはダブルA格でみても100bp程度のスプレッド拡大になっている。因みに、日系の優良企業であるソニーがダブルA、松下もダブルAであるため、東芝、物産がシングルAであるので、米国の企業同様、日系の優良企業についても資金調達については当然これだけのスプレッドが乗る状況になっている。

新規の株式公開をみると、8月に件数が相当落ちているが、9月には一段と少なくなり、僅かに6件と資本市場からの調達が非常に厳しくなっている。ただ、銀行の商工業向け貸出の残高は、9月23日時点で伸びている。貸出1年未満の物が中心である。1か月未満で金利を見直す貸出が多いようであるが、短期の貸出が増加しており、企業はこれで流動性を確保した形になっている。議長もこうした点を踏まえ一応クレジット・クランチからは程遠いとコメントしているが、FRBの貸出アンケートをみると、大手ないし中堅企業向けについては9月の貸出態度は91年1月以来のタイトな水準である22.6へ上昇している。大手企業については、大手銀行の体力がヘッジ・ファンドあるいはエマージング・マーケットの問題で毀損されつつあることが背景となり、貸出態度が非常に慎重化していると指摘できるのではないかと。

最後に、こうしたリスクアバージョンの動きとは別途、流動性の選好という意味で一般債と物価インデックス債について比較してみた。何れも残

存10年を取り上げてみると、8月下旬以降、特に流動性の高い一般国債の方が選好される形で利回りは急速に低下している。この間、期待インフレ率の変化という意味では状況が大きく変わっているとは思われない。ここまで期待インフレ率が低下する材料は乏しいため、物価インデックス債が一般米国債ほど下がっていないことは、何らかの形で流動性プレミアムが乗ったのではないかと市場関係者は分析している。因みに、発行残高で見ると、一般債の約2兆6000億ドルに対して物価インデックス債は500億ドルしかない。最近の売買回転率も一般債は72倍、物価インデックス債は13倍強であり、やはり流動性の観点で一般債にかなり見劣りする状況である。こうした形で最近のアメリカ市場では安全性の高い、かつ流動性の高い物への選好が極端に表われている。金融環境面での不安定性の高まりあるいは景気支持力の弱まりが実体経済面に及ぼす影響、家計・企業に及ぼす影響について警戒的にみられつつあるところである。こうした中で、日本の企業あるいは金融機関についても米国市場での資金調達環境が一段と厳しくなってきたと思われる。

この間、アメリカの金利の引き下げの動きと呼応するような形で欧州で幾つかの国が金利を下げています。英国では8日に金融緩和を決定しており、0.25%下げ、レポ金利を7.25%にしています。スペインでは6日に0.5%政策金利を下げています。アイルランドでも9日に1%政策金利を下げ、ポルトガルも同じ9日に0.5%下げている。さらに、ドイツでは総選挙の結果、次期首相となるシュレーダー氏が度々ドイツの利下げ余地について言及している。一方、ティートマイヤー連銀総裁が政策変更は世界の金融情勢が悪化するのであればタブーでないと発言したり、金利は景気を刺激するために十分低下しているとコメントしたり、昨日は安定した金利政策を継続すべきであるといったコメントをしており、市場関係者がコメントの咀嚼にやきもきしている状況である。また、こうした市場状況の下で、既に利下げをしたFRBやBOEに対しても下げ幅が小幅であり、追加利下げは避けられないのではないかと予測も強まりつつある。

篠塚委員

アメリカの失業率が若干上がっているが、非農林業雇用者の減り方とのギャップがあり過ぎる。どうなっているのか。ここにきて急に、雇用者数の減少が大きくなっている。

村上国際局長

非農業部門の雇用者数は、予てから製造業が弱かった訳であるが、今回はサービス業の雇用も急速に伸びを縮めており、全体では、前月をかなり下回る結果に終わった。そのため、失業率も若干上昇した。その中で、実際の数字が前月と比べて大幅に小幅化しているという指摘かと思われるが、具体的にみると、建設業や製造業の減少幅が非常に大きい。一方でサービス業の伸びが縮まったため、結果的に7万人弱に止まったと理解している。

篠塚委員

通常、雇用がこの程度の伸びに止まる時は、失業率がもう少し上昇すると思うが。

村上国際局長

例えば、今年の3月に10万人を割った8万2,000人という記録があるが、この時の失業率の跳ね方はやはり0.1%ポイントであり、同じような状況かと思われる。

後藤委員

今回のドルの下げがアジアに及ぼす影響については、通貨下落の恐れなしに国内金融を多少緩和出来る余地が生まれてきたとみて良いのか。あるいはドルとペッグしている香港や中国等に関しては、アタックの心配が薄れてきたとみるのか。東アジアにとっては全体的に経済運営に緩和の余地が生まれてきたとみて良いのか。

村上国際局長

報告の中でも若干触れたが、委員ご指摘のように一頃の円の水準に比べるとかなり円高、ドル安になっている状況であり、アジア通貨全般に円に対して以前の競争力を回復してきている。各通貨とも一頃のレベルと比べて、比較的回復した水準で落ち着き気味である。とりわけ、韓国やその他一部の国では輸入を削減する形ではあるが、貿易収支は黒字を記録しており、ドル売り、自国通貨買いが市場で勝る状況である。どちらかといえば一部の国ではドルの買い介入をしている状況もみられる。そうした中で幾つかの国が現在の通貨環境を利して、金融緩和策に踏み切っている。例えば、韓国がコールレートの誘導目標を1%下げたり、フィリピンでも介入金利を下げたり、マレーシアでも同じように今月の5日に3か月物の介入金利を引き下げるといった状況であり、市場の落ち着きを奇貨として金融政策を若干緩めにし、刺激策を採っていることはご指摘のとおりである。人民元についても、このところ8.27のhighで強調気味に推移しており、必要があればドル買い介入を行っている状況である。人民元高で安定的に推移している。やはり輸入、輸出の数字が振れてはいるが、貿易収支は月々40億ドル前後の黒字を記録しており、企業の保有外貨も増えているため、計数的には外需に直接跳ねていないとしても、為替市場は極めて安定的なように思われる。

後藤委員

現段階ではまだ判断が非常に難しいと思うが、これまでのドル高、円安傾向に一つの転換点がきたとみて良いのかどうか。ヘッジファンドのドル・ロング、円ショートポジションの巻き戻しであれば、かなりのボリュームがあり、それが出尽くせばそれで終わりになるのかもしれない。他方、今後の金融政策を考えると、日本はもう利下げの余地は非常に小さく、ドイツもそれ程大きくない。余地が最も大きいのがアメリカということであれば、アメリカとそれ以外の国との金利差はどちらかといえば縮小する方向にあるのだろう。また、世界的に流動性や安全性に対する志向が非常

に強くなると、今までいわば世界経済を支えていた米国の対外バランスの中身をファイナンスする長期資本の流入が非常に不安定になっている可能性がある。従って、ヘッジファンドの問題は別にしても、今後は多少ドル安方向に行くことを前提にして物事を考えておいた方が良いのかどうかに関心がある。

村上国際局長

極めて難しい点であり、全くの私見としか申し上げられないが、市場のボラティリティ等の動きからすれば足許極めてドル・ベア・センチは強い。やはりヘッジファンドの動きがまだドル売り、円買いの方向にウエイトがかかっているためかと思う。因みに、為替市場で言われているアネクトータルな動きとして、117円～118円のレベルでは大手ファンドのドル売りの玉がやはりまだ聞かれる状況にあり、目先はどちらかといえばドルが強くなると、売りがかかると思う。ただ、この間の日米のファンダメンタルズという意味では、アメリカサイドに景気面でダウンサイドへの動きが広まりつつある状況であるが、一方日本については、私の理解では決して良いサインが出てきている状況ではない。従って、円とドルの関係について117円や118円のレベルがさらに円高に進む材料が市場に出てきている状態ではない。目先はヘッジファンドの動きにつられてドルの頭は抑えられるという状況かと思われる。

藤原副総裁

アメリカ経済の変調についてであるが、10年程前の日本経済の場合は、バブルは資産インフレと言われ、右肩上がりの経済を支えたが、アメリカ経済においてこれまで続けてきた株高がはげてきたのは、アメリカ経済の実態とどのような関係にあるのか。つまりニューエコノミーであり、単なるユーフォーリアではないと言われていたが、ここに来てこのような変調、世界経済の色々な影響が絡み合った中で、先行きどのような見方が主流になっているのか。

村上国際局長

現在、エマージングマーケットの混乱とそのコンテージョンが一つの大きな問題だとされていたところに、ヘッジファンドが如何にレバレッジを効かせて金融市場に攪乱的な動きを及ぼしていたかが明らかになってきている。従って、アメリカの金融環境がどうなっていくのか非常に慎重に見極めなければならない状況である。ただ、基本的にアメリカの経済の強さが大きく損なわれた状況ではないと思う。ご指摘のように消費あるいは投資面に株式市場における資産価格の上昇をバックにユーフォーリア的に積み上がってきた部分も確かにあるため、当然その部分の修正は避けられないと思う。ただ、それが金融面の動きに止まるのか、実体面に——例えば投資の動きに——どこまで重石となって出てくるのか。グリーンスパンも金融市場の環境の変化が消費者コンフィデンスとビジネスマインドに及ぼす影響について注意して見ていかなければならないと指摘したのはそこにあるように思う。

三木委員

確認しておきたいが、東アジア、特にタイ、マレーシア、シンガポール等のエリアの通貨が投機筋から打たれた問題については、その後彼等も引き揚げており、現在は比較的落ち着いているとみて良いのか。

村上国際局長

然り。

三木委員

各国の経済政策もそれなりに金融緩和基調を採り、景気回復に向けての動きをある程度強めつつある。また、対円では、自国通貨安の方向にあるため、輸出もし易いと考えている。その中で残る問題はそうしたエリアでの邦銀の資金調達であるが、相当の不良債権を抱えているのではないか。

貸出に影響が出ているのか。

村上国際局長

まず、そうした国々が金融緩和策を採り、景気刺激的なスタンスに転じたのは、方向としてはそうであるが、基本的にはまだまだ構造調整を進めている段階であり、ようやく緩和の余地が出てきた段階とご理解頂きたい。韓国やタイではまだ労働市場等の環境が好転している訳ではないし、金融システムあるいは財政バランスについてさらなる建て直し策に取り組んでいかななくてはならない状況にある。ただ、為替の安定が若干の景気刺激策に踏み出すことを許しているという環境である。日本の銀行の行動については、極端に言えば数年前までの現地での動きと180度異なり、非常に後ろ向きな動きになっていると聞いている。一時は、タイのオフショアセンターを通じてかなり短期・中期の資金を出していたが、一挙に絞ってしまっている。日系企業の資金繰りに対しても十分なサポートが出来かねているのが現状だというアネクドータルな話が耳に入ってきている。そうした意味からすると、現地への進出企業は現地当局の色々な資本規制や現地の金融機関の引き締め動きの中で、日系の金融機関からもなかなか優遇してもらえない非常に厳しい環境にあると思う。

三木委員

邦銀が現地で抱えた不良債権はどうなっているのか。

村上国際局長

どの程度償却しているのか正確には分からないが、中国の一部地域あるいはマレーシア、タイのバンコク等でバブルがはじけているのは確かであり、不動産等中心にかなりの不良資産があることは事実であろう。ただ、日本の金融機関が大きいのでめり込んでいるのは日系関連の不動産を除けば少ないかと思う。

武富委員

アメリカでは資金運用側はリスク資産から流動性の高い安全資産へという動きが明確になっており、調達側は直接金融から間接金融へシフトする流れになっている。その中で商工業貸付と消費者信用が足許伸びているのをどのように考えるのか。これは、資金需要が増加した訳ではなくて調達ルートが単に直接金融から間接金融への振り替わった、あるいは他に調達窓口がないということの意味しているのか。つまり、先行きアメリカの景気が減速していく段階ではいずれ借入れは両方とも落ちていく筈で、足許の増加は現在の調整過程の一時的現象とみるのかどうか。資産効果が満喫できていた消費者も株価の下落に伴いそれは出来なくなったが、消費はまだ十分落としきっていないため、消費者信用に頼って繋いでいる状況とも見受けられなくはない。

今一つは、金融機関自体が貸出機関よりもむしろ機関投資家化しており、国債等への運用比率が高かった訳であるが、今のような金融環境になると運用面で短期国債一つをとってもデュレーションをさらに短くするような動きになるということか。また、資金運用者側が流動性の高い安全資産へ向う流れの中で、現時点では金融機関に預金が入ってきているため、取り敢えず預貸併進型になっているが、今少しリスク感覚が高まると金融機関預金以外に資金が向ってしまい、金融機関に資金供給能力がつかない形で、資金需要はあってもクレジット・クランチ的になるという含意があるのか。その辺をどのように整理して考えれば良いのか。

村上国際局長

非常に難しい問題であるが、金融機関の貸出スタンスが非常に厳しくなっているのは事実である。スプレッドなり、金利見直しなり、貸出期間なりについてローン・オフィサーは非常に厳しくみるようになってきている。9月末については資本市場からの調達が十分出来ない環境になっている中で、企業は金融機関にアプローチをし、結果的に商工向け残高が伸びてはいるが、これも1年未満のものがほとんどであり、かつ金利も1か月毎に

見直す条件のものが多いうに聞いている。その意味で、金融機関サイドも厳しいスタンスで、貸し応じていたのが9月末の状況かと思う。ただ、先行きグリーンSPAN議長が指摘しているように、金融環境の変化が資本市場のみならず、金融機関自体の貸出スタンスもこれまでにない形で本当になら変わっていくのかどうか。ここはまさにご指摘のように足許マネーはシフトインしている訳であり、それをどのように運用するかという金融機関の問題もあるため、今少しみてみないと分からないと感じている。

山口副総裁

先程三木委員の言われたアジア諸国に対する邦銀の与信状態であるが、3月期決算が終わった頃までは、邦銀はその点を割合楽観的にみていたと思う。すなわち、欧米の銀行に比べて、アジアに進出した時期が比較的早かったため、企業貸出についても邦銀が最も優良な部分を抑えている。従って、そこから発生してくる不良資産は相対的に少ない。しかも、与信全体が邦銀の総資産に占めるウエイトも2~3%程度と非常に低いため、貸倒引当金等の積み方も欧米の大手銀行に比べて比較的少なかった。しかし、それから半年経つと、アジア、エマージング諸国のマクロ経済の調整が予想したよりも遥かに深くなってきている。今後その期間がどの程度持続するかについては、明らかではない訳であるが、調整が非常に深くなってきているため、如何に地場の優良先に貸しているとしても、やはり影響が当初予想していたよりは大きくなっている。恐らく9月中間決算のアジア向け与信に対する引当の金額はかなり増えるし、むしろ積極的に引当を多目に積んだ方が良さそうだという経営判断に変わりつつあると思う。金額的な目処は分からないが、それが一般的な傾向ではないか。

速水議長

次に、経済活動の現状評価について村山調査統計局長から報告願う。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

資料3に沿って説明申し上げる。まず、最近の経済活動の現況であるが、最終需要をみると、純輸出が基調としては輸入の減少を主因に増加している。公共投資も増加に転じつつある。ただ、個人消費の方は一進一退であり、設備投資は大幅な減少を続けている。また、住宅投資も低迷の度を深めている。一方、企業は大幅な減産を続けており、在庫調整に関しては耐久消費財等を中心に一定の進捗がみられたが、大幅減産の下で企業収益が急速に減少している。また、雇用・所得環境は一段と厳しさを増している。このため、企業の業況感は大幅に悪化しており、家計のマインドも慎重になっている。物価については、卸売物価が引き続き下落基調にある。企業向けサービス価格あるいは消費者物価も緩やかに軟化しており、前年水準を若干下回って推移している。当面の注目点としては、収益悪化や株価の大幅下落を反映して企業の財務内容の劣化が進み、企業倒産も高水準で推移しているため、金融機関が厳しい融資姿勢で臨んでおり、9月の短観で明らかのように企業サイドでは当面の資金繰りに対する不安感が増していることから、中小企業を中心に設備投資、人件費支出を削減する動きが広範化していることである。最近では、そうした実体経済と金融面のいわば相乗作用により、経済情勢の悪化が少なからず進んでいる。これまでのところ、そうした動きに歯止めがかかる兆しは窺われていない。

今後は、今般の金融緩和に加え総合経済対策の効果から、これまでのようなテンポでの経済の悪化は和らいでいくことが期待される。しかし、本年度上期中に最終需要が下振れ、所得面も悪化しているため、下期の経済へのマイナスの波及効果が大きくなっている。また、金融機関の融資姿勢の厳しさや最近の円高を踏まえると、国内民需の減少、物価の下落に直ちに歯止めが掛るには至らないとみられる。今後、第二次補正予算が策定され、来年度の当初予算と併せて執行されていけば、景気支持的に作用するものと考えられる。ただ、中小企業を中心に投資水準を大幅に調整する動きが顕在化しており、雇用情勢への不安が高まっている状況の下では、こ

れらが民間需要を喚起する効果もある程度は減殺されざるを得ないと考えられる。

次に現下の景気にとって最大の問題は、経済活動の水準が大きく低下し、追加的なショックに脆弱になっていることである。そのうえ金融機関の信用仲介機能が十全に働かないという点もある。今後、信用面の収縮が景気を下押しする一方で、景気の悪化が企業の財務内容の劣化を通じて金融仲介機能の毀損を深める悪循環が生じ、金融財政政策のプラス効果を損なうリスクもある。こうした点を踏まえると、まず金融仲介機能を迅速に回復させるための方策を早急に打ち出すことが喫緊のポイントと考えられる。

以下では、ポイントに絞って説明したい。公共投資関連の指標であるが、公共工事請負金額は8月に季調後の前月比で5.1%とある程度の進捗をみている。また、建設業、保証会社等のヒアリングによると、9月についても前年比で二桁の増加が見込めるとのことであり、発注の方は漸く本格化している。そうした発注の動きを受けた公共投資関連財出荷の動きをみると、8月は前月比で-4%とむしろ落ち込んでいる。この主因は振れがかなり大きい橋梁が8月は減少したためであり、恐らく一時的と考えられる。このまま公共投資の発注が進捗するならば、10~12月には関連財出荷も増加に転じる見込みである。

次に輸出を巡る環境であるが、一つは実質実効為替レートである。73年3月を100とした指数をみると、直近時点は108.38である。これは10月初からの平均をとったものであり、例えば現在116円近辺で推移しているので、この数字は122から123の間になり、現状よりも円高方向に進んでいる。輸出の先行きについては、減速に向かいつつある米国経済が来年にかけて減速テンポを大きくすることがないかが一つのリスクである。また、金融資本市場の混乱が伝播しているエマージング諸国の景気が全般に大きく下振れることがないかどうかには留意を要する。現在の世界経済は米国の成長に大きく依存した姿になっていることを考えると、米国経済の減速は、いわゆるアブソープションの低下であり、国際的な需給バランスに及ぼす影響を軽視できない。さらに、米国経済の堅調が崩れると、

わが国の対米黒字が大幅に拡大しているだけに、経済摩擦が再燃し、輸出の抑制、あるいは為替相場にも影響する可能性があり、こうした点についても留意を要する。

次に、企業収益の動きである。最近の企業収益としては9月短観が出ており、製造業、非製造業、大企業、中小企業を問わず、今年度上期は前年比二桁の大幅減益となっている。下期には総合経済対策の効果もあり、減益幅は幾分小さくなっている。経常利益の修正状況を確認すると、いずれも景気の低下局面であった91年、92年、93年、97年、98年については、企業の方は当初は期待を込めた計画を公表する傾向があり、それが順々に落ちていく。98年については、特に中小企業、製造業の9月に向けての下方修正がかなり大幅になっている。また、9月短観によると、企業は下期の為替レートを129円10銭と想定してこうした経営計画を作っている。現在はその前提を超えて円高となっている訳であり、当面その点でも下期の企業収益の下振れ要因となることが考えられる。

次に設備投資であるが、今申し上げたような収益環境あるいは資金繰りの状況を映じて、設備投資は大幅な減少を続けている。先行指標の動きからみても、当面大幅な減少は続くと考えられる。因みに、機械受注についても、8月は前月比-3.5%と減少を続けている。設備投資が97年まで手控えられてきたにもかかわらず、本年度の設備投資調整が非常に深くなる背景を整理してみると、幾つかのポイントがある。第一に指摘すべきことは、今年度の設備投資減少は中小企業における大幅な減少に端を発したものであり、中小企業、特に非製造業の収益悪化と金融機関の融資姿勢の厳格化が相乗的に作用したもののようによく考えられる。これを段階を追ってみると、まず、昨年後半からの大幅な収益落込みが中期的な収益見通しの下振れに繋がり、これが中小企業の設備投資意欲の減退を招いたと考えられる。そこへ昨年11月以降、金融機関の融資姿勢が急激に厳格化した。その後も景気の悪化に伴い企業収益は悪化を続け、企業の財務内容が悪化した結果、金融機関からの借り入れがさらに困難化した。第二点としては、稼働率が低下しているため、設備の過剰感がかなり高まっている。第三点

目としては、設備投資が抑制される地合いにある中で、企業の中長期的な成長期待がさらに下方修正され、結果的に深い設備調整に繋がる可能性が高くなっていることである。このうち、第一の金融面が設備投資にどの程度影響を及ぼすかについては、早期健全化スキームを含む金融再生に関する諸制度がどのように運用されるか、金融・資本市場が金融機関の先行きに対してどのような見方をするか、さらにはその結果、金融機関の貸出姿勢がどのようになるか等に依存している。企業が先行きの資金繰りに不安感を高める事態となれば、長期的に資金を固定することになる設備投資をさらに大幅に削減する可能性がある点には十分な注意を要する。

次に家計部門については、雇用・家計所得が急ピッチで悪化している。労働需給をみると、完全失業率は8月にピークを更新して4.34%をつけている。また、有効求人倍率も既往最低水準の0.50倍で7月、8月と推移している。短観の雇用過剰感は主要企業でもバブル後のピークに近づきつつある。中小企業はさらに悪く、既に既往ピークを更新した水準にも過剰感が高まっている。賃金を含めた雇用者所得をみると、雇用所得は、賃金、雇用の両面からかなり速いテンポで減少してきており、6月から8月の平均である直近時点をみると、特に特別給与が前年比落込んだため、全体でも前年比-2.1%の落込みになっている。先行きについても、中小企業の雇用調整には構造的な側面があるだけにかなり調整が長引くと思う。また、大企業でもリストラの動きが広がり始めている。従って、雇用調整が容易に収まるとは考えにくく、雇用者所得は減少傾向を続ける公算が大きい。やや長い目でみると、これまで雇用のクッションとなっていた企業の時短がほぼ達成されたという事実もある。週40時間労働の達成事業所の割合は77.8%に達しており、現状は全体の8割が週40時間を達成しているため、今後はこうした雇用者間のいわばワークシェアリングによる雇用の下支えには多くを期待出来ない。時短が進みきった先では、直接雇用量の削減に繋がり易いということである。

以上の雇用・所得を受けた個人消費は一進一退を続けている。8月には個人所得減税が大幅かつ大規模に実施された訳であるが、所得の方が元々

減っているため、減税と所得減が相殺された形であり、結果としては消費は一進一退になっている。明るい話題としては、一つは家電販売ではウィンドウズ 98 の発売に伴いパソコンの新製品の売れ行きが良い。また、10月については軽自動車の規格変更に伴って新型の軽自動車が一斉投入された。ただ、軽自動車は、台数的には国産乗用車の約2割であり、金額ではさらに小さいシェアであるため、これが自動車需要全体を大きく押し上げることは期待できない。今後とも雇用者所得が減少する下で個人消費は低調な地合いを続けるものと見込まれる。加えて、株価の下落あるいは金融システムに関する不安感の増大など、マインド面への追加的なマイナス要因が生じてきており、今後政府の経済政策、金融システム安定化策、さらには公的年金制度を巡る議論の帰趨次第では、消費者心理が一段と冷え込むリスクがある点に注意が必要である。因みに、日経産業消費研究所の調査が、先行きの生活について不安を感じると回答した人の理由を尋ねているが、政府の経済対策が不透明で将来の生活が読み難いといった答が7割、現在の年金制度に対する不安を挙げた答が6割、行財政改革が進まないことに起因する将来の増税への危惧が5割という状況である。

住宅投資は110万戸台で推移しており、低迷の度合を深めている。9月30日に終了した公庫の98年度第2回申し込みについては、前年比で3割近い増加になっているが、元々の水準が低レベルであるため、着工戸数全体としては幾分持ち直すとしても低水準で推移する公算が強い。

生産は基調的には減少を続けている。9月の予測指数が+3.0%とかなり跳ねているが、これは恐らく一時的なものではないかと考えられる。一つは携帯電話のモデルチェンジ、軽自動車の新車投入、あるいは鉄鋼のアンチ・ダンピング提訴に対応した駆け込み生産といったものである。在庫の方は、耐久消費財の在庫が適正圏内まで低下しているが、その他の財では引き続き高止まっており、全体としては、なおかなりの在庫調整圧力が残っている。因みに、企業からのミクロ情報によると、10~12月の生産は小幅の減少が続く可能性が高い。この背景としては、在庫調整圧力が強いことと、最近では棚卸資産を保有するための資金繰りが窮屈になっており、

その面からも企業には減産を続けるインセンティブが強いように考えられる。

以上が実体経済面であるが、物価については特に大きな変化はない。過去最大の需給ギャップの下で、物価への下落圧力がかかり続けている。輸入物価については、円安の進行により強含んでいたが、為替相場が円高方向に振れているため、今後は輸入物価をかなり押し下げる方向に働くことが予想される。卸売物価は下落を続けるとみられ、企業向けサービス価格、消費者物価等も弱含みで推移する可能性が高い。このように物価の下落幅がさらに拡大すると、実質金利の上昇を通じて、意図せざる金融引き締め効果が発生する恐れもあり、今後の物価動向については十分注意してみていく必要がある。

中原委員

要するに、公共投資の効果が出るまで待とうと言っているうちに、実体経済が一段と悪化してきているということか。

村山調査統計局長

確かに、足許は我々が当初想定していたよりも早いテンポで悪化している。上期における下振れに伴うマイナスの乗数効果がこの下期に働くことが懸念される。現在までのところ、公共事業前倒しの目立った効果が顕現化していないことも事実である。

速水議長

次に国内金融情勢について、山本企画室参事から報告願う。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室参事

最近の金融情勢について、資料4に沿って説明したい。まず、9月9日の金融緩和以降の金融市場の動きをまとめてみる。無担保コールレート・

オーバーナイト物は調節方針の変更に従い、0.2%程度の低下が続いている。ユーロ円TIBOR3か月は、一旦0.76%から0.58%と0.2%近く下がった後、9月末から再び若干ピックアップしており、0.65%の水準に戻している。一つには9月末からユーロ円3か月物が年末越えの期間に対応するようになってきたこともあるが、併せて年末越えについての流動性リスク・プレミアムが多少ついてきたためと思う。TBレート自体は0.15%と引き続き低水準で推移しているため、結果的にリスク・プレミアムを表わすユーロ円TIBORとTBとのレート格差あるいはジャパン・プレミアムは、9月8日以前と現時点を比べると拡大した格好で推移している。

長期金利の方は動きが相当激しく、昨日は0.9%台に戻しているが、いずれにしても大きな流れとしては、金融緩和後0.3%ないし0.5%低下した格好であり、かなり大きな低下幅になっている。勿論、金融緩和に伴い短期金利が低下したことが一つの背景であるが、今一つはやはり経済の先行きに対する不透明感が一段と強まったというマーケットの見方を反映したものだと思う。金融債、民間社債、国債の5年物の流通利回りは、いずれも約0.2%程度の低下となっており、金融債と国債、民間社債と国債の格差は余り大きな変化はない。因みに、BBB格、A格、AAA格の社債流通利回り、長期国債の残存5年の動きをみると、今回の金利低下に伴いA格、あるいはAAA格は金利水準が相当低下し、過去最低水準まで来ている。一方、BBB格以下の社債は引き続きは発行出来ない状況にあり、さらに企業の格付けも全般に下げられる傾向にある。高格付け物の発行量は9月、10月に入っても片道で1兆円程度の発行が続いており、企業による社債発行の順便さ、円滑さにはかなりの格差の広がりがみられる。

貸出金利と預金金利の動きであるが、貸出金利のうち短期プライムレートは都長銀、信託で9月9日以降0.125%引き下げられ、1.625%から1.5%に低下している。ただ、地銀の方は引き続き据え置いており、1.75%のまま推移している。長期プライムレートは改定期が10月上旬となり、10月8日に0.2%引き下げられ、2.5%から2.3%となった。預金金利では、普通預金は元々の水準が0.1%と低水準にあり、都銀、地銀いずれも据え置

きである。定期預金、貯蓄預金は都銀が0.1%引き下げている。地銀は引き下げた先と引き下げている先があるが、平均的にみるといずれの種類も0.05%程度の低下となっている。郵貯は結果的に二度に亘って引き下げられ、都銀並みの0.1%ポイントの引き下げが行われている。

改めてマネーマーケットの動きを確認してみたい。ユーロ円TIBOR 3か月物レートは9月9日以前の0.7%台後半から一旦0.5%台後半まで下がった後、12月末越えの期間に対応するようになってから、大体0.65%で推移している。ユーロ円金利を1か月毎のインプライド・フォワード・レートに分解したものをみると、ほとんどのレートは低下しているが、その中で、年末越えにあたる2か月後スタート物だけが飛び上がっており、全体のレートを押し上げている。金融システムの不安から全般的なレート上昇がみられているというよりは、マーケットは専ら年末の流動性リスクに意識が集中しており、そこに警戒感を強めているという流れである。同じように、ユーロ円の現物とユーロ円の金利先物をグラフ化したものをみると、先物レートはここへ来てまた急速に低下している。円高がある程度勘案されて、金利の先物は低下している格好である。一方で現物のレートは非常にスティッキーな動きになっており、高止まりしている。これらのレートはいずれ必ず収れんしてくる訳であるが、恐らく金利感は全体に落ち着いているが、アベイラビリティに対する意識は引き続き強く、現物レートがスティッキーな動きを示しているのだろうと思う。長銀問題が表面化した6月半ばから7月にかけての時期には、むしろ現物が上がるよりも早目に先物自体がリスク・プレミアムの拡大を織り込んで上昇していき、全体に不安感を強めていった状況にあった。それに比べると、現状はマネーマーケットが全体的に不安定化しているというよりは、年末に意識の集中した相場展開となっている。やはり円資金調達以上に邦銀の外貨資金の調達が意識されている。海外でヘッジファンドの破綻から、米銀自体に対してもリスク・プレミアムが拡大し、flight to qualityの動きが出ている中で、日本の銀行の外貨調達に対する懸念の強まりが平行に円資金マーケットにおける年末越えに対する警戒感として出ている相場展開であ

ると解釈している。

量的な動きであるが、民間銀行の貸出は5業態の償却要因等調整後の実勢計数は6月、7月、8月と少しマイナスの幅が横這ってきた、あるいは都銀のマイナス幅が若干縮んだという動きである。これは、企業が手許流動性の積み上げを意識して資金需要を強めていることが影響しているように思われる。ただ、地銀の方は落ち方が相当激しくなっており、やはり実体的な資金需要は落ちていることが示唆されているように思われる。さらに注意を要するのは、12月に向けての計画である。都銀、長信、信託の貸出実績および9月初旬の計画をみると、実勢ベースの前年比マイナスが8月の実績に比べて9月は若干落ち、さらに12月の計画はマイナス幅を拡大する予想になっている。需要面の落ち込みもさることながら、供給面としても引き続き資産圧縮の姿勢が強いと思われる。前年比で9月が-2.0%、12月が-3.5%と1.5%ポイントの差がある訳だが、都銀、長銀、信託の貸出の残高は都銀が240兆円、長信が41兆円、信託が48兆円と合計で330兆円であり、仮にこのとおり9月から12月にかけて1.5%ポイント前年比が深まるとすると、残高が5兆円減る計算となる。

一方、CPや社債は規模としては従来同様に順便に出ているという印象である。すなわち、去年の10~12月は銀行貸出が5.8兆円増え、CPが2兆円増え、その他とも合計で8兆7,000億円増加した。最近のCP、社債の動きをみると、6月がCP 0.5兆円、社債が0.7兆円、7月も同じ、8月がCP ネット1兆円の増加、社債が0.8兆円の増加であり、今まで単月でCPと社債を併せ1兆円強のネットの増加があった。このように、CPと社債の増加で埋めてきた部分がある訳だが、四半期約4兆円程度の増加ペースであるため、仮に銀行貸出が計画どおりに5兆円減少すると、CP、社債だけでは埋め切れないかもしれない。いずれにしても、直接金融市場へアクセスできる先以外の企業は、アベイラビリティの面でもかなり厳しい状態が続くのではないかとみている。

最後にマネーサプライの動きであるが、M2+CDは98年第2四半期で前年比3.7%、98年第3四半期は、——9月の実績がまだ出ていないが、

——手許流動性積み上げのための資金需要を背景にC P、社債が発行されたこと、銀行貸出もそこそこマイナス幅が横這いになったことから、多少取り戻して3.9%となる見込みである。第4四半期は、貸出計画の大きなマイナス、一方でC P、社債、および財政が少し出てくることを勘案すると、見通しとしては3.7%程度になる。

山口副総裁

インプライド・フォワード・レートのレベルを見ると、年末越えのものが0.87%と9月越えが終ったものの水準と比べると若干低くなる。この間政策変更があったため、それを調整すると多分同じ程度的水準になると思う。従って期末越えについての不安と年末越えについての不安とが、現段階では概ね同程度であると読んで良いのか。

山本企画室参事

金利水準からは、一応そのような見方をしている。金融緩和で0.2%程度の低下がもたらされ、一方フォワード・レート的水準自体は、0.2%よりも若干下げ幅が小さいとのイメージであるので、年末越えの方が僅かにきつめかと感じている。ただ、先程金融市場局長からも説明したように、年末越えのところはまだ資金調達自体が本格化していない面があるため、今少し時間をかけてみる必要がある。

篠塚委員

中小公庫・国民公庫等の政府系金融機関では97年から98年4~6月時点までは、対前期比でプラスになっているが、4月以降動きが止まっているのは何か制度的な問題があったのか。

山本企画室参事

制度的な問題ではないと思う。むしろ昨年秋以降、貸し渋り対策の一環としてかなりの枠が付けられ、急激に増加したあと、今年度上期には償還

が相当あったことが影響している。貸出残高そのものは、いずれも前年比マイナスがプラスに転化しており、昨年秋以降の増加テンポも維持されている。従って、9月以降にはプラスがそこそこの幅になると見込んで良いと思っている。

中原委員

先程の山口副総裁の話であるが、12月末になると生保等が円高で非常に痛んできているため、9月越えと比べて貸出姿勢がかなりシビアになるのではないか。

山本企画室参事

一般論だけ言えば、円市場は元々9月末と3月末にレートが上がり易く、12月末に円資金が極めて締まることは、通常の年ではない。国内円市場でも海外市場でも各金融機関の決算や企業の決算時にバランスシートを一回締めるために、資産と負債を圧縮する動きになる。日本国内ではそれは3月と9月に起こり、海外では専ら12月に起る。今回の12月の焦点は、海外で外銀が資産・負債を一回落とす際に、邦銀に順便な外貨繰りがつくか心配があるため、円投用の円資金調達にプレッシャーがかかっていることである。一般的な円の資金繰りは本来は9月よりもプレッシャーが多少薄いので、その相殺されるところがどうなるかである。

中原委員

円投の資金の調達に円高という攪乱要因が入っているため、一段とシリアスになっているのではないか。

後藤委員

通産大臣が音頭をとられている信用保証の枠の拡大や、保証限度の引き上げについては、各県毎に説明会等を行っており、テレビ、インタビュー等では中小企業が非常に期待を持っているようであった。あの効果は、ど

の程度あるのか。

山本企画室参事

アネクドータルには保証がかなり出始めている。ただ、実績値のまとめが非常に遅れており、8月は前年比で+2%程度とまだほとんど動いていない。40兆円への増枠自体が8月であり、9月以降には保証が出てくるのではないかと思っている。

速水議長

20兆円は政府関係金融機関の枠で後20兆円が保証ではなかったか。

山本企画室参事

そうでした。

三木委員

新規分の短期の貸出金利の計数は8月までのデータしか入っていないのか。

山本企画室参事

然り。

三木委員

貸出金利データは平均か。

山本企画室参事

然り。

三木委員

格付けによる企業ランク差を全部平均して動きをみる統計の取り方を

している訳か。8月までの短期スプレッドは、それ程開いていないが、そういう感じか。

山本企画室参事

スプレッドを拡げようとする動きは活発である。スプレッドの計数の取り方を再度検討しなければならないと考えている。特に短期がそうであるが、大企業のウエイトが増えたりすると構成比の変化に伴い、スプレッドの小さいものの構成比が高まり、平均値が全体ではなかなか上がらないといった、多少計算上の問題がある。

三木委員

これでは実態が判断できない。

山本企画室参事

データが示す程横這いの状態が続いているとは思えないため、ウエイト変化による影響が出ているのだろうと思う。統計上の限界があるため、アネクドータルに実情を把握してフォローしていきたい。貸出金利の最近の動向であるが、都銀が短期のプライムレートを下げ、長銀が長期プライムレートを下げ、スプレッド貸しの基準になっているマーケット金利が0.2%弱下がっている状態である。銀行の方はやはりスプレッドをこの際少し拡大させたい意向ではあるが、一方でプライムレートを引き下げるといふ明示的な行動に出ているし、スプレッドは一気に大量に引き上げられる性格のものではない。結果的にはスプレッド貸しも含めて金融緩和分の金利低下は貸出サイドにかなりの程度転嫁されて下がるのではないかと現時点ではみている。

速水議長

次に、各委員から意見を承ることになるが、今井経済企画政務次官が昼までしか出席頂けないということなので、もし何かあればここで発言を

願います。

今井経済企画政務次官

午後から本会議であり、大変ご無理を申し上げます。

10月9日の月例経済報告において報告したように、最近のわが国経済の動向をみると、アジアの通貨・金融市場の混乱、わが国金融機関の経営破綻などが重なり、家計や企業のマインドが一層悪化し、最終需要が低調になっている訳である。これが、生産・雇用面にも影響を及ぼし、景気は低迷状態が長引き、極めて厳しい状況にある。こうした中で、平成10年4～6月期の実質国内総生産は前期比でマイナス0.8%になり、当初見通しであった平成10年度の実質国内総生産の1.9%程度の成長は不可能であることが明らかになった。このため、10月6日の閣議において、諸情勢の変化を織り込んで平成10年度経済見通しの改訂試算を報告したところである。

今後は4月の総合経済対策の効果等が現れてくるものと思われるものの、雇用情勢等の懸念要因があり、7～9月期以降、急激に経済が好転するとは考え難い状況である。この結果、平成10年度の実質国内総生産の成長率は不良債権問題、世界的な景気動向など不確定要因はあるものの、概ね1.8%程度となる見込みである。こうした厳しい状況に対応するため、まず、10年度当初予算および一次補正予算の執行について、公共事業等の施行促進の強化策を10月2日に決定し、全力を尽くしているところである。また、金融システムの安定については、早期健全化スキームを含めた、新たな枠組みの下で、不良債権処理を進めて金融に対する信認を回復するとともに、信用収縮が生じないよう万全を期すとの観点から、先般決定した中小企業等貸し渋り対策大綱に基づく施策を強力に展開するとともに、その実効性について改めて点検し、必要な施策を含め、総理より検討を指示されたところである。

今後の景気回復策については、第二次補正予算の編成および恒久的な減税を実施することとしており、そのうち減税については、先般、総理より

政府及び自民党の税制調査会に検討開始を依頼されたところである。また、併せて、経済的・社会的に恵まれない人々に対しても何らかの工夫ができないかどうか、予算面での対応を含めて検討するよう指示があった。これに加えて、生活空間倍増戦略プラン及び産業再生計画の具体化を始めとして、住宅・民間設備投資促進策、雇用対策を講じる必要があり、これらを含め、効果的な具体策を早急に検討するよう、総理より関係閣僚に指示があった。

今後とも経済の実態を迅速かつ的確に把握し、一兩年のうちにわが国経済を回復軌道に乗せるよう、適切な措置を採っていく所存である。金融政策におかれても、こうした厳しい経済実態を踏まえて、適切な運営をお願いしたいと考えております。

速水議長

生活空間倍増計画は、何年程度を考えているのか。

今井経済企画政務次官

生活空間倍増戦略プランでは向こう5年間で視野においている。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

他にご質問がなければ、各委員から金融経済情勢についてのご意見を聞かせて頂きたい。植田委員から願います。

植田委員

本来は執行部から説明があった見方について、自分が仮に違う見方を持っていれば、根拠を示しつつ見解を述べるべきであると思うが、先程説明された見方について、今回私は特に違和感を持っていない。今後を展望す

る際の前提となる追加的な情報ないし、考え方を二点お話ししたい。

一番目に金融安定化スキーム案についての印象である。情報としてはこれまで聞いていたことと今朝の日経新聞に基づいているだけであるが、まず、公的資金 60 兆円という数字が出ており、それを含めて与党と野党の一部の間での今後の見通しが出てきたことは、少なくとも数週間前の状態と比べると評価できるのではないかと思う。ただ、60 兆円という数字は注意深く解釈する必要がある。すなわち、名目的にもあるいは実質的にも三つの部分からなっていると思われる。従来は 17 兆円と 13 兆円の二つの部分からなっていたと理解していたが、今回はその二つの部分プラス α の三つの部分と考え得るのではないか。17 兆円部分は取り敢えずそのままだが、名目上再生勘定と呼ばれている部分から一部のロス埋めや買い取った株の売却失敗時等のロス埋めという形で、結局これまでの分類では 17 兆円から支出される金額が再生勘定から一部出ていくと理解される。従って、17 兆円という金額は少し上積みされたのかと思う。リキャピタリゼーションのための 13 兆円は、既に若干使っているので 11 兆円強残っている訳だが、これが 25 兆円に増額されており、その分は評価できる。この他に株の買い取り資金、その他広い意味でのブリッジ・ローンの的色彩の資金枠が 60 兆円の中に入っている。これは従来の預金者保護のための 17 兆円や、資本注入のための 13 兆円とは別の概念のものであり、17+13 に対応する数字が 60 兆円になったとは評価できないが、17 と 13 の部分についてもかなりの増額が図られたと思う。

その上での問題点として、現実に使われている自己資本比率が歪んでいる点を改善するのかが明らかでない。改善しないとすると、トップ 19 行中の多くの銀行が 8% を超えそうな中で、しかし実質的には厳格な経理をすればこれ以下になってしまう銀行に如何に資金を注入するか、あるいは注入するところへ持っていくのかの問題が依然として未解決のように思う。また、いわゆる第Ⅱ分類債権の引当率を 1 年間を目処に検討する話がでており、根本解決が先送りされる可能性もあるのではないか。先送りされる可能性を民間の銀行がリスク・ファクターとして重視した場合に

は、自己防衛上明らかになるまでの期間は貸出の圧縮に走らざるを得ないため、クレジット・クランチを悪化させてしまうリスクもまだ残っている。暫く前に比べると、大きな進歩がみられたとはいえ、不透明な部分が多いので手放しでは喜べない状態と思う。

二番目に世界経済情勢および為替レートについてである。単純に円高だけをとれば、10%内外の円高はかなりの景気悪化要因である可能性がある訳だが、それ以上にその背後にある現象をどうみるかが重要である。取り敢えずの感触としては、ブラジルについてどういうパッケージが出され、市場によってどう評価されるかという点である。ブラジル政府およびIMFの支援の下で何らかのものが出てくる状況になりつつあるが、それがどう評価されるかは未知数であるし、評価次第あるいはパッケージの内容によっては、大きな問題を発生させるリスクを抱えている。一方、先程来の議論にあったように、アジアについては取り敢えず足許のドル安によって一息ついた点は否めない。

アメリカの金融システムについては、現地で民間金融機関の人々や政策担当者などに聞いてみると、結局誰も全体像をまだ確りと把握していない中で、特に民間金融機関中心にパニック的な心理状態にある感じである。まず、ロングターム・キャピタル・マネージメントが取っていたようなポジションは恐らく同社のみが取っていたのではなく、同様のヘッジファンドや間接的にはそれに貸出をしていた多くの投資銀行等が、積極的にLTCMのポジションを真似て自己勘定で同様の取引をしているなど、かなり多くの先で同じようなポジション・テイキングが行われていたという意見が多かった。その結果、そうしたポジションに直接関係する市場で早めの利益確定、あるいはマージン・コール等に対応した流動性確保のためのポジション・クローズの動きが発生した。その中でかなり大きな値動きあるいは信用の収縮がみられたということかと思う。さらにLTCMは非常に高い資産運用・リスク管理能力を持つ運用機関であると評価されてきた訳であり、しかもLTCMがリスクプレミアムが縮小する方向での投機を行ってきたにもかかわらず、実質的な倒産に直面したことが、アメリカで

スクのある投資全体に対する不信感を広げている。このため、自己実現的、パニック的な現象を引き起こしているという見方がかなりある。その結果として、直接関連している金融機関等のポジション・クローズの動きに加えて、色々な市場で大規模にリスク・プレミアムが上昇したり、流動性への需要が増大しているのが現状かと思う。ただ、一部の人によると、リスク・プレミアムが過去のピークに比べるとまだ低い水準にあるマーケットも多いということである。中長期的にリスク管理手法全体の見直しに繋がる可能性も無視できない気がする。

さらに注意すべきことは、アメリカの金融システムの特異性というか、銀行中心の仲介を行っているシステムではなく、アセット・バケット・セキュリティーズ等を含めて証券市場中心の金融システムにかなりシフトしてきていることである。従って、金融不安等が起きた時に、それが銀行ローン中心のシステムに比べると急速に表面化し、しかもそれが予想されるために不安心理が伝播する効果もより大きく出る可能性がある。その中で、今後リスクの高い中小企業あるいは国際的なエマージング・マーケット等への影響が明らかに懸念されるというのが一致した意見であった。国内では明らかに証券市場でリスクの高いセクターへの資金供給が細っているし、不動産市場でも商業不動産市場の証券化商品のマーケットは急速に悪化しているとの観察がなされていた。そうした状況の下で、先程国際局の説明にもあったが、銀行セクターに資金仲介が一部戻ってくる現象がみられている。しかし、銀行セクターが健全であったとしてもアメリカの金融システム全体が必ずしも健全であるとは言えない状況になるかもしれない点にも注意が必要であるとの意見もあった。いずれにせよ、不安心理やパニックは一時的なもので鎮静する可能性があるが、他方、それが自己実現的に不良債権問題、あるいは金融恐慌等を引き起こすリスクにも注意が必要であり、その場合には先程申し上げたとおりかなり速いスピードで起きていく可能性がある。ただ、金融機関のバランスシートがどの程度痛んでいるのか、今後の波及の程度がどの程度のものになるのかに関して確りとした定量的な情報はまだ誰も十分に持っていないと思う。

最後に全体のまとめであるが、日本の金融機関はこうした投資に大規模に参加していなかったことがある意味で幸いであった。しかし、依然として国内の不良債権問題を抱えているため、そこへの資金供給をしていくことは投資家からしてみるとハイリスク投資とみなされ、結局マイナスに働かし、先程金融市場局の説明の中で質問したようなポイントも不安要因である。円高がどうなるかは今の時点では全く分かり難いが、勿論日本経済が好転して円高が長続きする場合には円高そのものはそれ程心配する必要がないとして、先程後藤委員が言われたように、95年前後のように資本収支の動きがある意味で止まり、経常収支の黒字が目立ち円高になってしまっている。ただ、内需が弱いとリスクがあるし、さらに米国等の金融不安が一層悪化することにより円高、ドル安がサステインされるケースには大きなリスクを伴うことに注意が必要である。依然として様々な、しかも新しいリスクを抱えつつ日本経済は走っていくのかと思う。

藤原副総裁

今回もほとんど全ての指標が悪化を示しており、評価に戸惑うが、先程今井政務次官からご説明があったように、政府の経済見通しも絶対値のプラスがマイナスに変わったことであり、ここで初めて官・民ともに厳しい経済の現状判断が出揃った。つまり認識が広く行き渡った訳なので、具体的な効果を上げるためには何をどう行うかというコンセンサスがそろそろ出てくるのではないかと思う。勿論、総合経済対策が既に打ち出されており、公共事業等が動き出したことが数字に徐々に現れてきている。しかし、調査統計局からの説明にあったように、今年度下期から来年度上期にかけての景気の下支え効果が期待されるとしてきたことは、今後とも続いていくのか、一方で経済の実態の方がさらに悪化していることを勘案すると、対応策を先取りして考えなくてはならないのか。この際あらゆる手段を動員してという言い方は大蔵大臣もしているし、第二次補正や減税を含めた新たな構想も出ているため、やはりここは政府の施策に期待を繋ぐということではないか。短期的には財政中心の施策、中長期的には減税を含

み、かつ規制緩和、構造対策などの面で抜本的な施策を講じるため戦略会議の提案なども活かしていくべきだと思う。残念ながら金融政策にはほとんど大きな手当の手段が残されていないのではないか。

経済が引き続き悪化していくのは、昨年来、不良債権の問題が足を引っ張っていくからだと思う。時間がかかり経過したが、状況は一向に改善されるどころか、むしろ状況が劣化してデフレ効果を助長しているようにも思われる。特に、不良債権問題で悩んでいる金融機関はここで防衛本能にばかり関心が向き、前広に本来の信用仲介機能を発揮する面がみられていない。それはそれなりの理由がある訳であるが、融資の回収に動き、貸し渋り問題をさらに表面化している。それ故に金融再生関連法案が漸くであるが成立し、健全化法案も陽の目を見ようとしている訳である。今後は、長銀問題を始めとして、公的資金導入を含む対策をどう具体的に実行に移していくかの問題である。それには当事者たる金融機関が自らどう動くか、償却引当やリストラ、さらにはサバイバルのため再編問題まで展望してどのような行動に出るかが注目されるが、その点どうなるかまだ分からない面もある。今回は異常な事態であり、そこに政府、行政がどう挺入れをするかが大きな問題、重要なステップだと思う。景気対策と金融システム安定化策が同時に具体的に動き出せば、今後の経済の展望にも明るい眺望が開けるのではないか。

現に、金融再生法案の成立を受けて、株価が上昇したことはマーケットもそれを待っている証左である。しかし、事態の進展とマーケットの関連を見極めていく必要がある。最近の株価にしろ、為替相場にしろ尋常の理屈では判断出来ない面があり、戸惑うばかりである。最近円高になったのはヘッジファンドなどアメリカの新たな金融バブルの崩壊を反映した影響であろうが、これが一時的なものなのかどうなのか、引き続き見極めていかなければならない。いずれにせよ、アメリカ経済はこれまでヨーロッパ経済と並んで東アジア、ロシア、中南米などのマーケットが非常にヘクティックに動いている中で一種のアンカーとして信頼されてきたが、それがぐらつき出したことは新たな不安を呼ぶことになると思う。先程質問

をしたが、アメリカ経済の実態が悪いのか、それとも今度の金融面からの動きが乖離しているのかも見極めていく必要がある。マーケットは経済の色々なファンダメンタルズを最終的には反映して落ち着くべきところに落ち着くという経験則があるが、ここに来てそれが分からなくなってきたのが私の困惑である。最も心配なのは、当面は金融市場がこの年末をどう乗り切っていくかだと思う。仮に、金融政策面で考えるべきものが足許の課題としてあるとすれば、その辺にあるのかと思う。

山口副総裁

まず、1か月前の政策変更の影響について若干の評価をしてみたい。マーケットで生じたことの中でまず目に付くのは、長期金利の大幅な低下、特に国債の利回りの大幅な低下である。国債だけではなく、社債の利回りも若干ながら低下しているが、これは事務局の説明にもあったように、将来の期待の弱さを反映している部分があると思う。こうした状況の下では、長期金利の低下は景気回復のために必要な条件の一つであり、いわば政策変更によって必要なことがかなり大きな規模で起きてきたと言えるのではないか。また、預貸金金利も若干下がっている訳であるが、いずれも極くマージナルな低下であり、これは予想どおりの変化ではないか。従ってこれ自体が企業や家計のマインドに対して影響を及ぼすことも恐らくほとんどないのではないかと思っている。長期金利の低下と貸出金利の低下を両方合わせてみた場合、これらのここ1か月間における変化が期待収益率の低下と比べて相対的にどうなのかが重要であるが、期待収益率の低下には勝る可能性の方が大きいのではないかと感じている。

このような中で、資産価格がどのように動いたかが次の問題だが、株価が大雑把にあって10%程度下がっており、為替も名目実効レートでみると、やはり10%程度上昇する変化が起きており、資産価格の面からは経済に対して収縮圧力が働いてしまった状況にある。金利が長短ともに低下しながら資産価格がこのような動きをしているため、資産価格を通じて経済活動に望ましい影響が及んでいくことを期待するチャンネルは差し当たり働い

ていないと思う。株価あるいは地価などの資産価格が反転、回復に向かう場合は、それ自体が将来についての見通しの改善を示す重要な指標になるが、現下の問題について言えば、資産価格が上昇する、回復に向かう場合は銀行の自己資本に対するプレッシャーを緩和する効果を持つことになる。株価の下落は当然自己資本に対するプレッシャーとして働くが、為替の上昇は自己資本比率を何がしか上昇させる効果を持つはずである。しかし、金融機関の現実の行動を見る限りは自己資本が改善しているという認識はまったくなく、むしろ逆の認識が持たれているのではないか。やはり株価のみでなく、地価も軟化傾向を続け、借り手の信用力が劣化を続けている、あるいはアジア向け債権についても劣化が進んでいくといった諸々の状況が自己資本に対するさらなるプレッシャーとして強く意識されている状態であろうと思う。先般の政策変更はこうした状況を緩和するような力を少なくとも現時点では持っていないと思う。従って、政策変更後も年末に向けて信用収縮の圧力が非常に強く働きつつあり、これをどう緩和していくかが大きな政策課題として残っている。

日本経済の現状は一種のコンフィデンス・クライシスであり、ここでコンフィデンスの回復を促すことが出来るような政策を打ち出せるか否かにより今後の経済のコースは大きく変わってくるはずである。その意味で、今般まとまった金融システム対策が具体的にどのように発動されていくのか、特に金融機関の資本基盤強化の進展と減税を中期的な財政プランの中でどのように位置づけていくことができるかの二つが恐らくコンフィデンスに対する影響としては重要な点だと思う。しかし、いずれについても未だ明確な内容がみえていないため、これらの評価は現在のところ非常に難しい状態である。従って、経済の中の自律的なファクターについてのみ観察してみると、事務局の説明に違和感はないが、恐らく年前半、あるいは年度前半まで続いていたような経済活動全体のシャープな落ち込みは、今後10~12月あるいは1~3月についてはスピードがかなり緩和していく可能性があるかと一応は考えている。ただ、設備投資については信用収縮の影響を直接に受け始めているエビデンスも幾つか出てきており、暫く

は下げ続ける可能性が強いのではないか。家計支出についても、所得制約が強まりつつある状況と言わざるを得ない。この所得制約には将来の期待所得への不安も含めて良いと思われ、従って仲々目先改善の材料を見つけ難い状況である。そうした民間需要の弱さを財政支出と純輸出で何とかサポートしていかなければならない状況が目先続くということだと思うが、今のところ 10~12 月辺りに取り敢えず経済活動全体として下げ止まるのか否か、まだ何とも言えない状況である。米国経済のスローダウンの度合い如何によっては、純輸出という成長サポートの一つのチャンネルが細っていきかねないため、その点に一層の注意が必要になってきたと思っている。

あと二、三大きなリスク・ファクターを挙げると、一つのポイントは当然国内の金融システム面から信用収縮の力が今強まりつつあるため、ここにどれだけ大きな対策を打てるのか、具体的には資本基盤の強化をどれだけ迅速に進めることが出来るかである。第二には、植田委員から話があったが、国際的な金融不安が国内にどのように跳ねてくるかである。この点は問題が最低二つある。一つは海外のマーケットで予想以上に色々なところで流動性のドライアップ現象が広がっているため、特に年末にかけて邦銀の流動性にどのような影響が及んでくるのかという問題。もう一つはマーケットのボラティリティが極めて大きくなってきているため、リスク・プレミアムが当然拡大していくはずであり、それが国内の金利、特に民間の調達コストにどのように跳ねていき得るのかという問題があろう。今のところ国内のマーケットではリスク・プレミアムが乗り、スプレッドが大きく拡大する現象はアメリカに比べると非常にマージナルにしか出ていないが、その代わり日本のマーケットでは資金の流れ自体が止まり勝ちになってしまう現象が起きるため、注意が必要である。第三のリスク・ファクターは国際金融不安を媒体にして世界経済の縮小が進みはしないだろうかということである。

最後に今一つだけ挙げるとすれば、やはり国内物価の動きである。資料に付いている物価の趨勢循環変動予想で観察してみると、商品のコンポーネントが持続的にマイナスになっており、それに対してサービスのコンポ

ーネットの部分はまだ僅かに上昇を続けているが、既に名目賃金が減少し始めているため、いずれサービス価格も低下し始めるのではないかと思う。物価全般の下落がさらに明確になっていくと、これが特に地価の軟化を伴いながら起きている状況の中では、実質金利の上昇あるいは債務負担そのものが重くなることを通じて、経済活動に対してプレッシャーとして働く訳である。そのようなリスク・ファクターについても十分な注意が必要だと思う。

後藤委員

説明を聞いて、大きな違和感はないが、耐久消費財などの在庫調整に進捗がみられる他は良い指標がほとんどなく、大変厳しい状態が続いている。特に需要全体を見渡してみると、雇用・所得環境の悪化が非常に加速していることが今後の経済動向に色々な影響を与えるのではないかと気になる。検討ポイントとして公共投資の問題が指摘されているが、発注の時期は当初予想に比べて後ずれしているものの、一応予定された規模で集中的に進んでいくのだろうと思う。ただ、金沢支店へ出張した際に、石川の副知事が相次ぐ景気対策を打ってくる中で県財政が非常に厳しくなってきたと言っていたが、今後の地方単独事業については財政上の制約が強くなっていくのではないかと印象を受けた。在庫調整を財別にみると、資本財や生産財の生産調整圧力がまだ続いており、7~9月の生産で統計をみると、ほぼ横這い圏内に入ってきているようにも見えるが、マイクロヒアリングの情報なども総合すると生産は減少が小幅化しながらもなお暫くマイナスが続くのではないかとみている。

山口副総裁からも話があったように、目先、財政と輸出で支えられる経済という格好で来ている訳であるが、今回の円高とドル安が今後どういう経路を辿るかがポイントになる。ヘッジファンドのポジションの巻き戻しだけではなく、アメリカの経済についても、ソロモンブラザーズやJPモルガンでは、来年の成長率なり景気はスローダウンが始まる、あるいは来年春頃からリセッション状態になるのではないかと見通しもあり、実体

経済の見通しも少し変わってきていることが気懸りである。アメリカの金利引き下げ余地と日本・ドイツの現在の金利水準、将来の景気に対応した金利の引き下げ余地を考えると金利差はどちらかというところ縮小してくるだろうし、アメリカの対外バランスをどうファイナンスするかの面でもセクショナリズムの不安定化という問題が起きてくる可能性がある。従って、円・ドル関係を従来以上に慎重にみていく必要がある。先程植田委員からも話があったが、LTCM的な事態が仮に今後も幾つか発生すると、国際的なクレジット・クランチに繋がっていく心配もある。

9月9日の政策決定に関する評価は私も山口副総裁が言われたようにみているが、当面の問題としては年末に向けて如何に資金の融通を円滑な状態に保てるかが非常に大きい。各種の要因を考えると、中原委員が先程言われたが、私も9月の期越えよりは12月の方が事態が少し難しいのではないかと思っている。金融政策では金利政策として行い得る余地がゼロに近いところまできている訳であるが、潤沢な供給が末端のエンド・ユーザーにまで行き届かないのはシステムの問題であり、あるいは信用保証その他の問題でもあるため、日銀が全部を被るのは無理な面がある。本行の金融政策なり、金融調節の更なる対応が考えられないかどうか、我々にとって一つの宿題になっていくのではないかと思う。

また、長期金利の低下が短期金利のそれを上回る大幅なものになっており、イールド・カーブがフラット化してきている。これはコンフィデンスの低下の表われであろうが、資本ストック循環の推移をみると次第に1%割れ成長のようなところに当面の期待成長率が落ちてきており、今般の金融安定化対策なり、早期健全化対策、その他諸々の政策の総合効果によってどこまでコンフィデンスの落ち込みを梃入れして持ち上げていけるかが、政府、日銀を含めた課題であろう。年末に向けての資金繰り対策が重要であると申し上げたが、9月から12月にかけて三業態で5兆円の残高圧縮が図られる見込みにあるとすると、社債、CPのみでは多少足りない部分が出てくるだろうと思う。

武富委員

定点観測としては、この時点で特筆大書すべきことはないと思う。全体感として悪化が続いている。その中で、先行き 10~12 月も含めて悪化スピードに多少ブレーキが掛かってくれるかもしれないと期待できるのは、他の委員も指摘している耐久消費財の一部に在庫調整の一巡感が出てきていることである。これも先行き出荷が伸びる形で在庫調整が更に進むかどうか、まだ見極め難いが、公共工事請負金額についても 9 月に入りようやく多少の手触り感が出てきていることも考え合わせると、耐久消費財の一部に加えて建設財にも多少在庫循環的にみて良い影響が出てくることを期待したい。住宅投資がこうした状況であるため、建設財に簡単に在庫調整の進捗が明確に顕現化するとも思えないが、期待は持ちたい。資本財、生産財についてはしばらく期待も持ち難い状況である。

環境としての変化は為替相場を中心とする市場の動きである。為替相場についてはこの時点で先行きの経済と絡めて何か断定的な枠組みを予見するのは難しい。当面はレバレッジの高い色々なファンドの手仕舞いが完全に終わるまで、あるいはファンドにバンド・ワゴンについていった投資家、ディーラーも含めたポジションの大幅調整、手仕舞いが終了するまでは、為替相場の水準がどう落ちつくのか余り予断を持って臨んでも仕方がない。ただ、全体感として 140 円近いレベルに比べれば、最大の日本売り要因であった金融問題について安定化関連法案の枠組みができたことは一歩前進である。一方、米国経済も一頃の極めて堅調な姿から減速に向かう流れに入っているため、140 円との対比でいけば少なくとも半年くらい先までの間、円/ドルの水準は 140 円より多少円が強いところに落ち着く方向かと思う。そういうことになれば日本の企業収益にとってもマイナスになり、景気の現状からは必ずしもプラスではないが、アメリカ通貨の独歩高というやや振れ過ぎた状況が矯正される訳で、グローバルにみてそのことによる安定化効果もあると思う。

その一つはアジア通貨の引き下げ圧力が遠退いた限りにおいてアジア各国国内の金融政策の裁量余地が広がることである。アジアの経済調整は

生半可なことでは終わらないとはいえ、マクロの枠組みとして国内の政策主体の自由度が広がることはプラスであろう。ヨーロッパではユーロランドの中心になる国はこの機会を捉えて大いに企業活動、産業活動を進めるということであり、まずまずの推移であろう。アメリカは恐らく減速すると思うが、色々な地域差もあり、当面は全国一律に下がるころまではいかないで済む可能性もある。従って、日本の輸出環境は悪化の方向ではあるが、極端な大問題にならないで済むかもしれない。ただ、アメリカについてはブラックマンデーの際は株の大幅な暴落がウォールストリートに止まり、メインストリートの問題にはならなかったが、今回はウォールストリートの問題が恐らくメインストリートの消費にも響いてくると思われる。そのため、広い意味の市場とアメリカの実体経済が連動しながらやはり低下方向へ向かい、そうした変化が世界的に大きな影響を及ぼすのは間違いない。91、92年にはアメリカの景気回復がはっきりせず、日本は既に景気後退に入っていた段階で、アメリカの高官からドル安容認発言が出る一方で、日本からは奇妙にも円高容認発言も出たため、円が93年2月から相当のスピードで強くなったことが日本の景気後退を更に加速し、産業調整なども複雑骨折させた経験を我々は持っている訳である。アメリカの景気減速の度合いが強い場合に91、92年の繰り返しをしないような政策運営の仕方を考えておく必要がある。今回の場合、日本は金利を下げて円高圧力を少し緩和する余地が既になく、この点、為替相場については高官発言も含めて相当用心を要すると思う。

今一つ、やや中期的になるが、事務局から配付してもらった資料にあるとおり、企業財務バランスが悪くなっており、実質自己資本比率が悪化傾向を辿っていることがまさに最近の日本の経済、あるいは産業・金融も含めた最大の問題である。最近の経済金融をひも解くカギとなる概念は、流動性の枯渇とネットワーク（狭義には資本）の毀損、この二つである。この二つで色々なことをひも解いていけば、現在の日本経済が抱えている問題が分かると思う。金融については敢えて説明するまでもなく直ぐ理解頂けると思うが、実は産業資本においても方向としては似たことが起きてい

る。バブル崩壊後産業も金融もいわゆるストック部門に問題のしこりを抱えてしまった。すなわち、過剰設備と過剰雇用、関連会社への投融資などであり、バブル時代の多角化や財テクに伴う含み損あるいは不稼働な保有土地を調整していく、積極的には償却していく過程にある。償却をフローの収益で十分カバーできれば良いが、長く続いた不況もあり勿論十分ではない。そこで資産の含みを全部充当して通常の本業業務以下のビロー・ザ・ラインの決算操作で凌ぎ、配当も続けてきたが、いよいよ食いつぶしてしまい、ネットワークスの縮小にも繋がっている訳である。従って、今後の環境変化でフローベースの収益が十分に上がらない局面では極めて変化に対して弱い状況が出てきている。

そうしたネットワークスの問題が今度は信用リスクの観点から流動性の方にも響いてきている。企業の手許流動性の復元に対して供給側の金融機関が十分に貸せない。貸せないのは金融機関の資本が毀損しているためであるし、金融市場においても flight to quality で信用力の高い先にしか金が入らないという回り方をしている訳である。今後景況の判断や政策の手当ては、そうした部分を相当意識する必要があるし、今度の金融安定化法案の成立はまさにそういう意味合いで捉えるべきであり、大いなる一歩前進である。今後はそうした意識で成立した法律の運用を迅速にする必要がある。流動性の問題と資本の毀損の問題は対である以上、また流動性の問題はスピードが要であることを考えると、対応も迅速にしなければならないと思う。

(午後0時7分今井経済企画政務次官退室)

三木委員

まず、景気の現状と先行きについては執行部からの説明の中身、考え方に対し特に異論はない。確認の形でポイントのみ纏めてみると、日本経済は3四半期を超えるマイナス成長の中で、設備投資や住宅投資といったダウン・サイド・リスクを抱えたまま底の見えない下期に入ってきたという

ことである。ただ、公共事業については特に遅れていた地方分も9月、10月の地方議会において大方の先が全部予算化されてきたため、ようやく動き出している。従って、ある意味では2か月程ずれたが、16兆円の第一次補正予算の効果が出だしたことと、2か月程ずれた結果として1~3月は例年季節的に公共投資が大幅に落ち込む時期であるにもかかわらず、今回はそれが比較的均される形で99年度予算に繋がっていくのではないか。その点が下期という短期間ではむしろ景気にプラスに効いてくるように思う。

しかし、一方では設備投資の落ち込みにまだ歯止めがかかっていないし、急激な円高により輸出企業の下期収益の悪化が急に表面化せざるを得ないようになってきている。これに円安による輸出効果剥落も加わり、先行きの生産・需給に影響が相当出てくると思う。加えて、信用収縮の動きが広がりつつあり、ダウンサイド・リスクが9月よりもむしろ多少増しているのではないかと感じている。今回の臨時国会で98年度の二次補正が上程され、追加景気対策が打ち出される見通しになってきているが、それに伴い99年度経済にプラス成長のビジョンが描けるところまでビジネス・センチメントが好転するかどうか、非常に厳しい局面にあるのではないか。恒久減税あるいは政策減税、公共投資の大幅な増加を加えても、結果的に効果が出てくるのはどうしても来年の4月以降になると思われるので、特に第3四半期、第4四半期をどう切り抜けるかが企業の最大の問題である。やはり運転資金の借入れで繋ぐしかない訳であるが、それも益々厳しい局面にあるのが今回の最大のポイントであろう。

特に、ダウンサイド・リスクの中で企業金融をみると、大企業は年末の資金繰りについての心配が一段と増している。今回の長銀に端を発した不良債権処理を巡る金融システム問題は、当然予想される副作用とはいえ金融機関の行動を明らかに貸し渋りから貸出回収へと変質させている。グループ中核企業あるいは商社は資本市場からの直接調達あるいはコミットメント・ライン枠の拡大等に非常に注力しており、相当の手許余資を持ちつつ、下期に入っている。そうした企業の傘下企業は親企業、商社の支

援を得てこの9月は全部乗りきったが、12月はいよいよ予断を許さない局面になってきている。正常な中小企業は政府系の金融機関あるいは信用保証協会を活用した政府の中小企業等貸し渋り対策で何とか凌いでいるのが実態であり、格付けの大幅に劣化した大企業と大企業の傘のない独立の中堅企業に厳しい状況が全て集約されていく局面になるだろうと思う。こうした企業金融の問題が現時点の最大のポイントであり、企業間信用の収縮、金融機関の信用仲介機能の麻痺がやはり大きな課題である。

そうした状況への対応として金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律が多分今国会に上程されることになることになると承知しているが、やはり極力早く成立し、大手行へ対する公的資本注入が速やかに実施されることが何よりも望まれる。それにより、銀行財務の健全化と安定化を図り、貸出回収の動きに歯止めがかかり、銀行の正常な信用仲介機能が蘇ることが経済界の最も求め、期待をしていることであろう。この措置は前進だと思われ、枠も60兆円と非常に大きくなったが、問題は中身と運用が不透明な点で、その点は、やはり良く注視していかなければならないし、日本銀行の立場としても、国会に対して意見という形ででも働きかけをすることが、必要なのではないか。

何より重要なのは監督庁から問題になっているⅡ分類に対する引当のガイドラインを出し、それに基づいて自己査定をさせることではないか。二番目の問題は現場では恐らく19行の中でも手を上げる先は極めて少ないのではないかと感じられる。優良行と言われているトップの2、3行を含め自己資本比率8%以上で形は健全であるが、中身は色々問題を抱えている先がやはり確実に手を上げてくるようにしなければならない。その意味で公的資本注入をある程度強制することも考える必要があるのではないか。三番目は経営者の責任は今回の措置とは切り離すべきであろうと思う。最終的に経営者の責任が問われなければならないのは当然として、まずは公的資本注入により自己資本を充実させることが第一である。注入された銀行は当然リストラも考え、中期計画も実行しなければならない訳であり、その結果をみたうえで責任を問うことで良いのではないかと思う。

しかしその場合も、2000年3月というペイオフのラインもあるため、一応その辺に期限を切った形で経営責任を問うこととすべきかと感じている。

第二の問題は株式市場である。株式市場は13,000円前後で引き続き推移している訳であるが、短期的にみると当面の経済状況の中では、投機筋の攻撃が銀行だけではなく一般事業法人へと拡大しており、企業の信用度が狙い撃ちにされ、正常な企業といえども増資が非常に困難になってきているし、社債も発行しにくい方向に来ている。一方で持ち合い株式の含み損発生が企業収益を大幅に圧迫するのが中間決算の現状である。従来はこうした、含み益によってリストラを行ってきたが、そうした局面は終わり、本来含み益に頼らない経営に切り替えていかなければならない時に、逆に企業収益面で短期的には大きな圧迫要因になっているため、非常に深刻である。

三番目は円高の進行であるが、115円から125円のプラス・マイナス10%までの水準であれば、日本の製造業は国際競争力を十分にキープ出来ると思うし、各製造業はそうした自負を持ってやっている筈である。従って、その程度のレンジであれば輸出の落ち込みも然程考えなくて済むが、当期損益への影響は無視できない。飽くまでも短期的な下期の当期損益が問題な訳である。景気回復に繋ぐまでの間はともかく運転資金で泳がなければならず、当然収益は赤字もしくは赤字すれすれしか、期待できないだけに、円高に伴う収益に対するマイナスの影響は意外に大きな要素となっている。特に、企業の立場からは、為替レベルの絶対値は当然ファンダメンタルズの反映であり、企業としてはそれを念頭においたリストラ、あるいは国際競争力を付けるためのコストダウンを徹底的に行うが、一部の投機筋の動きから円レートが変わることによって、努力の結果が消えてしまうようなことがあって良いのかというのが実感である。やはり安定したレート推移の中で、そのレベルでの競争力をつけていくべきであり、それが経済の力になる。その意味で今回の動きは好ましくなく、この問題は何らかの資本取引の規制により対応すべきではないかと感じている。

(午後0時21分中断、午後1時6分再開)

中原委員

五点申し上げたいと思う。一つは、バブルの際に発生した過剰雇用、過剰設備、過剰能力の整理がいよいよ再び本格化してきたことで、私が本席で何回も繰り返してきているテーマが顕在化してきたと思う。二つ目は、目前の動きで最も深刻なのが企業業績であるが、企業業績が株価下落、円高によって大幅に悪化し、不動産あるいは建設のように業種自体が不良債権化したり、それに続き卸小売やサービスに問題が出てきたことである。第三は円相場であるが、95年4月から始まった3年に亘る円高の調整局面が完全に終わって円高の局面に入り、100円割れも考えられるということである。さらに大局的には、79円、80円割れもあるかもしれないという状態になってきたと考えている。第四にアメリカにおいてはバブルが崩壊し、これからは経済の在り方が全く異なっていくため、消費過剰、貯蓄過少の経済が是正される結果、アメリカの輸出に依存してきた国は今後大打撃を受けると思っている。五番目は、早期健全化であるが、現在審議されている法案をみる限り、貸し渋りがかえってひどくなると先程植田委員も指摘していたが、肝心の引当率をいくりにするのか、自己資本の計算に低価法を使うのかなどが不明であり、要するに Tier1、Tier2 で不良債権の償却に使えない分が多すぎる。日本の金融システムが見せ掛けの自己資本で保たれているようでは全く不適當である。やはり早期一括大量注入を実施しない限り益々悪化し、現在の法案が通ったとしても、恐らくこの12月あるいは来年の3月にかけてその真価が早くも問われることになるとみている。

以上を敷衍すると、まず、現在の業況は続落している。8月の景気動向指数をみると、一致指数のC Iは依然続落中で、頂上を100とすると83.90と、バブル崩壊の局面と全く同じスピードで落ちてきている。従って、第11循環の下落局面と全く同じである。そうした中で、二つ際だった局面があり、一つは消費であるが、例えば新車登録台数は第11循環よりも6%ポ

イント下のレベルにある。消費不況が非常に効いてきていると考えられる。もう一つ特徴的なのは常用雇用指数であり、雇用がより厳しさを増してきている。これは第11循環と全く逆であり、サイクルのトップである97年の3月以来まさに下降の一途を辿っている。景気動向指数からみる限り、ディフュージョン・インデックス等若干の動きはあるが、コンポジット・インデックスでは全く変化がなく、大幅な続落を続けている。短観でも最も懸念しなければならないのは、中小企業である。中小企業の業況判断DIは製造業-57、非製造業-44、12月の予想も-57と-46と調査以来史上最悪の水準を更新している。これまでのDIをみると、業況判断がDIのプラスの局面は大企業は良い、マイナスの局面は中小企業の方が良いという結果が出ているが、今回は、マイナスの局面で中小企業が大企業以上に悪い状況が出ており、中小企業の構造的な問題の最も深刻な局面がやってきたと思う。

設備投資についてみると、同じく短観で主要企業も大幅に下方修正しているが、98年からこれまで申し上げてきた本格的なストック調整が始まったのではないかと思う。一つは設備投資のビンテージが大体12年程度になってきているが、その更新循環の下降局面に入ってきたということもあるし、資金面でのアベイラビリティが非常に厳しくなっていることもある。さらに深刻なのは投資の収益率が非常に下がってきていることで、総資本に対する利払い前経常利益率から実質の借入利率を引くとマイナスになってきており、次第に下がってきている。二桁のマイナスが必至のような気がするので、設備投資は業況の悪化を反映して非常に深刻になってきている。雇用の面では、日本では実質の単位労働コスト、つまり実質賃金を労働生産性の上昇率で割ったものが非常に高いことが特色であった訳だが、そうした雇用コストの高さ、労働生産性の低さが次第に表われてきている。恐らく今暦年でのセカンド・クォーターでは250~260万人が過剰であったと考えており、失業率がいずれ足許の4%強から8%前後まで上昇する局面になることは避けられないと思う。

第二番目には企業業績の大幅な悪化である。9月の中間決算が非常に深

刻な局面に入っている。例えば、業務利益と営業利益が急激に減ってきている。いつも申し上げるように、コンポジット・インデックスが10%下がると、経常利益はその3.5倍の35%程度下がるという統計的な経験則があるが、どうもそれが本当になってきており、98年のセカンドクォーターまででみると、97年のファーストクォーターに比べて営業利益が大企業で46%、中小企業で25%の減少になっている。しかも注意すべきは、大企業の方がこの1年間の営業利益の落ち込み率が激しいことであり、大企業が非常に弱ってきていることが問題である。その背景として、先程申し上げた人件費の収益悪化要因が非常に強く効いてきている。人件費を中心とする固定費比率のアップが非常にシリアスに効いてきているのではないか。来年度の企業業績も、仮に円が120円であるとすると、恐らく増益になることはほとんど考えられない。業種によっては、先程武富委員も言われたが、ネットワークが無くなってきており、相当な問題である。卸小売業では70.5兆円、サービス業では47.6兆円、建設は24.4兆円、不動産は63.6兆円もの有利子負債を抱えており、次第に業種全体が不良債権化しているため、大変深刻な局面である。そこに円高が加わってきたので、非常に難しい局面になってきた。その他一般機械や、輸送機械、精密機械ですら悪化してきている状態である。

三番目の為替であるが、90年4月に160円35銭を付けて、95年4月には79円75銭と80円を割った訳だが、その後今日までの動きは、まず97年5月までに80円から127円まで47円の上げ、それから急激に調整して97年6月に110円と17円幅で下がり、本年の8月がピークで147円64銭、それから一気に落ちて97年6月の110円を窺っている段階である。将来の展望としては、恐らく戻ったとしても127円、精々130円前後、そこまで戻れないかもしれない。いずれにしても100円を割れば勿論、来年何時か分からないが恐らく80円を捕らえにいくことはまず確実だろうと感じている。今回の円高でヘッジ・ファンドは大損をしたが、日本の機関投資家も大損しているはずで、特に生保の外貨投資が相当痛んでいるのではないかと心配している。なお、この円高に伴いこれまで-2%程度だっ

た卸売物価指数が恐らく-3%程度となり、それがCPIにも伝わり物価の下落基調が明らかになると思っている。

四番目にアメリカであるが、ヘッジ・ファンド等が破綻しており、私はバブルが完全に崩壊したと思う。日本では89年末に株価が天井を付け、アメリカは今年の7月ということになる。アメリカを中心に考えると、日本とヨーロッパから資本が入り、アジアとラテンアメリカに放出する格好で非常に上手く回っていたが、最近はその流れが変調を来している。現在日本にもみられるようにヨーロッパに戻ってくる格好になっており、資本の流れが完全に逆転してしまった。より根本的には、戦争中のアメリカ経済は日本とドイツの戦争に勝つためにハイ・プロダクション、ハイ・セービングスでやってきたが、冷戦になってからは、ハイ・コンサンプション、ロー・セービングスが行き過ぎ、それが今回のバブルに繋がったと思っている。今後は恐らくコンサンプションとセービングスのバランスが改善すると思われるので、これまでアメリカに輸出して潤っていた国にとって困難な時代が長く続くことになる。日本も恐らく対米輸出がかなり減少せざるを得ないと思っている。アメリカの株価は、9,300ドル台から落ちてきて7,400ドルがザラ場の安値であるが、一回戻って再度7,400ドル台を付け、現在7,800ドルである。今後再度ユーフォリアが来れば8,400ドルか8,500ドルまで戻り、その後は恐らく急落し、5,800ドルないし6,000ドルになると思う。その際、日本では、現在は12,500円に株価のサポートがあるが、アメリカが6,000ドルに突っ込んできたとなると日本の株価も大幅に下がり、11,000円、あるいは10,000円割れも覚悟せざるを得ないかもしれない。

最後に早期健全化については、先程簡単に申し上げた通りである。日本の金融システム全体が資本不足の状態であり、Tier1、Tier2の中で不良債権の償却に使われるのは先般速水総裁がワシントンで言われた14.7兆円だけであるため、引当率を見直し、低価法で評価を実施したところで、早期に一括大量注入を行い、必要であれば強制的に行わせるなど、思い切って根本的に改善しないと金融システムは良くならない。現在の法案では、

恐らく申請する先は現れず、年末あるいは来年の3月にかけて貸し渋りが一層激しくなっていくと思う。

日本のGDPは非常に悪くなってきており、下期に為替が120円になると今年度の成長率は-2.4%程度になるかもしれない。来年度も120円が続くと、-1%台の後半の方になるのではないかと危惧している。アメリカのGDPは今年は3.4%程度かもしれないが、来年は恐らく0.5%ないし1.5%の間になるのではないかと。仮に為替に下振れがあれば、いま少し良くなるかもしれない。日本経済は公共事業が色々梃子入れを行っているため、来年のある時期に一時的に中間反騰する可能性が出てきているが、その際、仮にアメリカのダウが大幅に下がっていると、大量の資金が一時的に日本に流入する。株価の方も中間反騰の可能性はある訳であるが、飽くまで中間反騰に過ぎないと思われ、非常に大きな曲がり角に来たというのが私の意見である。

篠塚委員

まず最初に経済全体の印象であるが、前回の決定会合から大きな変化として二点申し上げたい。第一点は、既に皆さんがご指摘されているが、アメリカのLTCMの破綻から発した問題で10月7日の為替相場が急騰したことである。アメリカのドル安、日本の円高となったことが前回決定会合からの大きな変化だと思う。その効果に関しては色々あると思われるが、やはり一番懸念されるのは物価の下落である。二番目は金融再生の法制化が曲がりなりに通ったことである。これがいつ通るのか、どのような形になるのか、長銀問題がどうなるのかと経済の問題がすっかり金融問題と重なってしまったため、これがまとまったことは大きな変化だろうと思う。ただし、既に何人かの方がご指摘のように、私自身も新しいスキームがまだワーカブルであるとは思えないため、直ちに明るい材料として読めるかどうか非常に悲観的である。

執行部の報告については特に反論や異論はないが、実体面に関して若干補足したい。一つは雇用と賃金であるが、やはり中原委員も指摘されたよ

うに雇用調整が年末にかけて一段と厳しくなっていくことには危惧を抱いている。毎月勤労統計月報は速報が出てから確報が出る段階でかなり修正されるが、8月の常用労働者の賃金指数が速報の段階で-3.8%と出ており、所定内が+0.3%であった。7月でマイナスになるかと思っていたものの、何とかプラスを維持できたが、急に悪化するのではなく、何となく持ち堪えていると評価した訳である。このデータを若干ブレイクダウンして考えると、この常用労働者指数はパートタイマーを含んでいる統計である。雇用調整が進んでいるプロセスでは、常用労働者の中でフルタイムの人達には出来るだけ手を付けずに、極力パート労働者数で調整してきた経緯がある。従って、フルタイムの一般労働者とパート労働者に分けて違いを分析すると、やはり一般労働者といわれているフルタイムの人達の所定内給与はまだかなりプラスの方向となっていることが分かった。常用労働者全体の所定内給与は速報段階で+0.3%であるが、パートを除いた一般労働者だけについてみると0.6%と若干高くなっている。要するにパート労働者のところで調整を行っているため、二極分化をしている訳である。少なくとも雇用調整のプロセスでは、非正規雇用のところで調整しており、コアであるフルタイム労働者の賃金にまでは手を付けていないことは明らかである。アメリカでは雇用調整が始まると、実際に解雇して直ちに人件費をカットするが、日本では本格調整をまだほとんど行っていないことである。従って、このことが一面では消費の一段の悪化の下支えにもなっているが、雇用調整という意味ではなかなか時間がかかるであろうとみている。

全体的に依然として悪化を続けているという報告にはほとんど異存がないが、前々回決定会合で一段の金融緩和を決定した以降1か月の市場の動きについて、報告された評価に関して同意できない点があるので述べたい。まず第一点は、前回の会合での金融緩和後、まだ15日程度しか経っていない段階であったが、企業側から見て短期金融市場に歪み、デistonーションが起きているのではないかと幾つかの指標を私は指摘してみた。1か月経ってこれらの指標を見るところでは、少なくとも短期の金融市場

はある程度落ち着いているとみて良いかと思う。それを認めたくえて、しかし、例えばオーバーナイトの無担保物のコールレートに、どのようにばらつきが出ているかをみると、10月5日の加重平均レートは0.24%であっても、最低は %、最高は %と70bp程度の開きがあると報告頂いた。一段の金融緩和に対する評価としては、信用力で金利差がつくことは市場原理に則った正常な動きであるとみるならば、こうしたレートの開きはそのままで良い訳である。別に日本銀行があの時点を危機的な状況と考へ、何も一段の緩和などする必要はなかったのではないか。それだけでなく既に短期の金融市場はかなり危機的な状況にあった訳だが、緩和の実施に伴いそれがさらに乖離幅が拡大してきたのか、あるいは縮小してきたのか。現時点ではほとんど分からないため、やはりもう少し時間をおかなければならないと思うが、私自身は一段の金融緩和の結果として、このように市場の中で信用力の格差がついたことを良しとするのか、困ったことだとするののかにつき緩和支持側の答が欲しいと思う。二点目は先程民間の資金調達動向に関して非常に興味深いデータを頂いた。このデータの読み方等についても今少し考えるべきことがあるのではないか。基本的には、民間銀行5業態の貸出実績が非常に厳しくなっている状況があり、その他の金融機関の貸出も若干差はあるとしても変化しており、資金繰りが非常に厳しくなっていることである。民間銀行の5業態に関しては、9月の見込みおよび12月の計画等をみていくと、とても銀行からの借入れではやっていけないため、CPあるいは社債、株式等で何とかせざるを得ないであろうという報告であった。その他の金融機関で気になるのは、例えば中小企業金融公庫や、国民金融公庫とか政府系の金融機関が今年の11月の危機的な状況の中で、政府の後押しもあって必死に貸出を行ったということであった。それならば、今こそもっと大変な局面であり、中小企業関係向けの政府系機関は、特にこれから年末にかけてもっと頑張ってきて欲しいと思う。そのために日銀は何か働きかけが出来るのか。CPあるいは社債程度しか資金繰りの手がないということであるならば、政府でやり得ることとして全部日銀にもってこられるのはかなわないので、その点に

関して何か言って頂きたいのが一つである。

また、大手生保のほとんどが貸出の減少になっている訳であるが、長期に亘り続けている超低金利の中で生保業界も大変な事態になっていると懸念している。やはり超低金利下でどのようなデメリットが生じているのか、日銀の取り得るデータのみではなく、生保業界も含めてもう少し注意深くみていかなければならない。生保5社で36兆円の残高を持っている訳である。都銀の残高ベースが240兆円であるから、6分の1程度の大きさを占めている生保からほとんど貸出に回っていないことはやはり低金利の弊害が出ているのではないか。いずれにしても、出された統計に対してはほとんど異論はないが、もう少し別な面から読むと超低金利の弊害もあるのではないかと思った訳である。

三点目であるが、短期金融市場で現在何が起きているのかということである。その他金融機関の貸出の中に外銀も残高ベースで6兆円入っている訳であるが、外銀は大変な勢いで貸出を収縮している。現在の低金利を実施した際は、全ての金融関係の株価が本当に大変な状況であったため、市場の銀行を見る評価は歴然としており、そのような状態で銀行間取引に調整コストの差がついていくのは当然だと思っていた。しかし、銀行間の定まったメンバーの間でのオーバーナイト取引という本来リスクが非常に小さいはずの短期市場においてさえも、信用力で差を付けざるを得ない状態になってきたのは、金利を下げなくても出ていたかもしれないし、下げたから出たのかもしれない。どちらかは今は分からないということも繰り返すことになるが申し上げたい。

ところで、ターム物についてはさらに銀行間の信用リスクを含めた金利差がつくべきであると思う。しかし、従来はどの金融機関も同質という前提であり、余り信用力の格差に応じたプライシングがなされてこなかったように思う。そうした中で、円投の形で外銀も入り、日本の短期金融市場の中で外人のプレゼンスが非常に高くなってきた。外国銀行が急に増えてきている背景は恐らく昨年秋頃からの金融不安が関係している。本来ならば外銀と邦銀との間で資金のやりとりがあったのではないかと思うが、そ

れが遮断されて、日銀が仲介する姿になっているのではないか。間違っていたら後で訂正して下さい。外銀から短期で資金を吸収し、それを長期の方で回す、そして邦銀に出すようなオペレーションになっている。その結果、外銀のプレゼンスが高まっているが、そのことは日銀が過度に外銀に運用機会を与えていることになると思う。アメリカのヘッジファンドが日本市場から引き上げていく過程で、外銀の出し手が急激に減っていき、日本の短期市場の中でもかなり変動が起きてくるのではないかと考えている。ただ、データを見る限りではまだ全体の構成比、無担物、有担物の中で、外銀のポジションが大幅に変動しているか否かは分からない。例えば、有担物で外銀のコール残高が9月の平均残高は6,562億円、これは全体の市場残高の6.8%だった。それが10月9日には6,035億円に減り、割合は5.9%と約1%程度下がっている。この傾向は外銀がコール市場で活躍する場が減っていくことを示していると思われる。取り手の方は日々のデータではかなり大きく変動するということが分かった。しかし、無担物のコール残高の取り手をみると、外銀は9月の段階で2兆円取っており、市場全体残高の7.8%だったが、10月5日時点ではそれが1兆4千億円に減り、5.5%にまで激減している。つまり申し上げたいことは、短期市場の中で外銀の存在がかなり大きくなってきていたが、急に減っていく形で変動を起こしている。それを助長したことに日銀が関与していることもあるのではないか。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、これまでの意見を踏まえて金融経済情勢について追加的なご意見、ご議論を自由にご発言下さい。意見がなければ、金融政策運営方針に関するご意見を順番に承って参りたい。まず植田委員からお願いします。

植田委員

色々議論があったような日本および世界経済が抱えているリスクを踏

まえると、さらなる金融緩和措置を考えることも十分有り得る方向感ではあるが、その背後にあるリスクの大きさに比べると、金融政策として通常行い得る手段を採用した場合に期待される効果は、現状では極めて小さいと判断せざるを得ない。国内については、先程来議論になっている金融不安対策を確りとしたものにする、および財政政策等での対応が適切かと思う。既に残された余地は少ない訳ではあるが、仮に金融政策面で何らかの手段を採るとすると、その中で様々な工夫をして極力大きな効果を狙う方法しかない。現状はタイミング的にも適当ではないし、十分な準備も出来ていないことから、今後に余地を残しつつ今回は現状維持が適当と判断する。

藤原副総裁

私も植田委員の発言と同様の事由で政策は現状維持だと思う。色々な議論のあった中で年末越え対策が非常に重要だとのことであるが、そのために何か特別なことが出来るかどうかを考えた場合、前回金融調節の方針に付け加えた「なお書き」が必要に応じ十全に発揮されることだと思う。従って、政策の表現としてはこれまでどおり、前回のなお書き付きの現在の金融スタンスを維持することで良い。

山口副総裁

私も現状維持、すなわち現在の政策を当面維持することで良いと思っている。先程も申し上げたように客観的な経済情勢はデフレ的要素を濃くしつつあると言わざるを得ないが、取り敢えず三点程を見極めてみたい。一つは、現在の状況に対して有効な措置は、金融機関の大幅なりキャピタリゼーションと財政政策だろうと思う。両方とも次第に具体化を展望しつつある状況にあるが、経済活動のレベルの低さに比べて発動される政策の規模が十分なのかどうかはまだ良く分からないと思う。そうしたリスクを念頭に置きながら政策の発動状況を見極めていく、我々の方からも働きかけていくことが第一点である。

第二点として、このところ内外の市場がかなり唐突にボラティリティを相当高めてしまっているが、これがどう落ち着いていくのか、なかなか落ち着かないだろうと思うが、今少し方向感覚を明確に掴みたい。当然市場の落ち着き方については、金融システム対策なり、財政政策という国内における措置だけではなく、海外の環境も強い影響を及ぼしてくるのだろうが、そうしたことを含めて、特に株価、為替相場の動きを見極めるべき状況ではないか。

第三には、先程も申し上げたが、1か月前に採った措置の効果を今少しきちんと評価する必要があるのではないかと思う。先程はマーケットの反応に限定して印象を申し上げた積りであるが、ここにきて起きている金利の変動が企業や家計の金融収支、あるいはその先にあるリアルエコノミーにどのように影響を及ぼしていくのか、要するに先般採った措置がどのような点で有効であり、どのような点で有効でないのかを確認しておきたいということである。結論としては現状維持で臨みたい。

後藤委員

私も今金融システムの安定化なり健全化のための枠組みがどのようになるか良く分からないところがあるにせよ、漸く作り上げられようとしていることと、非常にボラティルな動きをしている為替や株価の方向性を今少し見極めたいことの両方の意味で当面は現状維持でどうかと思っている。これ以上の手を打とうとすると準備が必要であり、その準備がまだ十分に詰められた状態になっていないことも含めて現状維持としたい。ただ、財政なり金融システム上の措置がどのように動き出すかをみながらも、年末越えの資金繰りは早晚大きな問題にならざるを得ないのではないかという気がするし、アメリカや北欧の例などをみても不良債権処理の過程では必ず信用収縮が起きる訳であり、さらに何か手を打つとすればどのような手段があるのかを勉強しておく必要があるのではないか。9月9日には発動しなかった公定歩合や準備率という要素があるが、これらはいずれも単独で、あるいは二つ合わせても適用される範囲内での効果やここまで金

利が下がっていることも前提にして考えると、それ程大きなインパクトはないのではないかと。むしろ、今後起きてくるのは日銀が流動性を供給してもなかなかエンド・ユーザーに届かない状況であり、今少しそこへ響くような工夫がないか。そこに問題の重点が移ってくるのではないかという問題意識で勉強を進めておく必要がある。

たまたま公定歩合に触れたため、関連して言うと、今般の制度で 13 兆円プラス 47 兆円、全部で 60 兆円の政府保証による日銀等からの借入に原資を依存する公的資金枠が出来た訳である。政府保証付きの融資については、従来預金保険機構に対して行ってきたが、今回はボリュームの桁が違う。また、実質的に財政法で禁じられている新発国債の日銀引受と余り異なるところがなく、流動性がないだけに却って新発債をアウトライトで買った方がよい程である。これは放置しておくで公定歩合で貸付けることになると思うが、他の金融機関からの借入の道も開いているとはいえ、公定歩合に勝てるような応札が出来る金融機関はない訳であり、金利の在り方としても、長期国債の発行利回りに流通性が欠けている分のプレミアムをのせたような金利を考えるべきではないかと思う。まだ最終的な条文を見ていないが、恐らく「日本銀行その他の金融機関からの借入」と書いてあると思う。制度上も他の金融機関からの借入を予定しているとすれば、公定歩合とは別の金利を考えなければならないのではないかと。皆さんの合意を得た上ではあるが、仮に公定歩合について何か発言する機会があれば、本行としてその旨を主張すべきではないかと思う。

今一つ、余計なことかもしれないが、マスコミの中にも銀行CPをオペ対象にするようなことを本当に思っている人がいるようである。社債の適格性を広げるとか、CPオペの方法について工夫することはあるにしても、銀行のコマーシャルペーパーを対象にすることになれば、日銀法に特融の制度を書いてあるのは何だということになるし、そうしたことが出来るのであれば、国会で今回のように審議をする必要は何もないことになる。従って、世の中の誤解を避けるために、少し早目に銀行CPは日本銀行としては考えられないことを表明しておいた方がよいのではないかと思うの

で、併せて申し上げておく。

武富委員

先程も申し上げたように、現在の日本の問題は流動性の不足と広い意味の資本の毀損であり、資本の毀損傾向をみて信用リスクの格差が拡大し、それを仲介して流動性の枯渇が起きている。資本不足と流動性不足は因となり果となって絡まっていると申し上げたが、なかんずく金融機関、金融市場においてはそれが端的に出ている。これに広い意味の金融政策でどう対応するかであるが、流動性については当然日銀の本来の仕事であり、従来も万全を期してきたし、9月9日には一段の強い意思を表明したことで取り敢えず対応している。現状ではそれについて良くモニターをすることだと思う。

一方、資本については、日銀が直接関与出来る分野ではない訳であり、日本全体のキャピタルをどう動員して金融復興のために注入していくかということだと思う。これだけ設備調整をしている以上、考え方としては有形固定資産と結び付く貯蓄性の資金が余っているはずであり、そうした資金を、局部的に資本不足の先へどう巧く持ってきて埋め合わせるかが非常に重要な時期である。今般この金融安定化関連の法案が通り、枠組みが出来たが、皆さんご指摘のように運用面でどうなるのか、金融機関に資本注入を受けるインセンティブがあるのか、それにより本当に金融仲介機能が復元するのか、ということについては心配の種がまだかなりあるのが現状である。

結局、日銀の本来の役割である流動性不足の問題に対して、きちっと対処していくことが本当に効果を持つためには、金融機関のネットワークがきちっとしなければいけない。それにより金融仲介機能と信用リスク格差の問題が解消しない限り、日銀のマネタリー・ポリシーの効果が挙がらないと思う。従って、現時点で仮に準備率の引き下げやその他の手段を日銀プロパーの領域で打出そうとすると、効果が無駄になる惧れがある。仲介機能と信用リスクについての資本対策の方が確りと出来るかを良く見極

め、それを促していくことが先決であり重要であろうと思う。先行きまだ景気が悪い以上、他にも金融政策の手段がないかという際には、確かに金融機関を通じて民間企業へ金が流れていく資本基盤の充実が出来たところで、中央銀行も最後の後押しをする方が金融政策に対するマーケットや国民のクレディビリティを高めると思う。しかし、それは最後の最後の段階であるため、戦略性が必要である。景気が悪いから何かやるというメカニカルな対応の時期は既に超えている。舞台効果を戦略的に考える大前提は金融機関のリキャピタリゼーションの確りした基盤が出来ているということであり、それにより信用リスク格差の問題と金融仲介機能のダイリューションの問題が元に戻る方向にない限り、何をやっても無駄球になると感じている。

三木委員

まず、9月9日の政策変更だが、これについては日銀が金融市場に対して潤沢に資金を供給するという方針が、金融市場のみならず企業全般にも十分に伝わっており、かつ評価されていると思う。抽象的、定性的な表現で言うと大企業あるいは中小企業を問わず、企業が欲していたのは流動性の供給である。自社に必要な資金が確りと回ってくるよう、設備投資資金も借りられるようにして欲しいというのが企業の最大の希望であり、そういうことに対して言葉は悪いが「じゃぶじゃぶにしましょう。」という本行の姿勢が伝わっているため、良い政策として受け止められている訳である。そういう意味でも今回の措置は大いに評価されているし、その効果をきちっと見極めるべきというのが現状だと思っている。

そうした中で、今一つの課題は、これだけ低下している銀行の信用仲介機能を再度回復させるためにも、早期健全化のスキームがどういう形で決まるかであり、それを企業は固唾を飲んで見守っている状況だと思う。ところが今後決済が始まり、10月末、11月と進む際に、銀行の貸し渋りから貸出回収に変質した動きが副作用として当然予想される。これが強い形で出てくると実物経済には非常に大きな影響が出てくると思う。企業はか

つてない収益の減少というか、赤字になってきている。赤字すれすれの状況であるが、企業にしてみればコストダウンにより固定費を落とすことしかなく、結局この下半期は運転資金の調達で当面の経営を凌ぐことしかないだろう。

そうした中で、日銀としては当面財務の健全性を十分念頭におきつつ、企業の短期資金調達に意を注ぎ、CPオペ買入残高の拡大を考えていくべきだろうと思っている。さらに、早期健全化措置を補完するためにもマクロ的視点からの預金準備率の引き下げを行うべきだと思う。また、追加的な調節手段として社債オペも是非採り上げて年末にかけての信用収縮の動きを緩和していくことが肝要だと思う。この10月末から11月にかけて以降の動きがポイントになるため、その動きと同時に国会審議の動きも十分に注視しつつ、これらの対策を戦略的に打つべきだと思っており、次回、もしくは次々回会合でご提案したい。今回は見送る。

速水議長

今回は現状維持で良いですね。

中原委員

まず9月9日の政策変更の評価であるが、効果が出るには、6か月前後にかかるというのが私の見方である。金利の下がり方を見ていると、順調に下がっているという印象である。特に、短期プライムの低下は大変良いことで、長期プライムも同じくコンマ20下がったということで大変喜ばしい。ターム物金利が年末越えという特殊な事情もあり、高止っているのは気になるが、それを除くと金利は順調に下がった。先程三木委員が「じゃぶじゃぶ」という言葉が使われたが、少なくとも9月期越え時の金融機関に対するサプライという点では流動性は十分行き渡っており、その意味で成功であったと思う。資産価格への影響について話が出たが、これはもともと経済のダウンワードの局面で金利だけで影響を及ぼし得るとは考えられないし、中長期にみても人口の高齢化が資産価格に当然悪影響を及

ぼすため、金利とはある程度分けて考える必要がある。企業としては金繰りの面でも金利の支払、金利コストの面でも大変助かっていると喜んでるのが現実である。

現在何をすべきかであるが、一段の金融緩和は可能であると思っはいるが、現時点は必ずしもそのタイミングではなく、今少しタイミングが熟するのを待ってから一段の金融緩和を考える必要がある。また、CPや社債のオペ担保としての拡大については先般の勉強会でも執行部にお願いしたが、リスクの評価が必要であるため、中央銀行として一体どこまでリスクを取って良いのかを我々に示して頂きたい。リスクをどう評価するのか、リスクの取り方によってはどこまで拡大出来るのかを明確に教えて頂きたい。現状のCPオペでも一体どれだけのリスクがあるのか全く報告が無いが、その点も教えて頂きたい。後藤委員が先程指摘された政府保証の件についても、日銀として良く考えておく必要がある。バランスシートに色々影響を及ぼしてくるし、特にFBが公募になれば30兆円分の引受残高なくなる計算であるが、これとの関連がどうなるのか、色々な可能性を考えておく必要がある。慎重に研究し、政府に対して言うべきことがあれば執行部から報告頂ければ有り難い。

次に、本日提案する積もりであるが、年末の問題は円貨だけでなく、外貨繰りにおいても円投のスワップの相手がない状況に追い込まれている。年末越えを考える場合には円貨だけではなく、外貨繰りについても日銀に一体何が出来るのか、出来ることと出来ないことを是非考える必要があるのではないかと。仮に可能なことがあれば是非手を打つ必要がある。先般スワップの話が出たが、もう少し足の長いもので何か出来ることあるのか、執行部から何が出来、何が出来ないと報告して欲しい。

最後は、金融機関の健全化と景気対策は車の両輪であるが、早期健全化について個別申請ベースで行う、自己資本比率の計算は現在のままということによって一体巧くいくのかどうかである。恐らく銀行サイドとすればそのやり方が望ましく、今回の自民党案に満足していると思うが、中央銀行としてそれで良いのかどうか。我々が一つのポジションを採るのか否かという

こともあるし、早期健全化の展開を見守りつつ必要があれば意見を表明することを考える必要がある。いずれにしても、私は、年末の外貨繰りが心配である。多少長い目で考えると、一段の金融緩和を念頭に置きながら今回はこれまでどおりという立場である。

速水議長

要するに、現状維持か。

中原委員

然り。

篠塚委員

私は、四点申し上げたい。まず第一点は、現在の超低金利が非常に異常な事態であることを認識すべきであると大きな声で叫びたい。超低金利が国民が経済生活を送るうえで拠り所としてきたものを破壊してしまったという認識に立って金融政策を考えていきたい。これまでの超低金利政策に一体如何なる効果があったのかに関し、私の認識としては、少なくとも金融機関に対しては不良債権処理に必要な時間的猶予を与えたとプラスで評価して良いと思う。どの程度猶予を与え、どのような効果があったかについては直近の国会想定問答に、金融機関の平成2年度から平成8年度にかけての受取と支払のネット所得の数字が参考として載っている。その額は平成2年度が25兆円、平成8年度が26兆円であり、その間の累積純利子所得は合計で1.2兆円である。一方、同時期の家計の純利子所得の累計は-5.3兆円になっている。要するに、超低金利を実施して、金融機関に対して雇用面でも経営面でもリストラを支援してきたにもかかわらず、平成2年度から平成8年度の純ネットは、25兆円~27兆円でほとんど変わっていない訳である。今回さらに一段の金融緩和を行ったが、やはり時間稼ぎを与えているに過ぎず、实体经济の方にはほとんど影響が出ていない。企業には資金が行き渡っていないし、家計のコンフィデンスに対して

はマイナスになっている。実体が悪いことについての認識は全く同じであるが、こうした事態で再び延々と超低金利を行うことは異常であると私は言いたい。9月9日に一段の金利低下を実施した際の言い方は9月の決算期越えに向けてということであったが、今度は12月越えに向けてといい、次はまた年度末の3月越え、さらに9月越えに向けてと繰り返していきかねないように思う。

二番目は、では何もしないのかという点についてである。例えば準備率の引き下げの効果については、既に何回も勉強会をしている。仮に金融調整方式に変更がない場合にはオーバーナイト金利が元に戻るよう解放された資金の吸収が必要であるため、準備率だけ引き下げても効果は小さく、仮に実施するならば金利の引き下げとセットであるなら効果はでるとの話があった。私自身も大手都市銀行が真に破綻の危機にあるような局面に至れば、金利低下と預金準備率引下げをセットにした何かしなくてはならないという危機感を持っていたが、既に9月9日に金利を0.25%下げている以上、金利と並行して使う余地はないと思っている。やってもやらなくてもほとんど同じようなことならば、やらない方が良い。

三番目はCPオペの件である。CPオペに関しても皆さん色々意見があり、是非拡充すべしという意見もあるが、私自身は民間格付機関の格付も活用しながら信用判定の方法を充実させ、買える物は買うし、買えない物は買えないとする現行の運用で十分なのではないかと思う。さらに全体の市場規模を1割増やすとか2割増やすとかいったターゲットを作らなくても現状で行い得るので、行って欲しい。

最後に、私自身は9月9日に金利を0.25%に下げたことに関しては反対であるが、唯一人が反対しても非常に孤立無縁で心細いため、ケインズの本から探してみた。ケインズは「雇用・利子および貨幣の一般理論」の中で利子率を一体どこまで下げられるのかに関して16章で「利子率がマイナスになるのを阻止する制度的な要因はある」と言っている。金利はゼロよりも遥かに高いところに限界を設ける制度的並びに心理的な諸要因が存在し、ゼロにしてはいけない、もう少し高い水準に最低の金利は置くべ

きであると言っている。その理由としては、借り手と貸し手とが結合するための費用が一つである。もう一つは利子率の将来に関する不確実性であり、この二つが利子率の最低ラインを決めることになると言っている。数字的な根拠についての説明はないが、ケインズは現状においては恐らく2%ないし2.5%程度の水準が利子率の下限ラインであると書いている。その意味で、歯止めもないままに金融緩和を続けていくことはやはり不当ではないかと言いたい。

ただし、例えば武富委員が言われたように資本毀損の問題は非常に重要であり、これに関して日本銀行が何か積極的に行っていかなければ、後手後手になってしまうと思われるため、現在の金融再生に関する法律がワーカブルではないということを考査を通じて銀行の諸情報を最も把握している日本銀行が発言していくべきであろうと思う。今回の金融システム安定のため法律が出来る過程をみていると、日本銀行が色々発言しても政治の場で取り入れられなかったのか、あるいは発言しなかったのかは分からないが、極めて歯がゆい。結果について何かやれと言われてもとても、やり得ることはないと思う。やれないことに関して手を広げていくことは非常に危険である。従って、私の結論は現状維持ではなく、現状に反対である。

中原委員

ケインズはそこで何とか言わなければならないのではないか。

篠塚委員

ケインズに賛成と言ってもらおう。

(午後2時27分谷垣大蔵政務次官入室)

速水議長

ここで、私の見解を述べさせて頂く。まず、結論から言うと、現状維持

を支持したいと思う。わが国の経済は、依然として悪化が続いている。確かに、公共投資については今後増加に転じる兆しも見える。しかし、設備投資の大幅な減少、雇用・所得環境の一段の悪化などからみて、民間経済の収縮にはなお歯止めがかかっていない。このような民間経済のマイナスのモメンタムを考えると、公共投資がこれから出てきてそれなりに経済活動を下支えするとは思いますが、景気の回復に繋がっていく展望はまだ持てる状況ではない。むしろ、先行きのダウンサイド・リスクがここへきて強まりこそすれ、弱まってはいないことに十分な注意が必要である。

その一つは海外とりわけ米国経済の先行きである。米国の株価下落、ヘッジファンドの破綻、それらとも関連してリスクテイクや与信活動が鈍化しつつある。これは、7年以上にも及ぶ米国の景気拡大の中で知らず知らずのうちに蓄積されてきたある種の行き過ぎが、ここへきて表面化してきたことを示すものと思われる。先般、ワシントンで米国の代表者と色々意見を交換する機会があったが、やはりここ2、3週間で非常に大きな変化があったことを真剣に心配していた。景気は今申し上げたような長年の積み重ねのところへ、ロシアのモラトリアムが起り、ブラジル、ラ米への色々な資金の流れに歪みが発生し、それらが契機になってアメリカで資産の減価、キャピタルロスが起きている。時価総額が下がってきているため、それが経済全体に著しい変化、影響を与えつつあると見受けられた。アメリカでも金融機関を始め企業も流動性をキープし、手許においておくという変化が起きていると指摘されており、いわばリスク回避、貸し渋り現象に繋がると思うが、私が今まさに感じていることがアメリカでも起りつつあると思った次第である。また、アメリカ経済にもやはり構造変化が起りつつあり、途上国の輸出を従来のように吸収出来なくなってくることを心配していたことが印象深い。今後、ブラジルを始めとして、ラ米がどうなっていくか分からないが、これは一つの大きな変化ではないかと思う。

最近の為替市場の動きも大変気になるところである。このところの急激な円高にはヘッジファンドによるポジションの調整などテクニカルな要因がかなり寄与しているが、現在の円高がどれほど長続きするのか、現段

階では予測し難いところだ。しかし、米国経済への危機感が背景にあるとすれば、円相場を押し戻す力がどれだけ働くかも不確実である。為替相場は今少し落ち着きどころを見定めていく必要があると思うが、仮に現在のような円高が続く場合には、内需が弱い局面にあるだけに、当面の企業収益等にマイナス要因となる公算が大きいことは明らかであろう。

さらに、わが国の景気の先行きを展望するうえで大きな要因は、何といっても金融システム問題である。企業マインドの悪化やとりわけ中小企業の設備投資の動向などの数字をみていると、金融面と実体経済面が相互に影響を及ぼし合いながら、全体として収縮していくメカニズムが働きつつあるように思われる。中小企業への貸し渋り防止のために政府が設けた信用保証協会等を通じる巨額の支援なども現実に地方でどのような効果を挙げているのか、非常に関心がある。近く開かれる支店長会議で支店長から地方の現状、あるいはこの措置の効果を聞きたい。いずれにしても、金融システムの建て直しは一刻の猶予も許されないところまで来ている。国会では金融再生関連法が成立し、早期健全化スキームを巡る審議も昨夜の与野党首脳会談で妥結の見通しがついた模様であり、今週中にも成立を目指して審議が進められていくことは非常に明るいニュースである。しかし、長銀処理を始めとして大手行に対して具体的にどのような資本強化のためのリキャピタリゼーションが行われていくのかは、現時点でなお不透明な部分が多く、今後の法律の運用にかかっている。公的資金の投入にも本国会で相当額の前算措置がとられる予定だと伺っている。ただ、資本投入に際して色々な条件が付くことなどを考えると、今回の対策により大幅な信用収縮が何とか避けられるのかどうか、また金融システムの強化や安定化が実現していくには、少なくともなお若干の迂余曲折が予想されるように思える。これらを踏まえると、景気の先行きには、なお若干のダウンサイド・リスクが残されていると思う。

しかし、残念ながら金融政策の面でこうしたダウンサイド・リスクに十分対抗し得るだけの追加策を講じていく余地は極めて少なくなっていることは、皆さんご指摘の通りである。現状、マクロ政策面では、基本的に

は今後議論が本格化する第二次補正予算や恒久減税を中心とした追加的な財政面の発動に期待するしかないのではないか。日本銀行としては現状の極めて緩和的なスタンスを維持しつつ、財政面からの景気刺激策や金融システム建て直しのための措置、更にそれらに市場や民間経済がどのように反応していくかを注意深く見守っていくことが適当であると思う。この間、金融資本市場では年末の外貨資金繰り不安も強く、リスク・プレミアムもまだ高止まっているが、そうした状況には引き続き細心の注意を払うことが必要である。9月9日の政策変更時にアナウンスしたとおり、必要な場合には一層潤沢な流動性を供給するという点で、引き続き万全の体制で臨むことが重要である。機会あるごとに日本銀行のそうした姿勢を対外的にも明確にしていく必要がある。日本銀行としては前回の措置で景気・物価面への最大限の対策を講じてきているため、当面はマクロ、ミクロの両面からマネーマーケットの安定に全力を尽くしていくことを基本的スタンスとしていくのが良いのではないかと思う。そうした観点から、オペレーション面での工夫については引き続き事務方に検討させながら、今回の政策措置としては現状維持としたい。

以上が私の意見であるが、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、ご自由に発言頂きたい。

中原委員

谷垣大蔵政務次官が来られたので、これまで出た議論の中で関係がある部分を若干ご紹介する。早期健全化法案ができて大変良いと思うが、一括ではなく個別行を扱っているということが一つ、二番目は申請ベースになったこと、三番目は自己資本の計算の仕方が果してあれで良いのかという指摘があった。例えば、長銀は本年の3月末に自己資本比率が10%以上あったものの潰れた訳であり、自己資本比率の計算を今少し厳格にし、特に不良債権の処理に使える資本を中心に考えるべきではないかとの議論である。それとの関連で、政府保証付きで日銀が貸出すが、単に日銀の貸出で良いのか、あるいは国債を発行して頂き、それを日銀が買いオペ

で買った方が良いのか、さらにはF Bの 30 兆円がいずれなくなるため、それとの関係がでてくるかといった議論があった。いずれにしても、法案は成立したが、年末にかけて貸し渋りはなくならないかもしれない、悪化するかもしれないという議論が出ているので耳に入れておく。

三木委員

付け加えると、経営責任の問題が野党から出たのが一番問題である。経営責任の問題は今回の措置とは切り離す形で事後に問うことにしない限り、手を挙げる金融機関は恐らく非常に少なくなると思う。その点も一つの意見としてあるのではないか。

中原委員

私は経営責任の問題について三木委員とは意見が多少違う。経営者は大体2年が任期である。自分の経営期間中に国の金が入ったということになると、株主等から言われることになり、居座ろうと思ってもなかなか居座れないというのが実感である。国の金を入れて花道にしてあげるのか、それを屈辱として辞めるのかはともかく、三木委員と結論は同じであるが、心配しなくても自然にいくのではないかと考えている。むしろ、金融機関が本当に手を挙げる先があるかどうかが大問題である。

谷垣大蔵政務次官

そこは官房長官も強制的に入れるようなことを考えなくてはならないと言われている。ただ、今回の法案はご承知のように申請ベースになっているため、これは与野党で大分ご議論頂いたと思われるが強制的に行うのは法制的に難しいということがあったのだろうと思う。もっとも、国会議論を聞いていると、保岡衆議院議員は銀行法の26条を活用し、運用で色々工夫することが出来るのではないかと答弁しておられた。その辺の工夫を考えなければならないかと考えている。ご指摘の点に全てお答えするだけの能力はないが、申請ベースの点についてはどう運用していくの

かが一つのポイントと思う。

速水議長

先程の銀行C Pの話は私も記者会見で聞かれ、検討中だと答えてきているが、検討中で延ばしていくのが良いのかどうか。

後藤委員

案にならないことを明確にする方が良い。

速水議長

銀行C Pで直接貸すというのは…。

後藤委員

後者の方が良いのではないか。そうしたことを本気で考えている人が結構いる。

速水議長

私も余り賛成できないと思っているが、ノーと言ってしまうと、色々誤解されたり、変な波が立つ可能性があるかという気もするので、皆さんからご意見を聞かなくてはならないが、もう暫く検討中としておいて良いのではないかという気がしている。

日銀特融の金利をどうするかについては、本席の議題とは別問題ではあるが、大きな問題である。現在3兆8,000億円の特融に対して特別貸倒引当金を3,852億円積んである。中央銀行の自己資本比率は銀行の自己資本比率とは異なり、銀行券を分母にして、それに資本金、法定準備金、別途準備金、引当金勘定等を合計した4兆4,000億円程度を分子にすると9.86%、ほぼ10%となり、他の中央銀行に比べてそう引けを取るものではない。しかし、特定貸倒引当金はこれに入っていない一方、それが増えていく可能性がある。それで財務の健全性が維持できるかどうか。自己資本

比率はそれ程変わらないと思うが、こうしたものもカウントしていく必要があるのかどうか考えてみなければならないと思う。

9月9日の措置については、皆さん比較的效果があったという意見が多かったように思うが、山口副総裁が不十分な点も良く考える必要があると指摘されたのは特にどのような点か。

山口副総裁

まだ1か月しか経っていないため、きちんと評価するだけのデータがない現状であるが、先程も申し上げたように長短の市場金利は他の影響もあったが9月9日の措置以後かなり下がっている。しかし、それが特に企業の投資、あるいは企業の金融収支にどの程度影響を与えているのかとなると、これはその影響だけ取り出して論ずることはなかなか出来ないため、非常に難しい訳であるが、まだ余り明確でない。少なくとも現象として起きているのは、企業投資が引き続きかなり弱い状態で推移していることである。その意味では、最終需要に影響を与え、少しでも経済活動を上向かせていくような政策効果については、何か明確な効果が出つつある状況ではないということである。

速水議長

それでは議案の取りまとめに入るが、その前に政府から出席された谷垣大蔵政務次官にもし何かあればご発言頂きたい。

谷垣大蔵政務次官

宮澤大蔵大臣は一日中国会審議があり、私が代りに出席させて頂く。書いてきたものがあるが、いつも申し上げているようなことは省き申し上げたいと思う。経済企画庁からご説明があったと思うが、政府としては、景気が大変低迷し、極めて厳しい状況にあるという認識の下に景気回復と金融再生を最優先の課題として取り組んでいる。先程からご議論頂いた金融再生関連法案については国会内での修正協議が長時間かかり、ご心配を

おかけしたが、漸く昨日参議院も通り、成立になった。私としては申し上げ難いが、早期健全化のスキームが出来たのは良いが、今後実際に運用する行政当局にはなかなか重い宿題があるのではないかと思っている。早期健全化法案については先日来色々精力的に与野党間でご議論頂き、先刻衆議院の本会議を通過させることができた。それとともに補正を組むことになっており、補正の本会議は今晚恐らく夜に入ってからだと思うが、予算委員会、本会議を開き、通過して頂きたいと思っている。

その内容については既に記者発表が行われているが、今日持ち回りの閣議をして頂き、預金保険機構の金融再生勘定の借入金等については 18 兆円、金融機能早期健全化勘定の借入金等については 25 兆円の政府保証限度額を定める。両方合わせると 43 兆円であるので、13 兆円はなくなったが、以前に作った 17 兆円と合わせると一応 60 兆円規模のものを用意し、今晚衆議院で通して頂きたいと思っている。その金額の一応の根拠としては、17 兆円プラス 13 兆円の従来の 30 兆円枠に対し二倍、対外的には一応 5,000 億ドルの枠を用意したと説明出来るのではないか。同時に GDP の 12% 程度になり、従来のスキームではフィンランドの 10.5% が最大だと聞いているが、それを上回るものを用意したことになるかと思う。再生勘定と健全化勘定の 43 兆円については、預金取扱い金融機関の自己査定 of II 分類、III 分類の合計 88 兆円の半分を用意したと説明すべくこうした数字を作った訳である。今日衆議院で早期健全化法案が通ったため、今臨時国会中には何とか参議院を通して頂き、補正予算も通して頂ける目処がたってきていると喜んでいる次第である。

今後残された問題は先程も色々ご指摘があったが、金融問題を扱っていく行政機構を相当改めているため、法案は出来るとしても具体的に誰が担っていくのかというあたりの議論が全然進んでいない。従って、早急に官邸でその辺りを捌いて頂き、それぞれ準備する者が直ちに取り組む姿勢を作らないと、器は出来たが実際誰が運用していくのかが決まっていけない。既に一件落着のように報道されているが、運用面ではそうした点が今後最大の問題であろうと思う。そうした人的仕組みを早急に整えた上で、先程

ご指摘のような運用面の工夫が出来るかどうかを詰めていかななくてはならない状況である。

財政運営の基本的考え方については、公共事業等前回も色々ご指摘を頂いたところであるが、契約に比べ支払が進んでいないことへの対応や、下半期の施行促進を図るため、補助事業に対する概算払を補助事業費の4割以内に引き上げることなどを盛り込んだ強化策を10月2日に取りまとめたところである。10月6日の閣議で総理から景気回復のための効果的な具体策検討の指示が行われたところであり、今後関係省庁において取り組んでいかななくてはならない。

速水議長

10月6日の総理からの指示とは減税などの問題か。

谷垣大蔵政務次官

明確にお答えできないが、生活空間倍増戦略プラン等をもう少し推し進めると。従来は15か月予算と言ってきたが、多少表現を変え、切れ目なき執行ができるように検討を急げというご指示である。

速水議長

そのうち第二次補正予算だけは本日決めるのか。

谷垣大蔵政務次官

いわゆる10兆円と言われていた第二次補正とは違い、予算総則のみを改正し、再生勘定に対する保証限度等の手当をする。

後藤委員

政府保証ですね。

谷垣大蔵政務次官

然り。

後藤委員

予算総則を直すのですね。

速水議長

そこだけか。

谷垣大蔵政務次官

時間も無いのでその点だけである。とにかく再生化スキームを通し、その裏付けを出来るだけ早く膨らませて安心して頂きたいということである。

三木委員

15か月予算といわれているのは三次補正ですか。三次補正の形で可能であれば年内に臨時国会で提案という判断ですか。

谷垣大蔵政務次官

減税の問題あるいは補正をどう仕組んでいくのかが本国会を閉じた後の最大の問題だと思う。

速水議長

恒久減税や生活空間倍増戦略プランなども今後検討するのか。

谷垣大蔵政務次官

然り。与謝野通産大臣は色々積極的に発言しておられるが、まだ十分に取りまとめが進んでいるとは聞いていない。また、税に関しては地方税と国税の調整がなかなか難しく、これはかなり時間が必要なのではないか。

最後は政治的な決断をして決めないと決まらないのではないかと思います。

速水議長

他に質問、意見がなければ議案の取りまとめに移りたい。先程の委員の検討によれば、当面の金融調節方針について現状維持とする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は現状維持ということで議案を提出したい。これとは異なる意見の方で、ここで正式に議案として提出されたい方がいれば申し出て頂きたい。

中原委員

12月の年末越え、特に外貨繰りを考えて執行部と相談して色々表現を考えたので、案を示してもらおう。

山本企画室参事

中原委員から指示を受けた提案を読み上げる。後で正式な文書は用意する。

「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、誘導目標にもかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」その下に追加して、「また、内外金融市場におけるリスク・プレミアム拡大に伴う国内ターム物金利の高止まりを踏まえて、上記方針の下で年末越えの資金を出来る限り潤沢に供給するように努める。」。

中原委員

この本当の意図は外貨繰りへの懸念であるが、ディレクティブであるため、内外とぼやかして書いてある。真意は年末越えの資金について、円だけでなくドルの方の面倒も日銀がみられる限りみてもどうかという含意である。

山口副総裁

それはどういう意味か。円投を容易にすることを通じてという意味か。

中原委員

それもある。例えば、スワップの相手になるとか色々あると思うが。

山口副総裁

ドル流動性の直接供給ではないということか。

植田委員

その意味では、従来のディレクティブに含まれているのではないかと思う。

中原委員

金融市場局のテクニカルなことや詳しいことは良く分からないが、いずれにしても外貨預託については、外準を持っている大蔵省が出来るのであろうが、日銀として何が出来るかを良く考えてみる必要がある。

三木委員

やはり二段目の項目の中に含まれていると考えて良いのではないか。

中原委員

私が懸念しているのは外貨である。従って、外貨がこれまでのディレクティブの中に入っているという認識であれば良いが、私は円貨のみと思っている。

山本企画室参事

一言だけ付け加えると、法律上この会合で決められるのは 15 条 1 項の

案件であり、信用秩序の維持を目的とする外貨供給に関わるものは別の条項であるため、政策決定会合の案件とはならない。

中原委員

従って、含意としてと申し上げた。

藤原副総裁

含意としてでも「なお書き」条項の中にご指摘の点が入っていると十二分に解釈できるのではないか。「なお書き」の後に「また書き」を付け加えるのは如何か。私自身も先程申し上げたとおり、年末越え対策の必要性は十二分に感じており、中原委員の先程の見解にも賛成であるが、この文章に付け加えることの含意は、私共は説明を伺って分かるとしても、他のマーケットの人や、日銀を見ている内外の人達はどうかであろうか。第二パラグラフで包含された意味合いはどうなのか、改めてこの表現を入れないといけないのか。

中原委員

前回の会合時は期末越えが非常に心配であったため、期末ということを強調して提案したが、総裁以下執行部がその点を明確に説明して頂くことで納得し、かつ説明頂いているようなので良かったと思う。しかし、今回は特に外貨繰りが非常に厳しくなっているため、その点で何か説明が必要ではないかと思った。また、早期健全化法案が出来たにもかかわらず、貸し渋りが出る可能性が十分高い訳であり、その辺も考えてということである。

三木委員

日銀法上は、外貨繰りは決定会合での決定対象にならないのか。

山本企画室参事

信用秩序の維持を目的として外貨の流動性を直接供給する、ないしはスワップの相手方として外貨の流動性を供給することは決定会合の所掌ではない。

後藤委員

外貨の供給なら決定会合の所掌外になってしまう。しかし、国内の円の流動性を通じて外貨繰りに影響を及ぼすということであれば、このなお書きの中に入ってしまうように思う。

三木委員

中原委員が外貨だということであれば、通常会合で議論をすれば良いということではないか。

後藤委員

あるいは、本日の議論の中で外銀のクレジットラインが非常に絞られるとか、外銀は大体12月が決算期であるため、資金も取り難くなるといった話が出ていたから、先般の期末時と同じような格好で議事要旨の中で何かディレクティブの前の部分に入れるという工夫は出来ないのか。

三木委員

考え方の整理としては、通常会合できちっと決めた方が良い。

山本企画室参事

外貨繰りそのものに関する議論であればそういうことである。これが円貨についてであれば、解釈としては円投用の資金を潤沢に供給し、外貨への転換が進め易くなるように供給するというので、その意味合いが前の二つのセンテンスに込められていると解釈するかどうかということである。

三木委員

それは含まれていると解釈すれば良いのではないか。通常会合で別途にその点を決めるのは賛成である。

藤原副総裁

別途に決めるという案もどうかと思うが、言われる意味は良く分かるので、その辺のことは記者会見で総裁が明確に述べることでどうか。それともやはり文字の形で残した方が良いのか。私は中原委員案として賛成、反対のボートをする類の問題ではないと思う。

中原委員

それは考えて頂ければ勿論それで結構である。非常に重要な点であるから。

山口副総裁

外貨の直接供給は、本当のコンティンジェンシー時の対応策としては考えなければならないと思うが、一般的に日銀が直接外貨資金を供給していくことは出来ない。出来ることはやはり国内市場で円資金を潤沢に供給することにより、ドルの資金繰りがなるべくスムーズにいくことを期待し、促すことであろう。私も上の二段の中に精神は含めて良いと思うが、それに加えて最後の三行を仮に採択して対外的に説明することになると、外貨の流動性という言葉自体は相当センシティブな問題であり、なかなか説明し難い。国内市場で潤沢に供給するといえば良いのではないか。

中原委員

しかし、それは日銀がセンシティブなだけで、外は分かっている。このような話が次々と出てきている。従って、日銀も大蔵省もどうかしているという話が出てきている。指摘の点は私も勿論良く分かっているが、日銀

内でこのような議論が出たことを明らかにしておいた方が良いという意味で申し上げた。

速水議長

ディレクティブに加えると非常に複雑になるし、また新しい措置が出たということになる。現在のなお書きの中にそのことは含まれているということにし、新たにこのような議論が出たということは記者会見で話をする積りであるが、それで如何でしょうか。

中原委員

結構である。0.25%に下げろという話とは違い、これは別に固執する問題ではない。年末までは非常に重要な問題である。

山口副総裁

それは皆認識をしている。

速水議長

それでは、そういうことにさせて頂く。他に提案はありませんね。それでは、採決に入る。

山本企画室参事

提出されているのは議長案一本と理解している。「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拘らず一層潤沢な資金供給を行う。以上」。別添が対外公表文である。「平成10年10月13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」。以上である。

[政府からの出席者退室]

[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

ご報告します。ただ今の採決の結果、賛成 8、反対 1 ということで、賛成多数で可決されました。反対は篠塚委員です。

篠塚委員

反対意見を申し上げる。現在の長期におよぶ超低金利は異常な事態であると認識すべきである。これは金融機関に対する不良債権処理のための時間的な猶予を与えた狙いはあった。しかし、その効果は十分には得られず、実体経済、特に国民生活の拠り所としてきた土台を破壊してきた。日銀は

やり得ることと出来ないことの区別をすべきであり、目下は財政の効率的な発動、金融再生法制度のワーカブルな運用に向けて、提言をしていくべきである。以上の見解の下に反対した。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融調節方針として賛成多数で現状維持が決定された。金融市場局長はここに定められた方針に則って、金融調節に努めるようこれをもって指示する。なお、決定事項の公表は会議終了後約 30 分後に行うので、それまでの間は厳に出席者限りということにより、よろしくお願いする。以上をもって採決を終わり、最後に金融経済月報の検討に入りたいと思うが、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をお願いする。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もらおう。

V. 金融経済月報の検討

早川調査統計局経済調査課長

まず実体経済部分についてだが、冒頭の総括表現については従来、「わが国経済情勢は全般に悪化を続けている」としてきたが、今月は「わが国の経済情勢は依然として悪化を続けている」という表現を用いている。これは以前から秋口以降、総合経済対策等の効果が出てくると申し上げていた訳であり、現時点ではなお経済情勢全般に悪化していることを込めて、「依然として」という言葉を使っている。各論の各需要項目についての記述はご覧のとおりだが、基本的には特に大きな変更を加えていない。一番最後に所得形成と書いてあるところは、所得形成だけではなく、「企業収益が急速に悪化している」とか「企業の業況感が大幅に後退し、消費者心理も慎重化している。」といった点について、先般の法人季報、短観のデータによって確認されたことを付け加えている。

続いて、先行きについては変更ポイントのアンダーラインが沢山ある。一つは、「依然として」という表現を再度使っているが、「今年度下期にかけては政府の総合経済対策や今次金融緩和の効果が見込まれるため、これまでのような景気の悪化テンポは次第に和らいでいくことが期待できる。」と書いてある。以前から「さらなる悪化には徐々に歯止めが掛かる」と書いてあったのを多少トーンダウンしている。それに加えて、「しかし、上記のようなマイナスの循環の強さに加え、金融機関の不良債権問題に伴う貸出姿勢の慎重化等、金融面の重石をも考慮すると、速やかな景気回復は展望し難い状況にある。」というところについては、金融面の問題の大きさを若干プレイアップしている。「こうした状況を踏まえると、まず金融システムの早急な立て直しを図ることが不可欠である。この点今般、」の記述については、先にお送りしたものでは、「金融再生関連法案が衆議院を通過した」と書いてあるが、ご承知のとおり昨日成立したので、「金融再生関連法が成立したほか、公的資金による資本増強策を含む早期健全化スキームが、国会で議論されている。」としている。

中原委員

それも通ったのでは。

早川調査統計局経済調査課長

ただ今衆議院を通過したが、お送りした段階ではまだ色々議論が行われていた。かなり内容が固まってきたため、スキームというのはいかがなものか。少なくとも法案が国会で議論されている、という程度にした方が良かった。

中原委員

衆議院通過したとしてはどうか。

早川調査統計局経済調査課長

衆議院を通過したという方が良ければ、衆議院を通過したとする。「金融再生関連法が成立したほか、早期健全化法案が衆議院を通過した」と修正する。

山口副総裁

いつ発表の予定か。

早川調査統計局経済調査課長

本月例報告は発表が15日であり、現在の予定で法案は恐らく発表時点でも成立していないものと思われる。

中原委員

衆議院は通過している以上、そう書けば良い。

早川調査統計局経済調査課長

その後は、「これらの制度に基づいて金融システムの機能と信認の回復が図られていくことが強く期待される。」として、色々指摘があったようにスキームが出来るだけでなく、それに基づいて実際に機能と信認の回復が図られていくことが重要であるという意図を込めて書いている。加えて「個人所得・法人減税や、公共投資の追加的な景気対策が政府で検討されているが、これらについても、直接的な効果に加えて、企業・消費者心理の回復を促すといった点を踏まえて、早急に具体化されることが望まれる。」とした。これは先程ご説明したように消費者の心理の背景にもやはり先行きの色々な不透明感があることを踏まえている。

物価については需給ギャップの拡大に加えて、前回「前年比マイナスに転じつつある。」としたものを「マイナスに転じている。」と変えた。その後、「生産・所得・支出のマイナスの循環の強さを踏まえると、当面需給ギャップの拡大に歯止めが掛からない可能性が高まっている。」。これ

は政府の経済見通しを前提にしても恐らく需給ギャップの拡大が必ずしも止まらない、という感じだと思う。さらに「賃金の軟化」、あるいは「このところの円高」も物価の低下要因として作用する可能性がある。従って、「物価は、なお当分の間、下落基調を続ける公算が大きい。」と記述している。

山本企画室参事

続いて、金融部分である。パラグラフが四つある。第一パラグラフは長短市場金利の動きである。一段の金利緩和措置の実施を受けて「9月中旬以降、短期市場金利は全般に低下傾向を辿った。ただし9月末からは、わが国金融機関の年末越え外貨手当てに対する市場の警戒感が強まったことから、ジャパン・プレミアムが拡大に転じ、あわせてユーロ円金利も小幅反発した。」。次は長期金利についてである。「長期金利は、経済の先行きに対する不透明感が一段と強まったことから、大幅な低下を示した。」。

第二パラグラフは株価と為替相場である。「株価は、世界的な株価下落に対する懸念や実態経済指標の一段の悪化、金融システム問題を巡る不透明感の持続などを背景に引き続き下落傾向を辿り、10月入り後は、一時、バブル崩壊後の最安値を更新した。」。為替の円相場の方は、「米国景気に対する先行き不透明感の台頭などから、10月上旬、急伸した。」。

第三パラグラフと第四パラグラフは量的側面に関わる見解で、まず「資金需要面では、実態経済活動に伴う資金調達ニーズは後退しているとみられる一方で、大企業を中心に、不測の事態に備えて手元資金を厚目に確保しようとする動きが広がっている。こうした資金需要の高まりを背景にマネーサプライ(M2+C D)は、夏以降、伸び率を若干持ち直している。」。後段は資金供給サイドの記述である。「金融機関の融資姿勢は、わが国金融機関を取り巻く厳しい市場環境や企業業績の悪化を眺めて、一段と慎重なものとなっている。CPや社債の発行は大企業を中心に着実に増加しているが、中堅・中小企業や格付けが相対的に低めの企業にとっては、資本

市場調達は引き続き容易でない状態にある。こうした厳しい金融環境が企業活動や実体経済にどのような影響を与えていくか、今後とも注意深く点検していく必要がある。」というまとめをしている。

三木委員

変更点の確認であるが、「金融再生関連法が成立したほか…」。

早川調査統計局経済調査課長

「金融再生関連法が成立したほか、公的資金による資本増強策を含む早期健全化法案が衆議院を通過した。」。

中原委員

これは全く文章上のことだが、先行きの部分で、「悪化テンポが次第に和らいでくる」というのは適切な表現ではないと思う。「和らぐ」とは何となく不明確である。その二つ下の「重石」というのは「おもし」と読むのか。下から5行目の「これら制度」と、下側の「これら」とが二つ続く。これはエッセンシャルなことではないが…。今一つは金融面のサードパラグラフに、「金融の量的側面をみると、資金需要面では、実体経済活動に伴う資金調達ニーズは後退しているとみられる。」とあるが、後退しても貸してくれないこともある。

山本企画室参事

「資金調達ニーズ」という用語は、——実は「資金需要」と書こうとしたが、——あくまで実体経済活動に伴う資金需要の総量は減少に向かっていることを書こうとした。一方で予備的動機に基づく資金需要がこの総量を復元する…。

中原委員

実体経済に伴ってと言うが、運転資金ですら貸してくれない。

山本企画室参事

ただ、資金需要の総額自体は減少してきていると思う。まさに記述の仕方としては、貸してくれないから資金需要が表に出てきていないのか、あるいは借り難いので設備投資が落ち、その結果、表面の資金需要として現れていないということも確かに含まれている。そこは下の融資姿勢の記述をみて頂きたいが、実は融資姿勢に関する表現は「一段と慎重なものとなっている。」と従来よりも明確に書かせて頂いている。

中原委員

「眺めて」というのは、誰が眺めているのか分からない。いずれにしても、実体的な問題は三木委員が専門であるが、実際にニーズは後退しているのか。

三木委員

厳密には二つある。実体経済活動に伴う資金需要は、飽くまでも前向きな資金需要であり、これ自体が減っているのと、後ろ向きの資金については貸し渋りに伴い、量的に表われないということの二つが入っている。そこまで表現しようとするると複雑になる。

中原委員

しかし、全国的に貸してくれないという声は多い。

早川調査統計局経済調査課長

色々指摘があったが、「悪化テンポは次第に和らいでくる」と申し上げたのは、悪化テンポは鈍化するという表現よりも、日本語として和らぐ方が自然だと思ったまでである。「これら」が重なる点については、後者は「この点についての」という表現もある。「金融面の重石」については…。

三木委員

ひらがなで「おもし」としておけば良い。「重石」とは余り使わない。

藤原副総裁

「重石」は余り使わないかもしれない。

早川調査統計局経済調査課長

「制約」か。

藤原副総裁

「制約」が宜しいのではないか。

早川調査統計局経済調査課長

「金融面からの制約」ですね。

「これら」が重なる点については、後者は「この点についても」という受け方でいく。「和らぐ」は直ちに…。

後藤委員

「和らぐ」は良いのではないか。テンポが和らぐという意味で。

藤原副総裁

資金調達ニーズの部分は、後退という言葉が減退にすると意味が変わるか。

山本企画室参事

多少定量感が出てくるので、その方が良いかも知れない。

藤原副総裁

「眺めて」は、「を反映し」でも良い。

速水議長

それで宜しいですか。

早川調査統計局経済調査課長

再度読ませて頂く。「和らいでくる」はお許し頂くことにし、先行きの部分の5行目、「金融面の重石」と書いてあるところを「金融面からの制約」、先行きの下から2行目、「これらについても、」を「この点についても、」と変えさせて頂きたい。

山本企画室参事

金融の方は、第三パラグラフ、「金融の量的側面をみると、資金需要面では、实体经济活動に伴う資金調達ニーズは減退しているとみられる一方で、」以下同文である。第四パラグラフ、「もっとも資金供給面では、金融機関の融資姿勢は、わが国金融機関を取り巻く厳しい市場環境や企業業績の悪化を反映して、一段と慎重なものとなっている。」。

速水議長

採決をお願いします。

[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

小池室長

報告する。ただ今の採決の結果、全員一致で可決された。

速水議長

それでは、ただ今決定頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分
は必要があれば執行部で修文させて頂きたい。本件の対外公表は10月15
日木曜日の午前9時20分に行う。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事はすべて終了した。次回の金融政策決定会合は10月
28日水曜日に予定している。

(午後3時46分閉会)

以 上