

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年11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（13:13～16:54）

経済企画庁 今井 宏 政務次官（9:02～12:19）

新保生二 調査局長（13:13～16:54）

（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

稲葉延雄

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

金融市場局金融市場課長

雨宮正佳（13:13～16:54）

企画室企画第2課長

田中洋樹（13:13～16:54）

企画室調査役

門間一夫

企画室調査役

栗原達司

I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時2分開会)

本日の取り進め方を申し上げておくと、まず前々回会合の議事要旨の承認を行って頂く。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って頂き、もしあれば政府からの出席者の意見を賜った後に、当面の金融政策運営方針を決定したい。今回はその後で、企業金融円滑化への対応として、CPオペや貸出に関する工夫について執行部が説明してから委員による検討を行い、必要な事項を決定して頂くことにしたい。最後に金融経済月報に掲載される経済および金融情勢に関し、委員会として基本的見解を取りまとめることとしたい。本日、政府からの出席者として大蔵省からは午後のセッションから谷垣政務次官、経済企画庁からは今井政務次官が出席されているが、午後のセッションでは新保調査局長が代って出席される予定になっている。

最後にお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としている。委員および政府からの出席者におかれても、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 議事要旨(10月13日分)の承認

速水議長

それでは、前々回10月13日決定会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨に異議があるでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようであれば、政策委員会としてこれを承認したい。なお、本議事要旨は11月18日水曜日の午後2時に公表する予定である。

[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を始める。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告をして頂きたい。

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

それでは、資料1「金融調節と金融市場動向」に沿って説明をさせて頂く。前回会合以降の短期金融市場の動きをみると、まずオーバーナイト・

レート加重平均ベースは、月末、月初においてはやや強含む場面もあったが、総じて0.20%ないし、それを下回る水準で弱含みに推移した。特に、6日以降は0.20%を割り込み、既往最低水準を相次いで更新するに至っており、昨日は0.15%まで低下している。これは、本行の潤沢な流動性供給に伴う準備預金の積みの順調な進捗に加えて、先月下旬に預金保険機構の長銀向け貸出資金が一時市場に大量に滞留した後遺症もあり、資金出し手サイドの姿勢が積みの最終局面に向けて極端に弱気に振れたことによるものである。これに対し、当方では月末、月初の四日間を除いて、リザーブ・ニュートラルの調節を続けた。マーケットでは本日が積み最終日であるが、本積み期は既に勝負がついたという雰囲気強く、取り手優位の地合いを変えるまでには至らなかった。実際、今週に入ってから出し手が資金を出し急ぐため、9時20分の定例オペ前からかなり大量の出合いが低いレートでつき、一日の基調が決まってしまう異例の展開となっている。この結果、本積み期間中の加重平均は昨日までの段階で0.2246%と、過去最低の水準となっている。

一方、ターム物レートであるが、各行の年末外貨資金繰り対策の本格化に伴う円投需要の増大等を背景に11月上旬まで2か月物以上の年末越えを中心に引き続き上昇傾向を辿ってきた。例えば、ユーロ円TIBOR3か月物は28日の0.70%から10日には0.74%まで上昇している。こうした状況下、私共としては年末資金繰りを巡る勝負どころと判断し、12月末越えの資金供給を一気に積み上げるオペレーションを実施した。本日段階では、レポ・オペで11本、5兆1,000億円、CPオペで8本、2兆9,000億円、買入手形で9本、3兆2,000億円、合計11兆1,000億円の年末越え資金を供給している。因みに、昨年同時点が3兆円である。この結果、前回会合以降の12営業日で7兆5,000億円の年末越え資金を供給したことになる。こうした私共のターム物レートの上昇抑制にかける強い意思表示の効果もあり、ここに来てターム物レートの上昇に一服の兆しが窺われている。例えば、小数点4位までのベースでみると、23営業日連続して上昇してきたユーロ円TIBOR3か月物レートの変化幅は一昨日、昨日と

も横這いとなっており、また、ユーロ円出合いレートでみると、昨 12 日には年末越えの 2 か月以上のレートが久方振りに 1~3bp 下がっている。

これは私共の年末越え資金の大量供給の効果に加え、主要邦銀の外貨調達に円投を中心に急速に進展しつつあること、さらには最近の F R B のグリーンズパン議長の発言に象徴されるように、一頃強く懸念されていた欧米マーケットでの信用収縮の動きに歯止めがかかりつつあるため、マーケットに若干安堵感が広がっていること等を背景にしたものと思われる。もっとも、これで年末資金繰り問題が山を越したとみる向きはほとんどなく、正念場は 11 月後半以降とする見方が支配的である。私共としても今後が胸突き八丁と認識しており、引き続き C P オペを中心に持てる調節手段をフルに活用して、年末越え資金の大量供給を来週以降も継続し、ターム物レートの落ち着き確保に全力を上げて参りたいと考えている。

三木委員

ターム物につき再度詳細に説明願いたい。

山下金融市場局長

12 月末越えの資金供給であるが、ここへ来て一気に積み上げたということであり、本日までのオファーベースでは、レポ・オペが 11 本、5 兆 1,000 億円、C P オペが 8 本、2 兆 9,000 億円、買入手形が 9 本、3 兆 2,000 億円で、合計 11 兆 2,000 億円である。昨年同時点では 3 兆円であった。前回会合以降では追加的に 7 兆 5,000 億円の年末越え資金を供給したことになる。11、12 日から明らかに基調が変わってきた。ターム物は上昇が止まり、出合いレートが多少下がったし、ジャパン・プレミアムも多少下がってきている。

後藤委員

ユーロ円 3 か月物の金利については、私も意外に思っで見えていたが、C P のレートはどうか。やはり多少落ち着いて来ているのか。

山下金融市場局長

CPレートは急速に下がってきている。私共が年末越えを中心に大幅に積み上げてきているため、例えば昨日は0.4%台と銀行からの調達金利より遥かに低い金利で年末越えが出ている。勿論、格付けによって異なるが、A-1格では銀行より遥かに低い水準で取れる状況になってきており、CPマーケットの雰囲気は最近の私共のオペの積み上げで一変している。例えば、昨日は A-1+の先がスリーマンスで0.34%、 で0.36%程度のレートで出ている。

中原委員

先程11月の後半以降が正念場だと説明していたが、どういう意味か。半分以上の金融機関は年末の手当がついているのではないか。

山下金融市場局長

外貨資金調達については、今回は相当の危機感を持って、相当早目から円投を中心に資金調達を行い、要調達額についてかなり目処をつけつつある感じだと思う。ただ、実際の円ベースでの調達については、彼等も外貨を中心に行ってきたため、基本的にこれから出てくるであろうということであり、企業金融の方もこれで決着がついた訳でもない。今一つは、環境が変わらないことを前提にしたものであり、今後銀行の中間決算の数字が出てくると、11月後半に向けて収益絡みの話が色々出てきて、株の動向など銀行を取り巻く外部環境も変わってくる。その意味でまだまだ予断は許さない。最後の詰めが最も重要であるということで胸突き八丁と申し上げた。

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して下さい。

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

円相場は昨日のニューヨーク市場で、一旦 124 円 09 銭まで円安化している。円が 11 月 3 日以降軟調に推移してきた背景としては、大きく四点挙げられる。一つは 10 月 30 日に G 7 のステートメントが発表され、ブラジルの金融支援パッケージ問題が早期に纏まる期待が強まってきたこと。二つ目が米国の中間選挙で民主党が予想外に健闘をみせ、クリントン大統領の支援材料になったこと。三つ目はグリーンズパン議長がスピーチで米国の金融市場が好転しつつある兆しがあると発言したこと。四つ目が直近のイラクの国連査察活動への協力停止に伴いアメリカのテレビが今週中にも米国のイラク攻撃があると報道したことである。特に、昨日アメリカのテレビ会社が再び米国のイラク攻撃があると報道したこともあり、ドル買いが強まった。また日経平均株価も昨日は下落したため、円は軟調に推移した。この間、円の支援材料としては追加景気対策、特に党首会談でどこまで踏み込んだものが出てくるかが注目されている。また、米国が 17 日の F O M C で追加利下げをするかどうか市場が注目しているが、昨日のニューヨークでは景気対策が 20 兆円と報道されたのを契機にヘッジ・ファンドのドル売りも出たため、円が 124 円台から 122 円まで戻り、現在その水準で推移している。

一方、マルクの相場は、10 日以降反転横這いの状況である。それまでロシアのエリツィン大統領の健康問題、ドイツの新政権による利下げ催促的な発言が相次いだこと、ユーロ参加国のスペイン、ポルトガルが相次いで利下げをしたことに伴いドイツの利下げ期待が市場に強まったことを受けて軟調に推移していた。結局先週の理事会で利下げが見送られたため、持合いに転じ、昨日のニューヨークの終わり値は 1.68 のミドルである。こうした円／マルクの市場の地合いをオプションの動きでみると、リスク・リバーサルはドル／円、ドル／マルク共に直近ではゼロ近傍までドル・プットオーバー幅が急激に縮小している。これは、ブラジル支援が纏まりそうな期待やグリーンズパン議長の発言、イラクの問題等が背景にあ

る訳である。ただ、市場ではそうしたファクターはいわゆるイベント物と言われており、結果が期待と違う形に出ると逆に大きく振れる可能性もあるため、必ずしもドルが強いというセンチメントが市場に定着しつつあるとは指摘し難いところである。また、ボラティリティの動きもドル・サポート材料が多いが、円については景気対策がどのようなものになるか注目されており、その点は昨日のニューヨークで 20 兆円の話が出た途端にレートが大きく動いたことから裏付けられる。

この間のアジアの通貨について、全般的な動きを申し上げると、円の軟調に加えて各通貨固有の事情を背景として、足許やや軟調に推移している。シンガポール当局が 99 年の経済見通しを下方修正しているのが特徴である。98 年の経済予測として 0.5% から 1.0% と示されているが、当初はこれが 0.5% から 1.5% であったので、レンジの上を下方修正している。当局は併せて 98 年の第 3 四半期からリセッション入りという見解を示しており、こうしたことが嫌気されて、シンガポール・ドルが軟調に推移している。その他では、台湾の輸出が 10 月は大きく落込んでいる。輸出は日本、香港向けを中心に大きく落込んでいるが、輸入面でも戦闘機をフランスから輸入したこともあり、貿易収支が大幅な赤字になっている。従って、台湾ドルに売り圧力が掛かっているほか、国内の金融市場面では自動車あるいは建設関連会社の行き詰まりに加えて、直近では短資会社の行き詰まりも表面化してきたこともあり、多少混乱が生じつつある。このため、台湾中銀は 11 日に公定歩合を 5.125% から 5.0% に引き下げたところである。

米国の金融市場動向を一言で申し上げると、最近グリーンズパン議長がコメントしているとおり、落ち着きの兆しが出てきている。例えば、格付け別にみた社債と 10 年国債のスプレッドの動きでは 8 月 17 日のロシアのモラトリアム宣言以降、F e d が二回目の利下げをした翌日の 10 月 16 日までの間、社債のスプレッドは上昇し以降縮小に転じている。直近の 8 月 17 日対比のスプレッドの拡大幅は、例えば B a a でみて 11 月 10 日は +78 になっており、L T C M の話が市場に伝わり出す直前のタイミングである 9 月 22 日の +61 に近い水準まで下がってきている。この間、リスクの低

い債券の方が当然ながらスプレッドの上昇幅は小さく、訂正の縮小の動きも大きい。同様に金利スプレッドの動きも、例えばC PのT B対比のスプレッド拡大幅は、直近11月11日で+20と9月22日の+19と同じような水準になってきている。また、リクイディティに対する選好を同一信用リスク、同一価格リスクの債券の比較でみてみると、10月6日にかけては一般国債に投資が集中し、一般国債と物価インデックス国債(T I P S)との間のプライス格差に変化が生じているため、計測される期待インフレ率がC P Iからかなり乖離した形になっている。ただ、その後は振れは窺われるものの、徐々に元に戻る形に修正されつつある。最後に株式市場では10月15日にFedが利下げをしている訳であるが、一つの例示として、その後株式投信に安定的な投資資金が流入してきている。また、10月後半以降、社債の起債も活発化しつつあり、例えば11月10日には通信関係のスプリント社が30億ドルの起債を計画したところ市場からは120億ドルの応募があり、結局50億ドル調達したと伝えられている。

以上要するに、かなり改善が目立っている訳であり、スプレッドの拡大幅はL T C M事件の直前に戻ったような形と見受けられるが、それを以ってヘッジファンド絡みの市場収縮が収まったとするのはやや尚早ではないかと思われる。この間、ブラジルを中心とするラ米の事情についても、G7のステイトメント以降は多少地合いが好転する動きもあった訳であり、その分も含めて9月22日頃の水準に戻ったということである。しかし同時に、スプレッドの状況も過去のレベルと比較すると、まだまだ格差は歴然としている。現状、ロシアやブラジルの情勢は決して楽観は許されないと思う。ブラジルについては、本来であれば週初にI M Fとの間のレター・オブ・インテントが出ると市場に伝わっていたが、それが遅れており、現時点まだ出ていないし、ヘッジファンド絡みの全ての影響が市場に出尽くしたとみるのも時期尚早かと思われる。従って、市場自体に不透明感、警戒感が強く残っている状況である。

最後に、米国の第3四半期のG D Pが前期比年率で3.3%と公表されている。上昇要因の一つとして、寄与度で1.0%になるが、在庫の積み上が

りが大きく寄与していると言われている。一方で設備投資については、寄与度で-0.1%と、実に91年第4四半期以来のマイナスとなっている。また、例えば10月の指標のうち雇用については、非農業部門の雇用者数の増加が11万6,000人と発表されているが、うち製造業は5万2,000人の減少である。また、NAPMの指数の中で新規受注指数は96年5月以来の50%割れになっており、いずれも製造業の不振を示している。今期も設備投資は余り期待出来ないと予想される。また、個人消費についても、第2四半期のGDPに対する寄与度は4.1%であったが、第3四半期では2.6%と大幅に低下している。可処分所得が小幅な伸びに止まっている中で貯蓄率は現在一段と低下しているだけに、今後消費による下支え効果は限定的にならざるを得ないとみられている。外需についても、目先好転が見込まれるファクターはほとんどないと言って宜しいかと思う。そうした意味で、米国の景気の減速は必至という声が市場では大勢になっている。因みに、11月のブルーチップ社のGDP見通しでは、第4四半期は前期比年率で+2.1%、99年の第1四半期が+1.7%となっている。

中原委員

ロシアのリスケ等は巧くいっていないと聞くが、大変難しい交渉になっているのか。

村上国際局長

8月17日にモラトリアムを宣言してから90日後という最近ロシア当局が発表したデッドラインによれば、今月の14日が期日になっているが、債権団との間の話が纏まったとの確報は伝えられていない。加えて、短期国債の中長期債への切り替え問題についても、ロシア側がかなり自分の言い分を強く主張している。全額ルーブル建ての形でキャッシュで返す、あるいはルーブル建ての債券に切り替えるといったことを主張しており、債権者側と合意をみるところまではまだ至っていない。交渉が難航しているのは委員の指摘のとおりかと思う。

中原委員

ブラジルに悪影響を与えるのではないかと心配しているようであるが。

村上国際局長

ロシアがどのように交渉に臨めばどのような結果が得られるかをブラジルはよく見ていると指摘されている。ブラジルも短期の国債、特にドルにリンクした国債をかなり出しており、それを非居住者が相当持っていると言われているため、これの処理が非常にクルーシャルなポイントになっていると思われる。

速水議長

次に村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告をお願いする。

3. 経済活動の現状評価に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

資料3「経済活動の現状評価」に添って説明する。まず概況であるが、現状認識のポイントを申し上げますと、最終需要については公共投資の発注が大幅に増加している。反面、最近では個人消費の弱さが再び目立ち始めている。在庫調整については耐久消費財等を中心に一定の進捗がみられるが、依然在庫調整圧力が残っているため、生産は弱含みを続けている。また、当面の資金繰り確保への不安感が企業の支出活動を抑制する方向へ作用している。さらに、家計の所得環境は厳しさを増しており、これが個人消費の更なる慎重化に繋がっている。物価面については国内卸売物価が引き続き下落基調にある。その他の物価も軟化を続けている。以上を総括すると、現在のわが国の経済では実体経済の悪化と物価の下落が同時進行する下で、金融機関や資本市場の投資家のリスク回避性の強まりがこうした経済動向と相乗作用を起こしていると言える。当面の本邦企業の年度末越

え資金確保に関しては、大企業においても調達の困難化を訴える先が増加している状況である。また、現地法人や海外支店においては外貨繰りに支障をきたしている先が少なくない模様である。

こうした経済情勢を踏まえると、今後第一次補正予算による公共投資が増加しても、民間需要を喚起する効果は限定的なものに止まる可能性が高いといえる。加えて、家計の支出スタンスが一段と緊縮的になる兆しが窺われており、少なくともしばらくの間は国内民需の減少に歯止めがかかるとは考え難く、需給ギャップの縮小は展望し難い状況にある。従って、今月中旬を目処に新たに策定される予定の経済対策の内容と規模がどのようなものになるかが重要である。また、今後金融機関への公的資金による資本注入が実施に移されることが予想されるが、資本注入により金融機関の貸出姿勢が速やかに緩むとは考え難いだけに、今後景気をみる上では引き続き金融面からの制約を念頭に置く必要がある。また、来年入り後には物価全般の下落テンポが幾分早まっていく可能性が高いとみられる。

以下、各論であるが最終需要については、公共工事の請負金額が9月は、前月比+28.2%と顕著に増加している。公共投資関連材出荷もこれまで発注が比較的遅れていた橋梁等も出てきたため、9月には前月比+8.1%と増加に転じている。輸出は7~9月に+1.7%と緩やかながら増加に転じつつあるが、先行きについては今後米国経済のスロー・ダウンが予想されるほか、東アジア経済についても底入れ時期がまだ見えない状況であり、増加に転じたとしても来年度にかけては小幅な増加に止まると考えられる。また、現在米国の金融面は小康状態にあるが、金融面の変調の影響が大きくなった場合、あるいは中南米の危機的状況が生じる場合には、米国経済が大幅に減速し、我が国の輸出増加シナリオが崩れるリスクも否定できないところである。

次に企業財務、設備投資についてであるが、企業の資金調達は中小企業においては一部に信用保証の活用により、資金調達の確保に一息ついた先もみられるようである。ただ、全般的には、収益の悪化と大手銀行の貸出抑制スタンスとが相俟って、資金繰りはまだ厳しくなっている状況である。

大企業においても年末資金や社債償還資金を早目に調達しようという姿勢がこのところまた強まっている。一部の優良企業とそれ以外の企業で資金調達コストの格差が開いており、かなりの有名企業であっても信用力の見劣りする先では低コストでの年末資金調達が困難になっている先が多い。企業収益について、今後115円近辺の為替レートが続く前提で予測をしてきたが、ここ4、5日の動きをみると、かなり円安の方向に戻ってきている。従って、今しばらく様子を見ないと、為替の企業収益に与える影響は分からない状況に変わってきている。ただ、為替の影響を除いてもこの下期は相当な減益になるため、ベーシックなところは変わっていない。こうした収益状況の下で、設備投資の先行指標である機械受注の動きは7～9月の減少の後、10～12月についても-6.3%と再び減少幅が大きくなっている。9月に一時的に+9.2%と伸びているが、これは恐らく一時的なものと考えられる。設備投資に与える金融面の影響については、仮に企業が先行きの資金繰りに一段と不安感を高めるような事態となれば、長期的に資金を固定する設備投資をさらに大幅に削減する可能性もあり得るとみている。今後大企業についても設備投資計画抑制の動きが広がる可能性は十分に留意を要する。法人企業動向調査によると、この下期の設備投資は前年比で-6.8%と再び減少テンポが拡大する計画になっている。なお、倒産動向を調査する民間機関では、この年末にかけて企業倒産が増える可能性を指摘している。

次に、家計支出のうち個人消費については、これまで一進一退を続けてきたが、このところパソコン等の家電を除いて総じて弱さが目立っており、今後とも個人消費は弱含みで推移する可能性が高いとみられている。10月入り後の販売動向は、パソコン、デジタルカメラといったデジタル家電が好調を持続している反面、基本的には百貨店、スーパー等の売上高は衣料品を中心に落ち込んでいる。ただ、スーパーについては、この11月に大手を中心に消費税還元セールと銘打ち、期間限定の1週間から10日間の5%引きのセールを実施しており、かなり大きな売上増を示している。こうした動きが全体にどのような影響を与えるのかまだ定かではないが、

11月にはスーパーについて若干良い数字が出る可能性がある。10月の乗用車販売については、軽自動車の新型車が集中投入されて大きく伸びている反面、一般乗用車が前月比-12.1%とかなり大きな減少となっている。この結果、軽自動車を含む登録台数ベースでは前月比+2.7%増加しているが、軽自動車は値段が安いため、金額ベースではむしろ幾分減少している可能性が高く自動車販売は全体としては余り良くないと判断している。因みに、11月10日までの一般乗用車の登録状況は、前年比-5.6%である。季調後では10月比若干増えるが、それでも7~9月対比10%弱のマイナスになっており、地合いは良くない。なお、軽自動車については11月の受注は好調であると聞いている。

以上のような最終需要を受け、生産は企業からのミクロ情報等を総合すると、目先弱含みないしは横這い圏内で推移した後も、年度末にかけて目立った回復は見込み難い状況である。全体としてはなお相当の在庫調整圧力を残しているだけに、今後個人消費などの国内需要が弱まる場合には、在庫調整がなかなか進まない可能性がある点に留意が必要である。なお、この10~12月の生産については自動車が比較的高い生産計画を作っている。軽自動車メーカーが新製品投入により強気になっているほか、一般乗用車についても軽自動車とはそう競合しないとの見込みの下に強気の需要見通しを作っている。期待需要が大きく膨らんでいる訳であるが、足許の販売が低迷すれば、実際には増産計画が下振れする可能性が高いと考えられる。

労働需給はまだ悪化を続けており、完全失業率は若干低下しているが、いわゆる就職をあきらめて非労働力化した人が増えている状況であり、実態は良くない。有効求人倍率も9月は0.49倍と既往ボトムを更新している。労働力率は最近は男女ともかなりシャープに落ちている。雇用者数の推移をみると、従業員5~29人の零細企業の雇用者数前年比は98年入り後かなりの勢いで伸び率が鈍化している。これがこれまでの労働需給悪化の一因であった。加えて、30人以上の事業所もこのところ前年比のマイナス幅が拡大している。こうした大企業においてはバブル崩壊後かなり早く

からリストラを進めていたため、最近は一巡した形になっていたが、再び大企業も雇用調整を始めたということである。次に、雇用者所得は98年の6~8月にかけて特別給与、即ちボーナスが前年比3.9%のマイナスとなったことから、全体でもマイナスになっている。足許は特別給与のマイナス幅の影響が少なくなったため、前年比のマイナス幅は若干縮小しているが、冬のボーナスについてはかなり前年比を割る見込みである。因みに、日経連ベースで見てもマイナスになる。中小企業を含めれば、さらに大きなマイナスになる可能性があり、年末にかけては再び雇用者所得の前年比マイナス幅が拡大するとみられる。

最後に物価の動きについては、輸入物価の円ベースは9月、10月とかなり大きく前月比マイナスになっている。これは為替が円高に振れた影響であり、こうした輸入物価の下落が今後卸売物価に波及することが考えられている。因みに、10月の卸売物価は夏季電力を除いた実勢で前月比-0.4%と、かなり大きな低下を示している。国内商品市況も最近は大きく下落している。内訳を見ても例えば鋼材、木材などでは公共事業の効果が期待される場所であるが、特に鋼材にみられるように、今のところ公共事業の発注増の効果が顕現化していない。企業向けサービス価格についても、このところ低下テンポが幾分速まっている。総平均あるいは国内需給要因だけを取り出したものでもこのところ下げ足を少し速めている。内容的には不動産の賃貸料あるいは賃貸サービス、土木建築サービス等が下落している。今後も賃金の低下あるいはオフィス需給の緩和等を映じて、こうした企業向けサービス価格の軟化傾向が続くと考えられる。また、消費者物価についても前年比のマイナス幅を徐々に拡大しつつある状況であり、今後物価の下落幅が拡大し、実質金利が上昇していくことについては十分な注意を払っていく必要があると考えている。

後藤委員

9、10月の円高が卸売物価に響いてくるまでのタイムラグは、どの程度とみれば良いか。

村山調査統計局長

商品にもよる。

後藤委員

例えば石油では、どうか。

村山調査統計局長

石油については、従来原油価格が下がった場合には、大体2か月程度で効いてくる。ただ、最近それが若干速まっている可能性があるため、1か月から2か月と考えて頂ければと思う。ただ、値決めの方式が原油価格が下がった場合と為替円高になって仕切り値が下がった場合とでは若干違っており、原油価格が下がった場合にはストレートに響いてくるが、為替の場合には全額すぐには反映しないフォーミュラになっているため、その辺は少し時間をおいて出てくる可能性もある。

三木委員

現在の円高からくる輸入物価引き下げの影響は、ある期間については若干影響が出るということなのか。

村山調査統計局長

一旦そこで、ワンス・アンド・フォー・オールの下げがあるということである。

三木委員

ただ、現状はこれだけ需給ギャップを抱え需給バランスが大幅に崩れている中に円高の影響が入ってくる訳であり、需給バランスからくる競争条件に、円高による輸入価格の低下に応じて国内の製品価格も下げざるを得ないことが懸念される。

村山調査統計局長

従って、現実に国際相場にリンクしている商品を中心に、国内商品相場が下がっている。

三木委員

しかし、この影響は続くと思われ、若干心配である。現在の個人消費動向の中で、白物家電と称される洗濯機、冷蔵庫、エアコンなどは製造業の立場からみると非常に大きなウエイトである。単価的にはデジタル家電の方が高いが、製造業の生産を支え、そのバックにある雇用を支えるという意味では非常に大きなウエイトになっている。その白物家電が、この3か月間を通して前年比プラスになっている。その調子で家電の新年度にも入っており、ある意味では個人消費あるいは景気を支える一つの底打ち感という点で非常に良いデータだと思う。住宅は売れていないが、こうした白物家電が出ているということは、ある意味では住宅投資についても年率114万戸程度のレベルにきており、底を打ったということもあるのだろう。また個人の消費に対するマグマが溜まりきっているため、洗濯機等も電気メーカーが新しい商品を開発したことにより、爆発的に売れ出した。やはり新商品の開発が個人消費を刺激する面が出てきていると思う。そうした個人消費の溜まっているマグマを引き出すような政策が今後必要なのではないか。

村山調査統計局長

ご指摘のように、デジタル家電だけではなく、エアコンを除く白物家電に多少動意がある。ただ、最近の特徴は所得面でかなり制約があるため、一つの品物が売れると他の物が減少するという、いわゆる一進一退になっており、例えば国内旅行等がかなり不振になってきている。従って、なかなか全体としては伸びていかない状況である。

速水議長

次に、山本企画室参事から最近の金融面の動きについて報告して頂く。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室参事

それでは、資料4に沿って、まず最近の金融市況、特にインターバンク市場の動きを説明する。3か月物ユーロ円金利は、この1か月間0.6%前後の水準から0.7%台前半の水準までじり高の展開であった一方、TBの流通利回りが9月の半ばから急落し、ついに0.005%とほぼゼロ%をつけるに至っている。結果的に、金利格差は0.7%台と昨年末とほぼ同様の水準になってきている。この間の動きを若干振り返ると、日本の銀行のドル資金調達に関係するジャパン・プレミアムは引き続き年末越えのためにじりじりと上昇し、ドル調達が一段と困難化した。このため、日本の銀行は円資金を調達して為替市場でスワップをかけることをかなり大規模に行った訳である。この結果、円資金の調達金利は、ユーロ円金利がじりじり上がる形で上昇してきた。直先スプレッドの動きをみると、日本の銀行が円を調達し、それを大規模にスワップをかけて外貨に換える動きをしてきたため、かなり拡大した。この間、日米のTBの金利格差はむしろ減少していたにもかかわらず、直先スプレッドの方は拡がるという動きになった。相手方となっている外銀にとってみると、かなり有利な円の調達が出来たようになった訳で、外銀の円転コストはじりじりと下がり、仮にTBレートがゼロであっても鞘が抜ける状態になっている。現在TB金利はゼロの状態である。日本の銀行のドルの調達ないしはそのスプレッドが国内に転嫁され、国内でこうした動きになっている訳であり、年末越えのドル資金調達、ドルの流動性リスクに対する市場の警戒感が国内金融市場にも反映されてきたということである。

ただ、先程山下金融市場局長から報告があったように、ここへきて市場の極めて強い不安感は若干薄らぎつつあるという感じがある。現物レートと金利先物のレートをみると、現物レートがじりじりと上がる過程で先物

も結果的には引っ張られ、この1か月程はじわじわと上がってきたが、先週辺りからは先物は反落している。本日、12月限は0.60%の水準、3月限が0.49%の水準である。その意味では、先物が一つ先取りする形で落ちてきたことと、ジャパン・プレミアムやユーロ円金利の現物もやや頭打ちの感じが出て来ている。邦銀の外貨調達には専ら円投に依存したものであったが、既に先週までの間に三分の二程度が終ったことと国際的な金融市場の信用収縮懸念が少しずつ薄らぎつつあることが影響しているものと思う。

ただ、まだ現物レート自体が明確に下がって来た訳ではないため、現物レートが今後どうなっていくか、また、最近まで日本の銀行が外貨調達に不安を持ち、企業の年末越え資金もなかなかコミットしてこなかったため、今後企業金融にどこまで届いていくかが一つのポイントになる。そこで、最近の社債の流通利回りをみると、絶対水準は既に長期金利がかなり低水準にあるため、全体としては低い水準にあると評価できるが、格付け別のスプレッドは、再度ここへきて上がり始めている。トリプルBと国債とのスプレッドおよびシングルAと国債とのスプレッドは足許へきて、金利差がじりじりと開いており、業績悪化に対する懸念を反映して市場の不安感はかなり強いものがある。トリプルBクラスとなると、引き続き社債市場での発行は極めて難しい状態が続いている。同じように、CPでもそのクラスの企業は発行が難しい状況である。これまでのところは、社債もそこそこ発行され、資本市場での調達が企業金融の一つの支えになってきた。今後はバブル期に発行した転換社債が転換できないまま、来年3月頃の約1か月間で3兆円の償還を迎えることになっている。この中にはシングルA格以上のものもかなり入っており、その辺りは恐らく今後再度社債発行やCP発行を増やしていくことになると思う。問題はこの間に格付けが下がってしまった大企業であり、トリプルBクラスの先は、資本市場での発行が難しいため、再度銀行借入ないしは生保の借入に向かってくるはずである。

生保5社の貸出の計数をみると、最近では小幅のマイナスが続いている状

態である。ただ、生保はこの間に社債を相当購入しており、その意味では事業債経由で企業金融に資金を入れてきたともいえる。ヒアリング等を行うと、生保の場合は年金の予定利率等を払っていかなければならないため、企業向け貸出ないしは社債以外の運用は実際には難しいということであった。つまり、国債金利では鞘が抜けないし、株や不動産、外債投資はここへ来て難しくなっている。勿論コールへ運用すると完全な逆鞘状態であり、貸出や事業債へ向かうインセンティブは非常に強い。ただ、先程申し上げたように、生保自体は利鞘を確保しようとする一方、大企業で格付けや業績が悪化している先は資本市場での調達ができなくなっている。こうした企業による生保等への借入の打診が増えているが、生保から大きなスプレッドを要求される状態で交渉が進められている。

最後に、民間銀行貸出については10月の数字が昨日公表になり、地銀の償却要因等調整後の実勢が0.8%、都銀の実勢が-0.8%、5業態計が-1.4%である。新聞等で報道された表面上の数字は-3.3%と、償却がかなりあったことに加え清算事業団の銀行借入が一般会計に承継されたため、表面上はだいぶ落ちた訳であるが、10月の実勢そのものは横這いしないし業態によっては少しプラスを戻したという状態である。地銀等は、地方公共団体向け等が出ているようであるが、信用保証協会の信用保証も結構ついてきており、それに伴う融資が少し出てきているのではないかとされている。足許の変化としては注目される動きであろう。

速水議長

10月の貸出が-3.3%というのは、償却で減る残高を除けばどの程度になっているのか。

山本企画室参事

手許に償却そのものの数字を持っていないが、清算事業団と償却要因、貸出債権流動化要因、為替要因の三つが10月の貸出減少についての大きなポイントである。前月比でみると、実勢が上向きに+0.1%、表面が-

0.6%であり、その差0.7%の乖離が生じてしまった訳であるが、うち0.2%が清算事業団分である。従って、残り0.5%が償却と為替要因、貸出債権流動化要因等であるが、そのかなりの部分は償却要因に伴うものと理解している。

速水議長

今後、資本注入を行い不良貸出を償却していくと、貸出は減っていく訳であるが、それを景気の低迷による貸出減と判断されるとミスリードになるため、少なくとも償却でどの程度減っているのかは分かるようにすべきである。国会では、貸出が減っているのに何故マネーサプライが増えているのかという質問がしばしば出される。その場合の貸出はこの公表数字である。従来は償却が貸出残高の実態に影響することは無かったかもしれないが、今後は大幅な償却が予想されるため、誤解されないように統計面の改善が必要である。

山本企画室参事

現在は、これを公表する際に、金融市場局のレクを通じて、今回の場合では例えば清算事業団および償却の要因によりかなり表面上の押し下げに効いているという説明をしている。ただ、数字自体は個別金融機関自体が公表していない数字を当方からトータルとして公表できるかどうかという問題がある。従って、現在金融市場局と各金融機関との間でその点を巧く数字的にも公表出来るように話を進めているところである。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

ただ今の報告を踏まえ、これから政策委員会としての検討を行いたい。討議の形式は、最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、自由に討議をして頂きたい。その後、金融政策運営に関し、再度順番にご意見を

頂戴し、討議して頂く。最後に、政府から出席されておられる方々からご意見があったら承るという順に進めていきたい。本日は山口副総裁からお願いする。

山口副総裁

経済の現状をどうみるかについては事務局の説明に余り違和感はない。残念ながら実体経済はまだ下げ止まりの兆しがみられていない状況である。現状はやはり幾つかのことが相互に作用し合いながら経済を下方に押し下げているが、それらを要約すると、第一に、流動性への不安がある下で投資が減少しつつあること、第二に現在および将来の所得のフローに対する不安から消費が減退ないし減少気味であること、第三に拡大する需給ギャップの圧力により物価が下落しつつあること、第四に以上すべてが企業業績を圧迫し金融セクターのバランスシートを依然として悪化させている相互関連が働いているように思われる。これは相当難しい局面に入り込みつつあるのではないかと思う。

これに対し、事務局の報告にもあったように最近内外の金融資本市場がある種の小康状態になりつつある、あるいは若干の改善を示しつつあるのは良い方向への数少ない動きであると思う。海外要因に伴いそうなってきたことかとも思うが、国内的なバックグラウンドとしては日本銀行によるこれまでの潤沢な資金供給、公的資本注入の展望がある程度明確になってきたことの二つが基本的な背景であろう。ただ、これらをどう評価すべきかになると、マーケットの改善はマージナルなものに止まっているし、例えば株価などは、サステイナブルな回復なのかどうかまだ何とも判断し得ない状況ではないか。むしろ国内マーケットの最近の幾ばくかの改善状況については、景気の悪化が企業および金融機関の信用力の悪化にフィードバックしつつあるのが日本経済の内部で起きている状況である。従って、国際的なマーケットの小康状態よりも国内マーケットの小康状態の方がより脆弱性が高く、まだ相当警戒的にみておくべき状況ではないかと思う。

民間経済のこうした弱さの下で今後一体何が景気回復の契機になり得

るのかを考えてみると、次の三つ程度ではないかと思う。一つは財政の拡大であり、歳出は最近になって増加傾向が明らかになってきているし、恐らく同じ傾向が向こう1年間程度はかなり高い確率で続くのではないかと思われる。一方減税については規模、内容ともまだ今後の検討に待つ部分が多いし、今年度の減税と比較した来年度の減税幅拡大はそれ程大きくはならないのではないかとも思われる。その意味で、減税の効果は内容の決め方、それを国民にどう売り込んでくかが、コンフィデンスに対する影響の点で重要なポイントになるのではないかと思う。そうした意味では、最近の商品券や消費税引き下げについての議論が国民にどう受け止められるのかやや気懸かりな状況である。

第二の点は、公的資本注入の効果である。資本注入が行われても、貸出が直ちに増えるとは考えられない。すなわち、借入需要がまだ非常に弱い状況にあり、一方企業の供給能力が直ちに復元されるともいえないという需給両面からそのように想定される。しかし、仮に公的資本注入を契機にして金融機関のバランスシートが本当に改善され、今後はリターンが改善に向かうという展望がクリアーになっていけば、多分資本市場に対しかなりのインパクトになり得るのではないかと思われる。また、そうしたことに伴い、銀行株価の回復がサステイナブルな動きとして始まっていくことになれば、金融機関にとっての流動性のプレッシャーも緩和していくはずであり、市場の動きの中から金融セクター以外に向けた信用供給という点で次第に波及効果が出ていく経路が想定される。果たしてそのように上手く展開していくかは、まさに今後のやり方次第だと思う。

第三に、経済が極度に弱くなった場合の常套的な経路として対外黒字の増加が考えられる。こうしたことが現在の為替レートあるいは海外経済の展望の下で果たしてどうなのか、さらなる対外黒字の増加が可能なのかについては、恐らく状況は過去1年間よりは厳しくなりつつあるのではないかと思われる。黒字が直ちに減り始めることはないにしても、逆に大幅に拡大していくこともなかなか難しい状況ではないか。

以上を纏めると、経済のここ1年間程の急激な悪化テンポは今後の財政

拡大が実現していく中で、多少緩やかになっていくだろうと期待し得るが、それが自律的な回復に繋がっていくかについては依然として予断を許さない状況だと思う。むしろリスクの方が大きいというべき状況ではないか。そうした展望を持ちながら、経済政策全体を上手く設計していく要請が従来にも増して高い状況であり、我々の守備範囲の中では公的資本注入の効果が最大限発揮されるように努力していくべき状況ではないかと思う。

後藤委員

最近半年に一回の国会報告の原稿を通じて、過去9か月を振り返る機会があったが、やはり半年前の将来見通しは甘かったという印象を改めて持った。公共投資の発注増加の姿がようやくかなり明確にみえてきたが、生産、所得、支出を巡るマイナスの循環はかなり強く働いている。上期の企業収益も大幅減益が明らかになってきているし、雇用・所得環境も非常に厳しい。需給ギャップは大きく、在庫調整もある程度は進んできているが、在庫率はまだ高い。消費の冷え込みもかなり厳しいという状況からすると、現在の財政や金融政策の効果が現れてきても、直ちに景気回復感にはなかなか繋がっていかず、ある程度回復感が出てくるまでに時間がかかるのではないかと思う。ただ、その中で前回会合で我々が心配していた国際環境については、取敢えず落ち着きが現われた。アメリカの信用収縮についても改善の方向が見えてきたようであるし、アジアからロシア、中南米に広がった国際金融不安もまだ火種は残っているが、一時懸念した程急速で大きなインパクトが目先襲ってくるという状況はひとまず回避されたのではないか。

今後年末あるいは年度末に向けて本行が行っている金融政策、近く決定をされる総合的な景気対策の二つが将来の道筋に向けてプラスの効果をどれだけ発揮していけるかがポイントではないかと思う。足許の在庫調整圧力については、生産財ではなお強いが、消費財では総じて解消されつつある。建設財は公共事業の盛り上がりにつれて、先行きの出荷増を期待しているように認識をしておき、生産の減少はまだ続いているが、そのテン

ポは段々緩やかになってきている。ただ、生産の立ち直りは、やはり年明け後でないと難しいようにみている。

年末を控えての金融問題については、この年末には企業の資金繰りの問題と外貨調達を巡る金融機関の資金繰りの二つの問題がダブって出てきていたが、外貨調達を巡る金融機関の資金繰りについては最近の情報では大局的には目処がつきつつある。山下金融市場局長の報告でも、ユーロ円3か月物やCPの金利上昇も精力的な調節で極く最近漸く収まりをみせてきているということであり、これに伴い企業の資金繰りに好影響が出てくれば良いと考えている。金融関係では地方の声等を聞くと、やはり信用保証枠の拡大がかなり効いてきているようである。5業態貸出でも地銀に限れば数字は改善しており、信用保証枠の拡大が部分的に影響しているとみて良いのではないかと思う。一方、大企業のA格付の先は直接資本市場で調達が出来るとなると、中堅企業が今までの中小企業対策における空白地帯のような状態になってくるが、今回の政府による対策の検討状況を承ると、政府系金融機関や信用保証の対象条件について資本金1億円未満を1億円から5億円にまで広げ、中堅企業に対する対応を意識的に図っているように見受けられ、結構なことである。ただ、社債の流通利回りやCP発行レートのばらつき具合を見ると、企業間の信用リスク格差がかなり拡大をしてきている。年度末には3兆円という非常に多額の社債償還の山があるということであり、格付けが低下した企業が社債の償還を巧く回せるかどうか年度末に向けて色々問題になってくるのではないか。我々はこれまで年末越えを意識して議論してきた訳であるが、年が明けると3月末に向けての年度越えの問題にやはり取り組んでいかなければならないことになるのではないかと思う。

いずれにせよ、公的資本注入の問題が巧く行われて金融システムの強化に繋がってくれば良いが、資本注入は貸出増加のための必要条件であり、それで直ちに貸出が伸びるというものではない。資金需要を始めとして色々十分条件が整えられてこそ初めて貸出増加に繋がっていく訳であり、資本注入が経済の回復に実質的に役立つような関連政策を整備してい

くことが必要であろう。資本注入は株主総会等の関係もあるため、実行は年を越してからになると思うが、それまでの間に関連対策を整えていく必要があるのではないか。

武富委員

経済の太い流れをオーソドックスに捉えて情勢判断する点については、これまでの会合での議論、さらに本日の執行部からの報告で十分尽くされているように思う。従って、本日は若干別の観点から三点申し上げたい。一つは物価下落の一つの側面について、もう一つは在庫調整との絡みで流通在庫も念頭に置く必要があること、三番目は物価下落の一側面とも絡むし、山口副総裁の指摘した景気回復のきっかけとも絡むが、成熟経済の下での需要の特性や個人消費の最近の特徴について、若干所感を申し上げる。

まず物価については、先程執行部から最近の円高に伴う輸入物価の下落がWPIに、先行きはCPIへ波及していき、年末から年初辺りはさらに一段の物価下落があり、実体経済の悪化と物価の下落の同時並進があり得ると報告された。全く同感であり、そのことは先程三木委員が指摘していたように、現在のような需給の超緩和状況からすると非常に問題になる。円高は企業収益も当然悪くするし、投資活動、雇用への悪影響も当然心配されるという意味でリスク要因として捉えられている。ただ、物事には必ず両面がある。円高は海外から日本への所得移転であり、その最終的な受益者は消費者である。供給サイドからみれば、今後予想される一連の物価下落は非常に厳しいが、自分の雇用が確保されているという前提では消費者にとってプラスになる面もなくはない。そのことが先行きCPIの一段下落の中で、三木委員の指摘されるようなある種のペントアップ・デマンド的なものが94年の初め頃と同様に少し溜まっていて表面化してくる可能性もあるため、物価の下落が先行き必ずしもマイナスのみの側面を持っている訳でもないと言えるかと思う。

また、物価下落の評価に当たっては、その変動そのものでデフレ・スパイラルというように短兵急に判断するのではなく、為替変動調整後の物価等

を追跡しつつ評価していき、同じ物価下落が供給者と需要者にとって違う意味を持つことも多少念頭に置きたいと思う。そのことが三点目の論点である景気回復への契機とも関係してくるかもしれない。

二つ目に、在庫調整は生産は絞っているが出荷が伸びないため、一頃に比べるとやや長期化しそうな流れである。90年代に入って何故、これ程在庫調整が長期化しているのかをみると、一つは流通段階で抱え込まれている側面と、家計の物の買い方が非常に効率化し、必要な時に必要な品物だけを買う形で家に物をあふれさせないようにしており、それも在庫調整長期化の一部を形成しているように思う。流通や物流においては、バブル時代にかなり色々な施設、拠点を作った訳であり、そうした施設の稼働率を上げるために物流段階で物を抱え込んでいる部分もあるのではないかと思う。メーカーの手を離れて流通段階に入った在庫は、なかなか把握が難しい訳であるが、その側面もよく見ておく必要がある。特に、繊維産業のような問屋とメーカーが上流から下流まで非常に多段階に長い経路を持っている産業については、流通段階での在庫の溜り具合が大きい訳であり、その意味では糸ヘンと言われる商社段階でも多少の悪影響が出ているのではないか。アメリカ等の最近の流通の動きをみても、在庫負担は全部納入者側に押し付ける、ジャストインタイム方式のような感じになっているのではないかと思われる。その辺の状況も踏まえながら、先行き在庫調整が最終的にどのような形で一巡し、循環的景気底打ちへの契機となるかという見方もしておいた方が良い。

三番目の需要のシフトについては、アネクドータル・エビデンスを羅列するようなことになるが、一つは不況のためか、あるいは成熟経済であるためか色々な商品分野で中古品市場がかなり展開している流れもある。これが何時まで続くのか分からないが、新製品の供給余力を削ぐという意味でもある程度経済成長率が低くならざるを得ないと思う。一方、非製造業の分野では個人の満足度さえ十分であれば、大きい塊かどうかは別にして、財布の紐を解いて消費することが一定の需要水準で着実に存在すると言える。例えば、アメリカ型のアミューズメント・パーク等で成功している

先は、成熟経済の下での需要シフトに対しては催し物の入れ替えにより、客を引き付け、結果としてリピート比率が非常に高く、入り込み客の支出する単価もむしろ上がっている。ある大型テーマパークでは、アミューズメント自体のみでなく、買い物、飲食を含む他の土産物等により、大手百貨店一店舗の売上げを上回るような土産品等の売上げを達成しており、大不況の中でそうした先も存在するという認識は必要である。調査統計局長から旅行取扱い額が下がっているとの説明があったが、マクロ的にはそのとおりであるとしても、年末、年始に避寒地に行こうと航空便の予約をしたところ、遙か前から満席かつウェイティングリストの30番目以降は切ってしまうというような状況もあるようである。これは、供給サイドが長期不況の下で色々な便を切ってしまった結果、客があっても簡単に便を復活できないといった一種のミスマッチが生じているのかもしれない。

そうしたことの関連で一つ指摘しておきたいのは、成熟経済の下での個人を中心とする最終需要は常にシフトし、中身を入れ替えないと需要を維持できないため、供給サイドの経営努力は重装備ではなく、極力軽くし、供給体制を変えられる方向で行う必要があるという点である。かなり重装備の設備がある先でも償却の範囲内で需要シフトに合わせた供給体制の投資をしていき、シフトする需要を確実に捕捉するところが勝ち組になっていくのだろうと思う。白物家電でも10年来同じような製品を出していても当然売れない訳であり、極力経費をかけずに一工夫、二工夫して供給することが重要である。そこに価格も下がり、減税も加わってくれば、ペントアップしたダイヤモンドと、供給サイドのコストをかけない需要への対応により、ある分野の個人消費が出てくる可能性があるだろう。従って、物価下落の持つ需要喚起能力を需要のシフト先に巧く適合させて供給体制を整えていく企業努力が加われば、景気回復へのきっかけが掴めるのではないか。この局面では、そうしたことも念頭に置いた色々な意味の政策の肌目細かい対応が非常に重要だろうと思う。

三木委員

今回は春以来の景気回復と金融システムの安定化という大きな二つの問題に対する政策手段がようやく実行過程に入ってきている局面であり、実物経済の現状、先行きの見方を再度検証してみるタイミングではないかと思う。実物経済の動きと、企業の99年の経営計画、企業金融の三点に絞って申し上げたい。

まず、実物経済の動きであるが、良い面を三点程挙げてみたい。公共投資関連は9月入り後、橋梁、河川、港湾を中心に本格的に出始めている。公共工事の前払い金保証請負額をみると、8月は前年比3.5%増、9月は前年比23.8%増と平成10年度の当初予算が前倒し執行分を含めて出てきたということになる。今後一次補正の16兆円分——これは真水が6.5兆円といわれているが——が来年の1~3月、4~6月に亘り出てくる。手応えが非常に明確になってきたと言える。二番目には、個人消費の中でも自動車に次ぐ白物家電がこの数か月間は前年を上回るペースで生産されている。エアコンは9月が15.8%増で7~9月を含めた第2四半期は前年比17.5%増、冷蔵庫は9月は16.5%増で第2四半期5.4%増、洗濯機は9月が9.2%増で第2四半期は5.7%増と、非常に手応えのある点が新しい要素である。三番目は不振を続けるトラック業界についてであるが、トラックに使われる特殊鋼の来年1~3月の生産計画が特殊鋼メーカーに示されたが、これまで前年を約30%下回る発注減できており、それはトラックの前年を下回る生産台数とほぼ合っていた訳であるが、1~3月に提示された生産計画では前年比10%弱の減という水準まで戻ってきている。これも新しい実物経済の動きとして指摘できるかと思う。トラックは全体として生産台数が落ちているが、2トンダンプがここに来てようやく出だしたのが製品面からの新しい動きである。2トンダンプが出てきたのは地方の小規模道路工事用と都市圏の開発に大量に使われているためであろうと思う。公共投資絡みで都市圏を中心に政府の政策が跳ね返ってきている感じがする。

一方、依然として暗い面では、住宅着工戸数が9月も年率114万戸、前

年比 14%減と実に 21 か月連続のマイナスになっている。ここまで落ち、かつ住宅ローン金利を 2%にする対策が打たれたことにより、ようやく北海道と東北の太平洋岸の 2 地域における住宅着工戸数に底を打って若干上向く兆候が出てきた。住宅着工についてもほぼ底を打ったと言える手応えだろうと思う。今一つ、自動車は国内販売が全体では 10 月も -10.2%と非常に悪い。乗用車は 14%減、トラックは 24.6%減、軽が 11.9%増というのが 10 月の数字であり、乗用車については依然としてまだ底がみえない感じである。設備投資については、一般機械の生産指数をみると、9 月も前年比 17.3%減と依然としてマイナスであるが、その中で金属工作機械のメインを占める数値制御旋盤は 9 月も 17.9%増と平成 8 年以降一貫してプラスできている。つまり、設備投資がこれ程落ち込んでいても、合理化投資だけは確りと行われていることを反映していると思う。従って、企業は本当に必要な国際競争力を付けるための合理化投資だけは落とさずにいると考えて良いのだろう。ただ、全体として設備投資については全く底がみえないと思う。

以上を考えると、第 2 四半期以降は、逃げ水現象だと思う。逃げ水現象の中で民需が落ち、それを公共投資で下支えするという構図ができたが、結局公共投資分が下支えに止まり、若干のプラスになるという効果が打ち消されてしまったのが現状である。従って、今後は、16 兆円対策が本格的に出てくるため、トータルとして若干プラスに効くことになるのかどうか予断を許さないとは思いますが、ここで経済は超低位ながら底這いの状況に止まりつつあるとみて良いのではないか。先行きについての一つの問題は在庫調整の遅れである。素材産業の代表として鉄鋼をみると、平成 9 年 12 月末はメーカー在庫と問屋在庫を合計した在庫率が、適正水準に比べ 118.6%、平成 10 年 6 月が 121.8%であった。この辺から景気が大きく落ち、在庫調整も必要な状況であったが、平成 10 年 9 月が依然として 118.1%であり、結果として在庫調整がほとんど進まなかった状況である。足許の需給ギャップが非常に大きく、縮小の方向になかなか進まないため、在庫調整が予想以上に長引く可能性が強くなっている。

今一つの問題は、民需回復のきっかけが現状では見つからないことである。従って、99年度の当初予算、さらに99年度補正をも視野に入れて、切れ目なく公共投資を繋げ、経済を下支えしていくことが不可欠である。その結果として、個人消費から設備投資へと繋げる民需回復のパターンが期待できるし、そうなるように政策運営も絞って行うべきではないか。来年度の民需を考えると、在庫投資も景気にはニュートラルといわざるを得ないと思う。また、先程一進二退との表現で説明のあった個人消費を考えると、ここは何としても早目の恒久減税実施により落ち込みを防ぎ、マインドの転換と実需の回復にもっていくべきだろう。減税措置が来年の通常国会で議論されるような話になってきており、予断を許さない。一方では、底這い圏内で推移している住宅投資の本格回復も期待したいが、住宅ローンの借入利子控除等の政策減税実施のタイミングも残念ながら先送りになってしまっており、非常に気にかかる。やはり住宅と自動車、設備投資についての政策減税を時限措置として絶対に織り込んでいく必要があるのではないか。最大の鍵は民間の設備投資であり、金融システム問題の影響が最も大きい公的資本注入等の措置が適切にとられても、貸出はまだある程度減少傾向が続くとみざるを得ないであろう。企業は設備投資を含めてフリー・キャッシュ・フローを黒字にする経営をしようとしており、不要不急の案件はすべて先送りする。合理化投資だけは限定して行わざるを得ないため、更新需要的なものは非常に大きな潜在的マグマとして残っているのではないかと思っている。また、先端技術分野は国際競争力の面からも投資を遅らせるべきではないし、心ある企業は確りと手を打ってきていると思うが、一方で設備投資は資金調達面での制約を大きく受けるし、実質金利水準が物価の下落傾向で上昇しつつある。さらに、需給ギャップの縮小がなかなか見込めないため、V字型の回復はとて望み得べくもなく、設備投資については99年後半に精々底打ち感が出てくれば良いと感じている。本来景気回復のリード役になるのは個人消費であるが、色々な面で先行きの不安が解消されるマインドの問題と減税が回復の必要条件だと思う。加えて金融システムの安定化が十分条件になるが、その点では、

環境整備は少しずつ進んできており、今後は政策の実行が強く求められるということではないか。

二番目は、企業の来年度経営計画である。各企業は通常年末に来年度の経営計画を色々検討し、年始にかけて作成するが、現在のように経済実態が不透明な状況の中では、ほとんどの企業は16日に発表予定の政府の経済対策、日銀の金融政策など年末の状況を見極めながらぎりぎりのタイミングとして年始に集中的に作成すると思う。需給ギャップが極めて深刻で、短期の需要回復はまず困難だと判断されている業種、例えばトラック、石油化学、鉄鋼などについては、工場の閉鎖に着手する等の検討を進めているのが、現在の実態であろう。そこまで深刻にはならないとしても、9月決算の赤字の深さと同業他社とのリストラの徹底度合いの差や不良資産の処理のスピードの差等を当然マーケットから突きつけられるため、改めて本業の損益分岐点を確認し、徹底的なリストラを進めようと検討しているのが実態だろうと思う。さらに、来年からは連結決算に移行するため、大企業ではグループ内の不良子会社の整理を終えざるを得ず、その結果、10年度通期決算がどの程度の赤字に収まるかにつき、非常に大きな危惧を持ちつつ、経営の最大ポイントとして捉えている。企業金融面で年末と年度末における銀行の貸し渋りがさらに続くことを見込むと、リストラや子会社整理を終えている企業までが一段と縮み行動に入ることも考えられる局面である。さらに所得調整も含めた雇用調整を考えると、まだまだ問題が多い。従って、企業の来年度経営計画は非常に厳しいものであらうと思われるが、政府の一連の経済対策の動きと金融システム安定化に対する本行を含めた措置により、前向きの経営計画が立てられ、実行に結びつけていくことが最も重要である。

三番目に企業金融対策については、後藤委員から色々指摘があったとおりである。11月16日に発表が予定されている政府の経済対策の財政出動を支え、今般の金融2法案の実行過程にある中で、日本銀行の当面の課題は銀行の資金回収の動きについての対応だろうと思う。大企業や大商社については年末の資金手当てとしても相当の手許流動性を持ち、年度末につ

いても色々手を打っており、こうした先は安全圏内に入ったといえるだろう。資本金1億円以下のいわゆる中小企業についても、信用保証協会を活用したり、政府系金融機関からの資金手当てという形によって大体収まってきた。最大の問題は格付けの低下した大企業と中堅企業の二つが一体どうなるかであり、そこに焦点を絞った企業金融対策が最も必要なことではないかと思う。市場からみれば日本銀行はやることはやったと評価されている局面でもあるが、日本銀行としては金融システム問題に存在しているマイナスの副作用を極力抑制することが必要であり、企業金融のエア・ポケットのような問題について何か手段を講じることのインパクトは非常に強いと思う。従って、今こそ企業の年末、年度末金融の円滑化に資する手を打つべきタイミングにある。

中原委員

私は恐らく委員の中で最も悲観的なことを最初から申し上げてきている訳である。実際の経済はそうした動きになっているが、ファーストラウンドの調整が昨年末頃から急速に始まり、現在は一種の横這い、あるいは保ち合い状態とみられ、ここから再びかなり急速な調整が始まらざるを得ないと思っている。事実9月の景気動向指数をみると、一致指数のDIでは生産がプラスになっているが、消費と、雇用はマイナスである。こうした判断をする最大の根拠は、4月1日の記者会見時に既に申し上げたが、日本経済の現在直面している問題は資本の投資効率が国際的なレベルに比べ極めて低いこと、労働の生産性の上昇率も極めて低いこと、そうした中で、日本経済全体が市場メカニズムへ適応していかなければならない重大な問題を抱えながら、そのいずれについてもこれまで見るべき成果を上げていないためである。

これを現在の局面に照らして申し上げますと、まず第一に雇用の調整が必至であろうということである。最近の売上高人件費比率は、本年4~6月の段階では法人企業統計によると製造業で17.6%と94年のピークの17.6%に肩を並べる大変な高さとなっている。非製造業では、4~6月で

13.2%と史上最高である。人件費比率は着実に上昇してきており、このような状態の下では、労働の生産性を上げることはとてもできない。今一つ問題なのは労働分配率であり、諸外国、特に先進国は、例えば91年をスタートにすると大きく下がってきているがその中で日本のみが増えている。これでは、到底国際競争に勝てないということである。人件費比率を下げるには、一つは一人当たりの給料を下げることであり、今一つは人員を整理することであるが、いかに日本の人件費がフレキシブルだとしても、人件費を削減するだけではこの問題は解決できない。従って、当然雇用の調整に向わざるを得ず、失業率の上昇は不可避である。年末のボーナスも大きく減ることが予想され、この冬の民間企業の一人当たり平均支給額は前年比でマイナス4%、昨冬に続き2年連続減少幅は過去最大となる見込みである。公務員1人当たりの平均支給額は前年比+1.2%であるが、伸び率は昨冬を若干下回る。官民合計の支給額は、4.7%減、約24兆円と予想されており、消費が10~12月には再び落ち込んでくると思う。雇用情勢が落ち着かない限り消費の停滞、減少は不可避である。消費については根本的には雇用の関数であり、雇用が悪くなれば消費は低迷し、あるいは減少せざるを得ない。底がみえない状態である。そこへ円の急騰が加わり、物価の下落を誘発する。それが再び雇用の調整に繋がるというルートも出きている。

第二に、資本効率の観点からみると設備の過剰感が非常に高まってきている。最近のサーベイによっても、中小企業で特に過剰だという先が増えしており、資本ストックの調整が始まったとみている。多分この観察は当たっており、設備投資は恐らく本年度は二桁のマイナスになると思うし、来年度も再びマイナスではなかろうか。従って、メインである設備投資に明るい兆し、あるいは見通しが全く立たない状況である。そうした中で気になるのは地価の下落がまた起きていることである。地価はある統計でみると、日経ダウの前年比の下落率に1年を超えるラグを伴いながら下落している面もあり、当分の間は地価の下落についてもなかなか底が入り難い。

今一つは財政面で次第に束縛が出てくるのではないかということであ

る。色々と大規模な公共事業、あるいは経済対策が採られる訳であるが、98年度の公債依存度は38.4%であり、このままいくと2003年度には43.6%と過去最高である79年度の39.6%を超してしまうことも考えられる。こうした中で普通国債残高のGDP比率も現在は6割程であるが、2003年度には96%とか100%に近い数字になってくる。地方と国とを合計した負債の残高は100%を突破し、115%程度になっているが、2003年になると、157%程度になり、現在のイタリアが130%であるので、この面からも厳しくなっている。従って、日本経済の生きる唯一最大の道はリストラの徹底しかないと思っている。勿論、その途中で公共投資、あるいは金融緩和によりその苦痛を緩和することはあるが、リストラの徹底を除いて日本経済の再生はあり得ない。現在は底這いのようにみえるが、これから再度下落が始まるとみている。

そうした中で懸念されるのはアメリカであり、過剰消費、過少貯蓄の時代が終わって、現在レバレッジが効いている個人消費が次第に是正されてくると思っている。既に製造業の雇用については弱くなってきているし、製造業の新規受注指数であるNAPMも45.7%、消費者信頼感指数も急減している。問題になるのはストックマーケットと金融市場の状況であり、ダウが9,000ドル近くまで巻き戻し、予想の域を超えた踊り場になったが、これを子細に見ると三つの理由が考えられる。一つは、これまで空売り筋が売り込んでいた節があるが、そこへ急激に反動が生じ、大体4ビリオンから10ビリオン・ダラー程買われている。これは実際にショートした物の巻き戻し、買い戻しである。さらに大きく上げる理由になったのはミューチュアルファンドであり、一回下がった時点で手放し、十分に補充していなかったため、構造的にみてショートを起こし、それがパニック買いにつながったということである。第三番目の戻りの理由は家計である。家計は一旦株価が下がった時点でMMFに投資していたが、この2~3週間またミューチュアルファンドに戻ってきている。そういった三つの事情が株価を押し上げた。しかしながら、トレーディングのボリュームは非常に薄く、とても本格的な反騰あるいは上昇相場の回復とは言えない。年内は恐らく

F e dが一、二回金利を下げると予想されており、特に11月17日についてはその期待感が強いため、株価はもつ可能性がある。しかし、来年の最初の3か月は、クリティカルな時期になると思っている。今一つ金融面で異常な事態が起きている。ヘッジファンドの崩壊に伴い社債マーケットが崩壊し、モーゲージ・ファンド、モーゲージ・バック等のセキュリティ・マーケットが崩壊した。それらは徐々に戻ってきてはいるが、まだ根本的には解決されていない。従って、日本と全く同じであるが、トリプルAのボンドと例えば10年物トレジャリー・ボンドの間のイールドが開きっぱなしである。F e dが最も心配しているのは、株価は一応戻ったものの、債券安に動いたことではなかろうかと思っており、これが金融マーケットの異常さを象徴する最大の動きである。例えば、30年物のトレジャリー・ボンドでもイールドが75bp程度上昇している。これは80年代のクレジット・クラッシュを思わせるに十分である。

三番目に申し上げたいことは、設備の稼働率である。これは、79%とか80%と非常に低い水準である。7年間景気が回復してきた結果、通常であればユーティリゼーション・レイシオというのは93%から94%程度まで上がっても良い訳であるが、依然として80%しかない。これが何を意味するのかというと、恐らくオーバー・インベストメントになっているのかもしれない。現に、4~6月の設備投資はマイナスに入ってきており、アメリカでも設備投資動向は、注目されてくると考えている。恐らくアメリカの来年の成長率は良くても1.5%程度ではないかと思われる。日本の本年の成長率は-2%を上回ると思うし、来年度も恐らくマイナスの成長率と思っている。

金融面については、一つはマネーサプライは短期金利、具体的にはコールレート、マネタリーベースの伸び率、預金準備率の三つの変数で説明出来るが、その関係がB I S比率が導入された頃から非常に不安定になってきている。その一つの反映が信用乗数のコンスタントな低下である。その意味で、日本銀行の行うマネタリーベースの増加、あるいはコールレートの調節、預金準備率の変更が、残念ながらダイレクトにマネーサプライの

増加に結びつかなくなっていると思う。これは色々研究したが、どうも BIS 比率や早期是正措置等によって銀行のビヘイビアに構造変化が起っているのではないか。従って、日本銀行としては第一次的には対銀行のオペレーションを行う。企業金融は元々銀行がそれぞれの採算において企業に対して行うものであり、日本銀行のマネタリーポリシーの在り方としては対銀行オペレーションをまず第一に考え、企業についてはそこからスピルオーバーさせるべきものである。企業金融をダイレクトに念頭に置いたアクションは厳に慎むべきだと思っている。また、日本銀行としては、年末にかけてもコールマネーを潤沢に出すと言っている訳であるし、外為の調達もほぼ峠を越えつつあるので、オーバーオールな見地から金融の調節を行うというのが宜しいかと思う。余り企業金融を意識すると、日銀の枠をはみ出るのではないかと危惧の念を持っている。以上をまとめると、日米共に現在は嵐の前の静けさにある。不安定さのなかの一見奇妙な安定性を保っている状態である。

篠塚委員

後藤委員から最近日本銀行の4月からの半期報告を読む機会があったという話があったが、私も同様な感想を抱いた。4月に就任した時は、金融安定化法案が成立して1.8兆円が注入されたし、預金保険機構もあるし、政府も経済対策を打ち出す等々があり、周りで少なくともある程度手が打たれ、あるいは打たれるであろうという、割と安堵したところがあった。しかし、実態は良くないという状況からスタートしたと思っている。そして、現時点ではやはり実態は更に厳しくはなっているが、それでも何か小康状態にある。金融システム関連の法律が成立し、本日も新たに20兆円の緊急経済対策が出されるということで、似たような状況の中にいると思う。私も政府がある程度行う施策に関しては、全幅でもないが、かなり信頼をし過ぎたかと反省をしている。足許も小康状態にあるような気がするが、引き締めていかないと危ないというのが第一の感想である。实体经济と金融面に関するコメントを、幾つか申し上げたい。

最初の点は金融システム不安と雇用の問題が今後一層大きくなっていくだろうということである。まず、失業率は最悪の状況になってきているし、有効求人倍率も統計を取ってから最低の状況になっている。完全失業者は大体300万人に近く、実際には295万人であるが、その三分の二は自発的失業と、残り非自発的失業とに分けることが出来る。実際には非自発的失業の方が少ない。解雇されたり不本意ながら辞める人は295万人のうち87万人と少なく、110万人は自分で気に入らないため辞めてしまう人たちである。しかし、この自発的・非自発的失業の傾向が金融不安が起きた昨年秋頃から完全に関係が逆転してきた。実際の水準そのものは自発的の方が110万人と多い。前年同期比の増え方でも、昨年11月までは自発的失業の方が増加率が高かった。それが、12月以降解雇等々により不本意に辞めなくてはならない非自発的失業の方が高い増加を続けて現在に至っている。これは従来なかった現象である。日本の労働市場は自由に出たり入ったり、自分で職を探せるかなり良い状況であったが、金融システムの不安を契機にこうした傾向が続いていることは、かなり危険な信号が発せられていると思う。こうした状況においては、労働政策としてセーフティ・ネットという形での失業者に対する、あるいは今後失業する人達に対しての対策が非常に遅れている面がある。解雇された場合は直ちに職安に行き失業給付をもらえるが、自発的に辞めた人の場合には一定期間おかなければならない等々があり、従来雇用政策がゆったりとしてきたことによる歪みがここに来て現われてきかねない。緊急に雇用、失業の問題についての不安を解消する政策が望まれている。

二番目は同様に金融不安に直面した韓国と日本との比較である。韓国も昨年の秋、日本より少し早くから金融システムの不安に直面した。その段階で日本と韓国の失業を比較すると、日本の3%台の失業率に対して韓国は2%と、日本の方が高かった訳である。韓国の方が先に金融不安に陥ったが、失業率は低かった訳である。しかし、今年の1月になると日本の3.5%に対して、韓国は4.3%と既にかんがりのスピードで韓国の方が失業率が高くなっていった。韓国の場合はその後かんがりの勢いで金融不安とリスト

ラを続けた訳であるが、8月時点で韓国は8%と年初から二倍の失業率に上がっている。それに対し、日本は4.3%と1%の上昇にも至っていない状況であり、雇用調整のスピードが非常にゆっくりである。韓国はスピードが速い分だけドラスティックに構造的な変換を遂げており、反面で様々な社会不安も起きている訳であるが、日本は今後これを続けていかななくてはならない。そのためには単純に雇用調整は出来ないため、労働対策、雇用対策の後押しが必要になると思う。

三番目も同じように最近の雇用者の問題であるが、日本の労働市場が不安定化しているため、雇用保険でカバーされている人数が減ってきている。これも戦後初めての傾向であるが、雇用保険の被保険者数が今年の5月から対前年同月比でマイナスになってきた。その後マイナスが続いており、9月は-0.6%である。相対的にはフルタイムの常用雇用者という正規労働者が減少し、パート、あるいは季節工といった不安定な雇用者の方が流動化している。この状況もやはり現在起きている全体的な金融システム不安と何か軸を一にしているところがある。最後に、有効求人倍率が9月に0.49倍と最低の水準になったが、これをパートの有効求人倍率と常用の有効求人倍率に分けてみると、パートの場合は1.14倍と求人の方が多い。それに対して常用は0.4倍とさらに悪化している。以上失業の問題に関して四点申し上げた。中原委員と少しニュアンスは違うが、やはり今後日本の雇用調整は一段と深刻となっていく、それに対して、雇用対策が非常に遅れており、労働法の対策も遅れていることがゆゆしき問題ではないかと考える。

二番目は消費性向の問題である。季節調整済みの消費性向を昨年の秋の金融システム不安が起きる以前とそれ以降に分け、平均でみた消費性向がどう変化したかをみてみた。その結果、昨年の10月までの段階で平均消費性向は71.8%、昨年の11月から最近時点までの消費性向は70%と、金融システムの不安が発生する前と後で消費性向が1.8%ポイント下がっている。これは非常に大きな数字である。勿論、この消費性向は単純に金融システムの問題と関係する訳ではないが、このように消費性向が落ちてい

る局面で消費者の家計の問題として将来に対する不安に関し、一つの調査、研究があり、それを紹介したい。これは第一生命経済研究所が保険や年金の関係で調べた個表のデータを使い、公的年金を信頼しているグループと公的年金は余り信頼していないグループに分け、両グループの間で消費性向がどう違うか分析をしたものである。600万円から700万円の所得グループで公的年金を信頼していない人の消費性向は信頼している世帯よりも5%ポイント低かったのに対し、年収800万円から1,000万円のグループでは公的年金を信頼しているグループと信頼していないグループの消費性向の差が12%ポイントと拡大した。つまり中堅所得層を中心に公的年金を信頼しない人の方が消費をより大きく抑制しているということである。年金の問題に関しては、年金制度審議会でいろいろ議論しており、なお直ちには保険料に関して回答が出せない状況になっているが、将来の年金支給に対する不安から所得グループ毎に消費に対する抑制度合がかなり違ってきているという興味深い分析だと思う。公的年金が非常に行詰まっているのは現在の金利水準とも関係があるし、私的年金に関しても生保の財政悪化等が金利水準と関係している。従ってマクロの金融政策も銀行間の資金繰りの問題だけではなく、かなり広く人々の消費性向を刺激する、あるいは人々の年金問題についての関心に関係するという意味でかなり関心を持たれているのではないかと思う。

最後に、金融経済状況に関して二つ申し上げたい。第一点はマネーサプライについてである。従来はマネーサプライの伸び率が非常に遅々として上がらない状況であったが、7月に3.5%、8月に3.8%、9月に3.9%と0.1%ポイントずつ徐々に上昇してきている。執行部のデータ等によれば、企業の定期預金が増え、企業の手許流動性が増えているとみることも出来るかと思う。今まではベースマネーをいくら増加してもマネーサプライの増加に全く繋がらなかったが、これが今後は企業に資金が回っていくかどうかである。そこでバブルの崩壊する以前の10年間とバブルから最近までの単純な線形で実質GDPの伸び率とM2+CDのパラメーターがどう変化したかの分析をしてみた。バブルが崩壊する前のパラメーターである

M2+CDの伸び率は0.21であったのに対し、現在はこのパラメーターが2倍の0.44に上がっている。単純にバブル崩壊前が0.2、現在が0.44とすると、マネーサプライが月次で8月の3.8%から9月に3.9%へ0.1%ポイント上がったとすれば、実質GDPにとっては0.4%ポイントの上昇ということになる。今後、マネーサプライが日本銀行の資金供給の仕方次第で上向くということであれば、成長にとってもプラスになると思う。これが第一点である。

二番目は、日本の金融市場でマイナスの金利が発生したことである。このマイナスの金利は、勿論ジャパンプレミアムが付いたり、スワップ・コストの問題により生じた訳であるが、ベースにあるのは日本の金利の水準が異常に低いからこそだと思う。マイナスの金利はおかしなことであり、日本の金利水準が低いことによる歪みが、現れてきたとみている。また、マイナスの金利が付いたことに伴い日本の金融市場で外銀が円を保有した際の運用として、準備預金に積むフリーコストが起きたとのことであるが、これは金融市場局長から日銀の金融調節が若干困難化しているという説明もあり、このマイナス金利に関しては、問題があるのではないかと思う。

植田委員

私は実体経済判断は前回とほぼ同じであるが、一、二問題意識を申し上げたい。一つは予想された物価の下落傾向が本格的なものとなってきていることである。これが今後日本経済にどう影響を及ぼしていくのかについて注意深く見守っていき、あるいは分析していきたい。すなわち、戦後の主要国でこうしたことが、ある程度の期間発生したケースは稀であろうし、戦前は別として他にも非常に稀な現象が多く起きている状況である。ただ、マイナスの影響が如何なるメカニズムで、どの程度及んでいくのかという分析も重要であるが、物価下落の原因次第で、武富委員が指摘されたプラスの影響もあるだろう。物価下落が為替円高による場合には他の物価と違った影響のメカニズムもあり得ることにも注意が必要である。

次に、金融面について中原委員、篠塚委員がマネーの話、あるいはマイナス金利を議論されたので、それについて若干のコメントも含めて申し上げたい。お二人からご指摘のあった回帰分析については良く分からない点がある。中原委員は貨幣の供給関数をみようとしているのか、需要関数をみようとしているのか、私には良く理解できない分析を紹介されていた気がする。また篠塚委員については、マネーが伸びていることは今後経済にプラスの影響を及ぼすかもしれないという方向の解釈だったと思うが、現実にはむしろ予備的な動機から企業が預金を非常に大幅に積んでおり、それがマネーの伸びを高めている。しかも、一方で流動性が必要な先には回っていない状況かと思う。またマイナス金利については、ご指摘のように、あるいは若干違う意味において、かなり難しい問題を投げかけている気もした。非常に大雑把には、ドル建てのジャパン・プレミアムは円市場でも概ね同程度のプレミアムを安全資産と例えば銀行調達金利の間に発生させると考えられる。日本銀行は銀行の調達金利を気にし、各種のオペレーションで抑えようとしている。従って、安全資産の金利はプレミアム分だけ低下する必要があるため、円資産のターム物金利を抑えようとする程、安全資産であるTB金利は低下し、最後にゼロをヒットすることになる。理論的にはそれ以上下がり得ない訳であるが、一時的な現象としてマイナスの金利が発生しているということだと思う。今後ターム物金利を抑えようとしても、金利が大きくマイナスには突っ込めないため、抑え難くなるか、それともプレミアムを縮小させる方向でのオペレーションでないとターム物は抑えられないことになる問題を孕んでいる気がする。

銀行セクターの問題を少し触れてみたい。それは色々な措置により、銀行貸出等の伸び、更には経済の回復に繋がっていくことが見込まれるかどうかという点である。以前から何度か問題意識として提示していた銀行貸出が伸びていない理由について、借り手の問題、貸手の自己資本比率に絡む問題、貸手の流動性の問題に分けることは出来ないか、非常にラフな分析を試みた。上位18行のデータにより99年3月の貸出計画を説明する作業をしてみた。借手の状況を表わす変数は上位18行では取り難いため、

これは残差に出てくると考え、貸手の状況として自己資本比率に当たるものは98年3月の自己査定に基づいて考査局が作成したネット体力、あるいはそれに基づいた本来のBIS比率を使う。流動性を表わす指標は難しいし、他の要因と独立ではないが、98年8月時点での対前年比コア資金の吸収を取ってみた。これで貸出計画をクロス・セクションで説明させようとする、いずれもある程度の説明力がある。大まかには、自己資本比率の問題で10%程度、流動性の問題で40%程度説明でき、50%程度の残差が残るイメージである。この残差を都合よく解釈すれば借り手側の要因になるかと思う。但し、注意を要するのは貸出減少の説明をしているのではなく、貸出の伸び率計画が銀行間でばらついていることの説明である。従って、傾向的に減ってきていることを説明しようとする、借手の要因がさらに重要な大きなウェイトを持つてくると思う。ただ、いずれにせよ、銀行の資金調達の問題がある程度は貸出に影響しているのかと思う。

その上で、金融再生関連法案により資本注入していく、その際幾つかの条件を付ける、日本銀行としても流動性を供給していくということであるが、これが如何なる結果をもたらすのか、あるいは如何なる影響をもたらすことを望んでいるのかについて、我々としても、政府としてもやや不透明な部分があるのではないか。少なくとも三つ程のケースが考えられる。一つは銀行側のバランス・シートの確りとした処理やリストラに結びつき、その結果として貸出は減ってしまうかもしれない、つまり不良債権対策が短期的にはデフレ圧力を生み出すかもしれないということである。今一つ違う可能性は、不良債権処理を進める中で、新規の貸出を増やす余地が出てきて、貸出が伸びるかもしれないケースである。三番目は、先程から出ている格付けが下がった大企業、あるいは中堅企業の中でかなりの程度債務超過に近い先に対し、資本注入等が追い貸しの余地を増やし、却って貸出が減らずに問題を先送りするというケースである。こうしたケースのいずれを我々は目指しているのか、あるいは何が起きそうなのかが明らかでないし、一方で色々な政策の細部や、条件がこれらに影響していく訳であり、注意が必要だと思う。

藤原副総裁

執行部の説明を伺うと、総じて経済実態は従来と変わりがないという認識だと思ふ。勿論、公共事業等に若干の明るさはみえていたとの指摘はあるが、実態は依然悪化を続けている。対応策として政府の緊急対策が発動され、従って公共事業が増えている訳であるが、加えて再度大型経済対策が打ち出されようとしている。一方で金融システムの再生、健全化法案の枠組みができ、その面からも対策が講じられようとしている。従って、経済実態とその対応策の綱引きがどうなるか注目してみ続けざるを得ない。

二、三心配事を述べる。一つは個人消費の弱さが再び目立ち始めている点。これまでは一進一退といったように、パソコンや、一部軽自動車等どこかに一進の芽があった気がするが、消費動向はここに来て全体としてかなり構造的に考えていく必要があると思うようになった。住宅もそうだが、典型例としては、自動車が挙げられる。自動車については家計支出、生産、輸出入の三個所で説明されていたと思うが、輸入自動車が増加しているという階層もあるだろう。乗用車では普通自動車の売れ行きからみて、生産販売計画は達成が難しいという感じの指摘があった。一方で軽自動車は良く売れている。こうした自動車産業一つを取り出してもそこにみる経済構造や、消費構造の変化について綿密な分析を要するのではないかと思う。GDPの6割以上を占める個人消費をどうみていかななくてはならないのか。税制の在り方、年金制度、介護制度、先程の住宅問題等、制度的な問題を考えていかなない限り、個人消費が不冴えな理由が分からないのではないか。つまり、単なる消費性向や購買力あるいは心理的なものではなく、家庭生活および高齢者、将来の子孫に連なる社会システムの問題として、個人消費の問題を今後は考えて行かなくてはならないのではないか。

二つ目に、企業倒産を懸念している。銀行の不渡り停止の統計や、民間興信所の見通しといった指標は余り科学的ではないのではないか。これはフィールドワークというか、現場取材で調査し見通しを立てる必要があるのではないかと思う。企業の倒産に至るメカニズム自体が日本では非科学

的であり、なかなか予測できないという気がする。しかし、今度の9月期決算でも色々な下方修正の動きが出てきているし、それを乗り越えるために、例えば現時点では銀行が支えているとして、決算が終わっても先行き展望が開けないような経済環境の中で企業がどう生きていくかを考えると、抱えている実質的な債務超過が何かを契機にして露呈する企業のケースが山積しているのではないか。銀行は不良債権問題絡みでリストラを進めようとしているが、メイン・バンクの出方は勿論のこと、サブメインやシンジケートを形成している銀行の一角が潰れるだけで、逆にメイン、準メインが引っ張られる形での倒産も有り得る。やはり日本の企業社会が家族的な馴れ合い、もたれ合いで成立してきたことと、日本社会特有の社会的因習の経済関係が、こうした状況の中では、何かが起ると連鎖的に共倒れになる社会構図の一端ではないか。

三番目の心配は物価である。需給ギャップの拡大を背景に、国内卸売物価の下落傾向が指摘されているが、今後、為替レートがどうなるか、商品市況がどうなるかにより、更にそれが加速するかどうかが気になる。武富委員は円高にせよ、今後の物価の下落にせよ、その原因を十分に分析しなければ軽々に判断できないと指摘された。つまり、物価下落が必ずしも悪いとは限らないということであり、それは為替レートについても言えるが、確かに現在のような経済環境下では一方の面も注意をより向けていくべきではないかと思う。調査統計局の現状評価の文章は最後に「今後、物価の下落幅が拡大し、実質金利が上昇していくことには十分な注意を払っていく必要がある。」で止めてある。これまで何回かデフレ・スパイラルという単語が出ていたが、同様のことをこうした文章で指摘していると感じた。勿論、そうした事態を回避しなければならない訳であるが、これまでの色々な経済事由の螺旋的な下降現象の因果関係の項目の中に、今後は不良債権問題や、公的資金注入問題から来るデフレ・スパイラル加速要因が加わることも考え合わせると、「十分な注意」は「十二分な注意」と表現しても良いのではないか。

速水議長

この後は自由討議になるが、今井経済企画政務次官は午後にご出席頂けないので、ご意見、ご感想などもしあればお願いします。

今井経済企画政務次官

午前中で中座する失礼をお許し頂きたい。

去る10月27日、総理から緊急経済対策を取り纏めるよう指示があったので、現在今月16日を目途に効果的な対策を取り纏めるべく鋭意努力しているところである。対策の具体的な内容は、現在詰めの段階で検討中であるが、わが国の経済は極めて厳しい状況にあり、今年度後半から来年度にかけて十分な対策と監視が必要であると考えている。11年度のプラス成長を確実なものにするため、まず、金融システム安定、信用収縮対策、合わせて景気回復策を緊急に実行することが重要であると考えている。景気回復策は景気回復への即効性、波及性に加え、21世紀に向けた未来性の三原則に沿って実施することを検討している。また世界経済、特にわが国と密接な相互依存関係にあるアジア経済にとり、わが国経済の再生が極めて重要であるとの認識に立ち、今般の対策を取り纏めているところである。政府としては、対策の取り纏めとその推進に最大限努力する所存であるが、金融システム安定化を進めていく過程では信用収縮が一層拡大する可能性も考えられるため、金融政策においても十分な資金量の確保に努めるなど、適切な運営をお願いしたい。

(午後0時19分中断、午後1時13分再開)

速水議長

それでは午後の会合に入る。午前中は情勢判断についての意見を伺ったが、付け加えるべきことや意見を述べたい方はどうぞご発言下さい。

中原委員

午前中に申し上げたことに若干追加したい。アメリカ経済の在り方が——現在のバブルであるが——崩壊し、来年以降非常に変わってくると思っている。消費が縮まり貯蓄率が上がると思うが、そこからプロテクショニズムが出てくる。また、失業に対する色々な懸念が出てくると思う。来年の7月頃からは大統領選挙が行われるため、そのキャンペーンとの関係でトレード・イシューなどが議論され、仮に失業率が一種の限界点である5%を超えて上昇すようになれば、貿易戦争が非常に問題になって来ると思う。従って今後の2年間を展望すると、金融戦争に加えてそうした貿易戦争が起きてくるのではないかと考えている。

今一つ申し上げたいことは、アメリカが現在小康状態を保っている一つの理由であるが、やはり日本と同様に資金需要が比較的低いため、それが顕在化しないということであろう。来年の1、2月頃は、資金需要が大きく出てくるため先程来年の1～3月は非常に要警戒と申し上げた次第である。また、目先を見ると、11月17日にAPECやFOMC、ロシアのリスクの話などが重なっているためこの1週間程は目が離せないと思っている。いずれにしても、アメリカの経済の在り方が相当に変わってくるのではないかと、それが国際経済、国際金融はもとより、国際政治にも影響してくると思う。

速水議長

先日日本の経常黒字はGDP比4%を越えることになるが、それは心配する必要がないと言っていたのは考えが変わったのか。

中原委員

それは心配しなくて良い。しかし、アメリカ側からみれば、問題が起きてくるということである。

速水議長

当然でしょう。従って先般、私は摩擦が起きるということを申し上げた。

中原委員

私はアメリカの経済が現在のように消費先行で貯蓄率を下げて構わないということであれば、それ程強くは起きないと思うが、失業率が上がるとなると、激化すると申し上げた訳である。

山口副総裁

物価下落の持つ意味について、武富委員、植田委員からかなり明確な言及があったので、それについてコメントしたい。

第一に物価が下落する時には、下がる理由なり、バックグラウンドなりにより評価が違はずだという側面があったと思うが、私も同感である。従って為替変動の影響を除いて考える場合、通常GDPデフレーターや、付加価値のベースで物価を捉え、物価を論じる方法があると思われるので、調査統計局は物価に関する判断材料に日頃から多少そうしたものを付け加えたら良いのではないか。

一方、物価の低下に伴い具体的に消費が喚起されてくることをどの程度想定し得るかという問題があるが、一般的には物価が下がる時に実質所得の増加が生じていないと、実質消費が増えることはなかなか期待し難いのではないか。勿論、三木委員がご指摘されたように、非常に魅力的な商品が出てくれば、多少新しい要素が入ってくると思うが、それは一種の技術革新的な動きがそこに混在して出てくるということではないか。現在の物価の下がり方には非常に大きなデフレギャップが存在しており、それが物価を押し下げ、同時に将来への期待の下方調整が非常に強く働きながら、資産価格に対してもプレッシャーをかけている状況であるため、やはり現時点では物価下落のマイナスの影響の方を強く認識しておくべきではなからうか。

三木委員

山口副総裁からマイナスの影響を注視すべきとの指摘があったが、私も今回の物価問題はこれだけ卸売物価が下がる局面になり、円高によって輸入物価が下がり、需給ギャップからくる下落圧力と輸入物価の製品価格下落による国内市場での競争上の値下がり为一体どう考えるべきかが非常に大きな課題だと考える。物にはコストというものがあり、資産価格等とはやや違う。実物経済の物に必ずコストがある以上、コストを割ってまで下がって良いというものではない。現在は需給バランスの崩れから来る要素と輸入品との競争による価格の崩れがあり、さらに実物経済がこれだけ落ち込んでいるため資金繰りが続かないことから来る換金売りで大幅に下がるという局面が出てきそうである。この辺をどう考えれば良いのか。

速水議長

確かに円高で製品の輸入価格が安くなって日本の競争力が後退し、輸入品に支配されてしまった。現在のアジアとの貿易は製品輸入が多く、これは国際分業になっている。日本が買わなくてはアジアは伸びようがなく、市場を開き、アジアから製品、あるいは半製品を安ければ買うしかない。それにより彼等の経済成長が始まっていく。日本の価格はとて競争に勝てないということであれば、輸入品に先行して国内の製品を変えるなり、構造改革を行っていきなりしかないのではないか。その際輸入の制限や、無理に相場を動かすようなことは、現在の国際情勢の中で日本の行うべきことではないと思う。製造業者にとっては非常に厳しいことだが。

三木委員

私も同感であるが、かつて空洞化と叫ばれたように輸出中心の企業が、自ら東南アジアを中心とする現地生産に切り替える動きは垂直分業である。その時代は終わったと思う。垂直分業の形でのビジネスは、どうしても保護貿易に繋がらざるを得ない。現段階は水平分業である。日本で作れば良いものは日本で作る。タイで作るのであればタイで作る。その上で競

争するのが現在の動きである。ご指摘のような考え方は既に実行されているし、そのために企業は国際競争力を高めるべく徹底的なリストラに取り組んでいる。リストラへの取り組みは一定の為替レートを前提に、自分の企業が生き抜いて行くために、3年なり4年なりをかけて競争コストを下げていく訳である。ようやく、競争していけると思うと、ある日突然為替レートが大きく変わってしまうという局面を今まで何回か繰り返している。これは企業の立場からすると堪えられない。従って安定すべきと主張している訳である。必ずコストがある以上、日本の国内で生きられる産業は一体何かということになる。

速水議長

それはご指摘のとおりだと思ふ。それで日本の輸出産業は苦勞してきた。現在の日本は毎月100億ドル以上の黒字である訳であり、その黒字の国が円を安くして輸出をさらに伸ばさなくてはならないとは言わない。輸入を増やさなければいけないし、今一つは円建ての取引を増やしていくことだろう。円建てになれば、いずれは価格に影響するとしても、当面一気に採算が成り立たなくなることはあり得ないと思ふ。輸出の方は円建てが割合増えたが、ドルで輸出も輸入も行うとの従来の方針の間違ひだったと思ふ。本当のビックバンを実現して円を積極的に使うようにしていく必要がある。

三木委員

タイには日本企業が非常に沢山進出している。邦銀もタイをメインにやっていたが、残念ながら次々に金を引き揚げている。そこに出てきているのは全部欧米、特にヨーロッパの銀行であり、その中で我々と提携し、合弁で事業をしているタイの企業は来年1月からユーロが始まり、ドルとの連動のような形で、ユーロが出てきた場合にはどうなるのかを非常に心配している。ご指摘のように、彼等の口から円の経済圏に乗らないか、円建てで取引をしたいという声は強く出てきている。わが国としては、その

方向で考えていかななくてはならない。

速水議長

基軸通貨はドル一本という点に無理がある。ユーロ・カレンシーも基軸通貨になっていくであろうし、これに円を加えた三つの基軸通貨になっていくことが出来れば、そうした点はかなり変わっていくと思う。

武富委員

物価に言及頂いたので、一言申し上げる。私自身も枠組みとしては現在の物価下落が経済に非常に悪影響をもたらしているし、マイナスの方が大きいことは100%大前提のうえで先程の見方を申し上げた訳である。当然グローバルには要素価格の均等化現象が90年代に入ってから続いている。現在は90年代に入って何度目かの円高らしき局面にあり、その円高が要素価格のグローバル化現象を更に増幅することを通じ、価格体系全体が体系を保ちつつ、水準としては低い方に徐々に均衡していくプロセスが完了すれば、三木委員が「コストがあるではないか」と言われる、そのコスト自体も同時に下がっていくと思う。売り値が先に下がり、コストの削減が後からついてくるパターンであるため、供給者側にとっては非常に厳しいことになるが、そこから生じる問題を企業努力と政策対応で緩和しつつ、結局日本の製造業のコスト構造が90年代の初頭より大きく下がる状況を作り出すのがまさに調整だと思う。私は景気回復のきっかけについて、93年末から94年頃に物価の下落があり特別減税も実施し、個人の実質可処分所得が減らずに、しかも雇用調整が現在よりまだ緩やかだったことを背景に、それまで長く買い控えていた個人の需要が一部表に現われ、景気の底入れと回復の引き金になった経験から申し上げた。これは景気を持続的に引き上げるだけの力はなかったが、今回も当時に比べて多少状況は厳しいものの、物価下落の中の極く一部に着目すれば、個人消費が再び一進一退程度に戻るようなプラス効果はあることも頭の片隅に置いておくべきではないかということを上げた程度である。決して本筋のことを忘れ

ているのではないので、宜しく、誤解のないようにお願いします。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

他に意見がないようであれば、当面の金融政策運営方針の検討に入りたい。

各委員に順番で意見を賜り、その後自由討議をしたい。その際、オペ、担保面での工夫については従来同様自由に発言頂いて結構であるが、具体策については別途討議するセッションを設けているので、後刻述べて頂きたい。まず、山口副総裁からお願いします。

山口副総裁

当面の金融市場調節については、現状維持で臨みたい。理由を簡単に整理すると、第一に財政面の措置、あるいは資本注入措置が動き出しつつある状況であり、その効果に期待しつつ、その動きをまず見極める局面ではないかと思う。第二点として、9月9日の日本銀行による金利引き下げの効果を2か月経った時点で若干振り返ると、金融市場の中では非常に広い範囲に亘って金利の低下を誘導する力を持ったが、リアルエコノミー、特に企業投資、住宅投資については金利を引き下げだけでは歯止めとしても必ずしも有効な措置になっていない。この場合、金利低下の評価については、やむを得ない情勢の中で痛みを和らげるクッションとして機能している側面と、需要を誘発するだけの効果は持ち得ていないこととのいずれを重視するか色々な立場があり得ると思う。また、局面によってもこの評価は変わり得るが、ここまで下げてきた状況の中では、取り敢えず慎重に考えていきたい。第三に、現在の金利についての私共のディレクティブの下でも、金融システムに対する流動性の供給、あるいは企業セクターに対する流動性の供給という面でなお工夫の余地があると思われるため、そうしたオペレーションにおける工夫を優先的に考えて良い局面ではないか。以上三つの理由から調節、金利誘導については現状維持で臨みたいと思う。

オペレーション面における工夫については、先程中原委員からも日銀の調節はまずバンキングシステムに対する流動性、リザーブの供給であるべきだとの指摘があったが、基本的なフィロソフィーはそのとおりだと思う。ただ、オペレーションの手段により、その先の銀行システムの外側に対してどの程度の波及的な効果を持ち得るかという度合が少しずつ違うため、銀行システム自体の機能がかなりの程度失われている局面においては、その外側に対する影響の大小を考えながらオペレーションを組み立てていくことを考えて良いと思う。その具体的な手段については後程申し上げたい。

後藤委員

オペの方法なり、担保なりについて工夫を加えつつ現在の金融調節方針に従い年末に向けて思い切った金融緩和の調節を行う趣旨において、現状維持である。

オペ、担保政策が議論になっているし、政府当局からのご臨席も頂いているため、気になっていることをこの際申し上げておきたい。FBの公募入札への移行に伴い、今後FBを調節に使いながら日銀の資産からは残高が減っていく訳である。しかし、たまたま時を同じくして預金保険機構への貸付や特融などの信用秩序維持関連の融資に伴いかなり長期に亘る可能性のある、かつ流動性のない資産が増え、日銀資産のいわば固定化が進んでいくことになると、将来金融調節上の機動性を制約する要因にならないかが、最近気になっている。外国の例を調べると、

というルールが一応ある程度のものであるが、わが国では具体的にどう考えていくのかが、課題となると思う。私も各論に立ち入る能力はないが、例えば預金保険機構向け貸付の流動資産化のようなことを考えるか、あるいは長期国債乗り換えに代えて、国の財政事情なりその時の金利情勢が許すのであれば、償還をして頂き、それで短期資産を取得することを考えても良いのではないか。TBの残高も国として次第

に増やしていかれる方針であるように見受けられるため、増加分の一部を長期国債の借り換えの際に、日銀の資産の中へ取り込んでいくといったことが考えられる。将来の金融調節上の機動性を制約することが起きないように、日銀資産のいわばポートフォリオ管理のようなことを今後考えていく必要があると思っている。その点を議事要旨に入れて頂きたい。

武富委員

現在の経済、金融情勢の厳しさをみると、現状の金融政策の緩和姿勢をここ暫く続けざるを得ないと思う。前回の決定会合で既に情勢判断については金融一本に絞り、意見を申し上げたし、金融政策の在り方についても幾つか包括的に申し上げた。その際の意見は今回も当然変わっていない。つまり、企業金融も金融市場と同様に流動性その他の面で逼迫度合が強まっており、その潜在的な経済への悪影響を考えると、中央銀行の政策としても、バランスシートの健全性を確りと確保し、金融調節方式における透明性を確保しながら、企業金融にも多少睨みを効かせた形で色々なオペレーションの運用上の工夫が出来るであろうと申し上げた訳である。

その意味を一言申し上げておくと、金融機関の金繰りについて預貸証尻を如何に市場性の外部負債で埋めるかという際、インターバンクのターム物あるいはオープン市場を通じてファイナンスするが、最後の帳尻はオーバーナイトでつけるという意味で、足が短いファイナンスにウエイトがかかる。それに対し企業金融は、背後にある企業活動の性格からみても資金繰りの基本的な時間の単位が日繰りよりは例えば3か月となり、企業金融と金融機関では同じ資金繰りでも足の長さが違う点である。仮に、日本銀行が色々な工夫を凝らして企業金融に少し鞘寄せした運営をすることになると、その足のギャップをどう巧く埋めるかという問題が出てくる。それは長目の色々なオペになると思うが、長目のオペを積み上げていくと、恐らくその吸収をどうするかという問題も出てくる。従来の売出手形オペが最も機動的であるし、マーケットからも選好される方法かと思うが、後藤委員が指摘された日銀資産の固定化とも絡み、その他にも手持ちの資産

であるFBや国債が減る形で結果として吸収していくこととか、アメリカ等のようにレポで信用供与し、吸収にはリバース・レポを使うといった吸収手段にも意を払っていくことも必要ではないか。それは資産のポートフォリオ配分も変えていくことでもあり、現在はFBを相当額保有しているが、それらが企業向けに色々行っていくオペと入れ代わっていく形だろうと思う。後藤委員の指摘された資産の固定化は全く同感である。本来中央銀行の供給する信用供与は流動的なもののはずであり、それを資本性の資産に見合わせることは極く短期的にはともかく、制度として定着していくのは相当問題含みであろうと感じている。資本性には資本性の資金をもってファイナンスをしていくのが基本だろうと思う。そうはいつでも現下の情勢では事が簡単ではないことは十分認識しつつも、その点を指摘をしておきたい。

三木委員

現在動き出しつつある経済対策の中で財政政策とそれをサポートする金融政策という位置付けにおいて、本行の金融緩和措置は市場からも企業からも十分に評価されている。また、金利水準の引き下げによる対応には最早限界があると言わざるを得ないので、今回の金融調節方針としては現状維持としたいと思う。

不良債権処理に始まる金融システム安定化も動きつつあるが、その中で日銀として一体何をやるべきか問われている面はある。先程から議論されていた国内外の問題点を踏まえると、年末、年度末に向けての金融政策のポイントはやはり企業金融対応である。本行は短期金融市場に極めて潤沢な資金を供給している訳であるが、金融システム問題に伴う銀行の金融仲介機能麻痺の状況の中で、不健全でない企業へも十分な資金供給が行われていないことが最大の問題であり、それにどう風穴を開けるかが本行になお求められていることではないかと思う。銀行の貸し渋り、むしろローリングにも応じないため回収と言った方が適当な状況下で、企業間信用はさらに逼迫している。一部には外貨資金繰りの問題も残っている。こうした

動きに柔軟に対処するため、日本銀行として企業の年末、年度末金融の円滑化に力点を置いて手を打つべきではないかと思う。

中原委員

金融政策は結論的には現状維持だと思う。現在は一種の奇妙な不安定の中の安定状態にあり、そうした状況を前提にしたうえで、先般の金利引き下げの効果は十分にレートの面で実効が出ていると思う。また、短期市場に対する資金の潤沢な供給も十分効果が出ていると思われるので、現在のような小康状態が続く限りは9月9日のダイレクティブで結構である。特に年末から年度末越えについても潤沢な資金供給を図るというスタンスを是非とって頂きたい。ただし、仮に年度下期に入り後に経済が急速に下落していく恐れがある場合には、私は再度金融緩和の必要性が出てくると思っており、一層の金融緩和を念頭に置いたうえでの現状維持でいきたい。

なお、貸し渋りについて何回も話が出ているが、資金需要が弱いことと、銀行の収益性を改善する動きが複雑に絡まっており、簡単ではないが、根本的には貸し渋りには公的資金の注入が第一だと思われ、それを待って日銀としても対処すべきだと考える。

今一つ問題にしたいのは、ダイレクティブの中のなお書きである。これは9月9日の議事要旨を見ると、突発的な動きが生じる恐れがある場合に発動するように解釈されるが、どうも委員方の中で解釈の統一が出来ていないように思う。先程山口副総裁も現在のダイレクティブの中でも色々なニーズに対応することが出来ると言われた訳であるが、このダイレクティブはこのダイレクティブとして、本日他に何か議論する方法、手段があるのであれば分けて考えるべきだと思う。事実24日の議事要旨を見るとそのように書いてあるが、その辺は執行部としてどうなのか。

山本企画室参事

議事要旨にどういう事態を想定した議論としてまとめられているかということであれば、9月9日の金融調節方針を変更した際の「なお書き」

の部分は、総括として中原委員が言われたとおりである。「突発的な動きが生じる惧れも考えられるため、執行部がその必要性を判断して」、なお書き以下の文言をディレクティブの中に書き加え、そして「執行部がこれを実行した場合には直ちに政策委員に報告することとし、政策委員はこれを吟味して必要があると判断する場合には、法令に則り議長に対して金融政策決定会合の開催を求めることができるとの手続きが、委員の間で確認、同意された。」と記述されている。その次の会合でもなお書きが議論され、議事要旨上は、ある委員から想定される事態には二つのケースが考えられるとして、一つは、信用不安の強まり等によって資金需要が急速に強まるような場合にはコールレートを 0.25% に保つだけでも必然的に潤沢な流動性が供給されるが、不安心理を払拭するためには、さらに下げた方が良いという場合もあり得る、今一つのケースはターム物レートが急上昇するような状況ではコールレートの低下容認が必要になる場合もあるとの見方が示された。それを受けて別の委員からは、自分もその二つのケースを念頭に置いている旨が述べられたが、その委員からは、緊急事態はどのような形で現れてくるか本来予測が難しい性格のものであるため、以上のケースに必ずしも限ることなく、フレキシブルな対応の余地を残しておくことも必要であるとの指摘があった。以上の認識は、他の委員にも概ね共有されたといった記述となっている。従って、議事要旨上で一応緊急事態が想定されているように整理されている。

中原委員

私がここで申し上げているのは、年末や年度末越えの対応を行うようお願いしているのであり、必ずしもディレクティブの延長ではない訳である。しかし、前々回私が外貨、円貨両方あるが、円貨の準備を十分に持たなければならないと申し上げた際、それはディレクティブの一部だとなった。また、前回は現状の中でも CP オペを増やせるのではないかと申し上げたが、それはディレクティブの範囲内だという話があり、非常に混乱している。従って、このディレクティブの意味を再度確かめておいても良いので

はないかと思い、問題提起した。私は非常に突発的な動きや緊急事態が生じた場合には、コールレートを0%にしてでも十分な資金供給をしなければならないということであると考えている。例えば、CP市場で何かデフォルトが起き、15兆円がドライアップしたような場合には発動しなければならないと思う。それは一つの例であるが、そこをクリアーにしておいて頂きたい。

三木委員

9月9日会合時の私の理解では、金利と流動性の供給は裏腹の問題であり、従って本行のディレクティブには金利水準のみを示し、量に関する記述はない。率直なところは、金利水準を書くのであれば、量についてもディレクティブの中に入れるべきだと思ったが、問題のなお書き文については金利水準を0.25%にすることにより、流動性の供給を潤沢に行うことが織り込まれたうえで、なお、緊急避難の場合には金利水準の変化をも容認して流動性の供給を行うという量の問題も織り込んだものとして理解していた。あのディレクティブには金利の面も量の問題もエマージェンシーの時の対策も全てが入っていると理解している。

速水議長

私もそう思う。本日これからオペの方法、あるいは貸出の方法が新しく決まるのであれば、それは当然別の提案、定義で議論して頂かなくてはならないと思う。これまで行ってきたオペはなお書きに十分入っていると考える。

中原委員

私は前回の決定会合において、なお書きがキャッチ・オールで非常に不明確だと申し上げた。なお書きに全てが含まれているのならば、金融政策は不要だ。

速水議長

0.25%にこだわらずに資金を供給することはなお書きの中でカバーできるのではないか。

中原委員

飽くまでも緊急事態の対応だと思っており、そうではないのであれば、今一度政策委員の間で明確に見解をコミュニケーションしたい。

山口副総裁

現在のディレクティブの前半部分は、9月9日の時点で従来の「公定歩合をやや下回る」というコールの誘導水準を0.25%に引き下げる内容になっており、それ自体は従来に比べてさらに潤沢な流動性供給を行う措置である。後段のなお書きの部分は議事要旨にも出ているように、一般的な状態としてはある種の緊急事態、突発的な事態に対応するために前段のディレクティブには必ずしもこだわることなく徹底した流動性の供給を頭に置きながら市場の安定を目指す措置ではないか。この後議論が予定されている色々なオペレーションの道具立てについては、ディレクティブの前段を実現するために色々な組み合わせで使うことが出来る。もちろん後段を実現するために使っても良いが、ディレクティブの意味自体については以上のような理解である。

速水議長

そういうことで宜しいか。

武富委員

全くそのとおりで宜しいと思う。

三木委員

私もそう理解している。

中原委員

もう一回説明して欲しい。矛盾しないことは分かるが、発動するのは緊急事態なのかどうか、最も問題である。

山口副総裁

なお書き部分の発動についてはある種緊急性を認定する判断があり、間髪を入れずに大量の流動性供給が必要になった場合ということである。各委員方の理解はいかがか。

中原委員

私はそうだと思う。

植田委員

そのとおりであるし、緊急事態か否かは本委員会で最終的に判断できることになっていると理解している。そのイメージの例として、先程の二つのケースが議事要旨に残っているのではないか。

藤原副総裁

0.25%前後で推移するよう促すというディレクティブは潤沢な資金供給を行うためにある訳である。それに加えてのなお書きは、緊急事態が生じた場合は誘導目標にかかわらずコールレートの水準をさらに下げるという意味で一層潤沢な資金供給を行うとうたっている訳で、その目的は潤沢な資金供給にある。そうした緊急事態の発生は執行部がその時点のマーケットの情勢に応じて判断することになっていたと思う。政策委員会には技術的に事前の了解を取ることが出来ない場合であり、事後的に了解を求める訳であるが、恐らく9月9日にこのディレクティブが実行されて以降、誘導目標を離れて調節を行ったケースはない。しかし、後段部分の一層潤沢な資金供給を行うという趣旨に従って調節してきており、このスタンス

は実績として内外から評価を受けていると思う。

中原委員

私はなお書きは緊急の事態だと思うため、従来何回も、例えば9月の期末を越えても潤沢な供給をする旨ダイレクティブに書いたらどうかと申し上げたし、年末の外貨繰りに伴う円供給についてもそう申し上げ、先般もCPについて申し上げた訳である。しかし、皆さんの意見ではなお書きに入っているということであったため、それはおかしいのではないかと申し上げた。そういう理解であれば、本日これから行う議論も全部なお書きに入る訳である。色々な変更はあるが、精神からいえば全部なお書きに入ってしまう。

速水議長

制度の改正は、なお書きでカバー出来るものではない。

山口副総裁

同じことを言っておられるのではないか。

中原委員

「必要と判断されるような突発的な事態の場合には」といった形で明確なことをここに入れるべきだと考えている。あるいは「緊急の場合」でも良い。

山口副総裁

私は年末の流動性対策や年末越えのオペを多目に打つということはなお書き部分の発動ではなく、前段のダイレクティブの範囲内で行っていると理解している。

中原委員

前段はレートの話であり、その裏にはレートを下げるだけの供給量が必要なことは承知しているが、供給については後段に書かれてあり、実際に0.16%に下がってしまった訳である。

山口副総裁

コールレート0.25%前後というターゲットを守りながら、この範囲の中で比較的多目に年末越え供給を行っている。従って、ダイレクティブの前段の範囲内で行っているのであり、なお書きを発動している訳ではない。

中原委員

これまで皆さんはなお書きだと発言していた。

三木委員

なお書きではなく、0.25%という誘導金利を使い、それに見合う潤沢な資金供給、流動性の供給を行うことである。「なお」というのは、仮にエマージェンシーな事件があり得るとすれば、0.25%という誘導目標にこだわらずに一層流動性の供給を行うということである。一層があるということはその前があるということだと納得している。中原委員のCPオペ云々とか、年末越え云々というのは政策というより手段の問題である。手段を明確にダイレクティブに書き込むということであれば、私は本来は入れるべき性質の問題ではないかと思うため、今回はあのような議論をした。

植田委員

単純に年末故に資金需要が高まった際の対策としては、コールを0.25%に維持する操作のみで供給量が増えていく訳である。それが前段の部分であり、従来行ってきたこともそういうことである。年末の資金繰り逼迫化の中でさらに悪い事態が起きる場合は、コールを0.25%以下に下げてでも資金供給を行うかもしれないということであり、それを発動するとすれば

なお書きの部分であるという解釈で全員が納得していたのではないか。

三木委員

そのとおりである。

中原委員

緊急事態には色々ある訳であり、全部含まれると言っていけば、キャッチ・オールになってしまうと言っている訳である。

植田委員

全部を事前にスペシファイすることは出来ないと思う。

速水議長

解釈によって違う面があるかもしれないが、過去の決定を自分は当時こう思っていたと言われてもどうにもならないので、次に移る。

篠塚委員

私は現状維持とは言えない。9月9日における一段の金融緩和の選択に対しては反対し、その後何か非常事態が起きた場合に資金を潤沢に供給することに対しては支持すると申し上げたが、現在も同じである。何度も同じ話をしているが、金利を本当に上げるべきなのか、下げるべきなのか、そのままで良いのかに関しては、現時点で色々言っても水掛け論であるし、効果が出るには半年あるいは一年が必要という発言もある。私自身はまだ金利を下げた効果があったと認識出来ない以上は、効果が確認できるまでは反対という立場を踏襲したいと思う。新たに企業金融の話等が出るかと思うが、新たにCPオペを行うかどうかに関しても、緊急事態が起きればやはり何か行わなくてはならないのだろう。金利の引き下げには反対しているが、それとは離れて、緊急事態には何かを行わざるを得ないであろうと発言してきたので、その方向で議論したいと思う。

そもそも私自身が良く分からないのは、中央銀行が直接企業金融を目的に資金供給をすることは、伝統的な金融政策の範囲を越えているのではないかと思われることである。中央銀行は短期金融中心であり、長期の金融を支援するような企業金融には踏み込まないと思っていた。しかし、本当に非常事態ということで踏み込むならば、何か哲学のようなことを明文化しなくてはならないと思っている。また、9月9日時点で一段の金融緩和プラスなお書きを付けた決定により、既に日本銀行としては非常事態宣言をしているのかどうかも知りたいところである。前に申し上げたが、新聞では95年時点の利下げに対し緊急避難という言葉を使っていた。私も当時の執行部および総裁がそのように発言したのかと思い、95年の0.5%という公定歩合そのものが緊急避難であるとするならば、緊急避難というのはある程度の時期が来たら即座にそこから逃げ出すべきものであると申し上げた。その点は調べてみたら総裁発言の中にも何もなかったことが分かり、皆さんに謝った次第である。それはそれとして、0.25%の市場誘導金利にし、なお書きも付けたということは、緊急避難的な状況として0.25%という数字を考えているのかどうかについて聞きたい。私としては0.5%自体が既に余りにも超低金利であり、様々な面で歪みが出ているのではないかと思う。例えば先程指摘したようにマイナスの金利がつく等ということも余りにも低い金利水準にあるからであり、やはりもう少しリーズナブルな水準にもっていかなくてはならないと思う。ただ、そう出来なかった状況があったとも思われ、その点を聞きたい。

レートを0.25%にしている現状は緊急避難的な状態なのか、それとも日本銀行は通常の金融政策として0.25%という市場誘導金利を考えているのかということである。

植田委員

余り意味はないのではないか。

篠塚委員

なお書きの部分が緊急避難的なことを意味するのか。

植田委員

経済自体が非常に悪いと判断されるが故に 0.25%に下げている訳であり、それを非常時と呼ぶかどうかは、余り意味がない。

中原委員

篠塚委員は、なお書き以下のことを特に言っているのであろう。

植田委員

さらにということで、なお書きが付いている。

篠塚委員

0.25%の金利水準は通常の金融政策として採った措置であり、なお書き以下が緊急避難的な措置なのか。

植田委員

その中での緊急避難である。

篠塚委員

そういうことを聞きたかった訳である。

中原委員

それならそれで、明確に書いておく必要があるのではないか。やはり皆さんの意見を伺い、解釈を統一しておかなければならない。

三木委員

解釈は先程統一した。

中原委員

私とは全く別の意味の質問が出ている訳であるから。

速水議長

0.25%とは、原則として0.25%前後ということで、なお非常事態が起こった時にはその都度対応するということである。

植田委員

金融政策面に関しては現状維持である。後刻検討されるのは平時あるいは議論してきたような緊急時における資金供給方法を追加ないし拡大するということであり、このセッションで決めるのはオーバーナイト・レートの水準を変更するかどうか、あるいは公定歩合を変えるかどうかである。従って、後者について現在議論しているということであれば、現状維持で宜しいかと思う。山口副総裁の表現を借りると、日本銀行としては流動性供給は銀行セクター中心に行うことであるし、そのうえで流動性供給あるいはオペの方法により供給された資金がその外側に波及していく経路あるいは強さが違ってくることに着目して後に議論することになるのだと思う。ここまでの議論を反省してみると、従来は銀行セクターへ流動性を供給しても外へ向かう力が弱いことを常に意識していた訳である。従って、外に向かっていく力を強める手段が仮に出てくるのであれば、多少大きな枠組みの変更のようなものを併せて考えてみる余地が生まれてくるのではないかと思う。本日は、その余地が何かを具体的に話すのは止めたいと思うが、ただそれは様々な理由で現在そこまで踏み込むタイミングではないのではないか。取り敢えず後で議論されるような資金供給方法の追加的拡大等が承認された場合には、その効果を見守るということではないか。あるいは取り敢えずそれ自体が年末、年度末の流動性対策の色彩が強い訳であり、事態の推移を見極めつつ、その後も継続的に使うのが必要であるかどうかを判断したうえで、もう一步踏み込むかどうかを考えても宜しい

経験からアドバイスしたいとも言っていた。引当ててもバランスシートに残している限りはリスク・プレミアムが付く訳であるから、バランスシートから落とすべく損切りをして償却していくことが重要であり、それを埋めるために注入資本が必要になるという考え方で行うべきだと言っていた。

私からはLTCMの問題を、非常に要領よく短時間で落ち着かせられたことに敬意を表したいと申した。は高格付けCP等においてスプレッドが若干縮小してきているのは確かながら、ハイリスクの高利回り商品に対するスプレッドは依然開いたままであり、まだ安心は出来ないし、約6か月前に売られたリスク・アペタイトからの大きなシフトは足許多少緩和しているように見受けられるが、春先の状態に戻るまでにはstill long way to goであると非常に慎重な見方をしておられた。

では、金融安定化関連の法律が施行になったこと、長銀も時間を要したが一応決着したこと、今後財政面からの景気対策が出てくるし、金融面でも年末の外貨資金その他についてはほぼ目処がついており、我々としては引き続き十分な資金を供給していくと発言しておいた。財政資金16兆円の支出に加え恒久減税で5、6兆円といった数字に言及したところ、やはりヨーロッパの人達は非常に驚き、これにより来年の成長ほどの程度が見込めるのかと質問していた。最近IMFは+0.5という数字を出しているが、自分達は2年連続マイナスで、3年目には極力プラス、あるいはゼロ成長の近辺を考えていると言っておいた。10兆円とはGDPの2%に相当すると説明したところ、は何回も10何兆円規模の対策が出てくるが、今後はどうするのかと言わんばかりの感じであった。先々を見ていると思った次第である。

ヨーロッパ全体は今後1か月余りでユーロカレンシーへの通貨統一がなされるが、その点は非常に明るい感じがした。会議でも大陸側はやはりデューゼンベルグが代表して説明するようなところまで来ている。各国は若干の補足をする程度であり、デューゼンベルグの重さが非常に目立つ感じがした。はドイツではラフォンテーヌ蔵相

によるブンデスバンク批判等が出て多少騒がしくはなっているが、金融政策がこれにより変わることはなく、むしろ新政権が必要な社会保障、労働市場、税制等の構造改革をどの程度実行出来るかが不透明であると言っていた。大陸の中ではイタリアのみがやや不十分であるが、その他の各国はスタビリティー・オリエンテッドな金融政策の重要性を受け入れてきており、ECBはブンデスバンクをモデルにしているし、陣容も強力である。我々もカウンスルのメンバーとして最善を尽くす所存であるため、ECBは“ had a good chance for positive start ”と考えていると言っていた。

は日本について、1980年代、1990年代の政策失敗の遺産を現在例証しており、バブルの形成自体も問題ではあったが、崩壊過程で断固とした政策を採ることに躊躇したことが未だに響いている。重要なのは世界第二位の経済大国が短期間のうちにカムバックできるかであり、現在計画されている数々のプログラムが速やかに実行され、新たなコンフィデンスが生まれてくることを期待していると言っていた。日本も今後は間接金融から少しずつ直接金融のウェイトを増やし、シフトしていくつもりだと話をしたところ、ドイツも間接金融であるが、ドイツの銀行は護送船団方式で守られてきた日本の銀行に比べて遥かにコンペティティブである。しかも含みをBIS比率の計算上資本に組み入れていないうえ時価評価も採用していないため、各行とも相当水準の含みをバッファーとして持っており、ドイツの銀行経営は非常に健全であると言っていた。また、私が最近銀行に要請している一に不良債権の早期償却、自己査定結果の開示、二にリストラの断行、三に金融再編に際して各行の進むべき業務戦略の明確化については、自分も何れも重要なポイントであると言ってくれた。金融再生に向けての器が認められた以上、各銀行の経営層は過去の過ちとして認めるところは認め、取り組んでいかななくてはならないし、重要なことは彼らに競争させ、競争力のある先が生き残ることだと強調していた。

金融政策に関して結論から申し上げますと、金融調節方針については現状

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。最近でてきたプラスの材料としては、公共投資の増加が明確化しつつあること、早期健全化法の施行や金融界のリストラ再編に向けての動きから金融関連株が持ち直して来ていること、米国の金融資本市場が一頃に比べると落ち着きを取り戻し、円相場もこのところ幾分円安方向に戻ってきていること等が挙げられる。一方でこの冬のボーナスは極めて低調なものになると予想され、あるいは雇用、所得環境はさらに厳しくなっていく見込みであり、そうした下で個人消費がこのところ一段と冷え込んでいるし、住宅投資も低水準が続いている。こうした家計部門等の弱さを背景に企業の生産や収益が減少し、それが設備投資を落込ませるという負の連鎖が民間経済に引き続き働いている。しかも、金融仲介機能の弱さが負の連鎖を一層深刻なものにしているように思われる。さらに、このところ物価の下落が財からサービスへと広がりを見せており、デフレ的な様相が全般に強まっているとも思わざるを得ない状況である。

早期健全化法が施行され、金融機関のリストラ再編に向けた動きが出てきたことを先程プラスの材料だと申し上げたが、これは飽くまでも期待される方向への第一歩に過ぎないと思う。今後こうした金融セクターでの動きがどの程度实体经济活動全般に好影響を与える要因となっていくのか、まだまだ慎重に見極める必要がある。金融資本市場でも金融関連株こそ幾分持ち直したが、その他一般企業の株価や長期金利などは、ほとんど目立った反応を示しておらず、引き続き低迷している。このような市場の動きからみても、今後、公的資本の注入を含めた金融システム面での対策が順調に進んでいくのか、さらにはそれが金融機能の改善を通じて景気が自律的回復へと向かう契機の一つになっていくのかどうか、まだ相当の不確実性があると判断せざるを得ない。

こうした情勢を踏まえると、わが国の経済は引き続きマクロ政策面からの追加的なサポートを必要とする状況に置かれていると思う。ただ、金融政策面では、オーバーナイト・レートを既に0.25%前後という異例の低水準に引き下げているほか、年末越えの資金についても極めて潤沢な供給を

行っており、通常考え得る金融政策手段に照らして、ほぼ最大限の金融緩和を行っている状況にある。従って、金融政策面で現状からさらに大きな追加的な措置を打ち出すことは、かなり難しくなっているように思う。幸い、来週には政府から緊急経済対策が発表されると聞いている。金融システム面での対策に加えて、こうした大型の景気対策が間もなく動き始めることを踏まえると、日本銀行としては、これらの施策を側面から支援すべく、9月9日以降の思い切った緩和スタンスを継続していくことが適当であると思う。特に当面は年末や年度末の企業の資金繰りが設備投資等の企業活動を制約する要因とならないよう可能な限りの努力を払っていく必要がある。この点、オペや担保の面でどのような工夫を行っていくかについて後程改めて議論してもらおうが、金融市場調節においても、引き続き年末越え等の長目の資金にウエイトを置きながら潤沢な資金供給を行い、市場の安定に万全を期していくことが必要であると考ええる。

先程、後藤委員と武富委員が指摘していた中央銀行の財務内容が悪化する、あるいは機動性を欠くことについては私も非常に懸念しているところである。レンダー・オブ・ラストリゾートとは言うが、既に現状でも長銀分のみで預保宛の政府保証付貸出が3兆5,000億円程度になっており、これに日銀特融2兆円を入れると5兆5,000億円程度になる。銀行券の発行残高45兆円の1割を上回っている。いずれ間もなく2割になっていく可能性がある訳である。特に外国は中央銀行のバランス・シートの動きを踏まえて、その国の状況を考え、あるいは格付を考えるとということであり、このことがカントリー・リスクに繋がっていくことを忘れてはならない。銀行券に見合っている資産が何時売れるか分からない資産であるとか、資本金が銀行券に対比して非常に低いということになっていくと、国の格が落ち、国債の格も落ちるし、企業の社債や株式、CPの格も落ちていくことになる。従って、日本銀行のバランス・シートの財務内容の健全性には常に注意しつつ、行き過ぎがないようにしていく必要がある。私も健全性維持は今後の大きな課題であると思っている。長期国債やFBをこれまで日本銀行が固定して保有していたのが不適切なのであり、それらを売った

り買ったりすることが必要である。また、リクイディティのある資産さえ保有しておれば、売り買いも出来る訳であり、そうした市場を作り市場性のある資産を保有することが今後の大きな課題だと肝に命じている。

長くなったが、この機会に言わせて頂いた。当面の金融政策運営について、追加的な意見、議論があれば自由に発言ください。

政府から出席の方にもし意見があれば、ご発言頂ければと思う。

谷垣大蔵政務次官

宮澤大蔵大臣に代わり私が出席しているので、宜しくお願い申し上げます。経済の現状認識としては、景気は低迷状態が長引いて極めて厳しい状況にあるということで、10月27日に総理大臣から緊急経済対策を11月16日までに取りまとめるよう指示があった。大蔵省としては10月末に各省庁から「景気対策臨時緊急特別枠」に対する具体的内容が提出されたため、現在その内容を精査しているところである。主計局においても各省庁と協議をし、何とか良いものにまとめるべく苦労しているところである。また、自民党においても昨日「緊急経済対策の骨子」を取りまとめた訳であるが、これらを踏まえて現下の経済情勢に的確に対応した効果的な中身を作り上げていくことが重要であると思っている。いずれにしても、第三次補正予算については当初予算や第一次補正予算の執行状況も見極めながら、経済の現状に的確に対応したものとなるよう努力して参りたい。審議委員各委員におかれましては、ご審議に当たり、以上の考え方にご理解を賜りますようお願い申し上げます。

新保経済企画庁調査局長

先程、政務次官から話があったかもしれないが、簡単に我々の認識をお話すると、景気情勢は非常に厳しいということである。そうした中で、金融情勢についてもかなり厳しい状態にあるのではないかとと思っている。要するに、金融機関の貸出態度に対する懸念や金融システム全体に対する懸念があり、企業は手許流動性を厚目に積む動きになっている感じがする。

言葉を変えれば、flight to liquidityのような動きになっており、これがどの程度の広がりを持つかが非常に重要な点であろうと思う。先程総裁からも話があったように、金融二法の枠組みが整ったことに伴い今後不良債権の処理と金融機関の整理統合に進まざるを得ないが、そうした過程でflight to liquidityの傾向がさらに強まる懸念は十分にある。ジャパン・プレミアムも昨年の年末に近い水準にまで上昇してきており、やはり信用収縮が一層拡大する懸念を十分念頭に置いておく必要がある。政府も対策を確りと打つ積りであるが、金融政策の面においても十分な資金量の確保に努めることが最も重要ではないかと思っている。これは後程専門的に議論のあることであり、我々が余計なことは言わない方が良いのかもしれないが、やはりオペ対象の見直しや、企業金融にどこまで踏み込むかも非常に重要な問題である。現在は緊急事態の状況にあると思っており、資金調達の支援という意味でこの点も十分かつ積極的に検討頂きたい。

速水議長

それでは、金融市場調節方針に関する議案の提出および採決に入りたい。先程の委員による検討によると、当面の金融市場調節方針は現状維持とする意見が大勢であったと思われるので、私の方からは当面の金融市場調節は現状維持ということで議案を提出したいと思う。これと異なる意見の方で、ここで正式に議案として提出されたい方がいれば出して頂きたい。

中原委員

再度確認しておくが、例えば年末越えや年度末越え等々の流動性供給、あるいは外貨繰り等の円投に対する流動性供給については、飽くまでも先程山口副総裁が言われたようにダイレクティブの最初のパラグラフを使って行い、第二パラグラフは緊急突発事態に対処するという解釈で宜しいか。

山口副総裁

そうだと思う。

山本企画室参事

議案を読み上げさせて頂く。「議長案。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。」。別添の対外公表文は、「平成10年11月13日。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とする事を決定した。全員一致、ないし賛成多数。」である。

[政府からの出席者退室]

速水議長

それでは、採決に入ってください。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

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

報告致します。ただ今の採決の結果、賛成 8、反対 1 であった。反対は篠塚委員です。

速水議長

反対理由をどうぞ。

篠塚委員

繰り返して申し訳ないが、一番目の理由として、長期におよぶ超低金利の弊害を改めて指摘しておきたい。二番目に、实体经济面への効果および金融システム面への効果ともにネグリジブルである。三番目に一段の低金利はむしろ信用乗数を低下させている等の諸点を踏まえて、9月に引き下げた金利水準をそのまま維持することは支持し難く、反対した。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今政策委員会において、当面の金融市場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市場調節に努めるよう、これをもって指示する。なお、決定事項の公表は会合終了後 30 分後に行う。それまでの間は厳に出席者限りということで宜しく願います。

V. CPオペ、手形オペ、貸出に関する討議、決定（資料-6）

速水議長

次に、企業金融円滑化への対応を巡る報告と討議に入る。本日は企業金融の円滑化に向けて、資金供給手段の面で日本銀行がとり得る対応について討議を行いたい。具体的には、第一にCPオペについて、買入対象となるCPの期間を延長するなどの措置を直ちに講じることをどう考えるか、第二に、企業金融支援のための本行貸出や社債等を担保とするオペレーションを今後活用することの是非を検討し、CPオペと併せて対外公表することをどう考えるかの二点である。まず執行部からCPオペ、本行貸出、手形オペについて、企業金融円滑化の視点から採り得る方策を説明してもらい、併せてCPオペに関する執行部提案を説明してもらう。次に委員の間で自由に討議してもらう。私としては、CPオペと併せて社債等を担保とするオペや貸出についても、本行として対外的なスタンスを公表することが適当と考えているが、委員の討議を踏まえたうえで、私から議長案となる対外公表文の叩き台を提出したい。それについて意見があれば修正したうえで、最後にCPオペに関する執行部提案、対外公表文に関する議長案、さらに委員から別途の提案があれば、その案について、それぞれ採決を行う。最初に、執行部から採り得る方策全般とCPオペに関する提案について説明してもらおう。黒田理事お願いします。

黒田理事

委員の方々から既に話が出ている件であるが、前回の決定会合において、私共執行部に対して企業金融円滑化の観点から金融調節方法の面で何か知恵がないか、具体的に採り得る方策はないかとのご下問があった。前回決定会合以降、執行部において具体策を検討してきたので説明させて頂きたい。この案の中には、仮にこれで宜しいということになれば本決定会合において決定頂くべき事項も含まれている。

稲葉企画室参事

企業金融の円滑化に資するという観点からオペや貸出に関して採りうる方策を検討してみたものである。年末、期末を控えて一層の企業金融の円滑化に資する見地から何が考えられるかとなると、第一にCPオペの積極活用ではないかと思われる。積極活用により量を多目に購入すると、そのままでは本行のリスクが増える可能性がある。その点を留意すると、この際オペの買入対象となるCPの期間制限を緩和することはどうかというものである。具体的には、対象となるCPの条件としてその満期日が買入れの日の翌日から起算して3か月以内に到来するものとなっているのを、1年以内にする事で対象範囲を拡大してはどうかということである。現在期間3か月ないし1年のCPを発行する動きが活発になってきており、毎月1ないし2兆円程度発行されていると推定される。従って、この辺を活用するものである。同時に、現在金融市場局ではCPの適格審査事務の迅速化を図っており、これをアナウンスすることにより、新規に適格CPの審査のための持ち込みを促すことも考えられる。これら二つの効果を合わせると、約2兆円を上回るオペ拡大効果があると推定される。これは適格CPの信用度を緩和するという措置ではなく、またCPオペの与信期間は現行どおり3か月とすれば、本措置により本行の与信リスクが大きく高まることにはならない。後程こういうことで良ければ案としてお諮りする。

次は貸出運営面で同様の工夫が出来ないかということである。現在、日々の金融調節上は使っていない通常貸出について、企業金融と関連付けて企業金融を支援するインセンティブを与えるような手段として考えるとしたら、どういう枠組みになるかということである。貸出先、あるいは貸出実行店は通常の貸出と同じ扱いで良いが、個々の銀行に対する貸出枠としては、金融機関の貸出増加額に応じた枠設定を行うという基本的な考え方が良いと思う。特に年末、年度末対応ということであれば、10~12月の各銀行の貸出増加額の一定割合、例えば50%とするような工夫が考えられる。つまり企業向け貸出を促すために増加額の半分を本行がリファイナンスするという意味合いである。担保面でも工夫を凝らすことが出来る。

通常貸出では国債以下適格証券貸付債権までであるが、企業向け貸出の円滑化に資するというのであれば民間企業債務を中心に持ち込んでもらう制度にすることが考えられる。勿論、本行の適格先でない企業への貸出円滑化にも配慮するとすれば、これだけに限るのは若干不都合が生じるため、国債も担保とする必要があるかと思う。従って、担保としては国債も認めるが、原則として担保価格の50%は民間企業債務とするようなフレームワークにすることが適当ではないかと考える。

金利については、通常貸出の金利は公定歩合である。しかしこの場合、証貸債権を担保とする貸出等は現在その他のものを担保とする貸付利率が適用され、0.25%高の0.75%になる。今回措置の考え方に照らすと、金利はそうした公定歩合の貸出利率を適用するよりは、一律0.5%とするのが適当ではないかと考えられる。貸出期間については、通常貸出の場合は手形期間を2週間として本行のオプションにより機動的に実行するが、年末、年度末対応ということであれば、年度を越える4月までとすることが適当ではないかと思われる。また、実際の貸出の実行は各行の10~12月の増加額を確認次第、次の1月に行うことが考えられるが、例えば10月、11月中にも増加させた先には12月中に第一回目の実行を行うといった考え方も採り得ると思う。

これは当然年末、年度末対策としての臨時の企業金融支援貸出といった位置付けになると思う。総額どの程度になるか事務的に計算してみたが、昨年、一昨年の例をみると都銀をはじめ5業態計で貸出の増加額は3兆円ないし6兆円であり、これを前提とすると本件の実行額は2~3兆円になる。これは情勢次第である。いずれにしても、こうした枠組みで良いということであれば、細部を詰める準備に入れる状況にある。

次に、オペレーションにおいて民間債務を一層活用する工夫はないかということである。具体的には、社債と証貸債権を根担保とする新しい手形オペを創設してはどうかという提案である。手形あるいはCPは手形オペ、CPオペのオペ対象となっているが、社債と証券貸付債権は現在オペ対象とはしていない。社債の場合は流通市場が不活発、あるいは銘柄数が極め

て多いため、現先方式でも買入対象とするのは実務的に難しい。あるいは技術的になるが、代用証書制度等を活用するとしても、難しい問題があり、いずれにしてもそのまま社債をオペの対象とするのは難しい。証書貸付債権については、指名債権譲渡の手続きが煩瑣なため、これも直接買入オペレーションの対象とするのは出来ない性格のものと判断される。従って、社債や証書貸付債権をオペで活用する場合、これらの問題を解決するために根担保としたうえで、手形オペの担保とする工夫が必要と考えられる。現在の買入手形のいわば応用編ということである。比較をすると、現在の買入手形オペは金融機関の振り出す手形を買い入れるものであるが、その担保の形式としては買い入れの都度徴求する。今回新たに創設を検討している社債、証貸債権を担保とするオペは、これを根担保として先程の問題を解決しようとするものである。

金利、期間等については従来どおりの扱いで宜しいかと思う。対象先については、現在の買入手形は短資業者の扱いになっているが、証貸債権については本行の質入れとするには、その対象となる企業から本行宛に異議無き承諾を得なければならない。これを従来どおり短資経由とすると、転担保する構成となり、手続きがさらに煩瑣になるため、短資経由にはせずに、オペ対象先から直接買い入れる扱いで宜しいのではないかということである。いずれにせよ、これはイメージであり、このような方針で良いということであれば、さらに実務的な検討を深めることになる。直ちに実行出来るという訳ではないが、検討を深めていけば、来年の早い時期に資金供給手段の一つとして活用できる態勢にある。

以上、企業金融の円滑化に資するという事で三案を申し上げたが、直接企業金融に関与するという事ではなく、銀行部門を通じるオペ、担保の在り方を活用しながらいわばファイナンスするという事で共通している。企業金融円滑化とはいえ、直接関与するのではない形になっているということを報告したい。

以上が企業金融の円滑化に資するための工夫についての説明であるが、CPオペの積極的活用については、以下の決定を頂ければ、来週16日か

ら実行可能である。別添をご覧頂きたい。お諮りするのには、コマーシャル・ペーパーの買入要領の一部改正等に関する件であり、CPオペの一層円滑な実施を確保するとともに、企業金融の円滑化にも資する観点から、下記の諸措置を講じることとし、平成10年11月16日から実施すること。1. 買入要領の一部改正。2. 業務方法書の一部変更である。内容としては別紙1 要領中一部改正として、2. の買入対象を横線のとおり翌日から起算して一年に改めるものである。別紙2は、業務方法書中の一部変更で、第十一条第二号を横線のとおり改め、ここも一年以内に改めるものである。

黒田理事

私共としては企業金融が困難に直面する中での円滑化というマクロ経済的な要請と、中央銀行の資産の健全性あるいは流動性の維持という相矛盾しかねない要請を極力両立させる工夫はないかと考えた積りである。従って、色々目先の変わった工夫はしているが、資産を買う時の資産の内容に関する審査基準自体を甘くするといったことは全く本提案の中には含まれていない。そういう制約の下で企業金融の円滑化のために何か出来ないかと考えた訳である。また、各案は全て民間金融機関が企業セクターに与信をしたものをリファイナンスする形になっており、企業に対して直接中央銀行が与信をするものは全く含まれていない。そのように一応筋を通したうえで、色々工夫してみたものである。

速水議長

ただ今のCPオペに関する執行部提案、および企業金融支援のための貸出と社債等を担保するオペレーションについて検討することの是非、並びにそれらを対外公表することの是非について、自由に発言下さい。

篠塚委員

日銀のバランスシート問題が非常に懸念されているので、CPに関してはデフォルトを起こした場合に毀損される額の大体の検討を行っておく

べきではないかと思う。検討したうえで、日銀のバランスシートにとって、何か確りとした引当金等を積むべき大きさなのかどうか教えて頂きたい。

稲葉企画室参事

現在は、そうした事態になる前にCPが適格かどうかを審査し、適格でないと判断する場合は、それを抹消する手続きを迅速かつ厳格に出来る体制にしつつある。それでもなおかつ実際に対象となる企業がデフォルトを起こすことは可能性としては考えられるが、CPに関しては現先方式で買っているため、第一義的には現先の相手方となる金融機関に請求すれば良いことになる。その企業及び金融機関の両方がデフォルトを起こす可能性も全くない訳ではないが、その場合にのみ本行の損失になる。ただ、現時点ではそうしたCPのチェックにしても差し迫っている案件はない。

篠塚委員

仮に、銀行も同時にデフォルトした場合には、日銀が計上している一般の引当金を当てることになるのか。

稲葉企画室参事

日本銀行の資本がバッファーになる。

黒田理事

従って、通常の倒産確率を弾くと、まず相手方となる金融機関の倒産確率が高くはない。そこへさらに企業の倒産確率を掛ける形になるため、数字はネグリジブル・スモールになる。しかし、ご指摘のあったように、万が一のケースもあるので、その点については専門家が今後とも検討を進めていきたいと思うが、そうした特定のケースにはどういう事態があり得るかを考えてみることにより、対処の仕方をより良いものにしていく工夫ができる。

三木委員

本案については、前回、前々回から懸案として検討してもらった中身であり、パッケージとしての公表も含め賛成である。特に年末、年度末にかけて企業は外貨調達難のため、むしろ海外CPから一斉に撤退し、国内CPへ帰ってきている。国内でも社債発行はなかなか難しく、トリプルBではほとんど出せない状況になっているため、社債発行からCPへのシフトの動きも非常に強く出てきている。従って、このCPの積極活用の方は、CPに係るリスクの基準を緩めることではなく、期間と事務の迅速性向上を図ることにより対象CPの増加を図る適切な措置である。

二番目の企業金融の支援貸出制度については、確かに11月は季節的に貸出が減り、12月にまた増える傾向があるため、年末対策としては必ずしも効果的とは思えないが、年度末については、全国の地銀、信金等を通じてのその先の企業へ血を流すという面で非常に効果があると思う。臨時措置であり、かつ金利もインセンティブを考えた0.5%という案は適切ではないか。非常に分かり易い制度である。

社債等の問題は新しい手法であり、特徴を持たせていかないと意味はないし、最も重要なのはリスクの問題であるため十分に検討して頂きたいが、これについても私は進めるべきであろうと思う。いよいよこの際、先程後藤委員からも話があった本行財務の健全性の問題について相当力点を置いて検討していくべきであろう。海外から最も注目されているのは、本行のバランスシートであり、それがそのまま日本国の格付けになり、銀行の企業格付けにも急速に悪影響が拡がるのは目に見えている訳であり、資産の健全性については明確な意思統一をしたうえで実施すべきだろう。

中原委員

一点確認であるが、CPの条件基準は緩むのか。三木委員は緩めないと言っていたが。

稲葉企画室参事

信用度に関する条件を緩めることはない。

中原委員

信用度は緩めるのではないのか。

稲葉企画室参事

信用度に関しては、一切緩和しない。

中原委員

期間を伸ばすだけか。

稲葉企画室参事

信用供与期間である現先は3か月で変わらないが、本行へ持込めるCPについての残存期間を長くし、対象を拡げるものである。

中原委員

先般の議論とは多少違ってきている訳か。

稲葉企画室参事

色々議論している中で、私共は一貫して緩和はしないと申し上げてきた。信用度について緩和しない考え方で従来も検討してきた積りである。

三木委員

そのとおりだと思う。

中原委員

私はCPについては賛成であるが、他の二案については十分に検討し、議決した度毎に公表すべきだと考える。まず、CPについては、昨年から

一年間オペを行ってきており、非常に実績もある。今回の措置を採れば、民間の方でも先程2兆円と説明していたが、然るべき反応はあるだろうと思う。また、CPオペの積極化は先般の提案の延長線上としても捉えられるので、賛成である。

他の二つについては、方針自体をここで発表しない方が良い。やはり、実施するのか実施しないのかを確りと詰めたうえで、出来たものから発表すべきである。何か予約の発表のようなやり方が果たして良いのかどうかに疑問を持っている。そもそも今回の議案を企業金融の円滑化として直接打ち出すことにも反対する。やはりセントラルバンキングである以上、まず銀行に対し一般的な形でのオペを行い、先程山口副総裁が言われたようにそれが滲み出る格好であるなら結構であるが、セントラルバンキングの立場として筋を通すべきではないか。特に、証書貸付を担保化することは十分考えられるが、現段階で行うことになると、例えば企業のリストラ、再編成の動きに対し、それを緩めるようなことになりはしないか。あるいは、世の中からみて日本銀行は信用の最後の砦であるにもかかわらず、何でもありとなってしまうのか、と受取られるような反応も恐れる訳である。現在の段階で行えることはCPオペの積極的な活用であると思っている。

藤原副総裁

基本的にこの三本をパッケージの形で出すべきだと思う。1. のCPオペについては16日から実施と、全て手続きも完了している訳であるが、2. と3. について執行部から説明した以上は、健全性の点では十分に確信を得たうえで改めて提出されたのだろうと思う。細目は決まっていないが、実施するという提案をしたのは、まだ技術的、手続的な問題が残っているためだと理解している。先般来色々ここでディスカッションをしてきた年末対策として打ち出すとすれば、やはり今回三本パッケージで出すのが良いのではないか。実施するからには、定量的、定性的な効果も出来る限り説明すべきだと思う。効果を膨らますのではなく、ミニマムからマキシマムまでこの程度といった説明を十分に行い、同時に色々議論があった健

全性と時限的な意味合いと他の要求を排除する意図表明を加えたうえで、パッケージで出すと良い。中原委員からお話があったが、タイトルに企業金融と銘を打つと、第一印象としては誤解を受けるかもしれない。あくまでも金融機関を通じて外延的に企業まで効果が及ぶという意味合いであるとするれば、何か良いタイトルを考えれば良いのではないか。

速水議長

現在、銀行貸出はほとんどない訳であり、新たに復活するという感じになるか。

稲葉企画室参事

はい。以前はこの種類の制度金融を行っていたので、復活ということになるのが、臨時的には宜しいのではないかと思う。

速水議長

貸出増加額は平残ベースでみるのか。

稲葉企画室参事

その辺が藤原副総裁の言われた極く技術的な検討ポイントである。全国津々浦々の銀行から徴求することになるため、ご指摘の点は詰めてみたいと思うが、いずれにしても貸出の増加に見合って、その半分を日銀貸出でファイナンスすれば良いのではないかという考え方である。

後藤委員

私は、この三つの措置に、賛成をする。中原委員の言われることも私なりに理解はしている積りであるし、企業金融支援貸出制度は本来信用仲介機能の分野へ日銀が非常事態を踏まえてかつて行っていた33条貸出的な形で踏み出すことだと思う。しかし、これは年末、年度末という時限的な対策として仕組まれるように理解しており、これまでオペなり、担保につ

いて最大限どこまでやれるかという議論を積み重ねてきた中で、かなり工夫を凝らした案を作って頂いたと思っている。

発表方法については、企業金融支援貸出制度と社債等を根担保にするオペレーションに関しては、発表の際にあまり細部までは言えないと思うし、特に金額の枠のようなことは言及しない方が良いのではないかと思う。その都度一つずつ言っていくのでは、余りにインパクトが少ないし、例えば、企業金融支援の貸出制度が金融機関の支店レベルの貸出態度にまで染み透っていくには、ある程度の時間も要する。銀行でも規程を作るとか、業績評価等に入れるか入れないかで、実績に非常に大きく影響してしまう。従って、全部確定して来週から実施するというよりも、具体性の濃淡を自ずからつけながら、直ちに行うものと年内に何とか滑り出すものなどタイムスパンを持たせながら、まとめて検討をするという形で打ち出した方がインパクトが強いのではないか。

速水議長

増加額は前年同月比でみるのか。

稲葉企画室参事

10、11月の増加額をみようということである。

速水議長

従って、仮に実施するとなれば、12月まで待たなくても、10月の実績を見て、11月からでも出来る訳か。ただ、10月は済んでしまっているため、12月からということか。その場合は、10、11月の平残増加額で判断するのか。

稲葉企画室参事

平残とするかどうかはともかく、増加額で判断する。

速水議長

そういうことであるならば、現時点で発表しておく必要がある。
金額的にはどの程度になるとみているのか。

稲葉企画室参事

先程申し上げたように、昨年や一昨年の増加額は3兆円から、6兆円程度であり、2兆円ないし3兆円規模の総額になろうかと思う。ただ、大手を中心に貸出計画等をみていると、滑り出しは余り良くない訳であり、どの程出るかなかなか見当をつけるのが難しいところである。

黒田理事

慎重な態度である先が、この制度により少しでもプラスに出来ればという願いである。

速水議長

地銀は貸出を増やして借りに来るのではないか。

稲葉企画室参事

地銀は10月の貸出もプラスになっている。

現状、地銀の資金調達コストは例えば3か月、4か月で0.7%~0.9%という感じであり、仮に0.5%の金利で3か月ないし4か月貸すと打出せば、それはインセンティブになる。

速水議長

そうだと思う。やはり早く公表した方が良い。

篠塚委員

臨時貸出制度は明らかに一回あるいは二回限りの限定的なメニューであり、受取る側も緊急避難というか、大変な時期に支援してもらったと思

うだろう。ただ、CPオペの方は既に実施しているものであるため、受取る側としてはなお書きの緊急避難的なものとして受取るのか、その点は全然考慮しなくても良いのか、これは定着してしまうと考えるのか。受取る側にどういうアナウンスをするのか。

稲葉企画室参事

確かに、この変更を決めて頂ければ、基本的にはそれをさらに変更しない限りそのままとなる。従って、年末、年度末対応を念頭に置き、それを機会に見直したということになるかと思う。その効果は、次に改正するまで変わらない。

黒田理事

従って、臨時にというよりも当面のという気持ちのものだと思う。

山口副総裁

なお書きとは関係ない措置だと思う。ディレクティブは金利に限定したなお書きであり、これは市場調節手段についての措置である。

速水議長

社債を根抵当にとる措置は時間がかかるのか。来年からになるのか。

稲葉企画室参事

前二者に比べれば、少し時間を頂き、来年の早い時期に一手段として活用できるのではないかと考えている。実際にも適格社債や、証貸債権は年末、年始の臨時貸出の方に使われる可能性もあるため、それをいわばフォローするような形で実施出来れば、非常にきれいに繋がる。来年の早い時期には一手段として確立する方向でいる。

武富委員

私もともかく賛成という意思表示をしておく。健全性の点は確保出来ていると思う。ともかく、リスクに関しては取引金融機関リスクとさらにその担保のリスクということで、ダブル・ロックが基本にある。バランスシートの健全性については長期固定化が最も問題になる訳であるが、このオペレーションは基本的には3か月であり、決して長期固定化ではない。また、そのクオリティーについてみれば、相手の取引先金融機関のリスクは本制度を実施するか否かにかかわらず変わらない訳であり、別に劣化する訳ではない。担保についても制度上は現状でも取れるものを対象にし、有効活用しようという案である。裾野を広げていくプロセスでは、若干リスクの度合が高まるのが潜在的にあるかもしれないが、決して健全性を損なうものではない。透明性についても基本的に確保出来ていると思う。

三番目の根担保オペの案は、担保証券の保有状況にややばらつきがあるため、応じられる相手金融機関が、1. 2. で想定するものとは違うかもしれないが、選定基準など透明性を持たせることを確りと行っていけば、全く齟齬がないように見受ける。

まだ色々あるが、これはよく練られたオペレーションであるし、こうした緊急事態に近い状況の中で、本来の中央銀行の姿勢を失わずに、企業金融サイドに良い影響を及ぼす工夫が出来ていると思う。仮に、発表するのであれば、今のタイミングをおいて他にない。我々は一貫して年末、年度末を問題視してきている訳であり、一個ずつ打ち出していくことは、そうした事態の認識に比べて、整合的でないと思う。確かに予約かもしれないが、信用リスクなるものに何がしか心理面の不安が付きまわっているとすれば、現時点で明確な意図表明をすることが、それに対してプラスに働くであろうと思う。色々な意味で賛成である。

速水議長

第二の貸出増加額の金額は公表しない訳か。

稲葉企画室参事

本案をお認め頂くことが前提になるが、もし問われれば昨年や一昨年の増加額を念頭に置くと、2~3兆円程度出る計算になるとまでしか言えないのではないか。

速水議長

増加額に対する枠は何パーセントとするのか。

稲葉企画室参事

50%とすることで宜しいのであれば、そうしたい。

山口副総裁

リファイナンスの意味付けであるが、中央銀行がリファイナンスすることは、そうしたファシリティーがない場合には金融機関が抱えているであろう資産に対して流動性を与えることであり、金融機関は流動性が高まってくることを意識しつつ、企業向けに与信をし易くなることが一つ。今一つ状況次第では、金利すなわちリファイナンスのコスト自体が魅力的なコストになるかもしれない。この両面から企業金融に影響が及ぶことを期待するという理解で良いのか。

黒田理事

ただ、後者については、条件が銀行にとって余りにも有利であるため、銀行に対する収益支援が主たる目的ではないかというような当方では意図せざる批判を招く恐れもある。さりとて、元々金融機関が制度を利用したいというインセンティブが湧かない不利な条件では意味がない。その両極端を避けつつ、条件をセットすることになる。

中原委員

CPオペの変更は臨時ではないのか。

稲葉企画室参事

規程をこのように変えることをお認め頂ければ、このままになる。

中原委員

つまり、仮に公表文を出すとするれば、臨時的措置と恒久的措置とがミックスになる訳だな。

植田委員

執行部案に賛成である。

(午後3時45分中断、午後3時58分再開)

速水議長

それでは、公表文の審議をしたい。叩き台が出来たようなので、議長案から検討する。

稲葉企画室参事

まず、議長案の方を読み上げる。「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について。(案)。日本銀行では、景気の悪化に歯止めをかけることを狙いとして、思い切った金融緩和スタンスを堅持してきている。また、日々の金融調節に当たっては、CPオペの活用等により、企業金融の円滑化にも十分配慮しつつ、機動的、弾力的な資金供給に努めている。ただ、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、慎重なものとなっている。また、資本市場においても、信用リスクに対する警戒感が強まっている。このため年末から年度末にかけて、企業金融は一層厳しさを増す可能性がある。こうした状況にかんがみ、日本銀行では中央銀行の資産の健全性に留意しつつ、銀行借入・市場調達両面で企業金融の円滑化に資することを狙いとして、

貸出・オペレーションについて、以下の措置を講じることを、本日、政策委員会・金融政策決定会合において決定した（全員一致 or 賛成多数）。

1. CPオペの積極的活用。日々の金融調節の中で、CPオペを一層積極的に活用することとし、そのため、買入対象となるCPの期間を拡大（注）するとともに、CPの発行企業の適格審査事務を迅速化する。本措置は、11月16日から実施する。（注）。現行：満期日が買入の日の翌日から起算して3か月以内に到来するもの。改訂後：満期日が買入の日の翌日から起算して1年以内に到来するもの。

2. 企業金融支援貸出制度の創設。年末、年度末にかけて、金融機関の企業向け貸出を資金繰り面から支援していく趣旨から、企業向け貸出が季節的に増加する10～12月期における金融機関の貸出増加額の一定割合（50%）を対象に、リファイナンスのための日銀貸出制度を新たに設ける。その際、担保は国債のほか、日本銀行が適格と認める民間企業債務（手形を含むCP、社債、証書貸付債権）とし、原則として、担保価格の50%以上は、民間企業債務を差し入れることを条件とする。また、貸出期間は原則として、年度末を越える4月までとし、金利は0.5%とする。また、10～11月中に貸出を増加させた金融機関に対しては、12月中旬にも本件貸出制度が利用出来ることとする。本件貸出制度は、年末、年度末の企業金融円滑化に資することを狙いとした臨時的措置である。今後、早急に実務面での準備を進め、詳細が固まり次第改めて対外公表を行う予定である。

3. 社債等を担保とするオペレーション。金融調節の中で、民間企業債務を一層活用していく趣旨から、社債および証書貸付債権を根担保として、金融機関が振り出す手形を金利入札方式で買い入れるオペレーション手段を新たに導入すべく、実務的な検討を進める。今後、準備が整い次第、資金供給手段の一つとして活用していく方針である。以上。」

次に、中原委員案である。「CPオペの積極活用について。日本銀行では、金融市場の不安定な状況に鑑み、中央銀行の資産の健全性に留意しつつ、年末から年度末にかけて、金融機関に対して潤沢な流動性供給を行うため、CPオペについて下記のとおり措置を講じることを本日政策委員

会・金融政策決定会合において決定した（全員一致 or 賛成多数）。記。日々の金融調節の中でCPオペを一層積極的に活用することとし、そのため買入対象となるCPの期間を拡大する（注）とともに、CPの発行企業の適格審査事務を迅速化する。本措置は11月16日から実施する。（注）。
現行：満期日が買入の日の翌日から起算して3か月以内に到来するもの。
改正後：満期日が買入の日の翌日から起算して1年以内に到来するもの。
以上。」。

後藤委員

議長案の2. は最後のパラグラフに本件貸出制度は年末、年度末の臨時の措置だと書いてあるが、表題にはそこが出ていない。貸出制度の創設となっていると、新しく大きな柱をかなり永続的なものとして導入するようにみえるので、ここに臨時ないし緊急等の言葉を入れておいた方が良くないか。延長要求が出てきかねないので、臨時的と表現しておいた方が良いのではないか。

篠塚委員

その方が分かり易くて良いと思う。

中原委員

要するに、先程の説明では、1. と3. がパーマネントになる訳で、これだけが臨時措置になる。

後藤委員

その点が見出しの部分には明確に出ていない。

速水議長

臨時の措置であると書いてあるが。

稲葉企画室参事

そのタイトルを先程事務方で考えた際、CPオペの積極的活用と3.の社債オペを担保とする措置が結局そのまま続くということになると、当面の対応としては二番目の貸出のみになってしまい、確かに当面の対応ではあるが、誤解される恐れがあることを配慮したためである。

武富委員

2.に臨時的と入れてはどうか。

稲葉企画室参事

企業金融支援のための臨時貸出。

速水議長

企業金融支援のための臨時貸出制度、の方が良いかもしれない。

篠塚委員

日本銀行は基本的にはそもそも企業金融の支援を中心的な役割とはしないという点をどこかに入れた方が良いという気がする。最初の書き出しを読んでいくと、企業金融の支援を次から次に実施してもらえるとというように読まれるかもしれない。どこかに企業金融の支援は日本銀行にとって如何なる位置付けのものかを入れて頂きたい。

後藤委員

そうですね。

武富委員

しかし、CPも既に片足を突っ込んでいる。

篠塚委員

片足は突っ込んでしまっているが、次々に要求される嫌な予感がする。

速水議長

企業金融の円滑化に資することを狙いとしてと、入っているのではないか。

三木委員

篠塚委員の言われることは、金融機関に対する本来のオペの前に入れるかどうかでしょう。しかし、本行の役割は金融機関に対する貸出だけではなく、ひいては民間企業に対して金融という形で流れていく訳であり、手段として直接企業金融は行わないというだけの話である。仮に入れるとすれば、確認の意味で入れるかどうかである。

中原委員

私は公表文にそもそも反対であり、審議には加わらないが、ここは重要な点である。

速水議長

銀行借入という言葉が不明瞭なのか。

藤原副総裁

3行目に「企業金融の円滑化にも」とあり、メインではなく、従だという意味がある。記者発表の時に、銀行を通じたオペレーションが特に年末、年度末に当たって企業金融にも行き渡ることを狙いとしたものであり、健全性の議論の中で企業金融だけに焦点が当てられるものではないということと、臨時措置であることを説明の中で強調してもらえば良いのではないか。

中原委員

2. と 3. は、改めて決議しないのか。

稲葉企画室参事

内容次第であるが、先程申し上げたように適用レートを 0.5%とするのであれば、これは決定事項になる。3. のオペレーションの実際の枠組みについては決定事項になる可能性が強い。

中原委員

私が先程から申し上げているのは、要するに公表文をもって、将来の議決に代えるようなことがあるのかどうかを明確にしておいて欲しいということである。ここで公表を決めてしまえば将来の議決は要らないということにならないようにしてもらいたい。

武富委員

議決は将来必要であろう。

稲葉企画室参事

個別にそれぞれの実施に際して必要な決定を頂くことになる。決定がなければ実施はできない。

中原委員

必要な決定とはどういうものか。

稲葉企画室参事

例えば、臨時の貸出制度でも証貸債権を担保とする貸出でも、仮に適用金利を 0.5%にするとすれば、これは金利に関する決定であり、金融政策決定会合での決定事項になる。

中原委員

それに該当しなければ決定しなくてもいいのか。

稲葉企画室参事

変更を伴わないため、執行部のみでできる部分も勿論ある。

後藤委員

従来の政策委員会での決定や、政策委員会の決定の枠内で執行部に任されていた部分で、重要な要領等を直す場合には、やはり委員会に改めて諮る訳か。

稲葉企画室参事

決定頂くことはお諮りする。

速水議長

本日は諮らないのか。

稲葉企画室参事

本日は方針を決定頂くことだと思う。日本銀行法 15 条 1 項の五号に定められている「その他の通貨および金融の調節に関する方針の決定または変更」ということである。

中原委員

本当はそれも議題にしたうえで、公表文を作った方が良くのではないかと思う。予約だと申し上げたのはそういう意味もある。

後藤委員

篠塚委員の提案に対しては、「企業金融の円滑化にも」の「にも」だからという話があったが、日銀法は全て「金融市場調節」という言い方をし

ている。日々の金融市場の調節に当たって表現すれば、金融機関を中心とした金融市場に対する資金を供給することが明確になる。そのうえで、企業金融の円滑化にも十分配慮するということにすれば、言われているニュアンスが若干入るのではないだろうか。また、中原委員が心配している点については、2. の最後の「改めて対外公表を行う予定である」を「改めて決定・対外公表を行う。」、3. は「準備が整い次第、決定のうえ資金供給手段の一つとして活用する」と入れておけば良い。CPオペは本日決めてしまって、緊急対策も公表されるのだから、それで手続き的にもタイムラグとしても明確になる。

速水議長

CPオペは買入れ要領の一部改正に関する件も直さなければならないが、ここで決定するのか。

藤原副総裁

CPオペについては、方針の決定と具体策の決定を両方行う。他の二案については、方針だけを決定しておき、具体策は後で決定する。

後藤委員

他の二つについては、追って決定することを「改めて決定・対外公表を行う予定である」と書いておく。

速水議長

「改めて決定し」か。

稲葉企画室参事

「準備が整い次第決定し」である。

後藤委員

文章が余り同じようになるのならば、「決定のうえ」でも良い。

速水議長

「決定のうえ」だな。「改めて決定のうえ対外公表を行う予定である。」か。2. 3. とも。

武富委員

その場合、2. 3. を行う方針そのものは本日これで決定したということ
で良いか。

後藤委員

「新しい以下の措置を講じることを決定した」で良いのではないか。

武富委員

「細目を後程決定し」という意味ですね。

中原委員

やはり措置と方針とは、明確でない。

藤原副総裁

「以下の措置を講ずる」という部分を「以下の方針を」とするのはどうか。

後藤委員

しかし、CPオペは措置である。

藤原副総裁

CPオペのところには措置と書いてある。

中原委員

この公表文の中での決議ではなくて、方針とは別に決議すべきである。第 15 条の対象になる方針であれば、議題に入れたうえで行う方が明確になる。先程から予約と申し上げているのはそこもある。これは公表文である。

稲葉企画室参事

誤解があるように思われる。これは議論の中で対外公表文を作ろうとなった訳であり、事前に議題にないかどうかは、この場合問題にはならないと思う。これが方針かどうかについては、方針が良いと思う。

中原委員

方針を決定するのは、方針それ自体として行えば良い。

稲葉企画室参事

それは、ディレクティブの議論とは別個の決定になるということも、それで宜しいのではないかと思う。

中原委員

議案として、CPの他にその二つの方針を書いたらどうかと言っている。

後藤委員

改めて決定と書いてあり、良いのではないか。

中原委員

公表文の決定をもって方針の決定に代えたということになると、いかがなものか。これはディレクティブではない。

後藤委員

本日の付議すべき案件の中に、一応この三つは入っている。

稲葉企画室参事

確認させて頂く。「日々の金融調節に当たって」という部分の修文の必要性はあるか。

山口副総裁

篠塚委員の指摘の点は重要だと思う。既に二人から修文案が出ているので、さらに第三の案を出すのはいかがかと思うが、藤原副総裁、後藤委員のような修文では、必ずしも篠塚委員の指摘されたような趣旨が伝わらない。

後藤委員

ニュアンスが弱い。

山口副総裁

第二パラグラフの「こうした状況に鑑み」の前部に何か一文入れてはどうかと思う。例えば、先程議論したようなことを踏まえると、「日本銀行信用の性格は、金融システムに対する流動性の供給であり、企業等に対する関与は間接的なものである」というようなワンセンテンスを入れて、「しかしこうした状況に鑑み日本銀行では」といった表現でどうか。

ただ、黒田理事からは、本当のオープンマーケットでオペレーションを行う場合には、企業等に対して直接資金を供給あるいは吸収するケースが出てくるという指摘がある。

植田委員

このままでも、銀行借入・市場調達と書き込んである。

三木委員

私はこれで良いと思う。当然明らかなことである。

篠塚委員

そうではないと思う。例えば、政府系の金融機関がもっと貸出すべきであるといった意見もあるだろう。

三木委員

書こうが書くまいが、所詮本行に対する要求的な話は出てくる。抵抗すれば良い。

篠塚委員

日銀が次々に企業金融を実施するように言われると困る。

植田委員

その場合は、CP等を買わなければ良い。

三木委員

それが本行の独立性なのではないか。

稲葉企画室参事

頭の部分の銀行借入は金融機関借入にしておくか。

速水議長

確かに、銀行に限らない訳である。

武富委員

信用金庫もある。

稲葉企画室参事

金融機関借入とする。

それでは、読み上げる。総論の部分の第二パラグラフ、「こうした状況に鑑み、日本銀行では、中央銀行の資産の健全性に留意しつつ、金融機関借入・市場調達の両面で…」それから二番目はタイトルである。企業金融支援の後に、「のための臨時」を入れて貸出制度の創設。それから、三点目は、2. の一番最後の行、「改めて決定し、対外公表を行う予定である。」、3. の一番最後の行、「準備が整い次第決定のうえ、資金供給手段…。」。

速水議長

2行目は金融市場の調節にしなくて良いのか。

稲葉企画室参事

金融調節を金融市場の調節に直すか。

後藤委員

私が提案したが、余り賛成の向きがないようである。

篠塚委員

私は賛成である。

稲葉企画室参事

「日々の金融市場の調節」とする。

速水議長

それで宜しいか。

それでは、別添の「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入要領」の一部改正等に関する件、別紙1の「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付

買入要領」中一部改正（案）、別紙2の「日本銀行業務方法書」中一部変更（案）について採決する。

政府から出席の方に何か意見があれば、伺いたい。

新保経済企画庁調査局長

是非、この方向で積極的にやって頂きたい。

速水議長

それでは、採決に入る。

[政府からの出席者退室]

速水議長

採決の順番はコマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入要領の一部改正等をセットで行い、その後中原委員案、議長案の順で採決をとって下さい。

[コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入要領の一部改正等に関する議案につき事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし
棄権：なし
欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の採決の結果賛成 9、全員賛成であった。続いて中原委員案を採決頂く。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。中原委員案は採決の結果、賛成 1、反対 8 で否決された。続いて、議長案の採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

結果を申し上げる。議長案は賛成8、反対1で可決された。反対は中原委員である。

中原委員

反対の理由を申し上げる。基本的な反対理由は中央銀行としての在り方に関係するものである。中央銀行は主要目的に専念し、その他の機能については出来るだけ保守的に機能すべきであると思う。銀行に対する流動性の供給は一つの大きな業務であるが、企業金融は元々民間銀行の領域であり、そうした仲介機能には極力踏み込まない方が良いというのが基本的な理由である。

具体的に申し上げると、第二の貸出制度は昔の制度が復活する印象を世間に与える。最も懸念すべきは、銀行に対する直接貸出が今後拡大されていくのではないかという危険性をはらんでいることである。第三の社債、証書貸付等については、一つはこれが仮に恒久的な制度になるとするならば、十分考える必要があり、時期尚早だということであるが、もっと根本

的には適格の社債が限定されてくるということである。これがエスカレートすると、社債を買え、さらには株式を買えといった要求へと発展しかねない。また、証書貸付等については、債務者の承諾が必要な訳であり、むしろ方向としては極力印紙代を200円にして手形に切り替え、その手形をオペに活用するのが正しいと考えている。いずれにしても、CPオペのように実績があり、限られた分野で日銀が重要な役割を果たしてきたものを拡大することは意味があると思うが、現時点において貸出制度を臨時に創設したり、社債、証書貸付等を担保としてオペを行うことについては非常に疑問があるし、日銀の中央銀行としてのイメージを傷つける恐れがある。日銀も信用の最後の砦ではなく、何でもありかと、それならばさらにやれということになりかねない点を危惧する。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、企業金融円滑化に向けての対応として、CPオペに関する措置と対外公表文がそれぞれ賛成多数で決定された。対外公表文は先程決定頂いた当面の金融政策運営に関する公表文と併せ、会合終了後30分後に公表するので、それまでは、厳に出席者限りということで、宜しく願います。本件については、記者からの要請があれば、本日中にでも執行部から記者レクを行ってもらうことにする。

VI. 金融経済月報の検討

速水議長

次に、金融経済月報の検討、採決に入りたい。金融経済月報のうち最初の3ページが本委員会での正式な決定事項になる。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いたい。

早川調査統計局経済調査課長

冒頭の一文は、先月の文章を踏襲して、「わが国の経済情勢は、依然として悪化を続けている。」としている。生産活動等については、予測指数等を前提にすると、多少下げテンポが緩やかになってきている感じもある。ただ、なお現状、予測の域に止まっており、先程説明したように雇用の問題、あるいは消費が少し弱いこともあり、場合によっては下げ止らない、あるいは在庫調整が進まない可能性もあるため、現時点ではなお依然として悪化を続けていると評価しておきたい。

各論について変化点についてだけ申し上げると、設備投資について前月は「金融面からの影響もあって、大幅な減少を続けている。」と書いたが、今回は企業金融の問題を多少明確に書くこととし、「企業の資金調達環境が厳しさを増す中で、減少を続けている。」としている。個人消費については、前月までは「依然回復が確認されない状態」と書いてあったが、先程申し上げたとおり少し弱い数字が出ているため、「このところやや弱さが目立ってきている。」とした。公共投資は、前月まで「下げ止ってきている。」と表現していたが、請負統計等に大きな数字が出てきたため、「発注が大幅に増加した。」としている。在庫については、大きな判断は変わっていないが、前回に比べて幾分調整が進んでいるという観点で、「減少を続けているが、出荷の低迷から在庫率はなお高い水準にある。」としている。所得形成については、若干事実関係に即して文章を変えてあるが、基本的な認識は変化がない。

先行きについては、「生産・所得・支出を巡る循環は、依然としてマイナス方向」は前月と同じであるが、その後に「企業金融面に関しても、金融機関の融資姿勢が一段と慎重化していることに加え、資本市場からの調達もさらに困難になっているため、企業は、年末・年度末にかけての資金繰りに対する不安感を高めつつある。」と書き加えてある。これは、先程決定頂いたことの背景としてこのような説明文が入っていると考えて頂ければと思う。続いて総合経済対策および金融緩和の効果によって、経済情勢の悪化テンポは次第に和らいでくるであろうが、速やかな景気回復を

展望出来るところまではいかないという判断は同じである。その後、「秋口以降の円高が下期の企業収益に対する圧迫要因として働く可能性、あるいは海外の金融経済情勢が不透明感を強めていることについて留意が必要である。」としている。その後、金融システム対策並びに政府の追加景気対策について、法案が成立したこと、あるいは来週早々にも緊急経済対策が決定されるという事実関係に合わせた文章の変更を行っている。

最後に物価については、若干企業向けサービス価格指数が弱含みを強めていることを加えている。最後の部分で「これらを踏まえると、物価は、今後、卸売物価を中心に、下落テンポを幾分速める可能性がある。」と書いてあり、先日配ったものに比べて、若干修正してある。これは為替レートは110円台のイメージで議論を進めていたが、最近121円、122円の水準になってきているため、例えば急速な円高の進行といった表現はすぐわないこと、物価等についても下落テンポを幾分速める程度に修正している。

山本企画室参事

次いで、金融である。金融市場と企業金融の状況をやや詳しく目に書いている。第一パラグラフは金融市況の動きであり、「年末越えのユーロ円金利が上昇した。その背景として、ジャパン・プレミアムの拡大にみられるように、外貨の調達環境が一段と厳しさを増すもとの、わが国金融機関が円資金調達と為替スワップ取引により、年末の外貨手当てを大規模に進めたことを反映している。一方、TB利回りは、円調達コストの低下を背景に外銀がTB運用を増加させたことから、ゼロ近傍まで低下した。」。第二パラグラフはその続きであるが、「金利格差は、年末における邦銀の外貨流動性リスクに対する市場の警戒感を反映するかたちで、大きく拡大した。ただ最近では、国際金融市場において一時強まった信用収縮懸念は後退しつつあるように窺われるほか、邦銀の外貨資金手当てについても一定の進捗がみられている。」と書いている。次に株価、債券市況の動きである。「株価は、金融システム関連法の成立や金融界における業務提携・リストラの動きなどが好感されて、反発している。ただ、債券・株式市場の動き

を全体としてみると、経済の先行きに対する市場の見方は依然警戒的であるように窺われる。」。

企業の資金需要について、「手許資金を厚めに確保しようとする動きがさらに広がっている。こうしたことを背景に、9月のマネーサプライは、小幅ながらも引き続き伸び率を高めた。一方民間銀行の融資姿勢は、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などを背景に、一段と慎重なものとなっている。」としている。その次の文章が新しく加えたものであり、「とくに本年末にかけては、外貨手当て懸念を背景に、わが国金融機関は、中堅・中小企業向けに加えて大企業向けについても、融資姿勢を一層慎重化させてきているように窺われる。」。最後に、そうした企業金融の総括であるが、「CP・社債市場では、信用力の相違による発行金利の格差が広がっている。こうした厳しい企業金融の状況が今後、年末にかけてどのように進展し、実体経済にどのような影響を及ぼしていくか、十分注意してみていく必要がある。」と企業金融について前月に比べてやや厳し目のトーンにしている。

速水議長

何か意見、修正を要する箇所があれば、ご指摘下さい。宜しいですか。本件の採決に入る前に先程の発表文について、3.の「社債等を担保とするオペレーション」で表題が切れているが、「オペレーションの導入」と入れた方が良くと思うのでお諮りしたい。

[全委員が賛意を表明]

速水議長

中原委員が先程の採決について意見があるとのことである。

中原委員

最も大きな反対理由を申し上げるのを忘れた。私は必要があれば一層緩

和すべきという緩和論者であるが、やはり正統的な金融政策で金融緩和を
図るべきだと考えており、それが大きな理由である。

速水議長

それでは、基本的見解の採決に入る。

[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

小池政策委員会室長

基本的見解に関する採決の結果を報告する。全委員が賛成であった。

速水議長

ただ今の基本的見解に沿って、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。なお、本件の対外公表は、11月17日火曜日の午前9
時20分に行う。

Ⅶ. 閉会
速水議長

以上で本日の金融政策決定会合を終了する。

(午後 4 時 54 分閉会)

以 上