

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年11月27日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

後藤康夫（審議委員）

武富 將（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

経済企画庁 河出 英治 調整局長（9:00～13:58）

（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

企画室企画第2課長

田中洋樹

（9:00～9:49）

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時開会)

本日の取り進め方を申し上げておく。まず前々回会合の議事要旨の承認をお願いする。続いて本日は外国為替銀行法の廃止に伴う準備率に関する所要の改正を決定して頂く。その後、前回11月13日会合で実務的な詰めを行うことを決定した臨時貸出制度について正式に創設することを検討し、決定して頂く。次に、金融経済情勢等に関する執行部の報告、委員による討議を行い、もしあれば政府からの出席者の発言を頂き、最後に当面の金融政策運営方針の決定、という段取りで進めたい。

なお、本日、政府からは大蔵省はお見えになっていないが、経済企画庁から河出経済企画庁調整局長が出席されている。

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するので、委員の方々、および政府の出席者におかれてはそのことを前提にご発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 議事要旨(10月28日分)の承認

速水議長

前々回10月28日会合の議事要旨の承認をお願いする。お手許の議事要旨に異議はないか。

[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。なお、本議事要旨は12月2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. 外国為替銀行に対する準備率の廃止等に関する執行部からの説明と決定（資料-1）

速水議長

次に、外国為替銀行に対する準備率の廃止等について審議頂く。外国為替銀行法の廃止に伴い生じた所要の手続きであるが、執行部から説明してもらい、委員会としての正式な決定を行いたい。稲葉企画室参事から説明をお願いします。

稲葉企画室参事

案件は資料1に記載されているとおり、当年12月1日の金融システム改革関連法の施行により外国為替銀行法が廃止されるとともに、準備預金制度に関する法律が一部改正され、外国為替銀行が指定金融機関から除かれることになったこと等に伴う対応である。一つは準備預金制度の準備率

を本年12月1日付けで別紙1のとおり改正することとし、その旨の公告を行うこと。二点目は、資料に掲げてある要領につき、別紙2のとおり一部改正し、本年12月1日より実施することである。

別紙1をご覧頂きたい。まず「準備預金制度の準備率」中の一部改正である。改正の要点は、外国為替銀行の文言の削除である。この他に準備預金制度の準備率の設定変更等は官報公告が効力要件になっている訳であるが、ここでの文言が実は官報の文言と一致していないため、この際、内容的には全く変更はないが、横線のとおり改正したい。別紙2は行内の関連要領の中から外国為替銀行の文言を削除するものである。併わせて、平成5年4月1日付けで相互銀行法が廃止されているため、この際、相互銀行の文言も削除することとしたい。関係する要領は「債券売買要領」以下、「短資取引担保債券預り証書制度要領」まで6本であり、横線のとおり改めるというものである。

速水議長

本件は法令の変更に伴う、技術的な改正である。質問あるいは異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは事務局は正式な議案を持ち回り、委員から決裁を得て下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告します。ただ今の採決の結果は、賛成9、全員一致である。

速水議長

それでは全員一致で可決されたので、本件は会合終了後適宜執行部より対外公表させて頂きたい。

次に、企業金融支援のための臨時貸出制度の創設について、執行部から提案内容について説明してもらい、続いて委員による検討・決定を行いたい。本件は前回11月13日の会合において企業金融の情勢を踏まえて採ることとしたオペ・貸出面の3つの措置のうちの一つで、前回会合では早急に実務面での準備を進めることとしていたものである。今回は執行部において基本要領など実務面での準備が整ったため、これを委員で討議し、問題がなければ正式に決定したい。執行部提案について稲葉企画室参事から説明してもらいたい。

IV. 企業金融支援のための臨時貸出制度の創設に関する執行部からの説明と決定（資料-2）

稲葉企画室参事

資料のうちの政策委員会付議文については委員方に送付させて頂いた後、技術的な点について執行部内でなお検討を続けた結果、一部変更した。

お手許の資料 2（追加分）が変更後の付議文である。案件としては、13 日の決定会合で決定のうえ、公表された「最近の企業金融を踏まえたオペ貸出面の措置について」において示された方針に基づき、企業金融支援のための臨時貸出制度を創設することとし、そのため別紙のとおり基本要領を定めることである。

細目、基本要領（案）の大きな中身は三つに分かれており、1. 趣旨、2. 貸付の方法、3. その他となっている。

まず趣旨については、先般の対外公表文の該当部分を抜書きしたものである。

二番目に具体的な貸付の方法である。まず、貸付店は本店すなわち業務局および支店としたい。対象先は銀行以下農林中央金庫までのうち、平成 10 年 12 月 2 日現在で本行の当座預金取引の相手方であり、かつ手形貸付取引を開始したい旨申し出ていた先を含む本行の手形貸付取引の相手方であり、かつ本制度の利用を希望する先と致したい。ただし、整理回収銀行および紀伊預金管理銀行を除くものとする。両行の設立の目的からみて、今回の趣旨に照らして除くことが適当と考えたためである。先に送付した案では、12 月 2 日が 11 月 26 日現在となっていたが、これを 12 月 2 日としてお諮りしたい。この点は、本制度の利用希望先で日本銀行の貸付取引先でない先がなお存在することを配慮し、極力多くの金融機関を対象とすることが制度の趣旨に沿うのではないかと考えたためである。勿論、自行の貸出増加をみてから事後的に制度利用を申込みといった先を対象にするのは適当でない。また、本行の業務遂行面からは早期に対象先を固める必要があることを考慮し、一応 12 月 2 日現在と、本日を含め 4 営業日で対象先を固めることが適当と判断したものである。

貸付方式は手形貸付とする。貸付実行日は第一回目 12 月 21 日、第二回目来年の 1 月 20 日とし、さらに追加的に担保を差し入れた先に貸付が出来るように 2 月 22 日、3 月 23 日も実行日とした。ただし書きとして、12 月 21 日に実行する貸付は、平成 10 年 11 月の貸出平均残高が 9 月末現在の貸出残高に対して増加した利用先に限ることとする。貸付期間は、いず

れの貸付についても来年4月15日までの期間とし、15日付で貸付金額の全額を回収する扱いとしたい。ただし書きとして、12月21日に実行する貸付については、その貸付実行日の翌日から起算して3か月になる日に手形書替を行う扱いとする。これは、手形貸付手続きにおいて、貸付期間が3か月と定められていることに伴うものである。実態は4か月ということになる。

貸付金額の残高は次に規定する貸付金額の限度額の範囲内であって、かつ担保価格の範囲内になるように決定する。貸付限度額については、暫定貸付限度額として12月21日に行う貸付に適用する限度額は利用先毎に9月末現在の貸出残高に対する11月の貸出平均残高の増加額に0.5を乗じて得た金額としたい。確定限度額として来年1月20日以降に行う貸付に適用する限度額は、利用先毎に9月末現在の貸付残高に対する12月の貸出平均残高の増加額に0.5を乗じて得た金額とする。但し、確定限度額が暫定限度額未満である利用先については、暫定限度額を適用する扱いで良いのではないかと考える。担保については、民間企業債務および国債のうち本行の手形貸付担保として適格であるものとする。これらは本件貸付に基づく全ての債務の根担保になる。但し、別表に掲げる金融機関については担保として差し入れる民間企業の債務の担保価格が貸付残高の50%以上でなくてはならない扱いにしたい。別表の金融機関としては、いわゆる都銀、長信、信託、および農林中央金庫とし、具体的にはここに列挙されている第一勧業銀行以下農林中央金庫までとしたい。また、貸付利率は年0.5%としたい。

大きな三番目、その他としてこの基本要領は11月27日から実施し、来年4月30日を以って廃止する旨を明記することが適当ではないかと思う。

本制度の運用のイメージを図示した図を資料として添付した。例えば、9月末の貸出残高対比で11月の貸出平均残高を1,000億円伸ばした先があれば、暫定貸付限度はその半分の500億円になり、その範囲内で差し入れた担保の額を上限に12月21日に貸出が実行される。さらに、9月末対比で12月の貸出平均残高が2,000億円まで伸びたとすれば、確定貸付限度

額はその半分の1,000億円となり、今度はその範囲内で差し入れた担保を限度に1月20日、2回目の実行が行われる。この間、差し入れた担保の満期が到来したり、差し入額が減少する場合には、それに応じて貸出の一部を回収することがある。しかし、その後、新たに担保が差し入れられれば、例えば2月22日、あるいは3月23日の実行日にそれに応じて貸出が実行できる。

速水議長

ただ今の説明を踏まえ、自由に討議して下さい。

後藤委員

対象先について手形貸付取り引きの相手方であり、かつこの制度の利用を希望する先というのは、この制度を始めるにあたって利用を希望するか否か一応全部手を上げさせるという考え方か。

稲葉企画室参事

この制度は対外公表に伴い、取引先には全て周知されることになるが、利用を希望する場合には手を上げてきて欲しいということである。

三木委員

資料にある貸付限度額の試算は10年9月時点の各行の貸出計画に基づくものか。

稲葉企画室参事

都銀、長信・信託については本行内部で把握している個別行の貸出計画から試算したものである。従って委員限りの試算である。

三木委員

一応の試算を行ってみると、MAXこれだけという感じか。

稲葉企画室参事

個別銀行の計画通りであればということである。

三木委員

計画通りいけば3.9兆円ということか。

稲葉企画室参事

理論値としては、この金額までいく可能性はある。

山口副総裁

全額回収を予定している4月15日は積みの最終日であるが、回収し易い日として選んだのか。

稲葉企画室参事

まず、年度末を越えると季節的に貸出額は急激に落ちるため、資金的にも金融機関に余裕が出てくる時期ということである。実際の資金需給の調節の中でも問題がない日に当たるためである。

篠塚委員

貸付限度額の計算に当たり、ベンチになるのは9月末残である。それと比較するのは平残であるが、個別行によっては末残より平残の方が多いいこともあり得ると考えられる。末残か平残かの選択を可能にしたら良いのではないかと思うが、どうか。

稲葉企画室参事

その点は検討の中で吟味してみた。ただ、9月末は期末であり、貸出の償却を行う金融機関が多いため、貸出の実勢をみるためには、末残とした方が公平性が保たれると判断した。

三木委員

手形貸付を4月15日に回収するという事は、12月21日実行であれば3か月後に書き換えを行うことになるが、その場合は4月15日までの手形を取るようになるのか。

稲葉企画室参事

然り。

後藤委員

この要領に基づく貸付が全額4月15日に回収されても、基本要領は4月30日まで有効である。その間の15日間にこの基本要領が機能する場面はあるのかどうか、残務整理的な事務で2週間程度は必要なのかもしれないが、厳密に言うならば、基本要領の有効期間は4月15日でも良いのではないか。

稲葉企画室参事

回収の実務において規定が存在しないことにより不都合が起きないようにと考えてのことである。

後藤委員

余裕を若干みる必要はあろうが、外圧が懸念される。

稲葉企画室参事

実務的な猶予を置きたいということである。

後藤委員

4月15日を過ぎた段階でその時の金融情勢如何によっては、規程が有効な2週間の間に今少し延ばして欲しいという声が出てくる可能性は全く

否定できる訳ではない。一回 15 日で切ってしまった方が良いのではないか。

稲葉企画室参事

それは規程のつくりとは別の高度の判断になると思うが、規程上はこうしたとしても、ご指摘のような事態が自動的に誘発される訳ではない。

後藤委員

それはそうである。

稲葉企画室参事

貸出の回収が滞りなく 15 日で 100%実施出来るよう実務的な猶予をおかせて頂きたいということである。

三木委員

商工中金については、どうなるのか。

稲葉企画室参事

貸出取引先として掲げた中で、商工中金は本制度の対象先としては除外されることになる。商工中金の場合は財投からの資金を得ながら、財投機関として民間金融機関とは異なる融資方針等により運営されている組織であり、今回の措置の趣旨に照らして除外することが適当であると考えた。

三木委員

但し書きには明示しないのか。

稲葉企画室参事

定義上商工中金を記載しないため、入らないことになる。

後藤委員

商工中金は政府出資が過半を占める特殊法人であり、性格的には公庫と同様に債券を発行しているためであろう。

藤原副総裁

基本要領を定めるとして、政策委員会に付議文が出されているが、基本要領というスタイルをとり、中身をこのような構成にしたことは従来の政策委員会付議の各種案件の中でどういう位置付けになるのか。

稲葉企画室参事

従来も制度なり、取引の具体的な範囲に関して欠くべからざる基本的な要綱については政策委員会で決めて頂き、執行部ではそれに伴い所要の技術的な細目を決める考え方で行ってきた。それは引き続き踏襲するが、その際基本的な定めであることを明示的にした方が良いということで、決定頂くものを基本要領とし、下部の執行部段階で細目を決められる規程とは名称も区別することが適当ではないかと考えた。今後こうした方向で行内の要領等を整理していきたい。

藤原副総裁

各現場における施行細則、マニュアル等、技術的なことは別途ということか。

稲葉企画室参事

そうしたことを含め整理していきたい。

中原委員

私は本案自体に賛成ではないため、こだわりはしないが、末残対平残は不適當ではないか。やはり末残は末残、平残は平残に対応するよう概念整理すべきではないか。

稲葉企画室参事

ご指摘の点は認識している。ただし、期末を挟んでの金額比較であるため、技術的にベンチマークとしては末残を採るのが適当だと思う。一方、比較する11月なり、12月の貸出の動きは末残1日では操作可能性が出てくるため、数字の安定性に問題が生じる。従って、平均残高を採った方が実勢が良く分かり、合理的ではないかと思う。

三木委員

恒久的な措置であれば中原委員の指摘どおり概念整理は確りとすべきであるが、臨時緊急措置だから良いのではないか。

稲葉企画室参事

趣旨に沿ったものとして設定した。

中原委員

沢山出る方が良いと言えばいい。

稲葉企画室参事

そういうことではない。趣旨はあくまで実勢が正確に出るようにすることであり、比較する方は平残が適当ではないかということである。

三木委員

賛成である。

中原委員

9月については平残より末残の方が実勢が現われているということか。

稲葉企画室参事

9月末は期末決算を行い、財務諸表等を公表しなくてはならない。しかも、償却という作業があるため、実勢をみるには末残が適当だと思う。

速水議長

償却を推進すべきと言っており、償却後の方が良い。国債以外の担保の貸付利率は0.75%か。

稲葉企画室参事

証貸債権あるいは一般手形を担保とする貸付は0.25%高の0.75%である。

速水議長

この要領だけ0.5%という定め方で良いのか。

稲葉企画室参事

これは企業債務のうち、証貸債権を持ち込んだ先あるいは例えばCPを担保として持ち込んだ先に対しても0.5%を適用するということであり、この規程で問題ない。

速水議長

念のために確認するが、借り替えた場合にも4月15日までを期日にするのであり、4月15日の勘定を締める時点で残高は0になるのだな。

稲葉企画室参事

然り。

速水議長

4月15日をもって、この制度は止める。

稲葉企画室参事

実態上は終わりになり、金額は0になる。

中原委員

後藤委員が先程言われたように、回収日と要領の廃止日を同一にした方が良いが。

後藤委員

15日と30日の間がその時の状況でどうなるかは私も完全な予測は出来ない。

速水議長

手形期間を30日にするという事か。

後藤委員

そうではなく、15日で完全に回収するのであれば、要領が有効な期間も11月27日から実施し、平成11年4月15日をもって廃止するとしておいた方が姿勢が明確になるという意味である。

稲葉企画室参事

ただ、15日で回収しないで16日になると規程違反になるため、15日には回収はされていることになる。仮に、16日になって実行しようとしても、規程上貸出実行日がないため、実行出来ない。従って、この規程が生きているとしても、15日に回収した後、再び実行することは規程上できない。こういう規程にも拘わらず実行するとなれば、それは政策委員会のご判断である。

中原委員

私としては日銀は本来マクロ的な金融政策を行うべきだと考え、企業金融への深入りは問題だとして本案に反対した訳であるが、今一つ申し上げたいのは、さらに支援して欲しいとの要求が出てきた場合にどう対応するのかという問題である。

稲葉企画室参事

それは、こうした規程の定め方の問題ではなく、こうした制度をどのように運用していくのが本来は正しいかという本質論である。この規程の定め方がそうした議論を誘発するとは考えられないし、仮に誘発したとしても規程上は動けるものでもない。

三木委員

それは政策委員会で決める問題である。期間限定とする決議をした訳であるから、良いのではないか。

速水議長

ただ、4月15日で止め、仮に将来同じような事態が起きた場合にはこれを参考にして新しい制度を作ることはあり得る。

後藤委員

それはそのとおりである。ただ普通の法律の場合にも、法律としては生きているが、実際には働かなくなっているものを再度延長して働くようにすることと、法律が廃止されてしまった後に再度同じ条文を作り直すということでは、実際かなり困難度が違う。

藤原副総裁

措置の期間とそれを定めた法律の有効期限との差の問題は、普通の世間的な考えからみて、一定期間郵送のためなどにアローワンスがあること自

体については全く違和感を覚えない。ただ、日銀の信用に関する重要な問題も背景にあり、時限を守ることは別途政策委員会の覚悟に属する問題ではないかと思う。

稲葉企画室参事

改めて申し上げますと、この制度は貸出の第一回目を実行してから貸出を回収するまでだけの制度ではなく、それ以前に担保を差し入れてもらう、その審査をする、貸出限度額を決定する、個別の銀行の貸出限度と貸出を決定する等の業務を含むものである。従って、4月15日に貸出が回収されるとしても、差し入れられた担保の繰り戻し等の実務は残っている訳である。

後藤委員

いわば出納整理期間か。

稲葉企画室参事

貸出と貸出期間のみが制度の期間ではない。この制度を11月27日から実施することにはそうした理由もある訳である。

後藤委員

それは、分かっている。

稲葉企画室参事

それと同じ理由で、後ろも少し余裕を置いたということである。

中原委員

一つ基本的なことを伺いたい。これまで日銀は例えば平成8年1月12日の決議で貸出限度額制度を廃止し、今後はオペレーション中心の金融調節を行うと表明している訳であるが、その基本方針との兼ね合いはどうす

るのか。

稲葉企画室参事

日銀貸出を調節面で活用するか否かについては、原則として活用しないと言っている。しかし、必要がある場合には、現に調節上貸出を実行したこともある訳であり、そうした枠内で考えてきたということである。今回の臨時貸出制度はまさにその名前のとおり、現在の状況に照らして日銀貸出を臨時に使うということである。

三木委員

これで賛成である。進めて下さい。

速水議長

それでは、ほかに意見がなければ採決に入りたい。

[政府からの出席者退室]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告する。ただ今の採決の結果は、賛成8、反対1であり、賛成多数であった。反対は中原委員である。

中原委員

反対理由を申し上げる。日銀は本来のマクロの金融政策に徹すべきである。そして企業金融への深入りは問題である。さらに、引き延ばしになる危険性が非常に高いということである。過去に打ち出した方針に臨時とはいえ逆行する訳であり、十分に説明を加えないと誤った憶測を生じかねないことの四点である。以上の理由から反対する。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今政策委員会として、企業金融支援のための臨時貸出制度を創設すること、及びその具体的な手続きが賛成多数で決定された。本件も会合終了後、適宜執行部から対外公表させて頂きたい。

V. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

次に、金融経済情勢等に関する執行部からの報告に入りたい。まず、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お願いします。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-3）

山下金融市場局長

資料3に沿って説明したい。前回会合以降、国内金融市場では、16日の大型景気対策の発表や20日の10兆円減税検討等に関する自民、自由両党の合意等を背景に、株価が1,000円方上昇したほか、長期金利も20bp以上跳ね上がる等大きな変化がみられた。しかし、こうした中で短期金融市場は金先レートが若干上昇したほかは、これまでのところ格別大きな変化はみられていない。まず、オーバーナイト・レートは加重平均ベースで引き続き0.20%を挟む弱含み圏内での推移となった。これは、16日に拓銀処理に伴う預金保険機構からの資金が北洋銀行、中央信託両行に対し大量に供給されたことを受けて、マーケットにおける取り手優位のムードが一段と強まったことが一つ。また、ターム物資金調達の進捗に伴い、一時的に手許に余裕資金の生じている先があり、全体としてオーバーナイト調達の要資がやや減少していること等を背景としたものである。こうした状況に対応し、16日の積み初日からリザーブ・ニュートラルの調節を行ってきたが、レートは一段と弱含む展開となった。従って、20日および25日に本年5月13日以来の積み下調節を行ったところ、かなり落ち着きを回復し、25日以降は0.2%台前半での推移となっている。この結果、今積み期間中の加重平均レートは昨日26日までの段階で0.19%となっている。今後、月末、月初にかけてレートは上昇地合いになると予想されるため、期全体としては、0.2%台前半での着地となると考えている。

この間、ターム物レートは今月下旬をピークに緩やかな低下をみており、例えばユーロ円TIBOR3か月物は13日の0.73%から24日には0.70%まで低下している。直近のピークは0.74%であるため、4bpの低下になる。また、ユーロ円3か月物の出合いレートのベースは、11日の0.84%から25日には0.73%と11bpの低下となっている。こうしたターム物レートの小幅反落は、第一に邦銀の円投を中心とする外貨調達がかかなり進捗し、円投見合いの資金需要がピークアウトしてきていること、第二に本行の年末越え資金の供給が本日で14兆円を越える規模となっており、これが需給

面と心理面の両方で効果を挙げてきていること、第三に11月13日の本会合で最近の企業金融を踏まえたオペ、貸出面の措置が決定されたことが取り手の安心感を強めていること等が背景となっている。もっとも、昨日は年末越えの資金調達が再び活発化してきていること等からユーロ円TIBOR(3か月)のところでレートが0.71%まで若干上がる等、強含む気配を示してきており、依然警戒を要する状況が続いていると判断される。

なお、前回会合で決定頂いたCPオペの積極的活用に関する措置の効果であるが、3か月超のCPの適格審査持込額は16日から昨日までの8営業日で1兆8,000億円に達している。これにより、CPオペの玉繰りが大幅に好転した。今月12日以降、CPオペを9営業日連続で実施し、オペの実績残高は昨日段階の実行ベースで6兆5,000億円と既往ピークとなった。従来ピークは9月16日の6兆4,000億円であるが、昨日段階で既に既往ピークを超えたことは本措置により玉繰りが楽になった側面に支えられているところが少なくない。また、CP発行企業の適格審査事務の迅速化措置についても、銀行サイドからかなりの問い合わせが来ており、既に名古屋支店で本措置適応の第一号が誕生しているほか、本店でも近々2、3の先に本措置に基づいた、適格判定を付与出来る見込みである。本措置発表後、CP発行レートが高格付先を中心にかなり低下していること等から判断しても、CPの発行環境の改善にかなり寄与していると評価出来る。

中原委員

ターム物が急上昇した理由は何か。国債の需給を気にしているのか。

山下金融市場局長

11月中旬までのターム物レートの上昇は、年末の外貨繰りを睨んだ円投需要の増大に伴うものであるが、国内の年末越えの需資も今後本格化してくると思う。ただ、9月末も概ね同じであったが、1か月程度前から年末越えを本格的に取っていく先が出て来る。従って、現状、例えば地銀や中小金融機関等の出し手は様子見の姿勢にあり、今後、年末越え資金の取り

が本格化してくることになれば、レートはやや強含んだ感じになってこよう。ただ、今のところまだ10月、11月時のように、ターム物レートが大きく上昇していく地合いにはない。やや強含んだ程度の感じに止っている。

中原委員

国債金利は何故上がったのか。

山下金融市場局長

基本的には20日に10兆円減税の話が出たこと、大型景気対策の実施により国債が今年度13兆円程度追加発行になるが、そのうち民間消化分がかなり多い10兆円程度になることが大蔵省から伝えられたことを受け、需給悪化懸念が台頭、金利が上昇している。例えば、10年債では、1月以降の国債の発行額が現在の1兆4,000億円に対し、2兆円程度に引き上げられるとのことである。特に、1月は12月が資金不足月であるため、1月に2本まとめて発行される予定になっており、1月に相当な額の国債が出ることに對して、多少慌てた感じがあると思う。このようにマーケットでは国債の需給悪化懸念が強まっているが、一方で景気実態は良くなっていないため、アナリスト達は、大体0.8%から1.3%程度までの間で金利は落ち着くという見方である。長期金利がどんどん上がっていく雰囲気ではないと思う。

後藤委員

CPの玉繰りの説明があったが、企業にとっては発行条件も改善したのか。

山下金融市場局長

高格付けの先については、年末越えを中心に明確にレートが下がっている。例えば、等A a 1 プラスの先はこのところ10bpから15bpに大きく下がっている。ただ、格付けの低いA a 2の先はなかなか下がっ

ていないと思う。そうした二極分化こそみられるが、全体としても平均的に下がってきており、消化環境は相当良くなっている。

中原委員

どの程度下がったのか。

山下金融市場局長

平均数字はまだ出ていないが、10bp程度は下がっている印象がある。

三木委員

マーケット残高はどの程度あるのか。

山下金融市場局長

10月末で15兆円弱である。

速水議長

次に、為替市場、海外経済動向について村上国際局長から説明をお願いする。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-4）

村上国際局長

前回政策決定会合以降の円の対ドル相場の動きは狭いレンジでのみ合いという形である。足許は多少円が弱含む感じであり、現在は122円35銭である。市場ではアメリカの株価が非常に高水準で推移していること、わが国の消費税引き下げ期待が相当後退してきたこと、大型景気対策に伴う財政収支の悪化問題等の円安・ドル高要因がヘッジ・ファンドの経営問題のくすぶり、本邦輸出筋のドル売りといった円高要因よりも強く意識されているため、弱含んでいる状況である。マルクの対ドル相場も足許軟化をしている。これはブンデスバンクの関係者が利下げ否定発言を繰り返し

ているが、マーケットでは来年1月1日のユーロ発足前に Bundesbank が政策金利を引き下げる可能性が高いとみる動きが根強く残っており、そうした見方と直近においてロシアの IMF との融資交渉が中断し、年内の IMF からの融資はまず無理と伝わっていることを材料として、じりじりと軟化している状況である。

こうした状況の中、市場のセンチメントをみると、オプションのリスク・リバーサル、ドル/円の動きは、11月20日の日米首脳会談で消費税引き下げが話題になるとの見方が拡まったため、ドル・ベア感が強まり、ドル・プットオーバー幅が一旦拡大し、11月20日には-2.45%まで落ちている。しかし、その後消費税引き下げの期待感が後退するとともに、米国株価の堅調を眺め米国の追加利下げは年内はないとの見方が広まり、ドル・プットオーバー幅が縮小の方向に動きドル・ベア感が後退している。一方、マルクについては、利下げ期待が根強く残っており、足許ドル・プットオーバーからコールオーバーへ転じている。このコールオーバーへの変化は8月19日以来である。ボラティリティはドル/円、ドル/マルクとも比較的小動きに終始している。ただ、円のボラティリティの水準については、過去の平均レベルと比べると依然として高い水準に止まっている。

この間、米国では11月17日に公定歩合を0.25%引き下げ、4.5%としている。FFの誘導目標についても0.25%引き下げ、4.75%とした。FRBは今回の引き下げ措置に関し、9月以降のFFレートの75bpの低下により、インフレ圧力を抑制しつつ、持続的な経済成長を促進することが期待されるとコメントしている。因みに、足許の米国経済の動きについて、幾つか説明したい。個人消費関係の指標は全体として引き続き堅調な伸びを示している。例えば小売売上高、自動車の販売、あるいはアパレル関係、外食産業などが堅調な伸びを示している。住宅着工も、前月にハリケーンの影響があり、落込んでいるが、大きく持ち直している。一方、設備投資関係は非国防資本財の受注でみると、産業用機械あるいは輸送用機器等が広範囲に落ち込みを示しており、2か月連続のマイナスである。従って、第4四半期の設備投資の鈍化が市場では懸念されている。また、財・サー

ビスの貿易収支であるが、航空機の輸出に伴い、9月の赤字幅は縮小を示しているが、これを除いた趨勢としては、赤字幅が本年の第1四半期が月平均142億ドル、第2四半期が163億ドル、第3四半期が178億ドルと増加を辿っている。また、輸出についても前年比の伸び率は第2四半期、第3四半期ともマイナスとなっており、東アジアやラ米のネガティブなインパクトが現れてきていると思う。こうした結果、生産、稼働率、雇用関係の伸びは製造業のペースダウンが目立ち始めている。

一方、FRBは公定歩合を下げた際、金融市場に異常な緊張状態が残っていると指摘しているが、株式市場については23日にピークを更新し、9,374ドルでクローズした。前回のピークは7月17日の9,337ドルである。その後今週の24日、25日ともに9,300ドル台の高値で推移している。こうした株価上昇の背景としては、個人消費関係で比較的強目の指標が発表されていること、ブラジルの国際金融支援パッケージが公表されたこと、アメリカで三度目の利下げが行われたこと、今週に入って大型企業買収のニュースが伝えられたこと等が指摘されている。業種別にみると7月のピークをつけた時にはハイテク株が押し上げた形で目立っていたが、今回はハイテク株とともに金融株の回復が支援材料になっている。ただ、株価の決定要因としては、リブリン副議長が指摘しているように、企業収益の長期的な期待成長率について極端に楽観的な見方をしていることと、株式のリスク・プレミアムが急速に低下していることが指摘されている。足許の企業収益自体についてはまだ明確なデータは出ていないが、予測の変化を追ってみると、ファーストコール社の調べでは、第3四半期の企業収益は前年比で-3.1%、第4四半期については10月時点の予測が+9.0%であったが、直近では+6.8%と伸び率が低下する方向で見直されている。このところ各期の予測とも低下方向で修正されてきている訳であるが、現在、市場では小売の堅調な伸び等を見て、6.8%からは余り下がらないのではないかという楽観的な見方が広がっているのも事実である。こうした見方が背景となり、株価水準が上昇していると思う。リブリン副議長としては、こうした楽観視に基づく行き過ぎた水準に対して警戒的なシグナルを発

したところかと思う。株式市場に比べて他の金融市場では、例えば社債市場においては低格付の社債に対するスプレッドが依然として拡大した状態が続いている。国債についても、流動性の高い銘柄に資金が集中する状態が依然として続いている。従って、アメリカの金融市場全体に対しては、まだ目が離せない状況かと思う。

三木委員

一頃、年末にヘッジ・ファンドの解約が相当殺到するリスクが言われていたが、実情はどうか。

村上国際局長

その後、ヘッジ・ファンドの経営問題は余り大きくは出て来ていないが、市場では例えば先週の後半にタイガー・ファンドの経営が不安だとか、あるいは今週はディーイーショーというヘッジ・ファンドが資金手当に奔走していると伝えられている。その背景として、年末決算期で投資家がかなり資金を引くのではないか、場合によっては、ヘッジ・ファンド全体で200億ドルから500億ドル程度の資金調達が必要になるというラフな見方もある。そうした意味で、ヘッジ・ファンドの経営問題に関してまだ完全に事態が收拾してきたとはいえないと思う。

速水議長

アジアの為替は安定した感じか。

村上国際局長

一言で申し上げれば、この間円が小動きであったこともあり、アジアの通貨も比較的安定、ないしは強調気味である。インドネシア辺りも暫く前は学生デモが続き、社会不安が問題視されていたが、落ち着きを徐々に取り戻しつつある。一兩日前インドネシア中銀の総裁が6,500ルピア程度まで上昇しても不自然ではないとコメントしており、強気な見方になってき

ている。韓国では輸出筋のドル売り等もあり、ウォンが強調している。

速水議長

中国元と、香港ドルはどうか。

村上国際局長

香港ドルについては、リンクしているため、レート自体は動いていないし、市場の ATTACK もほとんど窺われない状態である。元についても同様の状態であり、市場は平穏と聞いている。従って、例えば香港ドルの短期金利もこのところ大きなフラクチュエーションをみせておらず、低位安定の状態である。

中原委員

IMF が韓国やタイは来年度かなり良くなるのではないかと楽観的な予想をしているが、どういう根拠か。

村上国際局長

IMF はミッションを逐次送って色々情報交換した上で判断をしており、私共にはそれを上回る情報はないが、全体的な動きとして、かなり改善の方向に向かっていることは間違いないと思う。ただ、何時の時点で景気がボトムを打つかについては、まだ明確な確証は得られない状態かと思う。一頃に比べると、来年の予想していたよりも早い時期に目処が付き、上方に向かうのではないかと伝えられている。

中原委員

日本だけが取り残されるということか。

村上国際局長

昨日辺りのマーケットでは、財政収支の問題がかなり取上げられており、

長期金利の上昇よりも財政収支の悪化といったファンダメンタルの問題が嫌気されているため、円が売られ、ドルが買われる圧力になっている。当面、市場はいわゆるイベントや、特別なファクターよりも、日米のファンダメンタルの格差、あるいは日本の金融システムの問題に着目していくと見られている。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告をお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-5）

村山調査統計局長

資料5に沿って説明する。この間に公表された主な指標は公共工事、輸出入、消費関連等、生産の推移である。こうした指標全体の感じとして、月初の会合時点から経済の大きな変化は窺われていないと判断している。まず、公共投資であるが、請負金額については9月に著増した後、10月は地方で駆け込み発注の反動がみられ、全体としては季調後で-13.9%と反落している。ただ、依然高水準を続けており、今後も高水準の発注が続くと見込まれる。

通関統計であるが、輸出は9月前月比+6.6%の後、10月も前月比+4.8%と2か月続けてかなり大きな伸びになっている。ただ、10月には自動車等の輸出の集中が見られているので、マイクロヒアリング等の結果も勘案すると、恐らく11月、12月にはこのようなペースは続かないだろうと判断している。従って、全体としては緩やかな増加基調に変化がないとみている。一方、10~12月の生産の計画がほぼ横這いであり、内需低迷の割には比較的堅調であるため、こうしたことと輸出動向の関係については今後も丹念にみていく必要がある。輸入は、弱含みで推移している。

個人消費の関連であるが、10月の都内百貨店売上高は季調済で-2.5%とかなり大きな減少となっている。スーパーも10月は-0.4%と余り良く

なかった。11月入り後の様子を見ると、デパート、スーパーについては10月が大きく落ち込んでいるため、季調後ではさすがに若干プラスが残るかという感じである。こうした中で、まずまず良いのは家電であり、パソコン、冷蔵庫、洗濯機といったいわゆる白物家電、平面テレビ、VTR等がかなり堅調な売れ行きを示している。ただ、一方で、自動車販売はかなり不冴えであり、軽自動車を除いたベースで見ると、11月20日までの途中ラップは前年比　　%と、前年かなり大きなマイナスをつけているにも拘わらず、再度二桁のマイナスになっている。このまま推移すると、季調後では-5%と大きな減少になる。ただ、付加価値は小さいが、軽自動車は極めて好調に推移している。

こうしたことで、今年の冬のボーナスが注目される訳であるが、日経連の中間集計では、18日時点で前年比-1.5%と、かなり低い数字になっている。日経連調べの今年夏のボーナスが+1.4%であり、今年の夏全体の特別給与の伸びが-3.9%であったことから類推すると、日経連がマイナスをつけた場合には、全体として相当大きなマイナスになる可能性がある。従って、デパート、スーパー等では、今年の年末商戦はかなり厳しいのではないかという見方が多い。このように、所得面では余り期待出来ない訳であるが、加えて消費者コンフィデンスも、労働市場の悪化等を映じてこかもと低下しており、生活不安度指数の10月の数字は一段と悪化した形になっている。

現時点で中間決算が判明している上場企業の経常利益について集計してみると、上期は前年に比べて11月時点でも2割強の減益になっている。下期は9月時点では前年に比べてまだ増益の見込みであったが、11月時点では-17.9%と減益見込みに転じている。従って、年度全体でも2割の減益予想になっており、企業収益がかなり悪化している。最近の企業金融について私共のヒアリング結果の感触を申し上げますと、かなり厳しい状態が続いていた訳であるが、この10月以降本行のCPオペの積極化あるいは11月13日の貸出面の措置等を受けて、市場が落ち着いて来たこともあり、定例的に聞いている大企業については、かなりの先で年末に関する限り資

金繰りの目処が立ったと言っている。ただ、低格付の一部企業においては、なお年末の資金不足を埋めきれない先が残っているのも事実である。こうした状況の下で、手許流動性に対する姿勢については、大企業でも多くの先が先行き万が一の事が起きる可能性があるとして、手許積み上げ姿勢を一段と積極化している。従って、引き続き手許は極力積み上げたいとする姿勢に変化がなく、手許を積み上げるだけの余裕のある先とそうでない先の格差が残っている。

昨日私共の企業向けのサービス価格C S P Iを公表したが、10月は前年比 -0.8% と9月の -0.6% から下げ足を若干速めている。前年比は7月が -0.2% 、その後 -0.4% 、 -0.6% 、 -0.8% と月を追う毎に下げ幅が大きくなっている。消費者物価指数の全国計数をみると10月は前年比 -0.4% と、9月が -0.5% であり、若干前年比の落込み幅が縮小している。主な要因は米の値上がりである。東京の11月は -0.2% と横這いである。10月も -0.2% であった。以上は生鮮食料品を除くベースであるが、生鮮食料品を含めた総合ベースでは東京の11月が $+1.0\%$ とかなり上がっている。10月は $+0.4\%$ であった。生鮮食料品が11月は前年比で 27.7% も上がっており、基調部分は前年比マイナスであるが、生鮮食料品という一時的な要因を含めて消費者からみたコスト・オブ・リビングは前年比で上昇している。

生産指数の10月は前月比 -1.2% であった。予測の数字は -1.1% であり、ほぼ予測並みの数字である。11月はこれまで予測指数で -0.3% であったが、 -1.5% に下方に修正されている。12月は初めて予測指数が出されたが、 $+0.6\%$ となっている。その結果、10~12月で括るとこれまでの予測は $+0.4\%$ であったが、 -0.3% と10~12月の生産は引続き横這い圏内の動きである。出荷の方は -1.4% と下がっているし、在庫も減っている。ただ、出荷が下がった関係から、在庫率は若干上がっている。10月の特徴点を申し上げると、まず生産は軽自動車は季調後前月比13倍と著増している。これは10月にこれだけ生産したというよりも、それまで半製品在庫として溜めておいた分を一括して10月に計上したということだと思う。その一方で、通信関連等を中心に資本財が減少しており、全体とし

ては-1.2%である。このように、在庫調整については耐久財中心に進捗しているが、資本財がかなり遅れている。雇用関係の指標では、まず完全失業率が10月は4.27%となった。9月は4.31%であり若干低下した。ただ、女子のみについてみると、4.34%と過去最高レベルになっている。有効求人倍率も9月は0.49倍であったが、10月は0.48倍とさらに低下し、ボトムを更新している。従って、労働需給については、全体としてまだ悪化傾向が続いている。

中原委員

公共投資の推移をみると、95年から96年にかけて一つのピークをつくり、その後大きく下がり、昨年が非常に低く、再度上がって来た形であるが、今後の見通しはどうか。9月が大幅に上がったが、10月は年率ベースでは25、26兆円程度に下がってきている。今後の趨勢的な見方はどうか。

村山調査統計局長

今回国会に上程される第3次補正予算分の二十数兆円が加わってくると、もう少し上がり、多分来年の1~3月から4~6月辺りにピークを迎えると思われるが、95年のピークにまでは達しない。因みに、98年の第1次補正部分の16兆円を加えた国の一般会計で公共事業関連費を100としてみると、95年はそれよりも2割程度予算ベースが多かった。勿論、第3次の20数兆円の分が加わると、98年はもう少し上がる訳であるが、恐らく95年のレベルまではいかないのではないかと。

中原委員

フレッド・バーグステンが本の中で、結局日本の財政政策で巧くいったのは95年だけだと書いてあるが、そういうことである。

村山調査統計局長

GDP統計でも、95年から96年にかけての固定資本形成はやはり相当大的な数字になっているし、商品市況をみても、当時は鉄等の関連資材がかなり上伸していることが見てとれる。

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をお願いします。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-6）

山本企画室参事

資料6に沿い最近の金融情勢について報告する。既に報告されたように、この2週間、金融市場における11月半ばまでの不安感、緊張感はやや一服してきている。株価の反発と長期金利の反発が特徴である。日経平均株価は昨日から今朝方1万5,200円絡みの動きとなっている。アメリカの株高、あるいはわが国における減税を巡る思惑、さらに緊急経済対策の取りまとめ、公的資本の注入の話が動いていること、日銀によるオペ貸出面の措置、などが好感されていると思う。長期金利の方も昨日はかなり上がり、最長期物が1.09%、指標銘柄が1.05%であった。本日は特に動いていない。マーケットの方では、国債市場における需給悪化懸念がはやされている。ディーラーのポジションが相当大きくなっているため、どうしてもこの局面ではそうした材料がはやされがちであるが、全体としては、やはり株価の反発に連動している面があり、悪化一辺倒であった景況感が若干落ち着いてきたとする見方の方が良いと思っている。ただ、もとより緊急経済対策自体はこれから実施に移されるところであるし、全体的には、アメリカの株高に引っ張られているところがあるため、株式市場の地合いはまだ脆弱さを残しているとみている。

市場の落ち着きが出てきている今一つの要因は、日本の銀行の年末の外貨調達が進捗してきたことが、国内市場へのプレッシャーを徐々に緩和し

てきていることである。スワップの出来高を見ても、円投はかなり落ち着いてきている。10月から11月半ばにかけてのスワップの出来高は非常に大きなものであったが、一巡してきた。主要行の外貨調達率は先週末時点で85%であり、かなり進捗した。つれて、直先スプレッド幅はかなり縮小し、結果的に、外銀にとってマイナスになっていた円転コストは昨日漸くプラスに転じている。こうした全般の情勢を受けて、ジャパン・プレミアムの3か月物も昨日は0.50%まで低下し、11月の初めにムーディーズが東京三菱や住友の格下げ方向で見直した際に上がったプレミアム部分は剥落した形になっている。全体としての流動性リスク不安が徐々に後退している格好であり、国内では、ユーロ円金利が下がり、TB利回りが上がる形でプレミアム幅が縮小してきている。ただ、現物のTIBORレート自体は比較的スティッキーであり、まだ大きく落ちるところまでは至っていない。金利先物レートが早目に低下しているわりに、現物の方は緩やかにしか落ちていないのは、市場ではまだ年末の円の調達そのものに対して慎重な見方をしているということだろうと思う。さらに注意を要する点は、ユーロ円金利インプライド・フォワード・レートをみると、全体的にはいずれの金利もほぼピークアウト感が出て来ている中で、ただ一点4か月後スタートの0.86%はむしろ多少じり高基調になっていることである。4か月後スタートとは3月スタートの年度末越えである。マーケットの関心が徐々に年末から年度末に移りつつあることを示しており、引き続き年末と年度末に対する流動性リスクに対する慎重な見方がマーケットに続いていることを示唆している。一方で5か月後スタートは0.7%台であり、また、金利先物の6月限は0.4%台と、年度末を越えた後のレートはかなり低くなっている。引き続き年末、年度末の一点に集中した市場の慎重な見方という格好になっている。

市場に落ち着きが出ている理由の一つとしては、信用保証の推移がある。全国の各地区の信用保証協会の計数を取りまとめてみると、8月末に20兆円が決定された後、10月の保証承諾額は3.9兆円、前年との対比では2.5倍となっている。結果的に、保証債務残高も従来29兆円程度でほとん

ど動かなかったものが、一気に飛び上がり、10月は31兆円と前年比も2.3%から6.3%へと上昇している。11月もかなり出ているようである。業態的にみても、信金、地銀、第二地銀のみならず、都銀もかなり利用していると聞いており、その意味では信用保証の拡大が中堅・中小企業の企業金融の緩和にかなり効いているのではないかと考えられる。

最後に、CPの発行レートについてみると、CPオペの残高が拡大されるにつれて、全体の平均レートが大きく下がって来ているほか、ばらつき方も縮小してきている。一つの特徴は5か月物ないしは6か月物の発行が増えていることで、11月13日の措置を受けて5か月物、6か月物の発行環境が良くなったことを示している。ロット的に一番大きいものとしては、6か月物で300億円規模のものが出ている。5か月物、6か月物は年度末越えの資金であり、年度末越えの資金手当てが優良企業の間ではこうした形で進められつつあるということである。同じ6か月物でもプライムな先は0.4%台である一方、同じA a 1でも信用力の低目のところは0.9%台の発行となっている。年度末越えの資金であるため、この程度の格差はどうしても残る。因みに、ユーロ円の6か月物は0.7%台であり、優良企業は銀行に比べてもかなり低目の金利で資金が取れる状態にある。

武富委員

保証債務残高は、伸び率としては前回不況時ボトムの前93年が最も高いが、それ以降、保証債務を現実に履行せざるを得なかったケースは相当多いのか。

山本企画室参事

保証債務残高はバブル期はさらに相当高い伸び率を示していた。ここまで落ちてきたのが実態である。昨年度1年間で保証債務残高29兆円に対して代位弁済が0.5兆円起きている。

VI. 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

ただ今の執行部からの説明を踏まえて、前回会合時の判断を修正する部分があるかどうかを中心に政策委員の方々から意見を頂戴したい。最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関して再度順番に意見を頂戴し、討議して頂きたい。因みに、討議のベースとなる前回の判断を振り返っておくと、金融経済情勢に関する基本的見解としては、公共投資の発注が大幅に増加したことは認識しつつも、民間最終需要の低迷、企業収益の悪化、さらには雇用所得面の厳しさ等が増していることを踏まえ、わが国の経済情勢は依然として悪化を続けていると判断した。また、先行きについては、総合経済対策や9月の金融緩和の効果から、これまでのような経済情勢の悪化テンポは次第に和らいでくることが期待されるとしながらも、マイナスの循環の強さや企業金融面における制約要因を踏まえて速やかな景気回復は展望し難い状況にあると評価している。まず、金融経済情勢の前回会合からの変化点について討議を始めたい。本日は後藤委員から願います。

後藤委員

前回会合時点から大きな変化はないと思う。過去数か月を振り返ると、次第に悪化の材料が増えてきたが、それがなくなってきたかという感じである。公共事業、純輸出、企業の減益予想、いずれも我々がこれまで見込んでいた線の上を走っていると思う。ただ、心配なのは、消費が売上高統計や家計調査等をもみても一層減退して消費者コンフィデンスも低下を続ける中で、日経連の冬のボーナスが前年比-1.5%となり、中小企業も含めた毎勤ベースでは、相当大きなマイナスになると予想されることである。これが年末商戦も含め、消費の減少をさらに強めることになりはしないかが前回会合以後の動きの中で最も目につく点である。

金融面では、年末越えの外貨手当てに目処がついてきたために国内金融

へのプレッシャーが緩和され、本行のオペ・貸出対策や信用保証などの対応が効いてきていること、金融システム面で資本注入へ向けた具体的な数字が出てきていること、16日には緊急経済対策が策定されたこともあり、一応小康状態がもたらされていると思う。また、国際金融面でもFRBの三回の利下げ等により国際金融市場の信用収縮懸念がひとまず後退したとみて良いのではないかと思う。従って、先行きの不透明感がやや薄らぎ、下値不安が薄れてきた状況ではないか。そうした中で、毎回問題になっていたジャパン・プレミアムやユーロ円とTBの金利格差等短期市場の金利格差や、ユーロ円の金利先物のレベルも幸いピーク・アウトしてきている。ただ、インプライド・フォワード・レート等をみると、マーケットは既に年度末を視野に入れた動きになってきている。

金融情勢のこうした変化の中には、やはりアメリカにおける信用収縮懸念の後退や株価の上昇があると思う。米国の株価が4か月振りに史上最高値を更新したことに伴い、待避していたマネーが株式市場に戻って来たと言われているが、これとの関係でみると、ファンダメンタルズの指標そのものが明暗交錯している感じが拭えない。住宅着工や小売売上高は非常に強いし、第3四半期GDPの第二回推計値も3.3%から3.9%に上方改訂された訳であり、その要因として、個人消費と住宅投資が非常に大きく寄与しているが、他方、鉱工業生産や鉱工業の設備稼働率、NAPMの景況指数、あるいは製造業の雇用など、製造業を中心に弱い指標もかなり出てきている。さらに、経済見通しも現在は強いが、来年はデフレ的な要素が次第に強くなっていくだろう。あるいは、企業収益の行方も楽観出来ないため、信用リスクについては、TBと社債等の金利格差は、一頃よりは縮小しているが、まだ夏頃の状態には戻っておらず、警戒感もかなり残っている。OECDも含めた国際的な各種の経済見通しのスローダウン予想を考えると、現在のアメリカの株価がどの程度持続性を持ち得るかについては注意をしてみいく必要があるのではないか。特に、最近のわが国の株価はニューヨーク株価との連動性が強くなっているため、注意をしてみいく必要があるのではないか。

前回会合以後の 16 日に緊急経済対策が未曾有の規模で打ち出された訳であるが、当初減税の内容が分からず、また先送りされたこともあり、あれだけの規模の対策を打ち出した割にマーケットや世論の反応が今一つ冴えなかったような気がする。印象としては、金融システムや貸し渋りの問題、あるいは公共事業の需要追加については一応これで大体の目処がついてきたが、減税と雇用が問題として残っているという受け止め方ではなかったかと思っている。これだけの対策が打たれる訳であるし、各種の指標を見ていると、前回会合でもいずれは経済対策の効果に伴い、悪化のテンポは和らぐだろうという見方をしていたが、来年前半頃までは諸対策の効果が何とか続くのではないか。ただ、その間に自律回復の糸口が掴めるかどうかについては、現実の需給ギャップの大きさ、あるいは低下の著しいマインドやコンフィデンスに照らして不安が残る気がしている。

仮に、これだけの対策を打っても自律的な回復の糸口が掴めなくなった場合に、毎年こうした大規模な対策を打ち続けることは財政面から難しくなっていくし、対策を打つにしても、政策のアプローチや設計を変えなければならぬ可能性があるのではないか。最近色々なミクロ情報を見ると、かなり多くの業界で各業界の需給ギャップの調整を本格的に行わなくてはならないという気運が強まってきているように思う。従って、時限的な租税特別措置のようなものを資本ストック調整のために使い、供給側の調整を進めない限り、なかなか現在の状態から脱出出来ないのではないか。同時に、資本ストックの調整を行うとすれば、過剰雇用を表面化させることになるため、セーフティネットを準備しつつも、過剰雇用を少なくともある一定期間表面化をさせないと産業再編を促進出来ないのかもしれない。その場合には、デフレマインドを如何に払拭していくかも政策的な課題になってくるのではないか。金融政策での対応の余地は非常に限られてきていると思うが、今回の対策で自律回復の糸口が掴めることを期待しつつ、仮にそれが巧くいかなかった場合の対応策も考えておく必要がある。私自身が答を持っている訳ではないが、そういう気がしている。

武富委員

三点程申し上げる。第一点は金融経済情勢の現状評価であるが、一頃広がっていた一種異常なまでの緊迫感がここへきて表面上は取り敢えず緩和してきていると思う。一時は金融面を中心にリスクが顕在化すれば、実物経済も含めて悪い方向への雪崩現象が起きる危険もあると思っていたが、そうした事態は少なくとも回避出来た。その背景は、基本的には政策対応が——若干遅れた面もあるかもしれないが——概ね出揃い、遠い将来はともかく目先については見えてきたことが大きかった。緊急経済対策が出た効果もあるが、特に資本注入と日銀による企業金融も多少視野に入れた措置、信用保証協会の枠の拡大等が意外と効果があったのではないかと思っている。ただ、現在の若干の落ち着きは飽くまで表面上のことであり、経済、金融の内実は非常に高い緊張関係、きしみ、脆弱性を当然内包している訳である。特にミクロ段階ではそうした状況が何時どこで、どういう形で表面化しないとも限らない局面にあるため、そこは引き続き十分目を配っていく必要があると思う。

二番目は、取り敢えず落ち着いた状況になったことで、多少先を見る裕りも出たことだと思う。ただ、その場合も色々留意点がある訳であり、底打ちが可能なのか、回復局面に入れるのか、その先に持続性のある潜在成長率に近い成長があるのかと、何段階かに分けてきめ細かく点検していく必要がある。緊急対策やその前の16兆円の対策により主に公的需要面では、それなりの効果は出てくると思われ、底打ちの条件は一つ整う。しかし、民間需要面では、昨年度の秋口から始まった企業収益の急落を背景に、供給能力の方における資本ストックと労働の大幅な調整がスタートしており、まだ終わっていない。企業収益の現況からは、なかなか底打ちにいけるかどうか難しいと思う。家計部門でも企業部門でもバランスシート調整の過程で政策効果等が全部吸収されてしまい、公的需要から民需への波及が遮断されている。今回は民需に巧く繋がっていくのかどうかを良くみていく必要がある。

仮に、民需に多少動きが出てきても、それが不況の下でも比較的元気の

良いサービス業を中心としたセクターに限定されたり、あるいは一部の人気商品などの物の売買といった「点」に止まることも多い。「点」が「線」になり、「線」が「面」になっていくプロセスにどう持ち込めるのか、あるいはそうした動きに現実の経済がなっているのかという視点で、底打ち、あるいは回復の初期段階かどうかを判断していく必要があるが、そこはまだ見えて来ない。在庫率指数が110を越えているようでは、とても経済活動が波及しているとは言えず、100は切る必要がある。生産を起点にした経済活動の上向きへの波及も昔に比べると見え難くなっているため、来年春先頃に在庫循環が巧く終り、一段落ついたことがあった場合にも、その先を注意しておく必要がある。ましてやその先の中長期的な持続性のある経済展開ということについては、回復や民需への波及を邪魔しているストック面の問題を現在以上に突っ込んで払拭していく必要があろう。

三点目は、アメリカ経済が意外に粘り腰でいることは、日本が立ち上がるまでの時間稼ぎになるという意味で大変結構だとは思ふ。ただ、経済の実態と市場の動きの間にやや過大なエクスペクテーションを通じて乖離的な動きが一頃に比べて強まっているように思われるため、その後の調整が厳しくなることに十分注意しておかなければならない。名目の国民所得の伸び率を遥かに上回る企業収益率の伸びを予測して株価が形成されているが、これはどこかで収れんするはずである。仮に、アナリストが正しく、今後も企業収益の伸び率が二桁で続くとしても、その場合は結果的に労働分配率が相当下がる筋合いである。個人消費はその限りにおいて落ち込むはずであるし、つれて企業の売上も減り、コストが同じであれば収益はいずれ悪くなる。アメリカの雇用・所得は確かに良いが、そうした流れに入っていけば、その部分は消費に対して下押し要因になる。現在それを支えているのは貯蓄率をネグリジブルな水準まで引き下げるという対応と、非常に脆弱なチェーンであるが株価や住宅価格が下がらないという期待による可処分所得プラス潜在キャピタルゲインを軸とした消費であろう。一言で言えば、資産効果である。株が下がっていけば、消費の腰の強さが大きく変わり得ると思う。年初の会合でアメリカが本年後半のテーマ

である、焦点がアジアからアメリカにシフトすると申し上げたが、アメリカも小康状況の中にリスク部分が拡大しているという認識が当然ながら重要だと思う。

三木委員

実物経済の動きについては前回会合時と然程変わりはなく、総じて減速が緩和してきている。かつ厳しい低水準ではあるが、底這いの状況に入りつつあると思っている。この底這い状況に入りつつある点が前回よりも若干危機感が和らいできた感じである。実物経済の面からみると、底這いに入るかどうかは第一であり、その次が底打ちとなる訳である。次に上がる芽が見えて初めて底打ちとなるため、底打ちはセカンドステップになる。残念ながら、現在の状況では次は上がる芽が出て来ている感じは全然みえない。従って、まずファーストステップである底這い状況に入って来たときみて良いのではないか。

その所以は、国、地方とも公共投資の発注が急増し、当初予算に加え一次補正分も2か月程ずれたものの、ほぼ見込通り出件されてきている。個人消費も生活防衛色が強まりつつある中で、耐久消費財のメインである家電販売が白物、パソコン中心ではあるが、10月は前年比13.6%とプラスの状況が徐々に定着しつつある。自動車の国内販売は新車発表の有無で随分振れるし、軽は規格改正で売れた訳であり、予断は許さない。現在のメーカーの生産計画は4~6月236万台、7~9月238万台、10~12月252万台、1~3月255万台、年間合計980万台と我々が当初から考えていたピッチで進んでおり、部品資材の発注もその計画に沿って予定どおりに実施されている。住宅投資も110万戸台とかつてない低水準だが、ここへ来てプレハブメーカー、住宅メーカーが客の数、中身を踏まえて、ようやく下げ止ったかという印象を持ってきている。現場感覚からみれば、住宅は下げ止まると判断できるのではないか。問題は設備投資である。設備投資は現場の数字を見ていると、7、8、9月と小康状態だったが、10月、11月の2か月にかけて大半の先で計画の中止もしくは繰り延べの動きが出て来て

いる。民間の設備投資はまだまだ下押し圧力が非常に強いと言わざるを得ず、そうした設備投資を中心とした民需の下押しを公共投資がかなりのレベルでカバーする形で底這いに入りつつあると思っている。

11月入り後、日本経済を取り巻く環境も次々に対策が打たれたため、小康状態になっているのではないかと思う。株価は1万5千円台、ドル相場も120円台で安定してきている。財政政策では11月16日に政府の緊急経済対策が承認され、今般の臨時国会では三次補正が審議され、金融2法案も成立、運用ルールも大体決まった。18行の公的資本注入に対する方針も対外的に整っている。金融政策の面では本行の企業金融に対する三つの政策が打たれた。これらを踏まえると、実物経済の面ではようやく底這いの領域に入りつつあるとみて良いのではないか。

そうした中でまず企業に対して求められるのはリストラである。底這いに入りつつある状態となった以上、企業はここでリストラを徹底的に行い、中期計画を確りと策定し、実行していくパターンに入らなければならない。企業は大幅な需給ギャップに直面し、価格の低迷と収益の悪化に非常に悩んでいる。上場企業の間中期決算をみても、極めて低迷した状態であるが、年度末は連結経営がもろに決算に跳ね返らざるを得ないため、まずは連結グループを含めた不良債権を処理し、それを吸収するリストラを通じて、グループとしての収益力の回復を考えざるを得ない。そのため本年度決算の当期損益では相当の赤字を覚悟している。従って、日本の企業は政府、日銀の政策だけに依存するのではなく、リストラに取り組み、国際競争力を取り戻し、収益基盤を回復することが求められている。財政金融政策と民間企業の合わせ技でなければ、この難局は乗り切れないだろうと思う。これまでの海外投資の拡大、アジア経済の広がりにより国内での減産効果は非常に低下しているため、従来よりも需給ギャップを抜け出し難くなっているのは明らかである。従って、その過程で当然ながら、淘汰されていく企業が出るのは止むを得ない。また、デフレスパイラルに突入するリスクもまだ残っている訳であり、企業としては連結経営を念頭に置きつつ、不良債権処理を進め、生産性の向上と収益性の向上、資本効率

の向上という形で国際競争力の回復を図ることが必要である。しかも、スピードを求められており、各企業とも公共投資の下支え効果が続く来年の上期までの間にそうした課題を実行に移せるかどうかポイントになってくる。現状は需給バランス問題の解決には供給を落とすことしかなく、重要なのは構造調整リストラ、コストダウンである。コストダウンは人員を削り、買う値段を落とし、歩留まりを上げることである。その一方で、需要ニーズに合わせた技術開発、商品開発により需要を喚起することを自ら考えなければならない局面である。現実にはそうしたことを掴んだ企業は増収、増益を続けている。従って、雇用問題だけが大きな課題として最後に残ると思う。

一方、金融面ではこれ以上悪くならないような手が十分打たれて来たと思う。問題であった大手行の年末越えドル資金調達も、概ね85%まで手当てを終え、マーケットは3月末に目が向いている。金融システム問題についても二法案成立後直ちには変化がなかったが、その後の銀行決算、大手銀行の相次ぐ公的資金受入の表明、あるいは第三者割当てによる資本増強、幾つかの先送りされていたゼネコンに対する支援表明・債権放棄などにより、ようやく金融市場を覆っていた不安心理が後退しつつあるのではないか。ここで問題となるのは、企業と同じく銀行のリストラである。銀行のリストラを徹底的に行うことが最後に残った問題である。それは、総裁がしばしば言われるように、中期計画を見据えたリストラでなくてはならない。企業の立場からみれば、自社の社員よりも高い給料を支給しているような銀行の経営を助けてやれるかということである。それが企業サイドの銀行経営者に対する見方である。従って、徹底的なリストラと中期計画の策定を実行してもらう必要がある。

また、企業金融の問題は政府の信用保証制度拡充策による効果があったと思う。それと併せて、本行の三つの措置も非常に効果があったと十分に評価されているように理解される。これだけで貸し渋りが全て解消する訳ではないが、対策としては非常に効果があるし、企業の立場からも、マーケットからもそのような評価になっていると思う。

中原委員

現状は、若干の底這いなし強含みを経て、再びダウンサイド・リスクが増大する局面にあると思う。具体的には、アメリカの株高につられて東京の株が高くなったこと、公共事業の支出が漸く目に見えて出始めたことの二つを大きな柱にして一種の安堵感が生まれてきた。しかしながら、GDPのギャップが依然として拡大している中で、来年には恐らく物価の下落が加速するであろう。また、円高もマイナスの作用を及ぼすと思われ、決して警戒を怠れない局面である。

アメリカの状況は、レーガンの時代に92か月という景気の長期拡大局面があったが、このまま推移すれば、来年の1月にはこの記録に追いつく訳であり、かなり成熟しているといえる。一番驚いたのが、株価の回復である。アメリカの株価は98年1月から6か月かけて9,300ドルまで来た訳であるが、今回はごく短期間で上げており、いわばV字型のリバウンドである。しかも、三段上げになっており、他にも色々微候があるが、天井が見えたと思っている。問題は企業業績が伴っていないことであり、多分子予想P E Rは現在25倍程度になっているはずだ。従って、来年の1~3月が問題であり、現状は恐らく30%程度は過大評価されている。相変わらず消費が強い訳であるが、貯蓄率が9月-0.1%、10月-0.2%となっており、こうしたデイスセービング、すなわちコンシューマー・クレジットに依存した個人の消費拡大がどこまで続くかが最大の問題である。いずれにしても、成長率は98年暦年について強気にみれば3.6%から3.7%だと思うが、来年はやはり私が前回から予想している1.5%程度に落ち着くのではないか。

国内については、公共事業が拡大して9月に年率で30兆円のピークを打った訳であるが、10月に入って1割強のダウンとなり、恐らくこのピークは抜けないと思う。従って、公共事業は昨年は小さかったが、恐らく一昨年並みになるのではないか。明年度を考えると、例えば神奈川県のように明年度の公共事業当初予算を今年度当初に比べて30%カットするケー

スもあるし、明年度以降の公共事業の伸び率については不安がある。問題は円高である。確か企画庁のモデルでは、円高の乗数効果が大きく、1%円高になると2年目のGDPに対して-1.06%寄与するという試算があるようだが、円高の影響が3か月ないし6か月後に出てくることも十分に警戒しなければならない。その意味で一致指数のDIが50%を越え、一方で先行指数が下落を続けるという奇妙な状態も起こりうるのではないかと考えている。こうした中で、今年度の企業収益は、経常利益が-25%から3割程度減益になると思われるので、かなりのインパクトになる。経済対策の効果についても、真水分の5、6兆円は織り込み済み、特別減税の4兆円も織り込み済みだと考えると、98年度の成長は政府見通しの-1.8%を上回るマイナスとなり、来年もマイナスになるのではないか。株式についても、これまでの回復傾向をみると、外人による買い戻しと新規買いが非常に多い訳であり、アメリカの株価動向に連動して動いている面がかなり強いことを忘れてはならない。

いずれにしても、過剰設備、過剰雇用の調整には非常に時間がかかる中で、今回の24兆円に続く需要政策が来年以降も本当に打てるのか非常に疑問であり、金融政策としてもそうした事情を深く考えなければならないと考えている。

篠塚委員

前回の会合から大きな変化はないとみている。その上で若干付け加えたい。

第一点は、前回会合段階ではまだアメリカの再利下げが分かっていなかったが、11月17日に再利下げが行われ、今後のアメリカ経済を予測するうえで変化があった。その後のアメリカの景気は非常に好況であったし、株も上がってきたため、一時的に日本が円高になっていたが、再度円安に振れることもあると思う。

二番目は、新たに日銀が打出した三つの企業支援パッケージが市場で好感を持たれたことはプラスの方向として評価したい。

三番目は、政府の緊急経済対策の概要がある程度固まったことである。緊急経済対策は、金融対策から始まる全体的な経済のバックアップ政策を指向しているが、三木委員も指摘されたように、今後はリストラに伴う失業者の増加が一番問題であるにも拘らず、緊急経済対策の中では雇用対策が非常にマイナーな扱いにしかになっていない点は、非常に由々しきことだと思う。雇用対策は全体 24 兆円の中のわずか 1 兆円に過ぎない。さらに、その 1 兆円の中身も、中高年の非自発的失業者の雇用機会を提供するための基金や様々な制度が新たに盛り込まれているが、これらの助成金を企業が受け入れる場合には、雇用者を解雇していないことが条件になっており、制約がある。市場の評価を得るために銀行を始め各企業が徹底的なリストラに臨まなくてはならない中で、労働省として最も重要な雇用対策が非常に手薄い。これでは、労働者、消費者は現在の政府の政策に対し非常に不信感を持っていると思わざるを得ないのではないか。

四点目は、全体的に消費者のコンフィデンスが悪化しているという報告があったが、特に企業倒産が年末にかけて顕在化していくのではないかと懸念される。企業倒産も既に 10 月までで昨年 1 年分の倒産件数にほぼ達してしまっただけである。昨年の倒産件数は、1 万 6,464 件であったが、今年は、10 月までで既に 1 万 6,527 件になっている。完全失業率のデータは世帯単位のデータであり、雇用者以外に家庭の主婦等も含まれるため、景気変動に対して遅く反応する。一方、有効求人倍率は職業安定所を經由して仕事を探している人達を把握するため比較的早く出てくる。この有効求人倍率が、9 月の段階で最悪になっていたのが、さらに最悪を更新し、0.48 倍になっている。従って、雇用関係の指標は今後ますます悪化していくだろうと思う。全体的な経済動向に大きな変化はないと申し上げたが、やはり基本的には金融不安が落ち着き、全体的な様々な手が打たれ、最後には労働者に影響していくというラグがあるため、雇用問題が最大のネックになり、さらに消費者の購買力が減退していくと思っている。

最後にマネーサプライについて、前回会合では単純に準通貨が増えていると申し上げたが、若干追加して申し上げたい。10 月のマネーサプライは

前年比 3.9%と非常に高くなったが、寄与度をみると、総金融資産の増加要因が 2.9%、それ以外の資金シフトによる要因が 1%である。つまりマネーサプライ増加分の 4 分の 3 は総金融資産の効果であり、4 分の 1 はそれ以外の金融シフトの効果である。総金融資産の内訳をみると、全銀貸出は -0.5%と減少している一方、増えているのは直接金融その他の貸出が 0.7%、財政要因が当然大きく +1.5%、海外要因が +1.2%という配分になっている。日銀としては一貫して金融緩和を維持しており、金利も下げた訳であるが、マネーサプライのベースでみると銀行貸出はマイナスになっている。マネーサプライは、特に個人と法人がマネーサプライ対象外の金融資産として保有していた貸付信託、金融債等を預金、現金にシフトしたことによりプラスになっているということである。結局、日銀が様々な金融緩和を行ったことによる効果は銀行間の資金繰りの問題に止まってしまい、貸出の増加につながっていない。また、緊急経済対策もまず金融不安をなくし、公共投資を積むところに止まっている。勿論、恒久的減税は消費者に影響するが、実施が相対的に遅れており、やはり消費者が購買力をつけるには時間がかかるだろうと思っている。

植田委員

足許の状況については皆さんが指摘されたように世界情勢、財政政策の動き、インターバンク市場の落ち着き等の要因から取り敢えず小康状態にあると思う。ただ、いずれも長期に亘り日本経済を支えていくかどうかについては不透明感が残るため、取り敢えずの小康状態という認識は皆さんと同じである。そうした中で、今後半年ないし、長くても 1 年程度の間は、0 から若干のプラス成長が期待されると思うが、最大の不確実性は財政が引っ張る中で消費と設備投資を中心とする民需がどちらの方向へいくのかである。どちらの方向へ振れるのかというリスクもある。すなわち、足許の収益、賃金の下振れペースが速いことが民需の弱さを加速させてしまうリスクと、逆に非常に幸運なケースとして、例えば消費者コンフィデンスが少し上昇し、消費が増えることも可能かと思う。その場合も、ある意

味では 96 年度の後半のような姿になってしまうリスクも頭に置いておかなければならない。96 年度の後半は極く一時的な民需ないし景気の好調が出現し、それを政策担当者等がもう少し長く続くものと判断してしまい、その結果 97 年度以降の事態に突入した訳であり、その再現にならないければ良いと感じている。

悪い方向の可能性が実現していく場合についてみると、明らかに色々な難問を抱えながら走っている。例えば、色々と金融面の措置を採っている訳であるが、これは取り敢えず金融機関ないし借り手の延命策を講じている面もあり、特に経済情勢が好転しない場合には単なる延命策に終わってしまい、つけが 1 年後頃に大幅に発生してくるリスクがあるように思う。そのリスクの一部について、日本銀行としては流動性は供給しているが、言われている程企業金融のリスクは採っていない訳であり、信用保証協会を始め、政府セクターにリスクがいつている。従って、目に見える赤字も非常に大きくなっているのに加えて、潜在的な隠れ借金等が膨らみつつある。勿論、我々としては財政出動を主張してきた訳であり、今さらこうしたことを言うのはどうかとも思われるが、その将来的なリスクも念頭に置いておく必要があるし、マーケットも気にし出しているのではないか。

その観点から長期金利の動きについて一言触れたい。長期金利がやや急騰の様相をみせているが、ある範囲内の動きであれば、特に心配する必要はないし、その可能性の方が高いと思う。その場合はこれまでの相場の行き過ぎの修正局面に過ぎない。あるいは株式市場、インターバンク市場が落ち着きを示していることは、逆にこれまでの flight to quality とは逆方向の動きから長期金利の上昇要因になるということだと思う。ただ、先程来申し上げているような長期的な財政の姿等に対する不安が、——もとより、景気が悪ければ金利は上がらないと思うが、——何かマーケットに存在している気がする。さらに長期的には、経常収支が現在は黒字であるため深刻な問題になるリスクは殆どないと思われるが、その辺りも変わってくる微候が出るような場合にはソブリン・リスクの問題等に繋がる局面も何パーセントかは予想される。従って、長期金利の動向および最初に申

し上げた民需の動きについて、注意深く見守る局面かと思う。

藤原副総裁

日本経済が悪化を続けているという基本的な情勢判断は前回から変わらないと思う。そうした実体経済の中で、今回特に感じたのは企業と家計のコンフィデンスが実際に悪化しているエビデンスをみた点にある。企業については今年度下期の企業収益が短観の予測以上に減少しているのではないかということ、家計のコンフィデンスについては冬のボーナスがマイナスになったことも一つのエビデンスである。こうしたコンフィデンスの悪化をみると、生産、所得、支出という経済の循環のうち所得形成力が弱まっていることを意味している一つの証左ではないかと思う。こうした消費者心理の慎重化が生活不安度指数をみても分かるようにかなり長期的かつ根源的に陥っていることと相俟って、最終需要に更に響いていく恐れがあるのではないか。今後の注目点は最終需要が下振れし、需給ギャップの拡大に伴い更に物価が下落する恐れが顕現化していった場合、どうなるかという不安である。今一つの懸念は日米経済摩擦の再燃懸念である。純輸出の増加は景気の下支え要因とはなっているが、経常収支の対名目GDP比率が3%台の後半に迫りつつある状況下、日本の企業が輸出にサバイバルを求めていくとすると、ある一点でコリジョン・コースが現実の日程に上がってくるのではないかと心配される。

結局、懸念材料と明るい材料の綱引きであるが、明るい現象については皆さんご指摘のとおりである。全体の大枠としては、政府の財政を中心とした何次かに亘る経済対策がどうなるか、法案の整備により公的資金注入の具体的な動きまで繋がってきた金融システムの枠組みが実際にワークするかどうかが、当面の綱引きだと思う。加えて、日本銀行が行った9月9日と11月13日の対策により小康状態を得ている金融市場が、企図したとおりに巧く年越えと期末越えが出来るかどうかである。そうした情勢を見守っていくべきというのが現時点だと思う。堺屋経済企画庁長官は経済展望等につき何か勘を抱いたと発言しておられるので、そちらに期待を繋

いでいきたい。

山口副総裁

前回の「経済は悪化を続けている」という判断で変わりはないと思っている。ただ、総需要に関する限りは例えば鉱工業生産指数の動きなどからみて、悪化のテンポは明らかになだらかになってきているし、あるいは下げ止まり状況に近づきつつあるのではないかとさえ思う。加えて、金融資本市場の改善が仮に巧く持続するのであれば、財政の拡大状況が続くフェーズの中で、マイルドな景気回復が生まれる可能性があるのではないか。その中で、企業収益の顕著な悪化は後藤委員が指摘されたように予想の範囲内で起きている悪化かもしれないが、これが今後大企業の設備投資あるいは労働者の名目賃金にどのように跳ねていくのか、ダウンサイド・リスクの非常に大きな塊として注目していくべきである。調査統計局の最近の企業ヒアリングにおいて賃金のベースダウンという言葉を使い始める企業が出始めているのは気になるところであり、そうした状況がある程度大きな規模で起きていくとすれば、デフレの典型的なプロセスの一部だろうと思う。従って、政府支出の増加の中で民需が減少を続けるパターンが起きてしまうのかどうかを十分見極めていきたい。金融資本市場については、既に多くの委員方が触れたとおり小康状態が生じており、そのバックグラウンドとして既に指摘されたことに全く同感である。結局、現状は流動性とキャピタルの両面から非常に大掛かりなサポートが行われつつあり、信用の急激な縮小に歯止めを掛けつつある状況ではないか。ただ、これが来年にかけて巧く持続し、さらに改善が進むかどうかは最もペインフルな痛みを伴う金融機関のアセットサイドの大規模なリストラクチャリングにかかっている訳である。それは当然企業サイドのリストラクチャリングを含むが、そうしたペインフルな調整過程をいわば先に送った状態で現在の小康状態が生じている可能性がある。そうした調整過程を経ないと、景気は絶対に自律回復が不可能であるとまで言い切る自信はないが、しかしその可能性があるということは念頭に置いて今後の経済をウォッチしてい

くべきであろう。

結論としては、様々な政策が打たれ、その政策効果が色々な面に現われ始めている状況であり、その結果として取り敢えず徐々に景気がボトムに達するところまで見え始めているが、まだまだ来年にかけてのダウンサイド・リスクも多く残っていると考えている。

速水議長

ただ今までの皆様の意見について追加的な意見あるいは議論なりあれば、自由に発言下さい。

中原委員

アメリカの金融情勢をみると、トリプルA格の起債等は増え、ある程度量的には回復したが、トリプルB債はやはり不振である。私はグリーンSPANが株価がバブルになることを十分承知しつつも、金利を三回に亘り引き下げたのは何か隠れた事情があったのではないかと危惧している。今一つユーロ円金利がマイナスになったことが大変話題になったが、欧米の銀行が特に日本についてはカントリーシーリングを非常に厳しくしたという情報がある。同じ銀行の中でも東京の市場には資金を置かず、例えばロンドン支店と東京支店の間で資金をやりとりしない傾向が出ており、カントリーシーリングが非常にシビアになってきているようだ。

国債の金利上昇については、非常な危機感を持っている。この点で一つ指摘しておきたいことは、郵貯で2000年に満期の到来する預金がかなりあり、仮に、預金者が継続しないとなると国債を売ることにならざるを得ず、今から非常に気にかかる。足許の景気では、設備投資が非常に大規模な調整に入るのではないかと考えており、本年度は恐らく-13~14%、額では7、8兆円のマイナスになるため、これが大きく足を引っ張ることになる。乗用車については、25日までの分をヒアリングしてみたが、除く軽で乗用車は前年比 %、その中で小型車以上は %、乗用車は %になっていることを確認した。乗用車の販売は、10月、11月にかけ

て実際は底の抜けたような感じになってきている。家計の消費も恐らく10～12月にかけてボーナスが悪くなるため、相当に悪くなるのではないかと
思われ、足許の景気は小康状態感にもかかわらず決して良くなっていない。

速水議長

河出調整局長、本日経済対策をご説明頂くとのことであるが、宜しければお願いします。

河出経済企画庁調整局長

今回の対策は、従来の対策とは幾つか違う点があるので、その点だけ説明したい。まず、今回の対策では、平成12年度までの経済対策の道筋と、そのための経済政策のスタンスを明らかにしている。11年度はとにかくプラス成長にし、12年度は回復軌道へ乗せようということである。

従来の対策では、大体社会資本の追加から始まっていたが、今回はまず金融システムの安定化、信用収縮対策が最も重要であろうと考えている。金融システムの安定化対策、それから中小企業のみならず、中堅企業、大企業まで含めた信用収縮対策を盛込んでいる。日本銀行についても先般の13日の決定を受けて色々要請をしているところである。二番目の柱が、社会資本関係であり、社会資本整備の問題、減税の問題、雇用の問題、住宅対策など色々書いている。雇用については本席でも色々批判があったが、従来の対策ではほとんど触れていなかったものを今回は触れた積りであるし、また直接的な雇用対策だけでなく、この対策そのもの、あるいは産業政策そのものが雇用政策にも繋がるという観点で考えている。三番目に世界経済リスクへの対応として、二つ柱がある。一つは宮澤プランの具体化である。今一つは特にASEANで日系企業がASEANの輸出の大体4分の1前後を占めているため、そうした企業が現地での資金調達難から輸出が困難になっていることに対して日本の親企業を通じた色々な支援策を採り入れているものである。

今回の対策で公的需要を追加した後、来年1～3月、4～6月以降どうな

るのかという議論があったが、この対策は、まさに平成 12 年度までに回復軌道に乗せるための政策対応の第一歩であり、今後 12 年度までに機動的、弾力的な経済運営を行うことにしている。11 年度についても、民間需要の緩やかな回復を公的需要が十分下支えすると明確に書いている訳であり、今後そうしたスタンスで来年度予算の編成等が行われていくものと考えている。

(午後 0 時 10 分中断、午後 1 時 1 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、当面の金融政策運営方針について各委員の意見を順番に伺い、その後自由討議としたい。後藤委員から願います。

後藤委員

次回会合までの間、現状維持である。

武富委員

先程、多少先行きを見る裕りが生じたと申したこととの絡みで、金融面につき若干申し述べる。底打ち、持ち直し、回復、持続的成長という先行きへの初期段階でイールドカーブの形状がどうなるかということである。一つは資本注入等が終わり来年 3 月を越えた後、信用リスク格差に対する懸念は残るとしても、どの程度ターム物金利の低下に反映されていくか、それがある程度改善しない場合にどうするかという問題である。今一つは、長期金利が株式市場より先に先行きの实体经济を予測して動く傾向があるため、長期金利の上昇をどのように考えるのかが非常に気になる。長期金利が上昇するような財政赤字の拡大になれば、円高ということもあり得る。日本の場合、財政赤字の拡大局面で内需や輸入が増え、つれて経常黒字が減る形にはなかなかならず、財政赤字の拡大、長期金利の上昇、経常

黒字の併存状態が続き得る。従って、そうした場合に長期金利が上がり、かつ円高になり、立ち上がりかけた景気に悪影響を及ぼすことは当然起り得る一つの可能性として認識しておく必要がある。

それにつけても、景気の先行きに関する発言には今後相当気を付けていく必要がある。緊急経済対策に即して言えば、第一ステップ、第二ステップ、第三ステップ等のステージを想定している訳であるが、その第一ステップを何とかクリアーする初期条件が整いつつあるといったように相当細かく言い分けないとならないと思う。経済の中に回復の兆しがあるといった一般的な発言をしてしまうと、それだけでマーケットが結構跳ねてしまうこともあり得る。90年代には根拠なき景気回復論が出され、その度にマーケットが跳ね、結局は経済の重さからマーケットの動きが修正を迫られることを三度も繰り返している。今回はそうしたことのないように良く注意していく必要がある。

三木委員

今回は現状維持でいくべきだろうと思う。企業金融の面では3月末の問題に焦点が大きく移りつつある。特に、3月は転換社債と普通社債において3兆円の償還を控えているため、注意深くみておく必要がある。今回三つの政策措置を施しており、これが最も効果をあらしめるようにしてはならない。そのためにも何か追加の措置を検討するとか、折角の政策措置の影が薄くなるようなことは絶対あってはならない。その意味でも今回は現状維持とすべきである。

今後に残る問題は本行のバランスシートの健全性であろう。本行のバランスシートの健全性を重視することが目下最も必要なことと考えて良いのではないか。ただ、インターバンクにおいて個別行の信用リスク次第ではなかなか資金が調達できないという問題だけは引き続き視野に入れて良く注意しておく必要がある。

中原委員

デフレを回避するために一層の金融緩和を提案する。理由の第一は、過剰設備、過剰労働力、含み経営等を根本から立て直さなければならない訳であるが、そのための構造調整には相当な時間がかかると覚悟しなければならない。従って、その間一体如何なる事態になるかを予め良く考えて手を打つべきであるということである。第二に、構造調整と並ぶ重要な需要政策、特に財政政策については財政硬直化の兆候が出てきており、従来のように10兆円、16兆円、24兆円と規模を拡大し得るのは今回が最後ではないかと思うからである。企画庁の方からは必要があれば予算を組んでいくとの説明があったが、恐らく財政面からの制約が大きくなってくるのではないか。従って、今回の経済対策を出来るだけ有意義ならしめるようにサポートすることが極めて重要である。三番目は、マイナスのGDP、マイナスの売上高、マイナスの名目賃金ということで、デフレ現象が広範に浸透している。特に、名目GDPがマイナスである限りは税収不足はいつまで経っても改善し得ない訳であり、この辺でマイナスのGDPに歯止めをかける方法を打たなくてはならないと思う。物価の下落が加速し、将来少なくとも2、3年程度は下落し続ける危険性があるため、極力早めに手を打つ必要があると痛切に感じている。

なお、銀行に公的な資金を注入することになるが、予想される額が非常に小さい。6~7兆円では私が必要と考えている額の半分以下であり、目先の効果はあるとしても、必ずそれが途絶える時が来るように思う。さらには、アメリカの景気が良いうちに手を打つ必要がある。アメリカ景気の見通しについては先程も申し上げたが、株価の急反発に引っ張られている面がかなり強いため、日本としても今のうちによりシユアな手を打つ必要がある。最後に、足許の景気は決して良くなく、今後二段階目の調整に入るかどうかの重要な局面であるため、よりシユアな手を打つ必要があると思う。

いずれにしても、デフレ回避を実現するために、更に一層の金融緩和を提案したい。

篠塚委員

日銀が先般実施した企業金融の支援については、市場でも評価されているし、期待したいと思うので継続していくことで良いと思う。臨時的な措置については企業金融を含めて支援していくべきと申し上げたい。

私は当初から今回の景気対策に関しては金利が下がるまで下がっているため、財政出動に期待すべきと申し上げてきたが、ここにきて財政は一段と悪化してきている。第三次の補正予算が5兆6,000億円、税収がマイナス6兆8,000億円となると、その穴埋めとして約12兆3,000億円規模の国債に依存しなくてはならない。それが嫌気されて国債金利が1%台に戻ってきたような状況を考えると、財政政策の自由度もかなり狭まったと言わざるを得ない。金融政策に次ぐ財政政策も非常に自由度が狭まってきたという感想である。

金利を下げた9月9日の効果について、未だ自分自身で納得のいくデータが得られていないため、引き続き引き下げに対しての支持は出来ないという立場を続けていきたい。

植田委員

先程の金融経済情勢の判断を踏まえ、かつ前回会合で新たな措置を採った直後でもあり、現状維持である。

藤原副総裁

先程申し上げた理由から現状維持である。

山口副総裁

金融市場調節については現状維持で臨みたいと思う。最近になって打たれた財政面、金融面からの措置の効果が徐々に始めている状況であり、その結果として実体経済面、金融資本市場面それぞれに従来に比べて何がしかの改善の動きが出てきている。当面こうした改善の状況がさらにどこ

まで進むか見極めていくべき状況ではないかと思う。

速水議長

私の意見を申し述べさせて頂く。結論から申し上げますと当面の金融政策運営については、現状維持で臨みたいと思う。前回会合以降の変化点については委員方から指摘があったところだが、まとめてみると、景気の急速な悪化に歯止めがかかりつつあると示唆する材料が幾つかみられてきている。一つは財政面の動きで公共工事請負金額が9月に大幅増加となった後、10月も高水準を維持した。また11月16日には政府の緊急経済対策が決定され、その中にもかなりの規模の公共投資が盛り込まれている。前回会合までに比べ、財政面からの需要が少なくとも当面は景気下支えに作用する見通しをより明確に持ち得る状況になりつつあるように思う。二つ目は海外の動きだが、米国の動きについてはF e dが先般3回目の利下げに踏み切ったこともあり、一頃流動性に対する選好が非常に強まっていた金融資本市場においても資金が再び債券や株式に戻りつつあるようにみられる。ニューヨークダウは最高値を更新し、米国経済の先行きに対する不安感も差し当たり幾分薄れてきたように思う。また、こうした米国の動向が国際金融市場にも好影響を与えているように窺われる。

欧州でも先般B I Sに行って強く感じたが、特にユーロ統一通貨発行を一ヶ月後に控えて、大陸諸国の通貨経済圏への意気込みの強さには驚いた次第である。ティートマイヤー総裁も今後の対応はすべてE C Bの経済金融状況の分析に依存するため、ブンデスバンクの残された二回の理事会をどうするかを考えていると発言していたところをみても、年末に金利を引き下げ、来年に入っていくのかと想像させる。いずれにしても、ユーロ・E C Bが中心になってきており、通貨についてもユーロを外へ積極的に売り出していく感じを示しているように思われた。さらに、特に欧米キリスト教国では2000年にかかなり大きな歴史的意味を持っている感じでもある。そうしたことを考えると、アジアも良くなりつつあると思うが、海外情勢は好転してきているのではないか。

次に、国内金融には一定の落ち着きがみられるようになった。我が国金融機関の年末資金の調達も概ね峠を越したと思われるし、ユーロ円金利はこのところやや軟化してきているようである。また、金融システム面でも金融機関の中間決算が混乱なく公表され、同時に公的資本の注入に向けて個別行毎の具体的な動きが明確になってきた。以上申し上げたことは、結局のところ財政金融政策や金融システム対策、さらに米欧の金融政策を含めたこれまでの様々な政策の効果が経済や金融の色々な側面に徐々に現れてきたものと評価することが出来るのではないかと思う。このところの株価の持ち直しもこうした状況を端的に表わしたものと言える。

しかし、このように申し上げた後で再度冷静に民間経済の状況を眺めてみると、最終需要、企業収益、雇用、所得面のいずれについても非常に厳しい状況が続いている。前回会合以降に明らかになった材料だけをみても、百貨店の売上げが大きく落ち込んでいること、消費者マインドが一段と低下していること、冬のボーナスの中間集計が前年をかなり下回っていること、98年度の企業収益見込みが大きく下方修正されていること、など弱い材料が目白押しである。また、差し当たり落ち着いてきている金融情勢についても、公的資本の注入が決まれば金融仲介機能が直ちに回復するというものでもないと思う。年末、年度末に向けた企業金融面の動きはまだまだ予断を許さない。事実、金融機関の資金繰りについて、市場が既に年度末を意識し始めていることは皆さんご指摘のとおりである。財政政策面でも公共投資は当面出てくるだろうが、減税を巡る論議の帰趨がどうなっていくのか、それに伴って企業や家計のコンフィデンスがどのように変わっていくのかについては、なお、相当の不確実性が残されている。株価の最近の動きも消費税を含めた税制面からの政策を何がしか先取りしている可能性もあると思うし、それだけにまだ脆弱性を強く残した持ち直しと言えそうである。

要するに、確かにこれまでの政策効果を中心にこのところ多少良い材料が出てきているが、これが景気回復へ繋がっていくかどうかについてはまだ何とも言えないし、金融市場も十分な安定を取り戻すには程遠い状況に

ある。従って、当面は引き続き年末、年度末へ向けた企業金融の円滑化を念頭におきつつ、これまでの思い切った金融緩和スタンスを継続し、金融システムの立て直しに関する更なる進展や、税制政策の動向などを見守っていくことが適当であると考える。

先程の各委員の討議によれば、当面の金融調節方針について現状維持とされる意見が大勢を占めていたし、私も同意見であるため、当面の金融調節方針は現状維持という議長提案を出させて頂く。

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意見、議論があれば自由に発言して頂きたい。

議案の取り纏めに入る前に、政府からご出席の河出経済企画庁調整局長から何か発言があれば、どうぞ。

河出経済企画庁調整局長

先程、緊急経済対策の中で触れたが、金融政策については引き続き適切かつ機動的な運用をお願いしたい。また、そうした観点から今日決定された企業金融支援のための臨時貸出制度については、私共も積極的に支持したいと思っている。

(午後1時26分中断、午後1時28分再開)

速水議長

それでは、事務局はただ今出されたそれぞれの議案を読み上げて下さい。

山本企画室参事

最初に、中原委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表分は別途決定する。記、中期的に消費者物価（総合）の年平均の変化率を0%にまで上昇させることを企図して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.15%前後で推移するように促す。

なお、金融市場の安定を維持する上で必要と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。以上。」。

次に、議長案である。「金融調節方針の決定に関する件。案件、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、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に促す。なお、金融市場の安定を維持する上で必要と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。以上。」。別添は公表文である。

平成10年11月27日、「当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した。（全員一致ないし賛成多数）以上。」。

中原委員

提案理由を説明させて頂きたい。

私がこれを提案した最大の理由は、アメリカ大恐慌の最大の教訓は財貨およびサービスの価格が趨勢的に下がったことであり、これを金融的にも防ぐ必要があるためである。これがアメリカ大恐慌の最大の教訓であったと理解しており、学者の間でもそうした主張が多いようである。私は何回か前の政策決定会合においても、日銀としてはデフレにさせない決意を表明すべきだと申し上げたところである。デフレと戦う決意をより具体的に必要があるし、物価下落が加速される恐れがある状況の中で日本発の大恐慌を起こしてはならないという決意を内外に伝える必要があると考える。

なお、これに関連して申し上げたいのは、これまでの金融政策運営方針の決定についての議題には「当面の」と記載されているが、この「当面」という語句を是非削って頂きたい。これまでも年度越しや年末越えについて色々議論しているが、「当面の」とあると誤解を招く恐れがあるため、次回から取って頂きたい。また、次回以降は金利のターゲットイングだけで

はなく、CPIやマネーサプライについても中長期的な議論をしていきたいと考えている。

速水議長

「当面の」を削るとは、どういう意味か。

中原委員

議題としては「当面の」という語句は削って頂いた方が良いということである。これまでも次回会合以降の長いスパンの討議もしている訳であるが、「当面の」というのは非常に分かり難いところがある。

速水議長

他の委員方にご意見ございますか。

山口副総裁

「当面の」というのは、原則として金融市場調節方針を月二回レビューしている訳であり、次の決定会合まではこの方針で臨み、かつ市場調節を実行していくということである。

中原委員

それは良く分かっている。ただ、中長期的な年末越えや年度末越えについても議論しているので申し上げている。

速水議長

それでは採決に入りたい。

[政府からの出席者退室]

植田委員

中原委員に質問したい。本案はいわゆるインフレーション・ターゲットイ

ングを行うという方向感なのか、それとも何となく目標をC P I 0%にということか。

中原委員

まずデフレを脱出する必要があり、従ってC P Iの低下を止める。

植田委員

止めたいということか。インフレーション・ターゲティングの勉強会でも議論したが、そうした政策を実行あらしめる手段がそう簡単にはない。その中で、こうしたステイトメントを出すことに伴う日本銀行のクレディビリティに対する影響や色々な問題がクリアされていないと思う。

中原委員

その議論をした時点と比べて現状は経済が非常に悪くなっている。特に、国債の価格が来年の春先以降、暴落するのではないかという恐れを持っている。従って、極力早目にアクションを採った方が良いのではないかと思う。

植田委員

考え方として絶対反対という感じではない。しかし、今申し上げたような外延上の色々な問題も考え、今少し準備をしたうえで、クレディビリティが高い形で打ち出していくべきかと思う。

藤原副総裁

デフレーションに対する懸念は相当部分共有するものであるが、今回の中原委員提案のC P Iを上昇させることを企図して無担保コールレートを平均的にみて0.15%で推移するよう促すという内容では、コールレートの0.15%前後と消費者物価総合の年平均変化率0%との間の整合性をどのように説明するのか。

中原委員

まずこれを行ってみて、駄目であればその他のアベイラブルな政策手段を採っていかなければならないと思う。いずれにしても、物価の下落を何とか食い止めるという決意とそのための手段を表明しなければならないと思い、提案申し上げている。これが決して十分だと思っている訳ではない。

藤原副総裁

物価をこのような水準にまで戻すことを念頭に置いて、金融調節上のコールレートの誘導目標を0.15%に取り敢えず置いてみるということか。

中原委員

そういうことである。

藤原副総裁

しかし、企図させるための方法論としては、コールレート水準の調節ということだけではないはずである。

中原委員

勿論そうである。しかし、これは重要な手段であることは間違いない。

速水議長

日本銀行法第2条に日本銀行は通貨および金融の調節を行うにあたっては、物価の安定を図ることを通じて、国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とすると書かれている訳で、物価の安定は、日本銀行として当然の課題であり、義務である。従って、中原委員案のようにメンションする必要はないのではないかと思う。

山口副総裁

中原委員の提案に対して二つほどコメントしたい。ディレクティブの中のある種のターゲット、目標とコールレートの誘導目標との間に整合性のチェックが何らない状態で、このままディレクティブとして出すことに多少無理があるのではないか。藤原副総裁はそういう意味で言われたのかと思う。総裁が言われていたように、政策目標は物価の安定——それはインフレでもデフレでもない状態——を目指すことだと思うが、現下の状況ではデフレ・スパイラルの防止に力を尽くすことにウェイトを置いて然るべきである。そうした見解の表明なり、決意の表明は別の形で表現することが可能であり、本案はこの時点では適当でないと思う。

武富委員

大変大きく重要な問題であるため、時間を掛けてでも極力幅広く議論した方が良くと思う。

私はこの案には躊躇する。反対ではないが自信がないというのが正直なところである。期待に働きかけるという点が何とも分かり難い。期待に働きかける方法論は沢山あろうし、金融政策の立場からみてもダイレクトなリンケージはなかなかイメージし難い。非常に新しい実験を行うことになるため、慎重に越したことはないと思う。仮にこうした考え方を導入するのであれば、毎回申し上げているが、中長期にこうした考え方を定着する方向へ金融政策を大きくシフトしていく必要がある。現在はたまたまデフレであるが、こうしたインフレ・ターゲティング的な考え方を採用している国は元々インフレで悩んでいた国であり、日本のように資産インフレを除けばインフレが防止出来ていた国では本来こうした考え方を取り入れる必要がないと思う。デフレでもインフレでも一旦この方法論を導入した限りは、継続性を持って行うべきである。現状のデフレに振られ過ぎて採用してしまうと、先行き経済が転換し物価上昇に入った局面で、日本はインフレ・ターゲティング的なものを導入している国のような経済構造ではない訳であり、そうした方法を残しておく必要性がなくなるのではないか。

従って、実施するとしても、今少し議論をし、本当に長期定着の覚悟を固めてからにしたらどうか。ともかく現在のデフレマインドを何とか払拭するためにのみ導入するのか、その点も明確にしない限り、直ちに賛成はし難い。後者の方は植田委員の指摘されるクレディビリティあるいはレピュテーション・リスクに絡むことになる。現在のデフレ状況が良くないという認識は中原委員と同じであるが、春先に国債価格が暴落するかについてはそこまでの確信はない。本案の必要性はその状況認識次第だと思う。経済には何が起きるか分からない訳であり、仮にそちらの方に力点があるとすれば、その状況認識の点で大いに議論を戦わせる必要がある。いきなり対応するかしないかというのは唐突すぎる。

植田委員

技術的な面からすれば、インフレでもデフレでもない状態がゼロかどうかについては大変な議論を要するところである。かなり中期的にインフレーション・ターゲティングを実施する場合にゼロを目指すのか、1%を目指すのか、2%を目指すのかという辺りは意見が非常に分かれるところである。これを採用している国の多くはプラスの目標値を設定している。それにはそれなりの理由があり、十分に検討したうえで目標レートを設定する必要がある。また、本当に総合消費者物価指数が適当なのか、プライス・インデックスの採り方についても色々と詰めて検討すべき問題もある。武富委員が指摘されたように、どの程度の期間これを続けたいと考えているのか、一時的な措置なのか、長期的に目指しているフレームワークなのか、中期的にヒットさせる場合の中期とはどの程度のタイム・スパンを考えているのかという問題もある。コールを0.15%に10bp下げることでは、多分ヒットできないと思う。その場合、通常のレート水準であれば更にコールを下げるというオプションで何とか到達できるとも思うが、現状の引下げ余地が限られている中で、これで駄目だった場合の次の手を用意せずに打出しして良いのかが最大の問題である。

ただ、コールの誘導水準を最終的なインフレ率の目標をヒットするのに

使うことは出来ないことではないと思う。BOEの政策はそれに近い。何となく景気が悪くなるのを避けるために、10bp下げるという主張は分かるが、そうであれば今のタイミングで打ち出す意味は余りない。本当にインフレ・ターゲティングを実施するというのであれば準備不足だという気がする。

中原委員

皆さんが指摘されたことは全て考えた。やはりインフレでもなく、デフレでもないということは非常に抽象的で分かり難い。私は以前からデフレとは戦わなくてはならないと言っており、取り敢えず物価の下落が収まるまであらゆる手立てを尽くさなくてはならないということである。その中でもコールレートの引下げが有力な選択肢の一つだと申し上げている。国債が暴落するかは分からない。私は危惧していると申し上げている。

武富委員

その点をこじつけようという気はない。

後藤委員

私もデフレ・スパイラルを避けなくてはならないと思うが、この「企図して」ということは一種のターゲティング論である。従って、ドイツのようにマネーサプライでいくのか、あるいはイギリスのように金利ターゲティングでいくのかである。ターゲティングの考え方というのは毎回の決定会合での判断というよりも、毎回の決定会合の方針決定を貫く考え方があり、その論理体系であると思う。今回、その辺を十分に詰めないままに、コールレートの誘導水準と一緒に決定することについては躊躇する。

議題について「当面の」を除くか否かについては、例えばコールレートの誘導水準などは次回会合までの調節方針であるため、そこには「当面の」と付くと思うが、金融調節方針を検討する際に年末や年度末などについて議論することは当然あり得る訳であり、招集通知の議題から「当面」

を落としても良いのではないか。ターゲット論は今少し考えさせて頂きたい。

中原委員

ターゲット論と言うが、これまで出ているターゲット論は大体インフレ・ターゲットである。物価上昇率が既にプラスの領域になっての話である。私の案はまずデフレを起こしてはならないという議論である。ターゲット論は、その先の話だと思う。

後藤委員

そのように理解するか、デフレになっているために前人未踏のターゲットを行うと理解するか、二通りの理解がある。

中原委員

中期ということであるならば、提案を二つに分けても良い。

速水議長

それでは提案が二つ出ているので採決に入りたい。中原委員案の方から採決に入る。

[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

報告します。ただ今の採決の結果、中原委員案は賛成 1、反対 8 で否決された。

速水議長

次に私の提出した議案について採決したい。

[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

植田委員

反対：中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告します。ただ今の採決の結果、議長案は賛成7、反対2の賛成多数で可決された。反対は篠塚委員、中原委員である。

速水議長

反対された委員方は反対理由を明確にしておかれたいということであればどうぞ。

篠塚委員

9月9日の誘導金利引き下げの効果についてはまだ十分に評価できるデータを得ていないし、現状の金利水準は異常に低いと認識している。そうした中で金融政策に続き財政政策の自由度も狭まってきており、せめて金融政策の自由度を高めるためにも、低金利を支持する議長案には反対した。

中原委員

構造改革を進め、過剰設備や過剰労働力を解消しなくてはならないが、それには時間がかかる。また、需要政策にも限界がみえ始めてきた。そうした中で物価の下落が加速しそうな気配があり、日銀としてデフレからの脱出を明確に決意する方策を打つために、コールレートを引き下げるべきという立場から反対した。

[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合終了後約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をお願いする。

Ⅶ. 閉会

速水議長

以上で本日の議事を終了する。次回の金融政策決定会合は12月15日火曜日を予定している。

(午後1時58分閉会)

以 上