

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年12月15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（9:01～12:19）

経済企画庁 今井 宏 政務次官（9:01～12:19）

新保 生二 調査局長（13:10～15:28）

（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（9:01～9:25）

企画室調査役

門間一夫

企画室調査役

栗原達司

金融市場局調査役

後 昌司（9:01～9:25）

I. 開会

速水議長

金融政策決定会合を開催する。

(午前9時1分開会)

本日の取り進め方を申し上げておく。まず、前々回会合の議事要旨の承認をして頂き、続いて今回はFBおよびCPオペの手續きについて、オペ対象先を選定する基準の見直しなど幾つかの決定を行って頂く。その後、金融経済情勢等に関する執行部説明、委員による検討、もしあれば政府からの出席者のご意見、当面の金融政策運営方針の決定、金融経済月報に掲載する基本的見解の決定という順序で進めて参りたい。また、今回は本年最後の決定会合であるため、来年の1月～6月までの決定会合のスケジュールをご承認頂く予定である。

会合の中で出されたご意見、ご発言等はすべて記録することを前提としているので、委員および政府からのご出席者におかれてもそのことを前提にご発言頂くよう、宜しく願います。

II. 議事要旨(11/13日開催分)の承認

速水議長

前々回11月13日会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異議はございませんか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとしたい。なお、本議事要旨は12月18日金曜日の午後2時に公表することになる。

[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. T B ・ F B オペおよびC P オペのオペ対象先選定基準の見直し等に関する執行部説明と決定

1. T B ・ F B オペおよびC P オペのオペ対象先選定基準の見直し等に関する執行部説明（資料-1、資料-2、資料-3）

速水議長

次に、オペ手続きに関連する検討・決定に入りたい。今回F B オペやC P オペ等の手続面に関連し、幾つかの決定をお願いしたい。執行部の山下金融市場局長、稲葉参事から説明をお願いする。

山下金融市場局長

資料1「T B ・ F B オペおよびC P オペのオペ対象先選定基準の見直し等について」に沿って案件の概要をご説明申し上げます。まず、オペ先等選定基準の見直しについては、6月12日の本会合においてレポ・オペに関する

る選定基準をご決定頂き、既に実施済みである。今回はそれに続く第二弾としてTB・FBオペおよびCPオペ選定基準の見直しについてお諮りする。基本的な考え方は、金融調節の一層の円滑化を図り、また金融調節に関する事務手続の透明性向上を狙いとしてレポ・オペ対象先選定と同様の見直しを行いたいということである。具体的にはオペの入札に積極的に応札すること、正確かつ迅速に事務を処理することなど、本行がオペ対象先に期待する役割を理解してオペ対象先になることを希望する先を募り、その中から選定する方式である。

具体的な選定方法としては、まず対象先について従来はTBオペ先が46先、FBオペ先が6先であったが、後程説明するようにFBオペの入札方式が固定金利方式から金利入札方式に変更になり、TBと同じ方式になること等からオペ対象先を共通化することとし、全体で50先を選定する。CPオペについては現在30先をオペ対象先としているが、今回35先に拡大する。両者の違いはTB・FBオペの場合はオペ事務の大半が日銀ネットにより機械処理されているのに対し、CPオペは専ら人手に依存しているため、事務処理面で制約があることによる。選定の基準であるが、(イ)本行本店当座預金取引先の金融機関、証券会社、証券金融会社または短資会社であること、及び(ロ)信用力に問題がないことである。具体的には、自己資本比率について例えば金融機関であれば8%以上の先である。こうした基準はTB・FBオペ及びCPオペに共通である。一方、TB・FBオペ先については、(ハ)日銀ネットのオンライン先であること、(ニ)国債振替決済制度の直接参加者であることといった技術的な条件を付している。

以上申し上げた(イ)～(ニ)の基準を満たす希望先の数が選定先数——TB・FBオペの場合には50先、CPオペの場合には35先であるが——を上回った場合には(ホ)取引高、取引平残、取引先数、市場参加者への情報提供の四つの要素を一定の算式で点数化した合計点を評価の基準として選定する。その選定方法はレポ・オペと全く同じであり、新規参入先については市場プレゼンスに関する評価点、既往先については過去の

落札実績を合わせた評価点で順位付けし、上から順に選定する。なお、T B・F Bオペについては今申し上げた方法で選定されたオペ対象先 50 先全先について毎回オファーを行う。C Pオペについては選定された 35 先について、市場プレゼンス評価点と落札実績評価点の合計点で改めて順位付けをしたうえで上位 25 先を常時オファー先、下位 10 先を二回に一回の輪番オファー先とする。これは事務処理面の制約から一回のオファーは 30 先が限界であるため、その範囲内で極力多くの先がオペ対象先となるべく輪番制を部分的に導入するのが適当と判断したことによるものである。

次に、本日ご決定頂くもう一点の案件は、F Bオペの売却方式の見直しである。F Bオペの売却方式は、これまで固定利回り方式を採用していたが、F Bオペについても他のオペレーション同様、市場の金利感を極力反映させる形で実施することが適当であると判断されるため、今回の対象先選定基準の見直しを機会に金利入札方式に変更することとしたい。

最後に今後のスケジュールであるが、本決定会合でこれから企画室稲葉参事より説明がある付議事項につきご決定頂ければ、本日対外公表を行ったうえで、選定手続きを行い、T B・F Bオペについては1月下旬に、C Pオペについては2月下旬を目処に新しいオペ対象先へのオファーを開始したい。

稲葉企画室参事

以上の見直し方針を踏まえ、必要な措置をお諮りする。資料2「政府短期証券の買戻条件付売却における売却方式の変更および短期国債売買における売買対象先選定等に関する件」である。金融調節の一層の円滑化を図り、また金融調節に関する事務手続の透明性を向上させる観点から政府短期証券の買戻条件付売却基本要領を制定すること、割引短期国債の売戻条件付買入要領の題名を基本要領に改め全面改正すること、短期国債売買における売買先選定基本要領を制定すること、関連する業務方法書の一部変更とその実施である。

政府短期証券の買戻条件付売却の基本要領（案）は、現行のオペの要領

を充実させて新たに制定するものである。内容的に変更となるのは、売却対象先として短資業者のほかに金融機関、証券会社、証券金融会社を新たに選定先とすることである。さらに売却方式については、これまでの固定利回り方式に代えて、売却対象先が所有する期間中の利回りを入札に付してコンベンショナル方式により決定し、これにより売却する方式とすることである。

割引短期国債の売戻条件付買入基本要領（案）は、従来の買入要領のタイトルを改め、全面改正するものである。実質的な変更点は買入対象先として、従来の対象先に証券金融会社を加えるものである。その他は従前と同じである。

短期国債売買における売買対象先選定基本要領（案）は、先程の説明に沿った要領を新たに制定するものである。これに関連して、日本銀行業務方法書中の一部を変更する。これは割引短期国債の売戻条件付買入の条文のうち相手方に証券金融会社を入れる改正と、政府短期証券の売買の条文のうちの相手方に金融機関、証券会社、証券金融会社を入れる改正を行うものである。

次に、資料3「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入における買入対象先選定等に関する件」である。金融調節に関する事務手続きの透明性を向上させる観点から、コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入要領のタイトルを改め基本要領に全面改正すること、コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入における買入対象先選定基本要領を制定すること、関連する変更を業務方法書で行うことである。コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領は、従来の要領のタイトルを変えて全面改正するものであるが、変更点は買入対象先に、従来の対象先に加え証券金融会社を対象とするものである。コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入における買入対象先選定基本要領（案）は、先の説明に沿った内容を新たに対象先選定基本要領として制定するものである。日本銀行業務方法書中一部変更（案）は、第十一条第一号のコマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入に関する相手方に証券会社を加えるものである。以上一括お諮りする。

速水議長

ただ今説明があった一連の事務面、手続面の見直しについて、ご質問があればご発言下さい。

三木委員

4月以降市中公募となるF Bについて、現在本行保有のF Bにつき今までの固定利回りから期間利回り入札方式へ変更する意味は何か。

稲葉企画室参事

一つには公募入札の方針が明らかになったことを受けた地均しの意味から日本銀行の保有しているF Bを新たに入札方式で売却し、事実上市場を作っていく効果を担うものである。元々F Bオペには基本的にこのような形で市場を作っていくことも目的にあって良いと判断されてきたため、この機会にそれがさらに出来るようにするということである。

山下金融市場局長

調節の立場からは、売出手形も残高が20兆円を超える状況になってきているため、吸収手段としてF Bを使えばバランスシートが膨らむことを避けられ、調整手段の多様化という点からもメリットは大きい。

三木委員

現在は固定金利0.175%で引き受けており、入札化に伴い3月までの間は差損を被ることになるのか。

山下金融市場局長

金利次第ではある。10月のようにT B・F Bの金利が大幅に低下している時は逆のこともあり得るが、現状のレート環境であれば差損を生じることが多いと思う。

三木委員

一連の案に賛成する。

藤原副総裁

T B・F B、C P オペ対象先選定基準は以前のレポ・オペの基準と同様に、コンプライアンスの観点からも検討してみたが、非常に機械的で、恣意性の排除できるシステムであり、透明性を確保する良い手段であると評価する。他にも対象先選定基準を決めるようなアイテムはまだ残っているのか。

山下金融市場局長

レポ・オペの対象先選定基準を発表した際、債券買切りオペについても今年度中に行うとしており、これも3月までに必ず行うことになる。

速水議長

F B オペを従来の指し値から入札に切り替えた場合、どの程度の逆鞘になるのか。

山下金融市場局長

売出手形による吸収の場合は、例えば1か月では0.5~0.6%程度の金利で行っている。売出手形に比べてF Bの方が流動性が高いため、若干低い金利で出来ると思うが、本行サイドには売らなくてはならない弱みもあり、多分0.175%に対し0.5%と0.6%の間程度の金利でマーケットをみていかななくてはならず、その分差損が出てくる。

山口副総裁

T Bについては買いオペ、F Bは売りオペと一方通行のオペしか想定していないのは何故か。

稲葉企画室参事

F Bの公募入札が本格的に始まった段階でF Bの売買両方の規程を整備していく方針である。

山下金融市場局長

基本的にはT B・F Bは一体で売り買い両方、将来的には現先もアウトライトも全て含めたオペレーションが出来るようにしたいと考えている。いずれお諮りすることになるが、その際には基本的に50先という対象先は毎年見直すことになる。現在のF B取引は短資とのみ行っているため、オペ対象先選定はT Bをベースに50先を決めておき、1年毎に見直していきたいと考えている。

速水議長

本案が決定された場合の実施時期はいつか。

山下金融市場局長

本日発表し、まず三週間程度の期間で公募する。その後、一週間程度をかけてこの算式に基づき、順番を決め選定先を公表する。その後、若干の時間を置いて実施する。従って、1月下旬ないし2月初めになる。

速水議長

それでは、採決に入る。事務局は正式の議案を持ち回り、委員から決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[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

小池室長

ご報告します。ただ今の採決の結果、両案とも賛成9であり、全員一致である。

速水議長

それでは、FBオペ、CPオペ等の手続きに関連した一連の措置について政策委員会として正式に決定した。会合終了後、適宜執行部から対外公表させて頂きたい。

IV. 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、金融経済情勢に関する執行部からの報告に入りたい。最初に、前回会合以降の金融調節の実績について山下金融市場局長から報告してもらいたい。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-4）

山下金融市場局長

資料4「金融調節と金融市場動向」に沿って説明する。前回会合以降の短期金利の動向をみると、まずオーバーナイト・レートは11月30日は月末要因により、また12月7、8日並びに昨14日は日債銀要因により一時的に0.28～0.30%の水準へ強含んだほかは、総じて0.2%台前半の落ち着いた展開となった。その結果、本日で終わる今積み期のオーバーナイト加重平均レートは昨日段階で0.22%となっている。

この間、金融調節面でポイントとなったのは7日の調節である。7日に外国為替円決済制度のリスク削減策に基づく新システムが稼働を開始したため、取引量の多い大手行を中心に不測の事態に備えて準備預金を厚めに積み上げる動きがみられた。これに伴いレートが朝方から0.3%を超えて強含む気配を示したため、9時20分の調節で8,000億円の積み上幅を造成したが、一部の取り手が0.3%を超えて取り上がる姿勢をみせたのに対応して1,000億円の追加オペを実行した。その結果、オーバーナイト加重平均レートは0.28%で抑え込むことが出来た。その後、当方が8日、9日と連日8,000億円の積み上となる潤沢な資金を供給したことに加え、新システムが格別のトラブルもなく順調な滑り出しとなったため、レートは落ち着きを回復し、9日にはほぼ正常化された。

全体として年末越え資金の調達が進み、都銀等取り手金融機関の手許が比較的潤沢になっている。従って、オーバーナイト資金の需給もやや引き緩みがちであり、月末月初や外為円のシステム稼働など特殊要因のない通常日には、——例えば12月3日、4日であるが——積み下調節を行わないとレートが0.1%台に弱含みかねない程の取り手優位の地合いが続いている。昨日はマーケットにとって予想外であった日債銀の特別公的管理移行決定に伴い、取り手が幾分慎重な資金繰り姿勢を示したため、レートが一時的に上昇したが、基本的に取り手優位の地合いは変わっていないとの見方が一般的である。

一方、ターム物レートは引続き緩やかな低下傾向を辿っている。例えば、

ユーロ円TIBOR 3 か月物は、11月27日の0.71%から昨日の0.67%まで僅かではあるが4bp低下している。直近のピークは11月中旬の0.74%であり、それとの比較では7bpの低下になる。これは都銀等の年末越え資金調達に外貨繰りを含めてほぼ目処がついてきた一方、地銀等の中小の出し手金融機関が12月に入って年末越え資金の運用を積極化してきていることを映じたものである。本行の年末越えの資金供給も昨日段階でCPオペの7兆2千億円を中心に合計18兆2千億円まで拡大してきたが、今後大型倒産などの不測の事態が起きない限り、年末対応はほぼ終了したと言える状況にある。マーケットの関心も既に3月年度末越えに移ってきている。今回の企業金融支援のための臨時貸出制度の利用申請が173行庫に上っているのもそうした情勢を反映したものと思われる。

私共としてはマーケットの状況、特に年度末越えの金利動向を睨みながら、同時に本日ご決定頂いた新しい方式のFBオペの活用などにより、バランスシートの必要以上の拡大を抑えつつ、12月末以降年度末越え資金の供給を積極的に展開していきたいと考えている。

速水議長

新規の貸出契約を結んだ先が173行なのか。

山下金融市場局長

そうではない。今般新たに貸出契約を結んだのは33行庫である。対象となる先はそれも含め307行庫であり、そのうち173が臨時貸出制度の利用に手を上げてきている。

速水議長

金額はいつ確定するのか。

山下金融市場局長

明日までに担保が持ち込まれ、それを踏まえて各行庫の希望額が出てく

るため、確定するのは金曜日である。

速水議長

大体の見当としてはどうか。

山下金融市場局長

申請額自体は先週7日に受け付け、その際12月実施分の希望額を聞いている。そのベースでは1兆数千億円であるが、実際に金利が下がってきているため、どの程度使うかは未確定である。一応5,000億から1兆円の間とみている。12月分については11月はもともと季節的に貸出が伸びない月であり、むしろ1月にどの程度利用されるかがポイントである。1月には比較的出る可能性があるが、金利が相当下がってきているため、制度の有り難味がやや薄れてきており、どれだけ利用されるか予断を許さないと思う。

速水議長

次に、村上国際局長から為替市場動向・海外経済の動向について報告をお願いします。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-5）

村上国際局長

円の対ドルレートは、11月30日の123円を境に円高化している。12月中旬にかけて一旦もみ合う動きとなったが、その後再び円が上昇し、現在115円55銭である。マルクも対ドルレートでは円と同様の動きが窺える。東アジアの通貨も、この間安定ないし強調裡に推移してきている。従って、ドルが売られてきた展開といえる。その要因として4点程指摘できる。第一は中南米経済に関する不透明感の強まりと、それが米国株式市場に及ぼす影響である。中南米経済に関しては石油や第一次産品市況の下落が大きなインパクトを及ぼしており、昨日もブラジル株価は8.5%の下落、連れ

てニューヨーク・ダウが126ドル下落している。ブラジルでは議会が財政改革法案に抵抗しており、IMFのプログラムの実行に不透明感が高まっている。一方、ベネズエラでは選挙で当選した貧困層の支持を得た元軍人のチャベス氏が選挙前は色々と果敢な政策を打ち出していたが、選挙後は比較的穏当な発言をしており、市場は現在様子見という感じである。

第二の理由は米国経済のネガティブな動きが幾つか出てきたことである。中南米問題とも絡み多国籍展開している企業の業績悪化問題、あるいは合併に伴うリストラに伴い大幅な人員整理が伝えられていること、エマージング向け輸出の不振を主因として対外不均衡が改めて問題視されてきたことが挙げられる。因みに、昨日はフォーリー大使が日米貿易摩擦を懸念する発言をしている。第三はクリントン大統領の弾劾裁判問題が再び市場で注目されていることである。第四はあくまで心理的な要因かと思われるが、新通貨ユーロのスタートを目前にした、ユーロへの期待感に伴いドルからユーロへのシフトという連想が市場に生まれてきている。

こうしたドルの下落要因となっている米国経済の動向についてご説明する。米国経済の現状を一言で申し上げるならば、家計支出を中心に緩やかな拡大を続けている。しかし、NAPMは46.8と、96年2月以来の低水準である。内訳をみると、受注指数が2か月連続で50割れとなっているほか、輸出指数は11か月連続の50割れであり、外需の悪化が製造業の後退を余儀なくしている。次に、雇用指標では失業率は低下しており、非農業部門の雇用者数は予想以上の伸びをみせているが、製造業部門のマイナスが続いている。こうした労働市場全体の動きをみて米国景気を楽観視する向きもあるが、幾つかの点に注意を要すると思う。即ち、GDP中68%とウェイトの高い個人消費がどうなるかである。現在のクリスマス商戦については出足が好調とされている。因みに、直近に発表になった小売売上高は耐久財、非耐久財とも堅調で前年比が6.1%増である。消費がどうなるかについて、まず所得の伸びをみてみたい。雇用指標のうち労働時間については週当たり34.6時間でこのところ横這いである。一方、時間当たり賃金は11月の前年比が+3.7%と伸び率が鈍化傾向にある。企業収益の伸び

は 98 年の見込みが当初の大幅プラスから足許ではマイナスないしゼロといった様相になってきている。99 年についてもゼロに近いプラスとされている。この間、名目可処分所得は 97 年初以降、伸び率が低下している。デフレーターデフレーターの縮小から実質ベースではじりじり上昇してはいるが、今申し上げた環境の下では今後の実質可処分所得の伸びは余り期待できないのではないか。消費性向については貯蓄率が足許 10 月 -0.2% と大きく低下しており、90 年代の平均である 3.8% を大きく割り込んでいるが、一方で消費者信用残高の可処分所得比率が 21% 程度と過去のピークである 80 年の 20% を上回っている状況にある。このため、消費性向要因で個人消費が伸びる余地は乏しいと同時に、資産価格、特に株価の水準訂正があれば消費に対してマイナスインパクトになることに留意する必要がある。

米国ダウについては 11 月 23 日にピークを更新し、その後徐々に下落している。昨日は 8,695 ドルでクローズした。株価収益率をみると、12 月初には 31 倍という水準を付けており、87 年以降の平均である 19.5 倍を遥かに超えている。収益見通しが下方修正されつつあるが、市場では大手企業、特に国際的に展開している企業の先行き業績不安が話題となっている。例えば、ボーイング、コカ・コーラ、メルク、IBM などである。またダウや NASDAQ、SP 500 といった指標が最近時点で既往ピークを更新しているのに対し、中堅企業株で構成されているラッセル 2000 指数は 12 月 11 日現在 395 であり、年初来ピークであった 4 月 21 日の 491 からボトムである 10 月 8 日の 310 までの下落幅の半分弱しか回復していない。市場の流動性や企業の格付け格差を勘案すると、ダウ等取引が集中し易く、株価水準が上昇し易いといえるかもしれないが、ダウに割高感が強かったのは事実であり、警戒感から足許多少下落してきたと思う。

次に、米国から見た外需の動向として東アジアの動きについて申し上げたい。最近公表された実質 GDP はフィリピンを除くと香港、インドネシア、マレーシアで更なる落ち込みを示している。しかし、そうした国々の輸出面は通貨危機後数か月を経たこともあり、プラス、ないしマイナスの小幅化になっている。現在、東アジアの多くの国々では海外金利の低下、

為替相場の安定ないし強調を背景とし、金融緩和措置を実施すると共に幾つかのリストラ策とも取り組んでいる。例えば台湾、香港、タイ、フィリピン、中国等で金融緩和に取り組んでいる。また、韓国では大統領の指導下、五大財閥が99年末までに224社ある系列子会社を約130にする方針を決めており、国際競争力のある少数業種に経営資源を集中させる改革を打ち出している。このため約12万人が雇用調整の対象になると伝えられている。構造改革の中で雇用情勢の悪化が懸念されているが、韓国では着実にIMFプログラムを実行してきた結果、現在利用可能な外貨準備は既往ピークの464億ドルに達している。今月デューが来るIMFの融資28億ドルについては予定通り返済すると宣言している。こうした状況から、韓国やタイ等で経済の悪化には多少歯止めが掛かりつつある、ないし底這いになりつつあるという指摘も聞かれる。因みに、IMFの専務理事は韓国の返済に絡み、重要な分水嶺を迎えたとコメントしている。一方、国際金融市場では中国政府の起債が当初予定の倍額の10億ドル、レートも米国債プラス280bpで実行された。このほか宮沢プランの後押しもあり、マレーシアがAAAのレーティングを得てユーロ円債666億円の起債に成功した。このように東アジアの国にとっては、着実な経済調整策に取り組むと同時に海外からの安定資金の流入が今後益々重要な鍵となってくると思われる。

最後に1月1日から新通貨が導入されるユーロについて若干補足説明する。12月3日に11か国が協調して利下げを実施した。当面の政策金利は3%となった訳であり、この結果インターバンクの3か月物の金利はほぼ3.3~3.4%に収斂しつつある。ユーロ発足に向けて11か国の結束が固かったためか、この1年間市場における金利格差が拡大する要因——ロシア、ラ米、ヘッジファンド等の問題——が浮上した際にも、各国のリスク・プレミアムが大きく拡大することは余りなく、関係が比較的安定化していた点は、注目すべきかと思う。これは今後スタートするユーロ自体の信認に通じるファクターではないかと考えられる。ECBの現在の政策運営はマネーサプライに重要な役割を与えることであり、M3を参照値とする旨発

表している。99年は前年比で+4.5%と決めている。ドイツブンデスバンクが使っている4½%程度という理解で良いのではないかと思う。因みに、10月までの直近3か月の平均M3の伸び率は4.5%とアナウンスされている。

ユーロランドの経済全体としては成長率が若干低下するものの、大枠ではバランスの取れた発展が予測されている。そうした下で新通貨ユーロは安定したスタートを切ると期待されている。ただ、財政面については金融政策と異なり規律が弱く、各国の施策に隔たりがある。例えば、歳入面では法人税を含めた各種税制のハーモナイズの見通しが立っていない。また歳出面についても失業問題、福祉面等での対応の差は大きい。こうしたことが新通貨の安定をどこまで脅かすことになるのか、その他欧州中央銀行が直接担当しない分野での動きが如何なるリスクをもたらすのか注目しておかねばならない。

中原委員

アメリカ株のP E R 31倍とは30種か、300種か。

村上国際局長

S P 500のP E Rである。87年の平均が19.5である。

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-6）

村山調査統計局長

資料6「経済活動の現状評価」に沿って説明する。まず現状認識であるが、最終需要については設備投資は大幅な減少を続けている。住宅投資は低迷している。個人消費はやや弱含んでいる。一方、輸出は緩やかな増加

を続けており、公共投資が増勢を示しつつある。在庫調整に関しては耐久消費財等を中心にある程度進捗している。また、生産の減少テンポは緩やかなものとなっている。物価面については、需給ギャップの拡大に歯止めがかかっていないため、国内卸売物価が引き続き下落基調にある。また、企業向けサービス価格も軟化、消費者物価も生鮮食品の値上りを除くと軟調に推移している。以上を踏まえて判断すると、経済情勢は悪化を続けているが、そのテンポは和らいできているということではないか。企業においては、年末越えの資金調達にはほぼ目処がついてきている。従って、一頃の切迫した先行き不安感は幾分薄らぎつつある状況である。ただ、企業収益は減少しているし、年度末にかけての資金確保への不安感はまだある。また、雇用の減少あるいは賃金の低下が続いており、家計の所得環境が厳しさを増している。そのため、消費者心理は慎重化している。以上、民間需要が回復に向かう展望は拓けていないというのが現状認識である。

先行きについては、公共投資が今後も増加を続ける見込みにある。また、第三次補正予算が執行に移されれば、来年度上期まで公共投資が経済を下支えしていくことが予想される。ただ、経済活動の水準の低さからみて、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とどまる可能性が高い。企業の人件費抑制姿勢が今後改善することは考え難く、また家計の所得環境の悪化や先行きに対する不安感の増大が続くと予想される。やや長い目でみると、物価下落が持続する影響に注意を払う必要がある。民需低迷の下で、需給ギャップが明確に縮小する展望には乏しい訳であり、物価全般の下落テンポが今後徐々に速まっていく可能性は否定できない。その場合、実質金利が上昇し、景気抑制的に働いていくリスクも視野に入れておく必要がある。

次に、各論についてポイントのみ説明する。まず、財別の実質輸出をみると、9月6.6%、10月4.8%とそれぞれかなりの伸びになっている。内訳としては中間財が9月、10月と伸びている。鉄鋼あるいは化学等である。化学は中国向けが伸びている。あるいは自動車関連、消費財等も伸びている。今後の見通しとしては、9月、10月とかなり高い伸びになった訳であ

るが、年末にかけては米国向けの自動車の反動減が予想される。また、鉄鋼についてもダンピング提訴の影響が出てくるため、全体として今後は緩やかな増加に止まると判断している。ただ、例えば中国向け化学品等の輸出増に伴い、足許の輸出の増加テンポはこれまで私共がみていたよりも幾分強目であるのも事実である。

次に、7～9月の法人季報により企業の収益動向をみると、製造業全般に生産の急激な減少を映じて利益率が低下しており、特に中堅・中小企業の落込みが大きくなっている。大企業については、中堅・中小企業に比べてまだ利益率の水準が高いが、こうした差が生じているのは、一つは大企業を中心にリストラ効果が出ていること、大企業についてはこれまでの円安効果が寄与していることが指摘できる。非製造業は総じて低水準で推移している。特に中堅・中小企業がかなり低下している。こうした点は今回の短観でも確認されており、いずれにしても下期も企業収益は減益を続ける見込みである。

企業の資金繰りについては、中小企業の資金繰りに関して11月の初めに商工会議所が全国の商工会議所を対象にアンケートを行っている。これによると、7～9月に比べて貸し渋りが改善されていると答えた先がネット・ベースで21%に達している。政府による金融対策を受けて、金融機関の貸出姿勢に変化があったとする先が全体の58%を占めている。この限りにおいては、中小企業の資金繰りもかなり改善しているようにみえる訳であるが、これとは異なる調査結果も出ている。一つは昨日公表した私共の短観であり、中小企業の資金繰りは金融機関の貸出態度を含めて好転していないという結果である。また、中小企業金融公庫の調査も短観と同様の結果である。短観あるいは中小企業金融公庫等が対象としている調査先は中小企業の中でも多少大きい先、あるいは比較的業況がましな先ではないかと思われるため、そうした先以下のところを対象としている例えば国民金融公庫の12月調査の結果などをみておく必要がある。また、商工会議所の調査は商工会議所に聞いている調査で、直接企業に聞いたものではないということであり、部分的には効果は出ているとしても、まだ全体的に

は資金繰りの厳しさが続いていると考えておくべきではないかとみている。一方、大企業については、優良企業は海外市場の落ち着きもあり、外貨調達の不安が薄らいできている。また、本行の金融支援措置等を背景に資金調達もスムーズ化している。ただ、その他の大部分の大企業においては年末資金には目処がついたが、なお年度末にかけての不安感が払拭されていない。業況不芳企業の中には足許の資金繰りに窮する先が依然として少なくなく、企業倒産の動向等には今後とも注意していく必要がある。こうした企業の財務状況あるいは資金繰りの下で、設備投資は大幅な減少が続いており、先行指標の動きからみても設備投資は今後も減少する見込みが大きい。

個人消費については、一部に新製品の投入による販売増、あるいは消費喚起策が奏効するケースもみられている。例えば、家電販売額は足許かなり増加している。内容的には一つはパソコンが新製品の投入により、夏場頃から売れている。今一つは、冷蔵庫、洗濯機等のいわゆる白物家電である。89年頃に販売がピークになった白物家電が現在買い替え期を迎えており、これに企業側の新製品の投入がマッチした形で販売が伸びている。また、軽自動車も新規格車の投入により相当大きな伸びをしている。ただ、自動車は軽自動車を除けば相当大きな落ち込みを示しており、軽自動車を含むベースでみると然程増えていないのが実態である。これは台数ベースであるが、軽自動車は価格が低いことを考えると、金額ベースでは恐らくほぼ横這いの動きであろう。また、11月のスーパーの売上については、消費税還元セール等が奏効して増加した模様である。このように幾つか新たな動きもあるが、総体的には消費は弱含みであると判断している。弱い分野としては、例えばデパートを中心に行っている歳暮商戦は極めて不振であり、悪い先では途中ラップで前年比-8%ないし-9%という数字が出ている。昨年の12月も前年比(都内)が-6.2%と山一の倒産等で消費が悪かった時期であり、そのうえさらに減少しているとすれば、デパートはかなり悪いということである。また、足許で特に悪くなっているのは旅行であり、旅行取扱額は、国内、海外ともかなりのピッチで減少している。

以上を踏まえ、10～12月予測指数を繋げると、7～9月に比べて-0.3%とほぼ横這いである。私共の主要企業に対するマイクロヒアリングの結果も弱含み、横這い圏内である。来年の1～3月についても、私共のマイクロヒアリングによるとほぼ横這い圏内である。しかも、現時点では自動車が比較的強気の生産計画を立てているが、軽自動車を除けばかなり足許の販売が落ち込んでいるのも事実であり、このまま推移すると先行き在庫が溜まる可能性がある。従って、ある程度は輸出に回すとしても、自動車全体としては生産計画が減額される可能性がある。在庫率を見ると、出荷の低迷から総じて高止まりとなっている。在庫調整圧力が依然残存しており、特に資本財は設備投資の減少を映じて、このところ在庫率がかなり高まっている。一方、在庫調整が比較的進捗しているのは、耐久財であり、かなり低下している。そのように財別にはばらつきがあるが、全体としては在庫調整圧力がまだ残っている。

労働需給の中で、足許では新規求人の減少幅が若干縮小している。この主たる要因は建設の落ち込みが若干緩んできたためであり、公共事業の効果が出ている。ただ、最近では、こうした職安を通じて職を探す人のほかに民間の求人情報誌によって職を探す人がかなり増えているが、求人情報誌に載る広告件数は足許にかけてまだ下げ止まっていない。従って、建設を除けば新規求人はまだ相当の落ち込みが続いているのではないかと思う。

所得面について、この冬のボーナスは、足許日経連の調査によると前年比-1.55%であった。そのうち、この冬に交渉した先だけを取り出すと-4.1%とかなり低い数字である。日経連は大企業が多いので、恐らく中小企業を含めたベースでは、これをかなり下回るのではないか。今年の冬のボーナスは相当の前年割れになる可能性が極めて高い。

要するに、個人消費については所得面からの回復はなかなか期待し難い。一方、個人消費関連の消費者のコンフィデンスについても以上のような労働需給もあり、余り改善をみておらず、ここ暫くはマクロ面からの消費回復の条件はなかなか整わない。

最後に物価について説明する。国際商品指数は足許原油を中心にかなり

下落している。この結果が輸入物価にもいずれ出てくる訳であるが、円ベースでみると円高傾向もあり、このところ弱含みで推移している。輸出物価を輸入物価で割った交易条件については、98年の春頃には原油価格が低下し、輸入物価の値下がりから好転している。その後は概ね横這い圏内で推移している。以上を踏まえた国内卸売物価の動きであるが、3か月前との対比での騰落率を9月、10月、11月とみると、徐々に下落テンポが速まってきている。機械類が相変わらず落ちており、鉄鋼・建材関連も公共事業の発注増にもかかわらずまだ下げ止まっていない状況である。円高あるいは原油安から来年入り後は下落テンポが徐々に速まると予想される。企業向けサービス価格も、このところ機械修理、建物サービス等の価格が下落を続けており、全体でも軟化を続けている。最後に、消費者物価については生鮮食料品を含んだベースでは生鮮食料品が天候不順から大幅に値上がりしており、10月は前年比+0.2%とプラスに転化している。そうした一時的な要因を除くべく、生鮮食料品を除いた総合ベースで、昨年秋の医療保険制度改革の影響等を除いてみると、この春以降前年比マイナス幅は徐々に拡大している。しかし、その下落テンポがさらに加速するにはまだ至っていないのが現状である。

物価の先行きについては、卸売物価の動きからみて、消費者物価は引き続き軟調に推移するものとみられる。低下テンポがこれ以上加速するかどうかのポイントの一つはサービス価格がどうなるかである。個人サービスと外食、いわゆるサービス関連のCPIを取ってみると、4月に一括価格を改訂する傾向がある訳であるが、年を追って段々と4月に上がる割合が小さくなってきている。果して来年4月はどの程度になるかである。これを占うものの一つとして賃金コストをCPIで割ったものをみってみる。この数字が下方にあると、賃金コストに比べてCPIが割高であり、先行きCPIが下落する圧力が溜まっているといえる。下落するかどうかは別として、恐らく来年4月のいつもの飛び上がりが小さくなる傾向はあるのではないかと思う。

以上を踏まえ、物価情勢について整理すると、このところ实体经济の悪

化テンポは幾分和らいできているが、物価の下落には歯止めがかかる兆しがまだみられないということである。需給ギャップの縮小が当面展望し難い状況であることと、輸入物価の低下も物価を下落させる方向へ作用している。また、現在の賃金の下落が今後のサービス価格に影響を及ぼしていくことも考えられる。従って、物価の下落テンポは来年入り後徐々に速まっていく方向と考えられる。因みに、名目GDPの推移をみると、昨年末以降4四半期連続して前期比マイナスになっているが、名目GDPが3四半期以上連続してマイナスになったのは55年の統計開始以来初めである。経済活動の縮小、あるいは企業収益のスクイズが続いている訳であり、特にここ半年は実体経済の悪化だけではなく、物価の下落も伴っているのが特徴である。もとより、当面、景気が小康状態を続けるとみられる中で、デフレが急速に加速する恐れは少ないと考えられる。ただ、来年に入って、物価下落テンポが徐々にでも速まってくると、それに伴いデフレ期待も次第に強まる可能性がある。名目金利の低下には限界があるだけに、実質ベースでみた金利が上昇することとなる。やや長い目でみると、こうした実質金利の上昇が企業や家計の負債返済負担の増嵩、あるいは先行きの経済に対する期待を反映する資産価格の下落を通じて、支出活動の萎縮、さらには不良債権の増大に繋がるリスクがあり、十分注意していく必要がある。

後藤委員

今回の短観では、特に中小企業関係の資金調達難が設備投資の制約要因になっていたのでは、企業金融がどのような結果になるかを注目していたが、商工会議所系統と短観や公庫の見方とが分かれている。これは対象になっている企業の規模などアンケートの対象先の問題なのか。あるいは、信用保証残高も相当増えており、それなりに融資は行っているものの、その中身が既往債務の借り換えにかなり喰われているためなのか。

村山調査統計局長

ご指摘のように一つは調査対象先の企業の規模が多少違うと思われ、その辺を補完するために支店から情報を集めているところである。まだ全部集めきれていないが、断片的な情報を総合すると短観の調査先以下のいわゆる零細先には信用保証の効果がかなり出ているとのことである。それでは、そうした先が設備投資を再開するのだから、非常にアネクドータなミクロ段階の話としては、例がなくはない。探せばあるが、一般的ではなく、かなり例外的な感じがする。効果がないことはないが、マクロ的にどれだけのインパクトがあるのかはまだ判断出来ない状況である。

後藤委員

設備投資には余り繋がらないということか。

村山調査統計局長

今のところアネクドータな話を繋ぎ合わせても、確実に設備投資に繋がっているという実感までは出てこない。これまで借りられなかった運転資金が漸く借りられ、息を繋げたという感じが多い。これで設備投資に踏み切れるという回答も全くない訳ではない。

速水議長

信用保証協会の関係で、限られた範囲ではあるが、かなり楽になったという声は聞かれる。しかし、それは指摘されているように設備投資ではない。これまで大変苦しかったのが、身動きがとれるようになったという程度のようなものだ。短観でも一般にアンケートのような形で出すと、苦しい苦しいという声が出がちであり、注意してみる必要があるという感じはする。

、どうしても先行きについて余り良いとは書かない。その辺は割り引いて分析する必要がある。消費面では、コンビニ等の販売は上がってきている。旅行が減っているものの、水準自体は95、96年と同程度の水準であり、低くはないと思うが。

村山調査統計局長

コンビニエンス・ストアの売上高については、店舗調整前の計数を示してある。店舗が増加した部分も含んでいるため、チェーン化に伴いコンビニの数が増えている影響も出ている。店舗調整後の数字は取り難い訳であるが、一部のコンビニチェーンのヒアリングでは、店舗を調整すると、ほとんど横這いであり、増えていないようである。コンビニがこれだけ増えている反面、恐らく一般商店がその分食われている部分もあると思われ、総合的にみていく必要がある。

藤原副総裁

資料の現状評価の概況の最後の結論は総括すればデフレ・スパイラルに入る危険があることを示唆していると受け取ってよいのか。

村山調査統計局長

時期およびテンポは別にして、仮にこのままの状態が続くとすれば、そうした事態に立ち至る可能性がある。

藤原副総裁

可能性があるということか。

三木委員

名目GDPの設備投資の数字と法人季報の設備投資の数字にギャップがある。特に7~9月頃からギャップが出ているが、どうみるのか。

村山調査統計局長

7~9月のGDPベースの設備投資と法人季報を比べると、GDPベースの方が下に出ている一方、法人季報は少し高めに出ている点でギャップがある。一つは対象が多少違っており、法人季報は資本金1,000万円以上の

企業を対象にしていること、一方GDPベースはそれ以下の零細も含めた全てを含んでいる概念である。従って、7～9月については、法人季報に入らないようなところの設備が恐らく相当落ちたのではないか。例えば、中小企業金融公庫等の一連のアンケート調査でも零細の設備投資がかなり落込んでいる傾向がみてとれる。GDP統計がそれをどの程度織り込んで作られているか分からないが、そのように解釈出来る。

三木委員

どちらが正しいのか。

村山調査統計局長

範囲としてはGDP統計の方が正しい。ただし、零細企業の設備投資については、それだけを目的にした調査がないため、ある程度推計による訳である。従って、推計精度がどうかということになり、概念とは別問題になる。

三木委員

しかし、景気の動きをみるという意味では、前者を採用するべきではないか。

村山調査統計局長

私共が景気判断をする場合には、法人季報は第一次統計であるため、いわゆる手触り感が非常によく分かる統計である。内容的にも中小や、製造業、非製造業という形で分かれており分析しやすい。概念的にはGDP統計の方が広い訳であるが、二次統計であるため、各種の統計から推計部分も含めて作られた統計であり、分析し難いところである。従って、我々としては両方を見つつ総合的に判断していく。7～9月については、GDP統計が発表された時点ではまだ法人季報は出ていなかったため、それを十分に織り込んでいない可能性がある。今後確報段階においてGDP統計の

設備投資がその分若干上方改訂される可能性もあると考えている。

三木委員

発射台が若干上がる可能性があるのか。

村山調査統計局長

可能性はある。

三木委員

政府見通しの下期GDP伸びの達成が非常に難しいのではないかと考えた場合、どちらに効くのか。

村山調査統計局長

どちらかといえばプラスに働いてくる。

中原委員

信用保証協会の融資は、運転資金で出してどの程度の期間保つのか。1年も保つのか。

村山調査統計局長

制度上は運転資金で5年の貸出期間となっている。

中原委員

そうではなく借りた分を実際に使ってしまふまでの期間はどうか。

村山調査統計局長

まず、期間について制度上は5年である。設備については7年である。5年も貸しているかどうかは分からない。足りるかどうか以前に、繋げるかどうかという問題がある。それに加えて、例えば赤字が続いていれば、

当初借り入れた金額でいつまでもつのかという問題がある。

中原委員

赤字の穴埋めをしているのか。

村山調査統計局長

その点は詳しく承知していないが、仮に赤字が続いているのであれば、いずれ足りなくなる。如何せんまだ実態を全部把握しきれない。

中原委員

よく調べて頂きたい。また、公共投資で真水が幾らあるのか分からない。先行きをどうみているのか。私は11月、12月と恐らく下がるのではないかとと思っているが。

村山調査統計局長

建設業保証会社からのマイクロヒアリングによると、11月はそれ程出ないかもしれないが、12月に再び一挙に出るのが業界の見通しのようである。

中原委員

11月は減っている先がかなりある。

村山調査統計局長

マイクロではそのようなことを言っている。9月にかなり固まって出たが、10月、11月と少し減り、12月に再び出ることである。公共事業についてはかなり振れはあるが、均してみれば、来年の上期頃までは一応増加を続けるのではないか。

中原委員

それは 24 兆円も含めてか。

村山調査統計局長

然り。

三木委員

確かに 11 月はまだ出ていない。現場が調べた数字では、伸びがほぼゼロか若干マイナスだと思う。しかし、対象物件は全部みえているため、端境期という受け取り方をしている。つまり当初予算の執行が上期に前倒しになり下期息切れを補う 16 兆円の補正が遅れたため、その谷間に入ったということである。また、地方分の議会決定が 9～10 月になってしまったため、その分も遅れており、11 月は谷間になったと建設現場の人達は理解している。従って、余り心配することはない。

ただ、問題は調統の数字にもあるように、来年度の下期である。平成 10 年度当初予算の公共事業の総事業費が 37.5 兆円、それに一次補正と三次補正が入り、その公共事業の総事業費のみをピックアップすると合計 50 兆円強になる。平成 11 年度当初予算には同じレベルの 37.5 兆円が組んであり、このままでは下期に大きく減少して段差ができてしまう。来年度も何としても補正を組んでいかなければならない構図が当然そこからみられる。ただ、金額的にはたまたま一次補正も三次補正も遅れたため、平成 10 年度の 50 兆円強のうち実際の執行は 5 兆円程度ずれ込みそうである。従って、今年度は 45 兆円程度になる訳であり、来年度は 37.5 兆円に 5 兆円を加えて 42.5 兆円になるため、来年度の補正は総事業費レベルで 5 兆円程度のものを最低行えば切れ目なく繋がることになる。政府もその辺を景気対策の中でお考え頂きたい。

谷垣大蔵政務次官

当面は、年度末から年度初めを 15 か月予算と言わせて頂き、スムーズ

に繋ぐことで頭が一杯である。余り先の補正がどうと言うと、国会が動かなくなる。

三木委員

谷垣政務次官も今井政務次官も頭に入れておいて下さい。

後藤委員

先般、三木委員から、例えば家電であれば10年程度以前、購入のピークがあったので、買い替えのマグマのようなものが溜まっており、所得環境が芳しくないために抑えられてきているが、そろそろ新しい機能が付け加わった冷蔵庫や、洗濯機、あるいはwindows98等々が出ると、売れていくという話があった。一般乗用車が売れずに軽自動車売れているのも一脈通じるところがあると思う。名目賃金が今年の4～6月は-0.6%、7～9月-2.0%、雇用者数を掛けて雇用者所得でみると4～6月は-0.5%、7～9月-2.2%と、所得環境の厳しさはむしろ強まってきている。そうした中で先程のような話があるが、所得の減少の割には個人消費は悪くなっていないとみるのか、やはり所得が落ちているのに見合って弱くなっているとみるのか。

村山調査統計局長

まず、雇用者所得の落ち込みについては、これをかなり補う形で減税が実施されている。従って、減税後の可処分所得は、これまでの段階ではそう大きく落ちていないのではないかと。名目的な雇用者所得は落ちているが、相対的には消費はまずまずの水準にあると思う。消費の中身については、確かに耐久消費財は、贅沢品のようにもみえる訳であるが、現在売れている冷蔵庫、洗濯機、軽自動車は生活必需品であり、故障すれば買わざるを得ないということだと思う。一方、旅行やお歳暮等のやや選択的な消費についてはやはり財布の紐を固くしているのではないかと。

後藤委員

消費支出には全体として大きな籠がはまっているが、その中でビンテージが長くなってしまった必需品は買い上げていく、その代わり選択的な支出の方へ皺が寄るという格好で消費が動いているという認識か。

村山調査統計局長

然り。

三木委員

耐久消費財は個人消費の中で最大のものであり、しかも必ず耐用年数に年限がある。ただ、昔に比べて、耐用年数が伸びてきたのは事実である。そうした中でも特に乗用車や家電製品は家計が相当買換えを引き延ばしているのは事実であり、そうした意味でのマグマはかなり溜まっていると思う。従って、何か新商品や新企画が出てくると個人消費を刺激することになる。企業の立場からは、そうしたユーザーニーズを刺激するような新技術なり新商品なりを出していくことで、自ら需要を創り出す努力をする必要がある。その努力をした企業は依然として増収、増益を続けている。耐用年数をぎりぎり以上に延ばしているため、企業サイドの努力があれば消費は出てくるのではないか。トラックはバブル時の数字から見ると耐用年数を大体3年延ばしている。一般の社用車も買い替えを大体2年は延ばしている。個人は言わずもがなであり、乗用車平均車齢が4.75年から5.75年まで上がってしまっている。相当マグマは溜まっている。

中原委員

純輸出は緩やかに伸びるとの説明であったが、やはり来年に入ると輸出環境は一層シビアになるのではないか。特に、円高が非常に悪影響を及ぼすと思っている。勿論アメリカや周辺の国における輸出環境によるが、来年にかけての輸出をどうみているのか。

村山調査統計局長

資料に米国あるいはヨーロッパのいわゆる民間のコンセンサス・フォーキャストを平均した海外経済の来年の見通しがある。これによると、98年の見通しは世界合計で0.8%とほぼ横這いである。これが99年については一応1.7%まで高まることになっている。勿論、相当大きなリスク・ファクターがあり、米国の景気はどうなるのかが非常に大きなファクターだと思う。仮に、米国がこのとおり若干の減速程度で済むのであれば、今年よりも輸出を巡る所得環境は好転する。一方で、為替レートが本年に比べてこのままの水準で推移すると、実質実効為替レートは一頃に比べてかなり円高の方に戻しているため、その影響がどう出るかということになる。その二点を相殺して考えると、私共の標準的な見方としてリスク・ファクターはあるものの、緩やかな回復程度は出来るのではないかとみている。

中原委員

恐らく輸入が減るということなのか。

村山調査統計局長

輸入はほぼ横這いだと思う。生産がほぼ横這いのため、当面は横這いということである。

中原委員

判断が甘くはないか。

村山調査統計局長

勿論、これには相当大きなリスク・ファクターがある。特に、アメリカの景気についてはウォッチしておく必要がある。

中原委員

日本経済が良くなると、アジアからの輸入も増えない。従って、や

はり日本経済を何とかして良くしなければならない。

速水議長

次に、企画室山本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-7）

山本企画室参事

金融市況をみると、秋にはインターバンク市場においても企業金融の面でも年末にかけての不安感が非常に強まった訳であるが、金融機関あるいは企業の資金繰りに目処がついてきたことにより、若干落ち着きを取り戻している。ただ、関心は既に3月期末へ移っており、こちらの方は引き続き警戒感が強く、楽観出来ない状態が続いている。短期金融市場におけるジャパン・プレミアム、ユーロ円、TBをみると、ジャパン・プレミアムは邦銀の外貨調達、外貨手当てに目処がついてきたことに伴い、急激に低下しており、昨日は0.30%という水準まで低下している。ユーロ円とTBの金利格差も、ジャパン・プレミアムと同様に急速な縮小をみている。ただ、相対的にみると、TBは0%から脱して上がってきているのに対して、ユーロ円3か月物の金利自体の低下ピッチは比較的緩やかなものに止まっており、まだマーケット全体としてアベイラビリティに対する警戒感が残っている。これを1か月物インプライド・フォワード・レートに分解したものをみると、ごく足許、全体的には横這いないしは下がり気味であるが、3か月後スタートの来年3月末越えのインプライド・フォワード・レートはむしろじりじりと上昇しており、市場の関心が年度末に移っていることを示している。因みに、このインプライド・フォワード・レートから年明け後の3か月物レートがどうなるかを試算してみると、年度末を挟む1月スタート4月エンドもので0.7%台半ば、あるいは3月スタート6月エンドもので0.8%程度という試算結果になる。その意味で3月末越えの流動性リスクに対する懸念はまだ強いのがマーケットの状況である。因

みに、ユーロ円金利先物をみると、——こちらは資金のやり取りを実際には行わないマーケットになる訳であるが、——3月スタートのユーロ円3か月物の先物のレートは0.5%台である。現物から計算したインプライド・フォワード・レートが0.8%台であったので、現物と先物の間に、同じ対応する期間をとっても20bp以上の格差が生じてしまっている。先物は最後は現物レートで決済するため、両者は同一水準に収斂してくる訳であるが、途中段階では流動性リスクに対する懸念の分が現物と先物の乖離を作るようであり、3月期末一点の流動性に対する関心ないしは警戒感が非常に強いことが読み取れる。

最近の特徴的な動きとして今一つは長期金利の動きである。長期金利は11月の下旬以降じりじりと上昇し、昨日もマーケットが終ってから夜間はかなり上がり、指標銘柄で1.28%まで上昇している。マーケットでは専ら国債の需給悪化懸念をその要因として挙げている。国債の発行量拡大および資金運用部の引受量減少、運用部の市中買入停止の噂などが指摘されている。現在の水準は、9月上旬並みである。ただ、株価も9月上旬は1万4,000円台の前半だったので、株価も長期金利も9月上旬に戻ったということであり、景気悪化一辺倒であった景況感が若干戻ったということもあるかもしれない。因みに、国債の流通利回りがボトムであった10月2日における、インプライド・フォワード・レートをみると、10月2日の時点では9年先のインプライド・フォワード・レートは、——つまり9年先の1年間の名目成長率とリスク・プレミアム合計の見通しになるが、——2%を切る非常に低い水準となっていた。このように潜在成長率や予想インフレ率に比べても低い水準にあったことを踏まえると、行き過ぎ感の是正という部分が含まれている可能性もあるように思う。ただ、いずれにしても今少し時間をかけてこの辺りの要因については見極める必要がある。

量的な指標であるが、民間銀行貸出の5業態計の実勢数字は9月が前年比-1.5%、10月が-1.4%、11月が-1.2%と、徐々に前年比のマイナス幅が縮小している。地銀が前月0.7%から1.0%に増加している。都銀は表面上多少落ちているようにみえるが、拓銀が北洋銀行および中央信託に

統計上移ったことが影響しており、都銀も実勢では多少マイナス幅を縮小させている。信用保証の計数が貸出の底上げに徐々に効いてきているものと思う。信用保証の最近の関連計数は、特別保証制度による10月の保証承諾が2兆6,000億円、11月が4兆6,000億円である。12月4日までに合計で7兆9,000億円に上る。仮に、この8兆円が全て新規貸出に結び付いたとすれば、前年比が1.6%程度押し上げられることになる。ただ、当然ながら既存貸出が振り変わる部分があるため、これまでのところ貸出の計数の底上げ分はその中間ないし若干それよりも低目のところで反映されてきている。

最後にCP、社債の動きをみると、銀行CPを除いたCPは11月末の日本銀行のCPオペ残が6兆1,000億円、一方発行残高が14兆7,000億円とオペの増加もあって発行も引き続き増えている。社債も3月中の償還が単月で3兆円と極めて大きい訳であるが、シングルA以上の大企業はかなり早目に償還資金手当てを進めているようであり、発行量自体は引き続き順調に拡大している。ただし、トリプルB以下の企業の発行は引き続き難しい状況が続いているため、このクラスではむしろ銀行借入に戻ってくる動きがみられる。

CPは、先般11月13日の日本銀行の措置を受けて、5か月、6か月物といった年度末越えのCPの発行がかなり増えてきている。また、CPオペの拡大に伴い、発行金利全体が下の方へシフトしてきている。CPマーケット自体はそれ程大きな市場ではないため、オペの量を増やすとかなり明確な結果が出てくる。

中原委員

長期金利の上昇で執行部は景気回復の期待感の反映などと言っていたが、どうなのか。

山本企画室参事

断定的なことは今少し時間をかけて判断すべきだと思うが、マーケット

では国債の需給悪化懸念を一番に指摘する声が多い。特に、昨日の上げは来年度の国債の発行量と…。

中原委員

昨日はどの程度上昇したのか。

山本企画室参事

昨日は0.1%程度である。

中原委員

そんなに上がったのか。

山本企画室参事

昨日は来年度の国債の発行量、特に市中の消化額が増えることにマーケットが反応した。過去の例をみても、金利が低くなった局面では、国債の需給悪化懸念が短期的にはしばしば長期金利を押し上げる方向での材料となる。ただ、それが長く続くかどうかとなると、やはり景気が悪ければ、長期金利は下がってきたのが通例であり、過去の経験からみる限りにおいては、国債需給だけで長期金利が上がり続けることはまずないと考えている。その意味で今回の動きを考えてみると、株価自体もほぼ9月の上旬並みまで戻しており、景況感というか、それまでのやや行き過ぎ感が是正されている。長期金利のインプライド・フォワード・レートにあるように、将来についても極端に低成長を見込んだ長期金利であったため、そうした行き過ぎ感あるいは景況感が是正されている面もあるのではないかと。ただ、この辺りは今少し時間をかけて見極めるべきであると理解している。

中原委員

景気回復の期待感の反映であれば歓迎すべきであるが、どうも多少疑問がある。

山本企画室参事

一日一日の動きからいえば、マーケットは明らかに需給要因を材料にしている。

中原委員

株価は、折角1万5,000円まで戻したが、再び1万4,000円になってしまった。

山本企画室参事

これまでは長期金利と株価は極めて酷似した動きであった。ただし、昨日だけは国債需給の指標を材料に、株価は下落しているにもかかわらず長期金利が上がるという、最近ではやや特異な動きになっている。

中原委員

アメリカでも国債が暴落しており、注意する必要があると思う。貸し渋りが設備投資を制約したことについて、例えば東大の吉川先生が1.8%抑えたと試算していたが、企画室でも何か試算を行っているのか。

山本企画室参事

計数的な試算を行っている訳ではないが、今年の秋以降は大企業も含めて企業金融のアンケート調査における貸出態度判断等の逼迫感や資金繰りの逼迫感と設備投資の減少が平行に動いており、当然影響していると思う。先程の議論に関連して申し上げると、確かに信用保証は出ているが、一方で昨日の短観に示されているように、手許流動性を厚目に保有したいという意図が大企業だけではなく中堅・中小企業にもみられている。従って、企業は恐らく年度末越えまでは長目の投資を行なうというよりは、取り敢えず年度末まで資金を手許に確保する動きを強めるのではないか。その後、設備投資に向かっていくかどうかは次のポイントになるのかと思

う。現時点ではまだ色々な意味で年度末に対する手許資金を確保したいという雰囲気マーケットには残っている。

中原委員

しかし、設備投資を制約したといっても、期待成長率が相当下がっている訳であり、最初は資金のアベイラビリティに起因しているかもしれないが、次第に見通しが悪くなれば手控えるということではないか。

山本企画室参事

そのとおりだと思う。ただ、ある意味で中小企業は落ちる水準まで落ちてしまった面もある。

中原委員

ネガティブ金利はもうないのか。

山本企画室参事

ない。典型的にはTB金利に反映されている訳であるが、TB金利はピッチが速く0.2%台前半まで戻ってきている。直先スプレッドをみると、11月半ばまでのスプレッドの拡大は邦銀の円投圧力が極めて強かったために極端に起きた訳であるが、ここで一挙に円投が進捗したことに伴い最近再び急激な落ち方を示している。つれて、外銀の円転コストも一気に9月中旬頃の水準まで戻ってきており、結果的にマイナス金利は全て解消されている。

中原委員

最近外銀がドルスワップの相手をするようになったのか。

山本企画室参事

アネクドータルには秋以降の過程で米銀は厳しいが、欧州系の銀行は相

対的に日本の銀行の相手方となっているように聞いている。通常の場合、銀行間のリミットは単にスワップだけではなく、金利スワップ等色々な物を含めて設定している。邦銀は金利スワップ等のポジションを相当圧縮してきており、——金利スワップと外貨スワップのリスクウエイトを比べると遥かに金利スワップの方がリスクは高いため、——金利スワップを一単位減らすと為替スワップの枠は相当拡大する計算になる。そうしたことも効いて、結果的にはスワップの円投に然程支障はなかったということである。

中原委員

日債銀関係は目先の金融情勢にどのような影響を与えるのか。

山本企画室参事

先程金融市場局長から説明したように、昨日は少し手許を厚くしておこうかという動きがあったし、株式市場については銀行株が売られた。ただ、株式市場では色々な議論があり、これで金融システムの問題の処理方法が一段と明確になったことを評価する見方もあるため、全体としては然程大きな影響もなく昨日、本日と推移していると理解している。

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、これまでの報告を踏まえて政策委員会としての検討を行いたい。最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、次いで自由に討議して頂く。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いる方々からご意見があれば賜りたい。まず、金融経済情勢について武富委員から願います。

武富委員

現状から年度末頃までの期間を主に念頭に置き、景気を概括的に評価してみたい。全体感としては、この間の景気実態は残念ながら慎重にみざるを得ない状況が続くだろうと判断している。確かに、景気は既に大底圏内には入っている。一頃のように底が見えない極度の緊迫感は後退しているのは事実である。ただ、これは経済・金融両面の対策が整ったことを受けてのものであり、実態としては、産業段階の自律的な調整が一巡したためというには時期尚早だと思う。在庫についても循環図からは調整は進捗途上にあるが、何分、耐久財を除くと在庫率指数が極めて高い。過去の経験からみても今後の調整余地はなお相当残っている。損益分岐点比率も7~9月期の法人季報によると、製造業の中堅・中小企業セクターはまだまだながら、他のセクターについては、評価は難しいがこれまでの悪化傾向にやや歯止めが掛かった状況には達していると思う。幸いに、今後これが改善傾向に入っていくとしても、不況前の損益分岐点比率にまで正常化するには過去の経験からみて今後数四半期はかかると思われ、調整一巡にはまだ遠いのが実態である。ここで大底圏内に入ったという意味合いとして、私は底入れ、斑模様という評価とは別に使っている。底入れは、踵を接して回復過程に入り得るというイメージだが、私は大底圏内には入ったが、今後も先行き不透明な一進一退状況がしばらくは続くという意味で使っている。また、斑模様は好材料・悪材料が交錯するというニュアンスだが、現段階では好材料はかなり限定的かつ散発的であり、真っ黒ななかに白いものがちらほら見える程度である。従って、斑というにはまだ若干早いと感じている。

大底圏入りした後も一進一退状況が続くとみている理由には二つある。一つは、これまでも繰り返し申し上げてきた構造的な圧力があり、それが景気上昇の力を殺いでしまうという全体感がまだ残っていること。今一つ、現在好材料として指摘されているものを個別具体的に良く検証してみると、持続性あるいは波及の力という点でなお力不足かと思う。そうした意味で大底圏には入ったが、暫く一進一退が続く可能性が高い。構造的な面

については、もとより、ストックの重みと二極分化現象の制約がある。設備・雇用の余剰ストックもあり、一方で不稼働土地、不良債権というストックの毀損もある。今後これらの最終的な解消局面に入る訳であり、どうしてもフローベースでは、デフレ的な力が多少残ってしまう。二極分化についてのイメージは生き残れる先と、生き残るために相当工夫を要する分野の格差という二極分化である。後者のウエイトが経済の中で高まっているため、先行き幸い景気が回復していくとしても、波及効果がこうした比較劣位になったセクターにはなかなか及ばないことがあるのではないかと思う。

最後に、好材料は大きく分けると三つに整理できる。一つは公共投資の増加、二つ目は消費周りの一部に動きがあることであり、具体的には白物家電、軽乗用車、パソコン、携帯電話分野の売上げ増と消費税還元セールスの活況が念頭にある。三番目はDRAM価格の市況の下げ止まりや、首都圏マンション供給数の前年比伸び率の若干の回復だと思う。個別にみていくと、公共投資は確かに今後の景気に対して一定の下支え効果を十分期待できると思う。そのうえで、執行ペースが期待どおりになるかどうかについては、地方の査定評価作業やファイナンス等の処理能力面での実態、受注を受ける側に信用不安がまだ残っているのか、体力の弱い下請け業者に工事が順番に回っていくのかどうか、という辺りを念のために点検しておく必要がある。消費周りについては、概括的には買い替え需要が溜まっている分野で、供給側が企画力を発揮し、新基軸あるいは新しいコンセプトの商品を提供していくようなケースでは動意がみられる。こうした企業サイドの努力が景気の上向きに繋がるきっかけになって欲しいが、現在の消費需要は非常に成熟度が高いため、結果としてパイの奪い合いになっている部分もあり、消費全体が本当の意味でどれほど底上げ、嵩上げされているのか今一つ良く見えない。もっとも、携帯電話のように新しい分野では加入者数が急速に増えている。一方、既存商品分野ではややパイの奪い合いになっている。例えば、軽乗用車は確かに11月は爆発的な売れ行きだったが、メーカーサイドは10月から持ち越しているものもあるため、意外

と先行き慎重姿勢であるし、全体では伸びていても軽乗用車メーカー内のシェア・ダウン、シェア・アップの偏在もあり、好調な中でもそれほど喜んでいない先もある。また、登録車の方は不振であり、唯一健闘しているのがリッターカーのような小型である。節約型や堅実型、あるいは家族構成の変化を上手く掴んだものが売れているのだろうと思う。最後の半導体市況とマンションの部分はむしろ良くない市場と捉えている。16メガにしても64メガにしても採算割れあるいは採算割れすれすれの水準で下げ止まっている程度であるため、そこから256メガへの移行はなかなか難しい。巨大な設備投資も必要であり、そこへ向かう動きには当面至らないと思う。マンションも先行取得した土地にそろそろ着工しなければならないということであり、結果として在庫が溜まっている。完成在庫も溜まっている中で、需要をはるかに上回る供給をせざるを得ない訳で、むしろマイナスに評価している。

リスク・ファクターとしては、一つはマンデル・フレミング流の長期金利が上がり、円高になり、財政の効果が殺がれるような流れに入る局面があるかもしれない点である。その点をどう考えておくか。今一つはアメリカのスローダウンが予想以上に厳しい場合にどうなるかという点である。

三木委員

今回、実物経済面での最大のポイントは国内卸売物価の下落傾向がどうなるのかである。今一つは、その前提である現在の実物経済の動きが来年3月頃までを睨んだ底入れなのか、底這いなのか、あるいは回復の芽が少し出てきているのかである。

まず、実物経済の当面の動きをみると、景気は底這いの領域に入りつつあると把握している。但し、回復の兆しがなかなか見当たらないため、景気底入れはまだ先になりそうだと思っている。反転するのが底入れであるとなれば、現状は鍋底のように這わざるを得ないファーストステップの状態であり、そこから底入れになるセカンドステップへと進む訳である。ただ、予て心配していた需要が二番底へ転落する懸念は当面見当たらず

なった。設備投資は調査統計局のデータにもあるように、まだまだ減少傾向を辿ると思われるし、10月の機械受注も7~9月に対して8.4%も落ちている。大企業製造業の設備計画先送り・取り止めの動きは、今度の統計にも多少表れているし、今後出てくると思う。

一方、公共投資は1~3月も相当の高水準が示されると思う。住宅投資もマンションは先程話があったような状況だが、個人の持家は明確に動意が出てきた。前年比の動きも4~6月は-11.8%まで落ちていたが、7~9月は-1.8%、とくに9月は0.1%とプラスになり、10月も-2%と明らかに動意が出ている。プレハブ各社の受注状況を見ると、10月に積水ハウスがプラスになったほか、11月には全社がプラスになっており、年率114ないし116万戸と非常に低水準ではあるが、この分野は底這いが確認できたと言える。若干心配なのは、住宅金融公庫金利を2%から2.2%に引き上げるといった話が出てきたことであるが、金利はまだ下がるのではないかと買い控えていた向きもあるので、消費者心理としてむしろ買いが入る方に効くという意見もある。もう一つの問題は自民党税調が住宅ローンの利子控除を見送ると決めたようであり、これは非常に大きな問題として影響が出るのではないかと。住宅ローンの利子控除という政策減税は非常に効果があると思うので検討を続けて頂きたい。個人消費は全体として斑な状態であり、ユーザーニーズを汲み上げたものは白物家電のように動きが出るし、乗用車も規格の変わった軽にシフトしている。自動車全体の生産台数自体はほとんど底這いである。自動車の材料を納めている業種は幅広くあるが、それらの先は自動車の生産計画を常にみており、これは非常に良く当たる。現実には、本年の第1四半期は240万台弱とみていたところ236万台、2四半期も240万台とみていたところ238万台であった。部品メーカーも鉄鋼も今第3四半期は252万台、第4四半期は255万台という計画を見込んでいる。これでいくと年間では980万台とやはり低いが、必ず若干は上がるようなピッチになっている。自動車メーカーが発表する各社の計画は今下期だけでも、この数字に10万~20万程度上積みになっており、それが短観や先程の調査統計局の統計に若干出ている可能性はある。それを

みると落ちることになるが、実際の実物経済の動きからみれば生産台数はほぼ横這いであり、余り心配する必要はないと思う。

こうした状況の中で鉱工業生産指数の動きも横這いに転じてきている。各企業の減産効果もこれまでは足許の需要減退が逃げ水になってしまい特に素材産業を中心になかなか進まなかったが、漸くここで実需の減少に生産の減少が追いつき在庫が減り始めてきている。昨日発表した短観も業況判断D. I. や設備投資、経常利益の数字が非常に悪いが、これは私共が9月9日の金融緩和方針を決めた前後から既に今日まで議論し、予想していた範囲内の悪化であり、特に驚くことはない。むしろ、1~3月の見通しの方が短観では注視されると思う。短観では製品の価格判断が相当大きく戻ってくるとみているし、雇用も横這いになっている。この二点は期待値が入り過ぎているのではないかという点が気になる。短観はむしろ1~3月をどうみているかに焦点を置くべきだろうと思う。

こうした中で問題点が二つある。一つは国内の需給ギャップである。デフレギャップをこれだけ深め、その需給ギャップが公共投資と民需の緩やかな回復だけでは埋まらない程の状況のままできている点が問題である。需給ギャップの解消には民間企業の新製品や新技術開発による需要掘り起こしが必須であるし、一方供給面では設備の統廃合を伴うリストラを行わざるを得ない。これは雇用等にはかなりのマイナスの副作用を伴うが、どうしても乗り越えないと需給ギャップはいつまでも解消できない。こうした民間の努力を促進ないし支援する政策としても、政府は大型の財政政策を打ち、日銀も金融政策を打っている訳であり、民間を含めた三者の合わせ技が必要になる。従って、政府には緊急経済対策の中で恒久的減税、政策減税等を早期かつ大胆に実施して頂き、何としても消費者コンフィデンスの無用な萎縮を緩和し、個人消費、住宅投資の回復を促して頂きたい。金融面からは、ベンチャービジネスや新しい産業育成を含めた今後の景気回復、国際競争力強化の芽となる企業活動に資金が切れ目なく回るようにすることが必要である。そうした動きが将来の雇用回復の芽にもなるのではないか。後ろ向きの運転資金に対する融資慎重化ですら貸し渋りと言わ

れているが、それも徐々に解決されてくると同時に、前向きの資金が切れ目なく出ていくことを考える必要がある。

二つ目の問題は国内の卸売物価が徐々に軟化している点である。市況は内外共に下げ続け、原油、鉄鋼等はかつてない低水準にまできている。原油はオイルショック以降の低水準であるが、鉄鋼、化学は1971年の水準まで戻っており、惨澹たる状況になっている。これが一体どこで止まるのか、世界的なデフレ傾向の羅針盤としてもみていく必要はある。特に年度末決算を控え自律的な景気回復の芽がまだ見えない中で、企業収益の当面の最大のポイントは価格であろう。

次は金融の問題であるが、政府・日銀によってこれまで採られてきた各種措置の効果等により、全般に落ち着きを取り戻している。総じて企業も年末対応は全部手当ても終わり、むしろ年度末対応に焦点が移っている。政府の信用保証制度の特別保証枠も10月1日以降12月4日までで保証承諾が8兆円となっており、年度末までに20兆円の枠は消化される可能性が強い。この20兆円の保証は検査、考査でも正常貸出扱いになるため、銀行の貸出管理面にも多大の支援効果を及ぼすと大いに評価し得る。その中で当面の課題として三つ申し上げたい。一つは企業の前向き案件に適切な融資が実行されるようにすることである。マスコミで報道されている主要行が金融監督庁に提出した国内貸出計画をみると、来年3月末の前年比が+2.5%、うち中小企業は+1.1%となっている。貸出がこの線に近い形で実行されれば問題ないが、その辺がどうなるかを見極めたい。二番目に本日金融再生委員会が発足するが、インターバンクマーケットは個別行の信用リスク問題に依然として目を光らせている訳であり、大手17行、資金繰り動向をなお慎重にみていかなければならない。それと関連してゼネコンの問題がある。フジタ、青木建設等への金融支援を含めた再建計画が公表され、あるいは日本国土開発の会社更正法申請もあり、業界内整理が一息ついたようにもみえるし、現場では萎縮していた取引が正常に戻った部分も若干みられる。現金でなければ一切取引しないと、取引ストップだといった先でもある程度取引を再開し始めている。しかし、新たな再建

計画の内容が再び不良債権処理の先送りになっているのではないかと懸念される先があるし、まだ再建策のみえないゼネコンもある。そうした意味では警戒を解ける状況にはなく、特に年度末にはこの分野を慎重にみておく必要がある。

中原委員

全体の景気の状態について、経済企画庁の10月の景気動向指数を分析すると、一致指数のC Iの山を100として84.08であり、過去4か月間下げ止まっている。それまでは、前第11循環のリセッションと同じペースで下がってきたが、このところ下げ止まりの感がある。ただし、8か月～10か月先の長期先行指標をみると、金融重視型では下げ止まりの兆候はみられていない。生産重視型では一応下げ止まりの兆候が出ている。いずれにしても、この二つの景気動向の変化率がプラスになってから8か月～10か月後に景気の谷が来る訳であり、景気が底を打つのはかなり先であると思っている。そういった中で第11循環と第12循環を幾つかの指標で対比してみると、例えば生産指数はピークに比べて94.2%と、第11循環とほとんど同じレベルであり、7、8、9、10月は戻ったといってもその程度である。新車の登録台数は底を打って上がってきているが、第11循環に比べればまだ低い。実質の機械受注は最も悲劇的であり、98年9月の88.1%から10月の77.1%と11ポイント急落した。これは第11循環よりも遥かに悪く、13ポイント程度下にある。最終需要在庫は104.1%と第11循環とほとんど同じである。第11循環と比べ決定的に悪いのが常用雇用指数である。これは山から一回も100を超えたことがなく悪化の一途を辿っており、10月には97.7%となっている。もう一つ悪化の一途を辿っているのが営業利益であり、暦年の第2四半期が60.6%と、第11循環より悪い。最後にM2+C Dは105.0%と非常に高い水準を示してきている。これらを押し並べてみると、機械受注にみられる設備投資、常用雇用指数にみられる雇用、営業利益にみられる企業収益、新車の登録台数にみられる消費等々は第11循環に比べて非常に悪い。M2+C Dのみが良くなっているの

は、日銀の金融緩和政策が効いているのではないかと思う。以上、C Iの一致指数のみがこの4か月程度下げ止まっているが、他は依然として悪い状況である。

次に、何故C Iの一致指数が止まっているかであるが、これは主として生産関連の系列が多い訳であり、要は公共事業と輸出に支えられているということである。公共事業は先程から議論しているように、9、10月と非常に伸びた後、11月は急落すると思う。地方財政の困窮度合いや国会における審議の難航その他もあり、なかなかスムーズに支出されてこないのが現状である。来年度前半までは日本経済を支えるという執行部の見通しのようにはなると思うが、恐らく下支えに止まり、民需を回復させる力には欠けている。また、私は来年の世界経済は執行部の説明とは全く逆に本年より悪くなると思っており、特に円高が効いて日本の輸出、特に経常黒字が年度後半に入って減っていくのではないかと考えているため、輸出あるいは純輸出の動向には予断を許さないものがある。従って、10~12月の鉱工業生産指数は-0.3%、来年の1~3月も恐らく横這い程度で這うのではないかと考えている。

良い方で現在話題になっているのが白物の家電であるが、調べてみると色々な要素が重なっている。過去のデータを調べると88年に一つの大きな山があり、89年の消費税導入を機会に89~90年に再び山がきており、買い替えの寿命は8年半~9年程度であるため、現在買い替えの山がきていると思う。それを察知した大型の量販店等が値段を抑えて新製品を出しているが、99年の半ばには出尽くすと思っている。また、NEBAの統計以上にカバレッジの広い商業動態統計をみると、-15%という数字が出ているのには注意する必要がある。売れ行きはかなりは大型量販店に集中しており、それ以外では売れていないとみえる。恐らく2000年からは家電不況になる。同じく良いとされている自動車についても、現在は軽自動車の好影響であり、本格的な買い替えサイクルは過去の山を見ると恐らく2001年までは来ないのではないかと予想している。個人消費は前に何回も申し上げたが、上分位の落ち込みが非常に激しい。来年は企業収益が順調

に回復しない場合には、法人の90%が赤字になるとみているが、当然賃金が抑えられ、リストラが進むことになり、消費も必ずしも良くはならないと思う。

最大の問題が設備投資である。これまで消費不況と申し上げたこともあるが、設備投資不況というのが適当なのではないかと考えるようになってきた。前々から申し上げているように、今年度は2桁のマイナス、来年度もマイナスだと思う。1955年頃には12~13%というレベルがあったし、アメリカが10%程度であり、日本もいずれ12~13%のレベルに落ち着いてくるのではないかと思われ、来年度もマイナスになると思っている。この設備投資不況が最も大きなマイナス要因になりかねないと考えている。従って、そうした中で私が最初から申し上げている過剰雇用、過剰設備、過剰貸出の調整が恐らく来年度にかけて本当の正念場を迎えるのではないか。来年度にこの構造調整により最後の膿を出せば良いと思っている。その結果、名目GDPが本年度は-3%程度、企業の売上高が-7%程度になり、仮に来年度にかけて徹底的なリストラを行い、構造調整をすれば、名目GDPは-5%程度、売上高は-10%程度になるのではないかと考えている。そうした観点からは、先週の日債銀の整理についても、金融業界の調整が進んだことの現われとして非常に良かったと評価している。そうした中で最も心配なのは世界経済の悪化であり、日本の物価の下落である。消費者物価にしても卸売物価にしても、物価の下落がデフレ色を強めるとのことだと思う。結論としては、明年度にかけてはデフレ色が一段と強まる中で構造調整を行うという胸突き八丁に来ると思う。金融関係も再編成は勿論として、ハードランディングも覚悟しなければならないと判断している。

篠塚委員

執行部が報告した現状認識にほぼ異論がない。つまり現在の経済情勢は悪化を続けているが、そのテンポは和らいできているとみられる、そのような状況の中で幾つかの斑な状況が出てきていると解釈する。また、企業

の年末越え資金の調達にほぼ目処がついてきたため、先行き切迫した不安感が幾分和らぎつつあると思う。それは、現在は小康状態という感じであり、いつ何が起るか分からない不安な状況にある。

今回申し上げたいのは二点だけである。一番の不安材料は雇用が一段と悪化してくることが避けられなくなってきたことである。短観の報告では雇用判断が比較的甘いのではないかと考えている。その証拠に、短観の中で11年度の新卒採用計画は主要企業が-21.8%、中小企業で-21.9%と統計を開始した87年以来の最大の低下幅となっている。新卒の採用計画がこれだけ大きく落ち込むと、社会不安は非常に大きい。現在新規学卒者の数は90万人程度であるが、仮に短観で示された予測がある程度当たるとすると、——10年度に比べて2割減——平成10年1~10月までの新規学卒者で未就業の16万人程度にオンされ、11年度に新たに20万人の新規学卒者が仕事に就けず労働市場に出てくることになる。20万人とは失業率を0.3%押し上げる効果がある訳であるが、日本ではこれまで新規学卒者は全て就職が出来ていただけに、単純に0.3%アップという数字だけではなく、一層社会不安をかきたてるのではないかと危惧している。また、平成10年の暦年では雇用者数も統計開始以来初めてマイナスになりそうである。平成9年の雇用者数は5,391万人と前年比1.3%の増加であったが、平成10年は2月から前年同月でマイナスを記録しており、10月まででは5,366万人と平成10年比-0.5%になる。年間の雇用者が対前年でマイナスになることも45年前にこの統計が始まって以来、初めてのことである。雇用者の中にはパートやアルバイト、あるいは派遣など様々な雇用形態が入っている訳であるが、正規雇用である雇用保険対象者はパートやアルバイトの人達が雇用調整をされた後で解雇される。そうした社会保険に入っている雇用者の数は雇用者全体の数から3か月遅れてマイナスになっている。この雇用保険の被保険者数が平成10年5月からマイナスになっており、初めての事態である。社会保険の中でも雇用保険料は非常に低い保険料率であったが、現在は財源が底をついており、マイナスの収支になっている。平成7年度から10年10月までの雇用保険の雇用者の伸び率と社会

保険の被保険者の伸び率で弾性値を計算すると、雇用者が1%減少すると社会保険の被保険者の数が0.3%減少する。これからの雇用不安の問題はこれまでは失業給付があるから十分ではないかという状況からかけ離れた不安な状況に入ってくる。こうした雇用状況は所得の悪化に繋がり、消費を一段と引き下げる効果になると思われる。

今一つは短観に現れていた貸し渋りの状況に関してである。今回の短観には日銀が9月に行った金融緩和も織り込まれ、先般11月の企業金融支援も発表された後の回答であるが、そうした金融政策の支援があったにもかかわらず、資金繰りに関して主要企業も中小企業もなお非常に苦しいと回答している。本日執行部から報告があった資料で9、10月の新規貸出約定平均金利をみると、貸出金利は98年に入っても下がらず、長期も短期も平坦な感じになっている。細かい説明としては、短期は9月は季節的な要因もあり常に下がる一方、10月にはその季節要因が剥落し若干上昇するが、9月に金融緩和を行った結果として短期の貸出金利は9月に下がり、10月は横這いの形になったとのことである。一方、長期の貸出金利は9月、10月とも高くなっている。約2%近くになっているが、長期の貸出約定平均金利は9月は2.174%、対前年比月中変化幅で0.19ポイント、10月は2.22%で変化幅は0.047%と、小幅ながら約定平均金利は上昇している。日銀が金融緩和を行い、企業金融への支援を行うこととし、まだその効果は出ていないにせよ、少なくとも9月9日の金融緩和以降長期の貸出金利が3か月を経ても下がらなかったことについて、政策効果をどのように解釈するか。

最後に、日債銀が公的管理に入った後の問題として、他の残された金融機関がこの処理パターンをみてより厳しく粛々と危ない先からは資金を回収する結果、企業の資金調達がさらに苦しくなるのではないかと危惧する。

植田委員

各委員と景気に対する見方は概ね同じであるので、整理の仕方をやや変

えてここ3か月程度の自分の議論を中心に振り返り、9月頃における日本経済に対する判断がその後どう変化してきたかという反省も含めて纏めたい。景気に対する私を含めたかなりの方の判断は9月以降、10月、11月とやや悪化したのではないかと思う。その要因の一つは日本国内の企業及び銀行セクターにおける流動性の面での危機が強く認識されたことである。国内に限らず米国等を中心に世界的規模で金融問題の深刻さが意識され、その日本経済への波及についても懸念された。さらに、10月などは、円高が予想外に急速に進行し、また消費が予想したより弱含みで推移しているのではないかと判断された。その後の1、2か月間の推移をみると、大まかには10月、11月に9月と比べて悪化した部分が若干回復した状況にあると思う。

その要因としては、国内では日本銀行の措置も含め金融不安対策が打たれたこと、世界的にはF e d等が金融緩和を行ったこと、まだ道半ばではあるがIMFを中心とするブラジル支援策等も出てきたこと、そうした中で邦銀の年末越え資金調達についても特に外貨はかなり目処がついたこと等が効いたと思われる。その証拠として、各マーケットでみられたリスク・プレミアムがこのところ目立って縮小している。ただ、その内容を詳しくみると、短期のインターバンク取引中心のマーケットでは、リスク・プレミアムがかなり縮小しているようにみられるが、これは恐らく流動性リスクが各種の対策により後退した影響が強いのではないか。一方、信用リスク関係では、日本の銀行の米国マーケットにおける優先証券の利回り、デフォルト・スワップ等のスプレッドをみると、10月初めから中旬にかけてピークアウトし、急速に縮小している。それでも7、8月のレベルよりは多少高い水準にあるが、F e dの金利引き下げが米国の投資家にもたらした安心感が効いたものと解釈される。

こうした中で、国内では、格付けA格以下の社債の対国債のスプレッドは高いままで推移しているし、株価についても9月末以降の下落が止まり一時上昇したものの、再度9月初め頃の水準に戻ってしまった状況である。従って、内外の政策対応により取り敢えずの年末の流動性危機は乗り切っ

たが、年度末の流動性の問題は引き続きある程度意識されているとともに、中長期的な経済動向に対する不透明感はまだ根強いと思う。篠塚委員の先程言われた貸出金利については、リスク・プレミアムが色々な対策がある程度効いたため縮小しているが、それでもまだ水準が少し高いということかと思う。

篠塚委員

執行部からは例えば信用保証協会の状況もあってといった説明はあったが、金融緩和との関係に触れなくても良いのかを質問した。

植田委員

ユーロ円TIBOR3か月でも9月初めよりは高い水準である。後段の議論の際に改めてお話したい。以上のように金融面は流動性の不安を中心に落ち着いた。一方、実体経済の方は円高や消費の低迷というマイナスのファクターがあったが、大まかには円高は財政政策の予想比上積み分とある意味で帳消しになり、消費については弱含みであるが一気に下がっていく状況は現時点ではみえていない。これらを纏めると、最初に申し上げたように9月頃の景況観に戻った感じであり、一気に悪化していく感じではないが、来年度に1%を大幅に超えた成長を見込めるということでもない。そのインプリケーションとしては所得・支出のマイナスの循環が弱まりつつもある程度続き、従ってこうしたプロセスの中から反転する力が自律的に出てくることは暫く見込めないことだと思われる。何かプラス方向の動きが出てくるとするならば、先程来ご指摘があるように、例えば消費についてペントアップ・ダイヤモンドに火が点くとか、販売方法を含めた広い意味のイノベーションが起り、消費あるいは設備投資の一角を刺激するという動きが所得支出の負の循環が若干弱まる中で出てくるかどうか、ということかと思う。

最後に付け加えると、金融面で取り敢えずの止血対策は行ったが、今後に関しては、ゼネコンの問題等が先送りになってしまう方向にいくのか、

あるいは厳しい不良債権処理を行う方向にいくのか、さらにそうした中でこれまでの様々な措置により新規の貸出が伸びていく方向にいくのか等、色々と不透明感が強い。篠塚委員が指摘されたように、日債銀の処理がそのような形で出たことが若干の影響を与えていくと思う。税効果会計をどうみるかという技術的な問題もあるが、やはり特に財務悪化行を中心に厳し目の不良債権処理を進めさせる方向に働くという直感もあり、まだ分からない状況である。全体の白黒がある程度明確になってくるのは今少し先であろうと思う。

藤原副総裁

これまでの政策決定会合で示された執行部の経済の現状に関する評価は、「経済は全体として悪化を続けている」というもので、これを数回繰り返してきたが、今回の現状評価は「悪化を続けているが、そのテンポは和らいできていると見られる」と変わってきた。それは政府が何回かに亘り打ち出した緊急経済対策と、もう一方の重要課題である金融システムの安定化策が効果を示し始めてきたからともいえる。そうした変化を捉え、景気がどういう状況にあり、どう展望されるのかを巡って、明暗様々な見解が議論され始めたのだろうと思う。

テンポが和らいできているファクターとしては、皆さんご指摘のこと——公共投資が大幅に増加していること、輸出が増加基調を維持していること、こうした中で在庫調整が進展し、生産減少のテンポをも緩和していること、白物家電、軽自動車等や消費税還元セールなどの販売努力も実り個人消費にも変化が出てきたこと——などが挙げられる。金融面では邦銀の年末越え外貨資金調達に目処がついたこと、信用保証制度の利用も増加したことが指摘出来る。先般、東北地方に出張し、3県の経済界の人と懇談したが、少なくとも下位金融機関に関する限りは貸し渋り現象はみられないと口々に説明していた。金融システムの面では日長銀、日債銀の処理が一段落し、安定化の枠組みが固まったためマーケットに安心感が出てきたこと等が改善材料として挙げられる。つまり、これまで私達が期待し、

見守ってきたことが現実になりつつあるともいえる。

しかし、これはあくまで経済の潮流のパターンや循環的な側面に当然出てくるべき変化が遅まきながら出てきたということであり、方向が見えてきたと楽観するのは早いと思われる。しかも、一昨年のように状況次第でその変化が後戻りする恐れもまだある。政策が予定通り打ち出され、上手くいくことを希望するが、財政を中心にした景気刺激対策もいつか来た道を繰り返す恐れもある。支え棒が外れると元の木阿弥になる恐れがあることも十分踏まえ、みていく必要がある。それだけ需給ギャップがなお大きいということであり、従って、物価下落、企業収益の悪化、雇用所得環境の悪化というデフレ的体質はまだ改善されていないと思う。その点は今回の短観からも窺われる。短観に現れたアンケート調査をどのように解釈するかにもよるが、そこからは少なくとも明るい兆候が見えてきたことは窺われぬ。変化の胎動の音は聞こえていない。従って、今後は出てきた改善の材料を注意深く見守っていくべきではないか。とりわけ、構造的な問題をどう解決していくかに関する検討も含めて注意していく必要がある。

不安材料としては、他にアメリカの経済もあるが、いずれにせよ今年一杯は緊急経済対策と金融システム安定化策の二つで経済の宿痾から脱しようとしてきた訳である。恐らく来年もこの調子で宿痾と戦い続けなければならないと思う。しかし、この際注意しておかなければならないのは、緊急経済対策の公共事業支出や、それに伴う国債発行、信用保証制度等々の問題はいずれ将来につけがくることである。金融安定化策も日銀の特融や預保に対する貸出も含め、これもまたつけを内包した政策である。この二つの政策を運営していくに当たっては、そうした点に十二分に留意して進めていくべきだと考えている。

速水議長

谷垣大蔵政務次官、今井経済企画政務次官、何か発言がございましたらどうぞ。

谷垣大蔵政務次官

本日は大臣に代わって出席させて頂いた。我が国経済の現状については、経済企画政務次官から話があると思うので、私からは、景気の改善を示す動きも多少みられるものの、全体としては引き続き厳しい状況にあるという点だけを申し上げたい。こうした状況から脱却するために、11月16日、減税を含めると20兆円を遥かに超える緊急経済対策を取り纏め、それを受けた第三次の補正予算を11日に成立させて頂いた。この結果、平成10年度の一般会計第三次補正後予算は87兆9,915億円となり、平成10年度の公債発行額は12.3兆円増加して総額34兆円、公債依存度は38.6%となる。財政構造改革の実現は引き続き重要な課題であるが、まずは景気回復に全力を尽くすために、この財政構造改革法の凍結案を先の臨時国会において通して頂いた。当面の財政運営に当たっては、先程も議論があったが、年度末から年度初めにかけて切れ目なく施策を実行することが重要であるという観点から、第三次補正予算と11年度予算とをいわゆる15か月予算として、一体的、連続的に捉えて的確に景気に対応できる予算を編成するよう努力して参りたい。

また、来年度の税制改正について現在具体的な検討が行われているところであるが、個人所得課税は、国、地方を合わせた最高税率を50%に引き下げ、これに定率減税を組み合わせ4兆円規模の減税を実施することとしている。法人課税については平成11年度4月以降開始する事業年度から国、地方を合わせた実効税率を40%程度に引き下げることとしている。その際、地方財政の円滑な運営には十分配慮することとしている。また、先程三木委員からも議論があった政策税制については、景気回復に資するよう住宅建設、民間設備投資等真に有効かつ適切なものにつき、具体案を検討している。こうした税制改正を具体化する法案は次の通常国会に提出することとしている。申し上げたような考えを理解のうえ、ご審議を賜りますようお願いする。

今井経済企画政務次官

最近の経済動向等について、先般公表させて頂いた月例経済報告の概要を報告申し上げます。我が国経済の動向を見ると、個人消費は全体として低調、住宅建設もマンションの不振もあって低水準が続いている。設備投資は大幅に減少している。他方公共投資は過去最高のペースで前倒し執行が進んでいる訳であり、10年度第一次補正予算の効果も現れてきている。生産は、減少傾向が緩やかになってきたが、最終需要が低調なため、低い水準にある。また、在庫は前年を下回る水準にまで減少してきたが、在庫率が依然高水準であり、過剰感が強い状態である。企業収益は全体として減少、企業の業況判断は中小企業を中心に厳しさが増している。雇用情勢は依然として厳しい状況にある。また、民間金融機関の貸出が低調なため、企業は貸出態度に対する懸念を持っており、経済の先行きに対する金融市場等での不透明感はやや薄らぎつつあるものの、依然として強い状態である。

以上のように景気は低迷状態が長引き、極めて厳しい状況にあるものの、一層の悪化を示す動きと幾分かの改善を示す動きとが入り交じり、変化の胎動が感じられる訳である。このような厳しい経済状況の下、先般第三次の補正予算が成立したところである。政府としては、先月16日に取り纏めた緊急経済対策を始めとする諸施策を強力に推進することにより、不況の環を断ち切るよう全力を尽くしていく。金融政策におかれても、適切な運営をお願いしたい。

速水議長

谷垣大蔵政務次官が話された所得税の恒久減税は1月に遡ることがあり得るのか。

谷垣大蔵政務次官

所得税の方は1月に遡る。

速水議長

法人税の方は4月からか。

谷垣大蔵政務次官

4月からの年度に適用する方向で検討しているが、3月に遡って適用せよという議論があることは承知している。ただ、補正予算を再度組まなければ、3月に遡って行うことは出来ないため、特に第三次補正予算を審議している段階ではほとんど禁句に近い状況であった。今一つは構造改革の一環として行うということになると、財源が潤沢な時ならいざ知らず、財政も非常に厳しいということもある。やはり来年の4月から年度が始まる企業が大部分だと思われるため、こうした形で法人税減税をするので、4月からの事業計画に反映させて欲しいということで臨んでいる。勿論、そうでない議論もあり、その辺も踏まえて今後十分に議論は続けて参りたい。

速水議長

15か月予算の編成とは、明年度予算についてのことか。

谷垣大蔵政務次官

先週通して頂いた緊急経済対策および第三次補正と来年度の通常予算を合わせて切れ目なく執行していこうというものである。実際問題今度の補正で各省から出して頂いた案は、補正と次の通常予算とを別々に分けることなく、とにかく合わせて出してもらい、その中で景気対策に比較的効果のあるものをピックアップして取上げるということで行っている。従って、極力年度末、年度初めにスムーズに繋げるようにしているが、三木委員が言われたことはまだ今後の議論である。

三木委員

私が申し上げた数字も、私なりに前提を置いて執行のズレ等をカウントしたものである。政府の予算を単純に足した姿と、その執行見込みを比べ

ると平成10年は50兆円に及ばないと思う。その辺は現場感覚で若干前提を置いて、算出してみた。その結果をみると、今のままでは平成11年度後半は失速する。そこに民需が巧く繋がるというのがベストなのだろうが、なかなか難しいという気がする。企業のマインドを考えると、現在は来年度の計画を決める非常に大事な時期であり、減税等の話は極力早目に通常国会へかけて頂きたい。

谷垣大蔵政務次官

いずれにせよ、税の骨格は16日の政府税調と党税調で決めるため、方向は明確になると思っている。

(午後0時19分中断、午後1時10分再開)

速水議長

引き続き山口副総裁から願います。

山口副総裁

経済の現状については、マクロ的な財政金融政策、資本注入の計画、当面の流動性対策という三本柱からなる経済政策が一応出揃い、かつその効果が一部出始めている結果、総需要としてはボトムがどうやらみえてきた状況ではないか。

幾つかの点を敷衍させて頂きたい。第一に総需要の動向は各委員方からも指摘があったとおり、既にボトムに達したと断定は出来ないにしても、かなり底が近いところにまできたのではないかと思う。ただ、底を打った後、自律的に反転に向かうようなエビデンスは残念ながらほとんどない状態である。その中で、消費について最近幾つかの一見ポジティブな動きが出ている訳であるが、私はそれらを明確に位置付けるだけの材料を必ずしも持っていない。例えば一部の家電製品の売れ行きが好調であるとか、軽乗用車の売れ行きが好調であるといった動きを仮にポジティブな動きと

して評価するにしても、今後を展望すると、それらがさらに広がりを持ちながら持続していく、あるいはペントアップ・ダイヤモンドが顕在化していくだけの条件は、まだみえていないのではないか。申すまでもなく、雇用環境がじりじりと悪化しているのが現状であり、企業収益の悪化の状況を考えると労働市場の状態には今後さらにプレッシャーがかかっていくことを覚悟せざるを得ない。個人所得に対して減税の面から十分な歯止めがかかってくるかどうか、やや疑問ではないか。従って、消費については幾分ポジティブな動きが散見されるにしても、まだ先行き楽観を許さない状況である。ただし、消費マインドは労働市場の状況以外の幾つかの構造的な政策にも依存する面があるため、この時点で今後公共事業を中心に総需要として若干の回復を遂げていくような場合にも消費マインドが全く立ち上がらないと決めつけてしまうのも時期尚早ではないかと思う。総需要の動きについて今一つ気になるのは、やはり設備投資であり、厳しい状況だと言わざるを得ない。大企業の設備投資については、しばらくの間減少基調が続くことを想定せざるを得ない。

次に、これまで出てきた政策的なイニシアティブに対し、市場がどのような反応を示しているかを極く概括的にみると、やはり株価が再び軟調になってきている状況をどう考えるべきかという問題がある。株価は10月初め頃までのパニック寸前の状態からはかなり戻ってきた訳だが、これまでの対策により今度こそ経済が確かに上向いていくという期待感を株価の中に読み込むことはまだ出来ない状況ではないか。銀行株の動きなどについても、金融システム面に打たれた対策により、今度こそ十分に金融セクターが立ち直っていくという読まれ方はまだみえていないのではないか。その意味で、銀行株については銀行自身が今後具体的にリストラに向けてどういう手を打っていくのか次第で今後の歩みが決まってくるのではないか。

マーケットの中での第二点は長期金利の最近の反騰をどうみるかである。これについては、事務局の説明にあったように過度の悲観バイアスが掛かった将来の予想から少し戻ってきており、その背景には金融システム

面においてもオーバーオールな経済政策の面でも手が打たれてきたことがあると思う。最近の長期金利の戻り歩調が仮に経済についてのある種の行き過ぎた悲観バイアスの修正を反映しているのだとすれば、それ程マイナスにはならないと思う。仮に、景気が底を打った後も自律的反転の手掛かりを結局は掴めないというシナリオに陥っていくのであれば、金利がさらに上に跳ねていく可能性はまずないのではないか。篠塚委員がご指摘になった、9月の政策変更前後に比べて現在の金利水準が必ずしも下がっていない点をどう読むかについては次のように考えている。ここ何ヵ月かの金利の動きの中には当然信用リスク要因がかなり強く織り込まれており、オーバーナイト金利の下方誘導という金利面の手当てのみで信用リスクの問題に対応することは出来ない訳である。そうした別の要因が強く働いてしまっているために、事後的には金利のレベルが政策変更前に比べて下がっていないということだと思う。これは残念ではあるが、止むを得ないし、それ自体そう不自然ではない。そうした政策変更を行っていなければ、金利水準は現状よりもさらに若干高目になっているはずであり、私は政策変更の意味があったと思う。ただ、今後を考えると、長期金利はともかく短期のターム物金利を政策の視野の中にどのように置いておくべきかという問題が一つ提起されている。

最後は為替市場の動きだが、やはりここ二ヶ月円が対ドルで25%前後上昇しており、これはかなり大幅な上昇である。この景気局面でこのような動きがさらに続いていくとなれば、景気に対してマイナスの影響を持たざるを得ず、一つ気懸かりな要素である。以上要するに、マーケットの動き全体として、景気回復の方向に経済を後押しするようなサポータティブな材料が必ずしも出てきていない点の一つ留意すべきことではないかと思う。

さらに、今後の海外経済の動きをどのように考えていくべきかである。調査統計局の資料にある海外経済の動向が全体として本年に比べ来年の方が幾分成長率が上がる結果になっているのは、アジア経済の非常に大幅なマイナス成長が来年はほぼ止まることが理由の全てであり、アメリカ経済、ユーロランド経済自体としてみれば、来年はスローダウンする見通し

になっている。仮に、アジア経済が精々下げ止まるという範囲から出ないとすると、欧米経済のスローダウンが見込まれるだけに来年の海外経済は実質的には日本にとって厳しい環境ではないか。現在の状況からみて、アメリカやユーロランドの経済がリセッションまで落ちていくとは思えないが、アメリカの株価にどのような波乱があり得るかが鍵を握っており、そこが極めて読み難い要因である。やはりアメリカ経済にリスクがあることは考えておくべきであろう。また、アメリカやユーロランドの経済にせよ、時間が経つにつれてエマージング・マーケットの混乱の影響が着実に及んできていることが最近の特徴であり、来年についてもそのファクターは念頭に置いておくべきだと思う。

冒頭申し上げたように仮に景気の底がそう遠くない時期に来るとして、その先何が起きれば景気が本当の回復に向かっていくのかを再度具体的に考えてみたい。消費セクター、設備投資セクター共に企業収益の展開が重要な鍵の一つだと思われるため、企業収益の回復がどこかの時点で生じてくることがポイントになる。事務局の指摘にあるように、物価が全般的に下落基調を辿り、場合によって下げ足を早めるかもしれない環境の中で、企業収益がどのように回復し得るのかはなかなか厳しい設問にならざるを得ない。技術革新がかなり広い範囲にわたり澎湃として起きてくれば、植田委員もご指摘のように非常に有力なリカバリーの鍵になっていくと思うが、取り敢えず企業としては更なるコストダウンに向けて遮二無二努力を続けることになろう。そうした努力の過程と政策的な効果とがどこかで相俟って実を結ぶことになれば良いが、その点はまだ具体的にみえていない状況である。市場環境に期待をかけることは過去にもあり得たが、今回はそれもなかなか難しい気もする。金融機関サイドの資産のリストラと見合うことになるが、結局のところ企業部門のリストラを潜り抜けないと回復の基盤は出てこないかもしれない。そうした点に留意しつつ近い将来景気がボトムを打ち、その中で次の回復を準備するような基盤が少しずつ出来上がっていくことに期待したい。

後藤委員

事務局報告の景気悪化のテンポは和らいできており、底這い圏内に入っている、金融面でも一時の不安感は薄れているという認識に違和感はない。これには公共投資の増加や信用保証の拡大、資本注入システムの整備という政府の施策と本行のオペや担保措置等の政策的なサポートが効いてきていると思う。景気動向指数の一致指数が9、10月と2か月連続で50%を越えた訳であるが、一致指数の上昇は政策関係の指標の回復が主体であり、先行指標については設備投資や最終需要関係の指標はなお弱く、継続的に回復していく力を持っていないと判断できる。また鉱工業生産指数統計をみても、10～12月の予測は前期比ほぼ横這いであり、一致指数が2か月連続50%を上回ったことをもって回復の兆候とみるのは尚早ではないか。暗闇の中に点的に明るさは見えてきているが、底入れにはまだ時間がかかるという気がする。法人企業統計の7～9月も、減収が5期、減益が4期連続という状態であり、設備投資は12%減である。設備投資が持ち直していく前提としては収益の回復が必要であり、それを考えると、やはり底入れにはまだ時間がかかると思う。いずれにしても景気の低下が一旦は緩やかになり、下げ止ってくるが、自律的回復に向かうかどうかは植田委員が指摘されたように消費と設備投資に火が付くかどうかに加え、供給サイドの資本ストックの調整がある程度進むかどうかの両面があるのではないか。

先行きのリスクについては、円高が進行中であるが、最も心配なのは特にアメリカ経済の変調によるドル安、あるいは株安が同時に生じた場合のリスクである。アメリカの実体経済の指標は引き続き結構強いが、内容的には特に家計消費関係が強く、生産、特に製造業関係には陰りの兆しが見えていると思う。従って、現在の貯蓄性向がマイナス、国際収支、経常収支の赤字が大幅に増えていく状態がいつまでもサステナブルであるとは思えない。私はコンシューマー・オブ・ザ・ラストリゾートUSAと言っているが、そこが崩れ、わが国経済の自律的な回復への芽が出かかる前に外生的なショックが生じた場合には大変なことになる。アメリカ経済は現在の状態からは変わるにしても、わが国の景気が多少とも先が見えてくる

まで極力保ってもらいたい。

第二のリスクは企業収益の悪化から、最近の雇用所得環境が非常に厳しくなっていることである。雇用所得環境の悪化がほの明るさがみえてきた現在の状態を打ち消すような消費の下押しを生み出しはしないかと懸念される。

第三には経済の先行きに対するコンフィデンスと関係するが、需給ギャップから為替、海外商品市況、賃金サービス価格が下がるため、物価下落圧力が今後とも続くと考えられる。従って、それが実質金利の上昇という形で今後の景気建て直しの阻害要因の一つになりはしないかというリスクである。

最後に篠塚委員の話に関して、スプレッド貸出のスプレッドをみると、本年の秋口から金融機関は信用リスクに対する評価を細かく行い、それを金利に反映させてきている。量的にも貸出を増大させにくい一方で、企業収益を頭に置いた融資行動をとるためにスプレッドが短期・長期、特に長期がかなり急カーブで上がっている。9月9日に行った誘導金利の引き下げは銀行にそうした収益確保の余地を与えただけだとの意見もあるが、誘導金利を引き下げておかなければ貸出金利の上昇要因がいずれにせよ働いた訳であり、金利はさらに上がっていたのではないか。

速水議長

それでは、ただ今までの現状認識について自由な討議をして頂きたい。

中原委員

二、三付け加えて申し上げる。一つは、アジアの困難な局面はまだ終わっていないと思っている。アジアの問題点は経済成長が日本と同様に設備投資主導型と輸出オリエンテッドで成長してきたことである。この二つがアジアの急成長の基本であるが、それに対する巻き戻しがきており、特に総固定資産の資本形成でみると、アジアでは中国、韓国、台湾、香港、シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン9か国合計のG

D Pに対する比率が93年から97年にかけて35.4%から33.8%と非常に高い比率になっている。同じ時期にアメリカは16.2%から17.5%の間、日本は民間設備投資、政府、住宅を全部合計して28.3%である。アジアは今後最低5年、長ければ10年かけて過剰設備を始末しなければならない。また、アジア9か国のGDPに対する輸出の比率をみると、93年の40.5%が97年には47.4%と非常に高率になっている。これがそのまま維持されることは到底考え難いことである。同じ時期にアメリカは9.8%から11.6%まで上がり、日本は9.3%から11.2%に上がっているが、アジアはそれら先進国の4倍以上の比率になっている。アジアは目先のあやはい色々あるが、健全な経済に戻るまでには非常に長い時間がかかるのではないかと思う。外部からのニューマネーがなかなか流入してこないと思うし、特に設備投資の比率が、恐らく現在の半分程度にならなければだめではないかと思っており、最終的には恐らく自国の貯蓄率の範囲でしか成長出来ない。アジアは目先はともかく中長期的には依然として問題であると思う。

さらに、ヨーロッパは相当厳しくなってくると思っている。特に現在の協調利下げでもお分かりのように、経済が相当下を向いてきている。PPIをみても、イギリスのみが若干プラスであり、他は全てデフレ傾向になっている。また、発展途上国に対する貸出の比率が日本やアメリカに比べて大きく、例えばGDPに対する比率が突出しているのも問題である。例えば、スイスを除いたヨーロッパのアジア、中南米、ロシア等へ向けたオフショア・センター経由の貸出残高は、GDPに対する比率が本年6月で9.6%である。日本が6.7%、アメリカが1.7%であり、アメリカが最も安全である。ラ米に対する貸出も、アメリカの比率は98年6月で僅か0.8%、日本が0.4%であるのに対し、欧州は2.1%と最もエクスポージャーが大きい。アジアに対しては、日本が2.4%であるが、欧州はそれに次いで1.9%、アメリカが0.3%である。そうした意味で、欧州の銀行危機が起きる可能性がある。途上国向けの大きな貸出次第では問題が起きると思う。従って、ある意味でユーロは悪い時期に発足したとみている。一番保ちそうなのはアメリカである。アメリカは製造業、農業関連、あるいは貯

蓄率が0.2%に止まる等の問題点もあるが、株価が堅調でバブルが続いている間に日本は構造調整の最終局面を乗り切らなければならない。それが日本に残された時間的な余裕ではないかと思うし、それが恐らく99年度ではないか。

総括すると、日本をとりまく世界の経済環境は世界的なデフレ傾向に襲われるかもしれない、来年にかけて必ずしも楽観を許さない。そうした中でアメリカだけが頼りになる。アメリカの経済成長率は1.5%程度まで減速するかもしれないが、そのような中で、来年は日本が思い切って構造調整を推し進めなければならない時期である。

速水議長

篠塚委員の貸出金利に関する質問に対して、事務局から答えて下さい。

山本企画室参事

貸出約定平均金利については、ご指摘どおり一貫してほぼ横這いの動きになっている。長期金利について、9、10月を振り返ってみると、市場金利および長期プライムレートは全体として0.2%程度下がっていた。それに対してスプレッドが2か月間で0.1%弱上がっていたが、それだけでは必ずしも説明しきれない。ある程度仮説を立てていくことになるが、大企業の中で企業業績が悪化したために銀行によるレーティングが下げられた先があり、その結果、全体的な貸出金利の信用リスク・プレミアム部分が拡大したことがあるのではないかと思う。ただ、これは検証し切れず、飽くまで仮説である。

植田委員

山口副総裁が後半指摘された論点に関連して議論したい。この先、回復があり得るとすると、如何なるプロセスが考えられるかということで、リストラを挙げられたと思う。これを少し広げて考えると、総需要が拡大する中で全体的に所得が増え、支出が増えるという回復、さらに技術進歩と

サプライサイドからの好材料が起きて回復していくパターンが考えられる。ただ、両者とも確率的に余り高くないかもしれないという認識だとすれば、リストラでコストを下げしていくパターンになるが、その内容がよく分からない。例えば、日本企業の利潤率は、国際的に非常に低い。その一つの解釈は資本が余っていることだと思う。しかし、資本は簡単に捨てられないため、設備投資の抑制を通じて過剰設備を解消していく動きが起きている訳であるが、それでもなおエクセス・キャパシティがあるとすれば、さらに設備投資のマイナスの動きが続いていくと思われる。あるいは、利潤率を改善する別の方法は賃金あるいは労働コストをカットする方向でのリストラであり、この場合は賃金が下がるか、ないし雇用が削減されることになる。いずれの道を進んでも、長期的にはプラスの方向にいくとしても、短期的には非常に厳しい調整プロセスが予想される。リストラを本格的に行うということは望ましいが、短期的にはさらに厳しい局面にいくのではないかという不安もある。その辺りは如何か。

中原委員

私はそうならざるを得ないと思っている。

後藤委員

今回までの8次に亘る経済対策を全部合計すると100兆円の規模になる訳であるが、その効果が出尽くして、なおかつ自律的な回復の糸口が掴めない場合には、税制等も使って資本ストックをかなり調整をする非常に厳しい局面を通らなければならないと思う。来年からは毎年同じような補正予算を組むことはできない。

速水議長

経済構造改革については、橋本内閣が相当絵を画いて、改革していく動きがあったが、現在の内閣で多少元へ戻るような感じがあるのが気になる。当面の景気については、公共投資を増加して、減税を行っていけば良いの

かもしれないが、従来の製造業だけに頼っていく経済運営も、企業における従来型の賃金、ボーナス対応も無理があると思う。適宜レイオフを実行していかないと無理が出てくるはずである。失業あるいは職業転換への対応がすぐ可能になるような組織、システムになっておらず、そうした面も切り替えていかなければならない。4%を超える失業は、確かに日本にとっては非常に大変なことだが、東西冷戦が終り世界全体が戦争なしで産業に力を注いでいこうとしている局面であり、その中で常に4%以下の失業を維持していくことにはかなりの無理もある。金融のビッグ・バンあるいは東京金融市場が新しく育っていき、東京国際金融市場、企業債務の証券化、市場化が進んでいくことになれば、それだけでも相当大きな仕事が出来ると思う。日本のパー・キャピタ・インカムが世界一であるのは、賃金が高くなっていることの裏返しであり、従来のやり方で競争力を保っていくことには無理がある。失業も場合によっては今少し増えるかもしれない。また、パー・キャピタ・インカムが高くなり、賃金が高くなればサービス部門のウエイトが高くなり、第三次産業の比率がGDPベースで80%近くなっていくのが近代諸国の歩んで来ている道であるが、日本ではパー・キャピタ・インカムは世界一の3万2,000~3,000ドル程度であるにもかかわらず、サービス部門は60%程度の構成比に止まっている。これまでの規制その他により、偏ってしまったことは間違いない。伸びていく方向を多様化し、労働力、雇用も流動化していくことが必要になってきている。年金にしても職場が変わればなかなか継続が出来ないといった事情もある訳で、そうした分野も含めて根っこから変えていく経済構造改革が必要である。そうした改革が実現して初めてアメリカが不況の中から立ち上がった時のように大企業からスピン・アウトされた能力のある人が仕事を作り、クリエイトしていくようなことが普及していくのではないか。そうした意味でも、経済構造改革は歩き出したばかりという感じがする。

三木委員

山口副総裁から景気の回復は企業業績の回復からという話があったが、

私は逆ではないかと思う。現在のこれだけの需給ギャップを何により落とすのかとなれば、需要が出てきて解消されるか、今一つは企業のコストダウンにより生産性を上げて埋めるかのどちらかしかない。しかし、需給の方は全く期待しないで、ただコストのみを下げ対応するには厳しい限界がある。従って、総裁の言われるとおり、恐らく来年は否応無しに構造調整を行わざるを得ない局面になると思われ、その際問題になるのは雇用である。それを一体如何に吸収するのが、来年の日本経済の一つの大課題であり、しかも先送り出来ない問題である。アメリカはかつて50%を占めた製造業従業員を現在は25%にまで引下げ、一方で生産性は3倍に上げてあのファンダメンタルズを作り上げてしまっている。日本もまさにそれを来年は何としても行わざるを得ない。その受け皿はやはり新規需要や新商品による需要創出と、受け皿新産業を早く作り上げていくという形で一時的な副作用を克服していくことしかないのではないか。その意味で企業業績よりも、まず先にあるのは需要である。新商品により白物家電等が売れているが、これはある意味では限られた企業、勝ち残った企業であり、同じ升の中で片一方は増え、片一方は減るだけというのが企業の実態でもある。需給ギャップがある以上は、リストラを通じて設備、企業を淘汰していく動きにならざるを得ない。必要なリストラはリストラとしてしっかりと行うが、一方で需要を掘り起こすことにより、経済の持続的な成長に何とか乗せていくように考えなければならない。それをサポートするのも政府と我々金融政策の役割であり、企業との合わせ技ではないかと思う。

山口副総裁

マクロ政策では既に相当色々な、手が打たれている。また、植田委員も私も技術革新のような動きが広がってくれば、大いに助けになるだろうと同時に指摘している訳であり、三木委員のご意見と全く違うことを申し上げている積りはない。ただ、雇用も含め誰もがコストを切り込んでいくことを行うとなると、全部合成すれば相当な縮小均衡になる訳であり、そうしたことだけでは回復へ向けての契機は出てこないだろうと思う。現在採

られている諸々の政策がどこかで巧く接点に達することが出来れば、企業収益の将来についてある種の展望が出てきて、恐らく株価等にも反映されていくのではないかと考えてみた訳である。色々な角度から考えると、やはり相当の産業再編成的な動きが起きてこないつつじつまが合わないかもしれないという気がする。すなわち、ストックの過剰が生易しいものではなく、需給ギャップがGDP対比で10%近くになる程のマグニチュードであると、やはりある産業の中ではプレイヤーが何人か淘汰されなければならないようなことも含む可能性があると思う。

今一つ金融機関サイドの方からアプローチしてみると、公的資金を使ってかなり大きな資本増強が行われた場合、それに見合ったリターンを生むために、金融機関が保有する貸出資産の中身について相当大きなリストラや資産のリターンが大幅に上昇することがある程度時間をかけて行われない限り、資本増強に見合っただけで株価が維持され、あるいは銀行株価が回復していくプロセス自体が非常に難しい。従って、産業における様々な動きと金融機関サイドのバランスシートの中で起きる動きは当然見合っただけで起きる訳であり、全体的に供給力が何らかの意味で調整されていない限り、回復の展望が開けないのではないかとこの問題を提起させて頂いた。

武富委員

供給サイドの圧縮と刷新との合わせ技で需給ギャップを埋めていくことだと思う。結局、供給サイドでもやはり人材や人の技能が重要である。例えば産業の再編や企業の淘汰の中で労働市場に出てくる労働力については、失業給付期間を従来よりかなり思い切って長期化し、その間に新産業や新技術を睨みながら技能訓練を社会的に行っていく、前向きな技術革新とか新産業、ベンチャーにそうした人的要素を結び付けていくような工夫をしてはどうかと思う。これは相当時間がかかるため、循環的なすぐ目先の景気回復のきっかけというよりも、もう少し腰を据えて経済そのものが中長期的に底上げしていくための基盤作りをするということである。そうした努力の過程で循環的な底入れと回復も展望出来ると思う。

山口副総裁

その議論では、構造問題を解決しないと循環的な景気回復の展望も出てこないことになる。

武富委員

そこまでは言っていない。循環的な動きは噛み合っている。循環的な上昇力はあるが、これと構造的な流れとがデフレ圧力の下でぶつかり合ってしまうと、めりはりの効かない循環パターンになってしまうということである。両方を活かしていく必要がある。従って、公共投資は一定の循環的な問題には効果があるが、一方、先程のソーシャル・セーフティーネットという点では、地方の建設業の職を温存するような雇用調整助成金などよりも、むしろ失業保険の給付期間長期化等により労働力の配置を前向きなものに切り替えていく方がコストは安く済むのではないかと考えている。

中原委員

結局、日本の姿はヨーロッパの状況に似てくるかも知れない。ヨーロッパはなぜ弱いのかというと、リストラを相当行っている。M&A、リストラを行っているが、新規事業や新規の技術が出てこない。逆に、労働者が失業した場合のソーシャル・セーフティー・ネットが例えば2年もあることが弱みにもなっている。アメリカの場合にはリストラを行っても、新規技術が出てくるところが違っている。ヨーロッパはソーシャル・セーフティー・ネットが揃っているが、それに安住してしまっている。そうしたヨーロッパもそろそろつけを払うのではないかというのが、私の一つの見方である。日本の場合は、合成の誤謬という話が出たが、企業の立場からは要するに生きるか死ぬかであり、人件費を切らなければだめである。人件費を切り、他の固定費も切らない限りは生きていけないため、やはり幾つかの会社が退出、あるいは吸収される事態が当然起きてくる。土地も株式も含みがなくなっている訳であり、経営者としては座して死を待つかり

ストラを行うしかない訳である。そうした意味では当然合成の誤謬も起きるかもしれない、非常に厳しくなると思う。その場合、経営者としては政府の政策等に甘えてしまうところがある。そこが日本の経営者のこれまでの非常に悪い点である。しかし、今後は後藤委員も言われたとおり、10兆円だ16兆円だ24兆円だと次々と打出していく訳にはいかない。財政の面からは完全に制約が生じてしまう。従って、やはり今回の24兆円の財政支出が最後だと認識した上で、肚を括ってリストラを行わなければならない。その結果、恐らく来年は非常にシビアな事態になるのではないかと考えている。

長期の経済発展理論からみれば、技術革新も人口の増加もあるし、生産性の向上もある。そうしたことは分かっているが、やはり目先はリストラにより余分のキャピタル、余分のマンパワーを切り捨てなければならない。その意味で、日債銀が今般のような方法で退場させられたのは日本経済にとって非常に良いことだと思わざるを得ない。

三木委員

日本の製造業は世界に冠たる製造業であり技術的には強い。しかし、構造的にギャップがあり、さらにリストラをせざるを得ないとなれば、結局先ずは人件費を削減していかざるを得ない。そうすると副作用としても景気が大きく下落し、手が打てないままに底這いになるのを誰もが待つことになる。ともかくこれ以上落ちない局面まで来れば、政府に依存するだけでなく、自らの企業努力で立上ることが出来る様になる。ようやく現在はそうした局面にきたのではないかと思われ、企業の自助努力、リストラ努力を行わざるを得ないという気がする。

アメリカは逆に中南米やロシアや東南アジアを含めて年間3千億ドルの貿易赤字を出しながら支えている訳であり、この間にわが国も輸出で支えなければならない。

速水議長

私が、3～4年前同友会の代表幹事であった頃、アメリカの
が
ディレギュレーションを10年間行った結果、上位500社が減り、その代
わり1200万人のジョブ・クリエーションが起きたといていた。要する
に、競争し合い、リストラもレイオフも行い、スピアウトもしていく訳
であるが、そうした人達が自らで仕事を興していったのが1200万人であ
り、これは500社の中にほとんど入っていない。日本でもそうしたことを
狙ってディレギュレーションが始まった。規制撤廃としたかったが、規制
緩和にされてしまったように中途半端である。今少し思い切って実行して
いかないと先延ばしだけになってしまう。

後藤委員

中原委員からヨーロッパの話が出たが、最近目につくことが三つある。
一つは大陸の社民勢力が次第に強くなってきて、ヨーロッパ労働市場の硬
直性が指摘されるようになってきたことである。二つ目は極く最近ヨー
ロッパの株も若干バブル的な水準になってしまったのではないかと心配
する記事が出始めていることである。三つ目はECB総裁を始めとして強
すぎるユーロは望まないと、ドルに対してユーロがオーバー・バリューに
ならない方が良くという警戒信号を出していることである。

速水議長

通貨の問題についてはECBのドイセンベルグも確かに余り強くなる
と脱落者が出てくるため、強くなるはずはないと発言していた。それでも、
やはりあれだけインテグレートしてまとまっているし、先程中原委員も言
われたようにアジアにも相当投資している。失業は平均しても二桁近いが、
そうした経済の困難を克服しながら運営している。

私の長年の持論を聞いて頂きたい。ここで多少円高になると、輸出産業
では収益が減少し、輸出も減るかもしれないが、現状程度の円高であれば、
むしろ円通貨への信認という見えざるプラスの方がはるかに大きいと思

う。134 円、140 円あるいは 150 円になるかもしれないと予想されていた時には、海外の目は日本経済を信用する気持ちにはなれないということであった。輸出は確かに伸び悩むかもしれないが、通貨がしっかりしていることは日本経済の目に見えない非常に大きな信認になる。通貨が弱い局面ではジャパン・プレミアムなどは消えるはずがない。その点を考えて頂きたい。かつてのニクソンショック以来、一貫して日本の為替に携わってきた経験からみても通貨が強いことは決して国益に反するものではない。行き過ぎは別である。メキシコ危機の際に 80 円になったが日本に一時の逃げ場を求めてきた資金が円を買ったために行き過ぎが起きた訳である。あるいはオイルショックの際の弱さは別だが、現在の 110 円台、120 円前後で推移している相場は市場が決めている訳であり、私は中央銀行の立場としては強目になっていくのを余り歓迎しない姿勢をとりたくない。円が強いことは国益に反することではないと言っている。確かに国内の需要に対してはマイナス要因であるが、その他の面で非常に大きなプラスであることを認識して頂きたい。今日、2~3 人の方からご発言があったが、115 円で余り文句を言うべきではない。この程度強い円であれば、円で海外投資も出てくるであろうし、海外投資が出てくれば日本の需要にはならないかもしれないが、必ず日本との貿易が増えていく等、色々な形でプラスになっていく。そうしたことを全体として考えると、この程度の通貨の強さで円のインテグリティが守られていく方がプラスであると申し上げたかった。

中原委員

総裁の発言は非常によく分かるが、決して悪い意味で申し上げた訳でない。

速水議長

100~95 円の頃に、同友会の代表幹事として輸出関係の製造業から色々な文句を言われたが、今になってみれば私の主張が間違っていなかったと皆

さん言われる。やはり 100 円を割り始めた頃から円高デフレ、円高不況と
いって大騒ぎされていたが、100 円を割るのは少し強すぎるとしても、市
場はある程度の水準に達すると調整が付く。円が強目である方がインビジ
ブルな日本に対するメリットが大きいということを色々なケースで十分経験
してきた積りである。

三木委員

100 円程度の局面では、信認ということを考えるとそうだと思う。従っ
て、企業もそれに対応すべく国際競争力をつけようと努力した。しかし、
79 円になった時点でも同じことを言われたため、非常に問題だと思った。

速水議長

100 円台の時、
とは大論争したが、今になってみれば私
の認識は間違っていなかったと言って頂いている。

中原委員

為替相場は色々な要因で決まるため、コントロールできない。現状は完
全に円高の方向に転換しており、嫌でも速水論が正しくなる。しかしなが
ら、良いか悪いかの価値判断になると別の要素がある。円のレベルはその
時々のファンダメンタルズによって決まる訳であり、円高が良い局面もあ
るし、円安が良い局面もある。

速水議長

ボルカーもかなり以前からネガティブ・ターゲット論者である。為替が
トレイダブルでない水準にまで変動してしまった場合には関係国で話し
合い、目立たないように会議をすれば良く、そうでない時は余りポジテ
ィブなターゲットを作らず、市場に任せておけば良いという立場である。私
も同感である。

山口副総裁

私は生産性の上昇をバックにした円高は極めて結構だと思うが、常に円高が良いとはなかなかいかない。

速水議長

先般の円の弱さは日本経済に対する不信感なり、金融システムに対する不信感によるものだと思う。

三木委員

安定させて欲しいということである。山口副総裁が言われたようにリストラ等の進展に対応した為替はファンダメンタルズに見合って値を付けるが、付けた途端にヘッジ・ファンドが動き、投機的に相場が動かされてしまう。これでは企業は潰れてしまう。

山口副総裁

それは又違う問題だ。

速水議長

内需が弱いため輸入が少ない。

中原委員

メーカーの立場と商社の立場は全く違う。

速水議長

私は両方経験したが、現在は中央銀行の立場で物を言っている。

藤原副総裁

為替について色々な意見があるのは良いことだと思う。私は哲学的定見は持っていないが、結局ファンダメンタルズが最終的には為替の相場に反

映されるという理解で良いのではないか。余り急激に乱高下するのはどうかと思う。自ずと実力を反映した水準に収散されていくものではないのか。

速水議長

市場とはそういうものである。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に、当面の金融政策運営方針について各委員に意見を述べて頂きたい。武富委員から願います。

武富委員

当面の金融政策は現状の緩和姿勢を維持する運営で良いと思っている。景気は大底圏内に入っているが、まだ物価がそれに見合って上昇に向かうところまで至っていない点が多少気になる。物価の現状は確かに財貨、サービスの供給側にとっては増収を通じて企業収益を回復するに当たって厳しい条件であり、資金調達側にとっては実質的な調達コストが高くなってしまいが、先程来議論されている日本の構造転換との絡みからは、物価の現状は最も端的に日本の構造転換の必要性を通告してきていると思う。これをデフレ・スパイラルとのみ捉えるのではなく、そうした側面にも着目した方が良い。物価はまさに我々に構造転換が必要だというメッセージを伝えている訳であり、人為的に為替相場をファンダメンタルズと違うところに設定するのが不適當なのと同じ様に、物価を人為的に何かの目標水準に据えようとするのは自然に起きようとしている日本の構造転換へのエネルギーを削ぐことにもなるかと思う。従って、為替をある程度自然にするのと同様に、物価についてもある程度自然に放置する側面があつて良いのではないか。

三木委員

三点申し上げる。一つは長期金利の問題である。確かに4月から8月までの長期金利は1.8%~1.3%程度の水準で推移し9月9日の政策変更を境に0.7%まで低下したが、昨日は1.275%まで戻ってきてしまった。これがさらに進むようになると問題である。現状では、なお不安定な金利変動の範囲内の動きと受け取れなくもないが、仮にさらに進む場合には、如何なる対応が有効にワークするのかを検討しておく必要があるのではないか。

二番目は金融機関破綻処理等に絡む本行財務の健全性と流動性の問題である。本件については、政策委員会メンバーを始め、執行部も含めて反省すべきは反省し、今後の対応をさらに詰めておく必要があると思っている。三番目に、当面はCPオペの拡充に続いて臨時貸出制度を年内にスタートさせ、社債等担保オペを固めて実行に移し、その成果を見極めていくことだろうと思われる。従って、金融政策については今回は現状維持でいきたい。

中原委員

来年度は恐らく企業リストラの正念場になると思っている。従って、経済情勢はさらに一段と悪化する危険性がある。執行部から巨大な需給ギャップが存在する中で、物価の下落が継続ないし速まる恐れがあるという指摘があったが、私が最も恐れているのは名目GDPが減る、企業の売上がマイナスになる、名目所得もマイナスになるといった形で、名目ベースでマイナスになっていく場合である。アメリカの29年の大恐慌の最大の教訓は名目GDPのスライドダウン、企業売上高のスライドダウン、あるいは名目所得の下落を止めることにある訳であり、そうした観点からマクロの金融政策を打たなければならない。

前回はCPIがゼロになるようにと申し上げたが、ネガティブな名目GDPをフラットにさせたい、ネガティブな売上高も極力ゼロになるようにということであり、いずれにしても名目GDPをゼロにするための方策が

必要である。これはインフレーターゲティングではなく、ゼロターゲティングと言っても良いが、要するにニルに戻すことが必要である。そのためには二つの方策がある。一つは一層の金融緩和を図るということであり、今一つはベースマネーの増加率を高めることであると思う。これまでの議論では、ベースマネーを増やすことはさておき、コールレートで一層の下方調節を図ることは可能だと思われるため、コールレートの一段の引き下げを提案したい。

篠塚委員

私は三点申し上げたい。第一点は既に先程から議論に出ているが、これから来年にかけて企業による一段の雇用リストラが避けられないと思うこと。それに対するセーフティー・ネットに関しては武富委員とほとんど同じ考えであり、金融政策でやり得ることではないと考える。しかし、今回の 24 兆円の経済対策における雇用関係の支援は僅か 1 兆円であり、しかもその支援内容も構造的な産業構造あるいは就業構造等を変えるようなものではなく、現状の失業者に対していかにして雇用調整助成金を出すかというものに止まっている。今後一段のリストラが行われるのに対しては構造的な面でのセーフティー・ネットを整備したうえでなければ、一段の解雇は出来ない。そうした意味で、金融政策の問題からかなり手を離れていると認識している。

二点目は日本銀行が 11 月 13 日に行った企業金融支援の効果を良く見守り、仮に金融機関が企業に対する貸出を行ううえで 0.5% というレートが相応しくないのならば、引き下げも検討し得ると思う。いずれにしても 11 月 13 日に行った企業金融支援の効果を見守りたい。

三点目は先程来、長期の貸出約定平均金利が 9、10 月と高目になっていることについて皆さんからお答えを頂いたが、この状況についてまだ納得できない。山口副総裁が指摘されたように、確かに金利面だけで信用リスクの問題を是正出来ないのは分かっているが、長期の約定金利は、平成 9 年の秋口からスプレッド幅が大きく拡大してきており、金融緩和を行った

本年9月前後からもそうである。最終的な金融機関の運用金利は上がっているが、市場金利は低下している。新長プラの引き下げもあった訳であるが、それを上回るスプレッド幅の拡大や、貸出構成の変化がみられる。今後もスプレッド幅が拡大していく方向性は避けられないのではないかと。従って、今後とも検証していかなければならないが、9月の金融緩和に伴い市場金利は下がったものの、それを上回ってスプレッド幅の拡大があった訳であり、緩和した意味はなかったのではないかととも思う。従って、結論は従前と同じであるが、9月の金融緩和の効果についてはまだ疑問であるため、現状維持ではなく、現状の誘導金利水準については態度を保留したい。

植田委員

实体经济に関する現状認識としては、当面急速に悪化してしまう状況ではなくなったということで各委員大体一致していたと思う。ただ、不確実性が高いため、来年の後半頃から再度下落し、それに伴って物価も一段と下落するリスクも抱えている。それを前提とした上で、そのリスクをどの程度シリアスなものとするか次第ではあるが、ある程度金融政策のラグも考えればフォワード・ルッキングに手を打ちたいという、例えば中原委員のような案も理論的には考え得ると思う。その他のファクターとして、その過程のどこかの局面で物価だけではなく、金融市場周りに現在予想されているあるいは予想されていない危機があり得るとすれば、それに備えておきたいということもある。ただ、何かアクションを採るとなると、打つ手がいよいよ限られてきているのも事実である。従って、それが効果を本当に持つことが望ましい訳であり、かなりの工夫が必要だと思う。9月以降これまである程度の策を打った直後であることを総合的に勘案すると、現状維持が私の判断である。

藤原副総裁

改善の材料が出てきたとしても、これが直ちに経済を回復の方向に導く

力には乏しいと思う。コンフィデンスの回復により今後さらにそうした動きが広がりを持ってくるかどうかを見極めることが重要である。当面は現在の金融調節方針を維持し、オペや貸出面での新たな措置の利用状況やその効果を含めて注目していきたい。現状維持である。

山口副総裁

私も現状維持で臨みたい。現状は景気の取り敢えずのボトムが漸くみえ始めてきた訳であり、仮に近い将来景気が底を打ち、その時点でまた公共事業なり減税なり、あるいは資本注入の効果を含めて金融政策以外の分野である程度大きな措置が出動状況に入っていくことはほぼ明らかであると思われる。現状はそうしたことの効果を今少し見極めて良い局面だと思う。

後藤委員

私も財政金融政策の効果がこれから現れてくる局面だと思うし、11月13日のオペ担保措置をしっかりと行いながら現状の緩和姿勢を維持することだと思う。なお、現在の長期金利の動きは flight to quality に少し振れ過ぎたものの巻き戻しの部分があると思っている。やはり景気の先行きに対するマーケットの考え方がある訳であり、この点は今後も注意深くみていく必要がある。

速水議長

それでは、私の見解を述べさせて頂く。結論から申し上げますと、金融市場調節方針については現状維持を支持したい。最近の経済情勢をみると公共投資が大幅に増加していること、これまで急速に減少してきた生産が弱含み横這い圏内の動きに転じつつあるのではないかとと思われるなど、景気の悪化テンポが和らいできていることを示唆する材料が多少は見られ始めている。また、個人消費についても消費者のニーズを上手く捉えた一部家電製品の売上が好調であったり、消費税の還元セールといった戦略的な

値引き販売について消費者の反応が意外に良いといったこれまで余りみられなかった動きが極断片的には出てきている。また、先般の緊急経済対策や金融機関への公的資本注入がまさにこれから本格化していく局面にある。日本銀行が9～11月に実施してきた措置についても、その性格上目に見えて直ちに最終需要を押し上げる直接的な効果はとても望み難いとしても、経済の下支えに資する環境作りとして一定の効果が期待できるのではないか。こうしたことを考えると、最近みられるように極小さな変化が少しずつ積み上がり、家計や企業の自信が徐々に戻っていく可能性もあり得るのではないかと思う。

そうは申しても、経済活動の源泉である企業収益は昨日の短観をみても企業規模を問わず幅広い業種にわたって大幅な減益となっている。また、雇用環境についても公共投資の増加が目先何某か下支えに働く可能性があるが、全体としては当面かなりの厳しさが続くことが予想される。賃金の面でも今年の冬のボーナスが極めて低調であったことに加え、来春のベース賃金についても比較的悲観的な予想が強まっている。これらを考えると、企業・家計のいずれにおいても所得面から支出を抑制する力が少なくとも当面は相当強く働くことが見込まれる。

さらに金融面についてみると、年末の資金繰りに大筋目処がついたこともあり、一頃に比べ市場は小康状態となっているように思うが、年度末に向けて企業が資金繰りに自信を持たない不安定な状況が続いていることには違いない。金融システムについても主要行の多くが公的資金の受入を表明していること自体は重要な進展であるが、これが実際にどういう形で金融機関の前向きなリスクテイクを高める方向に繋がっていくのか、現時点では明確な道筋はまだ見えてきていないと言うべきかと思う。前段階である不良債権の処理、切り離しですら地価が再び軟化していることもあって、なお明確な姿で見えてきていない。金融機関のリストラや再編に向けての取組みも個々にみれば様々な動きが出てきているが、これが本当にわが国の金融産業の再生へ向けての大きなダイナミズムの第一歩なのかどうか、今少し状況を見ていかないと分からない。結局以上を総括すると、

先行き景気回復に繋がるかもしれない極小さな芽が全く見当たりもしなかった状況から多少は見られるようになってきたという変化はあるが、大きな構図としては経済に働く負のモメンタムは金融面からの影響も含めてなお相当に強い状況にあると言える。その意味で、先行きの不確実性が非常に大きいという点で大筋前回までの見方を変える必要はないと思う。従って日本銀行としては先ずは先月決定したオペ貸出面の措置を年度末の資金繰り円滑化に向けて進めていくこととし、金融市場調節方針については、これまでの思い切った金融緩和スタンスを維持しながら引き続き金融市場の安定に努めていくことが適当であると思う。

これまでの討議を踏まえて金融政策運営について追加的にご意見ご議論がございましたら、自由にご発言下さい。

経済企画庁からご意見がありましたらどうぞ。

新保経済企画庁調査局長

先程皆さんが議論されていたように、底打ちへの期待感が高まりつつあると思うが、明確に回復の目処が立ったという状況ではない。その中で、信用保証の拡充に伴い貸し渋り現象が多少緩和したという情報も一部にあったが、今回の短観をみると12月、3月末にかけて貸出態度が却って厳しくなる状況と出てきているのが懸念される。また、金融システム不安は完全に払拭されていないため、再び融資状況が厳しくなるリスクを抱えたままの状況であり、流動性供給をしっかりと行って頂くことが依然重要な状況であると思う。

速水議長

それでは、議長からは現状維持を提案する。従って、議案提出は中原委員と私ということで事務局から議案を読み上げてください。

[事務局より議案配付]

山本企画室参事

まず、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通りとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的に消費者物価（総合）の年平均の変化率（注）を1%程度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0.10%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。（注）消費者物価指数12か月後方移動平均の対前年比。」次に、議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記の通りとし、別添の通り公表すること。記、無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持する上で必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」次に、別添が議長案の対外公表文案である。「別添。平成10年12月15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）。」。

速水議長

それでは採決に入りたい。

中原委員

提案理由を申し上げたい。前回と今回の提案の違いは、一つはCPIを0%から1%に変えたことである。これは本行の金融研究所の研究によると、CPIでは大体0.9%程度のアップワード・バイアスがあるということであるので、ゼロとすると大体1%になるからである。また、一時点では適当でないため、12か月の後方移動平均で判断しようと考えた。いずれにし

でも中期的に1%程度を示現するように落ち着いていくことを期待するという意味である。そのために行う手段は先程申し上げたようにベースマネーもあるが、中央銀行の伝統的な金融政策に鑑み、前回提案した0.15%から一層下げて0.10%としたいという提案である。来年度にかけて回復の芽が幾つか見られているような節もある。アメリカも調子が良い。反面、日本の来年はリストラの正念場になる。デフレも激化する恐れがある。物価も下がる恐れがある。そうした中で次の景気回復の手を打つ場合、30兆円、40兆円といった財政の出動は出来なくなるため、この機会に手遅れにならないよう思い切って大胆な手を打つべきである。これを行っても実効が出てくるまでには半年前後かかると思うので、巧くいけば来年度の後半以降の空白期に効果が出るのではないかと考え、提案した次第である。

[政府からの出席者退室]

速水議長

何か他に意見はありますか。それでは採決に移りたい。ただ今事務局が読み上げた議案の順に採決することとするが、異議はありませんか。

[全委員が賛意を表明]

まず中原委員からの議案について事務局は議案を持ち回って決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[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、中原委員案に対しては、賛成 1、反対 8 である。

速水議長

中原委員の議案は否決された。次に、議長提案について採決したい。事務局は議案を持ち回り、決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

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。ただ今の議長案採決の結果は、賛成7、反対2であった。反対は篠塚委員、中原委員であった。

速水議長

それでは、7対2の賛成多数で可決された。なお、篠塚委員、中原委員は反対理由を明確にしておかれるということであればどうぞ。

篠塚委員

景気底打ち期待の実現には、一段の雇用リストラが前提にあると思う。その場合には雇用のセーフティー・ネット面での対応が不可欠であるが、これには財政でなければ対応出来ないと考えている。また、長期に及ぶ超低金利の効果について疑問を持っているため、議長案は支持できない。

中原委員

反対の理由は先程申し上げた提案理由に尽きているが、一つは現状の金融政策では物価下落という日本経済にとって最もクリティカルな事態を食い止めることが出来ない点である。第二にこれまで色々手を打ってきたが、GDPの前年比は実質で4四半期、名目でも3四半期連続してマイナスになっており、金融政策としてもさらに何か考えなければならない状況にあって現状では不十分なことである。その他の理由は先程の提案理由と重複するので割愛させて頂く。

[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 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で、宜しく願います。

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、採決に移る。金融経済月報のうち最初の 3 ページが本委員会での正式な決定事項になる。本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。まず、調査統計局早川課長と、企画室山本企画室参事からポイントを説明してもらおう。

早川調査統計局経済調査課長

今回は、「最近のわが国の経済情勢をみると、公共投資増加などから、悪化テンポが幾分和らいできているように窺われる。」とまとめる案を出している。ここ数か月間、「経済情勢は全般に悪化している」あるいは「悪化を続けている」という表現を続けてきた訳である。しかし、各論部分で幾つかの改善点がみられること、生産指数だけで考えれば今少し以前から下げ止まりの感じがあったものの、10 月、11 月辺りは海外経済情勢や企業金融に非常に大きな心配事が沢山あったために控えていたが、一応の小康状態は保っていることを踏まえて、総論をこのように変えたということである。

各論部分については、それぞれ事実即して若干の変化を加えてある。例えば、純輸出等については、以前と比べて書き振りが「増加基調にある」と若干断定的になっているが、最近の数字等を反映したものであり、少しずつ色々な部分で変化を表わしている。勿論、最終需要について設備投資は相変わらず厳しい状況にあるし、所得形成に関しては依然として厳しい

と判断しているが、最終需要それぞれに若干の変化があり、在庫調整も進み、生産の減少テンポは緩やかになってきていると判断している。企業金融に関しては、「一部には改善の兆しもみられるが、なお不安感は払拭されていない」と評価している。

先行きについては、全体を総括して従来「生産・所得・支出を巡る循環は、マイナス方向に働いている。」という表現をしていたが、生産の減少も以前のような感じではなくなっているため、今回は「企業・消費者心理は引き続き慎重化しており、民間需要が回復に向かう動きはみられていない。」としている。先行き部分に関しては、判断を特に大きく変えた訳ではないが、幾つかの事実の進展、あるいは現状評価の変化に合わせて表現を変えている。繰り返しになるが、「緊急経済対策が実施に移されれば、来年度上期にかけて公共投資を中心に経済を下支えしていくとみられる。また、日本銀行による金融面からの措置や、政府の貸し渋り対策も、徐々に効果を発揮していくことが期待される。」。ただ、企業収益や家計所得が悪化の方向にあることに加え、「企業金融面における制約要因もなお暫くの間は作用し続けるとみられることなどを考えると、民間需要が速やかに自律的な回復に向かうことは展望し難い。」と判断している。従って、「景気回復を確実なものとするためには、金融システムの早期建て直しを含め、企業や家計が経済の先行きに対して自信を取り戻し得るよう、さらに環境を整えていくことが重要である。」と結んでいる。

物価については、基本的には判断を変えていないが、消費者物価に関して、生鮮食品を含めた総合では最近前年比がプラスになっているため、その事実を踏まえて「前年比でみて僅かながら上昇となっているが、それを除いてみれば、基調として軟調に推移している。」という表現にしている。その後の表現は、若干「景気悪化テンポは和らぐ」ということを加えただけであり、特に情勢の変化を表わした表現ではない。

山本企画室参事

金融面については、全般的には秋頃にあった不安感は徐々に落ち着きを

取り戻しつつあるが、年度末にかけて引き続き企業、金融機関に対する信用リスクに対する警戒感が根強いというトーンで纏めている。すなわち、金融面をみると、「ジャパン・プレミアムやユーロ円金利はピークアウトしてきており、短期金融市場において一頃強まった不安感は、徐々に落ち着きを取り戻しつつある。もっとも、来年3月期末を越える市場金利はむしろ上昇気味となっており、流動性リスクに対する市場の警戒感は引き続き根強いことが窺われる。」としている。

第二パラグラフでは、先日配付の資料から一つ修正している。先日は「株価は10月をボトムに持ち直しており」としていたが、かなり反落したため、長期国債に言及した記述をベースに検討頂きたい。具体的には「長期国債の流通利回りは、11月下旬以降反発している。一方、株価は、10月をボトムに大きく反発したあと、ごく最近は、再び弱含んでいる。」。ここまでが修文したところである。次に「イールド・スプレッドも、依然極めて低水準で推移しており、経済の先行きに対する市場の見方は引き続き慎重なものにとどまっている。」としてある。

後段は金融の量的側面である。「企業は、資金調達を巡る厳しい環境や来年3月における社債の大量償還を踏まえて、手許資金を厚めに確保しようとする動きを一段と強めている。一方、民間銀行は基本的に慎重な姿勢を維持している。」。こうした中で、年末に向けての企業金融は、政府の措置、日本銀行の措置を背景に「一頃みられた逼迫感が幾分和らいできているようにみられる。もっとも、企業の資金調達を巡る環境が依然厳しいものであることには変わりがない。」。最後のワンセンテンスは前月と同じであり、「こうした企業金融の動向が、今後、年末から年度末にかけてどのように進展し、企業活動や実体経済にどのような影響を及ぼしていくか、引き続き十分注意してみていく必要がある。」である。

三木委員

最初の総論で、前月は「依然として悪化を続けている。」としていたのに対し、今月は「悪化テンポが幾分和らいできているように窺われる」と

しているが、「幾分」は要らないのではないか。「悪化テンポは和らいできているように窺われる」とすれば良いのではないか。

早川調査統計局経済調査課長

「窺われる」であれば、「幾分」は不要とのご指示ですか。他の方は如何でしょうか。

中原委員

まさに「幾分」だと思う。「和らぐ」という言葉が良くない。テンポが和らぐとは、日本語になっていない。

早川調査統計局経済調査課長

悪化テンポが和らぐというのは、ここ何か月間か使用しており、皆さんのご支持を頂いたものと理解している。

中原委員

それではいけないと思ったから申し上げている。その「和らいで」の他に、個人消費の「やや弱含んでいる。」という記述があるが、これまで一進一退とか、一進二退とか表現していたのがこれに変わったのは、汝の意思奈辺にありと言いたい。

早川調査統計局経済調査課長

二点目にお答えする。前月は「このところやや弱さが目立ってきている。」と書いた。ご承知のとおり、10～12月は特別減税が切れてくることに加えて恐らくボーナスも悪く所得環境が悪くなっていくなど、どちらかという個人消費に関して弱い数字が続いていた状況であったため、「このところやや弱さが目立ってきている。」と書いた。しかし、ごく最近については、決して強いとは思っていないが、個人消費の中に幾つか改善している数字もあるため、やはり「総じてみればやや弱含んでいる。」とい

う程度が適切であろうと考え、このように書かせて頂いた。

中原委員

調統局は一進一退とか、一進二退とか巧いことを言っていたが、現在は
どういう状態なのか。

早川調査統計局経済調査課長

やや弱含みであり、一進一退よりは多少弱い、一進 1.2 退程度の状況で
ある。

村山調査統計局長

私も最終的にチェックした立場から同じ感じを持っている。当面の個人
消費についてはまさしくそのとおりだと思う。

早川調査統計局経済調査課長

「和らぐ」については、如何いたしますか。

藤原副総裁

テンポについてであれば、それを受ける述語は「緩む」ではないか。

中原委員

テンポであるから緩むとか、遅くなるとかではないか。

早川調査統計局経済調査課長

従来「今後は、総合経済対策や今次金融緩和の効果が見込まれるため、
これまでのような経済情勢の悪化テンポは次第に和らいでいくことが期
待される。」と書いていたことを踏まえて、一応それが僅かに現れてきた
ということで、「幾分窺われる。」と表現している訳である。和らいでい
るという方向感委員方の議論を伺っているとほぼ合意が得られている

と思うが、その程度については若干のニュアンスの違いがあるので、その辺は議論のうえ決定頂きたい。

藤原副総裁

テンポであれば、衰えるとか、弱くなっているとか、緩んでいるとか、遅れているとか、落ち着いているとかであるが、いずれも適当ではない。

中原委員

落ち着く位が適当かと思う。

三木委員

「幾分」を入れたら「窺われる」は要らない。

藤原副総裁

そういう感じはする。

早川調査統計局経済調査課長

重複感があるのであれば、「幾分」を削るのは全く差し支えないが、中原委員はむしろ「幾分」であると主張されている。

中原委員

「窺う」というのは非常に謙虚な言葉である。

三木委員

「幾分」を残すのであれば「窺う」は要らないのではないか。

藤原副総裁

落ち着いているだけでは意味がない。制限的な意味がないとニュアンスが出ないため、「やや」とか「幾分」とかをつけた方がいい。

中原委員

「みられる」ないし「窺われる」と入れた方が良いのではないか。断定してしまって良いのかどうか。

早川調査統計局経済調査課長

「窺われる」を削ることで如何でしょう。

三木委員

どちらかだな。

速水議長

「悪化テンポが幾分和らいでいる。」。

中原委員

両方入れた方が良い。断定してしまって良いのかどうかである。

速水議長

「悪化テンポが幾分和らいでいるように窺われる。」これで宜しいか。

三木委員

いや、「幾分」を残すのなら「窺われる」を削って、「悪化テンポが幾分和らいできている」のいずれかである。

中原委員

しかし、物価については「和らぐものとみられている」となっている。

三木委員

先程からの皆さんの意見を伺っていると、「窺われる」ではなくて、や

はり「和らいできている」ということである。「幾分」は残して結構である。

後藤委員

「窺われる」を残した方が良いような感じがする。

中原委員

そう思う。断定できない訳だから。

三木委員

「窺われる」を切った方が良いのではないか。

後藤委員

「和らいでいる」というのは、元々「幾分」というニュアンスが入っている。「悪化テンポが和らいできているように窺われる。」の方が良い。

速水議長

「幾分」を消して「和らいでいるように窺われる。」か。

藤原副総裁

「幾分」は入れた方が良いと思う。

山本企画室参事

今までの全体的な感じからすると、「悪化テンポが幾分和らいできている」もしくは「悪化テンポが幾分和らいできているようにみられる。」でいかがか。

早川調査統計局経済調査課長

「みられる」とするのも良いかもしれない。

中原委員

「みられる」であれば、物価についての文章と同じである。

早川調査統計局経済調査課長

「みられる」にすると「窺われる」よりは少しフィットするのではないか。

速水議長

「幾分和らいできているようにみられる。」。

三木委員

これはタイトルであり、やはり日銀の姿勢として自信をもって出さなければならぬ。

武富委員

仮に判断を間違っても「する」という姿勢を取るか、やはりヘッジをするかというのであれば、これはやはりヘッジである。「窺われる」が良いと思う。

三木委員

窺っているというような感じではない。

武富委員

完全に意見は割れている。採決には値しないと思うが。

速水議長

「和らいできている」で切るか、「ようにみられる」か。

「公共投資増加などから、悪化テンポが幾分和らいできている」の方が良いと思う方は挙手願います。

(過半の委員が挙手)

早川調査統計局経済調査課長

それでは、「最近のわが国の経済情勢をみると、公共投資増加などから、悪化テンポが幾分和らいできている。」としたい。

和らいでいるという判断自体に自信がないのではなく、やはりまだかなり悪い状況にあるため、単に極力トーンを柔らかくしたいという気持である。

速水議長

物価については「和らぐものとみられるが、」で良いのか。

早川調査統計局経済調査課長

「和らいでいくとみられるが、」にするか。

中原委員

「いく」かは将来の話であって分からない。「きている」というのは現在形である。

速水議長

これはこのままで良いか。

山口副総裁

「今後は、」の部分か。

後藤委員

これは時点としては、今後の話であろう。

早川調査統計局経済調査課長

先の話である。

後藤委員

前段で「幾分」が残ったのであれば、ここは「悪化テンポは和らいでいくものとみられる」ではないか。

速水議長

「和らいでいくものとみられる」にする。

早川調査統計局経済調査課長

「今後は、公共投資の増加などから経済情勢の悪化テンポは和らいでいくものとみられるが、」と修文させて頂く。

中原委員

それを英語で言えば「is going to」が入るか、「will」だけかという違いである。

早川調査統計局経済調査課長

「going to」という強い言葉はあまり使わない積りである。

速水議長

それでは、採決する。事務局は、最終的な基本的見解を持ち回って委員から決裁を受けた後、その結果を報告して下さい。

[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

小池室長

報告する。ただ今の採決の結果、賛成 9、全員一致であった。

速水議長

ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、仮に必要が生じた場合には後段の背景説明の部分は執行部で修文させて頂きたい。本件の対外公表は 12 月 17 日木曜日の午前 9 時 20 分に行く。

Ⅶ. 平成 11 年 1～6 月の決定会合開催予定日の決定

速水議長

最後に、来年 1～6 月までの半年間について、決定会合開催予定日の承認を行いたい。決定会合の開催予定日は先行き 6 か月の日程について 3 か月毎に承認頂いたうえで、対外公表することになっている。従って、1～3 月分については 9 月末に一度暫定的に公表しているため、今回はそれを改めて確認して頂くことになる。また、4～6 月については今回新たに日程を決めることになる。以上 1～6 月の半年分について、既にお配りしてある日程で如何か。

[全委員が賛意を表明]

それでは、異議がないようであるので、政策委員会としては、これを承認することとしたい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

VIII. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は年明けの1月19日火曜日に予定している。

(午後3時28分閉会)

以上