

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年1月19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）（注）

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）

（注）速水議長は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、9:01～9:17の間、会議を欠席した。この間、藤原副総裁が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

政府からの出席者：

大蔵省 武藤敏郎 大臣官房総務審議官
(9:01～15:34)

経済企画庁 新保生二 調査局長 (10:33～15:34)

(執行部からの報告者)

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事（企画第1課長）	山本謙三

(事務局)

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	門間一夫

I. 開会

藤原議長代理

ただ今より金融政策決定会合を開催する。

(午前9時1分開会)

本日は速水議長が月例経済報告閣僚会議に出席している関係で本会合に遅参されるため、それまでの間私が議長を務めさせて頂く。本日の取り進め方を申し上げておく。まず、金融経済情勢等に関する執行部の報告から始めてもらう。次に、委員による討議を行ない、その討議を踏まえ当面の金融政策運営方針を決定する。さらに、金融経済月報に掲載される経済及び金融情勢に関する委員会としての基本的見解を取りまとめ、最後に前々回会合の議事要旨の承認を行なう。なお、本日政府からの出席者として大蔵省から武藤総務審議官、多少遅参されるが経済企画庁から新保調査局長が出席される予定とのことである。最後にお断りしておくが、会合の中で出された意見や発言等はすべて記録することを前提とする約束であり、委員及び政府からの出席者におかれてはそのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

藤原議長代理

それでは、金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移る。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-1)

山下金融市場局長

資料1「金融調節と金融市場動向」に沿って説明する。前回会合以降、国内市場では長期金利が年末にかけて大幅に上昇、その後も振幅の大きい

ボラティルな動きを示しているが、そうした中で短期金融市場は対照的に落ち着いた推移を辿っている。オーバーナイト・レートは12月21日前後及び年末年始の一時期を除き、総じて0.2%台前半の安定した動きとなった。その結果、先週14日で終わった前12月積み期のオーバーナイト加重平均レートは0.25%となった。この1か月間の金融調節面でのポイントは、第一に注目の年末越えとなる12月30日の調節であった。当日は朝方から0.6%での出合いが見られるなど強い地合いになったため、9時20分の定例調節で1兆8,000億円の積み上幅を造成した結果、レートは急速に低下し、加重平均レートは0.32%と年末としてはかなり低いレートとなった。邦銀の外貨繰りタイト化等から不安視されていた年末越えであったが、本行の大量資金供給もあり幸い格別の波乱もなく落ち着いた展開になった。

第二のポイントは12月18日の調節である。年末越え資金の大量供給等から都銀等、取り手の手許が一時的に潤沢になり、当日は放置すればレートが0.1%台に低下する気配となったため、95年以来となる2,000億円の積み下調節を行なったところ、加重平均レートが0.26%まで上昇するなどマーケットの地合いを一時的にせよ変える効果が得られた。

第三は1月7日以降の動きである。年末年始の資金繁忙期を越えて準備預金の積み進捗が意識されたこともあり、レートが弱含む傾向となったため、積み最終日を除き1,000億円の積み下、あるいはリザーブ・ニュートラルとなる調節を行なってきた。その結果、積み最終日となる14日を除き0.2%台前半での極めて落ち着いた展開となった。昨日も積み初日にも拘らずリザーブ・ニュートラルの調節を行なったが、オーバーナイト加重平均レートは0.23%で着地しており、マーケットの落ち着き基調が改めて確認された形である。

その間、ターム物レートも全体として引き続き落ち着いた推移を辿っている。例えば、ユーロ円TIBOR1か月物は年末越え要因が剥落した12月29日に0.56%になったあと、年初にはロールオーバー需要の強まりから一時的に0.57%に強含んだ。しかし、その後は出し手が短めのターム物資金の放出を積極化したためじりじりと低下し、昨日は0.55%まで低下し

た。また、3か月物は3月年度末越えになった12月29日に0.74%に上昇した後、一部行の円投資金調達動き等から強含む傾向にあったが、1月13日以降は小数点5位までを勘案したベースでは、3日連続で小幅低下に転じており、予想外に落ち着いた展開になっている。これは3月末に公的資金による6兆円規模の資本注入が行なわれることが確実になり、金融システム不安がやや後退してきていることに加え、資金的にもその分楽になると意識されてきたこと、本行が引き続き必要に応じ年度末越え資金の供給を積極的に行なう姿勢を明確に示していること等を背景としたものと思われる。

なお、明日企業金融支援のための第二回目の臨時貸出を実行するが、ターム物金利等の落ち着き等を映じ今回の貸付額は約2,600億円に止まり、第一回実行分と合わせた貸付総額は1兆円強となった。今回確定した貸付限度額は4兆円強に上っているため、金融機関にとっては今後とも3兆円の借入れ枠があることになる。今回借入れを行なわない都銀等からは、日銀から年度末越え資金のクレジットラインを貰ったことと同じであり、その保険機能を評価する声が多く聞かれる。

以上のように短期金融市場は現時点ではかなり落ち着いた動きとなっているが、金融機関への資本注入の具体的スキームがどうなるか、ブラジルを始めとする海外情勢の帰趨など、不確定要因が引き続き多く存在している。場合によっては、マーケットが年度末にかけて再び逼迫する可能性も少なくないと考えられるため、今後の市場動向を注意深く見守る所存である。

三木委員

4兆円の保険的機能とはどういう意味か。

山下金融市場局長

確定した申請先の貸付限度額が4兆859億円に上っているが、2～3月の間に貸出の実行が二回出来るため、今後の金利動向次第ではその分が出る

ということである。

中原委員

長期金利は昨日また相当跳ね上がったようだが。

山下金融市場局長

本日入札となる 20 年債について現在の環境の下では入札が非常に難しいのではないかとの見方があり、20 年債を多く保有している一部生保から売りもでたため、金利差が非常に大きくなっている。前回発行分は 1.5% であったが、今回発行されるのは 2.6% になるため、前回分を損切りして入れ替える動きが出たこともあり、午後に至って 20 年債の投売りが出た。10 年ゾーンでも追従が出たために価格が大きく下がり、金利が上がる形で指標銘柄利回りでは 0.06% の上昇となっている。

篠塚委員

長期国債を最も売っているのは銀行か。

山下金融市場局長

日によって異なるが、昨年末にかけた国債需給の悪化の中で慌てて売ってきたのはやはり都銀だと思う。生保等も売ってきている。一方、例えば 2% 近くなれば保有し得るということで買いに入っており、一部生保でも 2% 台であれば買えるという先がある。その辺は交錯しているが、やはり都銀が売ってきている。

中原委員

本日の入札の見通しはどうか。

山下金融市場局長

昨日のヒアリング段階では、クーポンが 2.5% であってもマーケット環

境は悪化していた。今回は 2.6%に引き上げられる見込みから、クーポンがやや魅力的になったことと、20年という期間がどう評価されるかであろう。昨日の段階では余り好調ではないのではないかとの見方であった。

中原委員

今月は発行量が相当に多いのか。

山下金融市場局長

通常は 1 月債は 12 月末発行という形で、前月末に入札する訳だが、12 月が繁忙であったため 1 月に二回入札を行なうことになり、その分非常に大きくなる。20 年債もあるし、TB もある。

藤原議長代理

次に、村上国際局長から為替市場の動向と海外経済の動向について報告してもらう。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

村上国際局長

資料 2 「為替市場動向・海外金融経済動向」に沿って報告する。まず、円の対ドル相場は前回会合以降 1 月 11 日までほぼ一貫して上昇し、108 円台まで上がった。これは 96 年 8 月 28 日の 107 円 68 銭以来のレベルであるが、12 日以降は反落し、現在は 114 円を挟む展開になっている。このように円が反転した主な背景については三点ほど指摘できる。第一は 12 日に東京市場でドル買い、円売り介入が実施されたことである。市場では当初当局の介入姿勢は然程強くはないとみていたが、その後相当腰が入ったものであると認識し、ドルの下値を強く意識するようになってきた。二点目はかねて問題視されていたブラジルが 13 日に通貨レアルの切り下げ措置を発表し、その後 15 日には実質変動相場制に移行したことが挙げられる。当初は米国のブラジルとの関り合いが懸念され、海外で一時 111 円

13 銭までの円高になったが、その後避難通貨としてのユーロやスイスフランなど欧州通貨が買われる中で、円は介入警戒感やアジアへの波及を懸念する動きもあり、むしろ対ユーロで売られ下落をした。三点目に、強いドルを支持するルービン長官発言が伝えられたこともドルのセンチメントを改善させたと考えられている。

1月1日にスタートしたユーロの動きについて触れたい。年末年始の所謂コンバージョン・ウィークエンドは大きなトラブルもなくスムーズなスタートを切った。この点に関し、ECBのドイゼンベルグ総裁やブンデスバンクのティートマイヤー総裁は予想以上のグッドスタートだと評価している。ユーロの対ドルレートは12月31日に1ユーロ1.16675ドルで設定された。ユーロに対するユーフォーリアがあり、年初の市場レートは1.1829とユーロ高でスタートしている。その後徐々に下落し、12日に直近のボトムをつけた後、ブラジル問題からドルに対して上昇し、現在1.16近辺の動きになっている。この結果、ドイツ、フランスの国債が買われており、両国の長期金利は先週後半及び昨日に戦後ボトムの水準を更新している。一方、ユーロと円の関係は対ドルレートと同様、1月11日をボトムにユーロが反発している。14日にはユーロのコンバージョンレート決定時の対円クロスレートである132円80銭を上回る水準になった。こうした中、オプション市場の動向から市場のセンチメントをみると、ドルのセンチメントは12月中旬からクリントン大統領の弾劾問題や中南米情勢を巡る不透明感の高まり、日米間の貿易摩擦悪化傾向などを背景にリスク・リバーサルが高水準のドル・プットオーバーで推移してきたところである。更年後も対円のプットオーバー幅は日米の長期金利差縮小やブラジルの動きなどを背景に引き続き高水準で推移していたが、12日の介入実施以降は徐々に縮小し、ルービン長官のドル高支持発言もありドル・ベアセンチメントがかなり後退しつつある。これに対し、ユーロとの間では直近になって再びプットオーバー幅を拡大している。これはラ米不安に対し避難通貨としてのユーロ買いの動きが強まっている結果かと思う。この間、ロシアではエリツィン大統領の入院問題が伝えられていたが、オプション市

場では現時点までは材料視されていない。なお、ボラティリティについては各通貨とも先行き各種の不安材料を抱えており、引き続き高水準で推移している。

ブラジルは昨日変動相場制への正式移行を発表しているが、そこにいたる数日間の動きについて報告する。1月12日以前のブラジルの通貨制度は大きなバンドとミニバンドと称される二つのバンドで設定された範囲内で動いてきた。ブラジルの通貨と株価の動きをみると、大きなバンドとしては昨年1月に1.12リアルと1.22リアルの間で動かし、同時にミニバンドとして毎月五回から七回程度少しずつ切り下げていく形で運営をしていた。その結果、リアルが一貫してじりじりと切り下がる形で推移していた訳である。この間、バンドを守るために介入した結果、外貨水準は第2四半期末の701億ドルをピークに第3四半期、第4四半期とかなり流出している状態である。因みに、第3四半期の流出額は約240億ドル、第4四半期は約100億ドルの流出となっている。ブラジルは13日にミニバンドの撤廃を宣言しているが、同時に大きいバンドも上方へシフトさせ、いわゆるリアルの切り下げを発表している。バンドの切り下げ幅でみると約8%強の切り下げという形になっており、その時点では2000年1月時点までの約1年間を通じて12~15%の切り下げを企図していた。しかし、依然として通貨市場の混乱が続いており、結局15日には大バンドの上限も介入により維持しないと宣言し、事実上の変動相場制移行となった訳である。昨日、正式に変動相場制への移行を発表した。この間、リアルの大幅な切り下げを発表した直後の各通貨の動きをみると、15日にメキシコの通貨、株価が共に大きく反発している。ブラジルの株価が14日以降、特に15日には33%程の上昇を示したため、金利引き下げが可能になるのではないかとメキシコ辺りには好意的に伝わり、通貨及び株価市場も反発していた。一方、ベネズエラにおいては通貨、株価ともむしろ若干下落しており、大きな反応はみせていない。昨日はブラジルのリアルはドルに対し1.580でクローズしている。これは切り下げ発表前の終わり値である1.211に対し約23%の切り下げ幅になる。こうした大幅な切り下げであるが、メキシコ、

ベネズエラ等の株価は若干プラスに反応している。メキシコで+0.6%、ベネズエラで+0.3%である。一方、アルゼンチンでは-2.3%と小幅ながら下落した。通貨市場ではメキシコ、ベネズエラともほとんど横這いであり、余り反応していない。一つは米国市場が昨日休場であったこともあり、十分な消化が出来なかったこともあるが、市場の雰囲気はひとまず警戒的に様子を見るという状況にあるためかと思われる。こうしたブラジルの問題がラ米のみならず、場合によってはアジアへ波及してくるのでないかという市場の懸念も指摘されているが、これまでのところはやや心理先行の面が強く、アジアの為替レートや株式市場に大きな変動は窺われていない。ただ、中国に関しては広東国際信託投資公司、GITICが債務超過と確認され、中国の破産法に基づく清算手続きに入ることになった旨公表されていたが、これに続き広東省の香港に設立した広東エンタープライズという投資会社が最近急速に資金繰りを悪化させた結果このほど借入れ元本の返済を一時停止すると発表している。また、昨日は大連国際投資会社が昨年秋から元利金の支払いを遅延させていると報道されたところである。今朝は広東華僑信託投資公司も同じような問題に直面していると報道されており、中国に対する与信リスク、あるいは中国系の香港企業に対するリスク・プレミアムが非常に強く意識されつつある状況である。これまでのところ上海のB株は軟調に推移しているが、大きな混乱は伝えられていない。人民元レートはひとまず安定的に推移しており、昨日は8.2788のレベルである。一方、連鎖の影響が心配される香港市場であるが、ブラジルの問題が浮上した時に一旦金利が上昇したものの、昨日辺りは再び落ち着き気味に推移している。ハンセン指数も予想された範囲内の動きでありむしろ昨日辺りは強含んでいる。ただ、いずれにしても中国に対する海外投資家のスタンスが当面慎重化することは避けられず、その動向と影響を注意深く見守る必要があると思われる。

最後に、米国株価ダウは1月8日に9,643ドルと既往のピークを更新した。その後もブラジル問題で一旦9,120ドル台まで下げたが高水準で推移している。こうした動きに伴うキャピタルゲインから家計部門支出は引き

続き堅調に推移しており、例えば小売売上げは5か月連続のプラスを記録している。12月の自動車販売は1,777万台と86年12月に記録した1,808万台に次ぐ水準を示している。住宅着工も2か月連続して160万戸台と高水準を持続している。非国防資本財受注については大幅に減少した前月の反動から2か月ぶりに増加にはなっているが、受注残の減少や設備稼働率の低下、企業収益の減少を考えると先行きの設備投資には鈍化が見込まれるかと思う。一方、財・サービスの貿易収支は飛行機輸出の一時的な増加もあり、2か月連続で改善を示している。ただ、除く飛行機輸出でも貿易収支自体、8、9、10月と少しずつマイナス幅を縮小している。一方、労働市場は依然としてタイトな状態であり、失業率は4.3%の低レベルにある。労働コストの上昇は引き続きモデレートな状態に止まっていると指摘できる。こうした中で予てから指摘している米国経済のリスク、即ち株価の大幅下落とそれに伴う個人消費の後退懸念、あるいは輸出の大幅な減少・貿易収支の悪化、金融市場の混乱等についてはいずれも一応回避されてきている状態である。当面米国経済のスローダウンのペースは昨年市場が予想していた程に大きなものではないかもしれない。ただ、今般のブラジル問題との関連も考慮すると、先行きは警戒的にみていく必要があると考えられる。

(午前9時17分速水議長入室)

速水議長

次に、国内経済情勢等に関する執行部からの報告に移りたい。村山調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告 (資料-3)

村山調査統計局長

資料3「経済活動の現状評価」について報告する。まず、最初に概況であるが、設備投資は大幅に減少している。個人消費、住宅投資も低調であ

る。一方、純輸出が緩やかながらも増加基調、公共投資も増勢を示している。在庫調整は進捗をみている。こうしたことから、生産の減少テンポは緩やかなものとなっている。因みに、10～12月を予測指数で繋げると前期比-0.6%と、ほぼ横這い圏内に入っている。また、この1～3月についても、ミクロ情報から判断すると概ね横這い圏内で推移する見込みである。企業の業況感も悪化傾向を続けているが、そのテンポは幾分鈍化してきている。ただ、物価面は全般的に軟調に推移している。こうしたところから判断すると、経済情勢は依然として悪化を続けているが、そのテンポは和らいできていると思う。ただ、企業収益は引き続き減益基調にある。また、年度末にかけての資金確保への不安感はお払拭しきれていない状況であり、企業は支出活動を抑制している。また、家計支出に関しては、雇用の減少、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。従って、家計支出全体としては低調を脱していない。このため民間需要の低迷基調に変化は窺われない状況である。

先行きについては、公共投資が当面経済を下支えしていくと予想される。また、所得税、法人税等の減税実施もある程度の景気下支え効果を持つと考えられる。ただ、企業や家計の所得環境を考慮すると、これらが民間需要を喚起する効果は限定的なものに止まる可能性が高い。設備投資の減少には当面歯止めが掛からないと考えられるし、雇用環境も厳しい状態を続ける公算が大きい。さらに少し戻しつつはあるが、最近の長期金利の上昇、あるいは円高の進行もこれが持続すれば企業収益に悪影響を及ぼす恐れがある。やや長い目でみると、物価下落が持続する影響に対しても、引き続き注意を払う必要がある。来年度に入ると、物価全般の下落テンポが徐々に速まっていくと見込まれる。この結果、民間のデフレ予想も次第に強まり、実質金利の上昇が経済活動に悪影響を及ぼすリスクがあることを念頭に置いておく必要がある。

次に、公共投資は10～11月は請負金額でみて減少した。直近の12月は+5.8%と増加に転じている。ただ、10～12月を括ると、-4%と請負金額をみる限り若干マイナスをつけている。こうした要因については、まだ明

らかになっていないが、例えば地方で小口工事を優先した結果、全体に発注が思ったほど進んでいない状況があるかと思う。いずれにしても、1~3月には出てくる見込みである。実質輸出は9月、10月とかなり増加した後、11月は-14.2%と二桁の減少になっている。12月の状況次第では、10~12月もマイナスになる可能性が出てきている。財別にみると、例えば11月は全品目でマイナスになっており、比較的好調といわれている情報関連についても相当のマイナスになっている。地域別には米国向けも情報関連が落ちており、米国景気の状態を踏まえると基調的な動きとは考え難い。従って、10~12月に若干マイナスをつけても、均してみれば実質緩やかな増加という基調は現時点ではまだ変わっていないと判断している。

次に、最近の円高の実質実効為替レートへの影響をみると、直近時点の為替は概ね96年並みの水準になってきており、こうした円高の進行は99年度にかけて輸出を抑制する方向にあると考えている。

企業金融に関しては、昨年秋には大企業の資本市場調達についても信用力の低い企業を中心に急速にタイト化し、設備投資を資金面からさらに大幅に下押しすることが懸念された。しかしながら、こうした状況は、日本銀行の各種措置、あるいは信用保証制度の拡充等によりかなり回避されたとみられる。因みに、中小企業の景況調査をみると、金融機関貸出態度DIはまだマイナスかつ低水準ではあるが、足許若干戻しており、信用保証制度充実の効果が出ているのではないかとみている。その結果、倒産もこのところ減少している。ただ、中小企業については、収益の悪化が引き続きキャッシュ・フローを圧迫する環境にあり、中期的な視野でも金融機関や投資家が信用リスクを重視する姿勢を強めていくことが考えられる。従って、金融面から投資を抑制する動きは今後も続くともみておくべきではないか。さらに、長期プライム・レートも0.7%に引き上げられたところであり、設備投資へのマイナスの影響に注意を払う必要がある。こうしたことを考えると、来年度入り後も設備投資は減少基調を辿る公算が大きいと判断している。

雇用の動向をみると、足許雇用者数は企業規模を問わず徐々に前年比の

マイナス幅を拡大している。今後もリストラによる雇用削減が続くとみられる訳であるが、この点をアンケートで確認してみた。これは従業員500人以上の企業、5,779社に対してアンケートをした結果である。有効回答が663社とかなり低いため、結果はかなり幅を持ってみる必要があると思うが、例えば正規従業員の削減計画の目標年度は98年度よりも99年度が多く、さらに2000年度が多くなっており、99年度、2000年度にかけても削減が続くとみられる。また、新卒採用計画を短観でも、——これは翌年度の新卒採用の前年度実績対比であり、特に中小企業は実績対比かなり毎年慎重にみる傾向があるが——99年度は主要企業で2割減、中小企業も3割弱の減と、これまでに比べて慎重な新卒採用計画になっている。従って、企業の雇用削減姿勢が全体として弱まるとは考え難い状況にある。

次に、個人消費である。所得環境との対比で見ると、最近の個人消費は所得が落ちている割には比較的底固い動きといえる。ただ、基本的には家計所得が落ち込んでいるため、消費全体としては低調に止まっている。11月は消費税還元セール等の効果があり、全般的に上向いたが、12月入り後は同じバーゲンを打っても客足が鈍っている。従って、11月ほどの盛り上がりはみられないし、デパートの歳暮、歳末商戦は前年水準を下回っている。因みに、12月の都内百貨店売上高は前月比-3.9%であり、10~12月では-1.5%になる。マイクロピアリングによっても、都内デパートの感触は特にボーナス支給後、顧客のムードが暗くなっているということである。やはり、ボーナスが悪かったのではないかと思う。1月については特殊要因として、東急日本橋店が閉店セールを行っており、これが現在のところ前年比6倍という極端な売上げを記録している。いわばバーゲン・ハン트가進んでいる。他の百貨店は総じて前年割れの中で、6倍の売上高を示しており、シェアとしてはそう大きくない訳であるが、それでも都内の季調後計数を6~7%は嵩上げすることになる。これを全国ベースに引き直すと、やはり1%以上の底上げになり、一時的に1月のデパート売上高は良くなる。ただ、業界ではこれは需要の先喰いであり、恐らく2月以降にその反動が出るという見方が多いようである。また、1月のスーパーについ

ても、前年比かなりの落ち込みであり、非常に慎重な見方が多い。

乗用車販売については、10~12月を締めてみると、軽自動車は売れたが、普通乗用車が売れないということで、全体としては結局7~9月比横這いとなっている。特に、一般乗用車についてはディーラー在庫が増加しており、再び荷もたれ感が出ている。全般に1~3月は現在の計画よりも生産を絞る動きが出てきている。また、輸出についても中近東、中南米向けのスポット輸出がこのところ落ち込んでいる。消費の先行きについては、所得の減少が続くこと、あるいは将来所得への不安感を背景に消費者マインドが引き続き慎重であることから、当面、低調に止まる蓋然性が高いと判断される。

次に、住宅投資は足許かなり落ち込んでいるが、住宅金融公庫の第三回目の申し込みが前年比5割近い伸びとなっている。これは金利の先高観が出てきたことが背景と考えられる。引き続き1~3月にかけて第四回目の公庫申し込みが始まっている。第四回目申し込みについては、実施時期が前倒しされ、受付期間が長くなっていること、基準金利も小幅の引き下げに止まっていること、あるいは2年間の期間限定の住宅減税措置もあるため、駆け込み需要を喚起する可能性がある。

次に、物価面である。日経商品指数総合は引き続き下落基調にある。公共工事の発注は高水準であるが、鋼材はまだ軟化傾向であり、その分国内民需が低迷している。

国内卸売物価の第3四半期は前期比-0.3%、第4四半期は-0.5%と、このところ下落テンポが僅かながら速まっている。前回の会合では、卸売物価を中心にこの1~3月の物価は下落テンポが幾分速まると申し上げたが、卸売物価については、足許石油製品が予想されたほど下がっていない。これは、収益の悪い一部元売りが国内の卸値を原油価格が下がった割には引き下げないよう値決めのフォーミュラを変えており、いわば為替の円高、あるいは原油安が100%転嫁しない形に変えているため、その分下落幅が小さくなっている。従って、下落テンポが速まるとしても、多少先へ伸びた感じである。

次に、企業向けサービス価格も軟化を続けている訳であるが、目先、特に1月は若干前月比でプラスになる可能性がある。これは長プラの引き上げからリース、レンタル料金の値上がりが予想され、マイナス幅が幾分縮小するか、あるいは一旦プラスになる可能性があるためである。消費者物価も足許軟調である。ただ、米等の農水産物の上昇があり、前年比のマイナス幅は足許若干縮小している。しかしながら、年度明け後は下落が加速する見込みにある。この背景として私共の推計によるGDPギャップがあるが、既往最大規模の需給ギャップは、この7~9月のGDP統計に基づいて計算しても、やはり拡大しており、当面は縮小を展望し難い状況にある。また、輸入物価も下落傾向にあるし、賃金の下落が続いている。従って、特に4月に更新されることが多いサービス価格については、4月以降の低下が予想される。こうしたことから、物価は先行きも基本的には下落基調を続けると判断される。

後藤委員

11月の国際収支統計をみると、経常収支や貿易・サービス収支が暫く振りにマイナスになっている。現状評価の中ではそれ程強く意識されていないようだが、12月からの円高がこれから次第に効いてくるとすると、輸出の先行きについて緩やかな増加基調が変わらないとみて宜しいのかどうか。今一つは、全体として雇用・所得環境が厳しい割に消費に一種の底固さのようなものが出ているとの説明があったが、家計調査の全世帯の消費水準指数が11月はプラスになっているし、平均消費性向が11月に大きく上がっている。これは家計調査のサンプルバイアスの影響が大きいのだろうと思うが、全体として消費の底が多少見えてきたと言えるのか。

村山調査統計局長

第一点の輸出の先行きについては、先程申し上げたように、基本的には緩やかな回復が続くとみている。確かに足許円高にはなっているが、従来の経験からすると、円高が輸出に効いてくるにはかなり長いラグがある。

従って、円高の影響が本格的に出てくるのは、やはり年度明け以降ではないか。足許で円高の影響がどの程度出ているのかよく分からないが、これまでの長期間に亘る円安に伴い本来であれば輸出出来ないような品目あるいは企業が輸出をしていたといった限界的な状況については、多少の円高でもかなり短いラグで効いてくる可能性はある。ただ、一旦そうした状況がレベル調整されれば、急速に落ちていくということではなく、年度明け以降にじりじりと効いてくるというシナリオを見込んでいる。

この間、標準的な見方によると欧米景気は多少減速するとしても、その分アジアで底入れ感が強まってくるため、世界景気は全体としてプラスであり、そうした所得面からは伸びてもおかしくないと考えられる。家電等を中心に現地在庫等を調べてみると、現在特に積み上がっている状況ではなく、末端の消費が急に陰ってきたこともない。従って、マクロ環境からすると輸出が急に落ちる理由はないため、現時点では見方を変えていない。

第二点の消費の底が見えたのかであるが、確かに10~12月は多少のバイアスはあるが、平均消費性向は上がっていると思う。一旦かなり先行きを悲観視して落ちたものが、徐々に元の水準に戻りつつあるとも解釈できるし、あるいは特に11月については期間限定の安売りがかなり行なわれ、バーゲン・ハントのような形で消費を先取りしたという両様の見方があり得る。まだどちらの要因が大きいのか判断し兼ねているが、少なくとも消費性向が大きく上がっていくことはないと思っている。他の消費者マインドの調査もかなり低迷している。一方、所得の方は今後も落ちていくと見込まれるため、現状が底とは、なかなか言えないのではないか。

中原委員

景気の悪化テンポが和らいでいると、先月と同じ表現を使っているが、実態は公共事業以外はじりじり下がっているのではないか。

村山調査統計局長

在庫調整については確実に進展している。出荷が落ちているため、在庫

率自体はなお高水準であるが、物理的な在庫の量は捌けており、少なくともそこは悪化していない。それを背景に、生産も1~3月までほぼ横這い圏内に入ってきており、7~9月までマイナスが続いたことを思えば、多少なりとも良くなってきている。消費についても、一時は急速に落ちていく状況であったが、一応消費性向が上がる形ではあるとしても、何となく踏み止まっており、総合的に勘案して悪化を続けてはいるが、そのテンポは多少なりとも和らいできていると判断している。

武富委員

輸出で現地在庫の無理な積み上げを行なうという形の収益確保は行なっていないとの説明があったが、価格の面について何か変化はないのか。円が140円台から110円台まで円高になってきた過程で、そろそろドル価格引き上げという動きはないのか。あるいは、まだ現地在庫が積み上がっていないということは、国内設備の稼働率に好影響を与えるよう価格引き上げよりも数量的に伸ばす形で収益確保に動いているのか。その辺の鮮明な方向転換はまだないということか。

村山調査統計局長

難しい点である。断片的なマイクロ情報からみると、自動車業界が典型例であるが、上位メーカーについては安定的に輸出をしている。限界的なメーカーに恐らくご質問の一つのポイントがあると思うが、私共がマイクロで聞いた範囲では、これまでの円安もあり、中南米あるいは中近東等にスポット物で輸出してきた下位メーカーについては受注が完全にストップしている。一つは現地ディーラーが急激な円高により、如何なる価格で販売したら良いのか考えるべく、取り敢えず販売戦略を練り直している。一方、メーカーの方もこれが本当に長続きするのかどうか見定めている。ただ、この状態で推移すると、1~3月の稼働率がその分落ちてくるため、今少し様子を見てから値段について決めていきたいと、両方で睨み合っている状態である。自動車もそうしたスポット物の輸出は短い物ではラグが大

体2か月程度であり、10月の半ばに急激に円高になったため受注がストップした影響は既に12月に出始めている。従って、この辺は要注意点として引き続きフォローしていきたい。

速水議長

輸入が11月は確か前年比1%アップになっており、地域的にはアジアが非常に増えている。先般面談した韓国の人達も対日輸出が非常に伸びていることを喜んでおり、円高のおかげだと言っていた。円高も先方の立場になれば、アジア再生に非常にプラスになっていると感じた。両サイドからみていく必要がある。

村山調査統計局長

実質輸入の内訳を11月の実質ベースで見ると、輸入はほぼ横這いの季調済み前月比-0.2%である。11月については、中国、NIEs等からの輸入が増えている。ただ、米国からの輸入が落ち込んでおり、全体としてはトントンである。特に消費財、食料品等が増えている。

速水議長

11月でそうだから、12月以降の円高がさらに進んだ段階では相当増えるのではないかと。輸入で儲けている企業もあることを調査しておいて下さい。

村山調査統計局長

製品輸入については、ご指摘のとおりだと思います。ただ、国内の生産がほぼ横這いであるため、原材料輸入はほぼ横這いであり、余り強くない。

速水議長

11月段階では確かにそうであるが。

村山調査統計局長

現在のところ弱含み基調であるし、為替の影響については当然ラグがあるため、今後じりじりと影響が出てくるのではないかと思っている。

速水議長

次に、金融情勢について山本企画室参事から報告をお願いします。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室参事

資料4「最近の金融情勢」に沿って説明する。

まず、金融市場の動きであるが、先程金融市場局長から報告があったように、全体としては総じて落ち着いた動きとなっている。ジャパン・プレミアムは邦銀の外貨調達が一巡した後、3か月物で年末に向けてかなり急低下をした。昨年末以降は年度末越え取引になったため、若干強含む展開となっているが、最近でも0.29%、昨日は0.28%であり、全体としてはまずまず落ち着いた水準になっている。併せて、ユーロ円TIBOR3か月物も年度末越え取引となったが、現在の水準は1年前の同時期、あるいは昨年秋の9月期末越え取引に比べてもやや低めの水準であり、まずまず落ち着いていると評価できる。グローバルな信用収縮懸念が後退したほか、一時大変懸念された日本の銀行の外貨調達問題が大きな混乱もなく乗り越えたこと、金融システム再生に向けての具体的な動きが出始めていることが市場で好感され、小康状態に入ってきたと理解している。

これに対し、この1か月間大きな変動をみたのが長期金利である。国債の10年物流通利回りと日経平均株価の動きを振り返ってみると、長期金利の方は一時0.7%台まで低下した後、11月下旬以降じりじりと上昇してきた。この間、株価も12月上旬まで強含みないしはほぼ安定した動きが続いていたが、昨年12月半ば以降は長期金利が急ピッチで上昇する一方、株価は軟化するという展開である。現在の長期金利の利回り水準は昨年の初冬から春頃にかけての水準というイメージである。この長期金利の水準

を1年物のインプライド・フォワード・レートに分解してみると、98年10月2日のインプライド・フォワード・レートのカーブは、——長期国債の利回りが0.7%台のボトム時であった訳であるが、——9年先における1年物インプライド・フォワード・レートが2.0%を切る水準になっていた。そのインプリケーションとしては、9年先の名目成長率とリスク・プレミアムを加えたものがなお2%に達しないことを示している訳であり、市場では恐らくこの時点でさすがに行き過ぎ感が出ていたものと思われる。これがその後上昇していき、昨年末には4%近い水準まで上がった後、現在は3%程度の水準で動いている。

こうした長期金利の動きの要因をみると、第一に今回の長期金利上昇に関するマーケットの見方としては国債需給悪化、民間消化額の増加懸念を指摘するものが多かった。特に、99年度の新発債大量発行と運用部買入停止の報道に市場が鋭く反応したということである。第二にその裏側にある投資家の景気・物価見通しとの関係では、11月下旬以降の動きのみをとってみれば、公共投資が実際にかなり出てきていること、あるいは企画庁長官の変化の胎動といった発言等を契機にして、弱気に振れていた景況感が修正されてきた面もあったとみられる。しかしながら、12月半ば以降の動きは株価自体が大幅に反落していることを踏まえると、景況感の変化のみで長期金利の大幅上昇を説明することは難しい。三番目には、財政支出の拡大、あるいは将来に亘る財政赤字の拡大がインフレ・リスクないしは国債の格付け低下といったソブリン・リスクの高まりを市場に意識させた面がないかどうかである。マーケットではそうした指摘をする向きもある。ただ、現在の需給ギャップの大きさや、これまでの円高進行を踏まえる限り、こうした期待インフレ率の急速な上昇や政府・中央銀行に対する信認の急低下がこの段階で生じたと考えるのも難しい面がある。最後のポイントとしては、一時期強まった flight to quality、あるいは flight to liquidity の動きの巻き戻しがなにか長期国債の利回りの上昇に影響を及ぼした可能性である。これも否定はできないが、国債と民間社債の間の金利格差自体は現時点では縮小していない。国債の流通利回りと社債の

流通利回りとの間の金利スプレッドをみると、企業業績の悪化を反映して格付けが低目の企業ではスプレッドがむしろ拡がっており、flight to quality の巻き戻しといった要因のみでは説明がつかない。以上をまとめると、色々な要因を吟味してもなかなか説明が付き難い部分がある。仮に、景気が然程回復してこないのであれば、長期金利はまだ下がる余地があるかと思われるが、今少し様子を見ていく必要がある。

次に金融の量的側面である。民間銀行貸出の特殊要因調整後の実勢計数をみると、9月が前年比-1.5%、10月が-1.4%、11月が-1.2%、12月が-1.6%となっている。従って、低下ピッチ自体は従来に比べ大分鈍ってきたが、全体としてみれば低迷の域を脱していない。ただ、企業金融自体は一部の業績悪化企業を除くと徐々に逼迫感が緩和してきているように窺われる。最近の企業倒産の動きをみると、件数ベースでは比較的明瞭に企業倒産の鈍化傾向が出てきたように思う。前年比では、ここへきてマイナス方向に入ってきている。因みに、業種別にみると、公共事業の拡大により建設業等の資金繰りが好転していることもあるが、建設業のみならず製造業、卸・小売も件数がかなり落ちてきている。従って、財政支出の拡大と信用保証制度の拡充の効果がここにも現われてきていると思う。信用保証のうち、いわゆる特別保証枠 20 兆円は 1 月 8 日までに既に 11 兆円の信用保証の承諾が行なわれており、こうした信用保証制度効果、あるいは本行のオペ・貸出措置の効果等に伴い、供給サイドに少しずつ動きが出てきているのだろうと思う。一方、資金需要自体は引き続き手許流動性を厚くしようとする動きが根強いとみられるが、实体经济活動に伴う設備投資等の資金需要は非常に低迷している。

資本市場調達の動きについては、社債の償還が 3 月には 3 兆円に達することが一つのポイントになっている。ヒアリングベースによると、この 3 兆円のうち 4 分の 3 がシングル A 格以上の企業であり、3 月の償還資金の手当ては概ね一巡したという評価である。従って、社債は年初からむしろ発行が少しずつ落ち始めている。その意味で、社債を通じた資金需要も大分一巡してきており、資金需要全般が盛り上がっていく格好にはなってい

ない。しかも、供給サイドでは信用保証等が出てきているため、全体として一頃見られたような企業金融の逼迫感はここへきて徐々ながら後退してきていると評価できる。

最後に、マネーサプライであるが、10月のM2+CD前年比が3.9%、11月が4.3%——これは速報段階では4.4%であった——である。12月の速報が3.9%である。従って、10～12月の四半期をとってみると、マネーサプライのM2+CD前年比は4.0%である。見込みは4.1%であったが、4.0%になる。ほぼ同じような基調が続いており、99年第1四半期もほぼ同様の基調が続くものと見込んでいる。ただ、前年の98年1～3月には金融システム不安があり、資金需要が大幅に盛り上がっていた。本年第1四半期の前年比はその反動で第4四半期に比べやや落ち、3%台半ば程度となる見通しである。

中原委員

12月に銀行券が急減しているが、どう説明するのか。

山本企画室参事

銀行券の前年比ベースの動きをみると、12月は3.9%、1月は昨日までで3.3%という水準である。1年前の12月、1月、2月は、山一直後の金融システム不安から大幅な投信の解約、預金の引き出しといった動きがあり、銀行券が急増した時期である。そうしたシステム不安が一巡してきたことに伴い、前年比の動きにはその裏側が出て統計上大きく落ちるという要素がある。ただ、3か月前比年率をとっても、12月の落ち方が非常に大きい。季節調整が果して巧くいっているかという面もあるが、今一つ考えられる要因としてはやはりボーナスの支給が悪く、12月の消費が余り伸びていないことの反映もあるかと思う。そうした要因が複合的に入ってきている可能性があり、2月、3月と前年の裏という要因が消えていけば、前年比が多少戻ってくると試算しているが、その辺りの動きは慎重にみていく必要がある。

中原委員

これは過去最高の減少である感じがする。

山本企画室参事

前年比ベースで見れば、明らかにシステム不安で銀行券が大幅に出ていった前年の裏が出ている。しかもそうしたシステム不安が落ち着いてくると、出ていった銀行券が戻ってくる可能性もあるので、その表裏で大きくなる傾向がある。ただ、ご指摘のとおり最近の足許の動きとして、12月単月が非常に大きいのは事実であり、この辺りをよくみてみたいと思う。

中原委員

筆筒預金を断念したのか。

山本企画室参事

マネー自体がそう大きく落ちている訳ではないため、やはり預金から銀行券に出たり入ったりしている動きが中に含まれている可能性がある。山一直接後は、パニッキーに投資信託の解約と金融債、信託の解約が起きていたが、筆筒預金をいつまでも持っているのも危険だということで預金に戻ってきている動きは当然入っていると思う。

中原委員

MMFは増えているのか。

山本企画室参事

一時大きく解約された後、徐々に戻ってきているが、非常に緩やかに増えてきている印象である。ただ、株式投信等は全く増えていない。

後藤委員

マネタリーベースに対するM2+CDの比率、信用乗数は最近時点で上がっているが。

山本企画室参事

信用乗数は計算上マネタリーベース、特に銀行券の振れによりかなり左右される。統計上12月はさらに大きく上がる形で、振れそうな見込みである。

篠塚委員

ボーナス、特別給与が約10パーセント落ちたのはかなり大きなことであり、これも相当効いていると思う。

山本企画室参事

給与振込の形になっている割合も大きいので、銀行券の伸びにどの程度反映されるか良く分からないが、いずれにしても12月は消費も余り良くなかったという情報があり、その影響は銀行券に反映されていると思う。

速水議長

マネーサプライのM2+CD前年比が秋頃から4%前後で推移しているが、それは企業が手許資金を潤沢にしておこうというのが最大の背景か。

山本企画室参事

秋の動きはそうだったと思う。本年の第1四半期については、対外公表をする我々の見通しでは3%台であり、達観してみればそう大きな変化がある訳ではない。一時的に第4四半期が上がったのは、やはり秋以降の企業金融が厳しいという展望に伴い、企業の間で手許資金を厚目に確保する動きがみられたことの反映だと理解している。

中原委員

しかし、同じレンジ内での上下という感じではないか。

山本企画室参事

達観すれば大きな動きはない。

篠塚委員

先程、長期金利上昇要因として四点程説明頂いた。国債が売られた際に最も売り込んだのは民間銀行であったということであり、9月に我々が金融緩和を行ない長期金利が0.76%程度に下がった時も最初に買い込んだのは銀行であった。勿論先程の話のように生保や、その他の機関もあるとは思いますが、要は銀行が大量な売り買いを繰り返している訳であり、今後どうなるかという先程の話はやはり落ち着いてくれば、また戻ってくると考えて良いのか。

山本企画室参事

個々の投資家の動きからいえばそうなるが、問題はその時々それぞれの投資家の金利観といったものによると思う。例えば銀行の場合、仮に資金需要が盛り上がってくるようであれば、投資を国債に回さずに貸出すことになるため、その時々景況感あるいはその足許にある資金需要を勘案しながら投資活動が行なわれる。金融市場局長から説明があったように、一部の機関投資家はイールドカーブの傾きがこれだけ強くなってくれば、短期は安いのでキャリーを稼ぐ意味からも投資が可能な水準であると判断していると思う。銀行サイドとしては3月期の決算において商品勘定については時価評価されるため、時価評価によるリスクを被りたくないがために慎重である、といった背景があるのかと思う。

中原委員

銀行は損をしている。ターニングポイントで大体損をしている。

三木委員

国債と民間社債との利回り格差が拡大する傾向は止まっているが、縮まってはいない。この程度であれば、正常な動きの範囲内とみて良いのか。

山本企画室参事

どの程度が正常かは難しいが、トリプルAといった優良銘柄は完全に同じ幅で続いている印象である。一方、シングルAやトリプルBクラスでは拡大傾向が続いている。拡大傾向が続いている理由はそうしたクラスに格下げの見込まれる企業が含まれていることもある。市場が格下げ方向の企業が増えると予想すると、同じシングルAの中でも将来トリプルBになるとみられる先は売られる。企業収益が悪化する過程の中ではまだ緩やかに拡大傾向が続いていくという見方をしている。

中原委員

しかし、機関投資家の中には、内外のトリプルBを買いに出る動きが出ているようであるが、どのような影響を金利に与えるか。

山本企画室参事

少なくとも生保は昨年1年間事業債への投資が主体であった。確かに生保の採算からみて、国債の流通利回りにしても、短期運用にしても予定利率を払えるような利回りではないため、シングルA以上ではあったが、結果的には事業債投資に向かわざるを得なかったし、実際そうしてきた。予定利率との関係から徐々にそうしたリスクもある程度とりながら買いに出ざるを得ない状況になっていると思う。

中原委員

農林中金もハイリスクをとっていくと報道されていた。

山本企画室参事

のような先では一旦国債利回りが2%まで上がると、むしろ国債への投資をかなり積極化する。一方、国債利回りが下がっていくと別のものを探さなければならない状況になっている。

中原委員

つまり、長期金利が2%台になるということは、そうした意味でのインベストメント・ビヘイビアの変化を生じさせる動きが出てくるということか。

山本企画室参事

そう思う。

篠塚委員

実質金利の推計値をみる場合、消費者物価を用いると、消費者にとって資金運用者として直面する金利と捉えられるし、卸売物価を用いると、企業の調達する側の金利と捉えられると思う。明らかに卸売物価で実質金利を計算した方が高く出ているため、企業にとっては非常に高いコストになっているという説明を受けたことがある。GDPデフレーターを使った場合にはどのような状況か。

山本企画室参事

GDPデフレーターを用いるメリットは、どこかのセクターということではなく、まさに国民所得統計ベース全体にウエイトが掛けられていることである。さらに、輸入物価の反映部分が調整されているという意味で、メリットがあると理解している。ただ、GDPデフレーターは統計がかなり遅れるため、即時に使える統計にはならない。

篠塚委員

仮に、速報性があるならば、実質金利として使うデータはGDPのデフレーターの方が良いという立場か。

山本企画室参事

色々な議論がある。物価統計としてGDPデフレーターが理屈としては最も望ましいのではないかという議論も結構強い。

Ⅲ. 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

以上で事務局の報告を終わり、これを踏まえ政策委員会としての検討に入りたい。最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を伺い、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て討議し、最後に政府から出席されている方々からもしご意見があれば承るという順番で進めたい。

まず、金融経済情勢について委員のご意見を願います。本日は三木委員から願います。

(午前 10 時 33 分新保経済企画庁調査局長入室)

三木委員

結論的には底這い圏内の推移という見方を修正するほどの変化はないが、实体经济の動きについて、若干注目すべき点を見てみたい。まず、公共投資は当初予算の執行前倒しと一次補正の効果が2か月程ずれてきたため、11月は端境期と考えて良いのではないかと前月申し上げたが、そのとおり12月以降は順調に出件されている。かつ三次補正の執行についても期末までに決まってくると思われる。1~3月の工事量は高水準で続くだろうし、同時に三次補正分の8割程度は4~6月に出てくると見込まれるた

め、そこまで現在の高水準で繋げていけると思う。従って、99年度の政府当初予算案に繋がっていくことが見えてきた。

民需の方で販売好調の筆頭は軽自動車であるが、その分がそのままトラック・乗用車を含めた普通小型車の落ち込みになっており、四輪車全体での前年比は10月-10%、11月-14%、12月-13%と依然落ち込んだままである。従って、自動車メーカーは輸出に捌け口を求めており、輸出は、10月の-8%から11月は+1.0%、12月は+2.5%となっており、輸出で生産水準を維持している。つれて生産水準は、この1~3月も前期比微増のレベルは維持できるようになっている。具体的には、第1四半期は235万台、第2四半期は237万台の実績となり、第3四半期は252万台程度の計画に対し256万台程度への上方修正になろう。第4四半期も255万台程度の計画が同じく264万台程度までいく可能性も出てきており、前期比微増の生産レベルは維持し得る見通しが何とか立ってきている。但し、絶対レベルで見ると、平成10年度の生産レベルは980万台+ α であり、前年の1,070万台からすると、相当の落ち込みのままであることに変わりない。しかも、こうした欧米向けの高水準の輸出は、明らかに貿易摩擦回避の面から、来年度は絞り込まざるを得ないというのが業界の見通しになっている。また、東アジアのマーケットの動きや中南米マーケットの動き等をみていると、来年度の輸出は相当悲観的にみざるを得ない。円レートの問題もあるかもしれないが、むしろそうした需要の動きと貿易摩擦問題を考えると生産レベルを非常に悲観的にみざるを得ない。従って来年度の自動車の生産は場合によると本年を割り込むのではないかという懸念すらある。国内販売をほぼ横這いと考えると輸出の減少分だけ全体を減らさざるを得ず、国内販売が増えて個人消費にある程度火が点いてくるかが最大の関心事である。

また、家電の主要6機種の販売動向も、この3、4か月、景気の斑模様のなかでは良い方の推移を示している。ただ、販売は前年比で10月6%増、11月も7%増と堅調に推移しているが、生産は10、11月とも前年比マイナスとなっており、物を作る方の需要にはなかなか跳ね返ってきていない。

つまり、在庫が減少したのみというパターンになっている。家電の販売回復の動きもまだまだ予断を許さない側面がある。

住宅着工は11月も年率107万戸まで落ち込んでいるが、住宅投資は一応底を打ったとみて良いと思う。住宅金融公庫の第三回の募集は、これ以上金利は下がらないことが確認できたため、前年比49.9%増と低金利を反映した買いが入った。政府の2年間の減税措置も効いてきたと思う。個人で住宅投資需要を持っている人はある程度資金はあるが、いつ使うかという状態であった訳であり、その2点からある程度火が点いてきたのだと思う。今回の申し込みは4~6月の着工に結びつくことになる。1月18日からは0.2%上がった2.2%水準での第四回分募集に入るが、これも現在の感じでは多分相当強い申し込みになってくると見込まれている。従って、プレハブメーカーの12月受注は全メーカーとも前年比プラスとなっている。ただ、内容的には、やはり大阪を除く大都市圏が非常に強く、地方工務店の取り扱う木造住宅は依然として鈍い。大阪を除く大都市圏に集中して動きが出てきているようである。以上のように、悪化に歯止めが掛かってきた業種、あるいは分野でも量やエリアは斑なままであり、先行きの個人消費、住宅投資を含めた需要回復に向かう確たる兆しはまだ確認できない。

設備投資については、足許金融機関に対する設備資金の借入れ申し込みは全く動意がみられないし、まだ未定の先が多いようだが、先般の産構審の平成11年度の設備投資計画をみても製造業は-13.9%であり、なかなか底這いに入る芽も出てこない。従って、平成11年度の日本経済の姿は、あれだけの補正予算を組み、11年度の当初政府予算案を実施し、かつ仮に住宅、個人消費に若干プラスの面が出てくるとしても、現状のままでいくと結局その分は設備投資が相殺してしまう状況になるのではないか。政府見通しのGDP 0.5%成長もそういう意味では非常に厳しいと言わざるを得ない。これに輸出の減少が加わってくると、さらに厳しい。やはり公共投資に加えて個人消費と住宅が景気を引っ張る方向にもっていかないと、GDPでプラスを実現するのは難しい局面になるだろう。

そこで問題は、足許の 30 兆から 50 兆円と言われている巨大な需給ギャップであるが、公共投資のみでは到底これを埋める訳にはいかない。個人には 1,200 兆円のマグマが溜まっている訳であり、民間企業が新製品開発、技術開発という形で自ら新規需要を掘り起こし、財政出動に力を合わせていかなければならないし、同時にリストラにより国際競争力を付け、需要を掘り起こしていく合わせ技で取り組んでいく必要がある。本年に入ってから経済四団体の各ヘッド、各業界のお話を聞くと、ようやく民間企業としても自己責任による景気の回復を政府の財政出動と日銀の金融政策を追いかける形でサポートしていくということを考えなければならないという意見が出てきており、非常に心強く感じる。その意味で、サプライサイドの設備の構造調整は何としても不可避であり、一時的な雇用悪化あるいは景気へのマイナス効果があっても避けて通れない局面にきているのではないか。サプライサイドの構造調整を敢えて先送りするのではなく、今回は何としても乗り切らざるを得ないだろう。そのためには雇用の一時的な悪化、あるいは景気へのマイナスも、ある程度腹を括って行なう局面にきている。財政政策においては、平成 10 年度は三次に亘る補正を実施し、かつ平成 11 年度政府予算を勘案すると景気回復への手は着実に打たれてきている。また、懸案であった不良債権処理の問題、金融システム再建の問題についても金融再生法案の成立で 60 兆円規模の措置が採られ、いずれも相応の手が打たれつつある。残された最大の問題は企業と個人のコンフィデンスの回復であり、これらの政策が確りと実行されて、個人、企業のコンフィデンスの回復に繋げていくことが、まずは最大の問題であろうと思う。

こうした局面の中で財政政策効果をサポートする金融政策としては、現在の金融緩和措置を継続していき、資本と流動性両面のサポートにより信用収縮を防ぐことが重要である。企業金融の面では 12 月末はうまくクリアしたが、3 月末についても先般決められた三つの措置を的確に運用して切り抜けることが重要である。さらに、今後の経済金融動向で心配される側面は、第一には需給ギャップ解消に伴う構造調整圧力にどう対処してい

くかであろう。これは雇用の悪化であり、春闘に当然現れるであろう所得の減少である。

第二には、そうした中でデフレ・スパイラルを回避する対応を政策視野に入れて考えなければならないのではないか。消費者物価は前年比トントンだが、卸売物価は前年比-2.0%程度で落ち込んだままの状況にあり、先行きさらに低下するダウンサイド・リスクを抱えている。物価の安定という意味では日銀の金融政策が効いているが、今後卸売物価のダウンサイド・リスクが消費者物価に跳ね返る形でデフレ・スパイラルに陥っていく懸念を何としても止めなければならない。

第三は設備投資が景気の足をさらに引っ張る恐れが出ている局面にあって、短期金融市場は日銀の政策によって安定的に推移しているにもかかわらず長期金利が上昇していることである。長期金利は先程の山本企画室参事の説明のとおりだと思うが、レベル自体は今少し落ち着くべき筋合いにあるのではないか。

第四は為替相場の安定の問題である。これまで企業収益を輸出と円安で支えてきたのは事実であり、しかも各企業とも120円台の為替水準を見込んで生産を続けてきたが、これが110円を切ることになると、相当のダメージになる。その意味で、前回の介入は非常に絶妙なタイミングであったと評価できるし、十分な効果を挙げていると思う。各企業は110円が一つの大きな限界点になっているから、ここでガードしたことは評価されて然るべきである。

第五の問題は、株と土地の資産デフレの更なる深刻化である。1,200兆円と推測されている中で、株が400兆円、土地が800兆円と言われているが、特に土地の800兆円は建設、金融、不動産に全部皺が寄ってしまっている状態にある。今般の金融再生のための60兆円を是非有効に活用して不良債権を処理することにより、切り抜けなければならない。株価についても各企業が生産性の向上と資本効率の向上に取り組んで、自ら業績を上げることにより回復に繋げることを考える時期ではないか。こうした問題を抱えた中で、金融政策が当面考えなければならない問題は、デフレ・ス

パイラルと長期金利の跳ね上がりへの対応になると思う。

中原委員

私はこれまで皆さんの中で多分最も慎重論というか悲観論者だったが、本年に入り円高と長期金利高がにわかにクローズアップされてきて大変憂慮している。恐らく1~3月、決算を取り繕う4~6月辺りにハードランディングする危険性が非常に高まってきたと思っている。去年の10月のピークから今日まで債券の下落により含み益が飛んだ額が約11兆円との試算もあり、これも馬鹿にならない。

景気の現状と見通しを景気動向指数を使って分析すると、一致指数のCIは8月に底を打って9月は上がり10月は若干下がる動きがあったが、11月は8月を下抜いてきており、一致指数の低下傾向が再び始まったのかもしれない。何回か前の決定会合で、現在は分岐点にあり、上にいくか、下にいくかのどちらかだと申し上げたが、下へいく可能性がかなり出てきたということである。どの辺で下げ止まるかであるが、先行指数と一致指数のCIの変化率をスムーズ・シックス・マンズ・レイシオを使って計算してみると、98年の春に一応下げ止まっており、ゼロに向かって近づいているように見える。ただ、マイナスからプラスへの動きは、先行指数の変化率についてもまだみられていない。また、現在試運転中の長期先行指数については、金融重視型11か月先行、生産重視型8か月先行の何れにも明確な転換がみえていない。この二つについてスムーズ・シックス・マンズ・レイシオを使い変化率をみても、転換への可能性はまだそれ程大きくなっていない。従って、結論としては一番早くても今年の7~10月の間迄に景気の転換が起こる可能性は極めて小さいという結論にならざるを得ない。

代表的な七つの分野についてみても、生産指数は11月は前回の11循環と同じような山から測っての落ち率となっている。新車登録台数も前回より若干良いが似たようなレベル。機械受注は前回より悪い。最終需要財の在庫もほぼ前回と同じないし若干高い程度。常用雇用指数に至っては全く

下がりっぱなしで惨めな格好をしている。営業利益は前回の 11 循環とほぼ同じで、M2+CDの絶対額だけが増えている。こうした格好になっており、景気動向指数の 11 月分速報からみる限りは、少なくとも本年の 7～10 月迄に景気の転換点に入る可能性は極めて小さい。

そうした中で幾つか気になる点を申し上げますと、一つは設備投資である。いよいよ資本ストックの積極的な調整局面に入ったことが明らかになったと思うし、GDPの 13%程度を目指していくのではないかと予想している。消費については 12 月は悪かった訳であり、家計調査で 11 月は若干良かったのは結局ほとんど消費性向の上昇で説明できる。大体トレンド・ラインに戻っただけである。所得環境が軒並み悪化している中では消費回復はなかなか先が見えてこないと考えており、消費によって回復を支えることは極めて難しい。公共投資と減税は均らしてみると、99 年度対 98 年度はそれ程変わっていない。むしろ公共投資は一段の補正を組まなければマイナスであり、景気に対してはほとんど効果がないと思っている。そうした中で円高と長期金利高が問題であるが、例えば現在長期金利が約 1%上がっていることについて一つの試算をすると、GDPに与える影響は 1 年目が-0.3%、2 年目は-1%と非常に大きい。住宅減税あるいは住宅金融公庫による景気刺激策を相殺して余りあるマイナスになる。円高は 10 円の円高になると、一つの試算では 1 年目が-0.3%、2 年目は-4%のマイナスになってくる。

日本を取り巻く環境をみると、アメリカは現在までのところ株価高に支えられた消費と住宅のみが堅調な感じであり、設備投資は情報関連を除き前年比マイナスになってきている。本年のシナリオは株価がすべてであると考えている。88 年から 89 年の日本、1920 年代後半のアメリカに非常に良く似ており、フェデラル・リザーブの金利政策は偏りに株価の維持に置かれてしまった非常に危険な状態になっている。従って、本年のアメリカはこのまま飛び続け水平飛行をするか、どこかで一気に落ちるかいずれかだと思う。仮に、どこかで落ちた場合には本年後半は当然ゼロ・グロースになる。従って、日本からの輸出にも非常に大きな影響を与える。ヨーロッ

パの経済も本年は悪くなり、特にドイツ、フランスが悪くなると思っている。ユーロはスタートから非常に難しい情勢に取り囲まれるのではないか。ブラジルにしても変動相場制になったが、世界的に商品市況が戻っていないし、有力州が最高裁に対しデフォルトを認めさせた事件が起きており、それがさらに波及することも考えられる。依然収まっていない。

結局、1~3月あるいは4~6月はハードランディングが不可避だと思っている。一つは企業に全く体力がなくなったことである。土地の含みはないどころかマイナス、株の含みもマイナス、債券の含みもなくなってしまった。金融セクターはデフレが続く限り傷つくばかりであり、生保もこのままでは済まない。そうした中で、銀行に対する公的資金の注入が行なわれるが、恐らくある程度強制的に行なわざるを得ないと思う。現在言われているような5兆円や6兆円程度の注入では全く不十分である。その上に円高、金利高が加わったため、特に輸出産業が悲鳴を上げており、このまま定着すると大変なことになる。いずれにしても、円高、長期金利高を踏まえて、非常に難しい局面が本年前半は続くという予想を強めており、いずれ1~3月あるいは4~6月に何らかのクラッシュが起きる。恐らく銀行が今少し潰れるなりゼネコンその他の倒産が起きると思う。中長期的にみて最も悲劇的なケースは日米の株価が逆転しないと収まらない場合である。昭和40年代に山一恐慌が起きた時、日本のダウは1,000円、アメリカのダウは1,000ドルであったが、場合によるとダウで逆転する、長期金利でも逆転するところまで行き着くという感じを非常に強く持っている。失業率は既に逆転し、日本の失業率は今後さらに上がっていく。日本経済もいよいよ危機的な状況に立ってきた訳である。

いずれにしても、オールド・ジャパンとニュー・ジャパンがあり、その間の構造転換がなかなか巧くいっていないといえる。過剰雇用、過剰設備、過剰借入れの他に大きな意味での構造転換が巧くいっていない。オールド・ジャパンとは、これまでの日本を支えてきた既存産業であり、その中には銀行あるいは55年体制も入ると思うが、それが大体7割程度あるのではないかと考えている。一方、ニュー・ジャパンの比率は増えてきたが、

恐らく3割程度ではないかと思う。大雑把な計算をすると、オールド・ジャパンは大体-5%の成長率、ニュー・ジャパンが+5%の成長率と非常に対照的になっているのではないか。ウエイトの違いがあるため、-2%の成長になっている。従って、現在のような公共投資中心の政策を続ける限り、オールド・ジャパンが温存される危険があるため、オールド・ジャパンからニュー・ジャパンに変えることも一つ大きな問題ではないか。

篠塚委員

執行部から説明のあったトーンにほとんど異議はない。つまり、現在の日本経済の状況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思う。和らいではきているが、何が一番の原因になって回復へ転換するかがまだみえてこない。その中であって、先程三木委員が指摘したが、為替円高への介入を行なったことは景気の悪化を食い止める大きな効果があったと評価する。日本銀行は為替に関しては触れないという立場だと説明を受けたが、今回のプロセスを想像すると、大蔵省に伺いを立てると言うよりは日本銀行がリーダーシップをとって、実施したような気がする。円安の際の介入は外貨準備高を使わなくてはならないので難しいが、円高の場合については金融政策の射程に入れても良いのではないかと思った。

また、新しい動きとして、金融機関に対する資本注入の動きについては結構心配な点が多い。信用保証協会の保証実行状況などや日銀内部の説明によると、地銀、第二地銀などがかなりこの制度を利用してきたため、その伸び率が鈍化し始めている、あるいは利用が一巡しつつあるようだし、政府系金融機関の貸出もかなり拡大しているということである。今後、中小企業のみならず、企業の資金需要に対してどれだけ資金を回していけるかとなると、資本注入が一体どのようなプロセスと条件で各銀行に入っていくかが非常に不安な問題である。日本銀行としては、個別行に対する資本注入の際に何らかの形で説明・報告をする立場でもあるやに思うが、資本注入をどのような形で行なうかにより、状況はかなり変わってくるのではないか。既に三つのグループに分けて優良行から先に入れていくと報じ

られているが、悪い先についてはどうなるのか分からない。場合によれば、ブリッジバンクというケースも起こり得る。現在は小康状態にあるが、やはり決算期を迎える2月、3月の間に一体どのような形で注入が行なわれるかが非常に大きな問題であり、それに対して日本銀行がどのようなコミットメントが出来るのかを検討すべきである。

今一つは長期金利の問題である。日銀の昨年の金融白書の中に長期金利の関数推計があり、その関数を使ってある程度長期金利がどのようになるかを計測することが出来る。この長期金利の関数は被説明変数が国債の利回りであるが、説明変数は六つあり、①インフレ変数として消費者物価の3年前比年率、②鉱工業生産指数の前期比年率、③為替レートの前期比年率、④短期の金利を表わす無担保物オーバーナイトのコールレート、そして⑤CD3か月物のレートとTB3か月物のレート格差をリスク・プレミアムの変数として加え、最後に⑥アメリカT-Note10年物の金利とアメリカの消費者物価コア3年前比年率を米国実質金利の変数として用いている。金融白書の関数は1983年の第1四半期から98年の第1四半期までであったが、98年の第4四半期まで足元のデータを入れて推計してもらった。その結果、最も効いている変数は無担保物のオーバーナイト・コールのレートであった。結局、長期の金利は足許の短期金利と将来その短期金利がどうなるかの積み上げ及びリスク・プレミアムという形になるため、やはり一番効いてくるのはコールレートである。四半期データなので数字が現実とずれるかもしれないが、98年10~12月期の長期金利の実績が1.031%であった時に、この関数で計測した推計値は1.23%である。従って、1%の前半で一応落ち着いている。この先についても、短期的に消費者物価、鉱工業生産指数、為替レートなどの五つの変数が大きく変わらなるとすれば、今後半年程度の長期金利は1%前半の水準で推移していくと思われる。この関数は過去のデータのみで計算しているが、非常にフィットしているし、リスク・プレミアム変数のパラメータも有意に効いている。

このように考えると、今回長期金利が大きく変動したことをどう解釈するかになるが、先程説明にあったように、2%台に急上昇した時の最大の

要因は民間金融機関が焦って売ったことにある。長期金利が 0.7%に下がったのは 9 月 9 日の金融緩和実施直後であり、あの時点でもまず民間銀行が先買ったということである。9 月時点で金融を緩和した際、質の安全な国債に資金が流れたのも一つの説明であり、色々な要因の中でどれが一番大きいとは言えないとのことであった。ただ、長期金利が 0.7%になった時の有力な説明として、今回の金融緩和措置は低リスクの国債への資金流入を招いているのみであり、市場全体の信用リスク軽減に繋がっているとの印象はかなり薄く、銀行がリスクアセットの削減に努力する限り市場に供給された流動性は国債に集まるだけではないかといったものもあった。私自身はこの説で納得しており、金融緩和を行なったにもかかわらず、リスクアセット削減のために銀行からかなりの資金が国債に一方的に流れ、資金が市場全体に回る形にはなっていなかったとみている。

最後に、今後最大の懸念材料は消費の悪化・雇用不安等である。それらについては金融政策として直接対応し得ないが、今後色々な経済変動が生じる中であって、雇用のために思い切ったリストラが出来ないのでいつまで経っても景気が上向かない訳であり、抜本的に雇用に対する考え方を変えなくてはならない。最新の OECD のアウトルックに加盟先進諸国の雇用賃金の上昇率に関する 2000 年の予測が出ているが、日本は -1.2% という非常に厳しい予測になっている。アメリカは 3.2%、ドイツは 1.2% という状況である。そうした状況の中で、各国とも失業者に対する所得支援、所得保障だけではなく、失業者に対して潜在能力を活用するための財政支援をすべきであるとして、アクティブ・レーバー・マーケット・ポリシーを積極的にプロジェクトの中に入れていく。それは単に失業保険を給付する政策ではなく、訓練や求職者と求人との間のコミュニケーションのためのネットワークを地方あるいは政府が提供するとか、技術や教育などにかなり手をかけるということである。GDP の中でアクティブ・レーバー・マーケット・ポリシーの形で財政支出をどの程度出しているかの比率をみると、日本が先進諸国 G7 の中では一番低い。日本は長期雇用が前提であったため、失業給付で十分であるということ、余りそうした分野に財政を

回してこなかった。95年時点でGDPに占めるアクティブ・レーバー・マーケット・ポリシーとして雇用開発のために実施した財政支援の額は日本が0.1%、アメリカが0.2%、ドイツが1.3%、フランスが1.2%である。日本は今後大きな構造改革を行ない、スリムにならなくてはならない訳であり、雇用に対する財政支出を変えていく必要がある。

植田委員

短期の景気情勢については長期金利の上昇傾向及び円の上昇傾向が12月の前回会合時点と比べると強いため、微妙に下方修正されるという程度の意見以上は持っていない。本年最初の会合であり、本年を通じて金融政策との関係で問題となりかねない大きな論点を若干申し上げたい。

一番目は二、三の方が既に触れられた点であり、また前回の会合でもある程度議論になったが、リストラと景気回復の関連である。要するに、問題意識としては前回も出たようにミクロの動きをみると、一方で需要不足に悩んでいると同時に設備・雇用の過剰感が強いことである。これに対する自然な対策はマクロで需要を付ければ良いということであり、そうした経済対策を色々行なってきた訳であるが、なかなか景気回復の強い兆しが現れてこない。その中でリストラが必要であるとの議論が出てきているが、単純にはマクロの需要政策で良さそうだし、リストラはかえって有効需要を減退させてしまう、あるいは過剰設備の切り捨て自体が無駄な気もしなくもない。そうした色々な問題、疑問が湧く訳である。それに対して明確な答えはないが、何人かが指摘されたように現在直面している状況はある種の構造転換期であり、成長が回復する局面では従来とは異なる企業活動や産業が伸びていく必要があるとすると、単純に古いタイプの活動に対応した需要を付けていく政策では巧くいかない。あるいは、ミクロの企業段階でまず整理しておくことが新しいタイプの技術活動、あるいは技術開発等を生むエネルギーになる。さらに多くの企業のリストラに伴い短期的には失業者が増えるというマイナスがあるが、これはある意味ではプラスである。つまり、一般的な賃金が下がり、伸びる可能性がある企業はより低

いコストで企業活動を拡大できるプラスもあるということであり、同様なことは金融面についても言える。そうしたリストラが進めば、現在直ちに収益が上昇していないとしても、株式市場等は将来の可能性をプラスに評価し株価が上昇していくこともあるのかもしれない。

中原委員はニュー・ジャパ対オールド・ジャパという比喩を使われたが、現在ニューとオールドのジャパの比率、転換の状態がどの程度のものであるかといった実態を今少し肌理細かく分析し、その結果によっては政策の重点を単純なマクロ政策からいわゆる資源の再配分を促進するような政策に変えていく、あるいはそうした政策を併用することを考える必要がある。

二番目に為替レートと金融政策の関係である。最近の新聞報道等を見ると、例えばユーロ、ドル、円の間で為替レートを安定化させようという構想が出ている。そのようなことは不可能だと思うが、仮にこれを本気で実行するとすれば、色々な影響がある。即ち為替レートの安定はそれのみを取れば良い面があるが、コストなしには出来ない訳であり、色々悪い面も伴う。極端なケースとしては、金融政策決定会合が要らなくなる事態も予想される訳であり、かかる議論がどういう方向に行くのかという点を注意深く見守らなくてはならない。

三番目に金利と財政赤字についてである。ここでは長期金利の変動要因そのものではなく、本年考え得る幾つかの金融政策メニューが金利等にどう影響を及ぼすかについての私なりの考えである。昨年も申し上げたが、デフレ・リスクがかなりある状況の中では、金融政策の一つのオプションとして量的緩和論が考え得る訳である。その成否を考え、あるいは決定する前に検討すべき問題が色々あるが、検討は十分に進んでいないように思う。例えば、マネーサプライの伸び率を高める目標を掲げた場合、長期金利や短期金利はどう動くのか。あるいはかかる政策が若干のクレディビリティを持つとすると、ある程度インフレ期待が高まると考えられるが、これが例えば債券市場等のみで高まり、企業や家計のインフレ期待は直ちには高まらない場合、金利のみが上昇し、企業や家計が認識している実質

金利は下がらないというデフレ圧力が発生する可能性はあるのかどうかである。さらに、短期金利がゼロに近い状態において本当に量の増大を実現出来るのか。実現を図る場合の一つの可能性は国債買いオペを中心に行なうということであろうが、これがいかなる影響を及ぼすのか、他の手段とどう影響が違うのかなど色々な問題があるように思う。この点、理論的には簡単に解けない難しい問題であるため、計量モデル等によって色々計算した例は幾つかある。アメリカ経済に関する Fed のモデルをみると、次のような結果が出ている。数年先のインフレ率を上昇させる方向の政策を短期金利の誘導を通じて実現するポリシーを考えたとする。Fed のモデルのシミュレーション結果によると、長期金利はインフレ期待の上昇を反映して当初から上昇するという結論が出ている。しかし、短期金利はマネーサプライの上昇等をサポートするために一時的に下落し、しかし長期的には再び上昇していく微妙なパスを取る。マネーを増やすためには金利を下げなくてはならないという一つの法則があるが、それは必ずしも正しくなく、このシミュレーションによれば長期的にはマネーを増やすためには金利を上げなくてはならないことにもなる。このような計算結果もあり、長期金利、短期金利の量的緩和に伴う動きは非常に微妙な難しいパスを取るように思う。加えて、短期金利を余り下げられない状況の中では、Fed の計算結果どおりの政策は出来ないように思われ、その場合にはどうなるのかという極めて難しい技術的な問題がある。

私の第六感では長期国債の買いオペを積極化すれば量を増やせる気がするし、物価も上昇させるような影響が長期的には出てくる可能性があるかと思う。しかし、これは今後暫く、財政赤字との関連で極めて難しい問題を提起するように思う。即ち、市場等によって財政赤字あるいは国債のマネタイゼーションというように受け止められ、場合によっては批判されるリスクを伴う政策である。財政状況について振り返っておくと、グロスの国債、政府のネット債務がどの程度かというのは微妙な問題であるが、94 年度末で日本の一般政府のネット債務は GDP 比 10% 以下であったというデータがある。ただ、隠れ債務等を加えると 15~17% 規模になる。こ

れにここ 4、5 年の赤字財政の影響を加え、さらにオフバランスにある年金部門の将来の債務や不良債権処理に伴い将来発生するであろう債務を加えていくと、非常にラフな私の試算では、ネットで既に GDP 比 80~100% 程度になるのではないか。年金を除き、中央、地方政府のみのネット債務を計算することも出来るが、これも似たような値になるように思われる。非常にプロヴィジョナルな計算ではあるが、GDP 比 100% 前後のネット債務というのは相当際どい数字である。現在の金利マイナス名目成長率 2% を前提にし、例えば GDP 比 100% のネット債務を半分に減らせるかという試算をしてみると、利払い費を除く黒字を GDP 比 +2% に出来たとして、30 年から 40 年かかるということになる。極めて長い時期のかなり厳しい緊縮的な財政が必要になるということである。これに似た時期はイギリスの 1840 年から 1914 年の約 70 年間もみられ、グロスで GDP 比 150% 程度の国債を 70~80 年かけて漸く 30% に減らしている。一つの方法はこのように緊縮財政を使って減らしていくことであるが、今一つはインフレーションで減らしていくことである。貨幣成長率を高め、貨幣発行益を増やすことにより財政にプラスの影響を与えるということである。これについては色々な理論モデルがあるが、将来のいずれかの時点でこうしたことが大規模に行なわれるとの予想が発生しただけで現在の長期金利に上昇圧力がかかるという結論が容易に得られる。従って、財政は短期的には一段と悪化すると思われる。これがどのような方向感で解決されていくのか、増税ないし支出削減により大幅な黒字を出す方向で対処されるのか、インフレの方向にいつてしまうのかに関するマーケットの予想が、特に債券市場等に独立の動きとしても大きな影響を与えると思われ、注意深くみていく必要がある。

藤原副総裁

景気については公共事業の増勢などを反映して、「悪化テンポが和らいでいる」という判断のとおりだと思う。設備投資は依然極度の低迷を示しているが、「和らいできている」というのは、その他の指標でこの 1 か月

間に悪化したものはないところからくる判断かと思う。一つには個人消費関連指標が家電販売などを中心に持ち直しているように窺われる。また、住宅投資も住宅減税の効果などから駆け込み需要が主因で増えている。生産は減少傾向が緩和しつつある。年末から期末を控えて、金融面での逼迫感も一時程ではなくなってきた等々の要因からそう判断し得るのではないか。

それにもかかわらず景況感が余り明るくないのは、そうした現象が全て散発的であり、一時的なものであることを皆が承知しているからである。他の分野へ波及効果を及ぼし、景気全体を上向く方向に持っていく力に乏しいことを知っているからだと思う。従って、雇用・所得環境は依然厳しく、企業・家計両面に亘りコンフィデンスに回復がみられない。数々の施策が打ち出されたのにもかかわらず、99年度後半の展望について確たるプラス方向を支持する見解が余り聞かれないのは、そうしたところから来ているのではないか。つまり、デフレ・スパイラルの懸念が依然として消えていないということである。個人消費の線香花火のような現象を除くと、中長期に亘る家計の不安を原因に先行き盛り上がるという自信が掴めないことと、設備投資の不振とが相俟って民間経済の自律的回復に転化し得ないからだと思う。胎動は聞かれるとしても、その胎動が本当に足取りを持った大きな経済の歩みとして繋がっていくかどうかには依然疑念が持たれている訳である。

前回会合以来の主な特徴は円高と長期金利の動向である。長期金利については山本企画室参事からも縷々その要因についての説明があった。どこに主因があるか分からないが、その後の金利の推移をみると、やはり経済実勢を反映した姿に収斂しつつあるのではないか。その意味で、長期金利の動向にもファンダメンタルズが働いている気がする。一方、これも最終的にはファンダメンタルズが働くといわれてきた為替レートの円高については、ユーロの登場やエマージング・カンTRIESの状況などの不確定要因が増え、これまでよりも因果関係が非常に難しくなってきたのではないか。数学というよりも化学的な問題になってきた気がする。こうした現

状への対応としては、日本銀行として当面やはり潤沢な資金の供給を続けながら、事態を注意深く見守っていくより他にないと感じている。

山口副総裁

経済の現状については、悪化が完全に止まったとは言えないまでも、悪化のテンポが緩やかになり、あるいは概ね底に近い状況にまで辿り着いているのではないかと思う。10～12月における消費の若干の持ち直しに加え、政府支出の増加が基本的なバックグラウンドにあると思う。同時に、金融システムの状況についても資本注入の検討が進むにつれ、また信用保証協会の保証付き貸出が大幅に増加することに伴い、全体としては小康状態にあるとみられる。従って、経済総体として悪化がほぼ止まりつつある状況ではないか。消費については早くも若干ネガティブな動きも出てきているようであり、まだ楽観を許せないが、政府支出の増加が当面続くとすれば、それを柱にして今暫く景気がボトムを打つ方向への動きが続くのではないかと予想している。しかし、民需の基本的な回復を示唆する動きが足許のところほとんど見られないのも現実である。

その点を簡単に申し上げてみると、第一に消費を支えるべき所得環境が悪化しているため、消費が持ち直すとすれば、消費財についてイノベティブな動きが必要になるが、色々見渡してもそれ程大きな動きはなかなか出てきていないのではないか。第二に、設備投資は先行指標等からみると今暫くはシャープに落ち続けると考えざるを得ない。第三に企業収益がさらに減益方向にあると思われるし、最近のマーケット全体の動き、長期金利の反騰、株価の下落、円相場の上昇の組み合わせで生じている市場の動きが減益方向への動きを強めている。第四として、物価、地価の下落が続いていることが企業、家計の債務負担を実質的に高めているし、企業収益に対してもプレッシャーとなっている状況である。第五に、資本注入に伴い、銀行のビヘイビアにどのような変化が起きるのか、頭の体操をしてみても、主要銀行が資産圧縮に力を入れ続ける状況は暫く変わらないのではないかとと思われる。従って、金融機関の与信行動の面から極端なデフレ

圧力が掛かる状況には多少の歯止めが掛かりつつあるとしても、銀行組織の方から経済に対してポジティブな力が働き始めるまでにはまだ相当時間が掛かる状況ではないか。以上要するに、やはり経済の中における内生的な回復力が欠如している状況だと思われる。従って、経済の取り敢えずの悪化が止まった後の回復の展望については、依然として楽観できないとみておくべきである。

以上が私の現状評価であるが、このように考えると、ネガティブな方向でダウンサイド・リスクを中心に経済を評価し続けなければならない状況が変わっていないことになる。それではポジティブな方向では何もないのかと考えると、一つは経済の不確実性そのものであるが、仮に景気が近い将来底を打つという局面が出てきたとし、企業や家計が漸く景気の悪化が止まったことを認識した場合に、それはそれで新しい動きを呼び起こしていくかもしれない。つまり、彼等の期待にどのような変化が生じるかを楽観も出来ない代わりに、やはり予断を持たずにみていくべきではないか。

第二に、資本注入の後に金融機関が企業向け債務について如何なるアクションを取っていくのかがやはり重要な点だと思う。企業の実質的な債務負担が企業の再編を伴いながら軽減されていくと同時に金融機関サイドでは非常に大量の償却実施を伴う訳であるが、その動きが資本注入により加速していくならば、短期的には確かにデフレ圧力を強めることになる。一方、中期的なポジティブな効果が仮にマーケットから様々な形で評価される動きに繋がっていくならば、それは一つポジティブな芽として考え得るのではないか。当面そういう点に注目しながら経済をみていきたいと思う。

今一つ日本を取り巻く海外環境についてみると、やはり色々と非常に不安定な要素が転がっていることは否定できない。特にアメリカ経済の行方が我々にとっては最もクルーシャルである。株価依存が強まっているという中原委員の指摘には同感であるが、その故に予測不能の度合いが強まってきており、不安定性が増している状況である。それが為替レートを通じて日本経済にも跳ね返ってきている点の一つ問題である。これは現実にはア

アメリカ経済のスローダウンが生じる前に、スローダウン期待から日本に対しマーケットを通じるインパクトが及んできている状況ではないか。

最後に国債金利の上昇について一言だけコメントする。過去においても国債の増発や資金運用部の方針変更などを契機にして、国債金利が動くことはしばしばあった訳であり、そのこと自体は決して異とするに足らないと思う。しかし、今回の場合は景気がさしたる改善を示している訳でもないのに、1%強も利回りが上昇したという点でかなり異例のことが起きている。最近は徐々に時間をかけながらマーケットがこうした悪材料を消化しつつある状況であり、仮に経済についての基本的な評価が先程申し上げたようなことだとすれば、長期金利は今少し戻っていく可能性が残っているように思う。ただ、昨年夏場から秋にかけてのようなバブル的な債券市況の上昇はもはや再現しないと思う。その意味では、国債保有についてリスク・プレミアムが基本的に変化してしまった可能性がある。そのリスク・プレミアムなるものの実態はまだ正確に特定することが出来ないが、将来における財政政策と同時に日本銀行による国債に対する政策というのか、国債のオペレーションをどう考えるかについても、我々に一つ検討を迫る材料であると受け止めたい。

後藤委員

景気が悪化テンポを緩めてきている、あるいは金融市況が取り敢えず一応落ち着きを示していることについては、私も皆さんと同感である。ただ、12月に比べると足許までの間に長期金利の上昇があり、債券の含み益の減少あるいは枯渇が起きてくるであろうし、円高、株安が進むため、3月の決算はかなり厳しい状況になるのではないか。そうした中で金融機関に対する資本注入が行なわれる訳であるが、そのことが金融機関の企業債務に対する姿勢にどう影響を及ぼすかを注目したい。この点は山口副総裁も触れていたが、一方で厳しい3月決算という条件があり、他方で金融機関の資本注入が行なわれると、その中から金融界あるいは経済界の再編成的な動きが出てくる可能性があるかもしれない。

長期金利と円高が何回も議論されているが、長期金利の問題については一時 flight to quality により、国債に資金が集まり過ぎたために極端にイールドカーブがフラット化した動きの正常化、あるいはイールド・スプレッドの逆転が正常化するという局面があったことは見逃せないと思う。国民経済全体の資金循環の中で国債によって吸い上げられた資金が民間から国に移ったとしても、それはいずれ財政支出として民間に還流していく訳である。資金全体の流れの中で、現金を抱える箒筥預金的な傾向がさらに進めばともかく、極く最近の状況はそれとは反対の傾向が見えるため、長期金利が長期的に景気の動向や物価の動向から離れた決まり方を辿っていくことはないのではないかと。やや楽観的に過ぎるかもしれないが、時間をかければ落ち着くべき所に落ち着くと考えている。

それに比べ、円高の方は要因も非常に複雑であるし、海外の多角的に絡まりあった金融情勢がどのようなストレスを世界経済のどの部分に与えるか、なかなか予測し難い問題がある。現在は、介入後一服の状態にはあるが、為替レートが先々異常な動きをしないかどうか懸念を持っている。ブラジル一つを取っても、現時点では兆候が出ていないが、他の中南米諸国へ波及する可能性や同じくドル・ペッグを維持している香港や中国元に再度飛び火してくるのではないかと懸念される。

注意を要する点と明るい点に色々な方が触れたが、今般の住宅減税は、実需に対して結構インパクトがあるという見方をしている人が多い。先程の村山調査統計局長の説明によれば、第三回のみならず第四回の公庫申し込みも増える見込みとのことであった。消費は斑模様であり、消費性向が上昇したのも消費が増えた訳ではなく、所得が減少したためではないかと思うが、逆に消費のいわば岩盤のような部分が見えてきたかもしれない。個人消費なり住宅の先行きに期待をかけたいと思う。ただ、一方で所得、雇用環境がさらに厳しくなるため、そのせめぎ合いの中で経済を上向かせる力が押しつぶされるようなことがないように、特に住宅投資の歩みには今後注目をしていきたい。

武富委員

景気の現状については、前回申し上げたように広い意味の大底圏内に何とか入った可能性があると思う。ただ、当然ながら底入れの実感はないし、先行きに関しても極めて不透明感が強く、大底の底も極めて脆弱なものと感じている。いわば薄氷の上を匍匐前進しても、何か負荷が掛かれば薄氷も割れて底がなくなってしまう感じである。その負荷には二つある。一つは先程来議論が出ているし前回も先行きのリスクとして指摘させて頂いた長期金利の上昇、円高、その二つを受けた株価の低迷という市場の急激な混乱であり、それらは景気にも悪影響を及ぼす。今一つは、短期循環的には大底圏と敢えて申し上げたが、今後は90年代を通じて先延ばししてきた構造調整をいよいよ本格的に実施せざるを得ない局面に達している訳であり、その構造調整の取扱いを上手くしないと負荷が掛かり薄氷が割れてしまうということだと思う。

一点目の市場の問題だが、長期金利の上昇は私も執行部の説明どおり複合的な思惑で上昇しており、一部は長期的な要因だろうし、一部は短期的な振れだと思う。どれと特定はし難いが、最近はそれがまさに思惑であることから、その一部が落ち着いて長期金利が少し落ち着きを取り戻していることには安堵している。長期金利が企業収益を通じて設備投資に悪影響を及ぼすルートについては、現在は設備の大ストック調整をしている局面であり、むしろ金融機関を通じたルートで悪影響が及ぶと思う。業務純益の支え役だった債券の含み益が飛んでしまっている訳であり、しかも株安がさらに追い打ちをかけている。こうした事態は、金融機関にとって、円高により外貨建て資産の円換算額が減ることに伴うリスク資産の圧縮効果を遥かに上回るマイナス・インパクトがある。今回の資本注入が如何なる形で決着がつくかにもよるが、このマイナス・インパクトが市場に再び不安な反応を呼ぶと、経済にも悪影響が出てくる。円高については、先程総裁が言われたようにポジティブな面もある。交易条件の改善であり、アジアからの輸入が増えればその分日本からアジアへ輸出が出来るという拡大均衡的な面もある。しかし、円高にはあくまで許容できる限界レベル

がある訳であり、日本の産業界の過去の例をみると、企業のコントロール外の要因に対しては金利よりも為替に一番強く反応し、ある臨界点を越えらるともう一段の調整が始まることになる。90年代にも、現実二度そうした事態があつて不況下の円高になり、さらに景気回復の芽を摘んだと思う。円高も介入によって程々の水準に戻り、小康状態を得ていることには取り敢えず安堵している。しかし、90年代には何回も景気回復の実感がない局面で長期金利が上がり、円高になり、株もそれを受けて不振になるという混乱を経験してきている訳で、この枠組みは今後も残ると思われるだけに、政策的にも取り扱いに十分な注意を要すると思う。

構造調整については改めて繰り返し申し上げるようなことではないが、三木委員が言われた供給サイドの構造調整が不可避ということは全くそのとおりだし、中原委員のオールド・ジャパン、ニュー・ジャパンの構造調整も全くそのとおりである。敢えて申し上げたいのは、政策当局としては短期循環的な胎動よりも構造調整進捗の道筋が明確につけられたかどうかには焦点をあて、市場や国民にメッセージを伝えるべきである。構造改革は相当に大きな痛みを伴う訳であり、その痛みを先回りした管理政策、あるいは痛みを前向きに転換する器をつくることが重要だと思う。この構造改革は始まったばかりであり、実は金融ビッグバンの下で金融が六大改革のフロントランナーとなったが、金融問題対策の最後となる資本注入も従来とは異なる抜本的なものの考え方で対処することになるろう。六つの改革の残る五つはほとんど手付かずであり、さらにプッシュしていくフォローアップが必要である。また、その際重要なのは、そこから出てくる負の作用に先回りして予期せざる市場の反応がないように、確りとした対応をとっていくことではないか。

(午後0時12分中断、午後1時3分再開)

速水議長

引き続き追加的な意見や議論があれば自由に発言ください。

植田委員

かなり多くの方々の意見は当面一段と悪化していくということではないが、横這い程度の状況であり、良くなるかも、悪くなるかもしれないということだったと思う。向こう3か月ないし半年を展望した場合、良くなるとすればどの分野に良くなる芽が出てくる可能性があるのか、従ってどの変数に注目しておくべきかは重要である。それに関連して若干問題提起をしたい。一つは構造転換、産業構造の変化に関連して中原委員がニュー・ジャパンという言葉でそのシェアが3割程度、それが+5%で伸びているという数字を紹介されたが、多少詳しくプラスで伸びており期待出来る部分の内容につき紹介頂きたい。

また、伝統的なマクロの需要項目別にみると、多少上がる可能性があるかと思われるのは消費と住宅投資である。ただ、それぞれ伸び悩みの傾向にあるなど、金利上昇が短期的には駆け込み需要を増やしても、暫くするとマイナスに働いてくることが見込まれる中で、その二項目に注目することで良いのかということである。皆さんの話を伺っていると、今少し難しいメカニズムを想定されているようにも聞こえたが、その辺りを含めどこを注目しておいたら良いのか。

中原委員

先程ニュー・ジャパンと申し上げたのは、例えばバイオ、医薬品、防衛・航空機関係、情報通信、娯楽、ハイエンドのデザイン、ハイエンドの製造業その他である。一方、オールド・ジャパンは農業、建設、小売、中小企業、特に中小製造業である。

山口副総裁

第一点の問題は、向こう3か月や6か月という短期経済見通しに関係するというより、むしろ中長期の話ではないか。

三木委員

産業構造の転換も含めた構造調整というのは、やはり 21 世紀の日本経済をどういう姿にするかに絡んでくる問題であり、そうしたことを念頭に置いた資源配分を行なうべきである。次なる世代の新しいリーディング・インダストリーは何かについて巷間色々な話があるが、それは飽くまでも中期的見方である。私はそうではなく、サプライサイドの構造調整が当面の問題だと言っている訳である。あれだけの GDP ギャップを抱え、需要サイドのみからこれを埋めるのはとても無理である。従って、何としても供給サイドにおけるギャップ調整を行なわざるを得ない。これ以上構造調整を万般に亘って先送りできないところへ来ている。それなくしては GDP をプラスにするという政府の考え方も非常に難しい局面にあるのではないか。

植田委員

構造転換は中長期的な問題かもしれないと言われたが、中長期的に成長の可能性のある産業が短期的にも引っ張る、例えばその設備投資が伸びることにより景気回復の芽が出てくることは十分考えられる。過去の景気回復はそのようなパターンも多かったのではないかと思い、申し上げた。

三木委員

今までの既存の業種あるいは分野という捉え方がシームレスになってしまっているため、過去の固定的な捉え方だけで議論をしていたのではそうになってしまう。シームレスな議論であれば、一つの業種の中の需要項目を取上げても、それが従来は考えもつかなかったような新しい需要項目に置き換わって出てくる芽はある訳であり、それを育てるところは伸びるのではないか。その意味で、明らかに中長期的な問題だけではないのは事実である。特に、今後持ち株会社制度になると、企業の動きは必然的にそうした方向にいくであろうと思う。その中で起きてくることは伸びる部分を残して、伸びない部分は切り捨てるということであろう。それでは伸びる

のは何かという別の切り口からみれば、環境関係の一部や情報通信となるのかもしれないが、企業単体の立場からみると、切り捨てと残すところの選択を明確にして、そこに資源を集中配分していくということになるのではないか。

中原委員

植田委員の注目すべき変数について、一番早く出るのは企業業績だと思う。本年度はこれまで上期が落込み、下期は若干持ち直すと思っていたが、円の為替高低差が大体 25 円程度あったため、東証一部 500 社の経常益が予想していた -20% 程度から一段と落ち込む。どこで膿を出せるかだと思う。今年はハードランディングにより膿を出し、それが出し切れれば来年から非常に明るくなると考えている。一番先に出てくるのは企業業績だと思う。

武富委員

一つの企業内でも二極分化が起こっているため、部門別に企業業績を発表してくれると分かり易いが、良い所も悪い所も込み込みの決算数字ではめりはりの効いた判断が非常に難しい。何が契機になるかということと絡めて言うならば、今後雇用調整が進み、労働分配率が下がる形で企業収益も何とか底打ちすることになるのか、あるいは物価が低下する一方で名目賃金のパイ全体の下がり方が少なく済み、消費にある程度の購買力が温存される形で需要が出てくるか、そのどちらが先に出てくるかに注目すべきではないか。前回の 93 年不況の底の局面では、雇用調整が現在に比べてやはり雇用維持型、温存型だったため、消費の購買力が上がり、消費需要が先に出てきた訳であるが、その分企業収益の回復が遅れて設備投資が後ずれした経緯がある。今回難しいのは、雇用調整で相当ドラステックな状況が起きているため、前回同様に個人消費主導で景気底入れ、回復のきっかけを掴めるとは言い切れないところである。

個人消費については色々な要因により行ったり来たりだが、デモグラフィック上の一部の年齢層では、個人でも既往の高価格資産の取得に見合う

負債の元本返済と利払い負担が可処分所得のかなりの部分を占めている。税と社会保険料と住宅取得にかかる元本返済と利払いを引いた可処分所得が、ある層についてはレベルダウンしており、消費性向に結構影響を与えている部分もあるかもしれない。それも今回は必ず消費が先導すると今一つ言い切れない点である。

後藤委員

民需主導の景気回復というが、民需で何があるかとなると、設備投資は先行指標を見渡しても暫く力が出てくるとは考えられず、先程指摘したように住宅と、非常に読みづらいが個人消費の回復に期待をせざるを得ないのではないか。しかし、雇用、所得環境の悪化という点では、かつての景気後退時に経験したことのないような厳しさが今後待っている。それに押し潰されないためには住宅金利について、2年なら2年限りで税制上の優遇措置を講じる。そこが所得環境の厳しさとのせめぎ合いでどこまで対抗出来るかということではないか。個人消費は全般的に非常に厳しいと思うが、個人消費の対象になる財なりサービスの供給側でイノベーション等により新しい需要を喚起する財やサービスを作り出す工夫をしていかないと、需要はなかなか出てこないのではないか。さらに、個人の金融資産の半分程は60歳以上の層が持っている訳であり、60歳以上の人達に如何に財布の紐を緩めさせるかを一つ狙い目にする必要がある。それと供給される物やサービスのイノベーションの二つにより点在する需要を捕え、消費をそこから膨らませていかないと、今後の所得・雇用環境の中で個人消費の増大は難しいと思われる。

篠塚委員

1990年代のアメリカにおいて製造業から大量に人が出ていき、サービス業に吸収されていった際、雇用吸収力があつたのはヘルス・アンド・メディカル・ケアやエデュケーション、チャイルド・ケアといった分野であつた。こうした産業は企業に派遣される人材派遣が中心であり、労働条件も

悪いが、産業としては著しく伸びた。アメリカの場合、日本の労働法とは全く違い転職が流動的に出来るような仕組みがあり、それが産業のイノベーションと一緒に新しい隙間産業に進出し、高齢者向けの色々なケア・サービスも出来たということである。日本では漸く今国会で審議されると思うが、人材派遣法の規制が緩和されるため、保育や老人向けのサービスなど自由に企業として参入できるようになる。高齢者が必要とするサービスが良質、かつ安く提供されるようになる可能性もある。それがどの程度伸びるかは分からないが、アメリカのケースでは大変な勢いで伸びた。当初は製造業から吐き出され非常に質の悪い人達が入っていたため、生産性が低かったが、競争のプロセスを経てサービス産業の中で良質、かつ安価な産業として成長していった。

山口副総裁

植田委員の問題提起については真正面から答える立場にもないため、コメントだけさせて頂きたい。日本経済の過去数年間の停滞基調の中でも、成長分野は成長分野としてある程度の拡大は続けていたと思う。現に半導体・通信その他に代表されるような情報通信分野の成長は90年代に入って非常に目覚ましいものがあった。従って、短期から中期まで含めた将来に向けての成長分野が近い将来成長を加速させるような展望があるのか否かが一つポイントかと思っている。構造調整という場合、例えば既存のリーディング・インダストリーなり、あるいは既に停滞基調に入ってしまった産業に雇用が温存されているが故にニュー・インダストリーが伸びないという状況が日本の中にあるのかと考えると、それは余りないのではないか。そうであれば、成長分野にはそれ自体としての技術革新的な力が働き、独立的な投資が行なわれるかどうかが決め手になるが、その点についての判断があれば是非聞かせて頂きたい。

そのことを先程私が申し上げたことと若干関係付けて考えてみたい。それは金融機関に対してかなり大規模なキャピタル・インジェクションを行なう際、金融機関が企業に対して債権放棄等の形態により、企業の債務負

担軽減に繋がるようなアクションをとるとすると、それが企業部門において新しい分野にチャレンジしたり、新しいリスクをとっていく可能性を一つ切り開くことに繋がるのではないかと思う。仮に、そうしたことが評価されるのであれば、株価に反映されるはずであるし、経済全体のムードを明るくすることにも繋がっていくと思われるため、そうした面に一つポジティブな期待を掛けるようなことで申し上げた訳である。

現在の設備投資循環は、一体どういう関係にあるとみるべきかという問題がある。例えば、資本ストックの成長率や新規投資と資本ストックのバランスをみると、概ね0~1%成長とコンシステントな水準にまで既に落ちてきている訳である。中原委員は先程GDP対比で投資率が13%程度まで落ちればと言われたが、今般決定された政府経済見通しをみると、設備投資のGDP比率は99年度で12%程度との見込みになっている。仮に、その点が設備投資循環にとって非常にクルーシャルなファクターだと考えると、資本ストック調整なるものは既に相当程度進捗しており、これ自体として一段と大きく切り込む必要があるということではないのかもしれないと思う。しかし、投資比率が落ちてきたとしても、ニュー・インダストリーにおける新しい独立投資が自然発生的に起きてくる保証は必ずしもない訳であり、その関係付けをどう考えたら良いのかという問題がある。

速水議長

私も財界の人達等に常に言っているのは、悪化テンポは幾分和らいできているため、底を打つのは恐らく1年半位の間ではないか、すなわち公共投資に予算がかなりつけられたこと、金融システム安定化に概ね目処がついてきたこと、減税も先が見えてきたこと等により底を打つが、そこから先は、民間の企業と家計のコンフィデンスがどの程度回復するかにかかっているということである。ここへきて多少前向きに考えられるのは、先程篠塚委員も指摘していた労働力の流動化とか、企業のレイオフやスピンアウトが我々の身の回りでもかなり起きてきていることである。どうしても余剰労働力を抱えておられず、リストラが限界まできていることが明確に

なってきた企業がかなり多いと思う。何か手を打たなければ立上がれない、しかも3月決算が恐らく一番悪いだろう。そこまで追い込まれた状況の中で年金のポータブル化等が認められることが非常に大きなプラス要因だと思し、労働力が流動化して新しい仕事を始めるケースも色々と聞く。大企業にとっても現状このままではどうにもならないという追い込まれた認識が出てきて、シュンペーターの言うクリエイティブなディストラクションを実施せざるを得ないことになるのではないかと思う。そうした動きがまた新しいものを創り出していく形で民間企業が動かざるを得なくなっている。財界のリーダー達も自分達が動かなければどうにもならないという気持ちを相当強くしている。

家計がどれだけコンフィデンスを持つかという点に関しては、所得はそう減少していない訳であり、暫くは先が不安なため手許に置いておく、あるいは低金利でも預金にしておくことが多かったと思われるが、減税が決まり、金融システムの健全化が動き出すなど、道具立てが大体揃って方向が見えてきた。まだ破綻する先も出てくると思うが、むしろペイオフ等が迫ってきていることも預金者にとっては動き出す契機になるのではないか。この3月が終れば、ペイオフ実施まで9月、3月、9月と三回しか決算がない訳であり、銀行も相当慌てていると思うが、預金者の方でもそうした動きが起きてくるのではないかという気がする。耐久消費財を買う動きや住宅の需要が出てきているのもそうした動きの一環ではないか。減税により新しい需要も出てくるであろうし、多少先行きに対する見通しが出てくれば、家計の方も変わっていく可能性があると思う。その辺は今後の運営次第ではあるが。

三木委員

GDPの6割近くは個人消費であり、住宅が7%程度で設備投資が10%程度であるから、景気の回復はやはり個人消費と住宅からだと思う。従って、個人消費と住宅を刺激することが一番効いてくる。現に、1987年からバブルに入る過程をみると、マンションも含めた住宅中心の建設需要が全

ての経済を引っ張り、V字型の景気拡大を示した。住宅が増えると、当然自動車や家具が全て増えるし、家電製品は一斉買い替えることになる。また、当時は新たに耐震性の問題も出てきたため、そうした新技術に対する需要も過熱することになった。今後個人消費は具体的には自動車と住宅がリードすることになるのではないか。それになぜ火が点かないのかについては、個人や企業が自動車の耐用年数を2年以上も延ばしているといった事情も非常に大きい訳で、やはり個人、企業とも先行きに対するコンフィデンスがないということになる。特に潰れることはないと思っていた銀行がこういう事態になり、自信を欠いたことが最大の問題である。

今一つは、やはり先行きに対する不安、生活不安であり、社会保障の問題である。年金から始まり医療費の問題等に手がつけられないままに、一部は負担が引き上げられたことが不安を非常に大きくした。個人は1,200兆円の資産を持っており、しかも60歳以上が個人資産の半分以上を保有しているにもかかわらず、先行きが不安なために使わない状況になっている。昨今の個人消費の斑の動き等を見ても、新商品、新技術には直ちに飛び付くし、安価であることに影響されている。東急百貨店日本橋店の安売りは叩き売りであり、安いから売れたということにはならない。しかし、年初の特に大阪の百貨店の動きに顕著に出ていたが、安い商品を品揃えしたところ、10日間に亘り前年比を上回る数字で売れ続けたということである。やはり安価ということが需要を引き出す契機になる。先行きに対する不安がなかなか解消しないため、極力消費を抑えようとしているが、相対的に安ければ買うことになる訳である。そこを如何に刺激していくかということであろう。その意味では、政府の経済政策、今般の減税政策、さらに社会保障の見直しや年金の問題にきちっと筋道をつけて打ち出すことも重要であり、政策減税を織り込むことも非常に大きい要素である。今回の住宅などについても、まさにそれが効いたと思う。自動車などもそういう意味での政策減税をここで何か織り込んで頂けると、やはり状況が相当変わっていくと思う。

需要がない以上、設備投資はあり得ず、現在の設備投資は新技術と新商

品開発に伴うものと省エネ、省コストに繋がる案件のみである。設備能力を増やす投資と残念ながら新しい産業構造の転換に見合う投資がみられない。5、6年前からどの企業も半導体の設備に投資したが、現在は一斉に止めている。やはり当面は、既存の産業の構造調整に伴う設備ギャップの解消を否応無しに行なわざるを得ない局面だと思う。その点でかつてと違うのは、従来は金融が全てバックアップしたため、合併や調整の形で設備や人が残ってしまっていたが、今回は銀行がバックアップすることがないから、生き残る先と振り落とされる先が非常に明確になる。設備が倒れば人が落ちるのは自明の理である。その代わり短期的には、今下期の企業決算は惨澹たる結果にならざるを得ない。しかし、各社ともそれは泳ぎきろうと思っている。

中原委員

先程の山口副総裁の設備投資についての質問だが、去年の11月末から12月末頃に調べた際に民間設備投資の名目GDPに対する比率は14.4～15%であった。13%と申し上げたのは、現段階でそこまで落ちているのではないかということである。理想的には本年中に10%まで落ちると思っている。10%まで落ちれば、設備調整は完了すると思っている。先程から出ている需要を喚起するような政策は既に限界にきており、この3月決算でハードランディングを行ない、如何にきれいになるかということだと思う。調整が進めば進むほど、来年度以降は極めて明るくなる。調整の具合によっては、本年度の少なくとも前半は今回の不況の中で一番悪い時期になるのではないか。それを乗り越えれば、希望が出てくると思っている。この3月が本当に正念場である。あらゆる業種において、勝ち組と負け組が明確になってくる。産業間でも勿論明確になり、整然と分かれてくると思う。それがこの3月期の勝負であり、ある意味でバブルの総決算である。

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、各委員方のご意見を順番に伺い、その後自由討議を行ないたい。まず、三木委員から願います。

三木委員

経済環境、経済の動き、財政の動きの中で、本行が中心になっている金融政策において重要なのは、平成 11 年度上期までの 9 か月間にこれまで先送りされてた問題について禍根を残さぬよう、それぞれの分野、問題についてある程度道を付け、あるいは処理をし、政府の経済対策の効果本格化とマッチングさせることである。平成 11 年度下期からの経済の浮上を睨み、現在は各々が自己責任でやるべきことをやる状況にある。

そうした中で、金融政策に関する問題として注目すべきは、長期金利の跳ね上がり、物価の下落からくるデフレ・スパイラル懸念への対応である。長期金利は資金運用部の国債引受け中止発言に端を発し、短期金利がこれだけ安定しているにもかかわらず昨年末には 2.298% まで上昇した訳であるが、最近では 1.7% 程度で落ち着いている。長期金利は去年 9 月 9 日に金融緩和措置を採った後、12 月中旬頃までは 1% を大きく割り込む水準だった。この低下自体はバブルだったのではないかと感じているし、むしろその後の長期金利のリバウンドは正常化の過程とみて良いのではないか。しかし、現状の 1.7% 前後という水準は銀行への設備資金貸出の申し込みが非常に低調であり、貸し渋りどころか貸出難だという声すらある状況の中ではまだ高いと思う。現在の短期市場金利を念頭におくならば、1.4%~1.5% 程度に落ち着くのが一つの筋道と感じている。従って、現段階では短期金融市場の安定に引き続き取り組み、特にターム物が跳ねないように注意しつつ資金を供給し、様子を見守るのが選択肢かと思う。また、当面の長期国債の買いオペについては、当然銀行券の伸びの範囲内ではあるが、現段階では毎回のボリュームを減らすことなく、毎月現在の 4000 億円程度の買い入れペースでタイミング良く実施していくことが必要で

ある。

また、物価の問題は、卸売物価の前年比-2%程度の下落からみると、デフレということになるが、卸売物価の低下が加速する気配は現時点では窺われぬ。今後の加速については村山調査統計局長の説明のとおりであろうが、現在まだ加速まではいかない段階にある。設備投資需要がこれだけ減退しており、しかもまだ底がみえない中で、輸出も円高や対米貿易摩擦問題、あるいはアメリカ景気の先行きの若干のスローダウンを考えると伸び悩む可能性を抱えている訳である。これに企業の構造改革リストラが加われば、やはり来年度の物価情勢は相当に深刻で厳しいものになるのではないかと思う。個人も企業も収益・所得が減少していく中で、どうしても安いもの志向にならざるを得ず、価格は大きく下がる方向に行くのは間違いない。そう考えると、今後の局面は、デフレ・スパイラル懸念に対する政策を常に視野に入れていく必要がある。こうした状況下、リスクへの認識は強めつつも、金融政策としては現状維持とすべきだろうと思う。

中原委員

まず、長期金利については、1990年9月に始まり98年10月に亘る長期債の大相場が終焉を遂げた点を確認したい。従って、長期金利は例えば国内貯蓄が十分にあるため再度反落するという考え方もあるだろうが、私はいよいよ長期金利高の局面を迎えたと思っている。先程植田委員から話があったようにネットの政府、中央、あるいは地方の債務の総計がGDPの8割から100%になるとか、あるいは新発債が31兆円、財政赤字のGDPに対する比率が8ないし9%、来年は10%になる見込みとなると、これまで採ってきた財政支出政策、ケインジアン・ポリシーに対する咎が出たことに他ならず、ここで大相場が終焉したと考えている。要するに、ボンド・マーケットの反乱である。こうした前例は幾つもある。例えばサッチャーが登場する前の状況のように、如何に財政政策を行なってもこれ以上出来ない領域にまで来ている。これがボンド・マーケットの反乱であると確信している。この長期金利上昇はかなり長い間我々と一緒に共存するし、あ

るいは金融政策も長期金利の上昇局面に入ったことを前提に考える必要があるのではないかと思う。これに対処する方法の一つはサッチャー流に財政支出をカットし、再び緊縮財政に戻ることにより均衡を目指すことである。今一つは先程植田委員も指摘されたが、そうした中でインフレとは言わないが、少なくとも物価をデフレから中立まで戻すという選択もあるのではないか。いずれにしても金利が反転している訳であり、何か非常に不安定なこと、あるいは何らかの発言によって国債がパニック的な状況に陥り、資金が逃げていく危険も十分にある。従って、長期金利が大暴騰する危険も拭えないと思っている。

円高については前回ご説明したが、95年4月からの円安局面がやはり完全に終了した訳であり、簡単には円安の方向に修正されないと思っている。円高になった理由には色々あるが、金利差が縮少してきたことが一つ、特にドル、ユーロについてはまだ利下げの余地が大きい。今一つは、3月決算前に海外投資を回収する動きがどうしても出てくる。同じく3月にかけて、銀行が海外から撤収する、資金を回収する動きも出てくる。さらに、債券投資の面で、日本の国債が上がっていくと、外債を買うよりは日本国債を少しは買ってみるかという状況にもなるかもしれない、その場合は円が流入してくる。これらが短期的には円高圧力になる。アメリカの経済はいつ株価が急落するかもしれないという恐れを抱えており、目先のデータに一喜一憂している中で弾劾裁判も行なわれ、およそファンダメンタルズとはかけ離れた動きが長期金利のみならず、円高にも出てきている。来年に入ると大統領選挙が始まるが、情勢によっては貿易戦争が大統領選挙のテーマに乗ってくるのではないかと懸念している。いわゆるマニファクチャリング・アメリカとファイナンシャル・アメリカの戦いであり、マニファクチャリング・アメリカの声が強くなるのかもしれない。前途は必ずしも楽観を許さない。円の動きは介入で一応収まっているが、元来100円から108円の間は一つの真空地帯であり、介入した108円近辺が割れれば100円、100円が割れれば90円に向うようにも読めるため、円の動きというのは、この3か月から6か月が一つの注目点だと思う。

そうした中で、金利高、円高に加え、株安となっている訳であるが、昨年の7月が昨年の高値である約16,700円であり、その近辺に色々な抵抗帯がある。例えば、ギャンという人が開発した値幅の測定方法でみると、16,400円から16,700円の水準に抵抗帯があることになり、この辺りが上値が非常に重い。因みに、昨年3月末のダウは16,527円であり、まさに抵抗帯に引っ掛かったため、非常に重くなりそうな感じがしている。今年はヨーロッパがデフレ気味になっていくのではないかと観測している。ユーロは非常に悪い時に発足し、ユーロ高が非常に困ることになる。従って、景気対策を行なわざるを得ず、ECBはいずれ金利引き下げに追い込まれると思う。ただ、金利の引き下げについてECBがまだ未経験なため、慌ててしかも大幅に下げってしまう危険もあり、その辺をよくみておく必要がある。いずれにしても金融のみ統合されているが、一方で財政は11か国ばらばらであり、ユーロのスタートはスムーズだったとしても、今後はそのスムーズさとは裏腹に厳しいいばらの道が待っていると考えている。

そうした中で、国内では円高と長期金利高が企業の調整努力に対して最終的な打撃を与えることになるため、前回提案したように、思い切って一段の金融緩和を行なうとともに、デフレにはさせないという決意を改めて数字を以って示すことが必要である。

篠塚委員

結論から述べると、日銀が採っている潤沢な資金供給は続けて、コールレートを0.25%にしても効果がないため、そうした誘導目標には反対するという従来の立場である。その考え方は、景気回復の契機を期待するには、やはり国民生活の土台となっているマクロの消費者のコンフィデンスを高めるような何らかの支援が必要であると思うことにある。構造調整を行なうとしても従来のマクロ政策から資源再配分政策へと方向を変えていく視点で見直すとすれば、金利を下げて資金の流動性に係る混乱を収めるような形での金融政策は巧く機能していなかった訳であり、その効果は疑問視せざるを得ない。金融政策はやはり金利がある程度の水準よりも低い

ところに張り付いてしまうとほとんど効果がなくなってくる。アメリカでも第二次世界対戦の1938年から1947年頃までの9年間近く、公定歩合が1%の水準で張り付いていた時期があった。勿論戦争下での異常な時期ではあったが、それが最も低い水準であったのではないかと思う。日本ではそれ程長くはなっていないが、公定歩合が0.5%になったのは95年であり、現在は0.25%を誘導目標に調節している訳であり、そうした金融政策によりどのような国民生活の基盤が毀損されたかについても考えなければならない。例えば、9月9日に金融緩和を実施した後、長期金利が0.7%台まで下がったのは、銀行が安全な資産の選好ということで国債を大量に買った結果であった。あの時はマクロ金融政策の観点から金利を下げることにより、一時的には銀行を救済し、銀行から企業へ資金が流れることを期待した訳であるが、実際には企業には向わなかった。恐らく金融不安、システミック・リスクを抑えるという意味もあって行なった措置だと思うが、その効果はインターバンクと日銀との関係だけに止まっていたのではないか。従って、銀行に対する補助金のような役割になる訳である。現時点では金融システム安定化に向けた法律も成立し、それが巧く機能するかは実行をみないと分からないが、一応のセーフティネットが整備された訳であり、金融緩和により金利を下げた効果はもう期待できないのではないか。

消費者のコンフィデンスを高めるためには、金利は年金や生命保険など様々な財団等もあらゆるところで国民生活にコミットしている訳であり、低金利下でそうした先がかなりおかしくなっていることに対しても支援が必要である。それは、金利を上げれば良いということではなく、全般的に構造調整が必要になってきているということである。銀行についても資本を注入すればそれで助かる訳ではなく、リストラし、再編成・淘汰される先もある訳であるが、同様に生保にしても、年金にしても大幅な構造調整が必要であり、そうしたところにも低金利が影響している。生保の大手8社では、新規に契約する人よりも解約する人の方が多くなっている。新規の契約額が50兆円で、解約が58兆円という状況にある一方、新たに外

資系の生保に加入する人は数はまだ少ないがかなり増えており、生保業界で大きな構造調整が起きている訳である。その中で、消費者の立場からすると一体何が起きているのか。日本銀行は金融政策に当り銀行だけではなく、視野を今少し広げて色々な分野に金利の影響が波及していることについて注意深くみていく必要がある。従って、9月9日に金利を下げたことに関してはやはり疑問を持っており、反対したい。

植田委員

何度か議論に出たりストラの動きを促すためには金利は高い方が良い訳だが、不況の中にあって、実質金利は既に2.5%近い水準にある。例えばコールレートが名目で3%か5%の水準にあるならば、金利を下げてても良い状況だと思うが、現実には0.25%という水準にあり、さらにコールレートを下げても、それだけでは経済に対するプラスの効果は小さいのではないかと思う。場合によっては、ある程度の有効性を持つようなやや極端な政策も考え得る訳であるが、先程も申し上げたように様々な難しい問題を含んでおり、現在のタイミングで行なうことがどうしても必要だとも思わないため、現状維持としたい。

藤原副総裁

皆さんと同様に、私も先行き注目すべき点として長期金利と円高を挙げたが、長期金利については従前の低過ぎた水準から訂正されつつあると考えて良いのではないかという気がしている。一方、円高の方はまだ目が離せず、企業収益、物価、輸出の各ルートでデフレ効果を加速させる恐れがないか注意深く見守っていく必要がある。マーケット動向をみるうえでは株価があるが、これには3月決算を中心とした各企業の収益がもろに現れるとともに、各産業分野および企業のストラがそこに集約的に現れてくるのではないかとみている。いずれにしても、明るい材料は幾つか指摘されるが、それらが直ちに経済の自律回復に結び付く力に乏しいという事実には変りがない訳であり、そうした基本認識の下で金融政策としては引

き続き潤沢な資金を供給する調節方針を維持していくべきである。

山口副総裁

当面は現状維持の政策で臨みたい。理由は主として現在の経済情勢全般の評価ということになるが、経済活動の悪化がかなり緩やかになってきており、近い将来下げ止まる可能性があるという状況だと思う。この中で、先程来申し上げたようにデフレ圧力の強さを過小評価する訳ではないが、取り敢えずは大規模な財政拡張により経済全体の悪化にある程度歯止めが掛かりつつある状況であり、今少し状況をみるべき局面ではないか。また、金融資本市場全体についても小康状態にあると思うし、年度末にかけての金融情勢を展望しても1年前あるいは昨年秋頃に年末金融を心配したのに比べると、某かの改善はみられる状況にあると思われるため、それを踏まえて現状維持で臨みたい。

追加的に若干コメントさせて頂きたい。一つは、去年9月の政策決定時には、その前の政策決定会合からの約1か月間にロシア危機が挟まっており、それによって世界の金融の風景が一変していたと思う。私としては、そうした状況も念頭に置きながら、9月9日の政策措置に賛成票を投じた。それに比べて今回のブラジルの影響をどうみるかであるが、まだ時間が十分に経っていないこともあるいはあるとしても、幸いロシア危機後のインパクトの大きさに比べると今回の場合は現時点ではモダレートな影響に止まっていると思う。従って、この点も経済情勢全般の評価の一つに留めて良いのではないか。

第二点はリストラと金融政策との関係である。先程植田委員はリストラを促す意味では金利はあるいは高い方が良いのかもしれないと言われ、そうした発想は世の中にも見掛ける訳であるが、それは政策的に恐慌的な展開を意識的に生み出すものだと思われ、私自身はそうした立場には立っていない。逆に、リストラに伴う痛みを緩和するという意味で一層の金融緩和、金利引き下げが必要かどうかということが対極的な問題意識としてあると思う。その意味合いであれば、金融政策は既に十分なことを行なって

きており、リストラとの関係では、現状特に政策変更を考える必要はないのではないか。

第三点は国債金利との関係で金融調節をどう考えるか、あるいは国債の買オペをどう考えるかという問題である。当面の国債、長期金利全般の動きをどう読むかは別にしても、長期金利に対して日本銀行の政策手段を動員し、これに強い影響を及ぼそうとすれば、往々にしてその効果は逆に出てくるのが十分に考えられると思う。それは先程植田委員が紹介していたアメリカ連銀におけるシミュレーション等からの類推によっても強ち日本において起きないことではないと思う。日本銀行が長期金利の引き下げを強く意識し、例えば日銀引受、あるいは買いオペの大幅な増加を考えるのは適当ではない。三木委員からは当面現在の買いオペのペースである月間4,000億円程度のオペを続けるべきではないかというご指摘があり、私も当面それで良いと思う。ただ、これまで何十年と続けてきた日銀の長期国債買いオペ政策は時によって量の大小はあるが、均してみると日銀券の増発を基準にしてきており、その基本から大きく逸脱して買いオペの量を増やすことには慎重でありたいと思っている。

後藤委員

今後、財政政策の効果が本格的に現れてくるし、銀行への公的資本の注入も今や実施の段階に入ろうとしている。また、足許は金融市場の状況も取り敢えずの落ち着きを示しているし、金融政策としては残された余地が非常に少ないこともある。従って、かかる政策の効果がどのように現れるかを注目しつつ、従来同様の潤沢な資金供給を行なうとともに、先般のオペ、担保措置を着実に実施していくことを含め、現状維持が適当と思っている。

武富委員

金融政策については、当面これまでの緩和の基本的枠組みを継承することで良いと思う。インターバンク市場も、ひところ大変心配した企業金融

も小康状況を得ており、年度末越えの展望が開けつつあるため、ここで特に政策を変更する理由はない。

その上で敢えて二つ申し上げる。一つは何人かの委員からも出たが、景気底入れの実感がなく、景気の底固めが終ったかどうかも良く分からない現段階では、イールドカーブが立上がり過ぎることに対し中央銀行が積極的に働きかけて安定化させるかどうかという問題である。二つ目は落ち着き過ぎの物価についてどう考えるかである。一点目の方は、12月末頃には長期金利がどうなるのかという心配もあったが、多少落ち着いてきており、それ一つを取ってもイールドカーブに現時点で働きかける必要はない。中長期的観点や基本姿勢の問題として、イールドカーブに働きかけることは景気との絡みでは良いことだが、副作用もある。中央銀行のみでそれを達成することは難しい。そうした流れの議論では先程の山口副総裁の発言とほぼ同意見である。論点としてはあるとしても、イールドカーブへの積極的な働きかけは現時点では不要である。特に、国債オペも日銀券増発の範囲内とはいいながら、現時点では既にオペ額の方が多すぎると実は思っている。従って、本来インフレとの絡みや中央銀行の姿勢、バランスシートの問題などを考えると、是正した方が良い。ただ、市場が長期金利に大変ナーバスになっており、しかも景気にとっては命取りになりかねないような局面で本来論に沿って動くとは必ず誤解を受けるため、若干残念ではあるが、是正的な正常化の動きも出来ない。よく様子を見つつ、どこかでギアを切り替えていくということかと思っている。

二点目については、そもそも物価問題は構造問題であると捉えている。短期循環的な需給緩和に伴い下がっている部分も勿論あるが、基本的には大幅で、かつ拡大傾向を辿る需給ギャップに起因しているため、三木委員の指摘されたように需要を付けて埋めることは根幹からは出来ない。以前から供給能力の削減を主張しているが、それがない限り所謂需給が均衡に近づいて物価が適正化するのには難しい。しかも、我々に示されているのは国内の需給ギャップのみであるが、当然グローバルに連結ベースで海外、国内の関連会社を含めた供給能力をベースに考える必要がある。それは要

素価格の均等化現象が世界的に起きている訳であり、これは大変中長期の話であるし、結局エマージングマーケットのコストが上昇してくるまでそう簡単に埋まる性格のものではない。そうした状況を指してデフレ・スパイラルということがややアングルの違う観点から喧伝され過ぎている。こうしたデフレ・スパイラル懸念に対応して、中央銀行がある程度世の中のインフレ期待形成に関与することは可能であるが、実験的に行なうことは許されない訳であり、金融政策以外の分野からも需給ギャップの解消に貢献してもらうことを期待しながら金融政策を進めていくということだろうと思う。かつて日本の工業における減反政策が必要だと主張してきたが、国際的に競争力が戻らない分野は如何に安楽死させていくかも同時に考えていく必要がある。仮に、それが雇用やその他の問題により政治的に難しいのであれば、理屈としては通貨の対外価値を大幅に安くしていかなければ要素価格がエマージング・マーケットと一緒にならない訳であり、仮に通貨安が良くないのであれば供給サイドを押していく以外にない。

そうした認識に立つと、物価を意識して金融政策を色々操作するとか、目標を設定するといった考え方はなかなか難しいだろうと思う。そうした点も含めて現状維持である。

速水議長

次に、私の見解を述べさせて頂きたい。

まず、一週間前に香港で の会合が開かれ、 や
あるいは や などアジアを中心に 20
人ばかりの が集まり、2 日半議論を行なった。その会合での感想を
四つほど申し上げたい。

第一に、山口副総裁も指摘されたようにアメリカが直面している現状が非常に難しいことを改めて認識した。表面的には財政は黒字、個人貯蓄はほぼゼロ、クリスマスセール等も非常に良好、企業収益は若干赤字だが雇用も増大、海外部門は赤字、株価が一方的に高くなってきているという状況にある。通貨当局としては景気が強いことをやや当惑気味に感じている

ように見受けられた。現在の円高もドル安が原因だと私も確認した次第であるが、困っているのは、一つには株価の上昇がアップサイド・リスクと
いうか、行き過ぎになり、バブルの走りが再び起きつつあるのではないか
という懸念である。今一つはアメリカ大統領のスキャンダルの件もあるが、
ブラジルを始めラテン・アメリカ、特に中国、ロシアの経済危機の波及を
非常に心配しているようである。アップサイドもダウンサイドも非常に大
きな懸念であるが、どちらが起きたとしても帰するところはやはりダウン
サイドになるため、タイミングのずれはあるにしても何れも心配だという
感じを通貨当局が強く持っていると言われた。

第二に、ユーロがスタートした直後であるが、円／ユーロは 135 円と出
足は非常に良かったものの、その後少しユーロが弱くなり 132 円程度に
なっている。これも先程中原委員が指摘したように、当局としてはヨー
ロッパの全体感、すなわち加盟国の景気が後退しつつあることを明確に認
識しているようであり、そのスピードや程度がかなり違うことを気にして
いた。ドイツなどが例えば金利を引き下げなくてはならない局面ではどう
すれば良いのかといったことを、今後の問題として心配している感じを受
けた。

三つ目は中国や韓国を始めとしてアジア諸国の何れもバブル後の金融
システム不安・崩壊に直面していることである。ほとんど例外なしに日本
が歩んでいる道を同じように辿っている。日本は道具立てが揃った段階ま
できているため、色々と質問を受けた。鋭い質問を受けて答に困ったのが
二つある。一つはキャピタル・インジェクション用に 25 兆円もの政府保
証が付けられたにもかかわらず、何故 6 兆円程度しか使わないのかという
質問であった。株主総会の問題や政府のシェアがマジョリティーになると
困る等の事情が各行それぞれにあるため、今後どのようになっていくか分
からないが、金融監督庁や金融再生委員会で鋭意検討している最中だとし
か説明できなかつた。もう一つは、道具立てを揃えるのに、何故かくも時
間がかかったのか、インジェクションにしても既に予算がついているのに、
何故すぐ実行しないのかという非常に答え難い質問を受けた。韓国等は日

本より遅れてスタートしていながらイジェクションを行ない、銀行の再編を強引に進めている訳である。そうした状況に比べて日本は議会政治が難しいということであるが、経済的な説明としては、地価が特に下がっていく途中では先延ばしになりがちであり、リストラ、景気対策、金融再編等と金融再生の利益相反というか、両者を同時に解決していくのは非常に難しいと言わざるを得なかった。

四つ目は、ユーロがスタートした直後であったが、円を国際化していくということを一生涯懸命説明をし、極力円を使って欲しいと申し上げた。4月からはF Bなどもマーケットが成立し、税制面でも他の市場と同様の扱いになっていくため、極力円決済を増やし、円がいずれアジアに限定しないグローバルな通貨になっていくことを期待しているとも申し上げた。個人的な意見であるが、ドル、円、ユーロのバスケットにより、仮にアジア諸国の為替相場が固定化するならば、それが良いのではないかと思う。多分、使用率に応じて一定率をかけてミックスしたバスケットにするのであろうが、フロートに出来ない国ではそうした格好で随時バスケットを変えていけば、先般のようなアジアの通貨危機は起きなかったのではないかと感じた。

次に、当面の金融政策については、結論から言うと当面の金融市場調節方針を「現状維持」としていきたい。経済情勢については、約1か月前の会合以降、余り目立った変化はなく、公共投資の増加、一部商品の売れ行きが堅調、生産の減少テンポの鈍化、あるいは断片的には景気の悪化に歯止めが掛かりつつあるということを示唆する材料もみられる。しかし、企業収益は大幅に減少しているし、雇用・所得環境も厳しさを増していることを踏まえると、民間経済に働いている負のモメンタムは引き続き強い状況にあると言わざるを得ない。経済の先行きについても、判断を大きく変える必要は乏しいように思う。すなわち、当面は公共投資が高水準を続けると見込まれ、99年度に実施予定の各種の減税措置も企業や家計のマインドを下支えすることが期待される。また、金融面でも、金融機関に対する公的資本の注入が着実に具体化の方向に進んでいる。こうした金融システ

ム安定化へ動きに加えて、昨年秋に日本銀行が採った一連の措置、さらには信用保証制度の拡充の効果等もあり、企業金融を取り巻く環境は一頃に比べてやはり逼迫感が薄れてきているように窺われる。このところ、企業倒産がやや減少しているようにみられるのも、景気に対する資金繰りの面からのリスクが取り敢えずは若干和らぎつつあるものと一応解釈し得る。

しかし、そうは言っても、経済活動の源泉である企業収益や雇用・所得環境は非常に厳しい状況になっているため、民間需要の力で景気が回復していくかどうかについては、やはり大きな不確実性がある。加えて、昨年末からの長期金利の上昇、円高といった要因も新たなリスク・ファクターとして生じてきている。長期金利も円相場もやや長い目でみれば、経済のファンダメンタルズを反映した水準に落ち着くと考えられるが、一方、長期債市場では財政赤字が危機的な水準に達しつつある可能性が急に意識され始め、相場観を失っている可能性もある。ターム物の3か月物やジャパン・プレミアムがここへきて上昇しているが、これは3月末の年度末越えのために上昇している訳である。これは自然な動きであるが、長期金利の現状は2%まで上昇した後、1.725%に下がってきた訳であるが、この水準は一昨年の夏から秋にかけてのレベルであり、それ以前は今少し高かった。その時点で短期金利である翌日物無担コールは0.5%程度であった訳であり、現在の長期金利の水準が高過ぎるとは思わない。むしろ、昨年夏場のflight to qualityといわれる動き、つまり他に投資するものがなく国債への集中投資が生じたことが国債の価格を上げ、金利が1%を割る水準までオーバー・シュートしたと考えるべきではないかと思っている。従って、現在の金利もこのまま上昇し続けていくものではないと思う。為替についても円高であるというより、むしろドル安であり、新通貨「ユーロ」のインプリケーションや中南米情勢に伴うリスク等が様々に絡み、単純には理解し難い相場展開になっていると思う。もとより、長期金利や為替相場は現在のような市場地合いが予想外に長引き、景気に悪影響が出てくる可能性も否定できないため、十分注意してみていくことが必要である。

以上を踏まえると、日本銀行としては、これまでの金融市場調節方針を

維持しながら、その下で金融市場の安定確保に万全を期していくことが適当であると思う。確かに、長期金利の面での不安要因にどう対応すべきかという問題はあるが、仮に本当に景気に対して悪影響を及ぼすということであれば、その行き過ぎている分については市場の力で戻ってくるはずだと一応考えてよいのではないか。長期金利に対し、金融政策が直接対応し得ることは本来限られている。最近、日銀による国債引き受け論といったものがみられる。今朝も経済閣僚会議の席上、ある大臣から日銀はなぜ引き受けを行なったり、大量に買いオペを実行しないのか質問されたが、これは中央銀行のクレディビリティを損なうし、国債が却って格下げになる可能性もあるし、財政規律の喪失に繋がっていき、プラス面よりもマイナス面の方が大きいと説明をした。国債引き受けを財政法や日銀法が原則禁止しているのは、そうした理由があつてのことであり、長期金利に却って悪影響を及ぼす可能性があるものとして十分警戒的に対応していくべきである。日本銀行としては、そうした対応よりも現在の極めて低いオーバーナイト・レートを維持し、思い切った金融緩和スタンスの継続を明確にしていくことが重要である。長期金利については、そうした市場環境の下で、いずれ落ち着くところに落ち着いていく展開となることを期待し、現時点では注意深く見守っていくしかないと思う。

これまでの討議を踏まえて、金融政策運営について、追加的な意見、議論があれば、自由に発言して下さい。

特にないようであれば、政府から出席の武藤大蔵省総務審議官、新保経済企画庁調査局長に何か意見があればどうぞお願いします。

武藤大蔵省総務審議官

機会を頂いたので政府の経済財政運営の考え方等について一言申し上げさせて頂く。

わが国の経済の現状について色々議論があつたが、政府としても景気には改善を示す動きも幾分みられるものの、景気は低迷状態が長引き、極めて厳しい状況にあると認識している。こうした現下の経済情勢に鑑み、ま

ずは昨年秋に取りまとめた緊急経済対策を着実に実施する。特に、平成10年度第三次補正予算の円滑かつ迅速な執行に努めて参りたい。さらに、平成11年度予算については、平成10年度第三次補正予算と一体的に捉え、年度末から年度初めにかけて切れ目なく施策を実施すべく、いわゆる15か月予算という考え方にに基づき、当面の景気回復に向けて全力を尽くすための予算編成を行ない、本日国会に提出した。

平成11年度一般会計予算規模については、10年度当初予算比5.4%増の総額81兆8,601億円である。国債費と地方交付税交付金等を除いたいわゆる一般歳出についても、10年度当初予算比5.3%増の46兆8,878億円となっている。特に、公共事業については、公共事業等予備費5,000億円を含めた予算ベース、支出ベースのいずれにおいても前年度に比べて10%を上回る伸びを確保する積極的な財政運営を行なうこととしている。また、税制については、平成11年度改正において、恒久的な減税に加えて、先程からも議論があった住宅建設及び民間設備投資の促進、経済金融情勢の変化への対応の観点からの措置等を講ずることとしており、国、地方を合わせ平年度ベース9兆円超の減税を実施することとしている。

このように財政、税制面で景気回復に全力を尽くすこととした結果、平成11年度予算における公債発行額が31兆500億円、公債依存度が37.9%に達することとなる。10年度当初予算はこの公債依存度が20.0%であった。10年度第三次補正予算後、この公債依存度が38.6%となったが、11年度においては前年度の第三次補正後とほぼ同じような37.9%となった訳である。なお、過去における公債依存度の実績値の最高水準は、昭和54年度の34.7%である。わが国の将来の世代あるいは社会の変化を考えると、財政構造改革は必ず実現しなければならないが、この点については、わが国経済が回復軌道に乗った段階において、改めて21世紀の初頭における財政、税制の課題として根本的な観点から必要な措置を採らなければならないと考える次第である。

ご審議に当たり、以上の政府の経済財政運営の考え方等についてご理解を

頂ければと考えている。

新保経済企画庁調査局長

先程、総裁は道具立てが揃ったと言われた。金融機関の二法、金融再生処理の二法も整ったし、極めて大規模な財政政策も採り、道具立ては揃った訳である。ただ、次第に大盤振舞の財政政策を行なう余地が少なくなっている訳であり、確実に効果を上げることが非常に重要である。政府は0.5%成長を目指してこれを実現したいと考えているが、過去の政策をみると、大規模政策を採った時は効果が出ても、その効果が出尽すと再びその問題が出てくるという関係がかなりある。これは先程各委員から指摘があったように、不良債権処理を中心とするいわゆる構造調整をやや先送りにしてきたという問題が過去にはあったためであり、この点をいわゆる構造調整と景気、短期循環との関係でどう考えるかを改めて確り整理する必要があると考えている。

一部の民間エコノミストは短期の不良債権処理、金融機関の整理統合を余りに急ぐと、却って景気がデフレ的になるのではないかという議論をしており、急ぐなというインプリケーションがあるように思われる。しかし、これを先送りして、従来の状況を脱しきれないうちに政策効果が一巡してしまうと、非常に困難な状況になってくる訳であり、リストラのみならず、金融機関の不良債権処理、金融機関の整理統合はかなり思い切って進めるという方向が重要なのではないかと思う。その際、資産価格が下落を続けてきていることが、問題の解決を非常に難しくしている面があり、この問題をどう考えるかを整理していく必要がある。それに関連して気になるのは、地価がまだ下がり続けている状況で倒産が減っているのは金融機関の信用保証が効果を発揮した訳であるが、他方で、中小企業を対象としたの中小公庫等の調査をみると、銀行の貸出態度は12月に至っても依然改善していないという結果であり、この辺りを注意深くみていく必要があると思っている。現時点では不良債権処理、金融機関のリストラについて明確なコンセンサスを形成していくことが、極めて重要であると思っている。

速水議長

参考意見として伺わせて頂いて宜しいか。

[政府からの出席者了承を表明]

それでは、議案の取りまとめに移りたい。先程の委員による検討では、当面の金融市場調節方針について現状維持とする意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方から当面の金融市場調節方針は現状維持とする議案を提出したい。これとは異なる意見の方で、ここで正式に議案として提出したいという方はどうぞ申し出て頂きたい。

中原委員

願います。

[事務局より議案配布]

速水議長

それでは、中原委員から提案が出されたので、事務局は議案を読み上げて下さい。

山本企画室参事

中原委員からは、前回12月会合と同じ提案を頂いた。「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パーセント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。」である。

次に、議長案は、「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」である。

別添が対外公表文である。「平成11年1月19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or賛成多数。以上。」である。

中原委員

提案理由を説明させて頂きたい。私の提案は前回と同様いわゆるゼロ・ターゲティングを目指している訳である。提案理由は四つある。第一は円高、長期金利高により状況が一変して悪くなり、この1~3月、遅くても4~6月に危機的な状況が訪れると思われるため、それに対処することである。

第二に物価の下落圧力が益々下方に強くなってきている。一つはGDPギャップの存在であり、事務当局からも説明があったとおり新年度に入ると拡大幅が加速すると思っている。卸売物価が急速に下がり、それがCPIに伝染していくのは時間の問題であろう。一定のタイムラグ、多分2か月程度を経て、卸売物価の下落が消費者物価に及ぶということである。それが新年度に入ると益々明確になってくる。今一つは円高が輸入デフレを加速する。10%円高になると短期の物価が1%下がるという一つの試算結果があるが、円高の方からも物価への下方圧力が加わり、益々デフレになっていくため、それに対して然るべき決意を示す、あるいは措置を講ずるべきだということである。

第三には、財政の出番が限られてきたことである。これまで需要面では財政政策の出番になってきた訳だが、恐らく本年度でピークアウトし、財政支出の追加的な余地は極めて限られてくる。従って、当然金融政策への期待が集まってくるのではないか。万が一、財政で再度大きなパッケージを出すことになれば、長期金利が一段と上昇し、私が申し上げたような理由が強くなる。従って、この時期に明確に金融緩和を打出し、金融政策としての役割を担う必要がある。

第四に、世界中が悪くなっていき、ヨーロッパではデフレ傾向が明らかになると思う。アジアも皆さん方は昨年よりは良いと言っているが、私は悪くなるのではないかと思っている。アジアは設備投資の比率あるいは不良債権の比率が高いため、5年ないし10年間は低調に推移すると予想している。ブラジルについてもリオ・グランデ・ドゥ・ソル州のガバナーが最高裁の判事の承認を得て連邦政府に対して州政府の債務を払わないという承認を受けており、これが非常な波紋を呼ぶのは間違いない。彼の意図は金を側に置いておいておき、連邦と再交渉しようということのようだが、それが他の国に波及する恐れがある。従って、アメリカが良いうちに日本として極力景気の回復を図るべく、金融政策も出来るだけの手を打つという観点から提案する次第である。

速水議長

それでは、採決に入る。ただ今事務局が読み上げた議案順に採決することとするが、異議はないか。

異議がないようなので、採決する。

山口副総裁

中原委員の提案について質問したい。一つは長期金利と為替相場の動きを一つのバック・グラウンドに経済情勢の急激な悪化を想定しているようだが、先程来本席での長期金利についてのディスカッションでは、長期金利は多少小康状態が戻ってきたし、場合によっては一段と落ち着きの度を

強めるのではないかという意見があった一方、別方向の意見もあった。中原委員は長期金利について当面どの程度までの上昇を想定しているのか。

第二点は財政政策の出番が限界にきたことを一つの理由にして金融緩和を提案しているようだが、財政政策は昨年までに決められた総合経済対策あるいは緊急経済対策が今まさに総動員されて出動しつつある状況である。従って、その出番が限界にきているという状況認識が私とは相当異なるが、その点をどうお考えなのか。

中原委員

長期金利は、目先は若干のコレクションがあるとしても、恐らく1.5%前後を割ることはまずない。そして、そこから再度リバウンドし、先般つけた2%は破られていくと思っている。長期的には97年4月からの長期的な上げ相場が終っている訳であり、かなりのコレクションを見込んでいる。

財政政策については、確かに効果があるかもしれないが、円高や長期金利はそれを強力にオフセットしてしまう力が働くと思っている。効果が本格化する前から予想するのは大変申し訳ないが、財政政策の効果が相殺されるのはほぼ間違いないと計算を立てて申し上げた。

武富委員

私も二、三点質問したい。この提案は三回目だと思うが、第一は、今後日銀は物価をターゲットに設定する方向に金融政策を切り替えるという意味なのか、あるいは飽くまで金利低下を決定し、その効果の一つとして物価のある程度の上方への正常化という調整を図ろうということなのかである。仮に、物価をターゲットとするのであれば、この委員会で今少し幅広く議論したい。

第二に、金利と物価の間の因果関係をかなり強く意識している訳だが、その因果関係をどのように認識しておられるのか。

第三に、ここでは中長期的な消費者物価総合と年平均の変化率を目指すということであるが、既に物価ターゲットを設定している国の色々な議論

を見ると、各種の物価が対象候補として議論されている。資産価格も入れるのか、消費者物価でもコア物価に限るのか、あるいはそのコア物価とは一体何であるか、またイギリス等では2年先の予想物価を念頭に置いているなど、色々議論がある訳だが、なぜ消費者物価の総合なのか。

中原委員

物価か金利かのお尋ねについては、私の心は7、8割が物価、2、3割が金利である。一つには金利はなお下げる余地があるため、引き下げにより通貨供給量が出てきた時にそれが物価にどう影響するのかをみたいということである。従って、本格的に量的な緩和を議論する前に、まず試してみたらどうかという考え方である。今一つは、執行部としても金利であればある程度コントロールする自信があると言っており、まずそれでやってみたらどうかということである。私はこの提案の先に幾つかのステップがあると思っており、これはまず第一のステップだと考えている。

それから因果関係については色々な解釈がある訳だが、一応一つの考え方としてレンディング・ビューというのがあり、それが働いてくるのではないかと思っている。従って、量的な緩和に伴いリクイディティが増えることになれば、かなり違ってくると思う。そのリクイディティの増やし方については、いずれ提案しようと思っているが、今回は金利を下げてということである。次の段階としては、金利は0.1%ではなくてもぎりぎりまで下げてみて、その次に量的に緩和するのかと思っている。

三番目については、ターゲティングは色々議論があるところだが、私が消費者物価で中期的と申し上げたのは、一番分かり易いからである。まず、こうしたことを日本銀行が議論していることを世の中に分かってもらう、そのためには消費者物価が最も分かり易い。勿論、資産価格も入ってくるかもしれないが、当面資産価格は横に置き、財とサービスの価格で行なったらどうかと思っている。2年先の予想価格については私も直ちに実現されるかどうか分からないため、中期的に、あるいはそれが出来るまでやってみたらどうかという考えである。

速水議長

それでは、中原委員からの議案について先ず採決したい。事務局は議案を持ち回って委員から決裁を得た後、結果を報告して下さい。

[政府からの出席者退室]

[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

ご報告する。ただ今の中原委員案を採決の結果、賛成1、反対8であり、反対多数であった。

速水議長

それでは、反対8で中原委員案は否決された。次に、私の提出した議案について採決する。事務局は議案を持ち回って委員から決裁を得た後、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

ご報告する。ただ今の議長案採決の結果、賛成7、反対2の賛成多数であった。反対は篠塚委員と中原委員であった。

速水議長

篠塚委員、中原委員はここで改めて反対理由がありましたら表明して下さい。

篠塚委員

政策金利は国民生活の重要な諸制度の土台になる指標である。しかし、現状の金利水準は余りに低く、銀行に対する補助金といわれかねない。これでは国民の信頼は得られない。従って議長案には反対する。

中原委員

第一に、世界的なデフレの傾向の中で急激な円高、長期金利高が景気に与える悪影響を加速している。第二に、デフレでもなくインフレでもなく、通貨価値の安定を図るということを今少し明確にデフレを阻止するという形で数字に是非表わすべきである。第三に、目先3月決算が最大の山であるため、それが終了する前にアクションを起こすべきである。

速水議長

それでは採決が終了したので政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

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、これを以って指示する。なお、決定事項の公表は会合終了後約30分後に行なう。それまでの間は厳に出席者限りということで、宜しくお願いします。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

次に、金融経済月報の検討に入りたい。金融経済月報のうち最初の3ページが本委員会での正式な決定事項になるため、これまでの議論を踏まえてご検討をお願いします。早川調査統計局経済調査課長と山本企画室参事からポイントを説明して下さい。

早川調査統計局経済調査課長

まず総論である。ここ一月間の実体経済の指標については個々には動きがあるが、全体として大きな変化がないため、概ね前月を踏襲する形であ

る。従って、総論に関しても前回は「悪化テンポは幾分和らいできている」という表現であったが、引き続き「悪化テンポが徐々に和らいでいる」と、和らいでいるという観点で書いている。

各論についても大きな違いはない。個人消費について前月は「やや弱含んでいる」と書いたが、「弱含み」という表現は前期比減少のイメージが入っている。しかし、実際はそうではなく、ただ水準は決して強くはないため、「低調な動きに止まっている」という表現にしてある。純輸出については11月の輸出の減少が大きかったため、基調に大きな変化はないが、取り敢えず「緩やかながらも」という限定を付けている。在庫については従来から耐久消費財を中心に「ある程度進捗している」という表現をしていたが、必ずしも耐久消費財のみではなく、全体に進捗してきていること、耐久消費財に限ると一部車のディーラー在庫が増えている事情もあるためむしろ何の限定もつけずに「進捗」としている。所得形成については事実関係に関する記述の変更を止めている。企業金融については「一部には改善の兆し」としていたものを「改善の動き」にしたが、ある程度改善が進んでいる状況を受けたものである。

先行きの企業・消費者心理に関する部分について、前月は「引き続き慎重化」としていたが、実情としては色々な指標が落ちているよりも横這っているものが多いため、「引き続き慎重なものになっており」という表現にしている。先行きの企業金融に関しては、前月は「日本銀行における金融面からの措置、あるいは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」と表現していたが、「引き続き効果を発揮していくものと考えられる」としている。効果があったということである。物価については、1~3月の卸売物価に限れば、下落幅が若干拡大するかもしれないが目立って下落テンポを速めるという感じでもない。しかし、多少タイムスパンを長く取って考えれば全体としては物価の下落率は徐々に拡大するという見方であるため、「卸売物価を中心に」という限定を削り、かつ「今後」という比較的短期を示す表現から「先行き」と微妙に変えている。

最後に、先程来、円高と長期金利の議論があった。その中で円高については前月と同様に「また、昨秋以降の円高進行の影響や海外情勢の不透明感にも、留意が必要である。」と表現している。一方、長期金利については触れていない。先程話があったとおり、長期金利は確かに住宅投資や設備投資に影響を与えるが、標準的な日本のケースでは資本コストを通じて直接設備投資に与える影響はそう大きくなく、住宅投資に対する効果が非常に大きい。かつ、住宅投資の減少が生産の減少を通じて設備に影響する部分もある。一方で長期金利の上昇は本来住宅投資にとってマイナスであるが、目先若干増える可能性もあり、实体经济のこうした短いタイムスパンで長期金利の上昇がマイナスだとはなかなか言い難いため、敢えて触れないことにした。

山本企画室参事

まず短期金融市場の動きであるが、「ジャパン・プレミアムやユーロ円金利（各3か月物）は、取引が年度末越えとなったことに伴い幾分強含んだものの、昨年中の期末越え取引に比べれば総じて低めの水準で推移している。」とした。長期国債については、余り要因を並べて議論するのもある意味ではミスリードしかねないし、決め打ちが出来ないため、極力ファクトを書いてある。「長期国債の流通利回りは、12月中旬以降年初にかけて上昇テンポが速まった。その背景として市場では、国債の大量発行等に伴う需給悪化を懸念する見方が多い。この間、株価は、円高の進行や長期金利の上昇を受けて、軟調な展開となった。その後、いずれの相場も反転してきているが、今後、これらがどのような水準に落ち着き、实体经济にどのような影響を及ぼしていくかについて、注目していく必要がある。」ということで、結論を出していない。

金融の量的側面に関しては、企業の資金需要について、これまで強調してきた大企業を中心とした手許資金厚め確保の動きが依然続くとしたうえで、「一方、」として、最近比較的はっきりしてきた「实体经济活動に伴う資金需要は引き続き低迷している」ことを書いている。「この間、民

間金融機関は、企業業績の悪化を受けて慎重な融資姿勢を維持している。ただ、信用保証制度の活用には民間金融機関も積極的に取り組んできており、こうした政府による政策面からの措置や、日本銀行によるオペ・貸出面の措置の効果などもあって、企業金融は一頃に比べ逼迫感が幾分和らいできているようにみられる。」。ただ、先程も申し上げたとおり、業績の悪化している企業の置かれた環境には非常に厳しいものがあるため、「もっとも、格付けが低めの企業を中心に、企業を巡る資金調達環境は依然厳しい状態にあることに変わりがない。」としている。これらを全て纏めて前月とほぼ同じ結論であるが、「こうした企業金融の動向が、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る必要がある。」とした。

三木委員

在庫調整について、今回は「在庫調整の進捗」としたとのことであるが、全体の表現はどうなっているのか。

早川調査統計局経済調査課長

「こうした最終需要の動向や、在庫調整の進捗を背景に、生産の減少テンポは緩やかなものとなっている。」と、生産の説明部分に記述しているのみである。

速水議長

他に質問等がなければ、採決して下さい。

[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

小池政策委員会室長

ご報告する。基本的見解案を採決の結果、賛成9であり、全員一致であった。

速水議長

なお、ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文させて頂きたい。本件は1月21日（木）の午前9時20分に公表する。

V. 議事要旨（11/27日開催分）の承認

速水議長

最後に、前々回会合の議事要旨の承認をお願いします。お手許の11月27日会合の議事要旨に異議はないですか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は1月22日（金）の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事はすべて終了した。次回の金融政策決定会合は、2月12日（金）に予定している。

（午後3時34分閉会）

以 上