

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年4月9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 武藤敏郎 大臣官房総務審議官（9:00～13:54）  
経済企画庁 河出英治 調整局長（9:00～16:11）

（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
企画室調査役	栗原達司

I. 開会  
速水議長

金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は通常通り最初に前々回会合の議事要旨の承認を行ない、次いで執行部からの報告、金融経済情勢に関する委員の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、採決、最後に基本的見解の取り纏めという順に進めていきたい。

なお、政府からは大蔵省から武藤総務審議官、経済企画庁から河出調整局長が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録する約束であり、委員及び政府からの出席者はそれを前提にご発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 議事要旨(3/12日開催分)の承認

速水議長

最初に前々回、3月12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ありませんか。

[全委員が賛意を表明]

ご異議がないようなので政策委員会としてこれを承認する。なお、本議事要旨は4月4日の午後2時に公表することになっている。それでは決裁をお願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

## 議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

### Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移りたい。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告して下さい。

#### 1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

前回政策決定会合以降の金融調節については、引き続き大量の資金供給によりオーバーナイト・レートをできるだけ低目に推移させることを主眼にオペレーションを行ってきた。その間、年度末及び期初特有の資金決済需要が高まる3月30日～4月2日にかけてはオーバーナイト・レートが一時強含む場面もみられたが、大幅な積み上幅を造成する調節を受け、加重平均レートは0.03～0.05%の範囲で総じて安定的に推移し、例年になく落ち着いた年度末越えとなった。その結果、3月16日に始まる今積み期の

加重平均レートは、昨日時点で0.0346%となっている。

この2週間の金融調節面でポイントとなったのは、年度末及び期初の4日間のオペレーションである。まず、3月30日には外銀が銀行への公的資金投入に絡む預保向け貸出のファンディング等のために朝方から0.05%ないしそれを上回るレベルで積極的な調達を進めたことから、9時20分の定例オペでの積み上幅を1兆6,000億円に拡大した。また、年度末となる31日には引き続き外銀がオペ前から0.05~0.08%の水準でビッドを入れ、一部で0.08%での出合いが見られる状況となったため、昨年6月30日以来の3兆円の積み上となる調節を実行した。両日ともこうした大量の流動性供給を受け、午後に入ってレートは0.03%に低下し、結局オーバーナイト・コール加重平均レートは30日が0.04%、31日が0.05%での着地となった。

新年度入り後の4月1日は外銀が引き続き積極的な取り姿勢を示したほか、都銀も期末越え資金の期落ちに伴うロールオーバー需要の拡大を背景に、オペ前から0.04~0.05%で資金の取り入れに走る動きを示した。それを受けて、朝方の調節では市場予想の上限であった2兆2,000億円の積み上幅を造成したが、出し手がかなり強気化しており、オファーレートを0.07%以上に据え置いたため、取り手の方は0.05%のビッドレートを堅持して睨み合う展開となった。そうした中で、10時30分頃から要調達額の大きい一部都銀が0.07%から0.08%にビッドレートを引き上げ、取り上がる姿勢を示したことから、レートが一気に上昇する地合いとなったため、買手オペを急遽実施して3,000億円を追加的に供給し、積み上幅を2兆5,000億円まで拡大した。追加オペの実施は昨年12月15日以来のことである。この結果、午後に入ってレートは0.02%から0.03%まで低下し、加重平均レートは前日と同じ0.05%となった。2日も引き続き都銀を中心に取り手が積極的な調達姿勢を示したため、積み上幅を2兆3,000億円とする大量の資金供給を継続したところ、オペ直後より0.03%から0.05%で大きく出合いが成立、加重平均レートは0.04%に低下している。

今週入り後は期初の決済資金需要の一巡から前日までとは打って変わ

り取り手優位の市場地合いとなっているため、積み上幅を1兆円台前半に圧縮する調節を行なったが、加重平均レートは連日0.03%の実質ゼロ金利水準で推移している。ここにきての特徴は交換尻前から0.02%での出合いがかなりみられる点である。小数点3位以下までとると、レートは一段と低下基調にある。例えば今週月曜日は3.18bpが3.08bpと、非常に小刻みではあるが下がっている。なお、昨日は国民銀行破綻報道の影響が注目されたが、これまでのところ短期金融市場では変化は全く窺われていない。

次に、ターム物レートは年度末にかけて若干強含んだ後、4月に入って再び低下している。例えば、ユーロ円出合いレート3Mは、3月25日の%から26日以降%に上昇した後、今週に入り再び低下をみている。昨日は%に戻った。イールドカーブの変化を見て頂くと、前回決定会合の日3月25日のレベルと、昨日4月8日のカーブを比較してみると、1Wから2Mのところは昨日の方が3月25日に対して若干低下した形となっている。6Mのところでは昨日の方がやや上昇しているが、これは9月の中間期末越えになったことから、その分の流動性プレミアムが加わったためである。この結果、短期レートの推移でも6Mが3月30日以降それまでの%から%に跳ね上がっている。

この2週間の短期金融市場において特に注目される動きとしては、次の四点が指摘できる。第一は新年度に入り、年度末越えターム物資金の期落ちが続く中で、資金の出し手の運用難が一段と強まっていることである。出し手サイドでは少しでも利回りの高い運用を行なうため、CPやTB、レポなどオープン商品にシフトする動きがみられるほか、運用体制を見直しながら長めの資金を出して価格変動リスクを取る、あるいは格付の低い先へ資金を出して信用リスクを取るなど、リスク・テイク姿勢が前傾化しつつあることが窺われる。

例えば、CP発行レートの推移をみると、私共のCPオペ残高は12月のピーク8兆円から直近では2兆7,000億円まで大幅に圧縮されてきたが、機関投資家が積極的に買いを進めているため、こうした本行オペの減少にも拘わらず、CPの発行レートはTIBORなどの他の短期レートとパラ

レルに低下している。特に、A-1 格クラスの発行レートが大きく低下していることが目立つ。最近ではA-2 格クラスでも金利の低下が目立っている。具体例の一つとしてA-2 格の一部自動車会社では3月初には3か月もので1.2%前後でしか発行できなかったが、今週に入り0.60%まで低下した水準で発行を行なっている。全般的に信用不安ムードが後退する中で、多少の信用リスクは覚悟しつつ少しでも利回りの高い運用をしたいという機関投資家の動きが出てきたことを反映している。こうした動きは社債市場や金融債の市場でもみられている。昨日、長期プライムレートの2.6%から2.3%への引き下げが決定されたが、2月12日の一段低目誘導措置実施後、長期プライムレートは3、4月と2か月連続で通算0.6%ポイント引き下げられたことになる。これは投資家のリスク・テイク姿勢前傾化による金融債利回りの低下がもたらした一つのポジティブな帰結といえる。

第二の注目点は、年度末を格別の波乱なく乗り越えた後、マーケットの関心が2000年問題に絡む年末越えに徐々に移ってきていることである。現に、今週に入り一部大手都銀が2000年1月以降を期日とする9か月から10か月物のCDを大量に発行しており、話題になっている。例えば、5日には が1,000億円、0.25%で発行する等、このところ連日発行が行なわれている。また、この年末越えに関連しては、2000年問題のリスクを反映しているとみられる金先レートのミレニアム・プレミアムがここに来て明らかに低下傾向をみせている。ユーロ円金先とユーロドル金先でみたイールドカーブの推移で98年12月4日のユーロ円金先TIBORベースの推移をみると、99年12月限と2000年3月限の差でみたミレニアム・プレミアムは29bpあった。これが昨日は5bpまで縮小している。特に本行が2000年問題のコンティンジェンシープランを公表してからプレミアムが一段と縮小している。因みに、ドルのミレニアム・プレミアムは昨年12月の38bpから昨日は8bpへ下がっており、プレミアムの絶対値としては円とほぼ同様の動きをしている。

第三の注目点は、コール市場残高が年度末に一旦大きく回復した後、再

び緩やかな縮小傾向に戻っていることである。有担、無担を合算した平残の増減をみると、コール市場規模は3月31日に2兆2,500億円、4月1日に1兆2,400億円の増加となっている。これは基本的には都銀、外銀の調達ニーズの増加を映じたものであるが、31日分の増加については生保がソルベンシー・マージン規制の関係から、年度末に限り普通預金からコール運用に資金を戻したことが大きく影響している。現に、生保のコール市場への資金放出は31日に2兆1,000億円増加した後、大きく減少する形になっている。銀行サイドでも預金保険料算定の基準が年度末1日の預金量となるため、預金保険料上昇回避のためコール代替の普通預金の受入に消極的姿勢であったことなどの要因も影響している。しかし、こうした一時的な年度末・期初要因が剥落すると、基本的にはターム物やDD取引へのシフトが続いているため、コール市場残高は引き続き減少基調を辿る公算が大きいと思う。なお、こうしたコール市場減少の中で都銀のコール市場での調達ウエイトが減少し、外銀のウエイトが増加する傾向が続いている。日によって振れているが、都銀が2月12日時点の55%から4月7日には43%まで低下した。一方、外銀は13%から23%に上昇している。オーバーナイト物のみに限定した調達額の実額では、3月後半以降、都銀と外銀の調達額が並ぶ状況に至っている。こうしたマーケットにおけるプレイヤーのプレゼンスの変化が、コールレート形成にどのような影響を及ぼすのかについても十分注目していく必要がある。

第四点としては、引続く大量の流動性供給により多額の超過準備が形成されてきていることである。昨日時点の準備預金積立て実績は積数ベースで6兆9,900億円と、前月の同時点1兆9,600億円を大きく上回っている。もっとも準備預金非適用先は既に12兆4,600億円と、こちらの方が大きくなっているが、これは都銀が昨日時点で進捗率79.7%と、日割の77%に近い線で抑えているためである。都銀が引き続き超過準備の保有を回避する資金繰りを行なっていることを反映している。いわゆるリーケージの動きは、準備預金の積みの最終局面に入ってきているため、都銀等が資金取入れを抑制していることもあり、ここにきて一段と拡大している。

リーケージを積み上幅の実績と朝方との比較でみると、朝方に毎日1兆円を超える積み上を作っているにも拘らず、直近では1,800億円とか-100億円といった非常に低い水準になっている。特に、7日は結果として若干の積み下となっているが、これはリーケージが1兆円強あったことに加え、この日に確定した所要準備額が1日当たり1,100億円の上方改定になったためである。これはコール資金等から普通預金へのシフトにより、準備対象預金が大幅に増えていることを反映したものである。

金融機関は積み期の開始日に当たる16日までに申告する所要準備額を基に積みを進め、7日に前月の実績を基に確定数字を出すことになっている。通常は所要準備の見込み額を固めに設定するため、大きく上方改定されることはほとんどないが、今回は極めて異例の大幅な改定になっている。なお、7日に行なわれたFBの第一回公募入札は4.75倍になるなど、極めて好調な落札結果になった。短期金融市場における大量の流動性の存在と資金運用難が追い風になっている。今後、FB、TBの発行拡大がマーケットの資金にどのような影響を及ぼすかという点も含め、実質ゼロ金利定着の下での市場構造の変化を引き続きモニターして参りたい。

#### 後藤委員

以前に2月の積み期で超過準備と非適用先の当座預金の積数を一日当りにすると3,000億円程度という説明を伺ったが、この3月積み期は4月8日現在で1日辺りどの程度になっているのか。

#### 山下金融市場局長

約3,000億円である。

#### 中原委員

2月の積みは1,500億円か。



山下金融市場局長

2月はトータルの積数が4兆1,500億円であったので、これを30で割ると約1,400億円である。

中原委員

28ではないのか。

山下金融市場局長

然り。1日当たりになると1,500億円である。ゼロ金利誘導を始めたのが2月26日からであるし、実際に大幅な流動性供給を行なったのは3月の初めからであるため半分か寄与している。それに対し、今月は最初からフルにやっているため、その分が効いていると思う。

三木委員

2000年問題と言われたが、年末、期越えについてはどうか。

山下金融市場局長

通常は、3月期末を超えると次は6月とか9月ということになるが、マーケット参加者は当面日銀が引き締め方向に動くという懸念を全く持っていない。流動性は引き続き大量に供給されると考えており、いかに運用するかということで頭が一杯の状態にある。9月末越えに5bp程度の流動性リスク・プレミアムがついているが、実際は、誰もほとんど気にしていない。現時点でマーケット参加者が多少気にしているのは年末の2000年問題と絡んだ流動性である。

三木委員

流動性不安があるということか。

山下金融市場局長

然り。そのために、一部の銀行が既に来年1月半ばをターゲットにしたCDを発行し、取り敢えずその時期のベースとなる資金繰りを固めたいという動きをしている。ただ、各行が一斉にという感じではない。金利も最初は0.25%が出たが、あとは0.23%に下がっている。金先レートも、先程ご説明したように落ち着き方向にある。日銀のコンティンジェンシー・プランで40兆円という現金準備の数字を見せられて、何となく安心感がでたという説もある。いずれにせよ、明らかにミレニアム・プレミアムは縮小している。

三木委員

一部とは 銀行か。

山下金融市場局長

や である。

植田委員

外銀がエクセスリザーブをかなり積んでいるのに対し、邦銀がほとんど積んでいない背景は何か。

山下金融市場局長

最も積んでいるのは長信である。外銀は、人員コスト等のコストを考慮して余りリジッドな資金繰り管理をしていないためだと思う。

植田委員

利子コストと人員のコストとを比較しながらということか。

山下金融市場局長

都銀の方は資金繰り専門のセクションがあるし、ブタ積みという意識も

強く残っている。先月は、都銀2行が超過準備になったと報告したが、担当者が部長に謝りに来たということである。超過を積んでしまい申し訳ないというカルチャーが都銀にはまだ残っている。

植田委員

一段とリストラを進めていけば、エクセスリザーブを積むかもしれないということか。

山下金融市場局長

こうした状況が続き、短期の資金運用部門からほとんど利益が出ないことになれば、細かい資金繰り管理に人を配置しても意味がないということになるかもしれない。

中原委員

0.03%で止まっているが、例えば短資のコミッションが %になり、0.02%になると量はどの程度増えるのか。

山下金融市場局長

0.01%程度レートが下がっても、取引量の拡大には然程繋がらないと思う。例えば、年度末や年初は積み上3兆円となる資金を出してもレートは0.05%に上がる訳だし、3月24、25日辺りもかなり出したが0.04%に上がった。外銀は資金の取り方が都銀等とはやや違っている。必要な資金は、朝早くから0.05%も0.04%でもそれほど変わらないとして、取ってしまう行動に出るため、そういう日にはマーケット金利は上がる。従って、一定の量で一定のレートになるという関係は必ずしも明確ではなく、その日に誰が資金不足となり、資金を取りに来るかということでも反応が変わってくる面もある。しかし、現在のように資金需要が大幅に落ち込み、しかも積みも進捗している中で引き続き1兆円を超える積み上幅となる資金供給を行なっていると、これまでは交換尻前に0.02%が取れるのは

という状況であったが、今では都銀を中心に多くの先が0.02%で取れるようになってきている。従って、加重平均レートが0.02%になる日も今後はあるかもしれない。現場の実感からすると、3兆円出せば0.02%、2兆円であれば幾らという感じではなく、日々の環境の中で変わってくる。しかも、誰がメインの取り手であるかによっても変わってくるため、大量に出せば勿論下がるということではあるが、幾らで0.03%、幾らで0.02%とは必ずしも言えない。国民銀行の破綻についてはマーケットは全く無関心で、目立った反応はみられていないが、仮に地方銀行で次々と破綻が出てくるとい状況になれば、状況は変わってくるはずであるし、ア prioriに幾ら出せば幾らになるという関係は必ずしもない。

中原委員

安定してくれば積み上が減るのではないかと説明していたが、その辺の感触はどうか。

山下金融市場局長

その点に関しては、目下は、積み上幅を徐々に圧縮して、金利が上がるかどうかを試すというアプローチはとっていない。今少しレートが下がる可能性もあるとの判断から引き続き日々の資金需要と朝のレートの付き方を見ながら大量の資金を出している。確かに、積み上幅1兆円以上が、0.03%を実現するために本当に必要最小限かとなると、そうではないかもしれない。しかし、現状では、レートは0.02%に下がる余地もまだあるし、外銀辺りが取り上がっていく形で資金を取りに行く日もあるため、引き続き大量の資金供給が必要と判断している。ただ、こうした状況がさらに3か月、4か月続いていくとこれが定常状態になり、積み上を1兆円以上としなくても、レートは「ゼロ金利」で落ち着く可能性があるが、当面は大量の資金供給を続けて様子を見ていくことが適当だと思う。マーケットで有名な東短の橋田レポートを見ている、積み上1兆円が当面続くというのがマーケット参加者のコンセンサスになっているようであり、そうした

期待と巧く対話しながら調節を行なっていないとマーケットが混乱する可能性もある。日々の資金需給、レート形成、マーケットの期待の変化等をみながら、弾力的に対応していきたい。

三木委員

都銀が運用困難から国債にシフトする動きは余りないのか。

山下金融市場局長

昨日は長期金利がかなり下がったが、都銀が長期国債をかなり購入しているようである。価格変動リスクが大きいことは確かだし、今後会計システムが時価会計に変わった場合には、都銀はエクスポージャーが大きいいため、長めのものは取り難いという感じがある。一方、これまで中期債をかなり買い増してきている結果、中期債は金利水準が大きく下がったため、もっと長期物を買わないと利回りが取れない状況である。当面、ゼロ金利継続の下で長期金利が跳ね上がるという状況にはなく、今後もじりじり下がるということであれば、長期債を買っていきたいという感じが出てきている。

三木委員

外銀はこれだけ調達して、いかなる運用をするのか。

山下金融市場局長

外銀の場合は二つの動きがある。一つは去年の10月、11月辺りにジャパン・プレミアムが大きく跳ね上がり、円転コストがマイナス金利の状況で多量の運用をした先がそのロールオーバーのための資金調達が必要になっていることがある。もう一つは外銀はまだ元気な先が多いため、ゼロ金利で調達し、例えば預保へ貸出すとか、あるいはTBなどのある程度鞘が取れるものに運用していく動きをしている。その二つの動きが外銀の資金調達の源泉である。

#### 武富委員

国民銀行が余り影響しなかったのは基本的には金融システム安定化の枠組みができたことに伴う安心感だと思うが、出し手側の銀行が潰れた場合の方が取り敢えずの反応としては安心感があるのか。あるいは、取り手側に破綻のニュースが流れた場合には若干反応が違ってくるものか。

#### 山下金融市場局長

それはあるかもしれない。国民銀行は、マーケットで存在感が薄いことが一つの大きなポイントだと思う。基本的には破綻処理の確な枠組みが出来てきたことや学習効果として誰も損をしていないため、時限はあるにせよ、当面はこのままいくという感じがある。また、マーケット参加者の言葉を借りると、これまで震度7を経験してきたから、震度1程度では何も感じないという感覚もあると思う。

#### 中原委員

一部の新聞にTBとFBとCD、CPの金利関係がおかしいのではないかの報道があったが、どういうことか。

#### 山下金融市場局長

報道にあるとおり、                    辺りが出している3か月物CDは現状0.06%~0.07%程度の水準にあり、それに比べてTB3か月はリスク・フリー資産であるにもかかわらず、0.10%程度となっている。その意味では、逆転現象が起きている訳である。この逆転現象の一つの背景は、FB、TBの需給が今後の大量発行に伴って悪化するとの懸念が存在しているためである。もう一つの背景としては、銀行の短期資金運用セクションは、TB、FBをほとんど扱っておらず、証券セクションの仕事となっているため、アービトラージが働き難い形になっていることがあげられる。資金運用者は、CPやインターバンクを専ら担当しており、証券セクションと

の連携がとれていない。しかし、レートの逆転現象が定常化していくと、TB、FBの方が安全でレートが高いため、組織の見直しや運用のやり方を変えて、資金運用セクションがTB、FBも扱っていくことになると思う。従来のTBやFBマーケットは規模が小さく、極論すれば一部の証券会社が外人用取引するマーケットであった。しかし、今後マーケットが拡大し、金利裁定が働く環境が整ってくれば、銀行等のプレイヤーもシステムや組織を変えて対応する体制を整えていくことになるため、金利裁定が働くようになり、現在のような異常な金利逆転現象は解消されていくことになるのではないかと思う。

中原委員

FBとTBは、大体同じような金利がつくものなのか。

山下金融市場局長

然り。ただしFB、TBは商品性は同じであるが、期間が異なる。

速水議長

銀行は、TBやFBを扱う業務に慣れていないのだろう。

山下金融市場局長

従来は、短期資金を取る方が多かったこともあり、運用の方では組織を含めまだまだ見直すところが多いようだ。

速水議長

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

## 2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

村上国際局長

昨日、欧州中央銀行、イングランド銀行、スイス国民銀行が金利を引き下げている。ECBは0.5%、BOEは0.25%、スイスは0.5%の引き下げである。また、ECBでは主要リファイナンス・オペ・レートを50bp引き下げているほか、限界貸付金利、上限金利を1%、中銀の預け金金利を0.5%それぞれ引き下げている。記者会見において、ドイセンベルク総裁は、マネーサプライや物価は引き続き安定基調を維持しているとの認識の下、足許、景気拡大や雇用環境の改善に足踏みがみられていることなどから、ユーロエリアの潜在的な成長力を十分発揮できるような経済環境を整えることが重要との判断から利下げに踏み切ったと説明している。また、BOEは昨日のMPCにおいて25bpの引き下げを決定し、調達金利を5.25%としている。今回BOEは利下げの背景について正式なコメントを発表していないが、市場では足許の消費の伸び悩みや生産・雇用環境の低迷を眺めて、利下げに踏み切ったと判断している。併せて、スイス中銀が0.5%引き下げているが、これはECBが0.5%引き下げたことに伴い、ヨーロッパ域内での対外競争力の維持の関係から引き下げたと考えられている。

次に、円の対ドル相場については、ユーゴスラビア情勢の悪化を背景に有事のドル買いセンチメントが広がっている。年度変りで一部の投資家筋、主として年金が新規の外債投資の動きをしてはいるが、例年のような期明け直後に行なわれる反動的な動きは現在のところみられていない。一方、121円を越す円安水準になると、輸出筋が着実にドル売りに出ており、このところレンジ感の強い取引となっている。この間、海外の年金や中長期ファンドが本邦株式を買う動きを続けている。ただ、3月の下旬以降は、どちらかといえば為替はヘッジしたうえで、純粹にキャピタルゲインを狙う形で入ってきている。また、ヘッジ・ファンドについては、資金調達難を背景として、ファンドのタイプに関りなく、最近では短期の回転売買を行なうものが多く、比較的狭いレンジ、例えば120円から122円の間でチャ



ンスをみて売買を繰り返すという動きになっている。こうした中で、日米間のファンダメンタルズ格差や本邦当局の円高牽制スタンスを眺めて、市場ではやや長い目でみればドル高方向への展開を予想する向きが多いが、現在は決定的な材料に欠けるため、119円から123円程度の狭いレンジの中での取引が続こうとの見方が大勢である。そうしたこともあり、最近のドル/円のボラティリティはかなり低下してきている。

ユーロの相場は、ユーゴスラビア情勢やユーロエリアと米国との景況感格差拡大を受けて、対ドルで下落していた。ただ、6日にはニューヨーク市場でユーゴが一方的に停戦を宣言したとのニュースが伝わったこと、またその直後にフランスのトリシェ総裁がユーロレートは警戒姿勢を示すべきレベルに近づきつつあるとの発言を行ない、これがECBの利下げを否定しているのではないかと受け止められ、一時的にユーロが対ドルでリバウンドしていた。ただ、昨日、市場の予想を上回る0.5%の引き下げが発表され、欧州の景気回復期待が一旦は出たため、ユーロ買いがみられたが、その後ニューヨーク市場では米欧間の金利差拡大を材料にむしろユーロがさらに売られる形になり、これにスイス中銀の利下げもドル買いに拍車をかけ、1.07台まで下落した。現在マーケットでは、0.5%という予想を上回る下げ幅だったため、ユーロに対し景気がそれだけ悪いのかといった受け止め方をしている。さらに25bp程度の引き下げもあるのではないかというルーマーもあり、いずれにしても実態を現わす数字が出てくるのを待つ状況である。また、英国は今回説明文の公表を見送っているが、市場ではこのところ物価の落ち着きが明確になりつつあった。英国の小売物価、除くモーゲージ金利が前年比2.4%であり、ターゲットとしている目標値である2.5%を94年の11月以来明らかに下回った形になっている。加えて、個人消費の伸び悩みや外需の低迷が目立っており、MPCでの利下げはほぼ間違いないと市場は読んでいたため、発表文がなかったものの冷静な受け止め方をしている。実態としては議事要旨の公表が2週間後に行なわれるため、特別な事情がない限り発表は不要と判断をしたのではないかと市場の一部は見ている。今回の利下げの結果、イギリスの株は昨日

は利食いが出て下がったが、それまでは利下げ期待の強まりから連日既往ピークを更新していた。

次に米国の経済について若干申し上げたい。米国では先週末に公表された雇用統計が市場予想比弱かったため、インフレ懸念の後退、長期金利の低下を生じ、これを契機に株価が上昇しており、今週に入ってから、月曜日、水曜日、昨日と三度に亘ってダウは既往ピークを更新している。昨日のクロージング・レートは1万197ドル70セントである。失業率が70年2月以来の4.2%という低水準に達しており、労働市場でのタイトな状態が続いている。ただ一方で、非農業部門の雇用者数はサービス業で堅調な増加がみられたものの、製造業、あるいは建設業で雇用が減少した結果、全体では4万6,000人の増加に止まり、ここ4年間で最低の伸びになった。また、時間当り賃金も前年比+3.4%と、落ち着いた伸びとなったために、市場では労働コスト面からのインフレ圧力懸念は強くないと判断している。こうした状況下、株式市場では今週から第1四半期の収益発表がされる。第一弾であったアルコアの業績が市場の予想を上回る好決算だったことから株高となったほか、エマージング市場の最近の落ち着きが金融株に対してプラス材料とみられ、シテイ、アメックス、モルガン等の株を押し上げた。また、昨日は小売の売り上げが好調であるといったニュースも発表になっており、ウォールマートやギャップの業績が良いこと、あるいは予想比大幅なECBの利下げが銀行や証券の業績にプラスに寄与するだろうといった材料になり、結果的に昨日ピークをさらに更新した。この間の牽引車であったハイテク関連株については、一時は利食われていたが、このところ買収や業務提携を材料に一貫して上げてきており、これも昨日ピークを更新しており、2,573ドル水準まで上昇した。

アジアについては、一昨日7日にIMFが韓国とタイのプログラムレビューを承認している。この結果、3月25日にレビューが承認されたインドネシアと合わせ、アジアの3か国はひとまず期待どおりの調整成果を上げていると指摘できる。個別にIMFの評価をみると、韓国については景気が98年下期に底を打った、the economy has begun to recoverと

表現しており、予想以上に早目の回復だという見方である。ただ、先行きについては、依然として過剰設備、高失業率、金融システムや企業部門の脆弱さがあるため、場合によっては経済の回復を阻む恐れがあるとも指摘しており、慎重な見方になっている。また、タイについては最近では為替レートの安定や、金利の低下、外需の増加といった現象もみられるなど、金融面の安定を確保している下で、景気は底入れしつつあり、IMFでは本年の後半には回復に向かうと判断している。ただ、先行きについては輸出環境の悪化や銀行による与信姿勢の慎重化継続等により依然としてダウンサイド・リスクが残っていると指摘している。インドネシアについては、韓国、タイに比べて調整が遅れ気味で、景気の底入れは4~9月期という見通しになっている。6月に予定される総選挙を始めとする政治社会情勢の不確実性がリスクとして指摘されている。ただ、IMFの理事会としては、政治的に不安定な状況の中で比較的よくマクロ経済をマネージしているという評価がなされたと伝わっている。中国については、今週朱鎔基首相がアメリカを訪問しており、クリントン大統領との会談が昨日行なわれた。主なポイントとして、人民元はこれまで同様に安定的に推移すると表明しており、切り下げないことを示唆している。一方、中国のWTO加盟問題については、米国の要求している農業、通信、金融、特に保険分野について中国側が譲歩する姿勢をみせていたが、期待されていた米中合意には至らず、この秋の関連会議に課題が残された形になっている。一応は年内合意を目指す姿勢が窺われる。

ロシアについては、今週の7日からIMFチームがロシア政府との間で融資再開のための作業を開始したと伝わっている。最後にラ米であるが、ブラジルの通貨は強調裡に推移している。昨日のレートは1.7150と、フロート直前のレートと比べて29%の切り下げになる水準である。メキシコもアメリカにつれて、通貨が強含み、株も上昇している。ベネズエラは若干不安定な動きをしていたが、然程市場が問題にするような動きにはなっていない。

速水議長

ECBの引き下げは政策金利とのことであるが、ここで言う政策金利とは何を指すのか。これ以外にオフィシャルなものはない訳か。

村上国際局長

政策金利と言った場合、通常は2週間のレポ・レートを指しているが、このほかに、スタンディング・ファシリティと呼ばれる、オーバーナイトの中央銀行貸出金利、借入金利がある。

速水議長

イギリスはレポ・レートを引き下げたとのことだが、スイスの政策金利とはディスカウント・レートではないのか。

村上国際局長

割引歩合である。

速水議長

スイスについては、これ以外のオフィシャルなレートはどうなっているのか。

村上国際局長

他のオフィシャルのレートとしてはロンバート金利があるが、4月9日時点においては不変である。

速水議長

政策金利は翌日物コールレートということになるのかもしれない。

村上国際局長

市場の調節金利の方は、ロンバート金利について市場金利プラス $\alpha$ とい

う形で運営している。その $\alpha$ は現在2%に設定されている。

速水議長

それはスイス中銀かECBか。

村上国際局長

スイス中銀である。

速水議長

ECBが理事会を開催する際は、アウトサイダーの国々でも同日に理事会を開催している訳か。英国やスイスも同日に、それぞれ理事会を開いているのか。

村上国際局長

スイスはヨーロッパを相手に取引をしており、

、理事会を開いて同様に0.5%引き下げたということである。

山口副総裁

国内では低金利の圧力で色々新しい動きが出ている訳だが、それとの関連で、本邦資本筋による新規外債投資の動きについて何か新しい動きは出ているのか。

村上国際局長

実質ゼロ金利がどのようなインプリケーションを持つか、為替市場を通じて注視しているところではあるが、現在の本邦筋の動きは年度替りをしたものの、例年と比べると非常に慎重な出方である。特に、生保等は今後の運用資産、運用余裕資金がどの程度出てくるのかの見通しが難しいこともあり、まだ積極的な投資は行なっていない。こうした状況の下で、今後

リスク管理をしっかりしていかなければならないと、運用姿勢も慎重化している。一部の投資家では米国の株と債券に対する投資に関心は示しているようである。信託を通じる年金勘定の運用等にはそうした状況はみられるが、そのマグニチュードも現時点ではそう大きくない。いわゆる海外筋の動きとしては、確かにヘッジ・ファンド辺りは多少低利円資金を調達して、株に投資している部分もあるようだが、一方でヘッジ・ファンドに対する与信が非常に慎重化しており、そのマグニチュードも限られたものになっている。従って、海外のヘッジ・ファンドを中心とする投資家は、どちらかといえば、日本の株を中心に買い、チャンスを見て利食う動きを繰り返していると理解している。その意味では、為替に響くマグニチュードは相対的に小さく、円ドルレートは狭いレンジの中に現時点では止まっているということだと思う。勿論、実需という意味では、輸出筋のドル売りが121円、122円では着実に出てくるし、120円台になってくれば、先程申し上げた信託を通じるドル買いが出てくる形で、上下が抑えられる状況である。

中原委員

輸出はどの辺に出ているのか。

村上国際局長

輸出は121円台に乗ると出るようである。121円台でもハイになればより積極化する。そうした状況の中で、4～6月の輸出筋の売りはかなり進捗したと聞いている。

中原委員

しかし、2月の統計をみると、日本は引き揚げてきているし、外国は出している。従って、金融緩和が仮になれば相当円高になってしまったということではないか。

村上国際局長

確かに、3月の中旬までは、日本に金が入ってくる、ないしは引き揚げてくる形で円高の動きにかなり拍車がかかったのは事実である。その頃から当局の円高牽制発言が強まったし、海外からの投資家もヘッジをする動きに転じてきた。従って、2月ないし3月上旬に株買いの形でオープンで入ってきた円投資に対し、3月の20日前後頃からそれをカバーする動きになり、新規の投資と逆にカバーを取ろうとする動きがある意味で均衡してきた。

速水議長

次に、村山調査統計局長に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-3）

村山調査統計局長

まず、現状認識であるが、設備投資は依然として減少、純輸出は横這い圏内、個人消費は低調である、ただ、公共投資の発注は急増しており、住宅投資も持ち直しに転じつつある。こうしたことを背景に、生産は下げ止まっており、企業の業況感は一時的な短観に表れたように、厳しい水準ながらも幾分改善している。従って、足許の景気は下げ止まりの様相を呈していると思う。なお、物価は全般的に弱含みで推移している。

次に先行きであるが、設備投資については圧縮が、公共投資は再び大幅な増加が見込まれ、住宅投資も引き続き持ち直している。従って、今後は、景気がこうした下げ止まりから明確な回復に転じ得るかどうか焦点となる訳であるが、公共投資、住宅投資による景気浮揚効果がこの下期には減衰するとみられるため、それまでに民間需要が回復するかどうかポイントである。ただ、以下のような環境を踏まえると、その蓋然性は依然として高くないというのが現時点での私共の評価である。第一点は、現在の企業収益、家計所得の下では、仮にその他の外需、あるいは住宅投資が増

加しても、直ちに設備投資と個人消費の回復には結びつき難いことである。第二点としては、在庫調整は確かに進捗しているが、企業においては財務リストラへの意識が非常に強まっており、在庫の積み上がりには神経質になっている。従って、現状、極めて慎重な生産スタンスを崩していないことである。第三点として、株価の上昇、あるいは公的資本注入により、特に中小企業の設備投資の下振れリスクは減じている。また、家計に対しても、企業のリストラ本格化に伴うコンフィデンスの悪化を相殺する効果が期待される訳である。ただ、こうしたものが直ちに支出増に繋がるとの展望は現在のところ得られていない。株価等の資産価格上昇の持続性は、結局は実体経済の持ち直しとその結果として企業の財務状況が改善するかどうか依存している訳である。その点、ヒアリングにより大手企業のリストラ計画をみると、現在のところ短期的な有利子の負債削減に重点が置かれており、各企業がコア・コンピテンスのある分野に集中投資し、一方では、不採算部門を大胆に縮小していく意味での抜本的なリストラに繋がらないことが懸念される状況である。一時に比べれば状況は少し良くなっているところもある。以前は最終需要が実際に増加し始め、企業の生産態度が変化し、これが金融面の環境変化と好循環をもたらす可能性が全くないような状況であったが、そうした可能性も皆無とはいえない状況に変化しているのも事実である。従って、当面は最終需要と生産の動向を注視していく必要がある。

物価については、先行きも下落基調を続けると見込まれるが、その下落テンポが直ちに加速していくことには至らないとみている。当面、原油価格がかなり上昇していることに伴い卸売物価の下落ピッチを幾分緩める可能性もある。ただ、原油価格の上昇はわが国の交易条件の悪化を意味するため、企業収益にとっては圧迫要因となる。

以下では各論について説明したい。公共工事請負金額をみると、2月は前月比41.8%と著増している。3月は別途ヒアリングした結果では、前月に比べてさらに2~3割増える状況であり、2、3月とかなり高水準の公共工事の発注があったとみられる。ただ、下期をみると、地方の今年度の単



独事業は、かなり減少する見込みである。従って、下期には公共事業の反動減が大きくなる恐れがある点は留意事項である。

次に、設備投資との関連で短観の結果について若干レビューしてみたい。経常利益率をみると、例えば製造業大企業は 98 年度下期に大幅に低下した後、99 年度上期、さらには特に 99 年下期にかけて急回復する計画になっている。この経常利益の回復については、売上げがほとんど伸びない中で特に下期に回復する姿になっており、内容的にもコスト削減が中心、すなわち設備投資を抑えていくことによるものである。その結果、合成の誤謬として全体の需要をさらに押し下げるリスクがある。また、下期には住宅あるいは公共投資が減少に向かう可能性があるため、こうした短観に示された需要計画の実現可能性については慎重にみておく必要があると判断している。同じく短観の設備投資計画について、業種別の動きをみると、例えば大企業・製造業では 99 年度は -9.5%からのスタートとなっており、大企業・非製造業も同様である。中小企業については製造業が -31.4%からのスタートとなっており、見かけ上は中小企業の落ち込みが大きいのが、例年のパターンからすると、大きい訳ではない。むしろ大企業のスタートの方が実質的にはかなり低いところから始まっている。足許の設備投資の状況について確認すると、機械投資の減少テンポは幾分弱まっている可能性がある。一つは、一般資本財出荷が 1、2 月はプラスになっているし、機械受注、あるいは建築着工床面積とも減少テンポが幾分緩やかになったとみられる。こうした点、短観の設備投資計画から予想される姿と異なっていることをどう解釈するかであるが、一つの可能性としては、短観に含まれていない零細企業の動きではないかと考えられる。例えば 98 年度の実績見込みをみると、短観では全産業が名目ベースで約 5%減である。これに対して GDP ベースでみると、多分二桁のマイナスになると思う。この差は、やはり短観に含まれていない零細企業が 98 年度は設備を削ったためではないかと判断している。この背景にいわゆるクレジット・クランチがあるとすれば、その状況が足許好転していることを考えると、零細企業については、今年度は昨年度程の落ち込みにならないと見込まれる訳で

ある。そうしたことを勘案すると、99年度の設備投資が短観に表れている程は落ち込まない可能性があるが、テンポはともかく全体として減少が続くことには変わりないと思う。

雇用については、失業率が2月は4.64%とピークを更新している。また、雇用判断DIをみても、足許ではかつてない程の過剰感が続いており、引き続き企業からの雇用リストラの圧力は続く可能性が高いということだと思う。

個人消費は、そうした所得環境の厳しさを映じて、低水準で一進一退の状況である。特に、家計調査の2月が前月比-4.1%とかなり大きな落ち込みになっている。ただ、この中では自動車等の落ち込みがかなり大きく、自動車販売の数字と若干非整合になっている。総務庁の方では2月末が日曜日に当たっており、大口の支払がかなり3月にずれ込んだと判断している。仮にそうであれば、自動車、リフォーム、あるいは授業料等の支払が3月にずれ込んだ結果、2月の落ち込みが実態以上に大きくなっている。従って、2月の消費全体としては良くない訳であるが、家計調査ほどには落ち込んでいないという判断ではないか。ただ、3月についても余り良くない地合いが続いており、例えば自動車等も3月は前月比マイナスになっている。

次に、住宅関連については、着工戸数が総戸数でみる限り着実な持ち直し傾向にある。公庫申込戸数をみても、第四回申し込みは前年比かなりの増加であり、夏場にかけて着工は増加していく見込みである。

以上を踏まえた生産の動きをみると、2月は-0.6%となっているが、1、2月平均ではほぼ横這いの0.4%であり、全般的に下げ止まっている。ミクロヒアリングにおいてもほぼ同様の傾向が出ている。ただ、問題は4月の予想数字が自動車の減産を主因に-3.3%とかなり大きな落ち込みになっていることである。別途4~6月の生産をヒアリングすると、大体横這い圏内か若干マイナスである。自動車を除けばプラスになる分野もある。例えば、パソコン、建設材、家電等では若干の増産を示している。車の生産減には米国向の輸出減がかなり響いている。米国向の4~6月の輸出減

については、現地の在庫調整のほか、一部には貿易摩擦を警戒している動きではないかという見方もある。この辺は、今後も注視していきたい。いずれにしても、4~6月の輸出は全体でも横這い圏内になると思う。

最後に物価であるが、まず輸入物価については原油価格が足許上昇している。1か月で約4ドル上昇している。ただし、先物価格はむしろ低下しており、減産の履行についてマーケットではまだ懐疑的な状況である。交易条件は現在は従来の安い原油が入着しており、幾分好転しているが、今後は悪化する方向にある。卸売物価は、3月単体では前月比-0.2%の低下、3か月前対比で-0.6%である。この結果、第1四半期は-0.5%になり、四半期ベースでは年率2%程度の低下が続いていることになる。先行きについても、当面下落基調を続けるとみられるが、原油価格値上がりの影響は恐らく4月に一部、本格的には5月から出てくるとみている。

消費者物価を除く生鮮でみると、前年比の低下幅が徐々に低下している。主因は商品であるが、民間サービスの方は徐々にプラス幅が縮小し、2月にはほぼ前年並みになっている。4~6月はサービス価格の価格改訂が集中する訳であるが、そうした時期にサービス価格がどの程度下がるかが今後を占う鍵ではないかと思っている。これまでGDPベースの需給ギャップが大きい割には、消費者物価の下げテンポが余り加速していないが、その点を占う意味でも、4月以降のサービス価格の改訂状況を注視していきたい。ただ、消費者物価については上方バイアスという統計上の制約もあり、当面下落ピッチが一気に加速することにはならないと判断している。

#### 中原委員

デフレギャップが非常に大きい割には、物価の下落が比較的緩やかなのは何故なのか。前回は色々な下方硬直性があるのではないかと説明していたが、どうなのか。

#### 村山調査統計局長

考えられる仮説は幾つかある。一つは本来、需給ギャップの計測に非常

に大きな誤差があることが影響しているというものである。現存の資本ストックを基にして、潜在的な供給力を計算する訳であるが、現存の資本ストックの中に既に経済的に使われないものがあれば、その分需給ギャップを大きく計測してしまうことになる。それが急に拡大することには本来はならないが、企業においていずれは使うだろうと思われていた機械が、長期の需要低迷に伴い二度と使えないという意識に変わってくる可能性があり、その点はやはり注意していく必要がある。二つ目の仮説は、これまで日本の企業はマーケットは将来拡大するであろうと考え、現時点での利益率が多少低いとしても、シェアを伸ばした方が結果的にも企業の収益に貢献した訳である。しかし、現在のように先行きの需要見通しが非常に暗くなってくれば、むしろ価格を維持することにより、現時点での利益率を高めた方が得策だといった考え方が合理的な訳である。そうした意識が急に出てきたかどうかは別にして、仮説としては考えられるということである。今後も一つ一つの仮説をチェックしていきたい。

山口副総裁

機械受注や設備投資計画との間の一種の不整合といった説明があった。機械受注の現在のレベルは、98年の平均に比べて1割程度低くなっているのではないかと思うが、仮に先行性のある指標が下げ止まったような場合に、短観で多少実績が遅れて出てくる数字がやはり前年比で1割弱減少することと本当に不整合なのか。

村山調査統計局長

質問の趣旨は、むしろ整合性があるということか。

山口副総裁

整合的かもしれないという気がする。

村山調査統計局長

勿論、先程申し上げた零細企業の動きというのは、ほとんど材料がない中での仮説である。これが明らかになるのは、6月頃に中小企業関連の今少しオーバーオールなアンケート調査等が出てきてからである。それを確認したいということと、機械受注については足許携帯電話等のイレギュラーなものがかかなり影響しており、機械投資の実態をどの程度反映しているのか注意深くみていく必要がある。特に、昨年から今年にかけては携帯電話の動きがかかなり大きかったため、注意してみていく必要がある。

山口副総裁

機械受注は、主として大企業の機械投資の先行指標ではないのか。

村山調査統計局長

大企業である。ただ、その裏には恐らく色々な企業の動向が反映されているはずだという見方をしている。

三木委員

機械受注が少し跳ねているのは、3月か2月か。

村山調査統計局長

2月である。振れがかかなり大きいため、少し推移をみる必要もあると思う。

三木委員

中東向けの淡水化装置等の受注が非常に大きく反映しているため、この数字から余り全体をみる訳にはいくまい。

村山調査統計局長

然り。これまでも機械受注はかなり大きな振れをしている。少なくとも

1 四半期分を括らないと分からない。その意味では、1~3月はまだ1月しか計数が出ていない訳であり、余りここだけに注目することはできない。ただ、足許で設備投資の減少テンポが若干和らいでいるのは、設備投資とほぼ平行と思われる一般資本材の出荷が1、2月平均で前期比+2.1%と伸びているためである。そのうちかなりの部分は輸出であるが、内需だけでも若干のプラスである。10~12月の反動といえ反動であるが、10~12月まではかなりの勢いで減少していたため、若干なりともテンポが鈍っている可能性がある。

三木委員

止まりかけているのか。

村山調査統計局長

止まりはしないと思う。まだマイナスは続くが、10~12月までのような勢いでマイナスが続くことはなからうということである。年度一杯を考えても、マイナス傾向が続くという判断に今のところ変わりはない。

藤原副総裁

先行きについての説明文には、「全体として下げ止まっている」という記述があり、さらに公共投資、住宅投資による景気浮揚効果が下期には減衰することを考慮すると、それまでにきっかけを掴めるかどうか鍵となっている。この文章を読んでいくと、「評価して」、「評価して」、「評価して」、最後に最終需要は「実際に増加し始めれば」云々の前提付きで「好循環をもたらす可能性も皆無とは言えない」となっている。これは前月までとはニュアンスが違い、可能性も皆無とはいえないとなっている訳であるが、その裏にある証拠なり何かを想定していることがあるのか。

村山調査統計局長

なかなか難しい判断であるが、一つは生産の状況である。ほぼ横這いか、

若干マイナスと申し上げたが、企業の方はかなり慎重にみている。そうした中で、2月、3月は公共事業が我々の予想した以上に出ているし、住宅の申し込み件数も想像以上に出ている。そうした感触が4～6月の生産計画にどれだけ織り込まれているかであるが、ヒアリングの様子から判断する限り、余りそこまで期待していないような感じがする。従って、実際に需要が動き出せば、生産が少し上振れる可能性もなくはない。特に自動車もそうであるが、このままの生産でいけば、6月末には在庫レベルがかなり低くなってしまふ訳である。本当にそこまで落とすのかという一つの事象がある。

今一つは、資産価格の動きであり、株価を中心にして一時に比べれば上がってきている。これが直接企業行動に何か影響を与えるかということ、なかなか難しいところではあるが、企業行動をかなり制約している要因が財務リストラであり、その結果設備投資も大幅に削るということになっているとすれば、株価の上昇により多少なりともそうした財務リストラに及ぼすインパクトが和らぐのではないかという期待である。実際そうなるかどうかは今後みていく必要がある。

中原委員

調査統計局は、常に純輸出は大丈夫だと言っているが、輸出が減れば、生産に非常に悪影響を及ぼす訳であり、純輸出だけではなく生産に与える悪影響を分けて考える必要があるのではないか。

村山調査統計局長

そのとおりである。

中原委員

自動車などは4月に大幅に減るようだが。

村山調査統計局長

自動車は非常に気にしている。純輸出で考えると同時に、自動車を含めた輸出全体がどうなるかも勿論注視している。現在のところ輸出のみをみても大体横這い圏内に止まるということは、自動車は減っても他の物が多少増えてくるということである。特に、LSIとパソコン関連が増えてくる。従って、そうしたことを前提にしたうえで、4~6月の生産計画を聞いている。これがほぼ横這い圏内、自動車を含めれば若干マイナスである。仮に自動車業界の輸出が予定どおりであれば、生産もその程度の落ち込み、ないし横這いで止まるのではないか。

中原委員

原油価格が上がってきているが、影響を計算しているか。

村山調査統計局長

原油価格上昇に伴う国内価格への跳ね方は明確でない面があるが、現時点で聞いている範囲では、一部は4月から影響が出て、本格的な影響は5月頃からである。その場合もドラスティックに卸売物価を押し上げるということではなく、卸売物価の前月比のマイナスを多少緩める程度であると思う。

中原委員

このまま横這いでいけば、かなりGDPにも影響するのではないか。

村山調査統計局長

輸入額が増えるということか。

中原委員

そうである。価格も上がる訳である。



村山調査統計局長

仮に5月に影響が現れるとしても、前月比ベースで0.1%も上振れないと思う。従って、現在のところ非常に限定的な感じである。

中原委員

0.1%とは何か。

村山調査統計局長

卸売物価を押し上げる力を試算したものであるが、5月にピークになると思うが、それでも0.1%もいかない程度ではないかという結果である。

速水議長

次に、山本企画室参事から最近の金融面の動きについて説明してもらおう。

#### 4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室参事

概況としては、短期金融市場は金融市場局長から説明のあったとおり、オーバーナイト金利が0.03%ないし0.04%で推移する下で、金融機関の流動性確保に対する懸念が急速に後退している。さらに公的資本の投入もあり、ジャパン・プレミアムはほぼ解消された状態が続いているほか、ターム物金利も低水準で推移している。コール市場の残高は、期末には一旦回復したが、再び減少傾向を辿っている。長期金利は足許の民間資金需要が低迷していることもあると思うが、新年度入り後、銀行が再び買いに出てきているため、再び緩やかに低下している。一方、株価は企業のリストラ効果などに対する内外の期待、あるいはアメリカ株価の堅調等を背景に底固い動きを示している。

金融の量的側面に関連してみると、企業の資金需要は、設備投資の減少など実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けている。また、昨年秋以来の資金調達環境の厳しさを意識した手許資金積み上げの動きは収まって

きているため、企業の資金需要全体としてみると、一段と低調な状態にあると判断している。一方、民間銀行の融資姿勢は、企業の業績自体が悪化しているため、信用リスクに対する警戒感が依然根強く、基本的に慎重な融資態度が維持されている。ただ、民間銀行自身の資金調達、資金繰り懸念が緩和されてきていることと公的資本の投入により自己資本面からの制約が緩和されているため、ヒアリングベースでは信用リスクの小さい融資案件に対しては積極的な取り組みを示しているとか、貸出回収一本やりの姿勢は後退している等の変化が窺われ始めている。その結果、企業金融を巡る逼迫感は和らいできていると判断している。

短期金融市場の動きであるが、ユーロ円金利3か月物は2月半ば以降約0.5%低下し、現状0.18%の最低水準が続いている。1か月物のインプライド・フォワード・レートが完全に一本の線に収斂した姿になっており、現物の1か月物、あるいは1か月後スタート、2か月後スタート、3か月後スタートの全てが同水準である。こうしたマーケットの動きからみると、市場が少なくとも半年程度、あるいは今年度上期中は現状程度の金利水準が続くという見方を織り込んでいることを示唆しているように窺われる。

ジャパン・プレミアムについては、前回の会合で申し上げた動きとほとんど変わらない。新年度入り後、ジャパン・プレミアムの推移に多少関心を持っていたが、結果的にはほとんど変わらず、1か月物、3か月物はほぼゼロの状態である。6か月物は9月を越えるため、中間期末越えが意識されているが、それでも0.1%を割り込む水準と非常に落ち着いている。さらに各行別のユーロ・ドルの調達レートの水準も個別行間のばらつきが急激に縮小し、ほぼ収斂しつつある状態であり、このマーケットの姿から金融システム不安の後退が窺われる。

なお、コール市場の残高は2月末の時点では有担、無担を合算して34.9兆円であった。3月17日の直近のボトムが27.5兆円である。3月31日、4月1日には、先程説明があったように、生保が普通預金から再びコールローンへ一時的に移したことに伴い、33.1兆円となっている。一昨日には27.5兆円に戻っており、まさに期末一時点の動きがあったのみで、現状は

再び縮小傾向を辿っている。

銀行貸出は主要3業態でみて、償却要因等調整後の実勢は昨年6月が前年比-1.8%、現状実績が分かっている2月が-2.4%である。3月の実績見込が現時点でのヒアリングによれば、-1.7%である。その後99年6月見込みが+0.2%であり、ほぼ前年水準まで戻るといえるか、そこで下げ止まるという計画になっている。因みに、このデータとは直接連続しないが、公的資本を投入した銀行14行の経営健全化計画では、1年後の2000年3月末の前年比が+1.8%の計画になっている。従って、6月の計画は、恐らく経営健全化計画の貸出の伸びに向かって上昇していく姿を計画上立てているというイメージである。しかし、資金需要自体はむしろ低調であり、これまで手許資金を積み上げてきた分をむしろ落とすこともあるため、非常に低調な状態が続いていると思う。銀行としてある程度この6月計画を達成していこうとすれば、信用力についても多少甘くして捨っていくことも考えていくということかもしれないし、実際にアネクドタルには多少そうした動きも出ているという声も聞かれている。ただ、当然健全化計画の中では財務の健全性もうたわれているため、果してトータルとしてはこの貸出計画がどのように実現していくのか、しないのか、現時点では分からない状態である。この辺りは十分みていきたい。

一方、CP、社債の方は、昨年度中は社債の償還資金の早目の手当や手許資金を積み上げるために、市場調達を進めていたが、本年になってからはじわじわとスローダウンしている。その結果、マネーサプライは、3月は横這い程度だろうと見通しているが、昨年秋以降、一旦手許資金積み上げのために高まった部分が、ある程度剥落すると見込まれ、4~6月は少し前期比年率ベースでは落ちるのではないかとみている。ただ、実は同様の状況が昨年にも起こっている。昨年の1~3月から4~6月には、一昨年の拓銀、山一のショック後、企業が大幅に手許流動性を積み上げたものを春にかけて金融システム不安が落ち着いたことに伴い、一挙に返済されたため、非常に大きな落ち込み方をしている。昨年3月末の貸出回収の姿勢は非常に厳しいものであった。本年はそこまではいかないのではないかと

みており、昨年程の落ち込みを一応見込んでいない。従って、単純な計算上の問題であるが、極く僅かながらもマネーサプライは前年比で上昇する計算になり、98年の第4四半期が4.0%、99年の第1四半期実績見込みが3.6%、第2四半期が3.9%の見通しになる。対外的には4%前後という見通しになっている。

#### 中原委員

国債のイールドカーブを現時点でどう評価しているのか。

#### 山本企画室参事

イールドカーブ全体が2月12日の緩和後パラレルに下がってきている。これを1年物インプライド・フォワード・レートに分解してみると、7年先、8年先、9年先の1年物インプライド・フォワード・レートは実際には下がっておらず、足許から中期ゾーンまでにかけてのレートの低下が、その全てを平均した長期金利の押し下げに寄与している。従って、昨年10月2日は、流通利回りがボトムの0.7%であるが、この時の金利観では、10年先もいわば成長率が名目で2%を下回ると織り込んでいた訳であり、非常にペシミスティックな期待であったと思う。これが12月以降の大幅な修正の中で財政赤字の拡大という材料もあって上昇したが、緩和後の低下では専ら短期金利の低下から中期ゾーンまでの低下を反映した長期金利の低下という姿になっている。

#### 後藤委員

金融債、社債の流通利回り、国債の流通利回りとの間のスプレッドは縮んできているのか。

#### 山本企画室参事

金融債の方はこれまでスプレッドが一貫して開き気味にきていたが、足許にきてスプレッドが若干縮んでおり、公的資本投入の影響が出ている。

社債の спреッド に関しては、非常にロング・スパンで見るとシングルA格、BBB等のspreッドは引き続き大きいですが、足許については若干買われてきていることもあり、BBBなどのspreッドも見かけ上は縮小方向の感じが出ている。また、AAAは縮小方向であり、機関投資家等が運用手段をこうしたクラスの社債にも少しずつ入ってきているとの声が聞かれている。

#### 中原委員

インプライド・フォワード・レートについて、2月10日の所が収斂しているというのはどういうことか。

#### 山本企画室参事

実際には日々の動きがかなりある。昨日の9年先は99/2/10日より0.1%低いため毎日の利回りの動きの中で大きく変わってはいないが、2月5日時点のピークまで行った時は色々なリスク・プレミアムが加わり、行き過ぎたという感じだと思う。その後2月10日に向けて色々な思惑が込められて下がったが、将来の潜在成長率、成長見通し、あるいは物価見通し自体がその後変化したということではない。

#### 篠塚委員

民間銀行貸出の第二地銀の伸びが急に増えているのは、信用保証枠の効果が出たためか。

#### 山本企画室参事

拓銀の貸出債権を中央信託と北洋銀行が承継した部分が丸ごと計上されているためである。地銀IIはもともと貸出の母数が小さいため、結構大きく伸びたように見える。一方で都銀のマイナスになっている。全く統計の技術的なものである。

#### 篠塚委員

信用保証枠で出ている貸出し分はばらけたとみて良いか。

#### 山本企画室参事

保証承諾額の3月末までの残高実績は14兆4,000億円である。これが全て新規の貸出に結びついたらとすれば、母数が500兆円程度であるため、5業態で前年比が3%程度伸びる計算になる。それを織込んでもマイナス何%となり、この信用保証がなければ相当低かったということかもしれないし、既存の貸出がぐるぐる回りながら信用保証がそこについていったのではないかと思う。同一銀行の中ではないとしても、その銀行に返済されて他の銀行から出ていったといった状況が起きたのだらうと思う。

#### 藤原副総裁

民間銀行貸出については、99年6月の計画が資本注入の際に提出した計画を前提にしていると考え、特に都銀の場合は今後にはわかに上向していくことになるか、ならないのかが注目点か。

#### 山本企画室参事

その通りだと思う。統計的には、1年前の落ち方が非常に大きいですが、先程申し上げたように1年前に企業が手許資金を積み上げそれを一挙に返済したという状況がある。今回はそれほど大きな動きが起きなければ、統計的には多少戻るのが自然である。事実この3月の実績見込みは-2.4%~-1.7%とかなり大きな幅で戻るが、これはそうした前年の裏要因が効いている。しかし、6月の+0.2%は単に前年の裏のみで説明できるような範囲ではなく、それなりに貸出が出ていく姿になっている。その意味では、かなり急角度で戻る計算になる。

#### 藤原副総裁

それは経済の実態を表わした部分と人為的な部分とが交錯している訳

か。

#### 山本企画室参事

然り。計画自体は経営健全化計画で立てているし、3月末時点での計画達成のためには銀行としてある程度なだらかに貸出を増やしていくことを想定している訳であるが、そこへ至るパスを本当に描けるかどうかは分からない。一方で、経営健全化計画は実現しなければならないという意識も非常に強いようである。

#### 篠塚委員

健全化計画の2000年3月の時点で1.8%という目標の数字を見る時には、先程の償却要因等調整後の数字というベースで良いのか。

#### 山本企画室参事

申し上げている数字は内部で特殊要因を調整したものであり、1.8%という数字が世の中にある訳ではない。念のため申し上げると、3業態には東京三菱などが入っている。経営健全化計画には東京三菱は入っておらず、データには不連続がある。ただ、大きな流れ自体は違わないだろうと思う。

### IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

#### 1. 金融経済情勢に関する討議

##### 速水議長

金融経済情勢に関する委員方からの意見と討議に入りたい。最初に金融経済情勢に関して、順番に意見を頂き、次いで自由に討議して頂きたい。その後で、金融政策運営に関して再度順番に意見を頂戴した後、討議していきたい。最後に政府から出席されている方々から意見があれば承る。

金融経済情勢について、委員の意見をお願いしたいが、本日は山口副総裁から願います。

## 山口副総裁

調査統計局の標準的な経済見通しを土台として、若干コメントを加えたい。調査統計局のエコノミスト諸君が標準的なシナリオとして持っているのは、99年度の経済成長率は概ねゼロ成長の圏内で、上半期は極くマイルドな回復が生じるが、仮に財政の追加がなければ下半期には再びマイナス成長に転ずる可能性が高いという過程の中で、物価には下落圧力が働き続けると要約できると思う。これは我々を不安にさせるシナリオであるが、内容自体については、この時点では余り違和感を持っていない。ただ、これにコメントを加えるとすれば、第一に2月の家計調査のデータや、その後アベイラブルになった消費関係の動きを考えると、1~3月の経済活動水準が完全には下げ止まらなかった可能性が出てきているように思うし、その場合には、今年度に向けての発射台が幾分低くなっている可能性がある。また、昨年末から今年初めにかけて、所得の動きの割には消費性向が幾分高くなったような感じが出ていたが、2月、3月にかけてそれが再び元に戻っているとすれば、その意味でも消費については、調査統計局の見方より多少下振れる可能性もなしとしない。第二点は輸出の動きであるが、恐らく現在の輸出のペースは、アメリカを始めとする海外の経済環境や最近の為替のレベルから推測されるよりも、多少下を走っているのではないかと。それが仮に貿易摩擦を強く意識した結果だとすれば、これも今年度の経済成長率にながしかブレーキを掛ける動きではないかと思う。以上の二つの要因は、今年度の平均的な経済成長率を  $0 \pm \alpha$  の中で、どちらかといえば下方に振らす可能性がある。

それに対して、さらに二つ程年度中のパターンを変え得る動きが出てきている。その一つは金融資本市場からのインパクトである。金融機関の与信態度が微妙に変わりつつあるように思う。中期的に考えれば、日本の主要金融機関は資産圧縮を通ずるROEの引き上げという方向を指向せざるを得ないように思うが、大規模なリキャピタリゼーション、金利低下からのプレッシャーという二つの風向きの中で金融機関の与信姿勢が従来よりは幾分緩む方向に動いていることは間違いない。先程も三業態の実勢



貸出残高が向こう3か月間に前年比で約2%ポイント増加するという計画が紹介されたが、その他にも中小企業向けの融資方針を多少とも緩和する方向で再検討している銀行の動きがみられるところである。資金需要が弱いえに、中期的な資産圧縮の要請があるという枠の中では、いずれにしても大きな貸出の伸びは考えられないと思う。直ちに結果に結び付くかどうかはともかく、融資方針の面で変化が生じているとなると、それが色々な面でポジティブな影響を引き起こしていく可能性はある。

その一つは、昨年のクレジットクランチの中で極度に抑えられた中小企業の設備投資が、少なくとも金融面からは極端に抑えられる可能性が薄くなっていることである。同時に、低金利のインパクトにより、マネーフローが多少ともリスク資産に向かい始める兆しが出ていると言えないこともない。最近色々な国際会議の中で、——リスクを再度テイクしていく態度をリスク・アペタイトと称しているが、——リスク・アペタイトが世界的に多少戻り始めているという評価がなされるようになってきており、そうした動きが日本の現在の特殊な状況の中で、多少とも芽生えてくるのかどうか当面注目すべき一つの点ではないか。

第二点は、先程も若干議論があったが、物価の下落圧力をどう読むかが大事なポイントの一つである。かねてからマネーサプライの伸び等が名目成長率をかなり上回る動きを示していることの意味付けについての議論があった。申し上げたように、企業にとって流動性制約が緩和されてくれば、例えば、在庫ファイナンスを可能にするとか、極端には赤字企業の経営存続をファイナンス面から可能にしてしまうなど、色々な形で需給の実態的な改善とは離れて、価格をサポートするように機能することがあり得るのではないか。確かに、今後賃金の更改期に入り、それが名目賃金の押下げになった場合には、サービス価格の引き下げ要因として働く可能性はある。しかし、サービス価格にとって、賃金コストが上昇する時と下落する時とで全くシンメトリーな動きになるのかどうかはよく分からず、下げる場合には金融の要素が入ってくる余地が多分にあるのではないかという気もする。そうした意味で、金融緩和がさらに企業レベルに浸透して

いった場合に物価の下落圧力がどのようになるのか、調査統計局のシナリオについての留意点ではないか。

要約すると、99年度の平均的な成長率はゼロ成長圏内の低い方で動く可能性があるし、向こう半年間程度の後を展望すると、現時点ではやはり成長率が再度マイナス方向に振れてしまうリスクが高いと言わざるを得ないが、そうした中でも最近特に顕著な金融資本市場の安定化効果に注目したいということである。その意味で、当面予想される経済の小康状態、あるいは若干のプラス成長の中での大きなリスクは二つ程ある。一つは、企業業績に回復の展望が本当に生まれるのかどうかという点であり、それが株価の基本的な動きに影響を与えるはずである。もう一つは、これは多少気の長いリスクと考えるべきかもしれないが、リキャピタリゼーションが行なわれた後の大手銀行にとって、不良資産の新規発生がどのように出てくるのかという意味で資産価格、地価の動きに注目を要すると思う。

#### 後藤委員

執行部から金融資本市場の動きと実体経済の動きの説明があったが、印象としてかなり対照的である。つまり、金融資本市場は一時に比べて流動性不安も後退し、非常に安定している。端的に言えばコールレートだけではなく、長期金利も低下をしている。株価もこのところ連日上昇し、本日は1万7,000円に乗せている。為替も120円から121円の水準でますます安定しており、非常にいい姿になっている。量的な指標面でも、マネタリーベースは一時のような手許現金積み上げが終息し、年末年初にかけてボーナスの落ち込みの影響等から平残の前年比が1月には3.6%というボトムをつけたが、その後は増加に転じ、3月には日銀券の発行持ち直しで前年比5.6%の伸びを示している。金融調節の面でも、超過準備あるいは準備非適用先の日銀当座預金がかなりのテンポで増加をしてきている。そうした中で、説明にもあったように、潤沢な資金供給が金融資本市場の中で従来よりはリスクを取るような動きを生み出しつつある。また、金融機関の融資姿勢にも微妙な変化の動きが出てきていると窺われ、一応、金融資本

市場には明るさが出てきていると言えるのではないかと思う。

これに対し、実体経済の方は公共投資と住宅投資に支えられて鉱工業生産も下げ止まりつつあるものの、依然年度後半の下振れリスクが消えない状況にある。在庫循環図では調整局面の終わりを示す45度線を越えており、通常であれば今後生産上昇へと移ることになる訳であるが、生産サイドの非常に慎重な姿勢——自動車なり鉄鋼の減産——あるいは設備投資の減少基調が色々響いてくる中で、今後の生産の動きに力がみえない。消費も指標により明暗はあるが、基調として上向く力がついてこない状況である。3月短観も景況感の回復を示す一方で、設備・雇用の過剰感がやや強まっているという結果が出ている。また、調査統計局長の説明にもあったように、短観は売上がほとんど伸びないのに、——これは事業税の計算上の取扱いの変更も響いているようであるが、——経常利益は下期の大幅増を見込む結果となっており、リストラによる利益確保への姿勢ないし期待がこの3月短観から窺われる。

株価が非常に堅調であるが、外国人の日本株買いが進んでいる大きな要因の一つは超低金利と併せて、日本の産業界で本格的なリストラが始まるというパーセプションが大きく影響していると思う。このリストラに対する実体経済とマーケットでの受け止め方が、今後どのような影響を持ってくるかが問題である。一つは、リストラに対する期待が短期的な有利子負債削減に重点が置かれており、コア・コンピテンスがある分野に集中投資し、不採算部門を大胆に縮小するような本当の意味でのリストラにならない計画が多いのではないかということである。現在の期待がそのことによって裏切られると市場の受け止め方に変化が出てくるリスクがあるかもしれない。それと裏腹になるが、多くの企業が一齐に人員の削減や、投資の抑制に走った場合のマクロ経済の最終需要に与える影響がどう出てくるかが懸念される。合成の誤謬という話も出たが、このリストラがマクロ経済・産業構造に与える影響と、特に株式市場等における受け止められ方を今後注目していく必要がある。そのことと、金融資本市場に出てきた前向きの動きとが巧く結び付き、自律回復の芽がここで生まれるかどうか、

そこが今後の注目点ではないか。

#### 武富委員

実体経済の常時把握という観点からいくと、下げ止まりとおぼしき状況が続いている。しかし、下期以降、民需にスイッチしていく蓋然性はまだ少ないという、これまでの評価を踏襲して良いと思う。入手可能な経済データからそうした判断をして暫く経っているが、景況感の点からも日銀短観で概ねそうした評価を裏付ける結果が出ている。ただ、短観は設備調整、雇用調整の継続と同時に下期収益回復という結果になっている訳であり、調査統計局長が指摘したように合成の誤謬的な要素を内包している。ミクロでみれば、企業努力により下期増益になるのは確かに合理的だろうが、マクロ的にどうなるか、引き続き良く注視していく必要がある。市場の方は、短期金融市場、債券市場、株式市場、あるいは為替市場のいずれもゼロ金利に伴う色々な流れが方向性としては景気に対しプラスに働いているが、引き続きこの良い流れが逆行しないように色々工夫していく必要がある。従って、当面の金融政策の運営姿勢としては「注視していく」ということにしかならないと思う。

歴史的にみても日本経済がこれだけ変わってきている中で、マクロの財政金融政策を遂行していくことの意味合いや位置付けはどうあるべきなのか、ということはこの90年代一貫して感じている。マクロの財政金融政策は経済主体が活動するのに相応しい環境を整えることと、きっかけを提供することであるが、それは十分果たし得ていると思う。しかし、単年度主義における総需要管理的な、あるいは需要喚起的なスタイルで、本当に経済の質が良くなるのか、国民生活の質が向上するのか、不断に明日への成長の種を蒔いていけるのか、ということは景気の常時把握の中でも常に考えていく必要がある。現局面は低金利であり、為替も程々の水準で安定しており、財政からの支え棒も出ているという、これ程ベスト・ミックスなマクロの政策的枠組みはない訳である。それでも、やはり経済の先行きに不確かさが残っていることは、政策当局のみならず民間の経済主体が

採る対策に何か欠けているか、伝統的な総需要管理に偏った政策にどこか間違いがある訳である。環境を整えるきっかけの与え方としては、需要でサポートするのではなく、経済主体がリスクを取って前向きに動くことに馴染む政策であるべきであり、政策側がそうした動きを十分捉えていないのかどうか、良く考えておく必要がある。

経済金融情勢は取り敢えず荒海ではあるが、何とか船は前へ進んでいるという心理的小康状況を得た中で、中長期構造的な政策の役割をさらに深掘りしていくタイミングではないかと思っている。

### 三木委員

実体経済の現状と先行きについては、調査統計局長からの説明に全体として特に違和感はない。実体経済については、前回以降、ファンダメンタルズに大きな変化はなく、依然として明暗入り交じったまだら模様の景気状況であり、先行きについてもデフレ圧力を抱えつつ、当面は底這い状態が続くと思う。その中で注目されるのは、次の二点だと考えている。一つは国内卸売物価の動きであり、これは直ちに下落はしないが、引き続き下落基調にある。短観にも企業収益は下期回復型で非常に甘い経営者の判断が出ているが、卸売物価が一番企業の収益に響く訳であり、この動向を一体どのようにみるのかが注目される。今一つは輸出の動きも企業の生産と収益に直接関わってくるため、輸出がどのように動くかを良くみておく必要がある。

次に、経済の現場からみた実体経済の若干の変化を三点申し上げたい。第一の問題は自動車である。自動車の99年度第1四半期の生産レベルは在庫調整も織り込んで225万台、前期比15%、前年比5%のダウンという低レベルである。その中で4トン以上の普通トラックの1月の受注高が漸く前年比プラスに転じ、漸く底打ちになったとみて良いと思われるため、5月から6月の生産に反映するものと思う。中身を見ると、公共工事の前倒し発注を先取りしている形であり、ダンプ・トラックの需要が動き始めた。従来から業界では実体経済の6か月先行指標としてダンプの動きを注

目しているが、今後公共工事の工事進捗、さらに民間土木の動きが出てくれば、ダンプ・トラックから始まり次は建設機械という形で生産増加への波及が期待される。建設機械への波及を考えると、まずダンプで土を運び、車載クレーンで材料を運び、油圧シャベル、ブルドーザーで均したうえ建築クレーンが立つというパターンになる。その辺りの動きを良くみておく必要がある。自動車の今一つの動きは、ノックダウン輸出が漸く下げ止まってきたことである。98年度の第4四半期は前年比+8%と、久しぶりにプラスになった。これまで落ち込んでいた東南アジア景気が底入れしつつあることを背景に、タイ向けを中心に回復してきていることによる。業界ではアジア景気回復の兆しが具体的な数字で裏付けられてきたと受け止めている。

第二の変化点は住宅業界の動きである。昨年末募集の住宅金融公庫第3回募集分は、金利先高感や住宅ローン控除税制の導入を背景に前年比4割強の大幅増となっている。第4回分も同66%増であり、この効果がここに来て顕現化し始めている。2月の持ち家新設住宅着工戸数は前年比+9%で、5か月振りにプラスに転じている。分譲マンションやその他を全て入れれば前年比マイナスだが、持ち家がプラスに転じたことは大きな要素である。プレハブ大手4社の販売高も1月は+9.2%とプラスに転じ、2月は+14.6%とさらに伸びを高めている。99年度の第1回公庫分はこれから募集が始まるが、政策的に2.4%という非常に低金利に抑えられたこともあり、この上期は増加が見込まれる。こうした住宅の販売好調を受けて住居に使われる白物家電の販売・生産にも動きが出てきている。2月の白物家電の販売は引き続き各機種とも好調であり、それが漸く今月は生産に結び付いてきた。エアコンのほか代表的な白物家電4機種はいずれも生産額前年比が初めてプラスになったため、その他家電も含めて民生用の電気機器の生産は+11.6%となった。これまで在庫で対応してきたものが、生産増加へ繋がりをだした。今一つは首都圏のマンション販売が非常に好調とされているが、業者からみると在庫を捌くレベルに止まっており、新築には結び付いていない。また、現在の販売好調についても、大企業の社宅廃止・

売却に伴う一時的な持ち家需要——一斉に自家取得に動いている——という見方もある。そうした一時的な要因と低金利、政策減税両々相俟った形で遠から近への持ち家の動きが非常に大きく出ている。それがマンションの販売好調を支えており、その意味では一時的な持家需要の高まりという見方を捨てきれず、慎重な見方をまだまだ変えていないのが実態である。

第三の問題は、多少先の話になるが、この秋から来年にかけて民間建築では非常に明るい話が出てきている。東京地区でビッグプロジェクトが目白押しになる見込みになっていることであり、具体的には品川、汐留、六本木、丸の内4地区で計25本の高層ビルの建築が着工される見通しにある。何れも30階以上の大型ビルである。葛西でのロッテワールドの建築がいよいよ本格化する。因みに、こうした大型プロジェクトに伴う鉄骨の需要量は、鉄骨の年間生産量の1割強に相当する約90万トンが使われるということであり、極めて大きな刺激効果がある。これが秋以降の公共投資の玉切れを支える民間大口需要として期待感が高まっている。

以上、現場から見た変化点を申し上げたが、全体としては目立った動きはなく、先行きについては引き続き厳しいという状況は肯定せざるを得ない。確かに、公共工事は目に見えて動き出しているし、公共工事前払金保証請負金額も3月は高水準の伸びとなった2月をさらに上回ると聞いているが、今後、企業の設備廃棄、リストラが本格化する中では設備投資、個人消費の立ち直る兆しはなかなかみえてこないと思う。このため民需全体が力強さを回復して秋以降の公共投資の減衰を支えながら、あるいは民需にスイッチする形で経済が自律回復の動きを持ち始める確証はなお得られない。

次に、企業金融の現状と先行きに対するマーケットからの見方であるが、この3月末は特段の支障なくクリアした。4月に入ってから安定した状況が続いている。本行の実質ゼロ金利誘導、公的資本注入を背景に信用リスクに対する過度な警戒感は影を潜めている。金融システムは全般にかなり落ち着きを取り戻しつつあるという評価だと思う。大企業向けの貸し渋りはほぼ解消しているし、中堅中小企業向けの貸し渋りについても、各行

の対応に若干の温度差はみられるが、徐々に緩和される方向に進んでいる。特に公的資本注入の決定後は、中小企業でも業績と案件さえ問題なければ融資に応じるといった対応となってきた。この間、信用保証協会の特別保証枠拡大措置も中小企業レベルにおいては、資金繰り難を回避するのに非常に効果を発揮してきた。ただ、融資の現場では貸出するための金は十分にあり、金利も十分に下がっているが、現実には前向きの借入希望がなかなか持ち込まれないようである。これは、需要が出てこないし、設備投資をしても売上高がこれだけ低迷している下では期待収益率がマイナスになるだけであり、設備投資を行なうインセンティブがないからだと思う。この結果、銀行サイドでは公的資本注入の条件として金融再生委員会に提出した貸出計画を消化すべく貸出ボリュームを何とか伸ばしたいとしても、借入需要がない中ではかなり難しいという声が聞こえてきている。こうした現状を踏まえると、金融緩和の効果は企業金融のレベルまで非常に浸透している。我々の金融政策が十分に機能していると評価できる。なお、先行き、銀行サイドは収益確保のために信用リスクを反映させた貸出スプレッドの確保に走ることが見込まれるため、企業サイドでは選別金利という質の異なる企業金融の厳しさを今後味わうことへの対応策を真剣に考えている。この点、我々は金融政策のリスクの一つとして注意深く見守る必要がある。

この間、金融市場の動向をみると、市場には公的資本注入と本行の金利低目誘導が金融システムの過度な萎縮を回復させ、経済全体のコンフィデンス回復に結び付くのではないかという安堵感が維持されている。最近の為替相場、長期金利の落ち着き、株価好調はまさにこうした動きを市場が織り込んでいるからだと思う。従って、前回までの金融政策決定会合で申し上げてきた第二のシチュエーションの悪さ、つまり株安、円高、長期金利の上昇といった懸念は当面防止し得たと思う。ただ、我々が懸念していたオーバーナイト・ゼロ金利誘導の副作用である短期金融市場の市場機能喪失の問題については、コール市場の漸減傾向が止ったとは確認できないため、引き続き注意深く見守る必要がある。



当面の日本経済の課題について触れたい。現在のわが国経済は過剰債務、過剰設備、過剰雇用という三つの構造問題を抱えており、今後はこれらの構造調整問題を自力で消化していく必要がある。これに対して既に政府の財政面、我々の金融面からの措置は十二分に手当されており、後は企業の自己責任に基づく構造調整努力による合わせ技で健全な経済に脱皮させていく局面である。構造調整にはデフレ圧力という痛みがつきものであり、その点は我々の基本認識として持つ必要がある。現在日本企業の構造改革の照準は、売上高が大きく減少し収益確保が困難なため、固定費の流動化、つまり人件費の切り込みに踏み切っていくことにある。その意味で、これまで余り痛みを被っていなかった個人も含めて、このデフレ圧力のプロセスを乗り切るしか途はない。これまで国は財政赤字で痛み、金融はゼロ金利誘導で痛み、ただ個人はほとんど痛みがないということできた。政府は雇用対策、あるいは税制、土地の流動化対策といった構造調整を促す環境整備に力を入れていかなければならないし、民間共々サービス産業を中心とする新産業の育成による構造調整の受け皿作りも必須条件である。

こうした中で金融政策の基本的スタンスとしては、仮にも市場淘汰されるべきものの先送りを促してしまうような、いわば構造調整の流れに棹さすような政策は回避すべきであり、その点には良く留意しておく必要がある。構造調整がむしろ円滑に進捗するように、金融緩和スタンスを維持していくことが必要である。この構造調整に絡む今後の留意点として、二点ある。一つは信用保証協会の特別保証枠の問題である。この保証枠は先般の小渕首相の話ではさらに10兆円拡大し、30兆円までいくということであるが、これまでは非常に効果があったとしても、こうした局面までくると、むしろ構造問題解決の弊害になってきているのではないかということである。銀行の現場サイドからみると、本来は淘汰されるべき問題企業が信用保証協会の保証枠拡大により延命される形になっており、事実上の問題先送りになっている。あるいは既に14兆円まで実行されているため、今後は保証協会はかなり劣悪な企業にも保証を行なっていかなければならなくなる。将来的にはこの代位弁済に伴う損失が国民に回る公算が高い

という指摘も少なからずみられる。今一つの問題は、最近の株価上昇を支えているのは外人投資家の動きであるが、彼等の日本株購入の動機は最近の日本企業の構造調整リストラに対する評価であると言われている。注意を要するのは、彼等が欧米企業と日本企業のリストラスピードには大きな差があるという事実を十分に織り込んでいないことである。欧米ではレイオフが自由にできるため、リストラに着手すれば翌期には必ず増益という形で結果が出るのが常識になっている。それに対し、日本企業では人件費が固定費であるため、リストラ効果がなかなか出難いのが実情である。今後、外人勢がこうした事実で失望し、現在の嵩上げされた株価が剥落するリスクがあるという点はやはり注意しておかなければならない。

#### 中原委員

実体経済については、現在のところは景気の底を横這っているが、これまで繰り返し申し上げているように、99年度の下期以降は全く展望がなく、景気底割れの危険すらある。99年度は多分マイナス成長、それも1%前後のマイナス成長になる危険性がある。2000年度も場合によるとリストラが続き、マイナスになる危険性がある。

まず、2月の景気の指標が出たが、C Iの分析ではほぼ前月と変わらない。C Iの先行指数では昨年の6月から89.8~88.3の水準で横這いとなっており、過去の循環からみても極めて珍しい。C Iの一致指数は去年の8月から93.3~94.8の水準で下げ止まり、底を這っている。ただ、C Iの先行・一致指数の変化率、スムース・シックスマンス・レイシオを取ると、マイナスの大きさが次第に小さくなっていくことがみて取れる。景気の転換点について、長期先行指標を分析すると、金融重視型は去年の10月から86.5近辺で横這いである。生産重視型は去年の秋以降、非常に不安定なアップ・アンド・ダウンを繰り返しており、昨年12月にプラスになったが、1月にはマイナスになっている。このような状況下、常に判断が難しい。個々の指数には良いものはほとんどなく、97年3月のピークに比べて生産指数も下がってきたし、新車登録台数が急減している。これま

で一貫して上昇していたが、トレンドが一変して大幅な下落となっている。実質機械受注も2か月連続で下がり、最終需要財の在庫も上がってきている。常用雇用指数は一貫して下がっており、99年2月は100に比べて97.2である。営業利益もフォースクォーターはサードクォーターから下がってきている。マネーサプライは3か月ほど前にピークを打って下がり、2月は107.4になっている。従って、全体として横這いではあるが、個々の指数は弱含みのものが多い。

若干の注目点を申し上げると、一つは鉱工業生産指数である。これは3月が+0.8、4月が-3.3であるが、その内訳としては自動車が多い。輸送機械工業が-12.4と、二桁の大幅マイナスになっている。電気機械工業も-3.9、鉄鋼業が-1.8と非常に落ちており、これは4、5月と繋がると思われるため、4~6月の鉱工業生産の動きは予断を許さない。同時に在庫はいわゆる逆ウォッチ曲線で回っていく訳であるが、最近の動きをみていると45度線を越えて右へ行かずに、下へ落ちてしまっている。これは意図せざる在庫の減少局面であるが、垂直に落ちているという感じである。生産が増えずに、在庫のみが減っていくという妙な格好になっており、非常に気になる。

二番目に気になるのは、輸出である。本年度はアジア、アメリカ、EUに対する輸出が、非常に問題含みだと考えており、これが生産の下振れを招く危険性が極めて高い。三番目として、耐久財の買替え需要が、非常に減ってくるのではないかと思う。家電については、NEBAの店舗調整済みベースで見ると、パソコンを除く前年比は+4.3%であるが、前月比は-0.5%、1月、2月の平均では前期比-2.0%である。10~12月期も-0.9%であり、パソコンを除いた家電はオーバーオールで見ると前期比で落ちてきている。なお、2月のパソコンは前年比で57.9%と爆発的に増えているが、それを除くNEBAの統計でみる限り、家電の数字は落ちてきている。そうした中で、買替え需要のサイクルが大体8年強、これに住宅の新設を勘案すると、いずれにしても洗濯機、掃除機、冷蔵庫、カラーテレビ、VTR、エアコン、ワープロ等は今年の夏場以降は非常に減るのではないか。

これ等を買ったのは大体バブル期の90年から91年であり、更新需要が恐らく本年の下期以降減る。また、乗用車についても軽自動車の需要が恐らく一巡し、本年のセカンドハーフからは需要がさらに悪くなると考えている。大体7年程度のサイクルだとみると、2000年までは買替えが起こらない。所得環境が悪くなれば、多少先になり、乗用車も支えにならないと思う。

三木委員が言われたが、信用保証協会の返済が本年10月から始まり、それがどうなるかが注目される。公共投資がどのようになるかも非常に分かり難い。一応目安を立ててみると、98年度は上期が18.1兆円、下期が21.8兆円、合計39.8兆円、99年度は上期がピークであり24.1兆円、下期が18.4兆円という感じになると試算した。従って、上期対下期で大体6兆円のマイナスになり、それがマイナスの効果として出てくるため、下期は補正を組まない限り、減速は必至ではなかろうか。その理由から補正を組むという声が出てきていると理解をしている。今一つの大きな問題はリストラであり、本当に生易しいものではないと思う。

現在の株式市場では、連結型リストラと勝ち組リストラが評価されている訳であるが、問題は総資本の当期利益率が極めて低いということである。日本の96年度は0.68%、これに対してアメリカは5.93%、ドイツは2.56%であり、日本はアメリカの約9分の1、ドイツの4分の1である。それを分解して、総資産の回転率と売上高の利益率にすると、売上高の当期利益率が非常に低く、日本が0.61%、アメリカが4.75%、ドイツが1.58%と、ドイツの半分にもならない。総資本回転率は表面上は1.11%、1.25%、1.62%と大きく違わないが、中身が非常に違っている。日本が勝っているのは棚卸資産の回転率であるが、当座資産の回転率は3.44%、6.16%、4.76%と日本が非常に悪い。一番問題なのは有形固定資産である。有形固定資産は92年、93年頃までの回転率はそれ程悪くなかったが、現在は大きく引き離され、日本は3.02%、アメリカが4.21%、ドイツが6.45%であり、こうした有形固定資産の回転率が極めて悪いことが過剰資本に繋がっている。売上高当期利益率は売上高人件費率の段階から日本が96年

度で13.6%、アメリカが95年で9.6%と離されている。さらに問題なのは、損益分岐点である。これは国内で比べてみると、93年から97年の間は大企業は中堅中小企業に対して格差を拡大し、損益分岐点比率が低かった訳であるが、98年の10~12月から急上昇し、90%前後と1976年以来初めて中堅中小企業の損益分岐点と並んでしまった。従って、日本のリストラが、如何に大きな宿題を背負っているかが分かる。過剰雇用、過剰設備調整がこれから本格化すると思うが、我々が想像している以上に極めて深刻なものにならざるを得ない。その点に関連して付け加えると、90年代に入ってから平均消費性向と失業率との間に極めてリニアな関係がある。すなわち、失業率が上がると平均消費性向が下がってくるという関係がある。従って、2月の平均消費性向が67%で最低だったと思うが、それが一段と下がっていくという危険性があることを指摘しておく。

三番目に注意しなければならないのが、原油価格の動向である。アメリカのNYMEXに上場されているWTIは、約11ドルから約17ドルまで上昇してきているが、OPECが3月下旬の臨時総会においてさらなる追加減産を決め、OPEC参加国以外もそれに「右へ倣え」をした。これに伴い、現在の減産率は推定需要に対して7~8%になる。サウジとイランの関係が巧くいき、お互いに反目しなくなれば、生産制限が守られる可能性が極めて高くなり、その場合には、今後夏場の石油需要期にかけてアメリカ経済にかなり大きな影響が出てくると思われる。これはアメリカの株価をみる上で非常に大きな材料になる。その結果、恐らく本暦年第1四半期の日本のGDPは若干マイナスになると思っているが、第2四半期がプラスになったとしても、第3、第4四半期と下がっていく危険性が非常に強いいため、どこかの時点でかなりの規模の補正予算が組まれるのではないかと見通している。目先は小康状態だが、リストラも段々と本格化し、公共事業が出尽くし、原油の高値定着になっていくと、先行き特に99年度下期以降は予断を許さないと考えている。もともと公共投資にしても、GDPの8%程度であるし、住宅投資も4%程度であり、この二つで日本経済を支えていくには所詮無理がある。民需に巧く繋がなければならない訳だ

が、大リストラを控えているため、これがどのように出るかが最大の問題である。

#### 篠塚委員

実体経済に関しては二点申し上げたい。第一点は中原委員が言われた雇用問題、リストラについてである。失業者が300万人を超えたのも初めてであるし、失業問題が益々日本経済の回復にとって大きなネックになっていくことは確かである。韓国はIMFのプログラムの下で軌道修正が行なわれ、4月に景気は一応底を入れたとのことであるが、日本と韓国の違いが一番端的に表われているのが失業問題である。97年12月の段階では日本の失業率が3.5%、韓国が3.1%と、日本の方が高かった。しかし、1か月後の98年1月には逆転し、日本はそのままの3.5%、韓国は4.1%となり、その後韓国は毎月1%ずつ上昇し、ピークは昨年10月時点で8.5%になった。日本も非常にシビアな状況であったが、韓国の失業率のピークが8.5%になった時に日本は4.3%であった。韓国はこれをピークに99年2月時点では7.1%に低下している一方、日本は逆に4.6%に上がっている。韓国は去年の1月から10月の間に失業率が2倍に上がった訳である。その間、IMFの指導の下で厳しいリストラや様々な改革を進めた結果、景気が底入れしている訳だが、日本はまだそうした厳しい施策を採っていないため、今後それが出てくるのではないかと思われる。しかし、既に財政金融政策はかなり限界にきており、平成11年度も新たに補正予算が組まれることはないだろうと言われている。日本では雇用の問題に関して従来にない多額の予算を組んだが、今後迎える高失業に対しては足りないと思っている。設備に関しては過剰設備の廃棄等々が行なわれ、供給面での構造改革が求められている訳だが、雇用に関しても発想の転換が求められなければならない。

従来、日本の失業対策は発生してしまった失業者に対する失業給付が非常に大きなウエイトを占め、オイルショックの後に若干だが新たに発生するのを食い止めるために雇用安定の三事業という雇用調整給付金給付を

中心とする措置が採られてきた。こうした雇用対策は最近まで失業給付がほとんどで、それ以外は企業に雇用者を抱えてもらう雇用調整給付金がメインという姿での雇用政策が主であった。しかし、これでは限界があるため、漸く去年の12月に企業側に雇用調整給付金を出すのではなく、労働者自身に支給を行ない、訓練なり人的投資を受けて移動できるようにする教育訓練給付金制度が創設された。これは労働者が簿記や税務関係の学校に行くと、費用の8割を支給するものであるが、まだ十分に普及してはならず、実際に使っているのは3.5万人のみである。経済戦略会議でも、事業主に雇用を抱えてもらう形の雇用対策には限界があり、この新しいアイデアをさらに発展させた能力開発バウチャー制度にして、1兆円規模の発想をしなければならないというアイデアが出ている。申し上げたいことは、今後出てくる雇用問題にはどうしても資金が要ることである。資金が要ることに関しても、従来は発想が非常に違っており、そうした考え方に立つ雇用保険では無理である。因みに、雇用保険の財源をみると、失業給付は労使折半と国庫負担になっている。その財源負担の考え方は、失業するのは事業主と労働者自身に加え、景気を悪くした国の責任でもあるため、労使折半と国で負担している。それに対し、失業を未然に防ぐための雇用調整給付金などの財源は、専ら雇用を確保するのは企業側の責任であるとして、負担を企業側だけに求めており、賃金の1000分の3.5を負担している。この雇用調整給付金は企業の金であるが、公的な制度として労働省が構造業種を指定し、どういう状況になれば給付金を出すかを認定している。こうした制度そのものが限界ではないかと思っている。どうしても新たな制度による支援が必要であり、そのための財源が必要になってくる。

先程三木委員は企業も金融機関も痛んでいるのに、個人だけが痛んでいないと言われた。確かに財源がない中で、家計が保有している個人金融資産という膨大なお金を何とか使えるような方向に考えていかなければならない。先般調査統計局から貯蓄率などの説明があったが、現在の日本の個人金融資産の7割近くを60才以上の人達が抱えており、金融資産がど

のように動くかは、その人達がどのような形で現状を考え直すかにかかっているということであった。現在、雇用者及び家計が貯蓄をどのように考えているかを総務庁の高齢者の経済生活に関する意識調査でみると、貯蓄を取り崩す理由として、病気介護が50%、日々の生活に必要な物の購入が20%で、合計70%近くとなる。つまり生活防衛的に貯蓄を取り崩すという答になっている。情報サービス局の直近の生活意識に関するアンケート調査でも、特に60才以上の高齢者の男女が現在の暮らし向きが苦しくなった理由として挙げているのは、利子その他の収入が減ったこと、物価が上がっていることである。物価が上がっているという答は、恐らく医療保険、医療関係の価格が上がっていることを指摘しているのだと思う。これに対応して支出を減らし、貯蓄をしている訳であるが、支出を減らしている理由として、60才以上の人とは60才未満の人とは全く違い、年金や社会保険の給付が少なくなる不安、あるいは税制や医療保険制度の改正などに伴う負担増加を考えている。支出を増やすためにはどうしたら良いかという問に対し60才以上の人が一番多く答えているのが、年金改革や財政赤字等に対する国民負担の将来像を明確化して欲しいということである。日本の個人貯蓄率が高い割に活用されていないことが国際的な問題になっているが、これを解決するためには、高齢者層の非常に保守的な貯蓄行動に対してどのような改革を行ない得るかを考えるべきである。一つのアイデアであるが、例えば今般、FB、TBが入札されて市場に流通していくことになったが、これを何らかの形で個人も買えるように持っていけないかと思う。勿論FB、TBはリスク・フリーであり、よりリスクを取るような物に市場を広げていくべきという考えもあるかと思うが、手始めに定額貯金や定期預金に集中している状況を何とか変えるということで工夫の余地があるのではないか。実際には、大蔵省は割引債の現物は脱税が簡単であるという税制上の観点から個人及び個人類似の法人にはFB、TBを保有させない方針の由であった。具体的には省令で色々定めてあり、FB、TBが個人によって保有される事態を防いでいる。FBの公募入札に当っては、当初自民党から個人保有を認めるべきであるという意見が出たが、



結局は実現しなかった経緯がある。膨大な個人金融資産を動かす形での何らかの工夫を、日銀の中でも検討したいと思っている。

植田委員

私は前回から見方を変えていないし、前回時点で認識していた色々難しい問題について考え続けているが、答は十分出ていない状態である。一点だけ申し上げると、株価の足許にかけての動きと、例えば調査統計局の標準見通しのようなものに、やはり矛盾があるように見える。どちらかが間違っていると考えざるを得ない。株価の方が正しいければ、経済は見通しよりも高いパスを走る可能性が高いであろうし、経済が調査統計局の標準シナリオの方向に展開するのであれば、株価が下落することにより経済が標準シナリオ以下にいつてしまう可能性がかなりあると思われる。従って、標準シナリオは平均値としては正しいと思うが、事後的に実現する成長率はどちらかに大きくずれるリスクがある。

山口副総裁

それは、この程度の株価でもか。

中原委員

昨年の高値に近い訳で、かなり高い。

植田委員

少し大袈裟に言っているかもしれない。

速水議長

藤原副総裁が残っているが、午前中は一応ここで終わらせて頂く。

(午後0時23分中断、午後1時51分再開)

速水議長

武藤大蔵省総務審議官が急用でお帰りになるので、何かございましたらどうぞ。

武藤大蔵省総務審議官

わが国の経済の現状については、既に午前中色々議論があったが、基本的には私共も同様に考えている。すなわち、景気は、民間需要が低調なために依然として極めて厳しい状況にあるが、公共投資が緊急経済対策等の効果により堅調な動きとなっていることや、信用保証制度の拡充、金融システム安定化策の進展など、各種の政策効果の下支えにより、このところ下げ止まりつつあると認識している。

また、当面の景気回復に全力を尽くすという観点に立って編成された11年度予算が3月17日に成立した。税制改正関連法についても3月24日に成立したところである。11年度予算の早期成立を踏まえ、景気回復をさらに確実にならしめるべく、公共事業等の上半期末における契約済額が対前年度実績比で10%を上回る伸びとなることを目指し、積極的な施行を図ること等が去る3月23日の閣議で決定されたところである。その結果、上半期における契約額は過去最大の金額になり、15兆円を超えるものと見込んでいる。

以上、宜しくご理解賜りますようお願い申し上げます。

(午後1時54分武藤大蔵省総務審議官退室)

藤原副総裁

現状認識についての皆さんの意見開陳では、ほぼ認識が一致しているように見受けられた。私の判断を申し上げますと、景気が下げ止まりの様相を呈していることについては違和感はない。表面的に現れた明るい材料としては公共投資や住宅投資の活発化や在庫調整の下げ止まりなどが挙げられる。それに対し、基本的に景気を左右する大きな項目でありながら好転をみせていない材料として、企業収益や雇用所得環境、設備投資等が挙げ

られる。そのプラスとマイナスの綱引きにより、足許、表面的には下げ止まりの様相を呈しているという明るい印象になっているのだと思う。一方、金融資本市場は長短金利の低下や株価の堅調、為替市場の円安基調などで落ち着きをみせている。金融機関の資金調達や自己資本充実策なども概ね順調に推移している。短期金融市場、企業金融面での逼迫感は後退していることがマーケットの状況に表われている。これは政府がこれまで採ってきた様々な対策や公的資本の注入策、本行の金融緩和策等の効果がマーケットにも明確に現れているということだと思う。

しかし、環境はある程度整ってきたが、民間経済が回復する明らかな展望は未だ開けていないことも執行部説明の現状評価にあったとおりである。問題は民間銀行のリスクテイク姿勢、融資態度が今後どのように、どの程度、いつ頃から変わってくるかである。97年11月の山一証券、拓銀の破綻以来の経済政策は、金融政策も含めて金融システム不安をきっかけとした信用恐慌の発生を防ぐための一種の防衛戦に大童だった。あの一連の事件により金融システム不安は企業や家計のコンフィデンスを阻喪させ、クレジットクランチの状況を招き、実体経済にマイナスの打撃を与えた。最近の金融資本市場に表われた小康状態は、そうした危機的状況が改善されつつあることを示している。そうした改善の徴候がさらに全体の事態を一層好転させていくかどうかの一つの出発点が、今後の民間銀行のリスク・テイク姿勢の動向であると思う。

その姿勢の一つとして、最近では貸出回収一本槍の自己防衛から、公的資本増強に伴い資本金が増えたこともあり、ROE向上のために少しでも量を拡大して利益を出そうとする姿勢に変わってきているように窺われる。金融機関は、世の中に公約したかのような形で再生委員会に提出した貸出計画に盛り込まれたプログラムを、社会的要請もあり一種の至上命令として応えていかなければならない。しかし、それが実際に計画どおりになっていくかどうかは見極め難いし、財務の健全化を図るためには今後も厳格な審査基準を緩める訳にもいかない。収益率を引き上げようとするれば、安易な量的拡大は出来ないという事情もあり、それら相反する悩みがほとんどの

金融機関にあるのではないか。要するに、信用リスクに対する評価は厳格に行ないつつ従来のような余り慎重な融資姿勢は極力緩め、健全な企業や成長性のある企業には貸していくというのが各金融機関の理想的なパスだと思う。それが現実にもそうなるかどうか、しばらく様子を見ないと分からない。短観の結果でも、企業金融に関する判断は金融資本市場の速い動きに比べて慎重であると見受けられる。企業サイドもなお民間銀行の融資態度の動向をはかりかねているのではないか。従って、本年秋以降の経済を展望するに当たっては、そうした点を十分にウォッチしていく必要がある。

#### 速水議長

それでは、ここまでの経済情勢に対する判断に付け加えるなり、ご討議、ご質問がありましたらどうぞ。

#### 中原委員

2月12日の会合で金融緩和を決定し、25日の会合以降加速してきたオーバーナイト金利の引き下げに関する評価については、2月の積み期では4兆1500億円だが、3月に入って昨日まではその5割増しになっており、そうした量的な緩和の面による効果が非常に強かったのではないか。一般的なトランスマッションメカニズムについて考えると、金利のルートは実質ゼロになった現在では、どこにどのように効いたかの説明が難しい。今一つの貸出の制約のルート、レンディングビューであるが、これについては恐らく公的な資金注入と今回の金利低下に伴い非常に緩和され、資金需要が非常に低いにしても、例えば中小企業などで従来は資金の制約があって設備投資が出来なかったというケースを緩める効果がある。今回の金融緩和が一番効いたのは為替相場だと思う。量的緩和についても良くそうした効果が指摘される訳だが、今回は非常に顕著だった。その大きな理由は、2月に日本の経常黒字のリサイクルに変調を来し、対外証券投資で逆に約2兆円の流入超になってしまった。それに対して対内証券投資は1.2兆円

のプラスであり、約3兆円が日本に戻ってきたということである。これはそのままであれば、世界的な資金循環の阻害要因になるし、恐らくニューヨークの株式にも非常に悪い影響を与えると思うが、いずれにしても現在120円前後で落ち着いていることは、そうした円高要因に拮抗して量的な緩和が働いているということである。従って、為替のルートが非常に効いてきている。

今一つ敢えて言えば、量的な緩和により少なくとも中期、長期にも効果が出てきており、財政政策の発動によるマンデル・フレミングの効果を打ち消す面で非常に効果があったのではないかと考えている。今回の緩和は円レートの安定化、長期金利の押し下げに非常に効果があった。今一つのメカニズムであるアセットプライスについては、量的な緩和を思惑として買ったか、あるいは量的な緩和も背景にあり、特に株が上がってきた。その点で非常に効果があった。従って、円がこの辺で落ち着いてくれば良いが、日本の国際収支の黒字のリサイクルが将来どうなるかについては十分にウォッチする必要がある。株式については、前回もミニバブルになりかけていると申し上げたが、現在は実態と離れたミニバブルである。昨年の底値が10月9日であり、近々ピークアウトすると読んでいる。現在は株と債券が共に買われている局面である。その背景は将来に亘る量的緩和、それに伴う景気回復の思惑もあるが、ロシア危機その他で損害を被ったヘッジファンドが敢えて上げ相場を作り、そこで売りポジションを作ることを狙っているのだと考えている。市場関係者の中にもそのような見方をする人はいるが、これは売るためのポジション作りという面もあることを見逃してはならない。私は4~6月に反動安が来ると前回も申し上げたが、その可能性がやはりかなり高いのではないかと考える。ニューヨークの株式も1万ドルを超えたが、山・谷で見ると1月中旬前後が一つのヒル・アンド・ピークになっており、日米の株価が同時にピークアウトすると考えている。金融政策の効果を総括すれば、そういうことになるのではないか。

山口副総裁

中原委員の発言についてだが、2月12日以降のマーケットの展開の中で、  
どういう金融面の変数に効果が表われていたかという理解の仕方は私も  
同様であるが、それは量的緩和といった量の概念を持ち出さなくとも説明  
可能な変化ではないかと思う。市場の中には、量的緩和についても色々な  
理解の仕方がある。かぎ括弧付きの量的緩和と申し上げておくが、そうし  
たある種の期待のようなものが交じっており、それが市場の変化を多少大  
きくしていることはあるかもしれない。しかし、その部分を除いて考えれ  
ば、やはり金利を実質ゼロにまで誘導する強い決意と実績に伴い、様々な  
金融変数が変化することは十分あり得ると私は思う。その点だけコメント  
をさせて頂く。

中原委員

その点は後刻議論したい。

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に、これまでの討議を踏まえ、当面の金融政策運営方針についてご意  
見を伺いたい。山口副総裁から願います。

山口副総裁

金融調節方針については、現状維持で良いのではないかと思う。理由と  
して、第一に現在の調節方針、すなわちオーバーナイトのコールレートを  
できるだけ低目に誘導する、そのために必要かつ十分なりザーブを供給す  
るという方針は金利ターゲティングの政策として、マーケットの中でも明  
瞭に理解されている。第二に、ディレクティブの中では市場の機能も維持  
することを謳っているが、市場の機能を維持しつつ極力低目にオーバーナ  
イト金利を誘導するというディレクティブは、市場の中で突発的な流動性  
ニーズが生じたような場合にも、それに対応し得るだけのフレキシビリ

ティーを持っていると思う。金融市場局長の報告にもあったが、市場の構造変化がなお進行中であるし、たまたま銀行の破綻も発生したが、こうした状況もまだ続くと思われるだけに、調節面でのフレキシビリティはやはり重要な要素であり、これは維持していった方が良い。第三に、現在の調節方針の下でターム物金利が極めて低い水準にまで低下してきたし、長期金利の上昇にもブレーキがかかっている。こうしたイールドカーブ全体の下方シフトが他の措置、特に銀行のリキャピタリゼーションの効果と相俟ってマーケットの方から实体经济面にも何がしか働きかけが始まるという力を持ち始めている。以上、私は現状維持で宜しいのではないかと思う。

ただ、このオーバーナイト・ゼロという政策をいつまで続けるべきかについては、あるいは今少し明確にした方が良いのではないかとも感じている。この点、総裁の様々なご発言の中でかなり明確な方針が表明されてきているし、ターム物金利の低下振りなどをみると、マーケットの中での理解も徐々に浸透している。しかし、現在の政策は経済の自律回復力がみえ、且つ物価の下落圧力が減衰し始める局面までは維持する必要があると個人的には思っており、そのことを今少し鮮明にする方が良いのではないかという趣旨である。換言すると、現在のオーバーナイト・ゼロ金利政策がある程度長期化するのを覚悟するということであるが、その点を鮮明にすることにより、結果的には金利の全期間にわたる低位安定を促し、政策効果を極大にしていくことになると思われ、その方がこの期間が比較的短くて済むことに繋がるかもしれない。

最後に、こうした政策により、先程申し上げたような本年度下期あるいはそれ以降のダウンサイド・リスクを解消する訳にはいかないが、金融政策が何でもできるという訳ではないし、金融政策の限界と認識した方が良いのではないか。ヨーロッパなどでは構造的な障害が非常に大きい場合には、それは構造政策で対処すべきであり、金融政策の出番ではないと非常に割切った政策論が行なわれているが、日銀の場合はそうしたヨーロッパ的な考え方とは異なる政策論でここまで来たと思う。つまり、構造問題が

成長の阻害要因として非常に大きい場合には経済は停滞し、デフレ圧力がかかる訳である。その結果として出てくるマクロ経済の姿に対し、ここまで金融政策で出来るだけのことをするという対応してきたが、金利を通じる政策の波及効果を意図する金融政策としては既に目一杯に近いことを行なっている。金融市場、資本市場の安定を維持するために必要なことは、フレキシブルに講じていくべきであるが、ここまで来れば、これまで何度も色々な議論があったような構造面からの政策改善を世の中に訴えていくことも同時に必要ではないか。

#### 後藤委員

私も現状の思い切った緩和スタンスを継続する下で、これまでの緩和が呼び起こしつつある色々な変化を見定めていくことで宜しいのではないかと思う。中原委員と山口副総裁の間でご議論があったことにも関連して若干申し上げさせて頂く。量的拡大とか量的緩和という言葉が両義的に使われ、やや混乱しているのではないかという気がする。金利と量は同時決定であり、金利をターゲットにすれば量はマーケットの需給均衡点として決定されるし、量をターゲットにすれば金利は市場で事後的に決定される。これまで金利をターゲットにして金利を引き下げてきた訳だが、これまでの利下げの誘導も各種のオペ手段を駆使して積み上供給を行ない、また為決時点の余剰資金を放置するといった量的な拡大により、利下げを図ってきた。その意味で、金利をターゲットとしつつ、量的な拡大により金利の引き下げを誘導してきた訳である。狭い意味の量的緩和とは、そうした金利と量の関係を一応前提にしながらも、金融政策の操作ターゲットをどうするかという議論において、量をそのターゲットにする立場を量的緩和の立場と呼んでいるのだろうと思う。確かにターゲットとしてどちらを採るかについては、先験的にどちらが良いか悪いかはなかなか断定し難いところがある。その時点の経済状況が例えば期待インフレ率が非常に振れ易いような状況であれば、名目金利のターゲットをみているだけでは、場合により間違うリスクを抱えることになる。反面資金需要が实体经济とは離れ



てシステム不安や2000年問題等により振れ易い状況であれば、量的なターゲットの下で量を拘束的に固定してしまうと、他の要素、例えば金利が乱高下するリスクを伴う。その時々状況判断が選択の条件になるだろうし、量の目標値の算定がフィージブルであるのかどうか、また拘束的な目標としてのコントラビリティが十分にあるのかどうかを踏まえて、検討されるべきである。

さらに申し上げると、量的ターゲット論が特に実質ゼロ金利の状態が達成された後でリザーブの供給を増やすことにより、デフレ的な状況の下で期待インフレ率を高める実質金利の引き下げ策として提唱されている面もある。これは色々な期待形成に関わるため、植田委員もご意見があると思うが、一つのポイントは実質金利を引き下げ、かつマイルドなインフレに止めるというコントロールが金融政策として巧く出来るかどうかということである。第二に本当にインフレ期待が生じるとすれば、長期の名目金利がそれを織り込んで上昇する可能性はないのだろうか。仮にそれを織り込んで長期の名目金利が上昇すれば、実質金利の引き下げにならない可能性がある。第三に政策的にインフレ期待を醸成するという事は、ここ3年余りの長きに亘って継続・強化してきた低金利政策に対する社会的な批判を激化させることになりはしないかということである。仮にそうした政策を採った場合にどうなるかはなかなか予測し難しいが、名目金利ゼロでも必ずしも貸出が伸びていない状況下で実質金利を引き下げても、——金融機関のリスクテイク姿勢が藤原副総裁の言われたように進んでいけばともかく——流動性が証券投資に向かってしまい、投資や消費を刺激するよりも、円安を通じて経常黒字の増加や資本の流出という結果に終ることになりはしないかが気になる。全てに確定的な答えを持っている訳ではないが、そうした問題を検討してからでなければ、実質金利ゼロの下で期待インフレ率を高めるための量的ターゲット論に踏み切るのは難しいのではないか。

## 武富委員

私も結論は金融政策は現状の極めて大胆な緩和姿勢を継続するということである。翌日物の金利が実質ゼロになった下で、これまでに明らかになったこと、あるいは分からないことが明らかになったことを少し申し述べたい。中央銀行はシステムに対してリザーブを人工的に注入出来るのか、あるいはコントロールが自由自在なのかといえ、そこにマネー需要さえあればかなりのことは出来る。しかし、マネー需要がそもそもない場合は、それはやはり出来ない。仮に、マネー需要があるならば、極端な言い方をすれば金利水準がゼロでも0.5%でも同じ量が出ていくとみている。0.5%の時点では調節が色々難しく、足の長いものを出して、最後は0.5%に収めるために回収するといった調節を要したのは、市場に個別金融機関の信用リスク問題がある大変異常な事態が発生していたからである。これがあつて程度正常化してくる中では余り複雑な調節をしないで済む訳であり、そこにマネー需要さえあれば現在供給しているのと同じ程度の量も本来出せばはずだと思つた。マネーサプライ目標の議論やインフレ目標の議論は結局その中に期待形成という非常に分かり難いものが入つており、これについては議論しても恐らく始まらないと思つた。むしろ問題はこちらサイドが金融調節で出来ること、出来ないことを明確にわきまえた上で、市場や世の中に良い意味の錯覚——金融の量と実体経済なりインフレとの間に安定した関係があるという錯覚——があるとすれば、それをどう巧く活用するかということだと思つた。その観点からは、ゼロ金利に見合うリザーブの残高は、ある程度マネー需要がある時には程々伸びるところに着目し、それを今少し見えるようにしていくことは量に対する期待にもある程度応え得ると思つた。つまり、仮に量から出発し、期待形成というブラックボックスを通じて実体経済に何か波及するルートがあるとすれば、それも遠望して使っていくのが良い。そうした意味の現状維持を考えている。

現在は市場の良い流れが続いており、大変結構であるが、攪乱要因があるとすれば、内外の資本移動がどのようになるかであり、その点を多少用心しておくべきである。例えば、国内に入ってくる外国資本が対象と

して株式市場に向くと、当然円高の方向で為替市場にも響く訳であり、現在の微妙な市場全体の均衡がどこから向きを変えるかが心配である。さらに、企業収益の実態と株価形成との整合性、あるいは非整合性が出発点になるかもしれないし、当面一部の金融機関の破綻が起きた場合に個人資金の動きがどうなるか気掛りである。この面ではまだ枠組みが出来たとはいえ、安心していただける問題ではなく、現状の枠内でいかにスピーディーに運用管理していくかが小康を得ている広い意味の市場の均衡を維持していく上で極めて重要である。

### 三木委員

企業向けの貸出マーケットにおいては、正常な企業活動に必要な資金は十分に出回っている状況にある。むしろ企業の設備資金や運転資金需要が細っているために、銀行側がいくら企業の前に資金を積んでも借り入れにつながらないという状況になっているのではないか。また、そうした銀行の融資スタンスの前傾化を受けて、企業の流動性リスクに対する懸念が大幅に後退しており、4月に入ってから多くの企業が手許流動性を取崩しつつある。この間、銀行間の資金マーケットをみると、必要な資金は十分に取れる状況が続いており、余資がマーケットに滞留する中で、予想外の資金放出圧力から技術的にも短期金利のコントロールが難しくなる場面が散見されるような状態である。こうした点を考えると、本行の現在の金融政策は当面十分に目的を達していると評価し得る。短期金融市場の市場機能を損なわないように、資金の流れに注意深く目配りする配慮は怠れないが、漸く経済にみえ始めたコンフィデンスの回復の動きを確かなものにするとともに、構造調整問題に積極的に取組もうとする実体経済に対して、引き続き資金を潤沢に供給し、オーバーナイト金利をゼロ近傍に据え置くことが望ましい。今回は現状維持である。

若干付け加えると、前回も申し上げたように、現在の日本は金利収入が経済活動から消えかけている世界で唯一の国になっている。これは正常な経済の安定成長を考えた場合には、企業にとっても、個人にとっても誠に

異常な事態である。その点を明確に認識しておかなければならない。本行のゼロ金利近傍への誘導と潤沢な流動性の供給は、日本経済がデフレの悪循環に陥ることを回避するために行なっているのであり、企業の構造調整リストラ、銀行貸出の増加、個人消費、設備投資へと繋がっていく期待を込めた、財政政策をサポートする金融政策である。この金融政策の置かれているポジションと、政策の効果を十分に引き出すことを考えると、金融政策へのさらなる過度な期待は日本経済再生にとってもマイナスの副作用が非常に大きいと思う。後藤委員が言われるように、量的緩和という言葉が一人歩きしているという感じが非常に強い。この問題について具体的なアイデアがある訳ではないが、政策の目的は何かということと、政策目的を達成する金融調節の手段の問題とは峻別して議論をしておく必要がある。本会合での議論でもこの点を明確に分けて考えていかないと、量的緩和論の一人歩きはいつまで経っても直らない懸念がある。

#### 中原委員

私は現状維持には反対であり、後程別途の提案をする。委員方と私の一つの大きな違いは、前途に対する見方が非常に異なることである。私は先行きをシビアに考えており、一段と金融政策で手を打たなければ益々失速するということをまず申し上げておく。また、先程の山口副総裁の指摘もそうであるが、名目金利がゼロになっていない段階までは名目金利と量は確かに裏表の関係がある訳であり、なかなか区別し難いところがある。ただ、2月の積み期では4兆1,500億円、今月は昨日までで約7兆円の過剰準備があった訳であり、量的な緩和が裏腹の裏の関係であるにしても効果が出ている。私はそれでは不十分だと言っている訳である。仮に、本当に名目金利がゼロになれば、そこで裏腹の関係は切れ、今度は実質金利と量が裏腹の関係になる。現時点はそこまで到達していないため、山口副総裁と私の違いは、裏腹でも構わない。しかしその先、私が申し上げていたようなマネタリーベースの伸び率が10%ということになれば、全く違った世界である。2月の超過準備が1,000億円とすれば、3月は恐らく約3,000

億円という感じであろうが、まだそれよりも上のオーダーの話をしている訳であり、それは全く別の世界の話である。量的緩和とは、名目金利がゼロになった後の話だと理解している。

さらに、武富委員がマネー需要の有無を言われたが、それは大量に資金をつけた時に貸出先があるかどうかという話であり、幾つかのルートが考えられる以上、それがなくても緩和をする必要があるというのが私の意見である。マネー需要がないとしてもやらなければならない状態であると申し上げている積りである。ターゲットをどうするとか、コントロールビリティ、フィージビリティについては、一応それなりの研究を済ませており、量的緩和は十分に可能だと信じている。

ここで是非申し上げておきたいことは、色々なマスコミに日銀幹部という名前で色々な意見が出てくる。例えば、ブリッジニュースの4月2日号に「日銀のある幹部は、量は十分出して、下手なターゲットは作らない」とある。こういうことを言われたければ、政策委員会で堂々と言ってもらいたい。マスコミを使って言うのであれば、名前を出して言ってもらいたい。本当に透明性、あるいは独立性、アカウントビリティというのであれば、政策委員会に出てきて議論すべきである。こうしたところで勝手な意見を流さないでもらいたい。執行部の方も宜しくその辺をお願いしたい。

#### 篠塚委員

私は、これまでGDPのコアを形成している消費、設備投資に資金需要がない時に、資金を大量に供給しても实体经济への効果が不明であるという立場をとってきたが、ここにきて、ゼロ金利に誘導した結果、確かに小康状態にあるとみている。ただ、小康状態にはあるが、かなり不安定な状況であるとも思っている。

まず第一点は、公的資金7.5兆円が投入された結果についてである。数字で整理して漸く分かったが、3月30日時点で日本銀行から1.2兆円、農中から3.3兆円、外銀等から3兆円と預保に合計で7.5兆円入った。その7.5兆円の公的資金を受け入れた金融機関がどのように動いたのかである

が、3.8兆円とかなり大きい額がコール市場で運用されていた。準備預金や本行オペに流れたところは除くと、その他負債等の返済として投信、地銀等に2.6兆円流れていた。その2.6兆円のうち2兆円がオープン市場に流れ、残りの0.6兆円がまたコール市場に戻るといえるように、結局7.5兆円の公的資金からコール市場に3.8兆円、負債から0.6兆円と入ってきている。外銀は3兆預保に貸付けたが、外銀はコール市場から1.9兆円取っていた。農中は3.3兆円預保に貸付けたが、その際、コール市場から兆円取っていた。これまで日銀とインターバンクとの間で資金が往復していたところに、預保が入って資金が回るようになった、というイメージが出てきた。問題は、日銀がゼロ金利政策を採った結果、こうした事態が発生したことである。仮に、ゼロ金利でなければ、農中も外銀もこれ程大量には出せなかったであろう。私共は日本銀行が預保の必要資金の半分以上を受け持たなくてはならないと思ひ、非常にパニックになった時期があった。現在小康状態にあるとしても、預保の借入れ期限が来た時にはどうなるかという問題が残る。外銀がいつまでもこうした資金運用を繰り返していくのかどうか非常に不安定な材料である。現時点だけをとれば、これもゼロ金利によってもたらされたということが出来るが、非常に先行きが不安である。

昨年9月と今回とで二回の金融緩和措置を実施してきたが、9月の金融緩和と今回のゼロ金利を比べて、銀行収益にどのようなインパクトがあったかを分析してみた。資金調達利回りから運用利回りを引き算してどうなったかという単純なアプローチをしてみると、9月の場合の利鞘は+0.02%と、僅かではあるが鞘があった。しかし今回の2月22日の週から3月23日までの期間の計算では、調達利回りと運用利回りの差はほとんどゼロであった。従って、両方(9月と2月)合わせれば若干の利鞘はあるが、特に今回のゼロ金利誘導により、銀行収益へのインパクトはかなり厳しい状況になっている。そうした状況の下で公的資金が注入され、来年3月までに貸出残高を総額6.7兆円にする方針である。各銀行は慎重に審査をしながら、融資を伸ばしていかざるを得ない。低金利水準の下での

難しさがああり、やはりゼロ金利というのは非常事態であると認識した。

三番目は、やはりゼロ金利の結果、ベースマネーは緩やかに上昇してきたし、マネーサプライも徐々に増えてきている。このマネーサプライの緩やかな上昇と名目GDPとのギャップがどういうところに流れていくかについては分からない。ゴルフ会員権や店頭株の上昇に表われたという意味では、あるいは二次バブルのような状況になっているのかもしれない。いずれにしても、ゼロ金利によって实体经济にどのような影響が出てきているのかが非常に不明である。以上、現在は小康状態にあるが、非常に不安定な状況にあると思っている。

#### 植田委員

私は現状維持ということだけ申し上げようと思っていた。しかし、再び量か金利かという議論が出ており、私はこの点に関しては十分申し上げた積りだったが、やや議論が混乱しているため、再度意見を申し上げてみたい。

まず第一に、量的緩和といっても色々あるが、前回は申し上げたように、日本銀行は日々の金融調節のインストゥルメントとして朝方の積み上、積み下により量を取り敢えずみている。それを用いて日々のターゲットであるコールレートをヒットしようとしている。ただ、その第一段階での量としてのインストゥルメントを量的目標とは呼ばない。その上で、間にコールレートがあり、その先に量的緩和という場合は量に関する中間目標を設定するということだと思う。勿論、間にあるコールレートを飛ばして中間目標であるマネタリーベースやマネーサプライをヒットしようとする方法もあり得る。コールの先にある量についての何等かの新目標を持つのが良いのかどうか、が通常の量的緩和論の議論の対象ではないか。その点については色々議論してきたが、私個人はそうした目標を掲げることにある種の魅力は感じつつも、様々な理由から難しいため取り敢えず提案していないし、本席での平均的な議論としては設定は難しいということだったと思う。私なりの理由としては、目標をどのように設定するかという基準が

難しいことと、設定した場合にヒットできるかどうかにも若干難しい問題があるということである。

中原委員の先程の意見の中で一つ賛成できない点がある。それは名目金利がゼロになった後は実質金利とマネーの量が対応するという議論である。これは極めて難しい議論をされるのであれば別であるが、普通に考えられる範囲では初歩的な誤りである。すなわち、期待インフレ率が上昇し、実質金利が低下し、IS曲線を通じて景気が良くなり、それが貨幣需要を押し上げ、マネーサプライを増やしていくルートがあるかもしれない。しかし、いわゆるLM曲線に金融政策が直接働きかける場合は、量と金利の関係は量と名目金利の関係である。別に表現すれば、仮に何らかの理由で期待インフレ率が上がったとすると、名目金利は後藤委員も言われたように、場合によっては上昇する可能性があるし、せいぜい低下しないということである。債券等の名目金利が若干上昇する。

その点を申し上げた上で、前回お話した点とかなり重なるが、山口副総裁が言われたことと関係があるため、若干敷衍して私の意見を再度申し上げてみたい。すなわち、コールレートの最近の低下幅と比べると、色々な金融資産の価格、特にターム物金利の低下幅等は非常に大きいですが、これをどう解釈するかという問題がある。量的緩和等への期待も織り込まれているのではないかという話があったが、別の角度からもある程度説明できるのではないか。

つまり、金融政策のその他金利への影響はコールレートの水準そのものよりは、現在から将来にかけての金融政策のスタンスについてマーケットがいかなるパーセプションを持つかで決まってくると思う。今回の場合も25bpからゼロに下がった変化幅が重要だったというよりは、ゼロにすることがもたらす何らかの決意やコミットメントをマーケットが感じ取り、それがオーバーナイト市場以外の市場にも波及したと解釈できる。すなわち、かなりの期間に亘りオーバーナイト金利がゼロの水準を続けるという決意をみせているのではないかというところに反応し、それがターム物等、イールドカーブの長目のところに徐々に波及していったプロセスである



と解釈できるのではないか。その意味では、量的緩和が目指しているものと同様の効果を、そうした決意をマーケットが感じ取ってくれたことにより作り出しているように思われる。量を出すことが重要というよりは、強いコミットメントを通じて金融緩和の強い姿勢をマーケットに伝えるところに力点がある。これに関してテクニカルになるが、注意すべき点はオーバーナイト市場に限れば金利の低下余地はなくなっており、変動余地があるとすれば上向きの方向である。従って、他の手段による緩和を除けば、金融政策の将来像について若干でも不確実性が出てくると、金利を上げる方向でマーケットは受け取る。そうした不確実性が増大すれば、オーバーナイトをゼロに据え置いてもターム物金利は上昇を始める可能性があることになる。勿論、景気が良くなる中でそうした状況が起こるのは自然なことであるが、そうでない時に不確実性が出てくることは極力避けたい。

従って、山口副総裁が言われたように、何らかの形でオーバーナイトゼロの政策に強いコミットメントを持っていることをマーケット等に表明することには私も共感を覚える。我々の経済に対する見方は経済月報に示されるのであり、月報の中でデフレリスクがなくなったとか、持続的経済成長のパスに乗り始めたという見方が示されるまでは続けると表明すれば、非常に強いコミットメントになると思う。あるいは、総裁の記者会見等で表明して頂くという手もある。とにかく三木委員が指摘したような副作用も我々としては認識しつつ、オーバーナイトゼロの政策を当面続けることを追加的に表明してみることは賛成である。

#### 藤原副総裁

現状維持という判断のナイーブな趣旨説明としては、結局、財政政策、金融政策ともに最大限やれることはやってきたということだと思う。世の中のコンセンサスであるこれまでの金融システムの再構築路線をさらに確実に進めていきながら、今後は企業・産業を中心としたサプライサイドの構造調整を推し進めていく方向になってきているのではないか。しかし、

構造調整も具体論になるとなかなか大変である。しかも、調整を進める企業自体のリストラが不可避であることを考えると、マクロ的にはプラスの効果よりもマイナスのデフレ効果が先行することを十分に覚悟していく必要がある。従来のように、年度後半に景気が息切れするだろうとの見通しの下に、再び同じような考え方の需要拡大策に安易に依存していくのは余りにも教訓を生かさない展望のない話である。信用不安というパニック的な事態が一応遠退きつつある訳であり、臍を固めて構造改革の問題に取り組むことが重要だと思う。勿論、その際に付随して起きる深刻な雇用問題に万全の対応で臨みながら新規事業活動の環境を整備していくべきである。その上で民間部門から新しいビジネスが育っていくのを待つという基本的スタンスが重要である。

その間、金融政策は現在の十分な緩和基調を維持し、経済活動の下支えの役割を引き続き果たしていかなければならないし、それにより構造調整を進める企業部門にとっての資金繰り不安を和らげ、且つ資金調達コストの引き下げにも役立っていく。それが調整過程における痛みを中和する作用を果たすことになろうかと思う。金融政策は現時点でそれ以上の役割を担うことは出来ないのではないかと考える。これまで発揮してきた下支えの効果を今後も持続させていく必要があるという意味で、現状維持を主張したい。

中原委員

植田委員に反論したい。一つは初歩的な誤りだと言われたが、それはそうかもしれないが、私はこの点についても世界的な金融論の先生と色々ディスカスして申し上げており、もし論争されるのであればその方々を紹介する。

植田委員

それはフェアな議論ではない。中原委員の意見としてここで述べて頂きたい。

中原委員

納得しているから言っている訳である。

植田委員

そうであれば、私の言ったことに反論してもらいたい。

中原委員

IS曲線の影響など色々あるとは思う。ただ、ここで長々と言っても仕方がないが、私は若干違うということである。今回の緩和が何故効いたかといえば、2月12日がサプライズだったということと、2月25日以降に非常なスピードをもってアグレッシブに引き下げたことである。しかし、それは先程言われたように、日銀の意思とは離れてどこかでフェード・アウトしてくる危険性がある。私は現在のスタンスを続けていくと、仮に経済の実勢が悪くなればそこで効かなくなると思う。

速水議長

それでは私の見解を申し上げる。朝からご意見を聞かせて頂き、色々考える機会を与えて頂いたが、当面の金融政策については現状維持で良いと思っている。経済情勢については既に委員方が言われた通り公共投資が大幅に増加していること、住宅投資が持ち直しつつあること、鉱工業生産が横這いの動きになっていること等が確かに変化として認められ、足許の景気は下げ止まってきているという判断で良いのではないかと思う。また、金融資本市場の動きについても、2月から3月にかけて明確な改善を示している。その状態は概ねキープされている。ターム物の金利は大幅に低下した水準で安定的に推移しているし、ジャパン・プレミアムもほぼ解消された後、再び拡大する兆しはみられない。長期金利、為替相場、株価いずれを見ても、2月12日の金融緩和以降は望ましい方向への変化がかなり明確に持続されてきている。コール市場の残高についても、ここまで下げる

とどうなるかと心配をしていたが、私共が懸念していたよりは良好な状態だと思っている。

このような足許の景気指標、金融情勢からみると、財政面からの景気刺激策、公的資本の投入を軸にした金融システム対策、オーバーナイト・レートを実質的にゼロ％に維持するという思い切った金融政策を公にしたことがいずれも良い方向に相乗的な形で出てきたように思う。相当思い切った政策だと言われる方もあろうが、これまで行なってきた潤沢な資金供給は決してリクイディティ・トラップになっているとは思えない。現に、これだけの効果が出ている。

ただ、企業収益や雇用所得、設備投資が減少を続けているほか、個人消費も低調な動きからなかなか脱し切れていない。このような民間需要の弱さや3月決算に伴い企業のリストラが本格化していくとみられることを考えると、景気の先行きについては回復の展望が依然として不明確と言わざるを得ない。先般の短観の調査結果でも景況感の悪化には歯止めがかかってきているが、なお雇用や資本ストックの調整余地が大きく、景気回復の環境が十分に整ってきていない現状を端的に示す内容であった。こうした実体経済の見通しを前提にすると、物価の先行きについてもリスクは引き続きデフレサイドにあると考えられる。以上を踏まえると、当面の金融政策運営については先般のダイレクティブにあった、市場の機能に配慮しつつオーバーナイト・レートを出来るだけ低めに推移させるという現在の思い切った緩和スタンスを続けながら、諸情勢の展開を見守っていくことが適当ではないかと思う。本行の第一線にいる百戦錬磨のセントラルバンカー達が日々の市場の動き、あるいは準備預金の動きなどを注意深くみながら、あらゆるオペレーション手段を使って決定会合で決めたダイレクティブを忠実に実現してくれていることを頼もしく思っている。私としては現時点では格別憂慮すべき市場の変化はみられないと判断している。

なお、市場関係者の間には現在のゼロ金利政策によって、日本銀行が何を目指しているのか分かり難いとか、ここ二、三回の会合でもそうした問題意識からご意見を述べられた方々も少なくない。この点については、日

本銀行の目的はあくまでも日銀法2条に明示された物価の安定であり、物価の安定を通じて健全な経済成長を促していくことにある。現在の金融緩和はデフレ懸念が払拭されるような状況を目指して行なっていると申し上げる以外にはないのではないか。確かに、金利と量についての考え方はあると思うが、日々変化する市場に適切な措置を打っていくことが大切であり、私共の出したディレクティブを忠実に守っていけば、現在のところ私共の責任は一応果たしていける。こうした日本銀行の考えはこれまでも対外的に十分明らかにしてきたが、それでもなお日本銀行の狙いが分かり難いということがあるとすれば、一つには、日本銀行が物価の安定について具体的な数値で示していないことを言いたいのかも知れない。そうした議論の中で暗に問われていることは、仮にデフレ懸念がなお存在しているとすれば、日本銀行はさらに量的緩和でも何でも追加的な措置を打っていくべきではないかということかも知れない。ただ、物価の安定を一つの指標で単純に数値化することは難しい。あるいは、そうすることが適当なのかについては、慎重に考えなければならない側面も少なくない。例えば、仮に消費者物価を0~2%にするという目標を作ったとしても、このレンジから少しでもはずれれば問題で、逆にこのレンジに入っていれば安心といった機械的な運用は実際問題としては極めて危険である。結局のところ、物価の安定に何らかの数量的な定義を与えようが与えまいが、最終的にはその時々的情勢を踏まえて日本銀行が判断していく訳であり、毎回の決定会合において金融経済情勢の入念な点検と質の高い議論を積み上げ、それらを対外的に明らかにしていくことこそが何と云っても最も重要なことではないかと思う。

一方、デフレ懸念があるならば、日本銀行は一段の緩和を行なわないのかという論点についても、そもそも一段の金融緩和の余地が残されているのかという本質的な問題に関わってくる。つまり、金利の引き下げ余地がほとんどなくても、何か量的なターゲットを持つようになれば、本当に追加的な金融緩和の余地を作り出すことができるのか、その場合、際限のない財政赤字のマネタイゼーションに繋がるリスクはないのか、といった点

である。そして、この財政赤字のマネタイゼーションの問題を物価安定の観点から理解しようとする、目先のデフレ懸念を払拭するためには、将来のインフレリスクをため込んでいくリスクがある。そうしたリスクを内包する政策であっても、次々に行なっていくって良いのかという厄介な論点をはらんでいる。金融政策は打ち尽くしたというイメージを与えないためにも、量的なターゲットを設けるべきではないかという考え方もあるかもしれない。しかし、私は、やれることとやれないこと、あるいはやってはいけないことを整理したうえで、仮に現時点で対外的に分かりやすいメッセージをより明確に伝えるべきであるのであれば、そのメッセージは我々が経済情勢をどう判断しているかに関する詳しい説明とともに、デフレ懸念の払拭に向けて日本銀行としてやるべきことは全て行なっている、あるいはほとんど行なっていることに重点を置くものであると考えている。そうすることが、わが国全体の経済政策を考えるうえで、地に足のついた議論を促すことに資するのではないか。

私の意見は以上であるが、これまでの討議を踏まえて、金融政策の運営について、追加的な意見なり、議論があれば自由に発言して頂きたい。

#### 後藤委員

山口副総裁と植田委員から市場が現在の金融政策スタンスの永続性についてどういうパーセプションを持っているかが、やはり市場の動きに影響するのではないかと指摘があった。色々な資料を眺めていると、時を追うに従い金利のイールドカーブも横に寝てきており、この形状からみると、2~3 か月はまず変更がないとみているのではないかと思う。他方、国債の最長期物の利回りは足許低下しているが、6 か月後辺りのところで先高観が出ている。それが景気対策の息切れの辺りを睨んでいるのかどうか分からないが、マーケットが3 か月ないし6 か月は現在のスタンスが続くとみているのではないか。先行き不安をなくす意味で、自律的な回復への手掛かりが得られるか、あるいはデフレ・スパイラルの恐れが解消されるまでは金融政策当局として現状の思いきった緩和スタンスを続ける、それ

に必要かつ十分なりザープの供給を敏速にやる、ということを何かの機会を捉えて表明することも良いのではないかと思う。

#### 速水議長

ここまで金利を下げ、日銀は限界まで追いつめられており、次に何も打つ手がないのではないか、といったようなことがあの発表の直後から出始め、金利か量かという議論になってきた。私共責任ある者の立場としては金融を緩めていく局面では、金利か量かという議論は余り現実的ではない。長い間金融政策に携わってきた経験では、インフレが強くなっている局面では、量的な制限やインフレのターゲットがそれとして意味をもつと思うが、これだけ市場化され、しかも需要をいかに喚起していくかを考えていく局面で評論家の議論は、余り現実的な意味を私共に与えないように思う。植田委員が言われたが、朝は量、昼間は金利、全体としてまた量といった考え方が現実的なものかもしれない。量というものは大きく動くため、余り量にこだわるのは非常に難しいのではないかという感じがする。私共はやはり市場の動きをみながら、次の手を考えていけば良いのではないか。

現在は、企業と家計の前向きな動きが出てくるような方向に政策のPRもし、あるいはアカウントビリティを發揮し、そうした期待を持たせることを心掛けていく必要があるのではないか。かなり時間はかかったが、世論や政治、財界もそうした方向に動き出しつつあるのが昨今の流れではないかとみている。シュンペーターが不況は好況の母であると言っているが、やはりこのように財政・金融政策が措置を講じ、企業・家計が動き出して、初めて景気は良くなっていくと思う。特に、企業の場合においては新しい生産方式、新しい組織により古い物を処分し、新しい物を作っていく動きが起きつつあり、これを巧く育てていくことが必要である。家計の方は、やはりこれだけ低金利になれば、預金ではなく直接投資の方向——株を買ったり、社債を買ったり——に自己責任で取組む動きが確かに出てきているように思う。住宅ローンを早目に返してしまうとか、あるいは新たに住宅ローンを借りて家を建てるような動きが出始めているの

ではないか。

#### 山口副総裁

後藤委員が言われたように、ターム物金利の低下が徐々に長い物へと波及しているため、市場がこの政策は予想以上に長く続くのかもしれないと次第に信じ始めているような動きが続いているのが現状だと思う。やはり今回の政策措置のみではなく、ここ数年間採ってきた金融政策は持続的な経済の成長を促す、インフレでもデフレでもない物価の安定を目指すということだった訳であり、ある種そうした状態が実現するまでは歯を食いしばって頑張るということを、総裁会見等で改めて表明してはどうか。

先程の中原委員のご発言で執行部に対する注文めいた部分があったと思うので、ここで議論するのが適当な話題でもないが、一言だけ申し上げる。先程引用されたブリッジニュースの報道が適当であったかどうかという問題も含めて、全体として議論すべき点である。また、中原委員が執行部は宜しく願いますと言われた件について、イエスともノーとも申し上げる積りはないが、ボードメンバーの対外的な発言の仕方については、現在は暫定的なルールの下で運用しているものを一定の時間が経過したところでレビューすることになっている。そのことも念頭に置きながら、執行部の対外的な発言を考える機会があるかと思う。ただ、先程言われたような重要な問題について、政策委員会その他の場で担当部署が明確な説明なり意見の表明なりをしていないということはないと思う。

#### 中原委員

一応、ルール作りか何かをして頂ければそれで良いと思う。

#### 速水議長

それでは、経済企画庁の河出調整局長から何かありましたらどうぞ。



#### 河出経済企画庁調整局長

景気の現状判断については、色々と議論もあったところであるが、政府としては来週に4月の判断を出す予定である。いずれにしても民間需要が低調なために依然として極めて厳しい状況にあるが、色々な政策効果に支えられて、現状は下げ止まりつつあるとの認識には変わりはない。本日朝の閣議において、総理から昨年11月に緊急経済対策を発表して現在実施しているところだが、この実施状況、今後の予定についてフォローアップするようというご指示があり、今月中にフォローアップを行ない、問題があれば報告したいと考えている。金融政策については、今後も引き続き十分な流動性の確保に努められることをお願いしたい。

#### 速水議長

他にご意見がなければ、議案の取り纏めに移りたい。先程の委員方のご発言では、金融市場調節方針について現状維持という意見が多かったように思う。従って、私の方から金融市場調節方針は現状維持という議案を提出したい。事務局は議案を配って下さい。また、中原委員から別途議案提出があるようなので、用意ができていれば事務局は議案を配って下さい。

#### [事務局より議案配付]

#### 山本企画室参事

両案を読み上げさせて頂く。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とおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的目標としてCPI（除く生鮮）の前年比が1%程度となること（注1）を企図して、超過準備額を4月平残で前月比5,000億円程度拡大させるペースで増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（注2）が10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。（注1）2000

年 10～12 月平均の対前年同期比：0.5～2.0%。（注 2）四半期平均対前年同期比。」。

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とおりとし、別添のとおり公表すること。記。より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。」。別添が対外公表文である。「別添。平成11年4月9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）。すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下の通りである。より潤沢な資金供給を行い、無担保コール（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。」。以上である。

速水議長

中原委員から提案理由を説明してもらう。

中原委員

提案理由は五つある。一つは下期失速の可能性が非常に高まってきたということである。实体经济は依然として非常に厳しい状況であり、特に下期以降は政策効果が出尽くして失速する危険性がかなり高くなってきた。とりわけ、財政支出の効果が年央までということと、10月以降に信用保証拡大分の返済がくること、あるいは住宅公団申し込み件数、住宅投資増の

影響も年度後半以降は剥落するのではないかと考えている。特に、下期にはリストラの影響が非常に出てくるため、失業が増え、また消費が悪影響を受ける等々がある。金融政策の効果発現までに非常にラグがあることを考えると、名目金利のルートを尽くしてしまった現在、一刻も早く量的緩和による一段の緩和を打ち出す必要があるということである。

二番目に、マネタリーベース等の量的な金融指標をみると、依然として伸びが余り高くないことである。マネタリーベースの前年同期比をみると、98年の年初から10月まで大体9%台できていた訳であるが、それが急速に落ち、1月3.6%、2月に若干回復し4.9%、3月は5.5~5.6%という状況である。实体经济の弱さを考えると、ここでマネタリーベースを増やして十分な量を供給する必要があるのではないかとということである。

三番目として、2月12日の金融緩和の経験としてトランスミッションがかなりクリアーになってきたということがある。金利ルートのほかにガイドラインである為替、あるいは資産効果、長期金利・ターム物金利への好影響等々が出てきており、量的緩和による経路で景気への影響を追求する一つの大きな拠り所ができたのではないかと思う。

四番目として、CPIを1%としたが、これはテーラールールで計算すると、9.5~10%が良いのではないかと出ているため、10%という数字をマネタリーベースで挙げている。このフィージビリティについては、前回は質問があったが、既に銀行内の色々な人と話をしており、オペの余力が実質面からみても20兆円前後あるのではないかとということを確認している。従って、99年10月から12月にマネタリーベースを10%増とするような超過準備額を実現することは特に問題ないと思う。

最後に、日銀の中期的な責任を明確にする必要があると思う。物価の安定を使命としていることは法律に明定されており、インフレでもなくデフレでもないという言い方もあるが、日銀は説明責任だけでなく、結果責任も今少し明確な格好で国民や国会に対して示すことが求められている。結果責任を十分に考えた行動をとるべきだと思う。

前回との変更点であるが、一つは中期的目標を明らかにしたことである。

前回は中期的に何々を企図すると書いたが、今回は中期的目標として、という文言を入れた。前回までは次回までの金融政策決定会合までに現状比で超過準備を5,000億円増やすとしたが、4月の平残ベースで5,000億円程度拡大させると明確に書いた。これは表現上の問題であり、本質的な変更ではない。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞ。それでは採決に移りたい。

[政府からの出席者退室]

中原委員案、議長案の順で一つずつ採決することとするが、異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[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

ご報告します。ただ今の中原委員案採決の結果は、賛成 1、反対 8 であつた。

速水議長

現状維持案について山下金融市場局長、黒田理事にご意見がありますか。無理な点や、ここはこうして欲しいという点はありませんか。

黒田理事、山下金融市場局長

ありません。

速水議長

それでは採決して下さい。

[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。反対は中原委員、篠塚委員である。

#### 速水議長

反対理由をどうぞ。

#### 篠塚委員

現在のゼロ金利の下で経済が小康状態になっていることは評価するが、経済の中核にある個人消費や設備投資等の内需には明確な効果を与えていないし、そうした下で公的資金投入を大量に行なった結果、どのような影響が出てきているのかが不明であるため、反対した。

#### 中原委員

改めて申し上げますと、一つは下期に失速の可能性が非常に高くなってきている。さらなる緩和策を早く打ち出さなければ、金融政策のラグ等から実際に落ち込みが顕在化してしまうと手後れになることを憂慮している。二番目に、そうした場合を含め、政策が後手に回ると国債引受け論や買いオペ増額等の議論が出てくる恐れがあることを憂慮する。三番目に、ゼロ金利政策により本来0.02%まで下げるべきだと思うが、これ以上下がらないということであれば、そこで一つの限界にきている。新しい展開にどう対応するのが不安である。

[政府からの出席者入室]

#### 速水総裁

ただ今政策委員会として、当面の金融市場調節方針として賛成多数で現状維持が決定された。金融市場局長はここに定められた方針に則って調節

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。

## V. 金融経済月報の検討

### 速水議長

金融経済月報の検討・採決に入りたい。金融経済月報のうち、最初の 3 ページが本委員会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、検討をお願いします。まず、調査統計局早川課長と、企画室山本課長からポイントを説明してもらいたい。

### 早川調査統計局経済調査課長

まず最初に現状である。「現状、景気は足許下げ止まりの様相を呈している。」としたが、基本的には前月と同様である。前月は表現の変更をしたため、若干の説明を加えたが、今回は基本的に同じ趣旨であるため省略している。

各論について主要点を申し上げる。住宅投資について、前月までは「下げ止まりが明確になってきている。」という表現であったが、足許の数字から上向きがはっきりしてきたため、「このところ持ち直しつつある。」と表現した。個人消費については、前月は「一部には改善の動きが見られる」という表現があったが、今回は取り除き、僅かな下方修正としている。公共投資については、2月の発注と請負統計が明らかになったため、「発注は、足許大幅に増加している。」としている。企業・消費者心理の面では、前月までの「依然慎重なものとなっている。」という表現から「悪化には歯止めがかかっているように窺われる。」と変えている。これは短観の発表に加えて、各種の消費者関係のコンフィデンス調査も軒並み幾分改善方向にあることを踏まえたものである。

先行きも、基本的には同じであるが、金融機関に対する公的資本注入から、前月は「金融システムの建て直しに向けた取り組みも、景気に対して

徐々に好影響を及ぼすものと期待される。」と表現したが、今回は、「金融システムへの不安感が和らぎ、一頃に比べ株価が持ち直しているといった、金融面での環境の改善も、景気に対して徐々に好影響を及ぼしていくことが期待される。」と、資本注入が実際に実行されたことも含めて株価が持ち直しているといった金融面などの環境改善を受け、その効果を期待するという表現にしている。次に、リストラについても、基本的に前回と同じであるが、リストラの背景として、「収益低迷が続き、バランスシート改善の必要性が強く意識されるもとで、」と明記した。リストラの効果については、短期的なマイナスの効果だけではなく、中長期的な効果として、「生産性向上につながると期待される一方、」という文章を加えている。

先行きの締めくくりとして、「経済情勢全般の動向を注意深くみていく」という表現は前回と同様であるが、構造改革に触れている。本日も何人かの委員からご指摘があったように、構造改革が産業界、あるいは政府においても意識されている状況であり、2月12日の決定時の公表文にも金融システム安定化策とともに、構造改革を進めていく必要があるという表現があったため、今回「経済の中期的な成長力確保に向けて、構造改革が円滑に進み得るよう、環境を整備していくことが重要と考えられる。」という文章を加えてある。物価については、基本的に同じであるが、円高の影響に触れるのを止めている。120円で暫く安定しているためである。

#### 山本企画室参事

金融の方は、先程説明した概説に沿った書き方で市況が入っている。すなわち、「オーバーナイト物金利がゼロ%に近い水準で推移するもとで、金融機関の流動性確保に対する懸念は急速に後退している。さらに公的資本の投入もあって、ジャパン・プレミアムがほぼ解消された状態にあるほか、ターム物金利も低水準で推移している。」としている。第二パラグラフはコール市場の残高に関する動きであるが、前月書いたことの繋がりで記述をしており、「コール市場残高は、期末に一時その規模を回復したも



の、新年度入り後は、機関投資家による普通預金等への資金シフトから、再び縮小傾向を辿っている。これまでのところ資金決済面で支障が生じるといった事態はみられていないが、今後ともその動向を注視していく必要がある。」という最後の表現は先月と同じである。第三パラグラフは長期金利、株価である。「長期金利は、民間の資金需要の低迷などを反映して、緩やかに低下している。一方、株価は、企業の経営合理化効果などに対する期待や、米国株価の堅調を背景に、底固い動きを示している。」。

第四パラグラフが金融の量的側面に関連した企業の資金需要である。「設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要は低迷が続けている。また、資金調達の厳しさを意識した企業の手許資金積み上の動きも、このところ収まってきている。」。ここは先月とほぼ変わりが無い。若干ニュアンスを変えてきているのが、次の民間銀行の融資姿勢である。「民間銀行の融資姿勢をみると、企業業績の悪化を踏まえて、基本的に慎重な姿勢が維持されている。ただ、金融機関の資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されてきている。こうしたもとで、民間銀行も信用リスクの小さい融資案件に対して、積極的な取り組み姿勢を示し始めているように窺われる。」。最後が全体の企業金融の締めであり、「これらの結果、企業金融を巡る逼迫感は和らいできている。ただ、格付けが低めの企業などでは依然厳しい資金調達環境にある先も少なくなく、引き続き注意が必要である。」。最後に問題意識を鮮明にするために、委員から意見のあった、「民間銀行の融資態度の変化が今後さらにどの程度進み、これが企業の投資意欲などにどのような影響を与えていくことになるか、注目していく必要がある。」と新しいフレーズを入れてある。

山口副総裁

民間銀行の信用リスクに対する態度の部分であるが、信用リスクの小さい融資案件に対しては、以前から積極的に取り組んでいるのではないか。

#### 山本企画室参事

本音としては、今少し踏み込んできている印象があるが、第一に、そこまでは断言しにくい。また、以前は全体を絞り込んでいきたいという動きがあったため、特に昨年の半ばまでは、信用リスクが多少小さくても全体を引き締めていた。当時は、優良企業向けに対しても貸出回収を働きかけていた訳であるが、最近では優良企業向けであれば、貸出したいという印象である。

#### 後藤委員

信用リスクが小さいという表現が気になる。積極的な取組みをして頂かないとならない訳であり、このままでは、自社は信用リスクが大きいのか、などと思う人が出てこないか。

#### 山口副総裁

「信用リスクの小さい融資案件から」、という感じか。

#### 山本企画室参事

然り。

#### 山口副総裁

その先どこまで広がるかは分からない。

#### 山本企画室参事

実は、先程の金融情勢ペーパーの中では、預金保険機構向け貸付、優良企業向け貸付といった具体例を挙げているが、基本的見解にそれを書くのは何となく憚られる。

#### 三木委員

信用仲介機能として、リスクテイクを徐々に取る方向で正常化してきた

ということか。

山本企画室参事

そういう理解である。ただ、それがまだ明確に断言できる程には広がってきてない。

中原委員

しかし、窺われると書いてある。信用リスクが小さい融資案件を手始めに、やや積極的な、という意味ではないのか。

山本企画室参事

中原委員の言われた、民間銀行も信用リスクの小さい融資案件を手始めに、…。

速水議長

さらに積極的に。

山本企画室参事

さらによりは、徐々にの方が良いか。

中原委員

徐々に程度か。

速水議長

余り積極的でなかったのかもしれない。

山本企画室参事

そうだと思う。

早川調査統計局経済調査課長

あるいは信用リスクの小さい融資案件を中心に取り組み姿勢をやや、ないし幾分積極化し始めているという表現もある。

中原委員

中心にと表現するとそれだけに限られてしまうかもしれない。

山本企画室参事

「民間銀行も信用リスクの小さい融資案件を手始めに、徐々に積極的な取り組み姿勢を示し始めているように窺われる。」で如何か。

速水議長

それでは、これで採決させて頂く。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得た後、その結果を報告して下さい。

山本企画室参事

先程私の説明時に、中原委員から信用保証の特別保証制度の件数についての質問を頂いたが、3月末で累計75万件である。

中原委員

大体100万件程度になるだろう。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員  
三木委員  
中原委員  
篠塚委員  
植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の基本的見解を採決の結果、賛成9であり、全員一致であった。

速水議長

ただ今決定頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は、必要があれば執行部で修文させて頂きたい。本件の対外公表は、4月13日火曜日の午前8時50分に行なう。

VI. 閉会

速水議長

以上をもって本日の政策決定会合は終了する。次回の金融政策決定会合は、4月22日木曜日に予定している。

(午後4時11分閉会)

以上