

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年3月26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）

濃野 滋（任命委員）

後藤康夫（任命委員）

武富 將（任命委員）

中川隆進（大蔵省代表政策委員）

藤島安之（経済企画庁代表政策委員）

（執行部からの報告者）

副総裁	藤原作弥
理事	永島 旭
理事	米澤潤一
理事	山口 泰
企画局長	川瀬隆弘
営業局長	竹島邦彦
営業局審議役	川原義仁
国際局長	杉田正博
調査統計局長	松島正之

（事務局）

政策委員会室長	三谷隆博
政策委員会室参事補	渡部 訓
企画局企画課長	山本謙三
企画局参事補	雨宮正佳

I. 開会

速水議長

これから、第5回政策委員会・金融政策決定会合を開催する。

(午前8時30分開会)

本日の進め方としては、まず初めに2月26日分開催の議事要旨の承認を行いたい。次に、本日は月2回目の会合ということなので、最初に執行部から前回国会以降の動きを中心に報告を受け、その後前国会における判断や決定に関する中間レビューを行いたい。そのうえで、当面の金融政策運営方針についてお諮りする。最後に、4～9月の決定会合の開催予定日の承認をして頂きたい。

II. 議事要旨(2月26日開催分)の承認

速水議長

議事要旨については、いかがでしょうか。

[全任命委員がうなづく。]

特に異論がなければ、政策委員会として承認することとしたい。これは、3月31日火曜日に公表の予定である。

[事務局より議決結果を記録するための文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

濃野委員

後藤委員

武富委員

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

1. 最近の金融調節に関する報告（参考資料—1）

速水議長

それでは、次に、執行部からの報告を始めたい。まず、前回会合以降の金融調節の実績について、営業局審議役から願います。

川原営業局審議役

直近のマーケット情勢については、事前に配布したペーパーに記述しているが、市場は期明け後の株価の動向をかなり警戒的に見ていることが特徴点となっている。それに加えて、1点だけ補足すると、短期のターム物金利が、昨日小反発した。具体的な数字を述べると、1か月物がTIBORベースで0.82%から0.85%へ3bp、3か月物が0.75%から0.76%へ1bp上昇した。これについては、本行の売手もなにがしか影響しているとみられるが、基本的には期末を目前にした一時的な現象と思われる。従って、目下のところこれをもってターム物金利に基調変化が出てきたと考える必要はないとみている。ちなみに、過去においても3月の期末直前にはターム物金利が上昇するというケースは結構多かった。例えば、昨年の場合であるが、それまで安定していたターム物金利が、期末直前になって上昇に転じるという動きがあった。昨年の場合、ユーロ円の3か月物でみるとピークは24日の0.73%であった。一昨年も同様の動きであり、3月中のピー

クは26日の0.79%であった。これに対し、昨日が0.76%なので、期末直前のレートとしては少なくとも過去2年間の水準と比べると、決して高くはないということである。期明け後のターム物金利の展開については、もう一段の低下があるのかどうかという問題があるが、今後の株価動向とも絡んで見方がやや交錯しており、現状はなお見定め難いということである。

速水議長

ただいまの説明につき、質問があればどうぞ。

藤島委員

売手オペの金利が高いというような報道がなされていたようだが、今後資金を吸収していく過程で、どのような調節方法を考えているのか。

川原営業局審議役

売手の残高自体は月末にかけてもう少し積み上がる可能性もあるが、期明け後は、これまで売ってきた期越えの資金供給サイドのオペの期日が到来するので、売手の残高が積み上がっていくことはない。従って、その面からターム物金利に対するインパクトが追加的にさらに高まるということはずまいと思う。私どもとしても、その辺りに全く配慮していない訳ではなく、17日以降期越えの売手をやっているが、1か月以上の期間の長いものについてはできるだけ抑え目にやっているほか、日々の状況を見ながら売手の総量、あるいは期間構成についても微妙に調整している。例えば、昨日は、9時20分と10時10分に合計1兆8,000億円の売手を行ったが、これらはいずれも期内落としとして、一部長目のものを期待していた先の肩透かしを図っている。今後とも、多少の工夫を織り混ぜながらターム物金利に悪影響が及ばないように十分配慮してやっていこうと思っている。

中川委員

17日以降実施している売手は日々の調節上必要なことは分かるが、ただいまの藤島委員からの質問に対する答えにあったように、昨年も期末に同じような動きがあったということであれば、調節の方法もそう簡単ではないのではないか。私も技術的にはよく分からないが、一般的には資金の吸収というものは非常に難しいという話をよく聞く。まして、今のように金融機関の行動が以前と違い、日銀に対する対応も違ってきていることを考えると、厳しい市場調節運営が必要になるという気がするので、安定した運営をお願いしたい。特に、4月以降の状況を見ると、先般来下がり過ぎないように日々の調節を行っていくので大丈夫だという説明であったが、逆の動きで市場が混乱するようなことになると、市場は厳しい対応をしていくことが予想されるので、日々の市場の安定については宜しくお願いしたい。株式市場については、マーケットは慎重に見ているという説明であり、ペーパーの中でも市場の見方について、「市場では、『現在の株価は努力相場であり、その分期明け後の反動安が懸念される』とする向きが少なくない。」としているが、市場にはそのような見方が本当に多いのかというと、マーケットにはいろいろな意見があり、逆の見方も非常に多い。例えば、新聞等を見ても、決してこのような見方を伝える報道ばかりではなく、逆の見方を伝える報道も少なからずある。どのような観点で見るとによっても違うが、反動安を懸念する向きが多い一方、反対の見方も非常に多い。このように先行きについての見方が分かれている時には、日本銀行や行政当局というものは、余り一方的な見方をしないことが大切であり、特定の見方が多いとか少ないとかという言い方をすることはなかなか難しいのではないかという気がする。

川原営業局審議役

前段の方は、さきほど述べたとおりで最大限努力したいと思う。後段の方については、当然のことながらマーケットの動きを表わす具体的な数字に基づいて、客観的な各種材料をベースにして報告している。従って、自

分自身としては、偏りのない客観的な事実に基づいた、客観的な市場のセンチメントを伝えているつもりである。私のみるところ、現時点における市場のセンチメントとしてはペーパーに書いてあるようなものではないかと思う。

中川委員

そのようなセンチメントがあることはそのとおりであるが、そうでないセンチメントも非常に多い。市場には、いろいろな見方があり、4月以降の思惑としては、政治情勢、経済情勢、予算に対する期待もある。そのほか、例年の株価動向等を考慮して議論する人もおり、例えば、4月の冒頭は株価が反動的に下がったとしても、その後の動きとしては強いとの見方をする人もいる。このように株価の先行きを予測するのは、なかなか難しいので、そこは注意して見る必要があるのではないかという気がしている。もう1つ気になっているのは、期越えのオペが積み上がり、残高で20数兆円あり、その中には国債関係のレポ・オペもかなり多く含まれ、ウエイトで3割位で、金額ベースで8兆円近くになる。それが4月から5月にかけて期限が到来すると、市場に大量の国債が出ていくことになるが、大部分はロールオーバーされないであろうと思われる。また、年度初めで国債の新発もあるので、国債市場への影響を考えなければならない。当然、日本銀行は資金需給全体を見ている中で、その点にも注意されていると思うが、今後巨額の期越えオペの期限到来に伴う手仕舞い方についての考えを伺いたい。

川原営業局審議役

最初の株価に関する市場の見方については、単に人の話を聞いてそれをそのまま伝えているのではなく、オプションの出来高、ボラティリティ等をも総合的に判断して報告している。2番目の点については、ご指摘のような点も視野に入れつつ、適切に対処していきたいと思う。

2. 為替市場、海外金融経済情勢に関する報告（参考資料-2）

速水議長

それでは次に、永島理事から「最近の為替市場および国際金融・経済動向について」報告をお願いする。

永島理事

まず、図表1で為替相場についてみると、ドル/円は前回会合時は128円台であったが、その後追加景気対策への期待が戻すほみになるにつれ、じりじり円安になり、一時131円台になった。ただ、昨日辺りから、自民党山崎政務調査会長の発言も影響しているが、今夕発表の追加景気対策への期待が再び若干高まり、特に海外筋が円買いを入れたということで、昨日のニューヨークでは一時128円台、今朝の東京では129円台になっている。この他、130円を超えた辺りから大蔵省の高官が介入をちらつかせるようなこともあり、市場には介入警戒感が少しある。加えて、昨日は、メドレーというコンサルタント会社から、追加景気対策と絡んだイベント介入の可能性を示唆したレポートが出て、少し相場が影響を受けている。現状については、どんどん円安が進むような情勢ではないが、基本的にはアメリカの経済好調と株高を背景にしたドル高の地合いの中にあつて、円、マルクともどちらかという弱保合いという状況にある。円の名目実効為替レートは、アジアの通貨、特に韓国ウォンとかタイバーツ等のレートがこのところ対ドルでかなり戻ってきているので、幾分円安方向に推移している。名目実効為替レートは、昨日時点では268位（73/3月=100）になっているが、この水準は一昨年9月頃、あるいは昨年7月頃の水準であり、当時のドル/円のレートが110円ないし115円といったところであったことを考えると、実効為替レートではそれほど円安である訳ではない。

次に、図表2で市場のセンチメントを示す相場感と相場の変動予想をオプション市場の動向からみると、リスク・リバーサルがこのところニュートラルの線を上回りドル・ブルのゾーンにあつたが、直近ではドル・ベアのゾーンに入ってきている。これは、追加景気対策期待や介入警戒感等が

響いたことによるものであるが、大きな動きではなく、基本的にはニュートラル圏内にある。ボラティリティについては、これは相場の先行き変動の範囲を示すものであるが、ドル／円は現時点では13%になっている。これは、目先1か月以内に標準偏差1シグマに相当する68%の確率で、±13%の範囲に変動が収まると市場がみているということである。ドル／円のボラティリティ13%という水準は、比較的高めの水準であるが、ドル／マルクの方はこのところ落ち着いており、8%まで下がっている。

図表3で日米長期金利の推移をみると、アメリカ経済の堅調からくる労働需給の逼迫、インフレ懸念と、アメリカの生産性向上、ドル高、国際商品市況の低下に伴う物価安定期待との綱引きの結果、アメリカの金利は大体横ばいであったが、昨日は簡保によるPKO資金作りのための米国債売却という話が流れ、5.9%台に上昇した。この間、日本の長期金利は低下したので、日米の金利差は少し拡大方向にある。

図表4でアメリカの株式についてみると、有力投資家やストラテジストの強気の見方を受けて、株式組入れ比率を高める動きがこのところ活発化している。このため、内需関連株、ハイテク株とも上昇しており、NYダウ、NASDAQとも直近で最高値を付けている。例えば、NYダウは20日に8,906ドルという最高値を付け、昨日も一時は8,959ドルまでいったが、長期金利が上昇したことを材料にした利食いもあり、終値では8,800ドル台になっている。最近では株だけではなく、不動産投資でも若干投機的な動きがみられるということが、3月の地区連銀の報告でも指摘されており、やや気になるところである。

図表5で東アジア通貨の動向についてみると、韓国ウォン、タイバーツを中心に対ドルで回復しており、ウォンは1,300ウォン台に入っている。韓国が

もう一息のところまでウォンは戻していることになる。バーツも38バーツ台であり、IMFの当初プログラムで想定されている35バーツには及ばないが少し強くなってきている。いずれにしても、両国については、IMFプログラムを着実に実行していることを市場が評価している。インド

ネシアルピアについては、目下IMFとのプログラムの改訂交渉が進行中であり、その結果待ちという感じであるが、金融政策の面で中央銀行が23日に、中央銀行が発行する証券の金利を大幅に引き上げた——例えば1か月物は27%から45%に——ことが好感され、ルピアが戻している。その後、IMFとの合意が出来そうとの期待感も出てきており、ルピアが戻ってきているという状況である。

図表6で東アジア諸国の株価動向についてみると、為替の動向とは少し異なり、やや区々の動きである。前回会合時に比べて、上昇したのが5か国、下降したのが3か国であるが、どちらかといえばやはり為替が戻ってきていること、ニューヨーク株価が高いことを受けて、概ね回復の地合いにあるとみられる。

図表7でERMの動きをみると、ERMの中で唯一つ、切上げ予想を映じて中心レートからの乖離幅の大きかったアイルランドポンドの3%切上げが3月14日に決まった。また、ギリシャのドラクマが実勢比大幅切り下げてERMに参加するという動きがあったが、その後ERM内は落ち着いており、ドラクマを除くと弱い通貨と強い通貨の乖離幅は最高でも1%前後になっている。一方、ポンドは利上げ期待が強く、相当上昇している。欧州の長期金利は総じて低下傾向の中で、独・仏等の低金利国とその他の高金利国との金利差がさらに縮まっており、コンバージェンスが進捗している姿が見られる。

続いて、図表8で商品市況をみると、金については、ベルギーの中央銀行が3月18日に約300トン、28億ドル相当の金を売却したことを発表したこと、アメリカの株高で逆に金が売られたことから軟調であったが、23日にロシアの首相が解任されたことを材料に、プラチナ等の貴金属が大幅に上昇、加えて原油高もあり、300ドルにもう少しの水準に迄戻ってきている。原油も、アジアの需要減退等で軟調であったが、OPEC、非OPECが協調して減産を行うとの共同声明が先週末に出され、大きく反騰した。昨日は減産協議のための臨時OPEC総会が3月30日にウィーンで開かれるという話が出て、16ドル台の半ば迄戻している。CRB先物指数

は全体としては横ばい圏内であったが、このところ金と原油の反騰を受けて、上昇した形になっている。

図表9で米国の主要経済指標をみると、前回会合以降新たに出た指標からは、外需の減速を受けて生産の拡大テンポに若干鈍化の兆しが窺われるが、内需が自動車販売等個人消費関連のほか、住宅を中心に堅調な拡大を続けている。物価は、卸売物価、消費者物価とも落ち着いているが、労働需給の逼迫はかなり広範化しており、マネーサプライの伸びも、銀行貸出の増加に伴い、若干高まってきている。銀行貸出の増加は、不動産関連が伸びているためであり、若干気にならない訳ではない。3月31日に次回FOMCが開催されるが、FFレートのフューチャーから市場の金利予測をみると、次回FOMCでの金利の変更期待はないことになる。ただ、最近の指標がどちらかといえば、強めのものが出ているので、市場のセンチメントとしては今迄はニュートラルよりも少し利下げ期待が強かったが、今は、ニュートラルよりもむしろ先行き上昇期待が強くなっている。FFレートのフューチャーは5.5%の水準より少し高くなっている。

欧州の主要経済指標を図表10-1と10-2でみると、ドイツについては、輸出の伸びが若干鈍化しつつあるほか、建設投資や個人消費の低調で内需に力強さが欠けており、全体として回復は緩やかである。これに対し、フランスは個人消費が比較的堅調で内需が底固さを増しているだけに、ドイツの出遅れがこのところ目立ち始めている。この間、イギリスでは、内需に減速の兆しが見られるものの、賃金や物価の上昇懸念が払拭されておらず、市場には追加利上げ観測がくすぶっている。前回会合で報告したが、2月4、5日の金融政策委員会で投票結果が利上げ派と利下げ派との間で4対4に分かれたことが利上げ期待を高めた訳である。物価については、1月に新年のバーゲンセールがあり、一旦上昇率が低下して2.5%の目標値にぎりぎり収まったが、2月は再び2.6%と目標値を上回った。なお、イギリスは3月17日に来年度予算案を発表したが、この予算案は景気に対してほぼ中立的であるというのがマーケットの受止め方である。

最後に東アジアおよび中国についてみると、韓国とタイについては金融

リストラ等の構造改革策の進展もあり、市場の信認が徐々に回復しているが、マクロ経済については韓国、タイを含めて各国とも内需の減速がさらに鮮明化している。J C I Fがごく最近出した98年の成長率見通しによると、韓国は-2%、タイは-5%という厳しい予測となっている。一方、インドネシアでは食料品を中心に物価が高騰するなど、経済活動が停滞し、社会不安も高まっている。15日には、橋本首相がスハルト大統領と会い、国際的ルールに基づき国際社会と協調、協力してインドネシアの国内改革を行うことの重要性について合意した訳であり、18日からはIMFとの間でプログラムの見直し協議が始まっている。主な見直し点は、第1に民間企業の債務問題の処理、第2に金融機関のリストラ、第3に食糧管理庁による独占、あるいは食料品に対する補助金等の構造問題の解決の3つであり、これらの見直しにどの程度の進展がみられるかが鍵となっている。なお、インドネシアも、国内経済は大きく後退しており、J C I Fの見通しでは98年は-8%と大きなマイナス成長の予測となっている。最後に中国については、引続き物価が低下しており、実質金利が非常に高くなるという情勢に鑑み、中国人民銀行は3月24日に商業銀行の預貸金金利を引下げた。平均引下げ幅は、預金金利が0.16%、貸出金利は0.6%である。また、それに先立って、21日には準備率制度を少し改正し、水準を13%から8%に引下げている。さらに、準備預金に付利する金利も平均で約2.34%引き下げている。中央銀行の貸出金利も、いろいろと条件が違うが、1.4%から2.9%の幅で引き下げている。これらは予想されていた措置であるが、人民元相場への影響に対する配慮から、総じて引下げは小幅にとどめられたとみられている。ただ、朱鎔基首相については、従来どちらかと言えば引締め派とみられていただけに、就任直後にこういった緩和策を出したということに、やや意外だという反応もみられる。

速水議長

質問があれば、どうぞ。

中川委員

前回会合時以降の大きな変化のうちやや気になるのは、ドル／円のボラティリティの推移である。ドル／マルクのボラティリティがこのところ急に小さくなっており、落ち着いているのに対し、ドル／円は引続き高いところにある。ドル／マルクがこのように急に安定してきたのは、やはりEMUの関係の動きも反映しているのか。

永島理事

まず、基本的にはドルが堅調であることが、円とマルクに共通した要因としてあるが、円サイドの要因とマルクサイドの要因をそれぞれみると、マルクの変動要因としては、例えば、ブンデスバンクの金利引上げに対する先行き期待感や、EMU内のいろいろな通貨間の関係についての思惑がある。ただ、最近では、EMUについては、1999年1月スタートということでマーケットがほぼ確信しており、それに向かって整齊といろいろな準備が進んでいる。また、市場の目がアジアの方を向いており、ヨーロッパ通貨に対しては、余り投機的な動きがなく、非常に安定した推移になっている。この結果として、投機筋も仕掛けにくいので、ボラティリティも段々下がってきている。相場水準についても、対ドルで1.81から1.83の間で落ち着いている。これに対し、円の場合は、追加景気対策の思惑で上下するとか、あるいは政府高官がいろいろな発言をするとか、加えて介入があるとかないとかということで、市場のセンチメントが相当振れている。ボラティリティについては、かつては円も7%、8%だったこともあり、現在の13%は従来水準からみると高い。従って、こうした日本サイド、あるいはドイツサイドの要因の違いが円とマルクの間ボラティリティの差に出ていると受け止めている。

3. 国内経済情勢に関する報告（参考資料-3）

速水議長

それでは次に米澤理事、調査統計局長から前回会合以降に出た指標を中心に、国内経済情勢についての報告をお願いします。

米澤理事

前回会合においては経済の現状評価として、家計消費の低迷、設備投資の頭打ち等の最終需要の弱さ、在庫調整の広がりから、生産が弱含み基調にあり、その影響が企業収益、雇用所得面にも及びつつある。物価の先行きを見ても、需給ギャップが拡大し国際商品市況下落の影響もあり、全般に軟調に推移する公算が大きい。このため、今後景気全般が一段と下振れる可能性が高まりつつあるという概況を示したところである。その後、今日までに判明した新たな統計指標は、余り多くない。3月13日に97年10～12月GDPのQEが発表されたが、頭に描いていたところとおおむね変わらない姿であった。ただ在庫投資については、10～12月の鉱工業生産ベースでの製品在庫が、前期比+1.2%であったのに対し、GDPベースの在庫投資はQEでは逆に前期比-0.1%のマイナス寄与となっている。これは、GDPベースでは鉱工業生産に現れない流通段階での在庫圧縮が含まれているためと考えられるが、ここまで大きく逆方向に出ると、少々気になる。それ以外の指標としては、2月の通関統計、百貨店売上、家電販売などが出ている。鉱工業生産、雇用統計については、1月の確報が出ただけである。2月の通関統計をみると、アジア向け輸出が一層減少しており、それが輸出全体の増勢を鈍化させ、前月比でマイナスになる迄足を引っ張っている。輸入も、わが国内需の低迷を反映して、2月は前年比、前月比ともマイナスになっている。この間、開銀の設備投資アンケート調査結果が出たが、厳しい内容であった。また、大手が妥結をみた春闘のベアもこれまでのところ低水準にとどまっている。このように前回会合以降2週間で判明した指標をみると、いずれも前回の評価を厳しい方向で再確認するものになっていると思われる。詳しくは松島調査統計局長からご説

明する。

松島調査統計局長

概要は今の話に尽きるが、若干のポイントに関連して説明する。図表 1 で外生的需要の 1 つである公共投資についてみると、月々振れはあるが、均してみると公共工事請負金額も、公共投資関連財の出荷も減少基調にある。輸出入については、輸出は増勢鈍化、輸入は弱含み横ばい基調であるが、アジア向けを中心に説明する。図表 3 で日本からの 1~2 月の地域別実質輸出の動きをみると、EU、アメリカ向け輸出は堅調であるが、NIEs、ASEANはマイナスになっている。図表 5 でアジア向けの国別内訳をみると、特に足許悪くなっているのは、韓国、インドネシアであり、これらの国の外貨繰り面の制約が、日本からの輸出の不振に拍車をかけているのではないかと思う。このようにアジア向け輸出の落込みがEU、アメリカ向け輸出の増加に拮抗する位のものになってきており、次第にアジア要因が輸出全体にも影響するようになってきている。一方、図表 4 で輸入についてみると、輸出と同じように、プラスになっているのはEUとアメリカであるが、アジアはこれだけ通貨が切り下がったにもかかわらず、それ程伸びていないというよりは、むしろ伸び悩んでいる。これについては、日本の内需が低迷しているという日本の所得要因が基本的な要因としてあげられるが、それだけではなく、アジア各国の輸出価格、すなわち価格要因も影響しているのではないかと考えられる。その点について、若干の分析を試みた結果が図表 6 である。アジアからの輸入価格指数をみると、他の地域からの輸入価格に比べ際立って違う動きをしている訳ではない。アジアの通貨は円に対して相当安くなっているにもかかわらず、ドル建てでみたアジアからの輸入価格はそれ程変化していない。これについては、これだけ為替変動が激しい中では、なかなか輸出価格が決まらないというタイムラグの要素もあるように思われる。しかし、それだけではなく、これらの国では、輸出財のための部品、原材料をかなり輸入に頼っていることが影響している。例えば、韓国では 4 割を輸入に依存している。従って、

通貨切下げに伴い、輸入価格が上がっているため、余り輸出価格が下げられないという要素もあるのではないかと考えられる。図表6の(3)の計表でアジア現地企業の輸入価格の代理変数として日本からアジアに対する輸出価格をみると、日本からアジアに対する輸出価格は現地通貨建てでアジア通貨安の分だけ上がっている。特に今回は円高であった95年と違い、アジア通貨安であり、日本以外の地域からの原材料、部品の輸入価格も上がっている。為替切下げに伴う価格面での輸出競争力のゲインを減殺する要因になっていると考えられる。そうした点からみると、価格要因からも日本のこれら地域からの輸入は大きく増えることは見込まれないと思われるが、一方で、現地にたまった在庫処分ということで、輸出価格を下げても考えられるので、この辺りは様子をもう少しみたいと考えている。設備投資については、これまでのところ、日債銀、日経新聞、開銀の調査結果が出ているが、いずれも設備投資がプラスであった過去3年を下回るスタートになっている。この辺については、4月2日に発表になる短観で改めて確認したいと考えている。個人消費については、2月の都内百貨店売上高が前年比-5.4%と低迷基調が続いている。百貨店は2月が決算月というところが少なくなく、外商を中心に売上努力を図ったようであるが、結果としては芳しい数字にならなかったということである。全国チェーンストア売上高も、2月は前年比-5.0%ということであり、百貨店同様、引続き不振ということである。その他、家電販売も名目ベースの実績であるが、かなり悪い数字になっている。全国百貨店売上高も、通産省ベースは出ていないが、協会ベースでは伸びが悪い。このように販売統計からみると、2月についても地合いが大きく変わったという証拠は認められず、特別減税についても、これまでのところ目立った効果はないという感じである。こうした最終需要の動きを受け、計表7の生産・出荷・在庫関連の指標をみると、最終需要が落ちて、在庫が高い。2月の予測は、前月比-2.5%となっているが、生産の動きと平行して動く大口電力需要量の2月実績をみる限り、来週30日に速報が発表される2月の鉱工業生産も予測に近い線でマイナスになると考えられる。景気動向指数について

は、一致指数D Iが1月も20.0%となり、昨年10月以降4か月連続して50%を下回る状況が続いている。最後に、冬のボーナスについてみると、確報では速報に比べ若干マイナス幅は小さくなったが、前年比-0.6%と引続き前年を下回っている。現在、大手の金属労協に属するようところが妥結するなど、大体終結しつつある春闘をみても、今年の賃上げ率はかなり低くなりそうである。労働省の推定では、これまでは95年の伸び率が一番低かったが、それを下回る可能性があるのではないかとみられている。企業の方は定昇、あるいはベアよりも、業績が良ければ、ボーナスで払うようになってきているが、ベースの部分が低いということは消費マインド等に何らかの影響を及ぼすのではないかと考えている。

速水議長

ご質問等があれば、どうぞ。

後藤委員

質問ではないが、個人消費関連指標は、昨年の1~3月は消費税率引上げの関係で前倒しになって膨れ上がっているの、季調では調整しきれないと思う。消費税率引上げの影響は財別にかなり違い、住宅などはもっと以前の一昨年秋頃から前倒しが始まっている感じがしている。そこで、難しいかも知れないが、今後は前年比だけではなく、一昨年との比較も付けて欲しい。今回は、自分自身で一昨年との比較を試みたが、ただいまの説明にあったとおりの状況だと思った。

松島調査統計局長

今後は、季調だけではなく、ご指摘の点も含め、私どもの経済活動の現状評価の根拠をもう少しはっきり分かるように示したい。投資的な性格の強い財である住宅、自動車については、ご指摘のとおり、引続き相当大きなマイナスになっている。家電も、昨年は3月だけでなく2月からも駆け込みがあったということで、2月の実績は百貨店より大幅なマイナスになっ

ており、財によって駆込みの度合いが違った点には十分注目していきたい。

後藤委員

3月まではやや過大な落込みがあつて、4月になると良くなるということになりやすい。もう1つは、ネット輸出について、暫く景況を支えてくれると期待していた力が前回会合時に比べて弱くなってきたという感じがあるのではないか。

松島調査統計局長

その辺はもう少し様子を見ないと、はっきりしたことは言えないが、今の感じではアジア要因が大きく出てきて、そういう方向に動いてきていると思う。今は、アジア各国には外貨繰りという制約があるが、今後その制約がとれてくると、少し戻る可能性があると思う。ただ、一方で、IMFからの緊縮プログラムが本格化してくると、アジア各国の国内需要が減速してくる面もあるので、昨年のように輸出が景気を下支えするような役割はだんだん期待し難くなっていくのではないかと思う。もっとも、経常黒字でみると、最近原油価格が下がっていることが輸入の減少にも大きく寄与しており、交易条件がかなり改善しているので、名目GDPに対する比率はその分嵩上げされてくると思う。

米澤理事

輸出入の見方は難しいが、通関収支を輸出数量、輸入数量でみると、10～12月期に輸出数量が8.1%伸びたが、1～2月は前年同月比3%しか伸びていない。実質輸出というのは、ややテクニカルな季調をかけ実質化した、加工度の高い指標なので、それだけに頼るのも心配ということで、非常にシンプルな数量指数でみた訳であるが、数量指数でも同じような傾向が現れている。特に2月単月でみると、輸入数量指数が-6%と大きなマイナスになっている。これは、原油価格の低下だけでなく、数量まで落ちていることによるものである。輸出入については、単月の動きだけではなく、

ある程度期間の幅を持つてみる必要があるが、大きな傾向としては今申し上げたとおりである。

中川委員

前回会合以降の状況の変化としては、基本的にはただいま報告のあったとおりだと思う。ただ、輸入の動きを考えると、原油の要因が大きいのではないかと思う。さきほどの報告では輸入のマイナスについて、日本の内需が弱いことと、東南アジアからの輸入価格の動きで説明されたが、原油の要因にはあまり触れていない。例えば、2月だけをとっても、前年比に比べ、原油だけで千数百億円の減少になっている。原油価格は、2月以降直近まで下がっているので、4月の輸入価格、あるいは5月上旬位の輸入価格まで下がると思う。その後はどうなるか分からないが、その辺の影響は金額的にも大きい。

米澤理事

名目金額で見ればまさにご指摘のとおりで、原油の輸入価格の低下が一番大きく効いているのは間違いないが、輸入数量でも原油は落ちている。原油の価格が下がって名目値がそれによって影響されているのは承知しており、当然の前提であるが、私どもは、数量や実質で議論している。

中川委員

数量も2.6%落ちているが、価格が33%落ちており、価格要因の方が大きいという気がしたので指摘した次第である。

米澤理事

名目でみればそのとおりである。

藤島委員

消費の先行きに対する見方は大変難しいが、消費性向、消費者コンフィデンスが昨年末から急速に悪くなっており、家計支出は低迷を脱する気配は見られない。しかし、そういう状況がずっと続くのかどうか考えると、金融システムの方は一応安定してきているし、過去の局面をみてもずっと低迷が続くという訳ではないので、長引くにしてもそろそろという感じもある。他方、春闘の方は若干厳しめに出ているが、そこそこ伸びており、マイナスになっている訳ではないので、消費の先行きについては、悲観的にばかりではなく、楽観的に見ることもできるのではないか。その辺はどう見ているのか。

米澤理事

そこがまさに今後の経済をみるうえで一番の鍵である。やはり、消費があれだけ落ち込んだことで、それが生産、所得、収益といった方に回って、マイナスの乗数効果をもたらしてきているのが現状なので、何かマイナスの乗数効果を戻すものがないと、消費だけで自律反転するとは考えにくい。そこで、特別減税の効果が期待されているが、これ迄の統計を見る限り、まだ効果は出ていない。これから先、消費性向がどういう軌道をたどって回復してくるのが注目される。ただ、前回会合時でも申し上げたとおり、これ迄に落ちた分が元に戻るところまで回復するにしても、その間に失われたものまで取り戻す力があるかどうかと言うと、今のところその材料は見当たらない。

松島調査統計局長

所得要因については、ご指摘のとおりプラスであるが、伸び率は落ちてきている。そこで特別減税が可処分所得に多少プラスをもたらしているが、昨年の後半をみると、消費性向が推計の段階ながら、SNAベースで2%位落ちている。私どもの試算では、消費性向が1%落ちると、金額にして年率換算で約3.5兆円位の規模で消費が落ちることになる。消費性向が

戻ってくれば、所得が落ちても、消費は戻ってくるだろう。あれだけ大きなショックで落ちたので、落ち着いてくれば、消費性向も少しは戻ってくるだろうと考えているが、一方で過去に失われた消費まで取り戻すというところ迄はなかなかいかないのではないかと思う。

4. 国内金融情勢に関する報告（参考資料-4）

速水議長

次に企画局長から最近の金融面の動きについて報告をお願いする。

川瀬企画局長

最近の金融情勢については、今回は3月13日の前回会合のレビューということになるが、この間の約2週間では、新しい結論に繋がるような情報はなく、前回会合時に報告したような状況が続いていることが確認されると思う。金融市況の動きからどういうことが読みとれるかという点については、前回会合時と同じであるが、1つは、「短期金融市場の動向や国債・民間債の利回り格差からみて、年度末の流動性リスクに対する懸念はかなり和らいできたとみられるが、昨年秋以前に比べて、信用リスクが強く意識された状況であることには、基本的な変化はない。」ということである。この点を補足するため、図表2でターム物金利ユーロ円3か月の推移をみると、2月後半から明確に低下しており、流動性リスクに対する懸念がかなり和らいでいるとみられる。ただ、この水準でも昨年10月以前と比べると高止まっており、これが信用リスク部分にほぼ相当すると思う。信用リスクに相当する部分がどの位かということは、現時点では、なお期末が意識されているので明確には分解できないと思うが、3か月のターム物金利や1か月物インプライド・フォワード・レートが0.75%前後の水準で揃っている。この水準をリスクが余り意識されていなかった昨年10月以前の水準、あるいはリスク・フリーであるTBレートの水準と比べてみると、概ね0.2~0.3%が信用リスク・プレミアムと考えられるので、4月以降もそのような水準が続く可能性が高いのではないかとみられる。この

0.2~0.3%というのは短期金利についてであり、図表5で興銀債と国債の流通利回り格差をみると、大体0.4%を若干上回る格差が続いており、5年物の金融債の場合、信用リスク・プレミアムは短期に比べもう少し拡大して0.4~0.5%となり、それが4月以降も残るのではないかと思う。市況からみた景況感は、さきほど川原審議役からも説明があったように、未だ改善していないというか、少し弱い状況が続いている。量的な指標では、前回会合以降2月のマネーサプライが出ており、マネーサプライ(M2+CD)の前年比伸び率は、前年比+4.8%で一段と伸びを高めているが、図表7にあるとおり、広義流動性が殆ど伸びておらず、多少弱含みの中でM2+CDの伸び率だけが強くなっている。図表8のM2+CD増減の寄与度分解では、投信、貸信、ヒット、金融債からのシフトがM2+CDの増加に寄与していることが読み取れる。こうしたマネーサプライ等の指標から得られる結論としての評価は、次の2つであろうと思う。1つは、「昨年末頃からのマネーサプライの増加は、経済活動の活発化を反映したものではなく、家計の安全資産シフトや、企業の流動性積増しなどの動きを反映したものとみられる」ということである。2つ目は、「マクロ的にみる限り、信用収縮が生じているようには窺われない」ということである。ここまでは前回会合時に報告したことと同じであるが、そのことが2月のマネーサプライの数字等から裏付けられたということである。3月期末までもう数日を残すばかりになり、直近までの企業金融がどういう状況であったのか気になるが、量的な面でも、金利面でもデータがまだ判明していないので、断定的なことは言えない。ただ、企業金融を巡る環境を考えると、例えば銀行貸出面では、先般の公的資金の注入により、大手行の貸出計画が若干上振れているとみられるほか、資本市場、政府系金融機関等の調達ルートも引続き機能しているとみられる。また、このところ大型倒産の事例も出ていないので、そういったことを併せ考えると、一頃懸念されていたような、期末にかけて大規模な信用収縮が生じ、それに伴い大きな混乱が生じるといった事態は回避されたのではないかと思われる。また、ミクロのヒアリングでもそういった声が聞かれる。むしろ、ターム物金利が3

月に入って低下するといった形で、懸念されていた状況が回避され、一部改善に向かっている面もあると言えるのではないかと思う。ただ、一方で中小企業等を中心に厳しい資金調達環境が続いていることも事実であり、こうした状況は4月以降も続く可能性が強いと思う。この点は、3月期末を越えれば大丈夫ということではないので、4月以降も引き続き注意して見ていく必要がある。

藤島委員

先般21行に資本注入したが、この結果銀行の貸出スタンスには何らかの変化は見られると認識しているか。

川瀬企画局長

21行が審査委員会に提出した計画は、リスク・アセット・ベースであるが、注入前の計画と注入後の9年度末の見込みを比べると、銀行によってバラツキはあるが、全体では6兆円位増えている。3業態の貸出残高は340～350兆円なので、2%弱位増えることになる。以前報告した12月時点で作成した3月末の貸出計画は各種要因を調整すると、前年比-0.8%であったことを考えると、——審査委員会に提出した資本注入後のリスク・アセット・ベースの計画と単純には比較できないが——注入前には残高ベースで9年度末は前年比マイナスになるとみられていたものが、計画どおりにいけば、むしろ若干のプラスになるという位の効果があったのではないかと思う。

IV. 金融経済情勢に関する検討および当面の金融政策運営方針の決定 速水議長

それでは、以上で執行部からの報告を終わる。今回は、中間レビューということなので、ただいま説明のあった前回会合以降の追加的情報を踏まえて、前回の判断を修正する部分があるかどうか、あるいは、次回会合までにどのような点に注目しておくべきかという点について、自由に意見を

頂きたい。ちなみに、前回の判断を振り返っておくと、金融経済情勢に関する基本的見解としては、「わが国の景気は停滞を続けており、下押し圧力が強まりつつある。」ということであった。また、こうした判断を踏まえて、金融政策運営については現状維持が決定されたと理解している。

それでは、まず、任命委員の方から意見を伺いたい。

濃野委員

ただいま執行部から説明のあったとおり、前回会合以降本日までの動きをみると、景気の現状判断あるいは、金融・資本市場に関する情勢判断のいずれについても、前回会合時の判断を変えるような新しい材料はないというのが私の判断である。個別に述べればいくつかのポイントがあるが、既に十分な説明があり、質疑応答等を通じて意見の交換もあったので、以上にとどめたいと思う。

後藤委員

私も、前回会合以降出た指標、あるいは、状況の変化をみると、前回の基調判断をサポートしていると思う。次回会合までにどのような点に注目しておくべきか、といった点については、実体経済面では、さきほども質問の形で触れたが、アジアの経済情勢の影響も含めて純輸出の動きをこれからも注目していく必要があるというのが1つのポイントである。もう1つのポイントは、昨日発表のあった地価の公示価格をみると、下落率がだんだん小さくなってきている中で、大都市の商業地の中にはそろそろ収益と地価の間のバランスがとれたところが出てきている。他方、政府なり外国投資家が土地に担保を設定した債権を買うという動きを少し強めているという話も聞かれるので、これ迄経済全体の重石になってきた土地が動くことによって不良債権問題の解決にこれから寄与する方向に多少とも動いていけば良いと思う。それから、金融面については、期越えについては大体めどがついたとみて良いと思う。このため、期越え後に、今かなり手厚く企業が持っている手許流動性がどのように動いていくのか、株価な

り金利が期越え後どの辺りに着地していくのか、がポイントになるが、4月の初めに出る短観も見たうえで政策判断をすることになると思う。いずれにしても、3月末の期末を越えても、目先5月に企業の3月決算を控えているので、やはり信用リスクの懸念は残るであろう。倒産については、幾分増勢を強めているとの執行部説明であるが、大型倒産に関してはこのところ比較的静かである。これは、今期決算への影響を避けるために追貸し等も含めて大型倒産が出ないように、関係者が努力していることもあるのではないかと推測されるので、むしろ期明け後の情勢変化として先行きが注目される。金融システム問題については、預金者保護と資本注入による金融システム安定化の仕組みが出来たので、不良債権問題がスムーズな形でできるだけ早く処理されていくことが必要だと思う。そういう意味では、今までの政策的な枠組みをうまく使いながら不良債権問題をスムーズに軽減していくことが、期越え後の我々の課題ではないかと思っている。

武富委員

前回会合以降今回会合までの間で、前回の金融経済情勢に対する判断を変えるだけの十分な材料はないと思う。一応景況認識を再確認すると、全体感としては前回同様で良いと思う。次回会合までの注目ポイントとしては、——次回までに限らず長目のものさしで言う——実体経済だけではなく、金融にも潜在的に影響があることから、家計部門の動きを引続き丹念に見ていく必要があると思う。さきほど消費性向の1%ポイント低下が3.5兆円の消費需要の落込みになるとの説明があったが、反面それは通常に比べ貯蓄性向が1%ポイント、貯蓄額が3.5兆円増えている訳であるから、家計部門で新たに作り出されるフローベースの貯蓄がどこへ向かうのかが注目される。ここ暫くの間続いていた広義流動性からM2+CDへのシフトインという傾向が今後も続くのか。また、そのようなフローベースの限界的な動きが、1,200兆円に上る個人金融資産のストックベースのシフトにも繋がるような動きになるのか。極端な変化はないであろうとは思いつつも、今のような局面では、そのような先端的な動きを注意を払って

見ておいた方が良いでしょう。それがインターバンク市場の金利や信用リスクに対する一般のパースペクティブにも影響を与えるかどうかもよく見ておきたい。特に4月1日以降は、外為法の改正があり、また、投資家サイドでもいずれ自己責任原則時代を迎え、1,000万円超の金融資産は保護されないという考えが徐々に定着していく中で、金融商品の提供サイドでは、むしろそれをマーケティングにおける1つのチャンスと捉え、いろいろな金融商品を考案して幅広く拡販運動をしているようなので、経済原則というよりも社会のムードとして、フローベースの流れだけでなく、ストックベースで個人の金融資産がどのようにシフトしていくかという辺りも一応見ておく必要があると思っている。逆に言うと、個人の金融資産が有形固定資産に回るとは余りないと思うが、実物消費の方に回るかどうかよく見ていく必要がある。4月以降は、消費者物価が前年比ベースで見ると消費税率引上げに伴う特殊要因がなくなるので、実感的にもインフレがかなり落ち着いた状況になる。実質所得、言い換えると潜在購買力が横ばいの中で、もし消費性向がまだ下がることになる、購買力が段々たまっていくことになる。その購買力が取り敢えず金融資産の方に向かったとしても、どこかでもう一度消費の方に向かってくるきっかけがあると思う。その辺りも、専ら不安心理で消費が抑制されているということだとすれば、インターバンク市場が落ち着き、信用リスクに対する見方も3月末の金融機関への資本注入等により相対的に良い方向に変わってくれば、家計部門についても、ダイナミックと言うと一寸言い過ぎだが、非常に慎重で凝り固まってしまっている現在の凍結状況がほどけて、少し動きが出てこよう。それがどのような形で出てくるのかよく見ておく必要があるが、目先は取敢えず4月初の短観の調査結果や日銀の支店長会議での報告がどうなるかが着目点と思っている。さらに少し先の話で恐縮であるが、アメリカ経済の秋口以降の動きがどうなるかということになるべく早目に予見することも、日本の金融や経済を考えるうえで重要なポイントだと思っている。当面、執行部からの報告にもあったようにアメリカ経済は堅調なのだろうと思うし、仮に減速傾向に入ってもかなりソフト・ランディング

的な好ましい状況というのが最もあり得べきケースだとは思ふ。ただ、堅調であることの反面で、反転あるいは、調整への圧力が高まっていることも事実だと思ふ。このポイントに関して気が付く点は3つある。第1は、高い株価水準が持続可能かどうかということである。第2は、労働市場は逼迫状況にあるが、労働市場からの制約要因というものはないのかどうかということである。第3は、恒常的に存在する問題であるが、経済が堅調ゆえに、輸入体質が変わらない限り、対外バランスのフローベースの悪化傾向があつて、それが累積されていくということである。この3つの点から反転への力を貯えながら堅調が持続されるというところはよく見ておく必要があると思つてゐる。3つの点についてこれ以上詳しいことは言わないが、これはアメリカの政策当局もよく分かつてゐることだと思ふし、G7のメンバーもよく分かつてゐることだと思ふ。ただ調整が一旦始まると、そのスピードが速く、それが日本の経済、金融にかなりダイレクトな影響を与え得る可能性があるという点が、今年の場合注目ポイントの1つであらうと思つてゐる。

速水議長

ただいまの3委員のご意見について、質問、意見等ありましたら、どうぞ。

中川委員

前回会合以降、景気の基調判断を変えるような変化はないと思ふ。景気は引続き停滞をしており、こうした情勢の下で、政府においては、特別減税を含む9年度補正予算を着実に執行している。さらに10年度予算案の早期成立を図り、切れ目のない執行に努めていくことが、今最も重要な施策であると考えてゐる。また、金融システム安定化のための措置も的確に講じているところである。そうしたことで、同時にこれまで講じられてきた金融緩和措置の効果を見守っていくことが適當であると思ふ。さらに、政府においては、現在、昨年11月の緊急経済対策のフォローアップと、

経済活性化のための追加的な規制緩和措置の検討が引続き行われており、3月31日には規制緩和推進3か年計画が策定されると聞いている。他方、自民党を中心に与党において追加的な経済対策等について、様々な議論がなされており、本日にも、与党あるいは自民党としての基本方針が決定される動きがある。こうした動きについては引続き注視していきたいと思っている。今後の金融調節の運営については、年度末まで残すところ数日であるが、金融市場の現状に鑑み、金融システムの安定性を確保するために引続き潤沢かつ、的確な資金供給により、金融機関の資金繰り不安感の払拭等に努めていくことが重要だと思う。また、4月以降についても、ターム物金利を含め、短期金融市場が混乱なく安定して推移するよう、注意深い調節運営を継続していくことが望まれる。また、調節に際しては、短期金融市場だけではなく、長期債市場等への影響についても注意して運営をお願いしたい。他方、武富委員からも話のあったように、先行きについては、海外の経済状況、特にアメリカ経済の状況をどう考えるのかがポイントとなる。ドイツ、フランス等ヨーロッパも、日本の輸出先としても、関係は非常に強いので、その辺が本当にどうなっていくのかもポイントになる。ヨーロッパについては、昨25日の欧州委員会でEMU参加国の基準達成状況についてのレポートが出ているが、この辺の動きがどうなっていくのかというポイントがある。ドル、ユーロ、円という通貨圏を巡る動きが日本にどういう影響を及ぼしてくるのかという問題も含めて、海外の状況はこれから大きなポイントになると思う。そういう点を含め、今後政策委員会で議論頂ければ大変有り難い。

藤島委員

経済の現状についての判断、あるいは経済政策のあり方については前回会合において報告したとおりであり、その後の動きについては中川委員がただいま話したとおりである。特に、金融面については、ターム物金利の低下にみられるように大変好ましい方向に動いているが、企業の資金調達という面からみると引続き量的な面、コスト面とも厳しい状況が続いてい

ると認識しているので、政府としても、いろいろな措置を講じて対応しているところである。日銀としても、これまで適切な対応をしていると評価しているので、引続きそうした方向での金融政策の運営をお願いしたい。

速水議長

前回会合では、景気の現状について、「停滞を続けており、下押し圧力が強まりつつある」と判断したが、その後の諸指標をみてもその判断を裏付けるものが引続き出ている。まず、設備投資については開銀の調査等が判明したが、企業の投資スタンスは非常に慎重化しているとみられる。輸出入については、いろいろ意見があったが、輸出の伸びが多少マイルドになり、輸入は原油を中心に数量的にも金額的にも減ってきている。一方、消費関連指標は引続き低迷している。消費者マインドは、所得税減税等によってまだそれ程大きな影響を受けていないというのが現状であるという判断だったと思う。先行きについては、春闘におけるベア交渉・妥結状況が、所得・マインド面にどう影響を与えていくか、注意深く見ていく必要があると思う。金融・資本市場の動向については、ターム物金利が低下してきており、これは、金融緩和基調が続くもとで、本行による潤沢な流動性供給の効果が浸透したためであるとみることができよう。しかし、昨年秋以前に比べるとなお高い水準であることをどのように評価していくか、今後の動きをもう少し見ていく必要がある。確かに期末は何とか乗り越えることができそうであるが、4月以降については、4月初めに出る短観を始めとして、今後の動きを注視し、政策運営の姿勢を考えていく必要があるということで、大体意見が一致していたように思う。そういうことを踏まえて、当面は現状維持ということで議案を提出させて頂きたい。

[事務局より議案を配布]

速水議長

それでは、議案を読み上げる。「次回の金融政策決定会合までの金融市場調節方針は下記のとおりとし、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公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。」なお、当面の金融政策運営についての公表文としては、「日本銀行は、本日、政策委員会・金融決定会合において、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」とするが、異議はないか。

[全任命委員がうなづく。]

[事務局より議決結果を記録するための文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

濃野委員

後藤委員

武富委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

V. 4～9月の決定会合開催予定日の承認

速水議長

それでは、最後に4月から9月の金融政策決定会合開催予定日の承認を行う。決定会合の開催予定日は、先行き6か月の日程について、3か月毎に承認頂いたうえで、対外公表することになっている。4月から9月については既に配布している日程でいかがか。

[全任命委員がうなづく。]

速水議長

特に異論がないようなので、政策委員会として承認することにしたい。

[事務局より議決結果を記録するための文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

濃野委員

後藤委員

武富委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

VI. 閉会

速水議長

本日は金融経済月報の検討がないので議事はこれで全て終了する。次回の金融政策決定会合は4月9日に予定しているので、引続き宜しく願います。

(午前10時15分閉会)

以上