

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年2月25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）（注）
山口 泰（日本銀行副総裁）
後藤康夫（審議委員）
武富 将（審議委員）
三木利夫（審議委員）
中原伸之（審議委員）
篠塚英子（審議委員）
植田和男（審議委員）

（注）藤原副総裁は、国会出席のため、9:27～11:46の間、会議を欠席した。

政府からの出席者：

大蔵省	谷垣禎一	政務次官（9:02～11:46）
経済企画庁	今井 宏	政務次官（9:20～10:36）
	小峰隆夫	物価局長（10:36～15:28）

（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始めたい。

(午前9時2分開会)

本日は、まず前々回会合の議事要旨の承認を行ない、その後金融経済情勢等に関する執行部の報告、委員による討議、もしあれば政府からの出席者の発言、金融政策運営方針の決定、という段取りで進めていきたい。なお、本日は藤原副総裁が参議院予算委員会に参考人として出席されるので、金融経済情勢に関する委員の討議の際には、委員方にひとわり発言頂いた時点で一時中断し、午後のセッションを藤原副総裁の意見陳述から始めたい。政府からの出席は、本日は大蔵省から谷垣大蔵政務次官が出席されているほか、今井経済企画政務次官が出席される予定である。

最後にお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録する約束であり、委員および政府の出席者におかれてはそのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 議事要旨 (1/19 日開催分) の承認

速水議長

それでは、前々回1月19日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は3月2日の午後2時に公表する予定である。なお、前回12月15日分の議事要旨の公表を巡って事務ミスがあり、皆様にもご迷惑をおかけしたことをお詫び申し上げます。内部の処分についても本日実施することになっている。今後かかることのないように、十分注意して参りたい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢等に関する執行部からの報告に入る。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をお願いします。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

資料1「金融調節と金融市場動向」を基に説明させて頂く。前回会合での市場金利低目誘導方針の決定を受け、無担オーバーナイト・コールレートは当初0.15%の水準で取引がスタートしたが、本行の大量な流動性の供給や総裁の記者会見でのゼロ金利容認の発言を受け、17日にはレートが加

重平均ベースで0.08%まで低下する展開となった。こうした状況を踏まえ、私共としては、一旦レートを0.10%前後に落ち着かせたうえで、マーケット取引に生じる変化をモニターしつつ、再び徐々に流動性供給を拡大する慎重な調節運営姿勢で臨んできた。その結果、16日に始まるこの2月積み期の無担オーバーナイト・コール加重平均レートは、昨日までの段階で0.11%となっている。

この間の調節面での具体的な対応を振り返ってみる。まず政策変更後の初日となった15日はマーケットがオープンした9時時点で0.15%での出合いが付き始め、積み最終日にもかかわらず大変落ち着いた取引となった。このため、朝方の定例調節では当日の所要準備額に対し8,000億円の余剰となる調節を行ない、同時にこれまでの積み最終日と同様、本日の資金吸収は行なわない旨のアナウンスを行なった。それを受けて0.13%で大量の出合いが成立、午後になるとレートが大きく低下したため、結局当日の加重平均レートは0.12%になった。積み初日となる翌16日は、前日午後の地合いを受けてオペ前から出し手が弱気化し、出し急ぐ姿勢をみせたため、0.11%で大量の出合いが付く状況となったが、当初方針どおり、前日と同じ8,000億円の積み上幅を造成した。その結果、レートは一旦0.07~0.09%の水準まで低下したが、午後に入り取り遅れた外銀が0.12%前後まで取り上げたこともあり、オーバーナイト加重平均レートは0.10%で着地した。17日は前日の記者会見で総裁が「翌日物金利はゼロでやっていけるのであればゼロで良い」と発言されたのを受けて出し手が一段と弱気化し、やや浮き足立ったマーケットの地合いとなった。これを落ち着かせる狙いから積み上幅を2,000億円に圧縮する調節を行なったところ、0.08%のレベルで大量の取引が成立し、結局加重平均レートも0.08%と既往最低の水準で着地している。

18日以降については、本行の積み上幅を圧縮する調節を受けて出し手の放出姿勢が落ち着きを取り戻したことに加え、普通預金金利が0.10%に据え置かれる中で、生・損保等の一部の出し手がコール資金への放出から都銀等の普通預金での運用にシフトする動きをみせたことや、月末接近に

伴って資金決済需要が高まってきたこともあり、取り手がビッド水準を0.12%から0.13%に切り上げて資金の確保を図る展開となったため、レートがじりじりと上昇してきた。そのため、朝方の定例調節での積み上幅を19日には3,000億円、23日には5,000億円、昨日は7,000億円まで段階的に拡大し、レートを0.10%程度まで押し下げる調節を行ってきたが、レートは0.12%前後で下げ渋っている。本日はさらに9,000億円前後まで積み上幅を拡大してマーケットの反応をみている。

この間、ターム物レートも大幅な低下をみている。例えば、ユーロ円TIBOR 1か月物は15日には0.35%と前日比10bpの低下となった後もじりじりと低下を続けており、23日には0.26%と累計で19bpの低下となっている。また3か月物は同じ期間に0.68%から0.47%へと21bpの大幅な低下となっている。無担オーバーナイト加重平均レートとユーロ円TIBOR 3か月物の2月12日以降の動きをみると、両方とも大きく下げている。両者のスプレッドは本年1月央頃から縮小傾向にあったが、利下げ直後はオーバーナイト・レートが先行して下がったため、一旦は開いた形となった。その後、再びかなり縮小しており、12日は40bpであったが、昨日は35bpまで縮むなど、イールドカーブのフラット化の進展が窺われる。

今回の市場金利低目誘導が実施されてから昨日までで営業日ベースでは8日間経ったが、この間にみられたマーケットの変化として次の三点が指摘できる。第一は銀行の普通預金金利0.10%が、当面のオーバーナイト金利形成において事実上のアンカーとなってきていることである。これは大口の資金の出し手である生・損保等が普通預金金利0.10%と短資手数料%との合計である%を下回るレートではコール市場での資金放出は損になるため、%以下では資金放出を止め、普通預金へ資金をシフトする動きがみられ始めているためである。こうした普通預金へのシフトを反映し、無担コール市場の規模はかなり大きな振れを示している。このため、加重平均レートが0.10%となった16日には無担コール市場残高が前日に比べ約4,000億円減少し、0.08%になった17日には1兆5,000

億円が普通預金等へのシフトにより減少している。業態別には、生・損保が大きな減少要因となっている。しかし、0.13%の出合いがかなり大量に上った22、23日は逆にシフトバックの動きがみられ、残高は大幅に増加している。これは、生・損保等の出し手が0.12~0.13%以上であればコール市場へ、またそれ以下では普通預金へ運用を振り替えるというビヘイビアをとっていることを示している。一方、有担コール市場残高の推移は、有担の出し手レートが17日には0.03%、22、23日辺りは0.08%から0.09%と普通預金金利を下回る水準にあるため、16日以降じりじりと市場規模を縮小させているように窺われる。なお、無担市場での最大の出し手である投信が自主規制に伴い預金での運用を制限されているため、仮にコール市場金利を0.10%以下に大きく押し下げても、直ちに無担コール市場の残高が急激に減少することはないと思われる。ただ、投信も預金運用を可能にする方向での対応を進めているようなので、やや長い目では普通預金金利の引き下げが行なわれないう限り、コール金利の一段の低下はコール市場規模の大幅な縮小を招く可能性が大きいと考えておく必要がある。

第二の変化はやはりオーバーナイト・レート水準の低下と近い将来に誘導レートがゼロ近傍まで低下するリスクがあるとの一種の危機感から、出し手がオーバーナイト運用のウエイトを極力引き下げ、ターム物資金あるいは中短期債券への運用を拡大する動きを強めていることである。例えば、1Wユーロ円出合いレートにおける12日から昨日までの低下幅を比較してみると、12日の0.30%から昨日は0.18%と12bp下がっている。同様に3Wが0.36%から0.19%へ17bp、3Mが0.66%から0.40%へ26bpといったように、概ね期間が長くなればなる程、低下幅が大きくなるイールドカーブのフラット化が明確にみられている。実際、オーバーナイトから1年までのイールドカーブの変化をみると、2月12日の利下げ決定を受け、15日に各タームで大きく水準を低下させた後、昨日2月24日までの変化をみると、短い期間ではほとんど変化していないのに対し、長期ではその水準がかなり切り下がっており、イールドカーブのフラット化が進んできたことを確認できる。その意味で金融緩和の効果がかなり明確にこうした

イールドカーブのフラット化に現われてきていると言える。

第三は、取り手サイドの動きである。大手都銀等ではCDの低利での大量発行や普通預金の大量流入等から資金ポジションが大きく好転する方向にあるが、それでも大手行ではオーバーナイトでの要調達額が1~2兆円前後はある。このため、いわば受け身の普通預金に資金繰りを頼る訳にもいかず、今週に入り0.12%から0.13%のレートであれば、むしろ早目に資金の確保に走る動きが目立っている。また、外銀でもコール市場での流動性不足懸念から、やや取り焦る動きがみられるようになってきている。実際、各行の準備預金の積みの進捗状況を見ても、午後に入ってからのはかつてのようなボリュームでは資金調達ができなくなっていることもあるようで、予定していた線で準備預金を一時的にはあるが積めない先も出てきており、日々の積み進捗が銀行によってややばらつきが出始めている点が注目される。こうしたことから、取り手が0.12~0.13%であればオーバーナイト資金の調達を積極的に取る仕振りに出ており、積み上幅の拡大にもかかわらずレートが下げ渋るパターンとなっているのが、ここ2、3日の動きである。ただ、以上を全体としてみると、市場流動性の低下からマーケットで資金が取れず、レートが急上昇するような事態はこれまでのところほとんど見られていない。その意味ではレート水準を今少し下げても、マーケットに混乱をもたらす可能性は低いと判断されるため、月末要因の剥落する来週からはレート水準の一段の引き下げにトライしたいと考えている。

なお、今後のレート運営を考える場合、一つのポイントとなるのは普通預金金利の動向である。定期性預金金利および通知預金は22日以降、今回の市場金利の低目誘導を受けて引き下げが行なわれている。引き下げ幅は0.05~0.22%である。今回の預金金利引き下げの特徴は短期の引き下げ幅が小幅である一方、長期は相対的に大幅な低下となっている点である。これは、短期は金利の絶対水準が低くなってきており、引き下げ余地が極めて限られているため、0.05%と小幅な引き下げに止めざるを得なかった訳である。一方、長期の方は前回9月の利下げ措置実施後、結果として長

期金利が上昇したため、水準自体が多少高くなっていたこともあり、引き下げ幅が相対的に大きくなったものである。また、通知預金金利が普通預金金利と同レベルに設定され、定期性預金の短期物は大口預金も小口預金も金利が同じ0.15%に揃うことになり、流動性、定期性を問わず広範な領域で金利が揃うユニークな事態になっている。

普通預金金利の引き下げについては、大手都銀筋では「引き下げを検討すべき状況にはあるが、銀行経営に対する世間の見方が厳しい中で、個人のウエイトの高い普通預金金利を引き下げるのにはやはり躊躇せざるを得ない」としている。また、「仮に普通預金に手をつければ、短プラの引き下げに踏み切らざるを得ないため、全体として収益的にはマイナスになる可能性が強い」との判断から取り敢えず見送りの方針にある。ただ、実際にコールレートがさらに引き下げられ、普通預金に生・損保等の資金の出し手からこれまで以上に大量の資金が流入してくる場合には、「普通預金金利についても見直さざるを得ない」との判断にある模様である。従って、私共としては当面は引き続き短期金融市場取引の安定確保に十分留意しつつ、市場金利の一段の低目誘導を図っていきたいと考えている。その際、債券相場への影響にも配慮してレポ・オペの活用を心掛ける一方、資金吸収手段としてはマーケットの状況を見極めながらF Bオペを徐々に拡大していく所存である。F Bオペについては既に四回実施している。

(午前9時27分藤原副総裁退室)

後藤委員

準備預金の積み進捗率に銀行によるばらつきがあるようだが、全体としての進捗率はどうか。

山下金融市場局長

昨日段階での進捗率は35%であり、日割り進捗率の32%に比べて3%程度アヘッドになっている。超過準備はまだ非常に少なく、昨日段階の積数

ベースで2,325億円と前月の同時点の943億円よりは多いが、2,325億円の内訳は外銀がほとんどという状況である。外銀の1行がたまたまシステムダウンを起こし、急遽資金を積み上げたという事情もある。レートの低下に伴い、外銀辺りは多少厚目に資金を手許に置く仕振りが出ている可能性はあるが、いずれにしても現段階では準備の積み状況には余り大きな変化はない。先程ばらつきが出たと申し上げたのは、都銀等の一部行で予定した資金が午後の流動性の低下から取れず、その結果として進捗率に意図せぬばらつきが出たということである。

後藤委員

生・損保等がコール資金への放出を抑えて、普通預金にシフトする先の都銀は限定されているのか、それとも比較的幅広いのか。限定されているとすれば、恐らくその都銀は重たくなるため、普通預金引き下げのプレッシャーがかかると思う。

山下金融市場局長

これまでのところ普通預金のシフト先はある程度限られている模様である。普通預金金利はどこも同じ水準にあるため、同じ金利であれば極力クオリティの高い銀行に置きたいというビヘイビアのようである。ただ、全体の運用利回りが下がってきたため、ともかく運用利回りを引き上げる必要があり、ターム物に出す時には多少の信用リスクは取るという形で、名前の悪い先でも高いレートが出れば出すという仕振りがみられているが、普通預金の方は同じレートであれば良い先に置く仕振りのようである。従って、普通預金は良い先にある程度集まるが、全体としてはCD等でも金利さえ払えば資金が取れるため、銀行によってそれ程ポジションに大きなばらつきが出ている訳ではない。

三木委員

FBオペを四回実施したそうだが、金額と時期はどうか。

山下金融市場局長

FBについては、2月10日に入札方式で初オファー（3,000億円）を行なってから、本日まで合計四回、1.4兆円のオペを行なっている。短期のタームで実施しているため、既に二本は期落ちとなっていることから、オファー分を含む本日段階の残高は、9,000億円となっている。

三木委員

国債の動きであるが、生保を含めたプロの機関投資家が短期市場金利がこれだけ下がり普通預金にシフトしなければならない程になっても、長期金利はやはり上昇している。むしろ長期債の方にシフトしていくのではないかと予想していたが、どういう状況なのか。一方で、彼等の保有国債のストックをみると、恐らく1.80%程度がストックの利回りであり、処分すると大きな売却損が出るため、当然買う動きにはならない。しかし、処分も出来ないという感じであろう。その両面からみてどのような動きになるのか。

山下金融市場局長

長期債市場の動きは、金利を引き下げた直後には一旦若干上昇したが、その後大蔵省の「資金運用部による買入れ再開」等の措置もあり、下がってきた。先週末辺りから明らかに短期金利の低下に伴う長短スプレッドの拡大の効果が始まっており、4～7年の中期債はかなり買われてきている。資金運用サイドとしては、資金運用利回りがこれだけ低下してきている結果、収益確保から大きな問題になってきており、結局は利回り引き上げのためには、価格変動リスクをある程度とらざるを得ないというトレードオフ状況にある。従って、今後中短期債というか、国債の短期のところから中期のところまでを買っていく動きがかなり強まってくると思う。それが国債市況全体にプラスに効いてきている。23日に10年債入札があり、その結果を受けて長期金利が少し上昇した訳であるが、そのプロセスではカ

レント物で2%を超えてくると、押し目買いがかなり入っている。特に系統や一部地方金融機関、生保等では、やはり2%という水準になれば買えるという感じがある。それは委員ご指摘のように、価格変動リスクはあるが短期の運用との比較で、ある程度のスプレッドが取れるとすれば、10年債でも買えるという感じがでてきているようであり、その意味では従来とはかなり変化してきているように窺われる。また、決算との関係ではご指摘のとおり、さらに金利が上昇すると抱えている損が拡大するし、決算が固まらないため損切りなど色々なプレッシャーが強まる訳であるが、今申し上げたように短期金利の低下に伴いある程度下値が固まってマーケットが落ち着いてきており、そうした意味でのプレッシャーもかなり緩和されてきている。

中原委員

慎重にやっているのは結構であるが、今少しスピードアップしないとならないのではないかという気がする。一つは普通預金が0.10%であるため、0.12%や0.13%辺りで大量に出来るということになり、本日の一部新聞にも出ているが、その辺が一つの壁ではないかという考えが出つつあるやに見える。また、そうしたものが出来ているとすると、混乱が起こるのではないか。いずれにしても混乱を避けるということと、しかしながら早くやらなければならないということと二つの命題を抱えている訳であるが、私は何しろ極力早く実施して反応をみた方が良いと以前から言っている。その二つの点は如何か。

山下金融市場局長

私が頂いたマンデートは短期金融市場取引の混乱を回避しながらできるだけオーバーナイト・レートを下げることであるが、短期金融市場の混乱を回避する面の確認が非常に難しい。混乱が起きてから分かる面もあり、多少慎重過ぎるという感じがあるかもしれないが、先程説明したように、一旦0.10%で安定させることを目指して調節してきているが、

レートが意外に下がらない感じがある。本日も9,000億円の積み上となる調節を実施したが、レートは0.12%がついており、なかなか0.10%の壁は厚いようである。ただ、先程も説明したように、明日以降積み上幅を1兆円を超える水準にもっていくとすればかなりマーケット・インパクトがあり、恐らく金利は下がっていくと思う。そこでまたコール市場の動向やイレギュラーなレート形成等をみながら、当面は0.08%ないし今少し下げるところまでやってみて、格別大きな問題がなければ0.05%以下にもっていくとすれば、恐らく普通預金金利にも下げ圧力が強まってくると思う。来週辺りから0.10%を大きく割り込む水準にもっていくようオペレーションを実施していこうと思っている。勿論、本会合でのご議論の結果次第であるが、本日の積み上9,000億円でも0.10%を割れない状況を見ると、やはり相当思い切った資金供給をしないと、この壁はなかなか崩れないと感じている。

速水議長

次に、村上国際局長から為替市場、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

最近の為替市場および国際金融・経済動向について説明する。この間のポイントとしては、20日に行なわれたG7会合後の為替相場の動向と今週の火曜日および水曜日に亘って実施されたグリーンSPAN議長の議会証言の二点である。まず、円の対ドル相場は2月15～19日、先週の一週間で約7円というかなり急速な円安、ドル高という展開をしている。その後、22日の月曜日には一旦122円55銭と、昨年12月1日の123円07銭以来の水準を付けている。これはG7の会合終了後に先週の円安傾向に関する明確なコメントが聞かれなかったため、G7はこの傾向を受け入れたとする見方が市場で広まったことに加え、当日のわが国の長期国債利回りの低

下もあり、海外勢や本邦金融機関のドル買いが強まった結果である。しかし、その後は利食いのドル売りが出てくるとともに、円安の進行を牽制するコメントと受け止められるような報道が伝わってきたことに加え、グリーンSPAN議長の証言を待ちたいという姿勢もあり、相場は121円台で推移している。このような状況の中で、市場のセンチメントをオプション取引でみると、ドル/円の1か月のリスク・リバーサルが先週の円安要因を受けた円安、ドル高過程ではドルのプット・オーバー幅を急速に縮小しており、19日以降は98年11月13日以来のドル・コール・オーバーに転じているなど、ドル・ブル感が強まった状況になっている。この間、ボラティリティーについてもやはり円安進行過程では上昇してきていたが、今週に入って相場が横這い、小動きの形になるにつれて上昇も一服になっている。

ユーロはユーロエリアの景気減速とECBによる利下げの思惑から軟化していたが、先週の金曜日に米国で貿易収支の強い数字が発表になる一方で、ドイツのGDP第4四半期がマイナスという弱い指標が発表されたため、対ドルで一段と下落をしている。そうした中であっても、ユーロエリアの関係者からはユーロ安を容認するようなコメントが聞かれてきた訳であり、さらに今週の火曜日にはラフォンテーヌドイツ蔵相が「金利に関して何らかの措置が採られなければ、デフレリスクが強まる」とスピーチしたと伝えられ、1ユーロ1.1ドルを切る水準を示現し、ユーロ導入以来の安値を更新している。昨日のニューヨークのクロージングは1.0998ドル、ニューヨークの最安値は1.0925ドルまできている。もっとも、市場のセンチメントという意味では、ドル/ユーロのリスク・リバーサルここ数日はドル・コール・オーバーになるなどドル・ブル感が強まってはいるが、円と比較してみると相対的に落ち着いた動きである。なお、英国ポンドは昨日、その前日にブレア首相がポンドのユーロ参加に積極的な姿勢を示し、移行のブループリントを公表した結果、金利3%へのコンバージェンス期待から下落しており、97年10月以来の1.6ドル割れになっている。また、エマージング諸国の通貨については、この間旧暦の正月休み

やブラジルのカーニバル休みがあり、取引は閑散である。ただ、ブラジルのレアルはカーニバル明け後、じりじりと下落をしており、昨日は1ドル当り2.04レアルでフロート直前の相場と比べて40%の切り下げになっているだけに、今後の動向に不透明感が強まっている。

次に、火曜日、水曜日とグリーンSPAN議長が「ハンフリー・ホーキンス法」に基づき議会証言をしている。ポイントのみ紹介すると、景気の現状と先行きの見通しについては、ファンダメンタルズは強いと発言しており、99年は引き続き堅調を維持すると見込んでいる。ただ、昨年と比較すると景気の拡大テンポは鈍化し、インフレ率は若干上昇する見通しとのことである。98年のGDPは4.1%が実績である。今回の証言で公表された99年のGDPの見通しは2.5~3.0%であり、インフレについては第4四半期対比であるが、98年が1.5%、99年の見通しが2~2.5%と多少上昇している。一方、失業率は98年が4.4%で、99年の見通しは4.25~4.5%と、昨年夏に本年の見通しを公表した時点の失業率と比べて多少下方に修正されており、労働市場はかなり逼迫している状況である。この見通しに伴うリスクとして、8年間の景気拡大の後、アメリカ経済は多くの面で伸び切っている部分がみられると言っている。すなわち、堅調な生産の増加により労働資源をほぼ使い切っているし、株価は過大評価されているのではないかと疑問を持つほど高水準であり、対外赤字が拡大している裏で家計・企業の負債が積み上がっていることを指摘している。同時に、米国経済は海外情勢の急変に対して依然として脆弱であることを理由に、見通しの裏にはかなりのアップサイドとダウンサイド両面のリスクが伴っていると述べている。

こうした状況の中でFedの金融政策スタンスとして、一つは金融市場の混乱が収まるにつれ、金融市場の機能停止を回避するために採られた昨年秋の三回に亘る金融緩和が適切であったかどうかを評価し続けていく必要があると言っている。特に、かなり微妙な間接的な言い回しではあるが、三回目の利下げについて自ら疑問を提起している感じが受け取られる。また、景気の見通しについては両サイドのリスクがあるため、景気拡大を

阻害し得る不均衡や歪みを認知した場合、金融政策はどちらの方向にも直ちに動ける両睨みの体制になっていると公表している。アメリカのマネーの動きについては、F e dは99年中の想定伸び率のレンジを昨年7月のまま据え置いている。因みにこのレンジは、過去の平均的な流通速度を前提として、物価安定と経済成長の持続が達成される時に想定されるマネーの伸びの目安として解釈されている。ただ、そうした中で、昨年の実績がこれをかなり上回っているのは名目GDPの高い伸びと流通速度の低下を反映したものである。この流通速度の低下については、一つにはオポチュニティ・コストが相当低下したこと、昨年の秋の金融混乱に伴い流動性の高い資産を選好する動きがあったこと、さらに最も重要な理由として、近年の株価の大幅上昇により、個人の保有金融資産のうちの株のウエイトがuncomfortableな水準まで上昇したため、民間部門が新規の貯蓄資金をマネー対象資産に組み入れる形になったことが指摘できるのではないかとやっている。しかし同時に、こうしたマネーの動き、特に流通速度の動きについては今後とも不確実性が高いと発言している。

中原委員

ユーロは経済情勢からはそろそろ金利を引き下げても良いような状況にきているが、何故あれだけ抵抗しているのか。

村上国際局長

マクロの経済情勢からは確かに引き下げても不自然ではない。12月に3%への収れんという形で協調利下げをした後、一つは政策スタンスとしてドイツのラフォンテーヌ蔵相や他の色々な圧力が強いうちはなかなか下げられない感じがあるし、一方で最近ECBの関係者からは、これだけユーロ自体が下落していると、それがあある意味では輸出競争力を増す形になっており、景気にとってはプラス材料ととれなくもないからだといった説明がされている。ただ、一般的な市場の受け止め方としては、早晚利下げの検討は避けられないのではないかとといった感じかと思われる。

後藤委員

一部の新聞にはEUの議長国がドイツであるため、ECの蔵相・理事会の議長としてラフォンテーヌが出席しており、従って下がらなかったのではないかと報道されていた。

中原委員

アメリカが円安を容認したとか、色々なことがまことしやかに報道されているし、先般のG7で少なくとも表面的には他に話が出なかったということであるが、その辺はどうなのか。

村上国際局長

今週サマーズ財務副長官が来日し、日本当局者とも色々面談が予定されているようであるが、実際のところは分からない。ただ、一昨日の証言でグリーンSPAN議長も日本の経済はまだ底這っている状態であり、引き続き底を打ったとは言えない、と指摘している。日本経済に対する不透明感ないし危機意識は持っているということである。多分、財務省の関係者等色々な人が持っている感じは同じであろうと思う。そうした意味から、日米の関係のみからみて、余り円高の方にという話も積極的には言い難い背景はあると思う。一方で、円がこのまま見通しもなく下落していけば、アジア地域を中心にやはり為替市場、金融市場で再び混乱も起こりうることは排除できないという問題もあるため、その辺の程度の問題は非常に難しいと思う。

山口副総裁

ドルの相場観として、見通しもなく円が弱くなっていくというような雰囲気はあるのか。

村上国際局長

そうした雰囲気は現在のところは出ていない。先程申し上げたようにオプション市場からみると、短期は3月末まではある意味で円高になっても仕方がないという雰囲気であったが、最近の動きをみて、短期的にも円・ベア、ドル・ブルという形になっている。元々長期については、日本のファンダメンタルズ等を見て、ドル・ブル観が強かった訳であり、円が大きく落ちることへの底溜まり的な懸念があった。そうした中、今週の日本当局者の発言をみると、先週までのような円安を積極的に支持するものは聞かなくなっている。勿論円高の方が良いという話もない訳である。そうしたニュートラルなスタンスについて、市場は、このままの水準が続いていくリスクがあるのではないかと受け止め出しており、ドルを買い、円を売っていく一方的な動きにはなり難い雰囲気が多少出てきている。

速水議長

G7では、公式の席のみならず個人的な話し合いの中でも円相場について何の発言もなかった。現在の相場に何の注文もないと考えて良いと思う。今般採った措置についても、市場金利が少し下がり気味であったし、為替も多少円高訂正になっていたからかもしれないが、誰も何も言わなかった。相当思い切った政策を採っているという感じの表現をしている。

次に、村山調査統計局長から国内経済情勢について報告をお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

資料3に沿って説明する。実体経済面の現状評価については、前回の会合以来、公共事業あるいは設備投資、消費、住宅等で新しい統計が出ているが、前回の基調判断をここで変えるという材料はないと認識している。具体的に各指標を説明する。公共投資の推移をみると、公共工事請負金額は9月に急増した後、12月は+5.7%、1月は-5.7%と、一旦12月に増加したが、1月は再び減っている。これは国の第一次補正予算分の発注が

一巡したことが主因である。ただ、私共のヒアリング等によると、2月以降緊急経済対策分の発注が見込まれるため、公共工事請負金額は再び増加に転ずるとみている。次に輸出であるが、実質輸出は11月に-9.2%と季調後でかなり減少した後、12月、1月と増加している。最近の輸出入は月々の振れが非常に大きいことが特色である。従って、基調はなかなか読み難いが、ミクロのヒアリング情報等をも踏まえて判断すると、これまでと同様概ね横這い圏内の動きではないかとみている。地域別実質輸出の米国をみると、1月は前月比+13.8%と著増している。これは自動車の船積みが一時的に集中したことが主因であり、これもヒアリングによると2月から3月にかけては反落する見込みである。東アジアの方も+16.6%と著増している。中国等がかなり伸びているが、東アジアの経済状況等から判断すると、やはり実勢比かなり強目の数字が一時的に出ているのではないかとみられる。次に実質輸入であるが、1月は+1.8%と増加している。この主因は食料品が+10.5%と二桁の増加になったことである。この食料品の増加は為替の円高傾向から、商社等が例えば冷凍エビの輸入を増やしているというような動きがみられる。従って、こういった動きも一時的とみられ、輸入はこれまでと同様に基調的には弱含みで推移するという判断を変える必要は現段階ではないと判断している。22日現在で実質実効為替レートを計算しているが、このところの円安傾向を映じて昨年秋口並みの水準まで円安方向にきている。

設備投資の関連では、先行指標である機械受注の12月が出ている。10～12月の実績は業界の当初予想より上振れている。非製造業は10～12月に若干上振れている。この主因として、通信の中の携帯電話の受注が相当伸びたようであり、からの発注分は機械受注として計上することになっているそうであるが、いわゆる設備投資とは関連のない分野で上振れている訳である。因みに、1～3月の業界の見通しレベルをみると、全体では-6.4%と引き続き減少する予想になっており、設備投資の減少傾向には変化がみられない。また、99年度の設備投資の見通しについては、まだ漠たるものしか分からない訳であるが、2月時点での日本経済新聞社の99

年度の調査結果は前年度比大体-8%という数字であり、98年度に比べてもかなり低い水準からのスタートになる。

次に個人消費関連は、都内百貨店売上高の1月分の季調済前月比が9.9%と著増している。これは東急日本橋店の閉店セールにより、同店が前年比約7倍の売上を記録したということが響いている。因みに、東急を除いてみれば、前年比は4.5%から-3.4%まで下がり、やはり不振であった。全国チェーン店の売上高は、12月は季調後-4.6%、続く1月が-1.5%と、1月も12月に続いて前月比がマイナスになっており、基調は良くなかった。スーパー等へのヒアリングによっても、11月段階ではバーゲンを打てば非常に効果があった訳であるが、月を追う毎にバーゲンの効果が効かなくなっている由であり、このところはバーゲンにもかかわらず客足が非常に鈍っている。なお、2月入り後の個人消費関連については、デパートは2月も低迷状態という感触である。また、自動車の売上は1月にかなり増えたが、2月は反動減という形で再び落込んでいるとのことであり、やはりこの辺も一進一退という感じではないかと判断している。

最後に住宅関連であるが、マンション販売の1月は前年比で+62.5%と前年の数字が低かったということもあり、かなり大きな数字となっている。12月からこの傾向が続いている。この要因は金利の先高感に伴う駆け込みだと思われるが、この結果、在庫も減少している。ただ、在庫のレベルとしてはまだまだ過剰である。持ち家については、住宅金融公庫の受付状況等をみると春先には増加に転じることが期待される訳であるが、マンションの着工については在庫がなお過剰であるがゆえに、明確に回復する徴候はみてとれない。ただ、在庫の減少傾向が続けば、徐々に着工の減少傾向にも歯止めがかかる可能性が出てくるのではないか。

中原委員

公共投資が2月以降出るだろうという説明だが、データをどのように判断しているのか。9月がピークであり、これを超えることはあり得ないと思う。

村山調査統計局長

公共工事の請負金額でみる限り、一時期に集中して出る傾向があり、現に9月はそうであった。私共では2、3月にかけてまだ相当な金額が出てくるのではないかとみている。9月の水準を超えるかどうかは私共も計りかねており、その辺の統計が良く把握できないのが悩みである。公共工事を請負っている会社にヒアリングをするしかない状況であるが、そうした先の情報によれば2月はかなり出てきているということである。

中原委員

実効レートで昨秋並みとは何時のことを言っているのか。

村山調査統計局長

円高が急激に進んだ後、多少横這いになった98年10月頃である。直近はそこまで戻ってきたということである。

中原委員

現在の見通しでは、公共投資は最も長く出たとして7~9月で終わるのか。

村山調査統計局長

プラスの寄与度を維持するのは恐らく7~9月までだと思う。

三木委員

中原委員の話は端境期という表現だと思うが、公共工事の設計会社は現在フル生産である。設計が追いつかない。もともと当初予算の81%前倒しに加えて一次補正が入ってきた。さらに三次補正分が2、3月頃から効いてくるという感じであり、1月は恐らく端境期であろう。問題は設計能力が追いつかない程のフルになっていることである。建設省を中心に公共工

事入札が問題になった経緯があるため、公平な入札を実施してコストは徹底的に下げさせるということは当然の動きであるが、どうしてもその分事務工期が延びる。押せ押せできているところへ事務工期が伸びているため、端境期が生じてしまったのだと思う。三次補正分と 99 年度当初予算の前倒しも、その意味では 6 月頃まで効果が残るとみて良い。

ただ、この 1、2 月は各社とも決算を控え、大きな赤字決算が見込まれるだけに公共工事関連の会社としては一時的には非常にダメージである。当然ながら、それにより生産は落とさなくてはならないとか、価格が下がるとか、赤字が余計増えるといった一時的なダメージが出ている。しかし、あれだけの財政政策が発動されたのであり、基本的には心配する必要はないと思う。

中原委員

最大の問題は消費である。消費は低迷から立ち直る兆しがないし、今日の新聞でもエンゲル係数が上がったと報道されている。

村山調査統計局長

消費は所得環境が如何せん悪い。特に、12 月のボーナスが前年比 5~6% 減であり、主要企業にヒアリングをするとかなりの企業でゼロペアないし一部企業ではかなりのマイナスも目指すと言っている。所得環境は相当厳しい状況が続くとみておくべきだと思う。

速水議長

住宅が 12 月から上向いてきているのは、金利・税制面等からみて買い時だという感じが出始めているのか。

村山調査統計局長

その通りである。特に、マンションについては完成済みの在庫があるため駆け込みが効くということである。従って、どのマンション会社も 12

月に金利先高観が出て以降、かなり客足が戻ってきている。加えて、政府が減税措置を採られるということもあり、これも今後相当効いてくるのではないか。

速水議長

この上昇カーブは持続するとみて良いか。

村山調査統計局長

金利の先行き見通し次第でもある。足許までは確かに客が増えているため、暫くはこの傾向が続くと思うが、いつまで続くかは測りかねる。ただ個人住宅は12月以降、公庫融資申込みが著増しており、3月下旬ないし4月からは着工にかかってくるため、その頃から着工統計は上向くと予想している。

篠塚委員

コンビニエンス・ストアの売上高が好調に伸びているのを不思議に思っているが、計数をそのまま評価して良いのか。全体的に消費が下振れているにもかかわらず、コンビニエンス・ストアは増えている。

村山調査統計局長

コンビニエンス・ストアについては、確かにこの秋口までは伸びていたが、12月以降は右下がりになっており、頭打ち感が非常に強いと聞いている。たばこの値上げ前に一時的にかなり駆け込みがあり、その反動もあるが、特に年明け後は良くないと認識している。

速水議長

次に、山本企画室参事から最近の金融面での動きについて報告してもらう。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室参事

資料4に沿ってご説明する。金融市況について金融緩和措置前の2月10日との対比で確認させて頂く。オーバーナイトおよびターム物金利は総じて0.15%ないし0.2%程度下がっている。長期債は利回りがかなり大きく日々動いているが、昨日段階では金融緩和措置前に比べ0.1%強の低下である。中期債は、金融債が色々な動きをしているが、大きく括ってみると5年物で約0.2%程度の低下となる。従って、短期・中期とも大体0.15%内外の低下であり、イールドカーブ全体も0.15%程度下方にシフトしているイメージである。

株価は昨日時点では400円の上昇である。率にして約3%上昇した。円／ドルレートは緩和措置前に比べて6円の円安、率にして5%の円安である。貸出金利、預金金利の方は短期プライムレート、普通預金金利については目下のところ据え置きである。定期預金については短期でゼロないし0.05%の引き下げ、長目のもので0.2%程度の引き下げになっている。

短期金融市場では、3か月物金利はこれまで注目してきたユーロ円の3か月物金利が緩和措置に伴いかなり落ちてきた。ジャパン・プレミアムはかなりのピッチで縮小してきてきた。そうした中で、年度末越えになるキャッシュの現物のターム物金利も、——これまで高い水準で止まっている印象であったが、——この緩和措置および実際に都銀中心に年度末越えの資金繰りが概ね目処が付いてきたことを背景に、下げピッチが速まり緩和措置前に比べて約0.2%の低下になっている。1か月物インプライド・フォワード・レートをもみても、年度末越えの1か月物インプライド・フォワード・レートは緩和措置後3月スタート、4月エンド物が0.69%と急激に落ちてきている。銀行の年度末資金繰りについては公的資本の投入も予定され、昨年 of 年末越えや9月末越えに比べると不安感がかなり薄れているというのが全体の状況である。

債券利回りの方は緩和措置後、大蔵省による国債の発行年限別発行額の振替措置もあったため、やや低下傾向を示している。ただ、債券先物オブ

ションのインプライド・ボラティリティー自体は非常に高い状況にあり、マーケット自体はまだ神経質な展開を続けている。実際にも日々の利回りはかなり大きな動きを示している。

量的な指標としてマネーサプライの動きをみると、12月の3.9%に対し1月は3.6%と、0.3%ポイントの低下となった。ただ、3か月前比年率、すなわち1月の10月対比は4.9%と、足許はマネーが落ちているという格好にはなっていない。従って、前年比の伸び率低下は統計上昨年大きく伸びた裏が出たものとみてよい。因みに、昨年は山一破綻の直後で12~2月の3か月間は投資信託、貸付信託、あるいは金融債の解約が大量に起こり、これが預金に入ったため、伸び率を急激に高めた時期である。こうした信託や投信の解約の動きが大分落ち着いてきたため、前年比をとると12月から2月まではある程度その分が剥落する形になるものと思われる。一方、3か月前比年率が足許やや上振れ気味になっているが、これには恐らく昨年秋の貸し渋り懸念から企業が11、12月にかなり手許流動性を厚めにしようとした動きが反映されていると思う。そうした動きは本年に入ってからはかなり落ち着いてきており、手許流動性積み上げといった動きはむしろ収まってきているため、そうした面からみてマネーサプライの数字がこのまま伸びを高めるとは考え難い。

次に、話題になっているマネタリーベースの計数である。前回会合で議論のあったところであるが、12月の数字は3.6%であり、主として銀行券の大幅伸び率鈍化に伴いマネタリーベースの伸び率は低下している。ただ、銀行券の発行高自体は12月、1月と大きく鈍化した後、2月は戻り歩調になってきている。従って、マネタリーベースも2月は戻り歩調になるものと思われる。昨日までの銀行券平均発行残高の対前年比は4.8%という水準である。最後に、企業倒産の状況である。1月の負債総額は前年比+17.8%である。これは日債銀の関連ノンバンクの整理が含まれているため、負債総額としては前年を若干上回っているが、倒産件数は1月は599件と、90年代前半頃の極めて低い水準まで減少した。やや特異な数字が出ているのかもしれないが、いずれにしても信用保証制度による資金供給が

倒産の減少にかなり強く反映された状態になってきているとみている。

中原委員

マネタリーベースの3か月前比の年率は非常に下がっている。恐らく統計開始以来初めてであると思う。

山本企画室参事

12月の銀行券の動きはどのように説明をすべきか考えてしまう程大きな階段状になった。1、2月はその階段を残したまま通常のペースに伸び率が戻ってきているイメージであり——3月の動向をみないと分からないが——前回も申し上げたように色々な要因が重なっていたものと思う。ボーナスの支給額が悪いのもそうであるし、12、1月が特に凹んだのは、年末年始の実質的な休暇期間の短さも恐らく影響していたと思う。また、企業金融やインターバンク市場の動きからみると、確かに色々な意味で金融システム不安がこの一時期集中的に緩和してきた状況にあり、そうした影響もここに出ていると思う。

中原委員

1月のマネタリーベース3.6%、M2+CD 3.6%は両方とも重なったということか。

山本企画室参事

2月になるとマネタリーベースの方が戻すと思われ、再びマネタリーベースの方が上にいくと予想される。

三木委員

20兆円の特別信用保証制度枠を利用する場合、銀行から保証をもらって借りる期間は6か月か。

山本企画室参事

5年程度と長い。

三木委員

長い方が多いのか。

山本企画室参事

然り。

三木委員

しかし一度借りれば、それで終わりか。

山本企画室参事

借りっぱなしになっている。

三木委員

1年物で借りたとすれば、1年経った時点で返さなければならないため、ローリングはできないのであろう。

山本企画室参事

ただ、保証枠自体は枠として設定されており、期中返済があれば、その分だけ信用保証協会の方は保証がつけられる。

三木委員

残高ベースで考えて良いのか。

山本企画室参事

そう聞いている。

中原委員

無担保は5,000万円までか。

山本企画室参

1社当り5,000万円までである。従って、その範囲内であれば現行制度が維持される限りロールオーバーは出来る。

速水議長

長期金利の動きが非常に神経質である。一旦下がったのが多少戻ってきている。市場の心理状態はよく分からない。

山本企画室参事

大変難しい問題である。マーケット自体は3月末を非常に意識していると思う。金融機関は3月決算がどうなるかを非常に強く意識しているため、3月期末に大きなキャピタル・ロスを抱え込みたくないと、非常にナーバスになっている。従って、例えば入札が不調といった多少悪いニュースが出ると一斉に慎重になってしまう。ボラティリティー自体は3月末で決算がみえてくるにつれて、安定した行動パターンに入ってくるのではないかと思うが、現在はリスクに対して非常に神経質なビヘイビアになっていると認識している。

篠塚委員

それは年度末にはいつも意識されることではないか。97年度末の段階では余り大きく上がっていない。

山本企画室参事

期末の問題は本来的には常に意識されるはずであるが、利回り自体が元々低水準であるため、利回りが上がった際のディーラー・サイドの感じるリスクの大きさがどうしても高まりがちなのではないかと思う。決算の

方も商品勘定については時価評価されるため、直ちに決算にも反映されるという意味で決算内容に対する意識も強まっている。

速水議長

今井経済企画政務次官が退席されるご予定なので、両政務次官に発言があればお願いします。

今井経済企画政務次官

最近の経済動向をみると景気は低迷状態が長引き、極めて厳しい状況にあるものの、一層の悪化を示す動きと幾分かの改善を示す動きが入り交じり変化の胎動も感じられている。このような厳しい経済状況の下であるが、平成 11 年度の予算案は先週衆議院を通過し、現在は参議院で審議頂いているところである。政府としては緊急経済対策に示されている諸施策を推進することにより、不況の環を断ち切り、自律的な景気回復を実現するよう全力を尽くして参る。

金融政策におかれては、前回の金融政策決定会合で金融市場調節の一段の緩和をご決定頂いたところであるが、これは企業等に十分な資金供給を確保する等の意味で景気回復に資するものと期待している。引き続き適切な運営をお願いしたい。

谷垣大蔵政務次官

政府の経済財政運営の考え方等について一言申し上げたい。

今井経済企画政務次官からもお話があったように、我が国の経済の現状をみると、景気の改善を示す動きも幾分みられるが、低迷状態が長引き極めて厳しい状況にある。政府としては、現下の厳しい経済情勢に対応し、緊急経済対策を始めとする諸施策の実施に全力で取り組んでいるところである。さらに、平成 11 年度予算については、当面の景気回復に向け全力を尽くすとの観点に立って編成したところであるが、2月 19 日に衆議院を通過し、現在参議院でご審議頂いているところである。なお、税制については、公明党にも賛成

頂き衆議院を通すことが出来、これも参議院でご議論を頂いている。

また、長期金利については、最近の動向等を踏まえ、大蔵省においても国債発行のあり方等について何ができるか検討して参ったが、2月16日に次のような措置を決定した。第一に3月発行分の国債の年限別発行額の振替えを行なうことにした。これは国債の各月の年限別発行額について、年間の発行額を踏まえつつ、その時々の方場の動向を勘案して適切に設定するという観点から、3月発行の10年債の発行予定額を1兆8,000億円から4,000億円減額し、中期国債、すなわち2年債、6年債に振り替えることとしたものである。この3月発行の10年債については、最近の国債市況等に鑑み、クーポンを2月債と同水準の1.9%として2月23日に入札が行なわれたところである。平均利回りは1.836%であった。第二に資金運用部による国債の市中買入れを実施することとした。これは現下の市場の動向や資金運用部の状況等を勘案し、資金運用の一環として本年2月および3月において実施することとしたものである。具体的には各月2回、各1,000億円程度を基本として入札を実施する予定となっており、これまでに2月19日および24日に2月分の入札が実施されている。

これらの措置が先般の金融政策決定会合で決定された措置と合わせ、全体として市場の安定と我が国経済に対して好ましい影響を与えることを期待している。審議委員各位におかれては、ご審議にあたり、政府の経済財政運営の考え方等についてご理解を賜るようお願い申し上げます。

(午前10時36分今井経済企画政務次官退室、
小峰経済企画庁物価局長入室)

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、執行部の説明を踏まえて委員から意見を頂戴したい。本日は今月二回目の会合であり、討議のベースとなる前回の判断を振り返ってお

く。公共投資の増加から経済情勢の悪化テンポは緩やかになっているとの現状認識を示しつつも、先行きについては企業収益や家計所得が依然悪化を続けていることなどを踏まえ、民間需要が速やかに自律的な回復に向かうことを展望するのは難しいと判断した。また、海外情勢の不透明感に加えて根強い長期金利上昇や円高の影響に留意が必要であるとの指摘を行なった。こうした判断の下に金融緩和を一段と進めることを決定した次第である。

本日はこうした金融緩和措置の影響を含め、金融経済情勢が前回会合からどのように変化してきたかを中心に討議していきたい。当面の金融政策運営に直接かかわる事項については、後刻討議して頂く。本日は篠塚委員から始めて頂きたい。

篠塚委員

実体経済に関して、特に目立った動きはないのではないかと思う。その中でも三点ほど注目すべき点を挙げる。第一にマンションの販売が4か月連続増加というプラスの要素が現われてきている。ただ、この背景にローン減税がかなりプラスとして効いているとは思いますが、来年は3年に一度の固定資産税の評価替えの年に当たり、さらに地方自治体の財政状況も非常に厳しい折りから、この見直しが住宅投資に対して不安材料の一つになるかもしれないと懸念される。二番目に所得環境、消費環境が非常に悪いが、最近の幾つかのヒアリングの中でも、リストラ計画に伴い賃金カットが現実起きてきていると聞かれることも懸念材料である。例えば、ある造船会社では賃金10%カット、組合側もそれを雇用確保のために呑んでいるということであり、実際にデフレ状況がかなり進みつつある。三番目は、一段の金融緩和を行なった結果、一つの大きな変化として為替が円安に動き、輸出企業にとってプラスになっている。

次に金融情勢に関してはかなり大きな変化が起きたのではないかと思う。一番目は預金金利に関しどのような影響が起きたか、二番目は貸出金利に関してどのような影響が起きたかである。まず最初に預金金利につい

ては、コール市場でかなり普通預金にシフトしているという説明が先程執行部よりあった。普通預金金利は据え置きのまま通知預金金利、定期預金金利は引き下げられたためとのことだった。その結果、預金の流動性の高さに応じた金利差がなくなってしまう事態が起きている。預金者からすれば、ほとんど同じ金利の中でより流動性が高い方が良いということが起きるのではないかと思っている。従って、普通預金にシフトが進む懸念があり、まだそのようなデータはないが、銀行にとっては流動性負債比率が高まることになるのではないかという点を指摘したい。家計の預金者の立場からは、定期預金でも金利が下げられている訳であり、家計の消費マインドがただでさえ防衛的になっている時に、さらに防衛的になるのではないかと懸念される。

二番目は貸出金利について、短プラ、長プラは現時点では引き下げる動きがみられないということである。特に、短プラは0.1%程度が現実的な最小限の引き下げ幅であるが、金利変更に伴う事務コストを勘案すると、その程度の金利変更は避けたいとする金融機関が多いということであった。つまり、先般2月12日の金融緩和に伴い、調達コストが下がってもその低下幅は僅かであり、貸出金利の引き下げに係る事務コストまで含めて計算すれば、採算が取れる形で貸出金利を引き下げられるレベルではないことになる。これがこのまま続けば、金融緩和の効果が企業金融に及ばないのではないかと思われる。既に超低金利にある中で、一段と金融を緩和しても、もはや採算の取れるような運用コストを得ることが難しくなっていると窺われる。

以上の預金金利と貸出金利の現状の状況から考えると、預金金利が下げられていて、貸出金利の方は住宅ローンの固定金利が変わらず、変動金利については引き下げがあるので、変動住宅ローン金利についてはプラスだが、短プラ、長プラはまだ変更がないため、一段の金融緩和は企業金融の調達コストにまだほとんど影響を与えていない。以上の二点が今回の金融緩和のもたらす留意点ではないかと思う。

植田委員

実体経済については、月末に指標が色々出るため、それを見た上で次回決定会合で前回からの変化を纏めてお話したい。前回の政策変更以降の長期金利の動向およびその意味することについて、コメントを申し上げたい。先程来若干の議論があったが、長期金利は一応下がってはいるものの、どの程度持続するか、まだ不確定であり、今少し見極める必要があるかと思う。ただ、現時点で判断する限りは政策変更以前と比べて下がっていることは確かであり、これをどう評価するかである。この間の大きな変化は金融政策の変更と資金運用部による変更である。どちらが効いたかという点に関しては、厳密な分析が難しい訳だが、少なくともタイミングで判断する限りは資金運用部の政策変更の方が効いたとみるべきではないか。これに伴い、円安も進行したということである。勿論、金融緩和が全く影響しなかったかという疑問であり、特にマネーマーケットでは明らかにオーバーナイト金利引き下げの影響が圧倒的であったと思われるし、国債市場でも中期ゾーン辺りまでに、ある程度金融緩和の影響があった。円についても影響があったかもしれない。結局は市場関係者のヒアリングベース等の証拠しかない訳であるが、そのようにみられる。

仮に、長期金利が特に資金運用部の措置等に伴いある程度低下したとみると、2月初めまでの長期金利の上昇については何が言えるか考えてみた。国債発行残高の増加は、財政赤字が影響していたことは確かであるが、今申し上げたような動きから判断すると、長期金利の上昇は例えば長期的なインフレーションに対する懸念よりは、取り敢えずは短期の市場関係者が指摘する需給要因、あるいは私が前回説明したリスク・プレミアム要因が大きかったのではないかという見方が出来なくもない。すなわち、民間セクターのリスクテイク能力に比べて、例えば公的部門が購入する分を控除した長期国債の発行額が増大したこと、さらにリスクテイク能力そのものが期末要因や不安心理の広がりにより低下したことなどがある程度効いていたとみざるを得ないのではないか。他の要因を排除する訳ではないが、そうだと思う。このインプリケーションとして素直に考えると、ツイスト

オペはある程度有効なのではないか。つまり、資金運用部の措置は発行サイドでの満期構成の変更及び長期国債を多少大目に買い入れるということであるが、長期国債を買わなければ恐らく短期での運用に回っていたと考えられるため、全体としては広い意味でのツイストオペを行なったとみることが出来ると思う。それにより長期金利が低下したのであれば、ツイストオペは有効であるという議論が当然生じてくる。

その上で私の考え方であるが、狭い意味で厳密にツイストオペを理解すると、定義によって直接的な財政赤字のファイナンスではなく、従って日本銀行としても今後こうしたオペはアプリアリに排除する必要はないと考える。但し、何度も効くか、あるいは数週間、数か月間を置いた場合に効いたといえるのかどうかは非常に不確定である。一時的な不安心理等によりリスク・プレミアムが上昇している場合には、こうしたオペが効くかもしれないが、構造的にリスク・プレミアムが上昇している、あるいはインフレ期待がかなり根強く発生しつつある場合には無理なのではないかという直感がある。いずれにせよ、金利上昇の要因に分けて、併せてツイストオペを旨く使えるものなのかどうか自明ではないため、十分な検討が必要である。

ややコントロールバーチャルなことを申し上げるが、こうした話を拡張解釈していくと、市場関係者の指摘するとおりに需給がある程度効くかもしれないということになる。従って、長期国債買いオペはどのようなのかという議論に繋がっていく訳であるが、それに関連して一、二申し上げたい。谷垣大蔵政務次官が出席されているが、正直に考えるところを申し上げる。例えば、日本銀行が国債の購入は短期債に限る形でマネーを出すか、短期債の購入のみを増加させる姿勢を貫いたとしても、資金運用部が一方で短期債を売り、その資金で長期債を買う場合、両方合わせて政府部門とすれば、全体としては長期債の買いオペを増額したのと同じことになる。従って、仮にある程度ツイストオペのようなものが効くとすると、——そもそも為替レートはある意味で大蔵省の管轄下にある訳であるが、——我々が短期金利をコントロールしていたとしても、大蔵省が長期金利をある程度操作

できる可能性が出てくる。円と長期金利は金融政策が及んでいく主要なチャネルの二つであり、そうしたことで良いのかについては真剣な問題意識として持っていないとは思わないと思う。勿論、ツイストオペ等は常に大きく効く訳ではないため、非常に心配をする必要があるかどうかとなると、大したことではないのかもしれない。

いずれにせよ、こうした点を含めて国債周りについて我々の間で今少し真剣な検討が必要であるということである。第一に長期金利の決定要因、足許の金利の動きについて今少し綿密な分析をする必要がある。先程申し上げたようにツイストオペはあるいは効くかもしれないという一時的な状況にあるが、これについて中長期的にどう考えるのか。さらに、長期国債のオペについては当面方針を変更しないことで合意していると思うが、マネタリーベースの伸びが金融緩和により大幅に上昇したり、あるいは逆に低下してくるといった局面で我々として買切りオペの金額をいかに決めるのか。そうした点はどこかの時点で真剣に議論し、政策委員会として決めておく必要がある。本日検討すべきであるという訳ではないが、問題意識として投げかけておきたい。

山口副総裁

経済情勢の評価自体については新しい指標も格別ないため、前回の判断、つまり民需の動きは全体として弱い状態が続いており、景気の回復を展望できる状況にはないという判断で変わりないと思う。前回の緩和措置を採った際の主たる根拠は、以上のような経済についての判断をベースに持ちながら、その判断についてさらに市場環境の面から追加的なリスクが生じてきていると認識し、その追加的なリスクに対して金融政策のできる範囲でアクションを採ったということだと理解している。従って、我々の採ったアクションが市場環境に対しいかなる影響なり効果なりを持ち始めているかという点が今回の評価のポイントになる。その点について簡単にコメントしたい。

第一点は為替相場である。為替相場は115円を基点に取れば5%程度円

安になっている。今少し遡り 110 円を基点にとると、8、9%程度円安方向である。これは金利の引き下げ措置のみがもたらした影響ではないと思うが、我々のアクション自体もそれなりの効果を持ったということである。こうした相場水準が持続するならば、我が国輸出産業にとってはかなりのサポートになるのではないか。

長期金利については若干落ち着きの方向に向かっている。事務局の報告には、大蔵省の国債管理政策上の措置と日本銀行の金利引き下げの措置の両面から影響が及んでいると書かれている。植田委員からはどちらかと言えば大蔵省の採った措置の影響の方がより大きく出ているのではないかという評価があった。私はそこはまだ余り明確ではないように思っている。すなわち、オーバーナイト・レート引き下げのマネー・マーケット全体に対する波及の度合い、あるいはボンド・マーケットの中でも中期ゾーンに対する波及の度合いが比較的強めに現れている状況になっており、そうした状況がボディーブロー的に長期金利に響きつつあるのではないかという気がする。今少し時間の経過の中で明確な評価をしていきたい。また、買いオペを増やさないという 2 月 12 日のアナウンスメントの影響は余り分からないが、少なくともこれまでのところ、そのアナウンス自体が悪い影響を及ぼしたという状況は出ていないのではないか。長期金利の落ち着きどころは当然まだ分からない。植田委員からかなり詳細な分析があった国債の大量発行が何時、いかなる形で収束に向かうのかについて現時点では展望がない訳であり、展望がないこと自体がある種のリスク・プレミアムの上昇をもたらしているのではないか。この辺の長期金利の決定要因について、今少し綿密な分析が必要であるというご指摘はそのとおりである。これまでの我が国の長期金利の推移を歴史的に振り返ってみると、私見ではあるが、やはり経済全般の情勢、物価情勢についての先行きの見通し・展望がドミナントな影響を持っていたと思われる。従って、現在の我々の経済全般に関する判断が正しければ、そちらの面からは今少し金利の低下に向けた圧力が働くと思う。国債発行の展望、あるいはその展望のない状況と、それがいかなる綱引きになっていくのかは今少し見極めるほかはな

い。

金利そのものの動きとは多少離れるが、やはりこれだけ大きな変動をみせている長期金利に対し、日本銀行がいかなる形で関与していけるのかについて、植田委員から一つの角度からの提案があった。加えて、やや迂遠なことではあるが、国債市場のストラクチャーというか、例えば流動性をどうして今少し与えていくことが出来るのかといったことを、大蔵省、あるいは市中の市場関係者とも協力して改善を施していく余地はなお多々あると思う。我々としてもそうした方面において、多少工夫し具体的な提案を出していったらどうかと思う。

後藤委員

実体経済についての基調判断については、前回に比べて変更すべきデータなり、事態の変化は起きていないと思う。一つだけマンションの販売増加、在庫減少の傾向がはっきりしてきたという明るい情報はあるが、何とんでもマンションはまだ在庫が非常に沢山あり、恐らくこうした傾向が暫く続くとしても、用地の手当てや建設の増加に結びつくにはなお時間がかかるのではないか。ミクロ情報によると、現在のマンションの売れ筋は30代前半の一次取得者が中心であり、既に住宅を持っている人が買い換えるという、自分のストックの減価を乗り越えて取得するという二次取得者はまだ動いていない。あるいは、今回の減税もまだ浸透の度合いが十分でないためか、高額物件の多い東京、大阪、名古屋辺りまでで、福岡や札幌まではどうも及んでいないというミクロ情報もあり、期待しつつ住宅投資の今後の成り行きを注目していく必要があるのではないか。

次に金融面であるが、前回会合以後に長期金利、中期の国債利回りから短期金利に至るまで金融政策の変更、あるいは大蔵省の国債管理政策の変更に伴い好ましい変化が出た。株も1万4,000円台をキープしている。この中で、日本経済にとって一番影響のあったのは金融面そのものではなく、円の為替レートではなかったかと思う。また、長期金利の今回の低下あるいは本来わが国の金融市場での長期金利の形成の在り方について、植田委

員、山口副総裁から発言があったが、私もそこは今少し掘り下げて検討していく必要があると思う。誘導金利の引き下げに伴いコール市場でもオーバーナイトからターム物へ、あるいはコール市場から普通預金へというシフトが起き、CPやターム物の金利も下がっている。準備預金の積みの進捗率等にも促進的な効果を与えている。金融面での影響が色々出てきているが、中原委員が意見を述べられたように、もう一段先に踏み込んでみると、どういう影響がどこに最も大きく出てくるのかが明確には掴めないところがあるように思う。

武富委員

目先の景気については、特段のコメントはない。政策運営に広い意味でかかわるテーマについて、二点申し上げたい。一つは製造業のコスト競争力と為替相場についてである。前回の緩和措置により超低金利と適度な為替相場という組み合わせで政策的にマクロの枠組みを整備することが一段と鮮明になった訳である。ただ、為替相場はどの水準であれば景気に対してニュートラルなのかネガティブなのか、あるいはポジティブなのかという尺度が引き続き明らかでない。グローバルスタンダード銘柄と称されるような有力企業に対して私が抱いている印象は、90年代前半に比べると彼等が適正と考える為替相場の水準が若干円安気味になってきているのではないかということである。今一つは、国内部門と海外部門に分けた場合、企業収益に関して国内部門よりも海外部門に期待する姿勢がかなり明確になっているように思う。恐らく目先3月の期末決算との絡みで98年度の収益計画で前提としていた為替相場水準と現実の相場との間には乖離があり、収益目標を極力達成したいという認識からはまだ多少円高だという感覚もあると思う。ただ、多少中長期・構造的にみて、海外部門あるいは為替相場に対して経営的な意識が強くなっているように思う。それは、製造業のコスト構造が以前よりも良くなっている面があるはずだと思うからである。

一つはバブル時代の大型設備投資の償却負担が、既に10年経つため減っ

ているとも思われるし、日銀の先般の製造業、非製造業に関するレポートにもあったように、製造業における中間投入コストも内外価格差の縮小プロセスにおいて低下してきているのではないかと思うからである。それにもかかわらず、為替相場に対する感覚が収益との絡みで多少円安に振れているのは、恐らく国内部門における売上げ数量の減少と販売単価の低下から、国内部門の利鞘が薄くなっており、どうしても輸出部門を相当戦略的に位置付けなければならなくなってきたことがあると思う。そうした観点で執行部にも以前から産業部門の分析をお願いしているが、先行きの一つの分野として今申し上げたような観点から再度産業部門、特に製造業の収益構造、コスト構造、それを規定する為替を含む色々なパラメーターの影響を押えておいて頂きたい。さもないと、先行きの金融政策運営に当り為替相場や長期金利の産業に対する影響を色々評価する際、なかなか明確なことが言えないという感じを最近とみに強くしている。

二点目のテーマは、日本経済の抱えている問題とそれに対する政策対応の体系に整合性があるのか、あるいはミスマッチがあるのかという点である。これは実際に行なっていることにミスマッチがあるかというよりも、むしろ市場や国民の間でミスマッチした期待があるのではないかということである。現在の日本の経済問題の見方を一つ申し上げる。ジャパン・インクの資産、負債をみると、資産サイドには毀損したもの、含み損を抱えているもの、過剰なもの、収益性が低くなっているもの等があり、一方で負債の方はなお残存しているというバランスシートの構造があり、その中から生まれてくる収益も比較的少ない。従って、PLとバランスシートの関係が必ずしも正常ではない。言い換えればROAが低くなっており、それに対して色々な対策を打ってきている。まず金融システム対策は産業側の毀損した資産とそれに見合う負債を金融機関側で処理していくことであり、これは一つの非常に有力な道筋である。また、財政政策で需要を付けるのも、過剰な資産、つまり需要との見合いで過剰になっている設備等の資産ストックについては、財政から需要を付けることにより需給ギャップを縮めるという努力であるため、これもその限りにおいて妥当な

政策である。低金利、円安という組み合わせも色々なルートを通じてこうした問題にプラスに働いていると思う。残っている問題は、まだバランスシートに計上していない収益性の高い、過剰でない有形固定資産をどう積み上げていくかという部分である。既往ストックの供給部分と新しい供給の部分にそれぞれどのように政策対応するかはなかなか難しいし、基本的には企業の自助努力に任せた方が良い部分はある。しかし、税制や金を余り使わなくても済むような色々な施策の余地はあり、そうしたことを早く実施する方が現在の日本経済が抱えている問題を解決する近道なのではないかと思う。

そうした観点でみると、最近色々出てきているマネーサプライの論議や量的緩和の論議は筋違いとまでは言わないが、政策体系の中においてどの程度優先順位が高く、有効度が高いと思念すべきことなのかと思う。つまり、バランスシートの両サイドを減らしていかない限り経済は回復しないし、そうした中で金融機関を通じて貸出しを拡大していくことは、負債を減らすプロセスが続いている限りなかなか難しい。従って、仮に何か行なうとすれば、先程指摘したまだバランスシートに計上していない新しい収益性の高い有形固定資産を積み上げていくことに見合った負債をどう作り出すかということだろうと思う。その意味で、量的緩和やマネーサプライそのものを否定するものでは全然ないが、このタイミングでそうした措置を打つのは、効果が出ることに重点を置くとすれば、やや時機尚早だと感じる。

三木委員

まず、経済動向について、実体経済が底這い圏内であるという前回会合の認識に変化はない。景気回復の芽もなかなか出てこない、底這いの期間がかなり長引く公算が強いという見通しも現段階では変わっていない。現状よりも落ち込むことはないが、厳しい水準で底這いが長引くという実体経済にとっては依然として悪いシチュエーションにある。特に、企業の98年度決算は大幅下方修正見通しが続出しているが、さらに一部には巨額の

赤字計上の動きも出てきており、その意味では益々マインドが悪くなっていると思う。

ミクロの点で変わったのは二点のみである。一つは公共投資であり、先程村山調査統計局長からの説明の通りだと思うが、11月、12月、1月と振れが大きくなっている中で1月は伸び悩んでいる。基本的には事務工期が長くなっていることと、設計の超繁忙に伴う端境期に陥っているという理解で良いだろうと思う。物件は見えているし、あれだけの財政支出の効果は先行き必ず出てくるという理解で良い。ただ短期的には、赤字決算という極めて悪い決算を控える中で、関連企業にとってみれば一時的とはいえその分だけ需要が先に送られ、従って生産を落とさなければならない。同時に需給バランスが悪くなることにより、関連の製品については当然価格が下がり、益々企業決算の赤字幅を広げるという循環が一時的にはある。第二の問題は、これまで唯一比較的堅調だった造船が減産の動きになってきたことである。先程篠塚委員からある造船メーカーの賃金カットの問題事例が指摘されたが、まさにそうした動きを現わしている訳である。特に、98年度下期に原油安に伴いタンカーの更新需要が一気に抑制されて、これに韓国等との受注競争激化が拍車をかけ、造船の受注見通しが大きく落ち込んでいる。各社とも止むを得ず手持ち工事の食い延ばしに入り、減産体制を組み出している。ある大手造船では、VLCCの生産計画をこれまで年間6隻のピッチで行っていたのを、4月以降は2割減産の年5隻のピッチにダウンする。そうしたことが新たな悪い動きとして出てきている。

山口副総裁から、前回会合以降、市場環境の悪化テンポは緩んできているという指摘があったが、私は二重のシチュエーションの悪さだということを示し上げた。企業決算赤字化の問題やサプライサイドの構造調整とそのインパクトの問題、公的資本注入の副作用の問題等が極めて低水準の底這いをかなり長引かせそうな形勢を招いている点が第一のシチュエーションの悪さである。第二のシチュエーションが追加的なリスクになるが、そうした第一のシチュエーションの悪さに加えて長期金利の上昇、円高、株価の低迷が材料として出てきたと申し上げた訳である。その後、前回の

政策変更は皆さん指摘の通り各金融市場に波及浸透しつつある。為替相場も 113 円から 121 円まで円安化しているし、長期金利も 2.3%から 1.8% 前後まで低下してきている。大手銀行の債券の含み損益もトントンの状況まで戻ったのではないかと思う。株価も 14,000 円割れから 14,500 円の壁にチャレンジする流れに変わってきている。その意味では政策が効果を発揮し、第二のシチュエーションの悪さが实体经济に悪影響を及ぼすことを取り敢えず防いだといえるのではないか。

しかし、短期的には政策が効果を発揮しているが、安心しきれぬ状態では毛頭ない。第一のシチュエーションのうち、大企業の構造改革リストラの内容が 98 年度の赤字決算報道と相俟って圧力となっている訳であるが、財政は十二分に出動し、金融政策も金利水準が限界に来ている中で効果を発揮している。こうした政策と相俟って企業は新製品開発あるいは技術開発により需要を掘り起こす——先程武富委員の言われたバランスシートに載っていない新しいものに繋がると思うが——とともに、設備廃棄によるサプライサイドの構造調整リストラを何としても推進していかなければならない。そうした合わせ技の中で、景気回復の道筋を開いていくということだろうと思う。しかし、こうしたことは企業の雇用削減にもろに繋がる訳であり、企業の雇用削減の動きが拡大した場合にどう対処していくかが問題となる。賃金の面でも今春闘の最大のテーマは第一次オイルショック以降恐らく初めてのベースダウンが起きる可能性が強まっている。さらに、大半の企業では夏季賞与の大幅ダウンが避けられない。こうした動きは経済をデフレ・スパイラルの方向に進める懸念があるし、特に当面の設備投資の落ち込み度合いと消費動向には引き続き目が離せない。また、政府のこれ以上の財政面での対応余力は非常に乏しい訳であり、やはりここは政策対応として失業対策に焦点を絞った強化とリストラ絡みの設備廃棄促進策について政策減税を併せて念頭に置いておく必要がある局面ではないか。

このほか、海外情勢をみると米国の貿易赤字がアジア・日本の黒字と結びついて拡大しており、鉄鋼等が中心になっている貿易摩擦との関係でよ

り注視していかざるを得ない状況である。従って、輸出数量の増加は益々難しくなると思う。為替レートは120円近辺まで円安化しているが、企業の98年度下期の想定レートとの対比ではまだそれ程の円安ではないし、11年度の経営計画では輸出のマイナスを見込む企業が非常に多いことを考えると、少なくとも110円を割るような円高は回避すべく介入を促すという選択肢は是非続けていく必要がある。山口副総裁の言われる追加的なリスクについては前回にアクションを採り、その評価も言われるとおりでと思うが、この追加的なリスクがさらに起きる可能性があることも念頭に置いておかなければならない局面ではないか。金融政策はその点を念頭に置いて考えなければならない。

中原委員

景気動向指数が出ていないため極く直近のことは申し上げられないが、1997年の1～3月を100として今回の景気下降局面を調べてみると、一番特徴的なのは民間消費が1997年のファースト・クォーターを100とするとして以降一貫して水面下に來ていることである。しかも、ほとんどは95前後で横這いになっている。これは非常に異常な事態である。何回かの景気後退期と比べてみると、例えば景気後退期後、逆に上がってきたのが1977年1～3月に始まるいわゆるミニ調整期であり、それ以外でもバブル崩壊期の平成不況、第11循環も非常に高い率で消費が100を超えて伸びてきている。円高不況の第10循環もそうである。世界同時不況と呼ばれた1980年のファースト・クォーターから始まった第9循環の時ですら消費は極く低水準ではあるがプラスになっている。今回のように全く消費が不振なのは非常に希有なケースであり、これが今後の動向を占う鍵になる。最初の段階では輸出が伸びてきた。それから公共投資は去年のサード・クォーター過ぎ頃から漸く出始め、100を超えてきたところであり、非常に遅く出てきたという感じである。こうした中で設備投資は一貫してマイナスでありそのマイナスの度合いが非常に大きくなってきたのが特色である。輸出はこの先行きについては恐らくダウンしてくるのではないかと

思われる。従って、現在のところは公共投資のみが支えるようになってきている。さらに住宅投資がどこまで支えられるかということになってきている。

まず個人消費をみると、依然として雇用、所得の不安があるため、不振を極めている。エンゲル係数が上がってきているということもあるし、私の予測では今年の夏にかけてかなり弱くなるのではないかと大変心配している。春闘ベアがゼロか、あるいはネガティブになるというようなこともあり、非常に問題が起きてくるのではないか。百貨店の1月、スーパーの1月いずれもマイナスである。自動車生産の1月も-7.8%、本年度は恐らく1,000万台割れであり、自動車の生産計画をみても、2、3月と落ちてきており4月には記録的な落ち方をするのではないかという予想もある。個人消費の前途はなかなか大変である。住宅は一つの期待材料であるが、これも恐らく98年10~12月はマイナスであり、本年1~3月についても恐らく伸びても精々GDPの中では+1%前後ということであり、これも大きな期待はできない。従って、問題は輸出がどこまで下支えできるのかということと、公共投資が98年第4四半期から急上昇しており、恐らく今年の第3四半期頃までは続くと思うが、その間に巧く民需へバトンタッチできるのかということになってくると思う。最近の景気指標でみると、例えばテレビ、ラジオ、新聞、雑誌の四媒体の1月の広告取扱高が前年同月比-9.9%となっている。東京電力の99年1月の販売電力も-4.2%、中身の一番悪いのが繊維で-16.2%、鉄鋼が-14.3%、石油化学が-11.3%、輸送機械でも-9.0%であり、軒並み非常に悪くなっている。私の印象では一時的に立ち直りかけているようにみえた景気が今後再び悪くなっていくのではないかと心配しているところである。

そうした中で一番気懸かりなのは地価の動きであり、地価が再び下がり出すのではないかとこの恐れを抱いている。マネタリーベースが急速に減少しているのは恐らく土地取引の減少が非常に効いているのではないかと感じており、地価の動向から目が離せなくなったと感じている訳である。調統局のミクロのヒアリングでみると、最近のマンションブームとって

も在庫から売っており、実質的な価格も下がってきているため、戸数は増えても価格ダウンになっている訳である。都心集中の反動として、郊外の地価が下がり出していることもあり、地価の動向が非常に心配になってくる。

そうした中で、目先一番心配なのはやはり3月決算がどうなるか、設備の廃棄がどうなるか、つれて雇用がどうなるかである。3月決算は非常に悪くなるということであり、土地や株の含みがなくなり含み損の状態になっていることに加え、最近では国内の債券も含み損になってきている厳しい環境の中でいかに決算するのか心配である。最近やはり公認会計士と意見が合わないというケースが非常に出てきている。この3月決算で公認会計士から限定意見を付けられる決算がかなり出るのではないか。それが全体のコンフィデンスに悪影響を与えるのは勿論である。3月決算を越えると、次に過剰設備の廃棄という問題がある。主要な基幹産業においては過剰設備が大体2割から3割程度ある。この過剰設備をどのように処理するかということが否応無しに出てくる訳である。かつてであれば、通産省が中に入って然るべき手を打ったと思われるが、今日の情勢下ではそれができない。従って、最悪の場合には、過剰設備の処理をできないまま業界の中で弱い方から次々と倒産していく可能性が非常に強まってきたのではないかと考えている。その場合は、勿論雇用が影響を受ける訳である。

日本で一番問題になっているのはROEつまり株主資本に対する収益率を上げることであるが、法人企業統計のベースでは、ROEを1%上げるためには約50万人の首を切るか、賃金を1.3%カットしなければならないという一つの試算結果が出ている。つまりROEを1%上げるためには、失業率が0.7%上がるか、あるいは賃金が1.3%下がるということである。日本ではいわゆる潜在失業者が少なくとも400万人程度存在するのではないかとこの予測があり、仮に400万人とすれば、50万人の8倍であるから、そこでROEは8%上がる訳であるが、 $8 \times 0.7\%$ で失業率が5.6%高まる。これを止めるためには、賃金を10.4%アクロス・ザ・ボードでカットしていかなければならないことになる。恐らく雇用はこれまでは遅行指数だと

みられていたが、アメリカではこれが一致指数になっているように、日本でも一致指数的な意味を持つ日が遠くないのではないかと考えている。

円高、長期金利高等について議論が出ているが、私は円安について色々計算してみると、121円から122円が一つ止まる水準である。これはかなりの止まり目であり、恐らくここで止まり、次の展開を待つことになると考えている。一つの可能性としては、3月の末にかけて決算絡みで外貨資産を売り、日本へ資本の還流を図る動きが強まってくるのではないかと考えており、その意味で3月末にかけて円がどのように振れていくかが一つの注目点である。長期金利については8年間に亘る大相場の終焉であり、転換したと何回も言っている訳である。一つの事実として、マネタリーベースの3か月前比年率をとり、主要国債の利回りから国内の総合卸売物価を引いたもののグラフを二つ付け合わせると、奇麗な逆相関関係になっている。やはりマネタリーベースの減少は是非とも避けなければならない。最近の3か月前比のマネタリーベースの変化をみると、98年12月は-6.7%、99年1月は-8.2%であり、統計開始以来最大の落ち込みになっている。これをどのように考えるかである。武富委員が量的緩和は時機尚早であると言われたが、私は量的緩和が是非必要な段階にきたのではないかと思う。政策効果にはタイムラグが常にある訳であり、それを考えると、量的緩和に真剣に取り組む時に来たのではないかと思う。

いずれにしても、出荷と在庫のバランスが回復したなど、色々明るい面もあるが、再度景気が下振れすれば、また在庫調整が始まらないかということもあるし、一番大きいのは過剰設備をいかにスクラップするかということであり、これは雇用に対する影響もあるということをお願いしたい。

速水議長

藤原副総裁が国会から戻らないため、ここで中断させて頂く。藤原副総裁が不在中の意見は別途メモないしはテープで聞いてもらい、午後は藤原副総裁から始めることにしたい。

(午前 11 時 46 分中断、午後 0 時 33 分再開)

速水議長

藤原副総裁も帰ってこられたので、会議を再開したい。

山本企画室参事

先程報告した信用保証制度について、一点だけ補足させて頂く。三木委員からの質問であったが、現在の信用保証制度の特別保証枠は保証期間が運転資金で5年以内、設備資金で7年以内となっており、ほとんどが長期のものである。また、これは時限措置の形をとっており、取扱の期間は平成12年3月末までである。従って、この間までに約定してもらえば、最大5年ないし7年借りられることになる。また、保証限度額は2億5,000万円で、このうち無担保・無保証部分が5,000万円以内となっている。

速水議長

それでは、午前中の各委員の意見の概要については、この間にレクチャーを受けて頂いたので、藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

執行部から一昨日手交された資料を読み、かつ中座した時間内における皆さんの議論はテープ等で伺ったので、その臨場感を踏まえて意見を述べさせて頂く。

まず、実体経済については、前回会合に比べて大きな変化はないと思う。すなわち外生需要面では公共投資は増勢から減少した。輸出は横這いから増加した等の動きがみられたが、いずれも一時的な動きで基調に変化はなく、この二項目が相殺し合っている感じである。国内需要の方もほとんど変わりなく、個人消費は低迷を続け、設備投資は減少、住宅投資は底を打った感が強いということであり、前回の判断が依然今回まで続いていると思う。

短期金融市場については、オーバーナイト金利の低下幅を上回ってターム物金利が低下している。オーバーナイト金利の低下に伴い、短期金融市場にはかなり大きな変化が起こっていると看取される。それが資金決済面で支障をきたしているという状態にはないが、変化のピッチは早い。市場に混乱を招かぬよう、ディレクティブにあるとおり慎重に調節を続けていく必要があると思う。長期金利のマーケットは落ち着きを取り戻した状況にある。しかし、今回の上昇の背景として、一つには民間部門のリスクが政府サイドに移行したこと、今一つは将来に亘る財政赤字の懸念が依然続いていることがある訳であり、そうした大きな要因がわだかまっている限りは、今後とも楽観は許されない。前回の政策決定会合で認識を共有したとおり、日本銀行としては長期金利を直接コントロールできないということとをさらに明確にしておく必要があると思う。為替相場が、1ドル120円台に下落したことは、日本経済のサポート材料になっていると思う。こうした落ち着きつつある相場の動向は、先のG7でも大方違和感なく受け入れられたのではないかと思う。そうした一方で注意していかなければならないのは、日米貿易摩擦のセンシティブアイテムについて既に色々な動きが米側にあるし、貿易収支も大きな問題として摩擦再燃に繋がる恐れがある点である。

速水議長

それでは、追加的なご意見、ご質問なりをどなたからでもどうぞ。

山口副総裁

先程、植田委員から長期金利とそれに対するある種の対応について重要な問題提起があった。申し上げるまでもないが、この問題について今後オープンマインドで考えていきたいという前提で、以下のコメントをさせて頂きたい。初めにツイストオペの効果について、植田委員ご自身も何回も行なった場合には効くのかどうかを疑問視しておられたように感じた。つまり、結局は長期金利の変動要因として、指摘されるような短期の需給

要因が必ずしもドミナントではない場合があり得るということではないかと解釈される。しかし、我々はその時々々の長期金利の変動について、これは短期の需給要因によるものなのか、それとも中長期の要因が作用しているのか、それぞれのウエイトはどうかを適切に判断できる状況にあるかという、そこは必ずしも自信がないところである。従って、そこを都合よくその時々で巧く使い分け、適切なオペレーションを打っていくことが出来るのかという比較的技術的な問題がまず考えられる。

また、ツイストオペレーションにおける売りオペは、コールレートがゼロになってきている局面で、本当に可能なのかどうかという問題がある。勿論、これは必ずしも厳密な議論ではない。厳密に考えると、現在預金保険機構向けに大量の信用供与を行ない、それに対応する資金吸収のオペレーションを現に行なっている訳であり——あるいは今後はそうしたオペがさらに増えていく可能性すらあるが——マネタリーポリシーの部分だけを切り出して議論を組み立てた場合、一方で長期国債の買いオペを行ない、他方でそれに見合う短期国債の売りオペを行なうとすると、ターゲットとしてきた金利がゼロになってきた場合には売りオペによるリザーブの吸収は必ずしも必要ないため、残るのは買いオペ一方になりかねないリスクがある。

三番目に、これはさらに重要な点であるが、長期金利に対してある種の対応を採っていく場合、それは一体何のためなのかという問題がある。金融政策が長期金利のコントロールをかなり重要な政策目標として乗り出していくのも一つの考え方である。それは経済活動に対して、長期金利が短期金利よりも大きな影響を持つという想定の下に、長期金利にむしろ積極的に関与していくというポジションを取ることになると思う。そうした考え方に私自身は反対だが、そうしたポジションとはまた異なった考え方もあり得るだろうと思う。幾つかのバリエーションがあるが、それはここでは立ち入らない。ただ、いずれにしても長期金利に対して中央銀行がかなり積極的に関与していく場合には、長期債のマーケットをある意味で殺すことに繋がっていく訳である。我々はこれまで長期金利の変動が映し出す経

済の実態を読み取ろうと努力し、それも政策を考える場合の一つの参考情報にして来た訳であるが、そうした情報が少なくなっていく、消えていくということもある。結果として、適切な金利上昇に対しても立ち向かわざるを得ない場合があると感じている。以上が取り敢えずの感想だ。

やや別次元の問題としては、やはり長期国債を抱えていくことに伴う日銀のバランスシートの変化をどう考えるべきかという問題がある。固定化が大幅に進むことのリスクは何かということであり、この問題は財政再建の展望がない状況だけに、多少先を展望すると割合深いと考えておくべき論点である。繰り返しになるが、以上のようなことも頭に置きながらオープンマインドで考えていきたい。

植田委員

反論ではないが、山口副総裁の意見に対する感想を申し上げたい。

中原委員

その前に、植田委員の過去の発言をノートに詳しく取ってあるが、2月12日13時22分から34分までの発言で、あなたは次のように言っている。意見が変わったのであれば、教えて欲しい。「買いオペの増大とマーケット・ツイストオペは大差ない」、「効くか効かないかはやってみないと分からない」、「一時的に効くかもしれない。」、「あるいはどんどんやってくれというリスクもあるかもしれない」と。今の山口副総裁のコメントに関しては、そういうことを言っていた。ポジションが変わったのであれば教えて欲しい。

植田委員

基本的には変わっていない。ある種の需給のようなものが効く状態であれば、ツイストオペでも長期国債の買いオペのみでも長期金利に若干の影響があるかもしれないということである。但し、後者は財政赤字の長期的なファイナンスに繋がるという期待を誘発した場合は、長期債市場に逆の

影響を与えてしまう可能性があるため、厳密な意味で前者を行なうことが出来たとしても、後者と前者は異なるであろうと思う。

2月12日の時点ではスタンスを明確にせずに、「効くか効かないか分からない」と申し上げた訳であるが、本日は先程申し上げたように、資金運用部の国債管理政策のこれまでの効果をみる限りでは、若干効いたようにみえたと申し上げた訳である。

山口副総裁の言われた点に対するクイック・リアクションとしては、ツイストオペが有効であるとすれば、短期の需給要因がリスク・プレミアム等を通じて効いている場合ではないかと考えられる。それ以外の要因により長期債利回りが動いている場合と巧く区別できるのかどうかという点については、従って今少し長期金利の分析を行なうべきではないかと申し上げた訳であるが、十分に検討しても結局は良く分からないという結論が出るような気もする。やはりリスクが高いため、出来ないという判断に至るのかと思う。ただ、そうであったとしても、そうしたプロセスを踏んでおけば、より自信をもって我々は出来ない、採れない政策だと言えるようになる。

さらに、ツイストオペは単なる買いオペと同じ方向に流れかねず、結局は単なる買いオペの増額になってしまうリスクはある。それを避ける一つの手段として、マネーの量に関するターゲットを設けておくことがあると思う。ツイストオペ等を量に関するターゲットを動かす形では行なわないことにすれば、一応の識別は出来るはずである。

何のために長期金利に関与していくのかについては、山口副総裁が言われた通り、私共としては長期債市場のいわゆるプライス・ディスカバリー機能を阻害しないことが望ましい。結局は最初の論点に戻る訳であるが、そのプライス・ディスカバリー機能に支障が生じていることが事前に識別でき、その部分のみに働きかけるような手段があるとすれば、それを使うことは正当化されるであろうと思う。それが可能かどうかは別の問題であり、常識的な答えとしては難しいということかもしれない。いずれにせよ、長期債市場で何が起きているのか、広い意味でのファンダメンタルズで金

利が動いているのか、一時的な特殊要因で動いているのかについては、我々がアクションを採るかどうかは別として、より肌理細かくみていく必要がある。

中原委員

しかし、揚げ足を取る訳ではないが、一時的な要因で動いているのか、ファンダメンタルズな要因で動いているのかを識別するのは実際問題として非常に難しい。いかに識別するのか。

植田委員

どのようなマーケットでも一時的な要因とファンダメンタルズな要因の両方があるが、そう簡単には識別できない。しかし、識別したいというニーズが以前からあることなのではないか。

中原委員

努力には敬意を表する。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に、当面の金融政策運営方針について意見を承りたい。まず、各委員の意見を順番に伺い、その後自由討議をしたい。篠塚委員からお願いします。

篠塚委員

まず第一番目に前回の金融市場調節方針変更のダイレクティブの表現問題について触れたい。中央銀行としては政策の意図を正確に表明しなくてはならない訳であるが、今回のダイレクティブについては、新聞あるいは通信報道等をみている限りでは政策の意図が十分正確に伝わっていない、あるいは誤解されている面がある。私自身にも責任があるが、例えばダイレクティブの中の「より潤沢な資金供給」、「マネーサプライの拡大

を促す」、「国債を対象とするレポ・オペについて積極的に活用していく」といった言葉である。あるいは「現在の短期のコール市場に混乱が生じないように」とか、「さらに一段と」、「一層の低下を促す」というように同じような言葉が多くあり、日銀の狙っているシグナルが市場に正確に伝わっていないのではないかと思う。

二番目の問題として、超低金利の中で一段の金融緩和を行なった結果、——まだ効果という程データが出ていないので、一時的な評価しかできないが、——既に何か限界に至っているような状況が出ているのではないかと思う。先程預金金利と貸出金利について申し上げたが、預金金利に関しては普通預金は変更されず、定期預金の金利が色々下方に変更されてきたが、期間が違ってても全く同じような金利状況になっていくことを考えると、流動性の高い普通預金に移っていく問題がある。貸出金利に関しても、コストだけが嵩み、採算が合わないため、変更しないのではないかと申し上げた。その点に言及している資料をみると、ある銀行では普通預金金利を現在のところ引き下げる動きはみられないが、無担保コール・オーバーナイト・レートと比較すればさらなる引き下げを検討すべき状況にあるとなっている。また、ある銀行の基本認識では、金利低下が無担保コールからターム物に移ってきた場合、ターム物市場調達のウエイトを高めざるを得ないが、資金調達コストの上昇に繋がるため、資金調達セクションから普通預金金利引き下げ要請が強くなる等々ということである。現在は普通預金もまだ下がっていないが、さらに一段と金融緩和を進めていく場合には、普通預金金利も当然下げざるを得ない状況が出てくるかと思う。そして、恐らく貸出金利も下げていく方向にあると思うが、少なくとも現段階ではそこまで至っていない訳である。非常に低い金利の中でさらに一段の金融緩和を行なったため、かなり限界的な状況にきており、实体经济に資金需要を生み出すような方向にはいっていないのではないかと思われる。

三番目は、前回のダイレクティブの中で「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意しつつ、…」 「徐々に一層の低下を促

す」と書いている訳であるが、執行部の報告にあったように、現在は大体0.12%前後が限界的な水準になっている。それをさらに色々様子をみながら徐々に一層の低下を促していくのであろうが、このディレクティブに書かれているように、そのような状況を短期金融市場に混乱を生じないで達成し得るのかどうか私自身は全く分からない。どのようなイメージでそうした状況を達成しようと出来るのか疑問に思った。

四番目に、現在起きている状況は家計にとって預金金利に関してはマイナス、住宅ローンについてはプラスである。現在、家計の消費マインドが非常に防衛的になっている状況であり、さらに一段の金融緩和を行なうことは果たして信頼を得ることに繋がるのかと疑問に思う。

植田委員

金融政策については、基本的には現状維持にしたいと思う。前回の政策変更時のスタンスは金利がほぼゼロという未体験なゾーンに突入する中で、予期せぬ影響等について若干の時間をかけ見極めたいということであった。まだ2週間しか経過しておらず、今少し観察の必要性があるし、その時間的余裕もあるように思う。ただ、そのうえで、二つの条件がある。一つは何人かの方が言われているが、実験という意味から今少し強力にやって頂きたい。それは現状よりは多少金利を下げてみるとどうなるかということでもあるし、あるいは裏と表の関係であるが、エクセス・リザーブを作ってみたらどうなのかということである。ただ、若干の矛盾はある。混乱が起きないようにしつつ、こうした調節を行なうということでは、本当に危険なことが何かよく分からないのかもしれない。

二番目に、現状は若干中途半端な状況であり、心配である。何らかの意味で、金利か量のアンカーを政策のターゲットとして設けることが適当ではないか。この点について今後何回も検討を重ねることが必要ではないかと思う。単純に金利を上げ下げするのとは異なり、レジーム・チェンジという気もするし、非常に技術的な側面もある。従って、中原委員の言われてきたこととは違うが、案を直接この場に出してくるよりは、事前に十分

揉んだうえで、本会合での最終決定に至ることが適当である。現状は良い案を作るのが非常に難しい状況にあり、安易な案を提案して混乱させてしまうのは、リスクがある。

そのうえで誠に僭越であるが、金利か量かという点について考えを若干申し上げさせて頂く。まず、現実問題として金利を取り敢えずのインストゥルメントとして金融緩和政策をしていく、あるいは段々強めていく場合には、まずオーバーナイト・レートを現状の0.12%程度から0.1%を下回る水準に下げていくことが当然考えられる。レートは行き着く水準まで比較的容易に到達してしまうと思われ、次ぎはターム物になる。ただ、ターム物も既に3か月物で0.5%を切ってきているため、0.3%ないし0.25%へ誘導していく事態が直ちに生じるのではないかと思う。それでもなお引き下げるということになると、結局は国債市場の短期ゾーンのところに入っていくイメージになる。しかし、そこまでいくのが適当かどうかは別の問題である。

それに対し、量のポリシー——量を何について設定するかとは別の問題としてあるが、——は、金利のポリシーとある意味ではそれ程違わないと思う。異なるのは、事前に設定した量に現実の量がある期間内に到達するまで前述のポリシーを進めることを事前にコミットしている点である。その上で、両方の政策の効果としてどのような違いが出てくるかを考えてみると、前回も申し上げ、学界でも以前からある議論であるが、経済に発生する色々なショックの種類次第である。例えば、金融不安でリザーブや貨幣に対する需要が高まるというような局面において、金利政策であればターム物0.3%というターゲットを持っていれば、この金利は動かさず、その中で増大した量に対する需要をアコモデートして量は増えることになる。金利のみが金融面と実体経済のリンクであれば、この場合は金利政策の方が金融市場に生じたショックを実体面に持ち込まないというメリットがある。逆に量を固定している場合は、例えば急に生じた貨幣需要の増大に対応して目標を変えることは取り敢えずは行わないと思われるため、金利が大幅に上下し、これが実体面にショックとして伝わる。これ

に対し経済のショックが実体面で発生する場合、例えば、因果関係は難しいがデフレ傾向が強まるというショックが発生したとすると、貨幣に対する需要は次第に減少してくると思う。この場合、金利政策では金利を変更せずに、貨幣需要が下がってきたのに応じて量を下げてしまうことになる。一方、量についてコミットしている場合には、貨幣需要の減少に伴い量が達成できなくなるため、金利を次の段階まで低下させる政策に自動的に移ると思う。この結果、金融ショック的なものが少ない場合は、量のポリシーの方が例えばデフレを防ぐ力、あるいはインフレになってきた局面ではインフレを抑える力が強いと考えられる。

そのように申し上げたうえで、さらに二、三点議論してみたい。金利コントロールについては、オーバーナイト、ターム物、1年物、数年物というように、目標金利が次第に移っていく可能性がある。長目の金利に目標金利が移っていくにつれ、コントロールの精度が落ちていくであろうし、場合によっては低下させようとしても上昇してしまう状況が出てくる可能性があると思われる。ただ、中央銀行として慣れているのは金利コントロールであり、無難であるという側面はあるかもしれない。

一方、量の政策について今少し詳しくコントローラビリティ、有効性、副作用を論じてみたい。コントローラビリティの点で、 $M2+CD$ のようなものは無理である。マネタリーベース、あるいはリザーブ辺りであれば、場合によってはある程度可能ではないかというのが常識的なところである。ただ、その場合でもどこまで増やせるのかについては、かなりの不確実性があると思われる。これはどのようなタームの金利までゼロにする覚悟があるのかということとも、結局は裏腹という気がする。有効性については、金利を通じるメカニズム以外に何があるかと既に色々議論してきたが、場合によってインフレ期待が生まれるような効果があるとすれば、これが実質金利を低下させるか、それが為替、株に対して何らかの影響をもたらす効果があるかもしれない。しかし名目金利とインフレ期待が同じだけ動いてしまえば、この効果はなくなってしまうと思う。さらに昨年段階で我々がこの点を議論した際には、幾ら量を増やしてエクセス・リザー

ブを銀行セクターに積みさせても、金融セクターの仲介機能が壊れていけば外になかなか出ていかないという理由で、皆さん否定的であったように思う。この点について、我々が現在どう認識しているのかもチェックしておく必要がある。不良債権対策、あるいは資本注入に伴い、この問題はより和らいできたとみるのかどうか一つのポイントかと思う。副作用については、金利をゼロにしていくことに伴う困難を超短期のところから徐々に発生させていくことであり、これは金利ターゲットでも同様である。ただ、先程申したように、金利のボラティリティーが上昇してしまう面は、量に注目した政策の一つの副作用かと思う。また、量の方が取り敢えずは達成可能性に対する不安が若干大きい気がする。

量の政策に関してより難しいと思われるのは、目標値の設定である。例えば、マネタリーベースの場合、最近1年間をみてもハイパワード・マネー、マネタリーベースの伸び率は3%から10%の間を振れている。こうした中で、いかなる目標が望ましいのかは非常に決定が難しい。根拠の明確でない目標設定、あるいは目標を設定して余り頻繁にそれを変更することは、外部から介入を招くリスクが非常に高い。また、根拠が薄いやや高目の目標をマネタリーベース等について設定したとすれば、昨今の環境では財政赤字のマネタイゼーションへの途を開いたという期待を招来し、長期金利の大幅な上昇の可能性もある。いずれにせよ、実質金利は下がるかもしれないが、名目の長期金利を下げる政策としては量の政策は余り期待できないと考える。従って、やや保守的な言い方になるかもしれないが、目標設定については専門の関係部署の協力を得て、しかし機密保持に留意しつつ、かなりの議論、シミュレーションを行なったうえで決定する必要がある。最後に実体経済への影響という面のみではなく、我々内部あるいは外部におけるこのようなディスカッションについてディシプリンを課すために、金利目標が望ましいのか、量の目標が望ましいのかという観点もあるような気がする。その場合でも、根拠を明確にしたうえで目標を設定することが極めて重要かと思う。いずれにせよ、足許の若干のデフレ傾向に、効果が薄い中でも、何らかの金融緩和措置で対処したいという方向感と、場合

によっては将来発生するかもしれないインフレのリスクの両睨みのポリシーが必要な訳であり、非常に狭いレンジの中でポリシーのオプションとして何があるのかという難しい局面に直面している気がする。

藤原副総裁

前回の政策決定以来、金融緩和が徐々に進展してきていることは、短い期間の間でも確認されていると思う。しかし、無担保物オーバーナイト金利を下げる下限までは、まだ試されていない。そこをこれから模索していく訳であるが、市場構造が大きく変化しているため、十分注意に注意を重ねながらターゲットに近づけていくべきだと思う。そうした調節運営を行ないながら現状維持のスタンスを採っていく必要がある。

山口副総裁

私も結論としては前回のディレクティブに則って、さらにその方向を進めていくべき局面だろうと思う。当初設定した0.15%という取り敢えずの階段は一気に突き抜け、これをやや下回る水準でオーバーナイト・レートが変動しているが、やはりこの状態の下で資金の流れが相当大きく変わつつある訳である。これをさらに強力で金利を押し下げていった場合、オーダリーな市場状態が本当に大丈夫かどうかは、一步一步踏み締めながら進める方が良いのではないか。一つには未経験の領域であるし、今一つには年度末、期末がたまたま近づいてきており、金利の思わぬ乱高下が政策的に作り出されることがないように注意していく必要がある。従って、前回のディレクティブをほぼそのまま踏襲するという事で今回は良いのではないかと思う。ただ、前回のディレクティブには当初0.15%前後を目指すという表現が入っているが、これは既に通り越してきた訳であり、既に過去のものになった表現は今回は不要なのではないか。

植田委員から指摘があった、多少先を展望しつつ金融政策の新たなオペレーティング・ターゲットのようなものをどのように選択していくかについて慎重に議論を重ね、極力誤りのないところへ着地させたいという提案

には全面的に賛成である。

後藤委員

前回2月12日の政策変更は、これまでの誘導金利の変更に比べて誘導金利引き下げの幅は小さかったが、ターム物金利への波及や、コール市場への量的な影響としては大きな効果を持ったと思う。決定の時点では、中期国債まで影響が及ぶとは予想していなかったが、その辺まで影響がある程度及んだのではないか。ただ、この2月12日のディレクティブは、まだその意味するところの途中までしか行なわれていない。月末を控えていることもあり、今週の初め頃からは多少踊り場的に次への動きの力を貯えながら考えるという段階でここまで来てしまった。来週からは3月に入る訳であるし、もう一段金利を下げたところで、例えば普通預金へのシフトの進み方、ターム物への影響、あるいは準備預金への影響等をみながら2月12日のディレクティブの線を今一步前へ進めて頂いて良いのではないか。勿論年度末ということもあるし、山口副総裁が言われたように、一步一步踏み締めてということは必要だと思うが、恐らく世界中でも余り例のない金融政策上の実験に近い状況に、もう一步踏み込んで頂きたい。その意味で調節方針としては現状維持である。ただ、指摘があったように、0.15%前後という文言は既に過去のものになっており、さらに一步一步踏み込むというニュアンスを出す文言としては0.15%前後という数字を削るのが一つの考え方かと思う。

植田委員が言われた問題について一つだけ気になるのは、そうした検討を進めていくことは我々にとって必要であろうが、新聞論調などでは金利誘導による金融緩和が行き着くところまでいけば、その先に何か量的緩和というかなり広い世界があるというようなパーセプションが次第に出来てきている。まず第一に、ベースマネーなり準備預金に対する一種の需要曲線のようなものと金利を前提にすれば、量と金利は同時に決まる訳であり、両者はそう整然とは分けられないのではないか。これまでも金利を指標にして積み上を作り、あるいはエクセス・リザーブを放置するという量

の操作を通じて調節してきた訳であり、その意味では金利と量は全く別の世界だということではなく、どちらにシグナルとしての目を注ぐかということではないか。そうした意味では二つの世界があると考えるのは不適當ではないか。それは本会合の出席者はお分かりかと思うが、そうしたパーセプションが余り拡がると、今後の金融政策を行なううえで不自由な状態を作り出す心配があり、我々としては注意する必要がある。

第二には、ターゲットとして金利から量に転換をするとした場合、量的緩和の世界がかなり広々とした世界としてあり得るかどうかについては、十分議論しなければ分からないと思う。また、ある意味ではそこも実験の世界にまで入らないと分からないのかもしれないが、一方でインフレリスクを頭に置きつつ、量を指標とする緩和に踏み込んでいった場合、それ程広い世界ではないのではないかと思う。その点は今後議論をしていく必要があるが、その意味でも先程申し上げたようなパーセプションが拡がることを心配している訳である。どちらの指標を取ったら良いかについては私自身迷っているが、量について正直言って決め手がないため、オーバーナイト金利がゼロに近づいた次の局面ではやはりターム物金利でいくことが、従来からの連続性ではないかと今のところは考えている。

武富委員

前回の会合で緩和措置を採った訳だし、狙っていた効果が出るあるいは恐れていたリスクを未然に防いで、長期金利と為替相場が程々のところでき取り敢えずは落ち着いている状況でもある訳であり、当面はよく様子を見るということで十分だと思う。その意味で現状維持である。仮に前向きなマネー需要が出てきたとしても、現在の金融調節方針で十分即応できるし、現在の金融政策の枠組みで経済という体が欲する十分な水分を与えられると思う。何かステロイドでも与えなければならぬのではないかと思ひ過ぎると、却って間違えるのではないか。体には十分な水分で良いと感じている。後藤委員の言われた世間の反応については私も賛同するものがある。政策に対して金利がゼロまでくれば次は何かという過大期待が形成さ

れる、あるいは仮に期待に応じなければ過大批判が形成されるということであり、そうした揺れをある程度適正化していくことも金融政策の技の内と思う。従って、議論をするのは良いが、余り量とかマネーサプライというアドバルーンを早々と上げる必要は全くない。現在は平時ではないため、平時の手段を適用しても効かない、量で対応しなければならないといった類の議論があるのは不適切であり、これはやり出すと切りがない。そうした考えに囚われ過ぎずに経済の性格に良くあった、余計な混乱を招来しない政策を忠実に執行していくスタンスで良いと思う。

しかしながら、量的なターゲティングやマネーサプライを全く無意味だとは思っていない。現実には、日本でも70年代から足許までの30年を対象期間にしてM2+CDと名目経済成長率の相関係数を試算してみると、5四半期前辺りのところで相関係数が一番高い。0.9弱になっている訳である。ただ、90年代の後半はこの相関係数が全くなくなり、恐らくイレレバントになっていると思う。通常時の経済では相関係数が高い訳であるが、現在はまさに適用できない局面に入ってしまった。そうした局面において、量的なターゲティングで経済を動かそうという議論は、中央銀行としてのクレディビリティの喪失に繋がるように思われ、慎重に考えるべきである。私の読みとしては、ある段階にすれば量的ターゲティングを設け、事後的に振り返ってみると相関係数が高かったという局面がくると睨んでおり、その局面では発動しても良いかと思っている。先程、タイミングがまだ早いと申し上げたのは、すぐれてクレディビリティに関わるからである。マネーサプライと名目経済成長率の間には本来タイムラグがあるものだと説明しても、世間は直ちに結果を求めるため「結果が出ていないではないか」という風評になるリスクがある。

今一つターゲティングについて若干気になるのは、中央銀行として翌年の名目経済成長率をどうみるのか、自然体の予想なのか努力目標なのかを明らかにした上で量的ターゲティングを決める形に追い込まれるだろうと思う。その名目経済成長率が自然体での予測なのか、ある程度景気を良くしたいという高い目標を設定するのか、政府が出している経済成長

率とどのように擦りあわせて考えるのか、という相当難しい問題に自ら入っていくことになる。従って、やはりターゲティングというのは簡単には出来ないだろう。中央銀行は自らの成長率を採用するのであろうが、仮に予測成長率であれば論理不整合が起きるような気がする。景気を良くするために名目成長率など最終目標を設け、そこに到達すべくあらゆる手段を組み合わせるという訳だが、やはり良くするということは目標値を作ることになる。それは中央銀行の業務なのかという感じもする。中間の量的目標はそのことと必ずしも 100%イコールではないと思うが、そのようなことが潜在的にはあり、やや慎重に考えたい。量の問題、マネーサプライの問題には論点が多々ある。

三木委員

前回決定会合のディレクティブに基づいて潤沢な資金供給を行ない、短期金利を 0.25%前後から 0.12%前後まで低下させてきた訳だが、現状における論点の一つはいかに資金需要を引き出すのかであり、資金需要を引き出すこととの関係において金利水準を市場機能を損ねずにどのタイミングでゼロに近づけるかということである。現状はまさにその過程にあると思う。山下金融市場局長の説明では、マーケットは 0.12%前後を目処に動いているということであったし、普通預金は 0.1%で据え置きながら 2 年以内の定期預金金利は各行とも 0.15%に張り付いている状況である。現時点は短期金融市場の機能に支障がないかどうかの見極めとターム物金利の動向、さらにオーバーナイト・レートを引き下げた場合の普通預金を中心とした預金金利体系や短プラを含めた貸出金利体系に対する影響を十分に評価していく時期である。

先行きについては、第一のシチュエーションの影響が意外に大きくなってくる可能性がなきにしもあらずである。仮に、そうした事態になった場合、あるいは第二のシチュエーションが再び発生してきた場合には、景気回復の過程を明らかに阻むことになるため、短期金利面のみでの対応ではもはや限界であり、民間の資金需要を引き出すような何らかのさらなる量的

緩和策を考えざるを得ないのではないか。信用仲介機能にカンフル剤を打つ策として一体何があるのか。先程の植田委員の意見に賛成だが、国債オペの問題も含めてどういう策があるのか、発動のタイミングも含めて十分に検討することが現在は重要である。

ただ、今回は現行ディレクティブの実行過程にある訳であり、あくまでも金利誘導により民間の資金需要を引き出すことを行なっている段階である。金利と量との関係で、現行の水準に止まっているものを市場機能を損なわないようにどう一段と引き下げるのかを今後探っていく過程にある。その意味で、原則として前回のディレクティブそのものの内容を変える必要はないし、前回のディレクティブの線に則って進めるのが現在の調節姿勢だろうと思っている。従って、表現の問題が出ていたが、マーケットもそれ以外も一言一句の動きに徒に反応し過ぎると思う。アメリカなどからは日本は良い実験場だとみられている時に、徒にそうしたことを助長するようなアナウンスは絶対に止めるべきである。それ故、前回のディレクティブの線に沿って進めるということであれば、徒に表現を変える必要はない。むしろ変える方が混乱が大きい。仮に、表現を変えるのであれば、別途の提案をさせて頂く。

中原委員

まず前回のディレクティブについては、2月12日の金融政策決定会合の次の政策委員会でも多少申し上げたが、自分自身の反省も含めて、やはり公表文が長すぎたと思う。ディレクティブのポイントが不明確になってしまったと反省している。ディレクティブは非常に短く明確であるが、公表文の中にレポ・オペを増やすとか、マネーサプライを増やすとか、国債買切オペは据え置くなど色々なことが書かれている。いずれも一つ一つ十分な時間を費やしてディスカスされるべきものであったが、8時間の審議の後で皆さん疲れていたため、あのようになってしまったと思う。今後はディレクティブが短い物である以上、公表文もそれに則って明確に解るように書くべきである。

第二に、皆さんの意見と根本的に違っているのは、不況が非常に深刻であり、時間的な余裕が余りない中で財政が出尽くしになってきたという危機的な認識である。そこで日銀は一体何をやるのか、あるいはこれまでの政策が効いているのか、ということ世の中に問われている。日本銀行は真空の中に生きているのではなく、日本の中に生きているし、あるいは先進国、世界の中で生きている訳であり、そうした目で常に考えなくてはならない。現在は確かに小康状態の様相を呈しているが、景気の調整過程が終わった訳ではない。3月決算をどう乗り切るか、あるいは決算がフルに出てくる4~6月の大波に備えて早め早めに手を打つことが必要ではないかと常々考えている。日銀の金融政策はトゥ・リトル、トゥ・レイトだというお叱りを受けているようであるが、そうした意味においても十分に考えた手を打つ必要がある。

第三は私は早くから金利を下げ実験をすべきではないかと考え、11月には0.15%、12月には0.10%に引き下げを提案してきた。勿論、マーケットは考慮する必要があるが、持ち時間が十分ではなくなってきたため、これまでの進み方ではなかなか巧くいかない局面になってきている。先程後藤委員が行き着く金利の先が量ではないと言われたが、仮に金利がゼロになればその先はゼロ、量の世界に入っていくということも当然な帰結である。量が明らかになるといった方が良くもしい。あるいは、さらに大きくなるその時の弾力性次第である。いずれにしても現在では0.12%のレートでつりあっている感じもあり、そこで思い切って緩和していく。勿論その点も現行のディレクティブに入っている訳であるが、私が言いたいのは時間が切迫しており、それをやる時間が余りないのではないかとということである。

もう一つ、先程から議論が出ているが、ターム物とは何を指しているのかである。さらに極端に言えば、トランスミッション・メカニズムとは何かということになる。金利が現状までできてしまった場合のトランスミッション・メカニズムとは一体何か明確に分るのかといえば、金利にせよ量にせよ明確でないところがある。トランスミッション・メカニズムについ

ては洋の東西で立派な学者が議論しているが、結局集約するところはないという印象である。特に、現在のような極限状態に至ると、金利が確かか、量が確かかということはなかなか言い難いところである。コントローラビリティの問題もしばしば議論される。これについても少なくともマネタリーベースは例えば1か月、2か月遅れ程度でも良いが、銀行券の変化が分かった時点でそれに合わせてリザーブを変えていくことは当然可能な訳であり、コントローラビリティが非常に高いと思っている。従って、その点は皆さんと意見が違う。後刻で提案するが、これまで色々提案させて頂いたものはほとんどその都度海外の一流の金融学者に個人的な範囲内で色々意見交換をした結果であり、私の提案には非常に自信をもっている。その点を付け加えておく。

速水議長

次に、私の見解を申し述べたい。当面の金融政策運営については現状維持で臨みたいと思う。

前回の会合では景気回復の展望が依然として見えてこない状況の下で、長期金利の上昇や円高が先行きの景気にマイナスの影響を及ぼしかねないという懸念から、一段の金融緩和に踏み切った次第であった。その後の市場動向をみると、既に多くの指摘があったように、長期金利が軟化に転じているほか、円相場は1週間で7円程度の円安になり、これまで懸念していた各種市場の動きが反転し始めたようにも思われる。勿論、こうした長期金利の低下や円安が必ずしも金融緩和措置のみで生じたものではないことも事実だろうと思う。資金運用部による国債買入の再開、発行年限の多様化といった財政当局サイドの対応、さらには円相場に対する通貨当局の考え方が変わったのではないかという市場の認識等が実際にはかなり作用したように思う。しかし、一段と金融緩和を進め、さらに潤沢に流動性を供給していくという日本銀行のスタンスが背後にあってこそ、そのような相場展開が短期間のうちに実現し得たという面もあるように思う。いずれにしても、こうした市場の展開により、景気の先行きに対するダウ

ンサイド・リスクは前回会合時点に比べてやや薄らいだといえよう。

ただ、この間に経済の基本的な姿が変わった訳ではない。すなわち景気は一頃に比べて悪化テンポが緩やかになってはきているが、企業収益や雇用・所得面での厳しさは変わっていない。依然として回復の展望が描き得る段階には至っていない。また、マクロ政策の発動が次第に限界に近づきつつあることも否定できない。まず、財政政策の面では財政赤字の拡大が市場で意識される限り、現在やや小康を得ている長期金利にいつ再び強い上昇圧力がかからないとも限らない。こうした側面からみて、財政政策面で大掛かりな追加措置は打出しにくくなってきており、現在施行されつつある緊急経済対策にかなりの程度期待をかけざるを得ない。金融政策面でも既にオーバーナイト・レートがゼロになってもよいと表明している訳であり、そこから先さらに何か効果的な手が打てるのか、これまでの議論を踏まえても現時点で明確な答は出しにくいように思う。為替相場も米国の景気減速懸念とも関連した日米貿易摩擦懸念等が今後出てくることが予想される。わが国の景気回復に都合の良い相場水準があるとして、果してそれが持続し得るかどうか予断を許さない。

このように、財政政策も金融政策もそれぞれについて手詰まり感が強まってきている状況を踏まえると、それらを一体化して考えるべきであるという議論、すなわち日銀による国債引受や買切オペ増額等により量的な金融緩和を図り、財政支出の拡大をアコモデートしていくべきではないかという議論が今後も根強く残っていくように思う。この点については、日本銀行としてどのようなことがあっても毅然とした態度を取り続けていくべきではないか。現在は非常時であり、国難であるからということで、既成概念にとらわれず中央銀行がもっと積極的に国債を買うべきではないか、といったような議論は一見もっともらしく聞こえる。しかし、そうして財政赤字を膨らませていくことについては、たとえ当面の雇用や景気にプラスにはなっても、それが将来どのような意味を持つかという点で越えてはならない一線が必ずどこかにあるはずである。中央銀行が踏ん張らなければ、そうした一線は守れないということが恐らくこれまでの歴史の中

で人類が得てきた一つの教訓であり、中央銀行の独立性という知恵である。

金利をさらには下げられなくなった以上、次は量的な緩和だという論調がこのところ少なくないが、そうした量的な緩和は財政赤字のマネタイゼーションの議論に結び付く危険性を常に伴っていること、そしてそれは中央銀行としての独立性が問われていくイシューであることを我々は十分認識しておく必要がある。勿論、景気の先行きについて確たる回復の展望がなく、様々なリスクも残っている現状にあって、しかも前人未踏の超低金利の市場の中で、日本銀行として出来ることは引き続き思い切っ行っていくという姿勢が必要であることはいうまでもない。そうした点を踏まえ、当面の金融政策運営については、前回の会合で決めた措置、すなわち金融市場の状況を見極めながらオーバーナイト・コールレートを極力低い水準にまで下げていくという前例のない思い切った緩和スタンスを続けていくことが適当である。

私の意見は以上であるが、これまでの討議を踏まえて、金融政策運営について追加的な意見、議論があれば自由に発言願いたい。

山口副総裁

中原委員から出された意見についてコメントさせて頂く。まず第一に、先程の発言は、特に4~6月辺りを展望すると、状況が非常に厳しく、時間が切迫している、従って、遅すぎることにならないよう今から次の手を打っていくべきであると聞こえた。2月12日時点での決定をまとめ上げるに至るプロセスでは、当然そうした経済情勢についての厳しさを認識した上で、リスクの増大傾向に対して手を打つのが適当であろうと判断して、あのようなディレクティブを決定したと理解している。そのディレクティブによる金利誘導の余地をまだ使い切っていない状況であり、まずそれを使い切ってみることが先決であるし、そう考えるのが常識的ではないか。現在のディレクティブの下でさらなる金利引き下げを行なうに当たっても、市場の状況を十分コントロールしつつ、秩序を失わないように行なっていくという合意がある訳である。この合意自体が現在の金融システムの

状況を考えると重要な構成要素だと思われ、その意味でも取り敢えずこのタイミングにおいては、前回のディレクティブの下で最大の努力をしていくことがまず先決ではないかと思う。

二つ目にはトランスミッション・メカニズムの議論があった。金利と量の関係について先程も後藤委員から、それはコインの裏表であるという指摘があった。私も後藤委員の考えと同様であり、当然トランスミッション・メカニズムには色々なチャネルを考えることができるが、単純に金利の次は量だというようなものでもないと思う。量を拡張していけば、それは当然金利に対して影響を与える訳であるし、その金利を通じて経済に対してある種の作用を及ぼしていくことを期待することもできる訳である。その際、従来のように金利をターゲットとしてそれを追求していくのが良いのか、それとも裏腹の関係にある量をターゲットとして選んだ方が良いのかについては、先程の植田委員の分類によれば、ショックの性格によって違うということだった。そうした議論を慎重に検討することもなく、いきなり中原委員のように言われるのは如何なものかと思う。

最後は技術的な点で、マネタリーベースのコントローラビリティについてである。コントローラビリティは非常に高いと考えるのか、それともそう簡単ではなくコントローラビリティは弱いと考えるのか、という相対立する見解が出てきたように思う。しかし、マネタリーベースの90%程度がキャッシュであることを考えると、これはそう簡単ではない。エクセス・リザーブをキャッシュの変動に合わせて動かしていくことは、当然金利のボラティリティを誘発する訳であり、そうした局面についてはやはり十分に考える必要があるのではないかと思う。

中原委員

確かに遅すぎるというのは私の考えであり、現状を維持してもいい。しかし、市場からの抵抗が強く、それを押し切るために非常に時間がかかるとか、労力がかかるということになる気がしないでもない。私が申し上げているのは量はターゲットではなく、あくまでも操作変数として使うとい

うことである。その場合、これは行なってみなければ分からないが、例えば量のある程度増やすと、その結果は金利を下げていくのと全く同じであるが、その時に金利に何が起きるのかということである。これも行なってみなければ分からないが、金利がゼロになるかもしれない、あるいはその手前のどこかで止まるかもしれない。いずれにしても金利には言及しないため、そこに一つのメリットとデメリットが当然出てくるのではないかと思う。いずれにしても、私の最初のアイデアは、0.15%で試してみて、次に0.10%で試してみてという、経過を置いて行なうものであったが、今回はそれでは多分時間がないのではないかというのが私の率直な意見である。

金利か量かについて、色々議論頂くのは結構だと思うが、そのような例は世界でもほかにもある訳である。トランスミッション・メカニズムについては十分議論する必要があるが、私は色々文献もみたりディスカッションをした結果、もう出尽くしているのではないかという気がしている。勿論改めてここで議論するのも結構であるが、やはり個々の委員方が十分議論し、あるいは勉強して頂ければ良いのではないか。

マネタリーベースのコントローラビリティについて、これは海外ではかなりある訳だし、銀行券が90%程度を占めるのはアメリカでも全く変わらない状態である。日本はM2+C/Dが600兆円でマネタリーベースがその10分の1であり、その9割位がキャッシュであるが、アメリカの場合も全く同じである。4兆ドルのマネーサプライのうち5,000億ドルがマネタリーベースで大体同じ感じであり、比例関係はそれ程変わらない。従って、私としては十分コントロールできるのではないかと思っている。

山口副総裁

そうした状況であるからこそ、アメリカでは量をコントロールしようとした際に、ノンボロウド・リザーブを選んだのではないか。

中原委員

それは何か。

山口副総裁

ノンボロウド・リザーブはリザーブのうち借り入れを除いたものである。

中原委員

それでも良い。色々なやり方で良い。今一つ申し上げれば、先程速水議長が言われた国債を引き受けるのはどうかとか、買切オペを増やすかどうかという問題は別の場で十分に議論した方が良いと思う。私はまだ本会合で一回も議論していない。これも色々な考え方がある。国債を直接引き受けるのは全く論外だと思うが、それ以外に買切オペをどのような形でどうするのかについてはやはり十分議論する必要がある。私はその点について、一切何も申し上げてはいない。

武富委員

これは今後の議論か既に通り越している議論かは分からないが、仮にマネタリーベースを目標に設定してコントロールしようと考えた場合、結局意図しているのは、マネタリーベースを増やすことにより、实体经济が動き出すようにしようということであろう。その場合でも方法論は幾つかに分かれる。一つはとにかく大量に供給し、金融機関が、超過準備を抱えるよりは何とか貸出やその他のポートフォリオに運用した方がよいと考えるようにもっていこうとする道筋であろう。今一つは、逆に所要準備額を上回る超過準備を積んだ場合は、ペナルティーのマイナス金利にする方法であり、ペナルティー金利を払わなければ超過準備が積めないというのであれば、何か他に運用しようという方向にもっていく道筋である。理屈の上ではそうした多様なルートがある。また、マネタリーベースの目標値、その伸び率とインフレとの関係や实体经济の名目成長率との関係がどのようなになるのか、非常に分かりづらい。金利も効くか効かないかという議

論になると、現在のこうした状況下では正常時と比べて残念ながら効き方が小さいと思うが、量についてはさらに相当色々な選択肢がある。その選択肢の中から一つ選んだ場合、それにコミットしてある程度の期間継続していくということでない限り、確かな期待形成が出来て市場が巧く反応してくれることにはならないと思う。

そうした方向へ金融政策をシフトするには、中原委員はもう議論が出尽くしていると言われていたが、既に相当頭の体操をしていることは事実であるとしても、今少し具体的な技術論にまで踏み込んで詰めた上で打ち出すべきであるという気持ちに変わりはない。マネタリーベースを念頭に置く場合でも頭の中の訓練としては方法論として二つのアプローチがあると思う。最終的に実体経済に対して何らかの金融仲介機構を通じて影響を及ぼそうという点については、資本注入により金融機関の資金仲介機能が多少改善されているはずであり、量的な問題を前よりは意識しても良いかと思っている。結局、そうした方向へシフトしても効かない場合のクレディビリティの喪失を一番恐れている。条件が整わないで動くのは、医者で言えばマル・ファンクションになる。

篠塚委員

その場合の条件とは何か。

武富委員

色々ある。例えば、信用乗数が一貫して下がりっぱなしだということである。アメリカでも、マネーサプライと実体経済と物価の動きは年により相当区々である。一番大きいのは、金融機関が仲介機能をしっかりとつ、さらに言えば、政策体系の別途のところに実体経済の動きが先にあり、それを起点にして経済に働き始めるという胎動が出て来ない限り、金融政策がいくら働きかけても、ドッキングしないと思う。従って、政策体系上、財政資金をさらに活用しなくても、経済の現状の性格からみて打つべき手がないのか、金融政策のみで何とか打開しようと余り思い込む必要はない

のではないか。ベストは尽くすが出来ないことにまで手を延ばそうということは適当でない訳である。結局、リンケージが揃っていれば、マネタリーベースから始まり、マネーサプライにいく訳であるが、その場合もマネーサプライとして何を取るのか。日本の場合は郵貯と系統預金が大きいため、M3まで取らないと適当でないように思う。シフトイン・シフトアウトの現象がしばしば発生している訳であり、そうした不確かなものだけに慎重に考えたい。従って、こちらからお金を送ってあげれば実物経済が動くのではなく、実物経済もそれ自体固有に動きたいとなった時点でこちらも資金を付けてあげると効果が出るということだと思う。その意味での条件を全部スペルアウトしろと言われると、やや難しい。

三木委員

武富委員の意見に賛成である。経済の実体を支えているのは個人と企業である。個人が何を問題にするかということ、金利水準である。企業は今は、量である。必要な量が直ちに確保されるというのが企業の立場であり、金利水準そのものについては、企業からみてここまで低レートになれば格別の意味はない訳である。問題は量であり、最後に狙っているのは民間の需要を如何に引き出すかということである。これは金融政策のみでは出来ず、従って財政でもあれだけのことを実施してもらっている。サプライサイドの問題などはまさに企業がやらなければならない問題である。そうした場合に従来の金利政策方針の中で色々な手は打てるということであれば、速いか遅いかはタイミングだけ図れば良いということである。しかしながら、現状はここまで行ってきた金利政策に限界がきたということである。限界にはきたが、やはり民間の需要を引き出す、あるいは個人と企業をどう動かしていくか。金融政策もやはり信用仲介機能に風穴を開けていかなければならない訳であり、そのためには従来の金利政策以上に何を検討すべきなのを考えねばならない。中原委員の早め早めというのは、その検討が必要なのではないかとということだと思う。速いか遅いかというタイミングについて、中原委員は今回がタイミングだと言っているが、私は

そうは思わない。その点、山口副総裁の意見に賛成である。しかし、その検討をしておくのは必要だと思う。その意味では植田委員の意見に全面的に賛成である。

中原委員

武富委員がリンケージが分からなければと言っていたのは、全くそのとおり。しかし、リンケージが分かっているならば、これ程簡単なことはない。その場合は、幾らでも打つ手は打っていく。しかし、瀕死の重病人が何をしたら良いか分からない状態にあり、処置していることが効かないという場合はどうするのかということである。

4月以降、公的資金が注入されて自己資本比率の制約がなくなるか、少なくとも緩和される。金融機関にヒアリングしたが、「リクイディティが十分可能であれば、何をするか」との問に対し、幾つかの銀行では「貸出に回したい」と答えた。「どこへ回すのか」との問に対しては、「例えば海外現法に回したい、海外の現法で困っている先が沢山あるし、最近ではジャパン・プレミアムも減り、スワップも組めるため、そうした先には是非貸したい」という反応があった。それから国内の中小企業でかなり良いクラスについて、現状では融資を切らざるを得ないが、4月以降であれば是非出したい、というのもある。いずれにしてもアトラクティブな収益機会があれば、そこへ金を出せるのではないかという希望を持っているという話を複数の先から聞いている。

三番目に日銀のクレディビリティを強調されるのは結構だが、日銀にとって一番問題なのは裸の王様にならないことである。独立性を守りながら、しかし世の中の動きや色々なことに賢明に対処していくことが重要である。クレディビリティは自分が思っている程にはないし、世の中が思っている程なくはないということだ。

植田委員

銀行に流動性が入ってくれば貸出を増やすかもしれないという点は、金

利を下げることにより同じ効果を挙げてくるのではないか。量を増やすとしても、ただで流動性を供給する訳ではない。

中原委員

本当は実験すれば良いのだが、思い切って行なわないと間に合わないのではないかとやっている訳である。0.15%とか0.10%といった形で実験できれば良いに決まっている。

植田委員

一応実験しようという雰囲気なのではないか。

後藤委員

私は週が明けたらもう一段現在の踊り場から下げる方向へ踏み出してはどうかと申し上げた。現在、一部行に普通預金という形でコール市場から資金が流れている訳であるが、恐らく金利を下げれば、その一部行に普通預金が集まってくることを回避するために普通預金金利の引き下げプレッシャーが働いてくる。そうした方向を模索することになると思う。その状況がある程度広がってくれば、短期プライムの引き下げへ繋がっていくのではないか。そうなれば、企業の投資もある程度刺激される部分が出てくるし、これだけ金利引き下げを行なってもプライムが全く下がらないという状況も打開されていくのではないか。それがまた金融機関の間の優勝劣敗競争を促し、その後どうなるかという局面までいくのかいかないのかということはあるかと思うが、そうした効果も含めて私は先程申し上げた。

中原委員

いずれにしても、以前の決定会合では金利のルートと量のルートのうち、金利のルートをやり尽くしてみてもいかなるリアクションがあるかを確認した上で次に進んだ方が良く思っていたが、どうも心配になってきたの

で今日提案申し上げた。

三木委員

急ぎ過ぎる。

速水議長

前回会合で金利を極力低目に推移するよう促す、ゼロまでいくつもりだと決めた時には、預金金利は当然下げざるを得なくなってくるだろう、短期プライムも下がるだろうと考えていた。それがまだ起きていないというだけであり、それは当然ではないか。

後藤委員

まだ踊り場である。

篠塚委員

そうした状況になった場合でもオーバーナイト・コール市場は残っているのか。短期金融市場の混乱を生じないようにとはオーバーナイトのみではなく、色々なターム物も含め市場全体を意味しているのか。このディレクティブは良く分からない。

速水議長

これは無担保コールのオーバーナイト物金利を出来るだけ低目に推移することを指している。

篠塚委員

その際に短期金融市場に混乱が生じないように、と言っているのはターム物も含む市場全体に、混乱が生じないという意味か。

速水議長

そうである。急に下げると市場に色々と混乱が起きるかもしれないが、徐々に下がっていけば、下げるものは下げていかざるを得なくなっていくのではないか。

ほかにご意見がなければ、金融市場調節方針に関する議案の提出及び採決に入りたい。先程の委員方の検討、意見によれば当面の金融市場調節方針について現状維持とされる方が大勢を占めていたように思う。従って、私の方から、当面の金融市場調節方針は現状維持ということで議案を提出したい。ただ、今回は現状維持としても具体的にどのようなディレクティブにするかは先程三木委員が言われたように議論の余地があるため、具体的な私の提案をご覧頂き、その上で修正が必要であれば、意見を言って頂くことにしたい。

[事務局より議案配付]

山本企画室参事

まず議長案の叩き台である。先程の三木委員等のご指摘もあるため、現状維持を前提とした議長案としつつ、対外公表文は現状維持ではあるが、文言が実態に合わせて直されているという公表の仕方が必要だと思う。議長案の叩き台の2枚目の注意書きが2月12日の決定会合のディレクティブである。まず、読ませて頂く。「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。」これが2月12日にご決定頂いた議案である。この文章そのものが対外公表文に付いていた。今回取り敢えずの叩き台として提出されているディレクティブを読み上げる。記の下「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、市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」。前回決定して頂いた文章から、「当初0.15%前後を目指し、その後」という文字を削除したのが今回の議案の叩き台となっている。ただ、対外公表文と対になっているため、対外公表文の方は、「現状維持とすることを決定した。すなわち、」として、新しい市場調節方針を書いたうえで、注意書きとして『2月12日で決定した金融市場調節方針は、以下のとおりであったが、その後の市場の状況を踏まえて、「当初0.15%前後を目指し、その後」の文言は削除された。』とし、何が行なわれたかを明確にしている。

速水議長

三木委員如何ですか。

三木委員

私は何からという数字が抜けているように思う。それを別添の注で補うという考え方が混乱を呼ぶ。中原委員が指摘しているように、現状維持ということが明確である以上、むしろ明確に0.15%以下といった形で表現すべきではないか。

私の案を出して下さい。

[事務局より三木委員案配付]

三木委員

「現状維持とすることを決定した。」という文言を入れて頂いて結構である。

山本企画室参事

対外公表文の方はそのようにする。

読み上げさせて頂く。「潤沢な資金供給を目指して、無担保コールレ-

ト（オーバーナイト物）を、0.15%以下で極力低く推移するよう促す。その際、金利の急低下によって短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、金利の漸次低下に努める。」。

中原委員

私は、本案に反対であり、本当は発言する立場にはないが、敢えてコメントする。一つは0.15%という段階は過ぎてしまっているため、書くのであれば0.12%以下とか、0.10%以下とかというところから始まらないと不自然である。また、「徐々に一層の低下」というと、一体いつまでかかるか分からない。私は実験を早く行なって頂くという立場で申し上げているが、仮に先程速水議長が言われたように、本当にゼロにするつもりであるならば、金利低下を促進するように書いて頂いた方が良くはないか。

山本企画室参事

議長案の叩き台の方は現状維持という立場をとった場合、極力文言を変えないことを前提に作っている。従って、まさに削除したところは「当初」以下の10文字程度の部分のみに限っており、世の中の誤解を生み難くするような表現にしてある。

中原委員

現行と同じ表現ではコンマ11%とか、コンマ12%で良いと受け取られるであろう。

山口副総裁

三木委員のご提案では、0.15%が何となく上限というか、0.15%までならレートアップしても良いという感じが出はしないか。

三木委員

良いのではないか。「出来るだけ低く」となっている訳であり、レンジ

は分からないであろう。

山口副総裁

先程からの委員方のご意見をまとめると、ゆくゆくゼロに近づける努力はしてみるが、その過程で混乱が生じないことだけは注意するということがあったと思う。0.15%はそれに比べるとかなり上の方にあるのではないか。

三木委員

しかし、0.25%のディレクティブから変えたのだから、何から変えたのが普通の人には見えない。従って、以前のままでも良いのではないかと申し上げた。ステップの過程にあって状況を見極めようとしているのであり、何も不自然なことはないのではないか。それを毎回変更すると、また要らざる動揺や憶測を呼ぶことになる。

中原委員

現状から出来るだけ低目にという表現の出発点はあくまでも現状であり、少なくとも加速したというイメージがないと具合が悪いのではないか。

山口副総裁

実際に加速するかどうかはトライしてみて巧くいけばそうなるが、混乱に似た現象が生じてくれば多少踏みとどまる必要が出てくる。そこは良く分からないため踏みしめながらやっていこうということではないか。

中原委員

それはその通りである。

山口副総裁

現行のディレクティブのままでも、さらに下をトライしようということは皆さん合意されているところだと思う。

三木委員

しかも速水議長はゼロでも構わないと表明している訳であり、現行のディレクティブで我々の意思は全て表現されている。まして、市場の機能度合いを考えつつどう動くかトライしていく過程における2週間後の今日であるというだけであり、表現を変えるのは明らかに方針を変えたと受取られかねない。

山口副総裁

そうではなく、明らかに過去のものとなった部分のみを取り除こうということである。

三木委員

スタートから下げていこうとしていると言えば良い。

中原委員

現状からではないのか。ただ、山口副総裁の話だと、市場が抵抗した場合には、そこで立ち止まってしまう訳であり、なかなか進まないであろう。

山口副総裁

市場を眺めながら徐々に引き下げていく訳である。

中原委員

それは結構であるが、なかなか進まないのではないか。

山口副総裁

0.15%前後を目指しその後…という表現をそのまま残しておけば良いということか。

三木委員

現状維持なのであり、そのままの方が良いのではないか。

中原委員

後者は既に通り過ぎている訳であり、今回も0.15%と書くかどうか。

後藤委員

皆が考えている中身は違ってはいないのではないか。

速水議長

違ってない。

中原委員

中身は違っている。これだけ実験しつつ進んできているのであり、中身が同じはずはない。「当初」というのは今回はあり得ない。

山本企画室参事

前回のディレクティブそのままとする場合は、「当初」が何時の時点かを明確にしないと必ず混乱すると思う。今回決めたディレクティブとしての「当初」ということになってしまうため、この文言は何れにしても不整合になる。何らかの注意書を付けるか、削るかの手当が必要になる。

速水議長

変わっていない以上、極力元の文章が良いのではないかと思うが、0.15%は既に過ぎてしまっており、そこだけ外して注を振るようにはどうか。

三木委員

ディレクティブはこの表現のみであり、あとは日本銀行の声明文である。

これだけ見て意味が分かる人はいるであろうか。普通の人が見ても現状は一体幾らか分からないのではないか。

篠塚委員

これだけでは分からない。

三木委員

それが日銀の常識は非常識だということに繋がってしまう。

中原委員

それは先程から私が言っていることだ。

速水議長

内容的には前回決めた市場に混乱の生じないように極力低いレートへ下げていく、という趣旨は変わっていないのではないか。変わっていることは0.15%は既に過ぎてしまったということだけである。

山口副総裁

前の文言を極力キープして三木委員のご意見をいれるとすると、「市場の状況を踏まえながら0.15%以下で一層の低下を促す」、あるいは「市場の状況を踏まえながら現状に比べ一層の低下を促す」という表現になるのではないか。

三木委員

その意味で言えば、少なくとも数字が入っている必要がある。これだけ見た人は解らないと思う。山口副総裁の言われた最初の0.15%以下と表現している方が良い。

山口副総裁

三木委員のオリジナルでは「潤沢な資金供給」と、「より潤沢な」の「より」が抜けたのは何故かと、余計な憶測を生むのではないか。

三木委員

内容はほとんど同じであり、その程度は直しても構わない。

山口副総裁

イメージも全く同じだと思う。

中原委員

数字を入れると元にもどってしまう。0.15%と表現すると、それでは0.1%で良いということにならないか。

山口副総裁

そのリスクが若干あると思う。

「現状から一層の低下を促す」として、現状とは何月何日現在、0.1%以下とかと注で打っておくのはどうか。

後藤委員

月に二回ここに数字を入れていくのは大変である。

山本企画室参事

現状の数字を入れると、それ自体が思惑を呼ぶことになると思う。

植田委員

元のままで良いような気がする。次回から対外公表文にダイレクティブの繰り返しを要らないという形でどうか。

中原委員

やはりスターティングポイントは明確にした方が良く、少なくとも0.15%ではないことは明確にすべきである。0.15%と同じことを表現すれば、前回と全く変わらないことになる。

藤原副総裁

平均的な新聞の読者がこれを読めば、三木委員のように「一体これは何」と思うかもしれない。ただし、政策決定会合の決定は、所謂マーケットを中心とした経済に非常にキーンな関心を持っている人達が対象であり、こうしたことは常にフォローしている。マーケットの専門家には勿論読み過ぎる人もいるが、そうした人達向けに中央銀行として従来の政策スタンスをはっきりさせ、「市場に混乱を生じないように」とか、「機能に十分配慮しつつ」という言葉で示せば、意図する点は解るのではないか。この発表文であれば、前回との比較が良く分かり、かつ、日本銀行の政策決定については、最近の新聞報道はかなり詳しく解説しているので、本文が前回と違うことも報道されると思う。

三木委員

良く分かっている人は分かるだろう。それ故に、既に新聞紙上では文言を変えるのではないかとまで報道している。しかし、それは良く分かっている金融界のそれも一部のアナリストであろう。

中原委員

今の発言は非常に藤原副総裁的でもあるし、非常に藤原副総裁的でもない。

三木委員

一般の企業人がどれだけあの議事要旨を読んでいるかである。どこを読むかは大体見当が付く。最後の議案の部分は必ず読む訳であり、その際、

ディレクティブが載っている一ページを見るだけである。

後藤委員

別添は発表するのか。

山本企画室参事

本日発表されるのは別添の方である。

後藤委員

ディレクティブそのものは別添に書かれるのか。

山本企画室参事

発表文の中にこうした形でディレクティブを埋め込んでおいた方が良
いかと思う。

後藤委員

発表文に、「当面の金融政策運営について現状維持とし、今後さらに一
層の金利引き下げを促すことを決定した」と書き入れてはどうか。

山本企画室参事

ただ、ディレクティブ自体は議事要旨で公表される。

後藤委員

現在の時点に立ち、0.1%や0.12%という現状を踏まえ、今後さらに一
層の引き下げを促すことを決定したという公表文にし、ディレクティブは
変えないことではどうか。

三木委員

それは賛成である。

後藤委員

毎回数字を入れるのは大変である。「現状維持とすることを決定した」の部分を、「現状維持とし、今後さらに一層の金利引き下げを促すことを決定した」と改める。

速水議長

それ一本でいくか。

中原委員

また公表文でやるのか。三木委員のように公表文で対応するのは反対である。

山本企画室参事

一つだけ申し上げると、従来の考え方では、冒頭の「金融政策運営」というのを広い概念で捉えており、公定歩合や準備率、金融調節方針三本を含めた運営について現状維持というニュアンスで物をとらえていた。従って、その次の部分で金融市場調節方針という、その内の一本のみを切り出している構成である。

後藤委員

つまりここに「無担保コールレート（オーバーナイト物）」を書く必要があるということか。

速水議長

ここで5分程休憩しましょう。

(午後2時49分中断、午後2時56分再開)

山本企画室参事

そもそも文言を変えようとするため、現状維持との間でギャップができるとの議論が多かった。従って、議案を完全に2月12日決定の議案に戻し、つまり対外公表文の一番下に付いている「より潤沢な」から「徐々に一層の低下を促す」を議案とする。ただし、「当初」に(注)を付し、「(注)「当初」とは前回金融政策決定会合(2月12日)時点。」と、過去の2月12日時点を指している文章であることを明示した上でそれ以外は一切変えないという議案にしてみた。対外公表文も、全く同じ様に「すなわち次回金融政策決定会合までの金融調節方針は、以下の通りである。」とし、この注意書きも含めた文章にするという案である。誤解は避けられると思う。

藤原副総裁

それはそうだ。

中原委員

ディレクティブにも何か注を付けるのか。

山本企画室参事

ディレクティブにも付ける。対外公表文の中に載せるディレクティブにも注を付ける。

議案を読み上げる。「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)を出来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、前回金融政策決定会合(2月12日)時点。以上。」。

対外公表文も上の2行は同様である。そして、「現状維持とすることを決定した、すなわち(中略)以下の通りである。」。注意書きも含めた「記」

以下が載るイメージである。

やや迂遠であるが、意図していることの誤解は生まないと思う。

宜しければこれを議長案とさせて頂き、中原委員案と両方を議論して頂くことで如何かと思う。

[事務局より議案配付]

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。中期的にCPI(除く生鮮、間接税)の前年比が1%程度となること(注1)を企図して、当面、超過準備額を5,000億円程度とし、その後、次第にこれを増額させることにより、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)99年10~12月平均の前年同期比:1±1%、2000年10~12月平均の前年同期比0.5~2%。(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、前回金融政策決定会合(2月12日)時点。以上。」。

議長案の別添に付く、対外公表文である。「平成11年2月25日。日本銀行。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」とは前回金融政策決定会合（2月12日）時点。以上。」。

三木委員

中原委員の（注1）はどういうことか。

中原委員

ゼロから2%の間ということである。

三木委員

「前年比が1%程度となること」という場合の前年とは、何時か。

中原委員

フォース・クォーター・トゥ・フォース・クォーターである。

三木委員

CPIが前年比1%というのは何時を言うのか。

中原委員

99年のフォース・クォーターと98年のフォース・クォーターを比べる。

三木委員

前年とは98年のことを言っているのか。暦年のフォース・クォーターだから、10～12月だな。それに対し99年はこう、2000年はこうと。

中原委員

然り。ゼロから2%の方が分かり易いかもしれない。

速水議長

それでは、中原委員は提出された議案を説明して下さい。

中原委員

私の案はC P Iの前年比が1%程度になることが中期的な目標である。インフレでもなく、デフレでもない状態を今少し明確にする必要があるのではないかと考え、海外の例なども参考にしてC P I（除く生鮮・間接税）を採っている。これには色々な採り方があるだろうが、フォース・クォーター・トゥ・フォース・クォーターで1%程度になるのが良いのではないか。それは一年だけで終るわけにはいかないため、取り敢えず99年フォース・クォーターが対前年フォース・クォーター対比でゼロないし2%となり、2000年のフォース・クォーター・トゥ・フォース・クォーターが0.5~2%ということ考えた。それを実現させるために、コールレートをカットすることを申し上げたが、それでは間に合わないし、それ程の効果はないと考えた。従って、以前に提案した0.15%程度にカットする、あるいは0.1%にカットすることに代えて超過準備を梃子に使い、マネタリーベースの前年比、クォーター・トゥ・クォーターであるが、これが大体10%程度に上昇するように調節しようとするものである。そのために次の政策決定会合までに約5,000億円程度積み上げることを考えている。10%を選んだことについては、一つは昨年9月9日にコンマ25%にしたが、その後秋口にマネタリーベースが回復し、10%をかなりの間キープしていたため、一応その辺のレベルが一つの目標かと考えた。今一つは10年間の前月比でみたマネタリーベースの伸び率の平均が大体6.2%程度であるが、悪い時もあるため、現在のような深刻な不況局面ではやはり掛け目の程度ということで10%程度と考えた。5,000億円という数字は、それからはじき出した訳ではないが、昨年のフォース・クォーターの数字がマネタリー

ベースで 57 兆円だったため、3 月から実質的に 8 か月しかないとすれば 5,000 億円で行なうと達成出来るのではないかと計算した。マネタリーベースが 3 か月前比の年率で 99 年 1 月は -8.2%、98 年 12 月は -6.7% と統計開始以来の最大の落ち込みを示しているため、ひとまずこれにブレーキを掛ける必要があると思っている。

これを提案した今一つの理由は、コールレートの引き下げでは恐らくゼロにしてもなかなか効かないと考えていることである。その理由の一つはテーラー・ルールである。テーラー・ルールで計算すると、コールレートが大体 -4% 程度という結果になるため、かなりの量的拡大が必要になると考えた次第である。98 年フォース・クォーターのマネタリーベースが大体 57.2 兆円で、その 10% 増しということになると大体 63 兆円になる。足許の 1 月が大体 58.7 兆円であるので、年間でその差を取ると 4.3 兆円増やす勘定になり、それを 8 か月で割ると月当たり 5,000 億円になる。ポリシーボードは月二回ある訳であり、その都度然るべく調節し、特にマネタリーベースの増え方は銀行券につれて振れるため、振れ方を見ながら調整していくことを考えている。以上が提案の説明である。先程から何回も申し上げているように、時間が非常に切迫してきており、不況も非常に深刻化してきていると考えているため、この案を提出した。

植田委員

中原委員の議案については色々な問題があると思うが、私もそうしたことを実行するとした場合にはいかなるターゲッティングがあり得るかを考えてみた。中原委員が説明されたのとは別のルールで年率のマネタリーベースの目標率を出してみた。仮に、ルールを固定しても、細かい部分の仮定の違いにより、4、5% の年率の上昇から、高いところでは 14~15% も出せる。また、ルールを変えれば色々な値が出てくる。今日の皆さんの議論を聞くと、そうしたことをするにしても明確なルールが欲しいし、誰もが納得するプロセスが必要だと思う。中原案が全然案にならないと主張するつもりはないが、然るべきプロセスを踏まれた方が良いのではない

か。

中原委員

常に申し上げているように、個々の委員が各自で勉強されたうえで本会で議論すれば良いことだと思っている。

植田委員

色々な論点があり、これが良いか悪いかを決めるに当たり相当の時間がかかると思う。従って、別途政策委員会を開いても良いし、進めようとしている実験の結果も見た上でというのが取り敢えずの大勢なのではないか。

中原委員

極力早くやって頂きたいと思っているが、恐らく進まないのではないかと非常に危惧している。

植田委員

慎重にやるということは必ずしも長時間を掛けてやることを意味するものではない。

中原委員

それは知らない。ダイレクティブに何も書いていないから。

武富委員

早くと言われるのは従来の対応がインサフィシヤントだという意味である。僅か2週間前に打ち出した政策の効果も見極められていない段階で、さらにプリエンティブにやろうというのがこのご提案だと思う。そうした考え方も勿論あるとは思いますが、その前提は従来実施していたことが不十分であるということであり、やや自己否定することになる。今少し全体の措

置の様子を見るということの方が、自分が行なっていることとの一貫性を世の中に示せる気がしないでもない。实体经济がそこまで急変したかというところではないように思うが、その辺はいかがか。不十分であったということであれば納得する。私自身は不十分だったと思っていないが、仮に不十分だった、従って、一段と追い討ちをかけなければ現在の厳しい状況から脱出できないという考えであれば、それはそれとして納得する。

中原委員

私は現状では多分それ程効かないのではないかと考えている。2週間のうちに次の施策を打って悪いことはない。Fedにしても60日の間に三回も利下げを行なっており、それは構わないと思う。私の考えは今となっては効かないのではないかということである。

武富委員

コンセプトそのものの大枠について反対する訳ではないが、例えば物価の1%とマネタリーベースの10%の関係は、そうかもしれないし、そうでないかもしれない。また、超過準備5,000億円というのは、単純に計算すれば、そんなものかと思うが、ここから日銀券にどう影響していくのか分からない。その辺の相対的な関係が私としてはこの段階で自信が持てない。コンセプトに反対ではないが、その点のリンケージが不明確なままでは踏み出したくないという感じが残る。

中原委員

その点は、4月以降公的資金が入るのに伴い自己資本の制約から相当自由になるため、そろそろボトミング・アウトも近いだろうということもある。従って、レンディング活動が活発になる可能性がある。それをエンカレッジしたいということである。

武富委員

それは分かる。その意味では、以前よりマネーサプライ的な考え方を適用する環境の一部が改善はするだろうと思っではいる。ただ、まだ注入している訳ではないし、まだという感じである。

速水議長

他にありませんか。それでは採決に入って宜しいですね。中原委員案からお願いします。

[政府からの出席者退室]

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：武富委員

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を採決の結果、賛成 1、反対 7、棄権 1 であった。

速水議長

それでは中原委員は否決された。次に、議長案を採決して下さい。

[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。ただ今の議長案を採決の結果、賛成7、反対2であり、賛成多数であった。反対は篠塚委員、中原委員であった。

速水議長

それでは議長案は可決された。反対理由を説明するのであればどうぞ。

篠塚委員

現在の超低金利をさらに一段低下させる実験の行き着く先が实体经济にどのような効果を与えるか不明であること、さらに消費マインドが一段と低下している状況では家計に対するダメージが大きいと危惧されるこ

と、その二点から反対した。

中原委員

一つは先般 2 月 12 日に打ち出した緩和策のその後の状況をみて、その先を考えると、ディレクティブが金利のレベル、およびコールレートのレベル、さらにはコールレートが低下するスピード、時間的なタイミングについて何ら言及しないのは、必ずしも十分ではないのではないかという危惧の念を持っている。

今一つは、現在は不況が非常に切迫し、時間的余裕が余りない。従って、緩和の効果を見極める余裕が乏しいのではないかと思う。さらには前回も申し上げたが、金利の政策で打ち止めになってしまうのかについて、仮に打ち止めという感じが出れば、必ず金利の反発を招いたり、色々反応がでる。金利のルートが仮に尽きても、その後に色々あるということを日銀として明らかにすべきではないかという意味で反対した。

[政府からの出席者入室]

速水議長

先般の記者会見でも、この先のことは全行を挙げて討議し始めていると表明したところである。

ただ今政策委員会として、当面の金融調節方針として賛成多数で現状維持が決定された。金融市場局長はここに定められた方針に則って、金融調節に努めるようこれをもって指示するので願います。なお、決定事項の公表は会合終了後 30 分後に行なうため、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. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は 3 月 12

日金曜日を予定している。

(午後 3 時 28 分閉会)

以 上