

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年3月12日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

後藤康夫（審議委員）

武富 將（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 谷垣禎一 政務次官（9:01～11:04）

武藤敏郎 大臣官房総務審議官（13:11～16:07）

経済企画庁 今井 宏 政務次官（9:01～11:14）

小峰隆夫 物価局長（11:15～16:07）

（執行部からの報告者）

理事	黒田 巖
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

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時1分開会)

本日は通常どおり最初に前々回会合の議事要旨を承認頂き、続いて執行部からの報告、金融経済情勢に関する委員の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、採決、基本的見解の取り纏めという順に進めていきたい。

なお政府からは大蔵省から谷垣政務次官、経済企画庁から今井政務次官が出席されているが、午前中で退席されるそうであり、午後は大蔵省は武藤総務審議官、経済企画庁は小峰物価局長が出席されるとのことである。

予めお断りしておくが、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、委員および政府からの出席者におかれてはそのことを前提にご発言頂くようお願いする。

最後に念の為に申し上げるが、会合の決定内容は政策変更の有無に拘らず会合終了から30分後に公表する扱いとしている。市場への影響等もあるため、それまでの間、出席者におかれては情報管理に厳重を期して頂くよう改めてお願いする。

II. 議事要旨(2/12日開催分)の承認

速水議長

最初に前々回、2月12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、承認頂いたことにする。この要旨は3月17日水曜日、午後2時に公表されることになる。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

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

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

金融調節面では前回政策決定会合での議論を踏まえ、2月26日から積み上幅を1兆円台に拡大し、市場金利の一段低目誘導を行ってきた。その結果、4日にはオーバーナイト加重平均レートが0.03%と、実質ゼロ近傍の水準まで低下した。これを受けてターム物レートも大幅に低下をみたほか、債券・株式市場も総じてポジティブな反応を示すなど、少なくともこ

れまでのところは大きな緩和効果が得られたと評価できる状況になっている。この間の金融調節面での具体的な対応を振り返ると、概ね三つの段階に分けることができる。

まず第一段階は2月26日から3月1日の2日間であり、積み上幅を26日は1兆3,000億円、1日は1兆6,000億円と大幅に拡大したにもかかわらず、オーバーナイト加重平均レートは0.09~0.10%でやや下げ渋る形となった。年初の1月4日以来の大幅な積み上幅を造成したにもかかわらず、0.13%前後の均衡状態を打ち破れなかったのは、月末月初要因から資金決済需要が高まる時期であったことに加え、生・損保等、一部の大口の出し手が0.12%でのオファー姿勢を堅持し、このレートを下回れば普通預金に資金をシフトさせるという仕振りをみせたためである。取り手サイドとしては普通預金に実際に幾ら資金が入るか分からず、アベイラビリティ・リスク回避の観点から早目に当日の必要資金確保に走る傾向がみられた。

第二段階は2~5日の4日である。月末月初要因が剥落したにもかかわらず、積み上幅を逆に1兆8,000億円に拡大する調節を行なったため、マーケットの地合いが大きく変化し、オーバーナイト加重平均レートは0.07%、0.04%、0.03%と急低下し、bpの短資手数料を勧案すれば実質ほぼゼロ金利の水準まで低下してきた。このようにマーケットの地合いが短期間のうちに一変したが、これは1兆8,000億円という昨年12月30日以来の大量資金供給を受け、市場参加者が2月16日の記者会見における「ゼロ金利でやっていけるならゼロでも良いと思う。」という総裁の発言を改めて強く意識し、日銀は本気で実質ゼロ金利を目指しているとのパーセプションが一気に広がったためである。この一種の衝撃が長短金利の大幅低下、ひいては株価の反発に繋がっていったと思う。

第三段階は8日以降の局面である。すなわち5日に積み上幅を1兆4,000億円に圧縮した後、8日には1兆2,000億円と今回の一段の低目誘導を開始した26日の積み上幅をやや下回る水準に戻した。これは4日にはTB6か月物のレートが0.05%まで低下したため、このままさらなるレートの低下を促すとリスク・フリーのターム物まで実質ゼロ金利となり、コール市

場のみならず、TB、レポ市場でも市場取引が大幅に縮小するリスクがあると判断したものである。特に3日以降はコール市場の取引が著しく停滞し、

となっていた。実際に市場規模自体がかなりのテンポで縮小に向かって来たため、取り敢えず一段の押し下げ圧力を加えることを止め、マーケットの反応をみることにしたものである。その結果、マーケットの地合いはやや落ち着きを取り戻し、出し手が資金を出し焦ることが余り見られなくなったこともあり、10日にはレートが0.05%まで上昇している。従って、昨日は1兆3,000億円に拡大したほか、本日は技術的な問題もあり、積み上幅を1兆8,000億円まで拡大する方針である。以上のような金融調節を行なった結果、今2月積み期の無担オーバーナイト加重平均レートは昨日までの段階で0.08%となり、さらに一段低め誘導を行なってきた26日以降は0.06%となっている。

この間、ターム物レートは総じてオーバーナイト・レートの低下幅を大きく上回る下落がみられる。例えば、ユーロ円の出合いレートのうち3Mの出合いレートをとると、2月12日の0.66%から26日には0.38%と28bp低下したあと、一段の低目誘導を開始した26日以降は21bp低下し、昨日は0.17%となっている。また、レポの1Mは2月12日の0.287%から26日には0.132%へと15.5bp低下し、直近では0.05%前後まで水準を約10bp切下げて推移している。この金融緩和後の金利変化を2月25日までの0.10%前後への誘導時期、その後5日までの実質ゼロ金利近傍への低下誘導の時期、および実質ゼロ金利近傍水準でのレート形成定着期の三段階に分けてみると、実質ゼロ金利近傍への低下誘導時期においては、オーバーナイト金利の低下自体は最初の時期に比べて小幅であったが、ターム物、長期金利の低下幅が相対的に大きくなっている。しかも、残存期間が長くなれば長くなるほど低下幅が大きくなっている。オーバーナイト金利がゼ

ロ近傍まで低下する中で、運用難となった短期資金がより高いイールドを求め、残存期間が長い資金にシフトし、イールドカーブのフラット化が進行していることが確認できる。

このように比較的短期間のうちにオーバーナイト金利を実質ゼロ近傍まで押し下げてきたが、2月15日以降の4週間の経験を踏まえると、当面の金融調節の留意点としては、次の三点があるのではないかと思う。第一は市場機能の維持が図られているかである。コール市場規模を出し手サイドからみると、2月12日の残高は約34兆円であったが、特に一段低め誘導を開始した3月1日——1兆5,000億円のマイナス——以降は大きく落ち込んでいる。一昨日の10日の同残高は28兆円と6兆円、約2割の減少となっている。こうした市場規模の減少は出し手が資金を0.10%に維持されている普通預金にシフトする、あるいは短資手数料が節約できる取り手との直接取引のウェイトを引き上げる、オーバーナイト資金運用を極力圧縮して利回りが相対的に高いターム物へのシフトを図る動きを映じたものである。こうした出し手の資金運用方針の変化に合わせ、取り手も調達手段の多様化を図っているため、現時点までは格別のヒッチが起きてはいない。しかし、最近は午後に入ってからコール市場の取引量が極端に落ちてきているため、例えば一昨日には3時時点決済の資金繰りがタイト化した都銀大手行が0.07%までビッドアップしたケースがみられたほか、一部外銀でも同様の動きがみられ始めている。まだ実質ゼロ金利近傍への低下誘導トライを始めてから2週間しか経っていないこと、目先年度末を控え予期せぬ資金フローの変化があり得ることを想定すると、当面は現在の0.03~0.05%前後の水準でオーバーナイト・レートを落ち着かせる調節を継続し、引き続きマーケット行動の変化等を十分見極めていくことが望ましいと考えている。

第二の留意点は、こうした大量資金の投入を続ける下で準備預金水準のコントロールがやや難しくなっていることである。私共が朝方の調節において意図した積み上幅と、準備預金の残り所要額に対する積み上額として実現した実績額との間に、3月1日以降は大きな乖離が生じている。

例えば3月3日には、意図した積み上幅は1兆8,000億円であったのに対し、実際に実現した積み上幅は4,600億円に止まっている。実に1兆3,000億円の乖離となっている。これは準備預金制度非適用先の当座預金残高が、通常は100億円前後であるのに対し、3月3日には9,500億円に上ったことによるものである。この9,500億円のうち短資が8,200億円であり、マーケットで出し切れなかった余剰資金が仲介者である短資に止まってしまう現象が現れている。マーケットで振り落とされた資金が力関係の弱い先に滞留した形である。これに加え、積み終了先の保有残高が4,000億円計上されている。積みの終了後に抱えている残高は狭義の超過準備になるが、この4,000億円はそのまま超過準備になるため所要準備額に対する積み上としては効いてこない。従って、非適用先の9,500億円と超過準備4,000億円の合計1兆3,000億円が、意図した積み上額と実現額との差になる。このように私共の意図と実際との差が拡大してきていることが指摘できる。

今一つの問題は、大幅な流動性供給を続けていくことによりリーケージが生じることである。しかし、リーケージがあるにもかかわらず大量の流動性を供給しているため、流動性の積みが大幅に進捗している。昨日時点では日割りに比べて5%程度前に進んでおり、その結果、昨日段階の残り所要額は2兆4,900億円まで減少している。所要額が3兆7,600億円、残りが2兆4,900億円であり、残り所要額が最後の段階に近づくと急激に落ちてくる。例えば、本日の準備預金残高は、為決時点の資金決済には3兆円程度の残高が必要なため、仮に3兆3,000億円の残高を作る調節を行なうと——リーケージがないと仮定すると——土日もその残高がカウントされて15日の残り所要額は2,400億円になってしまうため、3兆円以上の残高を作ることになる。積み上幅は3兆円に上ってしまう。現状では積み上、積み下を一種のシグナルとして使っているが、積み期の最終局面になると積みの進捗程度によって積み上幅が極めて大きくなっていくため、マーケットに誤ったシグナルとして受け止めかねられない問題が生じてくる。また、超過準備等のリーケージの規模は事前には予測できない

め、準備預金の残高を無理に抑えると資金ショートを招くリスクも全くないとは言えない。従って、非常に神経を使う調節をしていかなければならず、特に最終局面においては難しい。この件については技術的な問題であるため、必要に応じ別途ご説明の場を設けて、発表形式の見直しなどについてご相談したいと考えている。

第三は資金供給手段の問題である。当面は格別問題が起きていないが、今後ターム物レート、特にレポやTB等のリスク・フリーのレートがゼロ近傍となった場合、現状の入札はレートが0.01%以上という縛りを設けているため、実質ゼロ金利の下でオペ先が本行の資金供給オペにどれだけ応札してくるか問題になってくる可能性がある。当面4月までは大幅資金余剰が続くため、吸収残高を落とす形で資金供給ができるが、ゼロ金利近傍のレートを実現した後もさらに大量の流動性供給を継続する場合は、この点が一つの問題として浮上してくる可能性がある。いずれにせよ、この4週間全く未体験の領域での調節を行ってきたが、これまでのところはソー・ファー・ソー・グッドといえるにしても、実際の資金フローがどう変わっているかの具体的な把握など、なお点検すべき点が多々あると感じている。当面は現状の0.03~0.05%程度のゼロ近傍の水準を維持するように、大量の資金供給を行ないつつ、目前に迫った年度末を無事に乗り切っていくことが適当ではないかと考えている。

三木委員

コール市場でのターム物のウェイトはどの程度か。

山下金融市場局長

コール市場でのターム物のウェイトは非常に小さい。例えば、昨日時点で無担コール市場の取引高は6兆2,000億円であった。そのうちオーバーナイトは5兆1,000億円である。翌営業日のスタート物が8,500億円あるため、いわゆるターム物は2,500億円と微々たるものになっている。ターム物は、基本的にはユーロ円という預金形態で取引されている。

中原委員

大体はこれまで予想された状況だと思うが、予想を遥かに越えたことは何かあるか。

山下金融市場局長

例えば、コール市場の規模が小さくなることは予想されたが、私が個人的に予想していたよりは市場規模の縮小は遅い。例えば信託は有担で取引しなくてはならないとか、システムの関係から、直ちには普通預金にシフトできないとか、投信の場合も何故預金するのかといったフィロソフィーの問題や色々な自主規制があり、0.03%との比較では0.10%の方が有利であるとしてもシフトする訳にはいかないため、シフトが予想していたより遅いのが実感である。一方、レートがゼロに近くなり、ターム物レートもオーバーナイトからのシフトにより低下してくる環境の中で、例えば外銀のように、クレジット・ラインが大きく取れない先、あるいはそうした中でリスク・テイクしている先が、資金のアベイラビリティ・リスクが高まれば、ポジション調整をしつつ日々取らなくてはならない額を落としていくプロセスが起きつつあると思う。

中原委員

あなたはそうしたプロセスがいつか起きるだろうと言っていた。

山下金融市場局長

最も予想が外れたのは、これだけのリーケージが起きていることである。つまり、本来であれば1兆8,000億円積み上げれば1兆5,000億円程度は積み上になると予想していたが、実際には4,500億円程度に止まっている。短資のところで止まったり、証券会社が抱えてしまったり、全信連に止まったりという形で、非準預先に多額の資金が滞留してきていることが、一つの大きな誤算である。従って、所要準備額を越えて流動性を大幅に供給すれ

ば、超過準備が増えるであろうと予想していたが、それが短資など別途の先に溜まってしまい、意外に超過準備の拡大という形でベースマネーを増やす状況が進んでいない感じである。

植田委員

三番目の資金供給手段の説明についてであるが、以前、例えばレポ・オペではあと最大限 10 兆円程度との説明があったと思う。しかし、現在の金利を踏まえると、もう余りオペが打てないのではないかという考え方とのギャップはどのように考えればよいのか。

山下金融市場局長

10 兆円という根拠は、レポ・オペの業務体制の問題である。国債系については業務局では基本的に 1 日一本しかできないという制約がある。1 日 4,000 億円として、一方では国債の買切りオペを毎月二回行なっているほか、資金運用部の買切りと現先オペがあるといった日程を考慮して何回できるかということになる。そうした前提で計算すると 10 兆円ということになる。

植田委員

事務的なフィージビリティからいって 10 兆円ということか。

山下金融市場局長

事務的なフィージビリティからみると、現状 10 兆円が限度ということである。もっとも、これは業務局への人的資源配分次第では額は拡大できる。しかし、私が申し上げたのはそういうことではなく、1 か月物のレポが 0.05% 以下に低下しているという時に、値洗い等のコストがかかるものを、0.01% や 0.02% でレポ・オペに敢えて入れてくるインセンティブがどれだけあるかということである。仮に、レポ・レートがさらに大量の流動性供給により低下し、実際にマーケット・レートが 0.01% とか 0.02%

になった場合には、非常に入りが悪くなるのではないかと思う。結局はオペ・レートをゼロに下げるか、さらに長い期日のオペを行なうことしかない。しかし、期日については基本的には3か月、レポは6か月という縛りがある。その意味では、今後マーケットのニーズを超えて、ゼロレートを実現していくことになる、当然供給面でも色々なことを考えなければならぬ問題が起きてくる可能性がある。

植田委員

とても10兆円は買えないとおいての方が良いのか。

山下金融市場局長

それは、今後のマーケット環境次第であり、分からない。

植田委員

金利次第か。

速水議長

次に、村上国際局長から為替市場動向・海外金融経済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

村上国際局長

最近は大ウが既往ピークを更新したり、ドイツのラフォンテーヌ蔵相が突然辞任したりと、色々あったため、その辺を含めてご説明したい。まず、円の対ドル相場の動きである。今週に入ってから動きは、3月4日を境にした円安修正局面の継続とあって良い。背景としては、市場が我が国当局は円安が一気に進んでしまうことに警戒的になっていると受け止め始めたこと、あるいは実際に124円ラインを前にドル売りが嵩み、それ以上の円安ドル高をつけられずに跳ね返されたため、取り敢えずドルを売って利喰

う米系短期筋の動きが広がったためである。この間、121円を超える水準では輸出筋のドル売りがコンスタントに出ていたほか、本邦の一部機関投資家による米国債売却によるドル売り円買いも加わり、海外では119円台で動いていた。その時点で、榊原財務官から過度の円高は好ましくないというコメントが出たため、一旦120円の円安になっていたが、そこでドイツのラフォンテーヌ蔵相が突然辞任し、SPDの党首も退く状況になり、ユーロが対ドルで買戻され、円も一旦は118円まで上昇した。その後やや戻され119円半ばの動きになっている。

ユーロの対ドル相場も同様に3月4日を境に反転してきている。ユーロに関してはユーロ安を容認するEC当局者の発言が目立っているほか、ECBの利下げ観測もあり、ユーロのサポート要因が少なかった訳である。しかし、10日に英国のブラウン蔵相が今回発表した99年の英国予算が、BOEがさらなる利下げを行なうのに十分見合ったタイトなものであるとコメントしたため、対ポンドでのユーロの上昇が生じ、対ドルでもユーロがやや強含んでいたところに、昨日ラフォンテーヌ蔵相辞任の報道を受けて、ユーロをショートにしていた先が一気にユーロの買戻しに走り、3月1日以来の1.10台まで回復している。もっとも、ユーロ圏そのものの実体経済についてはドイツ、イタリアを中心に減速が目立ち、ラフォンテーヌを筆頭とするECの政治家筋の利下げ圧力が目立っていた。この間、ECBでは金利を据え置いており、ECBの関係者からはむしろユーロ安を容認する発言が聞かれていたところである。

ユーロ構成国のパフォーマンスについてみると、全体の99年の成長見通しという点ではフランスの2.2%がユーロ全体の加重平均値に等しい状況である。低めの成長の方のドイツ、イタリアはGDPのウェイトではユーロ圏内の概ね半分を占めるが、景気が減速する中で物価は落ち着いている。一方で失業率は高く、深刻な問題になっている。これに対し、成長見通しが高めのアイルランド、スペイン、ポルトガルでは物価の動きがECBの目標たる+2%を既に上回っている、ないしは上回る恐れが強いため、金利のさらなる引き下げは自国の観点からは歓迎できない状況にある。

また、ユーロエリア全体のマネーサプライは、参照値としている4.5%を上回る伸びを示している。直近の12月は、4.9%であり、さらなる緩和に慎重さを要すると思われていたところである。こうした中で、EC自体が財政面ではGDPに対する赤字を3%以下にするという縛りがあり、ユーロ導入直後にして金融政策面では慎重な判断が求められていた。もともと、市場ではラフォンテーヌ氏の辞任に伴い、むしろ利下げがやり易くなると読んでおり、景気の回復が期待できるという見方が一気に浮上してきている。

次の大きな動きとして、米国のダウが連日ピークを更新している。10日に9,772ドルまで上昇したが、昨晩は9,897ドルまで上がっている。ウォールストリートの一部アナリストには年内に11,500ドルへ進むといった予想すらでている。米国株価の動きについて、先月の議会証言でグリーンズパン議長は堅調な収益期待と低い賃金の上昇とが織り込まれているとしているが、市場がイラショナル・イグジューバレンス——非合理的な熱狂——であるか否かは日本の経験からみても事後的にしか認識できないとコメントしている。ただ、現在の株式市場がハイリー・バリュードである点については疑いを持っていないと証言したところである。今回のピーク更新の直接的要因の一つは、一昨日辺りから産油国が石油価格を梃子入れするために減産に合意しそうな動きを受けたものであり、石油株が連日急騰している。OPECの総会は3月23日に予定されており、減産合意ができるのではないかという見方が出てきている。二つ目はブラジル情勢の好転を示すニュースが伝わったことであり、銀行株が上昇している。三つ目はインターネット株が強気の見方で上昇している。その他景気関連株も幅広く買われ出しているため、全体が上がっている。インターネット株価は、S&P 500の動きに比べて格段に上昇している。公開直後の若い株が入っていることもあるが、インターネットを利用して気軽に売買する投資家が自らインターネット株を買い上げている面もあり、ハイテク株のウェイトの高いNASDAQがS&P 500に比べて高い評価を得ている。ここ半年間、コンピューター・ソフト、コンピューター・システム、

あるいは半導体といった銘柄は大体同じような動きをしている。つまり、同率の上昇を示しているが、株価収益率、P E Rはコンピューター・システムが54倍でほとんど変わりが無いのに対し、半導体は37倍から71倍まで上昇しており、収益状況に比べて、株価がかなり上昇している。コンピューターソフト関連も同様であり、一部のハイテク株の上昇に伴い、収益の伸びの差を区別せずにハイテク全体がユーフォリックに買い上げられていることを示している。S & P 500全体についてもP E Rが24倍から33倍まで上昇している。そうした中でテクノロジー株が最も高い位置を占め、S & P 500を引き上げている訳であるが、全体でも収益の伸び以上に株価の上昇をみているものが少なくない。従って、マーケットのムードが変わると株価の変化を大きく生じ易いリスクを高めつつある状況ではないかと考えられる。

次に、エマージング諸国の動きを二、三申し上げる。ブラジル当局とIMFのスタッフとの間で先週末に経済運営計画についての合意に達し、今週初めに経済プログラムが公表されている。このまま巧くいき3月末ないし4月初にIMF理事会で承認されれば、ブラジルに対してIMFの第二回融資が行なわれる。それと同時に先進国からバイラテラルに出している資金も供与される予定である。経済プログラムのポイントを申し上げると、99年の実質GDPは3.5~4%のマイナスである。98年11月に当初プログラムを組んだ際の見通しは-1%であり、今回これをかなり下方修正している。インフレ率は99年末時点で前月比0.5~0.7%の上昇を見込んでいる。経常収支については対名目GDP比で3%の赤字という計画である。こうしたプログラムに対し、基本的な政策措置として重要なのは財政の健全化であるが、重要措置の一つである金融取引税の増税法案が3月10日に下院の第一回投票をパスしており、来週あたりに第二回の投票が行なわれる予定である。これが通れば、かなり大きな前進が見込まれ、そうした状況をベースに利払いを除いたプライマリーベースの財政黒字の目標を昨年11月計画のGDP比2.6%の黒字から3.1%の黒字へと引き上げている。一方、金融政策については3月2日に準備率を引き上げ、3月4日に

はオーバーナイトの政策金利を 39%から 45%に引き上げると発表している。そうしたことによりインフレ対応、あるいはレアル大幅下落に対する対応を採っている。ブラジル・レアル相場の推移をみると、3月2日に一旦 2.15 まで大幅に下落したが、その後IMFとの間の取り組みが進展したり、中銀の措置が次々打ち出されたこともあり、かなり戻ってきており、3月10日で1.8650まで回復している。昨日は利食いにより1.91まで軟化しているが、一頃に比べればレアルの相場はかなり回復したといえる。この間、株式相場はレアル安、あるいは経済改革の色々な方針が出てきたことを好感し強調して推移している。

メキシコ、ベネズエラについては、メキシコは通貨も強調、株価も上昇している。ひとえに米国経済が好調であるのが大きな要因となっている。米国のダウが強いことがメキシコの株を引き上げている面もあるし、同時にメキシコ国内の経済運営も比較的巧くいっており、例えば2月のCPIは前月比で1.3~1.4%の上昇と、1月の2.5%の上昇に比べかなり落ち着いてきている。また、ベネズエラについても大きな動きは見られない。従って、ブラジルのこの間の大幅な通貨安、それからの回復とはひとまず切り離されていると認識して良いのではないかと思われる。

エマージングの関係では、今週に入って中国人民幣元の切り下げルーマーがかなり強く市場に流布された。最もインパクトのあった動きとしては、昨日フィナンシャルタイムズ紙が中国の元切り下げ否定姿勢がさらに軟化したと一面トップで伝えたことが指摘できる。これに対し人民銀行の戴行長は同日直ちに記者会見をし、国際収支のバランスを保ち、人民幣レート of 安定を図ると発表した。元レートを切り下げないことを改めて強調し、また元レートは本年は安定して推移すると、切り下げについては何の検討も行なっていないと答えている。ただ、中国の経済は、このところ目立って減速しており、失業者も増加傾向にある。政府の最大の課題である国営企業改革も実際にはスローダウンをせざるを得ないとみられる状況であり、輸出は伸び悩んでいるし、外資の流入もGITICの破綻問題のほかにかこうした消え去らない切り下げルーマーから慎重になっている。こうし

た状況の下で切り下げに関する国内外の不安感を如何に払い去ることができるか、今後暫く尾を引く問題かと思う。因みに、昨日の元レートは8.2788と大きな動きは示していない。また香港市場での動揺も現れていない。HIBORは落ち着いているし、香港のハンセン株は10,000ポイントをキープしている。

最後に、インドネシアの動向をみると、このところ東ティモールの独立問題や東部マルクシュ・アンボンでの宗教抗争といった社会不安が広がりを見せているほかに、銀行再建策の一環として行なわれる一部行の閉鎖の動きが予定より遅れている。こうしたことを材料にルピアが下落している。一昨日から再び9,000ルピア台まで下落しており、3月入り後は既に6.5%の下落となっている。年初来のボトムを更新している。本年は6月に総選挙、11月には大統領選挙を控えているだけに、今後の動向が気になる。

三木委員

タイと韓国は景気底固めの動きになってきていると思うがどうか。

村上国際局長

韓国の調整策が最も進んでいるように思われる。ある意味で底を打った状況とみても良いかと思われる。ただ、雇用市場面ではまだまだリストラ策を進めなければいけない状況であり、そうした意味の痛みは今少し大きくなると考えられる。対外バランス面では、輸入を相当切り詰めた形でこれまで黒字を確保してきた。このところ輸出が多少伸びてきており、結果的に黒字だったために、ウォンが切り上がるというか回復する傾向があった。しかし、輸出の伸長をさらに確保するために、むしろドル買い、ウォン売りオペレーションを行ないつつウォンが一気に上昇することを抑え、輸出をサポートする措置を採りながら、さらなる調整を進めたいとしている。

一方、タイも韓国に次いでアジアでは調整が進んでいると言われている。同時に、生産面や消費面では多少良い動きが出てきていると思われるが、

銀行関連の改革の取組みや、それに必要な破産法制定の動きに絡み国会情勢が非常に不安定な状況になっている。従って、動きの方向は悪くはないが、改革進展の速度は余り速いとはいえない。

山口副総裁

円ドル相場に影響を与えるような資本の流れで何か特徴的なことがあるか。

村上国際局長

例えば、期末を控えた本邦機関投資家のリパトリエーションが相当あるのではないかという話がある。確かに一部生保などが2月に米国債を売り、日本にリパトリエイトした動きがあるが、中には銀行筋がドル・ファンディングで買った米国債を売却したものもかなり含まれており——勿論キャピタルゲインはリパトリエイトされている訳であるが——表面に表われた数字自体がリパトリエイトされたと考えるのは、やや過大評価かと思われる。その意味で考えると、私の見方としてはここへきてリパトリエイトが非常に目立っているという状況ではないと思う。一方、海外の投資家は、色々な措置が採られたことから、日本経済の方向感としては良い方に向かうのではないかという見方をし始めており、3月に入って株や債券に流入してきている。

ヘッジファンドあるいは低利の円資金を利用した円キャリーの動きについては、ボリューム自体はよく分からないが、ヘッジ・ファンドはファイナンスをする銀行等が慎重になっていることもあり、ポジション自体は昨年の秋に比べれば相当小さい状態であると言われている。従って、為替市場では若干先物の株買い、あるいはJGB売りを行なっているように聞いているが、そう大きな動きをしている状況ではない。

中原委員

ヨーロッパで一番問題になるのは、色々な国があるためにECBとの間

で政治的な軋轢が出ることだと以前から思っていたが、やはりラフォンテーヌが辞めたのは、そうした意味でのシンボリックな動きではないのか。

村上国際局長

それをECB全体のシンボリックな動きと受取るのか、ドイツ国内の動きとして受取るのか、今少し理解を深める必要がある。取り敢えず伝わってきている話では、ドイツ国内の経済運営について首相との間で確執があったためということである。法人に対して厳しい課税措置を採り、それを労働者側に分配しようとするラフォンテーヌに対し、SPDの中でも右派であるシュレーダー首相サイドが、経済全体の運営上そこまで一気にこなうことはできないといった論争があったようである。ラフォンテーヌが発言し過ぎるため、就任直後からどちらが内閣の顔かといった話や、ECBに対して相当言い過ぎるといった話もあり、取り敢えずはドイツ国内の経済運営を巡る確執が表面化したために辞任に至ったと聞いてはいる。ただ、ECあるいはユーロエリア全体の経済運営を11の同質ではない国が行なっていくには、相当厳しいバランスをとっていかなければならない訳であり、やはり政治とECB、政治と財政金融政策運営は非常に難しいと思われる。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告を願う。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

概況から報告する。現状認識としては、設備投資は依然として大幅な減少を続けている、個人消費については低調の域を出ていない、住宅投資は下げ止まっている、純輸出が横這い圏内で推移、公共投資は引き続き増勢を示していると判断している。在庫調整については、一段の進捗をみており、生産は下げ止まっている。こうしたことを総括すると、景気は足許下

げ止まりの様相を呈していると言える。先月は悪化テンポはかなり緩やかになっていると表現していたが、今回はこのような表現に改めている。物価はWPIを中心に引き続き下落基調にある。

先行きについてはプラス要因、マイナス要因両方がある。まずプラス要因としては、公共投資が来年度入り後再び大幅に増加することが見込まれ、また住宅投資も4月以降低水準ながら持ち直しが期待される。また、地域振興券の支給、所得税減税等が家計所得の減少を相殺する見込みである。在庫調整はかなり進捗しており、生産に需要増が跳ね返り易い環境が整いつつあると言える。こうしたことがプラス要因である。

次にマイナス要因を挙げると、まず所得環境からみて公共投資、あるいは住宅投資が増加しても他の需要を誘発し難い状況は基本的には変化していない。特に設備投資の回復は当面期待し難いところである。また、この3月期の決算が大幅な悪化を示しており、こうしたことを背景に企業は支出抑制を一段と強める方向にある。また、大型倒産が消費者心理をも通じて個人消費の押し下げに働くリスクもある。こうした点を踏まえると、民間需要の回復に繋がっていく可能性に関しては、現時点では引き続き慎重にみておくことが適当であると判断している。

次に、現時点ではプラスあるいはマイナスどちらの要因として作用するかまだ明らかでない事柄が二つある。一つは企業の3月期決算が非常に悪いことであり、企業ではリストラ計画、あるいはベア圧縮に動くと考えられる。こうした動きが、一つは需要面からデフレ圧力となることであるが、他方で資本市場における企業努力の評価如何によってはプラス要因にもなり得るということである。第二点は、金融機関への公的資本の投入であり、こちらも仮にプラスに働くとすれば、金融機関の融資姿勢の緩和に繋がるし、マイナスに働くとすれば企業の整理淘汰が進み、デフレ圧力に繋がる可能性がある。これらはプラス・マイナス両様の観点から今後チェックしていく必要があると考えている。物価の先行きは、当面、下落基調を続けると見込まれる。その背景として、需給ギャップが明確に縮小する展望が拓けていないこと、あるいは賃金の低下が今後サービス価格に投影さ

れていくことを考えると、物価の下落テンポが速まっていくリスクについても引き続き注意していく必要がある。

続いて各論を説明したい。公共工事請負金額は98年9月に著増した後、例えば1月は-5.7%と一服状態であったが、私共のマイクロヒアリングによると2月にはかなり出たという感触である。統計は未発表であるが、2月は9月のピークに近いが、それを抜く水準まで高まっているということである。また、3月も若干レベルは落ちたとしても、かなり高水準の発注があるということである。こうしたことを勘案すると、4~6月は公共工事関連の需要が再び盛り上がるのが期待される。

次に、実質輸出が1月に前月比+7.8%と増加している。これには自動車の輸出が一時的に集中したという要因もあり、マイクロヒアリング等を勘案すると、輸出は均して大体横這い圏内で推移していると言える。一方、輸入については、これまで弱含みと判断していたが、1月は2%弱の増加であるし、2月も少し跳ねそうである。こうしたことを勘案すると、実質輸入も大体横這い状態ではないかと判断している。トータルとして輸出から輸入を引いた純輸出については、これまで増加基調とみていたが、大体横這い圏内ではないかと判断している。

設備投資については依然として大幅な減少を続けており、先行きも減少傾向を辿る公算が大きい。企業収益の現状をみると、日経新聞の12月時点調査に比べて3月時点の調査が若干下振れている。ただ、大きな下振れではなく、生産の動き等から判断すると下期入り後に急激に上期並みの激しい収益の落ち込みが生じているとは考え難い。むしろ色々な要因から企業ではこの際過去の膿を全て出し切りたいとしており、主として当期利益を落としているのが特徴ではないかと思う。このように過去の膿を3月期決算で出すこと背景であるが、一つは来年度から連結決算が本格化する、あるいは会計監査が厳格化する方向にあること、さらには資本市場からのプレッシャーが高まっており、過去のストックの膿を一気に掃き出そうとの気運が産業界に広がりつつあることではないかとみている。この結果、本来はキャッシュ・フローには余り関係しないため、投資行動には影響を

与えないはずであるが、実際問題としては赤字を出す企業がこれだけ多いことになると、それが先行きリストラ、あるいは賃金の圧縮に繋がっていくことは十分可能性として考えておく必要がある。

そこで、賃上げ交渉の状況である。連合の要求水準をみると、去年は4.93%であったが、本年は一応3%以上となっている。私共のマイクロヒアリングでは特に3月決算が厳しいものになることと、組合側の要求率も従来になく低いため、定昇分を除くとベアはゼロ近傍に着地する可能性が出てきたと思っている。

次に、プラス要因として挙げた住宅関連である。新設住宅着工戸数は11月に一旦108万8千戸と110万戸を割り込んだ後、12月、1月と114、115万戸台に戻しており、低水準ではあるが下げ止まっている。昨年末に締め切られた第三回の住宅金融公庫の申し込み状況からみると、3月、4月頃から着工が増加するものと期待される。また、金利の先高感に伴い、分譲マンションの販売も足許上向いている。ただ、マンションについてはまだ在庫が多いため、直ちには着工に結び付かない状況ではあるが、こうした状況が続けば徐々に分譲マンションの着工にもつながる可能性も出てきたということである。ハウス・メーカー等にヒアリングをしてみると、強弱入り乱れた見方がある。第四回の公庫申し込み期間が2週間延長されたことと、金利引き上げ予想の強まりとの相乗効果により、足許については駆け込みが想像以上に出てきているというプラスの面と、その後は金利の引き上げが見込まれる訳であり、年度が開けると申し込みが反動減になるのではないかという強弱の見方が存在する。足許がかなり活況を呈している割には、業者としては先行きそう強気にはなれないというのが正直なところではないかとみている。

以上を踏まえた生産・在庫の動きであるが、鉱工業生産はこのところ下げ止まっている。すなわち1月の実績と2、3月の予測指数を繋げると、1~3月の前期比は1.5%の増加になる。私共が実施しているマイクロベースの企業ヒアリング等の結果を併せて考えると、1.5%まではいかなくとも1%近い増加になる可能性が高まっている。最終需要には目立った伸長が

みられない訳であり、出荷は低迷している。こうした中で、企業は専ら生産を絞り込むことにより在庫減らしを続けてきている。この結果、在庫調整は一段と進捗しており、特に耐久消費財を始めとして最終需要財の在庫調整が進んでいる。在庫率も着実に低下している。最近の在庫の減少ピッチはかなり大幅であるが、出荷が余り伸びない下においては極めて異例の速さである。いわば企業の生産抑制スタンスの厳しさを示していると言える。この背景であるが、元々慎重に需要見通しを立てていることがある訳であるが、その他にも幾つかの要因が指摘できる。第一はどの企業もこの3月期決算は悪いため、通常みられる期末の売上嵩上げの動きが今回みられないことである。第二は市況の軟化を懸念し、素材産業の中にさらなる減産に取り組む動きがあることである。第三は資本市場の評価を恐れ、負債圧縮に努めている先が多い。すなわち適正在庫率を大きく切り下げているということである。

先行きについては、企業は極めて慎重な需要見通しを立てており、生産抑制スタンスを堅持する方向にある。従って、当面は目立った生産の回復がみられない中で、在庫の減少だけが続く展開を辿る公算が大きい。企業ヒアリングによると、4~6月の生産は総じて横這いという極めて慎重な計画となっている。ただ、現在の出荷レベルに比べて生産レベルがかなり低いところを走っているため、先行き実際に公共工事等の需要が盛り上がってくれば、そのままでは相当在庫が減ることになり、場合によっては生産水準が一段と切り上がる可能性は強ち否定できない。強ち否定できない環境にあるという意味で若干変化が生じているのではないか。

国内商品市況は、なお軟化傾向を辿っている。内訳をみても、木材は若干上げているが、鋼材がまだ下げている。木材が若干上げているのは合板がアジアからの原木の供給が非常に制限されているといった海外要因から反発しているに過ぎない。次に、これを受けた国内の卸売物価であるが、四半期の推移をみると、昨年第3四半期が-0.3%、同第4四半期が-0.5%、本年第1四半期は1、2月の平均で-0.4%と総じて下落基調を辿っており、この傾向には変化が窺われぬ。CPIの前年比の動きは、

WPIあるいはサービス価格と異なり足許下落テンポがむしろ縮小している。この主因は商品の前年比低下幅が徐々に縮小しているためである。需給ギャップが大きい割に消費者物価の下落テンポが鈍化している要因であるが、WPIにも同様の傾向があり、共通要因とCPI独自の要因がある。WPIとの共通要因としては、耐久消費財がこれまでの円安に伴い国内品の割高感が薄れていることである。従って、耐久消費財の下落率が幾分縮小しているのが卸売物価との共通要因である。また、10月には酒税の引き上げに伴い焼酎が値上がりしているし、12月にはタバコが値上がりしている。こうした一時的要因も共通要因として挙げられる。

一方、CPI独自の要因である。一つは11月に統計対象の銘柄変更があり、例えばビスケットの銘柄変更ではこれまでの大きなパッケージから売れ筋のコンビニ向けの小さいパッケージに変更になった結果、100グラム当りで単価が2割強値上がりしたため、技術的に上昇したということもある。あるいは、以前から指摘されていることであるが、CPIについては品質調整が巧く行なわれていないことがある。例えば、21インチが主流であったテレビは昨年よりCPI対象をワイド型に変えているが、それに際して機能等を勘案すると値下がりしているにもかかわらず、横這い処理されている。一方、卸売物価はその点の調整を行なっているため下がっている。また、卸売物価ではワイドテレビのほかに平面テレビも加えているが、CPIには平面テレビがない。平面テレビはここ許下がっているため、CPIとWPIで乖離が生じている。また、CPIでは7日以内のバーゲンは統計に含めないという約束事があり、最近特に盛行しているバーゲンの影響が的確に反映されていないといった諸々の要因からCPIについては下落率が一時的にせよ縮小している。従って、消費者物価の下落ペースが当面拡大する可能性は小さいと考えている。ただ、民間サービスについては賃金の低下テンポが大きいと、この4月以降の価格改訂時期に向けて下落圧力が蓄積されていることは念頭に置いておく必要がある。

最後に、地価は商業地、住宅地共にこのところ下落テンポが再び拡大している。企業からのヒアリング等によると、住宅地については住宅投資の

持ち直しの兆し等から従来のような一本調子の下落にはならないとしても、商業地では企業リストラに伴いオフィス需要が一層低迷する見込みであり、賃料、地価共に下落基調を強めるとの見方が広がっている。

三木委員

CPIについては、説明によると統計自体が品質調整等の不備により的確に把握されていないため、下落率が縮小しているという受け止め方か。

村山調査統計局長

それがベーシックにある。

三木委員

統計の見方としては、やはり実質的に上がってきているのか、下がってきているのかを見極める必要がある。そうした見方が最後に1行だけ書いてあるが、そういうことで良いのか。

村山調査統計局長

CPIの真の下落率が何パーセントかは、そうした統計自体の持つ歪みがあるため難しい。それはここ2、3か月の間に急に広がったというよりも、たまたま銘柄変更や、焼酎、たばこ、米も値上がりする等の一時的要因がかなり効いており、需給ギャップがかなり大きい割に余り下げているのは事実だと思う。従って、そうした歪みの部分については少しは割り引き、前年比のマイナス幅が実勢は今少し大きいと解釈すべきところがあるということである。そこが巧く書けていないかもしれない。

三木委員

正確に掴まないと正常な判断はできない。

村山調査統計局長

物価については非常に掴み難いところはあるが、元々統計の問題があることは事実である。そこをどう読んでいくのかを検討しており、いずれご説明したい。

三木委員

村山調査統計局長の情勢分析に余り違和感はない。一つだけ言えるのは、企業の生産状況をみると、ほぼ4～6月は横這いという方向になってきているが、唯一素材産業だけは在庫が膨れ上がっており、在庫率が元に戻ってしまっていることである。半年間減産してきたものの、逃げ水現象で意味がなくなってしまった。従って、その分も含めて4～6月はさらに減産せざるを得ず、過去最低水準になると思う。石油化学や鉄鋼がそうした状況にある。産業により明暗があるため、全体の表現としては執行部の説明どおりかもしれないが、素材産業については4～6月は最低水準でいくのではないか。従って、在庫調整も順調に進んでいるというのは耐久消費財を中心にした状況であり、川上にいくにつれて、在庫調整が進んでいるとは判断し得ない状況である。

また、耐久消費財の中でも自動車だけは唯一違った動きになっており、1～3月は決算対策から各社とも在庫が再度膨れ上がる見込みである。各社の生産計画にはその分を4～6月で一斉に調整しようとする姿勢が表われている。従って、1～3月と4～6月をみると14%程度の減産になる。明暗の中の一部の現象かもしれないが、全てが全て説明にあったような状況とは決して言えない。

村山調査統計局長

委員指摘のとおりである。4～6月について、鉄鋼等ではなお減産強化の動きがあるし、自動車等では4～6月は一段減産になる。横這いと申し上げたのは、それを相殺する形で、例えばパソコン関係、新しいモバイル関係の端末、携帯電話等の主として電気機械関係が4～6月に上向くという

ことである。トータルすると大体横這いである。

三木委員

暗の方も少し説明しておく必要がある。

村山調査統計局長

次回からそのようにさせて頂く。

後藤委員

輸入が本年に入ってから意外に強いが、国内景気動向との関係で輸入の増加要因として考えられるものはあるのか。

村山調査統計局長

これが一つのパズルであり、少なくとも原料関係ではそれ程増えていない。足許多少増えているのは食料品と消費財の一部であり、一時的なものなのかどうか今少し様子をみたいと考えている。委員ご指摘のように一時はそれ程増えないと思っていたが、足許増えていることは事実である。

後藤委員

食料品等は為替の動きでかなり波を打つことはある。

村山調査統計局長

特に1月に著増したものは、例えば冷凍エビ等であり、国内市況が若干でも戻ると一気に増加する動きもあるため、少し均してみないと分からないところである。

中原委員

CPIが予想ほどは下がらないという説明に関連するが、インフレがゼロになってくると、色々な形での価格硬直性がそのまま出てきて、十分価

格メカニズムに反映されないままに生産が減ってしまうとか、生産調整を行ってしまうとか、あるいは輸出を減らす方向に行くことはないのか。

村山調査統計局長

ご指摘の動きもマイクロヒアリングでは幾つかある。要すれば、価格弾力性が極端に低くなっている状況である。例えば非常に象徴的なのはサービス価格で、この1月に国内航空運賃のシーズンオフ割引きを止めた航空会社がある。シーズンオフに割引いてみても、結局需要はそれ程増えないためであり、本来の値段を続けておいた方が収益的に良いという動きも一部に出ている。

篠塚委員

中小企業の設備投資減少テンポは若干和らいできているという表現になっているが、これは信用保証協会の資金繰り面へのプラス効果が設備投資にある程度反映したと読んでいいのか。

村山調査統計局長

勿論その可能性もあるが、むしろ今回の循環で特徴的なのは、中小企業の設備投資が急激に落ちたことであり、さすがにそれだけの急激な減少テンポが1年以上続くことはないだろうという一つは循環論である。昨年初の急激な落ち方は、やはり金融面からの制約もあったと思われるため、委員が言われたように保証制度、あるいはその他の施策が効いてきたという両面があると思う。

武富委員

直近に出された法人季報に、何か特段の読み取れる情報はるか。

村山調査統計局長

法人季報の分析はまだ余り進んでいないが、設備投資について 10~12

月がかなり落ち込んでいる。元々7~9月の法人季報の設備投資の落ち込みが小さかったため、均してみるべきではないかと考えており、10~12月で急に落ちたというよりも、7~9月と10~12月を平均して徐々に落ちていると理解をすべきだと思う。ただ、これを基にGDP統計を作ると、10~12月の設備投資がかなり落ちる形になる。また、企業収益は非常に振れが大きい結果になっており、例えば中堅中小企業の収益が7~9月に比べて改善している。これもマクロとはかなり違った形であり、恐らくサンプリングのバイアス等があるのではないかとみている。平均すれば7~9月、10~12月と利益率が大きく落ちていると思われ、必ずしも統計数字をそのまま読めないという悩みがある。いずれにしても、私共が考えていた線で設備投資は引き続き減少しており、企業収益についても利益率は低下傾向にあることが確認されたということではないか。

速水議長

次に、山本企画室参事から最近の金融面の動きについて報告をお願いする。

4. 国内金融情勢に関する報告 (資料-4)

山本企画室参事

まず概況について一言で申し上げると、この1か月間、金融市況に関しては明るい材料が出てきたということである。しかし、資金需要面は引き続き低迷している。

まず、短期金融市場では、金融市場局長から報告があったようにオーバーナイト金利、ターム物金利がいずれも大幅に低下している。最近の大きな特徴は、山一破綻以降1年強に亘り懸案であった信用不安、あるいは金融システム不安と呼ばれるものが市場ではかなり後退してきたように窺われることである。ジャパン・プレミアムが急低下している訳であるが、邦銀の流動性リスクや信用リスクに対する市場の警戒感が日本銀行による流動性の供給、公的資本投入に向けた具体的な動きの進展から後退して

きている。この間、コール市場残高が約2割方減少している。これまでのところ市場取引の縮小に伴い資金決済面で支障が生じるといった事態はみられていないが、資金の流れには大きな変化が生じている。

長期金利、長期債市場は相変わらずボラティリティーが非常に高く、神経質な地合いである。その中で、短期金利の動きを受ける形で長期金利は低下、株価も外人買いで強含んでいる。材料としては円相場の下落、米国株価の上昇のほか、公的資本の投入に対する好感もあるし、最近では企業のリストラに関する報道を受けて、企業によっては好感される例が増えている。

量的側面に関しては、企業の資金需要は設備投資、実体経済面ともに引き続き低迷している。これに加え、昨年秋にみられた貸し渋り懸念から、手許資金を積み上げる動きも徐々に収まってきている。一方、民間銀行の方は、企業業績が悪化する下で基本的に慎重な融資姿勢を維持していると判断している。ただ、環境だけを見ると、金融機関自身の資金調達を巡る懸念、あるいは自己資本面からの制約は方向としては緩和される方向にある。いわゆる貸し渋りの背景としては、第一に自己資本面からの制約、第二に流動性懸念、第三に銀行自身の効率性、収益性向上に向けた経営戦略、第四に企業の信用度低下、業績悪化等を挙げていた訳であるが、その第一、第二の辺りは緩和される方向にきている。こうした下で、民間銀行自体も信用リスクの小さい融資については前向きな取組み姿勢にあると理解しており、引き続き信用保証制度の活用等には積極的な姿勢を示している。この結果、企業金融を巡る逼迫感は和らいできているが、業績悪化先は依然厳しい資金調達環境にある。

短期金融市場の動きをみると、ターム物金利、ユーロ円3か月は2月12日以降レートが急低下しており、現在は0.24%である。1か月物インプライド・フォワード・レートとユーロ円レートを1か月物に分解し、将来どのようなレートが予想されているかをみてみると、3月期末越え物も急低下しており、4月スタートの1か月物や5月スタートあるいは6月スタート物などと現状全くの同水準になっていることが特徴である。つまり、年度

未越えの資金繰りに対する懸念が現状ほとんど感じられない状態になっている。背景として日銀の流動性供給、あるいは公的資本の投入がマーケットに大きな安心感を与えていると思う。

ジャパン・プレミアムは急速に幅が縮小しており、3 M物が昨日時点では0.00%となっている。一昨年11月の北海道拓殖銀行、山一破綻以前の水準まで戻ってきた、ないしそれを下回りかねない水準である。勿論、邦銀自身が外貨資産を相当圧縮してきたことや、場合によっては外貨が余っている状況にもなりつつあるためである。いずれにしても、マーケットでは金融システム不安がここへきて急速に後退している。ただ、ジャパン・プレミアムが11月以前よりもやや低目になりかけている状況やレート自体に期末が全く意識されていないところは、思惑も含まれて落ちている部分も多少はあるかもしれない。

なお、金融システムに対する意識は全くないのかというと、そういう訳でもない。興銀債と国債の流通利回りおよびそのスプレッド、金融債の流通利回りのイールドカーブをみると、2001年3月末と4月のところで0.2%程度の格差が出ている。これは明らかにマーケットが2001年3月末、4月からのペイオフを意識したレート形成になっている訳であり、マーケットはペイオフに向けて金融システム問題に対する潜在的なリスクを意識している。

債券市場のボラティリティーを確認したい。債券市場の金利自体は2月上旬以前に比べて下がってきているが、債券先物オプションのインプライド・ボラティリティーは相変わらず非常に高い水準である。実際に日々を取ってもかなり大きな動きを示しており、まだマーケットの方は神経質な展開という状態である。

民間銀行の貸出を5業態計の計数でみると、12月が-1.5%、1月が-1.4%、2月が-1.3%と、昨年春から秋にかけて急速にマイナス幅が拡大してきた減少テンポ加速の動きはほぼ止まってきた感じである。しかしながら、マイナス幅の縮み方としては非常に遅いテンポであり、引き続き小幅の減少が続いている状態である。企業の資金需要自体が低迷してい

るのが、かなり大きく影響しているものと窺われる。CPと社債の動きをみると、昨年中は銀行の融資姿勢が厳しいため、資金需要の一部が優良企業を中心に資本市場の調達に向かい、CPの発行が増大する、あるいは社債も3月の償還資金の手当のために月間平均7,000億円程度のネット発行額が続いていた訳であるが、ここへきてCP、社債とも発行額が徐々に縮小している。マーケットのヒアリングによると、特に社債については償還資金の手当が終わっており、そうした資金需要の弱さがむしろ発行を減らしてきている状態である。

中原委員

信用保証協会については、今後も貸付が出ると言っていたが、無担保分が出尽くしているので大体良いところまできているのではないか。

山本企画室参事

計数的には20兆円の枠に対し、2月末時点での保証承諾額は13兆3,000億円である。保証申込額は明らかにペースが鈍化してきている。3月は期末なので、多少増えているかとは思いますが、委員ご指摘のとおり特に無担保・無保証枠で借りるべき企業はほぼ借りてしまったという感触である。銀行サイドの窓口でも信用保証に関わる需要自体が落ちてきており、このまま20兆円に向けて大きく伸びる状況には多分ならないと思う。

後藤委員

年末から年初にかけてベースマネーなり銀行券発行高が対前年度比で非常に落ち込んだことがかなり議論になっていた訳であるが、銀行券の方は2月、3月と多少持ち上がってきている。いずれマネタリーベースにもこうした形で反転する動きが出てくるとみて良いかどうか。

山本企画室参事

まず、銀行券の平残は2月が4.9%、今3月が足許走っている1日から

12日の平残で4.6%である。その意味で、前年比では約1%上に上がってきたことになり、恐らくマネタリーベースの方も2月、3月はほぼ同幅上に上がると思う。銀行券の要因を分析するのは非常に難しいが、大きな流れから申し上げると、12月で一回大きな階段が付き、12月以降の戻りのトレンドはそれまでのテンポで上がってきている。従って、12月には完全には理解できないが、恐らくボーナスの影響があり、ボーナス払いに関わる銀行券が一度圧縮され、しかしそれ以降の消費に関わる分等は昨年秋とほぼ同様のペースで引き続き出ているという状況かと思う。ただ、例えば銀行券の前年比をみると、一昨年の11月以前は大体前年比7%程度のペースできていた訳である。その後、筆筒預金への流出が大変な勢いで生じ、前年比10%程度の伸びになっていた。その部分がはげたとすれば、前年比で5%、6%まで一度落ちること自体は不思議ではなく、そうした筆筒預金への流出が一巡してきたことも影響していると思う。分からないのは、例えば地域振興券が出た分が今後の銀行券にどの程度影響するかという点である。一般には地域振興券の分は手許に銀行券を持たなくなるのではないかとされており、仮に全額だとすれば、銀行券を約1.4%引き降ろすことになる。果してそこまで銀行券を持たなくなるのかどうかもよくみえない。そうした要因も統計的には多少攪乱的な影響を与えていくのではないか。

篠塚委員

株が最近上昇しているのは主として外人買いとのことであるが、長期金利に関しては主としてどこが買っているのか。

山本企画室参事

1月に長期金利が上昇する過程における長期金利と株価の関係は、まず長期金利が上がることにより株価が下がった訳であり、長期金利が原因になり株価に影響するというイメージがあったが、最近はこれが逆転している。株価が上がると長期金利が上がる、株価が下がると長期金利は下がる

というイメージである。現在のマーケットを動かしている主体が具体的にどこかということはなかなか読み難いが、少なくとも1月、2月に長期金利が上がっていた過程では、やはり銀行が結構売っていたという事実があり、そうした動きが止まってきている、あるいは多少決算がみえてきたため、徐々に買い始めていることはあると思う。最近株が上がると金利は上がる方向になる訳であるが、外人が株を買って債券を売るという動きも中に入ってきている。

速水議長

この辺で事務局からの報告を終り、金融情勢に関する委員方の討議に移るが、その前に谷垣大蔵政務次官と今井経済企画政務次官が午前中で退席されるということなので、両次官からもしご意見があるようであればお願いする。

谷垣大蔵政務次官

本日は宮澤大蔵大臣に代わって出席をさせて頂いている。

わが国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ものの、景気は低迷状態が長引き極めて厳しい状況にある。3月10日に大蔵省より発表した法人企業統計季報については先程議論も頂いたところであるが、平成10年10～12月期の法人企業の売上高、経常利益は共に減少しているし、設備投資も大幅に減少しており、わが国経済は依然として厳しい状況にあることを示している。一方、同日に発表した大蔵省景気予測調査の結果をみると、企業の景況感には改善の兆しもみられ、緊急経済対策等の効果が現われてきているものと考えている。

また、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、参議院で審議頂いており、来週中には成立する見通しである。政府としては、引き続き緊急経済対策をはじめとする諸政策の実施に全力で取り組んで参りたいと考えている。

今井経済企画政務次官

堺屋経済企画庁長官に代わり発言をする。最近の経済動向をみると、個人消費は下げ止まりつつあるものの、まだ低い水準にある訳である。住宅建設は低水準で推移している。設備投資は大幅な減少が続いている。公共投資は補正予算等の効果により、堅調な動きになっている。輸出はこのところやや減少している。生産は低い水準にあるものの、このところ下げ止まりつつある。一方、在庫の調整が進んでいる。雇用情勢は依然として厳しい状況である。民間金融機関の貸出しが低調なため企業は貸出態度に対する懸念を持っているが、信用保証制度の拡充の効果等から企業倒産は大幅に減少している。一方、金融システム安定化策の進展を反映して、流動性に対する金融市場での警戒感は薄れてきている。こうした中、金融政策の変更等を背景に、長短金利が大幅に低下している。

以上のように景気は民間需要が低調なため、依然として極めて厳しい状況にあるが、各種の政策効果に下支えされて、このところ下げ止まりつつある。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、自律的な景気回復が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、引き続き十分な流動性の確保に努められる等、適切な運営をお願いしたい。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、これまでの報告を踏まえて、政策委員会としての検討に入りたい。最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議して頂く。その後で、金融政策運営に関してもう一度順番に意見を頂き、討議して頂く。まず、金融経済情勢について、委員方の意見を願います。本日は最初に植田委員から願います。

植田委員

金融経済情勢については、これまでの執行部の説明に余り違和感がない。説明にあったように、実体経済面はやや明るさがみえてきていると思う。すなわち財政からの刺激が継続していること、住宅投資に若干増勢の傾向がみえること、あるいは在庫調整が進捗していること等である。より根本的には政府、日本銀行の一連の政策に伴い昨年後半からの金融不安、特に短期金融市場、あるいは企業金融における逼迫感が急速に和らぎつつあることが大きい。さらに、2月12日の日本銀行の政策変更が市場に好影響を与えていることも無視できないと思う。具体的には円、長期金利の一応の落ち着き、それから株価の上昇傾向であり、特に株価の上昇傾向は仮に持続すれば今後の景気にかなりプラスの影響を与えていくことが期待される。ただ、他方で企業収益や家計の雇用所得を軸にしたマイナスの循環は、必ずしも終息していないようにみられる。悪い材料と明るい材料が両方ある中で、明るい材料が以前よりは若干増えてきているということかと思う。

その中で、二、三の注目点を再度指摘させて頂く。一つは金融の逼迫感の後退、あるいは資本注入がなされた後の金融仲介機能がどうなっていくのかである。また、金融機関も含めた企業部門のリストラの傾向が広まることに伴うプラスの材料とマイナスの材料をどう評価するか等が今後の大きな注目点になっていくかと思う。さらに、特にCPIでみると、インフレ率の低下幅が昨年予想していた程ではないことが何を意味するのかである。先程の説明では、一時的、技術的な要因が多いということだったが、ウエイトで4割前後を占める民間サービスに足許下落傾向がかなり明確になっている賃金の影響がどのように出てくるかが判明する4月にかけての動きを注目したい。

最後に、金融市場動向と2月12日の政策変更との関係についてであるが、短期金融市場を除くマーケットは最初の約10bpのコールレートの低下よりも、そこからのほぼ同幅の一層の引き下げに大きく反応したようにみえる。そこから判断すると、10bpや20bpという金利の引き下げ幅自体よりも、最終的に到達しつつあるゼロ金利という事態が連想させるより広

い政策の枠組み、場合によってはその先の金融緩和への期待等に反応している可能性もなきにしもあらずである。また、長期債について、前回会合で私は資金運用部の政策変更の影響を強調したが、3月初以降の動きをみると、やはり金融緩和にも反応していると思う。ただし、長期金利はその後、行って来いの動きがあり、神経質な反応が続いているのは執行部説明のとおりである。直感的には両方の影響で現在の水準にあると思う。株式市場については、3月以降の一段の金融緩和に大きく反応しているとみられるが、リストラ等の動きのプラス面を評価している面もあるように思う。先程申し上げたように、株高を持続することは景気回復にプラスであるが、金融緩和、あるいはその先の一層の緩和期待、さらにリストラ期待のみで現在の株高が説明できるのか、あるいは長期的に維持可能なものなのかどうかについては注意深く見守っていきたい。

藤原副総裁

前回会合からの変化は、在庫調整、公共投資、純輸出、住宅投資、企業金融等が明るい方向を示している点である。一方、依然マイナス方向を示しているものとしては、設備投資、雇用等の所得形成、個人消費の三点を挙げることができる。これらの材料を総じて考えてみると、過去1年以上に亘り最大の懸案事項だった信用不安が後退してきたことに伴い企業や家計のコンフィデンス回復の一条件が整ってきたと言える。先行きは決して楽観できないが、大きな前進だと思う。これには公的資金投入の問題に一応目処がついたことと、やはり日本銀行の流動性供給の姿勢に力があつたと認識している。そのほか、この間の長期金利の低下、為替市場における円安、株価の上昇等金融緩和措置を採った時点で期待していた市場の反応が現実に現われてきたと言える。

しかし、マーケットはこの1年半以上ヘクティックな動きを示してきており、落ち着いた状況がいつまで続くのか、一面の不安もある。金融政策に対する期待がある意味では過大な期待であったのではないかということも、そうしたマーケットの雰囲気から感じられ、警戒を緩めることはで

きない。勿論、民間経済の動きは相変わらず鈍い訳であり、足許はともかく、来年度経済については決して安心できない。金融システム問題は、取り敢えず良い方向に向かっている。従って、今後の経済の回復力は民間経済の構造調整がどの程度進んでいくかにより決まってくるのではないか。しかし、現時点で民間経済の回復力が高まってくることを示す確たる材料が得られている訳ではない。財政面からのサポートが効力を失うかもしれないと心配される来年度後半以降、景気が再び悪化に向かうリスクは依然否定できない。最近の企業リストラの動きや、それを好感した株価の上昇を踏まえると、悲観的にばかりみる必要はないとは思いますが、リストラに伴うデフレ圧力がどのように出てくるか、3月期決算が明らかになる5月から6月にかけての動きを十二分に見極める必要がある。デフレ圧力という点では、金融システムの問題が今度は具体的にどう展開していくかにも注視する必要があると思う。従って、当面は落ち着きをみせているものの、中期的というか、先行きには必ずしも楽観ができず、経済動向を依然慎重にみていかなければならないと考えている。

(午前 11 時 4 分谷垣大蔵政務次官退室)

山口副総裁

経済の現状判断については、調査統計局長の報告にほとんど違和感がない。集約して言えば、生産指数に現われているように景気はほぼ下げ止まりつつあるのではないかと思う。バックグラウンドを色々考えていくと、肝心の消費動向が余り明確でない点に現状判断について若干リザベーションを持たざるを得ない部分もあるが、公共投資の増加、住宅建設の底入れ、概ね横這い圏内の純輸出が在庫調整の進展と併せて取り敢えず景気の下げ止まりを演出しているように思う。ただ、先行きを展望すると、民需の自律回復に関してはまだほとんど材料が得られていない点では従来と余り変わっていない。しかし、ここ二、三回の決定会合での議論、つまり实体经济に対して市場環境の変動がどのようなインパクトを及ぼしつ

つあり、それについてどのような政策対応を講じるべきか、あるいは講じてきたかという観点から考えた場合、特に3月に入ってから起きている市場環境のかなり大きな変化を我々の経済見通しの中にどのように織込むべきかが一番のポイントになるのではないか。先程植田委員が言われたように、株価の回復が持続するかどうかを最も注目される点だと思うが、そのほかにも例えば金融機関の信用リスク・プレミアムがかなり縮小してきているようなことも注目すべきである。現在の市場の反応には、一部行き過ぎている部分もあるかもしれないという気もするし、その意味では、幾つかの金融指標について今後若干の修正場面が起き得るかとも思う。多少そういうものを割り引いて考えるにしても、ここ二、三週間での市場環境の変化はやはり注目に値すると思う。

まず株価であるが、現象的には外人買いがリードしているとしても、その一つの背景として一般的には金融緩和の影響があると思う。ここまで緩和してきたという現状のみではなく、今後の金融緩和への期待が当然含まれているはずである。二つ目には、公的な資本注入によってリスク・プレミアムが大幅に縮小してきており、これは銀行株価の回復という点に端的に現われている。三つ目が一般産業界におけるリストラ効果に注目したキャッシュ・フロー改善への期待をベースとした株価の回復という側面がある。特に第三点目は今後実際のキャッシュ・フローの改善により裏付けられていくかどうか非常に重要な点である。リストラが多数の企業で同時並行的に進む場合は、合成の誤謬的にキャッシュ・フローが結果として改善しないこともあり得る訳であり、その意味でなお不確実な要素を含んでいるとも思われ、今後最も注目していくべきではないか。ただ、仮に最近の動きが持続するならば、かなり広範な影響を持ち得るのではないかと思う。既に銀行の信用リスク、あるいは流動性プレッシャーの面での改善が明確に現われているし、また一般企業にとっても株価の回復が持続するならば、含み損が大幅に縮小していく効果があり得る。当然、一般的なマインドの改善にも繋がっていき得る可能性が秘められており、やはり景気回復におけるダウンサイド・リスクを縮小させる効果が、程度はよく分か

らないにしても、確実にあるだろうと思う。勿論、この持続性そのものが明確でない点が問題な訳であり、4～6月における幾つかの展開を慎重にみていきたい。

幾つかの展開とは、第一に4～6月の生産動向である。生産が1～3月に続いて多少とも改善歩調を続けるならば、企業収益の回復をもたらすはずであり、その点がまず第一に注目される。第二に、株価回復の本来の裏付けとなるべき企業収益、キャッシュ・フローの改善が本当に期待できるのかは、今後出てくる3月期決算後の新年度の業績予想にある程度現われてくるはずであり、そうした情報が4～6月にはかなり得られるのではないかと。第三には資本注入後の金融機関の与信姿勢がどのように変化していくのかという点である。取り敢えずの信用リスク面、流動性リスク面での危機を乗り越え、今後どのように変わっていくのかである。直ちに大きな変化が出てくるとは必ずしも思わないが、かなり無理な貸出回収のようなことは必要がなくなってくるだろうし、多少は今までと違った動きが出てくるかもしれない、その辺の動きをよくみていきたい。

結論として、現状までは今後における民需回復の展望が得られた訳ではないという点で、私自身が景気の判断について本質的な変化を持っている訳ではない。ただ、建設的な動きが漸く見え始め、その意味で今後あるいは今少し期待できる変化に繋がっていくかもしれないという局面ではないかと思う。

(午前11時14分今井経済企画政務次官退室、
午前11時15分小峰経済企画庁物価局長入室)

後藤委員

底這いの中で明暗の指標が交錯する状況であるが、在庫調整が一段と進み、企業が生産抑制の慎重姿勢を崩していない中で鉱工業生産が下げ止まり、在庫率が下がる状況になってきているほか、公共投資や住宅投資にみられるように明るさが緩やかに増加していると判断して良いと思う。各種

の調査でも業況感が若干ではあるが改善されている結果が出ており、設備投資や雇用所得環境は依然として非常に厳しいが、最終需要の再度の落ち込みがなければ、いずれ取り敢えずは底は打つだろうと思う。しかし、自律的な回復への反転の契機はなお見出せていない状況である。景気動向指数の一致指数が3か月振りに62.5と50を越えたようであるが、内容的には一部百貨店の閉店セールによる百貨店の売上増加や、求職者数の減少による求人倍率の上昇等の特殊要因が影響している。逆に、先行指標は42.9%と、3か月振りに50%を割っており、先行きについて明らかな反転の契機は見出されていない。3月決算は非常に厳しい内容のものになるだろうし、日経の調査など色々な調査で共通しているのは経常利益そのものが2、3割落ちることに加え、連結決算を念頭に置きながら過去の負の遺産をこの際整理しておかなくてはならないということで当期利益が5割程度落ちることが共通して予想されている。これが過去の負の遺産の決算処理として評価される一面と、こうした厳しい決算がリストラなり、業界再編成をさらに促す、という両方の影響を持つと思われる。従って、これが公共投資や住宅により生産の上向き感が出てくる本年第2四半期頃にマーケットでどう評価されるか、植田委員、山口副総裁が言われた株価上昇を支えるものになり得るのか、それとも合成の誤謬的な影響の方が強く響いてくるのか、という辺りが今後の注目点だと思う。リストラの厳しさに伴い必然的に商業地の地価が下落テンポを早めそうな気がする。

金融面の問題であるが、2月12日の決定による金融緩和の浸透が予想以上の効果を上げたと受け止めている。これは決定内容それ自体も勿論あるが、たまたま公的資金の注入や、国債管理政策に関する大蔵省の方針変更、あるいは米国の株価高等の色々な良い環境条件にも恵まれたことに与っていると思う。具体的には短期、中期のみならず長期の金利低下や為替の円安、株価の上昇、ジャパン・プレミアムの縮小などに2月の金融緩和の決定が直接、間接に寄与したと考えられる。ターム物の金利がオーバーナイト以上に大きな低下幅を示しているのは、流動性リスクが払拭されたことによる影響が大きいと思われる。同時に前回会合以降はさらに一

段の引き下げをトライする方向で金融調節のご努力を頂いたが、やはりターム物金利にしても、株価の上昇にしても今回の金融緩和、金利の引き下げそのものに加え、先行き一層の金融緩和期待も織込んでいる可能性がある。幅の大きさや広がりからみて、そうしたものがあるような気がする。従って、若干の修正場面、戻しの可能性を孕んだ状況を目前にしていると考えている。

世上では財政政策その他の手段は全て打った、後は金融政策で宜しくとか、金融政策で梃子入すべきであるという認識が強くなり過ぎているという懸念を持っている。資金が溢れていても設備投資などに金が回っていない以上、一層の緩和が必要であるといった供給と需要を取り違えている議論がかなり堂々に行なわれているのは若干心配である。勿論、現状の局面で政策の打ち尽くし感が出るのは良くないし、避けなければならないが、金融の分野でも相当なことを実施してきたと認識してもらうこともこの際必要ではないか。何も日銀が労を厭うとか、自分の庭先だけをきれいにするという事ではない。正しい処方箋を書くには、世界の歴史上も例のない実験と言うべき金利ゼロまで金融政策で対応した現在、これから先は民間サイドにどのような努力が求められるのかを点検してみる必要がある。同じ財政面の対応でも従来同様に需要追加のための支出増を中心とするのか、過剰供給能力の削減と、そこから押し出されてくる労働力の再適応のための対策や将来に向けての戦略的な需要分野の刺激、新産業の育成等のための減税等の構造改革施策に軸足を一段と移していくべきなのか、等々である。マクロ・ミクロ、官・民、財政・金融、それぞれの分野での方策を総合的に考えるべき時がきているのではないか。

金融の量的な指標についてはボーナスの減少、あるいは筆筒預金への動きの終息などから、マネタリーベースや銀行券の前年比伸び率が12月、1月と減少した後、2月からの持ち直しが3月に入っても続いている。マーシャルのkも昨年から長期トレンドの上に上昇しているように見受けられる。

武富委員

先ず、第一点目は、景気に本質的な変化が起きている訳ではないが、執行部の評価のように、やや下げ止まりの感じが定着しつつあるように思う。無論、経済活動の水準そのものは極めて低いことに変わりはなく、不透明性や脆弱性を内包している意味でも特に変化はない。しかし、経済に対する負の圧力が累積的に続く状況からは少なくとも脱していると判断して良いと思う。こうした下げ止まりの状況は、先行きを展望する場合に多少プラス方向の動意や動きも念頭に置き得る素地を若干広げてきたと感じる。勿論、そこに強くアクセントを置く訳ではないが、先行きを楽しみにみていきたい。

引き続き大きな構造調整圧力が働いており、経済にデフレ的な影響をもたらす流れは基本線として続いている訳であるが、それを打ち消し、可能であれば拮抗ないしプラスアルファになって、年末、来年の前半辺りには構造調整のデフレ圧力を上回る良い形の展開になればと思っている。従来はデフレ圧力に対して下支えするという観点での評価だったが、拮抗するという多少ポジティブな観点も入れて良いと思う。

潜在的に三つの力がある。一つは政策の効果である。公共投資、住宅投資、一部の個人消費には今後少なくとも本年の9月頃にかけて政策効果の具体的な表面化が続くと考えて良い。

二つ目の拮抗力は、短期循環的な流れが上向きに転じる力である。ここも慎重にみておいた方が良いが、在庫循環は短期景気循環の一番分かりやすい出発点であり、これが縮小均衡的な意味ではあるが良い循環の流れになっているため、出荷さえ伸びてくればかなりのスピードで上向きの力に転じ得る期待はある。勿論、財別、業種別には動きが区々であるが、時間をかければ多少調子の悪い分野にもいずれプラスの効果が出てくる。その意味で、割り切って言えば在庫循環等に代表される短期景気循環の調整がある程度終り、上向きのモメンタムが年内のどこかで出て来ることは期待して良いと思う。

三つ目が一番重要な企業努力である。これを支援する政策対応は遅れて

いるが、構造調整を行なわざるを得ない先とは、比較劣位に陥り、生産性や収益性の低い分野である。グローバル銘柄の強い企業の中でもそうした部門があるため、業種や企業、地域という尺度だけでは切れない。長い目で見ていくと比較劣位によりフェードアウトする圧力が掛るなか、大幅な縮小により何とか残存する機会を作るという先である。それに代わるポジティブな新しい産業が、非製造業で出てきている。アメリカでも色々な産業が90年代中に増えていったが、日本でもそうした先が一部既に出ている。その辺の構造調整の負からの転換、プラスがどの程度出てくるか。そうしたものが出てくれば、政策対応と循環の上向きと新しい産業の抬頭により年内から来年前半にかけてマイナスの構造調整圧力に拮抗していくモメンタムが経済に働いてくれるのではないかと、以前よりはポジティブに展望できる局面に入ったと思う。

第二点目は2月に採った金融政策があるいはポジティブな動きに繋がる流れを生み出せるかもしれないことを過不足無く自信をもっていても良いと思う。昨年9月には短期金融市場において信用リスクの高い限界的な資金調達者にまで十分な流動性が供給されることを主眼に置いた金融措置を採り、何とか乗り越えた。昨年11月に採った措置は、企業段階で信用力が弱く資金調達力が弱い産業や企業も含め流動性が隅々まで行き渡ることを念頭に置いたが、この措置によって企業段階での信用収縮、それによる設備投資の収縮、あるいは倒産の激増が、株式市場、金融システムに跳ね返ってくるリスクも乗り越えてきた。今回の2月の措置は、そうした二つの大きな山を乗り越え、漸く金融政策が本来の対象である景気・物価と真正面から対峙し、何らかの働きかけをしていく姿に戻ったという位置付けが出来るのではないか。これは、敢えてアクセントを付けて言えばではあるが。金融政策は最終的な景気・物価をみて行なっているが、今回の措置により景気・物価に到達する距離が従来の対策に比べて近づいてきた可能性が出てきた。現実にはゼロ金利が伝えるイメージが市場や経済主体にとって新しいものだけに、何らかの心理的变化を起こしているかもしれない。固定金利物の金融商品でも期間が長いものに資金が一部シフトして

いるし、国債についても一部にそうした影響が出ている。そのほか、若干リスク度の高い金融資産にも一部資金が波及している節がある。リスクゼロの金融資産から、リスクはあるがゴルフ場会員権や店頭株など価格が動き得るものにシフトしている状況がある。金融政策の本当の狙いは資金の波及がそこに止まってしまふのではなく、最終的に実物資産へ移っていくことであるが、そこは残念ながら全くみえない状況である。これは主として民間の自助努力によるべきことだが、中央銀行としての姿勢の示し方如何では、今回2月の金融緩和措置の効果が金融資産を超えて実物資産に及ぶフレームワークが潜在的にはできつつあるのではないか。仮にそうであれば、極めて大切にすべきである。

その意味で、現在はなお慎重にみるべき局面ではあるが、その中で景気が下げ止ったということ、今般の金融政策の意味合いが今一つ質的に違うものであったことを受けて、そこから出てきている一連の動きを実物経済、物価にまでどう結び付けていくようにするかという段階である。ただ、金融政策に対して過大な期待があり、その点は若干困っているところである。拮抗勢力となる新しい産業に金融政策以外の如何なるセミマクロ・ミクロの政策が打てるかが本来重要である。それなくして金融政策が頑張ってみても実物面までの良い意味でのリンケージは達成できないことを十分申し上げておかななくてはならない。それにしても金融面からそうした良い流れが出てきているのではないかと、半分期待、半分慎重な姿勢でみている。

三木委員

景気は底這いになったと言える。ただ、この状況は4~6月も続く公算が強く、かつ業種別、企業別、商品別の明暗が交錯しているのが実態であり、まだ回復に向けた確たるものがみえてこない。従って、この底這いから底打ちへの素地がどのようにみえてくるかが次のポイントだろうと思う。先程の村山調査統計局長の説明に全体として違和感はないが、三点だけ注目点を申し上げておきたい。

一つは個人消費を左右するものとして、非常に大きな要素である自動車

業界の動きである。自動車の国内販売は一進一退のままであるが、業界は決算対策として1~3月には計画比4%増、約10万台の増産を見込んでいる。この結果、1~3月の生産は262万台になるが、4~6月はこの増加分が在庫にほとんど積み上がり、その分の在庫調整をせざるを得ないために、現在は225万台と、前期比14%減というミニマム生産の形で材料手当などの動きを進めている。軽四輪は依然として好調であるし、新車種等も価格や機能面で主婦や若者のニーズを捉え好調な売れ行きを示しているものはあるが、業界全体としては企業間、機種間でかなりの明暗格差が残っている。

二つ目は素材産業における4~6月の生産・収益の悪化問題である。素材産業ではあらゆる面で1~3月が四半期ベースではボトムになるだろうとみていたが、4~6月はさらに落ち込む情勢にある。特に、粗鋼生産は97年度全体で1億280万トンの生産になった訳であるが、98年度は現時点で9,100万トンの見込みである。さらに、この1~3月は年率8,600万トンベースにまで低下しており、4~6月は8,400万トンまで落ち込む形になっている。民間建設需要、耐久消費財・設備投資関連の大幅な落込みを公共投資の増加のみでは支えきれない中であって、在庫調整の遅れが加わってくる。在庫率も昨年8月の140%水準から在庫調整を進め、10月は120%程度までできたが、この1月は再度130%に戻っている。こうした在庫調整の遅れも当然あり、4~6月の生産水準は30年前と同じ超低水準で底這い圏内を上下している。製品価格も大幅にダウンしており、4~6月の収益水準はかつてない低水準となる可能性がある。高炉メーカーは一社を除いて恐らく全て赤字になると予想している。半期ベースでみた場合、企業収益回復のタイミングは下期以降へずれこむ公算が非常に強くなっている。

三点目は消費者マインドの動きである。節約して地道に生きていくという行動原理が消費者の中に定着しているようであるが、ある面では不況慣れしたのだと思う。今次春闘のベア・ゼロ交渉などは、かつてであれば当然ストライキも辞さずというシビアな交渉になるはずであるが、労使の

ムードは意外に冷静である。雇用か賃金かという問題も抱えている訳であるが、政府による減税措置、今回の金融システムの安定化の動きに伴い消費者のコンフィデンスが非常に良い方に向いてきており、消費者マインドの落ち込みにも底がみえてきたのではないか。事実、良品で安い物は良く売れているし、消費者ニーズを巧く捉えた新商品、あるいは新技術にも消費者の強い反応がみられる。一例として、遠心力を利用した新しい水流方式の自動洗濯機、イオン洗浄を活用して洗浄能力を高めた自動洗濯機が飛ぶように売れている。ただ、全体として今次夏の賞与のダウンも加わった所得の減少は免れ難い訳であり、企業のこのような新商品、新技術開発への需要掘り起こしとの綱引きが続かざるを得ないかと思う。

次に金融緩和進展の効果であるが、今回変化が大きいのは実体経済よりもむしろ金融の方である。2月12日の政策変更は真にタイミングが良かったこともあり、各市場に巧く浸透してきている。為替相場も113円から120円前後まで円安になったし、長期金利も2.3%程度から1.5%ないし1.8%までに落ち着き、株価も1万4,000円割れから1万5,000~1万5,500円という推移になってきている。安定というにはまだ手探りの部分もあり、楽観はできないが、シチュエーションのさらなる悪化は避けられたと思う。潤沢な資金供給が短期金融市場のみでなく、通常の企業にも十分に回り始めている。企業が手許資金をさらに積み上げようとしなくなったことも、そうした状況を反映している。銀行は金融再生委員会に3月末の貸出計画を提出する訳であるが、この計画達成に苦慮しており、通常取引先への貸出姿勢を非常に前向きなものに切り替えてきている。債権放棄の話等を出してきたゼネコン等では信用収縮が一層進んでいる面もあるが、全体として3月の企業金融は昨年3月、9月、12月とは様変りの緩和となっている。金融マーケットにも貸出マーケットにも量的緩和は行き渡っている。しかし、借り手の実情をみると、過去に構造調整などを経験したことの無い自動車や電機も含めてあらゆる業種で巨大な需給ギャップが障害となっているため、設備廃棄がまず先決であり、新規投資どころではない。あるいは、先行きのデフレ懸念の解消なくしては設備投資資金の返済計画

が思うように立てられないため、デフレ懸念が払拭されるまで資金は不要といった企業が大半である。つまり、資金をいかに積んでも、需要のないところには資金の取り手が出てこない状況になっている。見せ金ということもあるため、少し積んだらどうかと申し上げたが、結局見せ金は見せ金で、実際の資金需要には所詮結び付かない。

次に当面のダウンサイド・リスクの問題である。99年度経済になかなか回復のしっかりした芽が覗いてこないのは、やはり30兆円から50兆円と言われる巨大な需給ギャップの存在が最大の原因である。その影響は価格の形成面から設備投資に至るまで企業を非常に苦しめている。このギャップを公共投資等の需要刺激策のみで埋め合わせることは当然できない訳であり、まさに設備の構造調整、それに伴う雇用調整が不可避な局面にきている。政府の財政政策、金融システムの安定化策、本行の金融政策と打てる手は十分に打ってきたことは、経済界からも一般の企業、個人からも評価されている。従って、民間企業の構造調整リストラによる競争力強化策をやはり合わせ技として実施し、景気の回復に向け、官民一体で取り組むシチュエーションにあると思う。その動きが現実に進展しつつあるが、構造調整リストラは当然のことながら経済をデフレ・スパイラルの方向に進める副作用がある訳であり、当面の設備投資の落ち込み度合や消費動向には引き続き目が離せない局面である。政府の財政面での対応力が非常に乏しい以上、民間の自己責任、自助努力がまず第一であるが、そうした中でも政府としては失業対策の強化、リストラ絡みの設備廃棄促進税制、土地の流動化策等を併せて実施することをぜひ念頭に置いておくべきである。

後藤委員が言われたとおり、政府の財政政策も金融政策もこれだけの手を打ってきたという評価がある中で、なお、これから日銀の金融政策の出番ではないかという意見が特に欧米の学者と本邦金融マーケットにおけるアナリストの間から聞かれるのは非常に心外であるし、心配である。こうした声には是非一喜一憂せずに、我々は経済の現場、金融の現場を見つめて対処していかなければならない局面だろうと思う。

中原委員

結論から申し上げますと、足許若干良い動きもあるように見えるが、それらの多くは実際よりは強めに出ているのではないかと思う。4～6月にかけて、あるいは7～9月までに公共投資と住宅投資の効果が同時に出てくると思うが、その時期に大規模なリストラ、大型倒産、雇用調整が本格化してくるだろう。そうしたことを踏まえて、10～12月以降は景気を下支えするものが全くない状況であり、基本的な見通しは変わっていない。フィンランドやスウェーデンのように銀行に公的資金を注入した国の例をみると、実際に効いてきたのは2～3年後であり、そうしたことも念頭に置きながら考える必要がある。

恒例の1月分の景気動向指数の分析から申し上げます。一致指数のCIから窺われるリセッションの動向は8月以降下げは止まってはいるが、反転の兆しは明らかではない。いわゆる長期先行指数の金融重視型をみると、昨年10月から4か月間に亘って横這いである。生産重視型は前はかなりプラスゾーンにきたと言ったが、1月には再び下がってきており、非常に不安定な動きをしている。特に、生産先行指数のスムーズ・6マンスレイシオをとると、変化率は生産重視型、金融重視型共にまだマイナス2～3%の間にあり、まだなかなかプラスにならない。景気動向指数からの結論は、4月を起点として8～11か月の間に景気が転換を示す可能性は低いと言わざるを得ない訳である。従って、12月とそう変わらない。ただ、12月の場合には長期先行で生産重視型が少し良くなったが、1月は再び下がってしまったということである。

1月の生産統計や家計調査は実際より強く出ているのではないかと考えている。つまり、生産は12月、1月と1.3%、0.8%、予測でも2月が0.7%、3月が0.4%と、先行きを含め4か月連続プラスになるということであるが、趨勢成分を分析すると、依然として下降トレンドを辿っており、再び悪化してきている。4、5月にかけては、自動車を中心に懸念があるため、生産が4か月連続プラスになることは極めて疑わしい。3月までは良くとも、その先4、5月以降は極めてクエスチョンマークである。

二番目に消費の面であるが、実は、家計調査と、サプライサイドからみた例えば商業販売統計の小売部門、毎月勤労統計で見た現金給与総額の二つとは極めて大きな乖離を示している。例えば、家計調査の消費支出は+2.8%だが、小売業の統計では-5.6%になっている。大きいのは家具と耐久消費財であり、家計調査では48.2%のプラスだが、商業販売統計の家庭用機械器具は-13.8%と大きく違う。パソコンについても教養娯楽用耐久財ということで家計調査では61%であるが、小売業の中のNEBAパソコン統計では32.7%と半分になってしまう。世帯主の収入でも家計調査は+0.5%、毎勤は-2.0%と非常に大きな差があり、どちらがより実態を表わしているのかという問題がある。ただ、所得環境が良くない訳であり、例えば消費性向は平均的なトレンドラインに戻ったとしても、その程度の動きではないかとみている。三番目に在庫調整が進んだことは良いニュースだと言われているが、最終需要財については逃げ水現象が再び生じているのではないかという気もしないでもない。在庫削減ペースを上回る需要の減少が今後起こることが十分にあると思う。

雇用については恐らく4月以降調整が本格化するのではないか。春闘はゼロ・ベア、恐らく定昇のみで精々2%ということが考えられ、これは消費にとってマイナスの材料である。雇用所得については98年度の半ば頃から前年比割れとなっており、これは戦後初である。1人当りの賃金も雇用者数も共にマイナスになっている。従って、雇用環境、所得環境は依然として厳しいと言わざるをえない。そういった中で、直近の法人企業統計では設備投資が10月~12月で18.7%減った。特に、問題なのは中小企業が非常に減ったことであり、大企業、中堅企業、中小企業の順で減少率が小さい状況となっている。いずれにしても一つ計算をすると、GDPに対して-0.9%の寄与があるが、このような大幅な減少は98年の1月~3月以来のことである。こうした状況を見ると、2000年度の設備投資の回復も余程ストックの調整を進めて廃棄をしない限りはなかなか難しいのではないか。

支えとなる公共投資、住宅投資については、常々言われているように4

～6月が恐らくピークになり、7～9月はますますだと思うが、10～12月からは確実に落ちてくる。総額では99年度は98年度に対して+7.6%程度伸びると思うが、如何せん他の援軍がない。住宅投資については、促進税制による大幅な拡充と足許の金利先高感により、一時的に大幅に伸びることはまず間違いない。12月の申し込み分は恐らく3月頃、本年3月の申込分は4～6月に出てくると思われ、4～6月は一応支えるだろう。7～9月にも若干残るかもしれない。過去の例では、87年の円高不況の底の時点で申し込み件数が今回を上回る182.5%になっているが、非常に所得環境が悪かった時期であり、また、長期金利についても2.5%から4.1%まで上がったというように、今回と非常に似ている。93年度にも金利の引き下げと景気の底入れ観測が出て、バブルの崩壊後であったが申し込みが127.2%と増えたことがある。この二回の例はいずれも持続的なものにはならなかった。従って、今回も所得環境が悪いこと、特に住宅ストックが非常に大きいことを考えると持続的な伸びは想定し難い。2000年には反動減があるのではないか。それでも一応10万戸程度は増えるとみて、115万から125万とすれば大体GDPに対して0.4%程度は貢献するという計算が出来る。

今一つ、今年一番心配になるのは輸出である。その中でも心配になるのはヨーロッパである。ヨーロッパは昨年一番伸びた訳であるが、本年はヨーロッパ向けの輸出が下がる可能性が非常に強い。これは何回も申し上げているが経済が非常に悪くなっているためであり、特にドイツで定年の引き下げを行なっているとか、所得分配の戦争が起きてきているほか、賃上げ等非常に社会主義的な政策が出てきている。フランスも労働時間の短縮等のやはり社会主義的な政策が出ており、10月、11月から銀行貸出はダウンしている。イギリスはポンド高から輸出が不振になったこともあり、ヨーロッパの経済は非常に悪化する懸念がある。従って、日本からの輸出は昨年のように伸びなくなっている。アメリカも色々な摩擦が起きるため、輸出は悪くなる。従って、純輸出は10～12月はマイナス、1～3月が若干プラスかニュートラルかもしれないが、消費が伸びなくとも輸出の減少により純輸出が減ることを恐れている。いずれにしても、結論は先

程申し上げたようなことであり、10～12月より先はほとんどみえていないのが現状である。

今回は金融政策が本当に効いたという気がするが、良く考えると二つ理由がある。2月12日の引き下げ自体が市場にとってサプライズだったということが一つ。さらに重要なことは2月25日以降はコールレートを引き下げるスピードが極めて速かったことと、総裁会見にもあったようにゼロまで下げるという意欲ないしアグレッシブな意思が非常に効いたと思う。日本銀行が何かやるのだということで、サプライズとスピードとアグレッシブな意思が非常に効いた訳である。

また、信用保証協会ですら恐らく13兆円出ている。件数で実に67万件である。これにより倒産が減るのも当然だが、マーケット等では、店頭株が上がってきたことと、ゴルフ場の会員権が3か月連騰しているのは、保証協会の金が少なからず回っているためだと推測をする人が多い。地価については、商業地のみならず住宅地が落ちているのが問題である。所得、雇用といった要因もあるが、企業だけではなく、銀行、我が日本銀行もそうだが、リストラが行き渡り、オフィスを売る、保養所を売る、寮を売るということで、地価に対して下落の圧力がかかっている。地価が下げ止まっていないことを私は非常に気にしている。

篠塚委員

最初に全体的に前回の決定会合からの変化をみると、足許の景気が一段と悪化しているというデータはなくなったと思うが、消費・雇用は依然として暗いと思う。明るい材料として公共投資と住宅投資が挙がっていたが、先行きは非常に不透明である。

執行部からの説明に大体同意しているが、私自身も注目したことについて簡単に申し上げる。産業界では本年3月期の決算において過去の膿を一気に掃き出そうとする気運が広がっているという報告があり、その結果として収益悪化を一種の梃子にして一段のリストラに取組もうという思惑も窺われるということであった。これはプラスにもマイナスにも両面から

評価できるが、この点を若干掘り下げてみたいと思う。仮に、これを三木委員が言われたように製造業部門で過剰雇用、あるいは過剰設備を抱えており、何とかしなくてはならないという意味での構造改革を行なうのだとすれば、これまでの大きな需給ギャップを一斉に変える構造改革の流れとも捉えることが出来る。例えば、仮に3月の決算期を前にして各企業が過去に積み上げてきた様々な物を一斉に掃き出そうとしているのであれば、それは単純に産業界のみで出来ることではなく、マクロの政策の中でどのような構造改革が必要かを踏まえながら政策的なバックアップ、支援も必要になってくる。税制改革や年金改革、規制緩和等の様々な措置がなければ、3月の決算期に向けて一生懸命自社の過剰設備の償却をしようとしても巧くいかないのではないか。やはり全体的な構造改革をどうするかという非常に大きな視点から立ち向かわなくてはならないと思う。

最初に消費と雇用にはまだ明るい面がないと申し上げたが、この大きな構造改革の中では恐らく雇用面のリストラは避けて通れないにもかかわらず、雇用に関しては非常に古い体質のまま政策が行なわれてきたと思う。だが最近、それに関しては新しい動きが出ており、昨日労働省の中央職業安定審議会で民間の有料職業安定紹介業について、漸く半世紀をかけて原則禁止の規制が緩和されることになった。その方向が労働者にとって良いのかどうかはまだ分からないが、この大きな構造改革の中で一番ネックになっているのは雇用の問題であり、そうした構造的なネックをどう解いていくかという時に、労働法が規制緩和を行なってきたということである。今後、大きな構造改革に企業が取組む場合、企業年金の問題をどうするか等様々な問題がある訳であり、そうした面を同時に解決していなくては、この大きなデフレ経済の解決にはならない。

金融に関しては、2月12日の金融緩和を受けて資本市場等が好転しているのは事実だと思う。それに対する評価についても皆さん若干の差はあるが、例えば株価が良くなっていることも金融緩和の直接的な効果のみとはいえないとしても、金融緩和もかなり影響していると思うとのことであった。しかし、私自身はアメリカの経済が好況であることや、日本の株を外

国人が買っていること、外国人が日本企業のリストラ等の大変な大改革を評価していることによるものと思う。そうした要因の中で、日本の金融機関への公的資本注入が実際に具体化されていることは日本国内の要因であるが、今申し上げたことのほとんどは海外の外部環境からくる要因であり、これに全て依存しているのは非常に危ない状況にあるのではないか。

貸出金利に関しては長プラが今週に至って引き下げられたが、普通預金金利と関係の深い短プラはなお据え置かれている。短プラは既に金利の絶対水準が低く、短プラ変更に伴う事務コストまで勘案すると金利を変更してもペイしないということである。こうしたことを考えると、三木委員は資金は潤沢に出ている、企業でも量的な確保はできていると言われたが、構造改革の問題も含めて実際に資金が潤沢にある、以前と同じような形で金融機関が貸出をするということでは、再び同じことの繰り返しになると思う。どのような産業に、どのように成長する企業であるから資金を融資する、というようなマクロの産業構造の育成といった視点が必要な状況になっており、資金があってもなかなか巧く回らないところがある。むしろ新しい産業をどう育成するかという発想の転換が必要である。預金に関しては普通預金は現時点で据え置きになっているが、定期性預金は期間や額に関係なく金利が0.15%前後に引き下げられており、家計の立場からするとマイナスの要因になっている。

(午後0時19分中断、午後1時11分再開)

速水議長

金融経済情勢について追加的な意見、議論があれば自由にご発言下さい。

中原委員

最近の株価をどうみるかであるが、私の見方は現在はミニミニバブルの様相を呈しており、4~6月に反動が出るというものである。株価が上がってきた最大の理由は日本の金融政策スタンスが変わったためであると思

う。スピードとアグレッシブなことが伝わり、本当にやる気を感じ、特に欧州勢の見方が変わったと思う。量的緩和に本気になったと受け取り、日本は買いだということに急速に見方が変わったために、今回の一連の株式の上昇が起きている訳である。ヨーロッパ勢がリードしているところが非常に大きい。それに加えて、ニューヨークで株価が順調に上がっているし、大手電子メーカーに代表される連結ベースのリストラを実施する先も株価が上がっている。一方、単体リストラの先の株価は上がり、明暗を分けているようである。特に輸出型企業で連結リストラを行なう先が非常に上がってきている。

今一つ上がっている要因は、相場は6か月単位で上がったり下がったりするものであるが、底を打ったのが終値で10月9日の12,879円97銭であり、それから4か月目が4月9日になる。それをめがけて上がってきたということである。マーケットとしては巧くいけば4月の地方選挙まで高くなって欲しい、さらに5月決算で悪材料が出る時まで保てば万々歳だという見方がある。これに対し、金融緩和の量的側面をかなり織込んだという見方も強いため、その綱引きだと思う。私は量的緩和まで既に織込んでおいており、例えば日銀の金融調節が0.03~0.05%の間でしばらく止まることになれば、そこでどういう反応が出るか懸念されるところである。一番関係があるのはアメリカであるが、アメリカは1万ドルが一つのターゲットになっており、1万ドルを達成すると一服感が出るため、仮に日本の6か月の上げ周期と1万ドル達成が重なればかなりの調整になる。アメリカでもかなりの調整になるが、日本は4~6月の反動が懸念され、注目を怠れないと思っている。目先の節目は15,320円であったが、それを突破したので次の節目は16,756円、その先が17,260円になる。現在の水準辺りは戻り売りが多く出るゾーンである。15,000円と17,000円は累積出来高の一番多いゾーンであり、なかなか重いと思う。

為替は以前の会合で121~122円で止まると申し上げていたが、一旦そこで止まり、124円台に突っ込んだ。恐らくこれは量的緩和の期待が最も出たものだと思われ、円安に振れてきた。実際過去のデータからマネタ

リーベースの年率、前年比の変化率と為替の円ドル相場の前年比変化率の関係を見ると、大きな意味での相関関係がある。つまり、マネタリーベースが増える時は円安に向かい、マネタリーベースが縮む時は円高に向かう繋がりがあるようである。このため、今回は量的緩和の期待が真っ先に出てきたのだと思う。量的緩和の期待が萎むと真っ先に円高になる。

債券の価格、長期金利への影響も、恐らく量的緩和をかなり織込んでおり、その期待が萎めば、長期金利に動意が出て金利が上がってくる。今日も債券価格が21銭安と下がってきているが、量的な期待が、教科書通りまず為替に働き、長期金利に働いたのだと思う。勿論、株は一番速かった。そうした意味で、かなりのサプライズとスピードとアグレッシブの三つで今日まで株が戻ってきた。いずれにしても、4～6月には反動が生じると思っており、実体経済面で公共投資、住宅投資のプラスの面と大型倒産、大型リストラ等のマイナス面が交錯するところへ仮に株安ということになれば、4～6月もかなりおかしくなってくると思う。2月12日、特に2月25日以降の非常にアグレッシブでスピーディーな調節が株式市場、為替・債券市場をここまで引っ張ってきたと解釈している。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、これまでの討議を踏まえて、次に当面の金融政策運営方針について各委員の意見を順番に頂き、その後自由討議をしたい。植田委員からお願いします。

植田委員

私が考えていることを多少長目になるかもしれないが、申し上げたい。ただ今資料をお配りしているが、後で参照頂きながら説明したい。ただ、これを本日提案する積りはなく、目標値のようなものも含まれているため、万が一の場合を考えて回収させて頂きたい。

取り敢えずの判断としては、現時点で一層の金融緩和の必要性はないと

いうことである。景気指標もマーケットも一応良い方向に向かっている。さらに、後藤委員も指摘されたように、金融政策に余りに過大な期待をもたれても困ることも重要なポイントである。他方、コールレートがほぼゼロになった2月12日以降の調節については多様な、場合によっては勝手な解釈が含まれており、中原委員も言われたが、それが良い方向にマーケットを動かしている、あるいは一種の過熱感をもたらしている面もあるような気がする。これをさらに煽らないように、あるいは一部冷やすことも重要であろうし、また全部を殺してしまい、例えば株価が大きく下がってしまうようなことも避けたい。また、そうした勝手な多様な解釈が生まれる裏に、現在のゼロ金利がもたらしている意味が分からないという点もあると思われ、その辺りを考えてみたい。

より具体的に申し上げますと、オーバーナイト金利が実質的にゼロという状態は、アンカーを欠いているような気がする。非常に狭い範囲、例えば0.02~0.05%という狭い範囲の金利と、何の量で計るかは難しいが、広い範囲の量が整合的なところにきている。この結果、調節が極めて難しいという現象が発生している気がする。別の表現で申し上げれば、ゼロという金利はゼロというアンカーがある状態かもしれないし、アンカーがない状態かもしれない。勿論、現実には現時点ではオーバーナイトの取引がかなりあるため、ゼロというアンカーが存在している状態に近いが、今少し取引が減少してきた場合の可能性を説明している訳である。今少し長い期間のレートを何らかの目標値として示さなければ、金利としてのアンカーを示したことにならない可能性があるのではないか。勿論、量でもいい訳であるが、何も示さない場合のリスクとして市場はオーバーナイト・レートが0.05%以下で落ち着いた後、目標が示されていないターム物金利、あるいは量から調節方針を読み取ろうとする行動に出る可能性がある。より具体的な例としては、次の積み期以降、例えばレート期待が落ち着いてくると、余り超過準備を積まなくとも低金利が維持できる可能性がある。その場合は所要準備プラス超過準備が量的に減ってしまう可能性もある。我々の意図としてこれは金融引き締めではないが、マーケットはこれを重要な

シグナルと受け止め、反応してしまう可能性がある。それでは、金融緩和の意図はないが、新しい枠組みを提示できるかということ、色々な理由によりそう簡単ではないということであるし、それはこれまでも申し上げてきたこととオーバーラップする訳である。

本日はオーバーラップしない面を若干具体的に考えてみたい。一つの可能性はターム物金利のコントロール、今一つは量のコントロールである。ターム物金利のコントロールにはかなりの問題点がある。例えば、安全資産であるTB等は3か月物辺りでほぼゼロに近い水準にきており、これをコントロールするのは如何なものかとなる。他方、リスク・プレミアムを含んだユーロ円レート等を目標にするということもあろうが、そうした本来マーケットで決まるべきリスク・プレミアムを含んだ金利、勿論オーバーナイト・コールもそうではあるが、それを目標にすることは程度問題としてオーバーナイト・レートとはかなり違う気がする。そうした金利をコントロールすることの問題は色々あるし、一方若干の金融不安が再燃するような局面では、本当にコントロールできるのかという問題もある。また、金利水準がかなり低い中でそうした方面に打ち出していった場合、金融政策変更の可能性は一、二回の微調整しか残されていない。従って、早目に、例えば10年物国債金利のコントロールといった声が出てこないとも限らないリスクがある。

一方、量的金融緩和はどうかについて、お配りした資料に取り敢えず二つの型を示してある。(1)は、インフレーションのレートが高い79~82年時点でアメリカが行なったようなコントロールの在り方である。かなり技術的な準備をしたうえで実行したが、それでもマネーサプライの目標をそう簡単には達成できなかった。現在の日本で試すとした場合、一つの考え方はマネタリーベース——ここではHと書いてある——を軸にすると思われ、一つの例を作ってみた。これを説明するとともに、そう簡単ではないことも申し上げたい。次に、Hを基点とする(2)であるが、単純に超過準備を中間目標とする考え方もあるかと思う。しかし、ある程度の短期間、例えば数か月程度であれば、それは正統性があるかもしれないが、

今少し長期の目標としては理論的に奇妙である。例えば、マネタリーベースの目標は銀行券の在り方次第で多様な水準の超過準備と両立可能であり、超過準備のみにはかなり固定的な目標を持つことの正統性は薄いと思う。従って、Hに関して目標をおき、それから銀行券の伸びを予想し、引き算すると全体の準備預金の目標値が出てくる。さらに、所要準備がどの程度になるか、短期的に余り動かさせないとすれば、この予想値を引くとエクセス・リザーブの目標値が出てくるため、それをヒットするようなオペレーションを打つという方法が考えられる。しかし、この場合一番問題になるのは、そもそも最初のマネタリーベースの目標値をどのように設定するかという点である。余り恣意的に設定すると、我々は10%と言っても、100%で何が悪いのかという意見が出てこないとも限らない。

テーラー・ルールという金利に関するルールがあるが、その量の版に近いようなものとして、ベン・マッカラムという学者の考え方がある。その考え方はマネタリーベースの伸びの目標値を三項目の和として定めるということである。一つは中長期的な名目GDPの成長率、これはインフレ率の目標値と中長期的なポテンシャルGDPの成長率の和と考えられる。二番目に短期的には不況下であれば今少しマネーを出しても良いではないかという考え方に対応して、何かGDPギャップの推計値のようなものの何割かマネーを伸ばすという項を付け加える。さらに最後の項では、ここ1、2年みられるように金融不安によりマネタリーベースに対する需要が高まるような場合には、それを無視すると過小なマネタリーベースの目標値を設定してしまう可能性があるため、近い過去のマネタリーベースの名目GDP以上の伸びの部分がある程度アコモデートしてやる。ここに調査統計局が分析したGDPギャップの推計値を入れて、目標インフレ率1%、実質GDPの中長期的成長率2%、という前提で計算したのが、3枚目のグラフである。ベースマネーの目標と四つのグラフが示されているが、アクチュアルというのが現実のマネタリーベースの伸び率である。金融不安なしというのが、ルールのうち金融不安等でマネタリーベースに対する需要が高まるという部分をアコモデートする項を付け加えないで目標値

を計算したケースである。4年ギャップ10%というのは、過去4年間のマーシャルのkと、金融不安とは限らないがマネタリーベースに対する需要の不安定性の部分はアコモデートしてある。過去4年間の動きをみてGDPギャップには10%反応させる。2年ギャップ25%というのは、過去2年間のマーシャルのkの動きからアコモデートする動きを判断し、ギャップに対する反応は25%という若干大きな反応を仮定してある。以上で試算すると、目標値は足許で5、6%から14%までかなり開くという結果が出てくる。余談になるが、97年秋頃からの金融不安で現実のマネタリーベースの伸びが高まった際、目標値も高いものが出てきたかということで過去をみると、金融不安をアコモデートしないルールでは全く下を走っているが、残りの二つはそこそこ高い伸び率が出てきている。足許かなり高い数字の出ているのが多少フィットしないが、こうしたことはかなり色々な開きがあるということである。その上で、どれか一つを目標値にし、それをヒットしようとするのは現実的ではないと思う。達成可能性という問題もある。例えば、こうした計算を複数計算し、その平均を仮にH**としたとする。現実の伸び率をHとして、両者が大きく乖離しているような、例えば最近のような場合には、直ちに理論的な目標値に近づけようとするのは無理がある。従って、例えば決定会合でジャジメントを加えて両者の中間に当面の目標値を決め、その目標値を理論的な目標値に徐々に近づけると共に、現実のエクセス・リザーブを使いマネタリーベースの伸び率をジャジメントを含んだ目標値に近づけようとする方法は考え得るかと思う。

しかし、コントローラビリティはかなり低いという計算をしてみることもできる。例えば、足許では現実のマネタリーベースの伸びは5%前後である。これを先程の例の中位にある10%強という目標値に高めようとするれば、1年間でマネタリーベースの伸びを追加的に5%引き上げる必要がある。一月当たり0.5%程度をエクセス・リザーブで調整しようとするれば、毎月2,000億円強を積み上げていく必要がある。その過程で銀行券が伸びてくれば先程申し上げたようにエクセス・リザーブを大きく積んでいく必要はなくなる訳であるが、銀行券が余り増えてこない場合には、最初の月

に、例えば2,500億円、次の月はエクセス・リザーブ5,000億円、次は7,500億円というように累積的に増えていく必要がある訳である。昨年最大が9月の3,300億円程度であり、今月もその前後に着地するのかもしれないが、銀行券が急速に伸びてこない限り、マネタリーベースの伸びを5%程度高めようという政策は数か月で破綻をきたす可能性もかなりあるということである。従って、この政策は理論的にはすっきりしているが、フィージビリティがどの程度あるかという点では、まだかなりクエスチョンマークが自分の心の中にはある。

結論として、金融緩和のスタンスを一步進めるということではなく、可能であれば何か新しい枠組みを示したいという気持があるが、ただ今申し上げたような理由で自信を持って具体的な案を提示できる状況ではない。より良い案があり得るということであれば、議論のうえそれに賛成することも私の気持ちとしてはあり得るという程度である。

藤原副総裁

情勢判断で述べたように、少なくともこの1か月間は明るい材料が増えてきており、政策スタンスを変える理由は見当たらないと思う。オーバーナイト金利はゼロ近傍まで低下したが、この水準が今後ともサステイナブルかどうかはなお見極める必要がある。0.5%よりも低い水準が始まってまだ10日も経っていない。コール市場の規模は今後さらに縮小する可能性が高い。資金の流れが大きく変わり、市場参加者がそれに慣れるまでの間、注意深くかつ慎重にダイレクティブどおりの調節運営を行なっていくべきである。落ち着き所を模索する作業はまだ終わっていない。また、最近の相場の状況は日本銀行の政策に対する思惑や過剰な期待といったものも入り交じっている感じがあり、その面でも慎重に配慮する必要があると思う。

日本経済に必要な処方箋は財政・金融政策、とりわけ金融政策ではもう出尽くした感があるのではないか。3月10日の日経新聞の社説は「未踏のゼロ金利を活かす経済改革を」という見出しを掲げているが、そこでも金

融政策偏重ではいつまで経っても危機脱出の出口は見つからないだろうと言っていた。金融システム再生への道筋が一応ついた訳であり、今後は民間経済の構造調整を促進するための環境造りといった分野に重点が置かれてしかるべきである。その意味で、産業競争力会議が設置されることは意味のあるものかもしれない。

従って、当面の金融政策運営は現状維持とし、ディレクティブの精神や文言も極力変えない方が良いと思う。しかし、前回の議論にもあったように、ベンチマークの問題があれば、その点は考えても良いと思う。そうしつつ次のステップ、植田委員が提案されたような色々な案も含めて検討を続けていけば良い。現状のままでは、とにかくゼロ金利というものの理解が世間一般にも得られていないと思われ、アフターゼロの金融政策、金融調節のスタンス、方式はどうあるべきかという検討を続けていくべきである。

山口副総裁

当面の金融調節については現状維持で良いと思う。第一に現在の情勢判断として景気が下げ止まりつつあり、その中に多少ではあるが、従来なかった材料も交じり始めている状況がある。また、こうした状況を確実なものにすることを意図して行なった2月12日の措置は、所期の効果を挙げつつあると思う。その意味で現状維持で臨みたい。

ここ数日間、オーバーナイト・レートが実質ゼロに近いところまで低下してきている訳だが、ここまでの動きは市場の機能を維持するというディレクティブを守りつつ巧く金利を誘導出来てきたと評価して良い。藤原副総裁も言われたとおり、実質ゼロというところに本当に接近してから、まだ幾許の時間が経っていないし、その意味で事態はまだ完全に落ち着いたとは言えないのではないか。進行中と認識した方が良いのではないかと思う。実際、金融市場局長の説明にもあったが、市場に供給したりザーブの配分等でかなり予想外のことが起きているし、仮に普通預金の金利等が下がれば、そこで再度金の流れが変わってくる可能性もあると思う。そうし

た意味で、資金の供給量とオーバーナイト・レートの関係それ自体もまだ安定し、プロセスが完結したところまでにはいっていない気がする。引き続き前回出したダイレクティブの延長線上でオペレーションを継続する余地が残っていると思う。

現状維持という場合、何を意味するのかについては一つの論点としてあり得る訳であり、そこから植田委員のような問題提起も出てくるのではないか。現在のダイレクティブはオーバーナイト金利を出来るだけゼロに誘導していくが、その際に市場の機能を維持するよう努めるべしということも謳っている訳であり、リザーブの供給量は、この二つの条件を満たすように適切に手探りで調節すべしということになるのではないか。つまり、適切と言っても若干の幅があると思うが、そうした範囲を超えて例えば市場がデッドになっても構わずに大量のリザーブを供給せよということは含まれていないのではないか。その意味で、オーバーナイト・レート・ターゲティングの延長線上でぎりぎりのところを狙いつつ、今少しオペレーションを継続し、市場の構造変化を見極め市場がいかなる形で安定するかをモニターしていくべき局面ではないかと思う。安定した局面へ到達したと判断した段階で、次にどうするか、現在のダイレクティブでは不備があるか否かを良く議論して決めれば良いのではないか。私自身はその点について現在はオープンで構えたいと思っている。

ただ、二、三の委員方から提起された問題について、私なりのコメントを一言だけ付け加えさせて頂きたい。金融政策の効果を何で考えていくのかという問題に最後は辿り着くのかもしれないが、私はトランスミッションメカニズムを引き続き金利で考えると思っている。つまり、いわゆる期待というものに影響を与えるような政策の効果を別にして考えている訳であるが、金利を中心に考えていく場合、当然金利には下げ余地が余り残っていないというのが冷厳な事実としてある。その場合、量にコミットすると一体何を実現することになるのかという問を提出することが出来る。この点、先般来の議論だと、リアル面あるいは物価面のショックに対して量的なオペレーションを中心に据える政策は、よりロバストに対応出

来るフレームワークかもしれないと思う。言い換えれば、それは金利のスピーディな調整をより可能にするフレームワークかもしれない。しかし、仮にそうであっても、金利の下げ余地が元々現状程度しか残っていない訳であり、最後の効果という点では所詮違いは知れているような気もする。これは勿論期待に与えるやや測り難い効果を別に考えた場合である。

そうした意味でいかなるオペレーティング・ストラテジーを採るにしても、金融政策がこれ以上出来ることはかなり限られているのではないか。その意味から後藤委員や三木委員が言われたことに基本的に賛成である。さらに、量的緩和という言葉の意味合いの中には、やはり金融政策に対するかなり一方的な思い入れや無理な要望も含まれていると思われ、そうした点についても注意が必要ではないかと思う。そうしたことを念頭に置きつつ、現在のディレクティブで行き着くところまでいった際、その先をどうするかをオープンに考えていきたい。

後藤委員

実質ゼロ金利に近い状態になってから2週間足らずでもあるし、これまでのところは大きな混乱もない状態を実現をしてきた訳だが、資金の流れが色々変化しており、まだ最終的な落ち着き場所までいっていないと思う。そうした変化の成り行きを見極める必要もあるし、現在の金利低下の影響の範囲なりその持続性についても今後見守る必要がある。月末には大手行への資本注入もあるし、今しばらく市場の反応や動向を見守りつつ、現状の思い切った緩和スタンスを継続していくべきだろうと思う。足許の経済情勢も一層の緩和への踏み込みを迫っている状況ではない。従って、金融調節方針は現状維持が良いのではないか。すなわち、現在のディレクティブが示している最初の状態にまでまだ達していないという考えに立ち、当初方針を維持するということである。

ただ、将来の仮定の問題として、今後コールレートの水準が安定的に下限状態に実質的に貼りついてしまい、資金の流れその他も一種の安定状態に達したと理解される状態になった場合について、今後多

少時間をかけて考えていかなければならない問題である。一つの問題として、無担コール市場がいわゆる流動性のわなのような状態になっているとすれば、誘導目標である無担オーバーナイト・レートと整合的なリザーブの量が一義的には決まらない様々なリザーブの量があるという格好になる。その含意は現行のディレクティブの文言のままでは執行部に対し、例えばリザーブの量について余りに大きな裁量の余地を委ねてしまうことになり、ディレクティブとしてあるべき姿なのかという問題が発生する可能性がある。その点は考えておかなければならない。まさに市場局長が積み上を増減しながら試行錯誤していることに現われているように、ディレクティブの文言には書いていないが、オーバーナイト・レートを出来るだけ低く誘導するために必要かつ十分なりザーブを暗黙の前提においてやっている訳である。従って、そのことを何らかの形で明示的に示すという方法が一つあるだろう。

そうでないとすれば、将来の仮定の問題だが、オーバーナイト・レート以外の指標、恐らくターム物レートかりザーブ等の量的な指標をディレクティブに書き込むことになっていくのかと思う。前回会合時に、まだ結論は出していないが、暫定的に現在はターム物金利かと思っている旨を申し上げたが、その後いずれを採るにしてもなかなか難しいと考えるようになった。まず、どちらも無担コールよりはコントローラビリティが低下すると考えざるを得ないだろう。例えば、3か月物を取ると時間の要素が入ってくる分、期末や年度末という季節的な振れも含まれるし、その間の時間が長くなればなる程多様な要素が影響してくる。コール市場規模と本行の調節手段との関係を比べると、ターム物市場は規模が大きいし、また3か月物一つを取っても、手形ありCDありCPあり政府短期証券ありと色々な金融商品があるため、影響の分散によりコントロールの力が弱くなることもあろう。どこか一点に調節を集中することを行なった場合には、市場の金利形成機能を歪めないかという問題もある。しかし、これまでの調節方針の延長線上という連続性から言えば、分かりやすい指標ではあるだろうと思う。

量的な目標となれば、超過準備やマネタリーベースになるのであろう。目標を量に変えれば、中原委員の言われるようなサプライズやインパクトがあるとは思いますが、金利がかなり振れる可能性は覚悟しておく必要がある。また、準備預金は比較的操し易いが、ベースマネーやマネーサプライとの関係は、少なくとも最近は非常に不安定になっている。名目成長率3%の達成にはマネーサプライの伸びが4%あるいは6%必要だという場合、それにはベースマネーの伸びなり超過準備の増加がどの程度必要になるかを推計する必要がある。しかし、我々が分析しているようなマネーサプライの3か月単位の伸び率見通しとは異なり、金融調節の目標ということになれば拘束的な性格を持つ訳である。そうした拘束的な性格を持つようなものとしての推計が可能なのかと思う。植田委員から一つの案を示されて、こうした考え方を今少しリファインしていけば、何か出てくるのかという気もするが。

先日調査統計局によって実質GDPとマネーサプライ、マネタリーベース、消費者物価、株価、10年物国債利回り、無担オーバーナイト・コールの七つの変数の間の相互依存関係の安定性について統計的な検証が行なわれたが、97年の第3四半期までの約20年間については七つの主要経済変数を含む五つの時系列モデルに長期均衡関係が認められるとしても、金融システムのショックが起きた97年第4四半期以降については、相互関係の安定性が失われてしまったという結果が現われている。これが長期均衡関係からの一時的な逸脱であり、資本注入を経て金融市場が安定してきた場合には再び安定的な均衡関係に回帰をするのか、それとも構造変化なのかということまでは分からない。しかし、2000年問題、あるいは2001年のペイオフなど、いわゆる現金通貨に対する需要や流動性に対する選好が非常にボラタイルに膨れ上がったたりする可能性のある節目を間近に控えていることを考えると、安定性への回帰は当面なかなか難しいのではないかという気がする。どちらも非常に難しいが、色々と比較した結果、現在の段階では、仮にさらに一段の緩和に踏み込む必要があるという場合に使う指標としては、やはり相対的にはターム物金利を採るべきかという判

断になっている。

武富委員

先程はポジティブな面に着目して色々と申し上げたが、当然ポジティブな面には裏側に潜在リスクもある。0.03~0.05%というオーバーナイト無担物のコールレートを執行部の努力で実現したため、景気・物価に繋がる方向で色々な動きが出てきたと申し上げたが、当然それには色々なリスクがある。一つは株価、為替相場、長期金利の現在の方向は景気、物価にとってプラスであるが、これらの資産市場は当然金融政策のみではなく他の色々な要因からも影響を受ける。従って、現在の方向が定着したと考えるのは時機尚早であり、当然色々なフラクチュエーションと、そこからくる混乱要因を常に念頭に置いておかななくてはならない。二つ目は金利を取り敢えずの目標にし、限りなくゼロに近いオーバーナイト金利を実現しているが、当然それには大変なコストがかかっているし、金融市場局長が指摘しているような留意点も内包しつつ走っている。三番目は我々の意図していることとの対比において、市場や経済界に、多少違う軸で期待形成が自律巡回している状況を放っておくと、我々の意図しているような金融経済の動きに上手く流れが繋がらないリスクもある。四番目は先程ゴルフ場会員権の話や店頭株のことを申し上げたが、これは以前のバブル的パターンと同じことかもしれない、こうした外延的なところに動意がみられることは、金融政策の効果が、それほど重要でないかもしれない類の資産の価格上昇という形になってしまい、究極的に狙っている財貨、サービス価格の上昇に繋がるのかどうか若干不安になる。要するに、まだ日本経済のビヘイビアが変わっていないかもしれないというリスクも感じる。

以上の中で、三番目に申し上げた我々の外側で出来ている期待形成と、それに対して我々が意図していることを、どう上手く折り合いをつけるかを中心に話をしたい。結論は現状維持である。ただ現状維持にも幅があると思う。現状維持の枠内で極力我々の意図が狙った方向にもっていきたい。確かに、資産市場の価格上昇を通じるルート等もあるだろうが、要は先程

来申し上げている新しい産業に対しリスクマネーのエンタープレナー・シップを発揮させていくことにより、まだ続いている構造調整の下方への圧力を弱めていくような、まさに転換という意味の前向きな構造調整に向けて、他の政策支援も受けながら金融政策が効果を及ぼしていく筋道へ究極的には繋げたい。

その為に我々は世の中の期待形成と一心同体になっていく必要がある。これは植田委員と同じ意見であるが、金融市場局がコール市場を上手くコントロールしているが、非常に上手くいく究極の姿とは、リザーブニューtralで0.03%や0.05%が実現できてしまい、結果として超過準備は余り増えない、マネタリーベースも余り伸びないということである。それを外から見ると、日銀は余り量的緩和をしていないスタンスだとなってしまうリスクが非常にある。まず一つは、現在の現状維持の枠組み、つまり従来我々が手にしている短期のインストゥルメントを使った市場の調節により、ゼロ近傍の金利を念頭に置きつつ自然体で量をどの程度出せるのかである。現在はたまたまマネー需要が少量なため、極く普通にやっているとマネタリーベースの伸び率が低い形になることが目先あり得る。従って、市場に読み間違えられないようにするために、我々の考えている超緩和政策は金利軸足ではあるが量としてみるとこのように理解できるというモノサシも場合によっては見せてはどうかと思う。何をさせるのかは植田委員も他の委員も言われているように非常に難しいし、説明責任を考えるとどれも自信が持てないが、少なくとも我々の意図している緩和は、当然量の側面もある訳であり、そのところをどのように示すかを考えてみる必要がある。これは日本の金融市場への参入者の癖や、ビヘイビア等を知り尽くしている執行部が考えた方が良くはないかと思う。アメリカの金融学者は日本の金融市場の実態を知らない。我々からすると世間が勝手に作ってしまった期待形成と、我々が本当に意図していることが接近し得るところについて、どう調節をし、どういう結果を出したらいいか、それに見合うようなダイレクティブを政策委員会として執行部に示していく必要がある。実務や市場の現実感覚も極力踏まえて、最も穏当なものを出せ

るのであれば、それは検討の余地があるのではないかと思っている。

　　どういふものを念頭に置くかとなると極めて難しいが、仮説的に申し上げれば、まずリザーブ残高の平残。マネタリーベースについては、私の感覚では日銀券が入る分、非常に分かり難い。目標としてさらに遠い距離にある物価をとると益々分かり難い。日本のマーケットの期待形成はせっかちであり、結果を直ちにみたいという世論である。そうした世論に合わせるには、トータルリザーブのみを示すとかの工夫が要る。現状のように所要準備の積み状況を横目で見て、それをベースラインにして積み上なのか、積み下なのかという方法ではない方がよい。かつてアメリカのグラム・ラドマン法のベースラインが紛らわしく、結局、最後は、絶対的に収支を黒字にするとか赤字にするとかいう方式になった伝にならうのがよい。準備残高そのものには法定の所要準備と決済需要に対する支払準備とが混在しており、ここもなかなか難しいが、ある程度の幅を持たせて、目先の積み期間についてこの程度になるということを示した方が、むしろマーケットの前のめりの期待形成に対してはある程度応えられるかと思う。勿論、それを示すことのマイナス面も多々あるが、現状維持の中でマーケットとの折り合いをつける方向に多少ウエイトを移すとすれば、あくまで一つの有り様として検討してみたらどうかと感じている。

　　最後に、私も金利目標という流れの方が分かり易いし、コントローラビリティからもその方が良好だろうとも思う。ただ、それでは期間を長いところへ取ったらどうかとなると、既にほかの委員も指摘になったような問題があり、長期になればなる程、コントローラビリティも落ちる訳である。さらに現実的に考えると、日本には圧倒的に大きいTB市場のようなものがある訳でもないし、それぞれのインストゥルメントのマーケットサイズの懐の深さや、植田委員が言われているリスク・プレミアムが入ったものをコントロールするのかどうかという問題もある。しかし、それは先行き長期国債に係る議論に繋がることも内包しているし、なかなか適当な市場はない。仮にレポ市場がアメリカ型のリパーチェス的であれば工夫の余地もあるかと思うが、実際のレポ・マーケットは現在のところ非常に

短期であり、非常に短期のところはオーバーナイト市場とほとんど変わらないレート形成になっているため、1か月、3か月ということになると、市場にはニーズがないことになってしまう。その場合、指し値方式で行なうのか、BOEスタイルかといったことも議論する必要がある、金利軸足で期間を先に延ばす場合にも結構難しいことが色々ある。しかし、現在の枠組みでもマネーサプライは伝統的手段のみでもそれなりに増やせる部分がある。それを準備預金の平残という形で表わすことにより、少なくともマーケットの日銀に近い人達は理解してくれる。広く経済界にまで本当に理解されるかどうかは自信がないが、現状維持の中でもそのような努力が必要なのではないかと思う。執行部に是非検討して頂きたい。

三木委員

金融経済の現場からの観点で金融政策の問題について何点か触れさせて頂く。2月12日の政策変更は非常にタイミングが良かったこともあり、各市場にうまく浸透してきているし、今回の7.5兆円の公的資本注入もこうした流れを促進するものと期待できるのではないかと考えている。15行を中心とする大手行は公的資本注入によりBIS比率が上昇するだけでなく、貸出原資も確保することになるが、貸出で運用したくても借り手がない現状では、まず何をするのかを色々と考えている。彼等が考えていることの一つは、今回の企業金融支援措置としての本行の臨時貸出制度の借入れを全額本行に返し、次にコールマネーを返済して資金繰りの安定を確保していくという動きである。さらに資金余裕が出てくれば、債券の運用等に回っていく動きになると思う。従って、結果的には長期金利の低下ないし安定化に寄与していくだろうというのが、現在の現場感覚である。

金融市場では3月末越えの不安はなくなったが、4、5月については若干予断を許さない面がまだ残っている。そのポイントの一つは、中央財政、地方財政ともに企業収益の悪化により税収不足が拡大している点である。この財政収支のさらなる悪化が判明し、長期金利を刺激する可能性がない

とは言えない。この場合の対応は非常に難しい。今一つは企業決算の問題だが、公認会計士の会計監査は非常に厳しくなる。従って、公認会計士の財務審査をパスできずに、最悪の赤字決算を開示せざるを得なくなる企業は当然マーケットに打たれる。さらには銀行団の継続支援が纏まらない。その結果として、生き残りが困難になる企業が3月決算との関係で5月頃に出てくるのではないかという恐れがある。また、構造調整リストラに伴う負の資金需要も5月頃に出てくるだろうと思う。こうした要素がどの程度マーケットの中に潜在的にあるのかを慎重にみておく必要がある。

当面の課題は、潤沢な資金供給が全うされている以上、ほぼゼロに近いコールレートを一定期間安定させ、期間の長いものを含めた金利水準全体への波及とその効果を見極めるということだと思う。また、ダイレクティブに書いてあるように、一つは短期金融市場の破壊に繋がらないか、今一つは銀行は現状の金利水準に適合しつつ、普通預金金利の引き下げ、短プラの引き下げといった次のリアクションの判断ができる状況にあるのかどうかを、よく見極めておく必要がある。金融調節方針としては、現状維持でいきたい。

二点付け加える。一つはダイレクティブである。現状維持ということについて、現在のダイレクティブの内容を一切修正する必要はない。何故ならば、一つやればまた次があるのではないかといった金融政策に対する過度の期待を誘発することになる。そうした色々な観測が乱立するのはこの際防止しなければならない。従って、少しでも字句を修正すれば皆色々なことを考えるため、現状維持のダイレクティブの内容は一切変える必要はない。しかも、ダイレクティブには「市場機能を損なわないように」という枠がはめてある訳であり、現在はその枠の中で模索しているまさに過程にあることも考えれば、このままで十分である。

今一つの問題は、やはり日本の経済を支えるのは企業と個人であるが、個人の立場で考えた場合に、普通預金金利が0.1%という事態は全く異常である。企業から考えても金利がゼロ近傍というのは全く異常である。世の中の常識で考えると全く異常な金利水準である。日本の経済は正常な経

済発展を目指して動いており、その動きに併せて金融政策を打っている訳であるから、金融政策の目的達成度を確認しつつ、プレゼンスを考えていくというタイミングにきているのではないか。

中原委員

これまで大体1年間を経て、やはり日銀の在り方や日銀の金融政策とは一体何であるのかを考える必要がある。新法になった4月1日からこうした活動をしている訳であるが、金融政策についての目標の設定、金融政策の目標達成のための手段の二つについて全く制約を受けていないことを十分に考える必要があると思っている。例えば、目標は何か、金融政策措置の採用とその効果について、ここで行なっていることは自己評価だけである。やはり世間がどう評価するのかとか、国民の意思とかが色々ある訳であり、あくまでも謙虚にやる必要があるのではないかと思う。実際これまで採って来た金融政策についても、それはそれなりの効果はあったと思うが、本当に目に見えた効果があったのは2月25日以降である。従って、私は皆さん方が言われていることに若干異論がある。例えば、できるだけのはやったとか、過度のことを要求するとか、もう何もできないとか色々言われるが、過去に一体何をやってきたかというところ、少しずつ金利は下げてきているし、色々なこともやってきている訳である。前回も言ったが、財政政策を助けるような方向で、金融政策をもっていくように、できることはやらなければならないと思う。内部だけで議論していると、自分達のやったことは正しい、あるいはもうこれ以上やることはないと思いがちであるが、果たしてそれで良いのか。勿論、皆様方いつもお考えだと思うが、現在のような非常に未曾有のデフレ状態の時はやはり十分に考える必要があるのではないかといつも痛感している。私はできることは幾らでもあるし、やるべきことも幾らでもあるのではないかと考えており、皆様方と多分意見が違うのではないか。

それを前提にして申し上げると、日銀はこれまで中間目標で物価を採るか、あるいはそれを実現をするための短期目標としてコールを採るか、極

端に言えば両極端しかない訳である。これまでは、短期金利を目標に、金利ルートでやってきた。その中で超過準備の存在を認めたのは98年9月からであり、それまでは全部クリアーにしてきた。金利ルートの一番の問題点は、ケインズの言っているようなリクイデティ・トラップに入っているのか、入っていないのかということである。仮に、ゼロ近傍でリクイデティ・トラップに入っているのであれば、金利ルートにいくら固執してもほとんど意味がないことになり、その時には一体量をどこで止めるのかという問題にもなる。コールレートをゼロにすれば、ターム物金利をターゲットにすることは論理的にみてもほとんど意味がない。これはコールレートのある種のサメイションというのが1週間物なり、1か月物なり3か月物になる訳であるから、その関係は短期レートと長期レートの関係でもっと明確である。ほとんどのターム物が下がってきたということは、コールがゼロに近づくことの当然の結果であるから、ここでターム物をターゲットにすることはほとんど論理的に意味がないし、実際的にも意味がない。また、それからターム物をターゲットするのであれば、どこで止まるかということが全く分からなくなってしまう。先程植田委員も指摘されていたが、私は金利政策は、今申し上げたような点でほとんど限界に到達しており、コントロールはできるかもしれないが意味のある政策は達せないと思う。

そこでもう一つ出てきたのが、数回前から申し上げているレンディングビューである。これはケインジアン・トラップから抜け出すべく、クルーグマン流ではないが、やはり資金のアベイラビリティを高めるために、短期的には効果はないが、中短期的にみて効果があるのではないかと考えている。金利ルートの効果が出尽くした今日、それを試みることは十分に意味があると思う。先程植田委員からこのような説明があり、実は私も似たようなことを考えていたため、大変に意を強くした訳である。ただ、植田委員と違うところが二点ある。一つは銀行券の伸び率の予想をする必要はないと思う。例えば、前月分を使い、差が出れば、それでアジャストすれば良く、毎月、あるいは銀行券のデータがアベイラブルになった時点で

アジャストすれば、そう違いは出てこないと思う。今一つの違いは、毎月2,000億円ずつ積み上げるのは無理だと言われるが、私は必ずしも無理ではないと判断している。どの程度のスピードであればリーズナブルかという判断はあろうが、必ずしも矛盾しないと思う。現在のような状態でデフレを克服しようとするれば、極力早く積む必要があると思っている訳であり、数か月で無理が出るのではないかということについては、私は必ずしも同意見ではない。

先程何人かの方が例えば金融市場には日本のプラクティスがあり、他国とは違うという話をしていたが、お金のマーケット程世界共通なものはない訳であり、日本でもグローバル化が進んでくればそうした違いは次第になくなっていくのではないかと考えている。また、武富委員がせっかちだと言われたが、これはグローバル化しかも情報革命の時代においては、期待形成が直ちに織り込まれてしまい、次は何だという時代になっている訳であり、ある程度やむを得ないのではないかと考えている。

いずれにしても私の見解としては、まだまだ景気は非常に厳しい状態が続いており、特に本年10～12月以降は全く先が読めないという状態であるため、目先の4～6月の巨大なリストラの動きを緩和するという意味もあるし、色々な意味で従来の金利中心のレジームは使えなくなったとされている。従って、量的緩和のレジームへ移る時が来たと思っている。後程提案させて頂く。

篠塚委員

私はそもそも2月12日の一段の金融緩和に対しては反対をしていた。その後の様相では景気は好転しており、ある程度金融緩和の効果も出てきているように評価できるが、金融緩和のみでここまで持ち直ったとはとても思えない。かなり外部環境の好転によっており、神経質な不安定な要素が多く入っている点について十分に注意しなければならない。

全体的にはコール市場が縮小していくプロセスにある。市場の中で大き

な混乱はないということであるが、コール市場が短期間の間に縮小し、気づいた時には失敗したということがないかどうか。十分に機能していた短資取引の市場が急になくなっていくことも考えられるため、ウォッチしていかなければならない。また、実際に金融政策により金利が下がっているかという点、貸出金利の短プラは余りにも低水準であるため、ほとんど下げの余地がない状況に踏み止まっている。やはり基本的にほとんどゼロ金利の水準という非常に低いところで金融緩和を狙ったためにそうした状況になっている訳であり、そもそも限界にきていると思う。グリーンSPAN議長がやはり金融政策とは緩和も引締めもできるような状況に置いておくことが望ましいと指摘していたが、そうした意味からは現在の日本は異常な状況にある。この状況から極力早く脱却したいと願っている訳であるが、現在のディレクティブの下で今度は金利を軸足とすることから量的なコントロールへと一段ステップを変えていくと、金利を軸とした政策に戻れない状況になってくるのではないかと危惧する。

2月12日以降の金融緩和の効果は現在のところ景気その他の指標にはプラスに出ているが、非常に不安定な状況であること、2月12日の段階で一段の金融緩和が必要だとはどうしても思えなかったこと、その時出された月報等の情報と、一段の緩和政策の間に違和感があったこと、などから当分この状況に関して注意深く見守っていきたいと思うので、現在のディレクティブに関しては反対である。ただ一つ、現在の株価の上昇に関しては、日銀によるさらなる金融緩和に対する期待が織り込まれており、特に量的な緩和への移行を織り込んだためにミニバブル的な上昇局面になっていると思う。現在のディレクティブのままでは、そのように理解される訳であり、仮に当方では量的緩和の方向にいかないということが分かれば、一段と株価に関する変動要因になっていくことが危惧される。従って、今後どのような方向にいくのか分からないが、現状でもある程度の金利のターゲットを出した方がいいのではないかなと思う。例えば、無担コールレートを0.03~0.05%の間に維持するというような形で、あくまでも金利を軸としたコントロールを続けることを表明した方がいいのではないかな。

とはいえ基本的には、金融政策で云々するよりも、膨大な需給ギャップを埋めるための構造改革に対して何か様々な提案をしていく方向にいかざるを得ないのではないかと思っている。

速水議長

一巡りしたので、ここで私の見解を述べさせて頂く。結論から言うと、当面の金融政策について現状維持とすることを支持したいと思う。

経済情勢等の判断については、各委員の言われたことを繰り返す面もあると思うが、現状と今後の見通しについてまとめて申し上げてみたい。経済情勢については、公共投資の増加や住宅投資の下げ止まり、さらには在庫調整の一段の進捗といったような状況からみて、どうやら全体として下げ止まってきているように窺われる。中小企業の景況感等についても、引き続き大変厳しい中での動きではあるが、若干改善する兆しも聞かれているように思う。金融面でも様々な改善がみられている。先般の金融緩和措置を背景としてターム物金利はオーバーナイト・レート以上に大きく低下している。また、恐らくは他の要因とも相俟って長期金利は一頃に比べ低い水準で推移しているし、円相場は円高の影響が一番心配されていた頃に比べて1割程度円安になっている。さらに株価は、公的資本の投入を軸として金融システムの建て直しの動きが本格化するという期待もあり、回復傾向にあるように窺われる。企業金融の面でも公的資本の投入に向けた動きや信用保証制度の拡充等を背景にして、年度末にもかかわらずかなり落ち着いてきている。今後緊急経済対策の効果がより明確に現れてくるものと見込まれるが、それに加えて住宅投資にも少しずつ動きが出てきているように思われる。このように各種の政策効果を背景として、少なくとも目先に関する限りは、景気は横這いから場合によっては多少の持ち直しも期待できるように思われる。ただ、企業収益、雇用、所得環境等からみると、民間需要の弱さという経済の最も基本的な部分は当面大きく変わりそうにない。従って、景気の回復の展望は依然として明確になっていないように思う。

この点で特に注目しておく必要があるのは、企業部門のリストラの動きである。企業収益をみると、既に多くの指摘があったように、ただでさえ経常利益が落ち込むところへもってきて、3月決算ではバブル崩壊後引きずってきた負の遺産を特別損失として出していく動きがかなり広がりそうに見込まれる。そうした動きは大掛かりなリストラに着手していく企業の決意を表わしたものとも言えるが、それ自体あるべき方向だと評価し得る。そうした過去への決別の一方で、あるいはそうしたリストラの動きがきっかけとなって、未来を先取りする前向きの動きが別途出てくるというのであれば、産業構造の調整が円滑に進み、マクロ経済もスムーズに立ち直っていくという理想的な姿になる訳である。まさに創造的破壊、クリエイティブ・ディストラクションによる景気の回復が実現するということだと思ふ。

問題は経済の現実をみる限り、残念ながらそう巧くはいかないリスクがまだ大きいのではないかということである。すなわち、前向きの動きが余り出てこないままに、過去の清算が急速に進んでいくといった破壊と創造とのミスマッチが生じ、マクロ的にはデフレ的な色彩が強まっていくリスクが起ころはしないかとの懸念がまだ残る。ここがどのように展開していくかについて重要な鍵を握っているのがまさに金融システムの動向なのではないかと思う。公的資本の導入の後、金融機関のビヘイビアがどう変わり、それが企業のリスクテイク能力をどのように支えていくか、またそうした動き全体を金融資本市場がどう評価していくのかといったことが、本年後半以降の景気動向を左右する重要な要因になってくるような気がする。これらを踏まえると、金融システム建て直しのために、日本銀行としては出せる知恵は出し、必要な流動性はタイミング良く供給していく、——勿論適切な条件の下にということ忘れてはならないが——という点で引き続き最善の努力をしながらその動向を注意深く見守っていくことが重要である。一方、金融政策の面ではそうした不確実性を前提にすると、現在の思い切った金融緩和スタンスを維持し、リストラ圧力から生じ得る様々な痛みが必要以上に大きなものとならないように経済を支えて

いく必要がある。

ただ、同時にこのところの世間の論調は日本銀行は量的緩和に移行したのではないかと、従来とは異なる金融緩和策への第一歩を踏み出したのではないかといった観点からやや過大ともいえる期待が垣間見られる。量に注目すれば、金融はまだ緩和できるのではないかといった議論には、どうしても国債買切りオペの増額や、財政赤字の拡大を促すような政策に繋がりがねない危険がある。日本銀行としては、今後のことはその時その時の経済情勢を判断しながら決めていく訳であり、現時点で今後もどんどん緩和していく腹を決めたかのようなイメージが出過ぎることのないように注意していきたい。また、オーバーナイト・レートがこのままゼロに近いところで推移しても、本当に市場の機能が損なわれないかどうかについても、先程後藤委員が言われていたように、オーバーナイト・レートがそうした水準に達してまだ2週間と日が浅い訳であり、今少し時間をかけて見ていく必要があるように思う。そうしたことも含めて今回は現状維持にしたい。

中央銀行として前人未踏の状況の中にある訳であるが、300 数十年の各国中央銀行の歴史の中でこのような事態は初めてである。従って、金利か量かということは今言うような立場にもないし、私としては心を広く持ち、この問題を事務局も加えて皆さんと一緒に前向きに知恵を出し合っていきたい。ただ、一つだけ注意しなければならないのは、中期、長期にみて、やはりスタグフレーションといった状況にしてはならない、その種を撒いてはならないということである。緊急対策だということで撒いた種が後々まで膨大なインフレをもたらした例を私共は幾つか持っている訳である。日本でも高橋是清のケース、ドイツでの第一次大戦の時のケース、あるいは70年代のイタリア銀行のケース、いずれも数年後に急激なインフレを招来した訳であるが、その種をまいたのは緊急だ、緊急だといわれた結果である。そうしたことを十分念頭においたうえで、今後の政策を心を開いて考えていこうではないかと思っている。

これまでの討議を踏まえて、金融政策の運営について追加的な意見、議

論あるいは質問があれば自由に発言して下さい。

後藤委員

質問である。武富委員のサジェスションを関心をもって拝聴したが、要するに形としてはディレクティブの中により潤沢な資金供給とあるのを、数量的にはないにしても今少し準備の積み状況を睨みながらと加えた方がよいということなのか。あるいは、毎朝、どのようなオペを行なうかを公表しているが、その際、場合によっては週単位程度で準備の積み状況につき、こういう目処を持ってオペを行なうという何らかのインディケーションのようなものを与えることをお考えなのか。

武富委員

政策委員会が方針を決定しても実務的に可能なことでないと意味がないし、「より潤沢な」という抽象的な表現の範囲内で実務的に可能なこともそうでないこともある訳である。私はせっかちを悪いと言っているのではなく、それを現実として受け止めるべきだと言っている訳である。一方で期待形成がある以上、それは我々の善し悪しの判断は別にして、「より潤沢な」という部分を今少し見えるものにするのがよいと申し上げた。これは他の委員のご賛同が得られることを前提にしてである。現在の枠内で従来のインストゥルメントを使ってでも、結果として平残で所要準備より現実には上回っている状況が達成できると思う。その対象として超過準備の目標を設定することが妥当なのか、あるいは本当は現在の方法でも増やせるのか、そこは実際に実施してみないと分からない。携わっている人自身も決済に必要な準備がどの程度かは分からない訳であり、そうしたことが可能かどうかを検討してもらいたい。私は絶対の自信は持っている訳ではないが、そうでもしないと現状維持の中で、善し悪しは別にして現実にマーケットの期待形成があるため、政策意図と整合的な最終結果が巧く出るような流れが定着して持続するかどうか分からない。そこは今少し努力が必要なのではないかというコンテキストで申し上げている。リザーブ

の平残を念頭におき、あるいは「より潤沢な」というのをパラフレイズして何か具体的な数字を出すかどうかは、我々の判断だが、そもそもそうしたことが可能かどうかの実務的なチェックがまず必要だと思っている。

山口副総裁

何人かの委員が量について言及されたが、武富委員のご説明を伺うと、私は先程植田委員が言われていたような金利を誘導するにしても何かのアンカーが要るのではないか、アンカーの一つの候補として量が考えられるという趣旨かと思う。武富委員はトータルリザーブ的なことを言っておられるし、植田委員はハイパワードマネーから出発し、過剰準備に…。

植田委員

そういう案も考えられるが、現実には難しいだろうと申し上げた。

山口副総裁

同じ量に言及されていても、お二人の考えと中原委員の考えとは相当違うのではないかと思う。中原委員は量で幾らでもやる余地があると言われていて一方、植田委員は金融政策に余り期待されても困るという観点から、アンカーをクリアーにしたいという提案かと理解した次第である。

植田委員に質問したい。過剰準備を使う提案も結論的にはそう簡単ではないと言われたが、金融システムにかなり脆弱性が残っていると判断した場合には、過剰準備の積み上げが技術的に可能であっても結果的に引締政策になる場合も緩和政策になる場合もあると思う。従って、何らかの金利をみていかざるを得ないのではないかと思うが、そうした考え方が正しいかどうかを教えて頂きたい。仮にそう考えると、何らかの金利をみていく政策と大差がないのではないかという気がする訳である、その点をどうお考えか。

植田委員

仮に、量に関する政策を実施する場合、目標を色々考えて作ったとしても、想定外の事態が発生し得ることは十分あり得るため、その場合は金利が乱高下することになる。通常は金利が下がって不安定になるケースは余り考えられない。金利が上がった時は「なお書き」を付け、目標値あるいはレンジはこれとしたうえで、「なお、金融市場に不安定さがみられる場合にはこの範囲にこだわらず、潤沢な資金供給をする」といったものがないと現在は危険な状況だと思う。ただ、それを余り付け過ぎると何の政策か分からなくなるのはご指摘のとおりである。

山口副総裁

武富委員の提案についても同じ疑問を感じている。トータルリザーブについてある種の目標性を持たせる場合には、当然金利に対してある種の反作用が生じてくるため、今植田委員が言われたようななお書きというか、金利に不測の影響が出た場合にはそれを抑え込むことを優先するような流動性の供給が現下の状況では必要なのではないかと思う。必ずしも量的な準備預金総額について色々なターゲットを設定するということでもないのか。

武富委員

実務に携わっていないと分からない部分が残るが、実感としては、リザーブを「これだけ積み上げる」ことを目標とするのが主ではない。0.03%ないし0.05%といった金利をまず軸足においている。ただ、そこに着地するために当初は大量な積み上をし、最後に回収していく形でコントロールしてきている。その学習効果があれば市場も次第に慣れてくる訳であるが、市場の実際を踏まえるとその金利に見合う市場に混乱を与えないMAXの量のようなものもあるのかという気がしないでもない。要するに、巧く調節をして、限りなくゼロに近い金利を実現すると、初めは大量の積み上をしたが、少しずつ減らしても大丈夫となり、市場がそれに納得して動く

究極の姿はニュートラルということになる。結果としてのマネタリーベースの伸び率は大きく伸びていないことになる。それをマーケットが量的緩和に積極的ではないと、間違ったシグナルとして受け止める可能性がある。かつ、市場はスタンスの結果を何かの指標で見たいという構えでいるため、0.05%の金利と見合う積み期間トータルのリザーブは概ねこの程度というものを示し、それが所要準備よりかなり上になる形ではないか。

山口副総裁

仮に色々なことが巧くいった場合、トータルリザーブやマネタリーベースは増加しなくても、金融システムのある種の安定状態の中で金利が極限まで下がり、景気回復の兆候が多少出てきている中で例えばマネーサプライが増える可能性はある。

武富委員

何を採るかは色々と考えられるが、結局直ぐ出て直ぐ分かるという点では、リザーブであるし、仮にリザーブでないと説明が大変難しくなる。マーケットが言うように量を増やせば何がしか良い効果が経済に染み渡っていくという部分は、いかなる方法を探ってもなかなか納得的には説明できないと思う。そこが難であり、より広義のマネーサプライにどういう影響があって、実体経済にどういう影響があるのか、インフレ率とリザーブ平残は相関関係があるのかなどは答えられない。マネーを増やせば景気が良くなるという見方に対しては疑問に思うところもあるが、その点にマーケットが強くコンセントレートしては議論しても不毛であるため、リザーブは市場が思っているより多いというところを見せていき、量としても多いということの効果を狙う。これは永続するか分からないこともあり、そう長い間行なわなくても良いのではないかと思う。期待としては、それに伴い末端の経済も多少動いていき、金利を軸としつつも相当程度の量の拡大が伝統的な手段の範囲内でも可能だというイメージ形成ができればと考えている。そうした抽象的な考え方が実務的な立場から本当に実現出

来るのかどうか検討しなければならないが、日銀の経営資源の有効活用からみて検討に値しないと委員会として判断するのであれば強引には主張しない。

山口副総裁

中原委員のご発言に対するコメントであるが、市場の一部が織り込んでいるのは中原委員のような考えのことかという気持で伺っていた。金融政策の限界にいよいよ突き当たり、そこからは量的な領域に移行するという観測の出発点にも多少違和感があるが、仮にそうだとしても、金利とは全く別のトランスミッションメカニズムを想定していることに他ならない。それが何なのかは予てから議論されており、結局ブラック・ボックスではないかと思う。従って、何かが起きてくるまでとにかく量を際限なく注ぎ込んでいく施策になるはずであり、何かが起きる時というのは、恐らく相当のインフレ心理ではないかという気がする。こう考えると、通常の金融政策の範囲の中で議論し得るものなのかどうかという疑問がある。

中原委員

最初に武富委員のアイデアにコメントしたい。大変巧妙だとは思いますが、金利と量はコインの表裏だと言っている訳であり、金利をターゲットにするならばそれを明確にさせるべきである。金利と量を二つ使うのはマーケットを混乱させるような気がするし、金利とリザーブとの関係が明らかでないダブルスタンダードのようになってしまい、難しいところがあるのではないか。また、二つのインストゥルメントを同時に使うことは、通常の議論としては一つの政策目標に対して一つのオペレーティング・インストゥルメントだと思われるため、その辺がどのようにクリアできるのかという問題がある。さらに、篠塚委員が言われたように、現在のディレクティブは明確でない。実際のところが0.03%から0.05%までの間であれば、それを具体的に書くべきだと思う。

次に、山口副総裁へお答えする。先程の植田委員の試算でも私が色々と

計算したところでもそうであるが、10%という歯止めがある訳である。また、私の場合には一種のインフレ・ターゲティングを行なおうとしている訳であり、何か起きるまで際限なく注ぎ込むことはない。明確なルールに立ち、一定の目的を設けてやる訳であり、そこは心配ない。

山口副総裁

インフレ・ターゲティングの目標になかなか入らなかった場合には、どうなるのか。

中原委員

それはやってみなければ分からない。私が言っているのはできるまでやってみるということである。

山口副総裁

要するに、際限なくとなる。

中原委員

従って、マネタリーベースで10%という歯止めを持って行なってみるということである。勿論、途中で何かあれば変えることはある。しかし、例えば植田委員の試算をみても、14%で行えば、かなりのことができる感じではある。

植田委員

できるかどうかは分からない。

中原委員

分からないが、全く金利と同じことである。一つの目安がこれでつけられるということである。少しも悪いことではない。

武富委員

先程マーケットの性急さということを示し上げたが、物価を目標とする
と2年先程度を念頭に置いて足許の金融政策のオペレーションを行なって
いく訳であり、市場のバンドワゴンからみると、結果が出るかどうか分か
らないものに対して、そこまで息長く辛抱しながら信頼を保ち得るのか計
算し難い。従って、私はリザーブという一番手前のところで考えた訳であ
るが、そこから先の効果については色々議論の余地があるため、世の中が
期待しているように実際には量が増えていることを示すだけで良いので
はないかと思う。その方が手っ取り早く効果も出るため、日本の金融市場
参加者にはアピールするのではないかと考えている。

植田委員

私は一つの落としどころは武富委員案かと最初から思っていた。通常であ
れば金利と量の両方をターゲットとするのは理論的に極めておかしい。し
かし、現在は、狭い範囲の金利に対してかなり広い範囲の量が対応し得る
ようにもみられるし、極端に言えば、金利ゼロがアンカーになっていない
可能性もあるため、量について若干の目安のようなものがあっても不自然
ではないと思う訳である。

トータルなリザーブが良いかどうかについては本当に技術的なため、よ
く分からないが、エクセス・リザーブの方が良いかという気がしないでも
ない。リクワイヤード・リザーブは前期の預金で決まるため、季節的な振
れ等が色々あり、適切にアジャストして良い数字が出せるのかという気も
する。また、先程エクセス・リザーブをターゲットにするのは不適當だと
申し上げたが、長期的にはともかく、数か月といった短い範囲の積み期間
についてであれば、必ずしもそれ程おかしいことではないかもしれない。

さらに、そうした政策を将来どういう時点で止めるかという手順も考え
ておいた方がいいと思う。それについて考えてみると、景気がかなり良く
なってくるという指標が出てくれば、このようなターゲットを取り止め、
場合によってはオーバーナイト・コールレートを上げてもいいという状況

にいくであろう。また、景気が悪くなり、一段と、もっとデイスアイブなアクションを採らなければならないということであれば、本日私もリファーしたようにターム物金利や、場合によっては今少し広い量のポリシーを採るという対処の仕方もあると思う。

その上で本当に実施する場合には、アナウンスするのか、アナウンスしないで結果的に一つの積み期間中に、エクセス・リザーブが余り減らないで済んでいたと分かれば十分なのかという点に選択のオプションがあるように思われる。また、場合によってはなお書きに既についている「市場の混乱が起きない限りにおいて」という目標と場合によっては矛盾するかもしれない。例えば、市場の混乱が起きない限りにおいて、今積み期間のエクセス・リザーブを余り下回らないところを目指す、というようなことをインプリシットな目標として金融市場局に与えることは無理かと思う。つまり、0.03~0.05%といったコールレートが色々な量とコンシスタントな時に、敢えてミニマムを目指す必要はないのではないか。それによって発生するコストの方がベネフィットより大きいような気がする。

山口副総裁

現在のディレクティブが目指すところに最終的に到達して着地した局面で、これで十分かどうかは検討の余地があると思うが、私自身はまだ若干この先に到達すべき余地が残っていると考えており、本日のディレクティブの中にそこまで入れるのにはやや疑問がある。

武富委員

私自身は本日のディレクティブに入れるとは、必ずしも思っていない。検討時間も当然必要である。私は技術的なことや、操作可能性については検証しておらず、謙虚に分からないところもあるという前提で話している。本日のディレクティブにどう入れ込むかは別の問題としても、市場の反応や色々なフィナンシャル・インディケーターが必ずしも良くない方向に動く可能性もある時であり、マーケットの安心というか軌道修正に資するよ

うな対策は用意した方がいいという観点から今のうちに検討しておいた方がいいのではないかという意味である。本日のディレクティブに巧く入れられるならばそれに越したことはないが、具体的な数字まで入れるとすると、多少早いと思う。より一層潤沢なという意味合いが、9月9日や11月の時と今回とではやはり主眼が多少違うと思う。その点をより具体的にしないとマーケットがついてくるかどうか少しリスクがあるという認識があり、先程来の意見を申し上げさせて頂いた。

中原委員

原則論として、明確にアナウンスすべきであると思う。日銀は透明性がなければ駄目なのであり、スタンダードを明らかにしていくべきだと思う。金利と量で調整していくのも勿論結構であるが、私は国際的なクレディビリティが非常に落ちると思う。

速水議長

一般的な話としては、金利とマネーサプライ・ターゲット、金利と量の両方で決めている中央銀行は多数存在している。従来例ではブンデスバンクがそうではないか。

山口副総裁

ブンデスバンクはマネタリー・ターゲティングを設けており、これを実現するためにターム物金利に介入している。ターム物金利を操作目標に使っている。

速水議長

そのターゲティングも相当に広いものだった。20~30%位の幅であったのではないか。

後藤委員

その目標から外れても、余り気にしないということであろう。

速水議長

そういうものだったと思う。FRBもかつて設けていたが、5~10%とかなり広いものであり、余り狭い範囲ではなかったと思う。いずれにしても、余り議論を重ねていても結論が出ないので、この辺で採決に入らせて頂きたい。

先程の委員方の検討によると、当面の金融市場調節方針について現状維持とされる意見が多かったと思う。そこで、私の方から当面の金融市場調節方針は現状維持ということで前回と同じ議案を提出したい。

[事務局より議案配付]

この議案の考え方には賛同であるが、現状維持の下で表現は多少変えた方がいいという意見もあろうかと思う。そちらの意見から先に出して頂き、この議案と異なる意見の方はその後で正式に議案として出して頂きたい。

山本企画室参事

それでは、議長案の記書き以下を読ませて頂く。「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（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）当初とは、2月12日金融政策決定会合時点。」。2月25日の決定と本文は同文である。テクニカルに（注）のところが、前回2月25日の場合には、「当初とは、前回金融政策決定会合（2月12日）時点。」となっていたものを「当初とは、2月12日金融政策決定会合時点。」というように書き直しているが、技術的な調整以外は全く同文である。

速水議長

この議案について言葉を修正した方がいいという意見があればどうぞ。

植田委員

第二パラグラフの「混乱の生じないよう、」という言葉は削っても、今や混乱は生じないのではないか。

武富委員

マーケットがどう受け止めるかがよく分からないが、いいのかな。

中原委員

それがなければ、いよいよ量的に拡大してきたと受けとるのではないか。

山本企画室参事

文章的には「配意する」で切ってしまうことになり、数字がなくなってしまう、ある意味では中原委員が言われるような、あるいは前回三木委員から指摘があったように市場からみて、アンカーというか、手掛かりがないような印象を与えるかもしれない。従って、取り敢えずここは全く同文としている。

三木委員

私はこれで賛成である。市場は十分に分かっているはずである。

中原委員

私はこの案に反対ではあるが、本来であれば0.03%とか0.05%とか日銀の本当の狙いを明確に書くべきだと思う。

篠塚委員

私も反対であるが、中原委員と同じ意見である。

三木委員

金利がどうなるか分からない。

山口副総裁

さらに低下するかもしれない。

中原委員

しかし、現状は落ち着いてきている訳であり、書けるのではないか。

武富委員

現状既に実現しているため、マーケットにある種学習効果が広がっているということだろうが、これだけの水準になると実行部隊が指摘するような潜在リスクがあると思う。0.03%から0.05%と明示すると、それを実現するコストが、こうした書き方とそうではない場合とで、どちらの方が大きいのか直ちには分からない。

三木委員

一方では総裁がゼロ近傍ということを行っている訳であり、それはどうなったのかと揣摩臆測が飛ぶ。そういう揣摩臆測を避けることが最大の眼目ではないか。

中原委員

臆測を避けるために必要なのではないか。色々な思惑があるから。先程速水総裁が明確に言われたように、一段の金融緩和はしないという立場であれば、そう明言する必要がある。

植田委員

一時点では 0.03%より下にいけるだろうが、積み期間の平均レートで 0.03%より下にいくかもしれない感じが若干でもあるのか。

山下金融市場局長

本日は 1兆8,000億円積んだため、朝には一部で 0.02%が付いており、マーケットが反応した可能性はある。0.02%、0.03%というのは短資の手数料次第という面もある。理屈の上では、0.01%も全くあり得ないことではない。ただ、手数料がある以上、下がったとしても 0.02%が多分ぎりぎりのレートではないか。

中原委員

この間は 0.01%プラス 0.02%で 0.03%だと言っていたが、手数料を引き下げたのか。

山下金融市場局長

無担については bp であるが、今大口のディスカウントを行なっているため、実勢ベースでは bp 強に下がってきていると思う。有担は bp から bp に引き下げた。短資に資金が滞った時にはネゴベースでとか bp に引き下げているケースも散見される。

速水議長

次に、私の議案と異なるご意見の方で正式に議案として提出されたいという方はどうぞ。中原委員から別途の議案提出があるので、議案の説明をしていただく。

[事務局より議案配布]

山本企画室参事

中原委員案を読み上げる。「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、次回金融政策決定会合の超過準備額を現状比5,000億円程度拡大し、その後も継続的にこれを増加させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（注2）が10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。（注1）99年10～12月平均の前年同期比： $1\pm 0.5\%$ 、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（%）。」以上。

中原委員

前回の提案と変わったところは、「次回の決定会合までの超過準備額を現状に比べて5,000億円拡大」という部分と、その後も「順次」としていたのを「継続的」とした。いずれにしても目標は10%程度上昇するようマネタリーベースの拡大を図るということである。中期目標は、CPIだが、先程も審議したとおりCPIが非常にスティッキーであることを考慮して、前回は $1\pm 1\%$ としていたのを $1\pm 0.5\%$ と変えた。

提案の理由だが、一つは実体経済が依然として厳しい状況にあり、財政が99年度後半以降は失速するとみられている中で先行きの回復が描かれていない状況である。こうした状況の中で、前回2月12日に決定した金融緩和策だけでは不十分であり、追加的かつ抜本的な緩和策を引き続き打ち出す必要がある。特に3月決算について大幅な悪化が予想され、それを背景に企業の支出抑制やリストラの一段強化あるいは4月以降に大型倒産が発生するリスクがかなりあるため、現時点での緩和を提案する次第である。ダウンサイドリスクが顕現化した後では、下方に向かうモメンタムを抑えることは容易ではないのではないかと思う。第二の理由は、先程から議論が出ているが、2月12日の金融緩和のディレクティブについて色々

な解釈が生まれており、トランスペアレンシーの関係から見て具合が悪い
と思っているため、トランスペアレンシーが十分に確保されるこうした提
案をした。三番目はマネタリーベース等の量的金融指標が2月に5%に
戻ったとしても、非常に低いため、日銀の金融緩和のスタンスに誤解を与
えかねないし、また実体面への悪影響もあると思う。従って、そうした意
味でこの際、日銀が金融政策を量的緩和にはっきりと転換したというこ
とをアナウンスすべきではないかと思う。最後に目標とする物価水準につ
いては、日銀はインフレでもなくデフレでもないと言っているが、数値目
標を国民に明確に示すことによりアカウンタビリティを果たしていくべ
きではないかと思っている。以上四つの点からご提案申し上げる。

速水議長

中原委員のご提案の説明について、追加的な質問あるいはご討議があり
ましたらどうぞ。

三木委員

中原委員案の2行目の前回と変わった点について、今一度説明願いたい。

中原委員

前は超過準備を5,000億円にするとあったが、超過準備が5,000億円
を超える現状を踏まえて、現状に比べて5,000億円とした。

三木委員

現状比が入った訳か。

中原委員

然り。

植田委員

全体的な考え方に強く反対ではないし、私も近い案があり得るということをお示しした訳であるが、先程説明したように、ある一つの考え方であっても、例えばマネタリーベースの目標値には多様な可能性があると思う。そのうちのどれを採るのか、あるいはその背景の考え方として目標値を決定する際にどういう物をとるのか、という辺りについて我々の間で合意しておかなければ、長期的に堪えられる政策決定とはならない。従って、いきなり提出されるのではなく、今少しそうしたプロセスを踏んで頂きたい。そうした目標を設定した場合、フィージブルかどうかの分析も執行部をお願いしたい。

山口副総裁

四つの理由のうち、マネタリーベースの伸びが最近落ちていることが实体经济に悪影響を与えると言われたのは、どういうことか。

中原委員

それは先程から申し上げているようにリンケージは必ずしも分かっているが、マネタリーベースが落ちてくると一つの効果として円高に向かう訳であり、現在の局面においては必ずしも良くないと思っている。そうした傾向が過去にみられることは間違いないと思う。

速水議長

他にありますか。それでは採決に移りたい。

山本企画室参事

先程の議長案を改めて正式な議案として読み上げさせて頂く。「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、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指しその後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。注。当初とは2月12日金融政策決定会合時点。以上。」「別添。平成11年3月12日。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（全員一致ないし賛成多数）。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、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。以上。」。採決は中原委員案の方が先になると思う。

中原委員

植田委員に対しお答えしておく。以前から申し上げているが、政策委員のあり方としてはまず自分が勉強し、色々と周囲の人や信頼している人などとディスカスしたうえで、案を本会合へ持ってくるべきだと考えている。従って、仮に本会合でディスカスするのならそれで結構だが、私は突然の提案はけしからんということは、同意し難い。また、フィージブルかどうかについては、既に提案してある訳であり、事務局が当然検証していると思う。私は事務局は政策委員会が出た提案については当然十分に検討して頂いていると思っている。その義務がある。

山本企画室参事

中原委員案を再度読ませて頂く。中原委員に確認だが、2行目は「次回金融政策決定会合までの」でよいか。

中原委員

どちらでも良い。

山本企画室参事

「までの」ということでもう一度読み上げる。「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、次回金融政策決定会合までの超過準備額を現状比5,000億円程度拡大し、その後も継続的にこれを増加させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（注2）が10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。（注1）。99年10～12月平均の前年同期比：1±0.5%。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（%）。以上。」である。

速水議長

それでは採決に入りたい。まず、中原委員が提出された議案から採決したいと思うが、ご異議ないか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告する。ただ今の中原委員案の採決の結果は、賛成 1、反対 8 であり、否決された。

速水議長

それでは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

ご報告する。ただ今の議長案採決の結果、賛成7、反対2であった。反対は中原委員と篠塚委員である。

篠塚委員

反対理由を申し上げる。現在の経済状況は巨大な需給ギャップを埋めるために、産業構造調整、規制緩和、税制、年金等の構造改革が求められている。過度な金融政策への期待はむしろ安定した金利体系を壊してしまう危惧があり、反対した。

中原委員

反対理由は三つある。一つは現在のディレクティブが非常に曖昧である。これは対外公表文において、ディレクティブ以外の内容を相当付け加えたこともあり、2月12日に打ち出した金融緩和政策がある程度量的緩和を指向しているという印象を与えている。仮に、量的緩和でないのであれば、総裁が言われたように明確に量的緩和ではないと言うべきである。あるいは、0.03%から0.05%という誘導レンジを明らかにさせるべきである。曖昧さが残存する可能性があるディレクティブは懸念の残るところである。

二番目は2月12日、特に25日以降の緩和政策は、サプライズ、スピード、アグレッシブなステートメントで効いたと思うが、その効果は急速に薄れつつあるのではないかと思っている。従って、単発的な緩和政策では自ずから限界がある。

三番目として先程から縷々申しているように、4月から6月にかけて決算が大幅に悪化したり企業が支出を削減する、あるいは大幅なリストラを行なう、ベースダウンを行なう等々が予想され、さらには大型倒産が発生するという可能性もある。従って、ダウンサイド・リスクが非常に大きいため、現在直ちに追加的に量的緩和の金融政策を打ち出すべきであると思

う。

植田委員

先程の武富委員案を検討する必要はないか。勿論、文言としては入れなかった訳であるが、エクセス・リザーブかトータル・リザーブを無理に減らさないことは可能なのかどうかという議論は行なわないのか。

武富委員

いずれにしてもフィージビリティ・スタディは、当面早急に実務的にも必要ではないかと思う。ディレクティブが固まりさえすれば、何がなんでも執行部はやる訳だが、いかにマーケットが余計な誤解を持たないように示せるのか、ということである。

速水議長

それを事務局に検討してもらおうということか。ここで決めるということか。

後藤委員

武富委員も色々な案があるとお考えでしょうし。

中原委員

先程の私に対する意見と同じであり、急に言われても困る。

武富委員

それは違う。ここで決めて下さいということではなく、検討しなさいということである。猶予を与えている訳である。

後藤委員

マーケットとのより良き対話の一方法として、そうしたサジェスチョン

が具体的に良い方法になるかどうか。

黒田理事

委員方のご趣旨を伺ったので執行部として、検討させて頂き、別途色々な考え方を提示させて頂きたい。

速水議長

採決が終了したので、政府からの出席者を入室させて下さい。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として賛成多数で現状維持が決定された。金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めてもらいたい。これをもって指示とする。

なお、決定事項の公表は会合終了後 30 分後に行なうので、それまでは厳に出席者限りということで宜しくお願いする。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

次に、金融経済月報の検討に入りたい。金融経済月報のうちの最初の 3 ページが本委員会での正式な決定事項になっている。本日のこれまでの議論を踏まえてご検討をお願いします。まず、調査統計局早川課長と企画室山本参事からポイントを説明してもらおう。

早川調査統計局経済調査課長

今回は冒頭の表現を若干改めたいと思っている。先程村山調査統計局長からご説明しましたし、委員方の討議を拝聴しましても、大体同じ判断を頂いていると思うので、今回は景気について足許下げ止まりの様相である

という表現を使いたい。具体的に読み上げると、「最近のわが国経済をみると、公共投資の増加などが最終需要を下支えする中で、在庫調整が一段の進捗をみており、生産活動は下げ止まっている。このように景気は、足許、下げ止まりの様相を呈している。」前段に余分な表現が付いているが、昨年秋に悪化という言葉は初めて使った時もこういう状況であるとの説明をつけており、今回も同様の趣旨で生産活動の下げ止まりなども含めて背景を説明した上で、これを下げ止まりと捉えていると明示するためである。「景気は、足許、」としているのは、「足許」やや下げ止まっていることを強調したいためである。

各論については変化点だけ申し上げる。「住宅投資については、水準は低い下げ止まりが明確になっている。」純輸出については、これまで緩やかながら増加基調を維持しているとしていたのを、「横這い圏内で推移している」と書いている。しかし、実際の判断の内容は先程村山調査統計局長が申し上げた通り、輸入の方が比較的底固く推移しているためであり、景気について何か悪い情報とは考えていない。在庫については、「在庫調整が一段と進捗している」、「鉱工業生産は下げ止まっている」と評価している。企業金融や消費者信用については特段の変化はない。

先行きについては、そういった判断の変更、あるいは金融機関の公的資金の投入が決定したということを含めて、全体に書き換えている。読み上げる。「今後の経済情勢については、在庫調整の観点からは生産回復の条件が次第に整いつつある中で、政府の経済対策や日本銀行による金融緩和措置などが、下支え効果を発揮することが見込まれる。また、金融機関に対する公的資本投入を軸とした、金融システムの建て直しに向けた取り組みも、景気に対して徐々に好影響を及ぼすものと期待される。しかし、他方で、企業行動をみると、上記のように収益の悪化が続き、金融面での不安感がなお払拭されない中で、大企業を中心に、来年度にかけてリストラを本格化させる動きが拡がりつつあるように窺われる。こうした企業リストラは、短期的には、設備投資の抑制に働くほか、雇用・所得環境の悪化等を通じて家計支出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。これらを

踏まえると、速やかな民間需要の自律的回復を期待し難いことには、変わりはない。今後は、このような点に留意しつつ、経済情勢全般の動向を注意深くみていく必要がある。」と先行きについては引き続き慎重にみていることを明記している。物価については基本的に変更はないが、消費者物価について生鮮食品が落ち着いてきたのでこれをオミットしたことと、需給ギャップとの関係で「足許の景気は下げ止まりの様相を呈しているとしても、当面、需給ギャップが明確に縮小するとは見込み難い。」と若干修文させて頂いた。

山本企画室参事

金融部分を読ませて頂く。「金融面をみると、日本銀行による一段の金融緩和措置（2月12日）を受けて、オーバーナイト物金利、ターム物金利がいずれも低下した。邦銀の流動性リストラや信用リスクに対する市場の警戒感も、公的資本投入に向けた具体的な動きの進展もあり、後退してきているように窺われる。この間、コール市場残高は、機関投資家がコール資金の一部を普通預金にシフトさせたことから、減少している。これまでのところ市場取引の縮小に伴って資金決済面で支障が生じるといった事態はみられていないが、資金の流れに大きな変化が生じつつあるため、その動向を注視していく必要がある。」

以下長期金利、株価であるが、「長期金利は神経質な市場の地合いのもと、短期金利の動きを受けるかたちで低下した。また、株価は、円相場の下落や米国株価の上伸を材料に強含んで推移している。」

後段は量的側面である。「金融の量的側面に関連して、企業の資金需要面を見ると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要は低迷が続いている。また、資金調達の厳しさを意識した企業の手許資金積み上げの動きも収まってきている。」。融資姿勢は、「民間金融機関の融資姿勢をみると、企業業績の悪化を踏まえて、基本的に慎重な姿勢が維持されている。ただ、金融機関の資金繰り面や自己資本面からの制約は徐々に緩和される方向にある。こうしたもとの、民間銀行は信用保証制度の活用には引き続き

積極的な取り組み姿勢を示している。」。こうした融資姿勢の結果、「企業金融は一頃に比べ逼迫感が和らいである。もっとも、信用リスクに対する金融資本市場の警戒感は根強く、格付けが低めの企業などでは依然厳しい資金調達環境にあるものとみられる。こうした企業金融の動向が、今後、年度末や新年入り後に向けてどのような展開を辿るか、注目していく必要がある。」以上である。

速水議長

ご意見があればどうぞ。

中原委員

2月にはジャパン・プレミアムについて書いているが、なぜ落としたのか。ジャパン・プレミアムがなくなったことは相当意味があるのではないか。

山本企画室参事

「邦銀の流動性リスクや信用リスクに対する市場の警戒感が後退してきている」というところに含意を含めて書いている。仮に必要であれば、入れるが。

中原委員

非常に象徴的な現象であり、書き入れた方が良いのではないか。

山本企画室参事

それでは、「ターム物金利がいずれも低下した」の後に、「またジャパン・プレミアムの急速な縮小にみられるように」と入れることにしたい。

確認する。「いずれも低下した。またジャパン・プレミアムの急速な縮小にみられるように、邦銀の流動性リスクや信用リスクに対する市場の警戒感も、公的資本投入に向けた具体的な動きの進展なども背景に、後退し

てきているように窺われる。」。

三木委員

先行きの部分の、「上記のように収益の悪化が続き」の上記とは各論のところか。

早川調査統計局経済調査課長

然り。文章を読んで頂くと、上の方に「企業収益が減少しているほか」と書いている。

村山調査統計局長

報告したいことがある。金融経済月報の公表は、従来 9 時 20 分となっている。今回も 9 時 20 分に公表するが、4 月からは 8 時 50 分に公表時間を繰り上げたいと思っている。他の諸統計は全て 8 時 50 分公表で統一しているため、本月報も 4 月から切り替えたい。

速水議長

それでは採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の基本的見解を採決の結果、賛成9で、全員一致であった。

速水議長

後段の背景説明の部分についてはご決裁頂いた見解に沿って、必要があれば執行部で修文させて頂きたい。対外公表は先程申し上げた通りである。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は終了した。次回の金融政策決定会合は3月25日木曜日を予定している。

(午後4時7分閉会)

以上