

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年4月22日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

後藤康夫（審議委員）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

経済企画庁 新保生二 調査局長（9:00～15:19）

（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

調査統計局長

村山昇作

調査統計局参事

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

ただ今より金融政策決定会合を開会する。

(午前9時開会)

本日の取り進め方を説明する。まず、前々回会合の議事要旨の承認、金融経済情勢に関する執行部の報告、委員からの討議、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参りたい。

政府からの出席者としては、経済企画庁から新保調査局長が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録する約束であり、委員および政府からの出席の方々におかれてはこのことを前提にご発言頂くようお願いする。

II. 議事要旨（3/25日開催分）の承認

速水議長

まず、前々回会合の議事要旨の承認を行ないたい。お手許の議事要旨にご異議がありますか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。本議事要旨は4月27日火曜日午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

中原委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

金融経済情勢等について執行部から報告してもらう。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願います。

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

前回政策決定会合以降の短期金融市場は、本行の大量流動性供給の継続に加え、デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利政策を維持するとの総裁の記者会見でのご発言もあり、引き続き極めて安定した推移を辿った。まず、無担オーバーナイトレートは加重平均レート、

一貫して0.03%で横這う展開となった。この間、3月の積み最終日となる4月15日に積み所要額が3兆1,300億円と最終日としては比較的高水準であったため、9時20分の定例調節で積み上幅を1兆3,000億円に若干拡大する調節を行なった。その結果、前日までと同様、

0.02%から0.03%での出合いが散発的に成立し、積み最終日らしからぬ極めて落ちついた推移となった。また、新積み期入り後の16日以降においても、1兆円台の積み上幅を維持する調節の下で、オーバーナイトレートは0.03%中心の動きとなっている。この結果、3月積み期の加重平均レートは0.03%、16日に始まったこの4月期も0.03%と実質ゼロ金利に張り付いた形となっている。

このような最近のオーバーナイト市場における特徴は市場で取引が成立するタイミングが早期化しており、9時20分の定例オペを待たずに大方の取引が終了してしまうパターンになってきていることである。すなわち、出し手は午後まで出し渋っても金利の上昇を見込めないため、出し残りを恐れて極力早めに資金放出を終えたいという仕振りを示している。一方、取り手はマクロ的には大量の余資の存在が分かっているが、大量の超過準備が存在する現状だけに、出し手に超過準備として抱え込まれるリスクもあるため、こちらも早くから調達を終えてしまおうという構えにある。いずれにしても、日銀が実質ゼロ金利政策を続ける姿勢を明確にしている以上、金利が0.03%前後で固定しているのと同様であり、出し手、取り手の双方が、従来のように時間をかけて駆け引きする意味が全くない訳である。

オーバーナイトレートの実質ゼロ金利化が定着する下での、目立った動きを整理すると、四点が挙げられる。第一は、ターム物レートが総じて下げ止まりの形を示してきていることである。前回会合時の4月9日と昨日4月21日のイールドカーブはほぼ一致してきており、全体として弱含み横這いの形となっている。3M以下の期間が0.12%の極めて低いレベルに集中し、カーブの形状がかなりフラット化している。こうした中で注目されるのが、翌日スタートのオーバーナイト金利であるT/Nレートがこのところ、当日のオーバーナイトレートとほぼ一致してきており、0.03%で必要な資金を調達できる状況になってきていることである。つまり流動性リスクがないという判断の下で、T/Nレートに含まれる流動性リスク・プレミアムが事実上ゼロとなってきていることを意味している。

第二には、ターム物レートが全体として下げ止まり傾向にある中で、こ

ここにきてTB、FBの人気が高まってきており、レートが再び弱含んできていることである。この2週間の短期金融市場における最大の話題は、14日に行なわれたTB 1年物の第一回の入札において応札倍率が9.94倍、平均落札レートも0.148%と、過熱ともいえる極めて好調な結果になったことである。その背景としては、ゼロ金利の下で運用難に苦しむ余資保有金融機関が格好の運用対象として応札してきたこと、また入札前日のデフレ懸念が払拭するまでゼロ金利政策を維持するとの総裁発言が先行きの金利上昇リスク・プレミアムに対する懸念を一段と後退させ、積極的な入札を後押ししたことなどが指摘できる。昨日も10年国債入札がクーポンレートは前月比0.3%ポイント引き下げられて、1.5%となったにもかかわらず、好調な入札結果となった。こうした状況に端的に示されているように、長期金利がここにきて一段と低下傾向にある。これはゼロ金利下で運用難になっている金融機関、投資家が信用リスク・フリーの国債で短期調達、長期運用による金利リスク・プレミアムを取る姿勢を一段と強めていることを窺わせるものである。

第三の特徴は、コール市場規模の減少テンポも足許やや鈍化してきていることである。無担コール市場の残高は引き続き緩やかな減少基調にあるのに対し、有担コール市場残高は概ね強含み、横這い圏内で推移している。このため、コール市場における有担比率は2月12日の30%から、最近では43%前後にまで上昇してきている。無担市場がさらに縮小するかどうかは、出し手の行動、特に20日段階で19%の構成比を持っている投信などの動向にかかっている訳であるが、これらの先はコール市場への運用方針を直ちに変わる積りはないようである。市場規模の面でもある種の安定期に入ってきている。ただ、取引が朝一番に集中し、特に午後における取引が大きく落ち込んでいるため、外銀筋では3時以降資金不足が生じた場合のオペラビリティに強い不安を感じている。要するに、コール市場の取引量が減少する中で、市場構造自体が大きな変化を続けている状況にあり、この辺のモニターを引き続き重点的に行なっていきたい。

第四の特徴は外銀の行動様式の変化である。本行売手オペにおける外銀

の落札比率の推移をみると、98年第3四半期が79%、第4四半期が62%、本年1~2月は50%以上を維持していたが、3月には27%、4月は14%と、ここにきて大きな落ち込みを示してきている。昨年秋以降のジャパン・プレミアム拡大局面では、円転コストの低下から円転資金を売手オペで運用すれば20~50bpの鞘が抜けていたが、最近ではジャパン・プレミアムが消滅したため、有担コールで資金を調達して売手で運用する形を採っても、4~5bp抜くのが精々の状況になってきているのが基本的な原因である。外銀の場合は、ROA面での制約から低スプレッドの取引には本部からの縛りがあるため、次第に短期市場取引のボリュームを制限せざるを得なくなっている模様である。またTB、FBの市場規模が急速に拡大しているため、外銀では売手から流動性のより高いTB、FBに資金をシフトする動きも示している。これも売手オペにおける外銀落札比率の低下に拍車をかけている。もっとも、売手オペ落札の外銀比率と都銀比率の実績をみると、都銀がこのところ余資の運用手段として売手の入札を積極化しているため、オペの運営上格別の支障が出てきている訳ではない。いずれにせよ、外銀は収益意識が強いため、短期資金取引のスプレッドが現状のように低い状況が続くとすれば、短期市場セクションのリストラは必至の情勢であり、次第に市場プレーヤーの構成も変化していく可能性がある。

なお、4月15日に終了した3月積み期の準備預金積立状況は年度末越えも挟み、大量の資金供給を続けてきた結果、1日平均で超過準備が3,500億円、非適用先の当座預金残高が4,929億円と、前月比大幅増加となった。超過準備保有先の4割が長信行、2割強が外銀、2割弱が地銀・地銀Ⅱとなっており、所要準備額の7割近くを占める都銀は引き続き超過準備を持たない方針で資金繰りを続けている。4月積み期に入っても、都銀が同様のスタンスを続けているため、余剰資金が短資に大量滞留する状況が相変わらず続いている。以上のように短期金融市場ではゼロ金利が定着する下で、このところ金利や取引規模は総じて安定した推移を辿っているが、コール市場の流動性の時間的な偏在の強まり、あるいは外銀のビヘイビアの変化等、内容面では様々な変化がみられてきている。TB、FBの発行

量の拡大、あるいはこのところ急速に関心が高まってきている 2000 年問題の影響も含め、引き続き注意深くモニタリングを続けていきたい。

速水議長

コール残高の著しい減少がないのは、どのようにみればいいのか。

山下金融市場局長

最初に 0.03%まで下げる過程では、生保が普通預金にシフトしたり、短資の手数料をセーブするための直接取引、ターム物にシフトする動きなどによりコール残高が 2 割強減ってきた訳である。しかし、ある程度進んでくると、投信等の出し手では、日々の支払準備のため、オーバーナイトの資金は必要であるし、それをどう運用するかについて、それぞれ見直しを進めてきた結果、取り敢えず一応の安定状況に入ってきたのではないかと思う。勿論、普通預金は 0.05%であり、一部の格付けの高い地方銀行等や大和銀行も引き続き 0.10%で普通預金を受け入れているため、そうした先に預ければより大きな利鞘が取れるはずである。ただ、投信が地方銀行に普通預金を置いて運用しているとなれば、やはりレピュテーションに問題が生じるし、あるいはシステム上の制約などもあり、取り敢えずは直ちに普通預金にシフトするという事ではないようである。

速水議長

これ以上は余り減らないということか。

山下金融市場局長

当面はそうだと思う。勿論、こうしたゼロ金利の状態が長期間続くことになれば、投信等もシステム変更に踏み切るなど前提条件が変わってくる可能性はある。ただ、当座の 1、2 か月を展望する限りは、そう大きく変わらない可能性の方が強まってきたと思う。

速水議長

有担比率の上昇は、どう理解すればよいのか。

山下金融市場局長

無担コールの出合いレートは % であり、短資手数料の bp を加えると取り手は bp で調達している訳である。出し手はやはり bp の手数料を取られるので、実際の取り分は % ということになる。一方、有担は % で出して、取り手は短資との交渉次第ではあるが、bp の手数料が定価になっているため、 % で取る訳である。従って、出し手は同じ % で出すのであれば、担保がついていた方が良い訳であるし、取り手も担保があれば % より % ないし % で取れる有担の方がコストが安い。有担で対応したほうが有利というのが基本的背景である。さらに、短資は、いわゆる短資ディーリングという形で出し手から資金を一旦、自己の勘定にプールし、これを取り手に配分する訳であるが、取り手がいない場合は、自分が抱えるビヘイビアをとっており、その分も残高の安定にコントリビュートしている。

速水議長

心配する動きではないな。

山下金融市場局長

有担化自体は、心配ない。その他に、外銀が TB、FB を買い、その資金をコールで調達する場合に、TB、FB あるいは売出手形を担保に入れて有担で資金調達している面もある。

中原委員

4月9日と21日のイールドカーブが重なってきたことから、大体この辺で落ち着いてきたとみて良いのかどうか。また、長期金利が次第に低下してきているが、不安定な下がり方であり、やはり何かあれば反騰するかも

しれないのか。その二点について、どういうセンチメントになっているのか。

山下金融市場局長

ターム物については、3 か月物までは、信用リスクのあるユーロ円ですら 0.1%強のレベルまで下がってきており、限界まで低下してきたという感じがある。最近の動きをみていると、例えば、
等は有担をオーバーナイトで取りながら、多少長めの物に出そうという動きをしているため、まだ若干は下がる余地があるかもしれないが、目下のところは取り敢えず落ち着いてきている。6 Mや 1 Yは 2000 年問題があるが、基調としては下がる方向である。ここにきて T/N レートが流動性リスクの減少を映じ、オーバーナイト・レートと一緒にってしまったため、今少し金利低下プレッシャーが長い物にかかっている可能性があるが、現状では、取り敢えずこの辺で落ち着きかかっていると思う。TB、FB は大量発行になってきてはいるが、先程ご報告した発行・入札倍率等をも、例えば FB の今週の入札は 7 倍であり、引き続き下げ余地があるように思われる。ただ、ユーロ円については、この辺が取り敢えずの落ち着きどころではないか。

長期については、昨日も野中官房長官の発言や、大原議員、経済企画庁長官が補正予算に言及したため、多分金利が上がるのではないかと予想したが、全く逆であった。マーケットでは、補正予算も若干先の話だという感じを持っているようである。むしろ、先般の総裁発言もあり、短期金利は暫く上昇する可能性はないとみられる一方、例えば CP や社債で信用リスクを取ろうとしても、発行が非常に減っているため、なかなか運用できず、長期債で価格変動リスクを取っていく以外にないという感じが出てきている。従って、早めに手当てすべく動いているため、特にここ 1 週間は債券バブルという表現は正しくないかもしれないが、非常に強い感じとなってきた。10 年債も先週あるいは今週初にはクーポン・レートが 1.5% ではとても買えないという雰囲気であったが、結果としては 2.3 倍

という非常に好調な応札倍率で、レートもパー以上となった。長期債への需要は現段階では非常に強い。今、買っているのは都銀であるが、時価評価会計への転換を来年に控えているため、長く持ちきる積りはなく、危ないと思えば売り切る積りで買っている。要するに、ディーリング目的という意味では基本的な地合いはフラジャイルではあるが、現段階ではむしろ、例えば相場が少し下がる、金利が上がるという見込みになれば押し目買いをしたいというムードが強い。

三木委員

都銀の落札シェアはどの程度か。

山下金融市場局長

10年債では都銀はそれ程ではないが、例えば昨日一番落札した下位都銀の証券会社は8,000億円のうち2,520億円落とし、二番が長信行系証券の1,500億円、次いで大手証券の1,000億円である。要するに銀行系の証券会社や、証券会社を中心である。銀行で落としているのは長信行が四番目で698億円である。

篠塚委員

準備預金積み立て状況について、非適用先の構成を説明していたが、2月と3月を比べて、変化があるのか。

山下金融市場局長

先程申し上げたのは超過準備の内訳であるが、基本的に余り変化はない。特別公的管理銀行が基本的にかかなりのウエイトとなっており、あとは外銀が2割程度である。

速水議長

FBの3か月とTBの3か月をみると、FBが0.074%で、TBが0.09%

である。この差は何によるのか。

山下金融市場局長

ご指摘の 220 回 T B の最低落札レート、足切りレートは先週 4 月 15 日で 0.094% である。今週に入ると金利は急激に下がってきており、昨日は、7.5 倍と非常に好調で、0.075% が足切りになっている。商品性は全く同じであり、レート形成自体も同じで、入札時期が異なっているだけである。

速水議長

F B は本行が買う以外にかなり売買はあるのか。

山下金融市場局長

現状は日本銀行が買う場合にはそこそこ出てきてはいるが、多くの金融機関が運用難の下で抱え込んでしまっており、マーケットでの売買が膨らんでいる感じはない。

中原委員

20 兆円程度になれば出るのか。

山下金融市場局長

市場規模は約 20 兆円になってきている。これまでの T B の発行残高 13 ~ 14 兆円に今回 F B が約 3 兆円加わったため、全体で 20 兆円弱の残高になっている。日銀がオペでかなりの額を吸収してしまっているため、流通市場規模は急激には大きくなっていない。ただ、今後は F B が毎週 1 兆円ずつ出てくるし、T B の発行額も増えてきているので、外銀が売出手形から短期運用の主体を T B、F B にシフトしているように、色々な形で変化が起きてきており、時間の経過とともにマーケットの形を整えてこよう。

武富委員

非居住者は入ってきていないのか。

山下金融市場局長

非居住者も中銀を中心に円資金の流動性をTBで抱えているようであり、外証、外銀辺りはこれを商売の種として重視している。従来の13兆円の時代も買いの主体は外銀であったが、最近も海外からの資金が引き続き入ってきている。

速水議長

次に、松島理事から為替市場・海外経済動向について報告をお願いする。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

松島理事

為替とIMFの世界成長率見通しを中心に説明したい。前回会合以降の為替市場における特徴は、ユーロの軟化である。特に対ドルというよりは、対円で軟化していることが特徴である。前回会合時にユーロ/円は130円38銭であったが、昨日のニューヨークでは127円6銭と、円に対してこの間ユーロが2.5%減価している。同様にユーロとドルとの関係を見ると、前回会合時では1.0778ドル、昨日のニューヨークのクロージングが1.0607ドルと、この間1.5%の減価である。従って、裁定としてのドル/円は、前回会合時の120円97銭が昨日は119円75銭と、ドルが円に対して1%程減価しており、ユーロが円に対してより大きく減価している。また、ドルに対しても減価しているという意味では、前回会合以降の特徴としてはユーロの軟化であろうと思う。

こうしたユーロの軟化の背景は、ユーフォリックなセンチメントで発足した反動という面もあるだろうが、より基本的にはユーロエリアの景気の下押し懸念が大きいと思われる。特にドイツ、イタリアの景気悪化が目立ってきており、昨年第4四半期のドイツのGDPは-1.5%と、マイナスを記

録している。また、最近のECBの月報によると、足許の経済指標の動きをみても、先行き回復に転じるにはこれまでの予想以上に時間がかかると、景気低迷の長期化懸念も嫌気されている。そして第二には、こうした景気見通しにもかかわらず、政策対応面において財政面では政策発動の余地が限られている。特に、マーストリヒト条約あるいはスタビリティ・アンド・グロース・パクトで定められた財政赤字のGDP3%という水準にドイツ、イタリア等では近くなってきているため、財政面からの政策発動余地が限られてきている。第三番目には労働市場の硬直化がなかなか改まらず、高失業が続いている。特に今年の春闘でドイツの賃上げが生産性を上回る水準になりそうなるため、それが新規の雇用にはマイナスの影響として出てくるだろうとも言われている。ドイツは、本年はIGメタルが4.3%の賃上げをしており、これは経営者の雇用削減インセンティブに働くのではないかとみられている。こうした状況下、政策対応としては、金利引き下げか、あるいは金利引き下げ and or 為替安という思惑が市場に働いており、ユーロが弱くなっている。さらには、コソボの空爆の長期化懸念もなにがしか影響しているように思われる。

こうしたユーロの軟化に対し、ECBのドイセンベルク総裁は引き続きインフレ率に重大な支障がない限り、ECBとしてはユーロ安を気にしないとしている。ドイセンベルク総裁の言葉を借りれば、ビナイン・ネグレクトでもなくて、For the time being there's neglectということである。長期のトレンドで、ユーロ/ドルをみると、現在のユーロ/ドルの水準は、昨年後半から本年初めにかけての水準に比べ、相当ユーロが軟化しており、昨年の春先から夏場頃の水準にある。このこともドイセンベルク総裁の発言に現われていると思われる。以上のような状況の中で、ユーロに対してポートフォリオのリバランシングを図る動きがこのところ目立ってきている。

次に、そのリバランシングの先がなぜドルよりも円なのかについては、勿論ドル買い需要は潜在的に強い訳であるが、さすがに高値警戒感が出てきており、またアメリカの対外経常赤字が拡大してきていることもある。

従って、ドルに対してさらに大きなポジションを作っていくことに対しては慎重だということであり、円に対ユーロでのリバランシングを図る動きが向けられることになろうかと思う。

この間、海外の投資家は日本株を最近かなり買ってきている訳であるが、これについては、ゼロ金利、公的資本の注入、本格的かつ広範な企業リストラの成果を期待しているということである。海外勢の中でも、比較的足の長い年金やミューチュアル・ファンドが必ずしもヘッジをしないままに入ってきているところが特色である。さらに、こうした海外の投資家の動きに影響されて、国内の個人投資家にも久方振りに動意が出てきており、これがまた海外の投資家の買いを誘う状態になりつつあるように思われる。しかし、海外勢はかなり円資産を買うというように申し上げたが、一方で新年度を迎えた国内の機関投資家の動きをみると、生保等では予想配当率の引き下げから新規の資金流入が細ることもあり、外債投資はペースダウンするとみられる。もっとも、年金等を中心として、120円を割る水準では着実にドル債を買っていきたいという動きは引き続き強い。従って、これが円高の頭を抑えると思われるほか、日本経済について明確な回復のサインがある訳ではないことも円高の頭を抑える要因として挙げられる。事実、一昨日はIMFの世界経済の見通しにおいて99年の日本の見通しが下方修正されたため、円が売られている。このような日本の実体経済の展望の下で、ファンダメンタルズから離れる円高が進む場合には、当局が介入を実施するのではないかという介入警戒感も出てきており、昨日のニューヨークでは119円の後半まで円が安くなっている。一本調子での円高はないと思われる。しかし、最近のセンチメントをみると、市場では円高、円安両材料が交錯している訳であるが、1か月物についてはドル・プット・オーバーであり、6か月先までは若干ながらドル・プット・オーバーとドル・ベアのセンチメントになってきている。1年のところでは、まだドル・コール・オーバーであるが、コール・オーバー幅が縮小傾向にあり、ドル・ブルのセンチメントがやや後退している。つまり、市場のセンチメントはこのところ円高方向に動いている。また、ボラティリティをみると、

このところ総じて取引のレンジが狭く、ボラティリティも低下した水準で比較的安定的に推移している。

次に、エマージング・エコノミーの金融資本市場はこのところ安定してきているという評価が可能である。個別には若干区々の動きもあるが、総体としては為替も株式も安定し、これらの国が発行するドル建債のスプレッドも一頃に比べると縮小しており、一部の例外を除けば通貨危機直前の水準までスプレッドも縮小してきている。アジアの幾つかの国については、ソブリン物の格付を見直す動きも出てきており、全般に安定してきている。

東南アジアの通貨の最近の動きは、いずれも強含みといえる。これは各国でも日本と同様に株式市場に資本が入ってきていることに加えて、対ドルで円相場が安定してきていることが寄与している。中南米の通貨は区々の動きであるが、最も懸念されていたブラジルのレアルについては、このところかなり値を戻してきており、3月初めの水準から比べると半値程度戻して上昇傾向が持続している。株式についてもアジアの各市場では軒並み年初来の高値を更新し、昨年末に比べ2~3割方上昇しており、97年8~10月の通貨危機直後頃の水準まで戻している国が多い。

また、アメリカの株価が上昇しており、昨日、ダウは1万581ドルと既往高値更新を続けている。これについては色々な見方があるが、現実に足許の景気が引き続き強いいため景気循環株が買われたり、好決算に伴い銀行・証券株も買われるなどかなり日替わりメニュー的に色々な銘柄が買われていく形で連騰を続けている。

次に、商品市況では原油相場が上がってきている。WTIでみても直近では17.8まで上がり、昨年1月の水準まで復してきている。直近のボトムは昨年12月の10.7ドルという水準であり、かなり急速に上がってきている。これは減産にかなり真剣に取り組むのではないかという見方が拡がってきていることが大きい。具体的にサウジアラビア、イランが顧客に対して販売の削減を通知する動きもみられる。需要サイドとしても、アジアの景気がボトム・アウトするとみられているし、目先コソボの空爆の長期化や夏場にかけてのドライブ需要が出てくることもある。こうした状況

に代表されるように、国際商品市況も一頃のように先がみえないという感じではなく、若干上昇する傾向もみられてきている。

最後にIMFの世界成長率見通しにつき、若干説明したい。まず、99年の見通しと昨年12月時点での予想との変化幅に着目すると、今回の見通しはアメリカの上方修正が大きい。前回の見通しでは、99年は2%以下とスローダウンするシナリオになっていたが、昨年第4四半期は非常に強い成長であったし、また本年第1四半期についても大方の予想ではかなり強い数字になるとみられている。このように足許の強さをかなり考慮して、前回比1.5%という相当大幅な上方改訂を行なったのが特色である。その他で上方改訂を行なったのはアジアの9か国であり、NIEs、ASEANでは緩やかではあるが景気のボトム・アウトが裏付けられている。一方、下方修正されたのはユーロ・エリアである。ユーロ・エリアについては、先行き減速懸念が強まっている。ラ米も通貨アタックを受けて、金利を引き上げざるを得なかったことの後遺症が今後の実体経済面に出てくるとみられ下方修正となっている。

日本については、12月に比べ0.9%下方修正され、99年見通しは1.4%のマイナス成長となっている。これについてIMFの
と
ワシントンで議論した際、同氏は専ら今回の改訂は昨年10~12月の日本のGDPが悪かったというパスト・ヒストリーを反映した修正であると説明していた。実は98年の実績見込が2.8%のマイナスになっているが、これは12月時点でも-2.8%であったため、
の説明は整合的でない。
IMF見通しを本行調統局が点検したところ、本年のマイナス1.4%という大幅なマイナス成長見通しになった明確な要因は分からないが、一つは最近の公共事業のようにかなり発注が多くなった状況が必ずしも織り込まれていないことと、設備投資については最近の短観の下振れをそのまま反映しているのではないかとみられる。

速水議長

ユーロから日本へ資金が入ってきているのは、株式投資ではなく、かつ

てのメキシコ危機時のような flight to quality なのか。

松島理事

そうした通貨危機時のようなマグニチュードで日本に流入してきている訳ではない。これまでユーフォリックなセンチメントの下で欧州の投資家や日本の投資家がユーロの組み入れをかなり上げてきた。しかし、実際にユーロの蓋を開けてみると、実体経済がかなり悪化する懸念が強いため、買い増していたウエイトを下げてきているのではないかと思う。

速水議長

銀行や機関投資家の動きはそういうことか。今日多少円安になっている。

松島理事

先程申し上げたように昨日ニューヨークで円が安くなった訳であるが、これは日本経済の見通しが下方修正されたことと、介入警戒感の二つによりコレクションされたものと思う。

速水議長

120円なら適正水準ではないか。両方でチェック機能が働いている。

IMFはいかなる手続きでこの見通しを出しているのか。日本の理事は承知のうえで公表しているのか。

松島理事

速水議長

年に何回作業するのか。

松島理事

四半期に一回である。

三木委員

OECDも同様の見通しを出すか、それとの関係はどうか。

松島理事

別個に行なっている。

武富委員

米国の年金やミューチュアル・ファンドの対日投資の動きであるが、キャピタルゲインが基本思想としても、併せて為替ゲインもということなのか。

松島理事

最近、大きなヘッジファンドは日本に向かって円建て資産を余り買う体力がないこともあり、目立った動きはない。しかし、資金力があり、資金のキャッシュフローが見込まれるファンドでは、これまで円のウエイトがベンチマークに比べてかなりアンダーウエイトになっている。そうした中で、日本の景気回復テンポにはまだ疑問があるが、一応底を打ったためトレンドが取れるのではないかと考えているようであり、円のアンダーウエイトの部分で修正する動きが出てきていると思う。過去には外人投資家がかなり日本株を買ってきた訳であるが、その間、国内の投資家はむしろ日本の国債を買うことにより、結果的には日本の機関投資家の方がパフォーマンスが良かったこともある。しかし、今回は過去にみられたような外人の買いも短期のゲイン狙いというよりは、多少長期的な動きも出てきているようである。

速水議長

IMFの見通しでは世界全体で2.3%伸びている。アメリカは3.3%、中国は6.6%となっているが、全部ウエイトをかけているのか。

松島理事

勿論ウエイトをかけている。本年は世界全体で2.3%ということであるが、98年の世界で2.5%という経済成長の半分がアメリカの寄与によるものである。アメリカの経済規模が世界経済に占めるシェアは約2割であり、2割の経済で半分寄与する形である。アメリカ一国に依存した世界経済になっているのが98年である。そうした形が持続するのかが99年に投げかけられたポイントであろうと思う。

ご指摘の中国は6.6%ではあるが、ダウンサイド・リスクがあるとみておくべきである。中国の第1四半期のGDPは既に出ており、アメリカよりも早く出るようである。それによると第1四半期は8.3%、昨年（97年）の第4四半期は7.8%であり、その数字のみをみれば、景気対策は巧くいっているということになる。

速水議長

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

前回の会合以降、幾つかの経済指標が公表されているが、基調判断を変えるような材料は特にない。まず、この間に公表された経済指標について報告する。公共投資は、2月に続いて3月もかなり大幅な請負金額の伸びがあった。この影響が4月以降、実体経済に出てくると期待される。ただ、4月以降の公共事業の発注については、発注テンポが鈍ることが見込まれている。前年度からの繰り越しもあり、政府が目標としている15兆円超

の上期執行方針は前年度並の発注で推移しても十分満たされる計算になる。

次に、設備投資の関連で機械受注の2月は前月比+5.0%とかなり大きな伸びとなり、1、2月平均でも前期比+2.0%となる。この主因は非製造業で2月に+12.9%と大きく伸びたためであり、このうちの約半分が通信関係、かつその多くは恐らく携帯電話の受注である。携帯電話の新型が生産されている影響が大きい。携帯電話は本来は設備投資とは関係なく、その意味ではその分を割引いてみる必要がある。しかし、1、2月を括ればこれまでのマイナス傾向が若干変わってきたといえる。すなわち、設備投資の先行指標である機械受注、建築着工床面積とも1、2月を括ればかなりの伸びになっている。それぞれ一時的な要因等もあり、割引いてみる必要はあるが、少なくともこれまでの設備投資の落ち込みテンポは幾分緩んできた可能性があるともみている。因みに、足許の設備投資の動向を示す一般資本財出荷も1~3月は+1.0%とプラスに転じている。勿論、この中にはアジア向けの資本財の輸出もあるがこれまでの落ち込みのテンポが多少変わってきた。

個人消費の関連では、都内百貨店については2月に1月の閉店セール of 反動減があり、かなり落ち込んだ訳であるが、3月も引き続き前月比-4.3%とさらに落ち込んでいる。ただ、4月入り後の評価を聞くと、少なくとも1、2月の平均水準までは戻ってきているようである。それでも低迷状態が続いているという評価であるし、特にこの先夏場のボーナス商戦をデパート筋ではかなり警戒しており、ボーナスが相当悪いために再び落ち込むという懸念も聞かれる。また、旅行の取扱額は2月も相変わらず低迷している。ただ、業界ヒアリングによると、ゴールデンウィークについては曜日構成も非常に有利であることもあり、一時的に旅行が持ち直し気味ということである。現在のところ業界ではこれが長続きする見通しは持っていない。

次に、マンションの販売動向であるが、首都圏ではここ数か月は総販売戸数が新規供給戸数を上回っており、差し引きの在庫は減っている。特に、

3月には前年比+72.5%とかなり大きな伸びを示している。4月についても伸びが若干衰えてはいるが、まずまずの高水準が続いている。こうした傾向を勘案すると、夏頃には着工の減少傾向にも歯止めがかかるのではないかと。販売の方は足許好調であるものの、如何せん在庫がまだ多いため、直ちには着工の増加に結び付かないが、夏場頃には着工の減少に歯止めがかかる見通しを持っている。六大都市の市街地価格指数の3月末は、9月末に比べると下落率が再び拡大している。ただ、これもヒアリング等で補ってみると、住宅販売が改善しているため、下落テンポは足許のところ3月時点よりも鈍化しているということである。

実質輸出の3月は前月比+4.6%、輸入は-5.8%である。実質輸出については、2月に大きく落ち込んだ後、反動増になっている。輸入の方も2月は航空機輸入の影響もあり著増したが、それが剥落している。これを1~3月で括ると、輸出は+1.8%、輸入は+4.8%である。私共の当初見通しよりも、両方とも若干上振れているが、ネットベースでは大体予想どおりに着地したという感じである。輸出の特徴点を99年の第1四半期で見ると、これまで比較的堅調に推移してきたEU向けが、マイナスに転じていることである。第4四半期ほぼ横這いの後、マイナスとなっている。一方、東アジアについては全体で9.2%増と、漸くプラスになってきている。内訳的には各地域ともプラスに転じている。米国については第4四半期に一時的にマイナスになったが、第1四半期は少し戻ってきている。財別にみると、自動車関連が-3.5%とかなり落ち込んでいる。これは、米国向けは好調であったが、中南米向け等のスポット輸出が抜けて大きく落ち込んだためである。第1四半期の輸入は全体でプラスになっているが、その中でも東アジアからの輸入が8.2%増、特に韓国からの輸入が14.7%増となっている。韓国からの輸入が増えている主因は情報関連である。財別にみても、第1四半期は資本財部品、情報関連が増えている。輸出、特に東アジア向けの輸出増加と同地域からの輸入増加の両方を勘案すると、情報関連等を中心にして日本からの部品の輸出が増え、現地が加工したものをまた日本が輸入する水平分業がかなり復活してきているのではないかと

思われる。こうした傾向が今後続くかどうかの一つのポイントになってくる。

中原委員

倒産件数はどうか。

村山調査統計局長

3月の倒産は件数では前年比減少しているが、金額では銀行関係のノンバンク等の整理等に伴い負債金額が前年比増加している。ただ、中小零細筋の倒産が特別保証制度の導入以来減少する傾向が続いている。特に懸念された3月末にかけての大型倒産については、予想外のものが出なかった。

後藤委員

設備投資関係の3指標が1~3月に久し振りに一応プラスになったが、3月短観では98年に比べて99年はさらに落ちるという見通しであった。その辺はどのように解釈したら良いのか。

村山調査統計局長

二つの要因を考えている。一つは、昨年10~12月の設備投資は恐らく金融面の影響から零細筋を中心にかなり大きく落ち込んだとみられる。これは法人季報にも表われているが、そうした先の資金繰りが更年後好転している可能性がある。従って、1~3月にかけては10~12月から繰り越したものを漸く実行したのではないかと思う。この点、私共が機械関係メーカー等にヒアリングをすると、彼等も1~3月の受注はこれまでのマイナスの傾向がほぼ止まってきているという感じを持っている。内訳としては、例えばファクシミリやパソコン、細々とした事務用品である。従って、一時的な状況であり、そうしたペントアップ需要が消化されれば、再びマイナスが続いていく可能性がある。

第二に、そもそも昨年は短観と法人季報はかなり違った形になっている。

短観ベースでは大体前年比-5%であるが、零細企業まで含めたベースでは恐らく-15%内外の大きな落ち込みになっていると思う。これは仮説でしかないが、金融面の影響から零細筋の設備投資が収益や売上から説明される以上に落ちた面があると思っている。その仮説が仮に正しいとすれば、今年度については、金融面の制約が幾分なりとも緩んできた場合、そうした先の設備投資が昨年ほどは落ちないことが期待される。一方、短観企業は、そういった零細筋が基本的には含まれず、50人以上の企業になっているため、収益あるいはリストラとの関係からシビアな計画となっている。従って、零細筋がどう動くかにもよるが、仮にそうした先の設備投資の98年度の落ち込みが金融面からきたものであれば、金融面が少し良くなった局面ではその分が戻ってくる可能性がある。零細筋の設備投資のウエイトは大きいため、全体としては短観に現われている程には大きな落ち込みにはならない可能性もあるとみている。短観の落ち込みは、大企業で-9%以上、中小では最初の計画で2~3割落ちているが、それよりは多少マイルドな落ち込みではないか。ただ、基本的には年内、あるいは年度中一杯は設備投資の減衰傾向が続くと私共はみている。

三木委員

設備投資の動きをみる先行指標としての機械受注も住宅の着工面積も前年比で分析するべきではないか。前月比あるいは前期比は、要するに傾向として止まるかどうかということであり、やはり前年比での変化が実体経済から動きを見る際に重要だと思われる。要するに、経営はほとんど半期ないしは年度という形でみる訳であり、それを反映する前年比の動きが重要だと思う。その点、前年比では約1割近い減少であることに変化がない。従って、これは悪いという見方が正しいのではないか。

村山調査統計局長

その意味では、前期比の動きと前年比の動きとを必ずペアでみている。経営者の実感は前年比ベースだと思う。通常、企業の売上等について、個

社ベースで季調後前月比を見るということはほとんどない。ただ、我々は微妙な変化を追っていかねばならない訳である。どこで底入れするのか、どの程度先行きが上がるのかという微妙な変化については、前年比は言わば12か月移動平均でありトレンドとしては良く分かるが、それがどの程度限界的なところで動いているかは、やはり前期比や前月比の季調後でみていく必要がある。また、前年比の動きは実は前年の動きにかなり左右される。例えば、前年比が横這いとしても、昨年の前年比がかなり振れている場合には、見かけ上は横這いでも実は変動している場合がある。そうした前年の動きに左右されない季調後前月比は有用な指標である。ただ、季調後という概念自体がかなり抽象化されたものであり、計算方法により結果が変わってくるのも事実である。私共は場合によっては季調後の3か月前対比、あるいはその移動平均をみるなど、色々工夫しながら委員が言われるようにトレンドと微妙な変化の方向をみるようにしている。従って、結論的には両方とも有用である。

速水議長

コンビニエンスストアと家電販売がかなり増えてきているが、こうしたものは消費統計に入っているのか。

村山調査統計局長

GDP統計には全て入ってくるし、家計調査にも入っている。注意を要するのは、ここにあるのは全国の大型店の家電販売統計であることである。大型のチェーン店は非常に良い訳だが、その裏で従来型の小規模店舗は全く売れなくなっており、その点を割引いてみる必要がある。また、家電の中でも品目によってかなり差があり、パソコン関連は相変わらず強いが、そうでないものはかなり減衰傾向にあるため、そうした点も注意する必要がある。一方、コンビニエンスストアの売上高については、右肩上がりで常に伸びている。これは店舗の増加に従って売上が伸びるということであり、本来は一店舗当りでみていかねばならない訳だが、そうした統計

はないのが実情である。従って、全般的に右肩上りの傾向がある中で限界的にどういう動きをしているかが焦点となる。実際のコンビニエンスストアの経営者の実感としては、足許多少増勢が鈍化しているようである。コンビニエンスストアとして、従来のように品物を置けば売れるという状況ではなく、工夫を欠くと前年の売上もなかなか確保できないため、徐々にシビアになってきている。しかも、最近の傾向としては消費者がバーゲンを探している。その点、コンビニエンスストアは基本的にそうしたものがなく、価格競争力については弱いため、最近は厳しい状況にあるというのが業界の一致した見方である。99年初に突出しているのは新しいゲームソフトが発売され、その売上が高かったためであり、そうしたものにかなり左右され易くなっているのも事実である。

速水議長

次に、最近の金融情勢について山本企画室参事より報告をお願いします。

4. 国内金融情勢に関する報告 (資料-4)

山本企画室参事

この2週間の金融市況については、金融市場局長より既にご説明があったように、短期金利は低位安定、長期金利は低下傾向、株価は底固いという3月以来の状況が続いた。ユーロ円3か月物は昨日0.16%と、このところほぼ同水準で横這っている。1か月物インプライド・フォワード・レートに分解したものをみても、現物である4月スタートから3か月後スタートの7月スタート8月物まで、全てほぼ同一水準で収斂しており、流動性リスクに対するプレミアムがゼロに近い状態が続いている。このように短期金利の低位安定が、一段と浸透する中であって、長期金利はさらに動きが出てきている。1年物インプライド・フォワード・レートをみると、前回まで繰り返しご説明してきたように、今回の金融緩和以前、つまり99年2月10日のカーブと3月5日のカーブは当時は基本的に長期ゾーンはほとんど水準が変わらず、専ら短期ゾーンのレート変化が長期金利全体を

促していた。ただ、最近ではこうした短期ゾーンの低下が3年先スタートや4年、5年先の中期ゾーンの低下に幾分繋がっている。マーケットの参加者の感じからすれば、短期金利自体が相当低位に入ってきているため、機関投資家などは国債でも多少中期を物色していることが反映されている。同時に中期の国債のみではなく、金融債、社債等に対しても多少物色が入ってきている。

金融債と国債のスプレッドは、ここにきて縮んできている。これは金融債が2001年4月以降も預金保険の保護対象になるという思惑が出てきており、そうしたものも織り込んだ動きである。従って興銀債のスプレッドが特に強く落ちているが、東京三菱債もスプレッドが縮んでいる。金融債にはそうした要因も含まれているが、その要因がない社債と国債の流通利回りのスプレッドも最近になって多少縮み気味である。従来はトリプルA格債が非常に緩やかにスプレッドを縮めている感じであるが、足許はシングルA格、トリプルB格もスプレッドがやや縮小気味である。機関投資家などでは少しでも利鞘を取るために、流通市場ではトリプルB等の銘柄にも買いが入ってきている。発行市場では資金需要がなく発行がないため、流通市場の方で購入が入ってきているが、こうした利回りの銘柄にも反映されてきている意味で、信用リスクを取る動きが徐々に広がってきている。

量的な指標については、民間銀行貸出の動きである。3月期末の平残計数は2月に前年比-1.3%であったのが、3月は-1.0%と前年比のマイナス幅が幾分縮小した。一方、資本市場調達の様子をみると、CP発行残高は3月末14.2兆円と、前月比2,000億円減少している。社債は3月に転換社債の償還が多かったため、ネットの発行額が大幅に落ち込んだが、4月に入っても引き続き低調である。銀行貸出のマイナス幅は縮小してきている一方で、資本市場調達はプラスが減ってきている。企業の資金需要をみると、設備投資がまだ大きく動いていないことと、むしろ予備的動機に基づく貸し渋り懸念から積み上げてきた資金需要が後退しているため、全体には低調である。一方で銀行自体の融資姿勢は資金繰り懸念などの払拭から、以前ほどの貸出回収一本やりの姿勢はむしろ後退してきて

いる。従って、大企業自身の資金需要を反映している資本市場調達はむしろ落ち気味であり、銀行貸出の方は昨年と比べ貸出の回収、返済圧力が落ちてきている。民間の資金調達がどういう形で行なわれたかをみると、CPと有価証券のプラス寄与が落ちてきている一方、マイナス寄与であった民間金融機関の借入れが落ちてきており、結局プラス材料とマイナス材料両方が綱引きの状態になっている。

マネーサプライは2月に+3.4%であったのが3月は+3.7%になった。1年前は民間銀行の貸出回収の圧力が非常に強い局面であった。企業サイドでも1年前は金融システム不安が急速に薄らいだ頃であり、それまで手許に積み上げてきた多額のことを銀行に返した。本年も予備的動機に基づく資金の積み上げ分は返すようであるが、銀行の方がそこまで貸出回収の姿勢を強くしていないため、前年に比べるとその圧力が多少減っており、前年比が若干上振れた格好である。4~6月もほぼ同様の理由から4%前後という見通しを立てている。

企業倒産は件数ベースでは3月の前年比が引き続き-39%と3か月続けて前年比ほぼ4割前後の件数減少である。ただ、負債金額自体は3月は日債銀の関係のノンバンクが非常に大きな規模で計上されたり、他の銀行でも整理をしたノンバンクがあったため、金額は少し大きくなっている。

中原委員

資金需要との関係で、再生委員会のガイダンスでは4月以降相当増加させることになっているが、実際にはどうなるのか。例えば、中小企業向け貸出を増やせといっても一握りの良いところに集中する感じがする。

山本企画室参事

目下、金融市場局で詳しくヒアリングしており、次回報告させて頂きたい。色々な話が錯綜しているのが実態である。第一に再生委員会に提出している貸出計画自体は実現すべき計画だという認識もあるが、一方でスプレッド自体も相当拡大する計画になっており、これがどういう形でトータ

ルとして実現するのかという問題がある。明らかに優良な先に対しては貸していくというスタンスがみられる。しかし、その限りではスプレッドが拡大するとは考え難くなるため、一部からは信用力のランクを若干下げても貸していきたいという声も聞かれるが、それが大きな流れになっているのかはまだ疑問である。信用力に対して引き続き厳しくみていくという経営方針自体を変えた訳ではない。資金需要自体がないため、営業店に対しては貸出もある程度出しながら、スプレッドも引き上げるという方針を示して様子を見ているのが現状である。零細筋まで含めた資金需要が今後出てくるのかどうかという形で事態が動いていくのではないか。

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、金融経済情勢に関する討議に入りたい。執行部からの説明を踏まえて、委員方から意見を頂戴したい。本日は、今月二回目の会合なので、討議のベースとなる前回の判断を振り返っておく。景気の現状については、公共投資の大幅増加、住宅投資の持ち直しが最終需要を下支えしており、在庫調整も進捗していることなどを背景に、景気は足許下げ止まりの様相を呈しているという認識をした訳である。もっとも先行きについては、金融環境の改善が景気に対して徐々に好影響を及ぼすことを期待しながらも、企業収益や雇用所得環境が厳しいことや企業リストラの進展が短期的にはマイナスの影響を持ち得ることなども踏まえると、民間需要の速やかな自律的回復は依然期待し難い状況であるとの判断をした。そうした判断を踏まえて、オーバーナイト・レートをできるだけ低めに推移させるという金融緩和策の維持を決定した。本日はこうした2週間前の判断に変更すべき点があるかどうかを中心にして討議したい。いつものように、まず金融経済情勢についてお願いしたい。

本日は後藤委員から始めて頂く。

後藤委員

2週間おきに決定会合が行なわれているため、なかなか大きな変化はみられず、難しいところである。速水議長が言われたように、実体経済面では公共工事請負金額が3月も増加しているし、住宅需要も民間調査などによれば4月から6月も増勢が続くということであった。しかし、年度後半の自律回復がまだみえてこない点では、前回と基調判断は変わらない。執行部の説明で、若干目についたのは、設備投資関連指標である機械受注、建築着工床面積、一般資本財出荷の三つが1~3月に暫く振りで前期比プラスになった点である。それぞれ特殊要因が影響しているようであるし、金融緩和の影響も恐らくあるだろうが、これまでの大幅減少テンポが幾分緩くなってきたという印象がある。短観との食い違い、あるいは法人企業統計の過去の企業規模別の設備投資の動きなどをみると、中小零細企業において金融面から設備投資が抑え込まれ、あるいは先延ばしされていたものが、多少出てきたのかと思う。金融面ではユーロの軟化に伴い為替が円高に振れていたが、本日はその動きが止まってきている。長期金利は引き続き低下、低金利の中期ゾーンへの波及は次第に力が強まってきている。潤沢な資金供給の下で次第に運用難になっているため、ある程度価格リスクを取る形で公社債利回りにも影響が及んでいるのではないかと思う。

そうした中で、私自身が判断に迷っていることについて、問題を提起し、委員方の意見も聞いてみたい。それは、金融市場局長からも説明があったように、本行の資金供給の相当部分が準備預金非適用先の当座預金に積み上がっている状況をどう評価し、また今後の成り行きをどう考えるかである。その点については、信用創造機能を持たない短資会社等へのリーク、ないし漏出、滞留は無駄金であり、金融緩和が空回りしているという評価が広まってきているように見受けられる。また、こうした形で大きな資金の塊が存在することは、伝統的なマネタリーベースやマネーサプライの概念からすると、位置付けがよく分からないのも確かである。しかし、実態的な機能としては、非適用先の当座預金がいつでも動員できる資金として

実質ゼロ金利の形成に貢献し、一定の役割を果たしていると考えらるべきではないのか。短資としては有担コールの出し手から資金を調達する一方、運用先の取り手が見出せないため、自ら有担コールのポジションを持つようになっているが、これが月を追ってかなりの量に増えてきている。1月は1日平均の超過準備が442億円、非適用先の本行当座預金残高が1日平均で561億円であったが、2月にはそれぞれ1,482億円と2,260億円になり、3月には3,500億円と4,929億円と次第に増加してきている。こうした短資の行動は非常な低金利の下では負担も軽いのだろうが、自らの損失負担と顧客サービスの維持の兼ね合いから、出し手の要求に応ずることが営業上得策というか、力関係から止むを得ないという判断によるものだと考えられる。こうした状況では、短資は金融機関から有担コールの需要が出れば、直ちにそれに応じるだろう。また、将来短資が担保繰り等の理由で現在のような漏出、滞留の引き受けを拒むような状態になれば、——遅かれ早かれそういう制約が生じるのではないか——有担コールの出し手金融機関としては、これを超過準備の積み増しに充てるか、自らの運用を考えなければならなくなるだろう。

いずれにしても、こうした一種の潜在的な超過準備ともいべき資金プールを前提に、オーバーナイトのゼロ金利が形成されており、私は金融政策の効果がこれにより減殺されていることはないし、また超過準備預金のみでは流動性なり、資金供給の潤沢さの程度を測れなくなっているのではないかと思う。この超過準備と非適用先の本行当座預金を合計して3月積み期の平均でみると、1日平均8,500億円に及んでおり、さしあたり公社債などの証券市場にどう関わっていくか、あるいは先程中原委員から質問が出たような金融機関の貸出増加計画にどう関わっていくのか注目していく必要がある。非適用先の本行当座預金をどう評価し、先行きどう使っていくかについて、執行部と委員方に意見があれば聞かせて頂きたい。

武富委員

現時点では、先行きの変化を窺わせるような明確な材料は見当たらない。

実体経済面は専ら政策に支えられている訳であるが、下げ止まりという事態が継続している。短期的な景気の流れでいえば、小康状態である。勿論、構造調整という大きい中長期の流れがあり、調整未了という意味では経済の基本的な枠組みが厳しいことには変りがない。また、構造問題と同時に三木委員も指摘していたように水準自体が低いということもあるが、これは構造調整と深く関わる問題であり、足許の局面における短期的な景気の流れとは多少次元を異にするため、特にその問題を取り上げることはないと思う。金融、為替、商品市場についても、ある種の落ち着き状況にあると評価できる。落ち着いているという意味は、その方向性や水準という論点のみでなく、リスク・プレミアムが解消しているという意味での落ち着きであり、これは政策によってもたらされた状況である。一頃あったリスクに対する極端な警戒感、それに基づくリスクの回避行動が見当たらなくなったことは結構なことである。国際商品市場についても下落一方向の状況が止まっている。アジアその他のエマージング・マーケットの通貨あるいは株式が値を戻していることとも平仄の合う国際商品市況の動きである。要するに、実体経済面でも、広い意味の金融あるいは市場の面でも、小康を得ており、堂々と積極的に見守っていくという言い方ができる状況ではないかと思う。

先行きについては、金融の落ち着きが実体経済に対して良い方向に繋がっていくかどうかを注視するということだと思う。本決定会合が今年の4月に、新メンバーにより始まった際、私は金融と実体経済の連動現象ということを申し上げたが、これは金融の悪い状況が実体経済に悪い影響を及ぼすという負の連鎖だった。1年以上を経過した現在は金融が何とか悪い状況を脱し、今度は実体経済への良い意味の連鎖に繋がっていけるのかどうかという段階である。今年の6、7月頃、98年1～3月期のQEや法人季報が出た段階で、98年1～3月期の設備投資は調査統計局の予想を上回る急落があった。当時、その最大の基本的背景は、97年度後半から始まった貸し渋り、信用収縮と深い関わりがあるという評価を政策委員会も執行部もしていた。現在その逆が出るかどうか、つまり金融が落ち着き、企業

段階でも流動性問題が後退して信用収縮問題が過去のものになるかもしれないという局面であり、そこに反応するものが出てくるかどうかということである。98年1～3月期の設備投資急落の一番大きい要因は、中小零細企業の投資抑制であった訳であり、今回は良い方の反面が先行き出てくるかどうか若干の着目点だろうと思っている。これは後藤委員と村山調査統計局長の質疑や中原委員の今後の金融機関の融資姿勢についての質問と全く問題意識が同じかどうかは分からないが、同じ論点である。

後藤委員の指摘された準備預金非適用先に溜まっている資金を死に金と見るのか、あるいはそれがあってこそその色々な意味での短期金融市場の落ち着きであるのかということ、それが先行きの金融調節や金融政策に対して持つ含意をどう考えるかは、私も問題意識として持っている。大勢感としては、そうしたコストを払って金融市場の落ち着きを作り出したのであり、少なくともこれまでの状況に対しては積極的に評価して良いと思う。ただ、先行きについては色々議論の余地はあると思っている。

三木委員

実体経済については、前回会合から大きな変化点はないため、全体感の中で当面の留意点を申し上げたい。実体経済については前回以降ファンダメンタルズの大きな変化はないし、需要項目別、業種別、企業別、地域別、いずれの切り口でみても依然として明暗が入り交じったまだら模様の景気状況にある。経済の自律回復メカニズムが回り始める兆しは依然としてみえない、当面は底這い状態が続くと思う。その中で留意点の一つは卸売物価の動きである。大幅な需給ギャップ状態が解消されない中で、企業の売上げの落ち込みとともに、価格の低下基調になかなか歯止めがかかる兆しがない。価格の下落は企業経営、企業決算にとっては大きな負のインパクトであり、この下落基調に歯止めがかかる兆しが出てこなければ、企業経営者にはなかなか景気の回復感が出てこないし、前向きな投資マインドも出てこない。大半の製造業の生産水準は、この99年度の第1四半期が最低レベルになると思う。今後は在庫調整を継続しつつ、生産がどの

程度まで回復するかという量のレベル感に注目が集まる。それ以上に価格のレベル感が非常に注目される。先程、松島理事の報告に、アジアで石油製品あるいは合成樹脂、木材等の一部素材市況が回復し始めているとあったが、これは非常に注目される点である。東アジアはワンマーケットの時代になっており、今後こうした動きが国内素材市況へどのように波及していくのかも、注目してみていく必要がある。

二点目は緩やかな円高の動きである。日本景気に対する再評価を背景に、ユーロから円に運用資産を移す動きが市場に広がりつつあるため、株高と同時に緩やかな円高が生じていると思う。株高は資産効果に加えて、企業決算への好影響等がある訳であり、企業経営者のコンフィデンス回復といった心理的効果も期待でき、デフレ経済のわが国には大きなプラスだと言える。円高については、わが国経済を支える数少ない需要項目の一つである輸出を減殺して企業収益の減益圧力を強めることになるため、デフレ懸念のくすぶる現局面では是が非でも回避したい。今後の日本経済に対する市場センチメントの変化や国際的資金フローに対しては相当注意しておく必要がある。

三点目は構造調整リストラの動きである。今後わが国が活力ある経済に蘇生するための課題としては、過剰債務、過剰設備、過剰雇用というサプライサイドの構造調整に企業が大胆に踏み込む必要がある。第二に新技術、新商品の開発によるダイヤモンドサイドの喚起策を併せて行なうことである。第三には企業が伸びる分野、あるいは儲かる分野に事業構造を転換していき、国際競争力の面で立ち遅れているサービス産業を中心に新産業の育成を図るという点に集約される。今年度入り後、こうした取組みがいよいよ本格化する兆しが見え始めており、その動きを注意深くみておく必要がある。

現状は財政面でも金融面でも既に限界までの対応を行なっているほか、行政サイドでも構造調整を円滑に進める制度的枠組み作りに着手しかけている。何れもリストラという縮小再生産の流れを最小限に食い止め、経済が拡大再生産の流れを持続するためのバックアップである。最終的には

マーケット論理の中での自己責任に基づく企業の構造調整努力によるところが大きく、財政、金融との合わせ技で経済を回復させるということである。当面はこうした企業の自助努力に伴い経済が民需による自律回復へのプロセスへ円滑に移行していくかどうかをみていくタイミングである。

次に、企業金融についてであるが、大手銀行は経営健全化計画の貸出枠の消化プレッシャーを背景にして引き続き融資スタンスを前傾化している。貸出す金は十分に用意されており、企業の借入需要を待つだけという状態である。その意味で、金融政策の効果としては初期の目的は十分達成されていると評価し得る。これまで縮小基調にあった社債発行金利と国債のスプレッド、およびCP発行金利と短期市場金利のスプレッドが4月入り後も引き続き縮小している。企業の資金調達ニーズの後退と社債の償還資金の手当も一服しているという要因もあるが、銀行の融資スタンスが前傾化しているため、企業が資本市場調達に依存しなくても資金調達が出来ることの裏返しの現象ではないか。二点目は、4月入り後、大手行を中心に貸出スプレッド引き上げの動きが極めて緩やかに広がり始めている点である。各行とも経営健全化計画の収益計画達成プレッシャーがかかる中で、企業の信用リスクに見合った貸出スプレッドを確保するために金利引き上げを徐々に行ない始めている。ただ、この引き上げの進捗状況は、企業側との交渉が前提になることもあり、時間をかけながらの対応となっている。こうした動きは金融機関が正常な経営体としてディシプリンの効いた融資スタンスを確保する上でも望ましいが、金融緩和政策の浸透という観点からはどのようにスプレッドの改訂が進んでいくのかを注目していく必要がある。

先程後藤委員から提起された点について若干触れたい。流動性の供給はあくまでも資金需要に繋がって実体経済に使われることに意味があり、短資機能の問題ということもあるが、8,500億円という準備預金(当座預金)の積み上りのレベル感を一体どう考えるべきかが非常に問題であろうと思う。どう判断すべきか、山口副総裁のご意見を伺いたい。

中原委員

前回以降の変化であるが、国内景気について一種の安堵感、さらに言えばユーフォリア感が出てきている。私が恐れているのは、そうした雰囲気企業が企業のリストラ、あるいは本格的に資本効率その他効率の上昇に取り組む動きにある程度水を差しているのではないかということである。設備投資、特に機械受注については98年の第2四半期に中小企業が-32%と、大企業の-1.9%とは大変な対照を呈している訳であり、これは97年半ばからのいわゆる貸し渋りの一つのクライマックスだと思われるが、この中小企業の投資がどうなるか非常に関心がある。一つは信用保証協会の特別保証がついたことがあるし、また整理回収機構が4月に新しく発足し、回収のスピードが遅くなっているという情報があり、そうした二つの点に助けられているのではないか。第二に勿論、新規分野に本当に投資が出てくるのか、旧来の分野での投資に止まってしまうのかが問題である。三つ目に機械受注が2月に5%跳ねているが、内容的には携帯電話の他に鉄道車両や航空機という一時的な要因もあり、3月以降はまた元の木阿弥に戻るのではないか。1~3月で約-6%になるのではないかと考えている。設備投資は98年度は恐らく14、15%のマイナスだと思うが、本年度も二桁のマイナスになると考えている。

消費については、弱いという実感がかなり出てきた。消費性向は一貫して下がってきており、2月にはこれまでの最低を記録した。消費性向と失業率の相関関係が90年代に入って非常に強くなったが、97年の9月から98年の2月を比べると約3.5%減っている。これはマクロに引き直すと10兆円程度の影響である。極く最近では、消費については乗用車が悪いという感じを非常に強く持っている。私の聞き込みによれば、4月分については、4月20日現在で自動車の分類が変わったようだが、パーソナル・ビークルが-10%、RVが-20%、コマーシャル・ビークルが-12%、平均で約15%減っている感じである。3月にはかなり押し込み販売を行なった先もあるが、どうも4月も良くない。生産計画も4~6月で-5%ないし-6%

である。軽自動車の需要も発売してから大体1年位で一巡するため、乗用車関係は期待できないと思っている。

三番目の柱は輸出であるが、純輸出は、弱くなるとみている。最近東アジアが強くなっていると言われているが、昨年日本の輸出を支えたヨーロッパへの輸出増が本年に入って非常に弱くなっているため、99年度はGDPに対する純輸出のコントリビューションがマイナスになるのではないかと考えている。

今一つ重要なのは原油の動向である。WPIが11ドル割れから18ドル近くまで上昇しており、恐らく夏場にかけて20ドル近辺まで上昇する可能性が出てきている。国際政治の絡みからは、サウジとイランが反目し合わない限り、この生産制限は巧くいくと睨んでいる。サウジもイランも日本に対しては輸出数量の削減を申し入れてきている。この関係がいつどうなるかが一つの鍵である。原油価格の動向はCRBその他全てに繋がる訳であり、その意味で非常に注目される。

一種のユーフォリア感が出ている中で、雇用調整にいよいよ取り組まなければならぬ訳であるが、出来れば新規採用の削減で逃げたいという雰囲気が見える。経営者は出来れば2~3年かけてゆっくりと調整したいという感じを持っているため、そうした生ぬるい対応がこの一種の安堵感あるいはユーフォリア感により強まってくれば大変危険だと思っている。反面、仮に本格的なリストラが始まることになれば、これは大変な下方圧力になる。特に失業率が増大することについての不安感もある。今一つ、2001年3月末までにペイオフ回避の特別措置が一応終わるため、その後一体どうなるのかという不安感がある。一種の安堵感、ユーフォリア感により、リストラへの手綱が緩みがちとなっている中で、先行きに対しては依然としてかなり大きな不安感が残っていると判断している。

篠塚委員

前回会合から判断を大きく変える新しいデータもないと思う。その中で、企業の再構築、リストラに関する情報が前回会合以降、次第に積み上がっ

てきていることが大きな変化ではないか。勿論徹底したリストラであれば、プラスに評価されて株も上がる。しかし、現在の経済状況は一応落ち着いているが、基本的には住宅投資——特に住宅ローン金利減税——と公共投資という政策要因に支えられており、GDPの大きな項目である個人消費と設備投資はほとんど動いていないため、回復のきっかけがつかめない状態にある。設備投資と個人消費がどのような形で今後回復するかであるが、設備投資については産業が再構築しつつ、時間をかけながらいずれ増加していくだろうと思う。しかし、個人消費に関しては、所得・雇用環境の悪化から考えて回り道になると思われる。供給サイドの構造調整に絡み過剰設備をいかに償却するかにはばかり関心が高くなっており、その時に吐き出されてくる雇用不安に連なる破局を防ぐ安全策としてのセーフティ・ネットが十分ないままになっている。いずれにしても、産業は再構築はせざるを得ないが、産業がスリムになり新規事業や新しい設備投資が動いても、消費がほとんど身動きが取れない場合もあり得るため、ここで補正予算を組んで雇用に対するセーフティ・ネットの備えをしなければ産業のリストラは成功しない。

そのように申し上げると、財政の出動は無理であり、また財政に負担をかければ長期金利が上がるという声もあるが、長期金利の上昇要因に関しては、明確な分析がなされている訳ではない。確かに長期金利は昨年暮れにかなり上がったが、それは財政の先行き悪化がリスク・プレミアムとして浮上したことや、日本国債の格付が下がったことによるものであり、必ずしも財政赤字が大きくなることのみで反応したのではなく、財政政策の運営に対する疑念がかなり大きかったのではないかと思う。従来のように公共投資に偏重した出し方等がストップ・アンド・ゴーと批判されているように、出し方の問題が大きく、折角24兆円や16兆円という形で経済対策が打たれてもその効果が非常に少ないという懸念も大きかったのではないか。差し当って、日本で今度こそ本気になって産業のリストラを行なうと評価されているが、その局面でかつて経験したことのない高い失業が出てくるかもしれない。その備えを欠いたままでは、一段の破局が来る訳

であり、確りとしたセーフティ・ネットとしての雇用対策の財源が必要になってくる。昨年11月には24兆円の景気対策が行なわれたが、雇用対策には1兆円の予算が付き、この額は破格な扱いであると説明されている。しかし、私は一桁違う少なさだと思っている。いずれにしてもこれから日本の産業がスリムになっていくプロセスの中では、雇用問題に関する新たな財政的支援が必要になってくる。

金融市場の実態は多少安定している。ただ、その最初のきっかけである株価上昇に関しては若干注意しておく必要がある。97年スタートの時に日本も財政構造改革元年と報じられ、日本も変わるといことで外国人の日本株買いがあった。97年2月から約半年間で、外人の日本株購入は約3兆3000億円あった。この金額は昨年暮れから本年3月末にかけて外人が日本株を買っている額とほとんど同レベルである。97年には前半は外人買いにより非常に株価が上がったが、後半は一転して大幅売り越しになった。現在は日本の構造改革あるいはリストラを評価して日本株が買われているが、非常に不安定である。以前にも申し上げたが、落ち着きを取り戻しているのは必ずしもゼロ金利のみがもたらしたのではなく、昨年暮れから金融システム安定化に向けての法律の整備や実際に資本注入が決まったこと等が海外からも評価され、外人の株買いに繋がっている。

後藤委員が問題提起された超過準備のリークについては、良く分からないが何か変だと思っている。仮に、ゼロ金利という異常な状況でなければ、また状況が変わってくると思われる。通信社等の報道等では、日銀が折角準備金を出しても6割位は実体の部分に回らない死に金になっていると指摘している。本当に後がないぎりぎりの金利水準——ゼロ——であることが原因になっているかと思われる。従って、プラスに評価するというよりも、本来ならば市場に回っていくべき金が回らずに滞留している意味で、意味のない状況になっているのではないかと思っている。

植田委員

資産価格の動きと実体経済との相互作用について一、二申し上げたい。

資産価格の動きについては、金融機関あるいは他の投資家のリスクを取る姿勢の高まりに伴い、リスク・プレミアムが色々な市場で低下する動きが目立っている。その関連で特に国債について考えてみたい。昨年末以来、我々も一貫して議論してきたところであるが、依然として良く分からない部分も多い。すなわち、昨年末から2月初めまでの長期金利の上昇と最近のかなり大幅な低下という大きな波があった訳である。これを長期の経済情勢に関する投資家の予想、例えば期待インフレ率や中長期の実質成長率の予想等の変化で説明するのは難しい。これだけ短期間の中にそうした要素が大きく動いたと主張するのは難しい。従って、以前も何度か申し上げたが、部分的にせよ何らかのリスク・プレミアムの変化があったとみるのが適当である。

その場合、それでは、そのリスク・プレミアムの変動の要因が何かと問われると、なかなか決め手がない。若干敷衍すると、一つは市場に放出される国債の量、あるいはその不確実性が問題である。これがリスク・プレミアムの決定要因の一つであるという点は、市場関係者の間では有力な仮説だと思う。しかし、やや綿密なデータ分析をしてみると、この要因がシステマティックにリスク・プレミアム、あるいは国債利回り等に影響するという結果はなかなか得られない。ただ、今回の場合はこの要因が全く重要でなかったと言い切ってしまうのも、色々な傍証から難しい。次に、債券価格が下落する方向でボラティリティが高まる時には、リスク・プレミアムが上昇するという結果は内外のデータ分析でかなり共通に得られている。しかし、それではボラティリティはいかなる時に上昇するのかについての説明をさらに付け加えなければ、全体の整合的な説明にはならない。三番目に、これもデータ分析というよりは、むしろ傍証の感じであるが、市場参加者、特に金融機関のリスク・テイク能力、あるいはリスクに対する姿勢の変化がリスク・プレミアムの動きにある程度の影響を及ぼしてきた。金利上昇局面では、12月～2月にかけて3月期末を控え、あるいは公的資本注入を控え、債券価格が下がった時点で新たに買い向かうリスクを取り難かったこと、その後公的資金の注入が徐々に明らかになり、さらに

新年度入りに伴いリスクを取る能力が多少高まったことがある程度効いたかと思う。最後に、やはりオーバーナイトをゼロ金利水準にまで誘導したこと、さらにそれがかなり幅広くターム物まで広がったため、広い意味で安全資産に対する金利が大幅に低下したことが投資家達をリスク資産への投資に向かわせている面は否定できない。従って、決定的なものはない訳であり、今後もこうした様々な要因について注意深く見守るしかないのかと思う。

こうしたリスク・テイクの動きは景気に対しては明らかにプラスの要因であるが、それが進展し、景気が場合により良くなる時には、貨幣供給量の動きの解釈が難しいかもしれない。すなわち、金融緩和やそれにつれた実体経済の回復は大抵の場合は貨幣供給量上昇要因であるが、一方で逆引きの力も働いているかと思う。つまり、97年秋からの動きの中では、金融不安が高まったり、景気が悪くなる中で、マネタリーベースやマネーサプライが予備的動機の現金ないし預金に対する需要の増大に伴い上昇している。個人や家計の金融不安が落ち着き、リスク選好度が高まる中で、こうした部分がなくなっていく可能性がある。例えば、予備的動機の現金需要が減少したり、預金からリスクのより高い資産に運用がシフトしていく状況が起きてくる。それだけを取れば、マネタリーベースやマネーサプライの伸び率を下げっていく要因である。どちらが強くなるか微妙であり、マネーサプライの伸び率が今後下がったとしても、どう読むかは非常に難しい判断を迫られると思う。

そのうえで、一、二、関連するファクターを付け加えると、今後仮に企業の資金調達が増える場合、貸出に依存した方向にいくのか、資本市場調達を重視する方向にいくのかという点はマネーの伸びに大きな影響を与える。アメリカでは90年代初めの金融危機の後、景気が回復する局面でマネーの伸びは非常に低いままに止まっている。それは資本市場、債券周りの市場に頼った調達が回復し得たということである。ただ、日本の現状では、仮に中小・零細企業の設備投資等から回復していくとすれば、貸出に頼る割合が大きいように思う。また、銀行、金融機関のバランス・シー

トの面からこの問題をみると、マネーサプライが3、4%伸びているため、預金はかなり伸びているが、一方資産側の貸出は低迷しており、両者の動きにかなり大きなギャップが続いてきた。そのギャップを説明するものを資金循環表からみると、銀行部門全体としては大きな要素が二つある。一つは金融債が売れなくなってきたことである。預金は伸びているが、長信の金融債が売れないため、全体として負債側の伸びはそれ程大きくない。今一つ、資産側では国債のコントリビューションは余り大きくなく、日本銀行の売出手形が銀行部門全体の資産の伸びのかなりの部分を説明する。時期にもよるが、97年の秋から1年間ないし1年余りの間では、かなりの寄与度がある。資産と負債の伸びのギャップは縮まっていくと思うが、そこに入っている売出手形のような要因が今後何に振り替わる形で動いていくのかもデータを見る際のポイントであろう。売出手形が、これまでは外銀に集中して持たれていたという細かい要因も足許では減っているようである。

藤原副総裁

前回の会合での「足許は下げ止まりの様相であるが、自律回復の展望は未だなし」という総合判断は変わっていない。実体経済には公共投資の大幅増加やマンション販売の増加はみられるが、基本となる設備投資や個人消費等の民需は依然冴えない。具体的に幾つかの動きを点検してみると、やはりプラスとマイナスが交錯しているように窺われる。これまで何とか持ち堪えてきたと思われた個人消費がやや息切れした感じがある反面、何人かの委員が指摘したように、設備投資関連指標に変化が窺われるという解釈も可能である。調統局の報告のように中小企業、零細企業中心に設備投資の減少に僅かながら変化が出てきた可能性があるとするれば、企業金融の緩和が良い効果をもたらし、それが期待する回復シナリオに繋がる動きかもしれないと言い得るかもしれない。ただ、なお短期的な動きであり、予断を持って評価は出来ないため、今後の動きを注目していきたい。

一方、金融面は3月に市場の状況が改善した後の状態が持続しており、

短期金融市場ではオーバーナイト金利ゼロ%の下で資金繰り不安や信用リスクに対する警戒感が鎮静化している。長期金利はここにきて一層低下し、結局昨年12月半ばに金利が急上昇し始める前のレベルに戻っている。そのインプライド・フォワード・レートの低下は短期ゾーンから中期ゾーンにも及んでおり、ゼロ金利の効果が浸透しつつあることを裏書きしている。これは市場参加者が短期金利の低水準は今後とも持続すると予想し、期間の長い国債を買うか、ある程度リスクを取って中期の社債や利付金融債を買っているためと思われる。株価も堅調に推移しているが、これは企業のリストラ策を受けて企業収益を巡る先行きの不透明感がある程度薄らいできたためだと思う。このように金融資本市場では色々なリスクに対する警戒感が後退し、その効果が現われてきている段階である。少なくとも景気下支えの方向には良い動きが依然続いていると認識しているが、中原委員が言われたように、ユーフォリア的な空気も出てきていることは注意しなければならない。

山口副総裁

経済情勢の判断については、その後それ程時間も経っていないし、特に変更すべき点はない。議長が冒頭紹介された前回政策委員会でのマジョリティの判断に変化はないと思う。敢えて申せば、その後のマーケットの動きが、全体としては景気をサポートする方向にさらにながしか動いている状況だと思う。これが今後どこまで持続するのか、あるいは実体経済に対して具体的にどういうインパクトを及ぼしていくのかが最も注目される。為替について、特にユーロの弱さから発した影響が円に対する上昇圧力として働いている点は、今後ともやや警戒すべき材料の一つとしてウオッチしていくべきである。

後藤委員から問題提起があった点であるが、私もここまでのところは短資を中心とした準備預金の非対象先にリザーブが積み上がっていることを余りネガティブに考える必要はないと思う。今後、これがどのような動きになっていくのかは、必ずしも予測の限りではないが、実際に日銀がこ

れまで打ってきたオペレーションや総裁の発言等により、市場に現在のオーバーナイトの低水準が当分の間変わらないとの観測がさらに定着していった場合、現在の金利水準を現行のように積み上1兆何千億円としなければキープできないのかどうかの一つ問題になると思われる。市場とある種の対話を積み重ねることにより、場合によってはそれ程大きな金額を使わなくとも低い金利水準を維持できるかもしれない。あるいは、市場の方が積み上が何兆円か必ず毎日出てくるという固定観念の中で動いていくとすれば、簡単には変わらないかもしれない。実施しなければ分からない要素があるが、仮に多少リザーブの供給を減らしながらも金利水準は低いまま推移する状況に移行していくのであれば、結果として短資などに積み上がる金額も変わっていくと思う。逆に、短資などにいつまでも資金を毎日巨額に預けておくのが難しくなることから動きが出てくることもあり得る訳であり、色々な動きが想定される。ただ、準備預金対象行に何らかの理由で超過準備が大幅に積み上がっていく状況が生じたとしても、それが果たしてリスク資産あるいは貸出の増加にストレートに向かっているのかどうか、そういうメカニズムが巧く働くのかどうかは、現状ではまだ疑問である。コストゼロの資金が積み上がることと、それをストレートに何らかのリスク資産に振り向けていくこととの間にいかなる計算が働くのかである。都銀の態度等がリスクを取るよりは金利コストがゼロのリザーブをそのまま積み上げていく方向に変わっていくかもしれないし、この点はリザーブ・ターゲティングのような政策について、いかなる態度を取るのかとも関係してくる訳だが、私自身はまだリザーベーションをもって考えている。

速水議長

これで一周りしたが、暫く自由討議をして頂きたい。

中原委員

円と株、長期金利の話をしたい。日銀が金融を緩和し、それに伴って量

的な緩和のニュアンスも非常に強く出たことに伴い、一番最初に効いてきたのが為替であった。従って、今回の金融緩和のトランスミッション・メカニズムで一番働いてきたのは為替だと思っているが、その中で日本に資金が流入してくる惧れが出てきており、これにより円高の方向になる。日本の経常黒字のリサイクルが巧くいかなくなるのではないかと前回申ししたが、その惧れが依然として存在する。円高に向かってきたのは基本的にユーロに触発されたところもあるかもしれない。しかし、一つにマネタリーベースがこれ以上伸びない、量的緩和がこれ以上進まないのではないかということと、それに反してアメリカで貿易収支の赤字が拡大したことが重なり、それがまた円高要因になってくる。貿易摩擦も含めてみると、少なくとも将来見通せる範囲内では、どちらかといえば依然として円高の方向に振れていくのではないか。従って、量的な緩和の動きが緩んだとみられれば、直ちに円高に振れ易い。アメリカの保護貿易もあるので、そういった円高要因と先程出たユーロの弱さによる円安要因と綱引きになると思うが、方向としては私は円高要因になると思う。従って、120円を割り、117円、116円と円高にいくのは非常に危険である。

今回の金融緩和で効いてきた今一つは株式であり、トランスミッション・メカニズムとして資産価格の上昇、特に株式の上昇が非常に効いてきた。株価は昨年10月9日に13,000円を割込み底をつけたが、当時に比べると現在の時価は約100兆円上っている。かなりの規模であり、相当の効果がある。最近の動きからみると、恐らく4月の中旬から下旬にかけてピークアウトするのではないかと予想している。4月9日に17,000円台をつけたがその後反落し、4月16日に二番天井を取りにいったが17,000円近辺までいったが、それからは調整に入っている。一番気になるのはアメリカの動きであるが、アメリカはザラ場での高値は4月19日の10,765ドルである。昨日も引けは新値だが高値を取っていない。ダウあるいはS&P 500を引っ張っている株が次第に手変わりするようになってきた。そしてコンピュータ関連の値崩れが非常に明確になっており、昨日もマイクロソフトの第1四半期の業績発表で確か43%の利益増であったが、株は却って売ら

れている。好材料が出てても売られているのは非常に悪いことであり、その意味でコンピュータ関連は崩れていると思う。それに代わって昨日辺りから薬品やコカ・コーラといった食品に手変わりしてきており、その意味で強かった上昇基調もいよいよ終わりになってきた。多分日本と日柄を合わせて調整に入り、下落していくのではないかと考えている。つまりS&Pが高値をつけたのは4月13日、ダウは19日であり、天井でモメンタム等の逆行現象が起きているのが非常に気になる。いずれにしても日米共、株は4月中下旬にひと山を作る可能性が非常に強い。そして今度ダウの調整があるとすれば、かなり大幅になるのではないか。

長期金利は現在小康状態である。色々興味深いご説明があったが、いずれにしても遅くとも夏から秋口にかけて補正予算の話が出てくる。規模は恐らく6兆から10兆円の間になる。これが出てきた段階で長期金利は現在の調整局面を終えて、再騰に転じるのではないか。超過準備の話が出ているが、去年の10月に10兆円をつけてその後は下がり、本格的に金融緩和をした2月は累積の超過準備が4兆1,500億円、それに対して非適用先が6兆3,500億円、3月が10兆8,500億円、非適用先が15兆2,800億円と、大体1.5倍になっている。こうした関係がどうなるのか興味を持っている。現在迄のところは先程後藤委員も言われたが、ゼロ金利の形成、ターム物金利、あるいは長期金利の低下という中であって、非常に大きな役割を演じている。

後藤委員

先程の山口副総裁のご発言と関連して執行部に質問したい。1兆2,000億円程度の積み上を続けている訳であるが、様子を見ながら下げてきたものの、今後下げていく場合には金利が跳ねる可能性があるのかどうか。また、現在積み上は朝の状態を前提にしており、夕方の実績とは違う訳であるが、朝には非適用先の準備預金の分を財政等要因として使う前提で積み上を作っている。その辺を含めて金融調節の担当者はどのように積み上幅の作り方をお考えか。

山下金融市場局長

論点は二つある。短資等流出分に対する私共の考え方について最初にご説明させて頂く。例えば、97年11月期には積数ベースでは山一の破綻があったため、混乱回避の観点から一時的に大量の流動性供給を行なった結果、超過準備が4兆4,000億円となった一方、非適用先に5兆円溜まることとなった。昨年9月の金融緩和時からは15日の積み最終日についてニュートラルに持っていくことを止め、超過準備を残すように方針を変えた。このため、8月期以降積み最終日は明らかに非適用先の残高が増えている。こうした経験から必要量以上に資金を出せば、割合は一定ではないが、かなりの量が非適用先に残ることは分かっていたし、そういう状況がこれまで続いてきた。非適用先預金の中心は短資であるが、超過準備と非適用先の預金の性格に余り差はないと思う。例えば農中は準備対象先であるので、所要準備を超える分が超過準備の方に入るし、全信連は準備預金非適用先であるので預金金額が非適用先預金に入るが、農中と全信連が持っている資金の基本的な機能には差がない。短資についても後藤委員が大量の資金を保有していることについて触れられたが、短資は常に資金放出したいものの、たまたま最後まで出せなかったため抱える羽目に陥っている訳である。そうした状況は取り手サイドからはいつでも取れるという安心感になる。従って、短資が持っていることは他の準備預金先が超過準備を持ちながら、取り手さえいればいつでも出したいというプレッシャー下にあることと共通であり、超過準備と差はないと考えている。ただ、正直のところ短資は短期であれば資金を抱えるとしても、このように長期に大量の資金を抱えるとは思わなかった。私共はある意味で助かった。最初はこれだけ思い切って超過準備を作る調節を行なっていけば、積みが早く進捗して積みの後半には所要準備がゼロに近づいてしまい、積み上幅を1兆円台ではなく、3兆円、4兆円と積んでいかないと、当日の決済需要が間に合わないのではないかと考えていた。その場合は、準備預金に対する積み上幅という形でマーケットをコントロールしていく手法は恐らく不

可能になるだろうと思っていた。我々としては、そうした状況がくることを想定して、今後いかにマーケットとのコミュニケーションを図っていくか、その手段の検討に取り組んでいたが、実際には我々が調節しなくても、短資や他の超過準備という形で資金が吸収され、準備預金の進捗率の調節が行なわれてしまった。これは、準備預金所要額の7割を占める都銀が従来と全く変わらず、積みの最初の段階では多少多目に取り、段々進捗率を調整しながら、月の後半は最終で積み下になったり、ニュートラルになるという調節を行なっているため、一種の自動調節機能が働いているものである。

ただ、こういう事態に伴い供給量は我々が想定したより多くなっている。つまり積みが進捗しない中で、それに対して1兆円程度を供給していくため、結果として予想したより、多目の資金供給をしてきたことになると考えている。この問題の所在について、マーケットの人は元々分かっているし、現時点では、前回の議事要旨にもこの問題が出たこともあり、マスコミも徐々に認識してきたようであるが、どう理解すべきかよく分からないという感じもある。いずれにしても、私共が毎日公表しているのは準備預金の数字であり、朝方は例えば1兆3,000億円とする調節を行なっても、実際の積み上が例えば5,000億円にしかならなかった場合、その差の8,000億円は翌朝にその他要因として再びそれが出るという想定で積み上を設定している。短資は資金を出すために営業活動している訳である。超過準備にしても本来は持っている必要がない訳であり、出るという想定で臨んでいる。ただ、その辺のボリュームがよく見えないので不透明だということはあるかもしれない。従って、適宜の段階で毎日資金需給を発表する際、準備預金と共に当座預金残高を示し、その差が超過準備や非適用先への滞留分であることが分かるようにしていく方向で検討している。そうした意味でのトランスペアレンシーは確保していきたい。いずれにしても、現状こうした問題が起きていることについて、死に金といった話が多少出ているが、ブタ積みも死に金も同じいつでも使える余剰資金であり、マーケットから批判が起きていることは全くない。

第二点の積み上幅については、確かに色々な議論があり難しいところであるが、私共の考え方を申し上げる。マーケットは日本銀行のゼロ金利に向けた非常に強い姿勢について、1兆円というオーダーにシグナル性を感じており、そこを切る形で圧縮していけば、多分従来と同様ゼロ金利であれば、積み上をニュートラルにもっていくのではないかという受け取り方をする可能性がある。指示があればトライはしてみるが、株もそれなりにレンジの動きとなっているし、長期金利もターム物も下がってきているという好ましいバランスが成立している中で、マーケットに様子が変わってきたという受け止め方を引き起こすリスクをとる必要があるのかどうか、というのが現在の1兆円台をキープしながらの感触である。大量の資金を供給する結果、短期金融市場の各種の機能低下がみられることは事実である。しかし、総裁もゼロ金利をデフレのリスクがなくなるまで続けると明確に言われている訳である。従って、それはコストとして甘受せざるを得ないとすれば、当面は現状のやり方で良いのではないか。マーケットが安心し、かつ大量な流動性を抱えながらのどうリスクを取っていくか、あるいはこうした環境変化にどう対応していくかを考える前提条件を変更しない方が良いのではないかと考えている。都銀等ではゼロ金利政策により流動性面でのリスクがなくなったことを、資金の取り手としての自由度が非常に大きくなったとして極めて高く評価している。勿論、出し手の方は、極力早く止めてくれという感じはあるが、全体感から言えば、「積み上1兆円」が現在のマーケットの安定を支える一つの大きな柱になっていると認識している。

後藤委員

大体分かった。私は1兆円を切れと懲憑している訳ではない。

植田委員

短資の当預分を仮に広い意味でエクセス・リザーブと呼んだ場合、結局エクセス・リザーブを短資がかなり持ってしまうことは、保有コストが他

の金融機関より低いからか。

山下金融市場局長

否。力が一番弱い先に余剰資金が集中するということである。超過準備の保有状況を見ると、これが溜まっているのは、特別公的管理銀行が一番多い。次いで、外銀である。例えば、外銀等は普通預金レートは0.02%であるが、預金が大量に流入してくる。しかし、邦銀にはクレジット・ラインを設けていないため出せない。結局、TB、FBを買うか、売出手形で入るか、社債等に入っていくなど色々考えていくと、取り敢えず日銀の超過準備に置くのが一番良いということになるようである。しかし、これもクレジット・ラインに到達したようであり、この状況が今後とも続く訳ではないと思う。特別公的管理銀行も融資を返済するようであるし、状況は変わってくる。短資にしてもこれでは持たないため、TB、FBを多少自分の底溜りと思う部分で買うようになっている。今度は証券会社がTB、FBの売却に伴い仮にその資金を抱えたとすれば、また証券会社がそれをどうするかといった色々な動きが出てくると思う。しかし、最終的な余剰資金は、短資など弱い立場の先がどうしても抱えざるを得ない。それ以外には、 や など、要するに 上がってくる資金が例えば午後遅くに入り、どうしても受け取らざるを得ないために抱えてしまうといったケースである。

植田委員

弱いとは、論理的にはどういうことか。

山下金融市場局長

要するに、将来のことを考えると取引先から資金を出すと言われた時に、本日は運用できないため超過準備に積んで欲しいとは言えないということである。

植田委員

それは短期金融市場の資金仲介者としての地位を保ち続けたいということか。

山下金融市場局長

そうである。

山口副総裁

日銀が毎朝1兆2,000億円出す調節が非常に重要な要素になり、全体のバランスが成立しているのだとすれば、これを敢えて崩すことはないと思う。

山下金融市場局長

当面は多分そういう状況だと思う。

(午後0時17分中断、午後1時11分再開)

中原委員

後藤委員が提起した準備預金非適用先のエクセス・リザーブについてであるが、ゼロ金利を形成することにおいては区別がないとしても、やはり信用創造が可能かどうかという差はあり、そこは明確に区別すべきではないか。全信連等は一定の信用創造はできる訳であり、そこに積んであるのは短資とは違うという考え方ができるかもしれない。従って、準備預金の適用先を中心に考えても良いのかと思う。

速水議長

私は今週末からG7でアメリカへ行くが、先程のIMFの見通しが気になる。アメリカが前年3.9%、本年が3.3%となっており、失業が4.1%に

まで下がっている。雇用の限界に達するのではないかとも思う。かつては6、7%の失業率が限界だと言われていたが、4.1%にまで下がっても物価が余り上がっていかない点をどう考えるのか。また貯蓄が相当減り、オーバー・スペンディングだと言われていて、そうした点からも、いずれは引締めが必要ではないかと考えるが、その辺の事情をよく聞いておきたい。株価と雇用の限界、再び双子の赤字が出そうだということであるが、松島理事から補足してもらえることがあるか。

松島理事

99年の経済見通しに関連してIMFがリスク・ファクターとして述べているのは、世界経済全体としては米国一極集中型の経済になっているが、米国が過大な負担を続けることができるのかどうかというリスクである。ブロック別では、アメリカがいかにソフトランディングを図れるかということであり、またそのソフトランディングを図るために、政策的な対応が必要だということである。場合によると、株価、あるいは為替面でサブスタンシャルなチェンジがあり得るとというのがIMFの指摘する一つのリスクである。EUについては、現在はデフレ状況ではないが、デフレ経済に陥る可能性はないのか、というのがやや極端にいった場合のリスクとして指摘されている。アジアについては、日本を始めとして回復ないしボトム・アウトしてきているが、その持続性如何という点であろうか。

総裁が質問されたアメリカについては、色々なことが色々な見方から議論されているのが実情である。確かに過去の伝統的な経済学のフレームワークからすると、これだけ高成長が続き、労働市場もタイトになる中で、インフレが非常に抑制されているのがパズルである。しかし、実際にはアメリカ経済のパフォーマンスは少なくとも過去3年程は常に年初の慎重な予測をかなり上回る実績で着地しており、現実には足許でも労働市場はかなりタイトになってきているにも拘わらず、なおインフレは抑制されている。従って、アメーzing・ストーリーはなお続いているとの強気の見方がこのところ増えてきている。そうした高成長とインフレ抑制がいかに成り

立っているのかについては色々仮説がある。一つには、好景気でインフレが抑制されている実績からみると生産性が上昇していると言える。現実には色々なデータから推測するに、生産性は上昇しているように思う。

今一つはグローバルなコンペティションである。アメリカ経済がこれだけオーバーヒート気味になっているにも拘らず、グローバルなコンペティションからアメリカの製造業者が価格は上げられないという前提の下で経営面、あるいは技術面でイノベティブなものを取り入れることにより生産性を上げていくというロジックになっている。Fedの中にも引き続き慎重な伝統的エコノミストがかなりいるが、一方ではむしろタイトなレーバーマーケットが経営者に労働に依存しないようなイノベーションを促しているということで、タイトな労働市場さえアメリカ経済にとっては有利な材料であると解釈するような強気な意見も出てきている。アメージング・ストーリーではあるが、やはりパズリングである。

速水議長

雇用が不足することはないのであろうか。失業率で6~7%が限界だと認識していたが、黒人労働者などの質がここ10年程で向上してきたのだろうか。

松島理事

現象面からは、インフレを起こさないですむ失業率の水準が次第に下がってきていると見て取れる。その意味では、かつてインフレを加速しないことと整合的な失業の水準として一応理論的に出された失業率があったが、現実の水準はそれを下回る水準になっても、なおインフレが抑制されている。我々の経済学を見直すように迫られている面もある。

後藤委員

Fedはある意味でアメリカ経済をいかなる物差でみるべきか、伝統的な考え方を見直している。こういう動きが組織としてもあるのであろうか。

世界的な大競争時代にあって、労働力がタイトになればなるほど一人当りの生産性を上げなくてはならないプレッシャーが高くなっており、従って生産性が高くなっているというような論調である。

松島理事

従来とは逆転したロジックで説明している。色々な材料がポジティブに出されるようになってきているが、我々の経験からするとやや危険な微候である。しかし、なおかつ良い実績が出ている。全体としては分からないが、F e dのスタッフの中にも色々な見方があり、必ずしも株価が現在の水準で当然だとは評価しないエコノミストもたくさんいる。明らかにオーバーバリュであるとは評価する方もいるし、グリーンSPANも議会証言ではそうした発言をした訳である。ただ、アメリカの強さとして、いざとなった時の政策の余地という面では財政は黒字であり、インフレは抑制されているため金利の操作余地はかなりある。今一つは金融市場であり、銀行は資本の備えが十分である。一方で資本市場も巧くファンクションしている。このトゥー・ピラーシステムが巧くファンクションしているため、昨年10月のように資本市場がアタックを受けても銀行貸出が伸びるという形である。金融セクターが強いということもアメリカ経済がスロー・ダウンした場合に下支えの役割が期待できるのではないか。

速水議長

ユーロの方もかなり楽観的という感じがするが、西暦2000年を控えてミレニアム、お祭り気分で景気を余り悲観的にみないのか。

松島理事

ただ、ユーロも期を追って、徐々にではあるが見直される度に下方修正されてきている。

中原委員

植田委員がアメリカにいた頃、アメリカの自然失業率はどの程度だったか。

植田委員

約6%であった。

中原委員

50年の末には3%ないし4%であった。

速水議長

そんなに下がっていたか。

武富委員

6%とはよくいられていたが。

速水議長

物価が余り上がらないのは不思議である。

中原委員

本年のサプライズがあるとすれば、原油価格がどこまで上がるかであり、コソボへの介入がどこまで続くかである。コソボ問題が長引いて軍事費が膨らめば大変である。これはアメリカだけではなく、ヨーロッパに非常に負担がかかると思う。アメリカでも戦費60数億ドルを議会に要請している訳であり、黒字の配分がなくなってしまう。

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先程の順でご発言頂きたい。

後藤委員

結論を申し上げますと、現状の思い切った金融緩和方針を維持するということである。コール市場の規模縮小、あるいはイールド・カーブ等が、色々な意味で一つの安定した形にひとまず達してきた感じがする。同時にまだ色々注意を要する可能性もある訳であり、そうした状況を見極めながら現状維持の方針を続けるべきだと思う。

ただ、実質ゼロ金利がかなり続き、準備預金対象外の機関、短資等への資金の流出・滞留がかなり増えてきていることと、それが調節方針の積み上、積み下の設定の際の財政等要因の「等」の中に含まれ、朝と夕方の違いがなかなか分かり難い。かつ、1兆円程度の積み上は維持しておいた方が良いという指摘があったが、その積み上が全体の需給上どういう意味を持っているのかが現状ではなかなか分かり難い。私は量的なターゲットについてはまだ極めて懐疑的であるが、反面、実質ゼロ金利がほぼ定着してきた以上このままでは市場との対話が十分かどうか多少不安である。市場参加者は玄人の集まりであり、大体は分かっているのかもしれないが、かつて武富委員が何かターゲットではなくても、金融調節を見ている人、市場参加者にとって今少し分かり易いレファレンスが考えられないかという発言をされた。現状維持方針の下で何かそうした工夫ができないか。例えば、超過準備あるいは超過準備も含めた準備預金と非対象先の本行の当座預金をそれぞれ、あるいはその合計を公表する等はどうか。分かり易い指標を出すことにより多少とも市場との対話が進む工夫ができれば良い。希望として申し上げます。

武富委員

先程は短期的な景気の流れと構造問題に分けて話をしたが、当面の金融政策は短期的な景気の流れに照準を合わせるものだとすれば、せっかく出てきている金融の良い流れをとにかく壊さないことが、この時点での最善の政策選択肢だろうと思う。金融で生まれた良い流れが实体经济に繋がっ

ていくのは、過去の経験に比べて今回の場合は相当時間がかかるかもしれない。従って、壊さないように維持していく期間が予想外に長いかもしれない。その間に色々な状況が起き得るため、せっかく巧く均衡している金融の流れを壊さないように、一挙手一投足すべからず注意を要する。市場には、先行きにある種の考えに基づくもう一段の緩和、あるいは量的な緩和期待が存在する。その意味では、市場に我々の意図を良く納得してもらう手段として何らかを示すとすれば、後藤委員が言われたように、本行当座預金の総残高程度のシンプルなものが良いと思う。それをどういう形で市場に示すかは技術論であり、一番穏当な方法を考えてくれれば良い。当面は、その程度のことで十分ではないか。

量を示すと、そもそも量は色々な要因で動くし、また本当にマネー需要が出てきた場合、つまり先程の死に金が生きた金になってくる時には、むしろ示した指標そのものは減っていくと思う。減っていけば、また妙な思惑を呼ぶかもしれず、指標の出し方や出すか出さないかについても十分先々まで考え、メンテナンスする期間が相当長いことを覚悟の上で対応していくべきだと思っている。待ちの時間が長いこともあり、市場には次なる緩和、量的緩和という期待が誤解も含めていまだに根強くある。その次なる緩和がないことが明確になる、あるいは我々がそれを明確にすると、さらには中央銀行の機能の限界が分かった瞬間に、円が円高に動いてしまうようなムードが市場の一部になくもない。そうしたことに加え、日本の対外投資、外国からの対内投資の流れに限界的な変化が出てしまうと、為替市場が景気にとってマイナスの方向に転ずることもあり得るため、市場にある日本銀行の政策に対する期待をどう巧く制御するかは大変難しい。それだけに、例えば補正予算の打ち出し方も相当神経を使いつつ行なって頂く必要がある。主として長期金利への影響を考えている訳だが、せっかくリスク・プレミアムが縮小して正常化した市場が再び価格変動リスク、その他のリスクに意識が向かないように、多角的な発想での景気対策の打ち出し方が必要である。

以上が短期的な景気の流れについてであるが、構造問題への対策は必要

であり、むしろ注力すべき広い意味での政策は構造の転換を促すあるいは支えるものであるべきである。

三木委員

金融調節方針について、今回は現状維持とする。デフレ懸念を払拭し、景気回復の確たる芽が見える情勢になるまで現在の超低金利の金融緩和スタンスを維持していくという考え方を、要らざる憶測を断ち切る意味でも、鮮明にして継続すべきである。

現在、実体経済を支える企業、個人、金融マーケットの中に日本経済の先行きに対して漸く明るい期待感が芽生えつつあるが、この期待感を支えている柱の一つが本行の現在の金融緩和継続への期待である。今後はわが国経済のデフレ懸念を早めに断ち切り、経済回復へのプロセスを確かなものにするために、こうしたコンフィデンスが維持されることが極めて重要である。そのためにも、現状スタンスを維持することが重要であると付言したい。

若干気になっている点を一言申し上げておきたい。武富委員の意見と多少重なるが、このところ量的緩和という言葉のために、一部に過度な金融緩和期待感が出てしまっている。決定会合の議事要旨の中における我々の議論での量的緩和という言葉が世間では不明確のまま一人歩きし、本行がさらに追加的な金融緩和政策を直ちに採り得るかのようなミスリードをしている懸念がある。現在、追加的な金融緩和を行なう必要がある局面なのかどうかについては、徹底的にこの場で議論すべきである。その上で、大勢の意見として現状の政策で緩和効果が出ているという判断にあるのであれば、それ以上の不確定な手段についての議論には踏み込むべきではない。むしろ他の勉強の場において、量的緩和の対象やトランスミッション・メカニズムの確定性、コントローラビリティや、特に重要な調節手段としての実務的現実性などについてきちんと議論すべきである。その上で、実施の必要性やタイミングの判断については、あくまでも本決定会合で審議すれば良い。あくまでも個人的見解であり、当然、皆さんにもそれ

ぞれ意見があると思われるので、本件についてここで議論しようとは思っていない。ただ、こうした意見があることも踏まえて議論をして頂きたい。

中原委員

私は従来と同様、量的緩和を行なうべしという意見である。提案理由としては、まずマネタリーベースが非常に伸び悩んでいる。そうした中で、日銀としては早めにプロ・アクティブにアクションを取るべきである。第二は実体経済の早期失速の可能性である。先程のIMFの発表を見ても世界中が日本の経済回復を非常に真剣に望んでいると思われる。三番目はゼロ金利になった現状、金融政策の自由度は非常に狭まっているため、金利のターゲットから量的ターゲットへ移ることが極めて当然である。四番目は色々詰めて考えると、実務的に量的緩和を行なうことは十分に可能である。金利のブレについても然程心配することはない。心配であれば、いざという時のために金利に一定の上限を設ければ良い。しかし現在のところ、ショート・タームのレートは全く心配ない。さらに、インフレの芽が出ることについて色々心配があるようであるが、このボードは二週間に一度行なっており、そこでウォッチすれば十分である。量的緩和を始めれば止まらなくなるとか、インフレの芽が出るとかを議論するのは時期尚早ではないかと思う。逆に申し上げれば、政策委員会はそれを十分にウォッチし、適切な手を打てる能力を有している。いずれにしても、前回同様、マネタリーベースで年率10%の伸びをターゲットにしたい。

篠塚委員

私も考え方としてはゼロ金利という異常な低金利の誘導には反対である。現在は小康状態にあり、総裁が発言されたように、「デフレ懸念がなくなるまでは断固としてゼロ金利を行なっていくというメッセージが市場で受け止められ、かなり評価されている」、とするならば、私はこの時期を利用して、できるだけゼロ金利から脱却する方向へディレクティブを変えていく提案をしたい。先程、日銀が潤沢な資金供給を行なっても、超

過準備が非適用先に残っていることについての議論があり、私自身もよく分からずに死に金だと思っていると申し上げた。後で、各委員や市場局長の意見を伺い、非適用先である短資のこうした行動がいつまでも続く訳ではない、いつか正常な状態に戻ることが前提となっていると感じた。そうであるならば、ディレクティブを多少変えることにより、方向を少し修正していきたい。ただ単純に市場が安定していることを前提に、2月12日時点でのディレクティブおよび対外公表文に戻りながら文章を若干変えてみたい。その背景にあるのは、現在のディレクティブおよび対外公表文では金融緩和の方向に一方向的なバイアスがかかっていると受け止められがちなのではないか、と懸念するからである。先行きに政策変更があるとするれば、それは緩和の方向という見方が出来上がっているのではないか。しかも、既にゼロ金利であり、その先は量的な緩和と受け止められるような誤解が依然として消えないのではないか。私の提案は単純にディレクティブを2月12日以前の明確な金利ターゲットの方式に戻し、ターゲット金利を0.03%にするということである。

理由は次のとおりである。第一番目は無担のコール・オーバーナイト物金利を短期の金融市場に混乱が生じないように、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した結果、どこまで下げられるかについては既に実験がなされた状態にある。実際に事実上のゼロ金利が実現し、それが現在の0.03%前後となっていることが第一点である。二番目は金融調節により、実現された現象自体は現状と同じであり、そのようにディレクティブを変えたとしても、引き続きマーケットからは安定的な理解が得られるのではないかと思う。従って、現在のままでも实体经济には何のプラスの影響も出ていないが、それに関しても変化がないのではないか。三番目として、市場参加者の間に金融緩和の当初は、一段の量的緩和に直ぐにでも移行するのではないかという見方が相当あったが、そうした考え方も薄らいできていると思われるため、ディレクティブを変更しても大きな不安材料にはならないのではないか。最後に、現在のような小康状態を得ている時期こそ、量的緩和期待を排除する良い

機会である。この時期を失すると、総裁の言葉ではないが、いつまでこれ
を続けなければならないのか、1年先なのか、2年先なのかということ
を探る時期が非常に遠のいてくるのではないかと思う。この時期を掴んで金
利を政策の軸足にすることを明確にしたい。

基本的には、ゼロ金利が色々な問題を引き起こしているとは思いますが、し
かし他の政策手段は取り得ず、いずれ金利は上がる方向でしか考えられな
い訳である。従って、ディレクティブを現状のまま、金利を0.03%前後に
するという提案をしたい。

植田委員

基本的には現状維持で宜しいと思う。現状維持の解釈として、金利を取
り敢えず扱っていることについては、それ程誤解がなくなってきたのでは
ないか。また、先般総裁に記者会見で言って頂いたことをやや極端な形で
表現すれば、極めて緩やかなインフレーション・ターゲティング、あるい
は緩やかなデフレ懸念払拭ターゲティングというスキームである。インフ
レ率をどうするか、デフレでもインフレでもない状態にすることにコ
ミットはしていないが、可能であればそこまで金利を上げないという姿勢
である。その意味するところはマーケットに徐々に浸透しつつあると思っ
ており、今少しこの効果を見守ることで宜しいのではないか。

先程出ていた量をレファランズに使うというアイデアは、日銀の当座
預金全体について何か考える場合に、マネタリーベース・ターゲティング
のような目標設定の準備はまだできていない気がする。特にリーケージに
ついては別にして、当預全体を準備預金というようにみるとすると、マネ
タリーベースよりは若干マネーサプライに近い概念ではないかと思う。所
要準備は預金×ある一定の割合であり、それについてどのような目標を設
定すべきなのか、コントロールビリティはどうか等マネタリーベースとは
また微妙に違う問題もある。従って、当面はオーバーナイト・ゼロ金利を
続ける中で、こうした指標の動きが金利ゼロという取り敢えずの目標に対
し攪乱要因とならない程度に注意を払うことで良いと思う。

藤原副総裁

金融政策も財政政策も、これまでにほぼ最大限のことをやってきているという認識である。そうした中で現在求められている処方箋は、引続き金融システムの建て直し策と、構造改革の推進、企業サイドの構造改革と財政面の改革だろうと思う。金融政策の方はこれまでのような緩和基調を維持することにより、経済活動の下支えを続け、構造調整過程における痛みを和らげる役割を担っていくことである。これは、取りも直さず金融政策はそれ以上の役割を担うことはできないということである。景気は下げ止まりの様相を呈しているが、先行き景気が回復する展望は得られていない。従って、前回会合においてゼロ金利を転換する目処として概ね認識が共有され、現に総裁がその旨を記者会見で表明されたデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢には至っていないと判断される。現時点では、金融面の様々な改善の動きが、実体経済面にどのようなプラスの効果をもたらしていくのかを注目していきたい。一方で、企業のリストラの動きが経済にどのようなマイナスのインパクトを及ぼすかを注視していくということだと思う。金融政策の判断は現状維持であり、ディレクティブは表現も含めてそのまま現状のままとすべきだと考える。

山口副総裁

私も当面の調節方針は現状維持で臨みたい。現在のディレクティブが金利についてのものであることは前回も申し上げたが、時間が経つにつれて明確になってきていると思う。植田委員も先程そのようなことを言われたが、現在のディレクティブにはいわゆる量的なターゲティングなどについては何らの含意もないと思っている。また、篠塚委員が仮に次の政策変更を行なうとすれば、それはどちらの方向かという問題を提起されたが、現在のディレクティブにはその点についても何らのインプリケーションも入っていない。その意味で、当然このディレクティブは現在何をするかのみを決めており、先行きについての何らの予断も含んでいない。そうした

ディレクティブで当面良いのではないか。この中に、短期金融市場の機能の維持に十分配慮しつつ、というフレーズが入っているが、実際にどのように配慮するかは現場の指揮官に委ねている訳であり、それが結果として、今日のような市場の状態を生み出している。金融調節は量を準備預金の供給量とすれば、量が非常に大きく日々振れているという状態には実際になっていない。そうしたある種のフレキシビリティを維持しながら、しかし必要にして十分なりザーブを供給していく調節を当面続けていくことで良いのではないか。

速水議長

それでは私の考え方を述べさせて頂く。二ヶ月程続いた小康状態の中で、皆さんに内外の情勢や今後の景気見通しを自由な立場で議論頂き、非常に参考になることが多かった。私も当面の政策運営は現状維持で臨みたい。前回会合以降の諸指標をみても、景気は下げ止まりの様相を呈している、という前回会合の判断を変えるような材料は出てきていない。3月の公共工事請負金額が大幅に増加していたが、ある程度予想されたことである。また、百貨店売上高等の個人消費関連の一部の指標がやや弱いようであるが、これまでの基調判断を変えるようなものではない。

金融面でも、ターム物金利、長期金利、株価のいずれも前回会合時の水準と余り変わっていない。強いて言えば為替相場が多少円高になり、昨日辺りからは少し円安気味に動いてきているが、この程度であればいいのではないかと感じている。これらが企業の景況感にどのように響き、どのように経営者、企業家が動き出すかをウォッチ・アンド・ウエイトするしかない。足許の情勢が変わっていないため、先行きについても本年度後半以降、財政面からの景気下支え効果が減衰していく局面で民間需要の拡大に巧くスイッチしていけるかどうか、現段階ではまだ自信が持てないのは皆さん大体同じではないかと思う。こうした経済の見通しを前提にすると、物価面でのリスクも、引き続きどちらかと言えば、デフレサイドにあるとみざるを得ない。前回会合での皆さんの意見もあり、デフレ懸念の払拭が

展望し得る情勢になるまで現在の金融緩和スタンスを続ける、ということ
を記者会見で対外的にも表明した。私は景気や物価の情勢を踏まえると、
今回は、オーバーナイト・レートをできるだけ低めに推移させるという現
行の思い切った金融緩和スタンスを続けていく以外に政策判断はあり得
ないと思う。

その上で、当面どういう点を注目してみていくのかについて三つばかり
指摘したい。一つは、公共投資や住宅投資といった現在の経済を支えてい
る動き自体が、目先どの程度強まっていくかである。公共投資自体が本年
度後半に落ちていくのは免れ難いことであるし、住宅投資もまだ一時的な
要因が作用している感じがする。しかし、ともかく足許は、何らかの需要
増加により生産や雇用に多少なりとも明るい動きが出てくるようになれば、
そのことが次の動きを呼び起こしていくきっかけになっていくことも
十分期待できる状況である。総需要政策は、本来まさにそうした呼び水効
果を持っている訳であり、そうした伝統的なルートにまずは期待してみる
のがオーソドックスな考え方ではないか。

二点目は、金融仲介機能がどの程度良くなっていくかである。金融機関
は、私共の政策もあって流動性の面での制約が取り払われ、また、公的資
本の投入により融資にある程度前向きに取り組んでいける、あるいは取り
組まざるを得ない状況に置かれている。ただ、そうした融資計画がどのよ
うに実現されていくかについては、まだ不確実な点が多い。融資姿勢自体
は一頃とはかなり異なってきているとも思われるし、銀行家の顔色もかな
り明るくなっていることは確かであるが、現在は資金需要が低迷している
ため、銀行貸出が全体として急に伸びていくことは考え難い状況ではな
いか。しかし、これまで資金面での制約から設備投資を先送りしていた中
小・零細企業に徐々に変化がみられるようになってくれば、そのマグニ
チュード如何によっては、景気回復へ向けて一つのきっかけになるかもし
れないという期待が持てる。

三つ目は、企業リストラの影響がどう出てくるかということである。単
に設備廃棄、雇用削減の縮小効果で終わってしまうのか、何らかの前向き

の動きに繋がる面を持っているのかは、やはり重要な分岐点になり得ると考える。どこから前向きの動きが出てくるのか、そのメカニズムに確信を持ってないところに、まさに現在のダウンサイド・リスクがある。しかし、これまで様々な負の遺産が人々の心理に重くのしかかり景気回復を阻害していたとすれば、ともかくも、そうした負の遺産に決別する動きが具体化しつつあることは、迂遠なようでも、景気回復への着実な一歩になり得るのではないか。

色々な論評はあるにせよ、我々として目下可能な精一杯のことをやっていると思う。金融面での小康状態の中で、堂々と今後の構造改革がどのようなスピードで進んでいくかをみていくしかない。構造改革については、バブルの過剰設備、過剰雇用、過剰債務等切り落とすと同時に、新しい需要を見出しかつ競争力のあるものを作り、あるいはサービスを提供するといった動きが散見されつつあるような感じがする。今後特に非製造業の収益性を高めることが中小企業で動き始めるのではないか。これまで規制に護られてある程度の収益を確保してきた先も、規制の撤廃に伴い競争が始まると、同じ分野で競争してもなかなか儲かる商売にはならないため、改めて変革が起きてくるのではないか。今般の支店長会議でも、意外に地方において大きな変化が起きつつあるという話を聞いた。

また、貯蓄から消費への転換、預金から株式、あるいは債券、国債等への転換の動きも現在の低金利の中で起きつつあるように思う。そうした動きを通じて国際金融市場が育っていけば、それ自体非常に大きなジョブ・クリエイションであり、需要を創出していくに違いない。政府が産業競争力会議を設けたが、規制の撤廃、あるいは政策税制等の現実的で急を要する決定を極力早くして頂き、企業家も一般消費者もスピーディーに動き出せるようになれば良いと期待している。

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

後藤委員

念のため申し上げておく。先程本行当座預金の金額を公表したらどうかと申し上げたのは目標や見通しということではなく、実績を当日の夕方か、あるいは毎朝9時20分に調節方針を出すと同時に昨日、あるいは当日朝の当座預金の金額をあくまでもレファレンスとして公表するという意味である。公表の方法その他技術的なことは工夫して頂ければ良い。

また、篠塚委員から新しいご提案が出された。これまで低金利政策に繰り返し非常に批判的なご意見を出されておられたことからすると、コペルニクス的転換を図られ、相当お考えになった上でのご提言だろうと思う。ただ、ご提案の趣旨を聞くと、金利を引き上げる段階になった時は、このディレクティブは全面書き直しだと思った。ディレクティブにピンポイントの数字が入っているかどうかは余り影響力を持たないのではないか。現状と同じ方針にもかかわらず、0.03%という数字を置けば、恐らく市場関係者の間では数字が入ったことの意味について相当議論されることになると思う。色々お考えになった提言であろうが、現在それだけの必要があるのかという点については疑問である。

武富委員

後藤委員の言われた当座預金の公表については、私も申し上げようと思っていた。レファレンスという言葉が誤解を招いている感じがしている。議論の大前提は、市場に三木委員が指摘されたような追加的緩和や量的緩和についての期待があることである。特に2月の緩和を行なった前後からそういう期待があった。市場が落ち着かないのでは困るため、量のことはディレクティブで何も示していないが、金利アンカーでも現実に量が出ているという実績を市場に示せば市場も十分納得するということも申し上げてきている積もりである。それ以前の問題として、レファレンスのある程度のレンジに若干触れたことがあるとすれば、実務的な現実問題として量を出そうとすれば本当に出せるのかという質問をしてきたことと関連している。短資会社での滞留も含めるのであればある程度可能である。

結果としての総準備残高でも構わないし、総当座預金残高でも緩和前、緩和後と比べてこれだけ嵩上げされたという実績を示すことが過大な期待に対して応えることになるのではないかと指摘してきた積りである。従って、色々な段階のマネーサプライとの相関関係如何とか、その実体経済との関係如何ということは更々考えていない。市場のイメージ形成がぐらついている時に、因みに量はこうなっていると示せば落ち着くと思って申し上げた訳である。ただ、他の委員のご意見を拝聴すると、市場のそうした誤解はほとんどなくなったという力強いご認識である。私はそこまで安心していないが、そうした認識であれば、無理して実績を示すまでもないかもしれない。示せば示すで、また色々余計な誤解を生むようなことが起こり得る。あくまで市場との折り合いという観点で申し上げた。

藤原副総裁

篠塚委員ご提案の0.03%という数字は、現状がそうなっていることを踏まえたものか。

篠塚委員

然り。2月、3月と0.03%で落ち着いているため、まずその水準に金利の軸足を置くということである。

藤原副総裁

現行のディレクティブはより潤沢な資金供給を行ない、無担保コールレートをできるだけ低めに推移するよう促すというものであり、その過程で平均の計数が0.03%となったものである。これは手数料その他の技術的な問題を勘定すれば、実態は実質ゼロ金利になっている。従って、現行のディレクティブと篠塚委員の提案とは実態的な内容は同じではないか。現行のディレクティブは「その際条項」が付いており、ファーストステップとして0.15%前後を目指し、その後徐々に一層の低下を促すとある。それは注書きにあるように、2月12日の金融政策決定会合時点ということであ

る。そういった注書きの意味する部分は注意深く書き改めるにしても、文言の中のいわゆる修飾的な面を除いて考えれば、ご提案は現ディレクティブとほぼ同趣旨になるのではないかと思う。何らかの数字を伴った新しい提案が出ると、無用の憶測や思惑を招く恐れがある。現在のディレクティブを承諾することにはならないか。

篠塚委員

現在のディレクティブは、漸く実質ゼロ金利に落ち着いているが、「できるだけ低めに」という指示である。短期金融市場に混乱を生じないように一応 0.03%に漸く辿り着いたものであるが、私の考えでは 0.03%ではなく 0.04%でも良い訳である。ただ、0.04%とすれば、落ち着いている市場に混乱を起こす可能性もある。そのため、漸く落ち着いた 0.03%であれば市場の中である程度理解が得られるだろうと考えている。0.04%でも特に大きな混乱がなければ 0.04%になるし、0.03%になるかもしれない。それは調節をしながら 0.03%前後ということでレート形成していけば良い。実態は同じところを指しているが、狙う方向が現在の 0.03%とは違う。

速水議長

より潤沢な資金供給を行ない、無担保コール・オーバーナイト物をできるだけ低めに推移するよう促す、ということで全てカバーされるのではないか。金融市場局長以下が 0.03%に誘導するために色々苦勞していることは分かるが、書き方としてはこの程度で十分意味が通じているし、実態としては何か起きた場合に一時的に高くなったりすることはあり得るとしても、文言を変えると外部が変に反応すると思う。このまま現状維持でも、2月12日決定の基本方針で調節していることはお分かり頂けていると思われ、篠塚委員の提案される確定した金利を書かなくともできるだけ低めに推移するよう促すということで良いのではないかと思うが、ご理解頂けないか。

中原委員

篠塚委員の案は0.03%をターゲットにするということではないのか。

篠塚委員

然り。

中原委員

それならば、それで提案されれば良い。

篠塚委員

出します。

中原委員

量的緩和について市場に誤解があるのは当然である。我々サイドにしても、2月12日の公表文では量的な問題に触れ、マネーサプライを増やすとかレポ・オペを拡大すると言っている。私も量的な拡大を提案させて頂いている。量的緩和について色々な考え方があるのは当然であり、市場が誤解しているかどうかは知らないが、少なくともボードにおいては私が提案させて頂いている。量的緩和はこういう政策だと申し上げている。

市場には多様な参加者が世界的に繋がりを持っており、外のプレイヤーが金融政策や財政政策について色々な読みをしている。あるいは経済の先について色々なことを見ている人がいる。市場についてはそうした意味でより客観的にみる必要があるのではないか。私は市場が誤解しているからけしからんとか、市場の誤解を解いてやろうとは考えない。市場は市場であり、我々が期待や方向を与えることはできても、市場そのものはコントロールできない。

黒田理事

後藤委員ほかから調節の実績値の表示について言及があったので一言

申し上げる。執行部としては当然ながら資金の調節面においても常にトランスペアレンスやアカウンタビリティを高めるべく、今後とも努力を続けていきたい。先程来、幾つかより具体的なご指摘があった。第一に当預の実績を示してはどうかというご指摘があった。色々な観点からそうしたご提案があり得ると思うが、積み上は金融市場局長も説明したように、極端な場合にはミスリーディングになりかねない。少なくとも積み上のみを見ていると、色々なバランスが完全には理解できないため、それを単に積み上の補完としてしまうのはミスリーディングかもしれない。その点を含めてどのような工夫が考えられるか、さらに検討させて頂きたい。

第二に、資金需給表の財政等に財政から連想できないものが種々入っているのはミスリーディングではないかのご指摘があった。それについても、より良い表現方法を考えてみたい。資金需給表は元々調節の場における使い方としては、毎日の資金繰り表のようなものである。米欧においてもリザーブ・バランスのフォアキャストを日々ないし多少長いタームで行なっていく中で、資金需給表の銀行券や財政については、オートノマス・ファクターと称されている。つまり、少なくとも1日、1日をとってみれば、オートノマスに決まってくるため、それをギブンとして金繰りをみていくという趣旨である。従って、そうした趣旨にも合い、かつご指摘のようなミスリーディングの恐れのない方法を探っていきたい。

三番目は日々の資金繰り表である資金需給表をどう使うべきなのか、対外的に説明する際にはどう使うべきかについても資金需給表の性質を踏まえて良く考える必要がある。例えば、日々の金繰り上はオートノマスであるとしても、中長期的にはオートノマスでないファクターは沢山あるため、そうした場合には別途の表を作り、それで対外的に説明するのも一つの試みである。取り敢えず気付いた具体的な3点を申し上げたが、さらに検討を深めていき、適宜ご報告させて頂く。サジェスチョンを承りたい。

速水議長

その表は毎日作るのか。

黒田理事

積み上は毎日市場に出しており、これが対応する。資金需給表も毎日公表している。

植田委員

期間の累計としては非適用先のデータも公表されているのか。

黒田理事

これは昨年秋から既に月に一回公表している。

植田委員

積み上、積み下は毎日午前中に発表され、それに所要準備を計算すれば、朝時点での資金需給見込みの誤差部分を除けば大体予想できると思う。

黒田理事

従って、市場をよく分かっている市場参加者は余り不便を感じていない。ただ、先程中原委員からもご指摘があったように、市場参加者には内外色々な人がいる訳であり、市場全体に通用するような広がり、あるいは深さを拡大していくことが必要である。さらに工夫をしていきたい。

中原委員

当座預金残高を公表するのであれば、是非超過準備も公表してもらいたい。

黒田理事

その辺も含め、どのような方法が良いか検討したい。先程武富委員からご指摘があったように注意深くやる必要があると思う。

武富委員

私は、市場に誤解がなくなっているのであれば出す必要はないという立場であるが、一頃はそうした誤解があったため、量も十分に出しているという意図を伝える助けになる統計数字を示すことは意味があると考えた。従って、それに当預が適当なのか、何がいいのかについては、なお議論の余地があると思う。

黒田理事

そうした点は、米欧の中央銀行でも悩んでいる。悩みながら実施していると理解している。現状に照らしてどうか検討させて頂きたい。

三木委員

篠塚委員に申し上げたい。去年の初めの頃にもっとも違和感を覚えたのは、当時のディレクティブが「公定歩合をやや下回る水準」と、ビジネスではあり得ないような表現であったことである。従って、それを修正すべくまずレンジでいくかとなり、次いでアメリカ式にピンポイントにするという議論になり、ようやく現在の形まで持ってきた訳である。その意味からは、0.03%とか、ピンポイントで誘導水準を出すことは手段としては正しいと思う。一方で、今置かれている現状におけるディレクティブの在り方である。経済の建て直しをいかに果たしていくかという中であって、現在のディレクティブをよくみると、そうした状況への対応が全部包含されている。必要なことは十分に言い尽くしている。従って、仮にピンポイントの誘導水準を示すとすれば、次の段階だと思う。つまり、わが国経済はこの異常な金利水準から早く脱却しなければいけないが、脱却するまでの間はともかく続けると表明していることが市場から非常な安心感を得ている訳である。しかし、いずれかの段階で経済の建て直しが達成されれば、この金利水準を必ず正常化しなければならない。そうした正常化のタイミングにおいては、ピンポイントの金利ターゲットは非常に意味があると思

う。

山口副総裁

ただ、先程の篠塚委員の提案は、現在のディレクティブがこのままでは次は量的ターゲティングを連想させることになるので嫌だという点に重点があるのか。

篠塚委員

既にゼロ金利になっている以上、次は量的緩和しかないだろうと論じられているのが嫌味なこともある。従って、むしろ現在落ち着いたところの0.03%がゼロ金利として市場が理解しているならば、そこを金利ターゲットとしていることを明らかにしてはどうか、ということである。

山口副総裁

先程も申し上げたように、現在のディレクティブは言われているような精神で作られていると思うが、これを読んだマーケットが次の手について色々な思惑を持つこと自体は、篠塚委員のようなディレクティブに変えたとしてもなかなか避け難いのではないか。ここから先は現在のディレクティブに賛成する委員にとっての問題になるが、このディレクティブはあくまでも金利を極力低めに推移するよう促すことを決めているに過ぎない。その意味で金利ターゲティングの一つの到達した状態にすぎないことを含意していると思うが、その先については、いかなる予断も、含意も含んでいないことを当然皆で了解していると思う。その趣旨を議事要旨に明確に残しておいても良い。

後藤委員

先程はあのように申し上げたが、自分も篠塚委員と意図は違うが同様の提案をしたことがあるため、ややアンビバレントである。以前のディレクティブは公定歩合をやや下回る水準ということで、0.48%~0.47%であっ

たが、次第に0.43%を中心にするようになった。それ程幅があるディレクティブは適当でないため、0.45%ならば0.45%前後とピンポイント的な表現のディレクティブにすべきであり、それは現在行なっていることと同じはずだという提案をした。それに対し皆さんは、それは現在行なっているのと同じであり、ことさら文言を変えるのは如何という意見で、次回の変更時にそのようにすることで否決された。私は次の会合から提案を止め、0.25%へ下げた時に改めてピンポイント的な表現にした次第である。私の経験を告白し、ご参考に供したい。

中原委員

篠塚委員のこれまでの立場からすれば、0.03%を下限とするべきであり、量的な緩和というのはおかしい。篠塚委員は利上げを主張している訳である。

篠塚委員

そうである。

中原委員

しかし、あなたは少なくとも金利を上げるという立場であり、下限でなければおかしい。

篠塚委員

漸く市場が落ち着いたところであり、0.04%に引上げては危ないかと思うため、一応0.03%にしたいということである。

中原委員

下限であり、そこから上げるという含意か。

篠塚委員

勿論、そこから上げていく方向の提案である。

中原委員

そうであれば、量的なことで誤解が生じることではあるまい。あなたの立場は利上げであり、どこかでストップをかけなければならないというものであろう。

篠塚委員

しかし、現時点では…。

山口副総裁

現在の金融市場の状況を壊したくないという気持もある訳であろう。

速水議長

政府から出席されている経済企画庁の方に意見があれば、ここで述べて頂きたい。

新保経済企画庁調査局長

経済の現状認識は政府と日銀の間で大きな違いはないと思う。16兆円の緊急経済対策の効果もあるが、それと同様に重要なのは資本注入、あるいは最近の日銀の金融政策の転換がかなり効果を発揮し、景気が下げ止まりつつあるという認識である。それが実は予想以上にマインドの改善に繋がっている動きがあると思う。日銀短観でも企業マインドがかなり下げ止まり、多少改善したし、6月にかけてさらに改善するという見方になっている。本日発表の消費者態度指数も明らかに上向いてきている。同指数は12月も若干改善したが3月も引き続き改善している。物価が下がってきているのがプラスに効いているのは理解し易いが、不思議なのは、これだけ失業率が上がっている中で雇用環境が良くなっているという見方になっ

ている。これは下げ止まりのニュースが多いし、倒産の減少や株価の上昇などの失業率のみでない色々なファクターに影響されていると思うが、企業も消費者もマインドがかなり明確に下げ止まりの様相になってきている点は評価すべきである。

ただ、皆さんがご指摘になったように、ややマインド先行の動きが目立っている。実態はマイナス成長が続いている訳であり、かなり急速にGDPギャップが拡大している。従って、物価が下げ止まりになっていないこともあるし、これだけGDPギャップが急速に拡大している以上、設備投資の回復は相当遅れると思う。マインド先行で実体経済がついてきていない点は、十分注意する必要がある。

その中で、零細企業に対する貸し渋りの様相が改まり、設備投資も下げ止まり的になっているという見方は、我々も同様な感じを持っているが、ここで注意すべきは零細と中小とでは違うのではないかということである。零細企業は国民金融公庫や大蔵省の景気予測調査でも貸し渋りの要素がかなり改善しているが、中小以上は大企業も含めてあまり貸出態度が改善していない。先般の日銀短観でも非常に明確に出ているが、これだけ倒産が減少している割には、貸出態度があまり改善していない。これをどう解釈するかである。企業のリスクによって貸出のスプレッドが広がってきており、正常化の動きとして前向きに評価すべき点も当然含まれてはいるが、これがブレーキになり続ける危険がないのかどうかも見極める必要がある。

公共投資についても、我々は前年度1次補正分の効果が現在出てきており、3次補正分は4月以降に出てくると思っているため、新年度に相当長くずれ込む。従って、執行面では下期に相当ずれ込むことになり、言われている程急速に公共投資は萎まないのではないかという見方を少なくとも個人的には持っている。現在、政府では対策のフォローアップを鋭意行っており、近々公表する予定である。その中で政府の対策も執行状況をチェックしていかなければならないが、同時に金融政策の面でもお願いしたい点がある。現在の金融政策の効果を十分見極めていくことが基本だが、

先程から議論があるように、自律的な経済回復が明らかになるまでは適切な金融調節により潤沢な資金供給を行ない、引き続き日本経済の回復に貢献していくことを今後ともしっかりと重視して頂きたい。

速水議長

新保経済企画庁調査局長のご発言は参考意見として承った。それでは議案の取り纏めを行なう。先程の委員方による検討によると、当面の金融市場調節方針について現状維持とされるご意見がかなり多数を占めていたと思う。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。事務局は私の議案を配って下さい。本議案とは異なるご意見の方は正式に議案として提出下さい。

山本企画室参事

中原委員と篠塚委員から議案を頂いている。

[事務局より議案配付]

山本企画室参事

中原委員案から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すること。対外公表文は別途決定する。記。中期的目標としてCPI（除く生鮮）の前年比が1%程度となること（注1）を企図して、超過準備額を今積み期間（4月16日～5月15日）について前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（注2）が10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。（注1）2000年10～12月平均の対前年同期比：0.5～2.0%。（注2）四半期平均対前年同期比。以上。」である。

次に篠塚委員案である。「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し、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.03%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。篠塚委員の案の別添は対外公表文である。「平成11年4月22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、金融市場調節方針を変更し、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.03%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

最後に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。以上。」。別添が対外公表文である。「平成11年4月22日。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。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、2月12日金融政策決定会合時点。以上。」。

速水議長

中原委員から議案の説明をして下さい。

中原委員

一つはマネタリーベースの伸び悩みである。2月12日の金融緩和は特に2月25日の決定会合を経てスピーディーかつアグレッシブに行なわれたことにより大きな効果を上げ、為替、株式さらには長期金利の低下に好影響があった。その要因の一つとして、量的な緩和がかなり行なわれたことがあると思う。超過準備の額は2月は平残で1,482億円、5月は3,500億円と増えてきている。リーケージは、2月が2,268億円、3月は4,929億円である。3月は合計すると約8,500億円になるが、そうした量的な緩和が0.15%から0.03%へ下げた僅か0.12%の間に効いたということである。従って、私はこの流れを引き続き維持していく必要があると考えている。マネタリーベースの伸びは1月が3.6%と最低を記録し、2月が4.9%、3月5.6%、4月も約5.6%、5月は恐らく再び5%台に下がってしまうのではないかと思うが、マネタリーベース等の量的指標の伸び悩みは市場の金融緩和期待を後退させ、為替、株式市場にマイナスの影響を及ぼす恐れがある。現在の実体経済が非常に弱いことを考えると、いずれ金融緩和は不十分であるという声が内外から出るだろうし、既に出ている状況でもある。いずれにしても、早めに量的な緩和を打ち出すことが必要ではないか。特に為替については、日本の中だけでもマネタリーベースと円為替との間にある種の相関関係があり、日米で比べてみるとベースマネーで円/ドル相場の関係もかなり説明できるため、現在はマネタリーベースを積極的に増やす局面である。

二番目の理由は実体経済の早期失速の可能性である。現在は公共投資あるいは住宅関連が大幅に改善しており、多分4~6月はかなり盛り上がるが、それも7~9月以降は少なくとも4~6月対比でどうなるか読めないと

ころがある。従って、極力早い機会に量的な緩和をして下期へ繋げることが必要である。

三番目の理由は金融政策の自由度ということである。現在オーバーナイト物で0.03%前後で止まってしまっている訳だが、本来ならば0.02%にトライすべきである。いずれにしても、これは0.01%、0.02%のことであり、シグナルとしても非常に機能の余地が乏しくなっている。金融政策はある程度フリーハンドを持たなければならず、そうした意味において量的なターゲットへの移行が必要である。

四番目は、実現の可能性やフィジビリティについてである。前回支店長会議でニューヨーク駐在参事からFedのオペレーションについて非常に細かい報告がなされたが、大変参考になるのではないか。例えば、毎日合せる必要もウィークベースで合せる必要もなく、その日その日の銀行券の発行高と超過準備のポジションが分かる訳であり、それを見ながら時間をかけてモダレイトに調節することは十分にできる。その場合のリーケージは最近の例では大体1:1.5であり、10出せばその40%はエクセス・リザーブになるため、暫くそうしたことを念頭に置いて出していけば良い。そのように毎日かなり緩やかな調整をすることができる訳だから、短期金利が乱高下する危険性はかなり減るし、このような低レベルでの短期金利の乱高下は経済に対して重大な影響を持つとは考えられない。

五番目として、今回日本が低成長に追い込まれてきた一つの大きな理由は、マネーの伸びが不足したからであり、それがどちらかと言うと非常にきつめに作用して金利の低下、予想インフレ率の低下、期待インフレ率の低下をもたらしてきた。こうした大きな意味での金融政策スタンスの見直し、変更をここで真剣に考える必要がある。その意味では、テーラールールも、——事前か事後かについて議論があるが——金融政策効果のチェックとしては非常に有効なのではないかと思う。

最後に日本経済にとって一番重要なことは、名目で成長することである。1991年以来、名目GDPの成長率は全て4.0%以下である。少なくとも名目の成長率が4ないし5%以下である限りは、幾ら上がったとしても多分

1、2%程度のインフレで収まるのではないかと思うし、万が一インフレの芽が出れば、2週間に1度は開催されている政策委員会が十分にウォッチして然るべき手を打てば良い。いずれにしても、量的な緩和をすれば歯止めを失うということは杞憂ではないか。一番重要なことは日本経済を早く名目GDPを上げるようにすることで、そのためには構造政策、構造改革とも相俟って、極力上方へあるいは下支えする金融緩和が必要である。

速水議長

何かご意見、ご質問がありましたらどうぞ。次に篠塚委員お願いします。

篠塚委員

金融市場は小康状態にあるため、現在のような時期にディレクティブをピンポイントの金利ターゲットに変えることにより、先行き超低金利から脱出のきっかけが出来るのではないかと考えでこの案を出した。0.03%というピンポイントは現在のディレクティブに沿って達成されているため、私の提案によっても実態は何も変わらないが、0.03%を軸にしながら金融の緩和、金融の引き締め両方の政策への途があり得ることを示すことを狙っている。

速水議長

ご質問、ご意見ありますか。

中原委員

必要なら日本銀行のオープンディスカウントウィンドウを使用できるようにする、ということを前回と同様に付け加える。議事要旨に書いて頂きたい。

速水議長

それでは採決に移る。政府からの出席者は一旦退席して下さい。

中原委員案から議案を順番に採決する。

[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。中原委員案を採決の結果、賛成1、反対8であった。

速水議長

次に篠塚委員の案を採決する。

[篠塚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：篠塚委員

反対：速水議長
藤原副総裁
山口副総裁
武富委員
中原委員
三木委員
植田委員
棄権：後藤委員
欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告する。篠塚委員案の採決の結果は、賛成 1、反対 7、棄権 1 であつた。

速水議長

最後に議長案を採決する。

[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。議長案採決の結果は、賛成7、反対2の賛成多数であった。反対は中原委員、篠塚委員であった。

速水議長

反対理由をどうぞ。

中原委員

一つは現在2月12日に始まる金融緩和が然るべき効果、あるいは望外の効果をもたらしているため、そのモメンタムをさらに維持発展し、実体経済が本格的に失速した時点や追い込まれた形で金融緩和策を発動することにならないように、という意味から反対する。第二の理由は、現在の緩和政策が効果を持っているのは量的な面への波及、特にマネタリーベースの増加が好影響を与えていると思う。将来マーケットがこの調節に慣れ、例えばニュートラルな調節等になればマネタリーベースへの好影響が失われる、あるいは減衰する恐れがあるため、賛成できない。三番目には、金利がゼロである以上、さらに金利を使った金融政策は打ち出せない。さりとして金融政策がここで限界だとなれば、金利の思わざる反転を招く恐れがあり、その意味でも反対である。

篠塚委員

ゼロ金利の状況で実体経済にプラスの影響が明確に出ていないが、これがさらに長期化することは避けられない状況になっている。その中でマーケットは比較的安定しているため、ゼロ金利からの脱却を図るにはこの時期しかないと思い、反対した。

[政府からの出席者入室]

速水議長

採決の結果、政策委員会としては、当面の金融市場調節方針として現状維持という議長案を賛成多数で決定した。金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。なお、決定事項の公表は会合終了後、約 30 分後に行なうため、それまでの間は現に出席者限りということをお願いする。

V. 閉会

速水議長

以上で本日の議事を全て終了した。次回の金融政策決定会合は 5 月 18 日を予定している。

(午後 3 時 19 分閉会)

以 上