

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年2月24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）

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）

田谷禎三（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 林 芳正 政務次官（10:00～13:06）

原口恒和 大臣官房総務審議官（9:03～9:57）

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長（9:03～13:06）

（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

国際局長

平野英治

企画室参事

稲葉延雄

企画室企画第1課長

雨宮正佳

調査統計局

吉田知生

（事務局）

政策委員会室長

小池光一

政策委員会室審議役

村山俊晴

政策委員会室調査役

飛田正太郎

企画室調査役

栗原達司

企画室調査役

内田眞一

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3分開会)

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を承認した後、執行部から金融経済情勢に関する報告がある。その後、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する委員による討議、もしあれば政府からの出席者のご発言、金融市場調節方針の採決と進めたい。

政府からの出席者としては、大蔵省から原口総務審議官、経済企画庁から小峰調査局長がご出席になっている。なお、途中で大蔵省の林政務次官が出席されると伺っている。

予めお断りしておくが、会合中に出されたご意見、ご発言等は全て記録する約束であるため、委員および政府からの出席者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(1/17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に移りたい。お手許の議事要旨にご異議ありませんか。

[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。なお、本議事要旨は2月29日の午後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

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

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る。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いします。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

前回会合以降の金融調節は、連日、朝方から0.02%での出合いが順調に進む極めて落ち着いた市場地合いが続いたため、積み上1兆円を維持する資金供給を行ってきた。その結果、無担コール・オーバーナイトレートは加重平均レート、中心レートとも0.02%の実質ゼロ金利水準での推移となった。加重平均レートの0.02%は、1月5日以来34営業日連続となる。ターム物を含む短期金融市場取引全体としても、本行の豊富な資金供給の継続に加えて、ゼロ金利の早期解除懸念が後退していることもあり、総じ

て落ち着いた展開となっている。ただ、ここに来て特徴的なのは、2月29日の閏日に関するコンピューター2000年問題を意識した動きが一段と活発化してきていることである。まず第一に、2月積み期後の2月16日以降の実績が連日大幅な積み下になっているが、これから窺われるように都銀を中心に積みの進捗を極端に遅らせる仕振りが目立っている。これは都銀等が2月28日から29日の危険日にかけて準備預金保有を大幅に拡大する計画にあり、そうした想定の下で今積み期中の超過準備発生を回避するためには、足許の準備保有を極力抑えたいという判断があるものと思われる。2月16日以降の今積み期の進捗率は、昨日時点で日割り進捗率対比で既に6%近くのマイナスになっている。Y2K問題の本番であった12月期を除くとかつてなく大きなマイナスとなっている。この結果、2月期の準備預金残高(1日平均)は、昨日段階で3兆4,000億円と前年を2割近く割り込んでいる一方、非適用先の当預残高は1兆5,000億円と大きく膨らんでいる。

第二の特徴的な動きは、2月29日越えの1W、2Wなどの極く短期のレートがいわば局地的な上昇をみせていることである。1M以上のユーロ円出合いレートおよび短期国債レートは総じて弱含み横這い圏内の動きとなっているが、これに対して2月29日越えの短期物レートがこのところ対照的に強含む気配にある。特に今週に入ってから、外銀の積極的な調達姿勢が目立っている。これは生保の0.08%から0.1%のオファーに対して欧州系外銀が取りにいつている結果である。今回は9月9日問題やY2K問題時に比べるとタイミング的には多少早目ではあるが、最終局面で外銀が取り上がる形になっている点は過去二回と共通である。生保の資金放出について今週に入ってから目につくのは、2月28日スタート、3月2日エンドの3日物が0.08%から0.10%のレート水準でかなりの金額の取引が出来ていることである。生保はオーバーナイト物などの超短期資金については現在コールの放出をやめて普通預金での運用を基本としているが、オーバーナイトレートが0.07%から0.08%——普通預金レートの0.05%と短資手数料の0.02%を超えた水準——になると、普通預金を取り

崩してコール市場に資金を戻すビヘイビアを取る先がみられる。9月9日の混乱時にみられたのが典型例であるが、今後、2月29日に向けてオーバーナイトあるいは2日、3日物の超短期物レートがこの水準まで上昇してくると、銀行の普通預金から生保の預金が大量流出するリスクがあることに十分留意しておく必要がある。

2月29日問題対応への関心が高まりつつある中で、俄にクローズ・アップされてきているのが、28日に実施される長銀の最終処理とそれに伴う資金の流れについてである。この資金の流れを資金需給の観点から整理してみる。明日、25日に預保が市中借入の1兆円を実行し、これを本行当座預金に滞留させるため、その分が資金不足となる。28日には、預保からこの1兆円と当日実行される市中借入1兆300億円を含めた5兆4,000億円強の資金が長銀に渡される。このうち、1兆7,000億円が日銀貸出の返済に充てられるため、28日には2.7兆円が資金余剰要因となる。2.7兆円となるのは、5兆4,000億円渡されるうち、1兆300億円はその日に市中から借りて市中へ受渡されるため資金需給としてはニュートラルとなり、1兆7,000億円が日銀に返済され資金不足要因となるので、資金余剰要因としては残りの2兆7,000億円ということである。私共は3月2日の資金不足のピークに向けて資金供給に躍起になっており、2月29日問題で資金需要が大きく膨らむ可能性がある。28日にこれだけの資金が放出されることは大変ラッキーと思っていた。しかし先週後半になり、長銀が5兆4,000億円から日銀返済分1兆7,000億円を除いた3兆5,000億円余りを原則全額本行当座預金に滞留させることが判明した。この結果、2兆7,000億円の余剰要因が一転して8,000億円の不足要因になる訳であり、差し引き3兆5,000億円の見込み違いが発生することになった。マーケットはこのことをまだ知らないし、長銀に入る3兆5,000億円の大部分は当然コール市場等に放出されると見込まれているため、この資金がホールドされるというニュースが流れた場合には、レート押し上げ要因として作用するリスクがある点を十分留意しておく必要がある。

こうした状況変化を受けて、今週は1日平均2兆円にペースアップして

資金供給を続けてきた結果、2月28日、29日を含む3月2日の資金不足ピーク時までの資金供給に概ね目途がついている。3月初に向けた金融調節について、長銀関連を含む資金過不足と28、29日には積み上幅を3兆円とする調節を行なうことを前提とすれば、3月2日の必要ネット資金供給残高は39兆円となるが、この必要額は本日オペ実行分で供給し終わる予定となっている。今回のグロス資金供給残高のピークは28日以降の4兆4,000億円であり、昨年12月30日の4兆6,000億円にかなり接近する。昨年末はY2K対応として22兆円の積み上幅を形成したため、これを除いた実質的な資金供給残高は26兆円であったのに対し、今回の積み上額を3兆円と想定すると、ネットでは36兆円の資金供給残高ということになる。今回はFBや国債の増発を主因とする資金供給上の資金不足をオフセットするのみの調節でこれだけの残高が必要であり、実態的な資金不足は今回の方が遥かに大きい。本日のオファー予定分を含まない2月29日越え資金供給のオファー状況を見ると、1月31日週から連日1兆5,000億円を超える資金供給を行なってきた。今週は2兆円近く供給してきている。これはY2K時の資金供給テンポ——昨年12月には1週当りの1日平均が最高で1兆5,000億円、12月上旬までのピークが約1兆円——を遥かに上回るテンポで資金供給を行なったことになる。

このように取り敢えずの必要資金は漸く供給し終わったが、審査局のヒアリングによると、都・長銀・信託のみで28日から29日に平均所要比1兆3,000億円の準備預金積み上を図る計画ということであり、地銀を始めとする他の業態を含めると、マーケット環境如何ではかなりの超過的な当座預金需要が発生する可能性がある。また、オーバーナイトレート等が0.07%ないし0.08%のマジックラインを超えて上昇することになれば、生保が普通預金を抜いてコールで資金運用を行なう可能性が強く、預金を抜かれた都銀等が慌ててコール資金を取り急ぎ、市場地合いを一挙に悪化させるリスクがある。さらに、長銀要因がまだマーケットには消化されていない。所要準備額が全体で3兆9,000億円程度であることと比べると、長銀関連の3兆5,000億円はかなりの額である。こうした要因を踏まえると、

決して安心できる状況ではないと考えている。引き続きマーケット動向を綿密にモニターし、必要があれば積み上幅を想定している3兆円からさらに引き上げるなど、資金供給を弾力的、機動的に実施し、市場の安定確保に全力を尽くして参りたい。

植田委員

2月29日前後でなお資金供給上のリスクがある一方、マーケットではまだ時折オペの札割れが生じているが、この理由は前回の説明とほとんど同じでよいのか。いずれは出てくると見込んで良いのか。

山下金融市場局長

前回説明したように、金融機関サイドでは足許の資金が潤沢であり、当面25日頃まではこの状況が続くため、最後になって取ればよいという感じではないかと思う。また現在のところ、長銀が巨額の超過準備を抱えることもマーケットには知られていない。ただ、外銀も今週になって多少取り上がってきており、若干早く出てきている感じがある。9月9日やY2K時に非常に痛い目にあった経験のある先では、多少早目という感じがあるかもしれない。オペについては毎日2兆円近く供給しているが、Y2Kと比べれば全くスケールが違う危機感の下で毎日2兆円を供給するのはなかなか容易ではない。

中原委員

9月8、9日や昨年末のY2Kとどのように比べられるのか。

山下金融市場局長

9月8、9日では一部の都銀等が事前に厚目の資金手当をして当日の資金調達額を抑えていたが、全般にほとんどノーケアであった。9月9日はコンピューターの専門家からみれば特別なプログラミング言語だけが問題であり、金融界には全く関係がなく、世界中のどこでも問題視されてこな

かったし、日本でも問題は起きないであろうとみられていた。しかし、9月8日に一部の地銀が念のためということから大量に資金を抱えてしまったため、マーケットでの出合いがつきにくくなった。その結果、コールレートが上がり、生保がマジックラインである0.07%~0.08%を超えたところで、普通預金を引き上げてコールに資金を放出したため、都銀が慌てて取り上がり8日から9日の午前中にかけて、オーバーナイト・レートが大きく上がってしまった経緯がある。予期しない不意打ちであった。年末のY2K時は、それこそ大変なことが起こるかもしれないとの予想が広範に存在し、かつゼロ金利でコストがかからない状況の下で、どの金融機関も大量に資金を抱える大オペレーションを行なった。今回は、Y2Kを無事越えたため大丈夫であろうというのが基本的な認識ではあるが、何か起きてはならないので、手許は多少厚目にしておこうという先が一般的であると思う。そうした観点から、一部の都銀等では早くから厚目に資金調達をしてきた訳であり、事に備えて準備をしているという意味では9月8、9日とは違う。しかし、ゼロ金利の下で何か起きそうとの不安感が高まると手許を厚く抱えるのが習慣になっているようであり、予期した以上に大きく資金が動いたり抱えられたりする可能性もあるため、十分警戒感を持って臨まなければならない。

中原委員

実質的には今回の方がどうだということのか。

山下金融市場局長

Y2Kに比べてレートの上がり方は、今のところ極めて局地的である。9月8、9日に比べるとかなり準備をしており、リスクは小さいと思うが、Y2K時に大量資金の保有に慣れてしまったこともあり、危ないとなった時には、大きく動くリスクがあるということである。

三木委員

植田委員も質問されたが、そうした状況にもかかわらず、オペに未達が出る現象をどのように理解すれば良いのか。

山下金融市場局長

手形オペはこのところ札割れ続きである。手形の場合には短資手数料の関係から最低限0.03%のコストがかかるため、0.03%では資金は不要という先が多く、非常に使い難くなっている。現状、本行オペは0.01%ないし0.02%で資金を供給しており、0.01%なら取ってもいいという先がいるためここまで供給できてきた訳である。供給手段として最も大量に活用しているのは短国買現先である。例えば、札割れになった昨日には、短国は4,000億円と5,000億円の2本を供給している。先程説明したように長銀要因もあり、1日平均2兆円ずつ程度供給しなければならず、そのうち短国で1兆円程度は供給する必要がある。1本で1兆円となると、満額応札は難しいため、2本に分けて行なうとターム設定が良い方に応札が集中する傾向がある。

三木委員

短国はむしろ期間が問題なのか。

山下金融市場局長

期間というより、基本的に1日当たりの必要供給量が多いことである。例えば1兆円を供給するとしても、日銀が既に沢山抱えているうえ、金余りで投資家が短国を抱え込む傾向にあり、短国市場の流動性が低下してきているため、応札余力が限られている。

三木委員

そうした状況を念頭に置きながら動いており、3月期越えの問題は余り気にしていないということか。

山下金融市場局長

勿論、マクロでは、大幅な資金不足だということは分かっているが、マーケット関係者は、日銀はそれをカバーする豊富な資金を供給すると信じているので、ミクロでは心配していない。要はゼロ金利実現のため、豊富な資金供給を続けていることによるものである。最近、札割れはオペのターム設定が悪いからだというような報道がされている。例えば、一昨日のレポ・オペのエンド日は利払い停止期間に当たっているが、勿論それを認識した上で行なったものである。こうした無理な対応をとったのは、2月21日のレポ・オペ(1W)に3.3倍の応札があり、落札決定レートも0.03%に上昇し、短期のレポ・オペにニーズが強いことが明らかとなった。そこで、利払い停止期間対象外の中期債を狙って期間設定をしたが、マーケットの方では0.03%は高いとの見方から、取り敢えず応札を見送った先が多かったため、札割れとなった訳である。0.01%で大量の資金供給を行なわざるを得ない状況がこうした札割れ現象を起こしている。この間、40兆円以上供給してきたうちトータルで約1兆5,000億円分が札割れとなったが、その分はいずれも先日付オペによるものであり、不足分は後で取り戻しながら供給しているため、足元については積み上1兆円以上の資金供給を問題なく実行している。

三木委員

過剰流動性である。

山下金融市場局長

非準備預金適用先に短資預金が毎日1兆円以上溜まっている状況である。

三木委員

その中での振れだということと、短国の方はマーケットが広がり過ぎていくということか。

山下金融市場局長

短国のマーケット規模は約 60 兆円まで拡大してきているが、そのうち本行が 20 兆円以上買っており、どうしても流動性が低下しがちだ。

三木委員

手形の方はマーケットが非常に小さくなってしまっているということか。

山下金融市場局長

然り。いずれにしても短資手数料を払ってまでは入ってこない。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場・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（資料-2）

平野国際局長

まず、円の対ドル相場は月央から円安の展開になっており、99年9月上旬以来の111円台をつけた後、本日も111円台央で推移している。ユーロの対ドル相場は堅調に推移しており、22日には1ドル=1ユーロのパリティを回復している。この結果、円の対ユーロ相場は円安方向の展開になっており、前回決定会合以来の相場展開は円安である。こうした円安の背景は、米国経済の堅調、日本経済に対する不透明感の増大といったようなことで変わりはないと思われるが、特に円安を誘った材料は、2月16日のムーディーズによる本邦ソブリン物の格付けを引き下げ方向で見直すという発表であった。ムーディーズによると、公的債務の問題が悪化し続ける可能性が高いという説明になっているが、前回も申し上げたように、ここへきて特に海外投資家の間に日本の財政構造悪化を懸念する声が高まって

いることには注意を要する。市場のセンチメントをドル／円のリスクリバーサルで確認すると、ドル／円では2月に入ってから概ねドル・コール・オーバーの状態が続いている。ムーディーズの発表直後の2月17日には、ほぼ1年振りのドル・コール・オーバー幅を記録する展開になっており、市場センチメントが足許ドル・ブル方向に傾いている様子が窺われる。この間、マーケットが注目しているのは米国の金利、株価動向、そして日本の財政を巡る動きだと思う。

次に、国際金融・海外経済について報告する。前回の決定会合以来の実態経済面における景気の拡大傾向に大きな変化は窺われない。金融面については、敢えてやや特徴的な動きを申し上げれば、金利、株価の動きがやや不安定化していることではないかと思う。まず、米国の30年国債金利は、米国の国債管理政策の見直しが公表されたのを契機に1月の半ばから低下に転じた後、暫く揉み合っていたが、18日公表の消費者物価が落ち着いた内容であったことが好感され、再び低下展開になっている。昨日の引けは6.12%である。30年債と2年債が逆イールドになっており、その逆イールド幅が足許拡大している。債券の値動きもやや激しくなっており、30年債のボラティリティーを計算すると相当拡大してきている状況にある。米国の株価動向をみると、NYダウやS&Pは下落をしている。一方、NASDAQについてはハイテク企業の好業績期待持続もあり既往ピークを更新する展開であり、二極分化の感じになっている。市場の一部では、高値警戒感から資金が株式市場から長期国債市場へ待避する動きがみられるのではないかという指摘もなされており、波乱含みである。欧州の株価は達観すれば高値圏で横這っているようにもみえるが、どちらかといえは軟調だと思う。エマージング諸国の株価、アジアの株価ともどちらかといえば軟調な展開である。ここ約1年余りの世界の金融市場動向は世界景気の回復傾向が次第に明瞭になってくる中で、長期金利の上昇をこなしながら株価がほぼ同時に上昇するという現象がみられた。本日説明した株式市場を中心とするやや不安定な動きのみをもって先行きの経済に対する確かなメッセージを引き出すには無理があるが、一つの注意すべき動きで

ある。

最後に、韓国銀行の利上げについてご報告する。韓国銀行では2月10日の金融通貨委員会において政策金融、翌日物コールレートの誘導水準を約4.75%から約5%に引き上げることを決定している。通貨危機にみまわれたアジアの国の中では事実上初の利上げになる。韓国では景気拡大が続く中でここにきて金融市場が安定しつつあることがこうした判断の背景になっている。ただし、韓国銀行では今回の措置が引き締めへの転換ではなく、あくまで金利の正常化という言い方をしている。

三木委員

アメリカ国債がかなりの逆イールドになったのは、どう解釈すべきか。

平野国際局長

一つは政府による国債の買い戻し計画が公表され、特に長いものを中心に買い入れられるため、30年債の需給がタイト化して、買われている。多分それだけではなく、中長期的にみたアメリカ経済のスローダウンがイールドの中になにがしか反映されているのではないかと思う。民間の長期債の金利も国債の30年債ほどではないが下がっている。そうした点にFedのタイトニングの影響がじわじわ表われており、その結果として経済がスローダウンし、インフレ圧力もその分押さえられることが寄与している面もなにがしかあろうかと思う。こうした逆転現象は70年代以降で数回みられている。その後の経済にはほぼスローダウンが起きており、今回の逆転現象の中にもそうした要素がなにがしか入っていると思う。しかし、直接的には政府のバイバックオペレーションが効いている。

植田委員

ただ、モーゲージの金利がFFレートの引き上げにもかからわず下がっているという話も聞く。

平野国際局長

高止まりという感じである。昨日のハンフリー・ホーキンス法に基づくグリーンSPANの発言では、実質金利が十分高くないと述べられている。あるいは、金利に敏感なセクターが必ずしも期待されたような需要のスローダウンを示していないという表現がある。それは委員がご指摘になったモーゲージ金利がかなり高いところにきているにもかかわらず、住宅着工が高水準で推移していることが一つの背景としてあるかと思う。

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

前回決定会合以降、景気判断を変えるような材料は特にないと考えている。

公共工事請負金額の1月分はトータルでは前月比+2.9%である。増加の主因は国の公共事業等の予備費にかかる支出があったことである。公共工事請負金額については2月以降、第二次補正予算分の発注が本格化するため、再び上向くとみている。

次に、個人消費関連の指標が幾つか発表されているが、結論から申し上げますと、個人消費は引き続き一進一退の状況が続いている。都内百貨店売上高の1月は前月比5.1%増と、かなり大きく増えている。内容的には初売りが好調であったり、あるいはクリアランスセールの前倒し実施があったが大きく寄与しているのは法人向けの大口である。こうしたものは一時的であり、店売りの方は2月に入っても堅調であるが、法人の大口分についてはその分反落するため、2月は季調後で前月比マイナスに転じるのではないかとみている。旅行取扱高の12月は全体で-8.7%と、Y2Kの関係もあり大きく落ち込んだ。この結果、10~12月を括ると-4.5%になっ

ている。乗用車新車登録台数の1月は前月比+11.9%と大きく増加している。2月入り後のヒアリングによれば、20日現在の季調後で1月比+5~6%のペースで進んでいる。ただ、月末にかけて登録のペースが落ちるため、2月トータルとしては横這い圏内ではないかという見方が多いようである。ただ、横這いではあっても1月11.9%の後であり、水準としては高い。この要因として、一つはトヨタの売れ筋の小型車の受注残の消化が順調に進捗していることが従来同様の傾向としてある。今一つはこれまで大きく落ち込んでいた既存車の落ち込み幅が多少マイルド化していることが変化と言えれば変化としてある。コンビニエンスストアの売上高は、1月は季調後前月比で-3.6%である。これは12月にY2K絡みの特需があり、その反動が出たためである。2月についても昨年はゲームソフトの販売等で売上が伸びており、前年比では恐らくマイナスではないかとの見方が多い。

次に、第3次産業活動指数が12月は不動産等を中心に+0.9%と微増になった。10~12月を括ると0.1%とほぼ横這いである。また第三次産業活動指数、建設業・鉱工業を合計して全産業活動指数をみると、12月は+0.3%、10~12月は+0.0%と横這いになっている。

1月の通関については、輸出は前月比+3%、輸入は-5.6%である。この数字は季節調整替え前の暫定数字であり、今後リバイスされる可能性があることを含み置き頂きたい。いずれにしても、輸出は10~12月が+0.2%と微増の後1月は増えた形となり、輸入は反落している。輸出のトータルは3%増であるが、財別は自動車関連が-13.1%と大きく落ち込んでいる。地域別ではヨーロッパ、あるいは中近東向けのスポット輸出が減少している。ただ、情報関連が11月にY2Kの問題から多少品不足になった後順調に増えている。資本財部品については1月13.3%増と昨年の第3四半期以降プラスが続いており、基調的にも強いのではないかとみている。輸入は全体で-5.6%となっているが、素原料は原油等を中心にマイナスが続いている。消費財も中国からの衣料品が10~12月にかなり増えたが、その反動減が出ている。情報関連は第4四半期にY2K絡みの輸入が増えたため、9.5%増となった後、1月は反動減となっている。資本財・部品につ

いては、前月航空機の輸入があった反動減から 1 月は大きなマイナスとなっている。輸入については、素原料・中間財は本来生産見合いで入ってくる筋合いのものであり、今後生産が増加を続けるのであれば、こちらも増加すると思う。従って、1 月のマイナスは一時的なものと解釈している。また、消費財は 99 暦年で括ってみると 8.1% とかなり増えている。勿論 98 年に大きく落ちた反動増もあるが、円高に伴うペネトレーション比率の上昇という可能性もあり、我々が従来みていたよりも多少強いような気がしている。情報関連は輸出入共に強い状況が続いており、輸入は消費財を中心に少し強い方向ではないかと考えている。

C S P I の 1 月分は前年比 0.8% と、12 月比 0.1% だけマイナス幅が小さくなっている。実勢を表わすとみられる国内需給要因をとってみると、前年比は -0.9% と変わらずであり、大きな変化がない。

速水議長

質問があればどうぞ。

昨日、原宿にあるユニクロをみてきたが、百貨店で売っている物の約 3 分の 1 の値段である。製品は全て海外で作った物であるが、そうした物は輸入品に計上されているのか。

村山調査統計局長

通関輸入は全数調査をしており、全て輸入品に入っている。ただ、ユニクロ等の新業態の店についてはまだ販売統計に含まれていないのが実態である。

速水議長

日本の若い人たちの好みを掴んで現地で製造している。大変な勢いで売れており、店舗展開も全国に 500 店できているそうである。消費構造、流通構造が変わってきている。

村山調査統計局長

そうした新業態は製造小売業と言われており、小売業自体が中国等で生産をしている。中間マージンがない分安く売れるため、既存のスーパー等にとっては脅威になっており、現にスーパー等の売り上げが減っている。

速水議長

コンビニ等の分野へはカテゴリーキラーが多数入っている。商品はそれ程粗悪品でもない。百貨店などには特別な人しか行かなくなりつつあるように思う。

次に、国内金融情勢について、雨宮企画室企画第1課長から報告をお願いします。

(午前9時57分原口大蔵省総務審議官退室、
午前10時林大蔵政務次官入室)

4. 国内金融情勢に関する報告 (資料-4)

雨宮企画室企画第1課長

まず、株価、長期金利、為替レートについては、基本的には前回会合時に説明した傾向が続いている。米国株価は、12月31日以降は新しい局面と捉えても良いと思う。似ているのは昨年8月から10月にかけての局面であるが、この時には米国株価の調整が米国経済に対する懸念を強める形でドル安の方向に働いた訳である。今回は米国株価の調整がむしろポジティブに受け止められていることが特徴かと思われる。また、わが国の弱い材料も背景に加わり、円安の動きになっていると思われる。ただこの間、株価と長期金利が離れた動きをしており、株価は2月9日に一旦2万7円と2万円台をつけた後も1万9,000円台ミドルで堅調に推移している。一方、長期金利はムーディーズの報道等悪材料があるが、これをこなして比較的安定的に動いており、株価の堅調さとは内容的に異なった動きとなっている。ある意味では、株価が個別企業の収益というミクロの景況を

映しているのに対し、長期金利はマクロの景況感とそれに基づく金融政策運営を反映しているという相違が表われている可能性がある。その場合、こうした円安、長期金利安、株高の組み合わせがどこまで持続的なのが問題となる。例えば、日本経済に対する見方が弱いがゆえに為替が円安であり、かつ長期金利が低いとすれば、いずれ株の売りや下落に繋がってくるのかどうか。あるいは、GDP統計に対する見方がその他の経済指標によりそれなりに緩和されれば、株が強いままで長期金利の方が多少上がっていくような展開になるのかどうか、その辺をチェックしていく必要があると思われる。

次に、マネーサプライのデータを確認しておくと、M2+CDは12月の+2.6%に対して1月も+2.6%と前年比が同じ計数であった。数字は同じであったが、内容的には引き続き民間資金調達が弱く、幾分弱めの基調が続いている。マネタリーベースは1月は18.1%であるが、2月22日現在の平残前年比が6.9%となっており、伸びとしては高いが6%台に落ち着きつつある。

最後に、1月の倒産件数は1,400件である。12月は1,500件を若干上回っており、それと比べると若干低下しているが、1月は営業日が少ないためかなり高めの水準である。1月の1,400件は前年比は43.4%であり、件数自体が非常に高い。この間の倒産の特徴を三点申し上げる。一つ目は1月の件数が43%と高いのに対して、負債総額は0.6兆円、前年比-23%と2割方落ちており、非常に小規模な先の倒産が増えていることである。二つ目は業種別には建設と小売りの二つが昨年央に比べると若干増えている印象がある。三番目の特徴は、倒産原因として売上不振のシェアが高まっていることである。以上、小規模な倒産、建設、小売りがやや多い、売上不振が多いことを総合的にみると、流通業の構造変革の影響が小売りに出ていたり、あるいは公共事業のピッチが徐々に減少してきていることが建設業の小規模な先に表われているように考えられる。

中原委員

長期金利と株価について、今後のシナリオはどうか。

雨宮企画室企画第1課長

長期金利は色々な悪材料をこなして、本当に安定している。その背景には金余りがあるのだろうが、さらに大きな背景であるファンダメンタルズで説明しようとするならば、二つしかない。一つは株価と長期金利の乖離がどう埋まるかということでは、長期金利が株価の方に寄っていき、長期金利が上がっていくというシナリオである。あるいは株価の方が長期金利で示されている絵に寄っていく、これは長期金利が上がらないまま株価が下がっていくというシナリオである。この二つの可能性がある。仮に日本経済が昨年後半に予想されていたほど強くないという見方が支配的になれば、長期金利が横這いのままで株価が下がっているパターンになるであろう。逆に、GDP統計は確かに弱く出るかもしれないが、その他の指標をみれば景気回復メカニズムが続いているという認識であれば、株価の強さに長期金利の方が多少は鞘寄せされていくというどちらかのパターンだと思っているが、必ずしも常に整合的に動いている訳ではない。

篠塚委員

日本の株価とアメリカの株価はこれまで同じように動いていたが、足許はアメリカの株価が落ちても同時に下落することがなくなってきた。その点、アメリカのITの動きは既に進んでおり、日本のように遅れているところとは性質が違っているため、従来のようにアメリカの株価が下がったとしても、直ちに日本も連られることはなくなるといった見方もある。どのようにみるべきか。

雨宮企画室企画第1課長

一つは米国株価の中でもダウ30で下げが強く出過ぎていることはある。米国株価の年初来の騰落率は、ダウ30が-10.0%、これに対してNAS

DAQは+6.79%と全く違う動きをしている。ウィルシャー5,000という5,000銘柄の株価は-4%とダウ程大きくなり、全体としては適度な調整という印象がある。それがポジティブな印象を与えており、日本の株価にもポジティブな影響を与えているというルートが一つである。今一つは委員が言われたように、ハイテク株はアメリカでもまだNASDAQがプラスと強い訳であり、わが国においてもまだこれが牽引していることがある。三つ目は、日本では最近投信の設定が相次ぎ、個人の買いが強まっていることも背景にあると思う。全体の流れとしては、米国の株価に対する解釈が昨年8~10月の局面のように米国株価の調整が米国経済に対する懸念を強めていた頃と違う点が大きいように思う。

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

これまでの報告等を踏まえ、金融経済情勢と金融政策運営についての委員方の討議に入りたい。

本日は今月二回目の会合であるので、討議のベースとなる前回の判断を極く簡単に振り返っておく。景気判断については、足許、持ち直しに転じている。こうしたもとで企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は徐々に改善しつつある。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは依然みられていないと認識した。金融政策運営については、この認識を踏まえてゼロ金利政策の継続が適当であるとの結論に至った。本日はレビューの会合であり、こうした判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議したい。金融経済情勢に関する見解と金融政策運営に関する議論を合わせて討議したい。本日は三木委員から願います。

三木委員

前回会合以降、景気の現状と先行きに対する判断を変える材料は特に出てきていない。以下、変化点のみを指摘する。第一は、景気回復を見通すうえで個人消費の動向が最も注目すべき需要項目ではないかと思ってい

る。個人消費は踊り場から半歩上がった後、再び一進一退のまま基本的には回復感に乏しい状態が続いている。ただ、最近百貨店業界から先行き期待が持てるという話が聞かれ始めている。株価の回復、あるいは所得税減税等を背景に高額商品が漸く売れ始めたようである。1月の都内百貨店の売上高は前月比+5.1%、前年比+2%とかなり強めの数字となっているが、2月もそうした傾向が続くようである。3月には新入社員や新入生の衣料品特需が集中して出てくるため、これがどの程度伸びるかが復調の兆しが本物かどうかを確認する試金石になると業界ではみている。従って、業界ではなお慎重姿勢を崩していないものの、多少自信を持ち始めている感じである。

次に設備投資については、機械受注統計や日経の設備投資動向調査等をも製造業を中心に下げ止まり傾向が出てきている。ただ、内容的には電機あるいは通信関係等一部の好況業種に支えられているのみであり、裾野の広がりは見られない。今後、IT関連投資が起点となり産業全体に波及していく動きに繋がり、設備投資全体に回復感が出てくるかどうかを注目してみたいべき局面であろうと思う。情報通信関係の業種を除いた通常の電機業界でみると、既にメインの家電7品種、つまり冷蔵庫や洗濯機、TV、音響機器等の海外生産比率は7割を超えるまでになっている。ここ数年はそうした水平分業拡大の動きも漸く一段落していたが、ここに来て円高問題もあり国際競争力コストを確保するために複写機やプリンター等OA機器の生産拠点を東アジアに移転する動きが出始めている。いわゆる空洞化の再来である。年央からOA機器の国内生産が徐々に落ちていく点の一つの懸念材料である。

企業金融は3月末の期末資金需要が高まる時期を迎えているが、資金需要は引き続き弱く、資金需要の低調を反映して銀行貸出はなお不振が続いているうえに、足許好調であった社債・CP発行ニーズも低調になってきている。マーケットは、長期金利について引き続きボックス圏だとみているようである。都銀等では貸出が出ない中で集まり続ける預金を国債に運用していくしか方法がない状況になっており、国債の現在の良好な需給環

境は崩れ難く、長期金利は1.6%を下限に2%を上限とするボックス圏で推移するという見方が支配的である。マーケットが最も警戒しているリスクは、景気が今後本格的な回復軌道に乗り、企業の資金需要の高まりから、貸出が増加し始めれば、当然債券投資を抑える動きが具体化してくるのではないかと思う。換言すると、多少のファンダメンタルズの改善がみられても、貸出が減少している限りは債券投資を続けざるを得ないため、長期金利は上昇しにくいのではないかというのが市場の見方のようである。

株式については、マーケットでは引き続きやや軟調局面もあるが比較的堅調な相場が持続するとみているようである。ゼロ金利下で運用の行き場を失った個人マネーが投信を通じて市場に大量流入していることや、年金も株式運用比率を高め始めていることを背景に、良好な需給環境が続くとみている。問題は株価が比較的堅調であるとしても、中身が二極分化になっている点である。情報通信関連株などのEビジネス関連株の値は上がっていくが、Tビジネス関連株、つまりトラディショナルビジネスと呼ばれる重厚長大産業の株価はなかなか上がりづらい、むしろ株価が下がる現象が続いている。本来は企業業績を冷静に分析して投資すべき投信・年金がパフォーマンス向上のために横並び的に市場の流れに乗る投資スタンスになってしまっていることも、こうした二極分化の流れを助長している。こうした株価形成のために、構造調整の流れに棹さしたり、回復傾向にある企業収益に悪影響を与えて景気の回復パスに水を差しかねない点には注意が必要である。企業は構造調整の一環として銀行を中心に持ち合い株式を解消する動きになっているし、決算対策のための益出しも進めている。ただ、保有株式がTビジネス銘柄中心であるため、なかなか収益回復へ向けた動きが予定通りに進まなかったり、特損が益出しで穴埋めできない局面になっている。また時価会計導入を控えて低価法に移行している企業が増えている。こうした先がTビジネス銘柄の予想外の評価損発生から当期利益に影響が生じ、企業収益回復の足を引っ張っているのが現状である。

金融調節方針については、経済に対するショックを極力小さくする形で

ゼロ金利から脱却することが今後の課題だと以前にも申し上げた。そうしたシチュエーションになってきた場合には、アカウントビリティーの観点から徐々にマーケットや実体経済に前広に織り込ませていくことが必要である。そのためには、デフレ懸念の払拭ができるまでという表現を今少し分かりやすく理解してもらうことが重要なのではないか。特に、企業や家計には理解が浸透していない。政策判断は最終的にはその時々において必要な経済指標を勘案したうえでの総合的判断にならざるを得ない。また、あらかじめ具体的な判断基準を対外的に明示することは現実問題としては非常に難しい。こうした問題を惹起しない範囲でアカウントビリティーの観点から今少し理解しやすいものにならないかを考えたい。その意味では、第一に物価の下落リスクがなくなること、第二にはその物価の裏にある実態経済の動き、特に最終需要と生産の動き、第三はこの生産を支える雇用の問題、第四はその結果としての企業収益の見方ではないかと思う。こうした考え方に立つと、現在はなおゼロ金利政策を継続するというだけでいかざるを得ない。

武富委員

景気や金融情勢について目立った変化はなく、政策も変更する必要はないと思う。

テーマを物価に絞って、物価目標を設定することに世の中の関心が強まっている点を念頭に置いて述べたい。物価についての全体的な所感と、いかなる角度で物価を分析しておくべきかという個別論の二つを申し上げる。全体的な所感としては、金利、為替、物価はいずれも経済活動を媒介する重要な因子であるが、金利、為替については市場メカニズムに委ねるという考え方が主流である。しかし、物価については市場メカニズムに任せる変動論ではなく、固定的な目標論が比較的すんなり受け入れられているところがある。この辺の考え方の整合性がどうなっているのかという素朴な疑問はある。勿論、物価目標論も期待に働きかけて市場メカニズムを活かす形で所期の目標を達成しようということであり、市場メカニズム否定論

ではない。しかし、結果として達成しようとする目標で縛りをかけるという意味で、思想的に私にはまだ十分呑み込めないところがある。そもそも、いかなる観点で何のために物価を論議するのかという基本哲学の擦り合わせを国民的課題として幅広く時間をかけて行なうべきである。昨今の世上における物価論議はいきなり目標論是認から出発して、技術論に関心が移り過ぎている感じは否めない。

そもそも論としては、物価を議論する意義は家計にとっては生活の質の充実だろうし、企業にとってはコスト競争力を維持しつつ適正利潤、適正利鞘を確保することだろうと思う。そうした線に沿って物価についての整合的な議論をすべきである。見方を変えると、物価の安定とは諸物価間の相対関係が経済合理性に貫かれてバランスしていることであり、また、平均値としての物価が内外の実体経済と整合的で、かつ国際競争力もある水準で均衡するということだと思う。その上で、最終的には、生産性の向上などを媒体にして中長期的な経済成長、雇用拡大に繋げられるかどうかを議論できることになる。要するに、統計や数字としての物価を結果としてある目標に定点着陸させることが大切なのではなく、物価の背後にあるないし物価が象徴する経済状況が国民厚生にとって望ましいものなのかどうか、その点が物価を論じる場合の中心になるべきである。

次に、個別論については八点ある。一つは需給関係を軸にして物価を議論する場合、実現価格と期待価格との関係をどう整理するかということである。二番目が価格の持っている需給調節機能だけでなく、所得分配機能によりウェイトをかけて議論すべきである。三番目は、どのような立場で物価を評価するのか、買い手なのか売り手なのか、需要者なのか供給者なのか、あるいは潜在的に利害が不一致の両方を調和するという立場で物価を評価するのかである。企業は主として売り手であるが、企業間取引では買い手でもある訳であり、どういう立場で物価を評価するのかである。目下のところは、供給側にとって売値が下がっているという認識に立って物価目標論が論じられており、それだけではややバランスを欠く感じがする。四番目は物価の水準か方向性なのか、あるいは相対価格の一種の体系

を論じるのかである。私は体系論が必要だと思っているが、体系論の場合には財・サービス価格だけではなく、資産価格も当然入れるべきである。五番目は、物価をフロー経済との関係で論じるのか、あるいはストック経済との相互作用も念頭に置くのかということである。私はストック経済も入れて考えるべきだと思っている。その場合には、債務者と資産保有者の立場の違いも十分念頭に置くべきである。資産保有者の場合にも、土地などの実物資産の所有者か固定金利物の金融資産の保有者かによって恐らく影響が違ふ。六番目には、国内の需給を主として考えるのか、国際需給を考えるのかということであり、グローバル時代には当然国際需給を考えながら物価あるいは物価目標を議論する必要がある。現在の議論は主として国内需給を考え、国内物価目標を現実よりも少し高めに設定するという考え方に立っているようにみえる。仮にそうであれば、突き詰めていくと輸入制限もするという考え方をとらないと難しい。ここは、市場メカニズムあるいは自由な資本主義という考え方と今言及した統制的含意を有する物価目標とがどのように思想として統一されるのかだろうと思う。整理する必要がある。七番目は、技術革新と物価の関係、あるいは生産性と物価の関係である。最後に、やや独立しているが公共料金の問題である。これは一つのジャンルとして真つ当に議論する必要があるし、所得分配や生産性の問題などに色々と絡んでくる。

最初の実現価格、期待価格に関しては、需給調節機能ということからは実現価格はどちらかというとな財・サービス市場の安定化に貢献すると考えられる。値段が下がれば需要が出てくるし、値段が上がれば需要が引っ込むという意味で安定的になっている。これに対して期待価格に重点を置いて議論すれば、むしろ市場に対して均衡破壊的あるいは変動増幅的になると思う。つまり、期待価格が上がれば益々需要が出てくるし、期待価格が下がれば需要が益々控えらる。議論されている目標論は、この期待価格を上げて需要を引き出し、その結果として実現価格が高くなり目標に近づけば良いという考え方だと思う。しかし、この期待価格の背景には、結局需給関係に対する期待形成が先行するはずである。現状、需給ギャップに

ついて先行き縮小するという期待形成はされていない。従って、目標を設定するのみで、期待価格が上がり得るのか疑問である。

所得分配については、八つの視点の全てと繋がってくる重要な問題である。所得分配の観点からは、経済のポテンシャルを引き出す一番良いバランス、あるいは均衡点がそもそもあるのかということがポイントである。仮にこうした均衡点からずれていれば、価格が自律的に調節機能を発揮して中長期的にあるべき均衡点に戻るようなことになるのか。現在の価格低下はそうした意味合いで捉えるのだろうか。仮にそうした意味合いで捉えらるとすれば、物価目標をアプライオリに設定する場合、この均衡点と見合う物価水準を知ったうえで設定するのでないとまずいことになる。ずれたところに設定すれば、経済あるいは価格の持っている自律調整機能そのものを剥いでしまう恐れはないのかとも思う。さらに、所得分配に関しては、生産性の格差に見合って所得分配上の格差も生じているというバランスになっているのかどうかという観点も必要である。

最後に、財政赤字の縮小あるいは政府債務の削減が先行き大きな課題になるが、そうした方向を目指す際には四つ程の選択肢がある。一番良いのは景気回復による自然増収であるし、小さい政府に向けて政府支出を削減していくこと、あるいは税率を引き上げることである。最後は調整インフレ的な方法で政府債務を削減することである。物価目標論が、この四つの選択肢の中で公正や公平という観点からみて一番劣後すべき選択肢に鞘寄せされることがあってはならないし、それだけにそもそも論を広く国民的に議論する必要がある。物価目標の微細な技術論へ入っていくにはまだ早すぎると感じている。

山口副総裁

経済の現状と展望についての新しい材料は格別出しておらず、先行きの判断は前回から変えようがない。敢えて言えば、1月の貿易統計により実質対外収支の緩やかな増加傾向を改めて確認できた程度ではないか。ただ、この対外収支は実質収支と名目収支の動きがこのところ多少逆になって

おり、経済効果としてどのようになっていくのか必ずしも明瞭でない部分がある。両方の動きを注意深くみていく必要がある。

長期金利、株価、為替の動きについては、全体としては長期金利、株価がここ1か月程度ほぼ横這い圏内の動きを辿っている。為替はじりじりと安くなってきており、12月短観で企業が予想していた本年度下期108円という想定レートからさらに安くなる方向に振れてきている。このようなマーケットの動き全体として企業収益の改善を促し、ひいては経済全体の改善を促す方向に作用していると思う。最近注目したのは、ムーディーズの日本国債の格付け見直し発表にもかかわらず、長期金利がほとんど影響を受けずに安定を続けている点であり、やや意外な展開であった。国内投資家の中では、日本国債の信用力が基本的に揺らいでいないことの一つの表われだと思われ、結構なことである。このように長期金利の低位安定が続いているバックグラウンドにはゼロ金利政策が当面維持されるという市場の予想があり、それがかなり効いているのではないかと思う。これは市場の中に今少し長期国債の利回りが上がれば是非買いたいという投資家が大勢控えているところからも推測される訳であり、リスク考慮後の代替的な投資対象が現在のマーケットにはないということではないか。そのように考えると、ゼロ金利政策は長期金利の安定を通じて、アセットプライス全体に影響を与えている。

為替の動きについては、ここ1か月ほどこのようなじり安になってきている原因についても、今後の持続可能性のいずれについても、私自身余り明確な答えを持ってないでいる。従って、今後どういう展開になるのか明確でない状況である。ただ、こうした為替の動きはマネタリーベースの伸びが元に戻りつつある、あるいは積み上も元に戻りつつある状況の中で起きており、12月以降の量的な関連指標と為替相場、あるいは他の資産価格との間にシステマティックな関係がみられないと言い得る。以上を踏まえて、当面の金融市場の調節方針としてはゼロ金利政策を継続したいと考えている。

最後に、武富委員から物価について包括的な話があったが、直ちにコメ

ントできる状況になく、よく考えたい。発言の趣旨は指摘された八つのポイントを十分踏まえたうえで、目指すべき物価の安定とはどういうものかを基本的に検討すべきであるということだと思う。そのように理解して宜しいのであれば、その基本的な姿勢には賛成であり、提示された論点について改めて、議論する場を持ちたい。

(午前 10 時 43 分中断、午前 10 時 55 分再開)

藤原副総裁

前回から日が浅く材料も特段新しいものはないため、政策運営については現行のゼロ金利政策を続けることを支持したい。物価については、武富委員から、全体論からいってこう考えるべきだという視点と丹念に整理された個別論まで、非常に明解な見解が表明された。さらには、財政問題との兼ね合いに関するご意見は、調整インフレ論批判と私は受け取ったが、そのような結論まで導き出された展開に敬意を表する。

私はデフレ懸念の払拭ということをも物価面からみてどう考えるかを申し述べてみたい。物価を取り巻く最近の環境は、世界経済の回復を背景に原油などの国際商品市況が全面的に上昇している中で、最近では円相場の方角も変わってきている。電力料金なども原油価格や為替変動に伴いほぼ自動的に改訂されることを考えると、4 月以降物価指数が前年比でプラスに転じてくる可能性はある。特に W P I についてその可能性がある。一方、技術革新や流通革命に伴ういわゆる良い物価下落圧力は特に C P I の局面で今後とも続いていくと思う。このように当面の物価に対しては供給要因からのプラス、マイナス両面の圧力が拮抗している状態ではないか。

私達はこれまでデフレ懸念払拭の主たる判断基準としては、需給バランスが崩れることからくる物価下落圧力をデフレ圧力リスクとみなしてきたと思う。今後の物価動向が読み難くなっている中で、こうしたポイントを一段と丁寧分析し、説明していく必要がある。

田谷委員

景気の先行きについては、当面ダウンサイド・リスクが若干小さくなってきたように思う。昨年の第4四半期の国民所得統計が気になるが、民間設備投資、民間消費の先行きについて若干ながら明るい面も期待できるようになってきた。株価の動向については、三木委員が指摘したように、持ち合い解消や、益出しが相当出ているはずであるが、それにしてはかなり安定している。昨日まで15日間連続で東証の売買代金が1兆円を超えていることからしても、しっかりしていると感じる。

まず、民間設備投資については、幾つかの関連指標に注目したい。12月の機械受注は船舶、電力を除く民需で前月比16.1%増、10~12月も前期比+9.9%となり、特に全体の約7割を占める電子通信機械と産業機械が好調である。1~3月期の見通しでは若干下がることになっているが、増え続ける可能性もある。非居住用建築着工床面積も底打ちしてきたようである。在庫調整も進み、生産も増えてきた。製造業の稼働率も上がってきている。民間アナリストの予想では、企業収益改善の裾野も広がってくる方向にある。しかし、建設、不動産、流通などの業種を中心とした過剰債務問題は依然として深刻であるし、総額70兆円、80兆円とも言われる過剰設備にかかわる除却問題もある。さらに年金、退職金の積み立て不足問題もある。2月初め時点での新聞社の設備投資調査によると、全産業ベースで来年度の計画額は99年度実績見込み比で依然1.6%減となっているが、電気機械セクターを中心としてこのところ積み増す動きがあり、企業収益動向と共に注視したい。

個人消費については、依然として不確定要素が大きく、先行きについては設備投資以上に不確実である。個人消費は今後の雇用・所得情勢次第であろう。雇用者数には下げ止まりの気配があるが、フルタイムワーカーが減りパートが増えている。この点からは依然賃金上昇による抑制圧力がかかっている。ただ、生産の上昇に伴い、所定外給与は基調的に増えてきており、所得は当面のところ少なくとも横這い程度で推移するのではないかと考えられる。今後設備投資の増加や公共投資の回復が重なれば、緩やか

な所得の増加も期待でき、さらに夏のボーナスが企業収益の回復に伴い若干なりとも増えることが期待できるかもしれない。つまり、所得は年央辺りから増え始め、個人消費の緩やかな回復に繋がる可能性があるように思う。

次に物価についてである。昨年第4四半期のGDPデフレーターはまだ分からないが、国内卸売物価、消費者物価の前年比はまだ若干のマイナスながらも概ね横這いとなってきたようである。最近の円相場、原油価格やその他商品価格の動きは物価下落リスクを抑制する方向で働くであろう。ただ、企業サービス価格は不動産、事務所関連価格の下落などにより、前月比、前年比ともマイナスを続けている。もっとも、前年比下落率は縮小してきている。需給悪化による物価の低下リスクは若干小さくなってきていると思う。CPIについてサンプル調査にまつわる上方バイアスと共に、生産、流通面での革新による下落圧力をどの程度勘案すべきかの研究が必要である。この点については、武富委員が七点目で触れていたし、藤原副総裁も触れていた。

最後に金融政策運営については、ゼロ金利政策を継続することが適当である。今一点申し上げたい。当座預金ないし超過準備を増やすことにより、量的緩和を行なうことは難しいであろうが、やってできないことはないと思うし、それなりの効果を発揮する可能性はあろう。ただ、現在の経済・金融情勢の下では適当ではない。まず、超過準備を増やすことは難しいという点については、確かに短資会社など準備預金非適用先が日銀に保有する当座預金に自ずと限界があることは事実であろう。日銀信用の供給によりそうした額を超えて超過準備を増やそうとしても、都銀等がその時々必要額以上に超過準備を極力持とうとしないのが現状であり、オペの未達も繰り返されることになるのではないか。次に、やってできないことはないということについては例えば国債の買い切りを増やすことにより、ある程度超過準備の積み上げを達成できるかもしれない。また、それに伴い金融機関の活動に影響を与えられるかもしれない。これはやってみなければ、実際には分からない。それでは、現在の経済、金融情勢がそうしたことを

試すべき状況かということになるが、内外の経済金融情勢は改善の方向にあり、そうした状況ではなくなってきていると思う。

植田委員

実体経済については前回の会合の議論から変化はないと思う。前回会合の議論のポイントは、昨年後半についてやや悪い指標が出ており、今後も少し出るかもしれない中で、それをどう解釈するかであった。コンセンサスとしては、一時的な動きとみるべきであり、回復基調にあるという判断を変える必要はないということだった。若干敷衍すれば、そうした見方の根拠として一つには昨年後半の足踏みについては外生的な需要の落ち込みが作用しているが、それは一時的なものとみられることである。今一つは国内民需のうち特に設備投資の先行指標に明るい兆しがみえ始めていることだった。この間に得られた極く僅かのデータからこれらの点をさらにチェックしてみると、外生需要である公共投資の落ち込みが一時的である点は勿論であり、発注は多少上がり始めている。純輸出については山口副総裁から指摘があったように、昨年第4四半期の若干の落ち込みはY2 K関連の一時的な輸入急増、あるいは若干の輸出のスローダウンによると解釈し得る部分が多く、これが1月の統計である程度確認されるであろうとみられてきたが、実際にその方向に出ていた。民需については、消費は依然として一進一退であるが、設備投資についてはやはり明るい材料が出続けている。ただし、決定的なものではない。従って、前回会合の判断を変える必要はないし、変えないでよいという材料が若干増えているということだと思う。

為替の円安傾向の解釈は難しいが、昨年の日米欧三極の経済状況と為替レートの動きを反省してみると、実体経済の強さは、アメリカ、ヨーロッパ、日本という順であったと思う。逆に、為替については、日本、アメリカ、ヨーロッパという順に並んでいたと思う。このギャップは為替レートの動きの背景に先行きの各地域の経済動向に対する期待が織り込まれ、それが為替レートの順と大体一致するような順であったのではないかと思

う。すなわち日本経済のリバウンドをかなり強く期待し、アメリカがややスローダウンするという期待があった。しかし、年末から年初にかけて出たデータからは日本経済よりも予想していた以上にアメリカ経済が強い、従って、日米の差、さらにそれ以前にあったマーケットの期待との差から円安方向に振れている面が強いように思う。それに加えて、ムーディーズの格下げ方向での議論が出てきたことも影響している。

ただ、これが日本の国債の利回りに反映していないところが、パズルである。一つはゼロ金利政策が強い影響を及ぼしていることと、日本の国債市場で国内投資家の占めるシェアが非常に大きいことも影響していると思う。こうした動きが出てくると、仮に今後何かをきっかけにして一段の金融緩和方向の議論をする際に、一つ的手段として国債買いオペ増額がプラスに働くのかマイナスに働くのかということについて、非常に微妙な情勢になってきている点には注意が必要である。財政の持続性の問題が強く意識され始めている訳であり、日本銀行が国債をさらに買うべきだという圧力が高まる可能性がある。他方、日本銀行がそうしたある意味で絶望的な措置に出ることが却って国債のリスク・プレミアムを上げてしまうリスクも、現実の可能性として意識しなければならないと思う。政策としては現状維持で宜しいと思う。

最後に、三木委員と武富委員から金融政策の枠組みに関してコメントが出されたので、その一部について、私の暫定的な考えを申し上げてみたい。三木委員からは前回に引き続き現在のデフレ懸念払拭が展望できるまでという表現を今少し明確化できないかという話があった。その中で、三木委員はインフレ率がマイナスあるいはデフレの方向にいつてしまうリスクが十分低下したかどうかの一つの判断基準であるとされ、さらに生産、雇用、企業収益等に議論を進められた。私は金融政策である以上はインフレ率を中心にみていくべきであるし、三木委員が言われたようなデフレの方向にいつてしまうリスクが十分低下したかどうかに尽きるのではないかと思う。現在の表現はそうしたことが想像されるような内容になっていると私は理解しているが、これをさらに今少し明確にし、数値化すること

でプラスの効果があるかどうかは微妙な問題であると思う。そう簡単にプラス効果があるような表現の変更ができるかは難しいという気もするが、私も引き続き考えてみたい。

武富委員からはインフレーション・ターゲティング一般について、色々なコメントがあった。私はインフレ・ターゲティング自体を全否定をする積もりは全くないが、現在そうした枠組みを導入することは必ずしもメリットが大きくなり、一方デメリットはかなり明確なものがあるという立場である。従って、原則論としてインフレ・ターゲティングを考えた立場からコメントしてみたい。一つは、インフレ率に関して目標を立てることが市場メカニズムと相反するのではないかという意味のことを言われた。しかし、一般的な理解はそうではないのではないかと思う。すなわち、非常に厳密にある指数を100.05にしるとか、それを賃金、物価のコントロールを通じて達成するようなことであれば別であるが、通常の見方は金利の調整、マネーサプライの調整を通じ、さらにそれが市場を通して経済に影響して目標とする水準に物価ないしインフレ率を誘導していくというのがインフレ・ターゲティングの方法であり、市場メカニズムを使いつつ、それを尊重して行なうというのが普通の理解ではないかと思う。また、目標とする価格あるいは価格の変化率について、相対価格をみるのか、絶対価格をみるのかという趣旨の発言があったが、金融政策との関連では絶対価格水準でみるということに尽きると思う。価格水準あるいはインフレ率そのものに意味があるのではなく、その背後にある経済の実態の動きに意味があるという発言もあったが、むしろ絶対価格水準の安定そのものに意味があるというのがインフレ・ターゲティング、あるいは非常に大まかに捉えれば金融政策そのものの考え方だと思う。貸し借り、取引の単位である貨幣価値が安定していること、すなわち絶対価格水準が安定していること自体にプラスの意味がある。安定していることにより、色々な取引が促進され、結局は背後にある実体経済に良い影響を与えているというのが金融政策の基本的な考え方だと思う。従って、インフレ目標論はマーケット・メカニズムを尊重しつつ目標を達成することであるし、達成すること

によりさらにマーケットメカニズムが巧く機能するというプラスの影響も与えるという意図も持ったものである。そのうえで、さらに技術的に目標を数値化し、具体化していくことにどの程度のメリットがあるかないか、という点は非常に意見の分かれるところであろう。さらに、現在その方向に大きく一步踏み出すことのメリットが大きいかどうかとなれば、私は何回も申し上げているように、多少慎重にならざるを得ない。

篠塚委員

前回会合以降に新しく出た経済指標は限られている。私自身の景気の見方は、前回判断のままである。引き続き、わが国の景気情勢は持ち直していると判断している。昨年第4四半期の実質GDPが7~9月に続いてマイナスになるのではないかという見方が広がっており、こうした中でムーデーズの円建て国債格付けを引き下げる方向で見直すといった情報もあるため、今後の景気の持ち直しを危ぶむ声が市場にもかぶさってきた。その中で私自身の景気の見方を変える必要はないと申し上げた点について、改めて整理したい。

まず、民需が自律的に回復する道筋をどう考えるかである。まず、企業活動の前向きな動きが持ち直すか。次に、その結果、家計の所得および雇用関係の改善に繋がっていくことが明瞭になるか。最後に、家計の所得、雇用環境の改善に伴い個人消費がスムーズに引き出されてくるか。こうした三つのステップで考え、全体に民需の自律的な回復の道筋が確認できるかを判断したい。

最初の企業の活動については、田谷委員も説明していたように幾つか前向きなモメンタムを表す指標が出ている。第一に機械受注の回復傾向を高く評価している。機械受注は昨年4~6月期がボトムと考え、この10~12月期までの増加率を業種別に分解してみると、電気、電機、通信業などのIT関連ばかりではなく、ほとんどの業種において増加している。従って、機械受注の持ち直しは底堅いと評価できる。二番目に企業の広告に注目した。企業の経済活動が立ち直る局面では、番組と番組の間のスポット物と

言われるCMが増加するそうである。広告媒体別には、まずテレビのスポットコマーシャルの枠を使いきると、次に新聞の広告にいき、新聞が一杯になれば雑誌やラジオに流れていくのが広告業界の経験則だそうである。それを電通の媒体別広告量でみると、テレビのスポットコマーシャルは去年の半ば以降緩やかに増加し始め、新聞の広告も去年の秋頃から98年初め以来久方ぶりに前年比でプラスに転化している。業界の関係者に聞いたところでは、3月放送分のテレビスポットコマーシャルが既に満杯になっており、需要に応じきれない状況にあることも分かった。こうしたことは、各企業が、「広告を打てば消費を喚起できる」という手応えを持ち始めていることを示している。

三番目に業種別貸出の中の設備資金の動きについて注目した。日銀の業種別の貸出金の調査結果を用いて、バランスシート調整がどの程度進んでいるかをみた訳である。返済額と前期末の借入残高との比率である返済比率は97年度以降急速に高まってきたが、99年に入って低下に転じ、直近の99年10～12月期では97年度初のレベルにまで戻っている。つまり返済比率が着実に下がってきている。もっとも、機械受注と同様に業種間である程度ばらつきがある。建設業やサービス業では、まだ返済比率が高止まりしている。一方で、製造業、運輸、通信業などでは過剰債務の問題がほぼ解消されているとみられ、かなり低くなっている。返済の状況についても業種間で二極化が鮮明になっているが、企業の債務問題改善の動きが一応は進んでいることも、企業活動の変化の一つとして注目した。企業活動の指標として、最後に鉱工業生産指数および第三次産業の活動指数等を均してみると、昨年第4四半期も7～9月に続いて前期比プラスとなっている。

個人消費を巡る所得環境については、昨年第4四半期には冬のボーナスのマイナスインパクトが大きかった。しかし、企業活動が前向きに動くモメンタムは高まっていると判断され、このことが今1～3月期以降は緩やかに家計の所得環境に好影響を与えるのではないかと考える。所定内・所定外給与を中心に所得環境の改善が期待できる。個人消費については、企

業活動の前向きなモメンタムが高まる中で、所得・雇用環境が若干ではあるが持ち直しつつあるほか消費者マインドも比較的しっかりしてきていると考えられる。企画庁の単身者世帯の消費者態度に関する統計調査では、単身者が雇用環境や耐久消費財の購入判断や物価の上がり方をどうみているか、暮らし向きがどうか、を聞いている。これをみると、単身者では、あらゆる項目について消費者態度指数が4四半期連続して上昇している。また、サービス支出のうち特に選択肢が高い項目になっている1~3月期の支出の予定をみると、値段の高いファッション、稽古ごとに対する月謝、コンサートの入場料、娯楽・遊園地の費用、レストラン、外食などの項目を10~12月期よりも増加させると答えている。個人消費については個々の販売指数から全体を測ることが非常に難しくなっているが、単身者の消費者態度などをみると、ある程度先行きが明るいと期待しても良いのではないか。1月の都内百貨店の売上高が衣料品を中心に前期比プラスになったことも評価したい。さらに、乗用車の販売台数もプラスの情報が出ていたが、これについても業界に聞いてみたところ、2月入り以降直近時点までの販売状況は比較的高額なワゴン車等の新車投入がメーカーの予想を上回って売れる手応えを示しているようであり、全体として前年2月の数字をはるかに上回るペースで生産も進捗している模様である。自動車メーカーではこれまで実績が常に販売計画を下回る状態が続いていただけに、現在の販売地合いがどの程度続くのかについて依然慎重にみているが、先行き再び悪化する懸念は後退しているという見方であった。以上、私はわが国経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際のような状態に戻るリスクは後退していると考えており、むしろ民間需要の自律的回復が展望できるようになりつつあるとみている。こうした認識に立ち、前回に引き続きゼロ金利政策を解除し、コールレートの誘導目標水準を0.25%にすべきだと判断している。

最近、長崎屋等の経営破綻があったが、建設、卸・小売、消費者、ノンバンク、不動産等の業種ではまだ有利子負債が高止まっており、これと表裏一体の関係にある金融機関の不良債権処理が進捗していないことが指

摘できるかと思う。つまり、こうした業種や金融機関の収益力が不良債権処理を十分に進めるだけのレベルまで改善していないことを示しており、構造改革の進捗が極めて緩やかになるものと懸念される。少なくとも、海外からは日本の構造改革のスピードが緩いとみられているのではないか。そうした見方からゼロ金利政策の長期化への期待感があることも分かるが、このことは構造調整の痛み止めというよりも、結果として構造調整を先送りするインセンティブを高める方向に作用しているのではないか。日本経済は現在二極化に向かっているが、二極化を恐れずに構造改革を進めなければならないと思う。

中原委員

景気の見通しは、いつも申し上げているとおり回復の方向にあるが、量感および浮揚感に乏しい脆弱な回復である。先行きには非常な危うさをはらんでいる。達観すると、日本経済は公共投資によって支えられ、暦年の前半がGDPプラス、後半がマイナスであり、そのサイクルを2000年についても繰り返す恐れが十分にある。その中で企業のリストラが進展する。リストラは総人件費を抑制し、自ずから消費にとってマイナスである。さらに原油価格の上昇が、企業収益を圧迫する。従って、政策委員会で議論されているような企業収益の上昇を通じて、設備投資、あるいは消費に好影響を及ぼすことにはまだならない。

まず、石油が一番のポイントである。3月27日にウィーンでOPEC総会があるが、非常に複雑な情勢を呈している。アメリカのリチャードソン・エネルギー相がメキシコを訪問し、さらにノルウェー、サウジアラビア、クウェート等を訪問する予定である。そうした中でリアドでGCC6か国の会合が行なわれたはずである。3月2日にはメキシコ、サウジアラビア、イラン3か国の石油相の会合がある。これは極めて重要であり、前回のこの会議が減産にとって決定的なものとなった。そして3月27日にOPEC総会があり、そうした中でサウジの国王がイラン大統領を国賓として招待している。これも非常に重要な意味を持っており、そこで減産に

ついて話し合われることは必至である。色分けをすると、増産を良しとするのがメキシコ、ベネズエラ、インドネシアで、これがハト派。タカ派がクウェートとイランである。サウジアラビアは依然として態度を明確にしていない。昨年のOPECの減産は全体で1日当たり平均430万バレル、全体のアウトプットの約6%であり、少なくとも6月まで増産がないと、大変なことになる。増産をする場合のシナリオは三つあり、一つは第2四半期に100万バレル/日増産する。二つ目は第2、第3四半期に100万バレル/日増産する。第三のシナリオは2、3、4四半期について100万バレル/日増産するというものである。こうしたシナリオが考えられるが、100万バレル/日増産のアナウンスをすれば、WTIは一時的に急落し、5ドル程落ちるかもしれない。しかしながら、夏が近づくにつれて20ドルのhighに戻ってくる可能性が非常に強い。どのシナリオでも、本年第4四半期には恐らく再び30ドルに乗せてくると思われ、石油の動向が極めて重要である。2001年にイラクの100万バレル/日を超える生産がなければ、価格は確実に30ドル/バレルを超える局面になるため、石油については依然として注目を怠れない。今年の夏のガソリン不足は特にアメリカにおいて極めて顕著になると思う。

石油の上昇により企業の収益に悪影響が出てくると思う。例えば、今後為替レートが110円で推移し、原油価格が30ドル/バレルで推移した場合の試算では、2000年度の企業収益を約5.2兆円下振れさせる可能性を示唆している。これはGDPの1%強になる。これの製品価格への転嫁については、構造的な供給力の過剰、輸入品との競合、さらには循環的な需要の弱さがあり、なかなか転嫁ができない。従って、自らの限界利益を削らざるを得なくなり、原油価格の上昇が続くと企業収益を圧迫して、再び企業は大幅なリストラ、あるいは業界再編成に踏み切らざるを得なくなる。実際、総合卸売物価指数をみると、例えば2000年1月の素原材料は前年比で+15.7%、一方で最終財は前年比-1.6%であり、明らかに企業の採算の悪化がこれから起きることを示唆している。

原油価格の急上昇を背景に、交易条件が悪化している。昨年の4月をピー

クに下がり続けている。交易条件が悪化すると、実質国民所得の伸びが実質G N Pの伸びを下回り、同時に実質国民所得が減ってくる。さらに、2ないし3四半期遅れて国内の実質民間需要が減ってくるという過去の経験がある。また、交易条件が悪化すると、1年から1年半後に企業の売上高経常利益率が低下してくる。損益分岐点比率が上昇してくることもある。交易条件は産出投入価格に若干先行する訳であり、企業業績には注意を怠れない。私は年央以降は企業収益が鈍化ないし悪化する懸念を持っている。交易条件がピークアウトすると、約8か月後には株価がピークアウトする現象もみられており、交易条件の不利化については今後も十分に注意をする必要がある。

四番目には、企業収益の増大が、例えば設備投資に巧くスピル・オーバーするとか、個人消費に回るという意見もある。しかし、例えば設備投資について、機械受注は確かに高い伸びを示してはいるが、内容的には10~12月の電子通信機械が+20.3%、その中で半導体の製造装置が前年比155.2%と大幅に伸びていることに起因している。他の品目への広がりも余りみられていない。この点は1~3月予想の24.1%についても全く同様である。製造業の稼働率が99%を超えると実質設備投資の伸びがプラスになるという過去の傾向があるが、現在の稼働率はボトムから上がったとはいえ、12月時点で96.8%であった。従って、稼働率から判断する限り、設備投資がプラスに大きく伸びる状況ではない。また、I T投資が機械受注等の中心を占めているが、広がりが確認できない。日経の設備投資に関するアンケート調査では、伸びているのは例えばフラッシュメモリ、システムL S Iがプラス20%程度であり、このほか液晶などで幾分動意が出ているが、肝心のユーザーサイドでのI T投資はまだ窺われていない。I Tが経済成長にどう寄与しているのかを一定の方式を用いて試算してみる。例えば、実質G D Pを被説明変数として情報機器のストックの寄与度から計算すると、98年についてはアメリカでは1.7%程度成長を押し上げたと考えられるが、日本は大きく見積もっても0.5%未満である。また、雇用への影響を同様に雇用者数を被説明変数として計算すると、アメリカでは

152万人以上の効果があったことになるが、日本はほとんど効いていない状況である。建築着工床面積では非製造業が10～12月で10.6%と非常に大きな伸びを示したが、これは本年6月より大規模小売店舗立地法が施行されることによる一時的な現象と思う。旧大店法に基づく出店は2001年1月まで可能であった訳であるが、新しい法律の下では、交通渋滞、ごみ問題といった生活環境に配慮しなければならない規制が掛かってくるため、現在旧大店法による掛け込み出店がみられている。現在の大型商業施設等の着工は一時的である可能性が非常に強い。

消費については色々な見方があるが、大局的にいえば総人件費を抑制する企業リストラの大きな流れの中にあり、例えば毎勤の一人当たりの名目賃金は5人以上の規模でみても10～12月は前年比で-1.2%と依然として厳しいし、4月以降のベアについてもかなり厳しいと思う。自動車工業会の乗用車の生産計画は10～12月が-2.9%、1～3月が-1.3%という中で、1月が-6.2%、2月は+13.3%であるが、3月は-3.8%、4月-10.0%と、4月以降また下落するものとなっている。百貨店が良かったのは、実は高額の商品が出ているうえに大々的なディスカウントセールスを行っており、例えばそごうは1万円買うと1,000円の商品券をくれるという状況である。店頭株等の盛況からリッチな人が出てきているため、高額商品に売れ筋が出てきたこともある。しかしながら、小売全体をとると、私の調査では2月は恐らく-10%程度であろうと思う。その中でタクシーは-20%、小売の中でも特に衣料が悪く、10%以上の落ち込み、住居と食品についても-5～-10%の落ち込みであり、消費については依然として明るい兆しはみえない。さらに、例えばJR東日本の自殺者の数が昨年1年で200人強おり、ほとんどその大部分がホワイトカラーである。これまで検屍の時間が1時間であったが、自殺者の数が多いため30分に縮めているという悲惨な話もある。

倒産については、長崎屋の場合にはDKBが元専務を送って会長兼社長をさせていたが、DKBが持ち切れず会社更生法を適用している。そうした例が今後出てくると思う。民事再生法が4月1日から施行になるため、

中小企業等の再建が非常にやり易くなる反面、破綻処理の状態に至る前の申し立てが可能であるとか、従前の経営者による事業経営が原則になるなど従来の会社更正法、破産法とかなり違っているため、私の得ている情報では4月1日以降は相当数の企業が民事再生法を利用する方向で極秘に準備を進めている。その中には一部上場企業も含まれていると聞いており、3月下旬から4月上旬に向けて長崎屋のようなケース、民事再生法のケースなど大きな一揺れ、二揺れがくるように考えている。

日本の株価は2月の上旬をピークにして緩やかに下がってくる。次に上がるのは恐らく年央以降に景気の回復が確認された段階であり、年末に向けて上がっていくと思う。現在は緩慢だが調整局面にある。重要なのは、この2~3日の下落で個人の投資家に追い証が出ていることであり、個人の投資家の株式購入能力が限られてきた。NYもFOMCによる金利の引き上げ後、高値を更新しなかった最初のケースになり、4回目の利上げで初めて株価に効き、10%強下落している。日本でも89年に東証の日経ダウが頭を打ってから、店頭株が頭を打つまで7か月かかった。NASDAQは巧く行けば今年の8月頃まではもつかももしれない。円はなかなか方向感が掴み難い。124円から101円まで下がったため、その半値戻しは113円、コンマ618戻すと約115円であるが、去年の8月の円高のピークが113円であり、その辺りが一つの目標になると思う。非常に上値が重くなってきたことは事実である。以上のようなことから、景気回復の見通しはまだはっきりしておらず、公共投資に支えられている面が非常に大きいため、ここで一段の金融緩和が必要である。

速水議長

それでは金融経済情勢、当面の金融政策運営について追加的なご意見なりご議論があれば自由にご発言下さい。

三木委員

篠塚委員の言及された自動車の問題について付け加えさせて頂く。自動

車の販売・生産は決算対策もあり、1～3月は季節的に必ず増える。従って、自動車メーカー各社の1～3月の販売生産計画を増やしてきているのは予定通りである。その数字がこの1～3月に反映されており、下振れはなくなったということだと思う。一つの問題は二極分化になっていることである。この1～3月の中身で販売が増えているのはトヨタ、本田、マツダの3社だけであり、他社は全部マイナスである。それから、売れ行きの中身をみると、法人需要は全く増えておらず、むしろ前年よりマイナスになっている。法人需要が増えないのは、企業業績がリストラを終えられるという自信を持てるまでに明確になっていないことを表わしているのではないか。車齢自体はこの2年間で平均約1年延びており、限界にきている。むしろ個人のそうした車齢の問題により溜まっている購入マグマを新車効果などで少しずつ引き出してきているという気がする。従って、法人需要が出てこないことが自動車メーカーにとって4月以降の国内需要を心配している所以となっている。それを裏付けるように、4～6月の各社の生産計画をみると、一番売れているトヨタですら1～3月の 台/日の生産に対して、4～6月は 台/日と 落としている。先行きについてまだ自信がなく、個人消費の受け皿になる企業からみた場合、实体经济に景況感の回復を持ってないことを表わしている。

速水議長

中原委員が交易条件が悪化したと言っていたが、どのタームをとってみているのか。

中原委員

昨年4月からずっと悪化していると申し上げた。

速水議長

昨年は為替が一貫して強くなっていた。

中原委員

原油価格の上昇の方が圧倒したということである。

速水議長

140円台の為替が100円台まで円高になっており、交易条件が悪化したとは思えない。ここで為替がまた多少弱くなってくれば、業界は儲けが出てくるのではないか。102円が111円になってくれば、それだけでも輸出業界ではプラスになっていくのではないか。

三木委員

輸出が続けられやすい状況にあることは間違いない。ただ、増やせるかどうかは需要があつてのことである。既に東アジアを中心に素材メーカーなどはフルに輸出しており、数量面での効果は余り変わらない。

速水議長

確かに、輸出も輸入も実質的に数量が著しく伸びている。

三木委員

量的にはそう変わらないと思う。ただ、円高から円安に変わった段階で収益に対する悪影響が非常に減った。従つて、この程度のレベルであれば、業界は輸出についても収益を念頭に置きながら出せる局面になってきていると安心しているのではないか。その意味で景気に対しては良い方向になっている。

篠塚委員

武富委員が言われた物価全体に対する考え方の整理は非常に勉強になった。基本哲学として、家計にとっては質の充実を図る、企業にとっては最適な利潤を確保するための物価とは何かという形で考えるのだという問題提起をして頂き、非常に感銘した。

山口副総裁

物価の安定、例のインフレでもデフレでもない、グリーンスパン的な定義で言えば物価の変動を意識しないで済む状態に意味があるのは、やはり経済活動に余計な攪乱要因を持ち込まないことが結局は経済のポテンシャルを最大限に引き出すための最も重要な基礎条件と位置付けられているからである。武富委員が言われた点は、それよりもさらに先のことを指摘しているのか、あるいはどの辺の位置関係にあるのか、篠塚委員の言われたポイントに限ってみると余りよく分からなかった。結局、価格とは植田委員が指摘されたように絶対価格だと思う。そうした価格の安定が実現されることが、今申し上げたような効果を通じて最終的に武富委員が指摘されているようなところに到達するのだろうと思う。そこまで言わなくても経済活動に余計な攪乱要因を持ち込むのを避けることで、恐らく経済の持っている力を最大限に引き出すことになる。

篠塚委員

安定した絶対価格があることが企業行動の相対価格を測る物価水準となると同時に、家計にとっても日々の安定した生活を営む尺度として同様に非常に大事な指標である。経済活動において余計な攪乱要因を持ち込まない対象に家計も同等にウェイトを置くべきではないかと思う。

植田委員

どういう絶対価格が良いかについては、昔から具体的な答えはないのではないか。価格指数の問題である。

中原委員

先程の速水議長のご質問だが、卸売物価指数統計からみると、通関ベースの円建て、物価ベースの円建てのいずれも99年の初頭から落ちてきており、物価ベースで100～90程度になっている。

山口副総裁

昨年1年間位をとると、交易条件は確かに悪化していたと思う。円高のプロセスの中で日本の輸出業者はドル建て価格を引き上げるのを抑制していたため為替変動による円の手取り額減少効果が出てきた反面、原油価格上昇が大きく効いてきたため、結果として輸出入円建価格の相対関係は悪くなる方向にあった。ただ、ここで為替がかなり戻ってきているし、原油価格が30ドル程度でとりあえず頭を打ち、今後の増産次第で年内は20ドル台後半でいくということであれば、交易条件がさらに悪化を続けるかどうかは何とも分からない。

中原委員

そうであろう。ただ、原油価格のタイムラグを考えると、今後2か月程度は悪化すると思う。

速水議長

それでは、私の見解を申し述べる。まず金融経済情勢であるが、前回の会合では強弱区々ではあるが、全体として経済の足取りが少しずつしっかりしてきていると申し上げた。この2週間の経済指標や金融市場の動きを点検したところでは、この見方を変更する必要はないと思う。物価に対する潜在的な低下圧力は経済の足取りの回復と共に、少しずつ和らいできているようにみられる。ただ、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至ったかどうかは、なお注意深く情勢を見極める段階にあると思う。従って、当面の金融政策運営については、ゼロ金利政策の継続を支持したい。ただ、三木委員も言われたように、この言葉はデフレ懸念という感じが強く響くという声はかなり伝わってくるので、執行部には言葉を考えるように指示してある。

本日は中間レビューであり、当面注目しておくべきポイントを、三点ほど申し上げておきたい。第一に、企業収益の改善の動きが、今後、企業の

本格的な支出活動に繋がっていくかどうかである。先行きの指標などからは設備投資が下げ止まりつつあると判断されるし、雇用者数の減少にも歯止めが掛かりつつあるように思う。今後には発表される来年度の設備投資アンケートや新卒の就職状況などを含めて雇用情勢に注目していきたい。第二に、金融資本市場からのシグナルをどう読むかという問題である。最近の円安傾向については、GDPの2期連続マイナス予想などを背景にして、日本経済について慎重な見方が増えてきていることが円売り材料の一つになっているようである。また、わが国の株式に対する外人の購入意欲は一頃に比べて後退しているように思われる。従って、円安と株高との組み合わせが今後も両立していくのかどうか、内外の資本の流れを含めて良くみていく必要がある。第三に、企業の倒産件数が幾分増加したり、企業が借入返済を優先しているためにマネーサプライの伸び率が低下するといった現象をどう捉えるかということである。現状では、これらは構造調整が徐々に進んでいることの証左とも言えるため、個別の計数の動きに過度にとらわれることなく、経済全体の動きとの関係で考えていくことが必要であると考えている。

最近の記者会見や国会その他でしばしば聞かれることについて、2点ほど問題意識だけをご披露させて頂きたい。一つは、来年度の予算が決まって審議が進むにつれて、当然のことながら国債をどう消化していくかに注目が集まってきている。その中でムーディーズから格付けを引き下げ方向で見直すとの発表があった。内外共にこれをどう消化していくのか気にしていると思うし、関連して日銀の国債引き受け、あるいは長期金利をどう調整していくかという質問を多く受けている。確かに12年度予算で32兆6,000億円もの国債の新規発行が行なわれると、残高は373兆円になる。歳出総額85兆円に対して38.4%の依存度であるし、GDPに対しても8%弱の公債発行になる。373兆円という残高は世界全体の国債残高の36%であり、それにもかかわらず2%以下の金利で発行し得る背景に疑問が呈されている。国会では国債の消化について、日本銀行が受ける積もりがあるのかという確認が与党からも野党からも出されるし、大口の買い切りを行なうのかとも聞

かれる。その点については、従来と考え方は変わらないことを明確に繰り返している。長期金利の上昇については、景気や物価に対する企業の見方がよくなり、金利が上がっていくのはある程度自然であるし、宮澤大蔵大臣などもそうした金利の上がり方は自然であると言っている。一方、将来の財政運営に対する懸念が強くなり、それに伴い金利が上がっていくといった状況が起きないように、色々なことを考えて進めていかなければならない。

特に三つほど注意すべき点がある。一つは金融機関が35%ほど保有している国債について含み損を出さないようにしながら買ってってもらえるのかである。今一つは9月で13兆2,930億円増えている個人の金融資産の残高であるが、そのうち733兆円が現預金、保険年金が368兆円、株式出資金が100兆円であり、公共債、金融債、事業債、投資信託等は僅か80兆円、比率にして2%である。1,300兆円もある個人の金融資産の中に国債を組み込んでいかなければ国債消化が難しくなっていく。いずれにしても、これだけの民間金融資産があることは非常に強みであり、税制面での工夫や2年、4年、5年、6年、10年、15年、20年、30年といった期間の多様化で個人にさらに消化してもらうことが課題である。さらには、非居住者に日本の国債を持ってもらうのも極めて自然なやり方である。この点、有取税がなくなったし、源徴税についても特別な計らいを考えてくれている。非居住者の保有分は僅か6%であるが、アメリカは35%、ドイツは31%である。日本はこれを増やしていくことが当然であるし、まさにビックバンの走り、今後の円の国際化に繋がっていくと考えて良かろうと思う。問題は政府の47%である。この中には郵貯の25%が含まれているが、こういうものが今後どのように評価され、動いていくのかも一つの大きな課題ではなかろうか。今日考えなければならぬ問題ではないが、事務局に十分検討してもらい、これを促進していく方向で進めてまいりたい。

今一つの問題は東京都の外形標準課税である。日本銀行も対象になるが、この是非を言う立場にはない。ただ、税は公正・中立・簡素なものであるべきであるし、銀行のリストラ・再編の方向が決まり動き始めている時に、

想定外の課税がどういう影響を及ぼすか懸念している。また、一つは海外からみると、いきなりこうした税金が課せられてくるのが国際金融市場としての日本の信認に響かないかが気になる。

以上であるが、ここで政府からご出席の方にご意見があれば発言して頂きたい。

林大蔵政務次官

経済の現状認識、今後の先行きについては全く前回と同様である。色々な政策効果やアジア経済の回復等で良い影響もあるが、民需が弱い状況であり、財政面からは引き続き下支えをしてバトンタッチを図っていかなければならない。目下、第二次補正を行ないつつ、平成12年度予算を国会審議しており、今月中には衆議院を通過し、参議院で多分3月上旬から審議に入ることになると思っている。年度内に成立すると予想される。一方で、金融システムに関連して、預金保険制度の一部改正を行う法案を2月18日に国会に提出した。色々な破綻処理制度の追加、交付国債の増額や特例措置を1年延長する等の多数の案を、国会で審議頂くことになっている。また、総裁から話のあった都の外形標準課税の問題があり、政府全体として見解を取りまとめ、総裁がご指摘になられた問題点等を指摘している。ポイントは、地方税法第72条の19に所得で課税した場合と著しく均衡を失しないようにすべきとの定めがある点であり、今回の問題が著しく均衡を失するかどうかを、自治省が内閣法制局と相談して判断する訳である。自治省の見解は、疑わしいという極めてグレーな判断であり、違法とまでは言えないということである。また、税の外形標準とは応益税として所得の多寡や能力にかかわらず、行政サービスの対価として払うということであり、一部の業種、一部の企業に限定することは如何かという論点が付け加えられると思う。これは党の方でも税制調査会と金問調を開いてそれぞれ意見を取り纏めたところである。金問調では若干きつめの取り纏めが行なわれたようである。大蔵省でも金融審議会においてこの経緯をご報告し、審議会の委員の先生方からご意見を頂いている。

予算に戻ると、公債依存度が38.4%とかなり高くなっており、財政構造改革についてどう考えるかである。武富委員から四つのシナリオのうち四番目に来るのはいかがなものかということであったが、まさに私も共感している。最初のシナリオの中に自然増収があったが、予算の提出資料として機械的な中期の見通しを毎年付けている。これは成長率が3.5%と1.75%の二つのシナリオで機械的に計算して作っているが、増収がなかなか難しいことが分かる。3.5%になれば長期金利も多少上昇するだろうということで、それも織り込むと、3.5%と1.75%のシナリオで絶対額は余り変わらない見通しになる。ただ3.5%の場合の方がGDPそのものが増えるため、GDP対比では改善している。

デット・マネージメントについて総裁から色々お話を頂いたが、大臣にも良く伝えさせて頂く。省内では資金の流れに関する研究会を設け、一つは全体的なサステナビリティ、二番目は狭義のデット・マネージメント・ポリシー、三番目はエクイティーのマーケットをどうしていくか、という三つの分科会に分かれて勉強をしている。その中でデット・マネージメント・ポリシーについては色々なことをやってきたが、フラットなベンチマークとしてのカーブを描いていくことが究極的には目標になるだろうという議論を現在行なっている。

日本銀行におかれても、我々が行っている幾つかの政策と併せて、豊富で弾力的な資金供給等、引き続き適切かつ機動的な金融政策をお願いしたい。

小峰経済企画庁調査局長

景気の現状判断について、今月の月例経済報告では次のような判断を示している。わが国経済は民間需要の回復力が弱く、厳しい状況をなお脱していない。また年末には需要がやや低迷している。しかし、各種の政策効果やアジア経済の回復等の影響に加えて、企業行動に前向きの動きがみられ、景気は緩やかな改善が続くと判断をしている。年末にやや需要が低迷したことを加えているが、これは12月の消費が弱く、10～12月期の需要

全体がやや厳しい姿になっていることを踏まえたものである。また、企業行動に前向きな動きがみられていることを付け加えているが、これは鉱工業生産が緩やかに増加していることや企業の収益、マインドが改善していることに注目したものである。一つは、リースの取扱高が昨年10～12月期に前年比で増加に転じている。特に情報関連機器の扱いを中心に前年比で増えてきた。二番目は、篠塚委員からもお話があったが広告業の売上高も持ち直してきており、10～12月でプラスに転じた。三番目は設備投資の先行指標である機械受注、民間建設工事受注が持ち直してきていることであり、これを受けて企業行動に前向きな動きがみられると判断した。全体としては景気は緩やかな改善が続いているという判断を変えていない。

政策については、政府は公需から民需へのバトンタッチを円滑に進められるよう景気を本格的な回復軌道に乗せていくと共に、構造改革を強力に進めるため経済新生対策を始めとする諸施策の推進に全力を尽くしているところである。日本銀行におかれては、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行なうなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

速水議長

それでは議案のとりまとめに入りたい。先程の委員による検討では、当面の金融市場調節方針についてゼロ金利政策を継続するのが適当というご意見が大勢を占めていたように思う。従って、私からはその旨の議案を提出したい。他に議案を提出されたい方は篠塚委員と中原委員か。それでは、事務局は篠塚委員、中原委員の議案と私の議案を配付し、読み上げて下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

まず、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すること。対外公表文は別途決定する。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0.25%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。」。

続いて中原委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的な物価安定目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で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。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る。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。豊富で弾力的な資金供給を行い、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。以上。」。別添対外公表文は、「平成12年2月24日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（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。豊富で弾力的な資金供給を行い、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。以上。」。

速水議長

両委員から議案の説明をお願いします。

篠塚委員

特にありません。

中原委員

前回と若干変更したのは、操作目標を超過準備から当座預金残高にしたことである。操作目標の変更は、テクニカルなものであり、量的緩和を行なうことによりマネタリーベースを引き上げ、例えばマックラム・ルールに沿った形で物価・名目GDPを引き上げていこうという基本的な枠組みは変わっていない。操作目標を超過準備から当座預金残高に変更したことにより、金融調節サイドの対応がやり易くなると思っている。当座預金残高を増やすことに伴いどの程度マネタリーベースが増えるかについてはやや不確実な点もあるが、現在は2割程度が超過準備ではないかと思う。当座預金の残高が約5兆円であることを前提とすると、平均的にみて所要準備を超えた当座預金の拡大が2割程度は適用先の当座預金準備残高に繋がるとみて、5兆円を7兆円に増やし適用先の準備預金を4,000億円程度増やせる。実際にマネタリーベースがどうなるかは銀行券の動きにもよるが、当座預金残高をまず2兆円程度引き上げてみて、その途中経過をみながら調整できると思われ、調節サイドの対応がやり易くなったのではないか。三番目に、この当座預金の数字を決めることにより、金融市場に対して緩和の度合いを示すことができる。日々の需給の振れ等については、金融市場局が弾力的に対応することで結構である。いずれにしても、政策委員会が決め得る一つのターゲットとなるのではないかと考えている。

次に提案理由である。日本経済の現状はなかなか景気の回復について確たる見通しを持ち得ない中で、99年の第4四半期の実質GDPが直近のボトムである98年度第4四半期並みに落ちてしまう可能性が言われている。

景気回復が振り出しに戻った形になる。消費水準指数も 90 年代最低のレベルになるというように、回復局面ではあるが量感が非常に乏しい。やはり量的緩和に踏みきることにより景気回復の一段の加速を図るべきだと思う。二番目に GDP デフレーターがかなりのマイナスになっている。消費者物価についても依然として横這い、弱含みといった感じであるため、景気刺激を図るべきだと思う。先程、山口副総裁からマネタリーベースが減っているのに円安になっており、システムティックな関係がみられないという話があったが、私はアメリカとの相対関係をみると、まだ他に円安になった理由があるのではないかと思っている。インフレ・ターゲティングについては、学会、世界の中央銀行の動向等を見るに金融政策のフレーム・ワークとして採用されることが適切であると考えている。特に、物価に対する国民の期待形成においてアンカーの役割を果たし、中央銀行の金融政策の成否、あるいは業績を国民が判断する上での物差しを提供することになる。最後に、経済のパスを示すという意味において GDP 成長率、CPI の目標等を明示的に提示することによりフォワード・ルッキングかつプリエンティブな金融政策を行なえる。また、ここで量的なレジームに変更し、ゼロ金利政策を解除すべきである。そうすれば金利はやがては上がるため、金利を動かすという意味において量的な緩和を図るべきである。

速水議長

それでは、篠塚委員案、中原委員案、議長案の順に採決して宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[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

三木委員

中原委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

篠塚委員のご提案は採決の結果、賛成 1、反対 8 であった。

[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

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

中原委員のご提案は採決の結果、賛成1、反対8であった。

[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

武富委員

三木委員

植田委員

田谷委員

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

議長案採決の結果をご報告する。賛成7、反対2の賛成多数であった。
反対は中原委員、篠塚委員である。

速水議長

それでは、賛成多数で議長案が可決された。なお、篠塚委員、中原委員は、反対の理由を明確にされたい場合には、どうぞ。

篠塚委員

ゼロ金利導入時の経済環境を考えると、運用部の国債買入れ停止ショックによるリスク・プレミアムの上昇と金融機関のシステム不安を背景としたジャパン・プレミアムの拡大による金利上昇の二つが非常に大きな要因であり、流動性不安を解消することに狙いがあったと理解している。その後3月末に公的資金が導入されると共に、ゼロ金利の浸透に伴いこうした異常な事態が解消し、その効果があったと理解している。ゼロ金利を導入した当時は、オーバーナイト金利の引き下げによる实体经济への効果まで期待していた訳ではないと思うため、ここで0.25%に戻すとしても、景気への影響は限定的なのではないかと判断している。

二番目は、ゼロ金利の解除により再度デフレ・スパイラルに戻るかもしれないことを危惧する声も聞くが、その背景にあるのは恐らくバランスシート問題を抱えている産業や企業の問題ではないかと思う。しかし、これは構造改革の必要な分野に対する調整の問題である。ミクロの政策で対応すべきものをマクロ政策であるゼロ金利で行なうことは非常に難しいし、ゼロ金利政策でこれを解決することは不可能ではないか。その意味で、ゼロ金利政策の役割は流動性不安が解消した段階で終わっているのではないかと考えている。

三番目は、ここでゼロ金利を解除すべきであると申し上げても、政策のスタンスを一気に引き締めの方角に持っていくべきだとまで思っている訳ではない。四番目に、設備投資などが自律的な回復基調に乗ってからゼロ金利を解除しても遅くはないのではないかという意見があるが、それでは遅いのではないかと考えている。仮に設備投資が明瞭に出てきている段階で解除ということになると、それは一気に景気回復のシグナルと受けとられ、円高圧力のリスクが高まってくるのではないか。幸い現在は円安が続いており、タイミングとしても良いのではないか。

中原委員

反対理由の一つは、先行きについて民需に繋がる展望が十分に開けてい

ないことである。その中で政策効果の息切れが懸念される。特に、不良債権問題の表面化等の懸念もある。他方で、インフレ・リスクはほとんど無視できる状況であり、現状維持という選択は採るべきではない。二番目に現状維持のままでは、マネー、マネタリーベース、あるいはマネーサプライが急低下して色々な悪影響が出てくる恐れがあり、現状維持には賛成出来かねる。三番目に、コールレート・オーバーナイト物はほとんどボラティリティーがなく 0.02%か 0.03%に貼りついており、マーケットの活性化を図るためには、量的緩和を行なった上でゼロ金利政策を解除すべきである。そして、マーケットの判断に任せ、いずれ金利が自由に動けるようにすることがマーケット・メカニズムを尊重する良い方法である。次に、現在のゼロ金利政策においてはゼロにスティックしているため、それ以上に政策の意図をマーケットに繋げることが出来ない。1かゼロかの世界であり、そのまま続けるのか、解除するのかという非常にドラステックな危険な世界である。その中で、潤沢な供給やデフレ懸念が払拭されるまでとか、総合判断を用いる、構造改革に任せると言っても、国民には十分分からないような表現が多い。政策目標として何がどうなのか、国民に明確に分かるような形にすべきであるという意味で反対である。

植田委員

本来は採決の前に質問すべきだったが、中原委員は提案理由の中で量为目标にすることにより金利が振れる余地が出てくることはある意味で良いことであると言われた。その気持ちは非常に良く分かるが、議案をみると金利が大幅に上昇する場合には、一層の量的拡大を図る、すなわち金利を安定化させる政策を採るとある。この二つは矛盾するように思われる。

中原委員

本日はそんなことは申し上げていない。その議論は以前に何度も行なったので、私も十分分かっている。非連続の政策であるためゼロ金利を解除して量的なレジームへ移行すべきである、当面はゼロに貼りついているか

もしれないが、いずれ金利は自由に動くようになるであろうと申し上げた。

植田委員

例えば、2月29日には量を一定にしておくで金利は上がってしまう。

中原委員

量的緩和をする訳である。

植田委員

ある程度の規模までの量的緩和では十分でないとするれば、2月29日には金利は上がってしまう。

中原委員

しかし、これまでの政策委員会委員の多くの議論は、既に十分出ているため金利は上がらないという議論ではないか。私はそれ以上に増やしなさいという提案である。そして、最初のうちはゼロに貼り付くかもしれないが、いずれ動き出すであろうと申し上げた。

植田委員

通常の状態であれば十分出ている訳であるが、去年の12月や本年の2月29日のような時には十分ではなくなると思う。

中原委員

それはタイミングの問題で言われているのではないか。

植田委員

量をリジットに固定すれば、直ちに金利がかなり上昇すると思う。そうなれば、この提案にあるようにマネタリーベースを目標値から超えて拡大せざるを得なくなるのではないか。

中原委員

たまたま本日のタイミングは2月29日に当たっているが、そうした場合には必要な措置を採りなさいということもダイレクティブに入っている訳である。

植田委員

そうすると、金利を安定化させるために量を出す訳であり、何らかの金利に関するターゲットを持っているということにならざるを得ない。従って、完全な量的ターゲティングではなく、金利についてある種の安定化させる目標をインプリシットに持っていることになる。

中原委員

植田委員は、2月29日という特殊なものを捉えて言っている。

植田委員

それは12月にもきた。

中原委員

それを超えれば、元に戻る。

植田委員

それはいつくるか分からない。

中原委員

その問題については、十分に量的な資金を出しなさいと言っている訳である。そしてマーケットの不安を払拭するようにと言っている訳であり、大丈夫だと思う。

植田委員

私はその点が不明解だと思う。

山口副総裁

リザーブに対する需要は常に変動している訳であり、大幅に増える時もあれば、減る時もある。大幅に増える時に、金利を安定化させるため一層の量的拡大を図るというディレクティブの最後の部分を適用するのであれば、やはりゼロ金利が続くのではないのか。また、植田委員の指摘と若干重なるが、この提案はマネタリーベースのコントロールは非常に難しいということ半ば認めており、中途半端な面がある。ややコメントしづらいが、要するに超過準備を大量に継続的に供給し続ける、あるいは増やし続けることにより、量的な緩和を図るという内容になっている訳であり、その場合にも短期金利はやはりゼロであり続けるのではないか。

中原委員

そうであろう。ただし、仮にインフレ期待が変わってくれば、それはどうなるか分からない。

山口副総裁

それでもコールレートがゼロ金利から離れることにはならない。

インフレ期待が変わるといっても中長期の方に跳ねていく訳であり、短期金利はゼロであり続けるのがこの提案だと思う。

中原委員

それはその時のマーケットの状態や期待によるであろう。

山口副総裁

否。期待が反映していくのは中長期の金利であり、短期金利は超過準備を供給し続ける限りはゼロであり続けるはずである。

中原委員

それでもいいと思う。中長期が跳ねれば構わない。

山口副総裁

そうするとゼロ金利から離れるという提案は矛盾しているのではないか。

中原委員

現在のゼロ金利政策を解除してくれと言っている訳である。

山口副総裁

超過準備を供給し続けるということは、ゼロ金利を解除できないということと同義である。

中原委員

それは短期ではそうかもしれない。

山口副総裁

当座預金の方がオペレーションにやり易いという点はそのとおりだと思うが、短期のオペでも札割れがかなり出ている状態であり、逆に大量の超過準備供給を狙い当座預金残高を嵩上げしていくには結局長期債のオペを多用せざるを得ないことになる。多用すればするほど、短期の分野では札割れがさらに増えていくはずである。従って、最終的にはこれは準備預金、あるいは当座預金のほとんど全てを長期債のオペレーションで供給していくことになりかねない提案である。そういう帰結については色々なリスクがあり、最近出てきているリスクの一つは本日植田委員から問題提起があったようなことだと思う。これは非常に大きな問題をはらんだ提案だと思う。

速水議長

採決が済んでいるが、意見は記録に残しておいて下さい。

[政府からの出席者入室]

政策委員会として、当面の金融市場調節方針として、賛成多数でゼロ金利政策を継続することが決定された。黒田理事と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 30 分後に行なうので、それまでの間は厳に出席者限りということで宜しくお願いする。

V. 閉会

速水議長

以上をもって本日の決定会合を終了する。

(午後 1 時 6 分閉会)

以 上