

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年2月28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：

財務省	若林正俊	財務副大臣（9:01～10:57）
	田村義雄	大臣官房総括審議官（10:57～15:48）
内閣府	小林勇造	内閣府政策統括官（経済財政一運営担当） （9:01～15:48）

（執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	増渕 稔
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	鮫島正大（9:01～9:36）
企画室企画第1課長	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

（事務局）

政策委員会室長	横田 格
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
企画室企画第2課長	田中洋樹（9:01～9:36）
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

## I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時1分開会)

はじめに私から皆様に金融政策決定会合にかかる情報管理の厳正化について、改めてお願いを申し上げたい。皆様に配付してある書面を読み上げる。

「金融政策決定会合にかかる情報管理の厳正化について。金融政策決定会合が開催される都度、未公表の議事内容や議決結果等にかかる報道が行われていることは、まことに遺憾なことであります。金融政策決定会合に対する社会的信認を確保するためには、関係者が、厳正な機密管理の確保に、従来にも増して真剣に取り組む必要があります。ご承知のとおり、本行の役職員は、日本銀行法や服務準則等が定める守秘義務に服し、万一これに違反することがあれば、罰則の対象になります。また、金融政策決定会合参加者の間には、『金融政策に関する対外発言についての申し合わせ』があり、その中で、1. 決定会合の様態についての機密の保持、及び、2. ブラックアウトルール、を約束しております。会合参加者におかれては、これらの規定や申し合わせを厳格に遵守し、機密漏洩を未然に防止するとともに、機密情報に関与する可能性のある関係者にも、その趣旨を徹底して戴くよう、改めてお願いします。」

以上であるが、大変重要な案件であるので、会合出席の皆様には、何卒宜しく願います。この場のことは余り外に出ないように宜しく願います。

三木委員

了解した。

速水議長

さて本日の取り進め方を申すと、まず前々回会合の議事要旨を承認して頂き、続いて前回の会合で新設することを決定した「ロンバート型貸出」の詳細等について、執行部から提案があるので、決議して頂きたいと思う。その後はいつものとおり、金融経済情勢に関する執行部からの報告、委員による金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議、もしあれば政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたい。

政府から出席の方々は、本日は財務省から若林副大臣、内閣府からは小林政策統括官が出席している。なお若林副大臣は午前中の途中でお帰りになり、代わって田村総括審議官がおみえになると伺っている。

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ことを前提としている。こういう約束であるので、委員及び政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しく願います。

## Ⅱ. 議事要旨（1/19日開催分）の承認

速水議長

それでは最初に前々回1月19日会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。手許の議事要旨に異議がないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することにする。なお本議事要旨は、3月5日月曜日の午後2時に公表されることになる。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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. 『補完貸付制度基本要領』の制定等に関する決定（資料-1）

速水議長

次に「補完貸付制度基本要領」の制定等について、執行部から提案があるので決議頂きたい。これは前回の会合で新設することを決定したロンバート型貸付の詳細等を決定頂くものである。説明は企画室から増淵理事と鮫島参事役にお願ひする。

鮫島企画室参事役

まず前回会合で基本方針を決めて頂いたロンバート型貸付の名称については、現在のオペによる流動性供給の枠組みを補完し、市場の安定化を図るという意味で、補完貸付制度としてはどうかと考えている。その概要であるが、制度の趣旨は前回ご説明したとおりである。貸付先は、貸付先となる条件を三つ定めている。まずほかのオペと同様、業態については、銀行等、証券会社、証券金融会社または短資会社であることである。それから本行本支店の手形貸付取引先であること。そして自己資本の状況、考



査等から得られた情報に照らし、信用力が十分であると認められることの三つである。この信用力に関して自己資本の状況については、ほかのオペと同様に自己資本比率基準を採用したいと考えている。具体的には銀行等については国際基準適用先は8%以上、国内基準適用先は4%以上である。それから証券会社については自己資本規制比率200%以上である。証券金融会社、短資会社についてもこれに準じて考えたいと思っている。それから(2)貸付先の承認手続を設け、予め対象先を明確にしておくと共に、年1回の頻度でこれを見直して参りたいと考えている。これもほかのオペと同様の扱いである。

次に貸付店は、本店または支店のうち1か店を貸付先に指定してもらう形にする。地銀等では支店を指定する先もあろうかと思う。取引先数については図表1に業態別取引先数を掲げているが、現在手形貸付取引先数は342先である。この中から希望する先を承認することとなるが、新たに希望があれば勿論手続を行なってもらうことになる。

それから4. 貸付期間は、1営業日、オーバーナイトを基本としている。ただし準備預金制度における積み期間の1積み期間中に、原則として5営業日まで基準貸付利率である公定歩合によるロール・オーバーを認める仕組みにしたいと考えている。これは5営業日までと限って日銀信用への過度の依存を排除する趣旨であるが、過去数年の期末、年末等の金利跳び上がりの局面をみると、大体1積み期間に5営業日あれば十分に流動性プレミアムを抑制する効果があるとみられる。

5. 貸付利率は、1積み期間中5営業日まで公定歩合とする。現在の水準では0.35%となる。それから1積み期間に累計で5営業日を超えて貸付けを実行した場合、6営業日目以降については基準貸付利率+2%の上乗せ金利を乗せた金利を適用したいと考えている。この上乗せ金利については、貸付先が本行の貸付けに過度に依存することを回避するに十分な水準に設定するという考え方である。仕組みとして1積み期間を一区切りとしているので、1か月の資金調達コストを考えてみると、補完貸付制度の貸付け利率は5営業日までは公定歩合、それを超える場合は公定歩合

+ $\alpha$ %になる訳であるが、この貸付制度を最大限利用するために週末金曜日に借り入れて翌週初に返済することをすると、3日間借り入れることができる。これを組み合わせると1積み期間に4回の週末とあと1営業日借りることができる、13日間借り入れることができる。この場合の1か月間の資金調達コストである加重平均レートが1か月物の市場金利を下回る場合には、貸付先が日銀信用に過度に依存することになりかねない。TIBOR、CD各1か月物のレートとオーバーナイト・コールレートの乖離幅と、公定歩合への上乗せ金利 $\alpha$ がそれぞれ2%、1%、0.5%の場合に貸付制度を1か月目一杯使った場合の調達コストとオーバーナイト・コールレートの乖離幅、を比較してみると、+ $\alpha$ が0.5%であると、市場金利の方が高いケースがかなりある。それから1%としても結構市場金利の方が高いケースがみられるが、上乗せ金利を2%とすると84年以降の間でも市場金利の方が高いケースはないことになる。一方でペナルティレートほど懲罰的な高い金利にはしないことも考えると、上乗せ金利+ $\alpha$ については、2%にするのが適切な水準というのが私共の案である。

公定歩合による貸付け上限日数は、通常5営業日で十分であるが、例えばY2Kの時のように金融調節上必要と認められる場合には、1積み期間の営業日数の2分の1以下の範囲内——営業日が20日間であれば10日以内——で総裁の判断により上限日数を引き上げ得る扱いに念のためしておきたいと考えている。それから6. 貸付金額は、担保の価額の範囲内で貸付先が希望する金額とし、貸付限度額は設けないという考え方である。

7. の担保については、適格担保を予め差入れてもらうが、当面は事務、システム上の問題があり、債券と証書貸付債権に限定する扱いとする。具体的には手形が入ってこないということである。貸付けについては据置担保、政府貸出のスキームを使う訳であるが、今この担保の差入額は約1兆円である。他方いわゆる共通担保は、直近で50兆円入っている。このうち、共通担保見合いで与信を実行している額が23兆円ばかりとまだ枠に余裕がある状態である。先程手形が当面对象にならないと申し上げたが、手形も約2兆円であるので、これを勘案しても担保面ではかなりの余裕が

あり、これを据置担保に移してくれば十分に使えると思う。

8. 実行方法は、本行が申込みを受けて受動的に貸付けを実行する。方式は手形貸付である。やや細くなるが午後5時同時処理で貸付けを実行し、翌営業日の午後5時同時処理で回収するスキームにしたいと考えている。この辺りの運用イメージについて図表4でざっとご説明する。貸付先は基本的には担保を本行に差し入れておくことになる。ただし、共通担保のうちのかなりのウエイトを占めている振込国債については、当日の午後4時までに関係書類を持ち込めば当日の振替え、担保差入れが可能である。貸付先は原則として午後4時までフロント部署に借入れを申し込むとともに、関係書類をバック部署に持ち込む扱いにする。それを受けてフロント部署は担保余裕額を確認して貸付実行を決定、その旨をバック部署に通知することになる。それを受けてバック部署では通知と提出された関係書類の内容を確認の上、5時同時処理で貸付けを実行することになる訳である。なおフロント部署については本店の場合は審査局、支店は営業課・総務課、バック部署は本店業務局、支店では業務課になる。本店のフロント部署については、今申し上げたような事務の流れを考えると、多数の取引先と日常的な連絡体制が整っている審査局が担当することが適切と考えられるので、ここでは審査局にしたいと考えている。

最後9. 特例的取扱いである。本行は金融調節の円滑な遂行の観点から、特に必要と認める場合には、貸付金額の制限、貸付けの実行の拒絶等、上記と異なる取扱いをすることができる、という特例的取扱いを念のため設けている。ただしこの具体的なケースは貸付先の信用力に懸念がある場合など、極めて例外的なケースに限定されたいと考えている。なお実施日は新しい積み期間が始まる3月16日にしたいと考えている。本日は以上の内容に沿って起案した「補完貸付制度基本要領」(案)とこの事務の取扱いのために必要となる「日本銀行組織規程」の一部改正案がお諮りする主な内容である。

次に以上と合わせて既に政策的意義が薄れている貸出制度の廃止または取扱い停止を三件お諮りしたいと思う。昨年10月13日の金融政策決定

会合において、「『商業手形に準ずる手形』等特定の形態の取引を裏付けとする手形を本行の貸出政策上優遇する制度については、その政策運営上の意義が薄れていることを踏まえ、今後、廃止を含めて整理していくこととする」、といった方針を決めて頂いたが、今回金融調節の一層の円滑化を図る趣旨から、受動的に実行する補完貸付制度を導入することになったので、この機会に政策的意義が薄れている貸付制度について整理したい。

具体的にはまず(1) 輸入決済手形制度の廃止である。この制度は輸入促進の趣旨から輸入関係の手形を担保として優遇する手形貸付である。金融機関毎に貸付限度額を設定し、その範囲内で受動的に貸付けを実施するスキームである。利率は公定歩合である。78年に輸入促進の趣旨から暫定措置として導入して、79年に一旦取扱いを停止しているが、83年11月に対外不均衡是正のための措置として再開され今日に至っている。利用状況は、図表5に計数を掲げているが、公定歩合が市場金利を上回っていることもあり、利用額は漸次減少し、最近では94億円とかなり減少してきている。考え方としては、企業の資金調達手段が多様化して輸入金融の形態も変化してきており、政策的な意義はかなり薄れている。また輸入関係準商手のうち「適格担保取扱基本要領」に規定する手形の要件を満たすものについては、通常の適格担保として用いることが可能である。こういったことを考えると、この際輸入決済手形制度を廃止することとしたいと考えている。今後の具体的な日程としては、なお本制度を利用している先もあるので、直ちに廃止するのではなく、6月末をもって廃止することとしたい。貸付期間3か月以内であるので残高は最長で9月まで残存することになる。なお先程申し上げた利用残高のうち、5割強を韓国系の外銀が占めている訳であるが、10月の基本方針を発表した後、特に反応は寄せられていない。

次に(2) 商業手形割引の取扱い停止である。この制度は、金融機関が民間企業から割り引いた商業手形を本行が再割引するものである。これも割引限度額を設定してその範囲で申し込みに応じて割引を実施するスキームである。割引率は公定歩合である。これは歴史的には古く、本行が

創設された時から開始している。かつては企業の大規模な資金不足や短期金融市場が未発達であったことを背景に、重要な金融調節手段として機能したが、商業手形がこのところかなり減少しているし、公定歩合が市場金利を上回っているため、割引残高は減少しており、図表6にあるように、最近の残高は50億円程度まで減少してきている。金融市場の発展に伴い調節手段の整備が進んでいる現在では、商業手形割引の政策運営上の意義は乏しくなっているため、その取扱いを停止することとしたいと考えている。但し、準備預金法等で本行の商業手形の割引率、公定歩合が引用されていることも勘案し、制度としては存続させる扱いとする。取扱いを停止する日程としては、6月末を考えている。

最後に(3)基準外貸付制度の廃止である。この制度は、81年に海外金利や為替の動向に応じて短期金融市場をより適切に運営していく趣旨から導入している。金利は公定歩合を上回る利率、貸付期間は3か月以内の極力短期間である。運用指針として原則は一時的、例外的なものとして決められたスキームである。経緯としては、81年3月に公定歩合の引き下げを行なった際に導入したものである。ちょうど第二次オイルショック後の景気後退局面で、当時内外金利差の拡大による円安の急速な進行が懸念されたことから、万一の場合に短期市場金利を高め誘導し得るよう、貸付金利を弾力的に決定・変更できる貸付制度を導入したものである。実際のところ利用実績はこれまでない。金利自由化が進み、金融政策運営が市場金利をターゲットとする金融調節を通じて行なわれるようになっていく中で、本来の調節貸出の仕組みを前提としたこの制度の意義は薄れてきている。また今回の補完貸付制度の導入に伴い、公定歩合はコールレート変動の上限を画するものとして位置付けられた訳であるが、こうした枠組みの下で、基準外貸付利率を設定する意義が明らかでなくなっている。従ってこの際、基準外貸付制度を廃止することとしたいと考えている。これについては実績がないので、即日廃止したいと考えている。以上がご説明である。

付議文については以上ご説明した内容を規程に落としたものであるの

で、細部の説明は省略する。「補完貸付制度基本要領」の制定等に関する件である。内容は大きく三つあり、最初が2月9日の金融政策決定会合で決定した「公定歩合により受動的に実行する貸出制度の導入に関する件」において示した方針に基づき、下記1.の措置を講ずることで補完貸付制度に関するものである。またこれに合わせて、昨年10月13日の「『適格担保取扱基本要領』の制定等に関する件」において示した方針を踏まえ、政策運営上の意義が薄れている貸出制度を整理することとし、下記2.から4.までの措置を講ずること。これは入決等の廃止等に関するものである。このほか下記1.から3.までの措置の実施等のため、下記5.の措置を講ずることで、これは組織規程の一部改正に関するものである。

具体的に1.は補完貸付制度の新設についてである。(1)「補完貸付制度基本要領」を別紙1.のとおり制定すること。(2)基本要領5.(2)ただし書きに規定する公定歩合で貸付ける上限日数、及び同9.に規定する特例的取扱いについては、総裁が決定し得ることとすること、である。それから2.は輸入決済手形制度の廃止に関するものである。(1)平成13年6月末限りで廃止すること。以下は関連の四本の政策委員会決定を廃止することに関するものである。(2)は入決で残高が7月以降9月まで残るものの取り扱いに関する経過措置的なものである。3.は商業手形割引の取扱い停止に関する部分であり、これも同様に平成13年6月末限りで取扱いを停止すること。以下は廃止する決定に対する記述である。(2)は経過措置である。それから4.基準外貸付制度の廃止は本日限りで廃止することと定めている。以下は廃止する決定に関するものである。5.は「日本銀行組織規程」の一部変更であり、これを別紙2.にあるとおり一部変更するとの内容である。

「補完貸付制度基本要領(案)」の1.趣旨であるが、「この基本要領は、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、本行が予め明確に定めた条件に基づき、貸付先からの借入申込みを受けて受動的に実行する貸付けに関する基本的事項を定めるものとする」である。2.貸付先では先程ご説明した貸

付先となる三つの条件と(2)承認手続について記述している。3.貸付店と4.貸付期間は説明したとおりである。5.貸付利率については、基準貸付利率とするが、1積み期間において一定の上限日数として定める5営業日を超える貸付先に対しては基準貸付利率に年2%を上乗せした利率を適用する旨定めている。6.貸付金額、7.担保については、説明したとおりである。8.実行方法では、受動的に貸付けを実行することを明確に定め裁量的ではないことを明らかにしている。それから特例的取扱いを9.に念のため定めている。

『日本銀行組織規程』中一部変更(案)では、金融市場局の事務に関する第13条を改めている。調節目的の今回の貸付けを審査局の所掌とするので、その審査局に属するものを「他の所掌に属するものを除く」との形で調整している。同時に審査局の事務に関する第16条のうち、貸付けにかかる第三号を改める。これまで信用秩序の維持に資することを目的として行なうスキームの貸付けとの文言が入っていたので、これを削除し、合わせて手形の割引も含め審査局の所掌とすることとしている。この件に関しては補完貸付の準備の都合もあり、本日からの即日実施としたいと考えている。

速水議長

ただ今の説明について質問、意見があればどなたからでもどうぞ。

植田委員

最後の説明に関連して、これを金融調節マターだとみれば、本来は金融市場局がフロント事務を行なうべきだと思うが、現在の体制では無理だということか。

鮫島企画室参事役

今の体制であると金融市場局でそのまま取り扱うのはなかなか難しい。先程申し上げたように審査局が日頃資金繰りをはじめ多数の取引先とコ

ンタクトを取っている体制を作っているの、考査局で取り扱うのが一番自然ではないかと思う。

植田委員

決定会合マターではないが、考査と金融市場局を分けた趣旨から少し逆行してしまう。逆行というのも言い過ぎかもしれないが、別の機会に議論してみたい。

増淵理事

今の人員体制では金融市場局で行なうことには少し無理があるので、正直なところやむを得ずこうする面はある。考査には受動的な貸付けである趣旨をよく徹底する必要はあるし、徹底したいと考えている。

中原委員

今の話は将来しかるべき時点で見直さないといけない。当面は窓口の利便性を優先してもよいが、組織化の原理もあるから、ある時点ではしっかり見直した方がよいと思う。

それから例外的な取扱いはここにある規定振りで極力ミニマイズされていると理解して宜しいか。

増淵理事

そのとおりである。

速水議長

他にあるか。

田谷委員

この「補完貸付制度基本要領」という文書は誰に宛てて出している文書なのか。これは行内のものか。



鮫島企画室参事役

これは行内の事務取扱いのための基本方針を定めたものである。

田谷委員

それなら結構である。「適格担保を貸付先から予め差入れさせるものとする」とか幾つか取引先に対する文書としては適當ではない表現もあったので、聞いたままである。

速水議長

それでは採決に入りたいと思う。

[政府からの出席者退室]

〔「補完貸付制度基本要領」の制定等に関する議案について  
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

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

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

それでは政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として「『補完貸付制度基本要領』の制定等に関する件」について執行部提案が全員一致で決定された。本件は会合終了後、執行部から適宜の方法で对外公表したいと思う。

#### IV. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それではただ今から通常の金融経済情勢等に関して執行部から報告してもらおう。最初に金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融・為替市場の動向について説明をしてもらおう。増淵理事と山下金融市場局長にお願いする。

##### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-3）

山下金融市場局長

金融調節面では前回会合以降も総じて落ち着いた市場地合いが続く中で、引き続き日々の資金需要の変化に応じる形で潤沢な資金供給を行ってきた。この結果、オーバーナイト加重平均レートは、2月13日の積み最終日を控えた連休明けに予想以上に資金需要が強まって0.28%までレートが上昇したのを除き、0.25%前後での安定した推移となった。

この間の金融調節関連の話題を二点報告する。その第一は、前回会合での決定を踏まえて短国買いオペを2月13日と20日の二度に亘り実施したことである。その詳細は追加資料に整理してあるが、残存期間3か月超の

長めの短国、12銘柄を対象として13日は1千億円、20日には2千億円の買い入れを実施したところ、それぞれオファー額に対し5.5倍、3.7倍の積極的な応札があった。今後は買入額を3千億円に増やし、TB市場の流動性が高まるTBの発行日当日ないし直後に定例的に実施して参りたいと考えている。第二の話題は、年度末越え資金供給オペの落札レートがここにきて一段と低下をみていることである。例えば国債借入、レポ・オペでは、決定会合が行なわれた2月9日の0.286%から19日には0.180%へと10bp以上の低下となっており、ほかのオペでも同様の動きとなっている。これは前回会合における政策パッケージの決定を受けて、年度末越えの資金繰りに一段と安心感が広がっていることなどを背景としたものである。もっとも、その後は、落札レートがオーバーナイト・コールレートをかなり下回る水準となったこともあり、マーケット調達に比べ一段と割安になってきていることなどから、オペ先の応札が積極化してきているため、レートは心持ち強含み気味に推移している。金融調節面では当面の資金不足のピークである3月5日、ネットの要資金供給額が56兆円と既往ピークとなる見込みであるが、その資金供給にも漸く目途がついたので、3月16日から実施される補完貸付制度導入の効果を睨みつつ、引き続き年度末越えの資金供給オペレーションを円滑に進めて参りたいと考えている。

次に最近のマーケット動向では、この間の動きで特に目立っているのは前回会合での政策パッケージの決定を受けて長・短金利が大幅な低下を示したことである。また株価は、米国株価の大幅下落などを背景に昨年初来安値圏で弱含みで推移するなど、神経質な展開を続けている。この間、円の対ドル相場は、115円～117円台でやや方向感に欠ける動きとなっている。こうした最近のマーケット動向の中で市場関係者の当面の関心は、不安定な動きを続けている株価動向の先行きと本行の金融政策運営の二つに集まってきているように窺われる。まず株価動向では、日経平均株価が前回会合以降1万3千円台前半の昨年初来安値圏でもみ合いつつ、やや弱含む展開となっており、昨日は1万3,059円と昨年初来安値を更新して引

けている。こうした株価の低迷は、米国株価、特にNASDAQがIT関連企業の業績悪化等から再び大きく下落していることや、わが国でも電気機械、通信などIT関連企業の業績下方修正の動きがここに来て相次いでいること、さらには3月期末を控えて益出しや持ち合い解消の売りが続いていることなどを背景としたものである。この間の株式市場動向の特徴点としては二点指摘できると思う。第一は、銀行株が2月9日の決定会合以降大きく反発していることである。これは本行の流動性拡充策等の決定や柳沢金融担当相の不良債権抜本処理方針の発言が好感され、銀行株を買い戻す動きが広がったためである。実際銀行株指数の動きをみると、8日から一昨日までの約二週間で15%の大幅上昇となった後、昨日は4%強の下落となっている。昨日の下落は、柳沢大臣が直接償却の対象は企業の再建計画の中での債権放棄が中心となると発言され、これを契機に不良債権抜本処理策への期待が後退、戻り売りの動きがみられたことなどによるものである。第二の特徴は、主体別株式売買状況で分かるように、1月に大きく買い戻しの動きをみせた海外投資家がここに来て再び慎重な購入姿勢に転じてきていることである。すなわち1月中NASDAQは、1月3日以来30日までで24%の大幅上昇を示した後、また下落に転じた訳であるが、この下落を受けたりバランスの動きなどもあり、1月中は9千億円の大規模買い越しになった後、2月に入ってから買い越額が減少してきている。これはNASDAQをはじめとする海外株価の下落やわが国政局の先行き不透明感などを背景に、海外の投資家に模様眺め気分が強まっていることなどによるものと指摘されている。株価の先行きに関する市場筋の見方を窺うと、相場水準自体については割安感を指摘する向きが多くなってきているが、当面3月中頃までは期末を睨んだ益出しや持ち合い解消の圧力が強い。うえ、米国株価やわが国の企業業績等の先行き不透明感が一段と強まっていることから、引き続き昨年初来の安値圏内で下値を探る展開を辿るといった見方が、今のところ一般的となっている。

次に第二のポイントである長・短金利動向であるが、まず短期のターム物レートは、前回会合以降年度末越えのやや長めのターム物を中心に大幅

に低下している。例えばユーロ円レート 3Mは 2 月 8 日の 0.46%から昨日の 0.34%へと 12bp の低下をみせているほか、短国 1 年物は同じ期間に 0.290%から 0.160%へと 13bp の大幅低下となっている。こうした短期金利の大幅低下の背景としては、前回会合での決定を受けて、年度末越えの資金手当てに対する安心感が一段と拡がったこと、特に短国の 6M以上の残存期間物では短国買切オペの活用方針が好感されていること、さらには G7 後に報道された柳沢金融担当相や植田委員、田谷委員、山口副總裁の一連の発言等から、不良債権の抜本処理策とのパッケージで追加的な金融緩和策が採られるのではないかといった思惑が一部で出てきていること、などが指摘されている。実際 98 年から 99 年のゼロ金利移行前後の金先レートの推移でゼロ金利政策が決定された 99 年 2 月 12 日と、2 月 9 日会合の値を比べてみると、今回は既に各限月とも 99 年 3 月のゼロ金利移行直後の水準まで低下をみており、特に 1 年後の 3 月限、今で言うと 2002 年 3 月限は 99 年 3 月当時を下回るレベルまで低下している。また短国イールドカーブの変化をみると、先週末 23 日のイールドカーブは、残存期間 2 ヶ月物以降で既に翌日物オーバーナイト・レートを下回る 0.20%前後のレベルで緩やかな逆イールドカーブが形成されているなど、金利先安感の強いマーケット・センチメントが窺われる状況となっている。この間長期金利も前回会合以降一段と低下し、足許では 99 年 5 月以来の 1.4%前後での推移となっている。これは景況感の慎重化が続いていることに加え、本行の流動性供給拡充策の決定を受け、短期金利の跳ね上がるリスクが大きく後退したといった見方から、長期債に対する買い安心感が拡がっていること、構造改革推進政策実施とセットでの追加的な金融緩和実施への思惑が一部にみられていることなどを背景としたものである。足許のレートの動きは、21 日には一時 1.36%までいったが、その後は一部都銀、系統筋から利益確定や利食いの売りが大量に出たため、一旦 1.4%の半ばまで大幅に上昇した。しかし、その後は S & P 社による日本国債の格下げ発表という悪材料があったにもかかわらず、むしろ押目買いからレートは再び 1.3%台に低下している。本日は先程の鉱工業生産の発表を受けて、1.34%

までまた大きく下がっている。1月19日の議長指示以降のイールドカーブの変化をみると、10年以上の長期ゾーンを中心に各タームで大きく低下していることがみて頂けるかと思う。

資料の一昨日公表された投資家アンケートの結果を簡単に紹介すると、金融政策の要因が景気動向要因以上に長期金利の低下要因として作用するとマーケット関係者は評価しているとの結果であり、今後の金融政策運営への関心の高さが窺われる結果かと思う。

ただ10年債利回りが1.3%台までくると、さすがにこれ以上のレート低下には懐疑的な見方が強くなってきているように感じられる。一つには98年秋から99年初にかけての長期金利の乱高下、98年9月利下げ後の債券ミニバブルと運用部ショック後のレート的大幅変動を示しているが、市場関係者の頭にはこの記憶が生々しく残っていることが挙げられる。また二つ目には、政府負債残高の拡大に伴い、金利変動リスクが著しく増大してきていることなどが影響しているものと思う。実際、利付国債残高は、資金運用部ショックの直前である98年9月当時の251兆円から昨年9月末には306兆円に拡大している。かつ2.5%以下の低クーポン債のウエイトも98年9月当時の26%前後から、昨年9月には48%まで拡大している。このままいくと来年3月末には国債残高が約350兆円、2.5%以下の低クーポン債のウエイトが6割前後になる見通しにあることなどを考えると、市場参加者が先行きに対し慎重な見方を取ることは当然のことと理解できるところである。もっとも長期的にはともかく、当面の金融経済情勢の下では、金利上昇のリスクがほとんどないといった見方が支配的であり、目先3月中は期末を睨んだ益出しのための利食いの動きと押目買いが交錯する中で、1.4%を挟んだやや値動きの荒い相場展開が続くことが予想されている。

この間社債流通利回りの対国債スプレッドは、2月の初めにかけてやや拡大する気配が窺われたが、前回決定会合以降は金利が全般的に低下する中で若干縮小気味に推移している。もっとも興銀債、新生銀行債などの一部の金融債のスプレッドが引き続きやや拡大気味となっている点には注

意を払っていくことが必要かと思う。

最後に円／ドル相場動向について一言だけ触れると、前回会合以降は概ね115円～117円台のレンジでもみ合う展開となっている。これは円買い要因としては国内機関投資家の期末を睨んだ益出しのための外貨建て資産処分、いわゆるレパトリの動きがみられたことや短期筋のショートポジションの利食いの動きなどがある一方、円安要因として本邦経済、株価の先行き不透明感の強まり、さらには本行の追加金融緩和実施に対する思惑などがあり、両者が交錯する形になっているためである。足許では116円台の動きとなっているが、当面3月については114円前後から117円前後のレンジでやや方向感に欠ける展開を予想する向きが大勢となっている。

以上申し上げたように、日米の株価が引き続き不安定な地合いを辿る中で、マーケットの関心は取り敢えずFedが次回のFOMC前に緊急利下げに踏み切るかどうか、並びに日本政府が不良資産問題の解決に向けて思い切った対策を打てるのかどうか、またそれとの関係での日本銀行の対応に関心が集まってきているように思われる。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

三木委員

ジャパン・プレミアムの状況はどうか。

山下金融市場局長

通常のジャパン・プレミアムはゼロの状況である。

三木委員

短い方はそうであろうが、長い方はどうか。

山下金融市場局長

ジャパン・プレミアムの測り方には幾つかあるが、長い方と言われたのは例えば興銀の方か。外貨建て政府保証債の対米国債との比較で測ったものは、最近はむしろ若干低下している。一方、興銀が発行している優先証券との比較は若干ここへ来てまた拡大している。ただ、これは非常に取引が少ないこと、優先証券なので仮に銀行決算が苦しくなって配当がなくなるといったリスクを勘案しているので、多少ジャパン・プレミアム以外のマージナルな変化を表わしている可能性もある。

三木委員

あまり気にすることはしないのか。

山下金融市場局長

銀行株が下がっていく背景には例えば9月の決算を展望してとか、色々なことが関係してくるので、そういうところとの関連では引き続きみていく必要があると思う。

三木委員

優先証券などでみた金利差は7.5%も乗っかるのか。

山下金融市場局長

優先証券は、リスクの非常に大きい債券であるのでこの位の金利差がある。

三木委員

ものすごいリスクではないか。そうではないのか。

山下金融市場局長

ただ、例えば金融債であれば、まだまだ国債に対して30bp程度に止ま



る。

中原委員

国債の数字を98年の10月とか、色々挙げていたが、3百何十兆とか言っていた数字をもう一回教えてもらいたい。

山下金融市場局長

それは残高で、利付国債の98年9月の残高が251兆円、昨年9月末が306兆円、来年度の予算を前提として計算すると、来年度3月末は350兆円位になる。

中原委員

それから、低クーポン債についても言及していたが。

山下金融市場局長

低クーポン債の比率は98年9月が26%前後、昨年9月が48%、これから発行されるものは全て2.5%以下になる可能性がかなり高いと思われ、それを前提とすると、来年度末は6割強になる。

中原委員

60%強か。低クーポン債の定義は2.5%以下ということだな。

山下金融市場局長

然り。

中原委員

もう一つ、スプレッドの動向に関し新生銀行のBB格の話をしていたか。

山下金融市場局長

社債は、このところの株価の下落に伴って多少トリプルB格債やA格債で2月の初めにかけて若干スプレッドが開き気味であるので、注意する必要があると申し上げてきた。ただ、前回会合以降は全般的に金利が下がった下で社債の流動性も高まったようなので、社債の流通利回りの対国債スプレッドについては若干縮小している。これに対して金融債については、新生銀行、興銀、東京三菱と、それぞれ若干拡大している感じになっている。例えば興銀は2.5bp拡大しているし、新生銀行だと1.7bpである。ただ、例えば銀行債を発行している住友や三和、東京三菱も銀行債については若干縮小しているのので、銀行部門に対する警戒感から上がっている訳ではない。

中原委員

東京三菱、住友と三和は銀行債での比較だな。

植田委員

今の社債のスプレッドについては、よく金融システムが傷ついているのでリスクがとれないといった言い方をしたりするが、例えばトリプルBをみると経済のダウンサイド・リスクが高まる中で、リスクが高まっているように思える。そうするともう少しスプレッドが開いても不思議はないと思う。しかし大雑把にみればフラットということは、市場にリスク・テイクング・アビリティが十分あるということなのか、それとも何か臨界点みたいなものがあって、そこにまだ達していないイメージなのか。

山下金融市場局長

クレジットが心配される問題先については非常に上がっている。それは何百bpといった状況で、そういう意味でのクレジット・コンシャス、リスク・コンシャスは非常に高まっている。ただ、トリプルBはそれなりに高い格付であり、銀行が貸出をする場合、銀行が問題にする先は、トリプ

ルBよりはもっと下の格付先や中堅・中小企業が多い訳である。そういうところに対してリスクを取るとか、従来の審査手法で対応できないベンチャーなど新しい産業についてのリスクは取れないということが大きくて、トリプルB辺りの企業であれば、企業収益は良くなってきているし、格付動向を見ても、まだトントンか格上げに若干バイアスがかかっているような感じなので、これまでのところは、このレベルに疑問符がついていることはないと思う。

#### 山口副総裁

外人投資家の動きでは、先程株式市場に年初来かなり大きな資金が入ってきているとの説明があったが、これは為替レートがこの辺の水準からあまり円安方向に動いていない要因にもなっているのか。

#### 山下金融市場局長

それはあり得ると思う。ただ、為替相場が今 120 円近くまで行って戻ってきたのは、基本的には日本が一番弱いということで 120 円までいくのではないかと短期筋がショート・ポジションを巻き上げてきて、特に当局の方々の発言が 120 円が円安の限度ではないかといったように窺われたところで巻き戻しに入った。それから 2 月が近付いてくると、期末を控えて株では利益がなかなか出せないのも、外貨建ての資産を売却するところが非常に増えてきていることが効いている。116 円、117 円になると、特に国内の機関投資家を中心に売りが出る。ご指摘のとおり 1 月については外人投資家の行動がプラスに働いたことは事実かと思うが、最近の円相場が多少円高方向でバイアスがあるのは今申し上げた二つの要因が大きいと思う。

#### 速水議長

9 日に決定した政策を実施して、2 週間後にどういう効果が出ているかということ、ユーロ円 3 か月物の市場レートが 0.34% と 9 日現在から 0.1%

以上下がっていることになるのか。年末は確か0.6%位であった。

山下金融市場局長

然り。

速水議長

このレートは大体これ位で期末を越えていくことになるのか。

山下金融市場局長

日本銀行の金融政策が変わらない前提で言うと、——もちろん今日の鉱工業生産とか景気基調の動きにもよるが——短いところについては0.25%が一つのベースになるので、あまり大きく変わらない、かなり下がってきたという評価でいいと思う。

速水議長

買い切りで短国を3千億円買った際、応札が非常に多かったとのことであるが、その辺の資金の流れ方としては従来に比べて改善した格好になっているのか。

山下金融市場局長

短国のレートを見ると、一番下がっているのは6か月、1年物といった長いところである。特にTBの金利については短国の買切オペが入ることが非常に大きな下げ要因になってきて、取引が活発化している面があると思う。そういう意味では金利全般、特にイールドカーブを寝かせる方向での作用があったと言えると思う。

山口副総裁

資金供給としては金融セクターに対する資金供給であるから、そっちは変わらないのではないか。

#### 山下金融市場局長

ただ、例えば証券会社がオペ先として入ってくるが、証券業者が調達してくる相手がノンバンクであったりする。例えばレポ・オペあるいは短国買入オペもそうであるが、生保辺りがここまでレポ・オペの調達コストが下がってくると、レポ・オペで調達をしてCDに運用するといったアービトラージが入ってくるので、このように私共が資金供給を行ない、それも低いレートで供給するとなると、それが色々なアービトラージを生んで、CDやCPなどの金利押し下げ圧力として働いている。それは明確にこの2週間で動いていると思う。

#### 速水議長

第一回に1千億円、第二回に2千億円と二週間で3千億円の短国買入になるが、大体これくらいのペースで実施していく積もりなのか。

#### 山下金融市場局長

今のマーケットサイズ、TBにも非常に人気があることなどを考えると、当面私共は一回3千億円、月二回位のペースで実施してはどうかと考えている。そうするとデュレーションが6、7か月と考えると、ピークで6千億円×7か月の、4兆円強の供給が維持できることになるので、そういう意味では調節面では非常に私共は助かるし、マーケットにも大きなインパクトがあると思う。

#### 速水議長

償還期日がきても、見合う金額をまた補填して買っていくような形になるのか。

#### 山下金融市場局長

毎月買っていく訳である。デュレーションは約7か月であるから、大体

7か月経つと現金償還されてくるが、毎月6千億円程度を買い増していくので7か月経つと供給残高が4兆円とか5兆円で安定してくるという形になると思う。

速水議長

そんなに売り要望が沢山あるのは、どういうことなのか。かなりTBが余っているということか。

山下金融市場局長

いずれにしても今は運用難であるから、TBもFBも非常に人気が高い。ただそれは私共が高い値段で買っていることに依っているのだと思う。TBの発行額は大体30兆円くらいであるが、そのうちの11兆円くらいは私共は現先オペでも既に持っているし、海外中銀なども持っている。そういうことで買える額は非常に限られている。実際1年物や6か月物TBが発行されると、私共は発行当日やその直後に買っているが、2、3日経つと大体皆はめ込まれて余りマーケットに出てこないのではなかなか買えないとのことである。要するに発行直後証券会社が引き受けたTBをどこに売ろうかとしている時に我々が比較的いい値段で買うために人気が出てくる訳である。それが今申し上げたように金利形成に大きな影響を与え全般的な資金の流れを良くしている効果が出ている。

速水議長

鞘が取れるということか。

山下金融市場局長

然り。

速水議長

市場に期末を控えての不安感がなくなった感じはしているのか。

### 山下金融市場局長

マーケットは今日の決定により具体的にどういうロンバート貸付の枠が作られるか、例えば何時まで使えるか、本当に受動的に対応するのか、そういうところをまだ多少懸念しているが、今日決定されたことを発表するとまた一段となると思う。いずれにしても担保さえあれば年末とか物日とか資金が要る時でも心配なく使えるという、それも証券会社まで使えるということで、非常に好感されている。そういう意味ではロンバート貸付は相当インパクトがあり、かつ公定歩合引き下げと一緒に実施されたことで、先程申し上げたように長期金利が大きく下がってきたことの一つの背景になっていると思う。長期金利の場合にはファンディングコストが短期になるので、短期金利が大きく影響する訳であるが、短期が0.35%を超えて大きく跳ね上がることはないというのは非常に大きな安心感になっている。それは明らかに大きな効果である。長・短金利が非常に大きく下がっている一つの大きな背景としてはその安心感が効いていると思う。

### 速水議長

7月から全国支店を含めて手形オペを実施することはどう受け止められ、どれくらいの資金がこれによって供給されることになるのか。

### 山下金融市場局長

これについては今支店等を含め事務フローを詰めている段階で、恐らく3月のこの会合で具体的なオペ先選定要領を決定頂くことになると思うが、そこで発表した後、もう少し具体的なイメージが出てくると思う。今回の全国手形オペについては、支店を通じて地域の地方の中小金融機関まで含めて、担保さえあればオペに参加できる。前回も申し上げたように、私共としては定例的に例えば何千億円といった一定額を月三回位供給していると思っているので、地域の金融機関にとっては資金繰りに対する一定の安心感を醸成する効果もあると思う。ただマーケットではロンバート貸

付制度が非常に大きなインパクトであったので、全国手形オペの方についてはまだそれほど大きな関心は起こっていないように感じている。

速水議長

金利で低下効果が出てきたのは取り敢えず3か月物か。

山下金融市場局長

否、全般に下がっている。特に年度末越え以降が大きく下がっている。短期は0.25%があるので1Wとかではまだなかなか変化はない。

速水議長

一般的に安心感を与えたと言えるのか。

山下金融市場局長

それは言われるとおりである。

速水議長

他になれば国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事と平野国際局長に願います。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-4）

平野国際局長

前回決定会合以降の特徴は、三点あると思う。一つは、米国経済の先行きに関する弱気な見通しの増加、二番目は、米国の株価を中心とする世界的な株安の進行、三番目は、トルコにおける通貨危機の再燃である。

まず、米国経済から説明する。米国の1月の主要経済指標が出揃ったが、これを改めて眺めて、やや注目すべきポイントが三つあると思う。一つは6. 消費者コンフィデンス指数の急激な落ち込みである。昨日、公表された2月は106.8だった。1月よりも更に大きく落ち込んでおり、106.8と



いうレベルは96年6月の100.1以来の低水準になる。二番目の注目点は、最終需要の減速を反映した鉱工業生産の低下であり、11. 鉱工業生産は4か月連続で前月比マイナスとなっている。また、これを反映して12. 製造業稼働率も落ち込んでいる。今の稼働率のレベルは92年2月のレベルである。三番目の特徴は、1月の物価指数がやや高めに出たことである。これは、PPI、CPIとも同じように高めに出ている。このうちCPIの上昇については、直接的には医療費とサービス価格の上昇、あるいは電力・ガス料金の上昇が効いている。単月の動きで判断するのは危険ではあるが、生産性の伸び率鈍化に伴う単位当たりのユニット・レーバー・コストの上昇がコスト・プッシュ要因として表面化してきている可能性もあろうかと思う。

一方、株式市場については、先程市場局長からも説明があったように、ハイテク企業を中心とした企業業績の下方修正の動きが続き、米国株価はNASDAQ、S&Pともに下落している。カバレッジが最も広いWilshire5000は中・下旬に下落して、今のレベルは99年10月のレベルに顔合わせの格好で、昨年3月のピーク時から約2割方下落している。

こうした環境の下、国際機関等による米国経済見通しの下方修正の動きが続いている。ブルーチップの見通しでみると、1月における米国経済の今年の成長見通しは2.6%であったが、2月は2.1%と下方修正された。ダウンサイド・リスクはなお大きく先行きが一段と不透明であると思う。ちなみに 内部の見通しは1%台後半である。こうした状況の下でFFの金利先物は足許、一段と低下して年央までに75bpから100bpのFedの利下げを織り込みつつある状況である。図表11の2、世界株価指数の動向をみると、1月初から月末にかけて世界の株が持ち直した訳であるが、2月央以降急速に下落している姿が見て取れる。もちろん米国株価の下落の影響が大きいですが、他の地域をみてもユーロエリア、イギリスの株価も下落している。それからラ米、アジア等エマージングの株価も一部を除いて軟調に推移する展開であり、世界の株価がほぼ同時に下落しているところに特徴がある。各国それぞれに要因はあるが、世界的な株安に共通す

る要素を取って抽出してみると、一つは業績悪化懸念を背景にしたテクノロジー・メディア・テレコミュニケーションと言われるTMT株価の下落である。二番目に日本は例外のようであるが、世界的にみるとこれまで比較的堅調に推移してきた金融株が軟化していることである。資産内容の悪化懸念、あるいは投資銀行業務の収益悪化懸念があって、金融株も打たれている。三番目は米国景気の急減速、米国株価の下落が直接・間接に及ぼす各国経済の悪影響を懸念した市場センチメントの悪化であると思う。この三つの要因は相互に関係する。

最後にトルコ情勢について簡単に申し上げる。図表8、エマージング諸国通貨為替のトルコをみると、足許22日以降急激にトルコ・リラが減価している。トルコでは連日報道されているように2月19日に大統領と首相の政治的な対立が表面化して、政策運営の先行き不透明感が強まり、同国に対する投資家のコンフィデンスが急速に悪化しているためである。こうした状況の中でリラが売り投機にさらされて、当局がこれに対してクローリング・ペッグ制の下でリラ防衛を余儀なくされたことから外貨準備が急減する事態に見舞われた。こうした状況悪化を受けて当局はIMFと協議のうえ、22日に変動相場制へ移行せざるを得なかった。これが急激なトルコ・リラの減価に表われている。問題はこうした動きがほかのエマージング諸国へ波及するかどうかである。この点、エマージング諸国のドル建債の対米国債に対するスプレッドをみると、トルコ国債は急激にスプレッドを拡大している。これは危機に見舞われているので当然であるが、つれてロシア国債、アルゼンチン国債、ブラジル国債といったところのスプレッドも若干上昇している。今のところその影響は限定的とみられる。しかしながらトルコ情勢の混乱が完全に終息したとは言えないし、世界景気の減速の下でエマージング諸国全体にショックに対する対応力が低下してきている。要するに弱いところに打たれ易い環境が出てきている。

足許のアジアでは特にインドネシアにおける政治社会情勢の混乱が激しいといったような要因もあって、引き続き注意をしていかなければならないと考えている。簡単であるが以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

今日がFOMCの開催日なのか。

平野国際局長

今日はグリーンスパンが下院で議会証言をする日である。

速水議長

下院証言であったか。

平野国際局長

証言は、先般2月13日に上院で行なった訳であるが、それよりも内容やトーンが下方に修正されるのではないかと市場で注目されている。次回のFOMCは3月20日である。ただ市場では景気の急減速、株価の急落を受けて3月20日のFOMCを待たずして、その前にも利下げがあるのではないかという観測が一部にある。

速水議長

今日の証言は半期報告ということか。

平野国際局長

従来ハンフリー・ホーキンス法の下では半期に一回上院、下院でそれぞれ議会報告をするよう義務づけられていた訳である。そのハンフリー・ホーキンス法が無くなって新たに法律ができた訳である。この法律によれば上院あるいは下院で半期に一回議会証言をすることが義務づけられている。2月13日に既に上院で議会証言を行なっているので、下院で議会証言をする法律上の義務はないが、アカウントビリティの観点から、言ってみれば自発的に下院でも議会証言をするというのが今日予定され

ている議会証言である。

中原委員

法律はリクエストがあれば行なうというように変わったのではなかったのか。

平野国際局長

一般的にリクエストがあれば行なうが、それは私の理解では、基本的にはモラル・オブリゲーションを負っているということかと思う。

中原委員

新法の名前はなんといったか。

平野国際局長

新法はアメリカン・ホームオーナーシップ・アンド・エコノミック・オポチュニティー法といったと思う。これが新法である。これによれば、上院、下院でそれぞれ一回ずつ年二回の報告が義務づけられている。従って、2月に上院で行なったので、例えば年央に下院で証言すれば法律上の義務は果たせる。そういう意味では今日行なう議会証言はこの法律の義務として行なうものではなく、Fedが自発的に行なうものであると理解している。

中原委員

内容の6割とか7割を変えるのではないかとの観測が出ていたが。どう解釈すればいいのか。

平野国際局長

それは分からない。今朝のニュースにおける色々なコメンテーターの話を受けていると、2月13日以降、昨日のコンフィデンス指数を始めとし

て幾つかの重要な経済指数、指標が発表されているし、株価の下落による新たな展開もあるので、それを踏まえ足許の判断を多少下方修正することは多分確かであろうと言っていた。言われている程、大きく内容が変わるかどうかは、結果をみてみないと分からない。

田谷委員

その際、要請があるから自発的に証言するのか。あるいは要請は全くなくても、全く独自の判断で下院で証言したいということなのか。

平野国際局長

それは後程確かめてご報告させて頂く。

中原委員

新法にも義務はあったのか。

平野国際局長

あるかもしれない。それも含めてもう一度確認をさせて頂く。

篠塚委員

アメリカの失業率は、1月に4.2%になったが、レイオフもかなり出ているが、失業給付をもらうまでには至らないのではないかと、新しく求人が出ているからなど色々見方が錯綜している。これから失業がどんどん増えていくとみているか。

平野国際局長

私自身は、結論的に言うと失業率は相当上がってくるとみている。そうしない限り企業収益が相当スクイズされ、株価が打たれる。それにはなかなか経営者としては対応出来ないと思うので、失業率は相当急速に上がってくると私自身は思っている。

三木委員

先程の説明は、通貨の面では、東アジアだけでなく、インドネシアもよく情勢をみておかないといけない訳か。

平野国際局長

インドネシアについては相当深刻な状況であると先日世銀がレポートして、事実…。

三木委員

中央銀行の総裁は決まったのか。

平野国際局長

一旦逮捕されて戻ったサビリン総裁が引き続き総裁として執務を執っている。中央銀行については中央銀行法の改正論議が再び生じている。ワヒド政権は言ってみれば中央銀行の独立性を弱める方向での法改正を狙ったが、IMFの強い反対もあって、結果として中央銀行の独立性は守られることになっており、市場では好感されている。ただ、ワヒド大統領の弾劾裁判問題とカリマンタンの民族紛争で騒然とした雰囲気になっている。

速水議長

中国は特に変わったことはないか。

平野国際局長

ユーロエリア、アジアについては前回報告した時と基本的に情勢は変わっていない。中国は輸出は落ちてきているが、内需が割合堅調なので基本的には高成長が続いている。これは一つの安心材料である。

中原委員

人民元の問題はどうみているのか。変動相場に移ると下落するといった見方もある。

平野国際局長

色々な思惑が飛んでいる。いずれ変動幅が拡大していくのではないかと  
いう観測がなされている。しかしそれは今非常に幅の狭いものである。

松島理事

今はフィックスされていると考えて頂いて結構である。それからWTO  
に今年加盟すると思うので、そういう流れの中で変動相場制に徐々に移行  
していくと対外的にも言っているが、どういうペースでどういう仕組みで  
移行していくのかは実際には分かっていない。

速水議長

それでは次に移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について、早川  
新調査統計局長願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-5）

早川調査統計局長

国内でも重要な指標が幾つか出ているので主な指標を中心に説明する。  
まず最初に図表 3、1 月の貿易統計である。1 月の貿易統計は昨日確報が  
出ているが、数字は速報からほとんど動いていない。1 月は実質輸出が前  
月比で 8%、10~12 月対比で約 9%の減少とかなり大幅な減少となった。  
輸入も前月比および 10~12 月対比 3%位低下しているが、いずれにして  
も実質輸出の 10~12 月が前期比 0.2%とほぼ横ばいまで減速した後、1 月  
にはかなり大幅な減少として表われてきたことが特徴である。図表 4 で確  
認すると、輸入は単月では減っているが、傾向としてはどちらかといえば  
伸びている。そうした中で輸出の動きが明らかに下を向き始めている。特

に実質貿易収支は、足許急速に下がっている。図表 5 で輸出サイドについての地域別をみると、米国が第 4 四半期まではなぜか増えていた訳であるが、本年第 1 四半期に至って、1 月に大幅な減少、10~12 月対比で 10% 減の数字がついに出てきた。もう一点は東アジアで、アジアは第 4 四半期からマイナスで、第 1 四半期も少なくとも単月でマイナスが続いており、特に N I E s の減少が顕著である。一方、財別をみると、減少が目立っているのが自動車関連で、これが前月比、前期比ともに 2 割の減少になっている。実はこの数字はいくら何でも大きすぎると思っている。米国の自動車販売が減速しているのは間違いはないが、単月の 2 割減はやや誇張された数字だろうと思う。一方、もう一点は情報関連で、こちらの方は第 4 四半期までプラスだったが、12 月、1 月とマイナスが出てきた。大きく財と地域を対応させると、要するに米国で自動車、アジア、特に N I E s で情報関連と位置付けるのが一番いいと思う。先程申し上げたように、米国向け自動車輸出の動きについては少し単月で誇張されている。全体としても 8%、9% 減はいくら何でも大きすぎると思うが、そうした米国の自動車、米国を始めとする I T 関係の最終需要の減速がアジア経由で表われてきたことである。輸入サイドについては前月比、前期比とも 3% 位の減少であるが、第 4 四半期は 5% 増えているのでこれを減少とみるかどうかであると思う。財別で目立って減っているのは三か所あって、まず一つは資本財部品が大きく減っているが、航空機を除くとほぼ横這いである。従ってこれもややマイナスが大きく出過ぎていると思う。他方、消費財も減少が目立っているが、消費財はこれまでも四半期毎に伸びたり縮んだりしているので、円安の動きが直ちに消費財輸入の減速をもたらしたと考えるのは少し早すぎると思っている。しかしながら、情報関連はこれまで非常に高い伸びをしてきた訳だが、これが落ちている。情報関連については基本的に輸出入が同じように動く傾向があるので、明らかに経済の減速が影響してきていると思っている。

海外経済については先程平野国際局長から説明があったので、次に設備投資関連の説明に移りたい。図表 10 で前回決定会合の当日、機械受注の



数字が出ていたが、改めてご紹介すると、昨年第4四半期までは前期比2.6%と増加が続いていた。ただ、この増加テンポについてはこれまで非常に高い伸びを続けた電子通信でかなりの減速が始まっており、これが恐らく当初前期比7.6%増と予想されたものが実績で下方修正された原因の一つになっていると思われる。そのうえで第1四半期についてはあくまで予測の数字ではあるが、前期比で6.4%の減少が見込まれている。この評価としては、例えば機械受注は去年の第2四半期から第4四半期まで前年比で見ると平均して2割、あるいはそれ以上の伸びであった。もともと設備投資の伸びは2000年度に比べて減速してくるであろうと見込んでいたので、前期比6.4%減になったことについては、仮に米国景気の減速であるとか、IT需要の急ブレーキといったことがなければ、これは一時的なものだと見なすことも可能だったと思う。しかし、先程申し上げたように基本的な背景があることなので、これを一時的な減少とみなす訳にはなかなかいかないと思う。実際、来年度設備投資計画として日経新聞社の調査が出ていた訳であるが、数字は製造業が2000年13.2%増のあと1.8%減、非製造業が2.9%増の後の10%減、全体としても6%減である。この数字については幾分マイナスが大きく出ている感じはする。一つは非製造業について、これはまだ全ての会社が入っていないことがある。例えばNTTグループなどが入っていないので、電力の大幅な設備投資削減のような数字が全体を引っ張る傾向がある。それから製造業では、この13.2%という2000年度の見込みに対する短観の製造業大企業の数字が16.4%であり、短観の場合上期の実績見込みが前年比2.9%、下期が28.9%と下期が本当に実現できるのかといった感じの数字となっている。従って、起こりそうなことは短観の16.4%、あるいはここで出てきた13.2%が実績では下方修正され、それが翌年度にずれ込むことによって翌年度のマイナスがもう少し上がってくるということかと思う。ただそうはいつでも、この時点で来年度の設備投資計画について慎重な計画も出てきたことは、先行きについての黄色信号であることは間違いない。

図表12で一点だけ申し上げますと、12月の毎勤統計において特別給与が

マイナスになっていた。これは前回会合で例えば学校や病院など半公務員の賞与の影響が出ていると申し上げ、確報で上方修正の可能性があると申し上げたが、残念ながら上方修正にならなかった。

それとは若干方向が違う動きが個人消費の方である。1月の消費関連の前期比系列についてはほとんどがプラスである。そういう意味ではそれなりにいい数字が出ているとの評価だろうと思う。もちろんこれには若干特殊要因もある。例えば単純に言えば寒かったこともある。また、家電製品については4月から家電リサイクル法が施行され、買い替え時にリサイクル費用負担を伴うこととなるので、施行前に早く買い替えようという動きが出ているかと思う。さらに1月は元日、2日から開いている店が増えてきたので、その結果として季節調整後では、12月が弱めに出て1月がプラスに強く出やすいといった要素が生じていると思う。しかしそうは言っても全体の数字はまあまあの数字なので、もし仮に先程申し上げたような所得の下方修正がなければもう少し前向きに評価したい気持ちもあるが、所得環境を考えると、あくまでこれは一進一退の中の良い目がたまたま1月に出ている範囲内とみておくべきだろうかと思っている。

以上のような数字を踏まえて、概況においては、先行きの景気に対する下振れ方向のリスクは前回会合時と比べてもさらに高まっているという判断をしている。これは先程申し上げたとおり輸出の減少が実際の数字としてかなり大きく表われてきたこと、その裏側で先程平野国際局長から説明があったとおり、米国における早期V字型回復の展望が少しずつ後退していることがある。それから輸出、設備投資の先行きに警戒すべき数字が出てきたことである。ただ、足許輸出の減少がどれ位経済活動に影響を及ぼしているかに関しては、やはり生産指数に注目したいということであった。その生産指数が本朝8時50分に公表された。お手許に配付しているが、正直言ってショッキングな下方修正が出てきている。1月については前月比0.7%増の予想であったが、ここでは3.9%の減少となった。先行きは2月2.7%増加の後1.4%減少という予測指数である。この三つを繋ぐと1~3月は前期比で1.7%減と、これまでの前期比3.0%増に比べ目

立って大きな下方修正である事実は否定できないと思う。中身は、まだ出たばかりの数字なので精査出来ていない。ただ若干直ぐ気付くことだけ説明しておく、やはり足許の生産・出荷の減少については、先程輸出で紹介した自動車、輸送機械の減少が相当大きい。生産で前月比 9.9% 減、それから出荷で 7.5% 減とかなり大きい。そういう意味では輸出の影響がかなり顕著に出ていると思う。それから電気機械も先程の情報関連の輸出にかなり関連していると思うが、生産、出荷ともに減少する中で、在庫がわずかではあるが増えている。この辺についても懸念すべき数字である。ちなみにこれはあくまで単月であるが、瞬間風速では出荷の前年比 1.7% に対して在庫の前年比が 2.0% と 45° 線に少し引っ掛けた感じになる。これは電気機械の生産、出荷の伸びが落ちてくる一方で、電気機械の在庫の前年比が上がってきている辺りが多分一番影響が大きいかと思っている。もちろん、この数字を以って直ちに生産がマイナス方向に突っ込んでしまったとみるかどうかについては、もう少し慎重に考えたいと思う。それからもう一つは数字の中身を見ると、例えば蒸気タービンとか印刷機械といった資本財の大型の単月で振れやすいものがかかなりマイナスに寄与している感じもある。この辺は恐らく予測指数に入っていなかっただろうと思われるので、そういった要素も考慮して、今後例えば私共の企業ヒアリング等と合わせて評価して参りたいと思う。現時点では経済産業省もこの時点での評価としては、生産横這い傾向との評価である。そういう意味ではもう少しほかの条件と合わせて精査する必要があるが、この生産の動きは、足許の経済活動に対して輸出の大きな減少の影響が目に見えて出てきたことではないかと思っている。私の説明は以上である。

### 三木委員

今の耐久消費財のなかで自動車のウエイトが結構大きい。自動車は最初から予定通りの数字で走っており、1~3月の生産は 261 万台から 266 万台の間を計画して、材料の発注に入っている。10~12月は 253 万台の実績であったから 1~3月は増える。そういう意味でそれ程心配はしていな

い。しかし前年と比べればこれはあまり高い数字ではない。そういう意味では完全に横這い状態に入ってきている。輸出が減ることが大きく足を引っ張っていると言えるだろう。従ってこのままのレベルで4月以降1年間走ってしまう可能性がある点の方がむしろ問題と思う。それから家電の方はリサイクル法の駆け込みも間違いなくあるから、むしろ4~6月が問題である。今現場は生産が反動減で大きく落ち込むのではないかという懸念を持っている。

#### 早川調査統計局長

自動車については、季節調整後で恐らく1~3月はマイナスではないかと思うが、在庫バランス等が大きく崩れている感じはないと思う。むしろそういう感じは電気機械の方にある。現在予想を大きく上回るテンポで輸出が落ちる結果として在庫に影響が出てくる。バランス的にはそちらの方が少し気になる動きかもしれない。

#### 植田委員

電機は予測指数では1月はかなりのプラスだったような気がする。

#### 早川調査統計局長

電機は、8.3%増が予測だったのに対して、実際の着地は3.8%減、これは予測指数ベースの世界と本系列は若干違うので、単純に比較する訳にはいかないが、やはり下方修正幅は電機が一番大きかったことも間違いはない。

#### 速水議長

ほかはないか。では次に移る。企画室から金融環境について説明してもらおう。増淵理事、雨宮企画室企画第1課長お願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-6）

##### 雨宮企画室企画第1課長

前回決定会合以降出た新たなデータはマネタリーベースと企業倒産の二つだけなので、簡単な特徴点とその二つの動きについてご説明申し上げます。まず貸出・資本市場調達の動きでは、民間銀行貸出が調整後で11月-1.7%、12月-1.9%、1月-1.8%と引き続き前年比-2%程度の推移が続いており、特に大きな変化はなかった。この間CP発行残高は、RTGS導入後の発行環境の悪化懸念があったため、若干長めのCPが昨年末に発行され、1月については償還が少ない事情もあって、残高は既往ピークとなっている。量的金融指標のマネタリーベースは、12月、1月と一昨年、昨年のY2K月の反動で、特に1月は-5.6%とやや大きなマイナスになったが、2月はその要因の剥落で22日までに5.0%、昨日までに4.7%なので、大体これまでのプラス基調に戻ったと思われる。この後3月については昨年が例の2月29日問題で現金需要と当座預金が出ていて2月29日の前に出た資金が3月平残で溜まっていた。その反動が今年3月に出るので多分伸び率はこれより大幅に低くなると思われるが、私共の試算ではぎりぎりプラスの範囲内かと考えている。それからマネーサプライは、前回数字だけ申し上げたが、1月2.4%と、主に郵貯からの資金流入を主因に昨年8月の1.8%をボトムに、マネーサプライM2+CDの伸び自体はむしろ徐々に伸びを高めている状況である。

企業の資金調達コストは特に新しい情報はないので省略し、最後に企業倒産である。図表19の企業倒産関連指標で倒産件数をみると、1月1,394件、前年比-0.4%、季調済で1,575件なので昨年の夏場以降ほぼ横這いか、若干むしろ減っている状況が引き続き続いている。業種別にも前年比でほぼまんべんなく若干のマイナスという状況になっている。前回申し上げたが、当面倒産件数に関する注目点は三つあると思う。一つは中小企業自体の売上収益動向、二つ目が金融機関の中小企業向け貸出態度がどうなるか、三つ目がこの3月末で期限が来る特別保証制度が終了する影響から4月以降どうなるかである。この辺りの三点を中心に引き続きみていく

いと考えている。大変簡単であるが以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

ないようであれば休憩に入りたいと思うが、その前に若林財務副大臣が間もなく帰るそうなので、ここで何か発言されるようであればどうぞ。

若林財務副大臣

本日は宮澤財務大臣が予算委員会に出席しているので、代わって私が出席している。一言申し述べたい。

わが国経済は、雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いているほか、企業部門についても、輸出の減速を背景に生産の伸びが鈍化するなど、景気の改善テンポがより緩やかになってきている。また、米国経済の減速など、先行き懸念すべき点がみられる。こうした中、物価は、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数、GDPデフレータの前年比マイナスが続いており、物価の下落が実質金利の上昇、実質債務負担の増大などを通じて経済に与える影響について留意する必要があると考えている。

政府としては、景気を自律的回復軌道に確実に乗せるため、平成12年度補正予算の円滑かつ着実な執行と平成13年度予算の早期成立を図って参る。先般、G7が開催されたが、わが国経済について、「景気の緩やかな回復が期待されるが、物価の下落が続く、下方リスクは残っている。この観点から、金融政策は、潤沢な流動性供給を引き続き確保すべき」旨が声明に盛り込まれたところである。

日本銀行におかれては、2月9日の会合において決定された流動性供給方法の改善策の着実な実施により、豊富で弾力的な資金供給を行って頂きたいと考えている。また、今後の金融政策運営について、金融市場をはじめ内外の強い関心が集まっているが、特に、景気の先行きに懸念すべき点がみられる中で、物価の下落が続いていることに十分ご配慮頂き、時機を失せず適切な対応をとるようお願いしたいと考えている。

政策委員各位におかれてはご審議に当たり、以上申し上げた政府の経済・財政運営の考え方等につきご理解を賜るようお願い申し上げます。

なお政府としての発言は以上のとおりであるが、付け加えて私自身皆様方にご報告、ご紹介させて頂きたいことがある。2月23日に臨時関係副大臣会議が開催された。足許の経済状況について経済担当省庁の副大臣の間で意見交換がなされた訳であるが、その中で各副大臣より金融政策に関し種々の発言があった。一つは金融政策運営について経済に強いデフレ懸念が生まれつつあることに鑑みて、複数の副大臣から金融の一層の緩和が必要であるという意見や、インフレ・ターゲティングを採用すべきといった強い発言があった。また複数の副大臣から政府と金融政策当局との間で政策の整合性を確保することが重要であるといった意見も出されている。こうした意見を受けて、私からは日銀との接点もあるので、日銀法3条、4条の趣旨を踏まえてどう対応するか、皆様のご意見をどのように日銀に伝えていくか考えていきたいとの発言をして、一応引き取ってある。明日引き続き前回の関係副大臣会議における論議の経過を含めて、全員の副大臣会議において報告がなされ、その報告を巡ってまた論議があるかもしれない。議題としてそのことを掲げている訳ではないが、関係副大臣会議の論議の報告を巡って、また意見が色々出されるかもしれない。適宜その様子は報告していきたいと考えている。以上である。

#### V. 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

それではこれまでの報告等を踏まえ政策委員会としての検討を行ないたい。本日は今月二回目の会合であるので、前回会合の判断を振り返っておくと、「景気は緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している。海外経済がさらに減速する可能性や、内外資本市場の動きなど、景気に対する下振れ方向のリスクが高まっている点には留意が必要である。」というものであった。これに変更すべき点があるかどうかを中心に討議をしたいと思う。討議の形式は金融経済情勢に関する見解と

金融政策運営に関わる議論を合わせてお一人 10 分程度を目途にお願いしたい。本日は山口副総裁からお願いする。

#### 山口副総裁

今、議長が総括されたような前回の判断のあと、幾つかの重たい指標・情報が出てきたと受け止めている。やはり輸出の減少がより明確になってきた。これは田谷委員が前回リスクが一部顕現化してきているとの表現で指摘していたことの一つだと思うが、輸出の減少がより明確になり、それが生産に反映されつつある状況だと思う。もともと我々は 10~12 月あるいは 1~3 月の生産の伸びについてかなり慎重にみていたが、その慎重に見ていた線からさらに大幅に下にずれてきているのかどうかについては、もう少しデータが必要だと思う。ただ、足許の現状についても、今まで考えていたよりは多少厳しめにみておくべきかもしれない材料の一つだろうと思う。

二つ目は設備投資関連の指標で、これは先程調査統計局長から説明があったようなことだろうと思う。機械受注、それから設備投資計画調査、いずれについてもきちんとした判断をするにはもう少し追加的な材料が欲しいところである。ただ受注統計と日経新聞調査の来年度の投資計画調査の見通しを合わせて読むと、一応テンタティブな判断としては来年度に向けての設備投資減速の可能性が強まってきたのではないかと思う。こういう時に家計部門の力が増しつつあれば低成長なりにバランスの取れたある種の安定性が生まれてくることを期待できると思う。しかし、この点に関連して 12 月の賃金に関するデータをみると、私はこれによって底固いことを確認できたように思うが、逆に企業収益の改善がなかなか賃金面に反映し難い状況になっていることも同時に見えてきているように思う。そういう意味で企業部門が特に海外からの影響を強く被る形でスローダウンしつつある時に、家計部門がそれに代わり得るだけの力になっていくのかどうか、そういう成長の別の柱になっていくのかどうかになると、現状ではなかなかそこまで期待するのは難しいと思う。今のところ家計消費



が意外に健闘していることもどうやら事実のようであるので、直ちにこれまで考えていた緩やかな景気回復のメカニズムが止まり掛けていると考える必要もないが、前回議論したような将来に向けてのリスクがさらにその後増大しつつあると思う。

こういう中で何をするのは前回に続いて非常に悩ましいと思う。前回採った措置により、幸い市場金利に対してかなり明確なインパクトを与えることができたと思うし、市場心理に対しても同様の効果があったと思う。従って、マーケットが流動性の面で綻びを見せたり、またそれが景気回復に対してかなり大きな悪影響を与えていくような可能性については、私自身は取り敢えず前回の措置で封じ込めることが出来たのではないかと考えている。しかしその後出てきた幾つかの判断材料に対して、この時点でどう対応するのかを考えた場合に、僅かでもこの際採れる措置を採り、前回採った措置をフォローアップする、あるいは補強しておくことも意義のあることではないかと思う。また、そういう姿勢を見せることは日銀のフレキシビリティをさらに印象付ける意味でも意義のあることではないかと思う。他方、金利に関して採り得る余地が極めて限られていることも間違いのないところである。この二週間で出てきた追加的な材料をもってまたもう少し何かをやるにせよ、イノベーティブな工夫を凝らした措置を考えてみたい気持ちも同様にあるが、どういう工夫を凝らし得るのか、今具体的に提案できるだけの準備を私自身は残念ながら持っていない。そういう意味でももう少しデータの蓄積を待ち、その上で採る措置についても工夫を凝らしてみたい気持ちが一方にあると同時に、ここまで出てきたデータの重みを考えると、多少現時点でミニマムの手当てぐらいはしておいた方がいいという気持ちも同様にある。私自身は若干後者に傾いているが、皆さん方と少し議論をした上で結論を出したいと思う。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

## 藤原副総裁

前回の会合以来公表されてきた経済指標をみると、景気の先行きに、より警戒すべきウォーニングが発せられているように思う。特に機械受注の1～3月の見通しや日経新聞のアンケート結果をみると、設備投資の動向が新たな懸念材料になってきているように思う。また、まだマイクロレベルの動きではあるが、電気機械関連の国内大手メーカーの中に業績の下方修正を発表する先が出始めていることも気に掛かるところである。こうしたことは輸出の減少を背景とした生産の減速が次第に企業収益の圧迫や支出活動の抑制にまで波及し始めていることを示している可能性がある。先程追加的に提示された鉱工業生産指数などもそれを裏付けているのではないかと思う。もしそうだとすると、これまでの企業部門を起点とする景気回復メカニズム自体が損なわれるリスクが高まっていることになるかと思う。雇用者所得の関連では、12月の特別給与が確報段階で下方修正された。生産の鈍化などもそれに加えて考えると、今後所得環境の底固さが崩れていくリスクもあり、関連情報をさらに詳しく注意深くみていく必要があると思う。

金融市場では前回会合の決定を受けて長めの金利がかなり大きく低下している。この点は金融緩和を強化する前回の措置で狙った効果が現われつつあると言える。一方株価は日経平均でみるとバブル後最安値を一時ではあるが下回った。TOPIXでみるとまだバブル後の最安値を2割以上上回っており、冷静な判断が必要であるが、やはり家計や企業の心理面への影響は注意していく必要があるかと思う。それから金融的側面ではこのところ不良債権問題が改めてクローズアップされている。柳沢大臣の意見に対応して金融庁や関連省庁がどのような対応策を打ち出すのか判然としていないが、私としては今回こそ不良債権問題の抜本的な処理に繋がるような手当てがなされることを期待したい。そうした金融システム面での抜本的な対策がマクロ経済に与える影響は大変複雑であり、デフレ的な影響が出る可能性があるし、その一方内外の市場参加者が納得するような方策であれば逆に市場環境が好転していく可能性もある。ただ短期的に不良

債権処理額が膨らむ場合には、一時的にデフレ圧力が高まる可能性には留意すべきだと思う。

以上のように前回会合時点と比べても、景気回復のモメンタムは一段と弱まっているように思う。物価面でも景気回復テンポの大幅な鈍化につれて今後需要の弱さに由来する物価低下圧力が再び強まることも否定できない。こういう情勢を踏まえてどう対応するかであるが、私は非常に悩んでいる。前回は下振れ懸念のぎりぎりまできているとの判断を申し上げ、また前回のような措置が現出した訳であるが、結果として、今回の情勢判断からするとさらに下振れ懸念のぎりぎりから弱まっていることを考えると、何か追加的な措置を打ち出すべきなのか、それとももう少し様子を見て次回に判断すべきか、その辺で揺れている。情勢判断に関する限りは先程山口副総裁が述べられたご意見に基本的に賛成である。対応策等を含めはこの後の議論を踏まえて判断していきたいと思う。いずれにしても経済情勢の変化を直視しながら機動的かつ弾力的な政策運営を行なうこと自体は、これは当たり前のことであるが、これが特に現下の情勢のような局面においては国民や市場のコンフィデンス向上に繋がるものだと思う。但し私達が中央銀行として必要な措置を講じたとしても、日本経済の根本的な問題が解決する訳ではないことを正面から訴えていく必要がもっとあると思う。特に先程述べた不良債権処理を通じた金融システム問題の解決はまさに今年が最後のチャンスであると考えている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

まず経済・金融情勢について前回会合以降明らかになった点を中心にお話してみたい。と言っても、この間に出た数字その他は限られており、山口副総裁、藤原副総裁が言われたこととほとんど同じ点であるし、先程早川調査統計局長から説明のあった点をなぞるような感じになるが、一応述

べてみたいと思う。

実体経済の現状、先行きに関する統計にはプラス、マイナス両サイドのものがあつたが、やはりマイナスのものの方がウエイトとしてはかなり大きかつたように思う。まずプラス面では、第一に1月の小売販売額がある。商業販売統計のうち小売販売額がほぼ4年振りに前年比プラスになつた。ただ、これは厳冬による灯油販売額の上昇、石油価格の上昇、新車投入による乗用車販売の増加、それに先程来話が出ていた家電リサイクル法の施行を前にした家庭用電気機器の駆け込み需要などによるもので、一時的要因によるところが大きいようである。第二に第三次産業活動指数が12月前月比1.2%の上昇になつた。しかしこれも10~12月期の前期比は+0.3%に止まっている。一方マイナス面では、第一に先程来話題になつていて1月の生産の統計がある。これについては割愛する。第二に10~12月期の機械受注が前期比+2.6%となり、当初の業界見通しに比べてかなり下振れた。また1~3月期の業界見通しは前期比-6.4%で、年後半の設備投資の低下が心配となる。第三に来年度設備投資の当初計画に関する日経の中間集計が公表されたが、今年度比-6%であつた。最近の企業業績の下方修正や軟調な株価が投資マインドを冷やしかねないと危惧している。第四に先月の実質輸出はかなり悪かつたと思う。実質輸出は昨年未辺りからほとんどの主要貿易国に対して減少してきているようである。このところの米国経済については弱めの数字が多いと思うし、東アジアの幾つかの国では昨年未から年初にかけての輸出急落が目立つ。現在のところわが国の輸出企業にとっての外部環境がいつ頃回復するかは全く不透明である。最後に毎勤統計であるが、12月のボーナスが前年比マイナスだつたことが確定して名目賃金全体としても-0.9%になつた。公営企業の給与の低下傾向と民間企業の賃金抑制姿勢を改めて確認させられた。以上のように前回会合時より経済の先行きについては弱めの方向を示唆する指標がかなり多いように思う。従つて、前回提出した議案を再度提出したいと思う。オーバーナイト・コールレートを0.1%に、公定歩合を0.25%へ引き下げるものである。確かに流動性供給方法の改善策と公定歩合の引き

下げは実質的な緩和効果を持ち、その後かなり長めの金利をも引き下げることに寄与したと思う。しかしそうした金利低下には先行きオーバーナイト・コールレートの引き下げを含む金融緩和措置が採られるであろうとの市場の思惑も入っているものと考えられる。若干の金利引き下げだけではその効果は限定的かもしれないが、今回ロンバート型貸出制度の細目を公表することで、これが金融機関からの借入申込みに受動的に応ずるものであることが明確に確認される。そうしたこととの同時発表は金利引き下げのみの政策変更よりは何程かの相乗効果があるのではないかと思う。要は前回も申し上げたが、経済実態の動きに合わせて政策スタンスを変えろというメッセージを出すことである。なお公定歩合とコールレートの間に15bpの差をつけていることについては、ロンバート型貸出のロール・オーバーを考えると両者の差はこれくらいつけておいた方がベターではないかと思うからである。以上である。

速水議長

次、植田委員にお願いします。

植田委員

経済の見方については先の三委員と大体同じである。すなわち輸出、生産、企業収益、設備投資というこれまでのある種の好循環にかなり赤に近い黄色信号が灯りつつある状態かと思う。詳細は省略したいと思うが、設備投資についてだけ一言申し上げておくと、日経による大企業の2001年度計画が出たが、予想どおり弱かったと思う。4月初めに出てくる短観でも似たような数字になるのではないかと予想している。この背景として本当に弱い部分がある。それから計画がまだ立てられていない部分も例年どおりあるであろう。三番目に今年は例年以上に不確実性が高いので計画を作るテンポを例年以上に遅らせている部分があるように思う。その不確実性の源は米国経済である。今年については第三のファクターがかなり重要と思う。従って2001年度全体の仕上がりがどうなるかはかなり先になら

ないと分からないが、2001年度前半の設備投資には余り期待できない、あるいは2000年度後半と比べるとマイナスになる可能性が高いように思う。勿論先程早川調査統計局長から説明があったように、今年度後半の設備投資計画の一部が来年度前半にずれ込むことによりこのマイナスを若干打ち消す効果はあるかと思う。従って全体のイメージとしてはまだデータが発表されていない去年の第4四半期、今年の第1四半期は何とかなるということかと思う。ただ、第1四半期は生産をみたところで恐い感じがしてきたが、しかしその後は速やかな米国経済の立ち直りが無い限り瞬間風速的なイメージでは外需と設備投資どちらもか、あるいは少なくとも両方足してマイナスというイメージになるかと思う。これを政府支出などで打ち消すことができるかどうかになるかと思うが、常識的にはかなり悲観的な姿になりそうであり、直感的にはフラット位のイメージである。この辺もう少しデータを見たいとは思いますが、ただ待っていても当面余り良いデータは出てこないような気がする。

これを踏まえての政策面については、基本的には前回申し上げたことを踏まえると、田谷委員が言われたように取り敢えず補完貸出制度との相乗効果を狙って極く僅かにオーバーナイト・レート、場合によっては公定歩合も連動させて引き下げ、ここにきて明らかになってきたマイナス方向の圧力の強まりに対応しておくことに私は賛成したいと思う。但し、それはそれとして、より思い切ったことをするべき時が近づきつつあるように思うので、次回以降への問題提起の意味も込めて極く短くコメントしてみたい。

ここ3年間、世間で色々な金融緩和政策の提言なりアドバイスが行なわれているが、私なりに整理してみるとその背景に色々な混乱があるように思われる。よく「量的緩和をしろ」という主張があるが、これは非常に単純な意味では余り意味がない政策であると申し上げてきたし、今でもそう思っている。中原委員に対する直接の批判ではないので、そこは誤解のないようにして頂きたいが、勿論後で言うように若干の意味がある。それは0.25%であるオーバーナイト金利をゼロまで引き下げていく過程におい

ては量的緩和をある程度しなければならぬ点で意味があるかと思うが、そこを越えてしまうと量が増えること自体にほとんど意味がないと私は思う。そのうえで金融緩和政策として何があるかと考えてみると、提案されているもの、あるいは私共が議論してきたものをもう一回整理すれば三つ位かなと思う。一つが長期金利に直接影響を与えるような長期国債の買いオペである。勿論この裏側で量が増えることは十分あり得るが、量を増やさなくてもこれはできる訳である。それから、第二に、為替市場に直接介入し、為替レートを誘導する政策がある。ただしこれは我々ではなく財務省の担当である。しかし現在残されている非常に有力な数少ない金融緩和政策の一つであることは間違いのないと思う。それから三番目に現在量を増やしても余り意味がないが、将来の金融緩和政策、これは金利で言うこともできるし量で言うこともできる訳であるが、これについて一定のことを現在約束するという行き方があるかと思う。これらが現在の資産価格、あるいは人々の期待に影響を与えて金融緩和効果を作り出していくのが一般的な意見かと思う。因みに余計なことかもしれないが、量的緩和の権化のように言われているクルーグマン先生も単純な量的緩和は意味がないと論文の中で言っている。彼が言っているのは将来の金融緩和政策を約束することに意味があるということである。それではそれをどうやって実現するかであるが、将来量を増やすことを、つまり量でいう言い方もあるが、昨年8月まで我々が行なっていたように例えば金利をゼロにしてそれを将来も継続するという言い方で実現することも当然あり得る訳である。従ってそういう政策もあり得るし、さらにそういう政策を採ると足許の長期金利にも金利を低下させる効果があるので、買いオペを直接行なう政策の代替策にもなる訳である。ただしこの政策はそれを継続するのに適当な期間だけ継続することが必要であるし、そういうコミットメントをマーケットに対して送らないといけない。どのような形のコミットメントを、あるいはどういう形でそういうコミットメントを送るのが適当かは極めて難しい問題であり、私も幾つかの不安があるが、今日はそれを披露するよりは皆様方にも考えて頂いて適当なタイミングで議論するのが宜しい

かと思う。以上が今回実施してもいいのかもしれないが、次回以降に向けたコメントである。

最後に藤原副総裁が言われたように、こういうことをしたとしても外向けに余り言う話ではないが、それだけで日本経済が持ち上がることでは必ずしもないのであろう。当然前向き不良債権処理がきちんと打ち出されること、あるいは財務省からも為替政策について若干の協力が得られること、その他色々一体となつてすべきことは多いように思う。以上である。

速水議長

次、篠塚委員お願いする。

篠塚委員

私は今回は議案の提出に係る説明だけに時間を使いたいと思う。提案の内容は、まず現在の金融政策運営である「オーバーナイトを平均的にみて0.25%前後で推移するように促す」をこのまま維持したうえで、追加的に今植田委員が挙げた中の一つである国債買切オペについて提案したい。その内容は、国債買切オペに関して、消費者物価指数（除く生鮮）の前年同期比が安定的に0%以上になるまでの間、金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、買入金額を現在の月4千億円程度から、当面、現在の2倍程度に増額すること、という提案をしたいと思っている。次にこの提案の理由を申し上げる。大きく二つある。第一は皆さん既に指摘のとおり先行きの景気下振れリスクが高まっていることである。そしてこれに対して、金融政策面でも先見的な対応が必要であると思うからである。二番目に、これは非常に重要な点であるが、私は、本行として、「物価下落を放置しない」というメッセージを強く打出す必要があると考えている。

この点を少し詳しく説明する。第一の先行きの景気下振れであるが、景気回復の牽引役は今まで企業部門、特に設備投資および輸出が担って来た。しかし、来年度を展望すると輸出、設備投資とも牽引力がこれまで想定したよりも弱くなる可能性が非常に高くなってきている。そして第二に消費



者物価の先行きを展望すると、需給ギャップが再び拡大に転じるリスクが高まっている。こうした中で、来年度の企業収益の伸びが鈍化すると見込まれる。このため、人件費抑制姿勢が強まり、コスト面からも物価下落圧力が強まる可能性がある。因みに民間調査機関の2001年の見通しによる消費者物価の前年比は、2月時点で前年比-0.4%となっている。金融政策は究極的に「物価の安定」を目指している。しかし、このまま推移すると、先行きも物価下落が続く可能性が高い。こうした中で、私は、日本銀行が「消費者物価指数が前年割れを続けることを放置しない」という政策方針を強く打出すことが必要だと思う。このように政策スタンスを鮮明にすることを通じて、経済主体の期待形成、あるいは先行きの経済見通しに対して、ポジティブな働き掛けを行ないたいと考えている。学界や海外の中央銀行などでは、「中央銀行は実務的には small but positive のインフレ率を目指すべきである」との論調が強い訳であるが、“small but positive”が望ましいか、あるいはゼロ・インフレを目指すべきかのいずれの立場を取るにしても、マイナスの物価上昇率を、少なくとも0%程度まで押し戻す必要があるという点ではあまり異論はないと思っている。

次にこの政策を提案することによって期待される効果であるが、物価下落を回避するという方針を掲げて国債の買切オペの増額をすると、経済主体の期待に働き掛ける政策になると思う。この効果は目に見える形ではつきりはないが、少なくとも長期金利の低下を促すことになるものと期待している。さらに為替に関しても、ある程度円安方向に促すのではないかと期待できる。すなわち、長期国債の買切オペ増額によって、長期金利、および円相場を通じて、経済活動を下支えするとともに、消費者物価を押し上げる効果を期待できると思って提案した訳である。そうはいつでも、実際に国債買切オペの増額が長期金利や円相場に与える影響について、実際どうなるかは明確に申し上げられない。そういう意味では、実験的な試みである。これまで日本銀行では、長期国債買切オペ増額に対しては非常に慎重な姿勢を採り続けてきた。その理由は、効果が保証されない政策の実施を拒んでいたからではなく、実際に改善しつつある現状の経済状況の

下では、効果に比べて副作用やリスクが大きい政策対応をとることが適当ではないと判断してきたためではないかと思う。しかし、私は、年度末を目前に控え、これまで我々が言ってきた緩やかな景気回復というシナリオを修正する可能性が目前に迫っており、効果が保証されていない政策の実施も今や必要とするようなフェーズに変わったのだと考えた訳である。

ただし、留意点が幾つかある。第一番目は財政規律の問題である。この提案に対して当然予想される反論は、「長期国債の買切オペ増額は、財政規律を緩めるリスクが高いのではないか」というものである。従来、日本銀行では、国債買切オペを「成長通貨を供給する手段」として活用してきたと説明してきた。その一つの重要な理由は、「国債買切オペは、財政当局から、最も圧力がかかり易い手段である」からである。このため、今回、国債の買切オペ増額を私が提案するうえでも、必ず一定の歯止めを準備する必要があると思った。そこで歯止めとして、「当面、消費者物価指数（除く生鮮）の前年同期比が安定的に0%以上になるまでの間」という期間の条件をつけた。さらに、現在、Moody'sやS&Pなどの格付機関を含め、内外の金融資本市場においては、わが国財政の持続性に対する見方が非常に厳しくなっている。こうした環境の中にあっては、財政当局が、今回の国債買切オペ増額を契機に一層財政規律を緩ませようとするとは考え難いと思っている。このように、国債買切オペを増額する期間について、「当面、消費者物価指数（除く生鮮）の前年同期比が安定的に0%以上になるまでの間」という条件を明確にすることは、財政規律の緩和に対する歯止めを設けるという意味を合わせ持つと思う。また、この条件にはもう一つの狙いがある。それは、「日本銀行が物価下落を放置しない」という強いメッセージをはっきり出すことである。二番目の留意点は、買い切りの金額である。現在、毎月4千億円の買切オペを行なっているが、これを大体2倍に増額することでいいのではないかと考えている。しかしここは金額についてはあまり重要な問題ではない。最初に申し上げたとおり、国債の買切オペの増額は、「効果が保証されていない政策」であるからである。ただ、皆さんに提案する以上は何か目途を示すことが必要だと思ったので、

取り敢えずの試算を行なった。時間の制約があるので詳しくは省くが、まず前提として、キャピタル・ロスの日銀が自らの債券取引損失引当金でカバーできる程度までに収めることが必要であると考えた。そして、購入する長期国債のクーポンは、現在の長期金利に近い1.5%と仮定した。長期国債を購入した2年後に、消費者物価の前年比が0%程度まで戻って、その時に長期金利が大体2倍の3%まで上昇していることを想定する。そういう前提の下で、買切オペは、現状から大体月5千億円程度上乘せすることが可能である。こうしたシュミレーションに基づき、当面、買切オペを倍増させることが適当であると判断した訳である。

次に現在の金融調節をみると、2000年4月以降のF Bの完全市中公募制への移行、郵貯定額預金の大量満期到来などを反映して、政府預金、および対政府の売現先の残高が増加している。これは市場にとって資金不足拡大要因になっているので、これに対して短期資金を潤沢に供給している訳だが、その結果、短期国債の現先市場やC P現先市場などでは、本行のオペが市場売買高の中で大きなシェアを占めているのが実情である。言い換えると、既に短期資金の供給オペはもう飽和状態に近いといっていると思う。他方、ペイオフ解禁を来年4月に控え、また、金融機関の不良債権処理が今後どうなるかといった問題がある中で、突発的に超過準備を積み増す動きが起こらないとも限らない。これに対して、国債買切オペを増額すれば、その分短期の資金供給に対する日銀の負担が軽減され、金融調節の機動性が一段と高まると思う。従って今回の私の提案は、ロンバート型貸出制度の創設と合わせて、円滑かつ機動的に日銀が短期資金を供給できるような体制をさらに強化する意味合いも持ち合わせていると考えている。

最後に構造改革と金融政策の関係について、一言申し上げる。最近、「デフレ対策は中央銀行の責任である」といった意見が幾つかみられる。こうした議論は、一見すると日本銀行の独立性を尊重しているようにも見えるが、私は、日本経済が直面している問題が直視されていないように思う。特に、金融システム問題は日本経済が抱える爆弾ではあるが、「金融シス

テムが弱い限り、高い経済成長は望み難い」、あるいは「金融政策自体は、構造改革を促す役割を担うことはできない」といった厳しい現実を直視する必要がある。同時に、金融政策は、構造改革が進行する過程で時折発生するショックをできるだけスムーズに吸収して、下支えするような環境整備に努めるべき責任を負っていると思う。こうした意味で、今回の提案には、日本銀行が、政府、関係者などと協力して、不良債権の最終処理を含め、構造問題に取り組む用意があることを明らかにする意味合いも持っているつもりである。長くなったが、以上である。

速水議長

それでは中原委員お願いする。

中原委員

2月の経済指標では景況感の悪化が非常に目立ち、そのような中でマクロ的なデフレも進行しつつある。一方海外においてはOECDの先行指数が下がってきている。アメリカも景気後退の局面が非常に明確に出てきている。こういった状況であるので、私はゼロ金利への回帰を提案する。もとよりこれまでの提案はその背景にあるが、そうした私の提案に至る一つの過程としてゼロ金利に戻ることを提案したい。以上が概要であり、次に各論を申し上げる。

まず経済指標については非常に悪いものが多い。特に輸出は金額だけではなく数量も大きく落ちていることが問題であり、全体で1月は対前月比-7.0%、対米では同-11.0%である。その他公共工事の請負金額は季調済前月比-10.6%、乗用車、軽自動車販売台数は同-6.8%、首都圏のマンション契約率は季節調整をしていないが前月比-20.0%、東京電力の販売電力が季調済前月比-0.5%と非常に悪い。それから景況感をみても景気ウォッチャー、博報堂の消費意欲調査、コンビニ売上高、ブリッジ短観、中小企業景況調査等々枚挙にいとまがない。そういった中で景気動向指数の分析を申し上げると、その後季調により基礎データが変更になったので、

長期先行指数の変化率は昨年9月から金融重視型、生産重視型いずれもマイナスを続けており、その結果一度消えたと申したP1という信号が昨年10月から表示されることになった。従って遅くとも今年の5月から7月までに景気後退の可能性があるということになる。ところがそれよりももう少し早く出るCIの一致指数をみると、一致系列11指標のうちの7つの指標が頭打ちの傾向を示しており、特に本日出た鉱工業生産指数が大幅に下がったので、恐らく昨年の8月がほぼ景気のピークであったことは間違いないと考えている。

そういった中で二点だけ申し上げると、設備投資は過剰投資になって来年度にかけて調整が起こると思っている。一例を挙げれば法人企業動向調査をみると、設備投資の先送りが顕著になっている。例えば去年の6月調査では第2四半期の見込みが9兆9千億円に対して第2四半期の実績は9兆3千億円であり、第2四半期では大体5,900億円の見込み減、第3四半期も同じような計算をすると5,900億円少ない状況である。つまり毎四半期毎に5,900億円ずつ先送りされていることになる。それから設備投資が低調になったことには、二つの理由がある。一つは株価が冴えないことである。もう一つはこの3月決算で特別損失を積まなければいけないことである。これまで設備投資は経常利益のキャッシュ・フローから特別損失を引いた位の額に収まっている傾向があるので、3月決算で特別損失を積まなければいけないことが影響して設備投資は来年度にかけて希望が持てないと思う。

第二に消費であるが、ある研究所が個人消費の弾性値について研究をしており、その中で所得の弾性値は90年代の前半と90年代の後半を比べるとほとんど変わらない状況である。そうした中で、特に価格・物価の弾性値が下がってきていることが特に問題であり、特に所得階層を5つに分けた中所得階層と高所得階層については価格について弾力的であったものが非弾力的になっている。低所得階層のみが非弾力的から弾力的に変わっているだけである。中・高所得層がデフレ慣れして実質で消費が上向いても名目売上が減少を続ける非常にまずい局面に入って、長引くデフレでデ

フレ期待が定着してきている。従って、消費者は一段の価格下落を待つ買い控え現象が起こっている。なお、消費に対する株価の影響はほとんど日本の場合にはみられていない。もう一つ気になることは、実質消費は今年の7~9月期はゼロであるが名目では年率-4.9%とかなりの下落である。それから実質消費の年率の伸び率を標準偏差でとって計算すると80年代は3.3%だが、90年代は6.7%と非常に振れが大きい。

それからマクロ的にデフレが進行していると言ったが、一つは地価を含めて価格面・物価面で下落が続いていることである。言い換えると地価と株式も含めた物価の下落が続いている。それから二番目に失業率が高水準で反転の構えを見せている。三番目に一番問題なのが名目のGDPが縮小していることで、名目の経済規模が縮小している。季節調整後では97年第1四半期の529兆がピークであり、今年の第3四半期は509兆であり、いよいよ500兆割れ寸前であり、大変問題である。それから海外についてみると、OECDの先行指数が下がってきて12月は-1.0%である。この主要指標の中で一番問題なのがアメリカの12月の-3.2%である。アメリカの生産性の伸びは昨年第2四半期の5.4%でピークを打ったと思う。歴史的なピークをみると71年第1四半期が5.6%、73年第1四半期が5.8%、76年第1四半期が5.7%、そして2000年の第2四半期の5.4%でピークを打って下がってきていると思う。アメリカの経済見通しは前から言っているように、上半期は非常に難しくネガティブ、それから下半期も恐らく回復は難しいと思う。その最大の根拠は株価の動きであり、大天井を打って下がってきていることである。アメリカの証券取引所におけるドルベース取引高がGDPの何%であったかを計算すると2000年は320~330%である。1929年が大体130~140%の間位、1987年のブラックマンデーに至ってはわずか20~30%なので、今回のバブルが取引の金額で申すと1929年の倍以上の規模であることがよく分かる。これからのアメリカの株価では、S&Pが最近非常に弱くなっており、去年の12月20日に1,264をつけた後1月30日に1,373と戻ったものの、その後急激に下がってきて2月20日現在1,278と、戻り分の87.2%の下落である。S&Pが12月の安値の

1,264 を割り込むとその後ニューヨーク・ダウに大きな影響が出て大幅安値に向かうのではないかと心配している。ダウについては 12 月の安値が 10,318 で、つい最近のザラ場の安値はこれを下回っている。NASDAQ に至っては昨日は 2,200 ポイントすれすれのところまで落ちてきていて、次の抵抗は恐らく 1,800 位ではないかと思っている。従って FOMC はこれまでに 100 bp 下げた訳だが、恐らくさらに 50bp あるいは 75bp の追加利下げに追い込まれることが必至であると思う。しかし NASDAQ が急落したといっても依然として PER は 65% 位であり、S & P の PER が 20% あるいは 22% 位なのでまだ割高である。それから消費者信頼感が合計 100bp の利下げにもかかわらずまだセンチメントの改善に至っていない。

日本の場合、日経平均も例えば S & P に比べて 3 割ぐらい PER が高いのでその 3 割の接続をすると恐らく 1 万円という数字が出てくる。それから長期金利についても 1.3% 台に入らなうと言ったが、実際 1.3% 台に入ってきており、恐らくこのままで行けば 1.2% も視野の中に入ってきてざるを得ないと思う。そういった中で一層の金融緩和を伴わなければデフレ不況に拍車がかかる。先程消費についてデフレが定着したような感があると言ったが、こういった中ではインフレーション・ターゲティングと量的な緩和が必要である。そのファーストステップとしてまずゼロ金利に戻すことを提案するが、同時に公定歩合を 0.10% まで下げることも必要であると思う。ゼロ金利の効果については、もう経験済みであるが、いずれにしても構造改革が放っておいても経済原理の中で進まざるを得ない訳で、金融が十分に緩和していることが却って構造改革を下支えする一つの大きな要因になると思っている。特に土地については、あれだけの大相場があったので、セリング・クライマックスがあってもよい訳であるが、暴落もせずにだらだら下げてきている。このように暴落もなくだらだら下がる限りは、金融緩和をすることが必要ではないかと思う。土地の値上がりに伴わない以上、土地についてだけみればいくら金利が安くても預金して地価の値下がりを持って買った方が得になるので、そういった意味

で土地の動向は極めて重要である。

以上のとおりであり、ゼロ金利への復帰と公定歩合の 0.10%への引き下げを提案する。

速水議長

三木委員お願いします。

三木委員

まず、景気の現状と先行きについて先に結論的なことだけ言うと、前回会合以降新たな経済統計データは少なく、景況感を変えるような目立った材料はない。前回会合同様依然景気は踊り場状態にあり、今日の生産統計などにみるように景気が後戻りするリスクの懸念が強まっている、という判断である。

そういう中で実体経済の状況をみると、前回会合で決定された月報の基本的見解については事態を非常に甘くみていると思っている。リスクが顕在化してきたという点では冒頭総括部分の「緩やかな回復を続けているがそのテンポは鈍化している」との表現だけでは通らない局面に既に来ていると思う。その意味ではデータが少ないから景況感は前回と変わらないと判断するのではなく、今回は悪い方に変化してきたと言うべきだろうと思う。確かに景気は緩やかな回復軌道には乗ったし、ここまでは回復してきた。しかし需要構造変化主導の景気回復の中で、二極分化問題、構造調整問題の残存、先行き不安による企業・家計マインドの萎縮が起こっている。輸出・消費財供給数量など量は出ているが価格が弱いため企業収益に直結し難く、そこに輸出減速が加わって今生産が横這い状態になり始め、需給バランスの崩れに起因する物価下落が起こり始めている。さらに、この構造調整先送りのため本来市場淘汰されるべき企業のコスト無視の安値競争による価格下落が起こっており、これが企業収益に悪影響を及ぼすリスクが強まってきた。こういう実態を総括すれば全く踊り場だと思っている。

次に金融資本市場では、株安で銀行の経営体力にダメージが生じ、これ



が不良債権処理の先送り、ひいては銀行の流動性確保の困難化、貸し渋り懸念に繋がるのではないかとの思惑が企業サイドに強まっている。特に企業は保有株式の時価会計適用のために自らの3月決算の下振れ懸念が非常に今強まっている。こういうこともあり銀行の貸し渋りに対する警戒感が非常に強い局面である。

金融政策の第一の問題は、この踊り場から後戻りの懸念が現実化するかよく注意しなくてはならない局面になったということである。第二の問題は、わが国が今政府や本行、民間経済界も含め日本経済の目標である景気の回復のため、今の踊り場から緩やかな回復軌道に再び向かうシナリオにするには何をしたら良いのかを注視する局面になったことだと思う。この二つだと思っている。まず第一の問題について言えば、実体経済の変化に応じた金融政策としては、まず対銀行では前回会合で金融システム不安に繋がらないように既にロンバート型貸出、公定歩合の引き下げを行なって、3月期末前後の問題はクリアしたと思っている。残るのは対企業の問題が残っている。今企業は需給悪化からくる価格下落懸念と株価下落の二つの企業収益の下押し要因を抱えており、金融政策としてはまずこれを防ぐ必要がある局面にきたと思っている。今回のシナリオはあくまでも企業収益の回復から家計所得に、そして個人消費に繋げていくことであるから、物価の下落が企業収益に悪影響を及ぼす、株安が企業収益に悪影響を及ぼすといった場合には弾力的な金融政策対応を必要とすると思う。今の金融政策フレームワークの範疇からいえばやはり誘導金利を若干下げ、そして量をさらに多く出す、公定歩合もそれに連れて若干下げることになるだろうと思っている。それから第二にこれが大事であるが、踊り場から抜け出すには構造改革、不良債権処理を進めて景気回復に繋げることが今求められている。もはや先送りは許されない。この点、柳沢大臣、経団連の主張は非常に的を射ていると私は思っている。基本は市場原理の下での民間の自助努力であり、政府のすべきことも市場原理を通すための環境整備に尽きると思っているが、ビジョンの提示はやはり不可欠だろうと思う。財政政策としては量ではなく質の財政政策が必要で、まずは13年度予算を

早く成立させて執行に繋げることがポイントだろうと思う。金融政策としても構造改革、不良債権処理を進めるプロセスで副作用として生じる強力なデフレ圧力を緩和するため最大限のバックアップをする必要が出てくると思う。そのためには従来の政策フレームワークを越える発想も必要になる点を念頭に置く必要があると思っている。重要な視点はデフレ圧力が掛かる中でもなお实体经济に資金が円滑に回る金融政策の遂行だろうと思っている。ベースマネーとマネーサプライの明確な連動関係が切れている以上、ベースマネーではなくむしろマネーサプライを直接的に増やす政策を考えられないかと思っている。この第二の問題について具体的に申し上げると、現行の金融政策フレームワークの範疇の延長線上で考えれば、やはり誘導金利はゼロ近傍金利に回帰させることが必要と思う。敢えてこれはゼロ近傍と申し上げている。そしてさらなる公定歩合の引き下げと思う。さらに踏み込めば金融調節手段としての国債の買切オペ対象銘柄を逐次残存10年まで拡充する。そして現行の月4千億円ペースをステップ・バイ・ステップで増加して、量を出していく選択肢もあると思う。この第一、第二の問題のほかに、不幸にしてこういう事態になった場合はさらに政策フレームを踏み越え、従来の金利ターゲットから量的ターゲットへの転換を図るべきと思う。物価目標を決め、ベースマネーに目標を設ける量的緩和に踏み込む場面も念頭に置く必要があると思う。一方、ベースマネーとマネーサプライが切れている状況に対して本行として今までと全く違った発想からの金融政策があるのかなのか、検討することは私は意味があるのではないかと思っている。

次の問題はそういう中でのタイミングである。構造改革、不良債権処理によるハードランディングもやむなしとして進めるためにも、金融政策を先に発動してむしろそれを促す発想が必要ではないかと思っている。その意味でステップを踏んで小出しにしていくと、何となくマーケットからみて効果がないように受け取られることも覚悟の上で、ステップを踏んだ方がいいのか、あるいは一挙にする選択肢のいずれかと思っている。タイミングとしてこの点を十分に議論したいと思っている。私自身の気持ちは、

所詮ゼロ金利近傍へ回帰させる事態は早晚目の前に迫っていると思っ  
ているし、これをしない限りは不良債権処理も構造改革もなかなか進まない  
と思っている。一刻の猶予も出来ない感じであるので、こういう点までを  
考えた金融政策をここで一度に行なった方がいいのではないかと思っ  
ている。2000年10～12月のデータが3月には出てくるが、それよりも政策  
の中身についてもう少しよく詰めたうえで、——これは植田委員のお話  
に賛成であるが、——出来れば一挙にするのが一番いいが、残念ながらそ  
こまで詰める、タイミング的余裕がないのであれば、むしろ小刻みに行な  
うようなことで日銀の姿勢が表に出て行くよりは、詰めたうえで行な  
った方がいいのかなと今思いが巡っているところである。以上である。

速水議長

最後は武富委員お願いします。

武富委員

皆さんのお話を伺って大分頭が混乱してきている。景況感の悪化がかなり目立っているから、金融政策の基本的枠組みはともかく、柔軟姿勢を示し、事態如何では動くということを市場に示すことはまず必要だと思う。市場にみられる俗に言う緩和期待を敢えて否定する必要はないと思う。ただ、今日この時点で新たに何か動くべきかどうかについては、私には躊躇がある。理由は二つあって、一つは先程来出ている景況感であるが、確かに悪いことには全く賛成であるが、今すぐ底割れ状況になるかということ、そこまで断じる材料があるのかどうか。先行き企業調整の流れが相当厳しくなるだろうとは確かに思う。そのリスクはあるが、他方我々も含めて景況感が少し振れ過ぎていないかという感じも持つ。それから二番目にこれからの金融政策のカードの切り方は大変デリケートな局面と思う。それ故に、金融政策のカードの切り方について、今闇雲に動く前に腰を溜めて十分詰めるべきことを詰めるべきだろうと思う。今日お話を伺っていると四つ位の議案になりそうなものが提示されているが、大変民主的といえれば民

主的であるが、思想の統一がない。それだけカードの切り方が微妙で、金融政策の難しい局面を迎えていることの反映だと思う。ただ、仮に四つの議案が出されてそれぞれにイエスかノーかはっきりしろといわれても、そう単純には賛成できない。全部棄権になるかもしれない。思想の歩み寄りが無いまま今日何をするのか決めようと本当にするのかと皆さんに問いたい。私も皆さんの言っていることのかなりの部分は理解できるが、バラバラな議案が百出する決定会合が、本来あるべき姿なのかどうかよく分からない。大変微妙な景気であるから、こういうことがあってもいいとは思いますが、この案、この案と次々に採決して本当に意味があるのか。逆に言うと今日のところは現状維持にして次回までにもう少し理論的にも実務的にも詰めることを詰めるべきではないかと思う。私も元々このカードの切り方については、金利政策の効果を少しでも強める補強的な手立てを考えなければいけないと思い、三つ位のことを考えていた。すぐ思い付くのは時間軸効果をかつてのゼロ金利の経験を生かしてもう一工夫することである。例えば定性的な表現ではなく何か具体的な数字にできないかといったことである。また、先程来出ているような為替についても何か考えていくとか、あるいは、私自身は潜在成長率をどうみるかで躊躇はあるが、植田委員から出ているテイラー・ルール、といったことがオプションとしてはあろうかと思う。さらに、今回採った補完貸付制度が少なくとも一週間物辺りの金利への影響があるから、少しターム物金利に操作ターゲットを移していくことの是非など色々あると思う。これは伝統的な意味の金利政策の範疇である。確かに景気、物価は先に行くともっと悪くなるかもしれない。だから伝統的手段に囚われないで次なるステップを考えるべきと言われるが、それは何なのかと伺いたい。それはレジーム変更、量的緩和、インフレ・ターゲティングなどであろうが、場合によってはそれらのいいところを取り入れたらいいとは思いますが、しかし、そこについてもバラバラに、自分の確信だけで議案を出すよりも、もっと組織全体で議論を尽くすべきではないかと思う。レジーム変更については、何しろ0.5%の公定歩合の時に私は着任した訳であるから大変前々から考えている。しかし、レジ-

ム変更は、あり得ないという言い過ぎであるが、相当論点を整理しないとイケないと思う。それができずに今日何か判断するのは大変難しい。それからカードの切り方について考えなければいけない点については、既にほとんど全ての方が指摘していた構造調整策と金融政策の絡みである。構造調整問題は沢山あるが、足許は不良債権問題が特にクローズアップされている状況である。日銀の場合はプルーデンス・ポリシーも預かっているから、金融政策とプルーデンス両方のノウハウを活かして対応できるという意味ではアドバンテージ・ポジションにいる訳である。いずれにしても構造調整の問題を処理すればデフレ圧力は出てくる。特に不良債権問題だと一般的なデフレ圧力プラス金融システム不安の形で問題が出てくる。それを支えるために金融を緩和して一つの全体的な受け皿になろうとするのは結構であるが、それだけで本当に済むのかと思う。もっとアクティブな社会的セーフティネットも合わせて用意しなければ金融政策の効果も出て来ない部分もある。そういうことまで踏み込んで議論したうえで、これから打つ手を決めていく方がいいと思う。これは他の構造問題に対して政策を打つ方々との調整も当然いるようなことだと思う。誠に生意気な言い方だが、槍を持って走った後の戦況を読んでいない感じを今日受けた。であるから今日のこの後の運営の仕方についてまず話し合ってから政策論議をしないとイケないのではないかと私は思う。たくさん色々な案が出るというのは民主的で大変いいし、活気のある金融政策決定会合は日銀法の精神に沿っているが、先行きの展望を持たずにこういう案でどうかというだけでは私は足りないと思う。もっと横に広がる議論をしようではないか、と今日は提案したい。以上である。

#### 速水議長

今日程色々な意見が出たことは初めてではないかと思う。私も今武富委員が言われたことと同様の感じを受けた。そこで、私も委員としての意見を言わせて頂いて、そのうえで今日の採決を考えたいと思う。

前回の会合以降、新たに判明した指標はそれほど多くないが、皆さんか

ら指摘のように、輸出が減少し、設備投資の先行きについてもこれまでの増勢が維持されるかどうか不透明になってきている。また、昨年12月の名目賃金が冬のボーナスの減少を主因に前年を下回っている。あるいは1月の生産が非常に落ちている。米国が年末、年初から経済情勢が急激に悪化して、低迷している。各国とも輸出が減っていることは間違いのないところである。株価も下落しており、これが今後どのように繋がっていくのか注視する必要がある。日本も非常に大きな影響を受けたことは間違いなく、我々が海外要因の下振れリスクとして前々から心配してきたことがこういう形で表われてきているといえるかもしれない。こういう動きを踏まえると、これまで注視してきたリスクである海外経済の減速と内外資本市場動向の影響が次第に現実化しつつある可能性は否定できない。

ただ、企業収益は、このところ一部に下方修正の動きがあるにせよ、全体として増益基調が損なわれているという材料はまだ出ていない。先行きに懸念はあるが設備投資もこれまでのところはまだしっかりとしている。また年末年始の個人消費関連指標は一部に明るい材料が出始めてきていると思う。また、前回会合で決定した流動性供給方法の改善策と公定歩合の引き下げによって、期末越えを含めやや長めの短期市場金利が大きく低下している。短期証券買いオペも非常に順調に行なわれて流動性を市場に供給していると思う。二週間前に打った我々の政策は、今後、景気を下支えしていく方向で作用するに違いなく、タイミングも間違っていなかったのではないかと自信を持ちつつあるところである。従って本日のところは景気の下振れリスクが高まっていることには十分留意しながらも、この後明らかになってくる企業の来年度事業計画や前回会合で決定した措置の効果の浸透度合いなどをもう少し注意深く点検していくことが大事ではないかと思う。いずれにしてもかつて0.25%からゼロ金利に下げた時の情勢と今の情勢とは全く違っていると、私は思っている。しかも今大事なことは金利機能や市場機能を十分に生かしていくことによってこそ、構造改革などが支えられていくものであることであって、資本主義の下で競争が起こり、勝者と敗者が出てくるのは自然の成り行きであり、そういう競

争力のあるものを生み出しそれを伸ばしていくことがまさに産業の構造改革だと思うし、それに見合って金融機関も不良債権処理を早く完結していかなければいけない焦りもここへきて出始めていることは確かである。しかし98年、99年のように銀行がどうなるか、銀行の破綻が相次いだといったような暗い情勢ではないように思う。預金保険法の改正もあったし、たとえ債務超過のようなことが出てきても、今なら何とか繋いでいけると私は思っている。今の経済情勢は0.25%の適用金利を下げなければならない状況ではないと思うし、ゼロ金利は資本主義に反する。金利はリスクをカバーするものであって、リスクの大きな貸し借りの金利がゼロであるというのは放っておけない状況である。こういうことにもう一回戻すべきではないと私は思っている。

先行きが見届けられないようなことが沢山重なって起こってきているので今日のような議論も出てきたのだと思う。これは経済の問題ではないが、政局の行方をどう見届けていくかもかなり大事なことであり、これが株価に影響していることも皆さんご理解のとおりだと思う。それから企業の構造改革がまさに始まろうとしており、これは相当進み始めていると私はみている。経団連でもこの間の話し合いで皆さん決意されたと聞いているし、金利機能、市場機能をこれから本当に活かしていかなければいけない時期だと思う。

今日はどなたも触れなかったが、預金金利が底を打って上がり掛けたことに家計がどれだけ明るい見通しを持っているかは、余り感じていないかもしれないが、それはかなり大きなものがあると思う。預金金利がまた下がるようなことになれば、自ずから消費者のマインドには暗さが起こり、消費に不安を呼ぶことは間違いない。その辺もよく考えていかなければいけないと思う。2月9日の政策が市場に浸透しつつある現状で、また手を打つことは2月9日の政策の効き目を自ら否定することにもなるように思うし、今武富委員も言われたように、先行きしなければならないことは色々出てくると思う。現状でも皆さん指摘のように、色々なことを考えなければならぬが、2週間前に打った政策の効果を眺めながらこれからど

のように金融政策の手を打っていくか、また金融調節をしていくかを考えても決して遅くはないし、その方が今のところの政局、株価動向も見定め難いだけに良いと思う。例えば銀行の不良貸出の直接償却もいつどうやって決着させるのか、政府の方針がはっきり決まっていないうように思う。やる時には私共もできるだけの手伝いはできるようにしたいと思っている。

もう一つは米国も新政府であって、今日か明日かに施政演説を打つ動きにあるし、今日のグリーンSPANのスピーチもよく確かめて、これからのアメリカの動きをみていかなければならない。そういう幾つかの大事な要素が皆今日現在読み難い段階で、政策を変えたり動かしたりすることは、適当であるとは思わない。そういう意味でもう暫く静かに市場の動き、あるいは周囲の各要因をよくみていく時期ではないかと思っている。そういう意味で私は今日のところは現状維持が良いと思っている。前回の会合で先行きのリスク要因の増大に応じて、適切なタイミングで迅速に新たな政策決定を行なったことは、誇りを持っていいと思う。本日委員の方々から先行きの金融政策運営について貴重なご意見が多く出されたが、今後ともこうした幅広い検討を重ねながら、情勢の変化を踏まえ機動的かつ弾力的な政策運営を図っていけば宜しいのではないかというのが、私の今の考えである。以上である。

何か意見があればどうぞ。

#### 植田委員

私も武富委員のご意見にかなりの部分共感を覚える。余りに色々な提案が一度に出てくると、混乱しているというだけではなくマーケットに対して我々がパニックの状態にある、当事者能力を持っていないと信頼を失ってしまうリスクがあることを考えて頂きたいと思う。勿論それぞれ提案する権利を持っている。それを確保することは非常に大事なことだとは思いますが、できれば小さい違いは妥協して頂いて、さらに詰め切れていないところはきちっと詰めて、場合によっては次回以降に持ち越す姿勢が大事かと思う。昼休みにお考え頂きたいと思う。



### 三木委員

私も今お話を聞いていて思ったことは、対金融システムについては手を打ったので当面1、2か月は全然問題ない。ただ、企業については一つ問題がある。ただその企業の問題がどの程度になるかは実はこれからの二週間の間全部出てくる。だからこの懸念に対しては対応せざるを得ないと思うが、0.1%くらいにしたってそれはその程度の効果しかない。ほとんど効果がない。問題はそうではなく、「後戻りは防げるか」ということだと思う。我々はこれからまた景気回復に持っていかなければいけない訳であるが、それには構造調整と不良債権処理を抱えてしまっているのだから、これを何とかして進めなければならないし、そのためには物凄い圧力が掛かるのも目にみえているから、金融政策としてはどうしても対応せざるを得ない。余り効果のないことをステップとして踏む手順はあるが、これは、また日銀は小出しにやっているなというだけで終わってしまうような感じがする。であるから今回はむしろ金融政策のある意味ではレジームの変更になるかもしれないが、今度は腹を括ってやらなければならない。しかし、そこについては残念ながら私自身も今こうしてというだけの頭が決まっている訳ではないので、今回は据え置きもやむを得ないかなと思う。

### 速水議長

先程言われた金融政策はまだ頭の中に具体的なものを持っている訳ではないのか。

### 三木委員

一応のレジームは持っているが、しかし本当にこれでいけるかについては、正直言って不安がある。そこは武富委員の意見に賛成で、やはり皆で詰めていく場を持った方がベターかなと思う。そういう意味で思いとしては次回の方にそこを持っていくことにしたいと思っている。しかし今回は相当レジームの問題を腹を括って議論せざるを得ない。だから色々な選択

肢を考えることを、一つ頭の中に必ず置いて頂くことをお願いしたい。議長には特にお願いしたい。

#### 中原委員

私は今の議論には反対である。やはり日銀のアクションはこれまで too little, too late である。これまで出ている案が混乱していると言われているが、それは現状よりも一層の金融緩和をしようということであって、それが色々な案になって出ている訳である。それは程度の差はあるが、私は別に統一的な思想がないとは全く思わないし、特に今日は 98 年 10 月の日経平均のザラ場の安値を割ってきている非常に重要な節目の時であるから、そういったことも考える必要があるのであって、三つの提案はそれぞれ皆存在価値があると思うので、どう決めるかだと私は思う。

#### 田谷委員

私はもう少し話をして見方を統一できるところは統一してみたいと思う。確かに武富委員が言われたように、提案が四つも五つも出るのはやはりおかしいと思う。そのうえでどうしてもここは小出しと言われようと何だろうと出したいと思ったらそうする。その過程で少し議論して一番最初に植田委員が言われたように量的緩和に意味があるとすればゼロに戻ることである。それと 1、2、3 と効果を挙げて 1 と 3 に意味があるだろうと言われた。確かに私もそう思う。異口同音に三木委員も言われている訳である。多分篠塚委員も似たような考えだと思う。であるからその辺を話し合ってそれこそ三木委員が腹括ってと言われたが、次回にそういうことを決断するかしないかは次回の問題であるが、それに向かって相当議論を詰めていくのが良いと思う。確かに私も小さな金利引下げは、前はタイミングとしていいと思ったが、それでは今回前回と同じような意味があるかということそれはやはり薄れていると思う。そういうことを含めて植田委員が言われたようなことを含めて議論してはどうか。三木委員、篠塚委員、例えば中原委員が言われたゼロ金利にしても同じような部分があ

るのではないか。

#### 中原委員

私は今日は提案を前回の提案から変えたが、現在の局面ではこれが最も妥当性があると思ったから提案した。

#### 田谷委員

私もそう思ったからこそ言ったが、その後で三つ四つ出てくるとは思わなかった。

#### 速水議長

私は流動性の供給は今十分行なっているし、また前回の措置で今まで足りなかったところもカバーしていけるだろうと思っている。それをまたここで余り議論しないで追い討ちをかけるのは少し早すぎるのではないか。言われたような議論は、私も必ず必要になってくると思う。私共も次の手を考えている。

#### 藤原副総裁

そういうことを含めてこれから午後のセッションで本日の具体的な何か選択肢があり得るかどうか、基本的に検討していく問題としては何かあるか等を整理しながら議論を再開したらどうか。

#### 篠塚委員

もともとこの進め方では最初に 10 分自分達の意見をただ開陳するだけである。その後議論して議案を出す訳であるから、議案についても、当然のことながら変更する可能性はある訳である。今日は議論するために参加した訳である。こんなに沢山出るとは思っていなかったが、結局これだけ色々な案が出るということは、やはりもうこのままでは駄目だと皆さんある程度思っているからだと思う。これから先行きについてどう考えるか議

論しながら、自分はここは深く考え過ぎたから修正するとか、色々検討するのが当たり前なので、多くの議案が示されたこと自体について、今この段階で色々反省する必要はないと思っている。

山口副総裁

武富委員は非常にいいことを言われたと思うし、なるべく議論を尽くして最後に我々は結論を出さなければいけない。結論が出る過程でなるべく皆の意見が収斂すればそれに越したことはないと思う。そのためには午後もう少し議論したいと思う。ただそう申し上げた上で、午前中に何人かの委員の方々がいわば次回以降についてのアジェンダのようなことに言及したと思うが、そのことと今日このタイミングで何をするかはやはり分けて議論しないといけないと思う。午後は今日の決定についてもう少し集中して議論した方がいいのではないかと思う。次回以降どうするか、少し先の展望を持ちながら議論した方がいいというのはそれはそのとおりだが、ただ次回決定会合のことを今から縛る訳にはいかない。これから色々なデータが出てくる訳であるから、それを踏まえて次回は次回でベストな判断を下していくほかないと思う。幾つか従来と違う発想を取り入れなければいけないことになるかもしれないが、それについて今日結論を出すことは難しいと思うし、私は余り持ち込まない方がいいのではないかと思う。この点も含めて後で議論して頂ければと思う。

速水議長

今朝も申したが、議論が漏れないようにお願いします。それでは1時45分再開とする。

(午後12時57分中断、午後1時46分再開)

速水議長

それでは先程の議論の中で引き続き議論を深めることとなったので、ど

なたからでも始めて頂いて討議したいと思う。特に順序など決めないので、考えていることを披露頂ければと思う。

#### 田谷委員

昼の間に考えたが、まだ混乱しているかもしれない。武富委員の言われたことは重々分かる。ただ、前回会合から限られたとはいえ幾つかの指標が出て、それがどちらを向いているかという、かなり弱い方向を向いている。そういうことに対して日本銀行としてメッセージを出した方がいいのではないかと。出さないリスクがあるのではないかと依然として思う。ただ、それではオーバーナイトを0.1%にしなくてはいけないとか、0.15%ではどうか、そのほかの数字ではどうかといえ、それは変える用意はある。

先程山口副総裁が今回は今回に集中しようと言われたが、私もそれに賛成である。この会合でのリスクはどちらにもあるが、何らかのメッセージを出すリスクの方が出さないリスクよりも若干小さいのではないかと。従って、これからの議論の結果次第だが、できれば数字その他は変えることはやぶさかではないが、ここで日本経済の現状、先行きについての動きについて、かなり懸念を持っているというメッセージを私は出した方がいいのではないかと。小出しに出すリスクはあると思うし、今日の生産や株価に我々がオーバーリアクションをしているリスクも確かにあるかもしれない。しかし前回から今回に至って、前回私が議案を提出した状況から反対に少しプラス面が出てきたかという、逆のような気がする。私はこれでそういうことを今回引っ込めると、全然首尾一貫しないと思う。今のところそう考えている。

#### 篠塚委員

まずこの時期にこのように色々な議案が出たことは、我々メンバーが先行きに対して危機感を持っていることが同時に表われたものであって、武富委員が先程言っていたように色々価値観が変わるような問題に関して

はもう少し事前に根回しが必要ではないかということに関しては、私はいささかもそのように思っていない。我々の少数のグループを作って議論してから提案するような仕方もあるかもしれないが、そういうことは待ってられない状況ではないかと私は思っている。それから先程総裁が前回2月の時に打出した措置の状況がどうなるか見極められない2月後半の会合で政策変更を行なうのは、却って前回は失敗だったのではないかとマイナスにとられるのではないかと言われていた。私の意見は逆である。2月にロンバート型貸出制度と同時に幾つかの措置を打ち出したが、それに加えて日銀は新しい状況に対応しようと考えているというメッセージを出すことは、私はプラスにとられるのではないかと思っている。それから私自身の考えは先程提案の形で示したが、今回、長国の買切オペ増額について賛成多数を得ることができるとは思っていない。しかし、私は先行きに向けて、かなり難しい状況になってくると思う。そして3月になってから急に同じ様な提案をしてもだめだと思うので、一度自分の意見、こういう考えもある、こんなふうにいることについて議論したいと思った。それをただ言っただけでは、「あ、そうですか、はい、次は」となって、議論にならないと思ったので議案の形で出し、議論してもらいたいと思った。その結果、先行きについてこれは少しまずいかもしいかならば、それに向けてもう少しどの様にしたらいいのだろうかとの議論が繋がっていくこともあると考え、長国の買切オペ増額についての案を出した。基本は前回の決定会合に続き政策金利はオーバーナイト・レートを0.25%にすることである。それに加えて先行きへの対応を講じたいということなので、どういう形で今回の政策の票決をするか分からないが、そういう形の案には私は賛成する。それに加えて長期国債買切オペ増額に関する私の考えを述べた上で先行きについて検討頂きたいということである。

#### 中原委員

私は現状認識を非常に厳しくすべきだと思っている。株価は98年10月のザラ場の安値さえ割ってきた。もちろん日経平均の銘柄入れ替えの影響

はあろうが、それにしても十分深刻に考えなければいけない事態である。それから深刻な事態としてもう一つ言えば、今日出た鉱工業生産指数はやはり相当ショッキングであって、1~3月が-1.7%の予想なので、恐らく1~3月のGDPがマイナスになる可能性が出てきていると私は思う。そしてもしそうであるとすれば、成長のゲタが外されるから2001年度は再びマイナス成長になるシナリオも十分に考えられる。それから次の会合でという意見もあるが、私は金融政策決定会合はその回、その回ごとの結論を出すべきであると考えている。だから十分検討するために先に送るといった考え方は不適當ではないかと思っている。もう一つ言えば、十分検討することをもし理由に使うにしても、提案の考え方は前から出ている訳なので、この段階になってまだ何故時間があるのか私にはよく分からない。それから先程から伺っていて不思議に思うのは、議案が乱立し過ぎているから整理すべきだという意見についてである。我々は一人一人が独立して責任を持っているので、その人々が十分に考えて真剣に提案しているのであるから、私は調整をすとかといったことは、却って誤解を招く、悪い言葉で言えば談合したことにもなるので、最後のところはこれまでのように提案を出してそれで正々堂々と議決を取ればよろしいと思っている。以上である。

#### 植田委員

中原委員と田谷委員の案は数字が違うだけで、中身はある意味ではかなり近いと思うが、篠塚委員は大分違う。しかも議論して欲しいとのことなので、二、三質問したい。私は午前中申し上げたように、長国買いオペで発生する効果と厳密に同じではないがかなり近いものを時間軸効果を使えば出せる、だからオーバーナイト・レートを0.25%に据え置くのであれば、0.25%で時間軸を使う政策が考えられると思っている。それに対して買いオペを提案された理由はどうなのか。

#### 篠塚委員

買いオペを提案したのは、物価の下落という状況を日銀がもう放置しないことのメッセージとして出したためである。今まで金融緩和の効果はほとんど効いてこなかったので、金利誘導は使い難いだろうというのが第一点である。長期国債の買い入れ増額に関しては様々な誤解もあると思うし、これは量的緩和であると言っている人達もいる。量的緩和の定義の仕方もあると思うが、基本的には我々の金利で調節するレジームは変えない訳である。しかもオーバーナイト物 0.25% とすることはおいたままで、新たに長期国債買入をすることなので、調節の中身の長国のウェイトを増やして短期からウェイトを変えるだけの話なので三木委員が言われたようなマネーサプライに影響を与えるようなことは一切しない訳である。

#### 植田委員

物価について言えば、例えば 0.25% を物価の下落傾向が止まるまでは続けるという提案でも同じ様な効果が出そうに思う。0.25% という金利を物価の下落傾向が止まるまで続けるという約束でもほぼ同じ効果が得られるのではないか。

#### 篠塚委員

もしかしたらそうかもしれない。

#### 植田委員

少し新しいことをしてみたいということか。

#### 篠塚委員

そうではなく、今我々は金利で調節している訳である。それをずっと固定して置くようなことをすると却って政策の自由度で難しくなると思っている。ゼロ金利の時はもっと厳しかったが、ゼロで調節をする制約が 1



年半も続いた訳だが、これがただ 0.25%になっただけでそれをまた同じ様に続ける状況は、調節の手を縛るのではないかと思う。それに比べれば長国の場合は金額を今、月 4 千億円でやっているのを、倍の 8 千億円にする結果、恐らく長期金利にいずれ効果が及んでくると思う。その時に為替の方に影響がどの位でてくるのかの予測は難しい。

植田委員

私が申し上げている時間軸でもほぼ同じ効果が出せる。

篠塚委員

多分そうだと思う。ある意味では目くらましみたいなものだが、長期国債買切オペ増額であれば量的緩和だと思うのではないか。

植田委員

それは少し置いておくとして、0.25%にオーバーナイトを縛っておくためには長国で大量の買いオペをして、一方で吸収が必要になる。

篠塚委員

いや、それは。

植田委員

吸収をしないと、オーバーナイトはゼロに下がると思う。

篠塚委員

いや、大丈夫である。なぜなら全体で今 45 兆円位の長期国債の買い入れをしている訳であるが、短期の資金供給残高は大体 50 兆円である。

植田委員

この案により長国の買いオペを 2 倍位にすると短期は回収超になると

思う。まあ、だからツイストオペをするということでもいいのだが。

篠塚委員

いや、ツイストオペみたいなものをしなくても、ただ中身の構成が変わるだけである。短期の資金供給残高を少し減らすことで対応できる。

植田委員

中身が変わるとするのは少し技術的に問題ないのか私は心配である。

篠塚委員

それは技術的にもきちんと質問して、大丈夫だと聞いている。なぜかという、政府預金の滞留分が多くあるためである。

植田委員

まあ、それはできるのかもしれない。しかし、そのうえで仮にこれを2倍にしても物価が下がる傾向は全然止まらないかもしれない。

篠塚委員

それは分からない。それは0.25%をずっと続けても分からないのと同様である。

植田委員

それはそうである。ただ、0.25%を続ける場合には長く続けるという選択になる。この場合はもっと大量に長国を買うことに繋がっていく。

篠塚委員

いや、それは決定の仕方次第で、もっと増額とならないために歯止めをつける。

植田委員

歯止めをつけるためには物価目標ではつけられないということではないか。

篠塚委員

やってみてどの位になるかは分からない。

植田委員

皆が心配してきたことは、これでいくとどこまで買わなければならないかが非常に不透明であることである。提案にある金額であればバランスシートは大丈夫かもしれないが、どんどん買っていかないと物価の下落傾向は止まらないのであればバランスシートがどうなってしまうか分からないということが、最大の理由ではないかと思う。

篠塚委員

そうですね、それはある。

山口副総裁

私も今のお話の延長線上で篠塚委員案に一言だけコメントする。今の議論で篠塚委員が長国オペによって何を狙っているかが多少分かって、どうやら長期金利をもっと下げることが狙いかと思う。

篠塚委員

下がるかもしれないと、考えている。一番はそこである。

山口副総裁

その効果は私も植田委員と全く同様に考えており、敢えて買いオペをしなくても他の方法で実現可能であろうと思う。また、目くらましと言われた部分については、次第にメッキが剥げていくと思うので、別に二倍であ

るかどうかは別のこととしてみて、長国オペのかなり大きな増額に踏み切る場合には、やはり相当な決意が必要だろうと思う。その決意が今必要な程の状況になっているのかどうかについては、私は留保を持っている。

それから次の田谷委員の提案と中原委員の提案については、先程植田委員は数字が違うだけだと言われたが、ゼロにするかどうかはやはりそれなりの違いがあるのではないかと私は思う。従って二つの提案は分けて考えたいと思う。そのうえで、今朝の議論における経済情勢の判断については、前回以降の変化に関する限り大まかな合意が私はあったように思う。その変化を踏まえて今日の時点で何か措置を取った方がいいのかどうかで、色々なポジションがある訳である。これは結局、一つにはこの間に出てきた幾つかの経済指標の重みを、我々がどう受け止めるのかについての判断の問題があらうかと思うし、加えて言えば最近出てきた経済指標の悪化——悪化していないものもあったが、総じてマイナスの方が多かったというのが皆さんの評価だと思う——に対してこれまでに取ってきた措置で十分かどうかの判断があるのだろうと思う。私自身は今朝言ったように、最近の経済指標の変化は将来のリスクの増大を指し示す点で、比較的強く受け止めたいと思う。特に今日の生産の大きな落ち込みやそれに対するマーケットの反応の仕方をみると、このタイミングで決定会合を開き全くノーアクションで終えることには、それなりのリスクがあらうかと思う。この時点で何かミニマムの措置を取ることの功罪を考えてみると、私は恐らく前回取った措置の市場金利に対する効果、市場安定化という意味での効果を補強する意味合いの方が強く出てくるのではないかと思う。一つの問題は三木委員が午前中指摘していた「小出し」というか非常に限られた効果しか持たないのではないかということがどう受け止められるかという問題は確かにあらうかと思う。しかし前回我々としてそれなりの知恵を出し、それなりの措置を取った訳である。私の頭の中にあるのは非常に小さな措置であるが、そうした小さな措置でも、それによって補強することが出来れば、それはそれなりの意義はあらうかと思っている。ただ、そう申し上げた上でこれは非常に微妙な判断でもあり、今日は今日の決定をす

るにしても、将来の展望と各自の頭の中ではなかなか切っても切り離せないような関係にあることも事実だと思う。その辺についての皆さんの意見も聞きながら、自分では少しフレキシブルに考えていきたいと思っている。取り敢えずのコメントはそういうことになる。

### 篠塚委員

今山口副総裁が言われた今何か処置をする必要があるかどうかという問題については、私は今する必要があると思っている。前回2月9日に打出した政策は市場に安定的な資金供給をすることのメッセージであり、今日はその細目についても出す訳である。私の立場から言うと色々なデータからみても金融システムは安定はしているけれども先行き様々な不安があるかもしれないことは事実であって、そういうことも踏まえた上であいう政策を出した訳である。それを考えると97年11月のそれこそ大きな金融システムの不安があり、そして当時の長期国債の買切オペがそれまでの2千億円から倍の4千億円になって今に至っている。当時は倍になったとしてもそういう状況であるということで市場ではそれ程大騒ぎにならなかったし、そういう形で対処したと思うと、今そういう形でアクションするべき時ではないかと思う。

それからそういうことをすることが前回2月9日に出した措置に対する補強効果を持つのではないかと私は思う。以上である。

### 三木委員

今の山口副総裁の話ではないが、現状認識についての1か月前との落差が大きいことは否めない。1~3月の生産が落ちることは1~3月の生産計画を12月に組んだときから分かっていることだから、そのとおりになっただけで、こんな数字で経済界のメンバーを含め实体经济を担っているメンバーは誰もびっくりしない。もともとそういう前提の中で1月、2月と申し上げてきた訳であるから、この数字でどうのこうのとはずまらない。ここに認識ギャップがあるとのことであるから、やむを得ないと思うが、

これをもってどうのこうのということには毛頭ならない。それよりも大事なのはやはり目に見えて構造改革と不良債権処理を急がなければならないことである。今の日本経済の置かれている立場では、これを解決しない限り株価は打たれ続ける。もう一つ実体経済のメンバーから見ると構造改革の問題が今まで先送りされたのは皆金繰りがついたからである。そういう意味ではゼロ金利の弊害である。やはり退出すべき人は退出してもらうという市場原理の中に放り出さないともう駄目だと思う。そういうことに対しての金融政策としては、相当のことに踏み込んだものでなければならないと思う。従って今の金利ターゲットではもう余地がないとのことではあるが、やるのであれば精一杯のところまで踏み込むことは必要だし、それに付け加える考え方を出していかないといけない。その局面がもう来ていると思う。要するに実体経済に効いていってもらわなければ困る訳である。金融の方に効いても全然意味がない。実体経済に効かせるためには、マネーサプライに効くようなことが考えられないかと思う。それから金融のマーケットで効くか効かないかと考えると、やはりこれは量を出すことである。金利はもうここまで来てしまっているから、企業家からすると金利そのものには余り意味がない。そういうことを考えると、ある程度金利が下がるのは覚悟の上でそれに見合う量を出すことを考えなければいけない。量を出せばベースマネーとマネーサプライの間が切れていても少なくとも金融機関はその出た量で債券は買うであろう。債券を買うことで資金は回る。それからこれはちょっと分からないが次は株と土地という問題。これは金融機関は買えないかもしれないが少なくとも実体経済の方に株と土地という形で資金が回っていく、流れていくことがある程度は期待できるだろうと思う。今のようにこれだけキャッシュ・フローは潤沢でその範囲内で投資を行ない、しかも資金返済優先で製造業中心にスリム化の動きもあるが、まずは資産価格の方に効いてくると思う。これがインフレに繋がるといった意見も多いが、そこは少し目をつぶらなければいけない気がする。それだけ量を出すにはどうするのかというと、今の僅かな下げ余地の中ではゼロ近傍まで徹底的に戻すと同時に、調

節で資金が出し易いようにするにはあと残っているのは国債を買っていくしかない。そういう意味で調節がし易いように歯止めを設けながら国債を買うことも考えていかなければならないと思う。ただしそれだけではなく、もっとほかに植田委員が言われたような時間軸もあるし、例えば株浮揚とまでいかななくてもCPIがゼロになるまでは続けるといったアナウンスも効果を持つであろうし、色々な組み合わせがあると思う。やはりそういうことが何かないのかなという思いである。今のところ私の頭の中からそれが出てこないものだから敢えて皆さんに少しそこをよく議論してくれないかと申し上げている。今までのオーソドックスなスタンスから言えば、ゼロ近傍までまた戻すことである。ただゼロ金利にしなくても私は良いと思っている。また、調節がし易いように、資金が増やした分きちんと出て行くようなことを考えればやはり国債を買うしかない。これはステップを踏めば良いと思っている。これが私の考え方である。ここまでのことを今度はしないと、取り敢えずステップを踏んでということでは追いつかないだろうと思う。そうであれば、この際、ステップを踏むというよりも一遍にそこまで腹を括って実行することが望ましいかなと思っている。本来これを今すればいいではないかということかもしれない。ただ、それをするには篠塚委員の話ではないが、国債の問題一つ取っても、色々クリアしなければならない条件があるのは間違いない。だからそういうことを少し話し合う時間はやはり必要かと思う。そういう時間を取ることと、そうではなくステップを踏んででもとにかく一応の手当てをしておくのとどちらが良いか悩ましい。そんなことをやっただけで、マーケットはどう思うのだろうかと思うと、これはやっぱりやるなら一発でやる形で本行の役割をはっきりさせる方が結果としてはベターかなという感じがしている。次の会合までの期間はせいぜい2週間だから、实体经济の動きがどれだけ悪い方に向かっていってしまうかとか考えてもそのリスクはむしろ少ないと思う。最初はステップを踏もうかと思ったが、今日色々皆さんのご意見を伺って、これは一発でやるべきだということで、今回についてはそういう思いを込めてこのまま現状踏襲ということでどうかと

思う。これは武富委員の意見に賛成だが、次回にそのところをきちんと、もう少し詰めて、そのうえで提案する方が望ましいかなと思っている。

#### 速水議長

中央銀行に一番長くいるのが私だと思うので、また始まったかとお思いになるかもしれないが、一言申し上げておきたい。長期国債の買い入れについては、学者の方などもよく言われるが、戦前の高橋是清の時代にこれをして、それがそのまま戦争になり、大量に国債を出して戦後の終戦処理においても大量に出して大変なインフレになった。私は昭和 22 年に日銀に入っていたので、ドッジがやってきてこれを押え込み漸く止まるまでの嫌な体験を自らしている。これはどこの中央銀行でもそうだが、イタリーなどでも割合最近国債を大量に引き受けたり買ったりして、インフレになったと思う。長期国債の買い入れは、国債の値打ちにも響いてくる。いずれ中央銀行が国債をそんなに持っているのかという話になれば、また国債の価値が下がっていくことになる心配もある。今でも月 2 千億円を 2 回、4 千億円買って、短期も入れて今国債残高が約 53 兆円である。対する銀行券は 57 兆円で、これ位なら買っていてそう目立たないのかもしれないが、必要で買うならこの間決めた短国の買切オペの方がけじめがはっきりついて良いのではないかと思う。それから皆さん、あまりご存知ないかもしれないが、日本銀行のバランスシートをみると銀行券が 57 兆円、国債が 53 兆円だが、同時に負債勘定に政府預金を 20 兆円預かっている。53 兆円の国債を日本銀行が資産で持ちながら、片方で政府は 20 兆円の政府預金——これはここへ来て前年比 10 兆円位増えていることもあるが、——を預かっている。どうしてこんなにたくさん政府の預金を預からなければいけないのかなという感じがする。少し本論から外れるが、そういうことも含めて考えて頂きたい。もう一つは、昨日経済財政諮問会議があって、四回を通じて決まったことは、やはり景気対策と構造改革は二つのものではなく一つのものであり、これを進めていかない限り景気も良くなかないし、構造改革が遅ればもう日本は世界から外れてしまうのだという



ようなことを大臣方も民間の議員の方々も皆それを認識していることで大体一致した。これから財政政策、予算、構造改革のあり方とか、経済実態について議論していく。この間私も申したが、牛尾議員などが盛んに数字を出して説明していたのは、これから伸びるのはサービス部門でもっとも雇用も増えていくし、伸びる余地が十分あると思う。こういうことはG7でオニール財務長官が日本の製造業には本当に感心する、鉄にしても自動車にしても我々はそれに随分教えられたと言っていた。例えばトヨタの看板方式の話などもしていたが、メーカー出身だから日本の製造業の素晴らしさ、力があることは十分知っている。しかし賃金もコストも高くなっている状況であるし、これから伸びていくためにはサービス産業を増やしていくことではないかと言っていた。私も同じ意見であるが、オニール財務長官は経済全体を良く知っている感じがした。そういうようなことで鉱工業生産だけみていたのでは全ては分からないと思う。雇用も所得も消費も含めてみていないと、これからの大事な変化を見落とすと思う。

大分脱線したが、長期国債の買い切り、あるいは引き受けはご免こうむりたいというセントラルバンカーとしての宗教を言わせて頂いた。

#### 山口副総裁

長期国債について三木委員、篠塚委員が言っていることには、私は若干誤解があるような気がする。大体長国買入オペをすれば国債金利、長期金利が下がるかどうか、それ自体実はそれ程明確な結論がある訳でもない。また、植田委員が先程言われたような別の方法で同じ目的を達することもできる。量の拡張を目指すのであれば国債はご存知のとおり、ほとんどは金融機関が持っているので、その買いオペを増やしても結局金融機関に対する準備預金の供給になり、そこで信用仲介のパイプが詰まっている以上、その先にある企業等へなかなか資金が流れ難い状況には一向にメスが入らないと思う。だから何のために長国オペを行なうのかは極めてシンボリックな意味しかなくなると思うし、シンボルはどう受取られるのかよく分からない。プラスに受取られるかもしれないし、マイナスの方がひよっとし

たら大きいかもしれない。そういうリスクがある措置だと思う。だから企業に資金を回すために長期国債の買いオペ増額もやむなしと三木委員は言われるが、残念ながらその目的はおよそ達せられないだろうと私は思う。

### 三木委員

それはそうだと思う。だからこそベースマネーの世界でばかり議論しているのではなく、マネーサプライの方へ行くようなことが考えられないかと思う。間に入っている金融仲介機能が機能喪失しているのだから、やむを得ずセントラルバンクが直接マネーサプライに影響を及ぼすような、何かそういう金融政策がないか考えて欲しいと申し上げている。国債云々は非常に単純な話で、金利を下げれば、その分だけ増える。量が増える時に今の政策の範囲内で短国の1年物まで買うとしても、金融機関等ベースマネーの連中は運用が切れてしまっているから、これ以上いらぬということになるだろう。だからマーケットに余らすだけになるが、一方で量を増やすので取ってみるとなるとできるだけ銘柄を増やすなど取り易いようにしないと調節が持たない感じがする。今の4千億円も恐らく成長通貨供給の範囲内という名目はつけているものの、若干そういうことも含めてあそこまでやってきたのだろうと思うので、それを最後若干でも増やす形でそういうことにならないかなということである。これを以ってすぐそれがマネーサプライに繋がって行くとは、今のままではならぬ。

### 山口副総裁

ならぬ。

### 三木委員

しかし、今取っている政策の範疇でいくと、もうこれしかないだろうということをお願いしている。そうではなくてもう少し別の政策がないものかと思う。植田委員が言われたような時間軸もアイデアだし、それから為替介入もあるのかもしれない。そういうのがないかなと思う。

## 武富委員

結局私が若干引っ掛かっているのは、政策の中の特に量のところである。オペ種を多様化して、買い切りの対象を幾ら期間を長くしても、今の資金仲介機能とその外延にある資金需要の実態からすると、どうやっても量は増えない。だから唯一金利にどれだけ働き掛けられるかによるが、それによって一番外側の資金需要誘発に繋がる極めて細い道筋に期待をして、政策を実施する位のことだと思う。

それから三木委員の言われるマネーサプライに直接働きかける云々からさらに私は分からなくなってしまう訳だが、それは恐らく中央銀行として国債のさらに長い物を買うという以上に法を越えるところへ行くのだと思う。民間債務をいきなり買うとか、極端に言えば一部の量的緩和論の方が主張する土地まで含めて買い入れるようなことになる。結局量の問題は話し出すと長くなるのもうこの位にしておくが、私自身としては今現在は少なくとも量の緩和は相当難しいと考えていることが、まず大前提にある。もちろんそこについても虚心坦懐に色々な議論はさせて頂くが、そういう頭で今の景気物価情勢をみることになる。それは二つあって、一つはまず限界的な輸出から始まった企業の調整がどのように進むかである。輸出から始まって生産削減、収益下押し、設備投資抑制、最後に雇用に調整の波が来る訳である。三木委員はこれ位の生産も産業界は当然織り込み済みとの認識であったが、まずその生産のところが割とはっきりマイナスに出てきた。そうするとその次の収益や設備投資、雇用に対する調整も先行きのスピードとか、深さについて前より少し修正しなければいけない。さらにその先では雇用まで手がつくとか、収益が下押しされると労働分配率にも響いてくる。そうすると今現在足許で確認できる消費の指標は、12月の全世帯の家計調査でも、1月の小売販売統計でも色々な要因はあるが、取り敢えずめちゃくちゃ悪い訳ではない。しかしそれが先程の企業の一連の流れが行き着くところに行くと、結局企業収益の家計への流れを締め出し、これはまだ懸念段階だが、先行き、消費が縮まってしまうかもし

れないと思う訳である。そこに金融政策として先行きの下方リスクを認識したうえで手立てを打ったというメッセージをまず出すかどうか第一弾だと思う。もう一つは、産業界の頭の中にあるのは、そういう外需から始まった調整の流れと同時に、構造調整が最後の正念場を迎えていることがある。これは心理的に重い。これを本格的に行なえば中長期にはいいのだが、短期的には色々なデフレ圧力が出てきて、その影響は自分達も被るということが念頭にある訳である。実際に不良債権問題を始め、色々な構造調整についてもうこれ以上先延ばししない対策が取られれば取られる程、短期的には経済に色々なマイナスが出る。市場も一時的には、どちらに反応するか分からないが、悪い反応が出て下手をすると金融システムそのものも揺さぶられる事態があり得る。そこについても金融政策だけで対応できる訳ではないが、色々な対策の一つとして、金融政策が何をするのだろうかということは当然ある。その時に三木委員が言われるように量の問題に対応するのがいいのではないかと、世の中では思っているが、実は量はそういう意味では出ない経済の実態なので、構造調整の悪い波及が短期的に拡がった時に準備もなく一体何をするのか、今何かできるのかなと思う。つまり、短期的な企業の調整が始まるところに対して、なるべく心理的にも食い止める手立てを一つ打って、それから先行きにもっと大きい広がりのある問題が出てくる時にももう一段被せて何かしないといけないうちで今日を迎えている。だから、第二段目の問題整理をしておいた方がいい。私が思うのは結局生産の今朝の数字と株価が今現在 203 円も下がっているのを見ると、確かに現状維持とした場合の市場の受け止め方がすこぶる悪いリスクがあると思われることである。だから多少できれば手当てした方がいいと思う。しかし、後の方の問題については、後から考えるということかもしれないが、金利政策の効果をデフレ対策あるいは金融システム対策で補強できないかということも考えられる。金融システム対策については補完貸付制度が本来そういう趣旨を持っていて、金融システム不安と株価の悪化という悪循環の悪しきチェーンをどこか途中で遮断するので、当面それで対応するのかなと思う。要するに最終的には資金需要が

あるかないかの問題である。ないことから押せ押せで、金融政策の改良余地を狭めているのがまさに今の経済の一番の特色である。ではその資金需要を出させるためにはどうするのかという時に、金融の方から幾ら働きかけても量は出ないので、資金需要が出るようにほかの対策も行なう。それは短期的にはデフレ的であるが、構造調整を行なうということは、そういう政策の組み合わせなのだと思う。だから短期的にはフレキシブルに考えたいと思うし、手当てすべき構造調整のデフレ圧力とその前の目先の企業調整において、まず企業調整に何か手当てをするのであれば今日できることは、自ずと意思表示程度のことよりほか仕方ないだろうと思う。量の問題が駄目であれば、午前中に言った時間軸効果の使い方によってプラス $\alpha$ の何かができるかどうかだと思う。それが構造調整から来るデフレ圧力に十分かと問われれば、それはまだ即断できない。

速水議長

デフレ圧力が出てくるのはこれからである。

武富委員

だからそこにも何か、政策対応を持っていたい。

速水議長

そのとおりである。

武富委員

しかし、その手前で生じる企業調整は思ったよりも少し速いスピードで進むかもしれないので、そこにも手当てをしなければならない。

植田委員

私も今日のアクションについて少し意見を申し上げたい。多くの委員が言われていることと大体同じであるが、出てきたデータはやはり悪い。た

だこの悪さが今後どれ位深刻になるかについて、不確実性がある一方、その足許までの悪いデータにマーケットが悲観的に反応していることも事実である。かなりクリティカルなレベルにある感じを私は持っている。そうしたことから出てくる常識的な対応策は、残された手段を大抵二分割位にして、取り敢えずのステップを踏んでおいて、残された中での少し大きめのアクションを次のステップとしてプリエンプティブにどこで使うのか、それはこれからの議論だが、そのために取っておくことかと思う。そのうえで二番目のアクションについては、単純に量を増やせば新しい手段が得られるとの考えはやっぱり誤解ではないかなと思う。我々が使ってきた金利を中心とした調節においても、時間軸効果を巧く使うことによって、厳密に同じではないと思うが、例えば国債買いオペと同じ様な効果を作り出すことはできると思う。ただ、国債買いオペでいくチョイスもあり、そちらの効果がゼロだと言っている訳ではない。ただ、それでは、速水議長が挙げた問題点のほかに、私が午後篠塚委員と議論したような問題が色々出てくるかなと思う。それでももっと新しい手段となれば、武富委員が極論に挙げたような不良債権を買うといったようなこと、あるいは日本銀行が自分の勘定で外国為替を買うといったことであろう。これらは効くと思うが、少なくとも現在の日銀法では出来ない手段であるし、また違う副作用もあるかと思う。取り敢えず以上である。

#### 武富委員

今日ここで議論してしまうと議事要旨に載るので、したもののかしないものかと思うが、時間軸効果については、どういう指標を使うとか、どういう文言にするとかそれぞれのオプションの是非を議論した方がいいと思う。

#### 植田委員

私は篠塚委員が使われたのが一つの例だと思う。

武富委員

それは一つのやり方である。

植田委員

踏み込んでしまうが、近くて少し違うのが物価水準ターゲティングである。インフレ率をゼロにしておいて、物価がある時点から下がらないことを目標にする。下がったらその分取り返すようなところまで我慢するのが物価水準ターゲティングである。

篠塚委員

レベルでみる訳か。

植田委員

然り。レベルで見る訳である。従ってインフレ率がゼロと微妙に違う。もう一つ私がいいと思っているのは名目GDPターゲティングである。

篠塚委員

しかし、それはデータに難点がある。

植田委員

物価も名目GDPもデータに問題はある。

武富委員

GDPは出てくるまでに少し古くなってしまふ。

植田委員

ただ、マーケットや企業などは名目GDPターゲティングにある種の魅力を感じると思う。

#### 武富委員

それは分かっているが、使う側からみると非常にデータが遅い。それにかなり修正されるのも難点である。

#### 山口副総裁

将来に向けてのコミットメントは、今幾つかアイデアが出されたが、それぞれにメリットもあるしデメリットもあると思う。今日は自分のポジションは取らないが、いずれにしてもそれは何らかの金利なり量なりについてのアクションとセットにして考えるべき問題だと思うので、それはまた少し先の楽しみとしておきたいと思う。

#### 藤原副総裁

今私達が議論しているのは、ゼロ金利解除以来それぞれの会合でレビューし判断してきたことの延長線上にあるが、とりわけ10月の物価安定についての検討とそこから出てきた展望レポートに立ち戻って検討し現在に至った訳である。そして2月9日の期末をも念頭に置いた流動性供給方法の改善を打出したが、あれも今の景気判断をも加味すれば、世の中に対する意思表示であり、一種のバイアスだったと思う。その後の経済諸指標の点検によれば、それがさらに下振れになってきた訳で、私自身もそれを補強する何らかの対策がもし取れば取るべき時期に来ていると思う。しかしその後のことを考えると、どの程度の範囲、マグニチュードの対策を取るかは今後も問題で、それを今回どのように判断するかが今日問題となっているのではないかと思う。その意味で中原委員が言われたようにその時その時で与えられた所与の条件の下に、何ができるか対応策を考えていくべきだと思い、来るべき大ショックに対応する政策が必要な時を念頭に置きながら、今はできることを考えるというのが私の意見である。それは詰めていくとパーセンテージの議論になるかどうか分からないが、時間軸のような尺度については私自身はっきり言って分からないところがあるし、デフレ懸念の払拭という言葉も使ったことをすぐ想起したりす



るので、もう少し考えてみたいと思っている。以上である。

#### 中原委員

先程現状認識が甘いのではないかと言ったが、99年の1～3月のゼロ金利に追い込まれた事態と今の状況を比べてみると、例えば名目GDPは完全に下回っている。中身をもても民需、国内需要も下がっているしほとんど全部の需要項目が下がっている状態である。今申し上げたのは名目についてで、実質についてはないが、その中でも特に純輸出などは大きく下がってきているので、GDPでみて現在の方が状況が悪くなっていると言えると思う。それからあの時との違いは確かに現状は良くなっているかもしれないが、それは財政の悪化という一つの犠牲を払っている点が違う。あの時から比べると数十兆円政府の債務残高が増えている訳であるからそれも考えなければいけない。それからもう一つ考えなければいけないのは、その間に景気のアップ・ダウンがあり銀行の含み益もほとんど無くなってきているような状況にもあるということである。さらに、あの時は景気が底入れする前の状況であったが、現在は景気が恐らく頭を打って下降している局面にあると思うので、99年2月のゼロ金利に踏み切った時ほど悪くないとの解釈は、私は必ずしも一義的に納得できない。今申し上げたような反論があり得ると思うので、現在の局面でゼロ金利に下げても何らおかしいことはないと思います。

#### 三木委員

私はマネーサプライを直接増やす政策、ゼロ近傍金利への回帰、レジームの変更を1、2、3と分けて申し上げたが、1と2をできるだけセットにして、あるいは2は全部でなくても良いが、何かそういうところまでを今回一緒に行なうことに意味があると思う。ステップを踏む方法もあるが、ここまで追い込まれている訳であるから、むしろフォワード・ルッキングな金融政策の観点から、1と2の中身が問題であれば問題のものは若干は必ずしもできるだけ織り込んだ形で行なった方がいいと思う。そういう思

いから何かないかと先程から申し上げているが、ないとのことである。ないとなれば仕方がないが、しかし何かないかというのが民間にいた我々の思いである。ステップを踏むという考え方が最初だったが、ここへきて1、2の問題を合わせるタイミングを取ってもいいかと思っている。

#### 速水議長

先程私が申し上げたように、先行きがあらゆる意味で展望し難い、どのように変わっていくか分からない情勢であるが、それでも今ここで日銀として何か市場にアナウンスした方がいいのであるなら、先程どなたか言っていたように0.25%を例えば10bp位下げてみてはどうかと思う。そのことで日銀はなるほど答えてくれたなど皆が思ってくれるのであるなら、ここでやってみるのも一つの手だと思う。田谷委員はどうか。

#### 田谷委員

多分マーケットはそれ程ポジティブに反応しないと思う。なぜかというともう織り込み済みであるからである。確かにやや長めの金利までかなり下がったのはそういった動きがあるであろうことを既に先取りして動いている面が一部あるからと思う。従って、そういうステップを踏んだからマーケットが本当にポジティブに動くか私は分からない。分からないが、少なくともそういった経済実態の動きやマーケットの動きに対して、日銀も真剣に考えてできる手段を早目にとってくれるといった信認をある程度与えることができるのではないか。マーケットは非常に貪欲であるから、一つ出せば二つ寄越せ、二つ出せば三つ寄越せということになる、その判断については、私も正直いってそれ程自信がある訳ではないが、反対にマイナスに響くリスクは余り大きくないと思う。

#### 速水議長

篠塚委員はどうか。中期、長期の話はもう少し議論を詰めないといけないと思う。今日仮に何かしなければならぬのであれば、政策金利を若干

下げる位かなと思うが、それで宜しいか。

#### 篠塚委員

私は政策金利を下げるのは反対である。

#### 田谷委員

ただ、オーバーナイトを 0.25% のままで長国買いオペを増やすとなると、結局のところツイストオペをすることになる。オペレーション・ツイストを現状で行なうことに何らかの意味があるのだろうか。例えば中央銀行が長期国債を保有し、キャピタル・ロスをそれだけ抱え込むほど長期に亘って金利を維持するであろうという思惑を強められればある程度意味があるかもしれない。しかし、それも 0.25% の水準でそういう思惑が強まるかどうか私は分からないと思う。

#### 篠塚委員

具体的に長国の買入オペを行なった場合に色々な問題が起きるかもしれないので、それについて検討して頂きたいというのが趣旨である。私自身の考えではゼロ金利に至った時の情勢判断、そしてゼロ金利のメリット、デメリットみたいなものを我々は一度きちんとサーベイしたうえで対応すべきと思う。仮に今 0.25% から 0.1% に下がるとして、その次に市場が要求しているのはゼロ金利だと思うが、私は下がることはそういうプロセスの中の一つだと思っているので、やはりゼロ金利を我々がどう評価して、そこに至る条件といったものを固めたうえで今回下げることに同意するのだと思う。私自身は、今更であるがゼロ金利に至ったきっかけは、長期金利が上がったり金融システム不安があったりしたことに対する緊急避難措置であったと理解している。そういう意味からすると今回 2 月 9 日に既にきちんと手当てした訳である。だからその手当てした結果について注視すれば良いと考えている。であるから今この時点で金利を下げ、そして次から次に要求されてゼロに行くようなプロセスを選択することはない

と思っている。

速水議長

あの頃は再生法もまだ国会に上程されていなかったし、公的資金注入も話だけで実行はしていなかった。財政もまだこれからの状態で、ほかに手がなくゼロ金利に踏み切った。再生法は3月で終わるかもしれないが預金保険法は改正されているからセーフティネットは整備されていると思う。あの時の切迫感と全く違うと私は思う。その辺は考えて、この情勢でゼロ金利にするのは私は違うと思う。しかし何もしないのではなく、市場に日銀の対応力を示すために何かしようかとするなら、少しそれを動かすこと位のことではないかと思う。植田委員どうか。

植田委員

そうだと思う。

三木委員

何パーセントか。

速水議長

行なうとすれば10bpであろう。

三木委員

0.15%か。

速水議長

5bpでも良い。

山口副総裁

田谷委員が数字についてはフレキシブルだと言われていたので、コール

を 0.1% 下げてレベルは 0.15% に、公定歩合はレベルを 0.25% にする。スプレッドは変わらないが、こうした案であれば受入れられるか。

田谷委員

受入れ可能である。

三木委員

ステップを踏む場合、前回のゼロ金利導入の頃を思い起こすと、まず 0.15% から始めるということで導入した。であるから今度のようにステップを踏んでいこうとする案であれば、まずは 0.15% に誘導金利を持っていくのが良い。

速水議長

しかし先は上げるか下げるか分からない。

武富委員

それに田谷委員の前回の提案はまだ議事要旨の形で外に出ていないから、市場はまだそういうものがあると見ていない段階であるから、小刻みのステップでもそれなりの意味はあるか。

田谷委員

憶測記事だと思うが、一部の新聞には 0.1% から 0.15% の下げ案みたいなことで出てはいる。

速水議長

先程から三木委員なども言われている中期、長期の政策をこれからどうしていくかについては、次回に結論が出るかということそれはなかなか難しいと思う。そうかと言って何もしないでいいのかという感じが私もないのではないので、政策金利を若干引き下げてはどうかと考えている。それで日

銀はフレキシブルで、やる気十分だと市場が取ってくれば、実質的な効果はそれ程ないかもしれないが、実施する意味は非常に大きいと思う。

三木委員

ステップを踏む訳であるから今回ゼロにする訳ではないのであろう。

速水議長

ここで休憩する。

藤原副総裁

議長、この間のこともあるので情報管理をこの部屋にいる人に徹底してもらいたい。

速水議長

たばこは廊下で吸ってもらいたい。3時10分から再開する。

田谷委員

部屋に帰らない訳だな。

(午後3時1分中断、午後3時11分再開)

速水議長

それでは再開したいと思う。大体意見が出尽くしたように思うので、議案の取り纏めに入りたいと思う。その前に政府から来られた方に意見があれば承る。先程若林財務副大臣が発言していかれたので、小林内閣府政策統括官何かあればどうぞ。

小林内閣府政策統括官

先般2月16日の月例経済閣僚会議で報告した月例経済報告では、景気

は全体としては緩やかな改善が続いているという前月の判断から、景気の改善はそのテンポがより緩やかになっているという判断に変更した。最近の景気動向をより具体的にみると、一つにはアメリカ経済の減速から輸出が弱含み、それに伴い生産の増加テンポも緩やかになっている。二つ目に、個人消費は概ね横這いであり、失業率は高水準で推移するなど景気は厳しい状況をなお脱していない。ただ、三つ目として企業収益や設備投資は増加しており、自律的回復に向けた動きは続いている。また、景気の先行きについては、アメリカ経済の減速など懸念すべき点が見られる。

昨日行われた第四回経済財政諮問会議では経済財政に関して様々な議論があったが、その一つとして日本経済がその潜在力を発揮するためには経済社会の構造改革が重要であり、不良債権の処理の促進を含む包括的な経済活性化の方策を纏めることが重要であるとの認識が多くの方から出された。日本銀行におかれても、景気の自律的回復を確実なものとするため、景気の先行きについて懸念すべき点が見られることを踏まえて、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予防的観点を含めた適切かつ機動的な金融政策の運営を行なって頂きたいと考えている。以上である。

#### 速水議長

それでは、議案の取り纏めに入りたい。先程の委員方の検討でこれからの中長期の政策を少し時間をかけて議論をしながら進めていくことを前提にして、当面今回の決定会合では最近の海外経済情勢の推移・変化をみながら我々としてもそれに対応する何らかの措置を取るべきとの意見が出ていた。そこで、私からはオーバーナイト無担保コールレート誘導目標を0.15%にして、公定歩合を0.25%にする議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたい方はいるか。中原委員は先程から提案することであったが、篠塚委員はどうか。

[中原委員、篠塚委員より議案提出の旨表明]

それでは事務局は中原委員、篠塚委員の議案と議長案を配って、読み上げてもらいたい。読み上げた後、中原委員、篠塚委員からもう一度議案の説明をしてもらう。

雨宮企画室企画第1課長

中原委員、篠塚委員、議長案の順番で読み上げる。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

中原委員案、篠塚委員案、議長案は金融市場調節方針と公定歩合の計四本の議案を読み上げる。まず中原委員案である。「金融市場調節方針の決定ならびに基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。案件。1. 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。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。2. 日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を年0.25%引き下げ、下記のとおりとし、平成13年3月1日から実施すること。記。基準割引率および基準貸付利率年0.10%。3. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

次に篠塚委員案である。「当面の金融政策運営について。案件。1. 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。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。2. 国債買い切りオペ（『国債売買基本要領』に基づく、売戻条件を付さない国債〈除く短期国債〉の買入）に関し、消費者物価指数（除く生鮮）の前年同期比が安定的にゼロ%以上になるまでの間、金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、買入金額を、現在の月4千



億円程度から、増額する。なお、当面は、国債買入金額を、月 8 千億円程度とする。3. 対外公表文は別途決定する。以上。」。

次に議長案の一つ目である。「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 0.15% 前後で推移するよう促す。以上。」。もう一つ公定歩合の議案である。議長案。「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。案件。日本銀行法第 33 条第 1 項第 1 号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第 2 号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を年 0.10% 引き下げ、下記のとおりとし、平成 13 年 3 月 1 日から実施すること。対外公表文は別途決定すること。記。基準割引率および基準貸付利率年 0.25%。以上。」。

#### 速水議長

それでは中原委員お願いする。

#### 中原委員

提案理由を説明する。一つはこれまでマックラムルールに基づいて物価安定目標つきのマネタリーベース・ターゲティングを提案してきたが、ここに来て景気がこのまま手をこまねいていると、デフレ・スパイラルに入りかねない状況になっている。政策対応の逡巡・躊躇を許さない程切迫している。それから、本行の体質として伝統的な金融政策を志向する傾向があるので、実験的な提案には必ずしも踏み切れないだろうことなども考えて、このタイミングで再度ゼロ金利政策を行なうこと、さらに期末等の金融機関の資金繰りに一段の安心感を与えるため、公定歩合を 0.1% まで引き下げることが提案する。なおゼロ金利に戻してみても不十分な場合は、予て私が主張している量的緩和に踏み切る必要があると思う。第二の理由は足許の景気で、一段と停滞感を強めており、海外景気のスローダウ

ンを背景とした外需の減少等によりわが国の景気は失速の度合いを強め後退の可能性は一段と高まっている。また、これまで頼みにしていた設備投資についても日経のアンケート等からみても失速がはっきりしていると思うし、日銀が描いてきた標準シナリオはもはや崩れていると言っても過言ではない。さらに株価が今日1998年10月の相場の安値を割り込んだだけに、株価下落を通じてマインド面の悪化が实体经济へ波及することも懸念される。このような状況なので躊躇なく一段の金融緩和に踏み切るべきであると思う。三番目に、物価は消費者物価、GDPデフレーター、国内卸売物価、CSP I いずれもが前年比で下落している。このような状況はデフレにほかならない。インフレと同様にデフレを解決することも中央銀行の責務であって、このように一般的な物価指標全てでマイナスになっているなど、デフレ・スパイラルに陥りかねないぎりぎりの瀬戸際にある状況においては金融緩和を行なって、デフレ的な状況から脱却を図るべきであると思う。以上である。

#### 速水議長

では篠塚委員をお願いします。

#### 篠塚委員

議案の説明をする。第一に金融市場調節の方針は前回のままであり、ベースマネーの増加を企図した量的緩和の提案ではないという点を改めて強調しておきたい。次に、現時点でこうした長国買切オペの増額を提案する狙いは、先行きの景気の下振れリスクが一段と高まっている中で、物価下落に歯止めをかける日銀当局としての何らかの強いメッセージがどうしても必要だと感じたからである。国債の買切オペ増額は中長期の金利のさらなる低下を促すとともに、為替についてもある程度円安効果をもたらすのではないかと期待している。それを通じて経済活動を下支えするとともに消費者物価を押し上げる効果も期待している訳である。しかし四番目にこの提案は、財政規律の歯止めといった重要な問題も出てくるので、

消費者物価（除く生鮮）の前年同期比が安定的に0%以上になるまでという期間設定をし、かつ買い切りの金額もキャピタルロスが生じた場合には日銀の債券取引引当金でカバーできる程度までとした。最後にこうした提案で実際に巧く機能するのか、あるいは効果があるのか等々分からないところはあるが、今後この提案に即して何か具体的な実行策を検討してもらえたらと思って提案した。以上である。

速水議長

それでは何か質問があればどうぞ。追加的な討議でも結構である。

中原委員

篠塚委員、今回のための提案なのか。次回以降のための提案なのか、どちらか。

篠塚委員

もちろん今回のためである。自分で幾つか計算などしたり色々ヒアリングして今回提案する訳であるが、先行きの手段としても検討していきたいことも含めている。

速水議長

それでは宜しいですか。

田谷委員

一つ、中原委員に質問である。公定歩合0.1%にしてオーバーナイト0と言ってもコールレートが0.02%とか0.03%になる場合、その差が0.07%とか0.08%になるが、それでも十分な余裕はあると判断しているのか。

中原委員

もう一つの決め方はECBのように0.1%のスプレッドで固定することもあると思うが、私は一応これでいいと思っている。もちろんスプレッドを固定する方がいいかもしれない。

速水議長

それではご異議がないようなので、採決したいと思う。恐縮であるが、政府からの出席者は一旦退席して下さい。

[政府からの出席者退室]

それでは金融市場調節方針に関する議案を順番に採決したいと思う。まず中原委員の議案について採決する。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁をもらって下さい。

[中原委員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

横田政策委員会室長

中原委員提出議案の採決結果をご報告する。賛成 1、反対 8 である。

速水議長

それでは本案は否決された。続いて篠塚委員の議案を採決してもらいたい。

[篠塚委員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

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

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

篠塚委員提出議案の採決結果を報告する。賛成 2、反対 7 である。

速水議長

それでは否決されたので、議長案の採決をお願いします。

横田政策委員会室長

議長案は二本を別個に順に採決するか。

速水議長

そうしてもらおう。

[金融市場調節方針の決定に関する議長案について  
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

横田政策委員会室長

金融市場調節方針の決定に関する件に係る議長提出議案の採決結果を報告する。賛成 7、反対 2、賛成多数である。ちなみに反対は篠塚委員と中原委員である。

速水議長

それでは賛成多数で議長案が可決された。もう一つも採決してもらおう。

[基準割引率および基準貸付利率の変更に関する議長案について  
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

横田政策委員会室長

基準割引率および基準貸付利率の変更に関する議長提出議案の採決結果を報告する。賛成 7、反対 2、賛成多数である。反対は篠塚委員、中原委員である。

速水議長

それでは賛成多数で議長案二つが可決された。中原委員、篠塚委員は、反対の理由を明確にしておかれないのであればどうぞ。

篠塚委員

私は先程自分の議案を提出した際の理由から反対した。

## 中原委員

第一は景気などその後の状況を色々勘案すると現時点においては昨年8月にゼロ金利政策の解除をすべきではなかったと総括できると思う。そしてその結果として景気が8月にピークを打って下がりつつあり、それが海外の状況悪化によって加速されつつある。従ってこの段階では中途半端な案では不十分であると思う。それから第二には景気の実態に日本銀行が追いついていない恐れがあると思う。今朝出た鉱工業生産指数の大幅な悪化はもちろんであるが、先程テロップにも出ていた1月の建設工事受注-12.5%、3か月連続減、あるいは新設住宅着工戸数-11.1%、4か月振りの減少など、かなり実体経済が急速に悪くなっているし、1月では経済指標のみならず、景況感が非常に悪化している。しかもマクロ的にみてデフレの傾向がますます強まってきて、名目GDPが縮小する経済になってきている。物価、株価、地価も下落が止まらないので、ここで思い切ってゼロ金利に戻す必要があるのではないかと思う。日銀の描いてきた標準シナリオはほぼ崩れたと考えるべきではなかろうかと思う。それから流動性供給方法の改善指示に端を発した日本銀行への金融緩和、量的緩和要求は一段と強まりつつあって、金融政策あるいは日本銀行に対するいわば包囲網が狭まってきている。そういった中において流動性供給方法の改善は制度の整備として評価に値するが、それだけでは不十分である。ここで思い切って追加的な金融緩和を打ち出さないとさらに市場が金融緩和を催促し、日本銀行が一段と追い込まれ、さらには日銀法の改正を招いたり、独立性に齟齬をきたす危険性すらあると思うので、ここはまずゼロ金利にして一段と潤沢な流動性を供給し、必要があればさらに一層の量的な緩和を行なうべきであると思う。最後に当面の株価については、アメリカの株価の動向もあって、本日98年10月のザラ場安値を切っているし、1万3千円を割っての低迷はいかにも深刻な事態で、これから3月の期末にかけてどのような展開になるかは予断を許さない。株価が急落してきたので株価下落を通じたマインド面の悪化が実体経済へ悪影響を与える影響がさらに強まると思うだけに、思い切ってゼロ金利へ戻るべきだと思う。以上



である。

速水議長

採決が終了したので政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今政策委員会として、当面の金融市場調節方針として議長案が賛成多数で決定された。これによって公定歩合を 0.25%、無担保コールレートを 0.15% とすることとなった。増淵理事、山下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以って指示するのでお願いする。

それでは本件の公表文の案についてご審議頂きたいと思う。事務局から案文を配ってもらう。

[事務局より公表文案を配付]

白川企画室審議役

最初に全体を読み上げる。「金融市場調節方針の変更および公定歩合の引き下げについて。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針と公定歩合を以下のとおりとすることを決定した。(1) 金融市場調節方針の変更 (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 0.15% 前後で推移するよう促す。(2) 公定歩合の引き下げ (賛成多数)。公定歩合を、年 0.25% とし、3月1日より実施する。2. 日本経済の状況をみると、海外経済の減速や株価下落の影響を受けて、景気回復の動きは一段と鈍化しており、先行きの不透明感も強まっている。この間、物価は弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念がある。3. 今回の措置は、こうした情勢を踏まえ、金融面から景気回復を支援する力をさら

に強化するとともに、物価の安定に資することを目的として行うものである。4. 日本銀行は、日本経済が民間需要主導の自律的な回復軌道に復することを目指して、今後とも、機動的・弾力的な金融政策運営に努めていく方針である。5. 日本経済の持続的な回復を確実なものとするためには、金融システム面や経済・産業面での構造改革が不可欠の条件である。日本銀行としては、各方面における構造改革に向けた取り組みが一層速やかに進展することを強く期待している。以上。」。

速水議長

質問、意見があればどうぞ。

田谷委員

私は4点目、5点目が大変重要であると思う。

三木委員

特に5点目がポイントである。

田谷委員

そう思う。ということでこれでいいと思う。

中原委員

私は議長案に反対であるが、これは良くできているのではないのか。

速水議長

よろしいか。それではこれを公表することとする。

[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

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：中原委員

篠塚委員

欠席：なし

雨宮企画室企画第1課長

通常、会合終了後30分後にいつも決定事項を公表するが、このあと事務  
手続等もあるので公表時刻原則30分後を目指して作業するが改めて連絡  
する。

速水議長

30分間はいずれにしても、4時20分まで決定事項の公表は行なわれな  
いので厳に出席者限りでお願いします。

三木委員

30分後か40分後か決めて解禁時間はきちんと申し上げておいた方がよ  
いのではないのか。

雨宮企画室企画第1課長

今から事務手続きを行なうので、何時何分とまだ確定できない。政府の

方には事務局ベースで公表時間は連絡している。30 分後の場合も、確認のために必ず連絡差し上げている。

横田政策委員会室長

公表文の採決結果を報告する。賛成 7。棄権 2 である。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。長時間に亘り、大変熱心に討議頂き感謝する。次回の金融政策決定会合は 3 月 19 日月曜日に予定している。

(午後 3 時 48 分閉会)

以上