機　密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：２００１年3月１９日
開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室
出席者：議長　速水　優（日本銀行総裁）
藤原作弥（日本銀行副総裁）（注）
山口　泰（日本銀行副総裁）
武富　將（審議委員）
三木利夫（審議委員）
中原伸之（審議委員）
篠塚英子（審議委員）
植田和男（審議委員）
田谷禎三（審議委員）

（注）　藤原副総裁は、国会出席のため、9:27～10:55 の間、会議を欠席した。

政府からの出席者：
財務省　村上誠一郎　財務副大臣（9:01～17:27）
内閣府　岩田一政　政策統括官（経済財政－景気判断・政策分析担当）（9:01～12:12）
坂井隆憲　内閣府副大臣（13:01～17:27）

（執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	増渕　稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室企画第１課長	雨宮正佳
企画室企画第２課長	梅森　徹（9:01～9:18）
金融市場局長	山下　泉
金融市場局調査役	栗原達司（9:01～9:39）
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
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	長井滋人

Ⅰ．開会

速水議長

それでは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）

植田委員は直ぐに入室する。

はじめに本日の取り進め方を申し上げる。本日はまず前々回会合の議事要旨を承認して頂く。続いて手形オペの対象先選定手続について、執行部から提案があるので決議頂きたい。

（植田委員入室）

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ご出席の方々からの発言、そして金融市場調節方針の採決の順に進めて参りたいと思う。採決の後は金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なう。また本日は3月の会合であるので、最後に先行き半年間の会合のスケジュールを承認頂く予定である。

政府からご出席の方々は、財務省から村上副大臣、内閣府からは岩田政策統括官が出席されている。なお岩田政策統括官は午前中で帰り、午後は坂井副大臣が出席する予定と伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提とするので、委員方および政府からの出席者におかれても、このことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

Ⅱ．議事要旨（2/9日開催分）の承認

速水議長

最初に前々回2月9日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要

旨に異議はないか。

［全委員が賛意を表明］

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお本議事要旨は3月23日金曜日の午後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

篠塚委員

意見を申し上げたい。この会議の進め方についてであるが、今までもこの決定会合の情報が会議の最中に流れたことがあった。今日の局面も私はある意味で非常に不安な気持ちである。それで議長の権限で次のようなことをして頂けないかお願いしたい。第一点は、日本銀行の中から情報が流れたという疑念が少しでも残っている限り、私達はそれに対して身の潔白

を証明するような態度をとるべきではないかと思う。第一点は、我々個室を持っているメンバーについては、個室に入って自分の判断をしたりメモを取ったりするが、その際は私は秘書あるいはスタッフなど必ず同席させることが必要ではないかというのが第一点である。二番目は食事をする時ここにいるメンバー全員は 9 階の食堂で食事を取るべきではないかと思う。三番目に政府から参加の方は、この局面で様々な相談を霞が関の方となさる必要があると思うが、その場合においても是非ともその相手の方に対して情報の取扱いは慎重にするようご協力頂きたいことをお伝え頂きたい。この三点である。これは議長の権限でご判断頂きたいと思う。以上である。

速水議長

決裁は済んだか。

横田政策委員会室長

決裁、終わりました。

速水議長

それでは 2 月 9 日の議事要旨は今、承認を得たことで 3 月 23 日に公表する。

篠塚委員から提案があったことであるが、今日の会合は内外で非常に注目を浴びている。今まで二回の政策変更の際に直前または前後に議事の内容めいたものが流れた。これらは必ずしも正確なものではなかったが、この結果私共の議事の運営に対する信認にいささか疑義が生じたことを非常に恥ずかしいことと感じている。皆も同じような気持ちでいることと思うが、元々新日銀法の 29 条によって、議事の内容が漏洩されることのないように法律ではっきり定められている。二度とこういうことがないようにしたいとの気持ちは皆強く持っており、他にも色々提案をしてくれた方々もいる。今日の篠塚委員の提案も個室に入る時は秘書または誰かをつ

けるべきである、食事は9階の食堂で、政府の方々も議事が外に漏れないように協力願いたいということであるので、まさに私共へのウォーニングとして非常に適切なご発言だと思う。今日の会合はこれからどのように展開していくか先が読めないが、なるべく休憩時は、精神的に皆さん篠塚委員の言われたことは理解していると思うので、休憩の時はなるべくここから離れないこととして頂く。これは委員の中で互いに不信感が出てきたりするのは良くないことであるから、李下に冠を正さずといったような意味で、なるべく部屋に残っていて頂きたいと思う。トイレに行ったりたばこを吸ったりするのは外でして頂くことになる。昼食については9階で皆というのも少し無理があるように私は思う。今日のところはそこまでするのは少し私も行き過ぎではないかと思う。時間も限られており、短い時間にしたいと思っているので、なるべく早く決定して公表したいと思っている。以上で宜しいか。篠塚委員、そういうことで皆さん十分ご理解頂きたい。

篠塚委員

分かりました。

Ⅲ. 「『手形買入における買入対象先選定基本要領』の一部改正等」に関する執行部説明と決定（資料－1）

速水議長

それでは次に「手形買入における買入対象先選定基本要領」の一部改正等に関する件について執行部から提案があるので決議頂きたい。これは前々回の会合で具体化を急ぐこととした全店買入方式を含めた手形オペの対象選定手続について決定を頂くものである。説明は増渕理事と山下金融市場局長にお願いする。

山下金融市場局長

2月9日の本会合において流動性供給方法の改善等に関するパッケージが決定された訳であるが、その中で手形オペ（全店買入）の導入を図るた

め、3月中にオペ対象先選定手続を開始するようご指示を受けている。本件は昨年 4 月の決定会合において手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針――ポイントはＲＴＧＳ移行を展望した直接方式の手形オペの導入等であるが――を決定頂いた際に、本店買入方式の導入と併せてその導入について決定して頂いたものである。全店買入の対象先選定を開始するに当たり、二点お諮りする。一つは買入対象先選定基本要領の技術的な改正であり、具体的には対象先の選定基準についての改正である。二つ目は従来本店の取引先に限られていた選定対象を支店取引先に拡大するための改正である。一つ目の選定基本要領の技術的な改正とは、信用力基準について、前回会合で決定頂いた補完貸付制度の基本要領に書き振りを統一するための改正である。また、選定対象を支店取引先まで拡大する際に、プレゼンスに関する基準については、従来の「差入可能な担保の額が一定以上あること」から「共通担保差入実績が一定以上あること」に変えることとしたい。これは全店買入オペの導入によりオペ対象先が飛躍的に増えることが予想されることから、差入可能な担保額を申請してもらい、その実績を定期的にチェックする現在の方式を続けることは実務的に困難となるので、今回一定期間の担保差入実績を基に選定する方式に変更したいというものである。具体的な金額については、全店買入については 10 億円以上、本店買入については 500 億円以上としたい。これは金融機関の現在までの担保差入実績等を踏まえて設定したものである。

選定枠については、まず全店買入については本店が 170 先、支店は各支店管下の当座預金取引についての日銀ネットの利用先の数――つまり先程ご説明した基準を満たす先は全て可能――とする。本店分についてこのような選定枠を設けるのは、管下の当預オン先が 305 先と多くなっているので、実務上の対応能力を勘案すると、オペの円滑な実施のためには対象先数をある程度絞り込まざるを得ないとの判断によるものである。本店買入については、これも同様に実務上の理由から現状どおり 30 先とする。仮に選定枠を超えるオファーがあった場合は既存先については落札実績、新規先については共通担保差入実績の多い順に選定する。全店買入につい

ては今回が第一回の選定であるので、全て新規先になるので、担保差入実績の多い順に選定することになる。

第二にお諮りする案件は前回会合で決定された「補完貸付制度基本要領」の規定に合わせてオペ関連の事務手続の技術的な改正を行なうものである。具体的には信用力基準の書き振りの統一、および各オペの対象先から整理回収機構と紀伊預金管理銀行を除外することを明示するための改正である。今後の予定としては、本日本件の決定を頂けば、全店買入および本店買入の対象先選定基準につき対外公表を行なう。その後公募手続等資料記載のスケジュールに沿って進め、7月下旬頃から全店買入オペを開始することとしたい。

それでは付議文を読み上げる。「『手形買入における買入対象先選定基本要領』の一部改正等に関する件。案件。「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」（平成12年4月27日付政委第62号別紙1．）ならびに「流動性供給方法の改善策および公定歩合の引き下げについて」（平成13年2月9日付政委第16号）において対外的に示した方針に基づき、手形買入（全店買入）および手形買入（本店買入）の対象先選定を実施するとともに、金融調節に関する事務手続を明確化するため、下記の政策委員会決定を別紙1．から13．までのとおり一部改正すること。」。1．から13．はただ今ご説明したとおりである。私からの説明は以上である。

速水議長

それでは今の説明を踏まえて自由にご討議頂きたい。何か質問、意見はないか。

それでは特にご意見がないようなので採決に入りたいと思う。事務局は「『手形買入における買入対象先選定基本要領』の一部改正等に関する件」について議案を持ち回って委員から決裁を得た後に、その結果を報告してもらいたい。

[「手形買入における買入対象先選定基本要領」の一部改正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

採決結果をご報告する。賛成9、全員一致である。

速水議長

それでは本件は決定された。なお本件も会合終了後執行部から適宜の方法で対外公表させて頂きたいと思う。

Ⅳ．金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

次に通常の金融経済情勢等に関する執行部からの報告に入りたい。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、最近の金融・為替市場の動向について説明をしてもらう。増渕理事と山下金融市場局長から

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－2、3）
山下金融市場局長

金融調節面では前回会合での決定を受けて新しい誘導目標 0.15％の定着を目指し、日々の資金需要動向に即した潤沢な資金供給を弾力的に行なってきた。例えば政策変更後の初日となる3月1日には、朝方一部外銀が 0.18～0.19％レベルで調達を進める姿勢をみせたため、9時 20 分の定例調節では、積み所要額を1兆1千億円上回る大量の資金供給を行なったところ出合いレートは急速に弱含み、結局加重平均レートは 0.15％で着地した。その後もこうした弾力的な金融調節運営を続けてきた結果、3月1日から 15 日までの無担保オーバーナイトレートの加重平均値は 0.15％となっている。この間、3 月積み期初日となった 16 日には、本日の政策決定会合を控えて一部の先が積み進捗を極端に抑制する姿勢を示したため、朝方からレートが大きく弱含む気配となったことから、積み所要額を1千億円下回るきつめの調節を実施した。積み下調節は昨年の 12 月 28 日以来である。それにもかかわらず午後に入り出合いレートは大きく低下し、一部では 0.03％での出合いもみられたことから、オーバーナイト加重平均レートは 0.14％となった。なお補完貸付制度がこの 16 日からスタートしたが、このように夕方にかけてオーバーナイトレートが実質ゼロ金利近傍まで急速に低下したので、試しに初日から借りてみたいとしていた先も幾つかあった訳であるが、結局借入れを見送り、初日の借入実績は1件1億円にとどまっている。

なお年度末越えの資金繰りについては、本行の資金供給額が既に 50 兆円を大きく超えたほか、補完貸付制度の導入をはじめとする一連の流動性供給強化策の実施により、マーケットに一段と安心感が拡がっている。このため年度末越え資金供給オペの平均落札レートも 3 月に入りオーバーナイトレート水準を下回る 0.1％前後での大変落ち着いた推移となっている。引き続き資金需要動向の変化を睨みながら弾力的な資金供給を進め、

円滑に年度末を乗り切って参りたいと考えている。

次に前回会合以降のマーケット動向をみると、米国株の大幅下落を契機とする世界同時株安の進行等から、全体として不安定化の度合いを強めているように窺われる。株価は、ＮＡＳＤＡＱの2,000ポイント割れに連れる形で日経平均が12,000円割れを記録するなど大幅に下落している。こうした中で長短金利は、本行の政策金利の引き下げを受け一段と低下、円／ドル相場は大幅に円安化をみている。このように株安、円安、長短金利の低下が進行しているが、マーケットでは一部大手金融機関の破綻ルーマーが囁かれるなど、市場心理が再びやや不安定化しつつある状況である。こうした最近の市場動向の特徴を個別にみると、まず株価は、ＮＡＳＤＡＱがＩＴ関連企業の相次ぐ業績見通しの下方修正を受けて当面の節目と言われた2,000ポイントの大台を3月12日に割り込むなど大きく下落する中で、日経平均もこれにつられる格好で大幅に低下しており、13日には11,819円と12,000円台割れを示現、ＴＯＰＩＸも99年3月中旬以来となる1,200ポイント割れを記録している。業種別株価動向を寄与度ベースでみると、前回会合以降の下落過程ではＮＡＳＤＡＱとの連動性の高い電気機械、サービスなどのＩＴ関連業種と銀行株の下落の寄与が大きかった。このような最近の株価動向の特徴として、第一にＮＡＳＤＡＱの下落を起点とした世界同時株安の様相が強まっていることが挙げられる。主要国の株価指数の騰落率では、ＮＡＳＤＡＱは、昨年3月の高値から51％の下落となった後、年初のＦｅｄによる緊急利下げを好感して一旦16％の反発を示した訳であるが、その後1月下旬から再び下落に転じ、先週金曜日には1,890ポイントと98年11月以来の1,900ポイント台割れとなった。僅か1か月半余りで34％の大幅下落となった訳であり、下値がみえ難い状況となってきている。この間、世界の株価は程度の差はあれＮＡＳＤＡＱに連動する形で下落しており、ＴＯＰＩＸ、ＪＡＳＤＡＱもほぼ同様な展開を辿っている。第二の特徴は、銀行株の下落が一段と進んでいることであり、14日には307ポイントと98年10月16日以来の低水準を記録している。これは日経平均株価12,000円台割れに伴い銀行保有株の含

み損拡大が改めて意識されてきているためであるが、海外時間にはフィッチ社の邦銀 19 行に対する財務格付けの引き下げ見通しの発表が行なわれ、そのニュースがＮＹダウの下落に繋がったこともあり、大きな売り材料とされた。もっとも 15 日の午後ＵＦＪ三行が不良債権処理の上乗せにより赤字決算に踏み切るとの報道が流れると買い戻しの動きがあり、16 日には銀行株が 314 ポイントまで戻している。ただ、先行きについては、この戻りは一時的なものといった悲観的な見方を取る向きが依然として多い状況である。銀行株、ＴＯＰＩＸは 98 年 10 月の金融早期健全化法の創設、その後の巨額の公的資金投入という思い切った金融システム対策の決定とゼロ金利政策の実施との合わせ技を背景に、98 年 10 月を底としてこうした措置を好感した海外投資家の買いに支えられ 99 年 3 月以降大きく持ち直してきた訳であるが、銀行株についてはこの間にマネーセンターバンクの四大金融グループへの再編など、それなりの前進があったにもかかわらず、今や 98 年 10 月の振り出しに戻ってしまった格好となっている。マーケットでは不良債権の抜本的な処理へ向けての明確な道筋が示されない限り、銀行株の本格的な回復は難しいといった見方が一般的となっている。先行きの株価については決算対策や持ち合い解消の売りなど、年度末特有の需給悪化要因が一巡しつつある一方で、米国株価が不安定な動きを強めていることに加え、企業業績見通しがかなりのテンポで下方修正されてきていることなどから、当面は一段下押しのリスクが大きいとの見方が多くなっている。そうした中で現在検討が進められている政府の緊急経済対策の中身とその実効性、並びに日米の金融政策の行方に関心が集まっている状況である。

次に長短金利の動向をみると、前回会合での利下げ措置の決定等を受け大きく低下している。まず短期のターム物レートは例えばユーロ円 3M レートでみると、2 月 27 日の 0.34％から直近では 0.14％と 20bp の低下、また短国 3M は同じ期間に 0.205％から 0.075％へと 13bp の低下となっており、いずれも無担オーバーナイト・コールレートの引き下げ幅 10bp を上回る低下となっている。これは前回会合後の本行首脳の今後の金融政策

運営に対する弾力的な発言などから、一段の金融緩和措置実施への期待が高まってきていることも影響しているためと思われる。ユーロ円金先のイールドカーブの変化をみると、2月8日のカーブから直近3月16日のカーブまで短いところで15bp位、長いところで35bp前後低下している。ゼロ金利当時のボトム時点である99年5月のカーブと比べてみると2限月先から4限月先まで――つまり6月限りから12月限りまで――はほぼ同水準となっている。5限月先以降となる来年3月より先は今の方がゼロ金利のボトム時よりかなり低い水準になっている。これは6月までにゼロ金利に戻ったとして、それが99年5月に想定されていたよりもかなり長期に亘って続くとのマーケットの見方が反映されているためではないかと思われる。先週実施された通信社によるアンケート調査では、96%の市場関係者が今後3か月以内に金融緩和措置が実施されると予想している結果となっている。その前月が13%であるので3月に入って大きく期待が高まったことになる。この調査を行なった共同通信社は、金融緩和の時期について4月とみる先が多いが、一部先では株価の軟調等を理由に3月実施を予想している。もっとも、その効果については不良債権処理等の構造改革が進展しなければ、限定的なものにとどまるとする先が多いと報じている。この間長期金利も大きく低下している。長国10年債利回りは、前回会合前の1.3%台後半から足許では1.1%台前半まで低下し、この二週間余りで20bpを上回る大幅な低下となっている。これは市場参加者の景気、物価の先行きに対する見方が一段と慎重化する中で、短期金利の低下やさらなる金融緩和への期待の高まり、運用難を背景とした投資家のデュレーション長期化の動きなどを背景としたものである。前回会合以降の各残存年限におけるレートの低下幅を示しているが、全体として長めのゾーンの低下幅が若干ながら大きくなっており、イールドカーブは心持ちフラット化しているように窺われる。また現在の長期金利の水準は、ゼロ金利時のボトムである99年5月14日の1.23%を既に下回っており、98年11月下旬以来のレベルとなっている。その99年5月14日から足許までの変化をみると、4年以上のところでは既に現在のレート水準がゼロ金

利時を下回っていることが分かる。特に20年のところでは35bp以上低い水準にある点が目立っている。マーケットでは景気、物価情勢の悪化を眺め、当面10年債で1.0%を視野に置く向きが徐々に増えつつある状況である。

次にクレジット・スプレッドの動向をみると、社債、金融債とも対国債スプレッドは前回会合以降、概ね横這い圏内の動きとなっている。株価の下落に伴いクレジット・リスク自体は徐々に高まりつつあるとの見方を、これまでのところ運用難を背景とした需給のタイト化がこれを相殺しているというのが市場関係者の一般的な見方である。

この間ジャパン・プレミアムも引き続きほぼゼロ水準での推移となっており、さしたる変化はみられていない。ただ、先週の銀行株の下落やフィッチによる邦銀19行の格下げ方向での見直し発表などを背景にして、一部の外資系金融機関が邦銀に対するクレジット・ラインのカットをはじめたといった噂も聞かれはじめている。今後ともその動向を注視していくことが必要と思われる。こうした中で一部邦銀発行の海外優先証券のスプレッドは、一段と拡大しており、邦銀に対する長期の与信リスクに対する海外投資家の見方がさらに厳しくなってきていることが窺われる。

最後に前回会合以降の円／ドル相場の動きをみると、株価の大幅下落、長期金利の一段低下の中でほぼ一貫して円安化が進み、先週末の海外では99年5月以来となる123円台を記録している。最近では本邦の一段の金融緩和と円安を見込んだヘッジファンド等による円キャリー・トレードの動きが聞かれているほか、世界同時株安が進行する下で内外の投資家が海外資産を売却して本国に戻す動きが一部でみられている。そうした中で安全資産としてのドルを見直す気運が強まっていることも円安、ドル高を加速させる一因となっていると指摘されている。これまで円相場を支える役割を果たしてきた3月期決算を睨んだ益出しのための外貨資産処分の動きも峠を越しつつあり、またわが国の政府関係者による円安容認発言も加わって、当面一段の円安を予想する向きが増えてきている状況である。実際ドル／円のリスク・リバーサルの動きをみて頂くと、ここにきて大きく

ドル・ブル方向に振れている。3月15日の2%は95年9月以来の水準となるなど、マーケットのセンチメントが円安・ドル高に傾斜していることが窺われる。以上のように前回会合以降マーケットでは株安、円安、長短金利の低下が進む中で、金融不安再燃懸念が一部で囁かれるなど、市場心理がやや不安定化する兆しが窺われる。市場では当面、政府が検討を進めている緊急経済対策で不良債権問題の抜本処理等構造対策に踏み込んだ措置が打ち出されるのかどうか、および日米の金融政策の行方、つまり本日の政策決定会合と明日のＦＯＭＣの結果に取り敢えず注目が集まっている状況である。以上である。

（午前9時27分藤原副総裁退室）

速水議長

ただ今の発言について質問があればどうぞ。

金融市場調節の前回以降の実績の中で、ロンバート貸出がはじめて開始された日に1億円の借り入れがあったのは個別の理由があってのことであれば必ずしも説明を要しないが、何かはじめてだからやってみるといったようなことだったのか、どうか。

山下金融市場局長

補完貸付制度については、それぞれの資金繰りによって取引先のオプションで使える制度であり、マーケットに非常に安心感が出てきている。そのモラル・ハザードは誘導目標0.15%に対する公定歩合0.25%の10bpで担保している格好である。考査局では格別何のために借り入れるかといったことは聞くことなく、もし金利が大きく上がるような時にはそれを使って資金を出してもらっても構わないというスタンスで臨んでいる。要するに市場の金利スタビライザーの役割を期待している訳である。機能については特に証券会社を含めて非常に喜んでおり、早速使ってみたいという先が多くあり、試してみたいとか、実際どのように事務が流れるのかと

いった声が随分聞かれていた。ただ先程説明したように今日の決定会合を控えて非常に需給が緩み、午後遅い時点では0.03％と非常に金利が下がったので、そこでわざわざ 0.25％で借りるのはなかなか意味がないことになり、借りようと思って準備していたところも結局止めたようである。結局一社が1億円余り借りてみた訳で、要するに「試し」だと思う。

速水議長

外銀か。

山下金融市場局長

外資系の証券会社である。

篠塚委員

それは1営業日だけか。

山下金融市場局長

そうである。ただそれをロール・オーバーするかどうかは今日にならないと分からない。

速水議長

他に質問はないか。

速水議長

それでは次に移りたいと思う。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらう。松島理事と平野国際局長にお願いする。

２．海外経済情勢に関する報告（資料－4）

平野国際局長

前回の会合では米国経済見通しの下振れ、世界同時株安、トルコ情勢の

緊迫化を中心に説明した。その後実体経済面で非常に大きな変化があった訳ではないが、今市場局長から説明があったように株価の乱高下などによって、市場心理が一段と不安定化したことが最大の特徴であるので、この辺りを中心に説明したいと思う。

まず世界同時株安状況は今市場局長から説明のあったとおりである。これを米国とユーロエリアについて米国Ｓ＆Ｐ500 とEUROSTOXX で確認してみたい。欧州 EUROSTOXX は馴染みのないインデックスかもしれないが、ユーロ 12 か国の株式市場の時価総額上位 8 割の銘柄を加重平均した株価である。米国Ｓ＆Ｐ500、EUROSTOXX とも当然であるがハイテク株がこの間の下げを主導している姿が明確にみて取れる。それから 2 月の中旬頃からそれまで比較的堅調に推移していた金融株が米国、ユーロエリアともそれぞれ下げに転じているのが今一つの特徴かと思う。

こうした状況の中で米国金融市場のストレス度を若干の統計でみてみたい。まず、株価のボラティリティが足許大きく上がってきている。それから米国のＣＰのスプレッドをみるとまた足許 80bp に近い相当高いところまで上がってきている。それから米社債間のスプレッドも高止まりからやや拡大に転ずる兆しをみせており、一言で言うと米国市場では明らかに信用リスクへの警戒感が高まっている。

次に米国経済についてその後の変化を中心に報告する。2 月の公表された指標の評価を一言で申し上げると、最終需要の伸びが鈍化する下で企業は在庫調整を進めていることと思う。まずよく話題になる小売売上高をみると 1 月は前月比で 1.3％とかなりのプラスとなった後 2 月は－0.2％と振れの大きい動きになっているが、1、2 月通算の前年比をみると＋2.5％となる。第 4 四半期の前年比が＋4.3％、その前が＋7.3％であるので、減速基調にある。それから消費者コンフィデンス指数が 2 月まで大きく低下してきたことは前回報告したが、ミシガン大学の消費者信頼感指数は 1 月 94.7、2 月 90.6 と大きく低下し、3 月は 90 を割るのではないかとの市場予想に反し 91.8 と 4 か月振りに若干戻した。ただ、レベル的にはまだまだ相当低いところにあり、消費者コンフィデンスは低迷している。それか

ら非国防資本財受注は1月が前月比−10.4%、12月が同11.7%と非常に振れの大きな展開になっているが、振れの大きな広告技術費を除くと全体傾向としては減速している姿になる。生産周りでは、生産もマイナスであることに加え2月のＮＡＰＭ指数が41.9と7か月連続で製造業の活動鈍化を示す50を下回って推移するといったように、在庫調整が続く下で企業の生産減少傾向が続いている。以上概観すると昨年末から本年初にかけていわば劇的な落ち込みをみせた米国経済であるが、足許は底這いのイメージではないかと思う。

次に、国際機関等による海外経済見通しを概観してみたいと思う。まず米国は、2000年は5%成長を示したが、直近3月時点のブルーチップ見通しによれば2001年の見通しは1.9%と徐々に下方修正してきている姿が窺える。ただその1.9%の裏側にある想定をみると、在庫調整は年の前半に終了する、二番目に設備資本ストック調整の程度は然程深くない、三番目に消費は年後半の回復を期待し貯蓄率も年間を通じてマイナス域で推移する中で消費がまずまず健闘する想定である。従って四半期でみると本年の第4四半期には潜在成長率とされる3.5%近くまで回復力が盛り返すようなことになっており、率直に申し上げてマクロ政策の効果を織り込んだとしても私共はやや楽観的な見通しになっている面は否めないと思う。これよりは厳し目にみておく必要があろうと考える。なお明日20日にＦＯＭＣがあるが、ＦＦ先物金利からみると75bpの利下げは9割方織り込まれている。次にアジア、ユーロエリアを若干みてみたい。東アジアの2000年はまだ実績が揃っていないが7%台半ばと見込まれる。これが直近のコンセンサス・フォーキャストによると2001年は6%台強の見通しになっている。ＮＩＥｓとＡＳＥＡＮを見比べてみると、米国景気の減速により特にＩＴ関連財輸出のウェイトが高いＮＩＥｓを中心に大幅な成長鈍化が予想されている。一方中国は昨年8%、今年は7%台半ばである。中国も輸出の伸び率は鈍化している。ただ財政支出の拡大あるいは高水準の直接投資に支えられ内需が好調に推移することで高成長を維持する見通しとなっている。中国の状況は今一つよく分からないが、例えば1月の

通関統計などをみると中国向けの鉄鋼や化学、素材は結構出ている。足許やはり内需は相当好調なのではないかと窺われる。ユーロエリアは、2000年実績3.4%に対して2001年の民間の見通しは直近2.7%である。ユーロ圏経済は勿論スローダウンする訳であるが、その程度は比較的マイルドである。その根拠は外需の依存度が相対的に小さいこと、あるいは減税の効果や失業率の低下が消費を支えることである。しかし統計的にみると米・欧の景気には連動性があることはよく知られている。それからドイツの景気は足許かなり明確にスローダウンしている。欧州系のグローバル企業の収益悪化も言われているし、先程申し上げた株安の連鎖もある。物価が比較的高止まっている中で金融政策運営面での制約といったようなことも言われており、ユーロはこれよりももう少し弱くみておく必要があるのではないかと思う。

こうした状況の中でドルの実効レートをみると、今相当ドル高であり他通貨が皆弱くなっている状況である。それからみる限り米国も相当悪いが、日本をはじめとするその他経済のファンダメンタルズに対する不安感がそれ以上に強いと窺われる。そこは慎重にみておく必要があるのではないかと思う。

最後にエマージング諸国通貨の中ではインドネシアの政情不安からルピアが急落しており、当局は介入によって何とかこれを支えている状況である。トルコでは2月22日の変動相場制移行後リラが急落しており、金融市場ではなお緊迫した事態が続いている。IMFは非常に忙しい状況である。以上である。

速水議長

質問があれば。

中原委員

トルコのその後はどうか。

松島理事

トルコは昨年 11 月に銀行危機が生じ、その直後にＩＭＦが早期に支援パッケージを組んだこともあり、経済状況が悪いながらも比較的落ち着いた小康状態で推移していた。しかし本年 2 月に政治危機が生じ現地の新聞ではホームメイド・クライシスといった表現が使われたが、再び国内から外貨が流出する状態に見舞われた。2 月の危機以降、通貨についてはそれまでのワイド・バンド制からフロート制に移行している。フロート制に移行した後昨年末に比べて今現在約 30％位減価しているが、取引量は極めて薄い状況であり、実際為替市場で何が起こっているのかよく分からない状況が続いている。現在のところ海外の銀行による貸出のロール・オーバーについては、極端に落ちている訳ではないが、次第次第にロール・オーバーに躊躇する金融機関が出てきている状況である。現在はトルコ政府が策定して先般ＩＭＦに送付した国内の銀行改革や債務リストラ、国営企業民営化等を含む広範な経済再生プログラムの内容を分析しているところである。このプログラムが市場の信認を得ない場合にはさらに一段の困難な状況も想定されない訳ではないが、現在そのプログラムが市場の信認を得るようにＩＭＦとハードなネゴシエーションが続いている。

篠塚委員

2001 年の民間見通しは、世界計で 3.5％であるが、少し甘目だからもう少し厳し目にみなければならないとの話であると、その際のアメリカの成長率はどの程度とお考えか。

平野国際局長

これは改めて報告してみたいと思うが、私個人の頭の中にある姿を敢えて申し上げると、大体成長率 1.5％前後位の確率が 6 割、ダウンサイド 3 割、アップサイド 1 割位の感じをイメージとして持っている。

速水議長

アジアはインドネシアを除いてみれば以前起こったような金融危機が起こる可能性はないとみてよいか。

平野国際局長

多くの国では貿易収支は黒字であるし、相当の外貨準備もある。また短期債務も圧縮されてきている。為替がフロートしていることもあり、直ちに通貨危機が生じるような可能性は低いのではないかと思う。ただその中でご指摘のようにインドネシア情勢については統治機構そのものが大きく動揺している部分もあるので、そこは注意してみておく必要があると思う。経済情勢そのものはＮＩＥｓを中心にアメリカの影響を受けるので、アメリカが深い調整に入ることになれば、ＮＩＥｓを中心にファンダメンタルズそのものが大きく影響を受けるので、注意しておく必要がある。

松島理事

トルコの危機のコンテージョン・リスクについては、国際金融社会の評価としては限定されたものにとどまっているとの見方である。一番大きな理由は危機の前後に資本の流出入が非常に大きく振れていないことである。確かに危機後資金が流出しているが、アジア危機の時のように危機の前に異常とも思えるような資金が入っていた訳ではなく、資金の流出入の振幅がそれほど大きくはないとみられることがアジア危機と比べた大きな差ではないかと思われる。ただ今局長から話があったようにインドネシア、あるいはアルゼンチンなど、元々国内要因で火種のあるところについては、現在目立った波及効果はないが、今後の帰趨については多少注意深くみていく必要があるのではないかと思う。

三木委員

ＡＳＥＡＮ諸国をみていると、インドネシアは別として、今の説明ではアメリカの景気急減速からくる影響はまだ余り出ていないという理解か。

これから響いてくるのか。

平野国際局長

ＡＳＥＡＮの中で割合その影響を受け易いのはマレーシアと思う。その影響は既に出ている部分があるが、国内がまずまずなので、それほど大きな問題になっていない。ＮＩＥｓと比べると確かに対米輸出依存度が全体として小さいし、ＩＴ輸出の依存度も小さいからアメリカの影響はＮＩＥｓの韓国、台湾に比べれば限定されたものであろうと思う。ただインドネシアについては国内要因、政情不安があってこれは別である。タイについても新しい政権ができて、取り敢えずある種のばらまきに対する期待感から内需が底固く推移しており、当座は大きな問題にはならない。しかし、この先例えばこの政権が本当に信認されるような政策を打ち出せるのかどうかなどによってファンダメンタルズの推移に影響してくるし、直投の流入にも関係してくるので、問題は残っている。それからフィリピンについてはアロヨ政権が発足し、一応エストラーダによるマイナスファクターは排除されたが、アロヨ政権が実際どういう経済政策を打ち出すかはまだはっきりしていない。取り敢えず非常にユーフォリックなムードの中で、走っている。ただフィリピンは対米輸出依存度が相対的に高いし、アロヨ政権の帰趨もよく分からないので先行きに不安は残る。

速水議長

宜しければ次に移りたいと思う。

藤原副総裁は本日の参議院の予算委員会に私に代わって出席のため先程席を外したが、11時位には帰ってくると思う。

次に調査統計局から最近の国内経済情勢について説明して下さい。

３．国内経済情勢に関する報告（資料－5）

早川調査統計局長

まず図表 7、1 月の貿易統計については既に前回の会合で説明したが、

今起こっていることを考えると、輸出の動向は重要なので若干補足させて頂きたいと思う。1月の輸出の減少については、自動車の減少が非常に大きく効いている。ただ、自動車は私共の計算だと前期比 20％減になっているが、これは 20％落ちたというより 1 月たまたま数字としてそういうことになったという理解である。それに対してより基調的な動きとしては情報関連が重要である。情報関連は、これまで非常に高い伸びをしてきた訳であるが、昨年第3四半期に一時マイナスになった後、第4四半期は季調の関係で飛び上がって、今年の第1四半期にはもう一回落ちており、均してみると情報関連が減速ないしは減少に転じていることが大きな変化だろうと思う。さらに資本財・部品でもはっきり減速、減少になっているが、これも中身をみると、半導体製造装置等の減少が大きい。そういう意味で、これはむしろ情報関連と連動した動きとみた方が良いかと思っている。ただ今平野国際局長から説明があったことと少し重複するが、米国景気の減速の影響については、日本以上にＮＩＥｓの国々、特に韓国と台湾、シンガポールなどにおいて早めにかつ大き目に出てきている。これは恐らくＮＩＥｓの国々が、第一に輸出依存度が日本よりも高いこと、第二にＩＴへのエクスポージャーが日本よりも大きいこと、第三に中身をみても日本のカスタム品に対して汎用品のウェイトが大きい、あるいは台湾のように委託生産のウェイトが大きいことがあって、影響が出やすいこともある。生産、輸出ともに日本よりも高い伸びを示現したものが去年の第4四半期位から日本よりも早め、大きめに減少してきていることが分かると思う。そうした中にあって、外需で海外景気の影響を相殺する方向に働いているのは言うまでもなく円安の動きである。普通に考えると、為替レートの影響はすぐ出てくるものではないので、短期的にはまずは海外景気の減速の影響がはっきり出てくるだろうと思う。ただ、企業収益の面ではそれなりに影響、寄与してくれることも間違いないし、恐らく従来の経験則だと、円安の効果は、まずは車のスポット輸出辺りからちらちら出てくるのではないかと思っている。

次なるポイントは、企業収益、設備投資の動きである。まず今までの数

字については企業収益、設備投資ともに堅調に増加してきたと思う。図表12には法人季報における設備投資の動きがある。第4四半期は前期比10％伸びて、これが第4四半期ＧＤＰのプラスの大きな原因になった。若干数字が振れるので、これを実力と思って頂いては困るが、均してみても増加基調にあったことは間違いない。それから企業収益も順調に増加してきた。第4四半期については、建設が儲けているといった怪しげな動きもあるが、基調としては上がってきている。このレベルを全規模全産業の営業利益率でみると、大体91年、ないし上昇局面としては87年位のレベルとかなり高いレベルである。まして経常利益率でみると驚くなかれ、バブルのピークを若干下回る程度で、累積的にみると実は金利低下の効果も収益レベルにはそれなりに効いてきていると思う。こうした中で設備投資動向を業種別・規模別にみると、製造業・大企業の設備投資が漸く本格的に動き出した。これは計画や受注では前から伸びていたが、なかなか実績の数字に出てこなかったものが漸く出てきたかと思う。製造業については中堅・中小は第4四半期に若干の減少になっているが、第3四半期が非常に高い伸びであった反動なので、製造業については増加していると考えて良いと思う。ただ非製造業については、どうも巧く季節調整がかかっていない等の理由があって、四半期ごとに上がったり下がったりする。このために例えば第3四半期のように弱くみえる四半期があったり、第4四半期のように強くみえる四半期があったりするが、均してみるとそれぞれ余り増えていない。特に非製造業・中堅中小企業辺りはキャッシュ・フローの動きと投資の間に非常に大きな乖離ができたままの状態になっており、それなりの利益が入ってきてもなかなか投資が動いていない。これは構造問題なのか、バランスシートの問題なのか、色々なことが作用していると思うが、設備投資が全体として増加しているものの、増加の程度が大したことない一つの原因だろうと思っている。いずれにしても、これまでのところ収益・設備投資ともに堅調に増加してきたことは間違いないが、先行きになると話が少し変わってくる。図表16の機械受注については、既に1～3月期の見通しがマイナスに転じていることまで説明したと思うが、1月の実績が出てい

る。勿論機械受注は月単位で非常に振れる数字なので、月々の数字をみて一喜一憂しても仕方のないものではあるが、第1四半期6.4%減の見通しに対して実績は10～12月期対比10.5%の減少であった。細かい数字には余り意味がないと思うが、ここで注目しておきたいのはずっと高い伸びをして機械受注全体を押し上げてきた電子通信機器が第4四半期のところでマイナスになり、第1四半期の見通しではプラスだったが、実は1月単月ではマイナスに出ていて、これも先程の輸出の動きと整合的であろうと思っている。こういうことを考えると、これまで設備投資は伸びてきた訳であるが、受注面では明らかに頭打ちになってきている。過去の投資の進捗があるので、まだ目先設備投資は増えると思うが、いつまでも増え続けると考えて良いのかどうかについては明らかに黄色、ないしは赤信号が灯りつつあると思っている。

続いて個人消費については細かい数字それぞれを特に説明しないが、1、2か月の数字をみると、大体季調後の前月比ではプラスの項目が多いことが分かる。先週末に公表された東京都内百貨店も季調後の前月比では1月+1.1%のあと、2月+1.3%であった。そういう意味では個人消費については今のところ底固い動きをしていると申し上げて良いかと思う。

次に図表26の生産の動きである。生産指数は去年の第1四半期から第3四半期まで前期比で大体平均1.5%、年率6%で増えてきたものが、第4四半期は前期比で0.4%とかなり減速してきた。さらに第1四半期については、前回説明した1月の生産指数の大幅なマイナスにより、前期比でマイナスの見通しに変わった。先週の1月確報を前提にすると、1～3月の前期比は－2%の減少見通しに変わってきたことはもう説明していると思うが、この中身をみると明らかに電気機械のマイナス寄与が非常に大きい。これも去年伸びてくる過程で一番プラスに寄与していたところが1～3月でマイナスになっていることは、これまで説明していることとほぼ一貫した動きと思っている。図表27の在庫循環図からみても、1月はほぼ45°線上である。出荷の前年比が1.8%、在庫の前年比が1.7%なのでちょうど45°線上と考えられるが、ただ中身をみると若干違って、実は最終需要財

は投資財にせよ耐久消費財にせよ第4象限、いわゆる在庫が前年比でマイナスの領域にある訳である。それに対して生産財の世界では明らかに45°線を上回って、特に電気機械生産財、いわゆる電子部品の世界でみるとかなり在庫が積み上がった状態になっている。従って在庫の面からみると、全体として非常に大きな在庫調整圧力が掛かっている局面ではないと思っている。ただ素材の一部および電子部品など部分的には在庫調整圧力が発生してきていると思っている。一応1～3月の生産については予測指数2％減に対して、私共のヒアリングでは2％までは落ちないだろうと考えているが、逆に4～6月に関してはまだ若干の減少ではないかという見方をしている。

次に雇用関連について若干説明すると、冬のボーナスが予想外のマイナスになったという話は以前からしているが、実は1月のボーナスが若干大きめにプラスになった結果、1月の確報まで含めると昨年11月から本年1月までの特別給与前年比は図表31の数字からもう少し縮んで－0.8％になった。このうち医療とか社会保険、教育等の寄与度が確報ベースで－0.6％である。いわば公務員的な要素を含んでいる部分のマイナスがほとんどであって、それ以外はほぼ前年並みであった。増えなかったことは事実であるが、同時に予想外に減った訳でもなかったと思っている。なお、先行きの賃金等を占うベアやボーナスについては、先週の製造業大手企業からの回答ではベアは大体前年並み、ボーナスは若干企業によって差があるが、若干去年を上回る程度といった回答が今のところ多い。勿論まだ非製造業とか中小企業があるので何とも言えないが、そのような状況であった。そういう意味では、賃金などの動きについて今のところ大きな変化は出ていないと考えて良いかと思うが、労働需給の限界的な部分においては生産の減少の影響が出始めている。図表29で失業率は高止まっているが、新規求人が非常に高い伸びをしている。そういう意味で労働市場のミスマッチが大きいと申し上げてきた訳である。それ自体基本的には変わっていないが、新規求人の伸びがここへきて明らかに鈍化してきており、この辺に生産の伸び悩みの影響が既に現われ始めていると思う。その他時間外、

所定外の労働時間も当然ながら同様の動きがみられている。

最後に、物価については図表 34 である。物価についても先程申し上げたような限界的な変化がまだ現われる段階ではない。従って、例えば卸売物価にしても、ＣＳＰＩやＣＰＩ等にしても、3 か月前比など必ずしもここへきてマイナスの幅が大きくなっている訳でもない。消費者物価などは見掛け上少しマイナスが縮んでいるような感じがするが、縮んでいるとまで判断しない方がいいだろうと思っている。そうした中にあって、限界的な部分をみるために日経の商品指数の動きをみると、去年の第 4 四半期まで上がってきたものが下がり始めている。12 月、1 月、2 月と下がり始めている。これについては、図表 37 で半導体が落ちていたり、鉄鋼についても部分的に軟化していたりしており、部分的に在庫調整圧力が生じていることと大体整合的な動きと整理できるかと思う。

以上総括すると、わが国の景気については現状、輸出の減少を背景に足踏み状態になっていると思う。今起きていることは一体何かと考えてみると、「米国経済およびその影響を受けやすい東アジア経済の予想以上に急激な減速が、情報関連財を中心にわが国の輸出・生産の減少を招いている」ことだろうと思う。言葉を換えて言うと、キーワードは二つ、「アメリカとＩＴ」で、実はアメリカの急減速と世界的なＩＴ需要の急減速は非常に密接にリンクしているが一つでない。二つのことが今同時に起こっていると思っている。先行きについては目先まずは公共投資が補正予算の執行が出てくる。設備についてもこれまでの発注案件がまだ進捗する。製造業・大企業などは目先、これまでの発注済みのものが動いていくはずである。ただ先程申し上げたとおり、既に先行指標は頭打ちになっている。生産についても海外景気の調整が続く、あるいは軽微とは言えども在庫の調整圧力があると、年央にかけてまだ減少基調が続くだろうと思っている。こうした傾向になってくると、恐らく企業収益に最初に影響が出て、これが長続きしてくると家計部門の所得にも影響していくことになろうかと思う。先程申し上げたとおり、個人消費はここのところの数字をみているとむしろ若干良いようにみえる訳だが、これまで我々が考えていた企業部門の収

益が良くなって、そちらから家計セクターの方へと所得が流れていくメカニズムについては、これが持続することを期待し難い状況になってきていると思う。そういう意味で、景気はここ暫く停滞色の強い展開が続く可能性が高いと思っている。その先になると申すまでもなく、海外景気の動きに依るところが大きい。アメリカについては、今のところ年央まで今のような低成長が続いて、後半には緩やかな回復になるとの見方が多い。それが正しいとすれば、日本の輸出も年後半には円安の効果もあって緩やかな増加になっていく。そういう意味では、所得の形成メカニズムが大きく損なわれるまでには至らないことも考えられるかと思うが、このシナリオの前提には貯蓄率の問題など丸ごと信じ込むには躊躇されるような前提があるので、これを丸ごと信じる訳にもいかない。仮に米国景気の調整が深く長いものになる場合には、日本についても在庫だけではなく設備や雇用の削減を巻き込んだような調整に至るリスクがある点は十分念頭に置いておく必要があるかと思う。その後は、株価の影響なのであくまである種心理面からの影響で、特に日本の場合は設備投資計画にどういった影響が出てくるかが一つのポイントになってこようかと思う。最後に物価については、当面円安の影響はあるが、先程商品市況について説明したとおり一部で在庫の過剰感が出ているために、国内需給面から当面物価に低下圧力が働く可能性が高いと思っている。その他にも従来から申し上げてきたような技術進歩とか規制緩和の影響、流通合理化等の影響が続くと思うので、当面物価は弱含みで推移する可能性が高い。当面弱含み圏内だと思うが、先程申し上げたような米国景気等に関するダウンサイド・リスクが顕在化してくると、需要面からの物価低下圧力がさらに強まるリスクについても留意する必要がある。私の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

村上財務副大臣

アメリカの経常収支の赤字は大幅に増えている。今までそれで日本やアジアの商品を買って売って世界経済を引っ張ってきたが、その反動が今きている。そこら辺の見通しはどのようになっているのか。

早川調査統計局長

これは結構答えがなくて困っているが、アメリカ経済が順調な時代から家計貯蓄率の異常な低さと対外収支の非常に大きな赤字がリスクだと考えられてきた訳である。ただ当時の議論を振り返ってみると、それでも大丈夫だと言っている人達がいたことはいた。それはどういう議論かというと、アメリカにおいて今非常に重要な技術進歩が起こっている。従って、昔のようにアメリカが財政赤字を流しながら経常赤字に陥っているのであれば、外国から借金をする訳だからこれはとてももたない。しかし、そうではなくこれまで起こったことは、外国人がアメリカに直接投資をする形――いわばアメリカで起こっている技術進歩の分け前を貰おうとする形――で入ってくるお金であるから、それはすぐ出て行くものではないので大丈夫というものである。例えば、途上国が借金でファイナンスするのと、直接投資でファイナンスするのとは違うと言われるのと同じように、アメリカに非常に大きな技術進歩が起こっているとすると、アメリカが途上国のように将来成長する期待でお金が入ってきているから大丈夫だという議論をしている人がいた。ただ先程申し上げたように、今アメリカで起こっているＩＴの減速のようなことによって、これまで考えていたことがやはり嘘だったとなってくると、これは逆流する恐れがある。そういう意味では、アメリカの景気が本当にリバウンドするかどうかとその話は密接にリンクしていると思う。

村上財務副大臣

日本も一時ＩＴ革命によって、1億2千万人を食わしていけるかと思ったけれどもそれは虚構だったと市場が分かったということか。

早川調査統計局長

そこはまだ断定し難い。虚構であったとすると、経済情勢はなかなか厳しいことになってくる。ただし、例えば専門家とかアナリストの見方を聞いてみると、従来の経験則からすればＩＴ分野の調整は１年以内であるといったこともある。先程の国際局長からの説明にもあったかと思うが、今のところアメリカの経済指標をみると自動車や住宅などオールド・エコノミーが意外に踏みとどまっている。彼らが利下げや減税で踏みとどまっている間にＩＴが今年の半ば位から息を吹き返してくれれば、巧くアメリカ経済も立ち直るというシナリオがある。ただ、本当かなと今皆思っている状態かと思う。

中原委員

あなたはどう思っているのか。

早川調査統計局長

私は半々である。ずるいが、恐らく去年皆が浮かれていた部分には明らかにバブル的要素が含まれていただろうと思っている。他方では日本のバブルの時のように国際金融センターがどうかしたとか日本的経営は世界一だとかいった議論と比べて、実際にＩＴ技術が世の中を変えてきていることについては、事実の部分があると思うので、全部バブルだった訳ではないと思っている。ただ難しいのは、ではどれ位がいわば本当の部分で、どれ位がバブルの部分か、今そこを皆見定めようとして株価が上がったり下がったり乱高下しているのだと思う。

速水議長

生産性がずっと上がり続けたのが止まって少し下がり気味ということか。

早川調査統計局長

少なくともＮＡＳＤＡＱの動きなどをみていると、これまで皆が期待していた部分にはイリュージョンの部分があったのだろうと、今マーケットは思っている。ただし、それは全部イリュージョンなのか、どれだけが本当なのかはまだ見定められていないと思う。

田谷委員

その前にＮＡＳＤＡＱのＰＥＲは幾ら位だったか。

平野国際局長

ＮＡＳＤＡＱのＰＥＲは赤字企業まで入れるので1,000倍とかもの凄い数字になる。それにＮＡＳＤＡＱ100でみると多分百何十倍といった感じではないか。

田谷委員

夢がまだ相当入っている。

平野国際局長

Ｓ＆ＰでみるとＰＥＲはもう二十何倍である。

田谷委員

25倍位だな。

岩田内閣府政策統括官

設備投資の先行きは、説明があったようにキャッシュ・フローの範囲内で行なわれているということで、収益がどの位維持できるかが今後の先行きについても大きな影響を及ぼすと思う。ただ同時に先程の説明でキャッシュ・フローの範囲内といっても随分差があって、まだ余裕があるのに投資が出ていない主な原因としてはどういうことが考えられるのか。例えば

退職金の給付の積み立て不足要因とかあるいは借金の返済を優先しているとか、色々な説があるがそこはどうみているのか。

早川調査統計局長

多分色々なファクターが影響していると思う。まず大企業セクターについてみれば、確かに退職金の問題とか特別損失の問題など全く影響していない訳でもないと思っている。しかし、少なくとも企業にヒアリングしてみると、そういうファクターを設備投資決定において非常に重視している訳でもなさそうだと思うので、特に格付けの問題とかを意識して借金返済を重視していることが一つと、将来の成長期待みたいなものについて、かなり成熟した部門についてはさらに投資を拡大するまでの自信がないことがあるのだろうと思う。製造業などは以前からキャッシュ・フローの下側を走ってきたので、今ここにきてという話ではないと思う。むしろ特徴的なのは、ここ3年位の間にキャッシュ・フローを随分下回ってしまった非製造業の中小企業である。この人達は退職金が問題になっている訳でもないので、バランスシートの問題を抱えている不動産、流通等々小さい企業が多いことと、やはりこの分野の中では規制緩和もあり構造的な変化の中で恐らく負け組になっている人達が結構いて、そういう人達がやはりなかなか投資意欲を湧かせていないことが影響しているのだと思う。大企業に関しては、先程指摘されたような退職金引当問題もあると思うが、それ程大きな障害ではないと思う。むしろ特徴は中小非製造業がここ3年ばかり明らかにキャッシュ・フローの下側に行ってしまっていることだろうと思う。

速水議長

他にないか。それでは次に最近の金融環境について増渕理事と雨宮企画室企画第1課長からお願いする。

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

計表を中心にこの1か月のポイントだけ説明して、最後にこの株価下落が始まって以降企業金融にどのような影響があるかフォローしてきた現時点での総括的なポイントを申し上げたいと思う。

まず図表 1 の 5 業態の貸出残高の前年比は、1 月－1.8％の後、2 月－1.6％と、ここ暫く－2％弱の弱い動きが続いてきたが、表面上はマイナス幅が縮まっているようにみえる。ただし、ヒアリング等の情報を総合すると 3 月の期末に向けて貸出積み上げのテンポが昨年より若干早まっていることが主因のようで、資金需要全体としては低調の範囲を抜け出ていないと判断している。ただ注意すべき情報は、極く一部電機辺りに輸出の減少に伴って若干在庫ファイナンスのような動きが出ていることである。これは前向きの資金需要ではなく、後向きの資金需要であるが、こういう話が若干ヒアリング情報として上がってきているので、この辺を少し注意してみてもらいたいと考えている。それからＣＰと社債市場をみると、ＣＰは引き続き極めて活発である。ＣＰの発行残高は、去年の 12 月にピークをつけた後、1 月もほぼ横這いである。数字を申し上げると 1 月の残高が 19 兆 3,700 億円で 2 月が 19 兆 4 千億円と一応既往ピーク更新である。全体として特に 2 月以降はＣＰの発行利回りが低下していることを受けて企業のＣＰ発行が増えていると聞いている。社債は月によるでこぼこがあるが、若干残高ベースで前年を上回る状況は大きく変わっていない。図表 4、資本市場調達は海外、第三者割当、新規公開、国内公募別にエクイティ・ファイナンスの状況をみたものであるが、ざっとこの 5 年間のグラフの印象を申し上げると、99 年と 2000 年の 2 年間は比較的新規公開、国内公募が、例えば 97 年、98 年と比べて比較的多かったことはみて取れるかと思う。従って株価低迷に伴い新規公開と国内公募が 1 月に急減しているように、今後この辺が基調的にどうなっていくのか、良くウォッチしていきたいと思う。計画取り止めの動きがみられることは、先々月から報告しているところである。

それからマネー関係では図表6のマネーサプライM2+ＣＤをみると、1月前年比で2.4%が2月2.7%と伸び率をさらに高めることになった。昨年8月の1.8%がボトムだったので、これで約1%ポイント強伸びを高めていることになる。1月と2月を比べても2.4%から2.7%と+0.3%ポイント伸びを高めている訳であるが、この中身は0.3%のうち0.2%が恐らく郵貯からのシフトであり、0.1%が先程申し上げたＣＰの要因――ＣＰの金利が低いのでそれを発行して預金に預けて利鞘を稼ぐというような取引――なので、大宗は郵貯シフトとみている。そのイメージを掴んで頂くために図表8のマネーサプライと広義流動性のこの1年ばかりの前年比の伸びをみると、多少月によって凸凹があるが、この1年はほぼ3%強のところで走っている中で、このM2+ＣＤが昨年の8月をボトムに伸びを高めている姿が分かるかと思う。従って広義流動性全体としてはほぼ前年比横這いの中で、郵貯から預金への資金シフトでM2+ＣＤが伸びを高めている訳である。

それから次に図表11で最近の企業金融を巡る動きとして、金利とＤＩについてコメントすると、長期プライムレートが3月9日にまた下げられて1.9%と、99年6月――ゼロ金利政策実施4か月後――のボトム以来の水準となっている。それから今申し上げたＣＰ関係では、2月a−1格の3か月物ＣＰ発行レートが0.36%と、1月の0.50%から低下し、さらに3月に入って足許これが0.15%まで低下している。こうした金利低下を背景に企業のＣＰ発行が活発になっている。その他貸出約定平均金利等のデータはまだ出ていないが、この市場金利動向からみて企業の調達コストは全般的に引き続き低下していると考えられる。それではその中で企業の資金繰りはどうかであるが、図表15で中小公庫のＤＩ等をみると、資金繰りは去年の夏場位までマイナス幅が縮まった訳であるが、今年に入って若干拡大する気配がある状況である。それに対して貸出態度判断ＤＩは中小公庫しかないが、1月、2月と19%前後と若干プラスが小さくなっているが、余り変わっていないと判断してよいかと思う。従って全体としてはここまでのところ若干資金繰りに窮屈感が出てきているが、金融機関

の貸出態度についてはこれまでの状況が続いていると思われる。

最後に図表19の倒産関係は、2月1,460件と1月の1,394件、−0.4%から3か月振りに+2.3%と前年を上回ったが、ほぼ1,400件内外の動きが続いている。季調値でも、2月は少し増えていて1,613件であるが、これも大きくみれば去年の7～9月以来1,500件から1,600件内外で動いている姿であって、特にここにきて倒産の数字自体に大きな変調がみられる状況ではないように思う。ただ、再三申し上げているとおり特別保証制度が切れる4月以降の動きを注視していきたいと考えている。

ということでこれまでの3か月の間、企業の資金調達を巡る環境にどういう変化があったか、あるいは変化がないか、ポジティブな側面を三点とやや注視すべき点を二点だけ纏めておくと、ポジティブな側面としては何と言ってもこの間企業の資金調達コストは一層低下しているとみられることが一点目である。二点目は、社債市場、ＣＰ市場の環境は引き続き良い状況で、特にＣＰの発行は非常に活発であることである。例えば2年前の企業金融が逼迫した時と比べると一応サポーティブな材料と考えられる。三点目は銀行の貸出姿勢で、これは足許までのヒアリング情報やＤＩ等によると、この株価低迷の中でも銀行の貸出態度は一応前向きであると結論付けられるだろうと思われる。それに対して今後注意する点は、前から指摘されているエクイティ・ファイナンス周りの若干の変化の兆しが今後どの程度具体的に表われてくるかである。それから中小企業の資金繰りにやや注意する信号も出ているので、この辺がどうなるか、これは4月の短観で全体像がみえるので良く注意してみていきたいと考えている。私からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

岩田内閣府政策統括官

資本市場の調達に関する図表の 4 で勿論ＣＤとかも増えているが、98

年以降株式の発行額が増えていてある意味では直接金融に移行するという意味では望ましいようにもみえる。ただ、その中身をみると第三者割当が非常に多い訳である。持ち合いの解消が進んでいて非常に良いことだと私は思っているが、逆に第三者割当みたいなものが増えているのはやや逆行する面もあるかと思うが、それはどのように考えているのか。

雨宮企画室企画第1課長

まず99年と2000年はそれまでに比べて若干増えているようにみえると申し上げたのは、気持ちとしては第三者割当を除いたいわばマーケットベースで発行されるような部分も増えていたことを強調したかったことが一点目である。一方、第三者割当についてどう考えるかというと、ここは要素が二つあると思う。一つは確かにマーケットベースではなく少し後向きの理由――例えばこの 1 月に第三者割当が増えたのもそうだし、99年の 2 月にこの第三者割当がもの凄く爆発しているのも金融機関に対する公的資本投入と同時に民間でも第三者割当をしたために生じた過去の後始末――といったものも含まれている。ただ一方で第三者割当で資本を増強しながら新しいリストラに取り組もうという動きもこの中には入っているので、そこは両面みてあげる必要があるだろうと思う。それから、マーケットベースとそうでないものに意味のある差があるかというと、第三者割当でも割当を受ける方からすればそれなりの採算をみながら割当交渉に乗っている訳なので、第三者割当がマーケットベースの外の動きであると考える必要もないだろうと思っている。そこは両方をみておくということになろうかと思う。

岩田内閣府政策統括官

私が聞きたかったことは、ダブルギアリングというか実際上は資本を水増しするような問題も孕んでいるのではないかと思ったので、質問した。

雨宮企画室企画第1課長

そこは持ち合いの解消がそもそも株価にどういう影響を及ぼすかといった結構難しい問題になってくると思うので、多分俄かに答えるのは難しい。

中原委員

3月末に向けて銀行はどういう行動をとるとみられるか。

雨宮企画室企画第1課長

3月末に向けては取り敢えずは経営健全化計画があるので、この株価で突然貸出姿勢に変化が起きることは多分ないだろうと思う。因みに3月末の金融機関の貸出計画もこの 2 月と比べてマイナス幅がさらに縮まる計画を一応もっているので、短期的にはこれで貸出態度が急変することはないと思う。ただそうは言ってもこの株価だと、もう少しじわじわと審査基準の作り直しとかも含めて、もう少しマージンとスプレッドを取る格好で貸出態度にはそれなりの影響を与えていく方が私は自然だと思うが、それがどの程度出るのか注目していきたいと思う。ただそれは3月末という話ではなかろうと思っている。

速水議長

それではこの辺で執行部からの説明を終わる。10分休憩し、10時55分から再開する。

（午前10時43分中断 午前10時55分再開）

（午前10時55分 藤原副総裁入室）

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

１．金融経済情勢に関する討議

速水議長

それではこれまでの報告等を踏まえ、政策委員会としての検討を行ないたいと思う。本日の討議の形式は、いつものとおり最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで討議をしてもらう。その後で金融政策運営に関し、もう一度順番に意見を伺い討議してもらう。そして最後に政府から出席の方々から発言があれば承るという順番で進めていきたい。

まず金融経済情勢について意見を承るが、ポイントを絞って議論するために一人 10 分程度を目途にお願いしたいと思う。効率的な議事運営に協力頂きたい。本日は藤原副総裁からお願いする。

藤原副総裁

先月私は日本経済は我々の標準シナリオの下限を外れ始めている可能性があるとの見方を申し上げた。その後の指標や資本市場の動向などからみて、本日はいよいよ「可能性」ではなく現実の問題として標準シナリオを想定するのは難しくなったと言わざるを得ないと思う。

まず、企業部門については、海外景気の急減速を主因とする輸出・生産の減少傾向が続いている。また、アンケート調査によると収益の伸び悩みも明確化している。1～3 月の機械受注は昨年 10～12 月まで 6 四半期連続で増加した後、減少に転ずる可能性があり、設備投資の先行きにも頭打ち感が出てきているようにみえる。

一方、家計部門については生産減少の影響と考えられる新規求人や所定外給与の伸びの鈍化が気になるところである。企業部門から家計部門への波及がこれまで期待していたのとは逆の方向で働き始めたのであれば、雇用者所得はなお底固いとは言っても個人消費の回復は一段と遠のくリスクが高まってきたように思う。

このように標準シナリオを想定することが難しくなった最大の理由は予想を上回るアメリカ経済の減速だと思う。昨年 11 月まで引き締めバイ

アスを残していたところからみてＦＲＢですら予測がつかなかった程の減速だと言えると思う。この点について私達は昨年 10 月の段階で既に展望レポートの中でリスク要因としてはっきりと意識していた訳であるが、そうしたリスク要因が大きな規模と速いテンポで表面化してしまったと思う。ただ、この問題は単にアメリカ経済の減速だけではなく、もう少し広がりの大きい問題のように思う。例えばハイテク企業の業績不振は瞬間的な側面を越えてこれまで世界経済の拡大を支えてきたニューエコノミー神話というパラダイムを揺るがすのではないかとの市場の懸念に繋がっている。

また、実態面だけではなく金融経済のグローバル化を背景に金融のチャンネルを通じて様々な懸念材料が国際的に伝播するようになっていることも事態を深刻にしているように思う。因みに先週後半のレーティング会社フィッチによる邦銀 19 行の格下げ検討とのニュースは、わが国だけではなくアメリカの株価にもマイナスの影響を与えたと伝えられている。これは規模は小さいとはいえ、私がかねがね申し上げていたイベントリスク顕現化の一つの発現形態を予告するような現象だったと思う。

最後に物価の先行きに関する判断としては、以上のような厳しい認識を前提とすると再び景気と物価の悪循環、つまりデフレ・スパイラルの危険が増大しつつあるとみざるを得ないと思う。因みに昨年 1 年間の実質成長率は 1.7%となった。潜在成長率を 1%台半ば程度と考えると、これは需給ギャップが拡大しないで済むかあるいは緩やかな縮小を想定し得る数字である。その意味で昨年一杯は需要の弱さに起因する潜在的な物価低下圧力は後退していたとみてよいと思うし、このことは昨年 8 月の私共の判断を裏打ちするものだと思う。しかし、向こう 1 年間あるいは来年度を展望すると先程述べたような経済情勢からして潜在成長率を上回るような成長は期待し難くなっている。言い換えると、本年入り後、我々の判断ポイントの一つである需給ギャップが再び拡大し始めている公算が大きい。従って、金融政策運営上もデフレスパイラルの危険が強くなってきたことを前提に考える必要があると思う。この点については、後程の政策セッ

ションで申し述べることと致したいと思う。

速水議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

このところ株安が進んだこともあって、景況感は一段と厳しくなってきている。企業収益の見通しは下方修正されてきており、雇用・所得の伸び悩みが懸念される情勢になってきたように思う。労働市場では限界的なところで悪化の兆しも出てきた。輸出環境は短期的には改善しそうにない。足許の生産の落ち込みも想定していた以上になりそうである。企業・設備投資も先行指標などの動きから判断して、先行き伸び続けることは期待しにくくなってきたようである。さらに株安や景気鈍化から金融機関の不良債権問題が再び注目され、景気の先行きについての不透明感を一段と強めている。そうした下で、軟調な物価が続きそうな情勢である。また、最近の株安・長期金利の低下・円安もグローバルなマーケット動向の中で生じているものではあるが、こうした国内経済・金融情勢の悪化を反映した側面が強いように思う。今後、景気は現在の足踏み状態あるいはマイルドな後退の後、再び回復過程に戻る可能性を残しているが、当面厳し目にみておいた方が良いように思う。これらの点について若干敷衍したいと思う。

まず、企業収益について、幾つかの証券系研究機関による金融を除く上場企業の来年度収益見通しは依然としてプラスではあるが、時間の経過とともに下方修正される傾向がある。最終的にプラスが維持されるかどうかは微妙ではないかと思う。しかも、今年度の連結ベースの経常利益が前年度比 30%以上になりそうであるにもかかわらず、賃金の伸びが非常に低いものに止まったことを考えると、今後賃金が持続的に伸びることを期待することは難しくなってきたのではないかと思う。また、雇用関連指標の中には限界的なところで悪化の兆しもみられる。1月の各種求人倍率、有効求人倍率、新規求人倍率あるいはパート有効求人倍率が前月比若干下

がったし、昨年末から労働力調査の就業者数・雇用者数の前月比が下がり始め、毎勤統計による所定内・所定外給与の前年比伸び率も下がってきた。

今後の国内景気動向は海外景気、特に米国経済によるところが大きい点についてはこれまでも議論してきたとおりである。その米国経済は、昨年末から今年初めにかけての急激な悪化を経て一部落ち着きを取り戻してきたようである。生産、稼働率、資本財受注などが落ちてきている一方、雇用指標、自動車販売、住宅着工など幾分強めの指標もみられる。しかし、一時有力になったＶ字型回復は見込み難くなってきたようで、今年の成長率予想は時間と共に下方修正されてきている。個人消費は消費者コンフィデンス程には下がっていない印象があるが、株価下落、極端に下がった貯蓄率、債務の積み上がりなどを考え合わせると、低迷が長引く可能性があると思う。株価については、全体として昨年初め頃のピークに比べて3割程の下落になっているが、ニューヨーク市場の株価も伝統的尺度ではまだ高く、さらなる調整もあり得ると思う。ユーロ圏経済でもこのところ各種コンフィデンス指数が下がってきており、景気鈍化の兆しがあるし、それがユーロ軟調の背景ともなっている。東アジア、ＮＩＥｓ諸国の輸出も急落を続ける局面ではなくなっているようだが、いつ頃から基調的に回復するかは全く不透明である。全体としての輸出環境については現時点では改善の見通しが立っていない。1月の輸出は前回会合で話題になったようにかなり弱いものだった。

そうした状況下で1月の鉱工業生産は前月比4.2％の落ち込みとなった。1～3月の前期比マイナスは避けられそうにない。また、1月の機械受注は船舶・電力を除く民需で前月比 11.8％減となったが、特に電気機械分野の弱さが目立つ。1～3月期の前期比マイナス6.4％という業界見通しを下回ることになりそうである。近々、来年度の設備投資計画に関する各種調査結果が出てくるが、足許の株安などもあり先行き鈍化を示唆するものになりそうである。このところ、景気先行き不透明感を強めている要因として株安とともに金融機関の不良債権処理問題がある。一部に不良債権処理を加速させる動きがあり、それがどれ位金融機関全体の動きになるのか、

また、その影響がどういう形で出てくるかを注視したいと思う。不良債権の最終処理を進めるとともに、要注意先債権について十分な引き当てを実施することは、持続的景気回復のためにも、また、金融政策を有効にするためにも必要なことは論を待たない。ただ、その過程で起こると考えられる景気下押し圧力には十分な注意が必要かと思う。

最後に物価について一言申し上げると、国内卸売物価、消費者物価共に前年比下落率が小さくなる兆候がみられない。物価の下落要因としては、供給要因が依然大きいとは思うが、足許および近い将来の景気状況からしても、需要要因も顕在化しかねないと思う。以上である。

速水議長

植田委員お願いする。

植田委員

金融経済情勢は、前回会合からある意味では特に大きな変化がなく、私の感じでは予想された方向で悪化を続けていると思う。より長くここ2～3年をもう一回振り返ってみると、97～98年の深刻な不況の底から、電気機械等一部の業種は極めて急速な回復をみせる一方で、かなり多くの業種が底這いないし低迷を続けた。しかし、平均としては大まかに潜在成長率近辺の動きを続けてきたと思う。しかし外的ショックもあって好調業種が当面低下局面に入ることが明らかになるにつれて全体としても程度問題は別として、今後景気後退局面に陥るリスクが高まっている状況と要約できるかと思う。そのうえで、個別の論点については既に二人が述べたこととほぼ同じであるので極く簡単に申し上げたいと思う。

第一に去年の経済をみると藤原副総裁が指摘したように1.7%成長になり、これは大まかに潜在成長率近辺であろうから、非常に大幅に需給ギャップが拡大した訳ではないと思う。しかし、来年度以降を展望した場合、これも指摘があったように輸出から始まる好循環が明らかに崩れつつある。さらに、前回以降の幾つかの情報として、輸出、生産の低迷だけで

はなく、在庫調整が一部無視できない規模で始まりそうである。それから設備投資の先送り、あるいは来年度の停滞の動き等がかなりの確率でみえ始めてきている。これらの影響が労働市場の限界的な部分に現われ始めているようにデータを読めなくもないと思う。従って、もう暫く消費が一進一退を続け、公共投資、設備投資が暫く増大することである程度の前向きの力が続くにしても、ほんの暫くの間になると思う。その後は米国経済の急速な回復がない限り景気の牽引車が見当たらない。このため、来年度経済は良くて緩やかな景気後退局面、すなわち潜在成長率よりも少し下を走るのが避けられないような状況がメインのシナリオになりつつあると思う。従って、物価への下落圧力も今後懸念される。

最後に金融資本市場の動きとしては、これも二人が指摘していたように、日米中心の連鎖的な株価の下落がここ1か月特に目立つ。これは実体経済等の貿易等を通じるリンケージの他に、株価下落の日本の金融システムへの影響およびその世界への波及が懸念の背後にあると思う。ただ、今のところは日本の金融機関への不安といっても潜在的な資本不足問題への懸念が中心と思われ、流動性危機に深刻に発展している状況ではないと思う。一言付け加えれば、そういう背後には我々が1月以降ある程度素早く色々な対応を採ったこと、それによってターム物金利等が大幅に低下したことも寄与しているように思う。ただ、これらは今までのところ下支え効果に止まっていると思う。この点に関して付け加えると、先程からの報告にもあったように、マネーや貸出の微増の動きの中に後向きの資金需要増大の動きがみえること、あるいは一部の金融機関の調達コストに含まれるリスク・プレミアムに増大傾向がみられること、さらに金融市場局長から指摘があったように外銀が邦銀に対してクレジット・ラインを絞る動きの兆候のようなものもみえなくもないといったことが気に掛かる。実体経済についての金融資本市場参加者による悲観的な期待がマーケットを通じて自己実現的に悪い均衡を実現させてしまうような可能性も無視できない、完全に否定してしまうことはできないような状況になりつつある点にも留意が必要かと思う。以上である。

速水議長

次、篠塚委員お願いする。

篠塚委員

このところ民間エコノミストなどを中心に昨年7～9月期から景気後退局面に入ったのではないかとか、さらには昨年8月のゼロ金利解除は誤りだったのではないかといったような見方がみられる。しかし昨年10～12月のＧＤＰデフレータをみても昨年一杯は景気が回復基調を維持してきたことが確認されている。とは言え金融政策運営について、肝心なことは先行きの展望である。昨年8月時点の情勢判断と比較すると、前提となるアメリカの景気展開が想定から大幅に下振れており、これまでの情勢判断を大きく修正せざるを得ない局面に入ったことは、既に意見を開陳された委員の方達と同じ判断である。

そこで先行きのリスクを中心に、今回はアメリカ経済と日本経済、それから経済政策のあり方の三点に絞ってお話しする。まず最初にこうした劇的とも言えるような環境変化の背景としてアメリカ経済を中心とする海外景気の減速について触れる。ブルーチップによるアメリカの今年の成長率は、2月時点の2.1％から3月時点では1.9％とさらに切り下がっている。この見通しでさえも本年後半には利下げ効果の浸透から緩やかに回復するという比較的楽観的な前提に基づいており、先程の平野国際局長の説明にもあったとおり甘い見方であり、今後厳し目にみていかなければならないと私も思っている。私達の経済・物価の見通しにおいても、アメリカの長い景気拡大局面がいずれ失速するリスクについては言及していた。それは藤原副総裁も指摘のように、その時期がいつになるかとか、どの位の規模になるかとかいった点について、もう少し先にみていたのではないかと反省している。アメリカの長期に亘る景気拡大の影の部分として私が指摘できると思っているのは、繁栄が永久に続くという期待が強すぎたことである。その結果、個人も企業も資金を借り入れることに心理的な抑制を失って、貸出サイドも融資基準を和らげ投資を拡大した反動から株価が急

落したと思う。しかしこれは行き過ぎだったと思う。過剰投資は資本収益率を圧迫し、設備投資を減らさざるを得なくなった。また家計のコンフィデンスも非常に悪化している。このようにアメリカ経済は楽観から悲観へと急ピッチで変化している。いわばコンフィデンス・クライシスの兆しがみえ始めている。アメリカは日本に比べ労働市場も柔軟であるほか、生産性も向上しているために調整は比較的早く進むと考えられており、日本のような失われた 10 年にはならないとは思う。しかし現時点でコンセンサスとなっている米国経済下期 3％成長への回復はなかなか厳しいとみざるを得ない。

次にこうした見方を前提にした日本の景気である。これまで私達が景気回復シナリオとして考えていた企業収益と雇用者所得のフィードバックの流れは、むしろ逆向きに転じる可能性が出てきた点、前の委員方と同じ認識である。ただ、この企業収益については、昨年 10～12 月期の法人季報をみる限りまだ労働分配率が低下傾向を辿っているなど、企業のコスト構造の改善努力が続いていることは確認できる。他方、野村證券や大和総研では 2001 年度の経常利益は本年度に比べて増益率は鈍化するものの前年比でプラスとみているなど、明るい予測もない訳ではない。しかしこうした見通しも前提としている売上高が前年比 2％程度の増加を見込む状況であり、この実現可能性はなかなか厳しいのではないかと私自身も思っている。アメリカ経済の調整が少なくとも今年一杯かかるなど、現在大方の予想に反して長い調整になる場合も視野に入ってきた。その場合には生産の減少から収益の悪化、さらに設備投資の圧縮、雇用者所得の削減へと負の循環が始まるリスクも否定し切れない。従って物価面でも需要の弱さに起因する物価低下圧力はさらに強まる可能性が出てきたと私は思っている。

そうした下で最後にデフレ・スパイラルの危機に対する経済政策のあり方について意見を申し述べたい。最近一部の経済学者の間で物価変動は本質的に貨幣的な現象である、これは公理であるといったような主張もみられる。そのうえでデフレを回避するためには金融政策で対応する以外に打

つ手がないといった主張にエスカレートしているようにも思われる。さらに最近の株価の大幅下落に関しても、金融政策が短期的な株価対策までも背負うべきであるといった期待もみられる。しかし日本銀行は現在マネタリーベースを十分に供給している。それにもかかわらず経済活動を活発化させることができないのは、民間の信用創造機能が大幅に弱っているためである。すなわち不良債権問題が抜本的に解決される道筋がみえれば、現在採っている金融の超緩和政策の効果も急ピッチで高まるはずである。日本経済が力強い成長軌道に再び戻るためには、金融システム問題の抜本的な解決などの構造改革を断行して、生産性を高めること以外に進むべき道はないと思う。すなわち金融政策だけで日本経済を自律的な回復軌道に乗せることは明らかに不可能である。政府、日銀は海外から政策的対応に対する疑念とも言うべき厳しい視線に晒されている。こうした中で日本経済に対する信認を確保し続けるためにも、政府と日銀は水も漏らさぬように協力することが不可欠である。金融政策に対する期待の高まりの背景には、財政については政府債務残高が限界であるために、もはや財政にできることはないといった暗黙の前提があるように思われる。しかし、財政についても、規模は増やさずに支出の構成を抜本的に見直すことができるはずである。例えば生産性が高く、より高い乗数効果が期待できるような産業分野への支出を思い切って増やす、あるいは構造調整の過程で大量発生する失業者に対して失業給付期間の大幅延長を講じるなど、セーフティネットの拡充を行なうことなどが考えられる。また規制緩和のペースを一段と引き上げることも必要である。あるいは株価対策であれば、ドイツのように個人が株式を 1 年以上保有した場合に原則非課税にするなどの改革によって、個人投資家の株式等への投資を増加させることも考えられる。これらは全て財政赤字を増やさずとも知恵を絞って需要創出効果を高めることができる例である。最近日銀に対して内外の中央銀行の歴史に例をみないような思い切った金融緩和が強く求められているように思われる。もしそうであるならば、私は政府においても同じく前例のないような思い切った財政政策の見直し、雇用政策、金融システム対策を強く期待したい

と思う。仮に様々な構造問題が先送りされる一方で、ただ量的緩和といったような金融政策に踏み込むだけであるならば、日本の経済政策運営全体に対する信認は失われるだろうと思う。そしてその帰結は際限のない日本売りになると思う。日本銀行はできること、できないこと、すべきこと、すべきではないことを明らかにして、そうした認識を政府と共に共有することが必要であると思う。以上のような認識のもとで次のラウンドでは現時点での政策運営について改めて申し上げたいと思う。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いする。

中原委員

まず総括は、アメリカにおいては1929年以来70年振りの株価の大天井打ちがみられた。そしてその後株価が急落する中で日銀が10月に掲げたリスク・ファクターが具現して、標準シナリオは崩れてしまい、日本経済は景気後退の局面にある訳である。そういった中で名目ＧＤＰも不冴えであり、昨年4～6月、7～9月とマイナスになり、10～12月は僅かに持ち直したが、来年度も再びマイナスに陥る危険性が強いと思う。日米の収益環境指数がアメリカの1月、日本の12月ともに急落しており、これが企業収益に非常に悪い影響を与えることが憂慮される。以上が総論である。

次に景気動向指数を説明する。今日確報が出るが、ＤＩの先行指数は恐らく確報が出れば50％割れになる可能性が強いと思うが、ここで問題なのがＣＩの先行および一致指数の変化率で、双方ともマイナスになったこと、それから長期先行指数の変化率が昨年8月以来5か月連続してマイナスになり、いわゆるＰ2信号が点滅したことである。Ｐ2信号は4か月の先行性があると言われているので、恐らく本年5月には景気後退に入る可能性がある。Ｐ1に続いてＰ2信号が出る。そういった中で去年の8月に一致指数のうちの六つがピークをつけ、それから下がってきているが、統計的にピークを確認するためにはまだ材料不足であり、6か月確保するこ

とを確認して、2月の数値が反転するまで待つ必要がある。第二は去年の季調値が確定するのは5月中旬である。第三は昨年が2000年であったので多くの指数が2000年を基準にして変更を行なうことがあるので、第13循環の仮の山の日付は5月中旬には判明すると思うが、最終的な決定はもう少し基準年の変更によって長引くと思う。しかしながら私が前から言っているように、総合的に判断して早ければ昨年後半、遅くても本年の前半に景気がピークをつけることはほぼ間違いないと思っている。

そうした中で、今回は前回に引き続き諸指標の悪化が非常に目立つ訳である。第一は景況感指標の悪化である。ブリッジ短観、東洋経済短観、地方経済天気図の業況判断ＤＩ、景気ウォッチャー調査現状判断ＤＩともに軒並悪化しており、過去最低のレベルあるいは記録的な下げ幅になっている。特に中小企業関係のアンケートが悪い。こうした中で4月2日の短観発表が大幅悪化になるのではないかと危惧される。それから第二に、これまで緩やかな景気回復を支える原動力となっていた輸出、設備投資、生産関係の指標の悪化であり、標準シナリオの崩壊を意味する。それから第三は景気循環論的にみると、説明があったように生産財のみならず全体でも45°線を切りつつある。第四に消費関連指数に陰りが出ている。特にコンビニエンスストアの売上げも悪化しているし、消費水準指数は全世帯で1月96.9と12月の98をかなり割り込んでいる。これは恐らく自営業者等の一般世帯の落ち込みが大きいので、倒産と相関関係があるのではないかと思う。第五に、東京都の消費者物価（除く生鮮）、国内ＷＰＩ、ＧＤＰデフレータなどで前年のマイナス幅が拡大している。最近ユニクロでも客単価が低下しているとのことであり、これは供給側の要因のみならず需要面の脆さがあって物価が下がってきていることを示す事象である。それから海外景気については、スローダウンがはっきりしてきており、1月のＯＥＣＤの平均先行指数は前月比－0.2％である。前年比についても12月の－0.3％から1月－0.9％とマイナス幅が拡大している。指数全体をみても昨年5月の118がピークであり、7月は86.5である。この中でピークからの下落幅の大きさはアメリカが目立っており、122.5から119.7まで低

下している。アメリカの景気の先行きについては、前半はネガティブ、後半もリカバリーが難しいと思っている。それからもう一つはアジアにおけるＩＴ関連製品の構造的な供給過剰である。半導体、ＩＴ関連電気製品の価格下落は循環的な要因もあるが、構造的な理由が根本にあり、根が深いと思う。色々調べるとアジア諸国のエレクトロニクス関連製造業の生産能力が過大となり過ぎている。そして輸出ドライブが掛かりやすく、これがひいてはわが国の一部国内製品需給の悪化、製品価格の下落に繋がる可能性が高いと思われるので、これも潜在的なわが国の物価下落圧力となる。すなわち韓国の生産能力をみると、2000 年には前年比＋15％という高い伸びを示している。それ以外にも台湾、タイ、マレーシアといった国でもハイテク、エレクトロニクス関連を中心に生産能力が飛躍的に増大している。そして世界経済の減速もあり昨年以降徐々に稼働率が下がり始め、その結果、足許供給過剰が表面化しており、特に川下産業の交易条件が大きく悪化している。これらアジア諸国では、不良債権比率の高さ等を背景に自国通貨安となる中で、生産能力が増強された品目に輸出ドライブも掛かりつつある。欧米からの需要が景気のスローダウンで減少して、当面半導体、エレクトロニクス関連の半製品、特にアセンブリー関係は供給過多になりつつあり、わが国にも影響が出てきている。わが国でも電気製品や小型機械パーツを製造している電機メーカーの原材料在庫率は 97 年初め、四年前に比べ約二倍まで上昇してきている。そういった中で機械受注を引っ張ってきた半導体製造装置への需要は当面低迷する可能性があると私は思っている。

あと国内経済について気になったことは、まずＩＩＰについて趨勢循環変動分を抽出してみると、11 月より前月比－2.2％であるし、自動車の生産計画も 1～3 月の見込みは前期比－4.8％である。半導体の市況も一向に下落が止まらず、128 および 64ＭＢにおいて顕著である。消費については 1 月の小売販売業は前年比＋1.2％であり、97 年 3 月の消費税前の駆け込み需要以来 46 か月振りの前年比プラスであるが、これは自動車販売が＋11.8％とニューモデル投入効果により伸びたことが大きい。また、4 月

からのリサイクル法実施前の駆け込み、ガソリン、灯油の値上がりによる燃料売上の増加がある。人件費関係で一つ、二つ気になることを申し上げると、ＧＤＰ統計の7～9月、10～12月で名目の雇用者報酬が前年比でマイナスに転じている。7～9月が－0.4％、10～12月が－0.8％であり、下げ幅が大きくなっている。それから法人季報をみると人件費の前年比マイナスは－4.0％、人員減が－4.2％であり、一人当たりの単価は下がっていない。これは前々から指摘している問題点であるが、実は絶対額でみると人件費、人員ともに平成12年4～6月期をボトムに上昇してきており、前期比でみると人件費は＋4.13％、人員も＋0.15％と一人当たりの人件費のリストラが不十分であることが窺える。

最後に輸出入では、例えば90年の1月から2001年の1月まで傾向線を引いてみて輸出数量をみていると急落している。特にアメリカ向けが急落していることが気掛かりである。事実1月は全体で前月比7.0％減、その中でアメリカが－11.6％、ＥＵ向けが－6.0％である。そしてこれから心配なのが日本の黒字がピークアウトするとみられることであり、これから財政赤字が拡大を続ける、あるいは企業の黒字がそれ程拡大しない、あるいは縮小するとなると大変である。景気の減速局面に入り黒字がピークアウトするのは余り例がないと思う。このようにして私はこれから景気後退が深まっていくことを非常に懸念している。以上である。

速水議長

三木委員お願いする。

三木委員

まず第一に今回の課題は、景気の現状について、実体経済、金融資本市場の動きとその現場の動きにズレがないよう良く見極めて金融政策の手を打つタイミングに来たことである。今は緩やかな回復は見通せない事態になった訳で、むしろ踊り場から後戻りの懸念が顕現化しつつある。需給バランスの崩れから来る循環的要因からの物価下落が顕在化し、量の面か

らも 12 月以降の前年比横這いの姿から下向きに転じる動きが強まりつつある局面と言える。

次に景気の現状と先行きについて、需要項目別に申し上げる。第一は米国経済の急減速と輸出環境の悪化である。米国企業の収益環境、資金繰りが今急速に悪化してきている。需要減からの在庫調整、自動車にみられるような価格インセンティブをつけての販売、レイ・オフによる雇用市場の悪化、米国株調整継続による逆資産効果もなお懸念される。ＩＴ投資の息切れも大きい。素材産業では破産の申請も出てきている。当然東アジア諸国、日本の輸出環境が悪化する。これが第一点である。第二はわが国の輸出環境である。米国の予想以上の景気減速を受けてわが国の自動車、情報通信関連財の輸出は想定していた以上の減少幅になっている。問題は米国経済の鈍化が米国向け輸出依存型の東アジア経済に与えるダメージの大きさ次第で、わが国の東アジア向け輸出が左右される点である。当面、鉄鋼、石油化学を中心に東アジアの現地在庫がなお高水準であることも踏まえれば、東アジア向け輸出を中心に引き続き輸出減少は避けられない。三番目の問題は在庫調整である。現在鉄鋼、石油化学、紙、半導体を中心に在庫調整局面に入っている。ここにきて踊り場に入って需要がなかなか伸びない。輸出は減る。人と設備を稼働させる必要がある以上物は造る。しかし造っても引き取ってもらえない。この 4～6 月にかけて当面生産調整が続かざるを得ないと思っている。ただＩＴによるサプライ・チェーン・マネージメントの進展によって従前に比べて在庫管理が進み、在庫量の厚み、在庫期間が短縮されている。従ってかつてに比べると在庫調整期間は短く、在庫調整の経済成長に与える影響は少なくなりつつあるのではないかと思っている。四番目に設備投資では、機械受注、建築着工等々の先行指標がマイナスになり始めた。建築着工床面積の非住宅をみると前月比のカーブはマイナス、前年比のレベルも製造業設備投資に絡む鉱工業向けは 1 月で＋30.6％と非常に高いが、これを除くと大幅マイナスである。機械受注も前年比はなおプラスだが、産業機械を取ると、1 月は＋4.1％で前年比ではまだプラスであるが下方カーブに入っている。この間、半導体市

況などを背景にＩＴメーカーの設備投資意欲が急速に減少している。またマクロの量と価格が下落して景気の先行き不透明感が強まる中で、盛り上がりつつあったＩＴユーザーの設備投資意欲もここにきてシュリンクしている。さらに企業の収益環境も下振れ、平成13年度決算が悪化するのは目にみえているので、設備投資環境は悪化していくと思われる。設備投資の伸びがいつまでも続く訳はなく、いずれ鈍化し横這いになるのは避けられないが、外部環境悪化の中で早くもマイナスの公算が高まったと思っている。五番目は個人消費である。個人消費は二極分化、引き続き明暗入り乱れての状況である。これをサプライサイドからみると消費財供給数量は、今まではなお緩やかに伸びていると思う。因みに二つの例を挙げると、自動車の国内販売は２月も前年比＋0.6％と４か月連続のプラスである。ただ内訳は乗用車は－0.2％の一方トラックが＋2.6％でトータル0.6％である。今一番好調なのはＲＶだが、リクレーショナル・ビークルについては乗用車とトラックの両方の分類に混在して出てきているので、乗用車だけでなく全体でみることが必要だと思う。それから家電はＮＥＢＡ統計をみると１月も＋9.5％であった。ただこれは家電リサイクル法を控えた駆け込み需要が寄与している面も大きいだろうと思っている。それからディマンドサイドの所得と消費の関係をみると、入るにあわせて出るを制するという身の丈にあった消費スタンスを継続しており、両方合わせてみれば、消費はむしろ平時――不況ではない普通の時――という見方をした方がいいのではないかと思っている。構造調整を抱えて企業から家計の所得移転にはなお時間が掛かる中で、個人消費の増加は期待し難い状況である。先行き消費が伸びるには雇用・所得不安、それから年金、老後不安等家計を取り巻く不安感の解消が重要である。今求められるのは、前向きの消費マインドになるような環境作りだと思っている。なお、これまでのユニクロだとか100円ショップなどに代表される価格破壊的な日常品の売れ行きにも今陰りがみられ始めている。こうした商品は割高だったわが国消費者物価の国際価格への鞘寄せに非常に貢献した訳だが、必要な時は買うが、手元にある限りは買わない商品――基礎資材的商品と言えるもの――で

あるから増加基調の持続には自ずから限界があると思っている。需要構造変化主導の景気回復の中で企業が生き残るには、機能満足型商品、より高機能で利便性があれば買い替える商品を消費刺激商品として投入していかざるを得ない。こうした商品は新商品技術革新に裏付けされたものが多く、必然的に価格下落を伴わざるを得ず、消費拡大と物価下落は避けて通れない関係にあると思われる。次は住宅投資だが、株価下落もあってマンションの売れ行きには陰りが出てきている。住宅投資は1月は年率ベース120万戸と前年比－11.1％減だが、当面年率ベース120から125万戸の範囲で弱含み基調で推移する公算が強いと思われる。因みに過去ピークの1973暦年のレベルを100として、2000年暦年と比較すると新築着工戸数では65、新築着工床面積では82、一戸当たりの床面積では126となっていて住環境はかなり改善されている。つまりウサギ小屋から脱出しつつあるのがみて取れる。それから公共投資は補正予算の執行に伴い下げ止まりから一時的に緩やかな増加に転じる公算が大きいが、当面下支え役を期待するのは難しいと思う。こういった需要項目の動きを反映して生産の量は横這いから下向きに向かいつつある公算が大きくなってきているし、特にこの4～6月は在庫調整の点からも量の下落が鮮明になる公算が大きいと思う。

次に価格の問題は下落基調がなお続いていることである。需要の弱さを背景とする需給バランスの崩れからくる価格下落に加えて、市場淘汰されるべき企業が稼働率を上げて少しでも延命しようとしてコスト無視の安値販売をすることによる価格下落がみられている。特に後者の物価下落は勝ち組企業の体力をも弱め始めており、消耗戦の姿が懸念されている。こういった物価下落に対しては物価の安定を目指す日銀としてさらに超低金利、流動性供給を確保する金融政策を打つべきだろうと思う。

企業収益は、こうした量横這い、価格下落の中で明らかに悪化し始めており、設備投資意欲もシュリンクしている。今年度3月決算は取り敢えず増益基調で着地はすると思うが、それは今年度の前半から半ばにかけての収益好調分が貯金としてあるからである。ただその中身はリストラすなわ

ち人件費の切り下げと外部調達コストの低下、そして輸出増による固定費の薄め効果によるもので、内容的にはなお脆弱な収益基盤から脱しきれていない。そして今そこに価格下落の逆風が加わりつつある。そしてこの価格下落は売上高減に繋がってきており、足許の瞬間風速ベースの企業収益は明らかに減益方向になっている。企業部門の回復を起点にした回復シナリオの先行きが見通せなくなってきている所以でもある。

次は足許の金融市場の問題で、これはいつに信用創造機能の機能不全と思っている。ベースマネーとマネーサプライが切れてしまっていることが非常に問題と思う。ベースマネーを潤沢に供給しても資金は運用難から国債にいくだけでマネーサプライの増加に繋がらない。マネーサプライが伸びないのは、企業が潤沢なキャッシュ・フローを確保できる中で、まず借金返済を優先しているからである。設備投資は償却の範囲内の必要額にとどめている。97 年、98 年のような貸し渋りの再来を警戒した企業が、銀行離れを進めていることによって企業の資金需要が出てこないことに大きな要因があると思うが、銀行サイドの信用創造機能がなお不全状態にあることも大きいと思っている。この信用創造機能回復には、貸す側と借りる側の両サイドからの対応が不可欠であるが、銀行側においてはやはり不良債権問題を処理して、先行きの二次ロス不安を消し去ること、必要な先には公的資本の再投入も考えて、自己資本比率の向上を図り将来の成長企業の信用リスクテイクを行なうだけの体力を回復させることが必要と思う。企業側においては、設備、雇用、債務の三つの過剰問題に取り組んで、生産性を高め国際競争力コストを取り戻すことが重要だと思う。こうしたプロセスは、企業、銀行が民間の自助努力として取り組むべきものであり、当然に倒産、失業を伴うしデフレ圧力も短期的には出ると思う。

五番目に今日本経済に求められることとして、構造改革、不良債権処理を進めて景気回復へという考え方があるが、これは民間、財政・政府、金融の三者の合わせ技で対応していくことが重要だと思う。中でも民間企業、銀行の自助努力が基本である。政府は市場原理を尊重し税制面でのサポート、規制緩和、雇用の流動化、新産業育成などの環境整備に徹するべきだ

と思う。そして企業・家計の先行き不安を解消し、マインドの改善を図るためにも財政赤字、あるいは税制、年金・医療等の社会保障の問題、不良債権処理等による金融システム安定化などについて先行きの道筋を描くスケッチを明示することが必要だと思う。デフレ圧力を極力緩和するためには、財政と金融で下支えすることが求められるが、財政出動も需要創造に繋がる質の財政出動、すなわち従来型の量だけのバラマキ型でない政策が求められると思う。それから金融政策は企業収益を金融収支の面でも支えるべく超低金利にして、構造改革に伴うデフレ圧力対応として企業が資金の量を確保できるようにするとともに銀行が信用創造機能をフルに発揮できるよう日本銀行として流動性の供給を十分に確保することが必要だと思っている。

次に金融政策については、景気は回復軌道には乗ったが、その初期段階の昨年 12 月から踊り場に入り、今は後戻りの懸念が現実化している。また、先行きの日本経済回復のためには、まずこの踊り場から抜け出して再び緩やかな回復に向かうように繋げていくことが重要だと思っている。従って、今求められるのは、後戻りを防ぐだけではなく先行きの緩やかな景気回復に繋げることまでも考えての金融政策だと思う。民間、政府・財政、金融の合わせ技が整合的に進められていくことが求められる訳であり、誰が先、どちらが先ではなく、やれるところからやっていくというスピードも非常に重要だと思っている。こういう点を踏まえての金融政策を後程提案したいと思う。以上である。

速水議長

次に武富委員お願いする。

武富委員

今の日本経済は言うまでもないが二重の重荷を背負っていると思う。一つは短期循環的に年明け以降企業部門を中心として調整が始まった。これは専らアメリカ経済の急減速による外部環境を出発点にしているので、こ

の調整の先行きを考える場合も、アメリカ経済が今後どうなっていくかが重要なポイントになると思う。もう一つの重荷はより本質的で、経済の長期的均衡の復元が未だにできていないために、恐らく最早構造調整を避けて通れない段階まできていると思う。後向きに過去の資源配分の歪みを合理的にしていくようなことも必要であるし、新たな成長の活力のために技術開発等についても促進していくことが必要だと思う。ただ、前者のこれまでの歪みを是正する過程で色々なデフレ的圧力が出てくる訳で、それに対するきちんとした政策全体の受け皿が必ずしもできていないというパーセプションを市場も経済主体も持っている。従って構造調整を進めなければいけないけれども、ここから出てくるデフレ的な圧力を巧くコントロールしていけるかどうかの問題を抱えていると思う。従って政策全般の立場からは、勿論目先も大変重要であるが、今年の下半期以降、今言ったアメリカの行末と構造調整からくるデフレ圧力の二つを噛み合わせた最悪のケースとしてどういう事態が起こり得るかを想定して、その悪しき想定が現実のものとならないように今総合的な対策を打つべきではないかと思っている。

従って、まずアメリカの先行きが問題であるが、非常にアネクドータルに言うと、最近アメリカでは、例えばレストランの予約がすぐ取れるとのことである。かつては夜二回転、三回転していたのがすぐ予約が取れる状況であり、ホテルもすぐ予約が入れられる。それから自動車の新車が余り高速道路を走っていないとのことである。アメリカは新車を買ってナンバープレートがオフィシャルに付与されるまでの間仮のナンバーを付けて走るようであるが、バブル時代は、それが十台のうち三台位あったものが、今は百台のうち一、二台といったことのようであり、相当ストック調整圧力が掛かっていると思う。一方で財政・金融政策の発動余地はあるから、大事に至らないで済むように期待しているが、一応下期になっても目立った回復が万々が一出てこない時には、世界同時株安とか世界同時不況的な色彩が払拭し切れないと思うから、そういうことにならないよう日本としてもできることを行なっていくスタンスが必要だろうと思っている。

今年の後半に若干力点を置いてものを考えているのは、少し飛躍し過ぎるかなと思いつつも、万が一アメリカ経済が相当長期間の調整を要することになると、今年の後半に色々な意味の片を付けておかないと、来年は中間選挙の年に早々に入ってしまう。先程指摘があったアメリカ経常赤字の累積問題や低貯蓄率の問題が基本的にあるから、アメリカの景気調整が長引いて来年にずれ込み、経常赤字の累積という基本問題が解決しないとなると、どこかで政治力学的にはドル安逆戻りがあり得る訳である。その時には日本の産業に今以上に厳しい状況が出てくるだろうと思うので、そういう事態を回避する意味でも今年の後半が一つの山場と思っている。短期循環的な局面はアメリカ発で始まった訳であるが、結局そこはアメリカがどうなるかをみたうえで考えていかなければいけない構図になっている。

一方の構造問題についてはもう多くを申し上げない。この問題は、人と資本、土地といった生産要素の効率活用、あるいは資源の適正な配分が巧くいかなかったところをどうほぐしていくかであるし、特にほぐす時に出てくるデフレ圧力を巧く吸収する、というよりも180度転換させて資源配分の適正化に繋がるようにしていくことが必要と思う。例えば労働市場などは一つの可能性のある分野だと思う。そういうきちんとした政策がないと金融政策が色々な手を打っても効き目は極めて限られてしまう。金融政策が効果を発揮するのは経済が現実に動くことと背中合わせだと思うので、政策全体として構造調整の進捗促進を図るとともに、そこから出てくるデフレ圧力をエネルギーに変えていくような政策がいるのではないかと思う。そういう意味で今年の後半がかなり難しい時期になると思うので、そのことを念頭に置きながらこの時期に政策全般として手を考える中で金融政策はどうあるべきかが今時点の課題だろうと思っている。以上である。

速水議長

最後に山口副総裁お願いする。

山口副総裁

議長を除けば最後のバッターなので、余り付け加えることはなく、極く極く簡単に述べる。

ＧＤＰ成長率のようなもので考えると、今年の前半は消費指標の振れ方が少し強めに出たり、あるいは財政支出が少し多めに出たりすると、そこそこの数字が出てくる可能性が依然としてあると思っている。しかし、それよりも各委員が共通に指摘した、成長のモメンタムが急速に弱くなってきていることが、より重要な問題だろうと思う。その背景として共通に指摘されていたことに私も同感であり、アメリカ経済の急激な変化には、アメリカを中心とするテクノロジー関係の急速な変調が基本にあると思う。わが国については、雇用者所得・消費周りでまあまあ底固い動きが続いており、これは今暫く持続する可能性があると思う。その間に企業部門で多少持ち直す方向に動きが起きてくると、今年後半にもある程度期待が繋がると思うが、そこは主としてアメリカの動きに依存している部分が大きいと思うし、アメリカについては時間が経つにつれて、下期回復がなるかどうか見通しが難しくなってきている。回復に向かえば結構なことだと思うが、しかし回復に向かわないリスクもかなり出てきていることを念頭に置いた方がいいのではないかと思っている。

そういう中でわが国の物価は、下落の率が特に加速している訳では必ずしもないと思う。調査統計局の分析によれば、ここまでのところは消費者物価の中では輸入物価、あるいは輸入と競合する物価の下落が特に大きい状態のようであるので、最近円安傾向がかなりはっきりとしてきていることを考えると、今後為替相場の下落が輸入品あるいは輸入競合品の価格下落を緩和する力になっていくのかどうかが一つ注目点だと思う。しかしその点を別にすると、需給ギャップが今後拡大する可能性が出てきており、それは需要の弱さによる物価の下落圧力をぶり返させる可能性があると思う。そのことを念頭に置かなければいけないと思っている。

最後は金融システムの問題について一言だけで申し上げる。これは篠塚委員、三木委員、あるいは武富委員から金融システムの問題について抜本

的な改善がないとなかなか金融政策の効果が大きくなることを期し難いといった指摘があったが、私も全く同感である。極く最近の三和・東海グループにまず出てきたように、合併あるいは統合の動きを念頭に置きながら、不良資産の処理を多少とも加速化させる動きが出てきているし、こういう動きがもう少し広まる可能性が大きいと思う。それが短期的にデフレ圧力の増大に繋がる可能性は勿論あると思うが、本当にそうなるかどうかは何とも言えない気もしている。つまり処理を加速化させることが金融システムの将来展望にどれ位繋がるかは、やり方次第の気もするし、市場にきちんと評価されるようなやり方であれば、例えば株価が反応を起こすような形で、ある程度デフレ圧力をオフセットするような動きが出てくるはずである。また金融システム面での対策の打ち方次第という面もあるので、本当にデフレ圧力の増大になってしまうかどうかは断定的に言い難い問題であろうと思う。私が気になるのは、こういう動きがもう少し明確に出てこないと、株価の下落が続いているので、個別の金融機関が否応なくもっと強い市場圧力に晒されていってしまうリスク、つまり金融市場がそういうことで混乱しかねないリスクがないではない点で、そういうことに対しては、我々は流動性の面からきちんと対応していかなければいけないと思う。取り敢えず以上である。

速水議長

今すぐに何か質問なり追加的な意見ございましたらどうぞ。

では取り敢えず先程田谷委員から質問のあったＮＡＳＤＡＱのＰＥＲについて平野国際局長から説明したいと言っているのでお願いする。

平野国際局長

先程逆さまに申し上げてしまった。正確に申し上げるとＮＡＳＤＡＱの直近のＰＥＲは約150倍、ＮＡＳＤＡＱ100、上位銘柄のＰＥＲが約1,000倍である。これはＮＡＳＤＡＱはテクノロジー銘柄がたくさん含まれておりその中に赤字企業は多い訳である。従って赤字企業が集中した時のイン

パクトを均す意味で一株当たりの利益は、過去12か月の平均値のようなものを取って、多少その振れを均すが、それでも今申し上げたような状況である。ＰＥＲについて、ＮＡＳＤＡＱが150倍、ＮＡＳＤＡＱ100が約1,000倍と訂正させて頂く。

速水議長

それでは昼食に入る前に、岩田政策統括官が午前で帰るとのことなので、もし何か発言があるようであればどうぞ。

岩田内閣府政策統括官

それでは一言発言させて頂きたい。3月16日に日銀総裁にも出席頂いているが、月例経済報告等関係閣僚会議が開催された。私からはそこで報告した月例経済報告の概要について紹介する。

今月の月例経済報告では、景気の改善はそのテンポがより緩やかになっているとの前月の判断から、景気の改善に足踏みがみられると判断を下方修正した。また景気の先行きについては、アメリカ経済の減速や設備投資の鈍化の兆しなど懸念すべき点がみられると報告した。また最近わが国のデフレ懸念についての関心が高まっていることから、デフレについて取り上げた。これまでデフレについては論者によって様々な定義が用いられていたが、デフレを持続的な物価下落と定義すると、わが国経済は現在緩やかなデフレにあると考えられる。また物価が継続的に下落するといった今日の状況は国際的にみても歴史的にみても極めて例外的なことと考えている。こうした中で政府は引き続き景気に軸足を置いて経済を一日も早く本格的な回復軌道に乗せることが最重要課題と考えている。以上である。

中原委員

少し補足追加説明がある。2月9日にアメリカの景気、バブルが如何にひどかったかと申したが、もう少し詳しく申し上げると、まず最初にミシガン大学の指数は最初は四半期で発表しており1960年の第3四半期が100

を超えて、第4四半期が99.9、その後1965年の第1四半期から第4四半期、1966年の第1四半期まで五期連続100を超えた。従って64年の第4四半期に99.9まで下がったのを除くと六期になるが、その後66年の第2四半期95.7、第3四半期91.7と100超の後に2四半期連続して下がった。そしてその後申し上げたように1980年の5月に51.7を打つまで延々14年位低下した。今回のバブルが如何に凄かったかというと、まず97年の3月に100に乗り、98年の9月まで19か月間100以上、98年の10月に一回97.4と100を割ったが、98年の11月から再び上り出し、2000年の11月まで25か月間100超であった。つまり19か月間100を超え、一回割ったがその後25か月間、合計で44か月間100を超えた。そして100を超えた後2か月連続して下がってきて12月が98.4、1月が93.6、2月は87.8であるから、これは実にビッグ・バブルが破裂したということである。

それから雇用者数の話もしたが、詳しくは非農業部門雇用者数であり、これが2000年の9月には3か月前比でマイナスになっており、前回の景気後退以来初めてである。その後プラスになっているが将来の先行きを占うものである。もう一つ追加すると、1915年から99年までのアメリカの一人当たりの実質年間広告費というのを計算してみると、1915年から99年まで上がってきて、恐らく2000年は一人当たり800ドルを超えるようなところであり、圧倒的なピークである。第一波は1920年代、広告の黄金時代と呼ばれた大恐慌前であるが、そこから始まり五波動の上昇が完了したと思っている。以上である。

速水議長

それではここで昼食に入りたいと思う。再開は午後1時である。今朝お願いしたことをくれぐれも宜しくお願いする。

（午後0時12分中断、午後1時1分再開）

速水議長

それでは午後の会議に入りたい。先程の金融経済情勢に関する討議の中で何か付け加える意見なり発言がありましたらどうぞ。

中原委員

申し訳ないが、若干申し上げる。一つはアメリカの株式についてである。これまでの決定会合でＳ＆Ｐが一段と軟調になってきて、Ｓ＆Ｐ500 がニューヨークのダウに先駆けて底割れするとニューヨーク・ダウも大幅下落に向かうことが多いと指摘したうえで、12 月 20 日の 1,264 ポイントを割れるかどうかがポイントと申し上げたが、その後まさにこれを割ってＳ＆Ｐが急落波動に入った結果、3 月 15 日に 1,166.71 というザラ場の安値をつけた訳である。それにつれてダウが急落して、実はダウは 10 月 18 日の引け値で 9,975 ドルをつけて、それから戻って押したところが 10,318 ドル、もう一回戻って押したところ 10,441 ドルと底を切り上げていた訳であるが、その底が割れて急落になった。3 月 16 日には引け値ベースで 9,823 ドルであるから、10 月 18 日の 9,975 ドルを割って 3 月 7 日の安値 9,796 ドルを窺うところまで下がった訳である。前回も申し上げたが、アメリカの株式は 2 月末から 3 月中旬が危ないと指摘したが、その後子細に調べてみると 3 月は 7 日から 12 日と 20 日から 24 日位が危ない時間帯で、3 月 7 日から 12 日までにＮＡＳＤＡＱ、Ｓ＆Ｐ、特にダウが、戻り高値をつけたので、恐らく 3 月 20 日から 24 日にかけて目先の底が入ると思っている。多分一段と突っ込んで目先の底が入った後なにがしかの反発は期待できる。良ければ年央位の間にかけて政策如何であるが期待できると思っている。

それからＷＴＩはＯＰＥＣが 100 万バーレル減産して、私が先に大体予測したとおりになったが、25 ドル～30 ドルのレンジを多分下に切ることはなく目先は反発するだろうと思っている。以上、株価とＷＴＩについて申し上げた。

2．当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

他にあるか。

ないようなので、これまでの討議を踏まえ当面の金融政策運営方針について、今回はお一人5分程度を目途に意見を伺いたい。先程の順番でもう一度藤原副総裁からお願いする。

藤原副総裁

午前のセッションで各委員から指摘されたような厳しい情勢判断に基づくと、金融政策運営についてもある程度思い切った政策に踏み出すべき段階にきていると思う。とは言っても従来の伝統的な政策手段に限りがある中では、一定の歯止めを講じたうえでいわば未知の領域に足を踏み入れることもやむを得ないと考える。そこで考えられる手段の一つは、金利水準の引き下げである。現在の金利水準を考えると、これはコールレートを0%に引き下げることになる。ただゼロ金利政策時代の経験を踏まえると、単に0%に戻るのではなく0%以後の追加的な緩和余地を工夫するとか、市場メカニズムをもっと活かすことを考えるべきだと思う。

そこで考えられる第二の政策手段は従来の金利をターゲットとした枠組みを超えて、マネタリーベースや日本銀行当座預金の供給額をターゲットに資金供給を増やすことだと思う。このような政策については、これまではコントローラビリティーや実体経済への影響に確信が持てないことなどを理由に採用を見合わせてきたが、現下の情勢では著しい弊害がないという限度において試みる価値も出てきていると考えられる。量をターゲットにして十分以上に資金を供給すればオーバーナイト金利は事実上ゼロとなる日が多くなると思うので、いわば市場メカニズムを活かしながらゼロ金利政策と同じ効果を実現することができるのではないかと思う。さらに効果は不確実ではあるが、量を増やす形で追加的な緩和も可能になる。誠に量と金利は車の両輪だと言われる所以だと思う。

第三の政策手段はいわゆる時間軸効果の導入である。その際にはデフレ

懸念の払拭というかつての表現よりももっと明確で強いコミットメントが必要である。一方で我々はインフレーション・ターゲティングは引き続き検討課題であると位置付けてきたので、ここで中長期的に望ましい物価上昇率について安易に結論を出すべきではないと思う。こうした条件を考えると、中長期的な物価目標にいく手前で消費者物価の前年比で0%を目途とすることは一つの方法になると考える。前回篠塚委員が消費者物価の前年比が安定的にゼロを越えるまでという条件を出されたが、これは検討に値する基準だと思う。

第四の政策手段は長期国債の買切オペの増額である。しかし、そのもたらす副作用については、既に共通の理解が得られているように思う。私は国債価格支持や財政ファイナンスのためのオペ増額には絶対反対するが、先程申し述べたような形で資金供給の量を増やしていくと、どこかで札割れ防止のために長期国債の買い入れを増やしていくことが必要になってくるかと思う。いわば円滑な資金供給の手段として国債オペを増額することではどうかと思う。その際、これまでの銀行券と長期国債保有をマッチングさせるルールは守るべきだと思う。私としてはこれまでの増加額ルールをストックのルールに変え、本行の長期国債保有額の上限を銀行券発行残高とするのが良いのではないかと考える。

以上採り得る政策手段の選択肢を列挙して留意点をも整理してみたが、実際にはこのうち幾つかの政策手段を組み合わせるバリエーションが考えられるかと思う。具体的なバリエーションの是非についてはこの後の議論も踏まえて判断を固めていきたいと思う。

最後に、今回この様な思い切った政策手段を導入することもやむを得ないとの判断に至ったが、従来から主張しているように中央銀行が思い切った措置を採っ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との認識には変わりない。こうした思い切った政策を打ち出すからには同時に、金融システム面や産業経済面での構造改革の必要性をこれまで以上に強く訴えていくことが肝要かと思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

輸出の減少、生産の低下、企業設備投資の先行き鈍化予想、雇用・所得環境の先行き不透明化などにより需要サイドからの物価低下圧力が高まりかねない情勢になってきていると思う。それから海外経済、内外金融資本市場の不安定性、不透明化も強まっている。こうした情勢下ではオーバーナイト・コールレートが実質的にゼロになるように、それに必要な流動性供給を行なうことが適当のように思う。その際、政策効果を強めるためにいつまでそうした政策を続けるかについてのコミットメントも同時に明らかにする必要があると思う。ここではいわゆる時間軸のみについて触れさせて頂く。その他藤原副総裁が今色々挙げた点については後程議論させて頂きたいと思う。

今藤原副総裁が、前回篠塚委員が述べたように、そのコミットメントは、私は少なくとも消費者物価指数（除く生鮮）が安定的にプラスになるまでそうした政策を続けるのが適当のように思う。これは今も藤原副総裁が触れていたが、分かり易さと共に具体的で曖昧さを残さないという観点から適当と思う。ただ幾つか考えておかなければいけないことがあると思う。まず昨年 10 月に公表した物価の安定についての考え方との関係である。そこでは「金融政策の運営上は物価指数の変化率でみて若干プラスの上昇率を目指すとの考え方は検討に値する」ともしたが、結論としては「物価の安定の定義を特定の数字で示すことは困難である」とした。安定的に 0％を越えるまでとすることはこの結論と必ずしも矛盾はしないが、small but positive な物価変化率が望ましいとすることにはなる。今藤原副総裁が言われた物価変化率ゼロは、却ってピンポイントになるから議論を詰める必要があると思うので、私は small but positive が望ましいのではないかと思う。どの位のポジティブかについては今後検討しなければならないと思うので、ここでのコミットメントは暫定的なものに止まる。さら

に供給サイドの要因が物価低下の大きな要因であってもプラスの物価変化率を求めることが望ましいかどうかといった問題もある。この点については第一に物価低下が長期化の様相を強めており、しかも第二に企業収益や所得の改善傾向の継続に疑問符がつくような状況下では需要サイドへ働きかけることは必要であり、しかも政策手段が限られている下では人々の期待に働きかけることが重要になっている、といったことで正当化できるように思う。こうした条件を明らかにすることは将来の物価動向に関する人々の期待に影響を与えるように思う。その他の点については後程議論させて頂きたいと思う。

速水議長

次、植田委員お願いする。

植田委員

私も午前中の議論を前提にすると、あと残っている政策手段の中では、なるべく思い切った政策手段の発動が望ましいと考える。では背景をもう一度違う形で整理してみると、いわゆるゼロ金利政策を採用した 99 年初めと比べてみると、金利体系全般はかなり低いところにある。それから今のところ銀行等の流動性不安も極めて限定的な状況にある。他方、米国経済の先行きが極めて不透明であるという大きなマイナス材料がある辺りが対比かと思う。しかしこういう対比を前提に 99 年初めの時と比べると、金融緩和政策の効果は弱い状況にあると推察される。むしろ現状は本来財政政策等で総需要を支える方が素直な政策だと思う。しかし勿論財政政策の出動余地が限られていることは十分承知のことである。従ってこういう中で金融政策もできることを行ない、デフレが加速していくリスクをなるべく低く抑えることが必要かと思う。ただ、余地は非常に限られていて、足許の金利を低下させる、あるいはその前提としてマネーの量を拡大するような政策の発動余地は極めて限られていると私は思う。従ってそういうことを若干行なうことには反対ではないが、そのうえで前回も申し上げた

ように将来の金融緩和政策へのコミットメントを量ないし金利で行なっていくことが望ましいと思う。量で将来に亘ってこれ位マネーを伸ばしていくとコミットすることもできるし、ゼロ金利を続けるとコミットメントを出すこともできるかと思う。ゼロ金利で約束した方が、量で約束するよりもコミットメントの強さは強いと思う。なぜかと言えば、量で約束しても将来ゼロ金利になる保証はない訳である。これに対してゼロ金利で約束すれば将来の各時点で最大限の金融緩和を約束したことになるからである。勿論それに対する注釈として量が直接経済に影響するのであれば別ということがある。それについてはまた議論したいと思う。量あるいは長国買いオペを絡ませる話については、田谷委員と同じような立場であって、後程皆さんの意見を伺ったうえで私の意見も申し上げたいと思う。

取り敢えず将来の金融緩和をゼロ金利で約束する前提に基づいて時間軸の効果について議論してみたいと思う。どのような表現が宜しいかであるが、やはり素直に出てくるのは、前回篠塚委員が提案されたようなやり方、あるいは田谷委員が議論されたようなこと、微妙に少しずつ違うのかもしれないが、「ＣＰＩのインフレ率が安定的にプラスになるまで」というような表現が直ちに頭に思い浮かぶ。これは色々な問題をはらんでいるかと思う。その一端を先程田谷委員が議論されたが、別の面を私は議論してみたいと思う。すなわちこういう基準でいって、どこかでＣＰＩインフレ率が安定的にプラスになって、ゼロ金利を解除することになった場合に、その解除がプリマチュアなものになったりあるいは遅すぎるタイミングで解除するようなことになるリスクはどうかを少し考えてみたいと思う。評判は悪いが、テーラー・ルール的に考えてみると、インフレ率がゼロないし若干のプラスで解除して、従ってゼロ金利が 0.25％になるような解除の仕方を考えた場合にそれがテーラー・ルールでみても正しい金利の動きであると出てくるためには、ＧＤＰギャップがある程度以上の水準でないといけない訳であるが、単純に計算してみると現在のギャップ水準と同じかややそれよりも小さくなる。つまり景気がやや良い方向になっていればインフレ率がゼロを少し上回るところでゼロ金利政策を解除するとい

うそれ程おかしなことではない計算結果が出てくる。これはインフレ率が今マイナス0.5％位なので、そこからゼロにむかっていく中ではギャップも恐らく縮まるだろうから、そういうふうになる。つまりこの基準で解除することが早すぎる解除にならない可能性が強いことを示唆するものである。他方逆のリスク、つまりもっと早く解除してもいいのにゼロ金利を長く引っ張り過ぎてしまうリスク、あるいはもっと端的に言ってしまえば何年も解除できないトラップに陥ってしまうリスクがどれ位あるかと考えてみると、これは少し心配しておかなくてはいけないと思う。なぜかと言うと、現在のＣＰＩインフレ率は全国でみて－0.5％、方向感としては取り敢えず足許下向きである。従って、これから少し下にいくのかと思う。そのうえで今後景気が回復していった時に、このインフレ率がゼロに戻っていくチャンスがどれ位あるかである。単純なデータでみると95年、96年と暦年では1.6％、3.5％の成長を示してＣＰＩインフレ率は消費税の影響を除いてその間ボトムからピークまで1％程上昇している。99年、2000年と0.8％、1.7％の成長を示してＣＰＩインフレ率はむしろ低下している。また暫く前に調査統計局が計算したフィリップスカーブの単純なケースを使うと、0.5％位のインフレ率の上昇を2年間で実現するためには2年間の間ＧＤＰギャップが2％程縮まらなければならないような試算結果も出ていて、非常に大まかにはそう簡単ではないリスクも考えておかないといけない。勿論円が大幅に円安になれば、インフレ率だけを取ればプラスであるが、そういう問題がある。一方で理論的には前回申し上げたようなインフレ率でみるよりは物価水準でみた方がもう少し金融緩和基調が強い政策であるというのはあるが、今のような話があるので無理な気がする。このようなことを考えると名目ＧＤＰでみるのも一つの手というアイデアを捨て切れないが、前回指摘があったようにデータが入ってくるのが遅いという難点があるし、我々の本来の目標である物価水準の安定性から、少しずれてしまうリスクもあるが、ヒットする可能性はどこにハードルを置くか次第で、少し高いかなという位に思っているが、この辺はフレキシブルである。以上そういう問題もあるということも取り敢えず指摘

しておいた。

速水議長
　次、篠塚委員お願いする。

篠塚委員
　金融政策運営の基本的な考え方の第一番は、午前中にも申し上げたように私も先行き物価下落が続く可能性が高く、かつ生産も停滞する確度が高くなってきたとみているので、こうした状況の下で日本銀行は消費者物価指数が前年割れを続けることを放置しない、先行きのデフレ・スパイラルを断固阻止する政策方針を打ち出すことが必要であると考えている。具体的には前回会合で提案したように、超低金利政策の継続期間についてコミットメントを付けることが適当であると思っている。そのコミットメントについては、藤原副総裁が先程指摘していたように、前回同様「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」というコミットメントを提案したいと思う。この提案はインフレーション・ターゲティングとは一線を画している。すなわちインフレーション・ターゲティングは日本銀行が望ましいと考えるインフレ率を目標に掲げ、それに向けてあらゆる政策手段を投入することであるが、しかしまだ日本銀行は望ましいインフレ率についての合意を得ていないし、公表もしていない。ここで提案しているのは、デフレ・スパイラルを断固阻止するというその姿勢を示し、そのことについてのコミットメントを行なうことであって、物価上昇率について多少のプラスを目指すべきであるか、ゼロを目指すべきかのいずれの立場を採るにしても、現在のマイナスの物価上昇率を少なくとも 0％以上まで押し戻す必要があるというそれだけを明確に示すことである。言ってみればデフレ期待を断固阻止する姿勢として安定的な 0％以上を目指す考え方である。
　次にどの金利にコミットメントするかであるが、選択肢としては今植田委員が言われた無担保コールレート・オーバーナイト物を事実上 0％にす

ることがある。同じように無担保オーバーナイト・コールレートを現在の政策金利である 0.15%に「以下」という言葉を付け、「0.15%以下にすること」という案がある。最後に金融市場調節のターゲットを無担保コールレート・オーバーナイト物からターム物金利に変更することの三つ位が考えられる。三番目のターム物については無担保コールレートが0%かどうかという議論を無意味なものにすることができる利点があるほか、ターム物金利は実体経済に対する影響も無担保コールレートよりも強い利点があるかと思う。しかし実務的に直ぐこれが使えるかどうかというと、色々ヒアリングした結果では難しそうだったので、今後の検討課題として指摘しておきたいと思う。私はオーバーナイト物を現在の 0.15%から事実上0%に引き下げることについては、説明の整合性がとれず、適当ではないと考えており、これは採用したくないと思う。この点あとで議論したいと思う。しかし現に、現在の長期金利の低下が例えばゼロ金利政策への復帰などをも先取りしている場合には、ゼロ金利政策にもし戻らなかった場合の失望が非常に大きく響き、長期金利が反転することもあり得るような危険もある。また現時点ではその兆しが既に表われているようにも思われる。来年度以降を展望すると、金融システムに何がしかの動揺が生じないとも限らないような気もする。そこで将来必要に応じて臨機応変にゼロ金利政策に戻る余地も残したうえで、無担保コールレート・オーバーナイト物を 0.15%以下にするという調節方針を提案してみたいと思う。勿論金利のターゲットをある水準以下にするといったような表現が従来の金融政策からすれば常識はずれかもしれないとは思う。しかし金利はゼロ以下にはならないし、もう既にターゲットとする金利は 0.15%まで引き下げられている。以下といってもその幅は、もう僅か 0.1%程度にまでなってしまった。そうするとゼロに戻すあと 0.1%の幅については、0.1%も０%もほとんど実体経済に対する効果は変わらない――これは前回植田委員も言われていた――と考えられる。発想を変えればこの程度の金利変動は受け入れられると言ってもいいかもしれないと思う。そのうえで日本銀行として何よりも重要なことは、むしろ最初に申し上げた時間軸の設定

にあると私は思っている。それから長期国債買切オペについてであるが、前回時点の政策金利は 0.25％だったので、それに消費者物価の安定的な0％までとのコミットメントを付すことおよび長期国債買切オペについて提案したが、前回この場で議論した時には長期金利を低下させる効果があるかどうかに少し議論が集中し過ぎた嫌いがあって、少し反省している。改めてもう一度長期国債買切オペ増額を提案した位置付けをお話したいと思う。これは何がなんでもこれをやりたい訳ではなく、前回提案した時の意図はあくまでもデフレ・スパイラルを阻止するために、緩和政策を行ない、それを物価上昇率が安定的に0％以上になるまで続けるとのコミットを補強するために国債買切オペ増額をセットで打出したいと思っている訳である。しかしこれは必ずこれを付けなくてはならないと考えている訳ではなく、国債買切オペについても日本銀行が踏み出すのだということがある程度、物価の上昇期待に働きかける効果があるならば、このようなものも含めた三点セットで打出したらいいのではないか、と思っている。これもあとの議論で国債買切オペのようなものは入れない方がいいといった意見があったりするかもしれないので、あとでまた議論をしたうえで考えたいと思う。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いする。

中原委員

午前中から申し上げているが、景気後退が深刻化する恐れが非常に出てきた。そういった中でニューヨーク・ダウ、東証の日経平均株価が大幅に下落している。その裏に幾つかのネガティブな負の連鎖が静かに進行しつつある。第一は株安を起点として銀行の不良債権が増大し、さらに地価が同時に下落して、担保価格の下落から銀行の不良債権が増大するバンキング・セクターでの負の連鎖であり、これはゆくゆくは銀行破綻に至る道である。それから第二は2月9日の決定会合で申し上げたクレジット・デフォ

ルト・スワップで、欧米では一か国も国については銘柄が建っていないものの、先進国で唯一日本の銘柄が建っていることを指摘した。日本のクレジット・デフォルト・スワップの5年物レートは、昨年7月のボトム9bpポイントから足許は19bpないし23bpに上がってきている程の国際的な信用力の低下をみている。すなわち株安がクレジット・デフォルト・スワップ・レートの上昇、国債の格下げ、円安という負の連鎖になる。これは銀行の信用不安とも密接に関係している。第三の問題は、株安とは直接関係はないが、物価の下落が商品価格の低下を通じて企業収益、あるいは賃金の低下を招いてさらに物価の下落を加速させる、いわゆるデフレ・スパイラルの負の連鎖である。これが起こる危険性が高まってきている。現に東京地区のＣＰＩ（除く生鮮）、ＧＤＰデフレータ、国内ＷＰＩなどでは下落がやや加速するように窺われる。私は前々回まで提案を出して現状維持に反対し、前回はゼロ金利を提案した。それはゼロ金利を前回行なわないと、もう間に合わないと考えたからで、あの時も議長案には反対した。それは too little ，too late と考え反対した訳であるが、今日になってはもはやゼロ金利だけでは収まらない事態へ参っていると思うので、これまで提案していた長年の提案をここで再び提出したい。私がこの提案を初めて出したのが2年前である。ちょうど丸2年が経つのでどういうことが一体起こり得たのか検証してみようと思った。最近、実はマネタリーベースについてかなり実証的な研究が出てきている。これまでの一般的な説明はマネタリーベースとM2＋ＣＤの間のリンクが切れている。それからM2＋ＣＤとＧＤＰとの間のリンクが切れているということであるが、マネタリーベースの拡大、それ自体でかなり効果があることを経験に基づいて検証しようと考えた訳である。これは非常にまだラフな段階なので、厳密な統計的批判に耐えられるかどうかは後日よく詰めてみたいと思う。まず第一に回帰分析により、99 年の 3 月以降一貫してマネタリーベースの前年比が 15％でキープされた場合、ＴＯＰＩＸがどうなるかを考えてみた。そのためにＴＯＰＩＸを被説明変数とし説明変数をマネタリーベース前年比、経常利益、持ち合い関連取引率、外国人買い越し額、米国長短金利

差、ジャパン・プレミアム、とする回帰分析モデルを1990年1～3月から昨年の7～9月まで行なって、その結果相関計数0.7、t値は全て2以上という一応説明力のある推計式である。その式を使ってマネタリーベースを前年比15%でキープすると、ＴＯＰＩＸが大体1,800ポイントと過去の最高の水準で安定するとの結果が出ている。それから同じく日経平均を被説明変数として、これは銘柄の入替えがあったので少し別であるが、説明変数を地価、実質経常利益、マネタリーベース、稼働率の前年・前期比等を説明変数として出すと、昨年の4月以降、これは一昨年ではなく昨年の4月以降のマネタリーベースの前年比を15%で保ったとすると、日経平均は大体3,900円上昇しただろうとの結果が得られている。それから時系列のＶＡＲモデルを使ってマネタリーベースの伸び率からＴＯＰＩＸへの因果関係をチェックすると有意であるとの結果が出てくる。またマネタリーベースの伸びにショックを与えた際のインパルス反応関数をみると、3～4か月後にＴＯＰＩＸの伸びが最大になっている。そしてその6か月から7か月後に設備投資が反応する結果になってくる。もう一つ、これは標本期間が短いが統計数理研究所で行なった1982年1月から98年の5月までの多変量ＶＡＲモデルをみると、マネタリーベースの伸びに対して機械受注が直ちに呼応し、生産が回復する結果が出ている。従ってマネタリーベースを伸ばした時には、金利へのインパクトよりは恐らくポートフォリオ・リバランシング、あるいは資産価格、株や為替を通じて機械受注、設備投資に効いてくるような結果が出ている訳である。いずれにしてもそういうことなので、マネタリーベースを伸ばすことが一種の重要な意味を持っていることが分かったと思う。そこで私はこれまでの提案を行なう訳であるが、先程からの議論で幾つかコメントすると、ＣＰＩについては篠塚委員の分析もあるように0.9%のバイアスがあるので0%はいかがなものかと思う。私の提案は0.5～2.0%であるが、small but positiveでもレンジで表現することが必要だと思う。それから国債の買切オペについては、札割れの防止、その他の必要があれば買うことも考えられる。あくまでマネタリーベースの伸び率を一定にするターゲットをもったうえ

での国債買切オペの増額であれば差し支えないと思っている。いずれにしても私の案はＣＰＩが0.5%～2.0%になることを目途にマネタリーベースが15%になることを目標に行ない、当面は当座預金を現在の4兆円から7兆円に増やすというものである。

速水議長

それでは、次三木委員お願いする。

三木委員

午前中にもお話をしたが、今のこういった物価下落の中で踊り場からむしろ後退する懸念が現実化するのを防ぎ、またこの踊り場から抜け出して再び緩やかな回復にもっていくため、構造改革、不良債権処理を通じて景気回復に繋げ、そしてそこから出る強いデフレ圧力に対処するため、金融政策としてはその時々で可能な限りの手を打っていきたい。そこで金融政策としてさらに金融緩和を行なうために金融調節方針を変更すると共にそれを円滑に実現するため、調節の拡充を提案したい。調節方針では、中央銀行が流動性を潤沢に供給していることを量の面で市場に明示することが重要だと思う。そのために操作目標をリザーブの供給額として当座預金残高が平均的にみて5兆円前後になるようにする目標を設けたらどうかと思う。なお、金利については無担保コールレート・オーバーナイト物を現行の平均的にみて0.15%前後に誘導するのを改め、0.15%以下にしたい。これは0から0.15%のレンジの範囲内で市場の自由なレート形成に委ねる意味である。量が出れば金利が限りなくゼロに近くなるのは当然だが、この局面はいわば金利ターゲットから量的ターゲットに切り替える技術的変更を伴うので、ディレクティブが本行内部で行なう執行部への指示事項であるからその結果の意味するところは分かるが、マーケットあるいは企業、家計といった国民が分かり易いように、量だけでなく金利についても示したいということである。本措置は消費者物価上昇率（除く生鮮）が安定的にゼロになるまで継続することとしたい。また、長期国債の買切

オペの増額を図ることも考えたい。5兆円の残高目標を達するためには、これまでの短期国債までの金融調節手段だけではオペの札割れが起こるのが目にみえている。そこで、長期国債の買切オペの増額を調節手段として考える必要がある。ただし、日銀保有の長期国債残高が銀行券発行残高を上回らないことを条件としたい。以上である。

速水議長

次、武富委員お願いする。

武富委員

金融政策を何のために動かすのか、金融政策の効果がどういうルートを通じて起きると想定するのか、あるいは金融政策が効果を発揮するための条件は何か、そのようなことを洗ってみたいと思う。何のためにということは、午前中申し上げたように、目先の景気展開への対応については、2月に連続して金融的な緩和措置を採ったので、取り敢えずそこの部分はそれで対応したと思う。ただ、年後半はやや異質なものがある。アメリカという我々が直接コントロールできないところに心配の種がある。また、金融政策の直接の対象ではないが構造調整は避けて通れない。しかしそこからデフレ的な圧力が出てくる。それが景気・物価に影響を及ぼす。そこについては金融政策も一部関わってくる。年後半のそういう事態を展望して今他の政策と共に金融政策も何らかの措置を採るかどうかだと思う。逆に言うと、今採る措置は年後半まで全部手元に手繰り寄せて行なう訳であり、今年一杯さらなる金融緩和の議論が起こらないようにするためにも、もし今措置を採るとすれば措置を採るということである。残されている政策オプションを洗うと、今まで議論していたことと変わらないが、一つは金利政策の枠内で何をするかである。論理的にはこれが一番分かりやすいと思う。ゼロ金利にすることで多少金利のターム・ストラクチャーにも働きかける。長短の金利低下効果で需要を刺激して需給を改善させてその結果として物価も下落圧力を緩和される。巧くいけば上昇モメンタムが生まれる。

それをさらに強化するために時間軸効果を噛み合わせることだと思う。何を時間軸効果の表現としてとるか、成長率をとるのか物価をとるのかあるいは他の指標をとるのか所得をとるのか、成長率も名目か実質かといった点もあるが、その辺はこのあと議論したいと思う。こうした金利を出発点にした考え方は非常にすっきりしているが、仮に例えば時間軸でＣＰＩがゼロ内外で安定するといった条件を付す場合、私の前々からの認識では物価下落は相当構造面からきているグローバルな現象だと思うから、時間軸も相当長くなる。市場や産業界に金融政策が採った効果が目にみえるのには時間がかかるから、そこで世論が辛抱できるかといった問題がある。

もう一つ、量的な問題では、量については必ずしも議論が収斂していないので申し上げ難いが、量的緩和の場合には結局午前中篠塚委員も言及していたように、物価は貨幣的現象であるというようなことを前提に、量の将来に亘るコミットをすることによって期待インフレ率を上昇させるという考え方が一番基本にあると思う。議論のされかたによっては金融機関のポートフォリオのリバランスとか浸み出し効果も狙っているような議論もある訳である。ここで期待インフレ率に量の面から働きかけるならば、おそらく長期金利は期待インフレ率が上昇すれば上がる方向なのだと思う。同時にパラレルに動くのか、長期金利の方が先行して上がるのか、あるいは期待インフレ率の方が先行して長期金利は後追いでくるのかこの辺がはっきりしないかと思う。究極的には期待インフレ率が上昇するということは長期金利も上がることだと思う。従って、金利政策といわゆる量的緩和は向いているモメンタムの方向が少し違うかもしれないと思う。量の方の問題点はいろいろあっていちいち挙げないが、仮にオペ手段を多様化して長期国債買い入れ増額も入れるにしても先程来議論の出ている当座預金残高で例えば 7 兆円ぐらいまでが目標となると札割れは起こり得ると思う。

もう一つの潜在的に大きな問題は、期待インフレ率を上昇させることは、量を増やす時に片方で節度を求めると期待インフレ率は上がらないかもしれない。そこは非常にリスキーな問題になることは十分踏まえておかな

ければいけないと思う。金利も量も決定的ではない。金利の方は相当時間を待たないとだめだと思う。量の方は一見分かりやすいが、実は極めて不確定な効果しかないし、潜在的に先行き大きい問題を孕んでいる。金利と量を掛け合わせられないかということが現実には出てくると思うが、先程申し上げたとおり論理的にはやや矛盾する面もあるので、これをどうやってきちんと整理して政策として立案できるかが、今日これから議論するべき課題だろうと思う。今あるオプションは効果が小さいかあるいは効果が不確かではあるが、しかし今の経済情勢からいけば、ひょっとしたら効果があるかもしれないことは行なうべきとの視点で、どういう組み合わせで一番論理整合的であり一番効果があるかという観点が必要だと思う。まだまだ結論を出す前に議論をしたい点が沢山あるように思う。

速水議長

最後に山口副総裁お願いする。

山口副総裁

色々な意見が出てきて、最後はどう纏めるのかと思いながら聞いていた。最後は何か結論を出さなければいけないので、なるべくそれに資するようなことを、しかし取り敢えずの話として申し上げて、あと少し議論をしながら何とか良い結論を出したいと思う。

金融政策だけでは明らかに限界がある状況にきていると思うので、どういう措置を採るにせよやはり構造改革、特に金融システムの改革を強く訴えていくことが必要だと思う。そのうえで考えてみた場合に、ここからさらに何らかの金融緩和措置を採る以上は、まず金利面で実質的にゼロ金利にしていくことが素直な対応方法だと思う。皆さん方も「実質的に」という形容詞を付けて論じていたように思うが、私の場合は、去年夏までのゼロ金利時のように、必ず 2～3bp に貼り付かなくてはいけないほど強いゼロでなくてもよいのかも知れないという位の気持ちで、実質ゼロ金利とまず申し上げておく。それから、委員方が触れていたように、将来に向けて

これを継続していくコミットメントは必要だと思うし、コミットメント付の実質ゼロ金利が中核になるのではないかと思う。コミットの仕方は、私もこの前の篠塚委員の提案を聞いていてなかなか良い表現だと思っていたが、今回もそういう表現で良いのではないかと思う。ＣＰＩ前年比ゼロのゼロを含めるのかどうか微妙な差があろうかと思うが、そこは後で議論したいと思う。植田委員、武富委員が少し心配されているように、ＣＰＩが安定的にプラスの領域に入っていくまでにはかなり時間が掛かりそうで、本当にそこまで国民のサポートを得られるのかどうか、やや心配な点はあると思う。田谷委員が適切な表現をしたと思うが、ここはやはり「期待」に影響を与えることが割合大事な場面だと思うので、我々は物価がマイナスを続けることは望ましくないという判断を明確に出す意味で、ＣＰＩが安定的にプラスになるまで実質ゼロ金利を続けるというコミットで結構ではないかと思う。

あと藤原副総裁が最初に提起された問題に沿って一、二申し上げると、ここでいわゆるリザーブ・ターゲティング的な枠組みに転換するかどうかの問題は確かにあろうかと思う。私自身は少しここについては抵抗を持っており、それはこれまで我々が主張してきた政策の発想とは、少なくとも私の頭の中では相容れない部分がある。リザーブ・ターゲティング、すなわち、実質ゼロ金利になった後に銀行システムにリザーブを追加的に供給し続けていくことにどれ位実質的な意味があるのかについて、私は余り積極的な意味を認め難いと思うし、リザーブ・ターゲティングに転換することによって、追加的な緩和の余地が大いに生まれてくるような、ある種のイリュージョンを与えることにもなりかねないとも思う。ただ先程ここは「期待」に影響を与えることが大事な場面だと言ったが、その観点から考えると全く否定し去ることができない要素も入っているようにも思う。しかし期待への影響という点を除けば、私自身は余り積極的になれない方式だと思っている。

それから長期債の買いオペ増額という最後の論点については、実質ゼロ金利をどう実現していくかの方法に掛かっている訳で、ある程度量の目安

を置くことと実質ゼロ金利の実現は矛盾しない仕方もあり得ると私は思っている。以前、ゼロ金利政策を行なっていた時は、どれ位のリザーブを供給するかについては、ゼロ金利を実現するうえで、どちらかと言えば最低限必要なリザーブを供給する位の考え方だったと思うが、最低限必要なリザーブ、あるいは必要にして十分なリザーブの比較を今回明示することもあり得るやり方の一つだと思うし、ゼロ金利であればゼロという金利とリザーブの量を同時に決めることが必ずしも矛盾しないと思う。そしてもしリザーブの供給量を決めたならば、それを実行するうえでもし長期債オペが必要な状況に立ち至れば、その中で必要に応じそれを使っていくことも考えていいのではないかと思う。その際、藤原副総裁の言われた銀行券発行残高ルールのような一定の歯止めは、最初から明確にビルトインしておいた方がいいと思う。

それ位のことを総動員して、デフレ・スパイラルに近付いていくリスクがある事態に何とか歯止めをかけることができればいいと思うが、最後は金融政策だけで本当にそれだけのことをできるのだろうかという問題にどうしても突き当たる。そこは金融政策の中で幾らでも追加緩和の余地があり、幾らでもまだできることがあるのだとするのではなく、金融政策にできることには限界があることを明確にした方がいいのではないかと思う。以上である。

速水議長

これで一応委員方の意見を承ったので、私が今考えていることを述べておきたいと思う。

最近の経済の動きをみていると、予想以上に急激な世界経済の減速を受けて、輸出用生産が明確に減少してきている。もう一つはその影響が比較的底固い動きを続けてきた国内需要にも表われ始めていることではないかと思う。これまで回復をリードしてきた企業部門においても、生産の減少に加えて機械受注の落ち込みといった設備投資の先行きにも不安が出てきている。生産にしても機械受注にしても情報関連分野での落ち込みが

目立っている。従ってこれは一時的な動きではなく、米国経済の急減速が情報関連財の繋がりを通じてアジアや日本の輸出、生産の減少をもたらすメカニズムが現実化してきたものと捉えるべきではないかと思う。この間に家計の雇用・所得環境や個人消費は、景気に遅行することもあって、回復感に乏しいながらも比較的底固く推移してきていると思う。しかし新規求人や残業代といった景気動向に反応し易い部分では、既に生産減少の影響も出始めてきているようである。

昨年10月末に我々が描いた標準シナリオは、一つは企業部門中心の緩やかな回復が続くこと、もう一つはその下で国内需給バランスは改善方向にむかって、この面から物価低下圧力は徐々に弱まっていくだろうというものであった。しかし最近の変化からは、こうしたパスを期待することが困難になってきているように思う。従ってデフレ・スパイラルといったことが再び強まる懸念も出始めてきている感じがする。我々は昨年末以来、景気回復のテンポが鈍化していく中で、機動的かつ弾力的に動いて2月には二度に亘る金融緩和措置を実施した。翻って考えると、日本銀行はこれまで内外の歴史に例をみない超低金利政策を続けてきた訳であるが、その下でも日本経済は持続的な成長軌道に復するに至っていない。マネタリーベースを出しても、マネーサプライがそれを下回るし、ＧＤＰは若干のプラスだけで動いていないのが過去五年の動きである。このような困難な状況に鑑みると、何人かの委員の方々から提案があったような思い切った金融緩和策の領域に踏み込むこともやむを得ない状況になってきているように思う。これはもう少し議論をして委員方の意見を私なりに整理する必要があると思うが、そのように思う。

まず市場金利の低下を促す必要があるとの点では、多くの委員の認識は一致していると思う。私は今回日銀当座預金残高という量のコントロールを通じて、自然に市場金利の低下を実現する新しい方法を採ってみたいと思う。その理由は二つあり、第一にはこのやり方が市場メカニズムを活かした方法であることである。大量に資金供給すればコールレートが事実上は0％近くになる日が多くなると思うが、資金需給が逼迫する日にはある

程度上昇したり、信用リスクの差が金利に反映される余地も残っていると思う。その意味ではこれは市場メカニズム、市場機能に配慮しながらゼロ金利政策の持つ金融緩和効果を実現する方法ではないかと思う。第二には金利を目標とする方法では0%が限界となるが、この方法であれば、資金の供給量を増やすことによって、情勢に応じた追加的な緩和策を講じることが可能になるように思う。先般ゼロ金利にした99年2月と現在とを比較して先程植田委員も指摘していたが、ターム物や長期金利レートは今の方が低い訳である。あの時の金融パニック、デフレ・パニックを鎮めるには、ゼロ金利は効果があったと思っている。しかし今これからの課題として、どのように資金を出していくか、特に構造改革をしながら資金を出していかなければいけない訳であり、情勢が違うし課題も少し違う感じがする。期末を控えているし、明後日の3月21日などは国債決済利払い日で非常に資金のいる日ではないかと思うが、金融市場局で少なくとも4月15日まで1兆円位当座預金をアップしていく操作をしてもらうとすれば、日々必ず事前に資金を出して、それが当座預金に戻ってきて所要準備よりも1兆円プラスになることになる。こういう方法で資金の供給量を増やすことで情勢に応じた追加的な緩和策を講じる道が開けていくと思う。

もう一つ時間軸効果について先程から委員方が指摘されている訳である。緩和効果を高める点では、確かに委員方の言われるとおりだと思う。ゼロ金利政策の際、私共が言った「デフレ懸念の払拭」という表現は、やや曖昧だったかもしれないし、そういう批判もあった。コミットメントは明確で客観的であるほど強い効果を持つと思う。一方で政策の弾力性が制約される問題もある。私としては何人かの方が言われたようにＣＰＩの前年比上昇率を基軸とする方法が明確でいいのではないかと思う。水準としてはデフレ懸念を払拭するための決意を示す意味で、0%を基準にすることが良いと思う。なお、この方法は中長期的に望ましいインフレ率を示すことではないから、いわゆるインフレ・ターゲティングとは異なる。このことは強調しておきたいと思う。

最後に日銀当座預金の目標をどのように達成するかという論点につい

ては、ゼロ金利政策の際の経験を踏まえると、資金供給の過程でいつかは札割れが起こるという問題が出る。その際通常の短期の資産以外の物を買っていく必要が生じ長期国債はその有力な候補になると思う。ただ、これまで議論してきたように、長期国債買切オペの増額は、やりようによっては大きな副作用を伴うものである。今回の措置が国債の買い支えとか財政ファイナンスを目的とするものでないことは当然であるが、そうした誤解をされないためにも明確な歯止めを用意しておくことが不可欠だと思う。具体的には長期国債オペで成長通貨を供給するとこれまで私共が言ってきた——その結果月 4 千億円買ってきた訳であるが——考え方を堅持する意味で、今度は銀行券のフローではなく発行残高を上限として必要に応じ国債の買切オペを行なうという考え方が適当ではないかと思う。以上を纏めると、金融市場調節方式を変更して日銀当座預金残高を操作目標とするのが第一点。二つ目はそうした方式を消費者物価指数の前年比上昇率が安定的に0%に達するまで続けることをコミットする。三つ目は所要資金を供給するために必要な場合には長期国債の買切オペを増額する。四つ目には、ただし銀行券発行残高という明確な条件を設けるという提案をしたいと思う。また、当面の当座預金残高の目標値としてはゼロ金利政策時の経験やＲＴＧＳ導入後の市場動向などを踏まえて最近の当座預金残高4兆円強を1兆円程度上回ることで取り敢えず3月16日から4月15日までの間の平均的な残高を5兆円程度にすることが適当ではないかと考える。

日本銀行120年の歴史の中でいわゆるリザーブ・ターゲティングとも言うべき方式は初めての試みである。海外では逆のケースでちょうど私が外国担当の理事をしていた時に、ＦＲＢのボルカー議長がこれを採用した。79 年当時アメリカはいわゆる第二次オイルショックもあって、インフレで金融市場が荒れに荒れて金利がどんどん高くなっていく状況であった。その際、政策金利を自由化しリザーブターゲットを引き締めて効果を上げた訳である。ちょうどその頃からレーガノミックスが始まって、日本で今しようとしている構造改革の先例を示してくれている訳である。ベオグラードのＩＭＦ総会に森永総裁のお供をして出席していたところ、ボル

カーが1日だけ出席してワシントンに帰ってしまった。何が起こるのかと思っていたらこれを行なった訳である。非常に資金供給を引締めて金利はものすごく上がったが、金融引締めの効果が出た事実がある。そのほかにもあるのかもしれないが、私はここで少し新しい方法を打ち出すことが今の情勢の下では必要な感じがする。今度のことで金融市場局の話を聞いてできる自信を持ったので、こういう提案をしてみたいと思った次第である。日本銀行はこれまでにない思い切った政策を行なうことになるが、これだけで日本経済が自律的な回復軌道に戻ることはとても無理だと思うが、今度こそ不退転の決意で構造改革を進めていかなければいけないと思う。そういう意味では今回の方法は私はゼロ金利よりはいいのではないかと思っている。今回の対外公表文においてもそういう趣旨はメッセージに加えておく必要があるかと思う。今私が考えていることは以上であるが、これに対する疑問なり意見、追加的な議論がありましたらどうぞ。

植田委員

特に山口副総裁の言われていたことと私は大体同意見であるが、同意見の者が複数いることを示すためにも申し上げてみたいと思う。一つはＣＰＩが安定的にゼロないし若干プラスになるまでかなり時間がかかるコミットメントかもしれないとの私の疑問に対する一つの回答は、山口副総裁が触れていたように、コミットメントを示すこと自体が何か期待のルートを通じて弱含みで推移してきた物価上昇率を強く引き上げる効果があるかもしれないことかと思う。それからマネーの量、長期国債買いオペ増額はお互いに関連する話であるが、これに関する提案でもあるのでもう一度整理してみたいと思う。ベースマネーの量、あるいはリザーブでも宜しいが、意味を持つとすると四つのルートがあるかと思う。一つは量そのものが何らかの意味で景気拡張効果を持つことである。二番目に 0.15％位の金利をゼロ近辺へ低下させていくのにひょっとしたら量の拡大が必要かもしれない。三番目に量的緩和として人々の頭にあるのは、長期国債買いオペを増やすことである。四番目に量を増やす場合に、一部の違う立場

の人達が思い浮かべているのは、現在のマネーの量よりは将来のマネーの量を増やすことのコミットメント、あるいはそういう期待を作り出しそれがほかの変数、あるいはほかの期待に影響を与えていくルートかと思う。二番目から四番目については私はそれなりに意味があると思うが、一番目については、意味があるとする人とないとする人に分かれると思う。理論的にはゼロ金利近辺になってしまうと、量の直接な影響があると主張するのはそう簡単ではない。実証的には先程中原委員がひかれたような例、つまり量が直接何らかの好ましい影響を持つという結果を出すこともできると思うが、そうでないという結果を出すこともまた十分可能かと思う。ただしマーケット等に量そのものが何か影響するのではないか、ひょっとしたらイリュージョン的なものがある、あるかもしれないこともまた無視できないとも思う。一方、国債買いオペの増額に意味があるとすると何か、少なくとも三つあると思う。一つは先ほどと裏腹であるが、これによってマネーの量を増やすことができる。二番目に金利等への影響で、将来の短期金利自体、あるいは将来の短期金利に対する予想値に国債買いオペ増額が影響を与えていくことである。また、長期金利の非常に重要な構成項目がそれであるので、そこへの影響を買いオペ増額がもたらしていく。三番目に国債需給、あるいはリスク・プレミアムといったところへ影響して、国債価格、金利に影響を与えるルートがあるかと思う。以上量や買いオペの影響のルートを眺めてみると、そのうちのかなりの部分は実質ゼロ金利＋時間軸で代替できると思う訳である。すなわち 0.15 を 0 にするとか、将来の量についてコミットメントを出す、あるいは将来の短期金利の予想値に影響を与えるといったことは全て実質ゼロ金利＋時間軸で代替できると思う。残る部分は量そのものに意味があるという非常に不確かなルートと長期国債買いオペが需給に直接影響をして長期債市場に何らかの影響を持つというルートと思う。従って時間軸＋ゼロ金利を行なった後で量を調節方式の主軸に据える、あるいは長国買いオペを使っていくという政策が非常に思い切った新しい政策かと言われると、これまでやったことのないタイプの政策かもしれないが、それ程思い切った政策ではないと私は

思う。

そうは言ってもここは少しずるく立ち回る余地はなくもない。すなわち妥協の余地として、総裁の案を支持するような形になるが、山口副総裁が指摘したようにリザーブ、あるいはマネーの量は普通は金利をこれ位にしてしまえば量について目標を設けることはできない訳であるが、ゼロ金利の辺りである程度以上の量を出せばゼロ金利的なことは達成できるので、ほぼゼロ金利を達成したいことと、量についても何か目標を設けることは必ずしも矛盾しない。この量を短期的な長期国債買いオペのある種上限を画する変数として使うことができる。先程来議論になっているような形で使うことができると思うし、また量を出したい、場合によっては将来このリザーブの量を動かすかもしれない、続いて買いオペの量も動くかもしれないことから量にまつわるイリュージョンを——イリュージョンではないかもしれないが——利用する効果も必ずしも一概にゼロであると言い切ってしまう必要もないし、場合によってはあるという余地を残しておいても良いのではないかというような観点から、私は総裁の提案に大体賛成である。

田谷委員

三木委員も武富委員も山口副総裁も、また今植田委員、そして速水議長は金融政策のレジームとして金利から量にと言われたが、例えば5兆円の当座預金残高を操作目標とした場合、必ずしも金利をゼロ近傍に抑える保証はないと思う。確かに補完貸付制度ができて、有担コールの世界では確かに 0.25%が上限を画することになると思うが、無担コールはその限りではない。その場合、金融市場が不安定化したような場合には5兆円を超えて当座預金残高を増やすというただし書きのようなものを付けることになると思うが、しかしそういったただし書きをつけること自身、この新しい金融政策レジームが必ずしも量に移行したことを意味しないと思う。要するに完全に量に移行しない世界で、金利を一方でみつつ、しかしこういう新しいレジームに移行することだろうと思う。そういう点は少し確認

しておく必要があるのではないかと思う。

もう一つは、物価の変化率について、確かに今速水議長は消費者物価変化率がゼロになるまでと言われ、それはターゲットではないとしたが、確かに時期は何もコミットしている訳ではないが、ピンポイントの数字を示すことになるので、ある種物価の安定とは、ということに対する結論を出していることにもなると思う。その意味でゼロを含むか含まないかはこれからまだ議論しなければいけないのかもしれない。私が申し上げたように消費者物価上昇率が安定的にゼロを超えるとした時にゼロを入れるかどうかは今議論しなければいけないが、その方が解除の時期がずれる心配があるかもしれない。

植田委員

ゼロを入れるというのはゼロより上にいくことを意味するのか。

田谷委員

然り。今速水議長が言っていたのは、ゼロに達するまでこの政策を続けるとのことだったので、結局ゼロを含めてプラスの方が私は良いとは思うが、あくまでもこれは暫定的なものであることも確認しておく必要がある。

速水議長

安定的にゼロになることで良いと思う。インフレでもデフレでもないと私はずっと言っている。

田谷委員

それと短期的に元に戻る危険性を考えれば、確かにこの解除の条件は具体的で分かり易いかもしれないが、必ずやＧＤＰギャップや商品市況、その他の要因を考えて解除を判断することになるので、多分何らかの言葉をここには入れる必要があるのではないかと思う。

速水議長

今ＣＰＩは−0.4％だから、これはゼロにほとんどそう遠くない訳で、そう大きく動くものではないと思う。安定的にインフレでもないデフレでもないと確認できれば私はそれでいいと思う。それともう一つ、先程言われた5兆円の枠は、毎回のこの席で決めていくべきことだと思う。当面、今日決めるのなら4月15日まではこれでいいという感じがする。

それから金利は0.15％が0.10％で止まるか、0.05％で止まるか分からないが、恐らくその金利低下効果は極めて限られたものと思う。また余談になって悪いが、海外中央銀行の元総裁がよく言っているが、金利政策は3％から10％、3％とか5％の間位で初めて生きるものであって3％以下とか二桁の金利政策は効かないと言ったようなことを経験豊かな尊敬する方が言われている。そういうことを聞いても分かるが、今 0.05％にするとか、0.10％にするとかいってみても、これはあまり効果のあるものではないと思う。我々が大きくしていかなければいけないのは市場機能である。そういうものを目の前に置いておいてゼロになればそれでいいんだというのでは、これは金融政策ではないと思う。多少上がったり下がったりするのが良いし、あるいは物価が上がってくれば金利も上がってくるかもしれない。そういうような時に対応する措置としては、ゼロ金利でずっといくよりは量をとにかく出す、その手段は色々あるが、長期債の買切オペも増やすといったことを言っていけば、市場は皆プロの人達なので、十分お分かり頂けると思う。ただ外に対する説明が少し難しいかもしれない。その辺はこの中でよく考えていく必要があると思う。

田谷委員

ただ私は依然として 5 兆円という当座預金残高をオペレーショナルなターゲットとした場合は金利のコントロールは難しいと思う。

植田委員

厳密にこれを守ろうとした場合は、である。

田谷委員

然り。

藤原副総裁

私は基本的には速水議長の意見に賛同するが、時間軸の物価に関わる表現としては、「安定的」は皆が等しく思っていることだと思う。そこで問題は、そのゼロを挟んで安定的か否かという点で、ゼロまでとすると、ほとんどマイナスのイメージになってしまう。ゼロになったらではどうするかというその後の話もあるが、先程申し上げたようにゼロを超えて安定的という方がその限りにおいてはいいという感じを持っている。それから量では、例えば5兆円を今の市場操作の経験にイメージを置いてみると、実務的、技術的にみたシミュレーションで考えると、どうなのか専門家に聞いてみたい。それから三木委員と篠塚委員はコールレートの誘導目標を0.15%以下と言われたが、以下はゼロを底とした以下のイメージだと思うが、それはそういうことをディレクティブに書くことを意味しているのか、ないしは結果として起こることのイメージなのか、それは山口副総裁の先程の話にも通じることであるがそういうことか。

三木委員

今の一番最後の点については、普通の民間のビジネスを考えた場合、量と価格は必ず対である。価格だけ指示して、あるいは量だけなどということはあり得ない。必ず量と価格がある。ところが金融政策は量だけ出せば金利が下がるのは分かりきっているし、これはコインの裏腹だから、そういう金融理論から言えば片方を指示すればそれで決まりかもしれないが、敢えてこの段階では一番大事な企業、国民、それからマーケットの人達から分かってもらうことを一番大事にしたい。本行の役割は流動性の供給な

ので、量を明示すると同時に、ここは今までの理論では成り立たないかもしれないが、金利をせっかく 0.15％まで誘導してきているので、それ以下の範囲内でマーケットに任せる旨を明示しておかないといけないと私は思う。確かにディレクティブは行内に対する指示なので、量的ターゲットを指示すれば皆分かるであろう。しかし、外はそうはいかない。だから少なくとも外に対しては 0.15％以下ははっきり謳ってやることを考えないといけないと思う。

もう一つ今のＣＰＩの問題では、午前中申し上げたようにＣＰＩが－0.4％とか－0.3％であることをどうみるかはあるにしても、このマイナス状態が相当続くと思う。残念ながら今の構造改革を抱えている中では簡単にゼロになどならない。日本の高コスト体質是正は徹底的にしなくてはならない局面なのでなかなか戻らないと思う。そういう中で、経済を持続的な経済成長に持っていけないかといえばそうではないと思う。そういう意味も含めゼロになるまでとした方がいいと言っている訳である。特にこの間の物価の安定を巡る議論でも結論はでなかったが、少なくとも速水議長の発言にもあったように、インフレでもないデフレでもない、これを考えようというところまではきた訳で、それが何だと言えば、それはやはりゼロである。後は数字として何を持ってくるかであり、残念ながら今はＣＰＩしかないから非常に不確かな統計でも使わざるを得ない。この段階ではやはりＣＰＩが安定的にゼロになるまでという考え方の方が私はいいと思う。

速水議長

三木委員の言われたことに少し付け加えさせて頂きたい。ゼロ金利は、私共１年半経験したが、その間金利がゼロになってしまったら市場が後は小さくなるしかない。もっと資金を出したい時に出せない訳である。今度の量でいく場合には、ゼロになってももっと出した方がいいとなればそこで出せる。その点は違うと思う。それと質によって、良い物の金利は安くなる、信用の薄い物の金利は高くなる。そういうことは金融の常識なので、

この方がもっと機能していくと思う。この前のゼロ金利は金融システム崩壊不安を起こしてデフレ・スパイラルになるかといった時なので、今とは少し違うと思う。そこのところを考えると量的に出すというやり方でいいのではないかと思う。金利がどうなっていくか、私にも先は読めないが恐らくゼロ金利に近い数字になって暫くの間はほとんどゼロ金利でいくだろう。

三木委員

今度の場合、ある意味では金融政策の技術的な変換である。そういうことを念頭に置いた時に、金利についてはディレクティブで一切触れていない。ということはボラタイルになった時は今の公定歩合の 0.25％が今度はロンバート型貸付によるキャップになるが、その間で振れることもあり得る。そのようなことを考えると、金利に何も触れないと、外の人からみたら残っているのは 0.25％の公定歩合しかないからそればかりが頭に入ってしまうと思う。従って、外に対しては少なくとも誘導金利は0.15％に持ってきた訳だから、それ以下で市場金利に任せることだということをはっきり外に対して分かるようにしておかないといけないと思う。それがやはりアカウンタビリティーではないかなと私は思う。

速水議長

だから説明はきちんとする。

三木委員

ディレクティブは速水議長が言われたようなことで良いと思うが、公表文には少なくともそこが分かるようにしておいて頂かないといけないかなと思っている。

植田委員

それは先程田谷委員が最初に言われた点に結局戻ってきてしまう訳で

ある。5兆円にかなり厳密に固執するのであれば、平時はほとんどゼロになってしまうと思うが、金利はある範囲でそこそこ変動するのだと思う。三木委員が言われたのは0.25％と0％の間を、まあめったにないと思うがたまに0.2％とか付くのは嫌であって、0.15％以下にしたいということはやはり金利の変動をある程度以下に抑えたいというもう一つの目標を持ち込まれている。その場合は5兆円はある程度フレキシブルに上の方には動かさないといけないと思うし、田谷委員が言われたのは、もう少し強い心配で若干の金融不安等でリザーブに対する需要が拡大した時に5兆円あるいはその近辺で止めておいていいのかどうかということである。勿論決定会合ごとにそれを見直す自由度はあるが、その間において金融市場局長がどれ位の自由度を持つかの話だと思う。ただ、ここは決めておかないと混乱のもとになってしまう。

速水議長

そのリザーブ・ターゲットというか、リザーブ・コントロールは政策金利は暫く休んで、リザーブを目標とすることを言う訳か。

植田委員

本来厳密なリザーブ・ターゲティングであれば、残高を5兆円にして次の決定会合までは動かさない。ただ、それでは問題が発生する場合もあるのではないかというのが皆さんの若干の懸念だと思う。

篠塚委員

私は前回、時間軸のコミットメントとして消費者物価（除く生鮮）が安定的に0％以上になるまでという案を出して、それに多くの方が賛同下さっているようなので、それについてもう少し申し上げると、私が考えていたのは対前年同期比でみて安定的にというのは四半期のタームか、あるいは2四半期位の感じである。

データとしては3か月の平均値であるので、ゼロもあれば幾つか振れが

あると思う。その四半期のタームも半年位はみた方がいいと思っていて、ただ一つのポイントだけではなくそれが安定的に0%以上になることを目指して行なうイメージだった。

それから植田委員が言われたようにＧＤＰデフレータも考えてみたが、ＧＤＰデフレータを使った場合には、やはりデータの速報性の問題、改訂で大幅に変わってしまうことなどを考えるとやはり使えないと思っていて、消費者物価の方が物価の安定として行なっている場合には差し当たってはゼロ以上を目指すとのメッセージが非常にはっきりするのではないかと思った。

それから今までは金利調節で行なってきたが、速水議長の提案としてリザーブ・ターゲットの案が出ている。それを議論する前に、私は前回の決定会合においてどうして金利誘導目標を0.25%から0.15%に変えたのかについてもう一度私は意見を伺いたいと思う。というのは、あの時僅か0.1ポイント引下げた位の効果について、何人かの委員が「この程度の金利の切り下げでは大きな効果は期待できないけれども」と指摘していた。私はその時それは次にはゼロ金利のようなことがもう射程の中に入っていてそのようになったのかなと思った。何度も質問して恐縮なのだが、ゼロ金利政策を採った時の評価をこの決定会合ではどのようにしているのか。あの時は非常に良かったからもう一度ゼロ金利に戻せとの声に押されて行なうのならば、我々はゼロ金利政策はこういうものであったと評価したうえでまたゼロに戻す、あるいはゼロ金利政策は無理にせよゼロ金利と同じ効果をもたらす量的なリザーブ・ターゲットに移行するのだという説明をきちんとしなければ思想統一できないと思う。先程速水議長はゼロ金利の時は99年2月の金融機関の流動性供給に問題があって、それに対しては非常に大きな効果があった、しかし今は違うと言われているが、私はもっと違うことがあると思う。確かにゼロ金利が導入された時点では流動性の問題があったし、それがベースになっていた。しかしその時には、その前年から大幅な景気対策が打たれ、かつ公的資金が2月の末に出されるという大きな合わせ技があって、その結果99年からずっと緩やかな回復

が続いて、資金が株式市場にもいき、国債市場にもいったと思う。従って、あの時ゼロ金利にしただけでここまで来たなどとはとんでもないことだと思っている。つまり、政府と日銀がまさに水も漏らさぬ連携プレーをしたからこれだけの効果があったと私は思っている訳である。今、この時点になってほとんど手がないという話が午前中出たが、この次の手がないといって、ではまたゼロ金利に戻せばいいとはならないと思う訳である。しかし何かしなくてはならない。しかし、皆が言うからゼロ金利に行く、あるいはゼロ金利はもうほとんど難しいからゼロ金利と同じ効果をもたらすリザーブ・ターゲットにいく、では説明にならない。もう一度なぜ我々がこういう政策を採らなくてはならないのかの説明を是非してもらいたいと思う。大演説になって申し訳ない。私が本当にもう手がないと言って金利誘導目標を 0.15％以下として消費者物価が安定的なプラスになるまでこれを続けることをコミットメントする案を出したのは、前回植田委員も指摘していたかと思うが、0.15％も 0％も効果は同じでそれにコミットメントをつけた場合に得られる効果もそれ程大きな差がないと私もそう思っている訳である。しかし、0.15％以下とすれば、もしも金融システムの不安が起きて流動性の供給が必要になってくればまたゼロ金利に戻ることがそこに入ってしまう訳である。しかし、我々は 2 月に安定的な供給資金を出すためにロンバート型の補完貸付制度も導入しているから、それについてはある程度手当てはできている。今は 99 年 2 月の時のような流動性供給のためのゼロ金利導入を図るような方向ではないと思っているので、差し当たっての政策金利である 0.15％以下とするディレクティブの下でコミットメントを付してはどうかというものである。しかしそれだけでは期待インフレ率に働きかける効果は非常に小さいであろうから、前回植田委員と議論して、長期国債買切オペの増額を行なってもあまり大した効果は得られないと分かってはいるが、しかし日本銀行はそれでもこれだけのことをやっていると何か補強する意味で長期国債買切オペを合わせてもいいと思っている。

それで質問だが、今ゼロ金利に行くかどうか、あるいはゼロ金利でなく

てもリザーブ・ターゲットによってゼロ金利と同じ効果を狙う場合、我々はゼロ金利の効果をどのように考えているのかについて一人一人教えて頂けたらと思う。

山口副総裁

一人一人の考えを敢えて今ここで言う必要はないと思う。それは一人一人の政策提案の中に暗黙のうちに含まれていることだと思うから、むしろ今ここでその議論に時間を使うよりは、後で議論した方が良いかと思う。

速水議長

先程植田委員も言っていたように、ターム物とか長期金利はゼロ金利を導入した時に比べて低い。そこでさらに 0.15%下げてもあまり効果はないのではないかと思う。2 月の 2 回の緩和は特に期越えの中期物の金利を下げるのに非常に効果はあったと思う。それから長期の金利も少し下がり過ぎると思うぐらい下がっている。そういう中でまた金利を操作するのではあまりプラス効果はないと思うので、ここは必要な量は出すといって持ち出した方が良いのではないか。

あと先程藤原副総裁が技術的に質問があると言っていたが。

藤原副総裁

5 兆円とした場合のマーケットの状況、シミュレーションが可能かどうかを聞きたい。

植田委員

それから片付けた方がよい。

増渕理事

勿論、確定的なことは申し上げられないが、一つの手掛かりは今朝ほどの執行部説明資料の過去 1 か月の金融調節の実績をみても当座預金の残

高が概ね4兆円台かつ4兆円台の低いところで推移していることである。従って、5兆円とすればほとんど全ての日で相当な資金量が必要量を上回ることになるので、過去1か月の実績に鑑みれば5兆円という当座預金の残高に仮にすれば、ほとんどの日にオーバーナイトコールはほぼゼロに近い——ゼロ金利政策時代の 0.02%とか 0.03%位の——ところにできる可能性が非常に高いと考えられる。そのうえで、月末月初、あるいは国債発行日といった資金繁忙日には、当座預金残高4兆円を相当超える資金量が必要になることがあるので、そういう日にも5兆円のままであると、平均的にみたオーバーナイト物レートが今申し上げた 0.02%、0.03%より高くなる可能性もあると思う。その場合にどのようなことが考えられるかというと、二つ考えられると思う。一つは先程三木委員が言われていたようなことで、例えば 0.15%よりは下がることを公表文に謳い、かつ田谷委員が言われていたような市場の不安定化に対応するある種のただし書きみたいなものがつけられれば、その両方を勘案して調節の現場では5兆円にこだわらず当座預金残高を増やすような調節をすることによって資金繁忙日においても 0.15%までいかないようなことを確保することになるのではないかと思う。

中原委員

概ね今の段階では速水議長が言われたようなことになるのではないかと思う。ゼロ金利を行なってみて一番思ったことは、金利をいつも 0.02%とか 0.03%に押し込むために日銀が毎日毎日マーケットへ出ていってオペレーションを行なう訳である。良く言えばオペレーションであるが、悪く言えばインターベンションを行なっている。それに反してＦｅｄなどをみるとマーケットに全く出て行かない日もあるし、金利をかなり自由に遊ばしている。ずっとゼロに張り付けておくと日銀とマーケットのフェアゲームができないのではないかと思うので、私は限られたレンジにせよ金利が自由に動けることは大変に意味があることであるとまず思っている。その際問題になるのは5兆円がいいかどうかである。5兆円にすればゼロ

金利の時の積み上げ1兆円と同じことである。私はもし行なうのであれば当座はこれまでの積み上げ1兆円よりも増やして、例えば2兆円積んで最低でも6兆円にするとかしてはどうかと思う。いずれにしても5兆円は前に戻るイメージがあるので、もうちょっと積んだ方がいい気がする。5兆円にすればゼロ金利には戻るとの増渕理事の説明があるし、いつかあったように、資金需要が急激に増大するなどで金融市場が不安定になる場合には、5兆円といったような目標にかかわらずそれに対応して十分な資金供給を行なうとのなお書きを付けておけば宜しいのではないかと思う。三番目にＣＰＩについては、やはりレンジで示して small but positive の方がいいのではないかという考えを依然として持っている。

武富委員

一つは金利を市場任せにすることに力点を置くのか、デフレ色を払拭するコミットメントをすることに力点を置くのか、金利ではなく量とするところに力点を置くのか、その辺がまだ少し混乱している。もし金利を市場に完全に決めさせるところに力点があるとすれば、今のリザーブシステムそのもの、今の積み期間も法制上変える方向になろう。先程フェアゲームをするといった指摘があったが、完全に暗闇の中でというか分からない中で金利と量の両方とも対応するのが本当の意味で金利を市場に任せることだと思う。ただ、反面非常に不安定になるかもしれない。従って、私は金利でも量でも良いが、アンカーはあった方が良いと思うし、そのアンカーを付けることからくる帰結については受け入れることがまず必要だと思う。

それから今までの色々な案はそれぞれ完璧ではないが、しかし行なってみないと分からないところが沢山あるので、反対でもなく、そういう案の比較考量になっていると思う。もう一度確認したいのは、当座預金をターゲットにすることには、先程植田委員が色々整理したように、それ自身の持っている効果というか、経済全体に働き掛けるメインのルートは何に置いているのか。期待インフレ率の上昇なのか、その他のルートなのか、そ

れによってデフレ色を払拭することに力点を置くのであればその方法論もそれに合ったものにしたいと思う。そうした点で提案が整合的であれば私もそれを是認したいとは思うが、まだすっきりしない状況にある。

最後に金利のレジームと量のレジームは、私の理解では前提が違うものなので、ドッキングすると政策的に自己矛盾に陥ると思う反面、今我々が置かれている状況は既にゼロ金利の世界に近いものである。金利がゼロになると金利レジームも量的レジームの側面を持ってしまうことがある。それから金利のルートでも、期待インフレ率への働き掛けのルートでも、要するに実質金利を下げることによって経済に働き掛けたいとの意図が根っこにあると思う。金利政策ではインフレを一定として名目金利を下げることにより、実質金利負担を軽減することになる。量の方は名目金利を一定としても期待インフレ率を上げることで実質金利負担を軽減する。実質金利負担を軽減するという意味ではどこかで量も金利政策も繋がっているとも思うので、無理をしてドッキングできる道がないかも考慮には値すると思う。そういう意味で山口副総裁が冒頭に言っていた金利政策の中で時間軸のコミットメントもしつつ、なお念のため量も何か工夫ができないかとの考え方も十分な正当性を持って成り立ち得る訳で、やはりデフレ状況からの脱出のコミットメントが先にありきかどうかが、どの案に私が賛成したらいいかの一つのメルクマールになると思う。

速水議長

当面はゼロ金利以上の金融緩和をどうして行なうかと考えていいのではないかと思う。資金供給を豊かにしていくことは、ゼロになってももっと出そうと思ったらこれは出せる訳である。そこは金融緩和、資金供給の面から言えばこの方が自由だと思うし、有効だと思う。同時に市場機能は殺したくないとの気持ちが非常に強い。短期金融市場は大事な市場であるから、それを育て機能を生かしながら資金供給を増やしていくという今の要請に応えていく方向としては、これがいいのではないかと私は思う。

山口副総裁

大体ある種のリザーブ・ターゲティングを前提にした議論になりかかっていると思うので、なるべくそれを壊さないように、しかし若干の注意事項をもう少し議論しておく必要があると思う。一つはこれまでの金利を中心として政策を組み立ててきた思想からはジャンプがあると思うことである。そう簡単に量に移行すると言ってしまって本当にいいのだろうかと思う。先程植田委員は量についてのある種の幻想を利用する点もあると言われたが、それは期待に影響を与えようとする場合、ある程度は避け難いことだと思う。私も最終的にはそれで良いと思うが、ただイリュージョンを利用しようとして、そういう説明をすればする程リスクも同時に大きくなってくる。それは5兆円で実質的にゼロ金利状態が実現した場合、それで実体経済に何程の影響が及ぶだろうかを考えてみればすぐ分かることだと思う。そのリスクを我々は十分頭に置いておく必要があると思う。

それからもう一つはいわゆる時間軸効果の意味合いにかかわる論点である。我々は一体何を将来に向けてコミットすることに意味があると考えるのだろうか。ゼロ金利を、ＣＰＩがプラスあるいはゼロ以上になるまで維持するという場合には、そのことが結局どこかの時点で期待に影響を与えると思うが、それによる将来における景気刺激の効果を現在に持ち込もうとする意味合いを持つと思う。それに対して、リザーブ・ターゲティングなるもので我々は何をコミットしようとしているのか、もう少し明確にしておく必要があると思う。ゼロ金利を将来に向けて約束する場合には、その意味合いが私は割合明確だと思うが、レジーム転換を図る場合にはあまり明確ではないと思う。それから最後は、ＣＰＩがゼロになるまでがいいのか、プラスになるまでといった言い方が良いのか、両説あるようであるが、今日のところは取り敢えずゼロ以上と、ゼロを含むような概念にしておいた方が良いかなと思う。以上である。

田谷委員

量に移行すると速水議長は言われているが、私は依然として今武富委員

が指摘したように、そこに矛盾が生じていると思う。確かに三木委員のおっしゃるようにオーバーナイト・コールを 0.15％以下にするのが趣旨なので、もしそれを入れると、それでは補完貸付制度の位置付けはどうなるのだろう。金利が 0.25％であれば、担保がある限り幾らでも貸すという旧レジームのものが新しいと思われるレジームの中に入っている訳である。そのうえに金利を 0.15％以下にするためにリザーブを状況に応じて供給するとなると、何のレジームだろうと非常に混乱してしまう。だから中原委員が言っていたように、そういう心配があるのであれば、初めから5兆円ではなく6兆円にしておけばいいのではないかとの主張もある訳である。その場合は多分 0.15％と言わなくてもほぼ確実に 0.15％以下になるのではないかと私は思う。確かに5兆円であれば、時期によって金利が上がる可能性がある。そういうものを消し去るくらい、リザーブも増やせばそういうこともなくなる。しかしではなぜそうするのかというと、金利を跳ね上がらないようにするためということである。結局、そうするとレジームが変更されてないことになると思う。そんなことは全部分かっているのであろうし、私も基本的にそれで良いと思うが、そうであれば実は量のレジームに転換したと言い切れないのではないかと思う。

速水議長

田谷委員の意見は、この政策に加えてこの前決めた補完貸付の金利をもう一回下げた方が良いということか。

田谷委員

必ずしもそういうことを申し上げている訳ではない。私が申し上げているのは、量的緩和目標の一方でオーバーナイト・コールレートを 0.15％以下にするというほかの目的を持つと、リザーブ・ターゲティングはなかなか5兆円では実現できないのではないかということである。もし金利についての目標実現を図りつつ、5兆円にスティックするのであれば、場合によっては量を増やすとの情報を入れなければいけない。反対に 0.15％

以下にするとか、金融不安定化時においてはこの限りでないといったただし書きを入れないのであれば、リザーブをもう少し大きな数字にしておいた方がいいのではないかと思う。

植田委員

一つはリザーブ・ターゲティングにするなら、厳密な意味で、金利は当然振れるが、皆さんが心配しているのは今は金利がそんなに振れると少し危ない時期と考えているためだと思う。また別の時期であれば別だと思う。もう一つはこのリザーブ・ターゲティングは何かということである。山口副総裁が先程言われたが、私は基本的にはリザーブ・ターゲティングとか国債買いオペにあまり賛成ではない。先程申し上げたように積極的な意味をあまり見出し難いからである。ただ、ほんの少し意味があるかもしれないし、その部分を私の理論で完全に否定する程の力もないと思う。従って、その部分を私はゼロではないと思うし、もっと大目にみる方もこの中にはいると思うし、その間の妥協線を探ると先程のような話に整理されると申し上げた訳である。しかし妥協線であるがゆえに説明はやや苦しいものにならざるを得ないし、これで打って出るとすると私としては、例えばリザーブを5兆円から6兆円、7兆円とかに増やすことに意味があるといった言い方はしたくない。ある程度アナウンスしたうえで、解釈はマーケットに任せるといった方法しかないような気がする。勿論色々な質問を受けて苦しい目に遭うことは目にみえている。そういうのが一切嫌であれば、一番すっきりするのは金利で水準を示し時間軸を入れることではないかと思う。

武富委員

すっきりするにはそれが一番すっきりする。

三木委員

今の田谷委員の意見ではないが、要するに今何が必要かといえば、金利

ターゲットで 0.15%まで持ってくるようこれだけの流動性の供給をしている。しかし、余っているのは3千億円とか2千億円程度である。これから何が求められるのか、あくまでデフレ懸念という物価下落への対応であり、つまり元にある構造改革、不良債権処理に対する対応である。然るがゆえに何も金融だけではできないことは明らかである。ゼロ金利の時は財政があれだけの出動もあり、公的資金注入があって合わせ技で効いたことは間違いないが、今そういうことをまた同じように整合性を持って行なうといっても現実問題としてなかなか難しい。そうかといって、日本経済の置かれた立場を踏まえれば、政府が対応するまで日銀は対応しないでいいなどといったようなものではない。従って、先程申し上げたように必要なことは必要なところが対応しないといけない。その場合、金融政策に何が求められるかといえば、やはり流動性の供給をきちんと担保することだろうと思う。それがあってこそ初めて、設備投資に資金を回そうといったように、色々な動きが出てくるのだろうと思う。そうすると次の問題として金利は資金供給を潤沢に行なえば下がることは目にみえており、今0.15%まできている金利から、さらに下がることはもう目にみえている。しかも1兆円という積み上げはかつて行なった2年近くのゼロ金利時代にほぼ経験していることである。そういう意味で今回の5兆円は次の決定会合までのターゲットである。そういう意味での 5 兆円であり、かつ今の 0.15%からまた跳ね上がる懸念があるかと先程増渕理事に聞いたが、その懸念はないとのことであった。そういうことであれば、特別な時の歯止めは別として、私はこの考え方で良いのではないかと思っている。ただ問題は、そうはいっても誘導金利ということで世の中と対話してきているので、それが量的ターゲットとなると、全くこれは技術的な変換になる。経済も金融もそうであるが、転換点には必ず一定のゾーンがあるはずである。それが何だというと、国民に対して考えるということである。今、0.15%まできていて、これからさらに思い切った緩和政策をするのだから金利もこの間に必ず入る、そのうえでマーケットに任せるという考え方は非常に整合的だろうと申し上げている。ディレクティブは日銀の中だけの話で、日銀の

金融理論では量は量、金利は金利だけを指示する形である。ビジネスの世界では量と価格は必ず両方指示する。金融政策のディレクティブの世界はそれで皆分かるから良いけれども、外部の人は分からないから少なくとも外部の人に対する言い方は、そこをきちっと踏まえておく必要があると申し上げている。

山口副総裁

それでも田谷委員の指摘したロンバート型貸出の金利はどういう意味を持つのかという問題は残る。敢えて言えば、5 兆円で 15bp を上回りそうな情勢がもし出てくるのであれば、オペレーションの追加で資金を供給する。しかしそれでも資金が偏在することがあり得るので、個別にロンバート型貸出に駆け込まなければならない銀行が出てくるかもしれないといった使われ方になるのではないか。

速水議長

実際問題として 5 兆円になるのに何日かかかるのか。

増渕理事

5 兆円は直ちに実現できる。

速水議長

直ぐ持っていけるにしても、5 兆円かっきりという訳にはいかないだろう。

山下金融市場局長

21 日は国債決済日なので、5 兆円よりもう少し多くなる。

増渕理事

市場の地合いから言えば、5 兆円よりはもう少し必要になり得る訳であ

る。

中原委員

5兆円は次の積期までの平残なのではないか。平均で実現すれば…。

増渕理事

そこは勿論委員会としてどういう考え方をとるかによる。

速水議長

5兆円かっきりと言っても無理と思う。

増渕理事

私が伺っていたところによる理解では、5兆円をいわば下限として毎日の目標とする。それで資金繁忙日などには5兆円を上回る資金を供給して金利がある程度跳ねていくのを抑えるとのことである。従って今の議論を伺っている限りでは5兆円は、ほぼ下限なのではないかと理解できた。勿論逆に5兆円を若干下回る日があっても、ディレクティブ違反になる訳ではないとは思う。

田谷委員

そうすると5兆円を超えるとの表現になるのか。しつこいようだが、私の言わんとすることは、アメリカ流にリザーブ・ターゲティングを行なえば金利が変動してしまうので、当然そうならないようなことをしてもらわなくてはいけないが、であれば5兆円以上との表現になるのだろうか。そこのところだけ確認したい。そして金利の跳ね上がりがどこまでいったら抑えるように資金供給するという判断は、全部山下金融市場局長に任せる訳か。

速水議長

どこまでいったらと言っても、今ロンバートの 0.25%が上限になっている。何か起こった時にはここまで飛び跳ねるかもしれない。その間の振れは市場に任せることでいいのではないか。

田谷委員

完全に市場に任せてしまう訳なのか。5兆円を厳密に実行する訳か。

中原委員

普通は例えば平残で 5 兆円程度とかある程度幅を持たせるのではないか。

山口副総裁

速水議長が言われたボルカーのリザーブ・ターゲティングは、金利を上げるために行なった訳だが、今度は下げるために行なう訳だから、今 15bp を目安に金融調節を行なっていて、新しい方式においてそれより高い金利が出てくるのは少しおかしいのではないのか。

田谷委員

確かにおかしいと思う。

速水議長

それはないのではないか。資金供給を先に行なう訳だから。

山口副総裁

つまりそうした事態を生じないように調節をしないとおかしいのではないか。

三木委員

それもあるので非常に金融理論からいくとおかしいのかもしれないが、0.25％までいくことはないだろうし、0.15％以下にすると明示すると、却ってディレクティブとしては非常にやり難いのであれば、外部の人に対してはその分きちんと言うことで分かってもらえれば納得できるかなと思っている。

それとＣＰＩを時間軸とする点は、今の我々の置かれている構造改革への対応など、これから出てくる問題を踏まえるとゼロになるまでとしておくべきであろう。つまりそれだけのフリーハンドを持っておきたい訳である。要するに景気を回復させようという思いがある訳だから私はゼロになるまでという総裁案に賛成である。ということで私は総裁案に賛成である。

植田委員

しかし、安定的にゼロというのはどういうイメージか。

山口副総裁

あり得ない。

植田委員

ピタッとゼロが続かないといけない。

速水議長

安定的にゼロは難しい。

田谷委員

どちらにしても暫定的だと思う。暫定的と言ってしまうとなかなかアンカーにはなりにくいかもしれないが。

植田委員

若干のプラスの方がすっきりしているような気がする。

武富委員

当座預金を取り敢えず 5 兆円とすることの意味をもう一度くどいようだが確認しておきたい。というのは、この政策委員会で先行き何をみて 5 兆円では足りないから 6 兆円にするといったように判断するのかよく分からないからである。私が言っているように量を目標とすることは貨幣数量説や物価が貨幣的現象だという理屈、しかも相当イリュージョンだと思われる怪しげな理屈に乗る訳である。それはこれだけ経済が悪いから、否定はできない部分があるから行なってみようかということである。期待インフレ率への働き掛けが当座預金残高 5 兆円では足りないと判断して増額するのか、どうするのか。資金供給手段として長期国債を買い増すにしても先行きのリミットは中央銀行としてストックベースでみた銀行券残高までがいっぱいいっぱいである。それはその限りでオーソドックスな考え方だが、もうそこに天井があると分かる時に期待インフレ率が本当に上がるのか疑問である。期待インフレ率のルートとは言わないまでも浸み出し効果を狙うのか。浸み出し効果は結局金利も背景に絡んでいて、金利が低下して、さすがにここまで低下すれば何か少し投資したり支出をするかということで量を出しておけば金融市場の外に資金が出ていくだろう効果を狙っているのか。何を狙っているのかの道筋をはっきりしておかないと後々の判断が難しくなる気がする。確かに量の問題は複合的な効果が潜在的にあるので、敢えて黙って市場に飲み込んでもらおうというのも一つの政策ではあるが、その辺どうなのか。

植田委員

最初の当座預金残高 5 兆円は大まかにゼロ金利を実現するための金利調節である。その後予想される道筋は、暫く経ってみると大して景気も良くならないし、場合によっては物価も下がり続けている。そして日銀に対

してさらなる緩和要求が来て 5 兆円といったように動かせるものを作ってしまったから 6 兆円にしよう、7 兆円にしようとなる訳である。7 兆円にする時に何ができるかと言えば、普通の短期金融資産では恐らく無理になってくるであろうから、長国買いオペの増額と思う。それで期待インフレ率が上がって金利が上がっていったり、景気がよくなっていくとなれば良いが、ならないと地獄になる。

武富委員

そう、地獄だ。量的緩和で、後は市場や世の中が何をみて日銀にもっと緩和をとどういう論理で言ってくるのかであるが、恐らく論理はないと思う。額でもう少し増やせば何か違うことが起こるだろうと言ってくる訳であるが、それはやってみないと分からないということだから全面否定できない。そうするともっともっともっとということになる。

植田委員

願わくはこのようなことをしても意味がないなと途中で納得してくれることを期待することではないか。

武富委員

まさに量にコミットしても実際に期待インフレ率が上昇しなければ意味がなかったときっちり認める何か別の理屈が必要と思う。

植田委員

しかし我々としてもその出口となるストラテジーがない。

武富委員

出口となるストラテジーがないといけないが、初めから出口を明確に明示すると、期待している効果が出るのかどうか非常に難しい。今我々がここで議論している採り得るオプションは、色々な難しさを持っていること

は覚悟のうえで行なうことだということか。

速水議長

準備預金は積まなければいけない訳で、それを4兆円から5兆円にする場合、本行が最終的にそうした残高になるよう資金供給して、市場なり取引先なりが取引をこなして当座預金に回してくることになる訳である。ゼロ金利時代は積み上げとかいっていたが、どのみち翌日の朝大きな金額を落としたりするようなことがあるから十分余裕を持って積んでくるはずである。そういうものを少し増やさせるように資金の供給をこちらから先んじて行なっていくことだと思う。その結果、当座預金が増えていく。

植田委員

ゼロ金利で対応したとしても経済情勢が良くならなければ、ゼロ金利を長々と続けざるを得ないし、長国買いオペ増額要求も出てくるのだと思う。いずれ同じようなことになる。

武富委員

然り。同じである。最終的に経済が動かなくては方向は同じになる。ただ、政策の論理としてゼロ金利から量に移る瞬間に量と金利を組み合わせてしまうと一貫性を持てるかどうかについて私の中では少し矛盾があるのではないかという懸念がある。

田谷委員

出口となるストラテジーの先の話かもしれないが、リザーブにターゲットを置いておくから出口に出られるのだと思う。以前に議論したかもしれないが、積み上げにターゲットを置いてゼロ金利にすると出口に出られない。なぜかというと、いつまでもゼロ金利になってしまうからである。リザーブであればリザーブを積み増さず少し景気が良くなれば金利が上がってくるからそれに追従していけば良いと思う。そしてまた、金利の世

界へ戻っていくのは素直な方法ではないかと思う。そのうえで言えば、結局5兆円なり7兆円なりにすること自身に意味がある訳である。

植田委員

私の一つの整理は、量が直接効くことを少し除いて考えるとこの政策の方がゼロ金利政策よりも小出しの政策だということである。というのは、リザーブ 5 兆円でも景気が良くなってくれば必要準備が増えてくるから金利は上がり出すかもしれない。そのような可能性を今念頭に置いているとすると、全部ゼロと約束してしまったほうが強い訳である。経済が弱くなってきたら、――弱くなってきたらもう駄目かもしれないが――いずれにせよ5兆円を6兆円にするとか6兆円を7兆円にするところにほんの僅か緩和効果を認められるかもしれない程度と思う。従ってその究極にゼロ金利があると考えると、シフトするなら今シフトしてしまった方が、ゼロにしておいて後から例えば長国買いオペ増額とかにシフトするより良い気がしないでもない。

武富委員

確かにゼロになってしまうと、幾ら供給しても全部貨幣需要に吸い取られておしまいである。

山口副総裁

5兆円を6兆円に、6兆円を7兆円にすることで追加緩和の余地が大きく広がることになるのかどうかはそう信じるかどうかである。逆にそういう説明をすればするほどより多くを望む要請が強まる。むしろあまりそういう説明をしない方が私は良いのではないかと思う。

植田委員

現実問題としては 5 兆円にして次に少し多めに一回増やす時に長国買いオペ増額を少し多めに増やしてそれでほぼ終わりではないか。

武富委員

然り。ただ、それでも事と次第によっては札割れが起こり得るケースはある。札割れを起こすようなオペには無理があることを世間でもしっかり認識してもらいたい。これはオペレーションの仕方がまずいからではなく、起こる必然性があるからである。そのことは今議論しても仕方がないのでやってみてどこで札割れが頻発するかみてみるしかない。

三木委員

今はそういうスキームを用意することが大事なのだと思う。

速水議長

国債の種類が随分増えているし、かなり取引先の業域も広くなってきていると思う。分けてオペをすれば札割れなしに入札できるかもしれないし、その辺は1年、2年前とは大分違うのではないか。

中原委員

ストックベースの銀行券発行額を上限とすると長国買いオペの増額はどれ位余裕があるのか。

増渕理事

銀行券の発行残高が56兆円位、長期国債の残高は46兆円位だったと思うので、10～11兆円位と思う。

植田委員

時間軸となるＣＰＩもゼロか若干プラスかを決めてはどうか。

山口副総裁

ゼロとピンポイントするのは少しおかしいのではないか。

速水議長

それでは少し議論が伯仲したが、この辺で政府発言がもしあれば発言して頂いて、議案の取り纏めに入りたいと思う。

村上財務副大臣

その前に少し確認したい。山口副総裁、私達ははっきり言って金融のど素人であるから率直にお聞きしたいが、本当に今総裁が言われた案はゼロ金利と同等になるかそれ以上の効果があると率直に思われるか。

山口副総裁

私がお答えするのが良いのかどうか疑問であるし、これはまだ決まった訳ではないが、先程来の議論を踏まえて、議長案に即して考えれば、実質的なゼロ金利を含む案になっていると思う。

村上財務副大臣

もう一点三木委員が言われたが、我々政治家は一般国民を相手にしているし、やはり一般の国民に理解できなければいけない訳で、三木委員が言われたように市場に分かり易い明確なメッセージが必要だと思う。それに関しては三木委員は非常にあっさりと撤回なされたが、それについてはどうなるのか。

三木委員

ディレクティブは行内の指示であるから、これが決まれば別途声明を出すことになる。そこにきちっと織り込んでもらうことを条件にしている。

村上財務副大臣

それをみたうえでまた判断させて頂くとして、発言させて頂く。

本日は宮澤財務大臣に代わり私が出席することになった。本日の金融政策決定会合の開催に当たり一言申し上げたいと思う。

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、輸出の減少を背景に生産が弱含んでいるなど、景気の改善に足踏みがみられている。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の懸念が増大している。

現在、短期の名目金利は低い水準にあるが、物価の下落により、実体経済に影響を及ぼす実質金利は下がっていない。こうした中では、一層の金融緩和に向けた具体的な措置が必要であり、ゼロ金利政策を再実施し金融緩和状態を一定期間継続する旨を明確にする、二番目、物価安定の目標を明らかにする、三番目、オペの対象拡大等により豊富な資金供給を行なう、といった政策手段やこれらの組み合わせが考えられる。日本銀行におかれては、これらの政策手段につき、検討の上、早急に一層の金融緩和に向けての措置を決定して頂きたいと考えている。

当然のことながら我々としても金融政策だけでわが国経済の抱えている問題が解決されると思っている訳ではない。不良債権問題を含め、経済・財政の構造改革に向けた諸課題に政府として真剣に取り組んでいく所存である。

これからは十年後の議事録に収録するに止めて欲しいが、私の個人的見解としては、今わが国は経済のボーダーレス化、グローバル化、メガコンペティション等の競争の強まり、バブル崩壊後の処理の先送り、そして先程三木委員が言われたように、金融不安や景気対策のため目一杯財政出動したための財政の急激な悪化、その三つが重なっていると思う。私が心配するのは、幾度か補正予算を出したが瓦礫の上にまた組み立てるような感じで効果が出てこない。私はもう、先程来諸委員方が言われているが弥縫策では無理ではないかと思っている。すなわち今から申し上げる三つのこと、皆でその問題点について国民に明確にメッセージを出すことが必要だと思う。その第一点はバランスシートの処理であって不良債権の処理、過

剰設備投資の償却、過剰雇用のミスマッチを早く是正することである。何故ならばこれを放置し続ければ資産デフレと信用収縮が止まらないからである。それから二番目は財政構造改革における社会保障、地方自治、公共事業の将来の道筋を明確に示すべきことである。それはアメリカもイタリアもスウェーデンもマイナス成長の時に財政再建に着手して、立派に財政と経済を建て直したからである。それから三番目は経済の構造改革について、やはり各企業が政府に対する甘えの構造から脱却することである。例えば、各企業が生産性および競争力を強化しない限り、ボーダーレス化、グローバル化において株価は上がらない。日本の看板企業にしても、欧米の企業に伍して戦える生産性を備えなければ株価は上がらないと思う。ところが平均して残念ながら 63%の生産性といったところである。残念ながらボーダーレス化、グローバル化した市場では生産性や競争力がない企業の株価は上がらないと私は明確に言うべきではないかと思う。特に金融業界の競争力については、残念ながら戦後の護送船団方式で、新商品の開発力を含め、そういうトレーニングがまだまだなされていないと皆ではっきり言う必要があると思う。私は今、景気停滞の一番の要因である消費がなかなか戻らないのは、国民が将来に対して漠然とした不安を持っているからだと思う。今まさに日本経済のシステムが変化していく時期に、国民が先を読み切れていない。特に我々より上の団塊の世代が高齢化社会に向かって準備している段階で、働いている人が収入を余り消費に回さない状態であると思う。そのためには今申し上げたように、財政再建にしても不良債権の処理にしても各企業の構造改革にしても、こういう方向で金融政策も財政政策も手を取り合って一生懸命取り組むことを明確にメッセージとして出すことが今一番必要なことではないかと考える。

最後に私は財政と経済と教育の建て直しが一日遅れれば遅れるほど次の世代が傷むだけだと考えている。若い世代は残念ながら政治的にも社会的にも発言力が弱い。それを代弁して先取りしてあげるのが、我々の責務ではないかと思う。そういう面で、我々の世代で財や環境や資源を使い果たしていいとは私は考えない。だから私はこれからの経済や金融のあり方に

おいては、巡航速度を維持することがある程度必要ではないか、それをはっきり言うべきではないかと思う。私は今のアメリカ経済をみていると、本来アダム・スミスが想定した経済とは違うような気がする。特に金融がギャンブル・投機的になって、それに世界中が引っ張り回されているような気がする。やはり金融は企業の揺りかごに徹すべきであるし、経済の成長も地球が有限である以上、ある程度の巡航速度で次の世代の分まで取っておいてあげることが私は必要ではないかと思う。

そういう日本の経済や社会の将来のあり方を見据えながら、今後の金融政策と財政政策をどのように絡めていくか、今後とも皆さん方の指導を賜りながら頑張っていきたいと考えている。

以上、簡単であるが各委員におかれては審議に当たり以上の政府の考え方につき理解を賜るようお願いする次第である。以上である。

速水議長

続いて坂井副大臣いかがか。

坂井内閣府副大臣

景気の現状判断は午前中に岩田政策統括官から発言があったと思うので省略する。政府としては引き続き平成 12 年度補正予算等の着実な実施を図るとともに、平成 13 年度予算についてその早期成立に努め、新年度における適切な執行を図ることが重要であると考えている。さらに一層の経済構造改革を推進することとしており、規制緩和の委員会も 4 月に立ち上がることになっている。それから 3 月 14 日には日銀総裁にも出席頂いて、第五回の経済財政諮問会議を開催した。柳沢金融担当大臣にも臨時議員として参加頂き、不良債権処理を進める観点から、政策的な取り組みについて景気の認識とも併せて議論が行なわれた。また株式市場活性化対策プロジェクトを作ったが、そこでも積極的に議論を行なっているところである。さらに最近の厳しい経済情勢を踏まえて政府・与党緊急経済対策本部を発足させた。3 月 15 日には第一回会合が開催されたが、党対策本部

においては先に提示された与党三党による緊急経済対策をしっかりと受け止め、株式市場の活性化策、不良債権の的確な処理などについて具体的な施策を早急に検討することが重要であると考えている。

金融政策については、予防的観点を含めた適切かつ機動的な政策運営が重要と考えている。かかる見地から現時点での金融政策のあり方を考えると、景気は足踏み状態にあり先行きに懸念すべき点がみられることから、日本銀行におかれては物価の安定の実現を目指して一層の金融緩和を実施して頂きたいと考えているし、そういう意味でも今色々と委員の意見を聞いており、そういう方向で色々と進められることは非常に歓迎するところである。

あと少し質問も兼ねてであるが、先程から委員の中で金融政策では限界がある、といった話があった。それは当然我々も承知しているが、財政も相当突っ込んで対応してきたので、財政政策でも当然限界があることは理解賜りたい。勿論ただ今申し上げたように色々な活性化対策プロジェクトを行なったり、政府・与党の緊急経済対策本部を設けたりしているので、その点についての理解は賜っておきたいと思う。それから今までも経済構造改革に色々と取組んでいる。私も平成10年の時から不動産の流動化の問題とか色々なことを手掛けてきた。ＳＰＣ法も関わってきたが、これは政府に言うだけではなく、ただ今村上副大臣からもあったように、民間の銀行・証券界を含めそれぞれがもっと認識してもらわないといけないことと思う。政府だけで対応してもその効果はなかなか一遍に来ないものであるから、その辺は理解賜りたいと思う。また一層こういう点についても進めていきたいと個人的にも思っているところである。

それからこれは質問であるが、ＣＰＩを基準にするとなると、先程武富委員が実質金利の話に触れたように、実質金利にも触れて説明するのか。

速水議長

実質金利には触れない。

坂井内閣府副大臣

物価が下落し続けていけば実質金利の議論になっていく。金利を0.15%より下げて実質的にゼロ金利になっていくことはコメントするが、実質金利を下げていくような議論のコメントはしていかない感じで良いか。

速水議長

物価の表現は消費者物価・全国指数（除く生鮮食品）で消費者物価指数の前年比上昇率が安定的に0%に達するまで、というような表現にしたらどうかと思う。量の件は日本銀行当座預金残高を概ね5兆円前後に増額するというような表現で如何かと思う。

三木委員

坂井副大臣、今お話の財政出動であるが、需要喚起はやはり財政である。民間の自助努力は勿論であるが、それができないところはある程度財政が支援することが大事である。ただしあれだけ出てしまっているから、効く財政出動というかバラまきではないものを是非考えて頂きたい。

村上財務副大臣

それは対応するが、何回も言うように不良債権処理をきちっと行なったうえで対応しないといけない。アメリカみたいに迅速に処理しないと結局最初に言ったようになる。

坂井内閣府副大臣

議論を別にすれば、金融だけでも不十分なように財政だけでも不十分である。要するにそういうことである。勿論我々がその経済両方を睨んでいるのは当たり前であるから、我々政府としてもそのための色々な対策を打っている。

村上財務副大臣

ただ私は666兆円もの膨大な実験を行なったが、私はケインジアンは間違いであったと最近思う。

坂井内閣府副大臣

二日前、マンデル教授が日経に書いていたことではないが、財政にもなかなか限界がある。

三木委員

おっしゃるとおりである。

速水議長

それでは議案を作ってもらう。10分休憩で4時5分過ぎ再開とする。

（午後3時53分中断、午後4時8分再開）

速水議長

それでは議案の取り纏めに移りたい。これまでの委員方による検討では、金融市場調節方式を変更して、日本銀行当座預金残高を操作目標とする。そうした方式を消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ％以上となるまで続ける、とコミットする。三つ目は所要資金を供給するために必要な場合には、長期国債の買切オペを増額する。四つ目はただし銀行券発行残高という明確な上限を設ける。五番目は当面の当座預金残高の目標は5兆円程度とする、という意見に纏められると思う。そこで、私の方からはその趣旨の議案を提出したいと思っている。これと異なる意見の方でここで正式に議案として提出されたい方がおられたらどうぞお願いする。

（中原委員と篠塚委員より議案提出の旨表明）

［事務局より議案配付］

雨宮企画室企画第1課長

それでは中原委員案、篠塚委員案、議長案の順でまず読み上げさせて頂く。議長案は二つある。読み上げの後ちょっと議長案で技術的なポイントだけ簡単に触れる。

まず中原委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的な物価安定目標として 2002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、2001年 7～9 月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で 15％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、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。以上。」。

次いで篠塚委員案である。「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 0.15％以下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。」。

次いで議長案は、金融市場調節方式の変更に関する件とその決定に関する件の二つがある。まず一つ目である。議長案。「金融市場調節方式の変更に関する件。案件。1. 金融市場調節の操作目標を、日本銀行当座預金

残高とすること。2. 上記1. の金融市場調節方式を、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ％以上となるまで、継続すること。3. 上記 1. の金融市場調節方式のもとで、日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、長期国債の買入れを増額すること。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース）は、銀行券発行残高を上限とすること。4. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

もう一件は、「金融市場調節方針の決定に関する件。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。日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

一点付け加えさせて頂くと、先程の議論にあったこうした調節方式で金利が実際にはこれまでの調節方針の 0.15％以下になるであろうこと、さらに通常はゼロになるであろうという文言は、今準備を始めている対外公表文で明確に述べるよう、作成中である。

三木委員

私は 0.15％以下ということを外部の人に対して分かり易くするよう別途公表する公表文にそのことをきちっと織り込むことが条件である。それからコミットメントの仕方はゼロが入ればどっちに転んでも大勢に影響はないと思うので納得する。以上である。

それから篠塚委員の案は今のコミットメントの問題は国債買切オペに限定してなのか。買切オペ増額に関して、消費者物価指数はゼロ以上になるまで、とするコミットか。

篠塚委員

書き方が違うかもしれない。

三木委員

議案の書き方が違うのではないか。1. にもかかる訳であろう。

篠塚委員

1.でコールレート・オーバーナイト物を0.15%以下で動かすことを謳って下の方は1. に全部かかる。

三木委員

あなたの思いはそうなのだと思う。ただこれを読んだだけでは全くそう取れなくて、国債の買切オペだけに掛かると受け取れてしまうのではないか。

速水議長

私の議長案について補足させて頂くと、議案の一つは金融市場調節方式の変更に関する議案、もう一つはその下で次回決定会合までの日本銀行当座預金の目標を定める議案の二つに分けている。今回この第一の議案を決定して頂いた場合には、次回以降は第二の議案についてのみ決定していくことになると思う。

提案理由は、デフレ・スパイラルを未然に防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から行なうもの、ということになるかと思う。

他に議案を提出された篠塚委員、中原委員から説明をお願いする。

篠塚委員

私の案は前回出した案と内容は同じであり、前回政策金利が「0.25%」であったものを「0.15%」としたうえで、「以下」と付けたところが変更点である。そして先程政策運営の説明で申し上げたように、国債買切オペ増額に関しては、「消費者物価上昇率が前年同期比で安定的にゼロ%以上になるまでの間」というアナウンスをより補完する意味で、一層機動性を確保する観点から言及した訳である。以上である。

中原委員

私の案はもう何回も出しているので説明することもないが、敢えて議長案との違いを言えば当座の額が違うことと、マネタリーベースという言葉がはっきり出てきていることである。議長案をみる限り現在の状況で最低限の必要措置にはなっていると思うが、一応提案は出すこととした。

速水議長

他に何か質問、追加的な討議があればどうぞ。

田谷委員

議長案に対する質問である。この金融市場調節方式の変更に関する件の1．に「金融市場調節の操作目標を」とあるが、これは「主たる操作目標を」ではないか。というのは、決定に関する件の方で「金融市場が不安定化するおそれがある場合には」とあって、これは明らかに金利を背景に書かれているものと思われるから、「主たる操作目標を」とするべきではないかと思う。

二点目は消費者物価指数について書いてあるが、これは消費者物価指数だけで必ずしも決まるものではないので、例えば「少なくとも」と消費者物価指数の前に入れた方が正確ではないか。

速水議長

意見ありますか。

三木委員

今、田谷委員が言われた二番目の方はどういうことか。

田谷委員

「少なくとも消費者物価指数が安定的にゼロ以上となるまで」とした方が良いということである。なぜかと言うと、決定する時は短期のうちに元

に戻らないもう少し確かなものにするために、物価指数そのもの以外にも色々みなければいけないのは当然だと思う。もしそうであれば「少なくとも」としないと不正確である。ただ、安定的にゼロ以上とはどの位の期間かを含めてこれから決めることかもしれないので、この段階でどうしてもという訳ではない。

三木委員
「少なくとも」と入れるのか。

植田委員
そうすると他は何だとなる。

三木委員
ぼけてきてしまうのではないか。

田谷委員
どうせ安定的にゼロ以上とはどれ位かという議論がこれから起こるので、皆さんとも考えながら…。

速水議長
ＣＰＩに的を絞ったところに意味があるように思う。

田谷委員
そこにはこだわらない。
では一点目はどうか。先程来しつこく私が申し上げている点であるが、完全にレジーム変更したと言い切るには少し言い切れないところがあると思う。

速水議長
しかし政策金利は当分止める訳である。

田谷委員
その一方で金融市場が不安定化するおそれがある場合には、この目標にかかわらず一層資金供給を行なうとなっているから、その不安定化の動きの判断は、金利だけではないにせよ主として金利の動きによって判断するのだろうと思う。

植田委員
私はまだ少し議論が尽きていないような段階ではないかと思う。というのは先程色々出ていた議論は、議長案の関連で申し上げればリザーブをターゲットとすること、あるいは国債買いオペを増額することについて若干疑問符を持つ方がかなりいるというベーシックな問題があるからである。それはそれとして、その中でどういう対応があるかと考えてみると、一つは議長案のようにリザーブ・ターゲティングでいく方法である。二番目は金利をゼロにするためにリザーブを増やすというこれまでの調節方式をむしろはっきり出したうえで、しかし場合によっては国債買いオペも増額する可能性を含ませるために、金利をゼロにするために最小限これ位のリザーブは供給したうえで、もしも未達になれば長期国債の買い入れ増額も考えるといった言い方である。三番目は純粋にゼロ金利プラス時間軸でいくというものである。このような三つの案があり得て、私もどれがいいか決めかねている感じが無きにしもあらずであるが、他の方は如何か。

三木委員
植田委員には申し訳ないが、私はもう議論は尽くしたし、後は採決すればいいと思っている。

山口副総裁

今植田委員が幾つか論点を出されたが、議長案に即して言えば、1. の操作目標をこのように切り替える場合に、切り替えた後例えば我々はどれ位増やす用意を持っているのかといった辺りの議論が残っている。

速水議長

何を議論するのか。

山口副総裁

議長案として、当座預金残高を新しい目標に決めると、今回、5 兆円からスタートする訳であるが、その後どういう考え方でその後に臨むのかについては、先程若干議論があったが、余り纏まった思想はなく、そこは今後の議論にすっかり委ねることでいいのかどうかである。それと、実質的にゼロ金利にするために 5 兆円程度リザーブを供給するという理解がある一方で、必ずしもそうならなくてもいいという理解ももう一方にあるようである。この議長案でもってどういうマーケットの状態を想定するのかについては余り理解が統一されていないような感じがする。

三木委員

皆さんの意見はそれぞれはっきりしていると思う。合成されていないことは指摘のとおりかもしれないがこれ以上議論しても無駄だ。

山口副総裁

例えば金融市場が不安定化する恐れがある場合に、もっと潤沢に資金を供給すると言われた場合、金融市場局長はどういう場合にどういう措置を採るか。0.15%をやはり上回るような場合に資金供給を増やす訳か。

山下金融市場局長

金利でみていくしかないと思う。例えば 0.15%以下ということがある

のであれば、それ以上、上がりそうな時には出していく。

山口副総裁

0.15％以内に押さえて欲しいというようなことが入っていなくてもそうするのか。

山下金融市場局長

いや、それがないと私が勝手に判断することになる。

増渕理事

これまでの議論から言うと 0.15％以内にすることは先程三木委員から確認のあった対外公表文にどのように書かれるかにもよる。その対外公表文自体も日本銀行の方針なので、それと一体のものとして調節のディレクティブを私と金融市場局長で理解して実施することになる。その理解は、今までの議論とその対外公表文にそういうことが書かれることを前提にすれば、0.15％以上になるような事態であればリザーブの供給を増やしてそれを防ぐことになると私は思っている。

中原委員

これは三木委員が指摘したように実質ゼロ金利ではないのか。0.15％までなのか。

増渕理事

仮に5兆円を供給すれば、通常の場合先程申し上げたとおりほぼゼロ金利時代と同じ金利になると思う。そのうえで何か非常に資金的に繁忙な日が出てきた場合のことを申し上げた。

中原委員

それであれば私はロンバートを下げればいいと思う。その方がすっきり

している。

田谷委員

ロンバートは有担コールでの対応である。もし無担コールの跳ね上がりまで含めた何らかの対応を考えるのであれば、操作目標を当座預金にしたものの金利の方に別の目標があるようなことになってしまうのではないか。だから操作目標を当座預金にしたと言い切れないのではないかと思う。多分この変更で書かれている目的は信用リスクに応じた金利の変動といったことをある程度容認しつつ、実際上はゼロ金利にするようなオペレーションをすることである。

増渕理事

今田谷委員が言われたことはどのような当座預金残高を目標として与えられるかの中に、私は入っているように思う。仮にこのディレクティブが4兆円であったとすれば、それは到底ゼロ金利にはならない。5兆円であれば通常の日はほぼゼロ金利になる。そして、ここに「なお書き」があるので、その通常の日は実質ゼロ金利であることを前提に、かつ対外公表文に 0.15%よりは下がるといった趣旨のことが書かれる――そういうものを準備しようとしている訳だが――ことも前提にすれば、どんなに忙しい日でも0.15%は超えない。通常の日は0%になるというのが、ディレクティブと変更に関する件の両方から導かれることだと私は理解する。

速水議長

ディレクティブでもなお書きで「上記目標にかかわらず一層潤沢に資金供給を行なう」と書いてあるので操作目標は当座預金残高としてそれでいいのではないか。「主たる」と入れた方がいいと思うか。

雨宮企画室企画第1課長

ここは調節方式のスキームとして今までも純然たるレート・ターゲティ

ングであったかというと、ゼロ金利の際も積み上げで金融市場局が苦労していた面もあり、今回毎回の決定会合で決めるディレクティブの中に「なお書き」が含まれることは、ある程度金利水準を意識した調節もあり得べしというやや折衷的な格好になっていることを考えると、「主たる」と入れるのも一案かと思う。因みに先程速水議長が引用されていたボルカーの調節方式の変更についても以後金利は一切みずに非借入準備だけでするといった訳ではなく、モア・エンファシスをノンボロウド・リザーブにおき、レス・エンファシスをインタレスト・レートにおくという表現もしていたし、こういうテクニックの微妙な移行であり、しかも先程の議論の中でディレクティブを当座預金のターゲットも金利も意識する体系であると理解されていることを考えると、「主たる」を入れるのも一つの案という気はする。

速水議長

ここは「主たる」で宜しいか。

三木委員

私が申し上げている公表文の方で手当てすべきことが、入ってくる感じになるので、私は良いが、皆さんはどうか。

速水議長

「主たる」を入れましょう。

雨宮企画室企画第1課長

ただ、先程山口副総裁が言われた、「ではこの後どういう思想でこの後のディレクティブ変更に臨むのか」という話にはこれでは回答にはなっていない。

武富委員

そこだけひっかかっている。この変更に関する件についての賛否は、取り敢えず置いておいて、この変更に関する件だと目標を当座預金残高にしたうえで物価がゼロ近辺以上になるまで続けると、何となく量の目標がかなりインフレ期待に働きかける形で出てきていると思う。それはそれで一つの考え方であるが、調節方針の決定に関するディレクティブと読み合わせると、私はこの5兆円は、実質的にゼロ金利にするためではなく、期待インフレに働きかける所要量が5兆円だと読んでしまう。従って、先行き経済情勢と我々の操作目標の関係がどういう基準で判断されるべきなのかを今日明確にしておいた方がいいのか、あるいはそこは今後色々な考え方があるので議論していこうというオープン・エンドで今日この決定をするか、そこの選択だと思う。

植田委員

そこは先程私が申し上げたように僅かに何かあるかもしれないが、5兆円を6兆円や7兆円に変えていっても現状期待インフレ率に響く合理的な理由はあまり考え難いと思う。

武富委員

確かにどこかにそこを超えれば期待インフレ率が変わる領域があると言われると100%は否定できない。

山口副総裁

やってみないと分からない領域が僅かに残っているという意味で…。

武富委員

そこは尊重せざるを得ないということかと思う。

山口副総裁

ただ、このように新しい操作目標を作ったからといって、これでいよいよ金融緩和の余地が無限に拡がってきたとは理解したくないのが第一点と、第二にこのように当座預金残高をターゲットにして、しかもその残高を現在の残高よりかなり多めにまずスタートさせる訳だから、実質的なゼロ金利を実現する方法として、このような方法を選んだと。で、ここから先多少フレキシビリティが出てくる訳だが、このフレキシビリティを何かしょっちゅう活用するというような考え方はあまり言わない方が良いのではないか。少なくともこれ位のことは了解しておきたいと思う。

田谷委員

先程雨宮企画室企画第1課長から話があったように、完全に量にレジーム変更するというよりも、そのウェイトを量に幾分傾けるという位が全体としての構成ではないかと思う。従って、完全にレジームを変更して、これからは量だと受け取られるような書き振りは少し問題があるのではないか。

増渕理事

事務局から申し上げて恐縮であるが、金利なのか量なのかどちらに重点があるかといった時に、主として量にあるのであれば、それは大きな変更だと思う。

田谷委員

それはそうである。

速水議長

それでは今日のところはこれで採決に入りたいと思う。

篠塚委員

申し訳ないが、自分の議案を三木委員に指摘頂いて読み直してみたところ、修正したいと考えたのでそれを申し上げる。1. はそのままである。2. のところで2行目にある消費者物価指数の前に「上記については、」と入れる。そしてそれを2. 始まりとして、「上記については、消費者物価指数の前年同期比が安定的にゼロ％以上になるまでの間」に「継続する」と続ける。そして「その際、」として後は原案の残りの文章に継げることとしたい。もう一度申し上げる。2. は「上記については、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継続する。その際、国債買い切りオペに関し、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」、以下は同文となる。宜しくお願いする。

速水議長

2. は「上記については、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継続する。その際、国債買い切りオペに関し、…」。

篠塚委員

あとはそのまま「金融市場調節の」と続く。

速水議長

「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」以下はいいか。

篠塚委員

それで結構である。

速水議長

採決に入りたい。中原委員案、篠塚委員案、議長案の順で採決する。議長案は金融市場方針の変更に関する議案の後、金融市場調節方針の決定に関する議案を採決する。

中原委員

一言だけ提案理由を申し上げる。何回も申しているように、もうゼロ金利に戻るだけでは追いつかない段階まで来ている。従ってゼロ金利より強力な手を打つべきだという意味で今回改めてこれを提案した。前回はゼロ金利を提案したが、今回はそういう趣旨である。

速水議長

それでは篠塚委員案、中原委員案、それから二つの議長案の順で一つずつ採決しようと思う。異議ないか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので採決する。政府からの出席者は一旦外して頂きたい。

村上財務副大臣

少し質問がある。これは別途公表するとなっているが、その時は速水議長から実質的にゼロ金利と同じ様な内容だと表明する訳か。

速水議長

ゼロ金利を含む趣旨であることは言う。

村上財務副大臣

分かった。結構である。

［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

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1、反対8。反対多数である。

速水議長
　それでは次に中原委員案。

［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

横田政策委員会室長

中原委員提出議案の採決結果を報告する。賛成 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

それではただ今の議案は否決された。次に議長案を採決する。事務局はまず金融市場調節方式の変更に関する議案を持ち回って委員から決裁をもらうように。

中原委員

先程の「主要な」は入っているのか、入らないのか。

増渕理事

「主たる」が入っている。

中原委員

「主たる」が入ったのか。

速水議長
「主たる」と入れている。

[金融市場調節方式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
中原委員
植田委員
田谷委員
反対：篠塚委員
棄権：なし
欠席：なし

横田政策委員会室長
議長提出議案の「金融市場調節方式の変更に関する件」の採決結果を報告する。賛成8、反対1である。反対は篠塚委員である。

速水議長
それでは賛成多数で可決された。篠塚委員からの反対理由については後程纏めてお伺いすることにしたいと思う。次に当面の金融市場調節方針に関する議案について採決したい。

[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]

<u>議決結果</u>

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
植田委員
田谷委員
反対：篠塚委員
棄権：なし
欠席：なし

横田政策委員会室長

議長提出議案「金融市場調節方針の決定に関する件」の採決結果を報告する。賛成8、反対1。反対は篠塚委員である。

速水議長

それでは賛成多数で可決された。篠塚委員はもし反対理由を明確にしておかれたいのであればどうぞ。

篠塚委員

これまで日銀ではマネタリーベースとマネーサプライ、マネーサプライと実体経済の関係が安定的でないとして、量的ターゲットの政策には一貫として否定的だったと思う。こうした中で今日レジームを大幅に転換し、これまでの金利調節から量的調節に変化することになった。しかし、その説明がまだ私には十分理解できないほか、議論が尽くされていないと思っ

たので反対した。

速水議長
では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金融市場調節方式の変更に関する議長案と当面の金融市場調節方針の決定に関する議長案がそれぞれ賛成多数で決定された。増渕理事と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。

Ⅵ．対外公表文の検討
速水議長
それでは次の議題に入る。対外公表文の作成である。原案の用意ができているようなので事務方から読み上げてもらう。

白川企画室審議役
「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について。1．日本経済の状況をみると、昨年末以降、海外経済の急激な減速の影響などから景気回復テンポが鈍化し、このところ足踏み状態となっている。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さらに強まる懸念がある。2．顧みると、わが国では、過去10年間にわたり、金融・財政の両面から大規模な政策対応が採られてきた。財政面からは、度重なる景気支援策が講じられた一方、日本銀行は、内外の中央銀行の歴史に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を行ってきた。それにもかかわらず、日本経済は持続的な成長軌道に復するに至らず、ここにきて、再び経済情勢の悪化に見舞われるという困難な局面に立ち至った。3．こうした状況に鑑み、日本銀行は、通常では行われないような、思い

きった金融緩和に踏み切ることが必要と判断し、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を講ずることを決定した。（1）金融市場調節の操作目標の変更。金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更する。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）の変動は、日本銀行による潤沢な資金供給と補完貸付制度による金利上限のもとで、市場に委ねられることになる。（2）実施期間の目処として消費者物価を採用。新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ％以上となるまで、継続することとする。（3）日本銀行当座預金残高の増額と市場金利の一段の低下。当面、日本銀行当座預金残高を、5兆円程度に増額する（最近の残高4兆円強から1兆円程度積み増し＜別添＞）。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、これまでの誘導目標である0.15％からさらに大きく低下し、通常はゼロ％近辺で推移するものと予想される。（4）長期国債の買い入れ増額。日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、現在、月4千億円ペースで行っている長期国債の買い入れを増額する。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉＜現先売買を調整した実質保有分＞ベース）は、銀行券発行残高を上限とする。4.上記措置は、日本銀行として、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から、断固たる決意を持って実施に踏み切るものである。5.今回の措置が持つ金融緩和効果が十分に発揮され、そのことを通じて日本経済の持続的な成長軌道への復帰が実現されるためには、不良債権問題の解決を始め、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展が不可欠の条件である。もとより、構造改革は痛みの伴うプロセスであるが、そうした痛みを乗り越えて改革を進めない限り、生産性の向上と持続的な経済成長の確保は期し難い。日本銀行としては、構造改革に向けた国民の明確な意思と政府の強力なリーダーシップの下で、各方面における抜本的な取り組みが速やかに進展することを強く期待している。以上。別添。平成13年3月19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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成多数）。日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行なう。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

速水議長
異議がありましたらどうぞ。村上財務副大臣、金利については3. にある表現で宜しいか。

村上財務副大臣
そうですね。

速水議長
坂井副大臣、この5. のところはこれで宜しいか。

坂井内閣府副大臣
構造改革は政府だけでなく、国民全部が臨むべきことである。

速水議長
他に意見はあるか。

田谷委員
小さな点であるが、「今後需要の弱さを反映した物価低下圧力がさらに強まる懸念がある」とあるが、先月まではこれを少なくとも認めていなかった訳であって今後需要の弱さを反映した物価低下圧力が強まる懸念があるのはそのとおりだと思うが、さらに強まるというのは少し強すぎないか。

速水議長
「さらに」はいらないか。

雨宮企画室企画第1課長
2月28日の公定歩合とコールレートの引き下げの際の対外公表文で、「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」と一度公表文で決定している。

山口副総裁
それでもいらないのではないか。

速水議長
いらないであろう。

白川企画室審議役
後で纏めて読み上げる。

植田委員
3．のところであるが、先程の議論では、今回の政策変更が通常行なわれないような思い切った金融緩和かどうかについて色々議論があったかと思う。私は一段の金融緩和であることには賛成であるが、リザーブを目標とするとか買いオペを場合によっては少し増やすことがそれ程思い切った措置とも思えないので、できれば少し表現を変えてもらえたらと思う。ただ、こう書いておかないと弱いのは弱いので、他の方の意見を伺ったうえでさらに考えたい。

増渕理事
通常行なわれていないとは言えるのではないか。

篠塚委員

日本銀行では行なってこなかったと総裁も国会か何かでこのように発言していなかったか。

白川企画室審議役

この表現自体はよく使ってはいる。ただそのうえで今回これをどのように表現するかは別途の問題である。

田谷委員

通常では行なわれないような、というのは私も引っ掛かるが、では何が良いかと言われると私も分からない。

中原委員

ゼロ金利でなければこういうことはしないのだから、やはり通常では行なわれないのではないか。

速水議長

宜しいか、これで。

三木委員

買切オペもある意味では通常では行なわれない措置ではある。

増渕理事

国債の買切オペ自体は通常も行なっているが、ただ操作目標の変更や実施期間の目途といったものは通常、金利水準が相当なところにある時に行なわれる調節ではないと言えると思う。

三木委員

少し引っかかるところはあるが、これで良いのではないか。

植田委員

分かった。

三木委員

別添は当座預金残高を5兆円とする方針の公表文だけを付けるのか。

増渕理事

幾つかの理由があるが、これ自体決定された内容で公表しなければいけないことがある。それから金融市場の不安定化に対応するなお書きも含め、調節方式の変更と調節方針決定の公表文 2 枚だけだとそこまで書かれていないので、両方公表するのが宜しいのではないか。

三木委員

そうすると最初の方針変更は調節方針の変更と調節方針決定の公表文の方で全部織り込んでおり、言い振りとしては、ディレクティブと全く一緒で良いか。

田谷委員

そうするとこの「なお書き」が適用されるのは、3.（3）の「コールレート（オーバーナイト物）は 0.15％からさらに大きく低下し」にかかってくる訳か。

増渕理事

私共の理解としてはそういうことである。

田谷委員

「ゼロ％近辺で推移する」にはかかってこないのか。

増渕理事

失礼した。そういう意味ではその両方を含めてである。「0.15％から大きく低下し、通常ゼロ％近辺で推移する」の全体を受けての「なお」である。

中原委員

エマージェンシーの場合の話か。そうでないと市場に委ねられるというのと矛盾する。そういう理解で良いか。

増渕理事

私共の理解では、資金繁忙日には、今も当座預金残高は相当な規模で振幅しているので、そういうものを今後の調節にも反映させていくことだと思う。であるから毎日毎日正確に5兆円というよりは5兆円程度を一つの下限としてある程度増える日が出てくることだと思っている。

速水議長

他にないか。

白川企画室審議役

もう一回念のため読み上げさせて頂く。「1. 日本経済の状況をみると、昨年末以降、海外経済の急激な減速の影響等から景気回復テンポが鈍化し、このところ足踏み状態となっている。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強まる懸念がある。」。

速水議長

宜しいですね。それでは決裁を採って下さい。

［事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン］

議決結果

賛成：速水議長
藤原副総裁
山口副総裁
武富委員
三木委員
中原委員
植田委員
田谷委員
反対：なし
棄権：篠塚委員
欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 8、棄権 1 である。

速水議長

公表文は賛成多数で決定された。

公表方法について一言申し上げる。これまで決定内容の公表は会合終了後 30 分を目途に行なってきたが、今回からは情報管理の一層の厳格化を図るために会合終了後直ちに行なうことにしたい。具体的には政策委員会室の村山審議役が記者クラブにおいて公表文を読み上げる形で行なう。公表文のコピーの配付やホームページへの掲載はその後準備が整い次第行なうこととする。なお対外公表文は執行部で併せて英語に翻訳して公表す

ることとしている。また政策変更時の恒例により本日中に私が政策委員会を代表して記者会見を行なうので、宜しくご了解頂きたい。

Ⅶ．金融経済月報の検討

速水議長

月報の審議をお願いしたい。金融経済月報の最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になっているので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いする。調査統計局の吉田企画役と企画室の雨宮課長からポイントを説明してもらう。

吉田調査統計局企画役

まず冒頭の総論部分は、先月まで「わが国の景気は、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」としていたが、今月は「わが国の景気は、輸出の減少を背景に、このところ足踏み状態となっている」としたいと考えている。なお「緩やかな回復」との表現は、昨年の7月以降月報で使っていたが、取り敢えず今月からは「足踏み」に変わることになる。

以下各論では、設備投資については「基調を続けている」と書くと、先行きも増加が続くという印象を一部の読者に与える可能性があるので、「基調」を取りたいと考えている。個人消費については大きな変更はない。それから公共投資では、先月は「減小テンポが鈍化している」としていたが、今月は「下げ止まりつつある」と若干ながら表現を前進させている。3月に入って補正予算の関係の発注が出始めているとのミクロ情報もあるのでこのように変更している。それから輸出は先月の「海外経済の成長鈍化を背景に減少に転じている」から、今月は「海外経済の急減速を背景に大幅に減少している」と下方修正している。鉱工業生産は、先月「引き続き増加しているが、そのテンポはかなり鈍化してきている」であったが、1月に入って大幅に減っているので、今月は「減少に転じている」としている。それから在庫についても今月は引き続き一部ではあるが「過剰感が

高まっている」とマイナスの方向に修正している。それから企業収益では、先月までは単純に「改善を続けている」との表現であったが、今月は「改善を続けている」の後に「最近の輸出・生産の減少に伴い、そのテンポは製造業を中心にかなり鈍化していると考えられる」と入れて、やや慎重色を出している。それから所得形成の部分では、「家計の所得環境は底固さを維持している」の後に「新規求人や所定外労働時間などには、生産減少の影響が現われ始めている」と入れて、限界部分に変化が出ている点について引き続き弱めに書いている。

それから先行きの部分では、ポイントだけ申し上げると、公共投資の表現は若干違うが内容はほとんど同じである。それから純輸出についても当面減少を続ける点については先月と同じである。それから設備投資については先月まで「成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い」と増加するようなニュアンスを出していたが、今月は二つに分けて書いている。まず暫くの間は既発注案件の進捗が続くとして、増加するとの意味を出し、ただ「先行指標の動きを踏まえると、次第に頭打ちに向かう公算が大きい」としている。それから生産は先月まで「当面横這い程度で推移する」見通しであったが、既に減少に転じているし、ミクロ情報等を踏まえると 4～6 月もマイナスの可能性が高くなっているので、「減少傾向が続くと見込まれる」としている。それから企業収益と家計の所得も生産がこういう状況なので、今月は企業収益は伸び悩むとしているほか、家計の所得・消費に関する表現も、今月から「家計の所得・消費の改善も滞りがちになっていく」と、こうした状況が続けば段々滞ってくるというニュアンスを出した。

以上、全体としてみた纏めとしては、「わが国の景気は停滞色の強い展開が続く可能性が高い」と、先月までの「設備投資を中心とした景気の緩やかな回復基調は今後も維持される可能性が高い」に比べて下方修正である。それから海外景気等を踏まえた先行きでは、今月は二つに分けて書いている。まず「海外景気は米国を中心に本年後半以降は緩やかな回復傾向を辿るとの見方が一般的」であるので、それを踏まえると「円安の効果も

あって、輸出が再び景気の下支え要因として作用する」というシナリオもまだ考えられることを書いたうえで、しかし、色々議論もあったように「海外経済の減速が長引く可能性や、内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて実体経済に悪影響を及ぼすリスク」は引き続きある点について留意が必要であるとダウンサイド・リスクも書く形にしている。それから先月まで書いていた金融政策と政府の経済対策の表現については「下支え効果を発揮していくものと期待される」との表現を入れていたが、既に景気もここまで変化してきているし、政府においても新たな対策を検討中でもあるので、これまでの効果で十分といった印象を与えないよう全体の文を削除している。

それから物価は、消費者物価で石油製品の上昇が止まっているので今月は若干石油製品が上昇というのを削除した。それ以外は変わらない。先行きについて「物価を巡る環境をみると」以下円安のところは変わらないが、先行きの国内需給バランスについて今月からは「景気が足踏み状態となったことに加え、一部とはいえ在庫の過剰感が高まっていることもあって、国内需給バランス面からは、当面物価に対して低下圧力が働く可能性が高い」と低下圧力が働くことを明確に書いている。その他技術進歩等、規制緩和等の書き振りは同じであり、「当面、物価はやや弱含みで推移するものと考えられる」点同じである。ただ、景気のところでダウンサイド・リスクをつけ加えていることとのバランスを考え、今月から「今後の景気動向には不透明な要素が多いだけに、需要の弱さに起因する物価低下圧力がさらに強まる可能性にも留意が必要である」という文章を付けている。

雨宮企画室企画第1課長

市況の説明部分は、2月中の二回の決定会合における決定を踏まえて市場金利の低下等について記述したものである。具体的にはオーバーナイトは3月以降2月28日の金融市場調節方針の変更を受けて0.15％前後で推移している、ターム物金利は流動性供給方法の改善策および金融緩和を受けて大幅に低下している、である。その後長期金利、株価、為替について

市況の記述をしている。このうち為替について後程数字を若干訂正したい。これは後程触れる。その後の資金仲介活動は細かい直しであるが、先月まで「実体経済活動の改善が資金需要に結びつきにくい」との表現を暫く使ってきたが、今吉田企画役も説明したように実体経済活動の改善という言葉がややそぐわなくなっていることもあり、「資金需要が増加しにくい」という表現に変えている。それから民間銀行貸出は、先程説明したとおり1、2 月と若干前年比マイナス幅が縮小しているが、基本的には弱めの基調判断を変える必要はないと考え「マイナス幅が幾分縮小しているものの、基調としては弱めの動き」としている。企業の資金調達コストは、前月までは短期横這い、長期は低下で記述していたが、先程申し上げたとおり2月の本行の決定を受けてＣＰ等の金利が大きく下がっている。まだ貸出約定平均金利は出ていないが一応こうした市場金利の動向を踏まえて、短期、長期とも低下しているとの記述に変えたいと思う。

最後の締めでは、先月まで「株価の下落が、企業の資金調達環境にどのような影響を与えるか」と、「企業の資金調達環境」で取り敢えず直接金融、株式あるいは社債、ＣＰ市場にどのような影響を与えるかをみてきた訳であるが、株価の低下がここまでくると今後金融機関行動に与える影響も注視していく必要があり、「金融機関行動や」と入れた次第である。

それから市況の数字の為替で数字を訂正したい。「最近では概ね 119～120 円台」とあるが、最近の相場の動きを反映させて「122～123 円台」と訂正したい。以上である。

速水議長

それでは修文の必要があるということであればどうぞ。

田谷委員

先程の対外公表文との整合性から、物価低下圧力に続く「さらに」を取った方がいいのではないか。

速水議長
　では「さらに」を落とす。他にあるか。

中原委員
　私はかなり現実的になったと思うが、依然として景気は足踏みではなく後退局面に入っていると思うし、所得形成も底固くないと思う。先行きも景気後退がこれから深まると思っているし、海外景気の下期以降に回復するのが一般的だとも思っていない。物価関係についても景気が足踏みするとも思っていないので、物価がやや弱含みで推移できるとは思っていない。そういう点で反対である。しかしかなり実態に近付いてきていると思う。

三木委員
　中原委員、今日は随分実態に近付いてきたと思うが。

速水議長
　他にないか。それでは修文は二箇所である。

吉田調査統計局企画役
　それでは実体面の修文個所を念のために読み上げる。「また、今後の景気動向には不透明な要素が多いだけに、需要の弱さに起因する物価低下圧力が強まる可能性にも留意が必要である。」。

速水議長
　それではこれで採決をお願いする。

［事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン］

<u>議決結果</u>

賛成：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
反対：中原委員
棄権：なし
欠席：なし

横田政策委員会室長
基本的見解の採決結果を報告する。賛成8、反対1である。反対は中原委員である。

速水議長
反対意見を述べるか。

中原委員
先程の繰り返しであるが、総論では足踏み状態ではなく後退局面に入りつつあると考えているためである。各論の特に「所得形成で家計の所得環境は底固さを維持している」と書いてあるが、昨年冬のボーナスがマイナスで着地したこと、それから製造業の法定外労働時間が急速に減少していること、就業者数、雇用者数の前月比が12月、1月と2か月連続でマイナスとなっていること、特にＧＤＰの雇用者報酬が7～9月－0.4％、10～12月－0.8％と減ってきていること、それから法人季報をみても10～12月は人件費が－4.0％と減っていることから、この記述は不正確である。先行きについても景気後退が深まる恐れが強いとみており、海外景気について下期以降緩やかな回復傾向を辿るとの見方が一般的であるという見

方は急速に減りつつあると思うので疑問である。それから物価についても景気は後退局面に入りつつあるので、物価低下圧力がさらに加わりつつあると思う。以上である。

速水議長

ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って後段の背景説明の部分は必要があれば執行部で修文したいと思う。なお本件の対外公表については、3月21日水曜日の午後2時に行なう予定である。

Ⅷ. 平成13年4月～9月の金融政策決定会合開催予定日等の決定

速水議長

最後に先行き半年間の日程の承認をお願いしたい。4月～9月までの半年間について決定会合開催予定日の承認を行ないたいと思う。この日程で何か異議があればお願いする。

［全委員が賛意を表明］

宜しいようであるから採決をお願いする。

［事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン］

<u>議決結果</u>

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
全員一致で承認頂いた。

速水議長
以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は4月13日の金曜日を予定している。

（午後5時27分閉会）

以　上