

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年2月12日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

後藤康夫（審議委員）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 谷垣禎一 政務次官（9:00～14:58）

武藤敏郎 大臣官房総務審議官（15:03～17:34）

経済企画庁 堺屋太一 長官（9:29～10:28）

河出英治 調整局長（9:00～9:29、
10:28～17:34）

（執行部からの報告者）

理事

黒田 巖

理事

松島正之

理事

永田俊一

金融市場局長

山下 泉

国際局長

村上 堯

調査統計局長

村山昇作

調査統計局

早川英男

企画室参事

稲葉延雄

企画室参事（企画第1課長）

山本謙三

（事務局）

政策委員会室長

小池光一

政策委員会室調査役

飛田正太郎

企画室企画第2課長

田中洋樹

企画室調査役

門間一夫

企画室調査役

栗原達司

金融市場局調査役

後 昌司（9:00～9:23）

I. 開会

速水議長

金融政策決定会合の議事に入りたい。

(午前9時開会)

本日の取り進め方について説明する。最初に前々回会合の議事要旨の承認を行なう。次に、本日は11月13日の会合で決定した貸出面の措置のうち第三案である社債オベについて基本要領を決定して頂く。その後、金融経済情勢について執行部に報告をしてもらう。次いで金融経済情勢等に関する委員の討議をして頂き、当面の金融政策運営方針の決定、最後に基本的見解のとりまとめ、このような順で進めていきたい。

本日、政府からは、大蔵省から谷垣政務次官、経済企画庁からは河出調整局長が出席されているが、10時頃から堺屋経済企画庁長官が1時間余り出席すると聞いている。最後にお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録する約束であるため、委員および政府からご出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 議事要旨(12/15日開催分)の承認

速水議長

まず、前々回12月15日会合の議事要旨を承認頂きたいと思うが、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2月17日の午後2時に公表する予定である。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 社債等を担保とするオペレーションの導入に関する執行部説明と決定 (資料-1、資料-2)

速水議長

それでは、社債等担保オペの基本要領について執行部からの提案があるため、これを審議、決定頂きたい。本件は昨年11月13日会合で方針を決定したオペ・貸出面の措置の一つであり、これまで実務面で検討を続けてきたものである。最初に稲葉企画室参事および山下金融市場局長から案件の説明をお願いする。

稲葉企画室参事

資料1および資料2に沿って説明する。社債等を担保とするオペレーションの導入については、11月13日に決定・公表された「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」の方針に基づくものである。オペの狙いは、先般の方針に則り、一つは本行の流動性供給力の強化、調

節手段の多様化である。二つ目は、金融市場の信用仲介機能の補完であり、企業金融円滑化に配慮することである。スキームの概要を現行手形オペとの対比で説明すると、現行ではオペの実施店は本店、大阪、名古屋の3か店となっているが、今回は本店としたい。オペの対象先は、現行は短資だけであるが、今回は金融機関、証券会社、証券金融会社、短資とする。手形の買入方式は、これまでは短資経由であったが、今回は直接買入れとする。これは担保を根担保とすることに伴うものであり、根担保を手形に随伴させて移転させることは法的、実務的に困難であることに伴う技術的な工夫である。金利決定方式はこれまでと同様、金利競争入札とする。買入期間は、オーバーナイトから3か月物までで、これまでと変わらない扱いにしたい。ただし、運用はターム物中心になる。期間が短い場合には印紙税の問題もあり、本オペの目的に照らして長目の調節に使うことになろうと思われる。担保対象は、現行は企業振出手形、CP、金融債、国債、政保債となっているが、今回はその目的に照らし、社債および証書貸付債権とする。ただし、信用力については現行の手形貸付における適格基準を適用し、審査基準は一切緩和しない。担保形式は現行は一件担保であるが、根担保形式にする。対抗要件の取得等に日数がかかり、一件担保としてオペの都度受払いすることは現実的ではないための工夫である。担保の価格は手形市場の慣行に沿って、額面×掛け目という現行方式を踏襲する。与信・担保システム稼働後は額面ベースから時価ベースに変更する予定であるが、現状は手形市場の慣行に沿う方式としたい。担保の価額、掛け目の一覧を見て頂くと、利付国債からその他の債券まで額面に対して100何分の100という形で決められているが、その中で「その他の債券」については額面100円につき100/130となっており、これを社債に適用したい。別途、証書貸付債権については決まりがないため、ここで残存元本額の100/135という扱いを新設したい。以上のスキームに即して書きおろしたのが、資料2「社債等を担保とする手形買入基本要領」である。また、それに関連して業務方法書等の改正があるが、これは説明した内容をそのまま文字に落としたものである。

山下金融市場局長

続いて、オペ対象先の選定方法を定める案件2の「買入対象先選定基本要領」の内容について資料1に沿って説明する。オペ対象先の選定についての、基本的な考え方は、これまでに決定頂いたレポ・オペ、CPオペ、TB・FBオペと同様である。すなわち、①入札に競争的なレートで積極的に応札すること、②正確かつ迅速な事務処理能力を有すること、③金融政策遂行に有益な市場情報・分析を提供すること、の三つの役割を明示したうえで、対外的に開示した選定基準に従い、対象先を公募のうえ選定する。対象業態はレポ・オペ等と同様、銀行、証券会社、証券金融会社および短資会社とする。次に、オペ対象先を選定する基準は、①本行本店当座預金取引先であること、②信用力に問題がないこと、——この二つの基準はレポ・オペ等と同じ——である。ただ、第三の基準については、レポ・オペ等では市場プレゼンスを採用したが、このオペでは③一定額以上の根担保差入れが可能であることとした。これは、今回の社債等担保オペの場合には、元々市場プレゼンス算定のベースとなるマーケットが存在しないことに加え、企業金融支援に資するという本オペの趣旨に鑑みると、一定の要件を満たす希望先は極力多くオペ対象先とすることが望ましいと考えられるためである。従って、オペ対象先の数を予め限定せず、一定額以上の担保——当面は100億円以上とする方向で考えているが——の差入れを申告してきた先は全てこれを認める扱いとしたい。勿論、金融市場局、業務局の事務処理面での制約があるため、多数の応募があった場合には輪番でオファーする方式とする。なお、対象先の見直しについては、レポ・オペ等と同様に原則として年一回の頻度で行なう。ただし、金融機関等の適格担保の保有状況や実際のオペの運営面等で見極め難い要素も少なくないため、初回に限り、半年後を目処に見直しを行なうこととしたい。

最後に今後の予定であるが、只今説明した基本要領の制定等に関する付議事項について決定頂ければ、本決定会合終了後对外公表し、その後オペ対象先の選定手続きを進め、3月中にオペ対象先の選定結果を公表したい。

その後、オペ対象先決定を受けて、担保の受入を開始し、担保の集玉状況を見極めたうえで、極力早期にオペのオファーを実施したいと考えている。

速水議長

ただ今の説明を踏まえて、自由に討議頂きたい。

本日決まった場合の実施日程を今一度説明して欲しい。

山下金融市場局長

本日発表した後、オペ対象先から担保がどの程度持ち込まれるのか申請状況を見極め、オペ対象先を選定し、担保受入手続を行ない、そのうえでオファーができる段取りになっている。従って、3月中に一応オペ対象先を決定し、そこから担保がどの程度持ち込まれるかを見極めたうえで実施することになる。できれば3月中に実施したいと考えているが、担保が集まらないとオペができないため、集玉状況を見極めたうえで行ないたい。

三木委員

本件は、オペレーション手段の導入であり、臨時貸出措置のように臨時ではないということで良いか。

稲葉企画室参事

そうである。当面は企業金融の円滑化に資する点を重視する側面を有するが、今後日本銀行の一つのオペ手段として活用していきたい。期限を切って行なう措置ではないと考えている。

中原委員

私はこれに反対であるが、反対理由を改めて考えてみると、一つは中央銀行として企業金融の領域にまで進出するのは如何なものかということである。企業金融に資することを目指すのであれば、伝統的なマネタリーポリシーを使って行なうべきだと思う。企業金融というのは優れて銀行の

分野であるから、銀行に任せるべきだというのが一つである。二番目は、実際問題として社債の玉がないと思われ、効果が非常に限られたものにならざるを得ない。少なくとも玉不足であることは否めない。三番目に、CPの場合と全く同様に、多分使える玉については日銀のオペレーションが支配的になってしまうと考えられることである。CPの場合には、実質的にはCPマーケットの5割以上を日銀が引き受けている訳であり、市場を育成しようと思ったが、なかなか巧くいってない。将来はCPも巧くいくと思うが、そうした意味で日本銀行がやはりドミナントになってしまうのではないかということが第三の理由である。四番目としては、公的資金の注入が行なわれ、企業金融における逼迫感が大分和らいでくるのではないかということである。

この四点が主な理由である。調節手段を増やすのは大変結構なことのように見えるが、現在日本銀行に対して買オペを増やすべきだといった外部からの注文もある訳であり、それとの兼合いをどうするのかということもあるように思う。老婆心かもしれないが、以上の理由から改めて反対する。

速水議長

中央銀行は企業金融にはタッチしないと言われたが、欧州の中央銀行、特に英蘭銀行などは企業金融に係るCP・BAなどを市場を通じて自らの資産にし、それをオペに使っている。それが長年の伝統であり、そこは今の反対理由の中で同意しかねる点である。

中原委員

必ずしも担保に使うのが悪いと言っている訳ではない。企業金融を助けることを表に出して行なうのは如何なものかと考えている。

速水議長

結果として助けることになるかもしれないが、中央銀行の持つ資産として上質の企業金融資産を保有するのは普通の在り方だと思っている。

藤原副総裁

本措置が加わると、日本銀行の金融調節手段の中でどういう位置付けが展望されるのか。

稲葉企画室参事

日本銀行のオペ手段の中で、貸出のウェイトは極めて小さくなっており、民間の金融資産を活用したオペ手段は、CPを除くと手形、あるいは本措置のみになる。従って、今後手形オペを見直していく中で民間金融資産を活用したオペレーションの一つの柱になっていくものと思う。

山下金融市場局長

調節を担当する立場からは、来年 2000 年には R T G S が導入されるため、現在の短資を通じる手形オペはなくなる。短資を通さない根担保の一種の相対ベースの手形方式になるため、本オペはその原型を作ることになる。今回導入する新オペの担保は社債と証貸に限定されているが、今後 2000 年の R T G S 対応としては担保範囲を拡大していくことになる。その意味で今回は小さく生むが、例えば印紙税の制約などを色々見直していきつつ 2000 年に備える意味がある。今一つは、日本の社債市場の問題点は、流動性の乏しさにあるが、本オペの導入により銀行・証券会社等に対して社債の流動化の道を開くことが契機となり、社債市場向上のために色々な意見が出される一種の手掛かりになる面もある。そうした意味で、調節をする立場からはこうした形で進めさせて頂くことが大変有り難い。

速水議長

他にご意見がなければ採決に入りたい。

[政府からの出席者退室]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ただ今の採決の結果、賛成 8、反対 1 の賛成多数であった。反対は中原委員である。

[政府からの代表者入室]

速水議長

社債等担保オペの実施要領については賛成多数で決定された。本件は会議終了後執行部から適宜对外公表させて頂く。

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

願います。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-3）

山下金融市場局長

それでは資料3を基にご説明する。

国内市場においては前回会合以降、長期金利が再び大幅に上昇し、5日には2.366%と、97年7月以来の水準となるなど大きな変動を示している。これに対し、短期金融市場の方は対照的に引き続き安定した推移を辿った。まず、オーバーナイト・レートは月末月初等の所謂物日を除いて概ね0.25%をやや下回る水準で大変落ち着いた動きとなった。その結果、来週月曜日に終る1月積み期のオーバーナイト加重平均レートは昨日段階で0.23%となっている。この間、金融調節面ではこうした落ち着いたマーケットの地合いを踏まえ、基本的にはリザーブ・ニュートラルないしは積み下1千億円となる中立的なオペレーションを継続してきた。都銀等の取り手の資金ポジションが貸出の減少や国債の売却等に伴う資産の圧縮、さらにはターム物調達の見通し等を背景にかなり好転してきていることなどから、放置すればオーバーナイト・レートが低下しがちな資金需給の引き緩み基調が続いている。

こうした中で、ターム物レートは一段と低下傾向を強めている。例えば、ユーロ円TIBOR1か月物は1月19日の0.54%から直近の10日には0.46%と、8bpの低下となっている。3か月物も年度末接近に伴い従来のパターンであれば上昇圧力が強まる時期にあるが、逆にじりじりと低下する傾向にあり、同じ期間に0.74%から0.69%へ5bpの低下となっている。このようにターム物レートがここにきて低下傾向を強めているのは、金融機関への公的資本注入額の増額に伴い年度末に7兆円を超える資金が市場に供給される見通しとなってきたこと、外貨資産の圧縮や早目の資金手当等から主要邦銀の年度末越えの外貨繰りに目処がつつあるため、外貨調達用の円投需要が大きく減少していることを背景としたものである。

以上のような市場環境の変化を踏まえ、金融調節面では当面次のような

方針で臨みたいと考えている。まず第一に、これまでCPオペを中心に着実に積み上げてきた年度末越えの資金供給については、今後期越えレートが上昇に転じるなど情勢変化がない限り、基本的にはやや抑制気味に運営したい。10日現在での年度末越えオペ残高は臨時貸出を含めて3.8兆円と、前年同時期の10.2兆円を大きく下回っているが、年度末に予想されている公的資本注入額7兆円をカウントすると11兆円弱となり、金融危機の最中にあった昨年の資金供給額を既に上回る計算となる。

第二に、資金の供給手段として従来以上にレポ・オペの活用を図ってきたい。これは国債市場が都銀や生保等の機関投資家の投げ売りからレートが上がり易い状況にあるため、こうした投げ売り玉を受ける証券ブローカー等の資金繰りをサポートする姿勢を示し、マーケット地合いの安定化に多少とも貢献する狙いに基づくものである。これに伴い買入手形等ほかの供給手段については、CPオペを除いて抑制的に運営していきたい。

最後に資金吸収手段としては、売出手形に代えてFBオペの比重を徐々に引き上げていきたい。因みに、前回の政策決定会合でご決定頂いた金利入札方式によるFBオペについては、オペ先選定等の所定の手続きを終え、一昨日10日に第一回のオファーを行なった。15日スタートのワンウィーク物は金額を3,000億円と絞ったことに加え、第一回のご祝儀的な参加もあった模様であり応札は応募枠の6倍の1兆8千億円、落札平均金利も0.253%と同じ期間のユーロ円レートの0.29%をやや下回る結果となった。マーケット関係者の本オペに対する関心は極めて大きく、順調なスタートを切ったと評価し得るのではないかと思う。今後ともTBレートに攪乱的な影響を及ぼさないよう配意しつつ、オペの規模を徐々に拡大していきたいと考えている。

(午前9時29分河出経済企画庁調整局長退室、堺屋経済企画庁長官入室)

植田委員

レポ・オペの件については、長期債の在庫金融という面が若干ある訳だ

が、レポ・オペを打った長期債のマーケットに若干の反応があるのか、ほとんど反応がないのか。

山下金融市場局長

レポ・オペの実施に伴い、それを好感して長期金利が多少動くという関係がみられる日もある。ただ、例えば投げ売りがあった日にレポ金利が必ず大きく跳ね上がるといった関係も必ずしもみられない。現在投げ売りをしているのは都銀や生保等でありそれを受けているのは外証を中心とした証券会社である。彼らはレポでファンディングを行なっているため、その金利が下がれば理屈としてはそれだけ受け易いと言える。こうした環境下で、レポ・オペを活用していくことは我々の出来る一つの道ではないかと考えている。

後藤委員

2月に入ってから積み下ないしリザーブ・ニュートラルの状況下でほとんど連日売出手形が行なわれているが、調節手段として売出手形をFBに切り替えていくことは、バランスシートの姿としても良いと思う。一方、長期国債が非常に値下がりして金利が上昇しておりながら、その中間にある金融債の利回りが国債ほどは上昇していないが、どうか。

山下金融市場局長

現在の国債金利上昇の理由として、国債の需給や資金運用部の問題等色々ある訳だが、基本的には財政が例えば金融システムに60兆円を投入するとか、あるいは信用保証協会の特別枠20兆円を設けるということで、いわば民間のリスクを公的部門が取るという形で進んでいるため、当然民間部門のリスクは低下してきている。一方、公的部門のリスクが上がる形でリスクプロファイルが変わってきている感じがベースにあると思う。そうしたリスク状況の変化が、長期金利の上昇の一部を説明するし、一方では民間のスワップレートや金融債利回りの上昇が小さいことや、あるいは

社債のスプレッドもそれ程上昇していないことを説明し得ると思う。

後藤委員

リスクが、民間から政府や公的部門に、制度的に、あるいは色々な政策上の措置によって移ることに伴い、公的部門なり国債のリスク・プレミアムが増えていることになる訳か。

山下金融市場局長

リスク・プレミアムが増えているというか、要するにリスクのリバランスと称しているが、これまで銀行セクターが持っていたリスクを例えば60兆円を投入して公的セクターが受ける訳である。当然信用リスクも下がるし、ジャパン・プレミアムが下がるなど銀行に対する評価は上がってきた訳だが、多分その分のリスクは公的セクターに移っている。そうしたリバランスされた分についてある程度織り込む形で、多少スプレッドの変化が起きているのではないかと思う。

中原委員

後藤委員の質問と関連して一言。結局日本銀行が0.25%まで下げて短期市場を落ち着かせようとしており、それは成功したのだが、その結果として例えば昨年の秋には10%程度だったマネタリーベースが3.6%まで下がってしまった。今度はそちらの方に問題が移ってきてしまっている。それが現時点で一番の焦点なのではないか。非常に難しい問題をはらんでいると思う。

山口副総裁

日本の場合はマネタリーベースの大部分が流通現金であり、金融システムに対する不安が収まってきた結果として、銀行券に対する取り敢えずの需要が落ち、マネタリーベースの伸びが落ちてきているのは事実だと思う。しかし、これがそれ自体として新しい問題を生み出しているとか、あるいは

はマネタリーベースの伸びがそうしたバック・グラウンドを持ちながら落ちてきた結果として国債利回りが上昇しているという含意だとすると、そこは若干違うのではないかと思う。

武富委員

60兆円の件と、それに絡むリバランスイングの説明があったが、60兆円にしても財政資金そのものが出ることと、保証のような将来出るかもしれないものとは質的に多少差があるのか。市場ではその両方を込み込みで考えて究極のリスクを念頭に置き、リバランスイング的な議論をしているのか。それとも今少し質的に分けて、むしろ日銀信用が初発の段階で出てくる形で60兆円が出ると認識している部分もあるのか。

山下金融市場局長

リバランスイングについては最近マーケットの人達が言い始めたものであり、まだそれ程詰めた議論ではない。まず大量発行から始まり、資金運用部ショックが起きてきた流れの中で、どの辺の水準に落ち着くかという議論を始めてくると、基本的には景気は悪いがそうしたリスク・プロファイルが変わったことが影響しているということではないか。ただ、詰めた議論はまだなされていないのではないかと思う。

また、後藤委員が売出手形の議論をされたが、オーバーナイト・レート0.25%というマンドートの下で、そこに誘導していくためには、日々の資金需給の調節上大幅な過剰を作ると金利が下がってしまうため、売出手形で吸収している訳である。マネタリーベースが下がっているのは問題であり、むしろ売出手形での吸収を行わなければどうなるのか、という議論はあろう。ただ、調節を実行している実感からすると、預保の資金などが色々出ているため、金融調節によるネットの要資金供給額はかなり減ってきている訳だが、現状、レポの4兆円、CPの6兆円等に加え、今回の臨時貸出等も合わせ16兆、17兆円をグロスで資金供給しており、そのままでは資金過剰になってしまう。従って、12兆円を売出手形で吸収している

訳だが、それではこの売出手形を 12 兆円落としてグロスでも 2 兆円の資金供給しかしていないことと同じかという、それは全く違う。やはり我々が供給し、そこで資金を回して回らない先につけたり、あるいは売出手形が外銀の運用手段になり、そこに円転が入ってきて回すという役割を果たしている訳である。単純に売出手形の部分を消したネットのみ供給しているというのではなく、やはり売出手形はそれなりの役割を果たしている。それでは、マネタリーベースとは何かということだが、銀行券と準備預金、貨幣も含めて考えてみると、何故売出手形がそれ程迫害視されなければならないのかと思う。例えば、マネーサプライにおいて $M2 + CD$ の CD が一応マネー性を持つということであれば、売出手形も準備預金とは違うとしても、ある程度のマネー性を持つと言えないのか。調節を行なっている立場からは、無意味な形で流動性を供給しているのではないと認識している。例えば、超過準備に付利をすれば、オーバーナイトの売出手形実行と同じことである。それはベースマネーではないのか。やはり付利しているためにベースマネーにはならないということではないように思う。多分、金利ゼロの超過準備とオーバーナイトで付利した超過準備とでは機能が全く違う、あるいは質的に違うということはないのではないか。従って、ベースマネーについては現在の狭義のベースマネーにこだわらずに広義のベースマネーというか、 $MB +$ 売出手形といった概念でとらえないと、我々は一体何をやっているのかということになる。

後藤委員

気持ちは分かった。

中原委員

ただ、金融政策として正しいかどうかは、また別の話である。

山下金融市場局長

ただ、売出手形を全部落としてグロスを落とすのと同じかという、そ

うではない。

中原委員

財政に伴うアップ・アンド・ダウンに対して売出手形で調節すべきだと思ふ。

速水議長

次に、村上国際局長から為替市場の動向、海外経済の動向について報告してもらふ。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料－4）

村上国際局長

資料4に関してご報告する。円の対ドル相場は、先週の113円台を中心とするもみ合いの動きからここ数日は114円台と円が多少下落して推移している。現在も114円38銭である。これは、わが国の長期国債利回りが今週の初めに低下をみたため、本邦資本勢のドル買いが出たほか、市場では、米国政府がわが国に金融緩和を求め始めた、あるいは米国の政府要人が金融政策は重要な手段の一つであると語ったと伝えられ、これを材料視した海外勢のドル買い戻しが入り、円に対する下落圧力が増したものと考えられる。もっとも、115円の近辺では本邦輸出筋のドル売りが出るほか、米国株価の下落懸念や本邦機関投資家による期末前のドル資産取崩予想等が円に対する下支え材料となっているため、114円から115円の動きになっている。

ユーロの対ドル相場はECBによる利下げ期待が根強く残る中、先週末には1ユーロ1.12ドル台に下落してボトムを更新した。今週に入ってからドイツの鉱工業生産や失業率がいずれも市場の予想を上回る好結果で公表されたため、ユーロエリアの景気が上振れるのではないかといい好材料があったが、一方で、ロシアの銀行が債務返済が出来ずにデフォルトになるのではないかと、ドイツの金属労組のストがこじれているといっ

たニュースがユーロに対するマイナス材料に扱われ、1.13ドルの小動きで推移していた。また、昨日はフランスのストラスカーン蔵相がECBの利下げ余地について言及したこともあり、ユーロのレートは再び1.12ドル台に下落している。ユーロの対ポンド相場は、BOEが2月4日にレポ金利を50bp引き下げ5.5%としたことに対する為替市場の反応としては利下げが既に織込み済みだった上に、幅が50bpと予想を上回ったため、むしろ利下げの打ち止め感が広く広がり、相場は横這いに推移している。

エマージングマーケットのうち、ブラジルは前回決定会合の直前にフロート制へ移行している。その後、リアル相場は1月末の29日に一旦2.05リアル/ドルと40%を超える切下げをみせたが、その後一時流れた預金封鎖の噂が消えたことや中銀による金利の引き上げが功を奏し、現在は1.9リアル台で動いている。1.9リアルは約36%の切下げ率となる。株式市場はフロート制への移行以降ほぼ一貫して上昇している。これは、財政改革への取組みが好感されているほか、リアルが下落した結果、一部の海外投資家が株価割安とみて買いに出ているためと指摘されている。現在のところ近隣諸国の為替、株の動きについて、東アジアでみられたような連鎖的な市場の混乱は回避し得ている状況である。例えば、メキシコのペソは前回決定会合以降、約1.5%の上昇と強含んでいる。また、懸念されたアルゼンチンのカレンシー・ボード制に対するアタックについても目立った動きはない。次に、ロシアの動きであるが、前回決定会合以降、為替も株もほぼ横這いである。エリツィン大統領の健康問題のほかに、新興財閥グループのオネクシム・バンクの債務不履行問題が浮上したため不安要素は幾つか内在している。IMFプログラムに関するIMFとの話し合いについても、財政改革を巡って大きな隔たりがあると伝わっている。ただ、現在のところ、問題が国際的に波及しないようIMFや公的当局、民間サイドも細心の注意を払ってロシアサイドと交渉に当たっているのが実情である。中国・香港の関係については、ブラジルがフロートに移行した折に、次のターゲットとして中国元、香港ドルが市場に浮上してきた訳だが、中国当局者の強い切り下げ否定発言により落ち着きを見せている。HIBO

Rは1月20日と30日の間に一旦山が出来ているが、これはチャイナ・デイリー紙が人民元の切り下げないしは変動相場制移行は必ずしも悪いことではないとの記事を1月24日に載せたため、市場で不安感が若干高まり金利が上昇したものであるが、その後朱鎔基首相や載人民銀行長の否定コメントで下落している。

次に注目されるのは米国の株価である。S&P500で既往ピークをつけた1月29日の直前、オプション取引が一番活発であった27日の動向とウォールストリートの有名なストラテジストが5%から10%の株価コレクションが起き得ると警鐘を鳴らした2月8日の予想株価水準の推計確率分布の図形をみしてみる。たまたまこの両日共にS&P500自体の水準は1,243ドルと同じであった。27日には、まさにピークを更新しようとしていただけに、1,243ドルを上回る側に高く鋭い山を作っており、上昇期待が強いのが分かる。同時に下回る側にもこぶがあることをみると、一部では小幅のコレクションも起き得るとみていた模様である。これに対して、2月8日の場合は、依然として1,243ドルを上回る側に大きな山があるため、3月にさらに上昇するだろうとみるブル感が市場では勝っていることを示している。ただ、山の高さが低くなっているほか、1,243ドルを下回る側にもふくらみを持った小山を作っているだけに、下落予測も強まった形となっている。もっとも、この形状からみる限り、株価が高水準であるにもかかわらず、大幅な下落を予測するこぶはまだできておらず、コレクションはどちらかといえば小幅と予測されているのが大勢であると理解できる。こうしたセンチメントについては、この間公表されたGDPや、雇用統計に加え、1月の小売売上高が+0.2%とまますの数字となっており、そうした経済の好調持続とラ米地域の市場が小康を得ていることが背景として考えられる。また、昨日はグリーンSPAN議長が議会証言をしているが、金融政策に関する発言は一切していない。株価についても積極的には触れていないため、マーケットは何も言わなかったことがむしろ買材料と判断し、ダウは前日の9,177ドルから9,363ドルへ186ドルの上昇をみたところである。

最後に、円相場についてドル／円相場のオプションリスク・リバーサル
の1か月物と1年物の推移をみると、1か月ものはドルのプットオーバー
幅が1月末にかけて一旦縮小したが、現在再び拡大しており、ドル・ベア
センチが強い、即ち円高感の強い状況を示している。これに対して、1年
物では一頃のドル・プットオーバーからコール・オーバーへとプラスに転
じており、ドル・ブル感の強い状況、即ち円安センチメントとなっている。
市場では短期的には日米金利格差の動向や期末に向けたドル建て資産の
取崩のいわゆるリパトリエーションに注目して円高とみているようで
あるが、長いところでは円に対する不安感を増している状況である。

中原委員

アメリカのマネーサプライが最近急増しているのではないか。

村上国際局長

12月は8.9%とじりじり伸びているうえに、ご指摘のとおりかなり伸び
ているという話が伝わってきている。

中原委員

二桁になっているそうである。

村上国際局長

ただ、連銀がマネーサプライ自体について注意を払っているとは聞いて
いない。

三木委員

中国の投資銀行、投資公司の一連の破綻懸念の動きはその後どうなっ
ているのか。

村上国際局長

その後、載行長が、記者会見でG I T I C——広東国際信託投資公司——に関し、いわゆる破産処理について広東の高等法院に手続きの申請をし、法院がそれを受理したと解説していた。先般1月末にはまだ申請を承認した訳ではないと語ったが、そのインプリケーションとしては、まだ債権者の全体会合がこれから行なわれ、当局側からさらに色々と説明があり得るのではないかということである。一部の見方ではこれまで中国がしばしば行なってきたように、単に法律のルールに基づいて処理するのではなく、多少何らかの含みを持った扱いが採られる可能性もまだ残されているのではないかということである。ただ、確信の持てる情報は全くないため、今後の中国当局の動向が注目される。

速水議長

円の対ドル相場と円の対ユーロ相場は大体同じ動きだと思う。従って、ドルが強くなったり弱くなったりするにつれて、円が動いていると考えて良いと思うが、どうか。

村上国際局長

確かにそういうことも考えられると思うが、ヘッジファンド等、市場のプレイヤーの動きとしては、ユーロについては利下げ期待が非常に強く残っているため、売り気配にあり、特に昨日のストラスカーン蔵相の話等を見て売ってきている。ヘッジファンドは円については115円、ないしそれより一時安くなった時点で円を買い、113円程度になると売るという形であり、その間ユーロを挟んで取引をしている状況である。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告して頂く。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-5）

村山調査統計局長

資料5「経済活動の現状評価」に沿って説明する。まず現状認識であるが、設備投資は依然として大幅な減少を続けている。個人消費、住宅投資とも横這い圏内の動きになっているが、レベルとしてはなお低調の域を出ていない。純輸出は緩やかながらも増加基調、公共投資は増勢である。在庫調整については引き続き進捗している。こうしたことから、生産は横這い圏内の推移となっている。物価面では卸売物価は引き続き下落基調、消費者物価も軟調に推移している。以上、昨年秋頃までと比べると、経済情勢の悪化テンポはかなり緩やかなものになってきている。また、中小企業の景況感には、下げ止まりに向かう気配も窺われる。ただ、企業の支出抑制の姿勢には依然変化がみられない。また、家計支出についても、一部では住宅公庫への借り入れ申し込みが増加する動きもあるが、個人消費には強弱双方の動きを示す指標が混在しており、所得の減少を跳ね返すだけの力は感じられない。従って、民間需要は依然として低迷基調を脱するには至っていないという判断である。

先行きについては、公共投資の増加が経済を下支えしていくことが予想される。在庫調整も進捗している。年度末頃には住宅投資が上向くと考えられる。従って、近いうちに景気が一旦は下げ止まりの様相を呈する可能性が高まっている。しかし、企業や家計の所得環境をみると、景気が一旦下げ止まりの様相を呈したとしても、現在のところそれが民間需要の回復に繋がっていく展望には乏しい。また、長期金利の上昇傾向が続くと、企業の収益・投資計画に悪影響を及ぼす惧れがあることにも注意が必要である。この長期金利上昇の影響であるが、これは短期と中長期に分けて考える必要がある。短期的には、まず設備投資については既に資金制約等を引き金に大幅に減少しており、逆に住宅投資には金利先高観に基づく駆け込み需要が見込まれるため、短期的には大きな影響はないといえる。ただ、長期金利の上昇が続くといずれ借入コストに影響し、また為替相場や株価を通じて企業の収益・投資計画に悪影響を及ぼす可能性がある。物価につ

いては、年明け後に下落テンポが加速するとみていたが、足許の物価指数の動きからみると物価の下落テンポが直ちに加速していく惧れは小さい。ただ、賃金の低下、あるいは円高の影響等が来年度にかけて物価の下落テンポを徐々に速めていく可能性があり、下落加速の可能性は依然高い。

以下各論をご説明する。公共投資の関連財の出荷が漸く上向いて来たことが確認されている。実質輸出の合計は昨年の第4四半期に前期比-0.6%と若干ながらマイナスになっている。内訳を見ると米国が-2.4%と落込んでいる。ただ、これは一時的な現象ではないかとみている。つまり、需要が比較的堅調な情報関連財まで米国向けが落ちているため、恐らく1~3月にかけて再び増加していくだろうということである。ただ、目先は、円高から中東、中南米向けの乗用車のスポット輸出が下振れており、実質輸出は暫く横這い圏内で推移するのではないか。一方輸入については原材料在庫の積み上りから、当面弱含みが予想され、ネットの輸出としては緩やかな増勢が続くとみている。

次に設備投資については、ここにきて大企業の設備調整が本格化している一方、これまで先行して減少してきた中小企業は減少テンポが幾分鈍化している状況である。全体として当面はかなりのテンポで減少を続けており、来年度入り後も減少基調を辿る公算が大きい。

中小企業の金融面については、信用保証制度の拡充等により、資金繰りは厳しいながらも方向としては引き続き緩和の方向である。中小企業動向調査及び中小企業景況調査ともここにきて厳しいながらも若干緩和の方向にあるという結果である。こうしたことを映じ、中小企業の景況感についてもこのところ下げ止まりに向かう気配がみられるということである。

個人消費では、家電は、10月に白物家電の売れ行きがかなり上がってきたが、こうした白物家電も11、12月、特に12月にかけて売れ行きが鈍っている。もっとも、パソコンについては一貫して好調が続いている。また自動車は除く軽自動車のベースで、10月以降かなり減少したが、1月には漸く7~9月の水準まで戻している。一方、軽自動車は10月以降かなり大幅な伸びを続けているが、さすがに1月に入って販売が頭打ちになってき

た。しかし、軽自動車の販売レベルはかなり高い水準が続いているため、普通乗用車と合計した台数では1月はかなり増加している。次に、全国百貨店、チェーンストアの動きをみると、両者とも11月はバーゲン等で好伸したが、12月はボーナス商戦が不振であった。1月についても基本的には不冴えであるが、デパート、特に都内デパートについては一部デパートの閉店セールが前年比6、7倍の売り上げを記録したため、恐らく都内デパートの1月は前期比で8~9%程度の伸びになるとみている。これは一時的なものであるが、こうしたことが仮に実現すると、全国ベースでも1%以上の押し上げ要因になり、計数上は1月のデパートの売上は上向いた形になっている。

サービス関連では、コンビニが足許少し上がっているが、11月に煙草値上げ前の駆け込みがあった一方、12月はその反動で落ち込んでおり、全体に頭打ち感が強まっている。旅行取扱額は12月が前月比-3.3と再び減少しており、依然として不振である。こうしたことを総括すると、強弱双方の動きを示す指標が混在しており、総じて低調の域を脱していないという判断である。ただし、所得の減少幅に比べれば、個人消費は何とか持ち堪えていると言えると思う。消費者マインドの悪化がここ許避けられている中で、これまで低下を続けてきた消費性向が販売促進努力等に促される形で幾分上昇した結果と考えられる。ただ、所得の減少は今後も続くと予想され、また人々の将来所得の不安感が根強いことを踏まえると、消費については当面低調なものに止まる蓋然性が高いと考えている。

次に住宅投資については、第三回の住宅金融公庫の申し込みが前年比5割近い伸びになった。現在第四回の申し込みが開始されているが、こちらも金利先高観、あるいは住宅減税措置の効果から駆け込み需要が喚起される可能性がある。現にハウスメーカーの感触を窺うと、年末以降、展示場への来場者数が大幅に増加しているということである。

次に、最終需要を受けた出荷の動きである。最終需要財の内訳のうち、資本財出荷は設備投資の減少を受けて大幅な減少が続いている。耐久消費財は下げ止まりにある。建設財は公共需要の効果もあり、低水準ながらも

幾分持ち直し気味に推移している。生産動向については、このところほぼ横這い圏内で推移しているが、先行きについては企業ヒアリング等に基づいて判断すると経済対策の効果が期待できる。一方、民間需要の低迷が下押し要因として作用し続けるため、全体としては横這い圏内で推移する可能性が高いとみている。このように在庫調整がかなり進捗しているにも拘らず、生産が明確に増加する気配が依然として窺われていないのが一つの特徴点ではないか。

所得面の動きについては、雇用者数の推移を5人から29人の零細・中小事業所でみると前年比マイナス幅が拡大している。30人以上の規模でもリストラにより、雇用者数が減少しており、両者相俟って雇用は悪化している。1人当たりの名目賃金は前年をかなり下回っており、12月は-4.2%と大幅な落ち込みである。主因はボーナスの大幅な減少である。当面雇用者数・賃金の両面から所得の減少地合いが続くと考えている。

次に、国内商品市況については、日経商品指数の総合は総じて弱含み傾向が続いている。内訳としては、鋼材が公共需要が出ているにもかかわらず民需の低迷が響き、足許まだ弱含み傾向が続いている。卸売物価の3か月前対比はまだ若干のマイナス傾向であるが、その下落テンポは一気に速まるどころまではっていない。今少しマイナス幅が加速的に拡大するとみていたが、足許はそうになっていない。サービス面の価格では、企業向けサービス価格も軟化を続けている。ただ、1月については長プラが上昇し、これに連動した形でリース・レンタル業が値上がりすることが考えられる。従って、この1~3月についてはマイナス幅が一旦縮小する可能性が出てきた。消費者物価は、総合ベース（除く生鮮）では軟調に推移しているが、下落テンポの加速は現時点ではみられていない。これを商品と民間サービスに分けてみると、商品は前年比マイナス幅が少し縮小気味である。幾つか特殊要因がある。一つは11月以降バーゲンが行なわれているが、こうしたバーゲン価格は定義上消費者物価に反映されていない。即ち1週間以上継続されないとバーゲンは反映されないが、大体1週間以内で終わっている。むしろスーパー等においてはバーゲンの割引率を見かけ上大きくす

るために、通常価格を若干引き上げるような動きもあり、逆の方向に出ている。12月は煙草の値上げにより多少プラスになっている。こうした特殊要因はあるが、基本的には卸売物価、特に最終財の値下がりが一服状態にあることを反映した結果ではないかとみている。一方、民間サービスは非常にゆったりしたペースで軟化傾向を続けている。物価の先行きについては、現状物価下落がさらに加速する事態には至っていないし、足許の物価指数の動きからみて物価の下落テンポが直ちに加速していく惧れは小さいといえる。しかし、経済が本年前半にある程度のプラス成長を確保したとしても、既に需給ギャップが戦後最大規模に達しており、需給ギャップの目立った縮小は展望できない。また、今後円高の進行に加え、最近の賃金の弱さもサービス価格の下落に繋がる可能性がある。従って、来年度入り後には物価下落テンポが徐々に速まる可能性が高い。こうした点からは価格改定が集中する4月のサービス価格の動向、あるいは賃金コストの関連で春闘ベアの帰趨が注目されるところである。

堺屋経済企画庁長官

物価下落テンポが徐々に速まる可能性が高い、という判断は、卸売物価、消費者物価両方含めてのものか。

村山調査統計局長

まず卸売物価については、例えば、原油の価格が現在かなり下落しており、円高傾向でもあるため、そうした石油関連製品価格は今少し早目に下がって良いという状態である。ただ、収益状況が悪いため、相当メーカーの方で頑張っており、国内にそうした値下がりが波及しないように止めている。これがいつまで続くのかということであるが、需給状況から考えるといずれ下がってくるのではないか。しかも、こうした円高の状況はラグを持っているため、春頃から消費者物価の方も当然その影響を受ける。特に、サービス価格の方は4月にCSP IもCPIも大体価格の改定が集中するし、賃金コストは消費者物価に比べてかなり低下しているため、そう

した水面下で溜まっている物価低下圧力が4月以降の価格改定に影響を与えるのではないかと予想され、両方の下落テンポが若干なりとも高まるとみている。

堺屋経済企画庁長官

この4月以降そうした形で一時的ではなく、引き続き下落率がさらに大きくなっていくのか。

村山調査統計局長

背景には需給ギャップが戦後最大になっている状況がある。多少プラスの成長が一時的に実現したとしても、潜在成長率との関連からみて需給ギャップは急速に縮小する状況にはない。

速水議長

堺屋経済企画庁長官からご発言があるようですので、どうぞ。

堺屋経済企画庁長官

昨年7月30日に経済企画庁長官に就任してから初めて本会議に出席する光栄に浴させて頂き、大変有り難うございました。経済の運営は大変難しいところであり、皆様方にも金融政策について重々ご配慮頂いていると思う。

わが国経済の動向をみると、個人消費は全体として低調であり、住宅建設も低調を続けている。メーカーの展示場に来る人が増えているとかマンションが売れているという話があり、減税効果や低金利効果が幾らか効いてきたのではないかと期待感もある。公共事業は着工数の方は12月以降減少しているが、実施状況は高水準で進んでいると思う。生産は減少傾向が緩やかになってきたが、依然として低水準である。企業収益は全体として減少しており、雇用情勢も依然として非常に厳しいものがある。恐らく今後もう少し悪い数字が出てくるのではないかという気がする。また、

民間金融機関の貸出が低調なため、企業の設備投資もやはり当分の間回復しないのではないかと考えている。以上のように景気は低迷が長引いているうえ、極めて厳しい状況であり、一層の悪化を示す動きは今後も現れると思うが、幾分か改善する動き、家電、軽自動車、パソコン、半導体あるいはマンションの売れ行きが増えているという兆し、ゴルフ会員権等も上がっているそうであるが、そうした部分的な動きは存在するようである。こうした変化の胎動ともいえるようなことと織り交ざった状況かと思われる。

このような厳しい経済状況の下で、平成 11 年度の予算編成に当っては現在国会で審議して頂いているが、政府は緊急経済対策、10 年度第三次補正予算と、11 年度の当初予算を一体にして不況の環を断ち切るべく、かなり英断をもって大型予算を組んだ。金融対策については、目下かなり大胆な 60 兆円スキームを動かす状況にきているし、公共事業についても、当初予算において公共事業、総合予備費を含めると前年度の 10% 以上の増加という形を作った。また、雇用対策についても 1 兆円の大型スキームを作っている。しかしながら、長期金利の上昇や円高が継続をしたり、あるいは銀行の貸出態度がさらに慎重になれば、景気回復の妨げになるのではないかという懸念も持っている。

従って、金融政策におかれてもこれらの点を踏まえ、十分な流動性の確保に努められる等、適切な運営をお願いしたい。勿論、その手法については皆さんの検討をまつところであり、私から特に意見を差し挟むことはない。経済の状況や景気の判断については、皆様とそれ程違いがある訳ではないため、十分に日本銀行の独自性をもって良く懇談して頂き、万に一つも景気腰折れという状態がないようにして頂ければ幸いである。

景気の判断や経済の運営には容易な時は決してないものであり、常に判断に迷う状態が続くからこそ、あらゆる物の相場が成り立っている。どちらか一方に振れると先に振れてしまっているはずだと言われるので常に苦しい。それにしても、この 1~3 月は大変重大な時期だと感じている。

中原委員

金融政策決定会合で景気動向指数を早く出すように常にお願ひしていたが、早くして頂き大変有り難い。出来れば今少し早く、かつ極力多くの項目を入れて、早く国民に知らせて頂ければ助かる。一層ご努力頂ければと思う。

堺屋経済企画庁長官

政府でも動向把握早期化委員会を作って取組んでいる。これは我々だけでなく総理府、通産省、大蔵省、各官庁に関係ある。日本の統計を作っている現場の方々は正確を旨として迅速を従とする形である。アメリカの方は迅速を主として正確を従とするため、後で修正が出て逆転することがある。その辺をどうバランスさせるべきか専門家に審議して頂いており、本年前半にも何らかの手段を採れるようにしたいと思っている。

(午前10時28分堺屋経済企画庁長官退室、
河出経済企画庁調整局長入室)

速水議長

次に、山本企画室参事から国内金融情勢に関し報告をお願いします。

4. 国内金融情勢に関する報告 (資料-6)

山本企画室参事

資料6「最近の金融情勢について」に沿って報告する。まず、金融市況であるが、短期金融市場と債券市場との間でやや対照的な動きがみられている。短期金融市場の方では、昨年秋以降の懸案であった金融システム不安に由来する邦銀へのリスク・プレミアムの問題が徐々に緩和してきており、ジャパン・プレミアム、ユーロ円金利が年度末を控えているにもかかわらず、落ち着いた推移を辿っている。日本銀行による金融緩和の継続に加えて、金融システム安定化策の進展が好感され、邦銀の流動性リスクや

信用リスクに対する市場の警戒感が後退してきていることを反映していると考えられる。この面では日本経済にとって一つの明るい材料である。しかしながら、債券・株式市場では長期国債の流通利回りが再び上昇し、為替相場も足許円高気味となっている。株価もこうした動きを受けて軟調に推移している。これらの相場の動きが、新たな日本経済にとっての不透明材料としてのしかかってくると思われる。

金融の量的側面では、マネーサプライの伸びは概ね3%台の横這いであるが、マネタリーベース、つまり銀行券+準備預金の伸び率が低下してきている。主因は銀行券の伸び鈍化である。一昨年秋以降、金融システム不安を背景にタンス預金の動きが強まっていたものが、かなり収まってきており、銀行券の伸び鈍化の理由となっていると考えている。

企業金融の動きは、実体経済活動に伴う資金需要は低迷を続けていることが比較的明らかになってきている。一方、これまでは貸し渋り懸念から企業の間で手許資金積み上げの動きが強まっていたが、これも徐々に収まってきている。民間銀行自体は慎重な融資姿勢を維持しているものとみられるが、信用保証制度の拡充がこうした貸し渋り懸念の後退に徐々に繋がりは始めている。この結果、企業金融は一頃に比べ逼迫感が和らいできている。以上のように、従来最も心配されていた民間の金融機関や企業の信用リスクが公的資本の投入の枠組みが決まる、あるいは信用保証の拡充という形で大分軽減されてきた。その一方で、そうしたリスクを肩代わりする形となった国の国債金利が上昇している。社債や金融債の利回りも国債との間の格差はやや縮まりながらも、全体としては上昇してきており、長期金利の上昇、あるいは円高の動きが経済の回復を阻害しかねない新たな不透明材料になっている。

そうした動きを確認させて頂きたい。短期金融市場の動きであるが、ジャパン・プレミアムは大体0.1%台後半になってきた。昨日は0.19%である。過去の水準との比較でも、昨年夏の長銀問題が起きる前までの比較的落ち着いていた水準まで低下してきた。年度末を今後控えているにもかかわらずここまで縮小してきたのを見ると、かなり局面が変わってきた

という印象である。ユーロ円金利自体はまだそれ程目立って低下してきている訳ではないが、ジャパン・プレミアムの動きとの関係からみても、トレンドとしては明らかに低下する方向の環境になってきている。実際の動きをみても、ほぼ毎日極く小幅ながら緩む方向に展開してきているのが現状である。

次に、長期金利を1年物インプライド・フォワード・レートに分解して長期のところまで各市場参加者の見方がどのようになっているかを確認しておきたい。現物のスワップ1年物は長期というより短期であるが、短期金利の動きにつられて、むしろ極く小幅ながら緩み気味の展開となっている。しかし、2年先以降で急激に角度が上に上がっている。今回の長期金利の上昇は、必ずしも5年以上や10年といった長期だけではなく、中期ゾーンでもレート水準が上昇しているのが特徴である。従って、社債の発行金利等には比較的広範に上昇圧力がかかっていると思う。社債と国債の利回りスプレッドはほぼ横這いであるが、極く足許はむしろ国債の上げ幅の方が大きく、社債の方がやや小さくなっている。

量的指標の動きをM2+C Dの前年比とマネタリーベースの前年比でみると、M2+C Dは企業の手許資金を厚目に保有しようとする動きから折りに触れて上振れしてきた感じであるが、ほぼ3%台半ばないしは3%台後半程度の実勢が現状も続いているとみている。この間、マネタリーベースは12月に急減した。前年比でみると、一昨年11月末に山一の問題が起き、急激にタンス預金にシフトする動きがあったため、その裏という面がある。しかし、——マネタリーベースの9割以上が銀行券であり、ほとんど全てが銀行券の動きによって説明される訳であるが、——3か月前比年率も12月は極端に落ちているため、単に山一の裏というだけではない。

銀行券の伸びに関する要因分析は非常に難しいが、一応の理由としては、やはり12月のボーナスが低調であり、消費自体も低調だったことが考えられる。第二の要因としては年末、年始が金、土、日という曜日構成になっていたため、実質的な休みの期間が短く、預金の引き降ろしや手許現金を持つ動きが小さかったのではないかと思われる。実際の足許の日足をみる

と、1月、2月はじりじりと上昇してきており、そうしたことからみても12月は二番目の要因も多少効いていたのだと思う。第三点としては、今述べたように金融システム不安の後退がタンス預金の動きを鈍化させていることである。今回の全体の流れをみると、金融システム不安の後退は、一つはインターバンク市場においてジャパン・プレミアムの低下として現われ、二つ目の企業金融の方は信用保証の拡充に伴い貸し渋り懸念が徐々に後退しているといったかたちで反映された。家計のレベルにおいても、そうした不安心理が徐々に緩和してきているという要因が入ってきても不思議ではないと思われる。

最後に、民間銀行貸出と社債の動きをみると、主要5業態の貸出実績の実勢ベースは、12月の確報が-1.5%、1月の速報が-1.4%である。従って、貸出の方は前年比マイナス幅がほぼ横這い状態である。夏場、秋口までじわじわと下がってきたマイナス幅の拡大には歯止めがかかりつつあるが、マイナス幅が縮むというトレンドにはまだ入っていない。また、CP・社債については、CPは日本銀行のオペもあり、引き続き発行額は15兆円台である。12月末は15.6兆円であったが、1月末は季節的に若干減り15.1兆円となっている。目立つのは社債の発行であり、1月に入って大幅に減少し、0.3兆円である。1月はネット増減ゼロまで低下している。これまで3月償還3兆円の資金手当見合いで社債の発行が進められてきた訳であるが、ほぼ昨年末までに社債の償還資金の手当は終わったとみられている。そうしたことを受けて、社債の発行は本年に入ってから低調に転じており、2月も低目の水準になるとみられている。手許資金積み上げの動きが段々と剥落してきて、改めて企業の実態的な資金需要の弱さが明らかになってきたというのが現状である。

篠塚委員

中小企業金融安定化特別保証制度の12月の保証申込額よりも承諾額が多くなっているのは、どのような理由か。

山本企画室参事

前月からのずれ込みが結構あるはずである。保証申し込みをしてから審査があり、承諾されるという手続きを踏むため、10、11月に申し込みの方が上回っていたことの裏側として、12月はむしろ申し込みよりも実行額の方が多かったものとみられる。

中原委員

3月までの見通しはどうか。枠の消化はどのような見通しか。

山本企画室参事

現在のペースでいくと全額消化はできないのではないかと思われる。既に無担保融資枠を全額借り切ったという企業が相当増えているため、保証申し込みのペースが落ちてきた印象が年初になって出てきている。無担保で借りられる枠で借りるべきものは既に借りてしまった中小企業が増えており、今後は余り増えないのではないか。

中原委員

総額でどの程度になるのか。

山本企画室参事

よく分からない。20兆円の枠のうち、現時点で保証申し込みが合計14兆円まできており、10数兆円程度までは勿論いくと思うが、20兆円までいくかどうかは分からない。

中原委員

無担保がどの程度あるかだろう。

山本企画室参事

その統計はないが、どこもまずは無担保から借りるということである。

山口副総裁

先程の説明にあったインプライド・フォワード・レートが中期部分で急騰しているのは、何か意味があるのか。

山本企画室参事

結果としてそうしたゾーンも金利が上昇しているということのみを申し上げたかった。その背景についてはよく分からない。一つ考えられるのは、金融機関の3月末決算に向けてのリスク意識が強く、単に10年物だけではなくて中期物まで含めてリスクを強く意識した部分があると思う。その面から広範にリスク・ナーバスになっている可能性はあると思う。2年先頃から景気が立上がっているとか、物価が上がっているという見通しが反映されているかといわれると、それはどうか。

山口副総裁

それはないであろう。

三木委員

金融監督庁では3月末の貸出をある程度増やす計画を作るように各金融機関に要請していた。数パーセント程度だと思うが、そうした指導がある程度響いているのではないか。

山本企画室参事

そこまで詳しく聞いていない。3月末までの貸出計画はマイナス幅が大きく縮む形であるし、その計画を変えたとは聞いておらず、3月末の期末になるとある程度季節的な分もあるため、その分が押し上げられる可能性はあると思う。ただ、銀行の方も資金需要がやはり低調だという印象はかなり強く持っている。

三木委員

国債、金融債の動きはどうか。

山本企画室参事

かなり大きく振れている。97年の山一以降、金融債と国債の金利格差は、金融機関に対するリスクの強まりから拡大した後、昨年の夏以降は日長銀の問題で一段と拡大した訳である。その後、日長銀と日債銀が処理されたため、一回大きく低下した。最近も両サイドにまだ大きく振れている。

三木委員

金融債の方は比較的安定しているという感じではなく、引きずられてきている感じか。

山本企画室参事

全体としての水準はやはり上がっている。今回1月に長期プライムを決めた時は、レートピークの時点での決定であったため、2月は長期プライムを据え置いている。

速水議長

銀行券の残高は非常に著しく下がってきているが、回転率というか、流通速度は変わってないのか。

山本企画室参事

銀行券そのものについては先程説明したとおりである。マネーサプライについてみると、名目GDPが成長率ゼロの一方、マネー自体は年率3%台で伸びてきているため、マネーサプライの対名目GDP比率の角度は急激に上がっており、角度自体を取ってみるとむしろ80年代よりも上がっている。ただし、マネーサプライの中には予備的動機に基づいて手許に保有しておくという預金もかなり含まれているため、その部分を割り引いて

みるかどうかという問題はある。

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

金融経済情勢に関する委員の意見、討議に入りたい。討議の形式はいつもと同様最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議頂く。その後で、金融政策運営について再度順番に意見を頂戴して、討議頂く。最後に政府から出席されている方々から、もしご意見があれば承るという順序で進めていきたい。まず、金融経済情勢について、委員の意見をお願いします。本日は、中原委員からお願いします。

中原委員

景気の現状をみると、12月は97年3月の山から21か月目だが、底の辺りで這っており、明確な反転あるいは上昇気流に乗ったかどうか不明である。C Iの一致指数は97年3月の山を100として、12月が84.3であり、この8、9、10、11、12と5か月もみ合っている。84.3とは8月の水準であり、これで見ると回復の兆しは認められない。長期先行指数も非常に複雑な動きをしている。10月には一旦反転の兆候があったが、11月にそれがなくなり、12月に再び反転の兆候が出てきたというように非常に微妙な段階である。特に反転の兆候が出たのは生産重視型であり、金融重視型の長期先行指標には反転の兆候はない。C Iの先行指標と一致指標のスムーズ・シックスマンス・レイシオをとると、一応底は打っているが、回復過程には入っていないという結果が出ている。但し、信用保証協会の動きなど幾つか一時的な要因があるため、今後2、3か月をみないと本当の判断はできない。いずれにしても、2、3か月经てば反転期が本年後半のいつ頃かが分かってくると思う。

生産についてはC Iとほとんど同じであり、ほぼ10月がピークで8～12月の間は底を見ている状態である。良いのは新車の登録台数であり、昨年

の4月に底を入れてじりじりと高くなっているが、依然として85.3である。次に良いのが最終需要財の在庫で、12月は99.1と漸く100を割れ、最低となっている。悪いのは実質機械受注で、11月まで引き続き下げしており、10月は最低で80を割っている。次に悪いのは常用雇用指数で9か月連続の下落である。M2+CDは谷山谷の循環をとると、今回の循環は円高不況の第10循環と非常に似ている。第10循環は83年2月から86年11月であるが、谷から谷へと進行するにつれてM2+CDの増加率が高まっているという極めて不思議な格好をしている。通常は拡張期に上昇し、後退期には下落する訳であるが、今回は後退期にも拘らず大きく伸びるということで、極めて特異な形をしている。もう一つ良い面は、出荷と在庫のバランスがクロスしたことであるが、最終需要は依然として弱く、特に消費が弱い。デフレが続いており、WPI、CPI、名目賃金、商品市況も下がってきているため、先行きは依然として予断を許さないことは以前と変わっていない。

その中で幾つか重要な点を見ると、法人統計の対象先の経常利益は99年度は-24%程度、2000年度は-14%程度と依然としてマイナスが続く惧れがある。住宅については一次取得者の比率の高い年齢層が90年には39才であるが、97年春の消費税引き上げ直後は34才まで落ち、若年化が進んでいるのが大変問題である。すなわち全収入に対する土地・家屋関係の借入金の元金の返済比率は30才台前半——これは家計調査であるが——が9.1%、後半が8.9%、40才台前半が7.0%、後半が6.5%と比率の高い世代に移ってきていることが大変問題になるのではないか。従って、駆け込みが終わった後どうなるのか大変心配である。住宅関係では、日銀の資金循環統計をみると98年7~9月に初めて個人の金融負債残高が前年比で0%と減少に転じている。内訳としては、消費者ローンはバブル崩壊後一貫して減少しているが、個人の金融負債の9割を占める住宅ローン残高の伸びが大幅に鈍化した。やはり借入れの好機と考える人も多いが、負債を圧縮したい人も多い訳であり、そうした点が非常に問題になっていると思う。

設備投資については98年9月末で一つの試算をすると過剰ストックが30兆円程度に及ぶという計算が出来る。円高と長期金利高については非常な悪影響があり、長期金利が1%上がればGDPが-4%程度、円が10円動けば-4%程度押し下げられるとの試算であるが、複合するとさらに効き、1年で-0.86%程度の効果があるのではないかと思う。従って、最大の問題は円高と長期金利高がどうなるかである。現時点では依然としてデフレ状況が続いており円高、長期金利高が続く限り、現在よりさらに厳しい局面が出てくる。前回の会合で98年度の名目GDPの成長率が-5%程度になるかもしれないと申し上げたが、ワーストケースではそれ位になるという考え方を変えていない。

篠塚委員

まず、実体経済に関しては執行部の説明にほとんど異議はないが、特に関心を持った点について四点ほど申し上げたい。第一点は公共投資の増加が当面多少明るい材料としてみられることである。雇用に関しても倒産件数等の統計とともに、かなり良い面が出てきている。二番目は、住宅投資の計画について若干明るい情報として触れられていたが、まだ地価が下げ止まっていないため、買い替え需要者にとって資金繰りが巧くいかない点の一つの懸念材料である。三番目は既に説明があったように雇用・所得環境が悪化している中で、賃下げがリストラの過程で徐々に起き始めており、これから賃金を下げる先が出てくるのではないかと懸念している。それが物価の下落に繋がっていくと思う。四番目に失業の統計は12月になって若干改善しているが、実態はほとんど変わっていない。ただ、この統計と共に企業の倒産件数が減少しているため、失業も若干改善したのかと思う。もっとも、信用保証制度の効果については、1月時点で12月の申し込みから比べると3分の1程度に減っており、今後も大きく増えるようには思えないため、この点は若干懸念材料である。先般の支店長会議でも信用保証制度の効果に関しては、中小企業の資金繰り対策として歓迎されてはいるが、赤字補填に充当されて財務体質が一向に改善していないために、今後

借入れをロール・オーバー出来ずに、資金繰りに窮する事例が続出しかねない、という発言があり、今後は不安材料である。こうしたことも国の負債増加の問題として市場の懸念材料につながってきているのかと思う。保証制度の対象外の中堅企業では下請け料が絞り込まれており、かなり厳しさが出ているほか、大企業では未償還社債も多く、デフォルトの事例が生じるのではないかという警戒感が出ている。

最後に失業に関しては、前々回に今後リストラが起きる中で失業者に向けてのセーフティーネットが必要であるにもかかわらず、国の対策が遅々として進まないと申し上げたが、新たなプラスの材料として雇用保険料率を上げ、失業保険の赤字を解消しようとする動きが出てきたことを前向きの評価として挙げたい。現在失業給付のための保険料として給与水準の0.8%を労使折半しているが、それは暫定的な措置であり、雇用保険法上は1.1%でなければならない。これは財政構造改革と絡めて93年度から暫定的に0.8%に引き下げた経緯があるが、その翌年から雇用条件が悪化し、雇用保険の収支が悪くなってきた。恐らく平成11年度の新しい国会ではこの保険料を上げることで赤字を解消する必要が生じていること、さらに失業保険の中身もどのように給付するか、年令とか被保険者の期間に応じて調整する等々の変更がなされるのではないかと思う。この点は今後一層のリストラが進む中であって、失業者の求職期間中の保障に新しい対応が出てくるという点で一つのプラス材料とみている。

金融経済情勢に関しては、一番大きなテーマが長期金利の上昇だと思う。今一つはマネーサプライの伸び率が下がっていることをどう解釈するかである。まず長期金利の問題に関しては、日本銀行が考えるべき点と、政府の財政問題として考えるべき点とをかなり混同して議論されていることが大きな問題ではないか。まず一番目に、国債発行額が大き過ぎることから急に長期国債が売られた訳だが、これは本来大蔵省の管轄である。また、運用部の引受が出来ないことに関しても、そのように判断したこと自体が大蔵省の問題であって、我々ではどうにもできないのではないか。さらに、運用部の買いオペが少なくなった等々の問題も、私共ではなかなか

手が出せないテーマではないか。二番目に、国債発行額、銘柄の問題、期間構成等の問題に関しても、発行計画等を見直すかどうかは私共では出来ないことであり、やはり政府——大蔵省——で判断して頂かなければならない。

三番目に、そうした状況の中で長期金利が上がっていることに対し日銀が何かすべきではないかということだが、まず買切りオペはすべきではない。長期金利の問題に関しては大蔵省の行なうべき分野と日本銀行が行なうべき分野とが錯綜した議論がなされている。日本銀行としては、買切りオペはすべきではないし、仮に実施すれば、いずれ日本銀行に対する信認が失われてしまい、さらにまた長期金利が上昇していくことになる。いずれにしても日本銀行は国債を買ったり引受けたりすべきではないということが前提である。

現在の長期金利水準が本当に異常に高いのかどうかに関しては、私はまだ良く分からない。今回の資料にも幾つか長期金利のデータがあるが、昨年9月9日に一段の金融緩和を行なう以前の段階ではより高い水準で推移していた。9月9日の金融緩和に伴い例えば民間の金融機関は低利のインターバンクでの運用を止め、安全な長期国債を買い、一時的に金利が0.7%まで急激に下がった。その0.7%の水準からみると、現在1.2%程度のギャップがあるため、かなり議論を呼んでいるが、例えば97年5月時点の10年物国債は3%であり、98年9月時点では1.5%であった。そうした状況を考えると、必ずしも現在の金利水準が水準そのものとして異常に高いとは思わない。ただ、その中身として国債の大量発行や引受手がなくなったために上がったことが問題である。

次に、マネタリーベースの動きについてであるが、日本銀行がベースマネー50兆円弱のところインターバンクでは0.25%で調節をした結果、インターバンクそのものの中での資金の供給量は98年度全体でプラスは2兆円程度しかなかった。つまり資金を供給し、かつ吸収するオペを行なった結果であったが、日本銀行は2兆円といった規模ではなく資金の供給を潤沢にもっと出すべきだと思う。山下金融市場局長からただの2兆円では

なく、それは全体として供給レベルを上げ、そして吸収を行なつてのことなので様々な所に行き渡っている、という話があった。しかしベースマネーを今少し増やすことが出来るかどうかを検討する必要がある。ベースマネーの中で銀行券が9割と高い訳であり、銀行券の発行を今少し増やす方向での調整はあり得ると思う。ただ、これは金融政策として日々直面していることに直ぐ何か行なうということではなく、中長期的に日本銀行として銀行券の発行量を毎月4,000億円とするのが良いのかどうかを議論をし、その結果としてベースマネーの水準を多少大きくすることはあり得ると思う。

植田委員

実体経済に関しては調査統計局の見通し等と大差はない。すなわち、足許の景気指標はこの1、2か月の悪化のテンポが和らぎつつあるという表現にほぼマッチしたものかと思う。ただ、以前から我々が考えていたように、半年後以降にまた景気が落ち込んでいく、あるいはそれに伴って物価上昇率も落ち込んでいくリスクはまだ消えていない。足許の物価の落ち方が予想していたほどは速くはないという程度だと思う。

次に金利と為替について議論したい。すなわち、最近の新たな不安要因として追加的に出てきたものがこの二つと考えられる訳である。為替はかなり以前から円高になっていたのに加え、金利が12月に上昇し、その後一旦下落したもののまた上がり、高止まりの状況にある。これが足許直ちに実体経済に響いてきてはいないが、本年の第2、第3四半期頃からマイナスの影響を及ぼしていき、あるいは相当大きなマイナスの影響を及ぼしていく可能性については否定できない。ここで、金利上昇の要因について考えてみたい。例えば、長期金利の決定理論は幾つかあるが、単純なのは将来の予想短期金利加重平均プラス何らかのリスクプレミアムで決まるということである。第一番目の要因は分かり易いが、第二番目のリスクプレミアムについては学界でも大量の分析があり、重要だとは分かっているが、何が決定要因かについては必ずしも意見の一致をみていない。その上

で、若干具体的にこの金利を含めた資産価格の状況について要因分析を試みると次のようになる。

長期金利の上昇要因の一つには明らかに一時の行き過ぎの反動という面があるため、それを除いた部分についてコメントしてみたい。第一には、景気回復期待があるのではないかであるが、仮にこれが正しいとすれば、為替は円高になり、株価には上昇圧力が掛かるだろうと思う。二番目に、財政赤字、国債残高が増えつつあることが将来の長期金利動向について何らかの予想を生み出し、さらに現在の長期金利にも響いているというものである。一つの可能性は単純に将来インフレになるという予想が出てきているかもしれない、ということである。その場合、為替は円安、名目の株価にはプラスの圧力が掛かるかもしれない。同様に将来の財政の姿に対する不安がリスク・プレミアムに効いている可能性があるかと思う。一つは日本政府がデフォルトするリスクだが、これは現時点では小さい。今一つは将来のインフレであり、どの程度上がるか分からないというインフレ率に関するリスクが高まっている面があるかと思う。いずれにせよ、この辺りは為替に対しては円安要因、株価に対してはむしろ株価を引き下げる要因かと思う。

これ以外に市場で需給と呼ばれている要因がある。単純にはグロスの発行高から公的部門の需要見込みを引いたネットの民間部門への供給量が増大していくという予想がある。これによって金利が上昇しているのであれば、恐らく円高要因、株価については株価を押し下げる方向かと思う。最後に、主要な買い手である金融機関のリスク・テイク能力が自己資本不足、あるいは期末要因等から落ちていることによるリスク・プレミアムの上昇も指摘できる。そうであれば、為替は分からないが、株価には下落圧力が掛かるかとも思う。纏めてみると、景気回復期待の要因は常識的に考えても、あるいは株価が伸び悩んでいることを考えても、弱いと思う。また、インフレが不安で長期金利が上昇しているのであれば、円高と整合的でない。従って、インフレについては皆さん心配し始めているものの、これだけで長期金利上昇の全てを説明できるともいえない気がする。要する

に、最もよく分からない需給要因がある程度の役割を果たしていることは否定できない気がする。ただ、このうちの一部は一時的な要因であるということもできるかと思う。

需給要因は極く単純には国債発行高が増加すれば供給圧力で価格が下がり、利回りが上昇するということである。一方、投資家サイドにおいては、今後は資本注入に伴い変わっていくとは思いますが、リスクを取る能力が低下していること、あるいは特に3月期末にかけては新たなリスクを取り難いため、下がった時点で思い切って買っていくことができない状況が考えられる。学者は通常こうしたことを否定するが、取り敢えず一時的にこのような部分である程度金利上昇が上乘せされているということは完全には否定し難いと思う。

最後に、ハイパワードマネーの伸び率低下についての考えであるが、先程来の幾つかの説明のうち、どれが一番正しいのかはやはり決定的なことが言えない気がする。つまり、ボーナスや消費伸び悩みという実体経済のマイナスの結果であるとみるのか、あるいは金融不安が鎮静化したことにより予備的に持っていたキャッシュ等の需要が減退したといった、どちらかといえば経済について良いサインを送っているのか、どちらの要因が強いかは決定的なことは言えない。いずれにせよ、足許の金融調節、あるいは金融政策のスタンスを変更した結果として、こうした状況が起きている訳ではない。また、量を調節するのが良いのか、金利を金融政策の取り敢えずのターゲットとして選ぶのが良いのかという議論がある。ハイパワードマネーの伸び率の要因、マネタリーベースの伸び率の要因が分からないこと、あるいは色々な要因で変化が大きいということは、どちらかと言えば、金利をターゲットに使うポリシーの方が有効性が高いということをサポートする議論である点に注意しておくべきである。私は金利を使わなければならないという議論をする積りはないが、一応そのように取れる要因であるということである。

藤原副総裁

経済の現状判断について、まず前回会合に比べて明るい材料を幾つかピックアップしてみると、個人消費など色々ある。しかし、いずれの項目も全て「但し書き」が付く明るさだと思う。個人消費は月替わりメニューのように、昨年11月は大手スーパーの値引き戦略とか家電が好調だった。12月になると、パソコン販売が好調であった。1月になると乗用車販売が新車投入効果もあって上向いているなど毎月主役が代わっている訳である。しかし、これも調査統計局の分析にあるように、依然、局地的で一時的な現象である。従って、広がりを伴っておらず、持続的ではないといえる。

二番目は住宅投資。金利引き上げ前の駆け込み需要に期待が寄せられており、取り敢えず持ち直したが、「但し書き」は需要の先喰いであるという点である。

三番目の公共投資は増勢が持続しているが、これも年度後半にどうなるか。輸出はアメリカ等の海外景気が幾分上振れ気味であるが、円高進行により効果が打ち消しあっている。生産は在庫調整の進捗があり、下げ止まりということで横這い圏内の動きになっているが、今後明確に増加する気配は窺われない。邦銀の信用リスク、流動性リスクに対する警戒感も金融システム安定化に向けた取り組みの進展等を好感して後退している。短期金融市場も落ち着いている。企業金融面の逼迫感も一頃に比べれば緩和している。しかし、昨年12月の年末程ではないかもしれないが、期末という大きな関所が控えている。一方、悪材料は数こそ少ないが、内容が極めて重い。設備投資が大幅な減少となっているほか、雇用・所得の環境は依然厳しい。企業・家計のコンフィデンスも弱い。物価は引き続き軟調である。これら明るい面と悪い面を比較考慮してみると、どうしても経済の回復は未だしということになる。

前回会合から今回にかけての大きな変化は、やはり円高の進行と長期金利の一段の上昇であり、それ以外では余り大きな変化はなかった。これらは漸く公共投資や輸出により下げ止まりの兆候がみえている日本経済に

対しマイナスの影響を及ぼす可能性があり、この点が最も問題である。先行きの経済に対して楽観的な展望が抱けないのは、景気の悪化テンポは緩やかになってはいるものの、その中であって企業金融面で明確な手応えが感じられないこともある。勿論、日本銀行の金融緩和政策や政府の対策が浸透しているといえるが、実体面や金融面での悪材料が徐々に抜け落ちてきているのであれば、今少し企業金融面で動意や手応えが感じられても良いのではないか。それが無いのは、やはり経済の回復に向けた力が備わっていないということだと思う。

山口副総裁

経済の全体的な評価については、現在は経済政策の様々な手段を総動員した効果が出始めており、小康状態に入ってきている局面だと思う。主として、公共事業増大の効果が大きいのだろうが、例えば消費等についても冷え込む一方という状況ではなくなってきているし、指標も多少ミックスの状況になってきており、全体の小康状態に対して一つのファクターとして寄与しているように思う。ただ、先の展望が多少とも拓けつつあるかという点、残念ながらやはりそうはなっていないように思われる。やはり一番大きいのは設備投資の弱さが暫く続かざるを得ないことである。ここ1、2四半期の中で一つのリスクは3月期決算の予想される悪さが引き金になり、もう一つはかなり危機的な状況があり得るのかどうかという問題である。私は色々考えた結果、3月を挟んで直ちにそうした状況になる可能性は取り敢えずないのではないかと思う。例えば、資本注入直後に銀行行動が急激に厳しさを増していくというようなことはなかなか考え難い。しかし、表面的な事態がどのようなになるにせよ、実体悪はここ暫く進行せざるを得ないのではないか。実体悪が進行する過程で財政支出がピーク・アウトする秋頃までの間に完全に民間セクターがあく抜けできるのかどうか、その点は依然としてかなり大きなリスクが残っている状況ではないか。

金融情勢についても大体小康状態であると思うが、銀行の与信行動は慎重なままであるし、以前から申し上げているとおり、中期的傾向としては

金融機関の与信圧縮が続いていくだろうと思う。資本注入に伴いそうした銀行行動が大きく転換することも暫くの間はないだろうと予想している。その下で企業財務の悪化、格付けの低下が、これも実体悪の一つとして進むと考えざるを得ない。そうした信用リスクの増大は資金コストの上昇、あるいは流動性リスクを完全には払拭しきれない状況として残存していくように思う。以上が現状についての私の全体的な印象である。

この中で起きてきているマーケット環境の変化をどのように評価すべきか若干述べたい。先程植田委員から債券利回りの大幅な上昇についての精緻な分析があり、いわゆる債券需給の悪化にかなりのウエイトを置いた結論が提出された。私は、需給悪化から生じてくる諸々の懸念の背後には恐らく国債が今後どれだけ出てくるのか分からない不安感、財政の中期展望が現在のところ非常に不透明なことがあるのではないかと感じている。この辺は今後の相場の落ち着きどころを見極めつつ、改めて今少し深い分析が必要になる。それはともかくとして、現在の長期金利やその他アセット・プライスの動向をどう評価すべきかという場合には、比較基準を昨年9月9日の我々の政策措置前後の市場環境に置いてみてはどうかと思う。例えば、債券の利回りは9月上旬頃に比べて約1%程度上昇している。株価はほぼ当時と大差ない水準である。為替は円/ドルレートでも、実質実効レートでも、14~15%の上昇である。これだけの変化、特に債券利回りの大幅な上昇と為替相場のかなりの上昇を受け止める力が経済の中で当時に比べて強まっているならば、問題はさ程大きくないのかもしれない。しかし、当時に比べてやはり経済活動の水準はさらに何がしか低下しているし、企業セクターにおいては収益の大きな悪化と雇用調整圧力が一段と高まる状況が起きている。物価の下落圧力が当時よりさらに強まっているかどうかはよく分からないが、当時と同様のプレッシャーが働いているということは言える。勿論、長期金利の上昇というのは、財政の出動と裏腹の関係にある訳だが、長期金利がこれだけ上昇してくると、やはり政策効果の一部をオフセットしてしまう可能性は否定できない訳であり、その意味で将来についての別のリスク・ファクターが新しく出てき

たと受け止めている。

後藤委員

私も昨年の秋頃に比べると、経済情勢の悪化テンポがかなり緩やかなものになり、金融面でも落ち着きが出てきたと判断している。底這い状態に入ってきているという見方が色々なアンケート調査等でも増えている。ただ、設備や雇用の過剰感が依然として非常に強い。設備投資については暫くは期待し難い状態であり、個人消費も斑模様だと思う。当面はやはり住宅にある程度の期待を持たざるを得ない。12月から需給が好転してきているが、私が色々接している情報からみても、やはり金利面と2年を限度とした相当大幅な住宅減税の効果が結構大きいのではないか。住宅投資は色々な派生的な需要を生む性格のものであるため、当面はとにかくこれをできるだけ巧く育てていくことが重要ではないか。

金融情勢をみると、短期市場は落ち着いているが、長期国債の流通利回りが上昇している。この問題が色々な形で議論されているが、一つは現在の水準が異常に高いのかどうか、その要因は何かという二つである。公定歩合を0.5%に引き下げた95年の9月以降の10年国債の利回りをトレースしてみたところ、95年が3.211%、96年が2.450%、97年が1.876%、そして98年に入ってから四半期毎にどんどんいわゆる flight to quality に伴い低下してきたという動きである。2%を若干上回るレベルは歴史的にみれば異常な高金利ではない。ただ、3四半期連続でマイナス成長といった実体経済の動きに対して整合的であるかどうかという点は非常に大きな問題である。今一つは昨年秋以降にこうした債券利回りの上昇が起きている訳であるが、昨年秋以降について債券種類ごとにボトムとピークを比較してみると、国債の最長期物が+1.854%、指標銘柄が+1.690%、これに対し新発の利金債が+0.850%、5年物スワップで+1.02%と、やはり国債の上がり方が相当大きい。ボトムとピークの時点が債券の種類ごとにずれているため、同じ時点での比較ではないが、傾向としては金融債と国債の上がり方に違いが出ている。その背後には直接的には需給要因があると

しても、さらに将来の財政への一種の不安があるのではないか。

銀行券の伸びの低下については執行部や植田委員から指摘があったが、基本的には金融情勢の落ち着きの中で現金の手元保有の動きが収まってきたことが大きいのではないか。これまで一貫して低下してきた信用乗数がこのところ急に反転してきたのもその現われではないかと思う。

武富委員

景気については、この時点までの間に前回会合における評価を変更すべき大きな変化はみられなかった。結局大底圏内で動いており、上にも下にも明確な方向感が定着しない展開である。金融については、インターバンク市場と公社債市場でやや対照的な動きになっている。インターバンク市場が一頃に比べると落ち着きを取り戻している。背景には資本注入の枠組みが整備されたことと、日銀が潤沢な流動性供給のスタンスを続けてきた効果が漸く現れていると思う。さらに先行き大手行に資本注入が現実に行なわれると、インターバンク市場での取手の資金ポジションが改善されることもさらなるインターバンク市場の落ち着き要因になり得る。海外でもジャパン・プレミアムは解消した訳ではないがかなり低下しており、インターバンク市場のこうした落ち着きが日銀券やリザーブの低下に繋がっていると思う。

一方、公社債市場では国債利回りが前回会合の時には一旦低下していたが、ここに来て再度上昇の気配が強いことを受け、為替市場でも円高への圧力がやや上がっている。この基本構図は、翻ってみれば11月、12月、1月、この2月と大きく変わっていない。11月時点で既にこうした長期金利の上昇と円高の可能性については、議事要旨にもでており本会合で指摘されている。構図そのものは変わっていないが、それに対する認識がここへきて大きく変わっているということである。確かに、長期金利がこれ以上上昇を持続し、円高圧力もかかり続ける場合には、先行きについては企業収益の悪化を通じたマイナス圧力に非常に警戒感を持って臨むべきであろうと思う。ただ、今後も長期金利が上がり続けるのかという点に

については、何故ここまで上がっているかを考えるべきである。一般論として長期金利は期待名目成長率とリスク・プレミアムで決まると思う。しかし、期待名目成長率が実際に国債利回りが上昇してきた幅に見合うほど12月の頭辺りを境に大きく嵩上げされたかという点、そうとは言い難い。確かに、期待名目成長率が金融システム対策、緊急経済対策が打たれたことで多少上がっているのは事実だと思うが、一方で市場では下期の失速懸念まで出ているし、デフレ・スパイラルがつとに喧伝されている局面で期待名目成長率がそれほど大幅に上昇したとは考え難い。

従って、リスク・プレミアムは昨年秋口頃はマイナスであったものが、現在は大幅にプラスに転じたと理解せざるを得ない。その場合、リスク・プレミアムの上昇が適正な範囲内なのか、どうなのかが問題になる。このリスク・プレミアムは長期国債の価格変動リスクの部分と、ソブリン・リスクというか発行体としての国の信用リスクの二つに分解できる。長期債の価格変動リスクを市場が強く意識した契機は昨年12月下旬の運用部による新規財源債の引受け停止だったと思う。それをきっかけに銀行・生保などが3月期決算を念頭に置きながら、やや狼狽的に対応した面があり、自己実現的に売りが売りを呼んでいくというような部分があった。この意味ではそうした一時的な部分や、あるいは期末越えによって落ち着いてくる部分については、そこからくるリスク・プレミアムが多少鎮静化する余地があるように思う。恐らく世の中で議論されている国債の引受け論等は背後に需給関係の将来に亘る悪化懸念があり、需給関係の改善期待に伴う引受け論になっているのだと思う。これは適正な議論ではない。問題はリスク・プレミアムのうちのソブリン・リスクが国債価格のボラティリティを高めてしまった根本のところにある。結局は、発行体が将来に亘っての償還能力に懸念がないことを今少し市場に明確に示していくことが必要である。確かに、景気浮揚を優先させるために財革法も一時棚上げになっているが、それと矛盾しない形で将来に向けて小さな政府をどう実現していくかという、今少し具体的なアクション・プログラム等を市場に提示すれば、ソブリン・リスク的な要素に市場が過敏に反応している部分が鎮静化

できるかもしれない。かつて1970年代にニューヨーク市が財政危機に陥った際、連邦政府は最後の最後まで支援を拒み続けた。これはニューヨーク市に大リストラを実行させるためだった訳で、国が将来に亘って小さい政府にそうした形で到達することを示せば、市場の信認を呼び、この部分のリスク・プレミアムが縮小するということではないか。そうした意味では、多少努力を頂けば長期債利回りの低下余地、つまりリスク・プレミアム部分が適正化する、あるいは限りなくゼロに近づくことは可能だと思う。

それにしても、今後とも大量の国債発行は必要であり、その場合に需給的観点からみて日本の部門別の資金過不足における資金の偏在をどう円滑に均していくかがポイントになる。基本線としては、個人部門の資金余剰を、資金不足幅が拡大する公的部門にどう回していくか、その際ある程度市場メカニズムを通じて金利が調節弁にならざるを得ず、その限りでは長期金利が適正に上がることは許容せざるを得ない。このことは財政赤字のファイナンスについて貯蓄性の資金をどう巧く誘導し動員していくかという問題だろうと思う。

三木委員

実体経済面から上半期頃までを展望すると、どのような状況になるのかという観点から申し上げたい。

かつてない低水準での底這いの期間が長引きそうだというのが第一の懸念である。実体経済は底這いになったと思うが、景気回復の芽はなかなか見当たらず、かつてない低水準での底這い期間がかなり長引く可能性が高まってきたことが前回会合と大きく違う点である。この中で明るい材料としては、住宅投資の底打ちが確認されたことであり、駆け込みを考えると、平成10年度118万戸の着工戸数が平成11年度は125万戸が恐らく限界かと考えている。1か月前までの各プレハブメーカーを中心とする売れ行きの状況からみると、政策減税の効果や住宅ローン金利も今後はむしろ上がる方向だということもあり、130万戸はいくというのが市場の見方である。ただ、ここにきて125万戸まで下がってきており、底は打ったもの

の、まだまだ予断を許さない。自動車販売は確かに1月は軽自動車のみでなく、小型乗用車共に良く、22か月ぶりの前年比プラスで国内販売は3.2%増まできたが、今後は必ずしも確実な個人消費の回復の芽が出てきたとは言えないのではないかと懸念している。生産水準についても1~3月は非常に低いが、これを上回るレベルの回復が見込み難い。特に 1~3月は日量 台ベースで生産しているが、4~6月については日量 台ベースと、ラインのストップも含めかつてない低水準を考えている。恐らく全社合わせて平成10年度の結果は985万台で収まると思っている。これ自体が1,000万台割れになるが、平成11年度はその数字が横這いでいければ良し、輸出の動き次第によっては落ちるとみざるを得ない。家電販売も確かに総量としては12月も7.2%増と非常に良いが、在庫を売っている状態であり、現時点では生産に何も跳ね返ってきていないのが問題である。ただし、この販売増が続けば生産に必ず跳ね返ってくると思われるが、その動きがなかなかみえてこない。

そうした中で企業の11年度の経営計画をみると、11年度は輸出がマイナスになる方向で計画を組んでいる向きが非常に多い。設備投資についても構造調整リストラということで設備廃棄の動きが非常に強まっている。鉱工業生産指数も漸く底這いという形になっており、こうした需要動向の下で企業は非常に慎重な生産姿勢を維持する。さらなる在庫調整に取り組もうというのが、この2、3月の動きになってきている。各企業とも巨大な需給ギャップの下で本格的な構造調整リストラに取り組む方針を固め、逐次発表する動きになっている。従って、11年度経済に期待されている景気回復パターンは個人消費、その中でも自動車の買い替え需要が牽引力となり、住宅投資がそれに続き、その後で設備投資が徐々に回復していき、下支え効果としての公共投資が下期には何とか民需にスイッチするということだと思う。しかし、どうもずれ込みそうな感じである。

金融政策面では昨年9月に一段の金融緩和を促す措置を採ったほか、11月には企業金融支援の面で重要な措置を打った。さらに、信用保証制度の効果も大きかったこともあり、心配された3月期末の企業金融問題は中小

も含めほとんどの企業は乗り切れる自信があるところまで来た。懸案であった不良債権処理も金融再生委員会が本格的にワークして 60 兆円を活用するといういよいよ実行段階に来た。一方財政政策でも 11 年度予算は異例の速さで国会を通過する見通しにあるが、さらなる財政出動等は既に限界に近いと思わざるを得ない。しかし、11 年度は輸出が弱い可能性があるほか、足許の個人消費・住宅投資の動きからみると民需が公共投資の下期息切れを補って回復する局面はかなりずれ込む懸念がある。従って、11 年度経済には補正予算による公共投資を追加しなければ、現在の低水準での底這いも維持できない恐れが潜んでいるのではないか。

第二点は、特にこの 2 月、3 月含めてのシチュエーションが非常に悪いことである。実体経済は底這いになったものの、かつてない低水準であるし、底這いの期間が長引く可能性があることが前述の第一のシチュエーションの悪さである。そして加えるに二番目は企業の決算の問題である。恐らく今週頃から 3 月決算の大幅下方修正が逐次発表されるだろうし、悪化どころか赤字になる先が非常に増えてくる。三番目の問題は公的資本注入によるマイナスの副作用の問題である。特に財務内容がグレーゾーンの企業に対する問題——いわゆる貸し渋りになるが——のマイナスの副作用がどう出てくるかという点がある。四番目の問題は、大規模な構造調整の及ぼす負のインパクトの問題である。構造調整は鉄鋼、石油、化学、セメント、自動車、建設機械と幅広く実施される動きがいよいよ本格化してきている。特に、今回のリストラは過剰設備の大規模廃棄を伴い、当然のことながら雇用問題に大きく波及することが最大の懸念材料として残る。トヨタですら生産ラインの一部ストップ、廃棄で設備を落とそうという動きになっているし、粗鋼生産も平成 10 年度は 1 億トンから 9 千 100 万トンまで一気に落ちたのに続き、平成 11 年度は 8 千 800 万トンレベルで腹を括った経営をせざるを得ない局面になっている。これは 1971 年の第一次オイルショック前のレベルだが、そこまで落とす状況になっている。

こうしたシチュエーションの悪さに上乘せする形で第二のシチュエーションの悪さが出てきた点が今日のポイントである。すなわち長期金利の

上昇が最たる問題であり、円高による輸出の量と採算の悪化の問題であり、株安の問題である。株安の問題が桁違いに悪い企業業績に及ぼす影響は当然予想される。こうしたシチュエーションの二重の悪さを考えると、景気回復に向けた政府の財政政策を可能な限りサポートすることが必要である。日本銀行としては、効果は小さくても、さらなる金融緩和措置を採るべきではないかと思う。

速水議長

追加的なご意見ないしは、ご議論があったら、ご発言頂きたい。

中原委員

外国の情勢につき幾つか申し上げたい。一つはアメリカのフォース・クォーターの数字が良過ぎたことで、設備投資が17%増えている。こうした状況を見ると、Fedが経済の現状について訳が分からなくなっているのではないかという印象を持っている。第二は6週間のうちに75bp下げたため、マネーサプライが急増していることである。ある指標では10%から15%増えており、大問題である。第三点には、労働分配率が上がってきていることで、一番のボトムは70.5%程度であるが、それが71%程度まで上がってきている。この2~3年のうちに、ダブルボトムを付けて上がってきている訳であり、アメリカでも労働コストのプレッシャーがいずれ効いてくるのではないかと思う。96年と97年の2回に亘って70.5%を割れたが、去年のフォース・クォーターに71.3%まで上がってきている。従って、そういったレーバークストの問題が出てくる。いずれにしても、前回申し上げたように住宅の動きがどうなるか、自動車がどうなるかを良くみておく必要があるが、ソフトランディングはなく、このまま飛び続けるかある日失速するかというシナリオだと思う。ヨーロッパは非常に不況になると思っており、それがドイツから始まりフランスにも及んでいる。いずれユーロの為替は中期的にはドルに対して1対1になるのではないかと思っているため、日本を取り巻く環境はヨーロッパについても余り良く

ない。

問題の長期金利については、色々意見があるが、まず現在の局面が非常に高いか安いかということは、歴史的にみてどうかをみる必要がある。10年物の債券は90年9月にボトムで87円8銭、これが98年10月に139円56銭である。これは実に8年間の大相場であり、それが崩れた訳である。最近では125円台まで下がってきている訳だが、長いレンジをとると、株価との対比が良く分かる。例えば、3万9千円を89年11月に付け、それから下がってきて3万円に来た段階で、いやまだ高いだの、いや2万5千円でも高いのだと言っているのに似たような話である。重要なことはピークからの変化率と将来の見通しだと思っている。将来の見通しとしては、少なくとも122円程度までは第一段階のポイントがあるのではないか。その時の利回りは現在の表面利率で多分3%前後になるのではないかと思うが、そこまでは当然覚悟する必要があるのではないか。

一番問題なのは、財政の赤字がGDPに対して10%になってくる、あるいはそれを超えていくことであり、他の国にはなかなかないことである。特にアメリカの場合には戦時経済でも確か10%を超えていない訳であり、そういった意味で財政の節度を外から促している。国債は純増になる訳であり、それを何が吸収するかとなれば、国内の貯蓄の増加か外人が買うか、あるいは日本が外国へ貸しているものを売ってそれで買うか、あるいは日銀の信用創造しかない。現在のポートフォリオの中のシフティングのみでは巧くいかないと思われ、そうした意味でやはり今後は長期的に金利は上がらざるを得ない。さらに、短期的には地方縁故債が3月から5月にかけて大量に出てくる。従って、そうした地方縁故債が大量に出ることと、仮に予算が2月に通ると4月に地方選挙があるため、追加対策あるいは補正が早目に出る可能性があることを踏まえると、長期金利は5~6月にかけてかなり上がる危険性が高いと思う。従って、長期金利については全く予断を許さず、これが巧く落ち着いてくることはなかなか考え難い。

コールレートを大きく下げたが、マネーサプライが減ってきたことは大変残念である。色々な事情があるが、それはデマンドサイドの事情

であり、サプライサイドから言えば、日銀として3.6%程度で放置しておいて良いのかどうか、非常に問題である。私が申し上げたいことは少なくとも長期金利の問題については決して楽観を許さない、日本を取り巻く欧米の環境も必ずしもステイブルではない。本年と来年度の輸出を取り巻く環境は要注意である。

三木委員

植田委員に伺いたい。長期国債金利については市場での需給要因がどうも残りそうだという事だが、武富委員が指摘していた財政に対する信認の問題も大きいのではないか。

植田委員

信認のような要素も需給要因に入れて考えられないかという形で議論しようかと思った。財政赤字が膨れていくことは、取り敢えず皆分かっている。それを例えば増税なり支出カットで将来段々減らしていくポリシーを採るのか、それが出来ないために例えば日銀が国債を引き受けるというインフレーションを発生させる方向にいくのかについては不確実性がかなりあり、そのリスクが織り込まれている面もあるのではないか。従って、増税で収めていくという方向が明らかになれば、そのリスクプレミアムが落ちて名目金利の低下要因になるという考えである。

速水議長

中原委員が発言された中で、現在、主要国で国債を出して財政赤字を増やしていく国は少ない。アメリカは80年代の大幅な赤字が黒字になってきているし、EUはGDPの3%以上には財政赤字を生じさせないことになっている。日本のみが恐らく新規の国債発行高でみると、非常に大きなウエイトを占める。事務局にその数字があれば教えて欲しい。

中原委員

それは多分 50%以上であろう。

速水議長

そうであろう。そうした世界的な状況も考えて良いと思う。日本の経済力で行なうべきことをしっかりと行ない、遅れはしたが努力しているのであり、日銀が引き受けたり、極端な買いオペなどしない限りは日本の国債が信認を失うことはないと思っている。日本国債は十分買える資格を持ったエンタイトルされた玉だと思っている。現在の需給状況をグローバルに考えると、そういう状況ではないか。

中原委員

それは価格次第ではないか。

(午後 0 時 17 分中断、午後 1 時 4 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に、金融政策運営方針に関する委員のご意見を順番に承り、先程の討議で足りなかった部分があればそれも加えて討議頂きたい。

中原委員から願います。

中原委員

現状認識から申し上げておきたい。審議委員就任の会見を行なった 4 月 1 日以来そう思っているが、やはり現在は歴史的なデフレ期である。日本の歴史を見ると 1920 年から大体 30 年間のダウナーンがある。勿論アップ・アンド・ダウンはあるが、やはり 1970 年から 30 年程度で長期的な下降局面に入っているのではないかという気がする。その中で大型のバブルを経験し、それが弾けて再度の調整局面に入ってきているという認識であ

る。従って、このデフレは歴史的なデフレであって既にデフレ的な悪循環に片足を突っ込んでいるという認識である。それが最大の基本的な認識でなければならない。

第二に金融と財政の関係だが、4月以降の政策委員会の主流派の議論は、財政に多くを期待する、財政の出番を待てという見方が非常に強かった。財政の効果がいずれ出るはずであり、それを待とうということであり、金融政策としてはもう出来ることはないという態度であった。今日の状態をみると、財政政策で公共投資その他の政府支出は財政赤字がGDPに対して10%、あるいはそれを超えようかという非常に高いところまでできてしまい、これ以上出すということはなかなか難しい。そうした局面で金融政策は一体どうするのかと問われている。私は以前から金融政策は予防的に動くべきだと申し上げてきたつもりだし、去年の11月からはコールレートを0.1%に下げるべきだと主張してきた。皆様方の御賛同を得られなかったが、仮に当時に下げていれば、現在のような局面になっていなかったか、あるいは若干和らいでいたかもしれず、大変残念に思っている。今後必要なことは、一つは政府の財政政策をより有効ならしめるために、やはり日銀としても金融政策でサポート出来ることがあればサポートすると同時に、民間の自律性を助けていく手はないのかを考えていくことである。第三には、目先の円高と長期金利高がある訳であるが、私は完全に中期的なトレンドが転換していると思っているため、円高と長期金利高が続き、日本経済の先行きもなかなか難しくなっていくのではないかと思う。そのことを良く念頭に置いて考える必要がある。

9月9日に0.25%へ下げた訳だが、それ以降マネーサプライが横這いから下がってきたことを一体どのように解釈するのかである。先程から言われている色々な解釈も十分分かる訳だが、潤沢な供給とは一体何か、何を以って潤沢な供給というのかということではないか。結局、その時々のコールレートの裏には必ず量的なサプライがある訳だから、量的な供給に見合った潤沢を指すのであれば勿論一つの理由になるし、目処になる。他の尺度も色々あるだろうが、セントラルバンクということを考えれば、マ

ネタリー・ベース、それから勿論フリー・リザーブということになるかと思う。私は前回も誘導目標を0.1%に下げるとともに、インフレーション・ターゲティング1%を行なうことを提案し、それが否決された訳だが、私の考えは金利のルートで出来るだけ下げてみてどれだけ量が増えるか確かめてみる、それで十分でなければマネタリー・ベースを何らかのターゲット、指標あるいは、オペレーティング目標に使うというものであった。いずれにしても、そうした歴史的な位置付け、金融と財政の関係、円高・長期金利高は今後続くという見通しを持っているが、それに対してどう考えるのか、潤沢な供給とは本当に何なのか、日本銀行の信用の寄与度残高でいけば本当に小さくなっている訳だが、それで良いのかを検討すべきだと思う。

さらに、日銀の国債買切りは成長通貨を供給するという考え方は大変結構だが、成長がマイナスになってきた場合はどうするのかという問題もある訳であり、その関係を一体どのようにつけるのかということも当然出てくる。これまでのような言い方で果たして良いのか検討してみるべきである。第一ラウンドとしてそうした問題点の所在を提起し、その上で金利ルートやマネーサプライといった以前から申していることをどうするのかを議論したい。

篠塚委員

執行部からの説明によると、短期の金融市場は非常に安定しているということである。従って、急に出てきたのは長期金利の問題だけであり、長期金利をどのようにして日銀でコントロールできるのかということに尽きる。単純に言ってしまうと、日本銀行は長期金利を直接コントロールできない訳であり、目下の金融政策としては短期の金融市場しか調節できないと思う。現在のところは、年度末を迎えて潤沢にオペなどを行ない、必要な先に資金を回し、かつだぶつかないように吸収をしており、その結果短期のコール市場では放って置けば、金利がずるずる下がる状況の中で、一応指令が出ている0.25%の水準で無担保物コールレートを安定させて

いると思う。ただ私自身は9月9日時点の0.5%でも十分ではないかと思っており、0.25%という指令に対しては不本意である。

先般、函館の金融経済懇談会に出席したが、参加されていた方からさえも金利が低すぎているため顧客からこの様な状況ではとても困るという苦情が多く、さらに預金を集められるかどうか非常に不安であるという話も伺った。やはり低金利を続けていくことはかなり難しい状況にあるのではないか。

また、先般日経ビジネスに載っていたニューヨーク連銀のマクドノー氏のインタビュー記事の中で、昨年12月末にかけて三度の利下げを行なった意図は何かという質問に対し、マクドノー氏は中銀は株式市場より債券市場をより注視しているという答え方をしていた。アメリカの場合は銀行融資が担っている役割の大半を債券市場が肩代わりしている国であるとしながら、金融緩和の際に一番注目したのは実物経済と債券市場の二つだという言い方をしている。日本銀行が金融緩和をする際、何を一番注目したかと聞かれたならば、恐らく9月9日時点では実物経済であるとは言えなかったと思う。恐らくインターバンクの中での資金繰りが非常に逼迫していたのに対し、流動性の供給が重要であったという説明ではないかと思っている。そうしたことが一般国民の中にどれ程伝わるかどうかを懸念する。つまり実物経済に対する効果がほとんど期待できなかった状況で日本銀行が金融緩和する際、マクドノー氏のように質問を受けたとしたらどう答えるかである。現在、0.25%のディレクティブで動いているが、一段の金融緩和となると、現在でも無担保のコール市場で0.25%を維持するのが非常に大変であり、売出手形で吸収しなければ維持できない状況の下で、恐らく無担保コール市場の25~6兆円の規模がそこでの取引を行なう意味がなくなり、空中分解してしまうのではないか。それでは次にどのようところで金利をコントロールできるのかという疑問が生じてくる。

さらに、日本国債格付けが引き下げられた時のムーディーズのマネジメントディレクターにインタビューした記事が東洋経済に載っていた。日本が何故格付けを下げられたのかという質問に対し、次のような言い方をし

ている。日本政府はバブルの崩壊後は何度も景気刺激策を試みてきたが持続的な成長に繋がらなかった。その結果債務が大幅に増加するなど巨額な資金を導入したにも拘らず、経済の状況は過去より悪化している。景気刺激策を採っても経済の成長をもたらさず、政府の債務が増えている。何も実施しなくても結局は偶発債務が増発し、政府のバランスシートが悪化している。また、かつてのイタリアと現在の日本が似たような状況にある。イタリアは高い貯蓄率で資金余剰が非常に沢山あり、経常黒字でもあったが、国民がどこにポートフォリオを置くかといった時に最終的には国内から海外に全部流れてしまい、その結果経常黒字があってもリラが急落した話を紹介し、日本も国民が海外へ資金移動することはまだそれ程起きていないが、国内の低金利が続いている中で流動性の高い沢山の貯蓄を持っている国民がその貯蓄の一部を海外証券に投資することになれば大変な問題が起きると指摘していた。そして日本国債の現状を考えると格付けが下げられたのは止むを得ないという言い方をしていた。中央銀行の金融政策は家計の立場、資金を提供している預金者の立場についても今少し考慮しないと資金が全部海外に出ていってしまい、コントロール不可能になると思う。

現状の低金利政策に対しては反対である。

植田委員

金利高、あるいは円高の不安に対しては、普通に考えて金融政策の出番であると思う。すなわち金融緩和をすれば金利が下がり、同時に円安になる。しかし、既に色々な政策を採ってきたこともあり、余り有効な対応手段が残されていないことも事実である。その点を踏まえ、あるいは今日の対応としてどういうことがあるか、三つ挙げ、それぞれのコストベネフィットを取り敢えず指摘させて頂きたい。皆さんから他の対応もある、あるいはそうしたコストベネフィット分析では十分重要的な点をみていないというご意見を頂ければ幸いである。

対応としては三つあると思う。一つは現状維持の政策を続けること。二

番目は何らかの形で長期国債の市場へ介入すること。三番目はオーソドックスな金融政策の手段を用いて緩和方向への動きを採ることである。その前提として円高、金利高があるため、再度金利の見方を試みてみたい。先程は需給という言葉を上上げたので混乱してしまったが、単純に需要と供給で金利が動くということであればトートロジーである。金利決定に関する一つの立場は、人々が投資をする時に例えば長期債であればその予想リターンのみをみて行動するということである。平均的には10%程度で回りそうだ、リスクは5%程度あり、15%になるかもしれないし、5%になるかもしれないという場合に、リスクは全く気にせずに10%という平均的リターンのみで売買を決めるというのが一つの立場である。この理論では、現在の長期金利は現在から将来の予想短期金利の平均になるという結論が出てくる。この下で金利が上昇しているとすれば、景気が将来良くなる、あるいは遠い将来にインフレ率が上がっていく、例えば日本銀行が短期金利を上げるという予想が現在生まれているためということになる。これに対し、別の立場は債券投資をする人々が平均の10%というリターンのみではなく、上に5%、下に5%振れるかもしれないリスクを気にする、あるいはそうしたリスクを取る能力が有限であるため結局リスクプレミアムが発生するとする立場である。先程申し上げたように将来インフレが発生するかもしれないと予想すれば、その分債券投資の実質のリターンは不確実になる。平均がどうなるか以上に不確実になるため、このリスクを嫌って人々がプレミアムを要求する、あるいは債券を買う人——金融機関中心であるが——が傷ついているためリスクを取り難くなり、リスク・プレミアムが上昇するということであろう。長期国債が大量に発行され、プレミアムが上昇することをこうした形で説明するならば、自分のポートフォリオに占める長期国債の比率が大きく上昇してくると、同一資産にそれ程大きな割合の資金をつぎ込んでおくのは嫌だとなり、従って、プレミアムを要求することになる。

そうしたことも睨みつつ、先程申し上げた三つの対応それぞれのコストベネフィットを考えてみる。現状維持は十分あり得る選択かと思う。即ち

先程来の議論にあったように、足許の景気、あるいは物価動向が極めて悪くなっているという訳ではない。さらに、長期金利の動きに一時的なものもあるというのが皆さんの認識かと思う。さらに非常に少ししか残されていない金融緩和の手段をさらに危険な時期に備えて温存するというメリットもある。これに対するコストとしては手後れになってしまうリスク、あるいは現在は短期的とみられている長期金利の上昇の動きが、何も手を打たないことにより長期化してしまうリスクである。

二番目の対応である長期債の市場に直接働きかける手段は、日本銀行の内外部で色々議論があったが、改めて冷静に考えてみる必要がある。具体的な手段としては、長期国債の買いオペの増大、あるいはネットでの債券買い増しが敬遠されるのであれば、ツイスト・オペのようなことが考えられる。ツイスト・オペは効かないというのが過去の色々なデータから平均的に出ている結果のような気がする。特に、国債に関するツイスト・オペは色々な国で何回も行なわれているが、効くにしても効果は小さいというのが平均的な結果である。ただ、実行してみなくては分からない面もあるし、中央銀行が行なうオペは全てツイスト・オペであるという言い方も出来るかと思う。つまり、色々な民間の債務、国の債務、さらに中央銀行の債務の間で、リシャッフリングをしているのがオペレーションである。その意味でツイスト・オペは絶対効かない訳ではなく、日銀券と債券を交換するツイスト・オペは短期金利に効くと信じられているし、最近行なってきたCP、レポによる供給に対して一方で売出手形オペでツイストのようなことをするのも効くと信じて実施してきたと思う。ただ、これらがある程度有効性を持ってきたのは、何か流動性プレミアムのような要素に働きかける面があるからであろう。中央銀行は流動性供給を中心に行なっていく訳であり、ここでのツイスト・オペはそうでないオペに比べて有効性が高かったという言い方も出来るかと思う。これは効くかどうか実行してみないと分からない対応策かと思う。ただ、織り込み済みでなければ一時的には効くような気がしないでもない。しかし、コストとしては一度効くと際限がなくなることがあるかと思う。財政赤字が構造的であり、金利に構

造的上昇圧力がかかっているのは確かなため、次々にこうしたオペをやれと言われる。そして何回も効くかと問われると、非常に疑問である。ある意味では外国為替市場といった大きなマーケットへの介入と近い性格があり、泥沼にはまり込んでしまうリスクも高い。

三番目にオーソドックスな政策で対応する、即ち短期金融市場へ現在よりもより多くの資金を供給し、同時に短期金利を下げるという政策が考えられる。これは正統的な点に最大のメリットがあるかと思う。他方、疑問も色々あり、既に短期金融市場が緩み気味の中でこうした政策を採っても長期国債の市場に効くかという不安がある。勿論、長期金利には効かないとしても、短期金利の低下が為替レート等に効き、経常収支等のルートを通じて、あるいは他のルートを通じて景気を下支えするというのであれば良い訳ではある。さらに、短期金利が既に低い水準にあるため、多少下げても余り効かないという気がする。しかるに、大きく下げる政策があるかとなると、限りなくゼロに近づけるという政策か、あるいは視点を変えてハイパワードマネーのようなものについて目標を設定し、それを着実に伸ばしていく努力をする政策かと思う。これはこれである程度のリスクがある。一つはマーケットにインフレ期待等が出始めている中で、ハイパワードマネーの伸びを高めるという政策をアナウンスすることが、一層インフレ期待に火をつけ、例えば長期国債の市場では債券が売られる結果に終わる可能性もある訳である。従って、この政策の拡張効果は絶対ないと言う訳ではないが、リスクもあるということである。

いずれにしても、こうした方向でかなり大きな政策を行なうのであれば、我々の考え方を明確に整理して、色々なことをコントロールしつつ行なっている実態がマーケットに受け止められるようにすることが重要である。そうした方向にいくとしても、一、二心配がある。一つは短期金利がさらに限りなくゼロに近づいていく場合に、短期金融市場で何らかの混乱が起きないかということである。非常に短いインターバンクの市場では取引がほとんど消滅する方向にいくような気がする。それに伴い色々な問題が起きてくる可能性があるが、その点をどう考えるかである。一方、ハイパワー

ドマネーについて何かターゲットを設けるという政策については、金融市場に色々なショックがある中では金利を固定しておいた方が実体経済へのルートが明らかになるという面がある。別の言い方をすれば、適切な目標値を計算し、それに沿って政策を行なっていくことが極めて難しいということである。しかし理屈のある目標値を持っていない限り、今後様々な政治的介入を招いてくることになるという極めて難しい問題がある。取り敢えずコスト・ベネフィットを整理してみた。

藤原副総裁

現在の長期金利の上昇は政府のリスクが非常に高まったことを反映した動きではないかと思う。また、政府は、公的資金注入のような形、ないしは信用保証の拡大等の形で民間が取るべきリスクを肩代わりし始めており、それら一連のリスクが高まってきた反映の一つが長期金利の上昇ではないか。本来長期金利の上昇は景気回復期待、つまりインフレ期待を反映した動きであると言われているが、最近の動向は財政赤字プレミアムといった形でのアブノーマルな形態の上昇ではないかと考える。そうした長期金利の上昇とそれにつられるような形で出てきた円高や株安が日本経済にどのような影響を及ぼすかという点が前回の政策決定会合と違うポイントである。長期金利の上昇が政府の信用リスクに対する懸念から生じているとすれば、それへの対処は非常に難しい。一方で、この長期金利の動向が一時的であり、水準は落ち着いてくるかもしれない可能性も否定できないため、今少し様子を見ていく必要がある。

さはさりながら、経済の回復の力は非常に弱く、かつ長期金利や円高、株安が示しているように一段とデフレ方向へ進む懸念が看取されるため、一段の金融緩和の方策を考へてみるべき時期に来ているかもしれないと思う。その方法論について植田委員は三つ挙げられたが、私は各種様々な意見がある中で、これまで行なってきたオーソドックスな方法、つまり金利をさらに一段引き下げ、資金の供給を一段と緩やかな方向に持っていく方法を検討しても良いのではないかと思う。ただ、ここまで来るとマー

ケットの未知の探検ということになるため、仮に実施する場合には具体的方法は分からないが、様子を見ながら出来るだけ限りなくゼロに近づけ、しかし不安を起こさないような方法を工夫することが肝要である。これが問題の長期金利にどう影響を与えるか分からないが、日本銀行としては長期金利の問題とはあくまでもしっかり分別して金融緩和の方法を考えるべきである。

山口副総裁

現在の金融政策にとっての問題について、私は次のように理解している。財政の出動も含め経済政策が総動員された結果、経済活動が小康状態に向かいつつあるし、近い将来景気が一旦底を打つことが予想され、状況に多少の変化が生じてきている。そうした状況下、最近のマーケット環境の変化が経済政策の効果を一部オフセットする可能性が出てきている、あるいは将来の景気回復に対してリスクを新しく生み出し始めており、現在手を打つ必要があるかどうか問われている。私も植田委員が言われたような三つのケースを考えてみた。一つは暫く様子を見るという選択。二番目は金融政策の面で新たな手を打つという政策。三番目に債券市場に対して何か直接的に手を打つことがあり得るのかどうか。この三つのオプションを考えた。

最後の債券市場に対する直接的な介入は、買切りオペ、ツイスト・オペを含めて採るべき政策ではない。一つには長期金利は中央銀行が直接コントロールすることが原理的に出来ないと思うし、従って適当でもない。原理的に出来ないのは、長期金利にはやはり様々なエクスペクテーションが全て流れ込んでくる訳であるし、それを金融政策によって都合の良い方向に誘導していくことは極く短期にはともかく、サステイナブルなベースでは出来ないのではないか。一方、暫く様子を見ることについては、経済全体として近い将来一旦底を打つかもしれないことを頭に置くと、そうした選択が出来ない訳ではないと思うが、ここで新たにオーソドックスな政策の範囲内で手を打つことと比較した場合には、やはり様子を見ることに伴

うリスクが従来に比べて増大している。それが最近の市場環境の変化の意味するところではないかと考える。

新しく出てきているリスクを再度整理すると、長期金利の上昇と昨年の夏から秋の初め頃までに比べた傾向的な為替の上昇であるが、それらに対して直接的に立ち向かうことは余り適当ではない。また、そうしたことが経済に対して新しいプレッシャーを生み出していると仮に認識することが出来るならば、その経済に対して金融政策として出来る手を動員していくという発想になるのではないか。オーソドックスな金融政策の範囲の中では金利の下げ幅が小さい以上、効果も小さいだろうと考えざるを得ないし、そこが悩みである。しかし、一応金利の面で打つべき手が僅かながら残っている以上、それを打ち尽くしてみるのが一つの選択として考えられるのではないか。そこで植田委員が指摘されたように、さらに短期金利の引き下げを誘導した場合にマーケットにいかなる変化を引き起こすか、仮に混乱が生じればコストの方が大きくなってしまいう問題があり得る。従って、どこまで下げられるかは実行してみないと良く分からないが、現在の0.25%前後でオーバーナイトのコールを安定させるというディレクティブが短期金利の更なる低下に対し歯止めになっており、かつ量的な拡大に対してもある種の制約になっているため、その部分を思い切って取り外してみることを考えてみたい。

そこから先の例えばマネタリーベース、ハイパワード・マネーの量的な拡大を狙うことについては、もう少し慎重に考えたい。それは一つには短期金利が本当にどこまで下がり得るのかをテストしたうえでの問題という気がする。今一つはかねて議論になっているように、わが国のマネタリー・ベースは8~9割が流通現金から成り立っており、それに対し明示的な数値目標を設けるとか、そこまではいかににしてもマネタリーベースを政策的に拡張させることを明確に謳うことの実現可能性について、私は非常に慎重に考えているからである。

後藤委員

足許のこの一月程度の実体経済の推移を見る限り、現在直ちに金融政策を変更すべき要因は見つからない。金融面でも一頃に比べて落ち着きが出ているし、経済の先行きについても底這い状態からいずれ一旦は下げ止まるだろうという点は一か月前から変わっていない。さらに、植田委員が指摘された三つの選択肢のうち、現状維持のベネフィットの部分も認められると思う。ただ、我々はこの一月程度の実体経済の推移のみをみて物事を考えて良いのかが問われている。多少視野をやや遠い過去、少し先の将来に亘って広げてみると今年の秋以来の国債、金融債の動きはそのスプレッドが縮小する形で財政当局の折角の努力が財政の将来へのリスク懸念になってマーケットに現れている。一部はオーバーシュートしている面があると思うが、全てがオーバーシュートでは説明できない。また、一旦下げ止まった後の景気回復軌道への展望が今もって開けない状態が続いている。3月決算も恐らく展望を明るくするよりは下振れさせる要素が強くなる可能性が大きい。第三には国民一般の中にも広がっているムードとして、これ以上中央、地方とも大規模な財政措置を繰り返して打っていくのは難しい状態になっているということがある。一旦下げ止まるであろうという見通しの先が開けていない中で、99年度の前半に財政措置の効果が出尽くすため——地方公共団体の対応の遅れもあり第3四半期頃まで効果が続くのではないかという見方もあるようだが——比較的近い間に何とかコンフィデンスの回復を図らなくてはならないことになる。同時に中原委員が毎回言われているように、金融政策の効果にはラグがあることも重ね合わせて考えると、長期金利高なり円高の経済の先行きに及ぼすリスクについて金融面での手当てを考えるとすれば、今回の決定会合、あるいは次の決定会合がタイミングとしてはそろそろ限界に来ているのかもしれないと強く思っている。

ただ、財政政策の効果を減殺しない、あるいはそれをサポートする金融面の手立てが一体あるのかと考えると、現状維持を除けば植田委員が挙げられた残りの二つ、すなわち国債の買切りオペなり、ツイスト・オペその

他色々な変形になる訳であるが、それらは一旦ルールを外してしまうと止めどもない泥沼に入る心配がある。それに伴うコストは既に指摘されているため繰り返さないが、今迄触れられていない点としては、以前から申し上げている本行資産の固定化・長期化がある。国債をさらに買えと言われていたが、一体どれ程の人が本当に日本銀行が国債を既に相当量保有していることを知っているのかと思う。さらに今後、資本注入を控えて民間がどの程度まで預金保険機構の資金調達に協力してくれるかにもよるが、かなりの部分を日銀が何らかの形で背負わなくてはならないことになる。資産の固定化・長期化が一段と進むことになる。世界の中央銀行の中で長期固定的な性格の資産を持っているウェイトは日本銀行が割合大きい方ではないか。これまで、行政なり立法が出てくるまでの信用秩序維持の責任を最終的に背負う形で資金面での具体的な措置についても実際に負担を担ってきた。そうした資産の質なり、これまでの行動という点でみると、本行は割合協力してきた方に位置すると思っている。中央銀行の資産の持ち方という点でも世上では国債のP K Oに似たことを行なうべきという意見もある訳であり、そうしたところに踏み出しても政策目的を達成し難い。

従って、残るは一層の金融緩和であり、やるだけのことはやってきたという気持はあるが、残された選択が全くない訳ではない。ただ、これまで中原委員の提案にも賛成しなかった大きな理由の一つは、0.25%をさらに引き下げ、流動性供給を増やし金利を下げていく過程のある臨界点から先は短期金融市場に構造変化が起き、無担保翌日物コールが出てこなくなると思われる。金利がほとんどゼロに近づき、そこへ流動性供給を行なえば全て準備預金の所要量を超えた分に積み上がってしまう形になるとか、いわば童話の世界のアリスの国のようなワンダーランドへ本行が足を踏み込むことになる。その際のワンダーランドの世界が、良くみえない。仮に、ワンダーランドの中で金利を下限であるゼロにするか、0.1%程度の水準を考えるのか、さらに引き下げていった場合にいかなる金融市場の姿が想定されるのか、良くみえない。資金の取引はほとんどターム物に向かって

しまうのではないかと想像されるが、その辺のワンダーランドの姿について金融市場局なり、企画室から説明してもらったうえで選択肢をどうするか決めたい。

武富委員

長期金利の上昇をきっかけにして幾つかの議論が市場でも世の中でも出てきている。一つは国債需給の改善の在り方論、二つ目はマネーサプライ増加論、三番目が一と二の合体論だと思う。一点目の国債需給については、一部に国債の需要サイドからのホワイトナイト願望が非常に強い訳である。この点については、公社債市場全体に極力摩擦を起こさないように部門別の資金過不足をどう均していくかが問題であるが、その調節は市場経済である以上は金利である。その意味で金利が適正に上がるのは許容せざるを得ず、そうした金利との適正感覚で需要はついてくると考えている。一方、国債の供給サイドはこれだけの歴史的な転換点にある経済であり、財政が思いきった対策を打ってきたが、皆さんが指摘されたように限界に近い訳である。いずれにしても、その分国債の供給が増えること自体は経済回復の蓋然性を高めることであり、良いことだと思うが、国債の供給サイドが適正規模でないという仕掛けをどうするかという問題がある。そのため、既に色々道筋はつけて頂いていると思うが、行政組織のスリム化や歳出構造の見直し、歳出そのものの効率化、あるいは国有財産の多角的活用といったことも含めて国債の供給サイドの膨張感に歯止めをつけることが必要だと思う。そうした形で需給関係が適正化していくことが必要である。

二番目のマネーサプライ論は、景気立ち上げの可能性を高め、デフレのこれ以上の進捗に歯止めをかけるためにマネーサプライを増やせという従来からある議論である。これは、ある程度は理解できる。ただ、かつてある時代の外国において、マネーサプライと景気・物価の因果関係らしきものがあつたとしても、現在の日本の中原委員の言われる歴史的デフレ期の中で、そうした因果関係が本当に効くのかどうか確信が持てない。増や

しておいた方が良いでしょうと思うが、増やせるかという問題もある。日銀券はかなり他律的に決まるものであるから、ハイパワードマネーを増やすためにはさらに超過準備を大幅に積み上げるような調節を行なうことが必要だと思うが、その先のマネーサプライ全体が増えるかどうかについては、歴史的なデフレ期というような時期にあって本当に市場が反応するのだろうか。仮に、反応しないとすると、ジャブジャブにすることのマイナス面も、場合によってはあるかもしれないことを併せて考えておく必要がある。そのように申し上げたうえで、資本注入の実施以降、金融機関の資金仲介機能が一頃に比べれば改善するため、ハイパワード・マネーを一生懸命増やせば広い意味でのマネーサプライが増える可能性が多少は大きくなるとも思われ、その意味では若干マネーサプライを意識した調節をしても良いと思う。ただ、三番目の論点とも絡むが、それは従来の日銀にとってアベイラブルな手段によりある程度達成できることであり、敢えて国債需給における需要サイドのホワイトナイト期待的なこととマネーサプライの議論を結びつける必要はないだろう。

さらに、マネーサプライを増やして環境を整えるのは良いとして、实体经济をどれだけ突き動かせるかという因果関係についても確信が持ち難い。確かに循環的な需給緩和による物価の下落部分も相応にあるが、構造調整をまさに実施しているからこそこうした物価の動きになっていると思う。そこにはプラス・マイナスあるが、構造調整を進め、先行き日本経済の体質が転換するという一つの発現形態として物価下落が現れている。そのプラスの面を十分に認めるべきである。その点は世間にも分かって欲しい。この局面でマネーサプライを増やそうとして何が出来るかであるが、限りなくゼロに近い金利というのは、どういうことになるのか予測がつかない。インターバンク市場が折角落ち着いているが、敢えて限りなくゼロに近い金利にすると、却って混乱が起きるのか、起きないのか、ここも確信が持てない。確信が持てない場合はともかく試してみるというアプローチと、責任が取れないから止めておこうというアプローチがあり、なかな

か難しい。確かに金融政策はプリエンプティブに緩和を行なうというアプローチが望ましいとは思いますが、少なくとも今の金融経済月報等における景気の評価は、悪化テンポが幾分和らいでいるということであり、その認識と緩和とがどう整合するのかという気持もある。

三木委員

現在の景気はともかくようやく底這いに入った訳であり、さらに下押ししていくリスクからは逃れられる。その中で短期金融市場は小康状態を保ってきている。また、昨年来の政府の採った各種の緊急経済対策、それを踏まえての財政出動は必ずそれなりに十分評価される効果が出るだろうと思う。事実、11月から既にそれが出てきている訳である。また、不良債権処理の問題についても60兆円規模の金融システムに対するセーフティーネットがある意味で最後の段階に来ている。そうした中で日本経済の根幹をなす金融システムについては必ず先送りをせずに、立ち直らせなければならない。こうしたことを踏まえ、今度は各経済主体である企業がようやく構造調整リストラに向けて、サプライサイドからの需給ギャップを自らの力で解消せざるを得ないと動き出している。この三者の合わせ技による最大の目標は日本の景気を立て直し、回復させることである。

それを支える本行の金融政策についても、9月の緩和、11月の企業金融支援措置を含め、やるべきことは十分やってきたし、それだけの評価は十分に得ている。1月中旬頃までは大体そういうことでいけると思っていたところに、ここへ来て不安なシチュエーションになってきていることが最大の問題である。その意味で先を見て対応すべきであり、現在こそ、そのタイミングかなというのが私の感じである。悪いシチュエーションと申し上げたが、やはり底這いの期間が長引きそうなことが実物経済面からみた最大の懸念である。目前に控えた企業の決算と公的資本の注入に伴うマイナスの副作用の懸念、さらに大規模な構造調整に伴う負の影響への懸念といった問題が第一のポジションにあり、そこへ第二のポジションとして円高、長期金利高、株安という問題が急に強まってきている。このままでい

くと、折角政府を中心とした対策とそれをサポートする本行の金融政策により、ともかく下押しを止めて今後は回復させようという動きをしていることが、足をすくわれる懸念なきにしもあらずである。従って、この二つのシチュエーションの悪さをやはり現在のタイミングで消すことを考えておく必要があると理解している。

円高の問題は幸い大蔵省の非常に時宜を得た為替介入により、ある程度止められた。次は長期金利等からくる影響だろうと思う。時宜を得た介入により為替レートを安定させることは、これは円を強くするといったこととは別の問題として、今後とも是非続けて頂かなければならない。長期金利の問題も、これまでの金融政策ではどうしても長期金利のコントロールはできないし、マネーサプライにせよ、ベースマネーにせよ、ターゲットを設けることについてはコントロールが困難だという説明であった。要するに、手段としてはなかなかないということはよく分かる。従って、こうした現在の危険な経済、金融のシチュエーションに対して本行としてどう対処していくのかが問われている。本行としては政府の財政政策、民間企業の自助努力による構造調整・リストラ、これをサポートして、最大の命題である景気回復に向けての潤沢な資金供給をめざして短期金融市場でのオーソドックスな金融調節により可能な限りの金融緩和措置を採るべきだと思う。

具体的には後で提案するが、金利の誘導水準としては、0.15%以下で極力低めを狙うことでどうかと思う。ただ、短期金融市場が本行の唯一調整できる市場だということであれば、この短期金融市場の機能を阻害しないことを念頭に置き、じりじりと金利が下がるのを容認する方策を採るべきである。今一つは、資金需要がないため、金を見せても設備投資に結びついてこないと言われる。確かにそうだが、資金を使ってもらい、それを物の経済に結びつけなければならない訳であり、使ってもらうためにはやはり見せ金があってもおかしくないと思う。まず見せることも考えておかないと、経済は数字のみでは動かない。個人、企業の意味は必ず働いてくる訳であり、そうしたことも考えざるを得ないような不安な局面に来ている

ことを申し上げている。その意味で、金融調節についても山口副総裁から反対されるかもしれないが、吸収は極力止める方向で、調節すべきではないか。

中原委員

私は一貫して金融緩和論者だが、後藤委員も言われたように、レートを0.1%近辺のミニマムまで下げようとする、コールマーケットが段々無くなってしまふかもしれないという点がひとつある。そうした意味で色々な変化が起きてくることをどのように考えるのか。今一つは、レートを下げるとは量的な緩和をも狙っている訳だが、どれだけ増えるのかが明確に分らない訳である。去年の秋に0.25%まで一生懸命下げたが、マネタリーベースは縮んでしまった。そして日銀に何が出来るかと言えば、やはりマネタリーベースが一つの標準になる訳であり、それがエアー・ストリップになるのは間違いないと思う。その中でもフリー・リザーブはコントロールできる訳である。そのマネタリーベースを例えば年率何%伸ばすといった際、コールマーケットに何が起きるのかという別の問題があり、コールマーケットはほとんどゼロになってしまうのか、それでもやはりコールマーケットは残ることになるのか、その辺が悩ましい。私も利下げ論者であったが、それはあくまでも量を増やさなければならないというのが一つの意識だった訳である。ここまできて、本当にコールレートをゼロに近づけていくと、どうになってしまうのかということがあがるが、マネタリーベース、特にフリー・リザーブの場合には一応の伸びが確保できると思う。仮に、フリー・リザーブを積むとどうなるかについて若干のサーベイを行なってみたが、多分地銀は都銀に預金するだろう。また、ジャパン・プレミアムが減ってきたとか、スワップが出来るようになった状況の下で、現法で結構金が欲しい先もあり、そちらに流れる可能性がある。中小企業で割と格付の良い先で、現在は当選ラインにはないが、もう少しコストが安くなり、リクイディティが出来れば貸出しても良いという先もある。銀行でも投資家でもポートフォリオが当然変わり、動き出すことも考えられ

る。いずれにしても、金をじゃぶじゃぶに出せば、ある程度の期間を置いて少なくとも少しは動き出すという心証は得た。

山口副総裁

何人かの委員からさらにオーバーナイト・レートをゼロの方に押し下げた場合、市場はどのように動くのかについての関心が披露されている。これは実行してみないと分からないかもしれないが、分かる範囲のことを説明してもらいたい。

中原委員

ディレクティブをそのままにしておき、金利を下げずにマネタリーベースを増やす場合はどうなるのか。

山口副総裁

マネタリーベースを増やすためには現在の金利の制約を取り払わないと無理であろう。

中原委員

取り払った時にコールマーケットはどうなるのか。

山口副総裁

それが取り敢えずの我々の関心事項であり、そこを踏まえないと議論はできない。

中原委員

私は金利をワンステップ引き下げていくのと、直接マネタリーベースにいくのと両方あると思っている。元々金利を下げてからと思っていたが、0.1%でも皆さんに嫌だと言われたためマネタリーベースでいくより仕方がない。

速水議長

コールレートをゼロに近づけた場合にどのようなことが起きるのか、金融市場局と企画室は簡単に説明して下さい。

山下金融市場局長

まず最初に、三木委員から売出手形による吸収を止めろというお話があったが、0.25%という誘導レンジを維持しつつ現在の需給環境の下で調節していくためには吸収が必要である。吸収を止めるということは、グロスの供給を抑えろということと同じである。CPを買ったりレポを買ったりしながら0.25%にしていこうとすると、ある程度どこかで吸収していく必要がある。吸収することの意味は無理矢理資金を引っ張り上げているということではなく、資金を供給しつつ余剰分につき売出手形による吸収を行なうという形であり、むしろMBプラスBでは大幅に増えているというようにみて頂かないとなかなか分からないのではないかと申し上げた。

金利をゼロに持っていくことにより何が起きるかについては、実施してみなければ分からない面はあるが、仮に金利がゼロになれば、投信や生保等の出し手は事務コストをかけてインターバンクマーケットで運用する意味がなくなるため、当然マーケットには出さない。従って、コール市場残高はほとんどなくなると思う。一方、都銀等では日々の資金決済のための資金需要は残るため、多分生保・投信などは信用力の高い東京三菱銀行などに預け、預金で投信の払出しなどに応じていくことになる。そうした金が集まる先は良いが、そうでない先は日々の交換尻や資金決済が必要なため、当然マーケットに出てこようとするが、出し手がないという状況の中で極端に高い金利を付けないと資金が取れないという可能性がある。仮にマーケットは成立しても、金利が著しくボラタイルになる可能性がある。要するに、我々はオーバーナイト・レートをコントロールできなくなるリスクがある。言い換えれば、金利をゼロにすることは超過準備を大幅に作ることであり、一つの積み期の極めて早い時期で準備が必要なくなる、つまり準備率を廃止した状況になってくる訳で、準備率を廃止した状況に

においては金利が当然ボラタイルになる。日々の需給に伴いボラタイルになるという意味ではマーケットが非常に不安定な状況になる可能性が十分にある。

今一つ我々として心配なのは、マーケットの仲介業者にマーケットが急激に縮小した局面で何が起きるのかなかなか分かり難い点である。インターバンク・マーケットは単にオーバーナイトだけではなく、ターム物、ユーロ円、あるいはオープンマーケットも含むため、中期的には誰かが仲介機能を代替できる訳であるが、短期的には混乱が生じる可能性がある。仮に、そうしたマーケット機能を維持しながらぎりぎりのところまで下げていくというのであれば、ある程度グラデュアルに時間をかけながら実施していかないと、私共の立場からは非常に怖い面がある。なお、中原委員の言われるようにマネタリーターゲットを定めて、準備預金を6%、7%に伸ばしながら金利を一定水準に保てというのは…。

中原委員

一定ではない。

山下金融市場局長

要するに、準備預金の3兆7千億円が所要準備であると仮定すると、それ以上に例えば4兆5千億円、5兆円積む場合は、金利はゼロになってしまうということである。

中原委員

それはディレクティブに明示はしない。

山下金融市場局長

しかし、その超過準備を作っていけば、マーケット・レートは直ちにゼロになる。

中原委員

私が言っているのはそれでも違うということだけだ。

山本企画室参事

順序立てて説明させて頂く。まず 1 日目にどの時点からオーバーナイト・レートがスタートするかであるが、次の月曜日は積みの最終日であるため別として、翌火曜日の 1 日目が市場は恐らくどのレートからスタートすれば良いのか分からない状態になると思う。出し手も取り手も共に最初からゼロだと観念してしまえば、取り手も出し手もない状態で見合っ
てしまい、取り手はどの程度でビッドすれば良いのか分からず、日銀がどう
いう形で供給してくるか分からない状態で延々と時間が過ぎていく恐れ
がある。従って、突然金利目標は下限なしというマーケットは混乱する
ことが予想される。また、ある程度じりじり下げていった場合には、コ
ール市場におけるオーバーナイト取引は、大量にリザーブが積まれること
により減っていくことになる。しかし、ターム物取引は引き続き残っている
という状態だろうと思う。このオーバーナイト取引にどの程度どのような
問題が生じるかということだが、それ自体良く分からない。仲介業者が
オーバーナイト取引に関与しないことに伴い、何か突然資金の取りが出て
きた場合に、資金の出合いが巧く付くか分からないという問題が一つ想像
される。あるいは、常にオーバーナイトの取引が極めて薄いという状況の
中で、やはり大きな資金の取りが出てきた場合に出し手が直ちに出てくる
か疑問である。常識的には出てくると考えるのが自然なように思うが、実
施してみないと分からない。

最後に、中原委員が言われるフリー・リザーブについても、コール市場
においては全く同じ問題が生じる。例えば売出手形を行わずに十何兆円
積み上にしてしまうと、全く同様にマーケットが縮小する恐れがある。そ
の意味で、金利が限りなくゼロに近づくことと、フリー・リザーブをかな
り多く積むことについては、どの程度マーケットが円滑に機能するか、な
いしはマーケットが壊れていないかについて、同じ問題を生じる。

中原委員

しかし、フリー・リザーブについても1年間の合計で例えば5兆円とか6兆円を増やすと額を明確に表明する訳である。

山本企画室参事

フリー・リザーブが多くなるということは、コール市場の取引がゼロに近づく可能性があるということであり、その時点においてコール市場でどういふ問題が起きているか、現時点ではよく読めない部分があるという意味においては同じ問題がある。

中原委員

しかし、エクセス・リザーブを幾ら積めるかどうか分からない点が違うと思う。

後藤委員

私が質問した趣旨をもう一度確認する。既に0.25%まできている訳であり、誘導目標金利を下げることによる効果はそれ程大きくないということが一方にある。従って、下げるとすれば思い切って下げないと何を狙っているのか分からない。しかし、大きく下げると短期金融市場に構造変化が起き、場合によっては壊れてしまうとか、どこかで資金の需要と供給が巧く結び付かないという混乱が起きないかと懸念される。その二律背反の中でそこを巧くこなしていく道があるのだろうかということである。具体的にはある程度効果が目に見えて、しかもそうした混乱が短期金利市場なり金融仲介の場で起きないようにするには、実務的にはどのようにするのか。

山下金融市場局長

現状から申し上げると、短期金融市場は非常に落ち着いており、むしろ吸収しないとレートをコントロール出来ない状況になっている。しかも、

ここで例えばレポ・オペを拡大するとかCPオペを維持するということがあれば、吸収を拡大していかなければならない。3月末には大量の売出手形を売らないと預保の資金が吸収できない。一方、ここで供給をさらに絞るのではなく拡大しながら調節していくのであれば、金利を下げて頂いた方がやりやすいことは間違いない。調節の立場からは、「緩和するのだ」という大義名分を頂いて調節に当りたい。ただ、仮に0.15%とアナウンスした場合には、恐らく大量の供給をしなくても0.15%に下がると思う。そこからが問題であり、中原委員が言われるように一定の量的基準を持って供給していけばゼロになる。ゼロになるとマーケットに非常に大きな影響があり得るため、ぎりぎりのところを探っていくのであれば、まず0.15%なら0.15%のレートで徐々に量を増やしていき、コール市場にとってどの辺が限界か様子を見ながら調節していくしかない。金融政策はここまでしか出来ないという感じが明らかになるのではないかと思う。

速水議長

それでは、ここで私の見解を言わせて頂く。後程ご議論があればして頂く。議論を聞いていて色々考えさせられた訳だが、新日銀法下でのこの10か月は本当に多事多難、大きな変革の時であったと思っている。これまで経験したことのない状況が色々起きている訳であり、これにどう対応していくかは知恵を絞らなくてはならない。私は昭和22年に日銀に入ったが、高橋是清が昭和7年に国債の日銀引受を実施して以来の軍事費、終戦処理費などのお金が戦後に溢れており、本当にハイパーインフレーションというべき状況を経験している。それ以来日銀に三十数年在籍し、その間にドッジ・ライン、韓国動乱を経て日本が立ち直り、ブロンクス体制下で初めは専ら借り手国だったのが次第に債権国になり、いつのまにか世界第二位の経済国になっていった姿をみてきた。その間、私は日本銀行の中で企画関係、外国関係等を色々経験させて頂いたが、新法になってからのこの10か月はそうした経験に照らしても初めてのことがかなり沢山ある。植田委員がどこかで「デフレに浸かった中央銀行は日本銀行が初めてかも

しれない」と発言されていたようだが、確かにそうかもしれない。しかし、皆様のご支援や事務局の働きでここまでの10か月を何とか乗り越えてきたし、その過程は大きくは間違えていないと思っている。現在起きている色々新しい状況をどう解決していくかについても、タイミング、手順を間違えなくやっていきたい。

金融市場調節方針については、結論から言うと一段の緩和を支持したい。経済情勢については引き続き余り目立った変化はない。秋頃に比べると悪化テンポはかなり緩やかになってきたと言える。これは事務局の判断が正しいと思っている。すなわち、公共投資が増勢を示している。個人消費も住宅投資も一部には底固い動きがみられるようになってきている。また、在庫調整の進捗から生産も横這い圏内に戻り始めている。この間、金融面でも短期金融市場は年度末を控えている割には総じて落ち着いた状況にあるのではないか。すなわち、ジャパン・プレミアムが目立って縮小しているし、ターム物金利も緩やかな低下傾向にある。こうした短期金融市場の落ち着きや信用保証など政府の貸し渋り対策の効果、さらには本行のこれまでの措置の効果などから、企業金融も全体としては小康を得ている状況にある。このように最近の経済金融情勢は、財政金融両面からのマクロ政策、金融システム建て直しの動きがかなり進んできている。さらには、企業金融面に留意した政府や日本銀行の措置など、これまでに打たれてきた様々な政策の効果が少しずつ浸透しつつある段階ではないか。

しかし、企業収益、雇用、所得環境はまだ大変厳しい状況にある訳であり、そうした下で企業や家計のコンフィデンスは未だ弱い状況にある。民間の経済活動は引き続き低迷の域を脱していないと言える。また、このところ小康を得ている企業金融面の動きについても、信用力の低い企業を中心に先行きの不安を抱えたままの状況であることには変りない。さらに海外経済を巡る不透明な動き、あるいは金融システムの建て直しの過程で生じ得る副作用などの様々な不安要因もまだ残っている。これらを踏まえると、仮に来年度前半に景気の悪化に一旦歯止めが掛かったとしても、その後景気が回復軌道に乗っていく展望は現時点ではまだ持ち得ないと思う。この

ように景気は今後どのように展開していくかはかなり微妙な段階にある。こうした局面で長期金利上昇や円高の圧力が根強く続いている訳であり、恐らくそうした状況とも関連して株価は軟調に推移しているのではないか。こうした最近の資本市場や為替市場の動きは、ただでさえ不透明感の強い日本経済の先行きに対して一段のダウンサイド・リスクをもたらすものかと思う。

以上を踏まえると、日本銀行としては先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処して、景気の悪化に歯止めを掛けることをより確実にするためにも、ここでこれまでの思い切った金融緩和スタンスをさらに一段と強め、金融面から精一杯の下支えをしていくことが適当ではないかと思う。短期金利の引き下げ余地は非常に限られている。それがどの程度十分な効果を持つかは正直に申し上げて自信がない。しかしオーバーナイト・レートを極力低くするようにし、そのために必要な流動性を潤沢に供給していけば、幸い金融機関に対する信用リスク面での不安は一頃よりは薄れているため、ターム物レートにも比較的素直に良い影響が及んでいくように思う。こうしたことが金融機関の貸出姿勢やCP等の直接金融市場への影響などを通じて主に企業金融の面から経済活動にプラスの効果があるように期待したい。さらに金利を引き下げることによって低金利政策への批判が一段と強まるという篠塚委員の指摘は全く同感であるが、ここは家計にとってもまずは景気の回復が望ましいステップであることをこれまで通り粘り強く説明し、理解して頂くようにしていく以外にはないのではないか。

また、このところ国債の引き受け、買切りオペの増額などが盛んに議論されているため、ここでコールレートを引き下げると、国債買オペを増額するのではないかとか、量的緩和に移行したのではないかとか様々な憶測を呼ぶ可能性があり、それらの点について誤解のないよう、良く説明していきたいと思う。特に、国債の引受けや買切りについては、どのような形態であれ国債をどんどん買っていくことは財政節度を失わせ、将来悪性インフレを招きかねないばかりではなく、日本および日本銀行に対する内外からの信認を失わせてしまう恐れがある。それ故に、他の主要国中央銀行

は短期のオペレーションを中心に行ない、国債の買入れについては一定の歯止めを掛けている。日本銀行でも国債の買切りオペは長い目でみて銀行券の増発に概ね見合わせている。この考えを当面変えるべきではないことを改めて強調しておきたいと思う。今回の措置が長期金利に及ぼす影響について、確かなことは申し上げられないが、ただ今回の措置により日本銀行として金融市場にさらに潤沢に資金を供給していくことになれば、これにより短期金利は低下し、それが長期金利にも某かの良い影響を及ぼしていくことを期待したい。私の意見は以上である。

さらに追加的なご意見、ご議論をお願いしたいが、その前に谷垣大蔵政務次官から発言があるようであればお願いする。

谷垣大蔵政務次官

本日は宮澤大蔵大臣に代わって、政務次官の私が出席をしている。先程から力の入ったご議論を聞かせて頂き、感銘を受けている。この機会に政府の経済財政運営の考え方等を申し上げておきたい。

景気には幾つかの良い指標が出ているが、全体としてはまだ低迷から抜け切れていないため、私共も油断が出来ないと思っている。私共の経済・財政運営の基本は昨年とりまとめた緊急経済対策を強力に推し進めていくということで、今国会では平成11年度予算のご審議をお願いしているところだが、先程からご議論があるように財政としては良きにつけ悪きにつけぎりぎりのところまで努力しているのではないかと思っている。幸いにして国会の予算審議については、衆議院において既に6日間の総括質疑も終えている。採決をするための法的な条件である公聴会についても衆議院では9日、10日の2日間で終え、今日は集中審議をして頂いており、順調に進んでいると申し上げて良いと思う。ただ、税制については参議院は与党が多数でないため、果してスムーズに通せるのかどうかについて、私共もまだ確証を得ていない段階である。いずれにしても、早期に成立が出来るように全力を傾けて参りたい。

一方、先程からご議論を頂いている最近の長期金利の動向については、大蔵省としても国債の確実かつ円滑な消化に努めているが、根強い需給悪

化懸念等を背景にして不安定な動きも見られるところである。長期金利の急激な上昇が経済に与える影響については、十分注意する必要があると考えている。先程からのご議論の中で、財政当局としてもまだ工夫する余地があるのではないかというご趣旨の発言もあったように思うが、宮澤大蔵大臣から国債発行当局として今少し考えられるところはないのかという指示も出ている。具体的に何をするかまだ決定していないが、大蔵省の内部で議論を重ねているところである。

いずれにしても、現下の経済金融情勢に対応して適切な金融政策の運営が必要であるし、本会合においても幅広い観点からご議論を頂いているが、こうしたご議論が大変大切であると思っている。十分にご議論の上、ご決定をお願い致したい。

篠塚委員

議長の案に対し質問と確認をしたい。新たに一段の緩和を行なう場合の狙いを対外的に発表する際、まず第一番目にその狙いが長期金利の問題にあるのかどうかについて聞きたい。

二番目に今回の一段の金融緩和策は量的緩和ではないと言われたが、金利を0.25%にしたものの量が供給できていなかったために、やはり量を出さなければならないという話が出ていた訳であり、どこまで目標を下げるかは分からないが、量的に資金を潤沢に出すということが新たな緩和の狙いだと思う。それにもかかわらず、外向けには量的緩和という言葉を使わずに説明できるのか。

三番目に、金利の目標は0.15%近辺として固定的に明示するのか、それとも固定的な金利水準は言わないのか。

最後に、オーバーナイトの無担保コールレートが私共がコントロールできる唯一の市場として考えているが、それが消滅することも前提としたうえで新たな措置を打出すのか。この四点についてお答え頂きたい。

中原委員

追加質問をすると、日本銀行はこれまで金利誘導を重要な手段として、

悪く言えば金利にしがみついてやってきた。しかし、やはり量的緩和ということを言うのが大変嫌いな訳である。やはり金利の手段が尽きてきた以上、少なくとも量的な緩和を図るということを明確に言うべきである。一番論点になるのは、金利のルートと量的緩和のルートがある訳であるが、先程も申し上げたように、最初は金利のルートでいけるところまでいき、限界があれば量的緩和に移行すれば良いのではないかと思っていた。しかし、もう間に合わないかもしれないので、量的緩和にいくのか、あるいはやはり慎重にそこでもう一回様子を見極めるために0.1%といった数字に持っていくのかが一番問題になると思う。

速水議長

お答えします。まず、長期金利を調整する狙いがあるかであるが、これは私共としては直接的な手段はない。しかし、短期金利を下げ、潤沢に資金を出すことにより、長期金利についても自ずから間接的な影響が起きるであろうと期待している。一時的には逆に上昇するようなこともあるかもしれないが、理論的にはそちらの方向へ緩んでいる時に長期金利のみが上がっていくことは少し考えにくい。

次に、量的な緩和であるとアナウンスしたらどうかということであるが、量でいくのも金利でいくのもこれまでの議論では大体同じということではなかったかと思う。金利も現在の0.25%前後をさらに下げていく余地はある訳であり、これを0.15%辺りで少し整え、さらに様子を見たいうえで、ゼロに近い水準まで下げていくというような方法はあるが、それをやってみてから先のこと——ではどのような手があるかということ——を考えれば良いと思っている。

そうした意味で、金利目標は当面はまず無担保コールレート、オーバーナイト物を0.15%程度の水準まで下げていき、そこでコール市場の情勢を見たいうえでさらにゼロに近い方向へ下げていくことができるのではないかと考えている。コールレートがゼロに近くなっていけば、言われるよう

に既に市場ではなくなってくるかもしれない。その辺は一回0.15%へ下げたみて、そのうえで市場がどのように動くかをみながら調整を行ない、徐々に一層の低下を促すことができるのではないか。直ちに量的緩和、あるいは量的目標を掲げろという意見かと思うが、これは十分検討に値することとしても、まだ引き下げていく余地がある訳であり、金利のルートでやってみて、次の段階が何なのかについては今後検討すべき課題だと思っている。

(午後2時58分谷垣大蔵政務次官退室、
午後3時3分武藤大蔵省総務審議官入室)

植田委員

中原委員と篠塚委員が言われたような若干の不安は私も持っており、コールレートを0.15%にするのであれば分かり易いが、限りなくゼロに近づけていくというのでは、何が目的なのかが明確に伝わらないのではないかという不安がある。すなわち、金融政策あるいは金融調節は、何らかの名目変数についてコントロールするアンカーを設けることで行なう訳である。それは名目金利でも、量でも良いが、今回の場合は量の目標を持たず、名目金利についても極く短期間は別として、ゼロがフロアであるという以外は、この範囲で限りなく下げていくという表現になると思う。これによりインターバンク市場に発生する問題の他にも、マーケット全体に対して極めて無秩序なことを始めたのではないかという予想や、評価を受けることになっては不幸である。例えば、Fedが79年から80年にかけて金利をいくらでも上げていく姿勢をみせたが、これは単にそうしたのではなく、量的なターゲットを緩やかに設け、そのために金利については変動を容認するという施策を採ったのだと思う。従って、方法ないしプレゼンテーション次第ではあるが、債券市場、資本市場等でこれは何をするか分からない、といった無秩序なことに陥るのではないかという予想に繋がらないようなプレゼンテーションを工夫する必要がある。別に長期国債の買

オペをしなくてもインフレは起こせる訳である。また、これは余り長く続ける政策ではなく、やはり金利か量か何らかの変数を使い中長期的に行ないたいのはこういうことであると、いずれかの時点で明確に打ち出すべきではないか。

ただその中で、中原委員と若干違うのは、金利について下げられるところまで下げ、次は量だとはいかないという点である。量を増やすには、金利は下げていかざるを得ない。ただ、コールレートはゼロに近づいてもターム物、あるいは多少長い物は100%ゼロにはなっていないであろうため、そうした物を下げることにより、量は増やせると思うが、全ての金利がゼロになってしまった場合にはどうなるかという不安を持っている。

中原委員

私が主張したのは、コールレートをまずゼロにしてみても、それで量が十分増えなかった場合には、量的なターゲットに移行しようということである。

植田委員

ただ、その場合は他のターム物金利等をさらに下げていくことが必要である。

中原委員

それはそうである。

武富委員

現在の0.25%でも匙加減次第で量は変わっていく部分もある。また、0.25%と0.15%という10bpの差により本当に量が本質的に変わるのかとも思う。むしろ、ゼロに近づく分ボラティリティが高まり、インターバンク市場の小康状態に不安がでることが多少辛いところである。

植田委員

量が無限に拡大してしまうリスクは取り敢えずないと思う。むしろ沢山増やそうとしても無理だという状況にあると思う。

武富委員

大幅には無理であろう。

植田委員

ただ、今回の政策は何なんだという評価が、債券市場などに生じるリスクはある。

武富委員

市場や世の中の議論が錯綜しているため、日銀が何かアクションを採っても本当の意味が浸透するのに時間はかかるだろうし、あるいは植田委員が心配されるように誤解を受けることもあると思う。その意味でも、今少し議論の収れんが必要であろう。効果を上げるためには、世の中全体の理解が合致しないと難しいという気がする。

速水議長

方向としては潤沢な資金をまず供給していくということである。無担保コールは現在 0.25%前後としている訳であるが、これをさらに極力低くもっていくようにする。その場合に、やはり経験のないことであるし、どこまで下がった場合に何が起きるかということに、若干不安がある。従って、一応 0.15%程度の水準まで持っていき、そこで市場に何が起きていくかを見極めながら、さらに徐々に下げていく。狙いは資金の供給を潤沢にしていくことである。

植田委員

一層の流動性供給を図るに当り、可能な限り短期金利の低下を容認する

ということか。

速水議長

この方法は、無担保コールを対象とする最後の手かもしれない。

植田委員

現状維持とし、「なお書き」条項の適用という解釈は出来ないのか。今少し明確なことが言える状態になってから、政策の明確な変更を行なうという手もあるような気がする。

山口副総裁

あの「なお書き」の意味は、市場がある種の混乱状態に陥った場合、あるいは陥る恐れが出てきた場合に、一時的にコールレートをゼロにすることをいとわず、リザーブを供給することである。

速水議長

エマージェンシーの場合であった。今回はそうではなく、政策として継続されていくことを狙っている。

植田委員

債券利回り上昇・円高の景気への悪影響をオフセットするまでということか。

中原委員

簡単に言えば、「なお書き」を常時やろうということである。

山口副総裁

ただ、常時やろうという状態に直ちに到達できるかどうかは分からないというのが、先程から提起されている問題である。多少時間をかけてそれ

を試みていけるかどうかが議論になっている。

中原委員

私は実は以前から同じ案を執行部に出している。しかし、不安が二つある。一つは政策が効かずに量が増えなかったらどうするのかということ、今一つは期限が書いていないことである。以前にゼロ・ターゲティングの話をしたが、その時も期限が書いていなかった。実は、自分としては、0.15%、0.1%と下げていき、後はゼロにするより仕方ないと思っていたが、あるいは明確にマネタリーベースで月々いくら、年間いくら増やすといった方が確かかと思ったりもした。これは実験であるが、量がどこまで出るかは分からない。また世間的にみれば0.25%というのは本当に小さい。これまでは皆さん方もそうした議論をしてきたが、そうしたことは忘れてしまい、なお糊代があると言っている訳だ。

山口副総裁

残念ながら、これこそ効果の大きい政策だと確信しながら打ち出すと言っている訳ではない。

中原委員

それは副総裁が確信するより仕方がないが、そこがぐらついているから議論になっている。

山口副総裁

いや、そうではない。0.15%まで下げたとして、一体どのような状況になるのか、あるいはそこでどの程度の期間止まっているのが適当か、この先いかなる進み方が出来るかといったことは、やはり走りながら考えるより仕方がないのではないか。

中原委員

それがリスクではないかと言っている。

山口副総裁

中原委員と少し違うのは、コールが仮にゼロまで着地できたとして、その次に直ちに量的な目標を掲げ、そこへ移行することまで想定する必要は必ずしもないということである。

中原委員

それはそうである。従って、私はゼロまで来た時には、何か月か様子を見て……。

山口副総裁

どこまで近づけるか試してみたとやっている。

中原委員

まず試してみて、その後でマネタリーベースがどう変わっているかをその時にチェックすれば良い。

山口副総裁

それで良いのではないか。

中原委員

しかし、それで良いと思うが、現在のような内外情勢の中でどうもまどろっこしいような気がする。

速水議長

むしろ内外情勢は不安定であり、何が起きるか分からないため、まず0.15%程度まで下げてみて、どれだけ市場が小さくなっていくのか、何が

起きるのかを確かめた上で進めるなら今少し進めていくという方が良いのではないか。金融政策とは、そういうものだと思う。

藤原副総裁

未知への領域へ踏み込む訳である。山口副総裁は走りながら考えざるを得ないと言われたが、この政策決定会合は1か月に二回ある。本日仮に決定するとしても、次の会合が25日に予定されており、約7~8日の営業日の期間があるため、その間の経験を踏まえ今回の結論を次の会合でディスカッションすることも出来る訳である。

中原委員

それでは、クレディビリティの問題が起きてしまう。

後藤委員

確かに、実験的に0.15%程度で試してみる価値はあると思う。ターゲットとして金利か量的指標かという議論については、一定の需要と供給があれば、金融の場合は金利が同時に決まる訳であり、どちらかに目標を定めておけば、それに見合っただけで需給が決まってくると思う。量のターゲットは、わが国の現在の色々な金融経済を支えている条件からみて、非常に決め難いため、金利を指標にして調節していくべきだと考える。それが0.15%をスタートとして、翌日、翌々日にはどうなるか分からないという程度のアンカーとしての指標だとすれば、やはり市場が不安を抱く心配がある。また、これは何を狙っているのか理解してもらうために、仮にディレクティブを変更するのであれば、今回のディレクティブの考え方について、明確な解説文を付けないと、不適當な反応を起こす可能性、危険があると思う。

植田委員

実験だというプレゼンテーションは余りしない方が良い。

後藤委員

要するに、グラデュアルに行ない、混乱を起こさないように良く見ながら行なっていることを示す。

植田委員

現状では、流動性が出過ぎてインフレになるという心配は取り敢えず目先にはないので、極力増やすことが目標である。ただ、金利を下げた場合にどの程度増えるのかについては、コミット出来ない程度にしか貨幣需要関数の形状が分かっていないため、出来る限りの流動性ないし、マネーの供給増を金利の大幅低下によって図るといふ言い方で通すしかない。

後藤委員

実験だと書くべきだと言っているのでは全くない。

植田委員

勿論、ある基準に照らして増え過ぎているという徴候がでてくれば、そこで何らかのチェックを考えるということだと思ふ。

後藤委員

どのような点に配慮しつつ、漸進的に行なっていくのかについて、心配のないような解説を加えるべきだと思ふ。

山口副総裁

市場に混乱が生じる懸念を皆さんお持ちのようであるから、例えば、次のオーバーナイト・レートのターゲットは0.15%とアナウンスし、そこで暫くやってみる。仮に、さらに下げる方向で、ターゲットを変えていく場合には、次は大体この程度という目安を示すというように、ステップを踏んでいく必要があると思ふ。

中原委員

それであれば、最初から中原案を採用してもらっておれば良かった。私はそうしたステップ・バイの案を主張していた。一気にゼロまで飛ぶというから無理がある。

山口副総裁

いや、これは全く飛んでいない。

速水議長

飛んでいない。

中原委員

最終的な目標は極力ゼロに抑えるということであり、そこまでのステップをどのように作るかは、同じことである。0.15%に下げ、0.1%に下げ、それからどうしようかという話と同じことである。

山口副総裁

現在大きな方向感覚としてどこまで下げられるかは実施してみないと分からないが、低目に維持するという大枠の中でステップを幾つか作ってみてはどうかというものである。どのように作るかはマーケットを瀬踏みしつつ行なっていく他にないのではないか。

中原委員

従って、マーケットのリアクションが一番心配である。

速水議長

それはそのとおりであるが、今回の措置は潤沢な資金供給を継続していくために無担保コールレートを極力低目に下げていくということである。ただ、一気に行なうとコール資金がなくなり、市場形成が出来なくなる。

金利形成も出来なくなるかもしれない。従って、当初は0.15%程度のレートを目指し、その後それで問題がなければ市場の状況を踏まえ、さらに徐々に一層の低下を図っていくということを本日公表しても良いのではないかと思う。

植田委員

そうですね。次の決定会合までの間は極力一定の水準に近いところに維持するのは一つの方法かと思う。

藤原副総裁

政策変更ということであれば、議長たる総裁が記者会見を行なう訳であり、その場で明確に説明して頂くということだと思う。

中原委員

しかし、例えば発射台を0.15%ないし0.1%にしても、マーケットでは、日銀は次に何をするのかということになり、恐らくかなり下がる。勿論、一生懸命調節するのだろうが、金利は一気に下がると思う。私がこれまで何回もステップを踏んでいった方が良かったのではないかとってきたのは、そういうことである。まず、今月は0.15%でやり、来月は0.1%といった具合である。初めから0.1%にしてしまうやり方で大丈夫かと心配している。相手はマーケットであり、色々な解釈をされる。

武富委員

通常、採決した後に金融経済月報を議論する。確かに予防的に緩和政策を実施する訳だが、景気の現状評価あるいは金融市場の現状評価と、こうした方向へのアクションを採ることが、今一つ整合的でないところが残っている。

篠塚委員

ギャップがあると思う。

武富委員

悪化テンポは和らいでおり、ここでアクションを採るということは、先行きを相当心配していると受け取られてしまうと思う。また、インターバンク市場が落ち着いているだけに、何故ボラティリティが高まるようなことをするのかという疑問も湧くだろう。マーケットは前回と今回を比べて色々な条件を洗い、何が変わったかということとの整合性で中央銀行が動いたか動かないかという見方をするが、実体経済で何が変わったかはなかなか見つからない。市場におけるパーセプションということになるのだろうか。

山口副総裁

実体経済を総需要の動きとして捉えた場合、減速テンポが和らいできており、場合によっては近い将来に底を打つかもしれないという調査統計局からの報告があり、私も概ね似たような認識を持っている。ただ、それは本当にサステイナブルな動きなのかどうかについて、最初から非常に不安を持っている訳であり、その不安を除く要素はこれまで民需に関する指標を読む限りはあまり出ていない。そこに対するある種のマーケットの期待が縮小しており、これを全体としてどう考えるのかが現下の政策問題ではないか。

後藤委員

先程、この1か月間の実体経済をみると、政策変更すべき要因は見つからないと申上げたが、昨年秋から本年秋頃まで視野を広げてみると、そこから先の回復軌道の展望がみえないうちに2月までできてしまったと言える。一方でこれまでのような大規模な財政措置を中央、地方とも繰り返す力がなくなっており、そのこと自体が国債と金融債とのスプレッド縮小に現わ

れている。少し幅を広げてみるとここが一つのターニングポイントかという言い方をした。

三木委員

武富委員、現在最も重要なのは短期金融市場ではなく実体経済である。実体経済が非常に不安定なシチュエーションの中に置かれている。一方で、あれだけの財政出動等が実行されつつあるにも拘らず先がなかなかみえない状態にある。従って、実体経済に対する影響をどう防ぐのかが一番重要である。あれだけの需給ギャップを抱えている状況では、企業は結局金で繋ぎ泳ぐしかない。しかし、0.25%に下げる金融緩和を行なっているにも拘わらずインターバンクから先にはなかなか資金がいかない。従って、本行は止むを得ずあのような企業金融支援措置も採り、これは効果を発した。この2月以降の姿は、非常に不安定なシチュエーションであり、これを下支えするにはやはり潤沢な資金供給が最大の目標となる。そのためには、当然ながら誘導金利水準は、下がることを容認することしかないだろうと思う。後に残る問題は短期金融市場が、機能障害になるのは困るということである。

後藤委員

短期金融市場の混乱については武富委員と同様の心配をシェアしている。

三木委員

それは実際に実施してみなければ分からない。従って、0.15%という水準を念頭に置いて、そこから下がるのは容認する。あくまでも資金の流動性供給が目的である。短期金融市場は幸いにしてここまで収まってきており、長期金利の問題のみということである。金利をゼロに限りなく近づけるなどと、いわれもないことを言う必要は毛頭ない。0.15%以下、ないし、それをやや下回るでも良いが、そうした意味を込めたディレクティブにす

れば良い。

山口副総裁

市場に混乱が生じないように、最大限配慮しながら下げられるところまで下げてはどうかという感じか。

速水議長

潤沢な資金供給という意味では、期末まで余り時間がないため、タイミングとしては今回が良いと思う。

植田委員

基本的見解については、悪化テンポは緩やかになっているという判断に続き、しかし足許の円高、長期金利上昇をみると、先行きに関するリスクは懸念される等と付け加えざるを得ないのではないか。

武富委員

そうでないと、余り整合的ではない。

速水議長

それでは、その線で考えることとしたい。

山口副総裁

潤沢な資金供給の意味合いを議論する時間は余りないかもしれないが、新しいディレクティブをどう決めるにせよ、潤沢な資金供給を極力心掛けることは変わらない。ただ、資金供給を行なう手段については、先程植田委員から出されたレポ・オペと長期債市場との関係についての質問に触発された訳ではないが、レポ市場の流動性を増すことにより、やや迂遠な経路かもしれないが回り回って長期債市場にも良い影響を及ぼすかもしれないと感じる。長期金利に直接介入することは難しいし、すべきでもない

と思うが、レポ市場の流動性を増すことは中央銀行の非常にオーソドックスな政策として出来る訳であり、仮に政策変更を行なうのであれば、資金供給の一つの手段として活用することを考えても良いかなという気がする。

藤原副総裁

社債等オペの導入も本日決めた訳であり、オペレーション手段の多様化については常々心掛けてきていることなので、文脈上の繋がりが巧くいけば対外発表文の中にもそうしたことを入れると良いのではないか。

植田委員

単純に考えると資金供給として、今一つの方法は売出手形を落としていくことである。レポを増やす方に賛成であるが、金融市場局長の意見はいかがか。

山下金融市場局長

事務的な対応としては、レポ・オペについては現在の 4 兆円から、10 兆円までは増やせる。ただ、それは売出手形が増えるか他の物を減らさないと、できないかもしれない。多少の調整は要るが、技術的には 10 兆円まで増やすことができる。

中原委員

例えば、0.10%からスタートすると、どの程度増えるのか。

山下金融市場局長

0.25%の時もなかなか増えなかった訳であり、どのようになるか明らかでない。ただ、現場の感覚からいうと、0.1%にまで下げ、そこからさらに下げると言い方をすると、いかなるリアクションになるかよく分からないところがある。従って、望むらくは当初 0.15%程度にさせて頂き、

多少量を増やしていき、例えば0.10%に近づいていくような局面で、マーケットの状況をみたうえでという方がリスクは少ないと思う。0.10%から0.05%ということになると、一気に量がなくなってしまう可能性がある。いずれにしても、やってみないと分からず、そうした意味でのリスクを心配するならば、グラジュアルの方が良い。

中原委員

何回も言うが、私の案を採用してくれれば良かった。0.15%から0.1%にいけば一番確実だった。今から言っても仕方がない。非常に冒険になると言っている訳である。それでも増えなかったらどうするのか。多分増えないだろう。いずれにしろ、0.25%しかないのだから。

速水議長

それ故に、様子を見たうえで、進めてもらうということではないか。

後藤委員

金利の誘導水準をそのようにした場合、0.5%、0.75%となっている公定歩合については非常に適用対象が限定されているし、若干ペナルティ的なものと考えて現状このままで良いのではないかと思うが、さらに一段金利を下げる場合に公定歩合を据え置いておいて良いのかというのが一つ。今一つは、企業金融支援の50%リファイナンスは0.5%で貸している訳であるが、自然に繰上償還になる可能性があるため、どのように金利を設定し直すかなど関連する問題は色々出てくる。

植田委員

後者は下げるのではないか。

速水議長

それは下げるつもりである。後でお諮りする。

植田委員

公定歩合は、日々のベースでは場合により決済のために日銀貸出に頼らざるを得ない銀行が出てきた際に適用することを考えておけばよいと思う。

速水議長

公定歩合が何か問題になるか。

植田委員

マーケットにおいて、仲介業者が余り活動をしなくなると、高いレートになってしまう可能性がある。従って、0.5%のペナルティーレートでも良い気がする。

後藤委員

私は以前からその説を主張しており、今回もそれで良いのではないかと思っている。

中原委員

何をするのか。

後藤委員

公定歩合の0.5%と0.75%は変更しないが、企業支援に係る50%リファイナンスの方は利率を変える。

中原委員

しかし、本日決めることはない。

後藤委員

関連するのはそれくらいか。

中原委員

皆さんが釈然とするまで議論する方がいい。

武富委員

棄権という選択はないのであろうから、難しい。0.15%と0.25%の本質的な差は何か自分なりに得心出来れば良いが。程度の差であっても、アナウンスメント効果はある。程度の差で量が増える蓋然性は高まる。ただ、量は増えても、受け皿の方の金融機構、あるいは経済にそれを活用する能力が備わっていなければ見せ金になってしまう。金融機構の方は資本注入をするため、以前よりは少し機能するかもしれないが。

後藤委員

2月に入って以降、一貫して売出手形を連日行なっているが、仮にこれをやらなかった場合には、コールレートはどの程度になっているのか。

山下金融市場局長

どれだけ供給するかにかかってくる。今、平残の所要準備が3兆7,000億円であるため、それに対して例えば1兆円、2兆円の積み上を作っていくとすれば、多分、2月の末までにほとんど準備がなくなってしまう、超過準備の状況に入る。従って、金利はゼロになってしまう、ボラタイルな状況になる。

植田委員

今月はほとんど超過準備なしで着地しそうなのか。

山下金融市場局長

今月は日割り進捗率とほぼ同じペースできている。本日は積み最終日が近づいているのでさすがに若干少し強含んでおり、0.28%、0.27%になっている。

速水議長

他に意見はあるか。議案の取りまとめに入って良いか。

武富委員

暫く時間がいる。

後藤委員

両方の議案を見せて頂きたい。

藤原副総裁

紙に落として考えてはどうか。

速水議長

そうしないと抽象的な議論になってしまう。

篠塚委員

9月9日の緩和時点では、0.5%から0.25%に誘導レートを下げたが、当時は実体経済への影響や、効果はさほど期待していないという言い方をしていたような気がする。今回0.25%から0.15%なりに引き下げの場合、実体経済への効果についてどの程度考えたうえでこうした措置を採るのか。9月には、余り実体経済そのものよりも、インターバンクの問題の方が強かった。

速水議長

それもあったかもしれないが、9月は实体经济が非常に厳しかったのではないか。

山口副総裁

9月9日の措置を振り返ってみると、措置として比較的小さかった訳であり、实体经济に対して非常に強力な効果を及ぼすことを当初から多くは期待していなかったし、実際にもそうではなかったかと思う。ただ、当時はロシア危機を契機とした国際的あるいは国内的な金融資本市場の状況が一変したような雰囲気非常に強かった時期であり、各国ともその安定化にかなりウエイトを置いた金融緩和政策を相次いで打出していた。日銀の政策もそうした中に位置付けることがある程度可能ではないか。私共の採った措置も含めてわが国の金融資本市場がある種の安定に向かうきっかけになったと思う。その混乱状態が続いていた場合はどうなっていたかと考えると、措置自体は小さかったとしてもある程度の評価が出来るのではないか。

現在提起している政策措置については、先程の武富委員の0.25%と0.1%とで本質的な差がどれ程あるのかという疑問にも通じるが、その程度の金利引き下げである以上、それ自体として何か大きな効果が出てくるといった大きな期待は持っていない。ただ、コールレートの引き下げが例えばターム物金利の引き下げなどに多少は響いていくのではないかと思うし、回り回って例えば企業の金利負担の軽減にも繋がっていく可能性もある。何よりも、日銀が持てる正当な手段をフルに動員して、デフレ圧力の高まりに最大限立ち向かおうとしている姿勢を見せるというポジティブな意味合いがあるのではないか。

武富委員

国もインベスター・リレーションシップを意識する余地があると申し上げたが、先行きの公的部門の国債供給に歯止め感が出るような声明と日本

銀行の緩和アクションを同時に行なうことは、なかなか難しいのか。それは時間差で日銀が先行して工夫すべきことに動くのでも良いと思うが、要するに對外的な言い方は先行きの景気、物価の情勢をよりしっかりしたものにするという予防的なものとしても、その中間項として、当然長期金利や円高について某かの良い効果を生み、それによって究極の目的を果たそうという狙いがある訳である。従って、その中間項の部分については関係者が揃ってアクションを同時に起こすことがあれば良いと感じる。金利のトランスマッション効果が中央銀行単独で行なった場合と、そうではない場合とで効き方が多少違うかと思う。効果を最大限発揮できる演出効果という観点で、他にやることがないのかを気にしている。

藤原副総裁

先程谷垣大蔵政務次官が宮澤大蔵大臣の指示で検討していると言われたこともあり、政府にも国債管理政策等を含めて検討を希望する旨当方の対外公表文の中に織り込み、期待を繋ぐということか。

山口副総裁

以前から、短期、中期、長期、超長期とある国債を市場の状況に合わせてどう発行するのかという国債管理政策、あるいは背後にある財政の中期的な展望については政府の管轄であり、日銀はそうした面に対してある種の要望を行なうことは出来ても、そうした政策が目指すところと日銀の金利政策が目指すところとは微妙に違ってくる。今回のアクションを採る場合、長期金利対策として位置付けるのは適當ではないと思う。

武富委員

私もそう思う。

速水議長

今までの皆様のご意見を聞いていて、当面の金融市場調節方針につい

て一段の緩和が必要というご意見は多数を占めているように思う。基本的にはコールレートを極力低目に推移するよう促し、一段の緩和を行なう趣旨の議案を提出させていただくということではいかがか。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いれば、出して頂きたい。

中原委員

私のは執行部案と良く似ているところがある。金利を極力抑えることにより一層の量的な緩和とマネタリーベースの拡大を図ることを条件とする案で宜しければ賛成する。そうでなければ、他の案を出す。マネタリーベースの拡大が非常に重要であり、国民にとっても政府にとっても重要なことだと思う。確かに、金利を下げるのは結構なことであり、私も賛成するが、それがどれだけ量の緩和になるかが分からずに手探りでやっていくのは良くない。金利を極力抑制することはマネタリーベースの拡大という一層の量的緩和を図ることであり、毎回マネタリーベースがどれだけ拡大したかをチェックしなければならない。こうした条件を入れて頂けるのなら、最初に私が作った案に賛成するが、そうでないならば、別の案を出したい。

三木委員

潤沢な資金供給、それに対する調節手段について明記した方が良いのではないかと思っており、その意味での案を提案させて頂きたい。

速水議長

潤沢な資金供給を継続していくことがまずあり、そのためにコールレートを極力低目にしていくという案か。

中原委員

何回も言うが、潤沢な資金供給というのは、本当にそうなのかが問題で

ある。何が潤沢な資金供給なのかを対外的に明確に示さなければならないと思う。日銀としては信用供与残高か、あるいはマネタリーベース、フリー・リザーブのどれかしかない訳である。そこはレトリックが過ぎてしまい、何が潤沢か分からない。それは0.15%とか0.10%に見合った意味での潤沢なということであろう。しかし、潤沢なということが先に出てしまうと、その程度の潤沢さであるため、それであれば量的緩和を明確に示した方が良く分かると思われるつもりである。

植田委員

気持ちは分かるが、朝から議論してきたのは、例えばマネタリーベースの量は需要が減ってくる局面では結果的にそれ程増えないということである。

中原委員

しかし、フリーリザーブであれば、出せば良いため出来るはずだ。

植田委員

ターゲットをフリーリザーブに置くのか。

中原委員

銀行券で出せば良い訳であり、フリーリザーブで出来ると思う。

植田委員

それは、ほとんど直ちにゼロ金利を目指すという議案に近い。

中原委員

そうかもしれない。しかし、順々に積んでいくことはできよう。毎月幾らかずつ積んでいき、1年で幾ら積むという議論である。

植田委員

私個人としては、何らかのアンカーがあった方が良いと思うが、それを出せない気がするので、取り敢えずは一層潤沢な資金供給を行なうという表現に止めておき、次回あるいは1か月、2か月の間にそうしたことが出来るかどうかを別途検討してみるという方向感を持っている。

山口副総裁

それは、市場金利を下げながらと考えて良いか。

速水議長

取り敢えず0.15%という数字も出さないのか。

植田委員

それはまた別である。

速水議長

それは出して良いのか。それでは、今申し上げたようなことで議案を作ってください。中原委員も議案をお持ちであれば、どうぞ。

中原委員

条件付で良ければ賛成であるが、そうでなければ議案を二つ持っている。

[事務局より議案配付]

山本企画室参事

色々な議論があったが、取り敢えず議長案の叩き台的なものである。「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。潤沢な資金供給を継続し、無担保コールレート（オーバーナイト物）

を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、コール資金が減少し金利形成が不安定化する可能性を念頭に置き、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」。

続いて三木委員案と中原委員案である。

三木委員案。「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。潤沢な資金供給を目指して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.15%以下で極力低く推移するよう促す。その際、金利の急低下によって短期金融市場に混乱の生じないように、金利の漸次低下に努める。以上。なお、金融調節にあたり、短期金融市場の機能の維持に十分配慮しつつ、可能な限り吸収面での調節を抑え、金利誘導を慎重に行う。あわせて、この議案が可決された際には、企業金融支援のための臨時貸出制度の適用利率が、市場金利比不利になることが考えられるので、適用利率を引き下げる。以上。」。

念のため申し上げますと、この議案が可決された際には、別途の議案を執行部ないしは三木委員から提出して頂き、臨時貸出制度の適用利率については採決して頂くことになると思う。

中原委員案。案件。「記」までは同文なので割愛する。「記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を極力低水準に抑制することにより、一層の量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、当初、同レートの目処は0.10%とし、その後、低下するよう促す。以上。」。

速水議長

三木委員の案はなお書きを除けば私の案と大体同じではないか。

三木委員

そう思う。なお書きに若干ウエイトを置いている。

山本企画室参事

なお書きの下の「あわせて」の部分は可決されれば必ず採決することになるため、別途の議案のつくりにはどうかと思う。

中原委員

私の案をもう一度説明する。私が最も恐れているのは量的緩和が進まないのではないかということである。今一つは要するに出尽くしである。コールレートがゼロに近づけば日銀として出来ることはない訳であり、企業にそう受け取られると逆に金利が上がる。従って、私はマネタリーベースの拡大を入れた。まだ出来ることは沢山あると思っている。しかし、コールレートをゼロに近づけるようにすると、必ず出尽くし感が出てくる。その場合に日銀として十分に対応し得るのかと思う。これを一番心配している。

速水議長

無担保コールとしては言われるようにこれ以上のことはないかもしれないが、他の手はまだ色々ある。

中原委員

だからこそ、金融政策ではもう打つ手がなくなったという印象を世の中に与えているため、決してそうではないと示したい。当初の目処は0.10%でなく、0.15%でも結構である。これはこれまで議案を出した際に0.15%から0.10%にしていた経緯があるため、0.10%としている訳である。一番重要なことは、これで材料出尽くしとならないことである。その点を非常に危惧している。その意味で一層の量的緩和と入れたい。

山口副総裁

中原委員案の一層の量的緩和（マネタリーベースの拡大）を本決定会合のディレクティブに入れて採択するのは若干時期尚早ではないか。

中原委員

従って、私は条件付なら賛成しますと申し上げている。付記文等を書いて頂ければ結構である。そうした付帯条件付きで賛成したとしてくれると良い。

山口副総裁

先程からコールレート・オーバーナイト物をどこまで下げることが本当に可能なのかを探っていこうという議論をしている訳であり、その点是不確実ではないかと思う。そうした意味で、量的緩和、マネタリーベースの拡大ということをディレクティブに入れるのは賛成しかねる。ただ、植田委員が言われたように、いかなるノミナル・アンカーが必要なのかについては、まだ相当議論の余地があると思われるため、ディレクティブの中には「潤沢な資金供給」という表現を残したい。

中原委員

ディレクティブはそれでも結構だが、私はそういう条件付きで良いのなら賛成するし、悪いなら他の案を提出する。

藤原副総裁

中原委員の条件をどこかに注記し、議事要旨において中原委員はそうした意見を述べたと記録するという意味合いですか。

中原委員

それは勿論十分出来ると思うが。

三木委員

私の議案になったらどうする。

中原委員

出しても良い。他の案を出す。条件付で良いのなら賛成票が多い方が良くいだろうと思っているだけの話である。

三木委員

一応提出されて、結果としてほぼイーブンということであれば、賛成すれば良いのではないか。

中原委員

そうであれば別の案をだす。

山本企画室参事

三木委員の案はどうするか。

三木委員

一応こうした形で提案するが、仮に否決されれば中身は議長案と一緒にあり、当然のことながらお書きについてはそこを念頭においてやって頂きたい。議論の結果であるため、その点を信用して議長案に賛成はする。

山本企画室参事

議長案そのものは叩き台のままで宜しいか。

中原委員

条件付きで良いのであれば、議長案に賛成する。

山本企画室参事

ただ、議案に条件付き賛成というのはない。そこは対外公表文に書き込むということであれば別の議論になる。

中原委員

対外公表文に入れようが入れまいが、議事要旨には当然出るではないか。

山本企画室参事

議事要旨には勿論出る。

中原委員

私が発言しているのだから、出るのが当然である。

植田委員

議長案に「コール資金が減少し」という表現がある。そこにあまり誤解を与えないように「潤沢な資金供給を継続し」と言っている訳であり、三木委員案にあるような「短期金融市場の混乱を避けるため」程度の表現の方が良くないか。

速水議長

「コール資金が減少し金利形成が不安定化する可能性を念頭におき、0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら徐々に一層の低下を促す」というところか。

山本企画室参事

短期金融市場に混乱の生じないようという表現だけでイメージが分かるかどうかである。資金が大量にあるから普通は混乱が生じないと考えるパーセプションがあるとすると、何を言っているのか分からない。

植田委員

こちらの方が言いやすいのではないか。

山下金融市場局長

ただ、私が命令される立場であり、色々と心配になってきた。まず、三木委員案が通ると大変困ることになる。可能な限り吸収面での調節を抑えろということは、供給をしないことと同義であり、例えばレポ・オペの活用や、CPオペは出来ないことになるが、それで宜しいのか。

三木委員

「可能な限り吸収面での調節を抑える」ということである。

山下金融市場局長

可能な限り吸収を抑えろということは、申し上げたような供給を抑えることになる。

三木委員

出しっ放しにきなさいということである。

山下金融市場局長

その場合は、市場金利の誘導は出来ないことになる。

三木委員

従って金利は下がるはずだ。これは下がり過ぎだとか、あるいは今日は落ちそうだというのであれば、翌日吸収すればよい。

山下金融市場局長

それは現在行なっていることである。

山口副総裁

吸収オペレーションは、技術的な調整として行なっている訳である。

三木委員

その点を考えてディレクティブから外してある。

山口副総裁

ディレクティブの本文は潤沢な資金供給を謳っている訳であり、これで十分ではないか。

山下金融市場局長

売出手形が差別されているが、売出手形を行なっている一方で資産を積み上げている訳であり、売出手形を出さないことは、供給をしないことになる。それは非常に大きなインパクトがある話である。我々は別に売出手形を打ちたくて打っている訳ではなく、0.25%にコントロールするためにぎりぎりのところでやっている訳である。是非、売出手形を差別することなく、潤沢な資金供給を維持するために必要な措置だと考えて頂きたい。

また、このコール資金が減少し、云々という部分で多少気になるのは、こうした文言が入っていると、例えば投信や生保等が金利を下げないために、出してこないという動きをする可能性がないとはいえない。ゼロになるよりは0.15%でも取れる方が明らかに良い訳であり、このようにスペシファイすると取り敢えず出すのを止める動きになる可能性が十分あり得る。

山口副総裁

「コール資金が減少し金利形成が不安定化する可能性を」だけを削った方が良いか。それとも、「混乱の生じないように」という方が良いか。

植田委員

全部取ってしまう手もあるが。「市場の状況を踏まえながら」と。

山本企画室参事

「金利形成が不安定化する等、短期金融市場に混乱の生じないように」か。

山下金融市場局長

極力低くと言うことになると、一気に下がってしまう可能性がある。命令される立場から一つ質問したい、私の意思で勝手に調節して良いということか。それとも、0.15%から例えば0.10%、0.05%に持っていく場合は、政策決定会合での了解、あるいはマーケット状況を報告して了解を得るのか。それとも、例えば当初ということで、2、3日行なってみてコール市場残高が余り急激に減らないようであれば、自分の判断で一気に下げても良いということか。

植田委員

そこは問題である。

山口副総裁

そこは少し議論する必要がある。

武富委員

例えば、フリー・リザーブを一応念頭に置き、調節次第では0.25%でも0.15%の場合と同程度の量は供給できるものか。それともやはりそこはサトルな差があるのか。

山下金融市場局長

分からない。ただ、フリー・リザーブというか、コストが低くなるため、超過準備は多少増えると思う。ただ、超過準備を増やすのであれば、マーケットを不安定にするのが最も早道である。

速水議長

それでは、若干休憩する。

(午後4時5分中断、午後4時10分再開)

山本企画室参事

議長案の叩き台の二回目をお配りする。先程の「コール資金が減少し金利形成が不安定化する可能性」という部分を若干抽象的な表現にし、余り取引が減ってしまうという言い方を避けるべく三木委員の案を一部お借りして作った。

[事務局より議案配付]

「記」までは同じである。「記。潤沢な資金供給を継続し、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。」ここまでは同文である。「その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。以上。」。

速水議長

これで三木委員は宜しいですか。

三木委員

私はこれで賛成する。

武富委員

徐々に一層の低下を促すということは、ゼロも念頭に置いているのか。

山本企画室参事

実際の金利がまったくのゼロになるとは思えないが、この議案は短期金融市場に混乱が生じるまでのいわばミニマムということである。従って、混乱が生じない場合は実質ゼロまで辿りつくことになり、その際は恐らくリザーブがどこまでいくかが議論になるはずである。その時はまた別の議論をして頂く必要が出てくるのかもしれない。

速水議長

他に質問、意見はあるか。採決して宜しいか。

山本企画室参事

まず最初が中原委員案である。「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。無担保コールレート（オーバーナイト物）を極力低水準に抑制することにより、一層の量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、当初、同レートの目処は0.10%とし、その後、低下するよう促す。以上。」。

次に、議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。潤沢な資金供給を継続し、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。以上。」である。

山口副総裁

この議長案の場合、当初は0.15%前後を目指すとして、その後いかなるペースで一層の低下を促すかについては、この文章のままでは執行部に委ねられる格好になる。

山本企画室参事

執行部に委ねられたうえ、毎回の決定会合毎にいかなる判断であったかを報告するということである。

武富委員

究極の場合のゼロ金利は決定対象になるのであろう。要するに、打ち止め感がでないようにという配慮は中原委員ご指摘の通り非常に必要であり、これでいけば打ち止め感はないと思うが、ゼロ金利はこのディレクティブの範囲内でできるのか、決定会合での対象になるのか。ゼロということは、ある種架空の世界であるが。

山口副総裁

これは、可能性としてはゼロを含んでいる表現である。

武富委員

瞬時としては含むのであろう。

山口副総裁

そこで本当に打ち止め感が出て、金利が反発するかは何とも言えない。例えば、ターム物の短期のところ下がるとか、オーバーナイト・コール以外の短期金利は沢山あるし、何とも分からない。

速水議長

手数料その他を考えればゼロにはならないと思うが、なるかもしれない。

武富委員

考え方としては、ゼロ金利を維持するという意味のゼロである。瞬時タッチということではない。

山口副総裁

これで着地した場合には…。

武富委員

そこで質が量に転換するのかもしれない。

速水議長

表現を変える必要はないですね。それでは採決に入りたい。政府の方々は退室願います。

[政府からの出席者退室]

中原委員案から採決をお願いします。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告します。ただ今の中原委員案につき採決の結果、賛成 1、反対 8 であった。

速水議長

それでは次に私の提出した議案について採決して下さい。

中原委員

一つ分かりにくいのは「潤沢な資金供給を継続し」と書いてあるが、厳密には「より潤沢な」となるのではないか。

山口副総裁

「より潤沢な」というのと整合的な措置である。

中原委員

より潤沢な資金供給を行うという意味ではないのか。

速水議長

従来よりということである。「より潤沢な」が良いですね。

中原委員

良ければ緩和の方向は一致しているため、私も賛成する。

山本企画室参事

「より潤沢な資金供給を行い」と直します。

速水議長

「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト

物) を出来るだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初 0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」これで宜しいですね。それでは採決して下さい。

中原委員

山口副総裁の言われるように一応やってみて十分にチェックし、駄目なら他の手を考える。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

反対：篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告します。ただ今の議長案採決の結果、賛成 8、反対 1 であり、賛成多数であった。反対は篠塚委員。

篠塚委員

超低金利政策をさらに更新することが実体経済にどのような効果を及ぼすのか疑問であるため、反対しました。

[政府からの出席者入室]

速水議長

政策委員会として、当面の金融調節方針として賛成多数で議長案が決定された。金融市場局長はここに定められた方針に則って、金融調節に努めるようこれをもって指示するのでお願いします。

続いて、金融市場調節方針の変更に関する対外公表文の検討および決定に移りたいと思う。叩き台の作成のために5分程中断する。

(午後4時27分中断、午後4時35分再開)

速水議長

それでは、金融調節方針の変更に関する対外公表文の検討および決定に移りたい。まず、叩き台を事務方から読み上げて下さい。

山本企画室参事

「平成11年2月12日。日本銀行。金融市場調節方針の変更について。

(1) 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針を一段と緩和し、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

(2) わが国の経済をみると、景気の悪化テンポは、公共投資の拡大に支えられて、緩やかになってきている。今後、緊急経済対策が本格的に実

施されるにつれて、景気の悪化には次第に歯止めがかかるものと見込まれる。しかし、企業や消費者の心理は依然慎重なものにとどまっており、民間経済活動は停滞を続けている。物価も軟調に推移している。景気回復への展望は依然明確でない状況にある。金融面の動向をみると、短期金融市場取引や企業金融を巡る一頃の逼迫感は和らいできている。しかし、長期金利が大幅に上昇し、為替相場も円高気味の展開が続いている。株価も総じて軟調に推移している。こうした市場の動きは、わが国経済の先行きに対してマイナスの影響をもたらす惧れがある。

(3) 上記のような金融経済情勢を踏まえて、日本銀行は、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にするため、この際、金融政策運営面から、経済活動を最大限サポートしていくことが適当と判断した。

(4) 日本銀行としては、上記の金融市場調節方針のもとで、より潤沢な資金供給を行い、これを通じて、マネーサプライの拡大を促すとともに、落ち着きを取り戻しつつある短期金融市場の安定に引き続き万全を期していく考えである。

(5) 金融市場調節の具体的な運営に当たっては、従来と同様、短期の調節手段を用いて、より潤沢な資金の供給に努めていく考えである。その際、国債を対象とするレポ・オペ（国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション）については、従来以上に、積極的に活用していく方針である。なお、長期国債の買い切りオペレーションについては、当分の間、これまでと同様の頻度、金額で実施していく考えである。

(6) 日本経済を、しっかりとした景気回復の軌道に乗せていくためには、金融・財政面からの下支えだけでなく、金融システム対策や構造改革を着実に進めていくことが重要である。日本銀行としては、今回の金融緩和措置が、それら関係各方面の取り組みと相俟って、日本経済の直面する課題の克服に資することを強く期待する。以上」である。

山口副総裁

一言補足させて頂く。ご覧頂いた(5)の第二パラグラフ、「なお、長期国債の買い切りオペレーションについては、」という二行については、本日の議論の中でこれを明確に言われた方はいなかったが、恐らくこのような暗黙の了解の中で色々な意見が出たのではないかと拝察した。また、本日はこれを表明しないと、市場が相当騒然としてしまうと思うため、ここに入れさせて頂いたが、これを含めて議論頂きたい。

後藤委員

メンションされたなお書きであるが、当分の間とはどのような意味なのか。また、(5)のなお書きの上のところで、「従来と同様、短期の調節手段を用いて、より潤沢な資金の供給に努めていく考えである。」と短期の調節手段を用いることに主眼を置いた文章になっているが、調節方針の本文にあるような、「短期金融市場に混乱が生じないように」に配慮しながら行なうことを入れておいた方が良いのではないか。

山口副総裁

前者の方はどういうことか。

後藤委員

「当分の間」というのは、暫く経てば変わると受け取られないか。

山口副総裁

買い切りオペについて、「当分の間」というのは特に期間は特定していないが、むしろ暫くこれまでの方針を変えずにやるから安心して下さい、というメッセージの積りである。

山本企画室参事

月二回、月額4,000億円の買い切りオペを意味している。

後藤委員

「当分の間」は入れなくても良いのではないか。

武富委員

私も不要だと思う。

速水議長

不要かもしれない。

後藤委員

本当に変える場合には、変える旨を明確に発表する訳である。

武富委員

実際問題としては前の会合でも指摘したように、予想される成長通貨よりも結果としては買い切りオペが増える可能性があるが、この書き方は敢えて成長通貨と見合って一定の頻度で買っていくというプリンシプルを言わず、現在の年間4兆円強のオペをそのまま踏襲するという意味か。本来論としては、プリンシプルの方を市場で明確に受け入れてもらった方が良いと思う。ただ、前回までは短期金利の緩和を念頭においていなかったため、私としてはそれは採り得ない。従って、市場の混乱を起こさないために結果として多少多めの買いオペになることは許容するという感覚であったが、この緩和措置を採った場合、そのことと緩和措置が整合的という意識なのか。短期からのトランスミッション効果を念頭において緩和措置を行なっているのであり、買いオペの方は本来の理念どおりのやり方であるということか。

中原委員

成長通貨云々というのを再検討する必要があるのではないか。

山口副総裁

成長通貨という言葉を使う必要はないと思うが、武富委員が指摘されたのは、ここに「こうした原則の下に」といった基本的な考え方を書き記した方が良いという趣旨か。

武富委員

ただ、実際問題として難しくなるのは、恐らく暦年では日銀券の伸び率が比較的低いと、4,000億円の買いオペを続けていくと結果として買いオペの方が多という状況があり、それはかなりサトルな緩和政策となる。よく分かっている人はやはり緩和だと受け止めるかもしれない。その意味での緩和なのかを聞いている訳である。

速水議長

国債の買切りオペは長い目でみて銀行券の増発に概ね合わせるという考えを当面変えるべきではないことを改めて強調しておく。

中原委員

この部分は簡単に表現した方が良いと思う。買切りオペについては従来どおりにすると。頻度や金額とかいうと面倒なことになるのではないか。さらにフィロソフィーなどを付け加えると本当に面倒になる。

山口副総裁

微妙な緩和のメッセージを送るという意味合いは私の理解ではない。これまでの方針を単純に示すことにより、余計な不安感を排除したい。

武富委員

不安か思惑か存じないが、従来どおりということだけのみを表明するのが良いのではないか。

三木委員

従来どおりの考え方で行なうと淡々と言った方が良いのではないか。仮に必要があれば括弧で入れる程度にし、それも抜きでどうか。

後藤委員

「考え」がダブるが、「今までと同様の考えで実施していく考えである。」でどうか。

速水議長

「従来どおり実施していくという考えである」か。

後藤委員

「これまでと同様に」で良いのではないか。

速水議長

「これまでと同様に」か。

山本企画室参事

「これまでと同様に」では同様の考え方なのか、同様の金額なのかが分からなくなり、市場が若干動揺すると思う。

中原委員

従来どおりすべて…。

植田委員

「当分の間」を削って原文のままで良いのではないか。余り考え方を明示的に出していくと、そこにある矛盾の説明に困るのではないか。

速水議長

「当分の間」だけ削り、「これまでと同様の頻度、金額で維持していく考えである。」で良いか。

後藤委員

それが分かり易い。

山本企画室参事

議長会見の際に聞かれた場合には、従来と同様の考え方、すなわち長い目で見た銀行券の増発額に対応させていくという考え方は維持されていくと答えて頂くことになるか。

武富委員

その他にどこをどう修文して欲しいという具体案はないが、緩やかになっている、歯止めが掛かるものと見込まれる…。

後藤委員

展望は依然明確でない。

武富委員

歯止めをかけることをより確実にするためプリエンプティブにやるとあるから良いのだが、(1)を見て(2)で最初は緩やかになって歯止めが掛かっているというのがあると、多少不自然か。

山口副総裁

武富委員の先程来のご指摘については、(2)の第2パラグラフに取り入れている積りである。

武富委員

「金融面の動向を見ると、」というところか。

山口副総裁

「しかし、」というところである。

武富委員

分かりました。

山本企画室参事

わが国経済の先行きに対してマイナスの影響をもたらす恐れがあると、いわば新しいマイナスの影響を明示した。

中原委員

国債を対象とするレポ・オペというのは、何故これだけを取り出したのか。

山口副総裁

先程申し上げたようなことである。

中原委員

政治的配慮か。

藤原副総裁

先程の植田委員のご意見もあり、私が対外公表文にこうした趣旨のことを入れた方が良くはないかと発言したため、入れられたと思っている。

中原委員

何か唐突で、政治家目当てという感じがする。

速水議長

一般の人にはやや専門的過ぎて分かり難いかもしれない。

中原委員

これだけなのか、「レポ・オペ等」なのか。

山口副総裁

レポ・オペのみを特定し、これまでよりも積極的に行なうということである。これはやや技術的な話でもあり、ここで表明するのが適切かどうかを含めて検討頂きたい。

三木委員

多少唐突な感じがする。これだけ一つ取り上げ、しかもその下に「なお国債の…」とあるため、唐突かつ意図的な感じがする。

武富委員

この部分全体を削ってしまうのはどうか。

山本企画室参事

「なお…」も含めてだとすると、ネガティブな影響が大きい。

中原委員

あっても良いと思うが、何か唐突な感じがしないでもない。

後藤委員

金融市場調節より全体の話をし、その際、国債を対象とするレポ・オペというのは繋がりが良くない。ただ、なお書きの後ろに続けると買切りオペが従来どおりとあって、それも嫌味である。

山口副総裁

その点です。

後藤委員

この件を書くことは良いと思う。本来はより活用して良いと思う。特に、これだけ国債残高が増えてきている訳であり、活用の幅を広げるべきである。

この2行目の「その際」は、むしろ「なお」なのではないか。「その際」というと金融市場調節の方針全体を受けて、その際こうするという感じだ。買切りオペの部分は「なお」でなく、「また」が良いのではないか。その方が自然に読めないか。

中原委員

それが「なお」なら次は「また」が良い。

速水議長

国債を対象とするレポ・オペは短期の調節手段ではないのか。

山本企画室参事

短期の資金供給を行なうオペレーションである。

山口副総裁

長期金利上昇の問題や国債需給の問題に関しては委員会としても一生懸命議論してきて、しかし結論的には長期国債の利回り自体に対して何か行なうということは余り適当でないという判断になっている。しかし、我々なりに色々悩み考えた結果、長期国債の貸借市場という短期のマーケットがあり、そこに新たな流動性を与えることが日銀の政策手段の中で出来るぎりぎりの所ではないかと思い、そうしたニュアンスを多少滲み出

させるために、このワンセンテンスは若干唐突かもしれないが入れておいても良いのではないか。

中原委員

そのニュアンスは十分に出ている。本当に強調したいのなら「特に」であろうが。

藤原副総裁

「とりわけ」か。

山口副総裁

従来以上に積極的に活用していくというところに狙いがある。

三木委員

急に技術的な話が出てきている感じがするが、こだわらない。

中原委員

やはりおかしい。「その際」というのはおかしい。

山本企画室参事

「なお」の方が良いか。

中原委員

いや、その一環としてか何か分からないが、明確に書く。

山口副総裁

これは非常に余計なセンテンスだという判断であれば、その手もある。

藤原副総裁

「その際」を「とりわけ」にすれば、これを特に意識したことも明確に分かる。

中原委員

非常に強調されて良いかもしれない。

後藤委員

やや部分拡大的になってしまう。

稲葉企画室参事

「その際」以下は「潤沢な資金の供給のため」である。これまでCPについては一生懸命行なってきており、貸出は行なわない訳であるから、残る手段は余りない。例えば、TBオペやレポ・オペ、さらには使っていないが現先オペ、そうした中で潤沢な供給をするためのいわば練習をしている訳である。従って、レポ・オペのみでは気持ちが悪いということであれば、例えばCPオペの他、TBオペ、国債レポ・オペを従来以上にと並べれば良いのではないか。

中原委員

従って、先程は「等」で一括した方が良いと言った。

速水議長

いきなりレポ・オペだけがここに出てくるのは若干不自然かもしれない。

稲葉企画室参事

CPは既に大量に行なっていることが周知であり、それを入れないとすれば、TBオペとか…。

中原委員

今後、従来以上に行なうものをここに書く必要がある。

三木委員

稲葉企画室参事の表現が分かり易いのではないか。

速水議長

全部書くか、あるいは全部消すか。

藤原副総裁

全部書き、「従来以上に」を消す。

山口副総裁

CPオペは力を入れて使ってきている訳であり、なお、CPオペの活用
のほか、とするか。

中原委員

CPオペはあれだけ行なっている訳であり、もう入れなくて良いと思う。

山本企画室参事

「CPオペの活用に加え」か。

山口副総裁

CPオペに加え、国債を対象とするレポ・オペについても、従来以上に
積極的に活用する…。

中原委員

国債を対象とするというのは、現先等を行なうということであろう。国
債中心とした方が良いのではないか。

山本企画室参事

山口副総裁が言われたのは「努めていく考えである」の次に「なお、CPオペに加え、国債を対象とするレポ・オペについても従来以上に積極的に活用していく方針である」。国債レポが目立ち過ぎるということと、CPは既にやっけてきているので、CPとさらにレポ・オペをとということであるが。

速水議長

「この際」は生かすのか。

山本企画室参事

「なお」にする。

中原委員

国債を対象としたオペは他に何かあるのか。

山本企画室参事

TB、現先、売りではFBがある。

中原委員

そうした国債関係を入れた方が良くはないか。

山本企画室参事

ただ、それを金額的に増やす自信があるかどうか問題である。実際問題として一方で吸収を行ないながらの調節であり、何でも書くとすると、また売出手形が増えることになる。

山下金融市場局長

CPオペをさらに増やせということになるのか。「加え」で切れることになるのか。

中原委員

CPは十分やっており、書く必要ない。

山本企画室参事

CPは既に積極的に活用してきており、CPオペと同様にレポ・オペも積極的にという表現である。

速水議長

レポ・オペのみを入れるのならその方が良い。

中原委員

狙いは分かっており、原文のままが良いと思う。

速水議長

「CPオペ等に加え」か。

後藤委員

CPオペが十分活用されていることは、天下周知の事実になっている。むしろ、CPに比べると国債のレポ・オペなどを増やすべきだ、と言っている人もいる程である。

植田委員

山口副総裁が言われたように、国債マーケットについては周りから強い関心を持たれているが、出来ることと出来ないことがあり、それをぎりぎりの所で明確にさせるのが目標であろうから、原文に近い形で良いと思う。

山口副総裁

原文のままかドロップするかどちらかだ。

中原委員

従って、「その際」の中を変えたら良い。他は残せば良い。

山口副総裁

「その際」を「なお」に変えるのは良い。

中原委員

「その中で」でも「その一環で」でも良い。レポ・オペを出すのは良い。

後藤委員

それは良いと思う。

山口副総裁

では「なお、その中で」で良いではないか。「国債を対象とするレポ・オペについては」。

中原委員

そのニュアンスでどうか。

山本企画室参事

まとめると、「努めていく考えである。なお、その中で国債を対象とするレポ・オペについては、従来以上に積極的に活用していく方針である。また長期国債の買切りオペレーションについてはこれまでと同様の」という案である。

速水議長

「その」とは「調節手段の中で」という意味だな。

山本企画室参事

短期の調節手段の中でという意味である。

後藤委員

(5) がやや盛り沢山になり過ぎてしまうかもしれないが、「具体的な運営に当たっては」の次ぎ、「従来と同様」の前に「短期市場の機能に配慮しつつ」と入れた方が良くないか。調節方針のこの部分について何も触れていない。

山口副総裁

(1) のディレクティブの中に入れたつもりである。

後藤委員

入ってはいるが。

山口副総裁

重ねて入れた方が良いということか。

後藤委員

そうである。「短期金融市場の機能の維持に配慮しつつ」と入れて、「従来と同様、短期の調節手段を用いてより潤沢な」とする。手段は同じだが、こうしたことに配慮しつつより潤沢な資金供給に努めていくというニュアンスを出す。

山本企画室参事

読み上げます。「(5) 金融市場調節の具体的な運営に当たっては、短

期金融市場の機能の維持に配慮しつつ、従来と同様、短期の調節手段を用いてより潤沢な資金の供給に努めていく考えである。なお、そのなかで、国債を対象とするレポ・オペについては、従来以上に、積極的に活用していく方針である。また、長期国債の買い切りオペレーションについては、これまでと同様の頻度、金額で実施していく考えである。」。

中原委員

その場合、ファースト・センテンスで「従来と同様」は必要か。

山本企画室参事

「従来と同様」は強調しているということである。

三木委員

「従来と同様」は、要するに「短期の調節手段」に掛かるのか。

山本企画室参事

そうである。

中原委員

これは点を打っており、全部に掛かる。

山本企画室参事

点をとりましょうか。

中原委員

「従来と同様」では潤沢にならない。

山本企画室参事

従来と同様、「短期の調節手段を用いて」という部分に掛かっている。

武富委員

「従来と同様に…」。

山口副総裁

では「従来と同様に」とするのが良い。

山本企画室参事

他になければ、修正した部分を改めて全部読み直します。まず冒頭は「平成11年2月12日。」(1)2行目。以下のとおりとすることを決定したのあとである。「(賛成多数)。」このページは以上である。2ページ目、「(4)日本銀行としては、上記の金融市場調節方針のもとで、より潤沢な資金供給を行い、これを通じて」以下同じである。「(5)金融市場調節の具体的な運営に当たっては、」その次だが、「短期金融市場の機能の維持に配意しつつ、従来と同様に短期の調節手段を用いて、より潤沢な資金の供給に努めていく考えである。なお、そのなかで、国債を対象とするレポ・オペ(国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション)については、従来以上に、積極的に活用していく方針である。また、長期国債の買い切りオペレーションについては、これまでと同様の頻度、金額で実施していく考えである。」、(6)は同文である。

速水議長

これで採決して下さい。

[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

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告します。ただ今の対外公表文案採決の結果、賛成 9、反対なしであり、全員一致であった。

速水議長

以上の決定事項の公表は会合終了後約 30 分後に行なう。それまでの間は出席者限りということで宜しくお願いする。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お願い下さい。

VI. 企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利変更について

速水議長

次の議題に入る。これは議長緊急提案の形になるが、企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利について審議して頂く。昨年 11 月に決定して現在既に実施している企業金融支援のための臨時貸出制度であるが、その適用金利が 0.5% になっている。しかし、これはあくまでも現在までの金融市場調節方針であるコールレート 0.25% を前提にしたものであり、コールレートをゼロ近くまで引き上げる以上、臨時貸出制度の適用金利も

引き下げるのが自然であると思う。そこで、私より臨時貸出制度の適用金利を0.5%から0.25%に引き下げ、本日、金融市場調節方針の変更と合わせて対外公表することを提案したい。事務局は公表文の案文を読み上げて下さい。

稲葉企画室参事

案件は「1. 本日、金融市場調節方針を変更したことを踏まえ、『企業金融支援のための臨時貸出制度基本要領』2. (9)のうち、『年0.5%』を『年0.25%』に改め、本日から実施すること。2. 本件について、別紙のとおり公表すること。」である。対外公表文案は「企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利変更について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利を現行の年0.5%から年0.25%に変更することを決定した。これは、同会合において別途決定した金融市場調節方針の変更を踏まえた措置である。変更後の適用金利は、次回貸付実行日である本年2月22日から適用する。なお、既に実行されている貸付についても、期限前返済がなされれば、次の貸付実行日において、変更後の金利により新たに貸付を行うものとするほか、昨年12月21日に実行した貸付については、期限前返済がなくとも、本年3月23日に行う手形書替に際し、変更後の金利を適用する。」ということである。

新たな金融調節方針の下で、コールレートが最大限0.25%低下することを念頭におくと、0.25%にすれば同幅スライドであり、調節方針の変更に応じたことになるのではないかということである。対外公表文の後段の部分は規程上可能なことではあるが、分かり易さを考えて、このように致したい。仮に、これまで借りている人が例えば月曜日に返し、さらに次回の貸付実行日である2月22日に借り入れたいということであれば、0.25%で貸すということである。また、12月21日に借りた先は3月23日に due が来るが、1か月延長に際して変更後の金利が適用されるということである。

後藤委員

要領で0.5%を0.25%に直すだけで、既往貸付分は読めるのか。

稲葉企画室参事

今後、貸出実行日を2月22日と3月23日とさらに二回用意している。仮に、借り増しをしたい先は申し出てくればできるし、仮にその前に担保が足りなくなり返済したものであっても、2月22日、あるいは3月23日に担保が復元したために借りたいと申し込んでくれば、借りられるようになっている。

後藤委員

期限前返済や、手形の書き替えがあれば適用されるということか。

稲葉企画室参事

そうである。

中原委員

このレートと日銀法との関係はどうなのか。

稲葉企画室参事

このレートについては政策委員会で決定した基本要領によっており、日銀法上は全く問題ない。

中原委員

日銀法の何条か。

稲葉企画室参事

通常の貸出であり、33条である。

三木委員

12月21日のものは期限前返済がなく、手形書き替え時の適用になるのか。

稲葉企画室参事

3か月のdueがくるものと、銀行によっては金利が相対的に高くなってしまったために、自ら期限前返済してくる先も出てくると思う。それが実行日である2月22日、あるいは3月23日に改めて借り入れたいということであれば、新レートを適用する。期前返済せずに、借り入れ実行日に借り直したいということであれば、それも出来る。

中原委員

私はこの制度には元々賛成していないが、0.25%にするのは、ゼロ金利を目標にしていることに対応してのことか。

稲葉企画室参事

タム物の金利がどのようになるかはなかなか予想し難いが、ある程度優遇金利だという感じを出すために、この程度引き下げればその効果は多分維持できるのではないかと考える。

中原委員

0.25%だからコールレートがゼロになるという前提だ。

稲葉企画室参事

タム物とコールレートが必ずしも同幅の低下ということではないと思われ、そのところは分からない。ただ、貸出金利の刻みという面もあるし、今回の措置の趣旨も踏まえて0.5%から0.25%に変更するということである。

速水議長

コールレートが0.25%の時に0.5%だった訳であろう。

稲葉企画室参事

そういう関係ではある。

中原委員

出尽くし感が出なければ良いということか。

三木委員

賛成する。

速水議長

それでは採決して下さい。

[政府からの出席者退室]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の採決の結果、賛成8、反対1であり、賛成多数であった。反対は中原委員である。

中原委員

反対理由は二つある。一つは元々この制度自体に反対であること、つまり企業金融に日銀が立ち入るべきでないということ。今一つは先程言ったような懸念があるからである。仮に、実施するのであれば、0.5%に据え置いた方がよい。それをスライドして下げれば、コールレートのゼロを狙っていることになる。その懸念から反対する。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今の案件は賛成多数で可決された。

Ⅶ. 金融経済月報の検討

速水議長

最後に、金融経済月報の検討に入る。金融経済月報のうち最初の3ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。まず、早川調査統計局経済調査課長と山本企画室参事からポイントを説明してもらおう。

早川調査統計局経済調査課長

金融調節方針の一段の緩和が決定されたが、経済の状況判断については

大体悪化テンポが緩やかになっているという理解だったと思う。取り敢えず原案に沿って説明する。先に各論の方から申し上げるが、少しずつ改善している部分がある。住宅投資については前月まで低迷と申し上げてきたが、「着工戸数が、横這い圏内の動きになっているが、水準は依然低い。」という表現にしている。個人消費は、総じて低調と申し上げてきているが、「一部には改善の動きもみられるが、全体としては回復感に乏しい」と評価している。純輸出、公共投資については特に変化はない。在庫については、「在庫調整が引き続き進捗」としている。鉱工業生産については、前月「減少テンポは緩やかなものになっている」とした後、今月は1~3月の予測も大体横這いと出ているため、「横這い圏内の動きとなってきた。」としている。企業金融については、前月は「改善の動きがみられるが、年度末にかけての資金繰りの不安感は、なお払拭し切れていない」と書いているが、今回は「足許改善の動きが続いているが、先行きに対する不安感は、なお払拭し切れていない」としている。年度末に特定すれば不安感はかなり薄らいでいるが、多少長いタームではまだ不安感が薄れていないという理解である。

先行きの見通しについては、基本的に「民間需要が速やかに自律的な回復に向かうことは展望し難い。」という判断を変えていない。加えて、今回は「昨秋以降の円高進行やこのところの長期金利上昇の影響、ということについても留意が必要である。」ということで、前回に比べて長期金利の上昇の影響を今少し強調している。先行きの部分の最後の文章は「これらを踏まえると、景気回復を確実なものとするためには、金融システムの早期建て直しなどを通じて、企業や家計が経済の先行きに対して自信を取り戻し得るような環境を整えていくことが重要である。」とした。前月は「金融システムの早期建て直しを含め、自信を取り戻し得るよう、さらに環境を整えていくことが重要である。」としたが、実は長期金利のことを書いたために、これを書くに長期金利に対応して何かするのではないかと受け取られるのを懸念して、「金融システムの早期建て直しなどを通じて」と限定した次第である。本日の決定の趣旨を踏まえると、敢えて「な

どを通じて」と言わずに、「などを含め」という前月の文章でも良いかと思うが、議論頂きたい。

物価については、基本的には同じ判断である。前月は「経済情勢の悪化テンポは引き続き和らいでいくものとみられるが、」としているが、今回悪化テンポは緩やかになっていると判断しているため、これ以上和らぐということも如何かと思うので、その文章を抜いている。物価は近い将来に下落テンポがさらに速まるという感じでもないため、「下落テンポを幾分速める可能性がある。」という表現に改めさせて頂き、「今後も、下落基調を続けるものとみられる。」と書いてある。以上が各論であるが、それを踏まえて総論は、前月まで「悪化テンポが徐々に和らいでいる」という表現にしていたが、生産等を見ても、和らいでいるというよりは悪化テンポはかなり緩やかになっているため、「緩やかになっている」と表現している。

山本企画室参事

次に、金融面である。「金融面をみると、ジャパン・プレミアムやユーロ円金利は、年度末を控えているにもかかわらず、落ち着いた推移を辿っている。これは、日本銀行による思い切った金融緩和の継続に加えて、金融システム建て直しに向けた取組みの進展によって、邦銀の流動性リスクや信用リスクに対する警戒感が後退してきていることを反映している。一方、長期国債の流通利回りは、将来にわたる財政赤字拡大懸念などを背景に再び上昇している。また為替相場も円高気味の展開となっている。株価も軟調に推移している。」。次が新しい文章であるが、「これら相場の動きは、景気の回復を阻害する要因となりかねないものであるだけに、先行きの動向を注意深く点検していく必要がある。」。

金融の量的側面については、「企業の資金需要面をみると、設備投資の大幅減少を背景に、実体経済活動に伴う資金需要は低迷を続けている。また、資金調達厳しさを意識した企業の手許資金積み上げの動きも、徐々に収まってきている。一方、民間金融機関は、基本的に慎重な融資姿勢を

維持しているが、信用保証制度の活用には引き続き積極的である。この結果、企業金融は、一頃に比べ逼迫感が和らいできている。もっとも、信用リスクに対する金融機関や資本市場の警戒感は根強く、格付けが低めの企業などでは、依然厳しい資金調達環境が続いている。こうした企業金融の動向が、今後、年度末に向けてどのような展開を辿るか、注目していく必要がある。」としている。

早川調査統計局経済調査課長

確認させて頂きたい。先程申し上げた「金融システムの早期建て直しなどを通じて」という部分はこれで良いか、それとも「早期建て直しを含め」と広くとおいた方が良いか。

後藤委員

「含め」の方が良い。

早川調査統計局経済調査課長

今回の措置を考えると、「含め」にした方が良いかと思うが、他は宜しいでしょうか。

植田委員

総論はこのままで良いのか。

武富委員

「和らいでいる」と「緩やかになっている」とどちらがより良いのか。「緩やか」の方が良い訳か。

山本企画室参事

先程の対外公表文は「既に緩やかになってきている」という、こちらの文章をとっている。

武富委員

そこまで厳密には考えていなかった。

早川調査統計局経済調査課長

これは、細かく言うと二次微分と一次微分であり、傾き 60 度から 45 度になっても和らぐであるが、45 度だと緩やかではなく、15 度という程度の積りである。

中原委員

これの方が日本語的である。

篠塚委員

金融の量的側面に関連しての部分について、この文章では「量的側面に関連して、資金需要は低迷を続けている。」であるが、次の「また、」で始まっている部分は「厳しさを意識した企業の手許資金積み上げの動きも、徐々に収まってきている。」となっている。最初の文書は「低迷」で、次に「収まってきている。」とあり、その次は「一方では信用保証制度で引き続き積極的」となり、「この結果、企業金融は、一頃に比べ逼迫感が和らいできている。」となっている。この文章全体を読むと、今回一段の金融緩和を行なうに当たってのスタンスとマッチしていない。

山本企画室参事

企業金融自体の逼迫感が和らいできているのは確かだと思う。今回の措置に関連するのは、その上のパラグラフにある「相場の動きは、景気の回復を阻害する要因となりかねない」である。あるいは、資金需要自体が弱いということが景気の回復が弱いことの現われである。後段のイメージはご指摘のとおり、昨年 of 年末までに心配をしていたような企業金融の逼迫感 は和らいでいることをニュートラルに評価している。

速水議長

宜しいですね。他にありますか。それでは、採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の採決の結果、賛成 9、反対なしであり、全員一致であった。

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部分は必要があれば、執行部で修文させて頂きたい。本件の対外公表は 2 月 16 日火曜日の午前 9 時 20 分に行なう。

Ⅷ. 閉会

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 2 月 25 日木曜日に予定している。

(午後 5 時 34 分閉会)

以 上