

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年3月25日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）
藤原作弥（日本銀行副総裁）
山口 泰（日本銀行副総裁）
後藤康夫（審議委員）
武富 将（審議委員）
三木利夫（審議委員）
中原伸之（審議委員）
篠塚英子（審議委員）
植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

経済企画庁 堺屋太一 長官（9:00～11:02）
河出英治 調整局長（11:03～15:35）

（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（9:00～9:17） |
| 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（9:00～9:17） |
| 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（9:00～9:17） |

I. 開会

速水議長

金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日の取り進め方は、まず前々回会合の議事要旨の承認を行なった後、本日はオペ手続きの整備等に関して執行部から提案があるため、その決議を頂きたい。その後は、通常どおり、金融経済情勢等に関する執行部の報告、委員による討議、次いでもし政府からの出席者に発言があれば頂き、そして、金融政策運営方針の決定という段取りで進めていきたい。最後に、本日は1~3月期最後の決定会合となるため、先行き4~9月までの6か月間の決定会合のスケジュールを承認頂く予定である。

政府から経済企画庁の堺屋経済企画庁長官が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録する約束であり、委員および政府からの出席者におかれては、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(2/25日開催分)の承認

速水議長

まず、前々回、2月25日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手元の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので、決裁をお願いします。本議事要旨は3月30日の午後2時に公表されることになる。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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. 「短期国債の条件付売買基本要領」の制定および「債券売買要領」の改正等に関する報告と決定（資料-1）

速水総裁

それでは、FB・TBおよび債券売買オペの手続きの整備や債券売買オペの対象先の選定要領などについて、執行部から提案があるので、審議頂きたい。最初に、稲葉企画室参事から案件の説明をしてもらう。

稲葉企画室参事

資料1「短期国債の条件付売買基本要領」の制定および「債券売買要領」の改正等に関する件である。説明資料に沿って提案の趣旨を説明する。大きく分けて一つはオペ手続の整備に関連すること、今一つはFBの担保としての取扱いの二つである。

最初のオペ手続の整備はTB・FBオペ、債券売買オペについて、その

手続を改めて整備することである。また、債券売買オペについて、オペ対象先の選定に当たり、対外的に開示した選定基準に則ってオペ対象先を改めて公募し、選定を行なうというものである。

手続整備の概要は、まず、TB・FBオペに関して、この際従来の二つの規程を統合して、短期国債オペの規程として整備し直すことである。

内容的には、売買方式が現行のTBは買現先のみ、FBオペは売現先のみという扱いになっているのを、買現先および売現先とし、FB公募入札化の機会に短期国債オペとして一本化することである。現先オペの期間については、既存の規程では期間の制限がなかったが、短期国債オペとして統合したうへは、レポ・オペや長期国債現先の期間と同一化を図り、6か月以内としたいと考えている。金利決定方式については、従来TBは利回り入札、固定利回りの二つの方式、FBオペについては利回り入札の方式がそれぞれ規程に盛り込まれていた訳であるが、この際利回り入札のみで十分なことから、これに統一するというものである。

次に、債券売買オペはいわゆる長期国債の買切オペの根拠規程になっているが、これも新たに整備し直す。現行オペの実施店は本店と支店となっているが、支店での扱いは手続的にも機動性を欠くため昭和54年以降実績がない状況であり、この際本店のみにしたいと考えている。オペの対象先は金融機関、証券会社となっているが、他のオペと同様、金融機関、証券会社、証券金融会社、短資会社としたい。オペの対象債券は、現状国債のほか政保債もできるようになっているが、これも手続的に機動性を欠くため、20年以上実績がないものである。従って、この際に国債のみとしたい。金利・価格決定方式は、規程上市場の動向等を勘案してとなっているが、実際には利回り入札方式で実施してきており、この際利回り入札方式と明定したい。

続いて、オペ対象先の選定であるが、これは既に他のオペについて規程整備を図ってきたことの一環である。債券売買オペについても、同様の考え方で対象先の選定をし直そうということである。基本的な考え方、対象業態、具体的選定基準はいずれもこれまで整備してきたものと同じ考えに

則っている。具体的な選定基準は、（イ）本行本店の当座預金取引先であること、（ロ）日銀ネットの利用先であること、（ハ）信用力に問題がないことを満たす先である。これがオペの円滑な実施のために適当な先数を上回る場合には、流通市場における市場プレゼンス等を勘案のうえ選定を行なう、という考え方で進めていきたい。選定の頻度は原則として年1回であり、他のオペと同様である。

今後の予定としては、この選定基本要領の制定等を決定頂ければ、本日対外公表したうえで、オペ対象先を公募し、5月にも対象先選定の結果を公表できるのではないかと考えている。準備完了後、新しいオペ対象先にオファーを開始する段取りである。

次の大きな括りとして、FBの担保としての取扱いがある。これは準備が整い次第実施したい。目的は、FBの公募入札化が4月から始まるが、本格的な流通市場が形成されて、時価での取得が可能となる見込みであるため、商品性が等しいTBと担保としての取扱いの同一化を図ろうというものである。内容的には、FBは現在手形貸付担保の適格であるが、額面の95%以内という担保評価になっている。これを時価の95%以内としたいということである。また、当座勘定根抵当について、現行ではFBが不適格になっているが、この際FBも適格とし、その掛け目も時価の95%以内という扱いにしたい。

付議内容は大きく三つある。一つが「短期国債の条件付売買基本要領」の制定等に関する件で、「基本要領」を別紙1. のとおり制定することである。二番目は、「対象先選定の基本要領」を一部改正し、その関連で既往の四本の規程を廃止するほか、「日本銀行業務方法書」を一部変更することである。三番目は、新しい規程は4月1日以降、FB、TBの源泉徴収が撤廃されることを前提に作ってあるが、それにもかかわらず源泉徴収が行なわれたTBあるいはFBについては、その売買価格を算定するに当り、従前の規程を準用して取扱うということを明記したものである。別紙1. が基本要領、別紙2. が売買対象先の選定基本要領である。さらに別紙3. が業務方法書一部変更案である。「債券売買要領」の改正等に関する

件の付議内容は、記書きにあるように「債券売買要領」を「国債売買基本要領」と改め、全面改正することである。また、「売買対象先選定基本要領」を別紙2. のとおり制定し、さらに関連する部分について「業務方法書」を一部変更することである。別紙1. が「売買基本要領」で、別紙2. が「売買対象先選定基本要領」である。最後に別紙3. が「日本銀行業務方法書」中一部変更案である。最後に、「政府短期証券の担保取扱いに関する件」である。記書きにあるように、「1. 手形貸付担保としての政府短期証券の担保価格を、額面の95%以内から時価の95%以内に改めること。2. 政府短期証券を新たに当座勘定根抵当として適格とし、その担保価格を時価の95%以内とすること。3. 平成11年3月末までに発行された政府短期証券については、従前の例によること。」ということである。

最後に、「4. 本件について、別紙のとおり公表すること。」とし、別紙対外公表文案にあるように、「政府短期証券を本行与信の担保として幅広く認めていく。」と広くアナウンスしたい。内容がかなり技術的であり、これは別途事務方から取引先金融機関等に周知、連絡する扱いにしたいと考えている。

速水議長

それでは、ただ今の説明を踏まえて自由に討議して下さい。
特にないようであれば採決したい。

[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

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。ただ今の三件の議案を採決の結果は、いずれも賛成 9、全員一致であった。

速水議長

政府からの出席者をお呼びして下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、オペ手続の整備等に関する執行部提案が全員一致で決定された。本件は、会合終了後、執行部から適宜対外公表させて頂く。

IV. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢等について、執行部から報告してもらう。最初に、前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いします。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-2）

山下金融市場局長

前回の政策決定会合以降の金融調節であるが、オーバーナイト・レートを引き続きできるだけ低目に推移するよう促す観点から、所要準備額対比の積み上幅を概ね1兆円台の高水準に維持する調節を継続してきた。これに伴い、オーバーナイト・コール加重平均レートは、0.03%から0.04%の実質ゼロ近傍の水準で、落ち着いた推移を辿っている。その結果、3月16日に始まる今3月積み期の加重平均レートは昨日時点で0.03%となっている。0.03%というのは、短資の仲介手数料が %となっているため、資金の出し手の運用レートは %となり、コール市場で取引が成立し得る最低水準にほぼ到達したように思う。

この間の金融調節面での対応をやや敷衍すると、まず2月の積み最終日となる15日には、積みの進捗を意識的に遅らせてきた一部都銀筋等がやや積極的な取り姿勢を示したため、朝方の定例オペで1兆3,000億円の資金余剰を造成する調節を行なうと共に、本日スタートの資金吸収は行なわない旨のアナウンスを行なったところ、0.03%で相当額の出合いが成立した。その後、午後に入って0.04%での取引がみられたこともあり、加重平均レートは0.04%となった。翌16日は新積み期の初日であるが、マーケットでは日銀は引き続き1兆円以上の大幅な積み上幅を造成し、ゼロ金利維持を図ってくるという見方から、資金の出し手が出し急ぐ姿勢を示したため、定例オペを待たずに0.03%から0.04%での出合いが進む展開となった。従って、9時20分のオペで、マーケット予想の上限であった1兆5,000億円の積み上となる調節を行なったところ、0.03%で大量取引が成立した。もっとも、一部の先が交換戻資金手当の遅れに伴い、0.15%までビッドアップした例もあり、加重平均レートは0.04%となった。17日以降は1兆4,000~1兆5,000億円の積み上幅を維持する調節を続けてきた結果、総じて薄商いの中、オーバーナイト加重平均レートは0.03%で推移してきている。昨日は一部外銀がやや取り急ぐ姿勢をみせたこと等から0.04%と若干強含む形とはなっていないが、マーケットの落ち着き基調には全く変

化がみられていない。

前回会合以降、短期金融市場でみられた新しい動きとしては、都銀等が0.10%から0.05%へと普通預金金利の引き下げに踏み切ったことが挙げられる。これを受けてターム物金利が一段と弱含む展開となっている。例えば、ユーロ円の出合いレートの3Mは16日の0.17%から昨日には0.12%へと、5bpの低下を示している。この間のイールドカーブの変化をみると、前回会合時のカーブの位置から昨日は3月24日の位置まで一段と低下している。この両方のカーブの形を比べると、1W、2Wのところは上昇した形になっているが、この2週間のうちに、それぞれが年度末越えとなったためである。1Wは19日の0.05%から23日には年度末越えになったことに伴い、0.10%に上昇しており、年度末要因が5bpあったということになる。従って、この要因が剥落する4月入り後は、さらにレートが全般に低下する可能性がある。

この間、TB 6Mは16日の0.075%から、昨日は逆に0.105%へ3bp上昇している。これは12日の政策決定会合時に、さらなる金融緩和策が採られるといった思惑からTBを買っていた先がポジション巻き戻しの売りをみせたこと、昨日時点で残高が3兆円まで膨らんだ本行のFBオペの拡大、あるいはTBの発行が17日に2兆円あったこと等から、やや荷もたれ感が生じているためである。この結果、ユーロ円レートとTBのスプレッドが大きく縮小してきており、ユーロ円TIBOR 3MとTB 3Mのスプレッドは昨日時点で0.098%まで縮小してきている。昨年11月の直近ピークが0.73%であり、この4か月強のうちに60bpも低下したことになる。昨日、
等がマーケットで3MのCDを0.07%で発行している。その一方で、TBレートの3Mは0.095%で取引されており、両者が逆転したことになる。これは市場で大きな話題になっている。このような形での信用リスク・プレミアムの縮小自体は方向としては歓迎できる変化といえるが、反面オーバーナイト金利の実質ゼロ化に伴い、流動性リスクや信用リスクを忌避せずに、少しでも運用利回りの高い商品を求める一種のモラル・ハザード的な現象がみられ始めている点には十分留意してい

く必要がある。なお、ユーロ円TIBORとLIBORとの関係をプロットしてみると、ここにきて両者のスプレッドが大きく縮小してきている。昨日のスプレッドは0.017%と、足許ジャパン・プレミアムが事実上ほぼ消滅した状況にあることが確認される。

前回会合以降の2週間は、以上のように実質ゼロ金利が定着する下で、イールド・カーブのフラット化がさらに進んだ期間と言えるが、この間に生じた短期金融市場の変化等で留意すべきは次の三点だと考える。その第一は、コール市場、特に無担コール市場規模の縮小の問題である。無担コール市場の残高をみると、2月12日の24兆円から、ゼロ金利誘導が始まった3月の第1週1~5日で6兆3,000億円程の大幅減少となった。その後、最近では年度末接近に伴う資金需要の拡大もあり、やや取引規模が回復しており、昨日の無担コール市場残高は19兆6,000億円と、ボトムの前18日からは2兆7,000億円持ち直した形となっている。ただ、いずれにせよ資金の出し手は、実質ゼロ金利の下で短資を経由しないDDコール取引やCD、CP等のターム物取引、あるいはレートが0.05%へ低下したとはいえ、なお有利な普通預金等に資金をシフトさせる傾向にあり、今後ともマーケット規模は縮小傾向を辿る可能性が高い。また、ターム物レートが大きく低下する下で、例えば東京金融先物取引所の出来高が大幅に低下している。97年度の1日平均出来高は10.9万枚、98年度が2月までで7.6万枚であったが、3月に入ってから5万枚前後、23日には1.1万枚しかできない状況になっている。著しい金利水準の低下と金利リスクの減少から、短期金融先物商品の存在意義が薄くなってきていることを反映した動きであるが、ゼロ金利の定着に伴い、マーケットの機能低下が様々な分野で起きてくる可能性があることには十分留意する必要がある。

第二の留意点は、繰り返し説明しているとおり、所要準備に対する意図した積み上幅と実績との乖離が大きくなっている問題である。例えば、24日の朝方に私共が意図した積み上幅は1兆4,000億円であった。これに対し、最終時点での実績は6,400億円の積み上に止まっている。これは、短資を中心とする準備預金非適用先に5,800億円もの資金が滞留したことに

加え、既に所要準備を積み終わった先の当座預金保有額——これが超過準備であるが、——が3,000億円あったためである。これから明らかなように、当方が連日大幅な積み上調節によって準備預金供給を行なっても、その二つのルートで資金がリークするため、事前に意図した積み上幅と最終時点の実績が大きく乖離することが日常化している。この経験から現在のシステムを前提にすると、準備預金あるいは超過準備額自体をコントロールすることは、実務的にはなかなか難しい面があることが確認された形となっている。

第三は、資金供給面での制約の問題である。短期金融市場金利がターム物を含め大幅に低下する中で、本行のオペに対してゼロ金利、ないしゼロ以下で応札をする動きが散見されている。今後、ターム物レート、特にTB等のリスクフリー資産がゼロ近傍まで低下した状況でも、さらに大量の流動性の供給が必要になった場合には、応札レートを0.01%以上に限定している現行オペ方式の下で必要な資金供給が行なえるかどうかの問題となり得る。特に、先行き6月以降は季節的に資金不足期に入ること、FBの市中公募化や預金保険機構向け貸出の市中調達への切り替えが進捗すること等から、ゼロ金利実現のためには本行オペで大量の資金供給が必要となり、場合によってはこの問題が顕現化する可能性がある。

このように十分な留意を要する問題点はなお存在してはいるが、全体としてみれば、これまでのところ資金決済面で大きな支障が生じることもなく、所期の実質ゼロ金利水準が比較的スムーズに実現されたと評価できるように思う。しかしながら、ゼロ金利誘導スタンスの継続の下で、今後とも短期金融市場に混乱が生じる可能性がないかという点については、依然次のような不透明な要因が残されている。まず第一には、短期金融市場のマネーフローの変化が続いており、ゼロ金利の下である程度の安定状態が形成されるには、なおかなりの時間を要するとみられることである。例えば、先週の普通預金金利の引き下げによって、イールドカーブが再び変化しつつあること、あるいは無担コール市場の最大の出し手である投信が普通預金やDDコール、TB現先、レポ等への資金シフトを始めたばかりの

状況であること、さらには現在顧客確保の観点から、有担コールの余剰資金の大量抱え込みを行なっている短資も今後そうした営業政策を転換してくる可能性が少なくないことである。第二には、都銀等では依然として超過準備は無駄な資金といった認識から超過準備の保有を極力回避する方向で資金繰りを行なっている先が多いが、今後実質ゼロ金利定着の下でこうしたビヘイビアが変わり、超過準備をある程度積極的に持つ方向になれば、日々の準備需要も現状とは大きく変化してくる可能性がある。第三には、目先資金需要が大きく変動する年度末、新年度入りを控えているほか、4月以降のF B市中公募化は短期金融市場の構造、マネーフローの姿を大きく変化させる要因となり得る。従って、私共としては当面は大量の資金供給を継続し、目先の山である年度末を無事に乗り切ると共に、ゼロ金利定着の下での短期金融市場の状況変化について、そうした点を中心に十分にモニターしていくことが大きな課題だと考えている。

速水議長

F B公募の最初は何日になるのか。

山下金融市場局長

4月12日である。

三木委員

留意点のうち資金供給面の制約、すなわち本行のオペに対して金利ゼロ以下で応札をする動きがみられる点につき、詳細に説明して欲しい。

山下金融市場局長

オペのレートが既に非常に下がってきており、例えば買手でさえ短い期間では0.02%や0.01%での入札もみられる状況である。TBやレポあるいはリスクフリーのものについては、現状では0.0%台が足切りレートになっている。そうした状況に加え、さらに今後ターム物の金利が下がり、

しかも資金需要が余りない状況の中で、さらに資金を供給して全体の金利を押し下げようとする、やはりどこか限界が出てくる訳である。オーバーナイトでは、0.01%が既にマーケットで出てきている訳であり、わざわざ日銀に行って面倒な色々な手続を行なって資金調達をするニーズが後退してきている。日銀オペに応札するとすれば、ゼロとかマイナスということになろう。あるいは、長目のところで一応のスプレッドがある例えば0.3%から0.25%程度で日銀がレポ等を通じて資金を供給するのであれば応じてくるといった状況であろう。全体がゼロ金利のところさらに資金を供給するのはなかなか難しいということである。

篠塚委員

先物商品市場の出来高が今回の一段の金融緩和を行なった2月12日前後でどのように変わったか教えて欲しい。

山下金融市場局長

その時点ではまだターム物レートは結構高かったため、取引ができていた。ただ、最近のようにターム物がほとんどフラットになり上下の変動がなくなると、わざわざ先物で色々なヘッジをしたり、ディーリングをするメリットが非常に少なくなってしまい、ここへきて取引が急激に落ちている。特に、3月に入ってから落ちている。

武富委員

先程、マネーフローの変化に触れた際、都銀等大手の取り手が、これまでのところは超過準備を極力積まないようにしているという説明であったが、どのような条件であれば大手取り手の超過準備に対する姿勢が積んでもいいということに変わり得るのか。仮にそこが変われば、調節の意図と実績の乖離現象もある程度解消してくるのかどうか。

山下金融市場局長

基本的にこれまで超過準備を積むことをブタ積みとして回避してきたのは、やはりコストがかかるからである。例えば、金利が4%とか5%の時に、無利息である準備預金に所要額を超えて積むことは、それだけの機会費用を損する訳であり、すべきでないという意識が資金繰り担当者の基本的な発想として定着している。ただ、現実問題としては、0.01%とか0.03%で資金が取れるようになってきており、機会費用が非常に下がってきているため、彼等としてもほとんどコストがかからないことと超過準備を持つことの意味を多分比較衡量し始めているところだと思う。超過準備を持つ意味は、例えば資金繰りをそれ程厳格にやる必要がないといった事務面の事情であろうし、多分超過準備がないよりはあった方がいいという感じはあると思われる。その辺の意識が変わってくれば、超過準備が飛躍的に増えていく可能性がある。仮に超過準備が早く出てくると、積み上げ準備の積みが終わっていない先に対して供給するものであるため、そこはやはりリークにはなる訳である。ただ、現在は短資に滞留している分がそうした形で吸収されるのであれば、その分はコントロールがし易くなるのは事実である。つまり準備預金の中に入ってくるということである。その辺は変わってくる可能性が十分あるが、超過準備がいくら積まれるか読めないとなれば、引き続きコントロールが難しいという点は残る。

中原委員

その点に関して二つ申し上げる。意図と実績との乖離が生じているとしても、日銀として積ませるということをまだアナウンスしていない訳である。このオペレーションに超過準備を積ませる意図があった場合には、恐らく実績は違ってくるのではないか。また、前積み期でも、1,500億円の超過準備があった訳であり、その程度は残ると言えるのではないか。つまり金利も勿論振れる訳であるが、量的な振れもパーセントで見れば、一定比率の中で収まるということが可能という見方もできる。この二つはどうか。

山下金融市場局長

第一の点は、私共が朝方意図した積み上幅というのは、その所要に対してこれだけの資金を供給するという形で行ない、現実問題として、3月までは基本的にほぼ実現してきた訳である。その意図した積み上幅と超過準備は必ずしも結び付く訳ではなく、意図した積み上幅が巨額になり、結果として超過準備を作るような形になってくれば、当然それは超過準備に関係してくる。しかし、一方で所要準備以上の資金は日銀の勘定に置かないということであれば、やはり基本的には短資に残るか、別の準備預金非適用先のところにいってしまい、超過準備が積み上がらない可能性が大きい。従って、意図した積み上幅と超過準備は必ずしも直ちに結び付くものではない。

第二点は、確かに委員指摘のとおり、資金を大量供給していると、当然都銀のようにきちんと資金繰りをし、超過準備をほとんど残さない先ばかりではない。例えば、外銀等はそうした管理にコストをかけずに、余ったものは積んできており、そうした形で超過準備が拡大するのは事実である。ただ、全体として10兆円以上の余剰になったうち、4兆円強が超過準備になり、6兆円強が短資なりその他の準備預金非適用先の金融機関に残った訳であり、その配分は必ずしもコントロールできないと思う。大量供給すれば、方向として増えることは間違いないが、その割合がどうなるかは分からない。

なお、先程のFBについては、第一回のオファーが4月7日であり、12日が発行になる。

速水議長

どの程度引き受けられるのか。

山下金融市場局長

一回、1兆円である。

それ以後は、毎週そのパターンで水曜日に入札をし、月曜日に発行する。

中原委員

6月以降の資金不足期に入ってからの問題点を詳しく説明して欲しい。

山下金融市場局長

今後4月、5月は引き続き財政の払いが大きいため、資金は余剰になる。その分だけ我々の調節負担は楽になり、むしろ吸収するか、それ程供給しなくとも大量の流動性供給ができる。この間、4月からF Bの市中公募が始まるため、その分が資金不足要因になる。預金保険機構への貸出も現在の金利環境の中で市中への調達切り替えが順調に進んでいるため、今までは日銀のバランスシートで供給していたものが、市中に切り替わり、その分も必要であれば供給しなければならない。そうしたものが重なり合い、特に6月以降の資金不足期に入っていくと、我々のオペレーションで大量の資金供給を行っていく訳である。マーケットで必要な分については、金利は上がる方向になるため、それを抑える形でのオペの供給はできるが、マーケットが必要とする以上に供給しようとする、多分なかなか難しくなる可能性がある。

後藤委員

大手行が超過準備をほとんど持たないとか、オペによる資金供給に対してもゼロやマイナス金利での応札になってくるということは、結局資金がいつでも取れるという安心感がある状態になっている訳である。従って、何か不安定要因が突発した場合には、今度は準備預金に対する需要が急激に出てくるといふ、マーケットとしては非常にボラティリティを内に秘めた状態になってきつつあるのではないか。そこはどのように考えたらいいか。

山下金融市場局長

ご指摘のとおりだと思う。そこが最も気にしている点である。やはり出し手は長いところで、極力高いレートで運用するようになるため、オーバーナイトの規模が小さくなるし、取り手の方もいつでも取れるという意識からターム物などに向い、オーバーナイト依存を縮小する方向にある。そうした中で、仮に大きな変動に伴い予期せぬ資金不足が生じた場合にどう対応していくか、一番心配しているところである。

今一つ、都銀の資金繰り担当者達が一番心配しているのは、現状のように資金が潤沢に供給されている時には多分大きな問題は起こらないが、いつまでもこうしたスタンスではいられないはずであり、仮に金利を締める方向になった時が本当に怖いということである。関係者がゆるゆるの調節に慣れてしまい、かなりモラルハザード的に資金繰りを行なうことになるため、短期間ならともかく、長くなってそれに慣れてしまった時に金利が上がる場合には怖い。二つの面で恐さがあると思う。

中原委員

両方とも贅沢な恐さである。

山下金融市場局長

やはり資金繰りで穴を開ける訳にはいかない以上、色々なことを考えなければならぬ意味で論点にはなる。

中原委員

ゼロ金利でいくにしても、量的緩和でいくにしても、要するにデイスカウトウィンドウを開けて日銀が対応すればいい訳であろう。

山下金融市場局長

最後に資金が足りなくなった時に、駆け込む本行があるというのは、そ

の通りだが担保がなければ対応できない。

中原委員

担保などは持っているだろう。ソルベントであれば良い。

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う。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-3）

村上国際局長

まず、今週の円の対ドル相場は117円から118円半ばでの展開であるが、どちらかと言えば、円の高値を確かめる展開が続いてきている。ただ、同時に日本海での不審船発見問題やNATO軍によるユーゴ空爆問題が起これ、有事のドル買いということで円が売られ、ドルが買われる局面もあった。今朝もユーゴへの空爆で118円でオープンし、若干円高の方向へ動いて117円のhighの状況である。こうした有事のドル買いは別として、市場のアンダーラインな動きとしては、日米双方の株価が上昇し、共に下落不安を抱えている中で、本邦景気の回復期待と本邦株価の相対的な割安感に目をつけた海外ファンド筋の円買いの動きがある。中には円資金そのものを調達し、かつ極く短期で利食い売りに出る動きも活発なようであるが、こうした動きが目立つ中で、期末を控えて当局がどこかで強い円高牽制の動きに出てくるであろうといった読みが円高へのブレーキとして作用している状況である。この間、本邦投資家は、今週に入ってから期末を前にして大きく動く気配に乏しいのが現状である。

ユーロは対ドルではほぼ横這いであるが、NATO軍によるユーゴ空爆問題を受けて、地合いとしては不安定になりつつある。対ポンド相場では、直近においてユーロが下落、ポンドが上昇している。この主たる背景としては、英国景気のスローダウンを上回るユーロエリアの景況感の後退があ

り、それを映じた両者の金利格差の拡大が指摘される。

次に米国株価については、ダウが18日に終り値ベースで既往ピークの9,997.62ドルというレベルをつけた。19日のオープニング直後にザラ場では最高値の10,085ドル31セントまで上伸した。その後はハイテク株、あるいはコンピュータ関連株の業績見通し下方修正とそれを基にした企業業績全般に対する不安感が多少強まり、利食いの動きも加わって下落を始めている。昨日はコソボの問題もあり、最終的には終り値9,666ドル84セントでクローズしている。一方、債券の動きにはコソボの問題もあり、今週に入ってから流動性の高い2年債辺りで若干flight to qualityの動きがみられる。長目の30年債については、昨日発表になった耐久財受注が非国防資本財の2月が-7.1%と余りよくなかったため、景気の減速を暗示するとして、むしろ金利が低下する形になっている。

ロシアについて申し上げる。IMFとの間でプログラムレビューが進められてきた結果、実務レベルにおいては収税効果の高い付加価値税率の引き下げを延期すること等を含めて、基本的な合意に達しつつあり、最終的にIMFカムドシュ専務理事とプリマコフ首相とのトップ会談で合意に漕ぎ着ける予定であった。しかし、ゴア副大統領からコソボ情勢の悪化、NATO軍による空爆決定につき訪米途上のプリマコフ首相に伝えられたところ、訪米がキャンセルになった。こうした展開について先行きを危惧したIMFの専務理事はプリマコフ首相と打ち合わせをし、近く専務理事の方がロシア入りする予定になりつつあると伝えられており、一応最悪の事態は回避されそうな状態である。もっとも、ロシアについては、本年中に175億ドルの対外債務の返済義務を抱えている。対外債務としてはトータルで1,740億ドルという数字があるが、175億ドルの返済義務があるため、IMFプログラムが軌道に復さない限り、対外債務のリストラクチャリングが進まず、デフォルトの危機といった問題になり得る。今後の進展が非常に注視される場所である。こうした状況下、為替はじりじり下落しており、既往ボトムを更新中である。一方、株式相場は暫く低迷を続けていたが、IMFとの交渉が進んできたこと、あるいはOPECによ

る減産強化を受けて石油関連株が上昇していることもあり、コソボ問題が悪化するまでは株式市場に資金が流入し、多少上昇トレンドにあった。

なお、OPECの追加減産は171万6,000バレルであり、非OPECの38万8,000バレルを加えて、4月から合計で210万バレルの追加減産を行なうことになる。既往の310万バレルと合わせると、520万バレルの大幅減産が実施される予定である。

次に、ブラジルについては、世界の主要マーケットにおいてロードショーが無事終了している。これを踏まえて、ブラジル当局は主要行からの支援を取り付けることに成功したということである。また、IMFプログラムの理事会は3月30日と決定した。ただし、前回IMF理事会で議論が行なわれた際に、何人かの理事から為替政策の在り方を巡りIMFスタッフの見方が甘いと批判的な見解が出されていた後、数週間も経たないうちにフロートに移行せざるを得ない状況になった経緯がある。従って、今回もスタッフがブラジル当局と作成した金融財政政策に対して厳しい意見が出されることも想定される。ただ、この間為替については通貨高になってきている。昨日は1.84とレアルは切り下げ、フロート直前に比べて34%の切り下げになっている。株もほぼ堅調に推移している。

また、メキシコは他のラ米諸国に比べて経済のパフォーマンスが良いこと、ブラジルがIMFとの間でプログラムの合意をみつつある情勢もあり、メキシコ・ペソが上昇している。株式は米国株価が上昇していること、あるいは原油価格の反転が支援材料になり、利食いの動きもあるが、強い状況ではないかと思う。一方、ベネズエラであるが、原油価格がここへきて強調しているにも拘らず、チャベス新大統領から就任前の予想に比べほとんど目新たらしい政策が出てこないため、不透明感を招く形となっており、通貨は軟調、株も目立った動きを示していない。

アジアでは韓国、タイ、インドネシアがIMFプログラムと取組中である。この3か国はいずれも今月中旬にプログラムのレビューを終了し、レター・オブ・インテントの合意に漕ぎ着けている。レビューの中で明らかになってきた情報を追加すると、例えば韓国は、実質GDPについて第4

四半期の実質GDPが-5.3%と公表になった。従って、98年が-5.8%という実績になっている。プログラムの見通しによると、99年のGDP予測は、先に政府が発表した+2%をエンドースする形になっている。また、韓国の輸出は98年は-2.8%と落ち込んでいるが、99年については趣意書の中では計数は明らかにされていないが、改善を図ることが強く打出されている。また、タイは、GDPの98年が-7.8%となっているが、レター・オブ・インテントによると-8%になっている。一方99年の見通しについては、政府見通しに比べて+1%が予測として出ている。また、タイの輸出についても98年は-5%である。99年の予測として、レター・オブ・インテントの中では+5.1%という拡大を予想している。一方、インドネシアについては、98年のGDPが-13.7%であるが、99年度の予測は、0.0%で変わらずという形である。一方、輸出は98年の-8.6%に対して99年については+4.4%を計画として挙げている。こうした3か国の状況を一言でまとめると、ロシアやブラジルに比べてそれなりに巧く調整策と取り組んできていると指摘できるのではないかと思う。

最後に中国では、先般全人代が終了し、朱鎔基首相が記者会見の中で再び人民元は安定的に推移するであろうと述べ、切り下げルーマを否定している。ただ、中国の輸出をみると、旧正月要因もあるが、これを割り引いて考えてみても、低調に推移しており、国内外から切り下げ論が出るのもそうした状況が根拠になっているためだと思われる。もともと、貿易収支は依然として黒字を計上しており、特に対米収支では500億ドルに達する黒字になっている。こうしたことと、本年10月には建国50周年を迎える記念の年であることを併せ考えると、朱鎔基首相は当面切り札を温存することになるのではないかという見方が市場では強まっている。

速水議長

格別質問もないようなので、次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告をお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

前回の金融政策決定会合以降、新たに出ている幾つかの経済指標を見る限り、景気は足許下げ止まりの様相を呈しているというこれまでの現状認識に沿った動きだと理解している。

個別の項目をみると、公共投資請負金額の2月は季調後の実額で2.7兆円と、昨年9月の大幅な発注を追い抜いた形となっている。その後3月も比較的高い伸びを続けており、季調後は若干マイナスになるとしても引き続き高い水準の発注が期待できる。

実質輸出は月毎にかなり振れの大きい展開になっているため、1、2月の平均をみると、前期比+2.2%と10~12月マイナスの後、若干のプラスになっており、纏めてみれば私共が申し上げていた横這い圏内の動きであると理解している。輸入の方は2月にかなり著増しているが、これは一時的な航空機の輸入の寄与度がほとんどである。こうした一時的な要因を除く基調としては横這い圏内である。輸出の国別の内訳もかなり振れが大きいが、99年第1四半期は、米国については昨年第4四半期マイナスの後、ほぼ同率戻しており、堅調である。ただ、EU向けについては、このところ頭打ち傾向が次第に明らかになってきたと言える。一方東アジア向けについては中国、韓国等を中心にかなり大きな伸びになっており、この増加幅が実勢かどうかはまだ判断できないが、少なくとも東アジア向け輸出の下げ止まり傾向が次第に明確化している。

次に、99年度の設備投資についての二つのアンケート調査である。日経の調査によると、99年度は2月時点では10%前後のかなり大きなマイナスのスタートになっている。開銀の調査も同様の傾向であり、2月調査で6%前後のマイナスのスタートである。

個人消費関連については、都内百貨店の2月が前月比-7.1%とかなり大きなマイナスになっているが、これは1月の東急日本橋百貨店の閉店セールの影響による反動減のためである。レベル的には10~12月に比べ、まだ2月の水準は若干プラスになっており、反動減があった割にはそこそ

こ堅調であったと思う。全国チェーン売上高をみると、2月は前月比+1.5%と1月の-1.5%のあと、ほぼ同率戻した。低水準ながら横這いの感じである。コンビニエンスストアの売上高が1月から2月にかけてかなり跳ねている。これはコンビニで売っている新しいゲームソフトが発売されたためであり、季調後+6.7%の増加となっている。これは一時的な増加と考えている。3月入り後の個人消費関連をヒアリング等によってみていくと、家電はパソコンを中心に堅調を持続している。都内百貨店は季調後横這いのイメージで進んでいる。乗用車については2月に続き低迷状態である。こうしたヒアリングの結果を総合すると、消費が益々落ち込む危機感はさすがに薄れつつあるが、さりとて上向く契機も見当たらないといったところかと思う。なお、地域振興券の影響については、少なくとも大型店舗に関する限りは目立った効果は出ていないという見方が多いようである。

最後に消費者コンフィデンスである。生活不安度指数の2月の数字は12月に比べて改善している。消費者態度指数も12月は少し良くなっている。これらを総合的に判断すると、消費者のコンフィデンスについては下げ止まりつつあるという表現が適切かと思う。

中原委員

春闘はどうか。

村山調査統計局長

春闘については、定昇を除くとゼロ・ベア近辺で着地するという感じである。今後、中小企業がどうなるかであるが、いずれにしてもかなり低調である。

中原委員

公共工事のGDPへの効き方は1~3月、4~6月、7~9月とどうみているか。

村山調査統計局長

GDPベースでは、この2、3月の発注分が4～6月期に計上されてくるため、4～6月期の公共事業はまずまずの伸びになる。その後、7～9月にかけてもプラスの伸びを維持できるのではないか。問題はそれ以降に息切れしていく可能性があるということだと思う。

中原委員

住宅はどうみているのか。

村山調査統計局長

住宅については公庫申し込み件数が12月以降著増している。これが実際着工に計上されてくるのが3月下旬頃からであり、本格的には4月以降になる。従って、着工ベースでは、4月以降一旦はかなり上向くということである。ただ、業界の標準的な予想では、その後恐らく反動減になるという慎重な見方も多く、恐らくGDPベースでは、4～6月、7～9月と住宅投資はプラスになると思うが、その後減速していく可能性が高い。

速水議長

次に、山本企画室参事から最近の金融面の動きについて報告をお願いします。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-5）

山本企画室参事

最近の金融情勢については山下金融市場局長から報告があったので、数字の確認という形で進めさせて頂きたい。

まず、貸出金利、預金金利であるが、約2週間前から短期プライムレートの引き下げが都銀の間で徐々に行なわれており、昨日時点では都銀9行中、1行を除き全行が1.375%まで引き下げている。普通預金の方もその

後金利の引き下げが続き、同じように都銀は1行を除いて現在0.05%まで引き下げが実施されている。それと合わせる形で、郵貯の方も金利の引き下げが実施されている。通常貯金は今週から0.10%、定額貯金が0.20%という形で全体として預金金利も引き下げ水準が全体に広がっている。

短期金融市場の動きであるが、短期金利の大幅低下が続いている。ユーロ円TIBOR3か月物は出合いレートが昨日時点で0.19%である。6か月物も0.20%である。全体に2月10日前後から比べて0.5%下がっており、オーバーナイトの0.2%強の低下に対して民間銀行の債務であるユーロ円レートは0.5%下がったということである。因みに、1か月物のインプライド・フォワード・レートは、3月期末越えに当たる99年1月6日をみると、一番高いところが当時の3月期末を超える1か月物のインプライド・フォワード・レートであった。当時1.1%程度であったものが2月には1%を切るレベルになり、現在は0.19%と3月期末に対する流動性懸念が急激に薄れていったことがお分かり頂けると思う。1月初は3月期末越えが1%強と資金繰りに対する非常に強い逼迫感があったが、現時点では0.2%と、流動性のリスクプレミアムがほとんど感じられない状態になっている。あるいは、先程議論があったように信用リスクプレミアムについても非常に縮んできているということである。

ジャパン・プレミアムはほぼゼロまで解消してきている。背景としては日本銀行による流動性の供給、あるいは公的資本の投入、さらには銀行自身の外貨資産の圧縮も非常に寄与していると考えられる。いずれにしても、一昨年11月の北海道拓殖銀行、山一証券の破綻以前の水準まで戻っている。個別金融機関ごとのユーロ・ドルの取入れレートと外銀の優良先基準レートになっているバークレイズの水準とのレート差は、昨年秋以降都銀との間でも非常に大きな乖離がみられたが、現在はこの乖離もほぼ解消されてきている。やはり公的資本の投入、あるいは流動性に対する懸念が急激に薄れていることが全体に効き、こうした各行間の格差も失わせてきている。

昨年秋以降、クレジットクランチに対する懸念が強まった典型的な背景

は邦銀が外貨を巧く取れないのではないか、その結果として取り敢えず国内で円資金を調達する訳であるが、巧く円資金が調達できるか心配なため企業に対する融資のコミットメントも縮小するという事態であった。そうした資金繰り懸念から貸出に対してなかなかコミットメントしてこないという事態に対し、これだけ資金繰り懸念が薄れてくれば、そうした面に対する緩和効果も当然出てくるものと予想している。因みに、インターバンクのレートが低下しているのと同様に、企業のCP発行レートについても、3月はCPの発行量が薄い時期であるのも多少影響していると思われるが、足許の3か月物、あるいは6か月物は0.1%台に入ってきている。日本銀行自体が以前に比べオペの残高を減らし気味であるが、レートは下がっており、インターバンク市場の金利低下が企業の調達レートにも短期のところは反映されてきていると考えている。発行レート自体は企業による格差がかなりあるため、いわゆる信用力に対して全く意識が薄れてしまった訳ではないが、最優良物については信用リスク・プレミアムは極めて小さくなってきている、あるいは、そうしたものに機関投資家などが運用先としてシフトする状況になってきていると思う。

マネーサプライは、1月の前年比が3.6%であったのが、2月は3.5%とやや低下している。3か月前比年率も引き続き2月は4%台であり、前年比について改めて解釈すると、2月の低下は、昨年と同じ時期に生じた投資信託や信託から現預金に移る動きが山一以降、連続的に生じていたものが、その後そうした不安感がなくなり資金シフトが落ち着いた状況から1年経過した反映であると考えている。その意味では、3か月前比年率の方は昨年の夏ないし秋から4%台の水準が続いている訳であるが、これには社債の償還資金を前倒しで手当てして現預金に積んでいたり、貸し渋りを懸念して取り敢えず手許に積んでいた現預金がかなり含まれている可能性がある。仮にそうだとすれば、本年の3月、4月にここが落ちてくる可能性がある。昨年も3月、4月と落ちたため、前年比等にどのような形で出てくるか分からないが、先程申し上げたように、3月、4月は剥落する可能性があり、現時点で比較的高目の4%台になっている水準が続くかど

うかは分からず4%台が続く可能性は少ないかもしれない。

マネタリーベースについては、銀行券が12月に大きく段差を付けて落ちた後、1月、2月のペースとしては以前のペースに戻ってきている。段差を残したままペースが戻ってきている。2月のマネタリーベースの実績は前年比4.9%であり、12月、1月の低下以降若干の反発という格好になっている。

最後に、企業倒産件数の前年比は2月が-47%、1月が-40%と、2か月続けてマイナス4割と大幅に減少している。信用保証協会による信用保証の拡大が企業倒産の減少に繋がっていると思う。

三木委員

現在のCPの発行残高と本行のオペ残高はいくらか。

山本企画室参事

2月末のマーケット残高が14兆4,000億円である。2月時点でのオペ残高が5兆2,000億円、現時点で5兆1,000億円である。

山口副総裁

1年物インプライド・フォワード・レートを見ると、今度の政策変更と本日までの間に中期ゾーンがかなり下がりながら、長期ゾーンは下がっていない。どういう見方をすればいいのか。

山本企画室参事

大変難しい質問である。各年先の1年物に分解したレートから見る限り、現在の長期金利の低下は、短期金利の低下によって引きずられた形で平均値としての長期金利が低下しているということだと思う。長いところについては長期の経済見通し、潜在成長率といった見通しに関わる場所であるが、そうしたものは全体として動いていないと考えられる。足許の景気下げ止まりが、むしろ短期金利の低下があっても先行きまではそれほど影

響させない背景になっているのかもしれない。いずれにしても、明らかなことは、足許の短期金利の低下がインプライド・フォワード・レート全体の引き下げの中期ゾーンまでを引っ張っているような形状に見える。

中原委員

今の質問は大変重要である。ほとんど効いていないということなので。

山本企画室参事

効いていないと言われる意味がよく分からないが、今申し上げたのは短期金利の低下が長期金利全体に影響を与えたということである。長期金利全体のイールドカーブは、当然下がっている。短期金利の部分が織り込まれて長期金利が低下している。インプライド・フォワード・レートは長期にいけばいくほど今回の金融緩和措置直前と現時点のイールドカーブの幅が狭まっているが、全体は押し下げられている。全体を押し下げたのをインプライド・フォワード・レートに分解してみると、足許が下がっていることが強く影響している。

山口副総裁

長期の期待をコントロールすることが如何に難しいかを示しているようにも見えるし、そこまで言うては言い過ぎという気もするし、解釈に迷っている。

山本企画室参事

一方で、経済環境としては景気が下げ止まり方向にきていることが長期に影響を及ぼしているかもしれない。

堺屋経済企画庁長官

98年10月の②を除けば、いずれもほぼ平行線になっている。従って、②がおかしいのであり、後は大体正常値なのか。

山本企画室参事

98年10月2日は9月9日に金融緩和を行なった直後であるが、当時は景況感が真っ暗一辺倒という中で、債券が大量に買われた状態であった。当時のインプライド・フォワード・レートであり、そうした景況感と債券で一種のミニバブルといった状況になっていたことも含めてここまで押し下がったものである。それに対する修正が大きく影響したのだと思うが、その後、2月5日の③まで戻ってきた訳であり、その意味では長期の潜在成長率については安定してきているのかもしれない。しかし、この辺りについては色々な解釈があり得る。

堺屋経済企画庁長官

さらに以前のイールドカーブや外国と比べると、どのような感じか。

山本企画室参事

明らかに②の98年10月時点でのイールドカーブは、歴史的にも海外と比較しても極めてフラットな形状である。それが徐々に角度として戻ってきている。

アメリカの方は大分フラット化しており、日本の方が若干スティープになっている。

中原委員

インプライド・フォワード・レートの点では、大蔵省が国債のタームを色々変えようとしているが、中期よりも国債の発行を巧くばらして短期にしない限り影響はないということか。

山本企画室参事

場合によっては、影響がないということかもしれない。つまり発行年限の長いところを少なくし中期を増やすと、マーケットが分断されていれば

長期が下がり中期が上がる形になると思う。しかし、それがマーケットの参加者のエクスペクテーションの中で完全にこなされた結果、こうした形になっているとした場合、かなり長い先の中期までを含めると、年限の変更という形では金利がコントロールされる訳ではないと読めるかと思っている。この辺は時間を頂いて分析したい。

速水議長

次に、執行部の説明を踏まえ、委員の方々からご意見を頂戴したいと思うが、その前に堺屋経済企画庁長官が 11 時前に退席されるため、もし発言があるようであればお願いしたい。

堺屋経済企画庁長官

最近の経済動向をみると、民間需要が依然として低調なために厳しい状況が続いているが、各種の政策効果の下支えもあり、このところ景気は下げ止まりつつあると判断している。去る 17 日に平成 11 年度予算が成立したが、これを受け政府は当面の景気対策に向けて全力を尽くすつもりである。11 年度上半期における公共事業の執行については、契約高が前年度上半期実績を 10% 程度上回るように、積極的な施行を図ることと、および住宅金融公庫の金利引き上げ幅を 0.2% に抑制し、2.4% にすることを決定した。住宅金融公庫の金利については、4.0% を境として資金調達金利との間に一定の計算式ができていたため、本来は 2.85% になるところを特に今回は 0.4% ほど抑えて 2.4% とした。これは 4、5 月の住宅建設にかなりの効果があるものと考えている。また、中小企業の特別保証制度については、現在の 20 兆円に加え、今後必要かつ十分な額の保証枠を追加することとしている。ただし、現在時点で 14 兆円程度しか出ておらず、6 兆円以上の余裕があるため、追加の時期は未定である。さらに、雇用対策や起業促進政策等の緊急経済対策および平成 11 年度の予算において予定されている諸事業の進捗についても加速していきたい。

わが国経済の動向として、3 月末から 4、5 月が極めて重要な時期と考え

ている。この時期に景気回復を軌道に乗せることこそ、目下の喫緊課題といえよう。従って、金融政策におかれても引き続き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。

速水議長

今般の産業競争力会議については、私共非常に関心を持ってきているが、どのようにもっていかれるのか。潰す方を奨励するのか、同時に興す方を奨励するのか。

堺屋経済企画庁長官

興す方を奨励したいとは思っているが、ある程度競争力をつけるためにはリストラを許容せざるを得ない。従って、当然雇用の問題が生じてくる。その雇用対策との兼合いをどう持っていくかが一つのポイントである。そのほか官、民双方に自主規制のような中間的規制、法的な様々な規制があるが、これを極力早期に撤廃していくという考え方を持っている。規制緩和の効果を試算すると、95、96年あたりは情報通信を始めとして規制緩和効果が出ている。バブル崩壊以来、95年が3.0%、——これは阪神復興の公共事業が多額に出たことも影響があるが——96年が4.4%の経済成長率と、この2年だけが非常に高い成長率を示しており、景気波動や阪神の復興あるいは景気対策等、かなり大胆な手を打ったこともあるが、この時期に携帯電話や家庭用FAX等の新規財が投入されたことも寄与していると思う。それに伴い規制緩和効果も最も現われた時代であった。その様なことをかえりみて、今後も規制緩和効果と公共事業、低金利政策等も組み合わせた景気対策が非常に重要だと思っている。

先週昨年10~12月のQEを発表したが、年率で-3.2%というかなりの下落になっている。昨年の7~9月は従来は-0.7%だと言われていたのが、詳細なデータをとると-0.3%に0.4%ポイント上方修正されたためである。その大きな理由は、中小企業の製造業の設備投資がこの期間にかなり大きかったという結果が出てきたことである。これは実感に合わないが、

7～9月に比べて+11%という中小企業の設備投資が計上され、その反動で10～12月は-28%という下がり方をした訳である。何か特別な経理の都合で前期に繰り入れたのかと推察しているが、多少実感と合わない。また、去年の7～9月期はかなり輸出が伸びており、純輸出が前期に比べて0.3%のプラスであった。10～12月には円高に振れてきたこともあって、純輸出が-0.3%となり、差し引き0.6%下振れた。その2つの要因により大きく落ちたということである。

問題はこの1～3月がどう出るかであり、景気動向にとって大変重要である。今後の外交日程、G7やサミットも1～3月の統計までの段階で開かれる可能性が高いため、これがプラスにでてくれれば有り難い。現在までのところ消費は概ね横這いだらうと思うが、住宅と公共事業は前向きになってきた。設備投資は依然として低調である。その綱引きがどの程度に収まるかが現在の一番の関心事である。住宅金融公庫の金利も一気に上げずに、徐々に先高にしていく政策を採っていく。政府の政策なり見通しについて何かご質問があれば、雑談のつもりでお話させて頂く。

三木委員

今度作られる産業競争力会議だが、個々の民間企業のヘッドの間では去年の暮れ頃から漸く構造調整リストラに乗り出す動きが出てきており、非常に大事な動きだと思う。これだけ景気が低迷している要因の一つには如何ともし難い大きな需給ギャップがあるからであり、サプライサイドの構造調整は避けて通れないと思う。それに対して政府の財政政策、我々の金融政策、民間の自助努力による構造調整リストラをここで合わせ技で実施していく必要がある。

そうした中で、新しい起業をどうするのかも一つ大きな課題である。また、過剰設備をどういう形で落としていくのかがポイントになってきた場合、当然政府にお願いしなければならないのは環境整備である。税制から始まる一連の環境整備は行政の方でしっかりと進めて頂きたい。かつては通産省中心の行政指導があり、設備廃棄促進の政策主導で経済の建て直し

を行なってきたが、残念ながら現在はあくまでもマーケット論理の中でやっていかなければならない。さらにかつてと大きく違うのは同じ業種の中でも二極分化になってきていることである。今回はかつてのように業界としてプロラタで落としていくような方法では、明らかに先送りになるだけある。競争力の弱い先、コストが高く、国際競争力の弱い先がマーケット論理の中で自然に過剰設備の削減に対応していくことを考えなければならない。それを企業の自己責任において各々が実行していかなければならない。政府の方でそれが行ない易い環境整備を設備廃棄促進税制などの形で考えなければならないが、それだけで果たしてそういうことになるかどうか、21世紀の日本経済を担う意味で大きなキーポイントになると感じている。

堺屋経済企画庁長官

まずプロラタということは不可能である。昔は繊維の過剰施設を残す人からお金をとって潰す人を買ひ上げるといったことを行なったが、現在ではそのようなことは全く不可能である。廃棄設備に対する損金の繰り延べ税制を実施するという意見はあるし、これは可能であるが、利益の出ている企業でなければ意味がないことになる。また、雇用問題が貸し渋りの次の大問題になってきた。あそこが従業員を1,000人減らしたらうちは2,000人だといったリストラ競争のような印象をマスコミが煽っている。リストラ規模が大きい方が経営者が偉いような書き方になってくると、従業員に対して異常な圧力を加え、その結果消費が縮小するようなことが起き、危険極まりないことになる。来年4月の採用数なども極力低く言った方がリストラがやり易いということがあるため、今年度より下に振れていくだろう。余りリストラ競争になっても困る。雇用対策は非常に難しい問題である。先般の緊急経済対策でも雇用対策はかつてない20倍の規模を確保しているが、なかなか発動が出来ない。例えば、教育訓練にしても、教育訓練をする施設、先生、組織、カリキュラムの作り方等が直ちには出来ない。労働省が一生懸命促進して、漸く各種学校に委託するようなこと

も行なっているが、直ちには出来ないでいる。競争力強化ということと完全雇用ということの両立は難しい。

もう一つは長期金利の問題と関係するが日本経済の将来に対する安心感、自信をどう掘り起こすかという問題がある。例えば、財政再建にしても相当長期に渡って現在の赤字が尾を引くのではないか、人によっては孫子の代まで災いを起こすというような言い方もある。アメリカ等では1988年のレーガン政権の最後の時には3,000億ドル規模の赤字を出しており、まさか10年で黒字になるとは誰も思わなかったが、今や800億ドルの黒字になった。黒字になったのは、支出の削減効果が大体5割である。その支出の削減効果のうち最大のものは冷戦がなくなったことに伴う軍事費の減少であり、そのために湾岸戦争の91年頃は大不況になっている。従って、ブッシュ大統領は湾岸戦争の英雄でありながら、落選してしまった。不況と同時に金融の方もかなり混乱した。黒字化の残り3割は景気回復による収入増加で支え、あと2割は増税であり、増税分は余り大きくない。また、支出削減の5割の中で、景気が良くなったことに伴い失業保険その他の支出が必要なくなったという効果もある。

日本もそのようになってくれれば良いが、少なくとも人類が直面したこれまでの経験の中で、人口が増えないことと物価が長期間上がらないという二つの条件を前提とした経済政策はほとんど経験がない。必ず人口が増加し、労働力が増え、物価が上昇していた。物価が上昇しなかったのは大不況の時と1890年代に南アフリカで金が大量生産された頃の二回であり、あとは大体物価上昇を前提に考えられた。そこが、基本的に変わった。特に、日本の場合は人口が増えないことが非常に大きな条件になってきており、対策を悩んでいるところである。目下、経済審議会では本年の前半中を目処に2008年頃を目指した日本のあるべき姿を検討している。従来は経済計画とか所得倍増計画と言ったが、計画というと余りにも社会主義的であるため、今回はあるべき姿とそれに至る政策ということで検討している。相当大胆な絵を書かないと追いつかないと感じている。

中原委員

日本経済がこのように悪くなったのは資本、雇用、債務が非常に過剰であり、その背後に慢性的な貯蓄過剰があることだと思う。政府に四つお願いしたい。一つは年金を充実させることである。例えば、基礎年金があるだけでもミニマムには生活していける訳であり、そのために消費税を増税することには、恐らく国民も納得すると思う。やはり年金の解決が一番重要である。特に政府の基礎年金を十分なものにすることが一番大切ではないか。二番目には、先程言われた雇用のセーフティネットの拡充が必要である。原則6か月以上の失業状態を要件とする失業手当の問題も含めて、検討すべき時期にきたのではないか。三番目は、95、96年に良くなったのにもかかわらず、リセッションに入ってしまったのは、新規事業が起きず、また同じ分野へ投資してしまったからである。資本ストックの調整を試みても、今回も同様のことが起きるのではないかと思っている。一生懸命に調整を行なった後、新規の分野、あるいは産業構造の転換が進まないと、また同じように製造業で過剰になってしまうため、ベンチャーも含めて如何に新規分野への投資を促進するかが重要であろう。新しい分野を是非開拓しなければ、いつまでたっても日本のI/Sバランスは好転しないことを指摘しておきたい。四番目に、非製造業は、労働生産性も低いし、資本効率も低い。従って、規制緩和を思い切って行ない、製造業から非製造業への所得移転がなくともやっていけるように、要するに非製造業の価格破壊が大幅に発生し、非製造業も自分の足で立てるようにしなければならない。中長期的にはそのような四つの大問題があり、是非それに取り組んで頂きたい。

堺屋経済企画庁長官

雇用問題について、アメリカと日本を比べると、日本は製造業がかなり多く、農業、建設業の三つが大きい。サービス業の雇用は多いが、そのサービス業の中で悪いのは、流通、運輸、金融を除いたその他のその他である。アメリカはその他のその他が多いが、そうした分類不能のような新分野が

もっと出てくれなければ困る。

中原委員

全く言われるとおりでである。

速水議長

個人の意見として、承りました。とにかく産業競争力会議に私共非常に
関心を持っており、今後の動向を注目しております。

いつから始まるのか。

堺屋経済企画庁長官

今月中にということになっている。

速水議長

どの程度の期間審議していくのか。

堺屋経済企画庁長官

分からないが、何らかの結論を出すことになる。特に競争力強化に対し
てアメリカ等は神経質になっており、日本の黒字を再び増やす積りかとい
う批判もある。

(午前 11 時 2 分堺屋経済企画庁長官退室、
午前 11 時 3 分河出経済企画庁調整局長入室)

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、金融情勢に関する委員方の意見を承りたい。今月は二回目の
会合であるため、討議のベースとなる前回の判断を振り返っておく。景気

の現状については、公共投資の増加等が最終需要を下支えし、在庫調整が一段の進捗をみていること等を背景にして、景気は、足許、下げ止まりの様相を呈しているという認識であった。もっとも、今後については、企業や消費者の心理が依然慎重であることや、予想される企業リストラの進展が短期的にはマイナスの影響を持ちうることを踏まえて、速やかな民間需要の自律的回復を期待し難いことには変わりはないと判断した。そうした情勢判断や金融市場の動向等を踏まえて、オーバーナイト・レートをできるだけ低目に推移させるという金融緩和策の維持を決定した訳である。

本日は、こうした金融緩和策の継続に伴う短期金融市場等への影響を含め、金融経済情勢が前回会合からどのように変化したかを中心に討議したい。金融政策運営に直接かかわる事項については、後刻討議してもらう。本日は藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

総裁が前回の情勢判断を要約して述べられたが、前回からまだ7営業日しか経過していない訳であり、言われたことにほとんど尽きると思う。つまり、足許の景気は下げ止まりの様相を呈しているという判断に変わりはない。それは公共工事の発注や、個人消費関連の指標が裏付けている訳である。金融資本市場の動向もそうした目先の明るさを反映して、落ち着いているが、それが逆に景況感を支えている風のような状態を現出しているのではないか。金融システム不安が後退していることは、執行部からの色々な指摘でも分かるが、例えばジャパン・プレミアムの解消がそれを如実に示している。しかし、これが公的資本注入や色々な施策に伴う一時的な雰囲気なのか、タンジブルな確証があるのかについては、今後とも見極めていく必要がある。特に金融市場の動向については、仮に小康を続けるとしても、ペイオフの時点まで持続するかどうかといった点を含めて見極めていかなければならない。とりわけ、株価の回復が長期的に安定すれば、企業や家計のコンフィデンスの回復を促す環境の整備に繋がってくると思う。

しかし、先行きを考察すると、残念ながら現時点では来年度後半以降の展望は依然拓けてこないと思う。つまり、企業収益や雇用・所得は下げ止まるどころか、悪化傾向をみせている。特に企業の設備投資計画は、先程の開銀と日本経済新聞の調査でも深い調整が続く見通しである。それに加え、足許の明るい動きが民間需要にまで広がっていくかは3月期決算の状況が明らかになる5月中・下旬まで見ていく必要があると思う。特に4月冒頭に発表される短観も注視すべきである。

金融市場面で気掛かりなのは、オーバーナイト・ゼロ金利状況の中で3か月物や6か月物のユーロ円金利が一段と低下し、0.1%台になりつつあることである。2月の政策変更以降、大量の流動性供給が確かに市場に対して、非常に大きな安心感を植え付けた。現在は資金繰りに多少不安を抱いている先が超過剰準備を十分に持っているし、資金繰りに不安を持たない金融機関は全く超過剰準備を持つとしない状況にある。2月以降の金融緩和措置の最も大きな効果は、金融機関の流動性懸念を後退させたことにある訳であるが、この結果流動性面の制約から銀行が貸出を行ない難い状態はなくなったと認識し得ると思う。

問題は金利が極めて低いことに伴い、マーケット参加者の信用リスクに対する意識も鈍感になってきているのではないかという点である。インターバンクの金利が低いのは、2001年4月まではペイオフがないということに対する信認からととれるし、事業債と国債の間のスプレッドまで急速に縮小しているのではないため、信用リスクに対する意識が全く失われた訳ではないと思う。しかし、ユーロ円3か月とTBレートの格差は0.1%以下にまで縮小しているし、ペイオフの問題とは本来直接関係ない中小証券までが徐々に資金が取れるようになったという情報もある。行き過ぎた信用リスク・テイクが市場参加者の中で行なわれていないかどうか、いずれにしても景気全般の動向と合わせ、マーケットの動向を注意深くみていくべき段階だと思う。

山口副総裁

私も過去7営業日の間に出てきた材料は、議長が紹介されたような前回の判断をコンファームする性格のものだと思う。現状については、公共投資の大幅増加、あるいは個人消費関連指標の一応の下げ止まりをコンファームしているし、景気が足許で下げ止まりの様子を呈しているという判断をサポートしているように思うが、一方で賃金あるいは雇用環境の悪化が続いている。また、予想通り設備投資計画が取り敢えず弱く出つつあるということは、将来における自律的な景気回復をサポートする材料がまだ得られていないと読めると思う。従って、前回の判断を変える材料は出しておらず、足許についての材料と将来についての情報が全く分離した状態で流れていくのかどうか、今後子細にモニターし、検討していくべきポイントだろうと思う。二つの流れが交じり合い、良い材料と悪い材料がお互いに作用し合うのは恐らく4~6月になってからであり、そこを見極めるべきであろうというのが私の基本的な姿勢である。

この間におけるマーケットの状態について、為替レート、株価、長期金利をみると、市場環境は為替が若干円高気味に動いているのが気にならないではないが、総合的には現在の景気の下げ止まりをサポートするような方向で推移していると思う。その意味では2月の政策変更の効果がまだ持続している状態ではないか。

その中で注目していることを二、三申し上げる。第一点は藤原副総裁からも指摘があったが、金融機関の信用リスク、あるいは流動性リスクについての懸念がかなり劇的に改善しつつあることである。これだけ信用リスクについての懸念が後退してくると、当然一部の金融機関が経験していた流動性逼迫の状態も解消してくる訳であり、金融機関の与信姿勢にどう影響を与えるのかを取り敢えず注目すべきところだと思う。余信姿勢は急には変わらないと一応予想しているが、先般金融再生委員会に提出されたような経営改善計画のフォローアップとも併せて、慎重にみていくべきである。

第二点は、ターム物金利の大幅な低下が意味するところについてである。

これはオーバーナイト金利を実質ゼロで運営していく金融政策が市場の中に現在じわじわと浸透しつつあるプロセスとも読める。6か月物のTIBORで0.1%台に入ってきたことは、マーケットの中では少なくとも向こう半年間程度は現在のような金利政策が維持されるのではないかと信じられつつあると読める。従って、現在の政策を今少しクリアーに説明していくことにより、残る市場金利に対してもさらになにがしか影響を与える可能性が残っていると思う。

第三点目は、インプライド・フォワード・レートの動きであり、中期ゾーンでかなり大きな低下がありながら、長期ゾーンが全く動いていないことの読み方である。この判断は非常に難しく、よく分からない部分があるが、短期金利のコントロールに伴いある程度先の期待に影響を与えることが可能であることを示すと同時に、かなり先のエクスペクテーションに影響を与えることは非常に難しいことを示しているようにも思う。

以上をまとめてみると、第一に我々は取り敢えず金融資本市場の極度の不安心理を鎮静化させることに成功しつつあると言える。結果として信用リスク・プレミアムがほぼ消滅したこと、あるいは信用保証制度の活用により、企業倒産が激減しつつある現象が生じている。これは金融機関や経済の実態に照らしてみると、やや行き過ぎている面もないではないと思うが、昨年夏から秋の局面を振り返ってみると、この局面ではこれだけ大量の資金を投入するという決断は必要であったし、その後における我々の政策変更も必要であったと思う。その結果として、ある種の行き過ぎが生じている部分はあるが、全体としてマーケットの安定化に取り敢えず成功しつつあるとあって良い。勿論、これは資本注入を受けた金融機関がこれから経営健全化計画の下で見事に立ち直っていくかどうかという判断とは取り敢えず別ではあるが、市場の安定化に取り敢えず成功しつつあることは大事なポイントである。

第二は、その結果として、極度のクランチに伴う幾つかの摩擦現象が緩和に向かうだろうし、現に緩和されつつあるように思う。その例として金融機関の大型の倒産や、企業の倒産について事態が改善しつつある訳であ

り、あるいは消費マインド等がなにがしか持ち直す一つのバックグラウンドにもなっているかもしれない。また、金融機関については、与信姿勢が積極化するかどうかは分からないが、自己資本比率を守るために強引な貸出回収に走るようなことは必要がなくなり、現に影を潜めつつある。こうした状況が、例えば中小企業の経営や、設備投資等にどのような影響を持っていくのかが、今後注目されるポイントである。

第三点目に、以上諸々の政策発動に伴う効果のみで新しい前向きな成長の再開に向けた動きを生み出すことができるかどうかは何とも言えないし、まだそうした状況を示唆する材料は出て来ていない。ただ、足許の改善が進む中で、今後4~6月に向けて、例えば生産の若干の回復であるとか、企業収益の持ち直しが生じてくるならば、それはそれで次の局面に向けてのインパクトを持つ可能性があると思われ、そうした点を念頭に置きつつ当面の状態をウォッチしていきたい。

後藤委員

経済の現況については、二人の判断とほとんど同じである。公共事業と住宅投資に支えられて当面の景況感に明るさがみえていることは前回の判断でもあった訳であるが、その後個人消費関係でも下げ止まり感を示しているのかと思わせるような指標が出て来ている。ただ、前回会合でも我々が心配したように、99年度後半については依然気を許せない状況には変わりがない。

金融面について、このところ目立っているのはターム物に非常に明確に金利の低下が及んできたことだと思う。前回会合まで、私は中立調節で実質ゼロ金利が達成されるような状況になれば、ターム物金利を一つのレファレンスなりターゲットに使うのかと申し上げてきたが、ここまでターム物金利が下がってくると、少なくとも現在の状態ではそれは難しいのではないかと意見を変えてきていることを告白する。こうした中で、銀行システムの安定もあり、流動性リスクが非常に低下してきて、97年以來のジャパン・プレミアムも消滅し、ユーロ円3か月物とTB3か月物とのレー

ト格差もほとんどなくなる程にオープンマーケットでの信用リスク・プレミアムも低下をしてきている。マーケットにおける信用不安の解消はかなり進んだとみて良いと思う。もっとも、民間債の発行主体別の利回りスプレッド等をみると、縮小しつつも明確に存続しており、個々の発行主体別の信用リスクに対する見方は残っている。株価も昨日 16,000 円台から落ち込んだが、本日また回復してきている。為替も、やや円高に振れかけてきているのが気になるが、金融市場の状態は全体的にこのところ改善されてきている。株式というと、常に外国勢の動きになる訳であるが、最近のデータをみていると、国内の機関投資家なり個人投資家の資金も株式市場に流入してきているようである。

先程山下金融市場局長から金融調節をこの1か月行なってきたことについての所感なり、特徴的な動きの説明があった。私は今少し準備預金残高に積み上調節が高い歩留まりという形で影響を及ぼすのではないかと予想していたが、準備預金の非適用先への資金リークが相当大きかったことであり、準備預金残高のコントロールがなかなか難しい現状が今後どのようになっていくのかと思われる。また、資金繰りに自信のある大手行は超過準備を持たないというスタンスを続けているとなると、いつでも資金を取れるという安心感から大所が超過準備を持たず、資金供給の追加に当って、オペにプラスのレートがつかなくなるとか、次々に長目のオペを打たざるを得なくなってくる状態になっていくのではないかとと思われる。従って、先程武富委員も質問していたが、大手行の今後の超過準備に対するスタンスがどのようになっていくのかは慎重にみていく必要がある。

金融の量的な側面については、量的緩和という声が大変喧しい。しかし、M2+C Dは前年の裏が非常に強く出てくる対前年同期比や同月比を避け、3か月前比の年率で見ると4%程度と、決して低くない伸びになってきているし、マネタリーベースも1月を底にして2月は4.9%に上がってきている。要するに、最近少し動きが変わってきており、今後の成り行きを注視しなければならないと思う。先程、堺屋経済企画庁長官が直近の98年10~12月のGDP成長率が年率で-3.2%と言われたが、昨年10~12月の

マネーサプライの前年同期比は4%増であり、-3.2%の成長とマネーサプライの4%増とをどのようにみるかは問題である。マイナス成長の割にはかなりマネーサプライが出ているという見方と、4%程度のマネーサプライであったためにマイナス成長に止まったという見方があるかと思う。

私はその辺の金融の量的な緩和度を多少掴めないかなと考え、前回会合ではマーシャルのkに触れた次第である。マーシャルのkについて企画室の資料のほかに、指標としてマネタリー・スラスト・インデックスや、マネタリー・コンディションズ・インデックス等の最近の動きを計算してもらった。しかし、動きが区々であったり最近の四半期のところで屈折していたりで、なかなか金融の引締めなり緩和の程度判断は現時点では難しいという気がしている。ただ、マーシャルのkは上昇トレンドがあり、実質ベースでGDPに対するマネーサプライの弾性値は約1.5%になっている。現在はマーシャルのkがこのトレンドから上方に乖離してきており、この乖離が70年代前半の物価狂乱の時期と、80年代後半のバブル経済の時代に次いで生じつつあるようにみえる点は、今後注目していく必要があるのではないか。最近のマイナス成長がそうしたトレンドからの上方乖離を生んでいる一因とも考えられる訳であるが、成長率をゼロ、マネーサプライ3.5%の伸びを仮定して、99年第1四半期以降の予測値を出してみても、トレンドの角度はマイルドになるが、やはり、上方に乖離していることは変わりはない。余り明確な判断ができないのは残念であるが、景気の現状をみながら極力金融緩和を図っていくという基本スタンスの中で、金融の量的側面については注意をしてみいく必要があるのではないか。

武富委員

目先の景気については特段のコメントはない。先行き経済の前向きな構造転換という、やや長いテーマとの関連で二言申し上げる。一つは、物の需要面に着目すると、経済について必ずしも強気になれない訳であるが、物以外の需要に着目すれば、経済の構造転換という方向への期待が多少持てるのかという感想である。私は経済を論じる場合、供給面から論じるス

タンスで一貫してきたが、ここで敢えて需要面に着目してコメントする場合も、物に対する需要とそれ以外の需要に意識的に切り分けて先行きを考えた方が良くと思う。当然ながら、物に対する需要には物理的な限界がある。自動車を一家二台までは買うとしても、駐車スペースの問題でそれ以上はなかなか増えないし、家電製品も一家一台からは一人一台になっているが、それを上回って増えることもなかなか難しい。しかも、耐用年数は長い物で7、8年、短い物で3、4年であり、更新需要が一定期間経たないと出てこない。また、一度所有してしまえば、それで満足するという意味でも心理的な需要の天井のようなものがある。

一方、物以外に対する需要は非常に分野が広い。一言で言えばソフトとか、今少し狭義に言うところでは情報、ここでは敢えてサービスと同じ位の幅広い概念でもいいと思うが、その需要の限界は物に比べると少ない。一人1日24時間が限界であり、それ以外に制限がない。しかも、物の場合は一つ持つとそれで満足するが、情報サービスには新しい情報を得ればまた次のことが知りたくなるというところがある。リピートという面もある。映画にしても昔の映画を再び見たいためにビデオを買ってくるというように、こうした分野では需要の伸びが期待できる。そうした観点で、ここ1年程度の景気をみるうえでも、あるいは今少し中長期の構造転換の可能性をみるうえでも、この辺に着目して、分析していく必要があるし、個人消費の統計がこうした点も十分把握しているのかどうか、点検しておく必要がある。特に可処分所得の高い若年層において情報絡みの需要が出ている訳であり、そうした実情の捕捉がどの程度できているのか。

二点目として、高付加価値の商品分野に携わっているビジネス界の人からは、当該分野では人件費比率のコストに占める割合が小さいこともあり、エマージングマーケット等と比較しても日本の人件費の割高感を必ずしも持たない局面に入っているとも聞く。こうしたことが産業の競争力というような観点からも先行きに多少楽しみを持たせるように思う。

次に、金融について申し上げる。実質ゼロ金利の下で流動性を市場に行き渡らせるという政策を採っているが、その中で市場とどう巧くコミュニ

ケートしていくかである。ここでの市場とは為替、債券、株、場合によっては商品市場まで含めた市場であり、我々の意図をよく伝えつつ、市場が何か誤解するような動きがあれば、それをどのように打ち消していくか、あるいはそうした対応を常に念頭に置いておかなければならないということである。私自身の政策意図は、ともかく経済の中に回復に繋がるような動きを創り出し、それに弾みが出ればその慣性を維持するというものである。その辺までのところは、中央銀行の意図で経済、金融を動かせると思っている。究極的に何を目指すかという、先程触れた前向きの経済の構造転換を達成することであり、生産性や収益性が低く、信用リスクも高いような分野を延命するために流動性を供給し続けている訳ではない。その点を明確なメッセージとして出していく方が良いと思う。山口副総裁からも話があったように、例えば金融機関の与信においてもそうしたメッセージを意識した行動とか、資金のチャネリングの方向性や太さを何となく促すことに繋がると思われ、そうしたメッセージをどこかのタイミングで出していく必要がある。

中央銀行ができるのは、弾みを付けて慣性を維持するところまでかと思うが、それを具体的にどのような尺度で測るかについては、私としては2四半期連続で前期比プラス成長といった状況が確認されれば、弾みを付けて慣性を維持している状況に入ったと判断し得るのではないかと思っている。その後の構造転換へ向けての動きはまさに資金仲介機能、リスクテイク機能、リスク転換機能を持っている金融機関と、実体経済に関わる経済主体、さらに政策面では先程の産業競争力会議のような場を通じての関係省庁の政策で後押しすべき分野である。金融政策にそれ以上何ができるかとなると、非常に難しいと思っている。足許、金融緩和の効果が取り敢えず資産効果という形でそこここに出てきているが、日本経済の前向きの構造転換の必要性と、それに整合的な経済政策全体の体系を、中央銀行だけではなく、政府も含めて示していかないと、弾みを付けて慣性を維持するところへ繋げることはできないと思う。さらに、経済政策体系全体を提示する中で、金融政策の意図についての明確なメッセージを、インターバ

ンク市場のみではなく内外の広い市場に向けて強く伝えていくことが必要である。これまでの金融緩和の効果はある程度出ているが、それが確かなチャネリングに繋がるかどうかをよく見極める必要があり、そのためにも再度政策の意図、意味合いを市場との間で確認し合う必要があるという感想である。

三木委員

実体経済については前回以降、特に目立った変化はないと思う。要するに底這い状態のままということであり、かつ明暗が交錯している。しかも、底這いが長引く可能性がまだ残っている点についても、前回同様余り変化がない。

そういう中で、今後の景気を見通すポイントを四点指摘しておきたい。一つは、産業界の需給ギャップ解消のための構造リストラの問題である。産業界は需給ギャップ解消のための構造リストラに踏み込まざるを得ない状況になってきているが、この問題は雇用問題等当面の景気にマイナスの副作用をもたらす懸念がある。製造業の中でも特に素材産業等川上産業の場合、4～6月期は約30年前の生産水準にまで落ち込む見通しであり、過剰設備の圧力が最も大きい。しかも、市場原理の面からも、同じ業界の中でも強い先と弱い先の二極分化になってきている。そうした状況を抱えながら、需給ギャップの構造調整をマーケット論理を前提に断行していかなければならない点が非常に大きな問題である。しかし、今回は21世紀の新しい経済を支える産業を考えると、プロラタで対応したのでは先送りに過ぎず、産業に国際競争力をもたらすことを狙い、やはりコストの高い先、技術を持たない先はマーケットの自然淘汰の中で対処していくようにもっていかなければならない。日本経済は中長期的観点から考えても、サプライサイドの構造調整が不可避であり、それなしには本格的な景気回復はあり得ない。そうした中で、財政、金融両面から精一杯の対応を行なっている訳であり、後は企業が自助努力で自らを国際競争力のあるコスト体質に変えていく構造調整努力が求められている局面にある。その意味で、

今般政府が産業競争力会議を新設したことは非常に意味があり、政府としてはさらなる環境整備として雇用対策、設備廃棄促進税制を含めた対策あるいは土地の流動化促進策等を策定して援護射撃する必要があると思う。

二番目の問題は公共投資である。公共投資は12月、1月は全くの端境期であり、この2月、3月から98年度の第三次補正、99年度の当初予算と、切れ目ない公共投資が執行されることになっている。特に99年度上期には相当強い力でこの景気の下支え効果が強まるだろうとみて良いと思う。第三次補正のずれ込み分と99年度の前倒し発注分を合わせると約15兆円と言われており、98年上期の実績である13兆6千億円を、約1割上回る見通しである。地方の公共投資についても、6月の定例議会での議決を経て7~9月になると出てくると見込まれ、国と地方を合わせて上期の下支え効果を期待してまず問題なからうと思っている。今から触れるのは適切ではないが、やはり下期の公共投資の息切れが問題である。地方財政の大幅な赤字からくる財源問題も残る。5月、6月頃から良い具合に公共投資の下支えから民需の方にスイッチしていく形で下期からの景気の回復パターンがみえてくるのを期待するが、仮にそれが先ずれしたり、そうした状況がみえないことになった場合には公共投資の息切れが課題として残ると思う。

三番目は住宅投資の問題だが、住宅金融公庫の貸出金利を2.4%に止めてもらっている訳であり、これは住宅投資には大きなプラス材料として効いてくると思う。

四番目は、今次春闘の評価である。今次春闘は史上最低水準ではあるが、ある意味ではかつてない静かな春闘であった。これはいつにかかって物価が安定しているという中で雇用か賃金かの選択になった結果だと思う。日銀としても物価安定の重要性について改めて思いを致すべきである。ただ、なお企業年金、定年延長、成果主義・実績主義の徹底、定昇制度の見直しといった雇用の根幹に係る部分は全て持ち越しになっている。先程述べた企業のリストラの副作用の一つとして、この雇用問題が大きな課題となることは個人消費の動向を占う意味でも注意を怠れない。

企業金融の面では、公的資本投入を契機に金融システムの機能回復が着実に進んでいるのではないかと思う。企業金融の緩和感は拡がっている。いわゆる貸し渋り現象はほとんど影を潜めており、この3月末はまず問題なくクリア出来る。昨年秋頃までは大手行では自己資本比率維持のために融資スタンスがかなりシュリンクし、優良な企業にでさえ融資を渋るような状態が残っていたため、年明け後も依然として年度決算を控えて不安になっていた。しかし、公的資本による自己資本増強が現実化した現在、融資機能は漸く正常化しつつあるとみて良い。これは日銀の潤沢な資金供給、企業金融支援措置に加え、やはり自己資本比率の呪縛から取り敢えず解き放たれたということだと思う。また、金融再生委員会に提出した貸出純増目標あるいは収益目標の達成プレッシャーが融資スタンス前傾化に拍車を掛けているのも大きいのではないか。大手行の中では今まで融資実績の計画比上振れ禁止が行内で厳しく示達されていたが、現在では一転して示達を下振れ禁止に切り替わったという向きが多いということである。こうした大手行の前向きな融資スタンスの結果、企業の資金繰りは昨年秋からの特別信用保証枠の措置とも相俟って、かなり緩和感が拡がっていると思う。

金融資本市場では、公的資本投入の決定、本行の超低金利誘導といった一連の措置が金融システムの蘇生に貢献し、経済全体のコンフィデンスの回復に結び付くのではないかとの安心感が急速に拡がっている。信用リスク、流動性リスクがほぼ解消しつつある。最近の為替相場の動き、長期金利の落ち着き、株価の持ち直し等はまさに動きをマーケットが先取りしているのだろうと思う。勿論、实体经济の動きは景気回復の確たる芽がなかなか見出せない底這いの状態に変わりない。構造調整リストラの負の副作用、あるいはかつてない最低の企業決算もあり、そうした影響とデフレ懸念が5月、6月に残る問題である。前回まで申し上げてきた第二のシチュエーションの悪化は、当面回避し得たとみて良いのではないか。

中原委員

景気全般については、前回と同様に底は這っているが反転の兆しは全くない状況である。少なくとも1月の時点から起算して8か月から11か月先の間に反転する可能性は極めて低い。前回会合から7営業日しかなかったが、色々足許の数字が出てきており、特に消費関係が余り良くないという感じがする。まず、新車の登録台数をヒアリングしてみたが、3月20日現在で軽を除いた数字は乗用車が %、トラックは %であり、非常に悪い。某大手スーパーのマイクロヒアリングでも、3月15、16日の時点で、食料品が-7%、衣料が-20%と、1月、2月、3月と落ちてきて惨澹たる状況だそうである。タクシーの実車率を前年差で見ると、1月は-3.8%、2月が-2.4%になっている。この-3.8%は統計開始以来の最大の落ち幅である。実車率は53%が適正といわれているが、1月は43.9%、2月は43.4%と非常な落ち込みである。家電もNEBAの統計で見ると、パソコンを除けばマイナスになっている。2月の取扱高は-16.1%と最大の落ち幅になっている。マンションの契約率も高くなっているが、季調済みでは11月のレベルに到達していない。個人消費は依然として不振であり、下落している感じである。

設備投資が悪いことは周知のことだが、機械受注も1月は-22.9%、1~3月の予想が-24.8%と惨澹たるものであった。輸出も1月は中国向けが良かったが、段々剥げてきており、一方輸入は堅調なため、この1~3月は若干怪しくなってきたのではないかと心配している。OPECは今年の4月、7月の2度に亘り、合計日量260万バレルの減産を行なっている。その合意達成率は約70%であり、さらに100~150万バレルの追加減産が必要と思われていたが、本年3月23日の会議でOPECだけで171万バレルを減産することに同意した。非OPECを含めると210万バレルとなり、諸々合計すると520万の減産になる。これは世界全体の生産の約7%であり、相当な影響になる。従って、OPEC減産と石油価格の行方が、本年の大きな目玉になってきている。世界の石油は平年+0.4%の需要増であり、IEAの予想では本年は+1.4%である。石油価格については、

主として需要の要因に比べて、サプライ面で資源開発、生産の技術が進んだため、OPECの基準原油ベースでは従来15~20ドルのレンジだったものが、10~15ドルに下がるのではないかと考えていた。実際日本に入ってきたOPECの基準原油は、97年が18.7ドル、98年が12.3ドルであり、6ドル以上下がっていた。これがいよいよ反転することになると、世界経済、特にアメリカの株価にどのような影響を与えるかが非常に微妙であり、注目点になっている。勿論、減産が守られないとか、合意は織り込み済みという意見もあるが、これから夏場を過ぎて在庫の積み上げに入ると、どのような影響が出てくるかを注目してみていく必要がある。

4~6月、7~9月は以前から申し上げているように、住宅・公共投資の支えに伴い、そこそこの動きになるのではないかと思うが、それをオフセットする動きもある。一つは4月からリストラが本格化してくることである。その結果、失業率が恐らく4月から増えてくると思っている。早ければ4月には4%台後半になり、年度下期には5%台に入っていくのではないか。雇用が足を引っ張る危険性は十分にある。また、地価の下落が4~6月から加速するのではないかと思う。それは企業のリストラに非常に関係している。従って、4~6月、7~9月はなかなか予断を許さない。10~12月以降は全くの空白状態であり、この4~6月、7~9月のうちに、どれだけ民需に繋げるかが重要であるが、非常に難しい問題である。

多少長期を考えると、資本ストックの調整や雇用調整が終わった後がどうなるかという問題がある。新しい分野がどこまで起きてくるかが最大の問題であり、新規に起きてこない限りは再び95年、96年と同様に既存の分野への新規投資の繰り返しになる。その場合は、供給過剰、ROEの低下に繋がるため、是非とも新規分野への投資、ベンチャー的な投資がないと日本経済は発展的な展望が拓けないことになる。失業についてもセーフティネットがないと調整が非常に難しい。他に年金の問題、非製造業の低収益を変えていく必要があり、これもリストラと規制緩和が必要である。

最近ヨーロッパでもリストラについて、ECB、ブンデスバンクを中心に関心が高まってきて、一体日本では何をやっているのか、何か参考にな

らないかという声が起きているようである。具体的には、ECBの1月号ブリテンに、日本のオールド・セクターの特色が出ているが、GDP中の製造業の占める比率がアメリカ26%、ユーロ11か国で31%、日本が39%と一番高い。ガバメントの比率はUS36%、ユーロ47%、日本33%と、これは日本が低い。金利に関係ある銀行預金でみると、USが55%、ユーロが84%、日本が99%であり、銀行預金は非常に高い。サービスセクターの比率になると、アメリカは72%、ユーロ11か国が67%、日本は59%であり、日本がやはり一番転換が遅れている。ヨーロッパは日本のリストラに非常に注目しているという感じである。以上実体経済については、短期、中期ともに非常に問題が多く、とても楽観できる状態ではない。

金融市場について、私の率直な感想を言う。誘導目標が0.5%の当時の議論を想起すると、政策委員会ではこれ以上金融政策は効かない、金利を引き下げても効かないという議論が大勢であった訳であるが、漸くここに来て実質ゼロ金利になり、それなりに量が出まわってきた。金融政策が初めて効いたのではないかと感じて喜んでいるところである。特に株価と為替に効いてきたように思う。ただ、委員の話をついてみると、一つは日銀の金利をターゲットにする伝統的なポリシーがいよいよゼロまで来てしまい、ここから一体どうするのかという時に、またぞろこれで金融緩和は終わりだという意見が出てきているのではないかと思う。また逆に言うと、早くゼロにすれば肩の荷が楽になるのかもしれないが、その意味で金融政策限界論が再び出てくるのではないかと感じている。

また、日銀の伝統的な金利政策の特色としてインターバンク市場に非常に重点を置いているが、我々が相手にしているのはそれだけではなく、武富委員も指摘されたが、フォレックス、株、債券、コモディティ、海外市場等含めた市場を相手に戦っていることを十分に考えて手を打つべきではないかと思っている。

第三に、準備預金がコントロールできないとか、超過準備がコントロールできないという話もあるが、私はある程度の誤差を織り込んで良いのであれば、ある程度コントロール出来ているのではないかと思う。事前に姿

勢を示せばマーケットはそれなりに反応するのではないか。このレベルだと、金利が0.03~0.04%に動いただけで何十パーセントの変化率になる。パーセントから申し上げれば、量がそれより大きく動いてもおかしくない訳であり、逆にかなりの誤差を認め、仮に事前にアナウンスするのであれば準備預金、特に超過準備額については日銀がコントロールできると思っている。

なお、株価については以前から色々分析しているが、今回一番効いているのは外人買いであり、特にヨーロッパが買い始めたことである。ヨーロッパが日銀はいよいよ量的緩和に踏み切ったと認識して買い始め、その後アメリカが出てきてさらにフォローして買ったという状況になってきている。現在はそれに対し売り向かっているのが金融機関であり、場合によっては一行当り1,000億円以上売っているが、大変軽くしている。そうした中で国内の生保も売り向かっている。今一つの特色は、これまで一番売られてきた銀行・証券・不動産に外人のショートカバーも入ったことである。安かったこともあるが、それらが一番上がったことが特色であり、いわゆる景気敏感株とされる銘柄が上がっていないことが今回の相場の特色である。私は3月19日~23日に目先のピークを打ったと見ており、株価の崩れるきっかけは主要な景気指標が下に振れる場合、および量的緩和の程度が市場が考えるほど進んでいなかった場合であると思っている。

篠塚委員

まず、実体経済に関しては三木委員からも話があった雇用の問題が気になっている。春闘については、物価がマイナス、ゼロという状況ではベアもゼロとならざるを得ないと見込まれ、消費にはマイナスの方向に働くとされる。しかし、インフレとデフレのどちらが家計にとって許容できるかという考え方をすると、デフレの方がまだ静かにしているという感じがしている。

金融に関して二点申し上げたい。第一点は、実質ゼロ金利の政策に変わったことの評価に議論が移っているかと思う。私は皆さんよりも実体経

済の認識、金融市場の認識が遅れている。すなわち、2月12日の時点で一段の金融緩和が必要なのかという点の、基本的な現状認識が私自身にはないままに、一気に金利誘導の技術的な議論に移ってしまったと思っている。何故あの時点で一段の金融緩和に踏み切らなくてはならなかったのか、未だに理解ができない。

少しずつデータが出てきた中で、私が注目しているのは、ジャパン・プレミアムである。ジャパン・プレミアムには、昨年から私共が格闘してきた問題が集約されて出てきていると思っているが、クレジットクランチが起きたプロセスの中で、ジャパン・プレミアムのピークは10月12日～12月後半にかけてであり、その後は徐々にプレミアムが縮小してきている。9月9日に既に金融緩和を行なっているが、その時点では余り効果がなく、4か月経って現在の段階で出てきているのかもしれない。いずれにしても、ジャパン・プレミアムに現われているのは、日本の銀行が海外で外貨が取れなくなり、国内で円資金を如何に取るかという資金繰りの面で非常に緊迫した状況にあったということである。それが年度後半にかけて金融再生法や早期健全化法等の枠組みが出来、具体的な運用も色々と議論され、年を越してから個別行の公的資本注入スケジュール等々が出てきて、徐々に金融機関システム絡みの問題が落ち着き始めた。海外からも個別行の優先株等の配当率が具体的にどうなるかは分からなくても、日本の金融システムが安定に向かっていることが認知され、つれてジャパン・プレミアムが静かになってきていると思う。しかも、2月12日の時点における月報の基本的見解も「一段と下げ止まりの方向にある」という内容であり、何故実質ゼロ金利を目指すような金融緩和措置を採らなければならなかったのか納得がいかない。金融緩和措置を採るのであれば、まさにジャパン・プレミアムがピークの時点で採るべきであり、徐々に落ち着いてきているプロセスでそうした措置を採らなくてはならなかった意味が未だに分からない。

今日の皆さんは一段のゼロ金利誘導の効果が徐々に効いてきたと評価しているが、私自身は勿論このようなドラスティックな政策が何も効かな

いはずがないと思うが、一番効いているのは金融システムを守るセーフティネットの法律成立に伴い徐々に安定した状況が作られてきたことであると思う。金融緩和によりこのような状況になったとは思えない。ジャパン・プレミアムについても、単に金利が落ち着いてきたというだけではなく、基本的にはクレジットクランチの最中で各都長信が海外から撤退する形で支店を縮小したり、現地法人の役割を小さくしたり海外業務戦略の見直しを展開したことが影響していると思う。都長信の海外拠点数のピークは95年の665、うち支店が331店であったが、徐々に縮小してきて、98年には531、うち支店が262店になった。この先2~3年後には、ピーク時点の支店数331店が158店になる、つまり半分に減らすというヒアリングの結果がある。このように、海外での業務を大幅に縮小し、撤退していることが結局ジャパン・プレミアムに反映してきていることが分かる訳である。プレミアムが縮小したことが、必ずしも安定していることを表わしている訳ではなく、金融機関もかなり努力をしている結果であると指摘したい。

二番目に指摘したいことは、公的資金注入行の貸出計画である。この貸出計画によると、15行の2000年3月末にかけての貸出は、伸び率で1.8%増、増加額としては4.9兆円である。しかし、その約5兆円のうちの中小企業向けは2.5兆円となっているが、半分は住宅ローンを中心とした個人向のものである。従って、公的資金による貸出計画が積極的にどれだけ優良な企業の設備投資に向くかはまだなかなか難しいと思う。今回の公的資金注入の計画には中小企業に積極的に貸し出すことが入っている訳だが、なかなか優良中小企業の需資がないために今後低迷する可能性も高く、計画通りに中小企業向けの貸出が大幅に増加するかどうか分からない。従って、やはり信用保証枠のようなものに再びお世話にならないのかという不安材料がある。

三番目に申し上げたいことは、今回の実質ゼロ金利になった結果、コール市場で取り手や出し手の構成が変わったということである。例えば、生保等の資金がコール市場から脱出して普通預金で運用されるような動き

があった場合、現在の統計上の定義ではマネーサプライを増やすことにならないと伺った。調査統計局の説明によると、マネーサプライ統計は商品と主体別の二つの軸で考え、商品で考える場合は流動性があるかどうかという軸と元本保証性があるかどうかという軸でみるのだそうだ。株は元本の保証性にリスクがあるため、マネーサプライの中に入れない。保険は流動性の面で長期のものが多いため、これもマネーサプライの定義の中には入れないということであった。主体別には、資産の保有主体であるかどうかということと、負債を発行する主体であるかどうかの二つに分別される。企業や家計は資産を実際に動かして実物経済に影響を与えるため保有主体であるが、生保は発行主体であり、実物経済に対しては大きな影響を与えないため、保有主体ではないということで除かれる。結局、生保から普通預金に資金が動く形でコール市場が縮小しても、生保の運用はマネーサプライに入らない。しかし、証券に関しては商品は除かれるが、証券会社あるいはその関連会社が運用主体として普通預金に運用する場合にはマネーサプライに入る。まだ短い期間なので正確なところは分からないが、2月の時点で証券では約1兆円普通預金に運用を振り向けたそうである。1兆円という額はM2+C D約600兆円の0.2%である。マネーサプライにどのような商品を入れるかという定義は国によっても違えば、生保等は定義上入っていないため、コール市場で運用している先が色々動いても余り大きく変わらないことが分かったが、少なくとも証券会社が運用先を変えれば変わる。生保業界では金利が非常に低いため解約者が相当出ているが、その解約資金が一時的に普通預金、定期預金に置かれるとマネーサプライは増える。だが実際にマネーサプライのデータだけ見てもなかなかよく分からない。特に今回のように実質ゼロ金利により、従来40兆円近くあったコール市場が色々な形で規模も構成も変わっていくような時に、それがどのような形でマネーサプライに影響が及ぶのか非常に興味がある。

最後に実質ゼロ金利の評価だが、金融市場局長の報告を聞いていると、大変に難しい操作をしていることがよく分かる。何かが起きないために慎重なウォッチをしているのだろうが、私にはかなり危険なことをやってい

と思われる、このような危険な状況から極力早く脱却すべきであると思う。しかし、今後何が起きるか分からない状況の中で、皆さんは一段の金融緩和をしようと言っている。金利が今少し高いレベルにある時であれば、ある程度の推測はできるかもしれないが、誰もが想像できないような状況の中で、恐々とやってみるといった状態は中央銀行の取る行為として不適切ではないかと思っている。例えば、先物市場が縮小して消えてしまうかもしれないといった状況は、その市場に参加している主体が自らの合理的な行動でそうなる分には良いが、中央銀行が強引にねじ伏せるような形でそうなることは後で問題が起きるのではないか。

植田委員

金融面の動きについて申し上げる。各種の金利や株式市場等はコールレートが下がった以上に反応したと思える。しかし、依然として幾つかの市場では不安定な動きがまだ散見される。金融政策を短期金利の低下幅で測るとすれば、資産価格がそれ以上に動いた背景としては、将来の様々な変数に対する期待がさらに動いたと考えるか、あるいは広い意味でのリスク・プレミアムが大きく動いたということかと思う。これを市場別にみると、債券・株式市場、ターム物資金の市場等に興味がある。債券市場については山口副総裁から難しい質問が出され、私も同じ問題を考えていたが、答は分からないため宿題にしたい。株式市場については、場合によっては近い将来、あるいは多少先の金融政策に対する過大な期待が入っているとすれば、不安感がある。これも確たることは申し上げられない。

ターム物金利がコールレートよりも大幅に低下したことが目立っているが、一つの理由は公的資本注入が行なわれたことではないかと思う。実際、金利の動きは金融緩和をアナウンスした12日より以前から低下しており、その辺りでは2月5日前後に公的資金注入額が大幅に増えるというニュースがあり、それが効いたのではないかと思う。邦銀の優先証券利回りのリスク・プレミアム、あるいはデフォルト・スワップ・スプレッド等を見ても同様の動きをしている。当然追加的に短期金利がゼロになる、あ

るいはそれが暫く維持されるという期待が加わり、いわゆる流動性プレミアムが低下している。今までは取り手である銀行が数か月の間に倒産してしまうリスクよりも、どこかの時点で慌てて短期資金を取ろうとすると、レートをかなりビッドアップしないと取れないかもしれないため、多少プレミアムを払ってでも、長目の資金を取っておく行動に繋がっていたのだと思う。これが、金利がゼロかつ暫く維持されるという期待の中で解消しつつある訳であるが、あるいはそれと同時に発生した超過準備、つまり量的拡大が効いていたのかという点は今後暫くみていく必要があると思う。

これに関し、短資へのリーケージが大量に発生していることが何度も議論になっているが、そうした状況も一部は流動性リスク・プレミアムの解消に資していると思えなくもない。つまり、日銀のバランスシートから解釈すると、従来は売手に出ていた部分が短資の日銀預金に振替わっている部分もかなりあるように思われるが、売手よりも短資が保有している当預の方がシステム全体にとって流動性が高い。このような要因が流動性プレミアムの低下にどれ程効いているのかも今後しばらく注目していきたい。

(午後0時42分中断、午後1時30分再開)

山口副総裁

篠塚委員が言われた、2月12日の時点で何故あのような決定をしなくてはならなかったのか、納得できないという点についてコメントしたい。当時の私自身の発言を繰り返すだけで恐縮であるが、私自身としては確かに当時でも足許のところでは景気の悪化テンポが和らぎつつあると判断をしていた。しかし、そうした景気の改善方向への動きを脅かすような可能性が金融資本市場、あるいは為替市場から生まれつつあり、それを放置することは適当ではないと考えていた。従って、あのような決定を下すことが適当だったと認識しているし、その後の推移をみると当時の判断は少なくとも今日までのところでは概ね正しかったと思う。

次に、武富委員の発言に対する質問である。現在の金融政策の下で、経

済の中に将来に向けたある種の構造変化を引き起こすことを期待しているという趣旨の発言だったと思うが、それは専ら金融政策からの働きかけにより経済に構造変化を引き起こすことを意図し、その意図を広いマーケットに伝えることが重要だという意味か。

武富委員

取り敢えずそうである。意見の中で申し上げたように、中央銀行ができることは初発の機関車を付けて前に進む心理面、実体面の動きを作り出すことだと思う。それが例えばどういう状況かをGDPに置き直して申し上げ、そこまではかなり意図して市場経由で働きかけ得ると思っている。しかし、究極の目的として念頭においている構造転換に中央銀行が直接働きかけるのは難しいし、適当でもない。むしろ基本的には実物経済活動を行なう経済主体、そこへ資金を仲介する主体に任せ、金融政策はむしろ one of them の位置付けとして、構造転換に馴染む経済政策に不足する部分があれば、それを補強していくことが必要だという認識である。要するに、流動性を大量に供給していることの意味合いは、中央銀行としてある段階以降のことは自らできないが、流動性そのものの有効活用を色々なルートで、色々な人達が考え活用してもらいたいと期待していることを伝えたいということである。伝統的な金融政策の考え方に馴染むかどうかは良く分からないが、そうした究極の意図を持って色々な関係者を促していく、それ故にゼロ金利というリスクもある相当異例の措置を採っているのだと思う。確かに、そうした構造転換を促すことを意図しているというようなことを言った中央銀行はないと思う。しかし、中央銀行は経済の質を良くし、国民生活の質を良くすることが可能になる条件を整備するところまでは確実にできる訳である。その後の金融市場を超えた流れは我々が働きかけるのも行き過ぎであろうが、誰かにそれをやらしてもらわなくてはならない訳であり、何のために金融市場局長が苦勞しつつ金融調節をしているのかについて、ある程度メッセージを出しても良いと思う。

ゼロ金利から出発した景気回復に繋がるための初期段階の流れが、現在

は資産価格のところに取り敢えず出てきている。しかし、資産市場は金融政策のみではなく他の色々な要因で動くため、景気にとってプラスの方向の流れが持続しうるかどうかについてはまだ慎重にみておく必要がある。どこかで資産市場の動きがアゲインストになると、市場やその外側にいる経済主体の金融政策に対する読みや期待が悪い方向に変化してしまう場合もあり得るため、直接は中央銀行が手をつけられない構造転換のようなことも明確に言うておけば、軌道修正に繋がるのではないか。素人論議かもしれないが、結局金利を0.5%からゼロまで下げて流動性を潤沢に供給していることについて、今少し形に書き、究極の目標を見せても良いと思う。それに伴い他の政策当局者も含めて方向性が確認されることになれば、金融政策の俗に言われている期待形成の効果も期待できる。

三木委員

実体経済の動きについて、中原委員は2月頃から個人消費の中で家電販売の売れ行きがパソコンを除いては前年を下回るようになってきているとの判断か。

中原委員

然り。4、5月頃にかけてさらにそうなるのではないか。

三木委員

報道によると、大型家電協会500何十社かの2月の統計ではパソコンは3割近く増えているし、問題の白物家電は全て10%程度増えており、全体として前年を11か月間上回っているとのことであった。2月はプラスが続いているのではないか。確認したい。

中原委員

その統計は残念ながら見ていない。

買替えのサイクルがあるため、恐らくは4、5月頃までではないか。

篠塚委員

先程の山口副総裁からのコメントに対する感想である。その意見は前にも聞いたし、了解している。そのうえで申し上げたい。毎回月初めに月報を出し、その月の足許の景況感についての見解を出す訳であり、それとかなりギャップがある政策変更を行なう場合には、その間を繋げる指標等の変化が必要なのではないかと思う。例えば、株価が 12,000 円台のボトムにあったとか、何かの指標が 2 か月続けてかなり危険な水準にあるといったことで先行きに危険なシグナルを認め、行動を起こすのであれば分かる。しかし、足許の景況感は一応和らいでいるという認識にありながら金融緩和措置を採った繋がりが理解出来なかった。

速水議長

昭和 22 年から 34 年間に亘り日銀にいた中で、金融政策には色々なケースがあった。最初の激しいインフレから始まり、成長期に入り、オイルショックに入り、為替円高不況といったことが続いた。その後の 17 年間は企業に入ったが、企業にとって期末決算がどれだけ怖いものかを痛いほど感じた。2 月 12 日の段階では、公共投資その他の景気対策や大規模なキャピタルインジェクションによる金融システム救済策の結果として国債の大増発になるだろうというのが市場が直ちに受けた印象である。従って、国債が売られ、長期金利が上がり、それが株や債券に響いていったことも確かだし、そうした暗い中で 3 月決算では赤字企業が多発すると思われた。そうした状況が出てきた局面ではどういうことが起きるのかといったことや、企業金融への配慮もあり、ここは何か対応が必要な時期だと強く感じていた。そうした意味のことを申し上げたはずである。経済は金が不足してはいかなる経済投資も出来ないし、その元締めは本行であり、金融政策においてどれだけ緩めていくか、あるいは締めていくかは私共が決める必要がある。これにはその後の経済情勢の推移を判断する必要があるし、タイミングが大事である。どのタイミングで、いかなる手を使うかが

非常に重要なのではないか。2月のケースが特にそうであった。予算が発表され、31兆円の国債をいかに市中消化するのかとか、株価がいつまで経っても上がらないために3月決算で時価評価すれば企業の赤字がさらに大きく増えるだろうといった心配が急速に顕在化してきた時期だと思う。確かに金利はこれ以上下げられないという感じがなくもなかったが、短期金融を緩めていくことが色々な形で資金の潤沢な供給に繋がっていきだろうと考えていた。何が起きるか分からない不安は若干残ったが、ここで何か手を打たなければ、このままじりじり悪化していくという感じが強くなった。

同時に、キャピタルインジェクションも大体決まり、金融監督庁、金融再生委員会が動き始めれば良いタイミングだとも思った。これはクレジットランチの防止のみではなく、基本的には日本の金融機関の過少資本と過大な不良資産をいかに消すかという取組みでもある。日本経済の減価した資産を銀行が一手に引き受けた皺が全部寄っており、これを償却しないで過少資本ではどうにもならない。横並びの金融行政がそうした状況を余り気にしなかったため、ここまで来てしまった。大変間違っていたと思う。それを調整して正常化していくのには、何としても公的資本の導入しかない訳である。また、自己査定自己開示を9月頃から一貫して主張してきた訳だが、そういうことで漸く公的資本注入が導入されることになった。それは勿論貸し渋り対策もあったかもしれないが、基本は金融システムの建て直し、再生化である。日本の銀行が過少資本のままではグローバルなマーケットに出て行けないことと、不良貸出しをまず引当て、できればバランスシートから償却していかない限りは立ち上がれないということ、非常に強く感じていたからでもあった。そうしたことがたまたま同じ頃に決まったため、私はそのチャンスにという意識が非常に強かった。第一線の金融市場局にはかなり難しいボールを投げることになるが、こういう時に乗り越えなければ中央銀行としての機能は果たせないのではないかという追い込まれたような感じを持っていた訳である。

結果としては、長期金利が予想以上に早く下がり、債券価格がまた株価

に響くということで株も上がり、株が上がったことにより企業の空気がすっかり変わっている。3月決算を控えたこの時期に株価が上がったことは、非常に大きなプラスである。数字の上でも、気分の上でもそうだ。金融機関の株価も上がってきたが、それは間接的には金融機関の信認の増加に繋がってくる訳であり、ジャパン・プレミアムの解消にも繋がっていく。金融政策とは個別対応すべきものではなく、やはり全体を見ながらタイミングを考えて行なっていくものだと思う。まだ3月半ばだが、現時点では政策変更の目的を達しているのではないかと感じている。今後内外から色々なことが起きるだろうが、いつでも受けて立つ、あるいは先を見て早目早目に手を打っていくことが中央銀行の機能だと思う。私は2月の判断は間違えていなかったと考えている。量か金利かという問題にしても、広い立場で、一方的な議論に囚われずに何が大事なのかを議論し、決めていかなければならない。

武富委員

先程の山口副総裁のご質問に対し、説明がやや十分ではなかったかと思うので、若干付け加える。一つは構造転換云々ということ金融調節方針のディレクティブに入れると言っている訳ではない。マーケットに迷いが出た場合に、色々な形で何とかそうした趣旨を伝えていくという意味合いである。今一つは、確かに中央銀行の使命は物価の安定と金融システムの安定であり、両々相俟って国民経済の健全な発展に資することになっているが、そうした極く一般的なことだけではなく、前向きな経済構造の転換の三つを全部包含したアイデアという意味である。金融システムは一頃よりも回復したが、その足場に立ってこれから何をなすべきか。物価は安定し過ぎている中であって、しかも国民経済の健全な発展にはまだ成長率も非常に低いし産業構造の高度化も進んでいない中で、対応するのは目先の問題に対してであるが、その効果を本来の使命との関わりで概念整理すれば、前向きな構造転換ではないかという意味である。

中原委員

前回の決定会合で申し上げたが、要するに日本銀行は目標についても、政策手段についてもインディペンデントな訳である。悪く言えば「私共はまじめにやっています」と言えば済んでしまう。先程の篠塚委員の指摘について言えば、「月報で言っていることと逆ではないか」というのは確かにそうかもしれない。従って、少なくともFED並みに例えば1年先、2年先のGDPの成長はどのような範囲なのか、CPIはどのようなのか、失業率はどのようなのかという数字を対外的に示すか、このボードで了解しておき、その達成が難しくなれば政策を発動するようにするのが適当である。速水議長が言われたことは名人芸であり、その都度その都度の対応としては立派であるが、中期的な目標からみて一体どのようなのかという面も考える必要がある。武富委員が言われたこととも絡むと思う。武富委員は多少大きなことを言われたが、例えばGDPの2年先は一体どうなるのか、こういうレンジを私共は目指しているということがないと分かりにくい。確かにショートタームで上手くアダプト出来ているかもしれないが、多少先にいったらどうなのか。当然日本銀行のあり方について世論が起きてくるのではないか。私共も中で反省しなければならないのではないか。要するに、三木委員が常に言われているように、目標は一体何なのかということになると思う。その辺は新法下で1年を経過しており、私はそろそろ良く考えていく必要があるのではないかと思う。物価にしても日銀は適正水準を明確に言っていない。従って、私はCPIのターゲットを提案している訳であり、独立性の裏にあるそれに相応しい責任の取り方について、どうけじめを付けるかを十分考える必要がある。

速水議長

物価の安定を図るために、通貨及び金融の調節を行なうことが本行の目的であり、日銀法2条に「通貨および金融調節を行うに当たっては物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを目的とする」と明確に書いてある。インフレでもデフレでもない物価の安定という

ことを常に念頭に置き、中期長期的視点で考えていかなければならない。それらを通じて健全な発展をしていくということではないか。何が起きるか先のことは分からないが、常にこれを頭に入れておけばよいのだろうと思う。

中原委員

例えば、政府の場合には見通しを出し、それに基づいて予算を立てており、アメリカの場合もそうである。大統領府もFEDも出す。私は一歩進めてそうした形での責任の取り方が世間から要求されてくるのではないかと思う。

後藤委員

中原委員の提起された問題は、かなり根本的な大問題だと思う。例えば、グリーンSPANの議会証言では、法律の中に雇用も経済成長も含めているためかもしれないが、多少先行きについての金融政策の姿勢や主要な経済指標についての見通しに触れている。将来的にはそうした方向も考えられることだが、例えば政府の経済見通し作成時の各省間調整が厳しいことを思うと、そこへ日本銀行も経済見通しを出すとなれば、かなり事前に準備体操をしておくことが必要になる。例えば、我々が内部で経済見通しについての作業を行ない、見通しという形ではないにしても、それが政策判断の基礎にあるということをしつづつ出していかないと、一度にはなかなか出来ないのではないか。

中原委員

まず、内部でやっても良い。

藤原副総裁

中原委員の言われたことも一つの貴重なご意見だと思うし、今後そうした問題の必要性について議論していく必要はあるかもしれない。日銀は政

府のように寄せ木細工的な経済成長率何%といった見通しを立てていないことは事実だが、これまで色々な勉強会や研究の成果があり、中には公表したものもあるし、そうしたものが期せずして私共の見通しの材料になっているのではないかと思う。見通しそのものについても、色々な前提を置いたプロジェクションではあるが、各四半期に調統局の経済見通しを勉強している。それがその時点における長期展望シナリオの確認であり、政府が年に1回発表する見通しとは異なるが、我々は共にそうした見通しなども念頭に置きながら本会合に臨んでいる。各国中央銀行にそれぞれのファッションがあるように、私はこの1年間日本銀行では現在はそうした方法でやっているのだと感じてきた。対外的に発言するかどうかは別として、財政の問題や年金問題等についても勉強しているし、あるいは需給ギャップの動向、為替動向、国際収支の展望も行なった。大きな基本問題はそうしたことを通じて私の判断の基礎になっていると考えている。中原委員のご意見は非常に貴重なものとして承りながら、私はそういう感想を抱いている。

山口副総裁

各委員から文字どおり根本的な問題が提起されたと思う。本日中にこの根本問題に決着をつけることはできないが、取り敢えず幾つかコメントを申し上げ、私も宿題として真剣に考えていきたい。まず、武富委員が提起された問題は、結局、金融政策に出来ることは何なのかということではないかという気がする。後から付け加えられたことがご趣旨だとすれば、私と余り変わらない。金融政策はマクロ経済、物価の動きに着目し、それに影響を与えることを主眼として運営すべきだと思っており、現在行なっている政策も私の頭の中ではそのように整理している積もりである。従って、言われているような構造変化あるいは構造調整は確かに必要なことであり、早く起きて欲しいと思うが、基本的には市場のダイナミックスに任せられない部分ではないか。

武富委員

当然市場のダイナミックスに任せる訳だが、市場がダイナミックに対応する際の方向性について、こちらサイドのイメージを伝達する程度の積もりである。ただ、市場のダイナミックスに任せるとしても、ダイナミックにバブルに突入した例もある訳である。金融政策に何が出来るかという点では、究極の構造転換は出来ないと明確に申し上げている。ただ、最初の弾みをつける段階で他の政策当局者も含め、日本経済の健全な発展のためにはどういう方向に各主体の努力が傾注されるべきかという、コンセプトを発信することは必ずしも金融政策の限界とは関係ない。これは議論すると長くなってしまうが、一応、市場のダイナミズムに任せるということについては全く同感である。

山口副総裁

望ましい構造変化の内容を定義しないと議論にならないが、そうした方向性を中央銀行が的確に示すことが出来るのかどうかは非常に疑問に思っている。ミクロベースで企業が新しい環境に適応していくことを、例えば金利負担を軽減するとか、流動性の逼迫を緩和するとかという形により手助けすることは出来るだろう。現在行なっている政策はそういうことではないか。

篠塚委員が反論されたが、我々は足許の経済動向のみに着目して政策を行なっているのではなく、多少先の展開を頭に置きながらやっているし、当時1月から2月に出てきた市場の動きは極めて気になるものであった。従って、それに対応することにより将来のリスクを我々に出来る範囲で極力軽減するよう努めることを狙ったのが2月12日の措置であったと思う。ただ、このように申し上げると、中原委員が的確に指摘されたように、そうした先の展望を日銀はどういう指標の選び方、あるいは数字の設定なりで明確にしているのか、その点をよりクリアーにすることを考えた方が良いのではないかという問題意識に結びつくと思う。まず、アメリカについては、Fedは非常に慎重に公式見通しを提示することを従来避けてきて

いるように思う。F O M Cメンバーの中でG D Pの見通しなり、物価の見通しなりについて、いかなる散らばりがあるかをレンジとして示したり、その中間値を示したりする工夫を凝らしており、F e dの政策は公式にこうした見通しの下で行なっていることを慎重に避けながらやってきている。従って、我々が同じような問題意識でこの件を議論していく場合にも、日本の慣行なり制度的な与件なりを十分頭に入れたうえで先に進むべきであるし、その点で後藤委員の指摘は非常に的を射ていると思う。

そう申し上げたうえで、やはり我々の政策の特別の目標はやや分かり難くなっているかもしれない。因みに、2月12日の措置以降、私自身がB I Sの場で各国中央銀行の総裁方の指摘に触れたり、内外の訪問客と議論している過程でそう思うことが一度ならずあった訳である。市場の中にも、現在のオーバーナイト・ゼロ金利政策は年度が替われば止めるのではないかという見方さえあるという点に一つ象徴的に出ていると思う。現在の金融政策の意図について正確に理解してもらうためにさらに改善を加えるべき措置が多分あるのではないかと思う。今少し考えた上で、再度議論させて頂きたい。

速水議長

それは説明の仕方か。

山口副総裁

説明の仕方である。関連して言えば、植田委員と中原委員から現在の株価形成の中に金融政策についてのある種の期待が混入しているかもしれないという指摘を受けた。私もその可能性はあると思う。しかし、我々は政策委員会でこうした措置を決めたことしか対外的に説明できないし、将来の政策をコミットすることはできない。従って、市場の期待が将来実現するのか、空振りに終わるかは何とも言えないし、その点は如何ともし難い。この場で具体案を提示するだけの準備がないが、これまで決めた政策は一体何を運営しようとしているのかについての説明の点で改善の余地

はあろうということである。

中原委員

私が申し上げたのは確かに問題提起であり、直ちにどうということではないが、山口副総裁も言われたように、全体の見通しの中でどういう位置付けにあるのかが説明できない場合には、外のプレッシャーの方が早く来るため、嫌なことをやらされてしまう危険がある。我々の方から良く考え、然るべき手を打たないとならない。

植田委員

経済見通しの件であるが、対外的に発表するかどうかは別として、一応毎四半期、調査統計局がある程度数字が入ったものを作成するし、それをベースに毎回の決定会合で各執行部から報告が入る。さらにそれを参考に自分の意見はこう違うという議論をするのが毎回の会議だと思う。従って、かなりの程度擦り合わせが出来ているはずであり、2月12日の決定時も足許は良いが、半年後、9か月後には非常にリスクがあるということは共有されていた認識なのではないか。その上に、アセットプライスの動き等からくるマイナスが付け加わったというのが私の基本的な理解である。

三木委員

要するに、国が行なう財政政策を中心にする経済政策運営を含め、向こう半年、1年を一体どのように運営していこうとしているかがポイントである。従って、それについての大きな目的というか、考え方を明確に定量化してはどうかと思う。定量化する以上は、それについて具体策で裏付けをしなければならない。本行の金融政策もあり得べきはそういう方向を考えるべきだと思う。ただ、金融政策の場合は物の経済と紙の経済、つまり金融の両方に絡んでくるものである。紙の経済はデリバティブ等物と無関係のところ動くようになってしまっており、それに対するガードや対策も重要な問題である。本行の金融政策は通常のエconomic成長率をどうするとい

うことのみではなく、対応範囲が広いため、数字の問題については相当慎重に考えなければならないと思う。

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伺いたい。まず順番に藤原副総裁から当面の金融政策運営方針についてご意見をお願いします。

藤原副総裁

最近の短期金利の低下、市場の流動性に対する安心感等からみて、政策効果は達成されつつあると思う。しかし、金融市場は3月16日から新しい準備預金の積み期間に入っており、期末越えを睨みながら引き続きオーバーナイト金利の落ち着きどころを探っている段階にある。先程色々議論が出たが、オーバーナイト金利がゼロ近傍で定着していく過程で、市場参加者の期待形成や行動パターンの変化を暫くみていく必要があるのではないか。とりわけコール市場から普通預金などへの資金シフトは今後どの程度の規模とスピードで続くのかどうかという点である。もう一点はオーバーナイト金利ゼロ近傍の下で、超過準備を持つとする金融機関と持とうとしない金融機関に分かれているが、そうした状況がどうなっていくのかである。最近の経済情勢と今述べたような金融市場の動向からすると、当面は現在の金融市場調節を続けながら、市場動向を引き続き慎重にみていくことになると思う。その意味で現状維持としたい。

山口副総裁

私も今回は現状維持で臨みたい。藤原副総裁からご指摘があったが、私も実質ゼロ金利誘導という政策の下で、まだマーケットがそれなりに安定した状態には立ち至っていないように思われるため、今少し状況を見極めるのが適当である。今回の政策を続けている過程でそれなりに分かってきたことと、まだよく分からない不安定な部分が出てきたように思う。それ

なりに分かってきたことは、例えば個別金融機関の資金繰りが極めて不安定になるリスクがあるのではないかという危惧を持っていた訳だが、少なくともこれまでのところ個別金融機関の資金繰りの不安定化という事態は起きていないし、大量のリザーブを供給し続けることにより今後とも防げるかもしれない。

一方、まだ不安定な部分は先程の金融市場局長の説明に尽きると思う。コール市場のドライアップ傾向が本当にさらに加速しないかどうか、あるいは現在の誘導方針の下でリザーブに対する需要、あるいは過剰準備に対する需要が、どうなるのかという辺りは、まだ読めない部分である。特に年度末、期末を控えている時期だけに、現状の政策を維持して良い局面ではないかと思う。さらに、先程も申し上げたことだが、オーバーナイトからターム物への波及が継続している状況であり、その意味でもまだ2月12日の政策がゴールに到達していない状況ではないか。

現状維持の場合に、後藤委員から何か目に見えるアンカーが必要ではないかという議論があった。このところは、私としては3月に入ってから金融市場局において実施してきている調節方法が、多分オーバーナイト実質ゼロ金利を誘導し、維持するのに必要にして十分なりザーブの供給に概ねなっているのではないかと思う。こうした実績の延長線上で、当面は現状維持の政策を行なっていけば良いのではないかと考えている。

後藤委員

私も先行するお二人が言われたことと結論的には同じであり、今後とも現行方針に沿って大量の流動性供給を行ない、無担オーバーナイトのレートを実質ゼロに抑えながら、構造変化の過程にある短期金融市場の動向なり市場関係者のビヘイビアの変化をさらに注意深く見守っていくことが適当ではないかと思う。まだ実質ゼロ金利ないし0.03%の実現のために積み上げが1兆円以上必要な状態が続いている。中立調節で0.03%が達成されるような状態が生じた場合には、現在の調節方針ではアンカーのない状態に陥るという問題が確かにあると思うが、山口副総裁が指摘したように、

現在の積み上が結果的に一種のアンカーの役割を果たしているのかもしれない。中立調節で実質ゼロ金利が達成されるような状態がいつ来るかは分らない訳であるが、9月に決めた低目誘導は中立調節により目標水準が達成されるまでに4か月かかったと聞く。ただ、9月からの4か月はある意味で非常に波瀾万丈な時期であったが、それに比べると、今回の調節環境なり、それに向けての強い姿勢はマーケットに割合染みてきていると思う。従って、意外に早くそう大きな積み上をしなくても実質ゼロ金利が達成される状態が来かねず、現在の調節方針ではアンカーがない状態に陥ることは考えておかななくてはならないかもしれない。また、現在のような状態では、何らかの不安定要因をきっかけに急激に準備預金需要が出てくるようなボラタイルな状態も予想される。従って、何か新たなターゲットないしリファレンスをまず考えなくてはならないのではないかと思う。

前回会合まではターム物金利を採れば良いと考えていたが、ターム物金利が中期に近いゾーンまでこれだけ下がってしまうと、金融政策が中期を超えて長期まで含めたイールドカーブ全体をコントロールすることは出来ないと思う。仮に出来たとしても、市場の先行きを映す鏡をなくしてしまうことが、良いのかどうか。それでは何があるのかというと、本行の当座預金総量しかないのかという気がする。ただ、それを使って何が出来るかと考えてみると、その総量を予測することはなかなか難しい。総量を決めてしまうと、マーケットの具合では金利が非常に跳ねてしまうとか、逆に長目のオペを大量に打たないと調節が出来ない状態に陥る恐れがある。結局、市場に対して何らかのコンフィデンスを与えなくてはならないことを考えると、大変コンベンショナルな結論になってしまうが、実質ゼロ金利に必要なかつ十分な資金供給を行なうということではないか。しかも、ボラティリティーを内部に秘めた状態であるため、必要なかつ十分な資金供給を迅速に行なうことを本行としてインターバンク、オープンマーケットを含め対外的にコミットすることに尽きるのではないか。現在のところ、私の考えは回り回ってその辺に落ち着いている。勿論、オーバーナイト実質ゼロ金利というだけでは、それと整合的なリザーブなり、流動性の供給量

が複数存在し得るため、対外的に本行の政策意図が分かり難いという問題は残ってしまうが、マーケットのコンフィデンスという意味では暫くはそういうことでいくしかないかというのが現段階における私の結論である。

武富委員

私も現状維持である。前回は現状維持の中でも幅があるだろうと申し上げ、その一環としてトータルリザーブを市場に見せながら実質は金利ターゲットの調節を行なった場合、市場がどう受け止めるかをみてはどうかと考えた。オペレーションのフィージビリティとしてどうかということも申し上げた。それを執行部で良く研究してもらった結果、100%得心しているかはともかく、トータルリザーブのコントロールは難しいとのことだ。仮に、それを目標にすると、後藤委員も指摘されたように金利のボラティリティが高くなる。金利アンカーの積もりがそうではなくなってしまう。出来ないことをディレクティブに入れる訳にもいかず、結果として幅が狭まってしまったのが私の立場である。

先程から申し上げているように、前回、現状維持の中でも幅を持たせようと考えたのは、本行の意図と市場の期待との間にまだ多少ギャップがあると思ったからである。ギャップがあるゆえに、金融政策が折角良い意図を持っていても、山口副総裁の言われる市場のダイナミズムを通じて経済全体に浸透していく確率が低くなってはならないという趣旨である。市場との間にギャップが出た場合、それをどう上手く埋めて軌道修正するかの一環として、現状維持の幅を取るという考え方であった。グリーンSpan的に言えば、当時はイラショナルなエクスペクテーションと同等な雰囲気マーケットにあったと思う。量的緩和への期待もその一環であるが、そうしたものと我々は上手く折り合っていく必要がある。コインの表の金利はゼロの下で、裏の量はかなり伸縮できる訳であり、従って、伸縮の伸びの方を多少見せれば市場も安心するのではないかという思いが当時であった。これは実務的に必ずしもフィージブルではないという執行部の報告があるし、また、心配されていた事態も生じることなくゼロ金利政策の

効果がかなり色々な良い動きを生んでいるという意味で現状維持、かつそれ程量の幅を取らなくても当面は良いかと思っている。

三木委員

2月12日のディレクティブ以降、潤沢な資金供給とオーバーナイト金利のゼロ近傍への誘導を行なってきたが、貸出マーケットをみても、かつてのグレー部分も含めて正常な企業活動に必要な資金は十分に回っている。むしろ、企業の資金需要が細っているため、幾ら金を積んでも需要のないところに設備資金は出てこない局面にきている。これ以上は見せ金の効果も期待できない局面にきていると思う。先程からの指摘のように、金融のマーケットも必要な資金は十分取れる状況になってきており、むしろ余資がマーケットに滞留する状態にある。日銀の金融緩和政策は当面十分に目的を達しているという理解で良いと思う。生保等機関投資家のコール市場から普通預金への資金シフトがみられるが、短期金融市場の機能維持について十分配慮しつつという制約の中で普通預金金利が0.05%になったり、ターム物金利や短プラの動きが更なる低下を探るプロセスにある。こういうことも踏まえ、当面は現状の緩和スタンスを継続していくべきであり、現状維持としたい。

一つだけ付言しておきたい。まさにかつてない状況の中で、しかも日本経済を立て直し、回復させるための金融緩和措置に踏み切っている訳であるが、いつまでも日銀が現状のような金融スタンスを続けるのはやはり問題である。ゼロ近傍の金利は異常であり、国民生活者の立場、企業のモラルハザードという面からみても、正常な経済活動による安定成長を目指すには異常な金利水準だと思う。経済の流れが正常化するに伴い、金利を正常化させる時期、手順は常に考えておくべきである。経済は流れているため、その流れの節目節目で見誤らないように現在のデフレ懸念の行方も展望しなくてはならない。財政政策、それをサポートする金融政策にとって5月、6月にかけてが実体経済の現場を特に注意する時期だろうと判断している。

中原委員

私は一貫して金融緩和論である。現状維持には反対である。量的緩和をすべしと思う。日本経済にとって4~6月、7~9月が正念場である。ここでやはり金融政策が十分に緩和して、公共投資や住宅投資に相乗効果が出るようにしなければならない。

今一つは折角株に効いてきた訳であるが、下手をすると失望感、材料出尽くし感になってしまう危険性が十分にある。2月12日以降の評価について再度私なりの考えを述べると、昨年夏以降0.5%から0%への僅か0.5%の引き下げであり、本来は大した金融政策の効果はないという皆さんの立場が多分正しかったかと思う。ゼロに近づいてきてインターバンク・マーケットなどが混乱しないようにというのは、0.5%の範囲の中でのことであり、わが金融市場局が巧く調整するに違いないと思っているから、別に驚いていない。前人未踏だと言われるが、1930年代のアメリカの大恐慌時には短期の政府証券の金利はほとんどゼロであり、前例がある。日本では確かに前人未踏であろうが、世界では必ずしも例がない訳ではない。

先程、超過準備やリザーブはコントロール出来ないと言っていたが、私はコントロール出来ると思う。やはり一番効いたのは、ゼロに下げる過程で量的に増えたことであり、事実4兆円を超える超過準備、1日に直すと1,500億円が——これは特定の銀行だけであったかもしれないが、——あったことは厳然たる事実である。今後も量的な緩和が続くという期待を持っていることもまた事実であろう。従って、私は今回の措置はあくまでも過渡的な措置であり、本格的に量的緩和をすべきであると思っている。現状は異常な金利水準だと言われるが、これは先程の議論と全く同じある。GDPギャップがいつ解消になるのかを議論せずに、その時々で対応するというのはそれで結構であるが、やはり目的、見通しを持って臨むべきである。私は植田委員の意見と異なり、調統局の見通しを基礎にするとは必ずしも考えていない。参考にはさせて頂いているが、それがボードの共通

認識として提示されているとは受け取っていない。私は自分で考えて判断する。

いずれにしても、今回一番目覚しく効いたのはトランスミッション・メカニズムのうちの為替と資産価格であり、これは量的な緩和によって出てきたと思う。実際に量がある程度出たし、それに対する期待が大きかったからである。実質金利の低下を通じるルートでは、設備投資は勿論出ないし、貯蓄に対しても余り効かないであろう。住宅投資には多少効いたかもしれないが、その程度であると思っている。まさに現状は良いモメンタムがついており、さらに金融緩和を進めるべきである。

篠塚委員

私も従来からの意見と同じであり、基本的にゼロ金利に対して反対である。このような異常な低金利を続けていくと、金融市場にとっても今後色々な面にマイナスの余波が出てくるのではないかと思われる。現在は一応安定してはいるが、こうした措置を採った結果、リザーブのコントロールが難しいことが大体分かってきており、やはり金利に軸足を置いた政策を採っていかざるを得ないと思う。私は極力早い時機を見つけて、少しでも金利が上げられる状況を探りたい。

植田委員

私は、結論としては現状維持かと思うが、若干幅広く近い将来の可能性も含めて議論をしてみたい。経済見通しについて私が申し上げたかったことは、調統局の見通しをそのまま認めているのではなく、それをベースに自分はどう違うのかを示して議論をした方が生産的ではないかということである。

何人かの方が言われたが、市場との対話を重視していくことはやはり重要な姿勢かと思う。その際に、これも皆さん言われたが、対象を短期金融市場周りに限らず、今少し幅広く考えるべきである。外為、株式、債券市場、これらをさらに広げる必要があるし、日本の事情を必ずしも知らない

海外の投資家も入ってきているため、そうした人達にも誤解を与えないような政策方針の説明、あるいはシグナルの送り方を従来以上に工夫する必要がある。そうした色々な人達が気にしているポイントとして三点挙げると、一つは、1か月以内とかデイリーという極く短期の調節シグナルを日銀がどのように送ってくるのかということである。また、現在のオーバーナイト金利ゼロの方針をどの辺まで続ける意向なのかも気にしていると思う。その発展線上として、仮に金利を上げるとすれば何時かという関心もあるだろうし、逆にさらに緩和を進めるとすればどのような手段があり得るのかも関心事であるかと思う。

この1週間、市場の動向をベースに勉強した結果、量はコントロールし難いというメッセージを受け取ったというのが皆さんの印象かもしれないが、それは微妙である。マネタリーベースやより広いマネーサプライを精密に、短い期間でコントロールするのは非常に難しいということであろう。しかし、ある種の量はかなり精密にコントロール出来るのではないかと解釈している。さらに、現在の金融調節は量をコントロールすることにより、金利をコントロールしようとしているとも言える。やや誤解を招く表現であるが、具体的には、朝方の積み上幅という量をシグナルとして当日の金利をコントロールしようとする。そのうえで、さらに広い量のうちで夕方の準備預金や1か月のエクセス・リザーブ、あるいはハイパワード・マネーまでコントロール出来るかとなれば、難しいというメッセージだったと思う。コントロール出来る辺りのところを多少詳しくみると、いずれにせよ朝方の積み上幅、あるいは一歩進めて後藤委員が言われたように、当日の締め時点での準備預金の予想額、——ただしリーケージをゼロと仮定した場合であるが、——これはある程度の誤差でほぼコントロール出来るのではないか。従って、1か月を通じても、あるいは平均しても日銀当預は概ねコントロール出来るように思える。仮に、リーケージが本当にゼロになるような状態にいけば、準備預金全体がコントロールし得ると言える。当預と短資へのリーケージがあるため、準備預金がコントロール出来ないということは、それ程強調して極く短期の量的コ

ントロールは難しいという議論のポイントにすべき程のことではないような気もする。その一つの理由は先程申し上げた積もりである。

今後数か月を展望し、仮にそこでオーバーナイト金利をほぼゼロにし続けるとすれば、二つのケースが考えられる。それぞれについてかなり議論が出ているが、私なりに再度整理してみると、一つは今後引き続きかなりの量を供給し続けられない限り、ゼロ金利が維持できないケースである。この場合は先日の執行部の説明にもあったように、むしろ幸運にもリーケージが大量に生じる場合を除くと、積み上のシグナル機能が特に積み期の後半で低下するという可能性があり、別のシグナルが必要になるかもしれないという問題があったように思う。この場合考えられる代替物としては、朝方時点での夕方の準備預金予想額が一つの候補かと思う。これはリーケージは一応ゼロと仮定してということである。かなりの量を供給しなければならぬ場合のもう一つの問題として、金融市場局長から報告があったように、6月前後から量の供給に必要なオペ手段をどのように確保するかということが出てくると思う。逆に、市場の金利予想が落ち着いてくれば、量を減らしても、あるいは中立調節のようなことをしても、ゼロ金利が維持可能なケースというのもあり得るかと思う。この場合、量に期待している市場参加者からは失望感を招くかもしれないリスクがある。それは誤解であれば放置しておいてもいいかもしれないし、巧く説明しておく必要があるかもしれないし、余り失望させないために量を若干維持するという政策を無理に打つ、という三種類の手があるかと思う。

以上を踏まえたうえで、今後の運営方針として一つはいずれにせよ積み上という量のシグナルの有効性が低下する可能性が数か月単位であり得るため、別のシグナルとの併用ないし、別のシグナルへの移行をある程度真剣に検討する必要があるのではないか。金融市場局はそうした問題意識を持っていると思う。そのうえで、武富委員の意見と同じであるが、仮に準備預金そのものは無理であっても、日銀当預がある程度コントロール可能であれば、暫くそれを余り無理に減らすことはせずに、状況を試みという方法はあるかと思う。ただ、その目的は多少明確にし難いという問

題はあるし、さらにしっかりとした量の目標に昇華させていく方向を考えると、非常に技術的なポイントをさらに詰めなければならないと思う。

一方、金融緩和の姿勢を明確にさせるには二つないし三つの方法があり得る。一つは後藤委員が議論されたようなターム物金利のコントロールであるが、これも現状では既に本当の意味で中期金利、長期金利に入っていく直前のところまでできてしまっている。金利でさらに何かあるとすると、現在のオーバーナイトほぼゼロという政策へのコミットメントの度合いを今少し強く市場に対して発表するという行き方はあるかと思う。勿論、三木委員が言われるようにゼロ金利は異常事態であり、無制限に続けるべきものではない訳だが、景気が本格的に立ち直るまではこれを続けるという方向感でのメッセージで、市場にとって若干驚きがあるようなものを何か入れられるかどうかは検討に値する。非常にテクニカルに言えば、金利に関するいわばプット・オプションを中央銀行が売るといような政策である。最後は本当に量の目標を定め、無理をしてでもそれをある程度実現していく政策であろう。

今回は現状維持でいきたい。

速水議長

一応皆様の意見を賜ったので、私の見解を述べさせて頂く。結論から言えば、当面の金融政策運営については現状維持で臨みたい。本日は3月二回目の会合でもあるため、金融経済情勢を判断するための追加的な材料は余り多くない。そうした中で、2月の公共工事の発注が大幅に増加したことは、予想されていたことではあるが、当面の経済を下支えしていく明るい材料であろうかと思う。消費者のコンフィデンスに下げ止まりの兆しが出てきていることも、注目してよい動きである。ただ、企業収益が非常に厳しく、雇用・所得環境の悪化も続いているため、消費者の心理が本当に好転しつつあるのかどうかを含め、民間需要の動向にはなお見極めが必要である。また、今後は企業のリストラが進展していくと予想される訳であり、それが設備投資や雇用面にどの程度マイナスの影響を与えていくの

かについても引き続き予断を許さないように思う。

一方、金融資本市場についてみると、ターム物金利が大きく低下しており、貸出金利も低下しつつあるほか、長期金利や円相場は小康状態にあると思われる。株価は昨年8月以来の1万6,000円前後まできている。先程は企業リストラに伴う短期的なダウンサイド・リスクに言及したが、一方で、最近の株価をみる限り、企業リストラや金融システムの建て直しなど、取り組むべき課題に対処する動きが漸く具体的に現れつつあることが、やや中期的な観点で市場から評価され始めている面もあるように思う。目先、公共投資が経済を下支えしている間に、住宅投資や個人消費にある程度具体的に明るさが戻ってくるとか、企業がリストラ一辺倒ではなく、それと共に前向きの戦略なり新分野への挑戦などを打ち出し、それがまた株式市場で評価される動きが出てくれば、景気回復が徐々に展望し得る状況になっていくシナリオも期待し得ないことではないと思っている。

しかし、現時点では、あくまでも一つの可能性に過ぎない。また、仮に民間需要がこのまま上向かないままに99年度の後半を迎えてしまう場合のリスクは、いよいよマクロ政策面から追加的に経済を支えていくことが難しくなっているだけに、極めて大きい問題であると言わざるを得ない。わが国の金融システムについても、公的資本の注入を軸にして、抜本的な不良債権処理と経営戦略の強化へと具体的に動き始めていることは大いに評価できるが、そうしたプロセスが円滑に進むかどうかは引き続き大きな課題である。わが国の金融セクターが、各種のリスクを効率的に仲介し、経済の前向きのダイナミズムを促進する機能を果たしていくようになるまでには、現時点で判断する限り、まだ相当な時間を要するような気がする。

以上を踏まえると、当面の金融政策運営については、やはりオーバーナイト・レートをできるだけ低めに推移させるという現状の金融緩和策を堅持していくことが重要であると思う。ただ、今月初めにオーバーナイト・レートが事実上ゼロ%という状態になって以降、短期金融市場では資金フローがかなり大きく変わってきているし、その過程で普通預金金利も引き

下げられた。また、金融機関が準備預金をどのように持とうとしているか、さらには準備預金非適用先が日銀当座預金をどのように持とうとしているかといった点についても、市場自身が試行錯誤を始めたばかりではないかと思う。従って、政策運営自体を現状維持とすると同時に、そのディレクティブも現状のものを不変に保ちながら、当面は、市場の動向を引き続き丹念にみていく局面にある。

オーバーナイト・レート以外にも、何らかの——量にせよ金利にせよ——操作目標を持つ必要があるのではないかという議論については、その必要性自体を含めて、予断を持たずに、今後も検討を続けていきたいというのが現在の心境である。

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

格別なければ、議案のとりまとめに入りたい。

先程の委員による検討では、当面の金融市場調節方針について現状維持とされる意見が大勢であったように思う。そこで、私から当面の金融市場調節方針は現状維持ということで議案を提出したい。事務局は、私の議案を配って頂きたい。

[事務局より議長提出議案配付]

中原委員

私も提案がある。

[事務局より中原委員提出議案配付]

速水議長

それでは、中原委員の提案を読んで下さい。

山本企画室参事

それでは、中原委員案から先に読まさせて頂く。中原委員案、「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。中期的にCPI（除く生鮮）の前年比が1%程度となること（注1）を企図して、次回金融政策決定会合までの超過準備額を現状比5,000億円程度拡大し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（注2）が10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。（注1）2000年10～12月平均の前年同期比：0.5～2%。（注2）四半期平均対前年同期比（%）。以上」である。

速水議長

中原委員、議案の説明があればどうぞ。

中原委員

一番大きな提案理由は、やはり経済実態についての見方が恐らく他の委員に比べて非常に厳しいことである。財政が99年度後半以降に失速するとみられている中で、先行きの回復シナリオが描き切れていない。こうした中では、2月12日に決定した金融緩和策だけでは不十分であり、そのタイミングも何回も申し上げたとおり遅きに失したと思っている。従って、さらに追加的な緩和策を早急に打ち出す必要がある。特に、3月決算が大幅に悪化することは目に見えているため、今後大型の倒産が出る、あるいはストラが一段と本格化する等々から4～6月、7～9月にかけて経済が相当悪化するリスクがある。政府の公共投資や住宅政策の効果が出ているうちに、相乗的な効果を挙げることを考えている訳である。

次に、毎朝示される積み上額の市場に対するシグナルの意味合いの点で非常に問題が出てきており、日銀がどこを目指しているのかが従来に比べて非常に分かり難くなってきている。こうした中で、一般により分かり易

いマネタリーベースを日銀のオペレーションの中間目標として示すことが重要であると思う。

三番目の理由としては、マネタリーベース等量的金融指標が依然として低迷している。98年の1～10月までは大体9%台の伸びであったが、その後急速に低下しており、このままでは金融緩和が不十分なため景気が失速する恐れが極めて大きい。前回会合で植田委員からマッカラムの方式を使った紹介があったので、
の内容を紹介する。リアルGDPが3%伸び、メジャー・インフレーションが2%の場合、日本のシュミレーションでは1994年3月からマネタリーベースの実績が、ほとんど全ての時期において、いわゆるマッカラム・ルールよりも低かったということである。1986年3月から88年2月まではマネタリーベースの伸びが速すぎたという結果が出ている。このことから申し上げますと、10%という数字は極めて妥当であると思う。

最後に申し上げたいのは、物価の安定に対する日銀のアカウントビリティである。物価の安定が使命ということが日銀法にも明定されている以上、やはりイギリスのように2年先の物価を予測し、策定するといった物価水準の数値目標を少なくとも日銀の中では持つべきである。可能であれば、国民に対しても示すことがアカウントビリティの取り方である。こういった議論は必ず世の中に出てくるに間違いのないと思っており、日銀が先取りして動くべきである。以上の四点が提案理由である。

前回までの提案との変更点を申し上げる。CPIはこれまで除く生鮮・間接税としていたが、消費税が当面増税される見込みがないこと、生鮮を控除する方が指数として取り易いこと、除く生鮮のCPIはCPIの実勢を示す指標として一般における指標性が高いことから、除く生鮮のCPIとした。二番目にCPIの目標であるが、1999年、2000年の両方を採っていたが、BOEのインフレーションレポート等も勘案して2年先のみを示すこととし、2000年の10～12月、第4四半期と第4四半期の対比とした。

一つ付け加えておきたい。量的な緩和をする場合は、特に色々なクレ

ジットリスクを映じた資金需要がインターバンクに生じた際、ソルベントな先に対しては公定歩合で担保付の融資を行なうデイスカウント・ウィンドウを開けて対応することが極めて重要である。これは議事要旨に書いて頂きたいが、ソルベントな先へのオープン・デイスカウント・ウィンドウを常に開けておくことにより非常事態に対処することは極めて重要である。

速水議長

今のご説明について質問あるいは追加的な討議があればどうぞ。

特になければ事務局は次に議長案を読み上げて下さい。

山本企画室参事

それでは、議長案を読み上げる。議長案は「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。以上。」。別添が対外公表文である。「平成11年3月25日。当面の政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下の通りである。より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。以上」。議長案は日付を除き前回と全く同文

である。

速水議長

この文言等について異議があればどうぞ。宜しいですか。

それでは採決に入りたい。中原委員案、議長案の順で一つずつ採決することで異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今、中原委員案を採決した結果、賛成1、反対8であった。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

植田委員

反対：中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の議長案採決の結果は賛成7、反対2であった。反対は中原委員と篠塚委員であった。

速水議長

それでは、7対2の賛成多数で議長案は可決された。なお、反対された方は理由を明確にしておきたいということであれば、どうぞ。

篠塚委員

第一点は、実質ゼロ金利が实体经济にどのような効果を及ぼすか不明であること。二番目として、正常な金利水準に速やかに戻ることを前提に、コール市場の機能をまだ保持しておきたいこと。以上である。

中原委員

一つは、2月12日の金融緩和策の副産物として、市場に量的緩和を指向しているのではないかという間違えた理解が広がっており、それが裏切られた時には大きな反動が出るのではないかと懸念していることである。仮に現在のディレクティブをそのまま継続すれば、市場関係者を中心にそうした曖昧さが残るため、量的緩和でないのであれば、量的緩和でないことをより明確にさせるべきである。

第二のより根本的な問題は、先程から申し上げているように、3月決算を契機として4～6月以降リストラが進み、大型倒産が出る、あるいは消費が冷える等々、大きなダウンサイド・リスクが出てくる。そのうえ、アメリカの株式もハイテク株を中心に下げているため、ダウンサイド・リスクが大きくなってきたことを考えると、4～6月、7～9月の公共事業、あるいは住宅政策が効果を奏しているうちにアクションを採るべきである。とりわけ2月12日に打ち出した緩和策に伴い為替および資産価格へ好影響があった訳であり、それが剥落しないうちに追加的に強力な金融緩和策を打ち出していくべきである。さもなければ、日銀は経済が悪くなった時に追い込まれて受け身に立たされるのではないか。それを恐れる訳である。

速水議長

それでは採決が終了したので、政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針として賛成多数で現状維持が決定された。金融市場局長はここに定められた方針に則って、調節に努めるよう、これをもって指示する。

なお、決定事項の公表は会合終了後約30分後に行なうので、それまでの間は、厳に出席者限りということで宜しくお願いする。

VI. 平成 11 年 4 月～9 月の金融政策決定会合開催予定日の決定
速水議長

最後に、4～9 月までの半年間について、決定会合開催予定日の承認を行ないたい。決定会合の開催予定日は、先行き 6 か月の日程について、3 か月毎に承認頂いたうえで対外公表することとしている。従って、4～6 月については昨年 12 月の会合時に一度暫定的に公表しているが、今回はそれを改めて確認頂くことになる。また、7～9 月については、今回新たに日程を決めることになる。以上、4 月から 9 月までの半年分について、既にお配りしてある日程で如何か。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので、政策委員会としてこれを承認することとする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

Ⅶ. 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、4月9日金曜日を予定している。

(午後3時35分閉会)

以上