

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年10月13日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 大野功統 総括政務次官（9:01～17:22）

経済企画庁 小池百合子 総括政務次官（9:01～12:35）

小峰隆夫 調査局長（13:34～17:22）

（執行部からの報告者）

理事

黒田 巖

理事

松島正之

理事

永田俊一

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

村山昇作

国際局長

平野英治

企画室参事

稲葉延雄

企画室企画第1課長

雨宮正佳

調査統計局

吉田知生

（事務局）

政策委員会室長

小池光一

政策委員会室調査役

飛田正太郎

企画室企画第2課長

田中洋樹

金融市場局金融調節課長

宮野谷 篤

企画室調査役

内田真一

企画室調査役

山岡浩巳

I. 開会

速水議長

ただ今より金融政策決定会合を開会する。

(午前9時1分開会)

開会にあたり、本日の取り進め方を説明する。最初に前々回会合の議事要旨の承認、執行部からの報告、委員による討議、政府からのご発言、金融市場調節方針の採決と通常どおりに進めて参りたい。本日はその後で、2000年問題を踏まえた金融市場調節方針等に関する討議を行ない、最後に基本的見解の取り纏めを行ないたい。

経済企画庁からご出席の小池総括政務次官は午前中でお帰りになり、午後は小峰調査局長がご出席されると伺っている。大蔵省の大野総括政務次官は終日ご出席なさるとのことである。

予めお断りしておくが、会合の中で出されるご意見、ご発言は全て記録することになっている。委員方および政府から出席の方々におかれては、このことを前提にご発言頂くようお願いする。

II. 議事要旨(9/9日開催分)の承認

速水議長

まず、前々回9月9日の決定会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異議はないか。

[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10月18日月曜日、午後2時に公表される。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

執行部からの報告に移る。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告してもらう。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

まず、前回政策決定会合以降の金融調節と金融市況の推移であるが、オーバーナイトコール市場の需給が引き緩み基調を続ける中で、中間期末となる9月30日および期初の3営業日を除き、1兆円の積み上幅を造成する調節を行なった。その結果、オーバーナイト加重平均レートは概ね0.02%から0.03%の実質ゼロ金利レベルで落ち着いた推移を辿った。9月17日に加重平均ベースで初めて0.02%を記録した訳だが、その後0.02%を付けた日が通算で7営業日になり、今9月積み期間中の平均レートは昨12日現在で0.0252%と史上最低値を更新している。因みに、これまでの

最低値は4月から7月までの0.03%であった。

この間、調節面でポイントとなったのは、期末、期初の資金需要への対応である。具体的にみると、期末日の9月30日には朝方のオペ前から一部外銀、都銀等が0.05%へビッドを引き上げて調達を開始するなど、レートが上昇する展開となったため、積み上幅を2.1兆円とする調節を行なった。これを受けて、0.05%での出合いが進み、結局加重平均レートは9月9日の0.06%以来の0.05%で着地した。期初の10月1日から5日までの3営業日には、期初特有のターム物資金のロールオーバー需要が嵩む中で、資金の出し手が資金放出姿勢をやや慎重化させた。このため、金利上昇圧力が残る形となり、積み上幅を1.9兆円、1.5兆円、1.2兆円と段階的に圧縮する調節を行なった。その結果、オーバーナイト加重平均レートは1日、4日は0.03%、5日は0.02%となった。マーケットの一部には「石橋を叩いて渡る調節」と皮肉る向きもみられたが、期末期初の資金繁忙期も4日間に亘る大量資金供給により格別の波乱もなく終了し、市場は再び資金余剰感が極めて強い通常の状態に戻っている。

次に、ターム物レートは年末越えの3Mに大きな動きがみられたが、全体としては保合い圏内で比較的落ち着いた推移となっている。9月下旬のG7会合前後には金融政策運営を巡り様々な憶測が飛び交った訳だが、短期金融市場では金先レートが若干反応した程度であり、目立った変化はみられていない。この間のターム物レートの動きに関連して三点報告する。

第一は、ユーロ円出合いレート3Mが9月29日に年末越えとなった結果、28日の0.04%から29日には0.25%へ21bpの大幅上昇となったことである。これは年内物の1~2M物レートが0.03%に低下するなど、一段と弱含んでいるのとは対照的な姿となっている。9月21日から10月12日へのイールドカーブの変化をみると、3Mが年末越えに伴い大きく上昇し、6M、1Yもやや強含んでいる一方、2M以下の年内物はオーバーナイト・レートが0.02%を付ける日が増えてきていることもあり、実質ゼロ金利水準で弱含む動きとなっている。次にジャパン・プレミアムの推移をみると、ドルレートは東京三菱銀行のケースで9月29日に前日の5.51%か

ら 6.16%へ 60bp の大幅な上昇となっており、ジャパン・プレミアムもそれにつれた形で 1bp から 8bp に拡大している。昨年同時点の年末越えに伴うレートの上昇が小幅に止まっていたのに比べ、ドルレートにおいても Y 2 K 問題のリスクを反映した本年の年末越えのプレミアムが大きくなっている。

第二は金先レート of 動きである。金先レート of 推移は 9 月 21 日の金融政策決定会合で現状維持が決定されたのを受けて、一旦各限月で 5bp 程度の上昇となった。その後は再び軟化し、10 月 4 日の短観発表にもほとんど反応せず、3 月限で 0.15% 前後での小動きとなっている。この水準は 5 月中旬の既往ボトム水準に並ぶものである。金先レートは 6 月 10 日の GDP 統計公表後に広範化していたゼロ金利政策の早期解除懸念から上昇傾向にあった訳であるが、最近の円高進行等を背景に早期解除懸念がほぼ払拭された格好となり、5 月のボトム水準まで戻った形になっている。

第三は、短期国債の流通利回りの動向である。こちらのレートも Y 2 K 問題の影響もあり、ここにきてやや強含んできている。例えば短期国債の 3 M は、9 月 29 日に 0.02% から 0.04% へ、6 日には 0.45% へと上昇している。6 M も 0.005% と事実上のゼロ金利状態が続いていたが、ここ 3 日間は 3 M の上昇に引っ張られる形で 0.035% まで上昇している。こうした短期国債の金利の上昇に関連して、最近の入札状況を申し上げる。F B の 26 回、27 回の入札が 9 月 29 日、10 月 6 日に行なわれたが、この償還日が 1 月 11 日、13 日と年初のいわゆる危険日からは外れているにもかかわらず、危険日に近いため引き受けを嫌う向きが少なからずみられ、応札倍率がそれぞれ 3.43 倍、2.82 倍と従来の 5 倍台に比べてかなり落ち込み、レートが上昇している。10 月から F B の発行額が期中 1.3 兆円から 2 兆円に増額されたほか、T B の 6 M の発行額が 2 兆円から 2.2 兆円に引き上げられたことも落札レートの上昇に若干影響しているものとみられる。このように短国市場残高は急速に拡大しており、3 月末の 16 兆円が 9 月末は 37 兆円まで拡大している。従って、多少荷もたれ感が出てきているのは事実であるが、金余り現象の中で短期国債に対するニーズは引き続き強いし、Y

2 K絡みの担保ニーズも加わり金融機関、投資家の買い意欲は極めて強い
ため、償還日の危険日要因がなくなる次回のF B発行後には再びレートは
低下するとの見方が一般的である。

最後に、今積み期の積み進捗率の推移をみると、7月、8月は積みの進
捗が非常に遅かったが、今月は積み期の初めからかなりのテンポで積み
が進捗している。これは中間期末の資金繁忙期を控え、金融機関が資金繰り
を従来比やや慎重化させており、早目に積みの進捗を図る先が多かったこ
とを映じたものである。一部では9月8日、9日の9月9日問題に絡む市
場の混乱に対する反省がこうした資金繰りの慎重化に繋がっていると
いった指摘も聞かれている。積みが早期に進捗したことなどから、非適用
先の当預残高、いわゆる短資預金は12日現在で1日平均5,963億円と、
前月に比べ1,000億円弱の減少となっている点が目立っている。これは今
月は積みの進捗が早かったことを反映したものである。このように中間・
期末を無難に越えて、短期金融市場は本行の大量資金供給の下で年内物に
ついてはほぼ全ての金融商品でゼロ金利が定着するなど、極めて落ち着いた
推移となっている。マーケットの関心はいよいよ年末越え、Y 2 K問題
に集中してきた観がある。

武富委員

短期国債残高が37兆円ある中で、信用創造する銀行の保有比率はこの
うちどの程度か。

山下金融市場局長

数字自体は持っていないが、このところ急激に増えている。資金に余裕
が出てきており、短期国債の場合は流動性が極めて高いことと、日銀担保
にも使えるという意味で第二線準備のような形で保有を増やしている。こ
のところ入札にも銀行が非常に多く入って来ているし、オペでも盛んに
入ってきており、比率は相当上がってきているように窺われる。

中原委員

T B・F B残高は一貫して増えてきているが、最終的にはどういう姿になるのか。

山下金融市場局長

F Bについては年度内に完全公募入札になる訳であり、その発行額にもよるが全体で今年度末には、30兆円程度になる。13週で割ると1回平均の発行額は2.5兆円程度となる。

T Bについては借り換え債があるため、その需要によってでてくる。引き続き増加傾向を辿るものと思う。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場の動向、海外金融経済の動向について報告をしてもらう。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

平野国際局長

9月下旬から本日に至る円の対ドル相場は9月21日の前回決定会合、25日のG7、10月4日の短観公表、あるいは10月5日の米国FOMCなどの相場に大きな影響を与え得る重要なイベントが相次いたが、結果的には方向感の定まらない神経質な展開となった。すなわち、9月16日の総裁と大蔵大臣の会談以降のマスコミ報道等を受けて、本行の一段の金融緩和策への期待が高まる中、21日の金融政策決定会合による現状維持の決定が円買いを加速し、一時103円台まで円高が進んだ。その後月末にかけては、G7による円高対策を巡る思惑等が乱れ飛ぶ中で円がむしろ売り戻され、107円台に反落した。10月入り後は9月の短観や米国のFOMCが注目されていたが、結果的に然程の材料にはならなかったほか、本行の政策運営、あるいは金融調節が引き続き関心を集める中で、市場では様子見姿勢が強く方向感を定め難い展開となっており、本日は106円台で寄り付いている。

前回の決定会合以降の変化という点では、円／ドルよりもユーロの対ドル相場の方に現われている。すなわち、前回決定会合時点のユーロ相場は1.03 台であったが、直近では1.07 台へ反発している。この結果、対ユーロ相場は前回の決定会合時には110 円台であったが、現在は114 円台で推移している。こうしたユーロ高にはユーロエリア経済の回復傾向が徐々に明瞭になってきたことに加え、9月29日にストラスカーン・フランス大蔵大臣、ノワイエ・ECB副総裁がユーロに上昇余地があると強気の発言を行なったことも効いている。ここ3週間余り色々なイベントがあったが、為替を巡る現在の状況を前回の決定会合前後と比べてみると、いわば円の独歩高という地合いが変化し、目先の円高天井感が形成されつつあるように窺われる。

こうした変化には本行への一段の金融緩和あるいは金融調節手段の拡充に対する期待のみでなく、次のような要素も影響している。一つはこれまでの円高が非常に急ピッチであったことに加え、ここ2～3週間の各種の材料をこなしながらも、円高のピークが103円台に止まっていることである。第二にユーロ経済の回復期待等から、市場の目先の関心がユーロにシフトしている状況がある。いわば市場のエネルギーの分散という現象である。三番目は何と云っても日本経済の回復に対する期待は第1四半期、第2四半期のいわばGDPショックにより形成された面が大きく、そうした過大な期待がやや修正されてきた面があるかと思う。象徴的には、4日に公表した短観が必ずしも良い材料ばかりではないと受け止められた点に現われている。本日以降については、昨晚パキスタンで軍事クーデターが発生し、この展開如何によっては有事のドル買いの材料になる可能性がある。まだ市場はこの材料をこなし切っていない。このように地合いが変化する中でプレーヤーの動きをみると、投信、年金等の本邦の機関投資家や欧米ファンド筋の円売りドル買いの動きが目立ってきている。本邦資本筋のドル買いには年度の下期入りという事情に加え、ドルの値頃感から外債投資を積極化する動きが背景にあると思われる。欧米ファンドの円売りドル買いについては、欧米ファンドは11月、12月が決算期のため、これ

を控えた利益確定から日本株買いに絡む為替ヘッジ、つまり円売りドル買いのヘッジを積極化しているという要素があるかと思う。この間、マーケット・トークから判断する限り、ヘッジ・ファンドは鳴りを潜めている状況である。

次に、この間の商品市況の推移をみると、金相場が暴騰している。金相場は9月中旬頃までは250ドル前後で推移していたが、現在は320ドル前後に急騰している。これは9月7日に欧州の中央銀行が金売却制限措置を発表したことが直接の契機になっており、金のショート・ポジションを張っていた業者筋が慌ててポジションの手仕舞いに走ったことも影響しているようである。この間、マーケットにはヘッジ・ファンドが金キャリー・トレード——金を借りてきて売却し、手に入れたキャッシュを米国債などで運用する取引——を手仕舞うためにドル資金手当の円売り、あるいは米国債売りを余儀なくされているとの噂が流れていた。仮にそうした動きが一部にあったとしても、金融市場と為替市場、あるいは米国債市場の相対規模からみて、そうした取引行為自体が為替相場に大きな影響を与えているとは見なし難い。

次に国際金融・海外経済について二点ほど申し上げる。第一は米国金利であるが、長期金利は9月下旬以降ほぼ横這いで推移した後、9月末から10月初にかけては8月の耐久財受注やNAPM指数など市場予想比強目の経済指標の公表を受けて上昇している。その後も、10月5日のFOMCで金融引き締め方向のバイアスが採択されたこと等から長期金利は大幅に上昇している。特に、昨日は欧州の金利高につられる格好で米国の長期金利がさらに上昇し、6.22%まで上げている。FF先物金利も先行きの利上げをほぼ織り込む展開になっている。米国株価も9月下旬以降は高値警戒感から軟調に推移したあと、10月入り後は企業業績の好調持続予想が広がり上昇に転じ、11日にはNASDAQが既往ピークを更新している。しかし、昨日は長期金利の上昇が嫌気され、ダウは231ドル下落、10,417ドルとなり、じわじわ戻してきたものの、結果として前回決定会合時のレベルを下回る状況になっている。ただ達観すると、米国金融市場は差し当

たり金利は上昇しているが、その上昇をこなしながら株価はますます底固く推移していると言える。

次に、米国の実体経済については個人消費を中心として内需主導の力強い拡大が続いている。自動車販売の8月は13倍、年率1,827千台と相当な高水準である。そうした下で所得の伸びを上回る消費支出増が続いているため、8月の家計貯蓄率は-1.5%と既往最低水準が一段と低下している。また、7月の貿易収支は輸入の大幅増から3か月連続で既往ピークを更新しており、インバランスの拡大が引き続いている。

続いて欧州の主要経済指標をみると、個人消費が底固く推移していることに加え、輸出が米国、日本、アジア諸国向けを中心に増加に転じてきており、生産の順調な拡大に繋がっている。出遅れていたドイツの景気も上向きに転じており、全体として景気拡大テンポが緩やかに高まりつつあるという評価が可能であろう。足許の物価は落ち着いているが、当局者の間からは先行きのインフレリスクを懸念する声が聞かれ始めている。10月7日にECBの決定会合である理事会が開かれ、事前の予想では4月8日の利下げ以来続いていた緩和局面に終止符を打つ形で利上げが行なわれるとの見方が強かったが、結局政策金利は据え置かれた。しかし、先行きに対し理事会後にドイセンベルグECB総裁がインフレリスクに言及したこと等から利上げ観測が強まっている。この間、欧州においても景気回復期待、利上げ観測から金利が上昇している。因みに、ユーロエリアの長期金利の水準は前回の日本銀行の決定会合前後のレベルと比べると20bp以上も上昇している。

最後に国際資金フローについて簡単にご報告したい。米国の国際収支統計をみると、98年後半から経常赤字が急速に拡大している。98年下期が1,251億ドルの赤字、99年上期1~6月が1,493億ドルの赤字、年率で3,000億ドルの経常赤字を記録している。このファイナンス面であるが、アメリカの国際収支は経常の赤字を投資収支の黒字でファイナンスしている構造になっている。投資収支のうちで柱となる民間証券投資と直接投資を比べてみると、民間証券投資の米国への流入は非常に活発に行なわれてきた

が、これが頭打ちになってきている。民間証券投資の98年下期は366億ドル、99年下期は1,063億ドルと、それ以前の98年上期、97年下期辺りのレベルと比べてネットの流入額が頭打ちになっている。一方、直接投資は98年下期931億ドル、99年上期651億ドルと、流入増がみられるのが一つの特徴である。米国経常収支の赤字拡大傾向が続く一方で国際投資資金、ファンドが米国への投資を手控え、欧州あるいは日本への投資姿勢を強めつつある動きも根強く聞かれている。こうした中で、特に主要な国際収支のファイナンス・チャンネルである対米民間証券投資の先行きについては注意してみていく必要がある。

速水議長

米国の民間投資は確かに98年下期に大きく落ちているが、本年になってから一段と落ちているのではないか。

平野国際局長

アネクドータルな変化、状況証拠を重ねてみると、多分本年になってさらに民間投資が落ちていると思われる。一方、経常赤字そのものは拡大が続いており、これは何らかの形でファイナンスされているため、投資収支そのものの流入超が著しく縮まっている訳ではない。特に最近の変化として、米国へのグロスの資金フローでみると、米国に対する証券投資は頭打ちである。しかし、米国からの海外投資も処分超となっており、いわば米国の投資家が資金を引き揚げることにより何とか赤字のファイナンスをしている。そうした中で、米国の投資家は日本に対してのみ投資を増やしており、これがこの春以来の日本の株高に繋がっている。

速水議長

経常収支の赤字が年間3,000億ドルであるとすれば、GDPの3.5~4%に近くなる。

平野国際局長

直近の実績は3.6%である。

速水議長

これにはファイナンスがついているというが、ドルを垂れ流しているため他国がかなりドルを持っている。それが問題なのであろう。海外がドルを大量に持っている状況でドル不安になれば、ブラック・マンデーのような事態が起り得る。資金が入ってきているのであれば良いが、現実の状況はどうか。

平野国際局長

アメリカに資本が入ってきているのは、結局アメリカ経済の強さが買われている訳である。そのアメリカ経済の先行きに不安が出れば、証券投資にしても直接投資にしても入り難くなってくる。その場合、経常赤字は直ちには縮まらないため、ドルがドル安の格好で相当大きな調整を迫られ、株式市場についても相当大きな調整を迫られる可能性が潜在的にはあることになる。

武富委員

経常収支赤字のファイナンスに対する公的準備と銀行勘定の動きは、最近はどの程度のウェイトになっているか。

平野国際局長

手許に数字は持っていないが、民間証券投資、直接投資に比べるとオーダーとしては小さい。

速水議長

年初来の海外による日本株の買入超過額は、6兆7,000億円ないし6兆8,000億円になるが、その恐らく半分以上はアメリカだと思う。そうした

動きが若干衰え、一方で日本から米国への投資が逆に戻ってきているのではないかと思う。該当する数字はないのか。

平野国際局長

日本側の統計で見ると、民間証券投資は大きくみて流出超過であるが、99年の上期はむしろ若干戻ってきている感じである。日本から米国への投資が増えているという事実は、統計的には確認できない。

速水議長

ユーロからアメリカへの流れはどうか。

平野国際局長

米国の国際収支のファイナンスに一番貢献しているのは欧州である。ユーロエリア、イギリスの金がアメリカに流れ、これが赤字のファイナンスに大きく貢献している。最近の傾向としては、グロスで見ると欧州から米国へ引き続き高水準の資金が流れているが、その流入規模が減っている。そのままにしておくと米国は干上がってしまうため、米国は欧州に対する投資を引き揚げている訳である。全体としては、民間証券投資が頭打ち、敢えて言えば減少傾向になっており、これを直接投資の流入増で補っている構造である。

中原委員

直接投資のうちM&Aはどの程度か。

平野国際局長

手許に数字はないが、M&A絡みで相当入っていることは事実である。しかし、直近ではM&Aの件数が減っているため、M&A絡みの直接投資の流入基調がどこまで維持できるかは注意してみていくべきポイントだと思う。

速水議長

日本からEUに対しては、資本が流出しているとみていいのか。直接投資でも証券投資でもか。

平野国際局長

そのとおり流出である。直接投資の地域別の数字は確認していないが、証券投資は流出である。米国、日本、欧州の資本の流れは極く簡単には、米国から日本に流れ、日本から欧州へ、欧州から米国という流れになっている。

速水議長

その中で、日本株への投資が年初来非常に多かったことが、円の独歩高の一つの背景であろう。

平野国際局長

然り。為替が強くなるとの予想に伴い、株に資金が入ってきた面もあり、双方向の要因だと思う。

中原委員

しかし、見通しが悪くなれば再び出ていくのではないか。

平野国際局長

現在、欧米のファンド筋が決算期を前にヘッジのためのドル買いを行っているのは、円の相場観に対する変化も一つある。株についても一本調子で上がるものでもないため、取り敢えず株のキャピタル・ゲインと為替の益を固めておきたいという感じもあろう。

篠塚委員

アメリカの経常収支の赤字をファイナンスしている資金の流れの中で、今後ファイナンスし続けられるかどうか危ぶまれるのは、外国からアメリカへの民間証券投資がそのまま続くかどうかということと、日本からアメリカへの投資も99年の上期のマイナスがそのまま続くかどうかということか。

平野国際局長

どこの国からどうかはよく分からないが、対外赤字の拡大傾向はそう簡単には止らない。その分だけアメリカが証券投資の形であれ、直接投資の形であれ、資金を持ってくる必要がある。それがこれまでのように順調に持ってこられるか否かが一つの焦点である。仮に、それが不可能であるならば、アメリカに対する投資が十分魅力的な水準になるまでドルが安くなる形での調整が起こり得ると思う。

三木委員

要するに、アメリカの経常赤字がこれだけ膨れ上がる中でドル安を放置し得ているのは、ファイナンスが現状はついているからか。

平野国際局長

これまでのところは然り。

三木委員

ファイナンスという観点からみると、現在の経常赤字は放置し得る限界まで来ているということか。アメリカ経済は自動車は年率1,800万台と過去最高であるし、住宅も過去最高であり、その限りではこの程度の経常収支の赤字はファイナンスがついていれば許容できるのか。

平野国際局長

アメリカ側のインバランスがどこに現われるかについては、労働市場が非常にタイトになっているため、インフレの格好で現われてくることを一番警戒している。そのインフレ指標が取り敢えずは足許落ち着いているため、ここまで何とか保ってきたという感じがする。先行きについては、そうした潜在的なリスクに対するある種の警戒感が引き続き強いものの、足許は何とか回っているのではないか。

速水議長

アメリカでは消費が増え続けており、貯蓄がマイナスである。先般のG7においても、アメリカに対し国内の貯蓄を増加させることにより、成長を長期に亘って維持すべしというアドバイスが出ているが、最近になって消費が伸び始めたのはいかなる要因が寄与しているのか。

平野国際局長

三木委員指摘のとおり自動車は7月に相当強かったが、全体としてみると、ここにきて急激に個人消費が伸びてきたということでもない。

中原委員

昨年比べて消費は減っている。

平野国際局長

単月で見ると、家計貯蓄率が下がっていることは消費性向がそれだけ上がっていることであり、同月については確かに消費が少し強かったということになる。均してみると消費は引き続き堅調ということである。

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をお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

現状認識を予め要約すれば、景気の現状についての全体観を先月に続き若干上方に改訂している。まず最終需要の状況であるが、設備投資は緩やかに減少している。住宅投資も頭打ちになっている。個人消費は総じて一進一退で推移しており、回復感には乏しい状況は余り変わっていない。一方、公共投資の工事量は春先の大量発注を受け、増加している。純輸出も輸出の増加を主因に増加している。こうした最終需要の動向と在庫調整の進捗を反映し、生産が増加している。また企業の業況感も円高が進展する下でも改善傾向を維持している。こうしたことから判断して、わが国の景気は下げ止まっており、足許輸出や生産面に持ち直しの動きがみられると要約できる。なお、先月は下げ止まりの続く中で輸出、生産等一部に明るい動きがみられているという表現を使っていたが、多少進んで、輸出や生産面には持ち直しの動きがみられるという判断である。

8月の生産関連指標は1か月前のイメージに比べるとやや強めの印象であるし、9月短観の業況感の改善幅についても製造業、大企業では事前予想の上限に近い大幅なものになっている。最近の各指標の動きをこれまでの景気のボトム期と比較してみると、——今回は昨年の中四半期を一応底という形に置いている——短観の業況判断は概ねこれまでの景気のボトム期以降の動きとほぼ平行な形で上昇している。また、日経平均株価も概ねこれまで同様の推移で上昇している。また、鉱工業生産指数は業況判断、日経平均株価に比べて出遅れていたが、足許7~9月はかなり急速にキャッチ・アップしている。ただ、設備投資額と完全失業率はいずれもこれまでの景気のボトム期以降の動きと比べて、極めて弱い動きになっている。物価面については、国内卸売物価は足許では横這いとなっている。消費者物価も前年並みの水準で推移しており、変化はない。企業向けサービス価格も小幅の下落であり、これも変化はない。

先行きの景気であるが、まず住宅投資は緩やかな減少に転じるとみてい

る。ただ、輸出はアジアを中心とする海外景気の回復に支えられて、当面増勢を維持するとみられる。公共投資についても、これまで工事は遅れ気味であったが、遅れ気味であった工事の進捗が続くため、発注ベースでは落ちるものの関連財の出荷は大きな落ち込みが避けられる可能性が高い。こうした状況から判断すると、生産については、7～9月期に増加した後、10～12月期も横這い圏内で推移する可能性が高まっている。もっとも、9月の短観においても設備投資の立ち直りの気配は窺われなかったし、個人消費も所得環境の改善は当分期待し難い。従って、民間需要が速やかに自律的回復に向かう蓋然性は引き続き高くないと判断しており、この点は変わっていない。

次に、円高が企業収益に与える影響であるが、9月の短観の企業の想定為替レートは113.58円であった。従って、99年度下期の収益の下方修正はあり得るとみておくのが自然である。ただ、企業収益全体への影響は、以下申し上げる要因から、ある程度減殺される可能性があるともみている。第一点は、海外経済の回復が続く中で輸出数量の増加を見込むことができることである。第二点は、製品差別化に伴い製品価格の引き上げが多少とも可能となっている業種があることである。例えば、工作機械等では既に9月に海外向け価格の引き上げを打出している。また、国際分業の進展に伴い輸出・輸入両建てで増加している電気、機械では円高の収益へのインパクトがその分薄まる筋合いである。一方、輸入企業には利益率を重視する観点から円高差益をある程度企業内に滞留させようとする動きがある。短観の発送時点の8月31日には為替は既に110円になっていた。6月時点では120円であった。短観の回収基準時点では約4割を回収していたが、106円まで進んでいた。従って、既に円高が進んでいた割には、業況判断が先行きも改善する姿となっている。こうしたことを踏まえると、企業がこの程度の円高であれば収益の回復基調自体が崩れないとみてみると、一応解釈することもできる。ただ、当然のことながら、企業は先物の為替予約をしており、その分足許の収益への影響が限定的となっているが、これはいずれ剥落する筋合いにあることは留意すべきである。従って、円高が

企業収益や企業マインドに及ぼす影響については、引き続き予断を持つことなく注視していく必要がある。

次に、円高メリットの還元については、企業の方は値下げ回避の姿勢を非常に強めているため、現時点では94～95年の円高局面で生じたいわゆる価格破壊現象のような形で急速に円高差益還元が進むとは考え難い。むしろ、円高メリットは流通企業の収益改善という形で表面化する可能性が強いと思われる。実際、企業へのヒアリング結果からみても、円高差益還元を急ぐ兆候は窺われず、円高に伴う輸入商品による個人消費の下支え効果は当面期待薄である。

先行きの物価面については、原油価格の一段の上昇と円高進行の影響がポイントである。これまでの原油価格上昇の国内価格への波及は来年春頃まで続くと見込まれる。一方、企業の値下げ回避により為替円高の消費者物価への波及は遅れ気味になる可能性が高い。従って、国内卸売物価については、原油価格の大幅な上昇、あるいは国内商品価格の下げ止まり等を背景として今後も概ね横這いで推移すると予想される。消費者物価については、これまで同様当面は下がり難い状況が続くと考えられ、企業向けサービス価格は小幅の下落を続けると見込まれる。中期的な観点からみると、現在物価の下落圧力が一時的に和らいでいる背景には原油価格の上昇がある。加えて、製品の総供給量が在庫調整の進捗により絞られていることもある。従って、先行き景気が自律回復に転じる以前に再び在庫調整を余儀なくされる場合には、潜在的な需給ギャップの存在が再度表面化し、物価が再び軟化する可能性が高いと考えられる。そうしたリスクにも引き続き注意を払っていく必要がある。

以下各論については、主な特徴点のみ説明する。まず、実質輸出の合計は6月9.8%、7月0.5%、8月2.4%と、このところ増勢が続いている。7～8月の平均は前期比で+6.2%と、第2四半期横這いの後大きな伸びである。内訳をみると、8月は米国向けが+5.8%と自動車の輸出集中から大きく伸びている。この結果、米国向けについては7～8月の平均でみて+5.5%と、第2四半期の2.4%に続いて大きな伸びが続いている。また、EU向

けは第1四半期、第2四半期とマイナスであったが、第3四半期はEUの景気持ち直しからわが国からの輸出も+5.0%と持ち直している。また、東アジア向けは、いずれも大きな伸びを示している。内容的には、情報関連財、鉄鋼、化学品等中間財、半導体製造のためのステッパー等電機関連の資本財も増加をしている。

輸出の先行きについては、円高の影響が年末頃から徐々に表われるように考えられる。ただ、アジアを中心とする海外景気の堅調等を映じて、輸出の増勢自体は持続する可能性が高いとみている。この点、企業ヒアリングによると、欧州あるいは中近東向けのスポット物の自動車輸出等に円高の影響が出ると予想される。ただ総じてみると、東アジアを中心とした海外景気の堅調持続が勝り、10~12月の輸出も電気機械あるいは北米向けの自動車を中心に増勢を維持する可能性が高い。なお、8月の輸入は前月比+9.0%と増加しているが、これについては国内パソコン関連の販売好調を映じて、情報関連財の輸入が増加している。また、中間財の輸入も持ち直している。ただ一時的に増加した部分も多く、輸入の先行きについては、生産活動が10~12月期に再び横這いに変化していくに伴い伸び自体も緩やかに減速していくとみている。

設備投資関連では、8月の機械受注は全体で前月比+2.7%と、7月-5.4%の後増加となった。内訳は製造業が7月+0.7%の後、8月+5.3%、非製造業が-9.9%の後、-0.1%となっている。この結果、7~9月で括ると全体では+1.0%、製造業は+4.2%、非製造業が-2.5%となる。このように機械受注については4~6月マイナスの後、7~8月の水準でいけば7~9月は+1.0%になる。この点、業界の6月時点での見通しでは7~9月は+4.0%との予想であったため、目標どおりにはっていない。ただ、内訳をみると製造業が-3.5%の予想に対して+4.2%と、かなり上振れている。反面、非製造業は+10.3%に対して、-2.5%と相変わらず低迷したままである。製造業の業種別の内訳をみると、一般機械はまだ減少しているが、その他の製造業各業種からの受注は7~9月に増えており、多少変化が出てきている可能性はある。減少テンポが足許かなり鈍化している

可能性があるともみているが、場合によっては7~9月のGDPベースの設備投資は若干プラスに出る可能性がある。1~3月も同様なことがあり、機械受注は若干プラスになったのに加え、1~3月は一般資本財出荷が+3.6%となっている。7~9月は+4.0%となっており、多分一時的だとは思われるが、1~3月のように設備投資がプラスになることは一応念頭においても良いかと思う。ただ、非製造業を中心に基調としてはまだ減少傾向を続けていると言える。

次に、雇用関係である。常用労働者数の推移を前期比ベースでみると、7~8月の平均はほぼゼロに戻している。業種別にプラスに寄与しているのはサービス業、建設業に加え製造業である。これまで製造業はマイナスに寄与していたが、7月、8月をみる限りプラスに寄与している。これはやはり生産の回復を映じたものと言えると思う。規模別の寄与度でみると、500人以上の企業での雇用がプラスに転じており、自動車等における季節工の採用などがこの辺に表われているのではないか。ただ、こうした傾向も一時的とみている。7~9月の生産がかなり強かったことを映じたものであり、10~12月に再び横這いに転じるようであれば、この傾向が続くとは言えない。

以上の雇用等を映じた消費については、一進一退の状況が続いている。夏のボーナスが減少した割には消費は健闘しており、その結果、平均消費性向が上がる形になっている。通常、消費者は例えばボーナスが減ったとしても、直ちには消費を減らさないというラatchet効果があり、そうしたものが働いた可能性があると考えられるが、ラatchet効果はいずれ剥落していくものである。従って、消費者マインドがどう動くか、所得がどう動くかであるが、所得については急激な回復は見込み難く、企業のリストラが続く下では所得の回復には限度がある。仮に消費が今後も増加を続けるとすれば、消費者マインドがどうなるかが一つのポイントである。この点、既に消費性向はかなり高くなっているため、これ以上持ち上げられるかについては大いに疑問である。ただ、消費者のコンフィデンスに関する各種調査を見ると、例えば日経の消費予測指数は足許も回復を続けてい

る。勿論、全ての調査が回復を示している訳ではなく、弱いものもあり、入り交じった形である。また、足許株価が一応上昇に転じていることをも踏まえ、今後平均消費性向がどのような形になっていくかを注意深くみていく必要がある。

次に住宅は、7月は持ち家の設計作業の遅れ等から一時的に減少していたが、8月は持ち直している。特に貸家系は減税の来年末までの期限を控えて着工が足許増加しており、前月比+2.4%である。ただ、持家については、住宅金融公庫の申し込み状況からみて秋以降は減少に転じる見込みである。貸家系がある程度相殺したとしても、全体としては頭打ち傾向になっていくと考えている。

以上を踏まえて生産であるが、8月は前月比+4.6%とかなり高い伸びであった。予測指数を用いて7~9月を計算すると前期比+3.8%とかなり高い伸びになる。私共のマイクロヒアリングによっても、大体3%前後の伸びが期待されている。内訳をみると、自動車の対米輸出、あるいは環境規制に適応した新型トラックへの生産切り替えといった一時的な要因も加わっている。ただ、東アジア向けの輸出等がかなり伸びているのも事実である。秋以降の生産については、年末にかけて横這い圏内となる公算が大きいとの感触である。一つは乗用車が前期の大幅増産の反動から減産に転じるほか、トラックも排ガス規制に適応した新型車の売れ行きが思わしくなく、これまでの勢いが無い。住宅関連財も減少する見込みである。ただ、公共投資関連財の急速な息切れは回避できるとみている。輸出についても、総じてみれば情報関連財を中心に増勢を続ける。以上を総合的に判断すると、恐らく横這い圏内の動きとなる公算が強いとみられる。なお、台湾地震の影響であるが、既に半導体では台湾での生産を日本へ振替える動きがある。もっとも、台湾でしか生産していないものもあり、これがボトルネックになることもあるため、国内生産にプラスに効くかマイナスに効くかは一概に判断出来ないところである。なお、2000年問題の影響については、流通にトラブルが発生するリスクを回避するため、電気機械を中心に在庫を積み増しておく動きがあるが、大半の企業ではまだ様子見である。

最後に物価についてご報告する。足許の物価の動きをやや仔細にみるために、3か月前と対比すると、9月の輸入物価は3か月前に対して-2.9%であり、8月に続きマイナスになっている。6、7月はプラスであったが、これは原油価格の上昇の影響である。8月以降は円高の影響がこれに勝り、3か月前対比でみてマイナスになっている。9月の卸売物価は前年比では-1.3%であったが、3か月前対比では+0.1%になっている。この結果、7、8、9月と3か月前対比で+0.1%が続いており、下げ止まって横這いという状況である。今後、円高に伴う製品輸入の価格下落があるが、来年の春にかけて原油価格上昇の波及がみられる。さらに、鉄鋼、紙パ等の市況関連商品が下げ止まっていること、あるいは全般に在庫調整も進捗していることを勘案すると、当面は引き続き横這い圏内の動きが続くとみている。企業向けサービス価格も3か月前対比でみると、7月+0.0%、8月は-0.1%であり、一時期に比べて下落テンポは鈍化している。先行きも極く小幅の下落が続くとみている。消費者物価は5月から前年比0.0%を続けており、非常に落ち着いた動きになっている。先行きについても、商品の方は若干値下がりするが、石油関連製品が値上がりするため、全体としては横這い圏内で推移するとみている。

大野大蔵総括政務次官

景気のボトム期以降の主要指標の動きをみると、多くの指標がこれまでの回復期と概ね同じ傾向で動いているが、失業率は違う。これは今次局面ではリストラ等の影響が相当大きいことを表わしているとみていいのか。従って、失業問題については相当真剣に取り組んでいかなければならないという認識でいいのか。

村山調査統計局長

ご指摘のとおりである。全体としては従来と違った動きがない中で、違っているのは雇用関係と設備投資である。通常ここまで生産が回復してくれば、設備投資も底を入れるのが自然であるし、雇用関係も徐々に良く

なるはずである。そうした面での回復が非常に遅れ気味であるのは、企業がリストラの動きを強めているということではないかと思っている。

大野大蔵総括政務次官

円高に伴うメリットの還元について、企業が利潤確保のために値段を下げていない、消費者のメリットになっていないという説明があったが、企業が利潤確保に走るという行動は経済原則からすると不自然である。消費を拡大し、売上を拡大するために値段を下げるのが普通の行動であるが、そこはどのように説明するのか。

村山調査統計局長

どちらが不自然かは一概に言えない。94、95年頃は円高還元セール、いわゆる価格破壊という現象がみられた。その当時の企業行動は値段を下げることによりシェアを上げ、需要の拡大を図るという限りにおいては合理的な行動であった。それに対し、今回は全く違う行動に出る可能性があるということである。まだ明瞭には分からないが、私共のヒアリングを分析する限り、そうした傾向がある。低成長が続いた結果、価格を下げても需要がそれ程拡大しない。かつ、非製造業は現在最も大きなバランスシート問題を抱えており、それをまず修復しなければならないため、むしろここは手堅く収益の改善を図り、まず自らのバランスシートを綺麗にしたいという行動になっているようである。従って、これが合理的かどうかはなかなか難しい問題であるが、現状はそうした行動になりがちである。

大野大蔵総括政務次官

以前の局面と違い、値段を下げてても売れないという状況には、例えば昔なら公共事業をやれば直ぐテレビが売れたが、現在は一家にテレビが二台も三台もある時代であり、つまり物が満ち溢れてしまっているという背景があるのではないか。

村山調査統計局長

そうした背景もある。既存商品を売っている限りにおいては、指摘のとおり家庭に溢れているため、値段を下げても売れない訳である。従って、全体の消費が活性化していくためには、従来はなかったような商品が出てくるといったことも必要ではないかと思う。

大野大蔵総括政務次官

価格弾性値がなくなってしまうと理解していいのか。

村山調査統計局長

なくなっているとまではいかないと思うが、消費業界から言わせると、バーゲン疲れというか、既に慣れっこになってしまっているため多少のバーゲンでは踊らないようだ。

大野大蔵総括政務次官

住宅投資が頭打ちになっており、むしろ減少するだろうとの分析であるが、前回のQEの時は対前期比で16.1%伸びている。すなわち、消費と住宅投資で何とか前回のQEはもっていた訳であり、住宅投資が落ちてしまうと大変である。その住宅投資が伸びない、あるいは減少する背景を説明してもらいたい。

村山調査統計局長

住宅投資はこの4~6月にGDPベースで伸びているが、実は着工ベースでは1~3月から回復している。これには長期金利の先高観が寄与しているのと、今一つは住宅金融公庫の募集期間延長などの種々の施策が採られた結果である。これが去年の12月の募集においては相当大きな効果を表わし、公庫融資は大幅な増加となった。これを映じて、1~3月から増えている訳である。4月の今年度第一回の申し込み状況は残念ながらそれに比べ落ちてきており、政策効果が多少剥落しつつあると思う。また、公庫

金利も小刻みに引き上げられているが、そうした引き上げ前の駆け込み需要も徐々に小さくなっている。従って、全体として頭打ち傾向にあると思う。所得環境からみると、そうそう住宅を建てられる状況ではなく、政策効果が一巡すれば、元の状態に戻っていくと思う。

速水議長

生産は何が伸びているのか。

村山調査統計局長

7～9月の生産は、ほとんどの業種で伸びている。例えば、公共関連では4～6月にかなり伸びるとみていたが、工事の進捗が遅れ気味であることから7～9月に集中していることも寄与している。あるいは対米向けの自動車輸出も4～6月は控えめであったが、7～9月は出すということであり、そうした一時的要因を含めた全体としての流れがかみ合い、相当大きな盛り上がりになっている。特に、東アジア向けの輸出の回復による効果は大きい。

速水議長

雇用で増えているのはサービス業ではないか。

村山調査統計局長

サービス業は一貫して増えている。これまで人員整理を主として進めていたのが製造業であるが、漸く7～9月については生産の増加を映じて若干プラスに効いている。ただ、これが持続するかどうかは、今少し時間をかけてみていく必要がある。

三木委員

物価の下振れ懸念、特に卸売物価についてであるが、輸入物価上昇の影響がこの辺で概ね止まることになれば、焦点は国内需給バランスになる。

国内需給バランスには在庫調整要因が非常に大きく効いてくるため、現在の景気の回復基調による需要増が生産に結びつくピッチが非常に細くなることにより、需給バランスが一時的に崩れれば当然在庫が膨れ上がる。それにより、需給バランスの崩れから価格が下がる懸念がまだ残るという意味か。

村山調査統計局長

その懸念は残っている。ただし、足許の在庫調整は極めて順調に進んでおり、在庫調整は終わったとも言える状況である。10～12月の生産をみる限り、在庫調整が終わったとして生産を増やそうという感じもない。企業は生産増に対しては非常に神経質に考えており、現在のところ意図せざる在庫が積み上がる状況にはないとみている。ただ、委員指摘のように、需要面で大きなマイナスショックがあれば別であり、そうした懸念は残る訳である。

三木委員

その意味では、物価の下振れ懸念は依然として残らざるを得ないということか。

速水議長

雇用についてであるが、サービス業といっても色々ある。最近飲食店とかマッサージ店や歯医者などが盛んに開店しているが、そういうものに止まるのか、高級なサービス産業で雇用が増えている状況はないのか。

村山調査統計局長

雇用統計のみからは、どういう分野で着実に増えているのかは、まだ明らかでない面もある。引き続きそうした情報をマイクロベースで集めていきたい。

速水議長

日本は元々第三次産業のウェイトがまだ60%台と、アメリカに比べれば低いですが、新しくビジネスを作ることになると、ここまで賃金が高いサービス産業とはどういうものだろうか。

村山調査統計局長

インターネット関連など、確かに新しい産業も興りつつあるが、私共が調べた範囲では、そうした新しい業種は雇用面では非常に小さなものであり、その分一人当たりの付加価値は高い。従って、そうした産業が余程多数興きてこない限り、雇用の受け皿としてはなかなか難しい面がある。

速水議長

ジョブレスリカバリーか。

村山調査統計局長

そのようになるかどうか。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から最近の金融面の動きについて報告してもらおう。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

雨宮企画室企画第1課長

まず概況であるが、オーバーナイト金利は金融市場局長から説明があったとおり、石橋をたたいて渡るじゃぶじゃぶの調節の下で引き続き全体として0%近傍の推移である。オーバーナイト資金の流動性に対する疑念は、引き続き払拭された状況が続いている。ターム物金利については、3か月物金利がさすがに2000年プレミアムが上乘せされて上昇しており、幾分高めで推移している。長期金利は、この間の円高の進行を受けて、ゼロ金利

政策の早期解除懸念が一段と後退したことを背景に軟化傾向を辿り、一時1.6%前後まで低下した。その後、補正予算論議等をきっかけに若干戻し、足元では1.7%台の動きとなっている。株価も同様に一時16,000円台まで下落したが、その後米国株価の持ち直し、あるいは円相場の反発もあり、18,000円台の動きとなっている。ジャパン・プレミアムは年末越えの金利について引き続き若干観察されているが、それ以外のものについてはほぼゼロの状態が続いている。このゼロ金利政策を採用後注目してきたクレジット・スプレッドについては、さすがに一気に縮まる状況ではなくなっているが、一頃に比べてかなり低い水準で安定的に推移している。

金融の量的側面であるが、民間銀行は基本的には慎重な融資スタンスの下で、大手行を中心に徐々に融資を回復させようという姿勢にはある。現在、金融機関の下期の業務計画についてヒアリング中であるが、例えば営業店指導、営業店の評点制度や中小企業向けの商品設計などの点で下期には相当の工夫をしようとしている。ただ一方で、引き続き設備投資などの資金需要が低いことに加え、経済金融情勢が好転していることを背景に却って企業が手許資金を取り崩して借入金を圧縮する動きがみられており、むしろ全体としての民間の資金需要はさらに減退している印象である。このため、民間銀行貸出は引き続き前年割れで推移している。一方、社債、CP等の直接市場においては、ゼロ金利政策に基づく市場環境の好転を背景に比較的落ち着いた動きとなっている。マネーサプライはこうした資金需要の低迷を反映して+3%台半ばと、このところ伸びがやや鈍化している。

以下、この間の長期金利、株価、為替等の動き、および貸出等の量の動きについて特徴点を説明する。この間の株価、長期金利・為替レート、米国株価の推移をそれぞれの局面ごとにフェーズ分けしてみる。5月以降起きたことは、株が上がり、長期金利が上がり、円の為替レートが上がるというトリプル高の局面であり、景気回復期待が強まる局面の典型的な相場動向となった訳である。これが8月の中旬頃から様相が変わり、米国株価は下がり、その間円高が引き続き進行した。こうした円高の進行が景気の先

行きに与える影響が懸念され、長期金利が下がり、株も弱含む展開になった。その意味で、5月以降が日本経済に対する買い中心のドライブであったとすれば、8月以降は米国経済に対する不安感という要因が入ってきた局面だと整理される。ただ、その後は日本の株価調整が進むと、日本買いの力が若干衰える格好で円高にもストップが掛かる傾向がみられる。このところ米国株価も持ち直しに転じたこともあり、足許では株価が戻り、長期金利もほぼ横這い圏内、為替レートも106円前後で落ち着いて推移している。

この間の市況の注目点を二点申し上げる。一つは、これまでのところ過度の円高が進めば株価が下がる、株価が下がると日本買いの円高にストップが掛かるという意味で、為替レートが一方向に進行することにはある程度の歯止めが掛かるメカニズムがあるように見受けられる。二点目は、一方で米国株価に対して相当神経質な相場展開が続いているため、その意味では外的なリスクの要因も大きく寄与しており、目が離せない状況である。さらに一点付け加えると、長期金利は足許幾分強くなってきている。材料としては補正予算を巡る議論がある。一方でこの間株価が引き続き堅調さを保っていることからみて、むしろ財政政策の追加による景気回復期待を伴った良い金利上昇の兆候もみられるが、ここはもう暫く様子を見る必要がある。

次に、金融の量的側面の動きについて総括させて頂く。民間銀行貸出の8月までの数字は償却要因等調整後の5業態合計が-1.8%と、前年を2%方下回る状況が続いている。因みに、9月は期末月であることと昨年マイナスが大きくなっているため、若干縮まるかもしれないが、大方この程度のマイナスが続くという印象である。従って、銀行貸出は全体として弱含む状況が続いている。それに対して、資本市場調達の動きをみると、この2、3か月はむしろ若干堅調さを維持している印象がある。CP発行残高の推移をみると、98年の終わりから落ちてきたが、最近では横這い圏内の動きになっている。社債発行残高の前年比も昨年相当高い伸びを示した後、本年に入り伸び率を大きく下げてきた訳であるが、足許は4%程度で何とか踏

み止まっており、市場環境の好転を材料にして間接金融ほどは大きく落ち込まず、落ち着いた推移を辿っている。ただ、このように全体として銀行貸出を中心に量の動きが鈍い中で、企業に対しても金融緩和はそれなりに浸透している。中小企業からみた金融機関の貸出態度として、短観、中小公庫、国民公庫の調査をみると、大企業については今回の短観で既に金融機関貸出態度は緩い超に転じている。また、短観の中小企業、中小公庫の中小企業においても「厳しい」幅が縮まり、「緩い」幅が拡大しており、金融緩和が浸透しつつある状況が引き続き観察される。

ただ、以上のような資金需要の弱さ、貸出の弱さを反映して、マネーサプライは弱含みの状況になっている。M2+CDの前年比は99年の第2四半期が4.1%、第3四半期の着地見込みが3.6%、第4四半期の見通しは3.4%、レンジとして3.0~3.8%を見込んでおり、その意味では第2四半期以降、徐々に伸び率を低めていく見通しである。この背景を探るためにマネーサプライの反対側にある資金の供給要因をみると、現在のマネーサプライの増加を支えているのは専ら財政要因と海外要因である。民間資金調達要因は、徐々に小さくなっている。このように現在のマネーサプライは財政と海外に支えられ、民間資金調達要因が足を引っ張っている状況になっている訳である。この民間資金調達要因の減少の背景には、むしろ収益の改善に伴うキャッシュ・フローの増加を借入返済に回していたり、金融システム不安の後退に伴い手許積み上げ資金を取り崩して返すなど、経済・金融の前向きな動きが反映されている面があることにも注意が必要である。いずれにせよ、実体経済、設備投資等の実体需資の盛り上がりが当面やや見込み難いこと、リストラ、バランスシートの圧縮要因が続くことから、今暫くは経済・金融の情勢が良くなる一方でマネーサプライが伸びないという状況が続く可能性がある。

三木委員

短期の貸出金利が若干上がってきているのはどうしてか。

雨宮企画室企画第1課長

約定平均金利全体としては、長期の方には長期の市場金利が多少上がっていることを反映した面があるが、短期の方にはそうした要因がない。従って、大企業は借金を大幅に返済しているため、大企業と中小企業の構成比率が変化し、結果的に中小企業のシェアが増大する方向で動いているのではないかと推測される。そうであれば、中小企業の貸出金利は大企業より高いため、多少高めに出てくるという要因があるかもしれない。規模別の分析は、なかなか難しく、明確なところは判断しかねているが、恐らくその要因がかなり効いていると思う。例えば金融機関が企業に要求するスプレッドの統計では、この間銀行はROE向上のために相当上げる努力をしてきた訳であるが、足許むしろスプレッドが下がり出しており、全体として銀行貸出市場の需給がやや逼迫方向にあるために貸出金利が上がるという状況ではないと思う。

中原委員

スプレッドが下がっているのは、競争が激しくなっているためか。

雨宮企画室企画第1課長

供給面からは競争が激しくなっている。その中で需要が益々引っ込んでいくという意味では、貸出市場の需給が益々緩和し始めている。

中原委員

再生委員会は貸出を増加させると言っている訳であり、金融機関にとっては大変なことだ。

雨宮企画室企画第1課長

収益を確保しながら、あるいは健全性を確保しながら貸さなければならぬ訳であり、金融機関全体は相当悩み苦しんでいる。

中原委員

スプレッドがかなり下がってきたが、どう評価するか。

雨宮企画室企画第1課長

下がり方が大きいため、何となく貸出競争が生じているような印象はあるが、まだそこまでの話は聞いていない。

中原委員

結局、優良の中小企業などへ集中しているのか。

雨宮企画室企画第1課長

貸出に努めている先は製造業、大企業のクレジット子会社あるいは比較的クレジットレーティングの高い中小企業であり、そうした先のスプレッドは確実に縮まり出している。いわば一種の貸出競争に近い状況が起きつつあるとは聞いているが、かつての反省があるため競争は極力局地的に止めておきたいという金融機関の意向もあり、それが広範化している感じにはまだ至っていない。

中原委員

上期は貸出の数字が余り上がらなかったため、下期は相当やらないと全体計画に合わないことになる。

小池経済企画総括政務次官

企業倒産件数をみると、特別保証制度関連先でも残念ながら倒産している先がある。お金を借り入れた時と残念ながら倒産してしまう時の間にはタイムラグがあるが、要はお金は借りたが立ち直ることはできなかったということだと思う。今後の倒産全体にも関わってくると思うが、今後の見通し等はどうか。

雨宮企画室企画第1課長

倒産件数は98年央がピークであり、その後大きく減少してきた。この背景は昨年11月以降の金融システムの混乱、あるいは金融市場の混乱が収まってきたことと、これと裏腹の関係であるが信用保証制度が相当効いたことである。その後、99年の春頃からはほぼ横這いで、概ね月間1,300件程度の状況が続いている。現在のところ倒産件数が大きく増えるという感触は得ていないが、特別保証制度関連で、一度特別保証はつけたがその後なかなか改善せずに倒産する件数も着実に増えている。この10月に返済期限の1年目が到来するので、今後相当増えるのではないかとの見方もある。ただ、倒産件数全体がこれにより大きく増加するという見通しにはない。

中原委員

10月以降返済期限が到来するのは全体の何パーセントか。

雨宮企画室企画第1課長

東京商工リサーチや帝国データバンクに聞いても、相当大きいという人と、実はそれ程でもないという人の両方がいる。

中原委員

意外に少なく、全体の15%程度ではなかったか。

雨宮企画室企画第1課長

1割強である。ただ、それが全て返済不能になってしまうこともない訳であり、当初10月には中小企業の倒産で大変なことになると言われていたが、最近はそうでもないという見方の方がむしろ強い。

小池経済企画総括政務次官

ただ、企業としてはリスクを望む声が大きくなっているのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

保証制度の1年目の返済期限がくるため、中小企業で特別保証のリスクを望む声は当然あるであろう。

村山調査統計局長

東京地区でみると、元本の返済猶予なしが65%とかなりある。従って、東京商工リサーチ等で聞いてみても、それがどう出るのか、まだよく分からない。ただ、勿論倒産が増えている訳であり、延長して欲しいという声は当然あると思う。

中原委員

しかし、新規の申し込みは減っている。

雨宮企画室企画第1課長

然り。

村山調査統計局長

新しく特別保証を付けて欲しいという声はかなり減っている。問題は既存分をどうするかということであるが、延長すれば目途が付くのかどうかという点にも勿論問題はあろうと思う。

(午前10時54分中断、午前11時5分再開)

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、これまでの報告等を踏まえて政策委員会としての検討を行ないたい。まず、金融経済情勢に関する発言と自由討議をし、その後で金融

政策運営に関する発言と自由討議をする。最後に、政府からの出席者の方々から発言があれば承りたい。

最初に金融経済情勢について順番に意見を頂くが、本日は武富委員から願います。

武富委員

景気の先行きを考える際の留意点を二、三挙げ、それを総括する形で二つの赤字、二つのアコードというテーマで議論したい。年内一杯は現状の景気の持ち直し状態が何とか維持できるのではないかとみている。これは、専ら輸出と公共投資という外生需要で支えられている意味では、まだ腰が強くないが、外生需要に加えて民需では情報関連需要などに支えられて、特に生産財が良いため在庫調整は着実に進捗している。在庫率指数が95程度までくると、在庫調整一巡感が明瞭に出る訳であるが、現状はその一歩手前のところまでは漕ぎ着けた感じがある。もっとも、製造業が経済全体に占めるウェイトはかつてほど大きくないため、在庫調整が進んでも全体の景気が大きく展開するところまでは行かないかもしれないが、景気回復への底固めという意味でポジティブに評価していいだろうと思う。問題はこの流れが年明け以降も切れ目なく持続できるかどうかであるが、その点についてはまだ若干不透明感が残っている。

その意味で留意点を二、三申し上げたい。一つは景気転換点の近辺では市場が先走り、それが却って景気にマイナスになることが往々にしてあるということである。昨年今頃に長期金利がボトムをつけた後、暫くして変化の胎動ということになり、それ以降は市場がかなり動くのではないかと相当慎重にみながら政策運営をしてきた積もりである。特に、2月以降はゼロ金利も辞さず、あるいはデフレ懸念の払拭が展望出来る情勢まではゼロ金利政策を続けるという非常に強いメッセージを市場に発信してきたこともあり、債券、株式、為替相場とも概ね落ち着いた動きで推移してきた。2月から8か月間そうした綱渡りをしてきており、so far, so goodではあるが、逆に言えば市場に色々なマグマが溜まっているため、それが

顕現化しないとも限らない。従って、市場の自律的な調整機能を巧く活用しながら、市場が暴れ出さないように巧くコントロールしていかなければならない難しい状況が今後も続くと思う。

二つ目に、景気持ち直しという循環的な動きと並行して構造調整も進んでいる訳であるが、これはその性格上長い期間を要するため、先行き景気に影を落とさないかが心配な点である。多くの論点があるが、本日は雇用調整と価格革命という点に絞る。企業調整を進めるためには、固定費負担、人件費負担を軽減しながら労働分配率を引き下げていくことが必要であるが、これは一方で消費者マインドを萎縮させかねず、消費が後退すればせっかくの景気が中折れしかねないというジレンマがある。結局、雇用の活性化を図りながら、労働の流動化を図るという新しい課題に挑戦しなければならず、この扱いを間違えると先行きの景気に対してマイナスに働きかねない。

最近の価格の動きをみていると、よく言われるデフレ懸念というような旧来概念では捉えきれないような現象も生じていると思う。従って、デフレ懸念に対して貨幣数量的な処方箋や調整インフレ的な処方箋で対応しようとしても、どうも的を射ていないという感じがする。現象の一つは、いわゆる勝ち組が価格支配力を持ち始めていることである。新商品を出す際に、市場が受入れるという自信があり、かつ技術特性も他の追随を許さないのであれば、最初にコストよりも遥かに低い価格設定を行ない市場占有を図る。初めは損が出るが、市場占有率が急激に高まる段階では収穫逓増状態に入るといふ動きである。二つ目は、インターネット販売などが普及すると供給側と需要側が直結し、中間マージンを落とさないで済むことになり、従来より割安な価格が形成される。三番目としては、世界各国の企業が世界規模での最適調達、最適供給を企図して製造工程のかなりの部分を海外にアウトソーシングする結果、日本企業が従来得意としていた機械類の分野でも外国企業が価格面、品質面でかなり優位に立つ事例もある。国際間の価格裁定の動きである。従って、物価に対する処方箋をどのように考えるのか、そこを間違わないようにした方が良い。

以上申し上げた留意点を二つの赤字、二つのアコードという別の角度から申し上げてみたい。先程、市場の落ち着いた推移が先行きの景気回復を確実にするために非常に重要だと申し上げたが、これを脅かしかねない要因も伏在している。太平洋をまたいだ双子の赤字、日本の財政赤字とアメリカの経常収支の赤字である。91年の春先にアメリカの景気が底を打ち、1、2か月遅れて日本の景気がピークをつけて以来、8年半の長期間に亘って日米の景気波動が正反対の動きをしている。その結果、アメリカは好況の反映として経常収支の赤字が拡大した。これは先程も議論が出ていた極めて低い家計貯蓄率と輸入の所得弾性値が非常に高いことの帰結である。日本は不況長期化で財政・金融政策はフル動員された結果、金利がゼロになり財政赤字の経済規模に対する比率が国際諸国の中では一番高いところまで来た訳である。このアメリカの低貯蓄率と輸入の所得弾性値の高さは構造問題であり、改善には時間がかかるし、日本の財政赤字についても小さな政府の実現や歳出構造の見直しに係ることであり、時間がかかる問題である。その辺の方向性について明確なメッセージを出していかないと、潜在的に市場が悪い反応をしかねず、目先の対応も必要であるが、根幹からの対応も要るのではないかなと思う。

次に、アコードについてである。一つは1951年の米連銀と財務省の間の合意であり、国債価格の支持政策は採らない、買切オペを行なう場合もビルズオンリーということで短い物に限定をするというものである。先程の留意点で申し上げたように、債券相場の動きは大変心配な訳であるが、世の中にはデフレから早く脱却したいという強い願望もあるため、どうしても調整インフレなどを使うような中央銀行依存願望が強くなる。そうした局面だからこそ、1951年のアコードの重みを拳々服膺していく必要がある。このアコードから逸脱することは臨界事故を起こせということに近いのではないかと感じている。

今一つのアコードは雇用問題絡みであり、1982年のオランダのワッセナールにおける労使間の合意である。最近はマスコミも取り上げているが、1997年に「オランダの奇跡」という本が出て紹介されている。パートの活

用を中心とした全く従来と違う労使関係の構築についてである。日本がそこまで踏み込むかどうかは別にして、雇用調整が先行き非常にポイントになる以上、こうした先進成熟経済での前例を十分参考にしていく必要がある。いずれにしても、年内はともかく、来年以降は引き続き政策の舵取りは難しく、市場との対話は引き続き欠かせないと考えている。

三木委員

実体経済は前回も申し上げたように、現状は明暗入り交じった斑模様であり、二極分化の状況には変わりはない。ただ、明の部分あるいは暗の部分のいずれにおいても、徐々に良い部分が増えてきているし、企業の生産、出荷、収益は持ち直してきている。個人消費は依然として確たる回復の兆しがみられないまま、踊り場にきているのではないかと認識している。設備投資も減少には歯止めが掛かりつつあるが、依然として展望が開けない。物価については、下振れ懸念を残しつつも横這い安定状態かと思う。全体としては、こうした諸々の要因が併存しながら底這いから底打ちに向けてのパスを時間をかけながら歩んでいる状況だと把握している。

項目別にみると、足許の公共投資は事務工期の遅れのほか、地方分の財政赤字からくる公共投資の抑制、出件の遅れもあり、このところ前年比マイナスと芳しくはないが、依然として高水準のまま景気へのプラス効果が着実に出ている。年内一杯は景気の下支えを十分にできると思う。問題は年明け以降に段差が生じる点である。これについては政府でも既に色々議論されていると思うが、二次補正や15か月予算という形での12年度当初予算で切れ目なく公共投資を続けていくことが必要である。住宅着工も現在政策減税の効果が非常に大きく効いており、前年比プラス、レベルも年率にして125万戸から130万戸にまで回復してきている。しかし、政策減税の効果が非常に大きいとしても、約1年という工事期間を考えると本年末からは住宅着工に息切れ感が出てくることになる。住宅は景気を支える数少ない需要項目であるだけに、現在の政策減税措置が12年度も延長されることは是非必要である。輸出はアジア経済の回復を背景に引き続き企

業生産を下支えしている。

一方、個人消費については7、8月の消費性向は一時的に持ち直しているが、現在は踊り場だと思う。自動車メーカーの動きには、国内販売が9月は+2.2%とプラスになったことやノックダウン輸出もこのところ前年比二桁の増、秋口にはモーターショーが2年振りに行なわれ新車投入も相当出てくるなどの明るい材料が揃っているが、メーカーとして消費回復にまだ確信が持てないこともあり、現在のところは各社とも本年の生産計画を上方修正するまでには至っていない。NEBA統計は確かに非常に好調であるが、中身はパソコン、さらに本年は特にエアコン、扇風機、冷蔵庫等の夏物需要が非常に良いというのみであり、それ以外は依然として低調である。二極分化の様相を呈しているため、電機メーカーの先行きの見方は非常に慎重である。個人消費は大きな構造変化を起こしているのではないか。第一は経済全体がストック化する中で、消費がフロー収入ではなく、個人の資産ストックのパフォーマンスに依存する度合いが強まっていると思う。第二は、選択的支出のウェイトが高まる形で消費構造自体が変化してきている。第三は、消費を支える個人のマインドが構造的にまだ悪化していると思う。雇用不安、年金、社会保障、生涯所得の低下不安が依然として残っている。従って、今後消費を向上させていくためには、新技術、新商品の開発という企業側の努力が不可欠であるが、減税、年金問題の解決などにより先行き不安を取り除き消費マインドを回復させる基盤造りも必要ではないか。

次に、設備投資は下げ止まり感が出つつあるが、需要見通しの先行き不透明感が強いことや過剰設備が残存していること、過剰債務解決のためキャッシュ・フローは債務返済に回すというスタンスが依然として根強いこと、国際会計基準の導入に伴う年金債務の積み立て不足問題など投資環境は厳しさを増している。さらに資本効率経営を指向する動きも加速していること等を考えると、設備投資は当面低調と言わざるを得ない。生産は在庫調整の順調な進捗や輸出の下支えから、8月の鉱工業生産統計をみると、生産は7月が前年比0.2%増、8月5.5%増、出荷も7月前年比0.8%

増、8月5.8%増と、生産、出荷とも持ち直してきている。ただ、業態別にみると明暗入り交じりになっている。プラスに出ているのは電機、輸送、化学、非鉄等に限られ、金属工業、機械等は依然として大きなマイナスのままである。以上、実体経済の動きを総括すると、個人消費、設備投資といった民需の自律的回復力は依然として弱いと言わざるを得ない。

企業金融面では、実体経済に必要な金は十分浸透している。まず、資金の供給面からみると、銀行の貸出スタンスは前向きになってきており、貸出スプレッド引き下げの動きがむしろ広範化しつつある。銀行はスプレッドよりも量を確保する形でトータルとしての収益計画を達成する戦略になっていると思う。この間、社債、CP等資本市場を通じる資金調達ルートをもみても、引き続き低い信用スプレッドでの資金調達が可能であり、大企業では銀行借入れ、資本市場調達を必要に応じて使い分けている状況だと思う。もっとも、資金需要面では実体経済の底這い状況を映じて企業の借入れニーズは乏しく、また過剰債務圧縮の動きがなおみられ、借入れ返済も続いているため、資金需要は全体として弱いと言わざるを得ない。資金需要の不振を映じて、民間資金調達は伸び率が低く止まっている。ただ、金融のパイプそのものは非常に円滑に流れるようになっており、企業の量的な資金の確保の面で不安を起こさせる状況にはない。その意味では、実体経済活動を十分サポートできていると評価して良いのではないか。また、ゼロ金利政策に伴い長短金利が低位に落ち着く中で、企業は金利負担削減効果をかなり享受しており、特に9月中間決算の収益へはプラスに効いていると思う。現状は、ゼロ金利政策の効果が着実に経済に浸透していつている状態にある。

この間、短期金融市場をみると、オペの札割れ現象や短資における高水準の資金滞留現象が引き続いている。こうした現象は実体経済の資金需要の弱さ、あるいは銀行の信用創造が低調に止まっていることを端的に反映しているが、一面じゃぶじゃぶの資金供給は実体経済のさらなる資金シフトを確かなものとし、かつ株式あるいは債券といったリスク資産市場への資金流入を促していく効果をそれなりに果たしているのではないかと思

われる。マインド面での効果も含め、着実に金融マーケット、実体経済に波及しつつあると思っている。なお、当面の問題の一つとして、2000年問題についての本行の流動性供与の考え方をこの段階で決定し、公表すべきだと考えている。

次にマーケットの動きについて、問題を二つ申し上げておきたい。一つは先行きの円高懸念と長期金利の上昇懸念である。日本の貿易黒字あるいは日本の景気回復に伴う日米金利差の縮小等は円高に繋がっていく。一方、アメリカの経常収支の赤字はドル安に繋がり、かつ米国への資本流入が逆流する懸念もある。ファンダメンタルズを反映した緩やかな円高傾向は良い円高であるが、漸く景気回復を進めている日本経済にさらなる急激な円高が加われば、輸出で支えられている現在の景気回復への足を引っ張ることになる。短期的には単独介入もしくは協調介入で対処するしかないが、金融政策としても現在のゼロ金利政策の浸透を促すことにより効率的、機動的に対処していく必要がある。長期金利についても、大型の補正予算が入ってきたり、郵貯の大量償還問題が来年以降顕在化してくることを考えると、上昇の懸念材料となる。為替と同様、ファンダメンタルズの改善を上回る長期金利の上昇は景気の足を引っ張ることになると思われ、この問題についてもゼロ金利政策の浸透を図り、少しでも長めの物に波及するよう機動的に対処していく必要がある。

中原委員

8月の景気動向指数により景気の先行きを三つの方法で分析する。C I B C Rの簡便法を適用すると長期先行指数の2か月に亘る連続変化率のプラスと短期の先行指標の変化率がプラスになってきた。同時に一致指数の変化率がプラスになってきた。これらを総合すると、3月から6月の間のどこかで底を打ったと判断される。次にD Iから判断すると、D Iの先行指数が50%以上の状態を3か月以上に亘って継続している時にD Iの一致指数が2か月連続して50%以下になっている場合には、谷を過ぎた可能性がある訳であり、本年7月が今回の底だと考えられる。C Iからみた判

断方法では、4か月のうちの3か月間トレンドと反対方向に変化する変化の幅が4か月間で2%を超える場合を変換点と判断する。それによると、9月の一致指数が96.5以上になる5月が谷という結果になる。以上を総合して、4月か5月が谷になった可能性が現在のところ非常に高い。しかしながら、6か月連続してそうした状態が起きなければならない訳なのであり、それを確認するには11月、あるいは12月の景気動向指数をみることになる。それが発表されるのは来年であり、それまでは谷がいつだったかは分からない。

谷の深さは昭和52年から58年までの第9循環や昭和61年から平成5年までの第11循環のちょうど中間程度になる。ただ、今回の景気回復で非常に問題なのは、4月か5月が底であろうということで方向感が出てきたが、その量感が非常に弱いことである。谷の時期については、GDPの三項移動平均を取ると昨年の中頃までに底入れしているため、2四半期程先行するとすれば、4~5月頃となる。短観の業況DIの全産業を取っても、今度の9月で底入れだと思うが、これが1四半期程先行するため、結論的には4~5月頃が底かと考えている。

今一つの問題点は、二極分化を伴ってきたことである。大企業と中小企業が二極分化してきているし、その中でも大企業の製造と中小企業の非製造が分かれてきている。これは短観でも非常に明確にでてきている。その中で二つの特色があり、一つは雇用のリストラが緩やかにしか進んでいないことである。短観の雇用者数の全産業をみると、前年同期比で大企業は本年の6月末-1.4%、中堅企業は-1.2%、中小企業は-3.2%である。全産業では、-1.8%である。これは3月末が-1.9%であり、雇用調整は残念ながら遅々として進んでいない。また、設備計画も依然として非常に遅い。この二つが今回の景気回復の最大の問題点である。二極分化の一つの問題点は中小企業である。例えば、短観の貸出態度判断DIは過去の景気後退局面に比べて非常に厳しく、中小企業にはなかなか金融が回っていないことが窺われる。大蔵省の法人企業統計でも同じようなことが言える。例えば、借入れを金融機関からの短期借入、金融機関以外からの短期借入、金

融機関からの長期借入、金融機関以外からの長期借入、の四つに分けていくと、97年の第4四半期から金融機関からの短期借入は激減してマイナスである。それに対して他の三つはややプラスであり、特に長期の借入れが若干増えている。金融機関からの短期借入はいわゆる特別保証なしであるが、97年の後半からマイナスとなりピークでは約-10%となっている。それに対して特別保証がつく長期の借入れでも微増である。従って現在、昨年10月から始まった特別信用保証制度により、金融パニックが一応鎮静化して時間稼ぎをしているが、依然として状況は厳しく、倒産件数は増加している。

さらに、消費が非常に厳しい。GDPでは第1四半期、第2四半期と急増したが、第3四半期以降は一服するのではないかと考えている。所得環境も悪いし、消費性向も上昇が続くものではない。最近のデータは新車の登録台数、百貨店の9月、大型家電のNEBAの下降傾向等々、消費不振の状況が出ている。今一つ気になるのが、設備投資が依然としてマイナスであり、情報化投資が意外に出ていないことである。98年から99年にかけて電子計算機の寄与率は非常に小さい。通信の寄与率も非常に小さいし、場合によってはマイナスである。第二次情報化革命がいつ爆発するかについて、必ずしも楽観を許さない。

最大の問題点は円高である。現在は楽観ムードが漂っているが、それは諫めなければならない。現在企業が落ち着いているのは、一つは価格転嫁が割に進んでいるためである。ある種の方法を用いて計算すると、過去は約50%の転嫁率だったが、現在は7割程転嫁が進んでいるとみられる。恐らく高付加価値の製品を海外に売っていることと、海外需要の強さによると思われるが、そうした価格転嫁ができ、しかも輸出が増えていることもある。今一つは、98年上期の円安がラグをもって効いてきていることだが、今回の円高で一番問題なのは円高のスピードが過去の円高局面で最も早いことである。実質実効レートでみると、99年8月~9月の僅か2か月間で実質実効レートが4.35%の増加を示しており、過去最大である。経済企画庁が毎年年初に発表している企業の採算レートが本年は112円70銭であ

る。93、94、95年の円高局面ではこの採算レートが非常に高く、従って採算は取れなかった。96、97、98年の円安局面では、その採算レートが実際の為替よりも安く、非常に採算が取れた。その中で注目すべきは、93年5月に景気回復宣言をしたが、円高局面であったため6か月後の93年11月には訂正せざるを得なかった。94年9月にも回復宣言をしたが、これは1年後の95年9月に訂正せざるを得なかった。つまり、過去の例では長ければ1年、短ければ3か月程度で為替変動が非常に効いてきているということである。今回の円高局面は2か月で4.35%であるが、プラザ合意の時はこのスピードが85年2月から88年1月までで僅か1.03%、94年12月から95年6月までの80円を割った時で1.57%、98年8月から99年1月も3.28%であり、今回のスピードが最も早い。従って、必ず景気に悪影響を及ぼすと考えている。目先の最大の問題点は円高であり、112円70銭、あるいは短観で下期のレートが113円といった答えが返ってきている中で、現在のような状態が続き、これが100円を割ることになると景気回復にとって最も重大な問題となることを指摘しておきたい。

篠塚委員

経済活動の現状評価については、前回会合後に発表された経済指標等を見ても、景気の底堅さが引き続き増しているという判断を変更する必要はないと思う。執行部が報告したように、前回までの輸出・生産等一部に明るい動きがみられるという表現から、今回は輸出や生産面には持ち直しの動きがみられると景気の現状評価を一步前進させており、この評価に全く異存はない。

焦点は景気の今後の展開になる。国内の民間需要が先行き回復するためには、第一にリストラの進捗によって労働分配率が低下する一方で、企業のキャッシュ・フローの増加分の一部が設備投資に向かうことがまず必要である。第二には人件費が抑制される状況の下で、個人消費が持ち堪えることができるかどうか先行きの展開を決定付ける重要な要素になるのではないかと考えている。

まず、第一に設備投資の動向をみると、今年度は9月短観でも前回の調査と同様に慎重な計画となっており、減少基調が続くとみられている。しかし、来年度の設備投資に関しては、前年比若干プラスに転じる蓋然性が高くなっているのではないかと考えており、その点が執行部と多少違うところである。その理由としては、第一は製造業の99年度の設備投資が減価償却費を割り込む水準まで絞り込まれる計画となっており、事業継続を前提とすれば来年度はある程度は投資水準を回復させる必要がある。第二はさらに世界的な競争に勝ち残っていくためには、情報通信、地球環境等にかかる新しい技術を開発し応用する新規投資が不可欠であり、企業でもそれに対応しようとしていると認識している。第三には、9月の短観で本年度の企業収益は製造業を中心に大幅な増益の計画になっている。年度の下期については、1ドル105円の為替レートの下で円高定着を前提とすれば、輸出企業を中心に現在の計画から下振れる可能性もあるが、上期の実績見込みでも人件費を中心にコスト削減が着実に進んでいることが窺われる。第四に、98年から99年度に設備投資が減少した理由の一つとして指摘される企業の期待成長率の低下についても、既に歯止めが掛かっているとみている。企業の期待成長率については、経済企画庁の「企業行動に関するアンケート調査」を用いると、本年1月の調査では企業が考える今後3年間の実質成長率は過去最低水準である0.8%となっている。一般的に経済成長の期待形成には人口の高齢化や少子化のような将来的な経済構造の変化に起因する部分と、景気循環における予想と現実のズレから派生する期待値の修正という二つの部分が織り込まれている。そこで、景気循環的な面について短観の業況判断のDIを全国全産業ベースでみると、経済企画庁の調査とは時点が違うが、昨年12月短観から直近の9月短観にかけてかなり改善されている。10年12月時点の短観では-49だったのが、本年9月には-32になっている。大きな改善ではないが、かなり改善している。こうしたことから、循環的要因を中心にこのところ期待成長率の低下に歯止めが掛かっていると思っている。以上の要因を総合的に判断し、来年度に設備投資が回復するモメンタムが高まりつつあるのではない

いかと考えている。

第二に、個人消費の前提である雇用所得環境について申し上げる。企業が人件費を抑制する中で、引き続き状況が厳しいことについては同感である。しかし、労働市場では構造的な賃金の年功序列的な色彩に調整が進んでいるほか、例えばパートタイムの雇用の比率が上昇しているなど次第に調整が進んでいる。全体として柔軟に雇用調整を行ない、平均的にみた賃金水準を切り下げることが可能になりつつある。実際に常用雇用者に占めるパートタイムの比率は7、8月の平均で19.5%と、前年同期に比べて3ポイント上昇している。このような状況において家計の対応をみると、統計でみられる一人当たり賃金水準切り下げの影響を判断するよりは、パートタイムも一世帯の稼ぎ手となり、家計全体での可処分所得の低下をかなり緩和しているとみることができる。こうしたメカニズムが巧く働けば、いわゆるジョブレス・リカバリーに繋がるのではないかと考える。国内の民間需要は以上のメカニズムにより来年度には自律的な回復過程に入る可能性が高まりつつあると考えている。

こうした見通しについて当面留意すべき唯一大きなリスクは、為替円高の問題である。ただ、調査統計局のマイクロヒアリングの結果などをみても、これまでのところ企業は円高を総じて冷静に受け止めているのではないかと思われる。その背景としては、第一に東アジアを中心に景気が拡大していること、第二に稼働率が持ち直していること、第三に国際分業が進展していること、最後にリストラ効果などを背景にわが国の輸出企業の円高抵抗が高まっていることの四点が挙げられると思う。日本の対外的な価格競争力を維持、強化するために、円高を是正すべきであるとの意見も聞かれるが、現在の景気情勢を踏まえると、こうした経済政策は果して景気が盛り上がっている東アジア近隣諸国の理解を得られることかどうか、かなり疑わしい。現在の東アジアの景気回復が日本の輸出にも大きくプラスに働いていることは事実である。行き過ぎた為替円高是正が結果として日本にプラスに働くよりも、むしろ東アジアにとってマイナスになりかねないことが懸念され、その点を十分念頭に置くべきである。また、為替相場

の動向に関連してドル独歩安のリスク、あるいはアメリカの経常赤字のファイナンスの問題が起きていること、国際資金フローが変調をきたしていることは潜在的なリスクであるとの報告があったが、一段と肌理細かい目配りが必要になってくる。

確かに、貿易量で加重平均したドルの実効レートは安定しており、当面はドル独歩安のリスクが特に高まっていくとはみられないが、アメリカの経常赤字のGDP比率が昨年でも2.6%、最近は3%に上昇していることを考えると、アメリカ内需の過熱はさらに拡大すると見込まれる。IMFの今年のワールド・エコノミック・アウトルック9月分の見通しによると、アメリカの成長は3.4%と見込まれている。そこでアメリカの経常赤字が巧くファイナンスされ続けるかどうか非常に大きな懸念材料である。アメリカの本年上期の資本収支動向を前年同期と比べると、第一に民間非金融部門の証券投資のネット流入超幅が縮小している。第二に、片道ベースでもアメリカから欧州等への海外投資が減少しているうえ、それ以上に欧州等からアメリカへの対外投資が減少している。第三に、アメリカへの対外投資のうち、特に中長期証券についてみると、米回国債の投資は伸び悩んでおり、本年上期には処分超に転じているほか、社債への投資も高水準ながら前年比では減少していることなど、気掛かりな点が増えている。経常収支不均衡の拡大に歯止めを掛けるためには、日本や欧州が景気を持ち直すだけでは不十分であり、アメリカも内需を抑制する政策対応を講じることが不可欠である。同時にアメリカにおいてこうしたマクロ所得面での調整がスムーズに進まない場合には、ドル、円、ユーロといった国際通貨面での為替レートによる調整が急ピッチで進み、延いては国際資金フローに変調を来す可能性に十分注意する必要がある。

植田委員

一つは何人かの委員も指摘されたように、本年は暦年ベースでみて下半期の生産が明瞭に上向きになる可能性が高くなってきている点が明るい材料である。勿論、足許の景気が良さそうであることは既に本年前半のG

DP統計からある程度確認できていたが、その解釈は難しい面があった。しかし、それに加えて生産面でも特に7~9月、あるいは第4四半期に強くなりそうな点でさらなる確認ができた。これが当然ながらさらに波及効果、あるいはいわゆる乗数効果を生み出していき、経済に今後さらなるプラスの影響を及ぼしていく若干の望みが出てきた局面であると判断される。

しかし、そのように売り上げ、あるいは収益が伸びる予想がある中で、設備投資計画は依然低迷している。これも指摘があったように、明らかにリストラの動きが影響している。そうした中では設備投資だけでなく、雇用者所得にも影響があり、消費等への足許のプラスの動きの波及効果は小さく、今後の乗数効果も余り大きくないというリスクが残っている。この問題を中長期の視野で眺めてみると、調査統計局が昨年来指摘しているとおり、背景に日本企業の資本収益率が非常に低いこと、あるいは最近資本の総所得に占める比率が傾向的に低下していること、さらには労働分配率が極めて高くなってきているという問題がある。この要因分析は難しいが、ラフな予想としてはグローバル化の波の中で今後国際水準並みにある程度調整されていく可能性が高いと思われる。問題はそれがどういうプロセスで調整されていくかである。これまである程度のリストラが進行している訳であるが、今後一定の景気回復が見込まれる中で労働分配率の若干の低下程度で済むのかどうか。過去の例では、1980年前後から1990年初めにかけての欧州の大陸諸国では10年以上にも亘り労働分配率が傾向的に低下を続け、設備投資・雇用も低迷を続ける状況が起きている。そうした事態に陥ってしまうのかどうかは現時点では見極めが難しいが、今後を左右する大きなポイントであると思う。ただ、リストラが続く中でも前向きの動き、あるいは新しいタイプのビジネス、企業が技術進歩等に伴ってどの程度出現してくるかという点が経済に与える影響を判断する際の一つのキーとなるため、見守っていきたい。私個人はIT技術とサービス産業、あるいは流通業等が結びつく分野にそうした芽がある程度生まれつつあるという判断をしている。

三番目に、こうした中で景気回復よりも前に進み過ぎたような円高、あるいは金利上昇が起きれば、明らかにリスクファクターになる。勿論、基本的にはそうしたことが起きても、当然市場は時間と共に修正する要素を持っているが、修正に時間がかかればその間のデフレ効果も無視できない。これに関連して一点申し上げると、執行部からもここまでの円高のデフレ効果は過去の局面と比べても多少小さ目ではないかとの分析が示された。その要因の一つとして、海外経済が好調であり、例えば輸出に及ぼす円高のマイナスの圧力を打ち消すようなファクターがあるということだった。これは逆に考えると、次のようなリスクもある。海外経済が好調であることには、アメリカ経済のウェイトも非常に大きく含まれている。仮に、アメリカの株価が暴落して、経済が不調に陥った場合、それは為替にどう影響するかという問題がある。為替レートは資本収支の動きと経常収支の動きの両方で決まってくるものであり、どちらに動くか一概には言い難いが、仮に資本収支側の動きを強調して考えれば、アメリカに資本が流入し難くなるため円／ドルレートには円高のリスクがある。この場合は、海外経済が不調になることと、円高になることがダブルで効いてくるリスクもあることを念頭に置いておくべきである。

景気回復の希望のようなものはある程度出てきているが、今後に向けて心配の種は尽きない。我々にとって一番重要な物価については、足許特に3か月前対比の動きではほとんど全ての指標が下げ止まりを示している、あるいは若干プラスのものも出てきている。しかし、景気の動き等と照らし合せると、来年にかけて再びマイナスのレンジに落ち込んでいくリスクは依然として払拭できていないと思う。

藤原副総裁

前回会合以降に公表された経済指標は、輸出や生産など、まずまずのものが多かった。執行部は現状評価で「持ち直し」という表現を使っていたが、景気の先行きはともかく、現状については一歩前進と言って良いかと思う。公共投資については関連財の出荷が増加傾向にあり、これまでの発

注分がタイムラグを持って徐々に工事に結びついてきている状況と思われる。また住宅投資は趨勢としては頭打ちになっているが、8月の住宅着工はマンション着工の好調などを背景にかなり戻している。輸出は増加傾向が一段と明らかになっている。こうした動きを受け、このところ生産の増加傾向が明確になってきている。在庫調整も数字上はほぼ完了したといえる状況ではないかと思う。9月の短観では、円高が急激に進行していた中で企業の業況感がかなり改善したことはグッド・ニュースである。勿論、調査の時点で110円を超える円高まで十分に織り込まれていた訳ではないが、少なくとも80年代以降、企業がグローバルな生産体制の構築やリストラなど、為替変動への抵抗力を高める努力を続けてきた成果がここに現われていることも確かではないかと思う。しかし、同じ短観でも設備投資が早期に回復してくる展望はまだ持ち難いし、消費関連の指標は一進一退の状況を脱しておらず、民需の速やかな自律的回復はなお展望できない状況である。ここに、最近の円高の影響も加味して判断すると、先行きのデフレ懸念はまだ払拭されていないとみるのが至当だと思う。現状は在庫の重石が取れた中で、政策関連需要や外需の増加が素直に生産の増加に結びついている状況だと言うことができる。先行きの経済を展望する上では、こうした生産の増加が企業収益や残業代の増加などを通じて投資や消費に前向きな力なり、インペタスを与えていくかどうかポイントになるのではないか。この点、短観等から窺う限り、生産が収益に結びついていくルートまではみえてきたが、その先、収益が投資に結びついていくルートはまだ明確にみえていないのではないか。

この間、金融市場は振り返ってみると、比較的落ち着いて推移したのではないか。一時みられた急激な円高や株安の動きなどは取り敢えず収まっている。その後、先月末から今月初にかけて短観や比較的好調な指標が公表される中でも株価や長期金利が急騰したり、円高が高進する動きはみられなかった。数か月前までは金融市場では経済指標の改善に先んじて期待先行的な動きもみられたが、最近では徐々に経済指標と金融市況とのバランスが取れてきたのではないかという印象もある。

金融市場に関連してゼロ金利政策がどう機能してきたかという観点から、私なりに一、二、述べてみたい。まず、9月8日、9日あるいは、9月期末に際して、日本銀行は積み上げ2兆円以上の資金供給を行ないレートを安定させてきた。このケースが示すように、ゼロ金利政策とは、その時々状況に応じて市場の求める資金の量を常に上回る豊富な資金を弾力的に出していく政策と言えるのではないか。そうしなければ操作目標である短期金利を常にゼロ近くに誘導していくことは難しいのが道理である。また、円高が急速に進行する局面では長期金利も大きく低下した事実にも注目したい。ゼロ金利政策の継続性について日本銀行が明確にコミットしている結果、経済に何らかのデフレ圧力が生じれば、例えば円高が高進すれば、期待を通じて長期金利が速やかに低下し、緩和効果が強まるメカニズムが補強されていると考えられる。この意味で、ゼロ金利政策はある程度の追加ショックに対しても弾力性を持つ政策の枠組みになっているのではないかと考える。これらの経験は何れもゼロ金利政策の機能と有効性を再確認させるものであった。

こうしたゼロ金利政策の機能をさらに強化する方策、つまり、このところ問題になっている効果の浸透策が何かないか、また日本銀行の説明の仕方について色々指摘されているが、外部の理解をより深める方法はないか、等々については後刻申し述べたい。

山口副総裁

全体的な経済についての見方としては、調査統計局の現時点での予測に基本的に賛成である。要するに、今年度は若干ながらプラス成長になる、さらにその先を展望すると、来年度前半頃には一旦財政需要がスローダウンする影響で全体としても弱含みに転じる可能性があるが、大きく崩れることはなく何とか持ち堪えるコースを展望できるといったところではないか。

そうした見方を土台にし、若干のコメントを付け加えたい。第一には足許で生じている動きの評価である。生産の増加が生じており、7~9月に鉦

工業生産がかなり増える後、10～12月も調査統計局の見方のように横這い圏内で推移すれば、暦年の下半期は上半期に比べて3%強の増加になる。これはかなり高い生産の伸び率と言って良い。ここまできると、例えば賃金の統計などをみても、所得面に微妙な変化が生じている。具体的には、残業所得が増える形で昨年来続いてきていた名目賃金の下落傾向に多少歯止めが掛かり始めている。こうした動きが持続するかどうかはまだ明確ではないが、持続するならばかなり重要な変化の一つである。すなわち、ここまでのところ名目賃金が減少する中、消費性向の上昇により個人消費が何とか持ち堪えている訳であるが、消費性向の上昇のみに専ら依存する姿が多少変わり得る可能性が秘められているのではないかと思う。しかし、既に委員方から幾つかの指摘があったように、消費の本格的な回復にはまだ遠い訳であり、現在はかなり前の段階で生じているある種の動きに注目したいということである。

設備投資については、まだ残念ながら回復の兆しはみえていない。企業収益の回復が恐らく着実に進みつつある状況であり、その意味では投資回復のための基盤が徐々に整えられていると思うが、遠からず投資に火がつくかどうかまだ何とも言えない状況である。その点で、私は篠塚委員よりは設備投資の動きについて今少し慎重にみたいと思っている。

第二にコメントしたいのは、円高の見方である。確かに中原委員が指摘したように、7月に比べるとここまでのところは15%前後の円高になっており、急速な円高であったことは間違いない。しかし、株価の動きなどから判断すると、ここまで程度の動きであれば景気の回復に繋がる動きを基本的に脅かすほどのものではないのではないかと。それは海外環境の好転による部分がかかなり大きいのではないかと。中原委員から価格転嫁率が今回非常に大きいとの話があったが、海外経済が好調の中で価格の転嫁が進んでいるとすれば、円高のデフレ的な影響もそれ程大きくはならないという一つの証左である。アメリカ経済について強い方向での見直しが進んでおり、ユーロ経済については余りにも悲観的な見方が横溢していたのが修正され、予想よりも強い方向に見方が振れてきている。一方、日本経済

については、むしろ期待していたほどの強さにはならないという期待の修正が起きてきており、三地域についての期待の修正結果が現在の為替の小康状態をもたらしている可能性があるように思う。勿論、今後もこうした期待の修正は三地域について起こり得る訳であり、アメリカ経済あるいはユーロ経済についての予想に比べて、日本経済について強気の期待が出てくれば、当然それは為替に跳ねてくる筋合いにある。また、植田委員からも指摘があったが、アメリカ経済そのものが大きな変調を来たすことになれば、これも当然為替に跳ねてくる。景気回復に繋がり得る現在の国内の動きは資産価格の回復にある程度支えられている訳であり、ここは金融市場全般を慎重にウォッチしていくことではないかと思う。

最後に最近の物価動向についてであるが、どの物価指数もこれまでよりは若干底固い動きになってきている。名目賃金の傾向的な低下が続く中で、消費者物価については数か月前から下げ止まりの傾向が窺われていた。これは、それ程明確な原因が分からないままに注目してきた訳であるが、生産の回復が進み、需要全体としても従来とは異なった変化が出てきている状況の中で、価格の維持を優先する企業の政策をサポートするような環境が出てきているのではないかと思う。アメリカなどでは連銀の政策を議論する場合に、時間当たり賃金の上昇率をインフレ率のいわば先行指標として非常に重視している。その点から日本の状況を考えると、名目賃金下落の動きが傾向的に続く場合には、将来の価格動向についても一つのダウンサイド・リスク要因として受け止めていくべきではないかと思う。名目賃金には微妙な変化が生じてきているようにも思われるため、そうした動きが定着するならば、価格面にも同様に微妙な変化が及んでいくのかもしれない。現時点では来年に向けての民需の回復傾向を明確に視野に入れるにはまだ時間がある状態であり、価格についてなおダウンサイド・リスクが残っている状態ではないかと判断している。

速水議長

これまでの皆さんの意見に、質問なり、意見があればどうぞ。

武富委員が言われた二つのアコードのうち、最初のアコードにつき詳しく説明願いたい。

武富委員

連銀と財務省の合意である。それ以前は連銀も長期債を買ったりしていたが、朝鮮動乱の後に合意ができ、それ以後の経済運営がきちんとしたものになった事例である。オペレーション・ツイストや非不胎化は余り成功しなかったが、アコードの方は成功した訳であり、ポジティブな方を極力使っていくべきである。

植田委員

それ以前は、Fedが短期も長期も国債の価格支持政策を行っていた。それを止めるという合意に達したという事例である。

速水議長

植田委員が言われたように米国が国内的には、生産性も伸びているし、物価が余り上がっておらず、良い状態にあるが、外的な要因で経常赤字が増え資本流入が止まる場合には混乱が起きる。その際に円がどのようになるか、そこで国際金融の混乱が起こることが一番心配事である。ブラックマンデーの時がそうであった。アメリカの赤字が続いていたにもかかわらず強いアメリカ、強いドルということで金利を20%に引き上げて、円/ドルも240円程度であったと思う。それに限界がきて株とドルが暴落した。それと同じようなことが起き得ると思う。その場合は、やはり円高の方向にいつてしまう。

植田委員

絶対にそうなるかどうかは分からないが、それも一つの可能性である。

大野大蔵総括政務次官

武富委員の51年のアコードについては、何か具体的にこのようなことをしてはどうかというアイデアがあるのかどうか。今一つのオランダのアコードについて何か具体的な方向性を頭の中で描いておられるのか。その二点をクリアに説明して頂くと非常に有り難い。

武富委員

最初のアコードの方は一つの気構えのようなことである。要するに、金融政策としては弾力的に議会に対応しなければならないが、51年のアコードが法を越えないという一つの自制の判断材料になるのではないかとの趣旨で申し上げた。具体的な措置を思い描いている訳ではない。色々と議論をする場合に、一つの尺度としてこうしたアコードを念頭に置くのが良いということである。

後者のアコードについては、成熟経済に入るとパイの拡大も次第に伸びが小さくなる。その中で、欧州では労働時間についてもタイムシェアリング的な考え方を試行錯誤した。労働慣行が比較的長く、かつコンセンサス社会という点はヨーロッパ大陸の特徴であり、オランダもそのために景気が長期に低迷していた。それを打開するために労使が手を握り、例えばパートタイムで1世帯当たりの所得を維持するように考え、ヨーロッパ大陸としては革命的な労使慣行の変化を遂げた。そのことがその後のオランダ経済の回復に繋がったという評価がある。日本はそこまで悪いのかどうか分からないが、いずれこの課題は避けて通れない。景気との絡みで、やはり雇用調整の分野でそうした一歩踏み込んだ経営努力や政策的な後押しが、必要になるかもしれないという意味で申し上げた。

大野大蔵総括政務次官

第二のアコードは、今後の所得税率の在り方等も関連する非常に参考になる例だとして我々も関心を持っている。第一のアコードについては精神論として受け止めさせて頂いた。精神論だとすれば、新しく日本銀行法が

施行されている訳であり、新しい体制の下での考え方で頑張っていきたいという趣旨だと受止めさせて頂く。

小池経済企画総括政務次官

先程から色々な説明を伺った訳だが、私共としては、わが国経済の動向は景気や民間需要の回復力が弱く厳しい状況をなお脱していないが、各種の政策効果の浸透などにより緩やかな改善が続いているとみている。政府においては、公需から民需へ円滑にバトンタッチが行なわれ、景気の腰折れを招くことなく本格的な回復軌道に繋げていくために中小ベンチャー企業対策、ミレニアムプロジェクト等の施策を含め、今後わが国の経済運営の指針となる総合的な経済対策を11月上・中旬を目途に策定し、平成11年度第二次補正予算を編成することとしている。

付け加えさせて頂くと、先程藤原副総裁は後半のセッションで情報の伝達について議論したいと言われた。この点、折角の意思が伝わらなければ、それに伴うマイナスの効果が大きくなり、結果が変わってくることもあるため、是非とも新日銀法の第3条2項にもあるアカウントビリティの方法についてお考え頂ければと思っている。総裁からも以前から国会でアカウントビリティという言葉を何度も伺わせて頂いている。その意味で是非お考え頂きたい。日銀法第4条については、このとおりだと思っている。

(午後0時35分中断、午後1時34分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

これまでの討議を踏まえて、当面の金融政策運営方針についてご意見を承りたい。武富委員からお願いします。

武富委員

今後の金融政策については、現在のゼロ金利政策が潜在的に具備してい

る大きな緩和効果を生む能力をより一層高め、かつ浸透させる方向で前向きに継続していくことが現段階では極めて重要である。その持っている能力を市場にも十分理解してもらい、市場と良く対話していくことにより所期の効果を挙げられると思っている。ゼロ金利政策の枠組みが持っている能力とは、金利はゼロだが、これを量的側面に翻訳してみれば、金融市場や経済の貨幣に対する需要を現実的にはほぼ全て満たし、無制限に近い形で対応できる伸縮性をもったものである。流動性を供給する際のオペ手段についても、短期のインストゥルメンツを活用する範囲内で十分賄える優れた枠組みではないかと思う。

それでは今後の貨幣に対する需要はどうかであるが、幸い先行き景気持ち直し傾向が続き、さらに一步進んで回復となれば、自然に増加してくるだろうし、Y2K問題の帰趨如何では短期間でかなり大規模な貨幣需要が突発的に生じることも考えられる。しかし、現状のゼロ金利政策の持っている量的な能力も考えると、これにも十分対応できると思う。ただ、このゼロ金利下の量という問題は未だかつて経験していない領域であり、理屈どおりに事が運ぶかどうかについては若干慎重に考えたい。従って、念には念を入れる趣旨から本行のオペ対象証券を多様化しておき、予め懐を深くしておくことが現段階で極めて重要である。その点を市場に周知徹底させることにより、本来の景気対策を支援する金融政策というだけではなく、Y2K問題のような特殊要因に対しても万全の体制を敷いていることが良く理解される。そのことが、緩和効果の深化、あるいはさらなる浸透にも資するのではないか。現在でも金融市場が必要とする以上の過剰な流動性を供給しているが、このかなりの部分が短資会社といういわば放水路の方に流れ込んでしまっている訳である。こうした事態を打開するためにも、オペ手段を多様化しておけば真に流動性を必要とする先へ隅々まで確実に流動性が届くという方向で駄目押しの金融政策を打ち出すことにもなる。そうした観点からオペ手段多様化の意味はあるし、そこの理解が深まれば緩和効果もさらに浸透すると思う。

2月以降の8か月の長期間に亘り、何とか市場全体の動きを実体経済か

ら大きくかけ離れないように巧く制御できてきた訳であり、現在のゼロ金利政策の枠組みは革命的な金融政策である。通常であれば、これ程の緩和措置を採ってから半年ないし9か月程度経てば、実体経済が回復拡大してくるものだが、今回は構造調整圧力もあるため、残念ながら金融資本市場における緩和効果がまだ実体経済にまで浸透していない。従って、オペ手段の多様化の意味合いについても、金融から実体へさらに緩和効果を浸透させるということをメッセージとして打ち出していく必要がある。超緩和という漢方薬が五臓六腑に染み渡り、実体経済の体力が確実な形で回復していく道筋をここで再度明確に打ち出すことが良いのではないか。

三木委員

金融政策で必要なことは二つある。一つはゼロ金利政策をさらに浸透させることが現在最も必要であり、強くマーケットから求められていることである。今一つは、特に今回のような円高あるいは長期金利高といった事態を踏まえた場合、明らかに景気の足を引っ張る訳であり、こうした事態に対しては効率的、弾力的に対処し、豊富な資金を供給することを世間やマーケットにアピールしていくことだろうと思う。

わが国経済は漸く景気回復に向けての地歩を固めつつあるが、まだ安定感のない斑模様の景気であり、個人消費は踊り場にあるため、確たる回復の兆しはみえない。設備投資も当面期待できないし、公共投資の面では二次補正による下支えもまだ必要である。その中での長期金利の上昇や円高は景気回復の足を引っ張るリスクがある。こうしたリスクシナリオを想定した場合、財政政策をサポートする金融政策としては現行のゼロ金利政策を継続し、実体経済に金融緩和効果をさらに浸透させることが必要である。金融調節方針としては、ゼロ金利政策の浸透を目指して効率的、機動的に対処し、豊富な資金供給を行なっていくことである。

そのためには、一つはオペ手段の拡充を進めること、二つ目はオペをオープン市場をも含めた広範な市場で行なうことにより実体経済に資金が浸透する場をより広げておくこと、三つ目は誘導対象であるオーバーナ

イト金利からターム物への波及効果が及びやすいオペ手段を導入することが必要だと思う。第一のオペ手段の拡充としては、かねがね議論されてきた短期国債のアウトライトオペを導入すべきだと判断している。一方、微妙な景気回復の過程にあって、その足を引っ張る要因に対しては効率的、機動的に対処し、豊富な資金供給を続けるということをマーケットや世間にアピールして理解を求めることが必要である。

中原委員

私がかねてからゼロ金利政策は限界に来たため、ゼロ金利政策を放棄して全くレジームの違う量的な緩和を行なうべきだと申し上げてきた。前回の決定会合においては、為替、株式、長期金利がクリティカル・ジャンクションにあるため、ここで量的な緩和をしない限り大きな反動が起きると申し上げたが、実際にそのようなことが起きたのは不幸であった。株価については7月19日に1万8,532円の高値を付けた後下落し、決定会合後の27日には1万6,821円まで下落、足許は若干戻っても7月の水準は抜けないでいる。為替についても5月20日の124円75銭をピークに円高になり、決定会合後の24日には103円72銭をつけている。その後若干円安に戻ってきたが、まだ以前のサポートラインであった108円を窺えず、110円に戻るような状況にはない。株にしても為替にしても若干戻ったのは、一つは短観が予想の範囲内とはいえ、それなりに良い内容であったことをマーケットが評価しているからである。さらに、マーケットあるいは海外で日銀が量的緩和を行なうのではないか、あるいは積極的なアクションを採るのではないかという期待があったことだと思う。長期金利についても同様であり、決定会合の直前に十年物で1.65%を付けた訳だが、その後じり高できている。ただ、それほど上昇していないのは、一つはヘッジファンドがこのところ業績の悪化からショートセリングを減らしていること、第二は国債の償還期限を短期化するなど多様化してきたことである。三番目は資金運用部が長期国債を買い付けているというゼスチャーを示していること、第四に量的な緩和の期待があるためであるが、現在以上の

量的な緩和がなければ、長期金利の上昇は避けられない。

何よりも大切なことは米国経済である。現在の米国経済が世界で一手勝ちのため、その恩恵が世界に及んでいる。例えば日本の場合、直接の輸出は勿論だが、アジアから米国への輸出が良いために日本のアジア向けの輸出が増えるという間接なルートでの恩恵も増えている。世界も大体多かれ少なかれそのような状況にある訳で、アメリカの株価がどうなるかにより世界経済あるいは為替相場に非常に大きな影響が出てくる。昨日もアメリカはトリプル安であったが、それはアメリカへの資金還流が巧くいくかどうかについてマーケットがナーバスになった訳である。そうした観点もあるし、日本の景気については本年の4~5月頃に底を打った可能性は極めて高いが、それは方向感だけであり、自律的な確かな回復の足取りはみえてこない訳である。従って、財政政策の効果が出ているうちに、それにシンクロナイズしたより前向きの金融政策を打ち出す必要がある。そういうことから、量的な緩和という違ったレジームの話をしている訳である。量的な緩和がゼロ金利でこれまで以上に浸透するという話もあったが、手段を多様化するの結構だとしても、積み上幅が目に見えて増えない限りは、如何なものかと思っている。

篠塚委員

景気の底堅さが増しつつある状況であり、先行きについても民需が自律的な回復に向かう蓋然性が高まっていること等を踏まえると、金融政策の運営はゼロ金利政策を如何にして解除するかという時期や方向等について議論すべき時期に入ってきたのではないかと思っている。

しかしながら、世間での議論は全く逆であり、前回の決定会合後からは金融調節において為替介入資金をどのように取り扱うべきかとか、量的緩和の適否・要否などについて盛んに議論がなされ、一段の円高進行を阻止するために金融を量的に緩和すべきであるとの意見までも少なからずみられた。まさに私の判断とは逆の方向で議論が高まっている。円/ドル相場は目下は落ち着いているが、方向としては潜在的に円高の方向にあるし、

こうした議論は、今後何度も出てくるのではないかと理解している。

こうした量的緩和論についての考え方であるが、私自身は本行が2月にゼロ金利政策を選択した時点から、金融政策は基本的に質が変わったのではないかと理解している。為替レートを決定する理論は色々あるが、短期的な決定要因を考えると為替レートは内外金利差で決まる訳であり、事実上のゼロ金利政策をとった下では、一般的に金融政策により金利裁定に働きかけることはもはやできないと考えるべきではないかと思う。一般的には無限大に量的な緩和を行えば、期待インフレ率を高める結果、為替レートにも円安方向への影響を及ぼすことができるのではないかという考えもみられる。ただ、実際の積み上幅1兆円を1兆円ないし2兆円増加させた程度では、緩和の度合いは足りないのではないかと思う。通常、為替レートを1割円安にするためには、マネーサプライが1割増加しなければならない。相当単純化した議論としては、現在約600兆円もあるマネーサプライの約1割に当る約60兆円近くも増加させる必要がある。信じ難い額を追加供給しなければ1割の円安へ持っていくことはできない訳である。

日本経済の現状はそのように膨大な資金供給を行わなければならない状況ではないと思っている。私自身は、景気は徐々に回復しており、悪化に向かっている状況ではないと思っている。従って、より大規模な量的緩和に踏み切らなければならないという主張は納得がいかない。そうした状況とは程遠い経済状況にあるのではないか。アナウンスメント効果だけでも日本銀行はすべきであるという主張もあるが、アナウンスメント効果があるからという理由のみで、そうしたことをするのは全く適当ではない。何人かの方のご意見を伺ったが、ゼロ金利政策を本当に浸透させるために様々なオペ手段を出動するのであれば、どのような効果があるのかをしっかりと検討したうえで行なっていく必要がある。景気は良くなる方向にあり、量的緩和圧力に押されてメニューを広げるのではなく、中央銀行として金融政策手段を不断に多様化すべきであるという立場から、新たなメニューを出すことについては賛成である。他にも、マネーサプライを増加

させるために貸出が出ないのならば国債を購入すれば良いという議論もあったし、学界のある方からは民間金融機関からの貸出を受けられない一般企業に対しては、日本銀行がその信用リスクを取ってマネーサプライを増大させるべきだという議論さえも聞かれた。こうした議論では、中央銀行がそうした要求を受け入れた結果として、バランスシートが毀損した場合に国がどう対処するか、といった検討がみられない。新日銀法の下では、政府が日本銀行の損失を救うという条項が削除されていることが正しく理解されていないのではないか。

最後に、最近の金融政策を巡る議論をみるにつけ、ゼロ金利政策を適当なタイミングで解除することが如何に難しくなりつつあるかを改めて痛感している。ゼロ金利政策のメリットについても十分理解しているが、それ以上にデメリットを懸念している。それが長期化するに従い、当然のように企業も民間金融機関もその継続を織り込み、制度化されていくため、これを解除することが非常に難しくなっている。こうした中で、ゼロ金利政策の副作用が顕現化するリスクが着実に高まってきていると危惧している。ただ、現在は、Y2K問題を2か月後に控え、市場がこれを上手にこなせるかが見極められないことから、今回はゼロ金利解除を提案することは難しい。ゼロ金利政策解除について議案を出すことはしないが、ゼロ金利政策継続に関する考え方は以上のとおりである。

植田委員

実体経済の判断として、暫く前と比べるとやや明るい動きが一部に見られる一方、円高の進行等の将来に対する若干の懸念材料も出ている。両面を足して二で割ると現状維持という判断で良いのではないかと思う。

藤原副総裁

景気の現状は輸出や生産面での明るい材料がみられているなど改善の方向にあるが、なおデフレ懸念が払拭されていない以上、現在のゼロ金利政策を続けていくことが適当である。

前回、前々回の政策決定会合以来残念に思うのは、金融政策について私達が本会合で真剣な議論をしているにもかかわらず、外部のマスコミ報道などが日銀と政府は対立しているとか、日銀は独立性に固執しているといった筋違いの受け止め方をする傾向が強かったことである。こうしたストーリーはとかく世間の関心を集めやすいものであるが、政策運営に関してこのような受け止められ方をするのは非常に不幸である。振り返ってみると、独立性を何も錦旗のように翳して議論をした経験はこの場で誰もない訳であり、国民経済の行く末について各委員がそれぞれの説を持ちながら議論を展開し、真剣に討論して来ている。それが世俗的に報道されたり、揣摩臆測の段階で変な受け止め方をされることは非常に残念である。

しかし、私達としても金融政策を巡る認識のギャップを如何に埋めていくかについては真剣に考える必要がある。独立性と並ぶもう一つの理念である透明性に関し、簡潔で分かり易い言葉で説明し、世間一般の理解を得るよう一段と工夫していく余地があると思う。さすがに日銀は円高を軽視しているのではないかといった誤解は次第に少なくなってきたが、政府は頑張っているのに日銀は何もしないとか、量を出し渋っている、さらには市場の動きをみていないといった見方はなお根強い。仮にそうした見方が牢固としてあるならば、その誤解を解くべくしっかりと説明していく必要がある。こうしたギャップを我々の方から政策面で埋めていくために、具体的にはゼロ金利政策はまず量の面でのフレキシブルな政策であること、さらには経済や市場の動向に応じて緩和効果が自動調整されるメカニズムを併せ持った弾力的な政策であることをより明確に打ち出していったらどうか。また、同時にゼロ金利政策が元々持っているこうした機能をさらに確実なものにしていく方策を考えていくのはどうか。具体的な方法としては既に提案があったように、オペ手段を一段と整備拡充していくことが考えられる。こうした金融市場調節面のインフラストラクチャーを整備しておけば、マーケットも日銀の豊富かつ弾力的な資金供給を行なう能力に対して一段と信頼を置くことになると思う。こうしたオペ対応力の強化は、特に西暦 2000 年問題等を控えて一層意義を増している。こうした

具体的な問題については今後検討していくとして、本日はゼロ金利政策を支持する。

山口副総裁

私も先程申したような経済についての見方を前提とし、ゼロ金利政策を当面継続することで良いのではないかと考えている。経済の先行きを展望すると、若干期待を持ってそうな要素が徐々に出てきているようではあるが、一方でデフレ懸念がまだ完全には払拭できていない状況ではないかと思う。ゼロ金利政策について、武富委員がかなり革命的な政策であると言われた。確かに、我々のコントロール可能な金利を極限まで下げている政策であるほかに、短期金利がほぼ押し並べてゼロ近くに低下してきていることは、いわゆるマネー、貨幣に限りなく近い金融資産が大量に創出されている状態でもある。そうした状況を踏まえると、我々が通常マネーサプライと呼んでいる銀行預金を中心とした金融資産は伸び率が低下しているが、実はその周辺に貨幣代替金融資産が非常に大量に発生している状態でもある。その意味で、量的な拡大を相当程度実現してしまっている政策ではないかとも思われ、これは非常に強力な政策ではないかと思う。ここからさらに何かを考えていくとすれば、金融調節の対象を短期金融市場から離れてイールドカーブの上へ、上へと拡げていくほかはないし、そうした政策についてはこれまで何回もこの場でも議論があったが、様々な理由で私自身は慎重に考えたい。結局、我々はこれまでデフレ懸念が払拭されるまではゼロ金利政策を維持するのが適当という言い方をしてきたが、そうした趣旨を改めてクレディブルな政策意思として市場に浸透させることが緩和効果を最も大きくする政策に他ならないと考える。それが性急な長期金利の上昇を抑えるための一番良い方策である。以上のようなことでゼロ金利政策を継続すべきと思う。

速水議長

それでは、私の意見を申し上げる。その前に議論の参考になる資料をお

配りする。最初の表はIMFのワールド・エコノミック・アウトルックに出ている数字をピックアップし、実質GDP成長率と失業率、経常収支を比較したものであり、一般政府財政収支のGDP対比も含まれている。経常収支をみると、米国は98年が2,210億ドルの赤字、GDPに対して-2.6%、本年の見通しが3,160億ドルの赤字、同-3.5%、来年の見通しも3,250億ドルの赤字、同-3.5%となっている。日本は98年が1,210億ドルの黒字でGDP比3.2%、本年は1,430億ドルの黒字で3.4%、2000年が1,380億ドルの黒字で3.1%とIMFが見通している訳である。財政収支の状況からみると、日本の赤字はヨーロッパの国々に比べても大きく、特にアメリカは黒字になっており、こうして比較してみると財政の問題は今後が大変だと感じる。

二つ目の表は対外純資産の国際比較であり、日本は98年末に133兆円、名目GDP対比で26.9%と膨大な対外純資産を持っている訳である。99年の黒字1,430億ドルを足すと、約1兆5,000億ドルになると思う。それに対して、アメリカは対外債務超過が171兆円、約1兆6,000億ドルの債務超過を持っている。98年、99年で5,000億ドルを超える赤字を出しているため、これを足すと恐らく2兆ドルを超える対外債務超過になっている訳である。アメリカがこれだけ対外債務を持っていることは、諸外国の持っているドル債権も非常に多い訳で、引き続きGDP比で3.5%に上る大きな経常赤字が続いていくことはアメリカにとっては非常に気になるところであろう。これをいかにファイナンスしていくかが問題であるし、これまで日本から入って来た資金が止まり、逆流しているところに非常に大きな問題を感じていると思う。

最後にアメリカの実質経済成長率や雇用者数等の推移である。米国経済成長率の推移をみると、ディレギュレーションの効果が出て、91年がGDPのボトムになり、そこから一貫して上昇してきて今日に至っている。その間、銀行からの借入れは91、92、93年とマイナスである。そうした中でこうした経済成長、あるいはニュージョブを支えてきたのは、91年から増加した株式等による資金調達である。エンジェルクラブなどの個人的な

出資も含まれているのだろうし、社債も含まれているだろうが、そうした形で資金調達が行なわれ、ニュージョブをサポートしていったと思われる。日本もこのようになっていくのか、あるいはアメリカのようにはいかないのか、その辺は分かりかねるが、一つの参考にはなる。

本題に入るが、結論から先に申し上げると、私も当面の金融政策運営についてはゼロ金利政策を継続することで臨んでいきたい。景気的情勢に関する判断は多くの委員方と同じであり、足許の景気は下げ止まりがはっきりしてきているとみている。輸出、あるいは生産を中心に経済の一部に明るい動きがみられ始めている。こうした明るい動きの背景としては、アジア経済が予想以上に順調に回復していることが大きいのではないかと。個人消費についても、金融システムの安定や株価の堅調を背景に消費者マインドは半年前頃に比べて戻ってきている。個人消費全体としても意外に健闘していると評価し得る。特に、パソコンやデジタル関連商品、通信関連需要などが好調であることは成長分野で企業活動を促す要因として働いているのではないかと。企業活動の面でも、先般の短観にもみられたように、企業の収益はリストラ効果が徐々に現われてきたことに加えて、生産の持ち直しもあり、全体として改善の方向にあるように思う。これにつれて、企業マインドも徐々に着実に改善してきているように窺われる。しかし、以上申し述べたような明るい動きが民間需要の自律的回復に繋がっていくのかどうかについては、まだはっきりしたことは言えないのが現状だと思う。個人消費に明るい面が出てきたことは確かであるが、現在の雇用情勢や所得環境を踏まえると、消費者マインドが急速に良くなっていくことは考え難い。また、企業も過剰設備、過剰債務を抱えているため、キャッシュ・フローが改善し始めたとはいえ、それが設備投資などの積極的な支出活動には繋がりにくいと考えられる。実際、短期の設備投資計画も引き続き弱い数字である。

このように、民間需要がなかなかしっかりしてこない中で、為替市場では110円を切る水準が定着しつつあるように窺われる。現在は輸出が増加し、企業マインドも引き続き改善方向にあるため、現在の相場が直ちに景

気の足を引っ張ることにはならないと思うし、また株価の方もこのところ総じて堅調で落ち着いている。ただ、夏頃からの金融市況の動きをみると、米国の株価が軟調となっていることや金利が上がっていること、日本からの債券投資が還流してきていることが窺われ、円高を進めている背景であると同時に、円高というよりもドル安という側面があるのではないかと感じられてならない。市場では円、ドル、ユーロの3通貨の絡み合いの状態であり、日本が円を売りドルを強くすることが、アメリカサイドにとってみれば、また別の見方になる。面子としては強いドルが良いのであろうが、あれだけの大きな経常赤字を持ちながら通貨がさらに強くなることはいかなることを意味するかは彼等がよく知っており、簡単に協調介入するものではないと思う。情勢によっては協調介入もあり得るが、アメリカについてはそうした情勢にはないと判断した方が間違いがないと思う。ドル安の背後に、米国経済がこのままインフレなき拡大を続けていけるかどうか、市場がリスクを感じ取っている面があるように思うし、さりとてアメリカに日本から直ちに金が出ていくことも考え難い。このままでは全体がおかしくなることは確かであり、いずれは考えなければならぬと思うが、現状はそういう状況であると感じている。

以上を纏めてみると、足許の景気判断は1か月前頃に比べて僅かながら強めにみて良いと思うが、先行きについては引き続き自律的な回復の目途が立ってきていない。また、最近の円高傾向が経済活動や物価に与える影響についても、注意深く見守っていく必要がある。要するに、依然デフレ懸念の払拭が展望できる情勢には至っていないと判断すべきである。従って、当面の金融政策運営については、これまでの思い切ったゼロ金利政策を継続することが適当である。

また、最近の日本銀行を巡る様々な論調をみて改めて強く感じることは、現在の金利政策の効果および金融市場の実情を極力分かり易い言葉で粘り強く説明していくことが重要だという点である。そのためには、何人かの委員から意見が出ていたが、金融調節方針の表現を分かり易く明確なものにしておくことが必要ではないか。従来のように単に現状維持と表現し

ただけでは、日本銀行は何もしないのかと受け取られるだけではないか。現実には、毎日のゼロ金利を維持していくために第一線がどれだけ苦勞しているか理解されないと感じる次第である。同時に、オペ手段の整備など具体的な措置により、ゼロ金利政策の効果を最大限に浸透させていく姿勢を内外の市場や国民に強く示していく必要があるのではないか。とりわけ、市場では 2000 年問題への意識も高くなってきている時期であり、資金供給手段の多様化を打ち出すことはタイミング的にも良いと思う。この点については、私は G 7 でも弾力的に適時適切に対応していくと申し上げ、了解を得てきている訳である。

後程、前回の決定会合の折りに執行部に指示したゼロ金利政策の効果浸透のためのオペ手段の整備について、委員会の討議に付したいと思う。その手順で纏めて参りたいが、宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

これまでの発言あるいは意見に、質問なり補足することがあれば、どうぞ発言して頂きたい。

特になければ、ここで政府からご出席の方々から、もし何かあれば発言頂きたい。

大野大蔵総括政務次官

まず、先程藤原副総裁からマスコミ方面で無理に政府と日銀の対立の構図を描き出そうとしているような話があったが、それが仮に事実であれば、これはゆゆしいことである。私も私なりにそうしたことがないよう、一所懸命努力をさせて頂きたいと思っている。

現状認識であるが、経済は色々な政策効果により改善の兆をみせている。ただ、本日のご討議のとおり、民間需要の回復力は極めて弱く、景気は厳しい状態を脱していない。個人消費は消費性向が上昇し、緩やかに回復しているが、所得が低迷している。雇用情勢は依然として厳しい。こうし

た情勢を踏まえると、回復基調が今後継続していくのかどうか懸念が残るところである。設備投資についても在庫調整は進んでいるが、積極的な動きはみられず、なお大幅な減少基調が続いていると認識している。

次に、財政運営の方向であるが、このような状況の下で政府としては景気回復に万全を期するため、去る 9 月 29 日に公共事業等予備費 5,000 億円の使用について閣議決定をした。その際の重要なポイントは、地方財政が極めて厳しい情勢にあるため、国の直轄事業の割合を高くする点である。国の金を 5,000 億円出すと、通常総事業費が 1 兆円になる訳であるが、今回の場合は総事業費は約 7,400 億円ということである。また、お金を出す以上は国家的プロジェクト、あるいは 21 世紀の国民生活の発展に不可欠な基盤的インフラ整備をと考えており、重点化を図っていきたいと考えた。さらに、今年度中に使ってもらえる分野にというポイントがある。

今回の新内閣発足後、総理から全体の事業規模で 10 兆円を上回る総合的な経済対策を 11 月上、中旬を目標に策定する旨の発言があったところである。今後の取り纏めに当たっては、経済企画庁と協力しつつ具体的内容等についての検討を行なって参りたいと考えている。また、総理からは景気の本格的回復と新たな発展基盤の確立を目指すために、平成 11 年度第二次補正予算を早急に準備するよう指示があった。具体的には、21 世紀型社会インフラの整備について、災害復旧を含む公共事業に 2 兆 5,000 億円、施設費等の非公共事業に 1 兆円、合せて 3 兆 5,000 億円の予算措置を行なうことが第一である。第二に、国庫債務負担行為の活用等により、公共事業の契約前倒しを事業規模 5,000 億円を上回ることを目標に進める。三番目には、信用保証の追加など中小企業向け等の金融対策、住宅金融対策、雇用対策について重点的に予算措置を行なうことである。各省庁からは、10 月末日までに景気浮揚効果の大きい充実した内容の要望を提出して頂くこととしている。今後、景気の本格的回復と新たな発展基盤の確立に資するものになるよう、全力を挙げて第二次補正予算の編成作業を進めていかなければならないと考えている。

最後に、金融資本市場であるが、去る 9 月 25 日の G 7 の声明において、

日本経済及び世界経済に対する円高の潜在的な影響についての日本の懸念を共有するとされたところである。今朝の議論でも、特に中原委員が指摘されていたが、急激な円高の進行は、景気の先行きに対する不透明感を高めることなどにより、漸く最悪期を脱し、改善の兆をみせ始めている日本経済に甚大な悪影響を及ぼす恐れがある。また、第二次補正予算の編成に伴う国債市場の動向等も十分注意していく必要がある。

ただ今総裁ご自身から紹介があったとおり、日本銀行におかれても、先般のG7の機会に総裁が表明されたように、ゼロ金利政策の効果浸透をより確実なものとする観点から金融調節手段の拡充についても検討されていると伺っているが、金融政策運営に当たり、市場の動向にも十分にご配慮頂き、適切な対応を採るようお願いしたい。政策委員各位におかれては、ご審議に当たり、以上申し上げた政府の経済財政運営の考え方等につき、ご理解を賜りますよう、お願い申し上げる次第である。

速水議長

ご意見は承りました。

小峰経済企画庁調査局長

経済企画庁の景気の現状と政策対応について政務次官から発言があったと思うので、私からは金融政策に関する部分について述べさせて頂く。日本銀行におかれては、金融政策手段の多様化を進めるという観点から、オペ手段の拡充について検討頂いていると聞いている。私共としては、自律的な経済回復が明らかになるまで為替変動の影響も配慮しつつ、金融経済情勢に応じて、適切な金融調節の手法により潤沢な資金供給を行なうと共に、オペ手段の拡充等を含め、より効果的な資金供給を行なって頂きたいと考えている。

速水議長

それでは、議案の取り纏めに移りたい。委員方からの意見では、当面の

金融市場調節方針についてゼロ金利政策の継続が適当というご意見が大勢を占めていたと思う。従って、私からはゼロ金利政策の継続を議長提案として出させて頂きたい。今回は先程からの議論も踏まえ、現在のゼロ金利政策をより明確に表現したディレクティブと、ゼロ金利政策の継続という政策決定を明らかにする対外公表文を用意させて頂きたい。

他に議案を提出される方がいれば準備頂きたい。

[中原委員より議案提出の表明]

[事務局より中原委員と議長提出議案を配付]

事務局より中原委員の議案と私の議案を読み上げてもらう。

雨宮企画室企画第1課長

まず中原委員案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。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。中期的目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間（10月16日～11月15日）の超過準備額を前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、2000年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る（注）。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る。（注）マネタリーベースについて2000年1～3月期平残で前年同期比10%の伸びを実現するためには、現状程度の銀行券の伸び（前年同月比6%程度）が続くことを前提とすると、来年3月までに買いオペ等の拡大により現状比3兆円程度準備預金の残高を増額させる必要がある。以上。」である。

続いて議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」。別添を読み上げる。「別添。平成11年10月13日 日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、ゼロ金利政策を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（全員一致or賛成多数）。すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」。

速水議長

それでは、中原委員は議案の説明をして下さい。

中原委員

提案理由を説明する。第一に、日銀法における日本銀行の目標は物価の安定等であるが、目標および手段の双方について全く自由で拘束されておらず、100%の裁量権を持っている。これは民主主義の枠組みの中では不適當ではないかと思う。やはり明瞭な目的を持ち、そのうえでそれを達成するのに如何なる手段を使えば良いかを考えるべきである。それに適う目標の設定によりアカウントビリティがはっきりする。例えば、イギリスではイングランド銀行は政府から物価目標を2年先に2.5%と与えられ、その達成に必要な金利の調節、レポ金利の調節を行なうということであり、非常に明快である。日銀の場合には非常に不明解、不透明なところがあり、はっきりと目標を定めることにより明確にすべきと考える。例えばCPIで2年先に0.5~2.0%の幅の上昇を見込む訳だが、このように自ら目標を設定することにより自分の責任を明らかにする。そしてアカウントビリ

ティーというのは、本当ははっきりとした目標がなければ達成できないと思っており、目標も手段もはっきりとさせる必要がある。

二番目の理由は、アカウントビリティの問題である。現在までのところは、例えば今日のディレクティブの提案にもあるが、豊富にとか弾力的にということであるし、これまでの表現でも潤沢にとかデフレ懸念が払拭されるまで等々抽象的な表現に終始している。本当にアカウントビリティを取るためには、具体的な数値で表現する必要があると考えている。そうした意味において具体性を持った提案をさせて頂いた訳である。

三番目の理由は、ゼロ金利政策の下でマネーサプライとマネタリーベース等の量的な指標の鈍化が著しいことである。マネーサプライに関しては98年7月以来の低い伸び率であるし、マネタリーベースも98年の1月から10月の間は9~10%で推移していたが、最近になって6%前後で伸び悩んでいる。これが円高その他色々な面に繋がっている面もあり、マネタリーベースを一層緩和するためには量的な緩和が必要である。

四番目に、景気との関係である。景気は景気動向指数、その他の指標から見て本年4~5月頃を底に立ち上がってきている感があるが、その足取りは極めて緩慢かつフラジャイルである。景気をより一段と加速させ確かな足取りとするために、積極的に量的な緩和により増強させていこうということである。

五番目として、これは経済政策との整合性の問題だが、景気が極めて難しい状況の中で、日本銀行の金融政策は今後打ち出される補正予算、あるいは総合経済対策との整合性あるいはハーモナイゼーションを考えるべきである。それにより景気の足取りを確かなものにすべきである。

六番目には、現在、アメリカの景気は過熱気味である一方、ヨーロッパの景気が立ち直ってきたが、その中で日本経済だけが回復が遅れている。円高などにより極めてマイナスの影響を被る危険性がある中で、G7で半ば公約となっている景気回復のためのポジティブな金融政策を打ち出す必要がある。

最後に、CPIターゲティングについて2年先の物価、あるいは中期的

な物価目標を立てることは三つの意味がある。一つは金融政策にディシプリンを与える、二つ目は目指すところを抽象的ではなく具体的に分かりやすく人々に示すと同時に、人々の将来の期待を安定させる。三つ目は政治的な介入を防ぐには一番良い方法と思っている。

速水議長

それでは、議長案について補足させて頂く。金融市場調節方針について実質的な変更はないが、表現をより明確なものに変えた。変更点は2月12日の決定当時には妥当であったが、今となってはやや不自然になった表現を削り、代わりに「豊富で弾力的な資金供給を行う」との表現を使い、ゼロ金利政策の意味を明確にしたことである。もう一つは別添の対外公表文に、これまで「現状維持」という言葉を使ってきたが、これはノーアクションというイメージで受け取られやすいため、これに代えて「ゼロ金利政策を継続する」という表現を使った次第である。

両案に対して質問、意見があればどうぞ。

三木委員

議長案の別添の方は良いが、議決する案件のダイレクティブにはこれまでの継続性が抜けている。何から下げていくのかという点が抜けている。少なくとも「ゼロ金利政策を継続し、金融緩和効果の浸透に努め、豊富な…」といった趣旨文がダイレクティブの方にも必要なのではないか。

速水議長

ここで決めて頂く案件としては案件記載のとおりであるが、発表の際は趣旨についても説明をする積りである。決定自体はこの議長案で宜しいのではないかと思う。

三木委員

別添の文章は結構であるが、ダイレクティブだけを見ると何を言いたい

のか全く分からない。

藤原副総裁

ディレクティブは委員会が決めて黒田理事と山下金融市場局長に指示する文言である。何を決めたかを対外公表するのが対外公表文であり、ゼロ金利政策を継続し、金融緩和効果の浸透に努めていくという趣旨を専ら対外的に表明していく訳である。

三木委員

ただ、ディレクティブとして前文も何もなく、単に「豊富で弾力的な資金供給を行う」では益々何をしようとしているのか訳が分からなくなる。

中原委員

私はこの提案自体に反対であるが、三木委員の意見に関しては賛成である。

篠塚委員

私も三木委員の意見に賛成である。

中原委員

ゼロ金利といっても、「いわゆるゼロ金利」と書かないと訳が分からない。

三木委員

「現在のゼロ金利」とか「いわゆる」が必要だ。

中原委員

「これまでやってきた」ということでないと訳が分からなくなる。

篠塚委員

特に案件を中原委員案と二つ並べると、記書き以下の内容が中原委員案は沢山書かれているが、こちらは書き込みが少ないため、極めて奇異な感じがする。

藤原副総裁

目標や数字が散りばめられていないということか。

篠塚委員

これだけではイメージが全然分からない。

中原委員

中にだけ通用して外に通用しなくて良いという藤原副総裁の発言はおかしい。

藤原副総裁

そんなことは全然ない。従って、対外公表文に「ゼロ金利政策および緩和効果の浸透」ということを謳っており、それで宜しいのではないかと思っている。理事および局長に対する指示としてこれではまだ不備だということであれば、皆さんで検討しても良いと思う。三木委員はゼロ金利と言っているながら、できるだけ低めということがメルクマールに欠けているような印象を持つとお考えなのか。

三木委員

主語がないという感じである。

藤原副総裁

趣旨をダイレクティブにも加えるべきということか。

三木委員

これだけ切り離してみると、何を言っているのか全く分からない。アカウントビリティは外に対するのも大事であるが、中に対してのアカウントビリティもある。

植田委員

私はこれで分かると思う。

三木委員

違和感がある。

速水議長

これまでもディレクティブはこのような書き振りではなかったか。

雨宮企画室企画第1課長

2月12日の決定では、より潤沢な前回以降の比較が入っているが、より潤沢な資金供給を行ない、当初0.15%を目指し、その後段階的に下げていくというディレクティブを頂戴している。執行部サイドとしては、政策委員会からご指示頂く内容は例えばコールレートを0.25%にしろとか、0.35にしろとか、極力低めにしろとのみ頂戴すれば十分である。「豊富で弾力的な」とは、ゼロにするために可能な限り豊富に資金供給をなさいという意味であろうし、「弾力的」とは例えば9999問題の9月8、9日や期末日等市場に大きな変動が生じた場合には弾力的に対応してゼロ金利を維持なさいということと解釈できる。従って、ディレクティブを受け立つ立場からすれば、これで十分仕事はできる。

三木委員

それは内部で一緒に議論しているから分かるということである。

雨宮企画室企画第1課長

日本銀行の執行部は日本銀行法に基づいて政策委員会の監督の下で仕事をしており、それも含めて考えると、私共が頂くものとしてはこれで十分である。要は、委員会としてこのディレクティブにどういう意図を込められるかをご議論頂ければ良い。

三木委員

意図は余りない。意図は要するにいわゆるゼロ金利政策を継続することであるが、それが抜けているのではないか。

山口副総裁

意図も内容も不明確ではないと思うが、このようなことで議論しても無意味であり、どうしても入れたいのであればそれでも構わない。

雨宮企画室企画第1課長

ディレクティブには客観的に狙いを述べて頂くのが良い。パン職人にパンを作れと命じる時には、綺麗なパンを作れと言っても仕方がなく、あんこが何グラム入ったパンを10個作れという命令であり、命令としては「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレートをできるだけ低めに推移するよう促す」という方が適当である。従って、その上の次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針についてに続き、「ゼロ金利政策を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていく観点から、下記のとおりとし、別添のとおり公表すること」と書き加え、ご指示頂くのも一つの方法かと思う。

三木委員

結構である。

雨宮企画室企画第1課長

ただ、今後、政策変更が様々な局面の中で行なわれることを前提にすると、執行部に対するディレクティブは客観的に普通にして頂き、むしろ委員会としては対外的にどう表明していくか、如何に世の中に訴えていくかという発表文を考えて頂く方が分かり易い。

三木委員

組織の決定過程を考えれば、それは違う。重要なのはむしろ別添の方であることはそのとおりである。しかし、組織の決定というのはそんなものではないだろう。先程雨宮課長が提案した文章表現であれば、明確になる。

中原委員

案件が案件だから、違うのであれば記の方へ入れるべきではないか。

雨宮企画室企画第1課長

そういう意見もある。案件は、下記のとおり決めるということであり、これ全体を決めて頂く訳である。

速水議長

案件は執行部への命令であり、これは外には発表しないのではないか。

三木委員

議事要旨にでる。

雨宮企画室企画第1課長

議事要旨には案件と公表文の両方がでる。

山口副総裁

ゼロ金利が実現して数か月経ち、本日こうした議論をしたうえでこれを

決める訳であり、意味、内容とも非常にクリアだと思う。ただ、どうしても入れたいというのであれば、絶対に反対というほどの理由もない。

三木委員

携わってきている人には分かるが、世の中の一般の人は発表演よりもまず案件を見ると思われ、案件だけを見ると訳が分からないのではないか。

山口副総裁

初めて見る人は議事要旨で見る訳であるが、そこには案件も公表文も載っている。

三木委員

両方載るが、普通はまず議決対象の方を見る。発表演はこれで良い。

速水議長

別添の方が前に出れば良い訳か。

ゼロ金利政策という言葉は初めて使用するが、これは「いわゆる」を入れた方が良いのか、どうか。これまで公式の場では使っていない。

三木委員

ゼロ金利政策というのはこの場で決めた訳ではなく、議決のダイレクティブの中身を議長が、いわゆるゼロ金利政策と表現したのが世間一般に浸透している訳である。従って、「いわゆる」と入れた方が外部からは分かり易いと思う。

山口副総裁

自分達がやっていることであり、不要だと思う。

中原委員

厳密には、ゼロ金利はせいぜいショート・タームで実現されているだけの話であり、それから先はゼロではない。従って、やはり「いわゆる」ではないか、日銀の言うところのゼロ金利である。

三木委員

外部からはその方が分かり易い気がする。

雨宮企画室企画第1課長

確かに、ターム物はゼロではないとか、貸出金利はゼロではないではないかという議論もある。ただ、日本銀行が言っているゼロ金利政策とは、インターバンクのマーケットに資金を十二分に供給し、オーバーナイト・レートをできるだけ低めに推移させることだという理解は既に浸透している。また、自分のやっていることに「いわゆる」と付けるのは如何か、という気がする。

三木委員

ディレクティブには入れる必要はない。発表文により外部にどう理解してもらうかが、今回の一番大きなポイントである。

雨宮企画室企画第1課長

その場合には、「いわゆる」などと付けずに、ゼロ金利政策の継続という方が多分力強い感じがするのではないか。

中原委員

鉤カッコはどうか。

雨宮企画室企画第1課長

それは良いかもしれない。案件の中に三木委員の主張を入れ込む形のも

のを作ると、記書きは同じであるが、その前の案件の部分に「次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針をゼロ金利政策を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていく観点から、下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。」となる。要するに、公表文とほとんど同じになる。

植田委員

案件に入れるのは適当でない。

雨宮企画室企画第1課長

趣旨は発表するものの中で通じればいい訳である。実際に日本銀行の中で政策委員会から指示して頂く文章はシンプルな内容にして頂ければ良い。金融市場調節方針については、指示と公表文の両方をセットで委員会において決めて頂くため、対外的には公表文で訴えかけていくことで委員の狙いは十分達せられると思う。因みに、前回までのダイレクティブもそれ自体に何かこうした狙いがあるということは書いておらず、単に「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。」となっている。

植田委員

原案で良いように思う。

速水議長

原案で良いか。武富委員はどうか。

武富委員

原案で結構である。指示文を内部だけが分かっているのはおかしいと言われる意味もよく分からない。ダイレクティブは決定会合が内なる執行部に与えるものであり、内部の人が明確に分かれれば十分な訳である。そうし

たディレクティブを与えた趣旨については、市場との綱引きの中でどう対外公表するかという別途の問題であり、それは別添に具現化されている。従って、別添の文章で我々がディレクティブとして執行部に与えたものの趣旨が市場に巧く理解され、巧く反応してくれるかという観点からチェックすることは必要であるが、ディレクティブ自体はこれで良いのではないか。

速水議長

篠塚委員はどうか。

篠塚委員

私は三木委員と同様、これでは正確ではないという気がする。中原委員案と並べると、記書きの中身の情報量に差があり過ぎ、バランスが取れていない気がする。

武富委員

中原委員案の記書きが多過ぎるということではないか。相互の連関が分からないし、執行部もこうしたディレクティブを指示されたとすれば、非常にやり難いと思う。

中原委員

それは中期的なものを提案しているためにそうなのであり、中期的なものについてディレクティブを作って良いというのであればそれでいい。私は執行部の指示で、ここへ入れた方がいいと言われたのでこうしている。

雨宮企画室企画第1課長

中原委員のようにリザーブ・ターゲティングのレジームを採るのであれば、例えば1年後のこうした目標でこうしたことをやるというスキームが別途あり、それに対するディレクティブは次回決定会合までのリザーブの

伸び率は何パーセントにする、というだけのものになるのだろうと思う。

中原委員

そうではない。CPIのターゲティングがある訳である。

雨宮企画室企画第1課長

CPIのターゲットを毎回のディレクティブで決めて頂いてもいいが、イングランド銀行の方式でいけば、まず政府が決めるインフレーションの目標がある。イングランド銀行は実際にはリザーブ・ターゲティングをやっていないが、仮にそれに対応したリザーブ・ターゲティングのスキームが整っていれば、ディレクティブは恐らく「次回金融政策決定会合までのリザーブの伸び率を10%とする」というだけになると思う。

武富委員

イングランド銀行の場合は2週間物のレポ金利をどうするという形になるのであろう。

雨宮企画室企画第1課長

然り。BOEの場合には2週間レポの金利を何%にするということであるし、FOMCの場合にはFFを例えば5.25%にするというだけである。私が申し上げたのは、そうしたスキームが全部でき上がればそうなるということである。

中原委員

前に相談したらこのようにやれと言われた。

速水議長

山口副総裁はこの原案でいいですね。

山口副総裁

そのままが良い。

藤原副総裁

私もそのままが良いと思うが、いわゆるゼロ金利政策を際立たせるのであれば、対外公表文のゼロ金利政策を中原委員の言われたように、鉤カッコで括っても良いかもしれない。

雨宮企画室企画第1課長

因みに、総裁のG7におけるステートメントも、“in the context of the zero interest rate policy”であり、ある意味では“zero interest rate policy”は相当程度市民権を得ている言葉と考えても良いように思う。

中原委員

しかし、敢えて三木委員の援護をすれば、内部で分かれば良いということであるとすると、暗号でもいい訳である。

雨宮企画室企画第1課長

私が申し上げているのは、内部で分かれば良いということではなく、意思決定機関が執行部に指示する内容としては、私共はこれで過不足ないと思われるということである。

速水議長

植田委員はゼロ金利はこのままで良いか。

植田委員

どちらでも良いが、付けるとすれば「いわゆる」に限りなく近い。私は付けない方が良い。

速水議長

武富委員はどうか。

武富委員

こだわらないが、固有名詞的な意味では鉤カッコがあった方が良い。

篠塚委員

私も鉤カッコがあった方が良い。

三木委員

公表文は鉤カッコでも何でも良い。

速水議長

それでは、公表文のゼロ金利政策は鉤カッコ付にする。

篠塚委員

「豊富で弾力的な資金供給を行い、」とあるが、常に供給の方ばかりではなく、吸収をすることもある訳である。仮に、このディレクティブに忠実に従うとすれば、常に供給を行なうだけになってしまうことはないか。

藤原副総裁

これは、以前「潤沢な資金供給」とあったものをより明確にするために「豊富で弾力的な」という形容詞を加えたが、資金供給という点では一貫して使っている用語であり、これで良いのではないか。

速水議長

それでは、中原委員案、議長案の順で採決することとするが、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

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。中原委員の提案を採決の結果、賛成 1、反対 7であった。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

植田委員
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。議長案採決の結果は賛成 6、反対 2 であった。反対は中原委員、篠塚委員であった。

速水議長

議長案が賛成多数で可決されたが、中原委員、篠塚委員は改めて反対理由を明確にしておかれるのであればどうぞ。

篠塚委員

第一に、景気の底固さが増しつつあるし、先行きについても国内民需が自律的な回復に向かう蓋然性が高まりつつある。従って、ゼロ金利政策の解除に向けての足取りが進んでいるのではないかと思っている。第二は、ゼロ金利政策が長期化すればするほど、それを前提にして各主体が制度化された行動を採って行くため、ゼロ金利解除に向けて一層困難さが増してきていると思われ、ゼロ金利の副作用が顕現化するリスクが一段と高まるのではないかと考える。最後に、これだけゼロ金利が隔々まで浸透化していくと、解除の時期が必ず後手に回っていくのではないかと懸念される。

中原委員

第一の理由は、いわゆるゼロ金利政策は既に 10 か月になったが、長引けば長引くほど、低金利、デフレ傾向の持続、あるいは円高傾向になり易い。特に、名目金利をゼロに抑え込もうとする限り、却ってデフレ期待が持続する恐れがあるのではないかと懸念される。第二に、デフレ懸念がなくなるまでゼ

口金利を続けるとなると、いずれデフレ懸念がなくなれば、名目金利が上がってしまう訳であり、解除の時期が非常に難しくなる、あるいは逆にその時期までゼロ金利政策を継続することは困難になるのではないか。第三の理由は、これまでのゼロ金利政策の効果が出尽くし、これ以上なかなか効果が行き渡らないと思うからである。第四に、現在のゼロ金利で積み上額を1兆円限度に止める限り、説明をさらに行ない、あるいは資金供給手段を多様化しても、自ずから限度があるのではないか。第五には、政治との間合いを取るためにどうすべきかをよく考えなければならない訳であり、一定の目標、ターゲットを設けることが賢明である。手をこまねいていと受け身になり、日銀引受け、買切りオペ等の増額を強いられかねないと恐れている。最後に、恐らく量的緩和の方が金利も自由に動くため、色々な意味においてマーケットとの対話、あるいはマーケットの期待に弾力的に responding していく点で優れているのではないか。

[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、賛成多数でゼロ金利政策を継続することが決定された。黒田理事、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、これをもって指示をする。

なお、決定事項の公表は会合終了後50分程度経ってからになるため、それまでの間は厳に出席者限りで宜しく願います。

(午後3時25分中断、午後3時35分再開)

V. コンピューター2000年問題を踏まえた金融市場調節面の対応の決定 (資料-6)

速水議長

次の議題に入る。2000年問題を踏まえた金融市場調節面の対応について、

山下金融市場局長から最近の金融市場動向について説明してもらう。

山下金融市場局長

コンピューター2000年問題に関連する最近の市場動向、ならびに年末にかけての資金需給見通しの二点についてご報告する。まず、最近のY2K関連指標からみた市場の動きだが、ゼロ金利政策継続の下で全体としては引き続き概ね落ち着いた推移となっている。ただ、約定ベースで年末越えまで3か月を切った9月末辺りから、やや変化の兆しが見られ始めている。第一にユーロ円3か月物レートが年末越えとなった9月29日以降、TIBORベースでも出合いベースでも各々大幅に上昇している点が目立っている。例えば、3か月物TIBORは29日に17bpの上昇となっているが、最近の同時期の上昇幅は僅か5bpであり、年末越えプレミアムが今年には昨年に比べ早目かつ強めに意識されていることが窺われる。第二は、ジャパン・プレミアムが9月末以降8bp程度で上昇している。さらに、レポ市場におけるスペシャル・コラテラルのレート、すなわち特定の銘柄のレートは8月の市場の混乱時で大体-250bp程度あった訳である。これがかなり落ち着きを回復してきているが、最近でも-80bp程度と依然として大幅なマイナス基調が続いている。つまり、債券を借りるのに相当なコストを払わなければならない状況になっている。

この間の主要短期金融市場の取引高の動きをみると、銀行の預貸尻の改善などを背景に無担コール、有担コール、CD等の銀行の調達が大きく落ちている。また、国債の先物、現物の取引高をみても前年をかなり下回る推移となっており、資金市場、国債市場の両方で流動性の低下が頓に指摘される状況となっている。このように資金市場、国債市場とも出来高が大きく減少してきている訳であるが、今後年末にかけて2000年問題に関連して一層の流動性の低下を懸念する声が強まっている一方、金融機関の年末越え資金調達の本格化が予想されるため、金利やレポレートのボラティリティーが増大するリスクがあることには十分留意しておく必要がある。市場関係者からは、本行のY2K対応としての流動性供給方針が明確と

なっていない状況の下では、年末越えの資金繰り、担保調達計画が過度に保守的、防衛的になる恐れがあるとの懸念が聞かれ始めている。そろそろ本行のY2Kに絡む流動性供給方針を明確にしておかない限り、市場の不安心理を高め、何らかのきっかけでただでさえ流動性の落ちている短期金融市場や国債市場に予期せぬ混乱が発生するリスクが出てきている。

次に、Y2K問題の対応を考える場合に、今一つの重要な論点である調節技術上の制約の問題である。例年、年末にかけては銀行券の増発や法人税の納付などから資金不足額が大きく拡大するが、本年は国債発行額や政府短期証券の市中発行額が大幅に増加する見通しであることに加えて、Y2Kに起因する資金需要の増加もあり、ラフな推計では年末時点では20兆円をかなり超える資金不足が発生する見込みとなっている。私共のオペによる1日の最大供給能力は、現状では平均8,000億円程度であり、年末までに20数兆円の資金供給を行なっていくためには、2か月近くを見込む必要がある。年内の資金不足に対応した年内物のオペも打つ必要があることを考えると、調節技術的な面からもそろそろ年末越えの資金供給を開始することが必要な時期にきている。以上、市場動向、調節技術面の必要性などからみて、本行のY2K対応に絡んだ流動性供給方針を早期に決定頂き、公表すべき時期がきているというのが、金融市場局の判断である。

山口副総裁

ドル金利の上がり方が50、60bp、円金利のユーロ円TIBORなどの上がり方が17bpになっている。金利水準が全く違うため単純な比較はできない訳であるが、ドル金利の上がり方に比べて円金利の上昇をどう評価しているのか。

山下金融市場局長

9月末の上がり方は非常にユニークである。米ドル金利に9月期末要因はないかもしれないが、日本の場合には9月期末プレミアムがあり、それが剥落すると同時に年末プレミアムがつくため、例えば昨年も5bpしかつ

いていない。本年の場合は年内は既に全てゼロ金利になっており、9月の期末プレミアムはほとんどなかった訳で、年末プレミアムが急に上がってきたという意味ではかなり大きいと感じている。米ドル金利5%台のところは50bp前後上がったのに比べて、ほとんどゼロから20bpも上がるのは相当大きく上がっていると言えるのではないかと。

大野大蔵総括政務次官

2000年問題というのは年明け後の期間としてはどの頃になると落ち着くのか。

山下金融市場局長

2000年問題には二つのファクターがあり、一つは1月4日が一番大きな危険日になっている。仮に、年号が変わってコンピューターが作動しなくなり、混乱が生じた場合にどうなるかという実際にクリティカルデイ（1/4日）に障害が起きることに伴う問題。今一つは、そのことで金融機関を始めとする経済全体が不安になり、そのための準備や場合によってはパニック的な行動に走ることで事前に色々な混乱が起きるといふ二つの問題がある。我々は今後年末にかけての資金不足を埋めるため20数兆円を資金供給をしなければならぬ訳であるが、仮にパニックが起きて国民が銀行券を多額に引き出して持つとか、企業が在庫を大幅に積み増すとか、あるいは銀行が資金を放出をせずに抱えてしまうことになると、資金不足の規模がどんどん大きくなっていく。まず第一に、そうした事態にならないよう不安心理の拡大を回避していかなければならない訳である。それを抑えるための一つの手段は、1月4日やその後何か起きた時には日本銀行が担保さえあれば貸出を弾力的に行なうこととし、金融機関が過剰な超過準備を抱え込まないよう、危険日以後の資金繰りについて安心感を与えることだと思ふ。年末までの対応が円滑に進み、かつ実際にコンピューター障害の問題が起きなければ、1月4日の週から段々と落ち着いてくると思ふ。TB・FBの1月11日や12日辺りの償還日のところには、まだ危険日に近いと、入札になかなか乗ってこないと説明したが、そうした

状況からみれば、その辺まで混乱が続くかもしれないと予想して、オペの
エンド日設定等については慎重に対応していきたい。

三木委員

大体、10日から11日頃か。

山下金融市場局長

危険日は1月4日の週が一番のポイントである。他にも危険日としては、
例えば2月29日等のスペシフィックな日もあげられているが、重要な
のは、年明け後の最初の営業日1月4日に作動するかどうかである。

速水議長

ジャパン・プレミアムがここで出てくるというのは、どういうことか。

山下金融市場局長

金利が上がる局面になると、どうしても内外市場における邦銀への見方
が多少厳しくなる傾向があり、上がる時には日本の銀行の方が先に上がっ
てしまう。ただ、プレミアムが拡大したといってもまだ8bpであり、金融
システム不安が覆っていた一頃の何十bpに比べれば心配する程のもの
はない。

速水議長

世界的にも多少上がっている訳か。

山下金融市場局長

然り。Y2K問題は各国共通であり、金融先物の指標も各国とも年末越
えのところは大きく上がってきているし、ドル金利も大きく跳ね上がっ
ている。

篠塚委員

縮小したコール市場が再度拡大することはあり得ないのか。

山下金融市場局長

9月8日、9日にはかなり規模が回復した。生保等はオーバーナイト・レートが8bpを超えてくるとコールに戻すビヘイビアをとっている。そうした意味で今後の金利情勢次第で多少動きはあると思うが、諸外国に比べ日本のオーバーナイト依存が、これまで突出して高かったことに基本的な問題がある。それがゼロ金利政策移行後、次第にターム物で取るとか、コール市場だけではなくて直接投信や保険会社から資金を取るという形ができてきている。その背景には、来年末にRTGS化が図られると資金繰りが難しくなっていくため、オーバーナイト依存を是正し、ターム物を含めたシステマティックな調達に切りかえていかなければならないといった面もある。そうした中長期的な構造変化もあるし、ゼロ金利の下でプライスメカニズムにより色々変化している側面もある。勿論コール市場自体がこれで無くなってしまうということではない。実際、現状の20兆円程度のところで、市場規模はある程度落ち着いた形となっている。市場機能面でも、現在のところビットアップすれば取引が出来る状況で格別大きな問題はでていない。ゼロ金利の長期化により、次第に採算が取れなくなり、例えば短資の数が減るとか、あるいは外銀辺りが商売を止めてしまう形になれば、また様子が変わってくるかもしれないが、当面はプライスメカニズムが十分効く形で小康状態に入っていると思う。

植田委員

資金需給の見通しとしては今後、大幅な資金不足期に入っていくことになるが、それでも従来同様に例えば1兆円の積み上を実行していけば、金利はこれまで通りの水準にあるとみて良いのか。それとも多少の変化が発生してくるのか。また、金融機関等によるキャッシュないし超過準備に対する需要の増大は本当に12月後半頃から発生するものなのか、今少し前

倒しになるのか。

山下金融市場局長

第一の点は、銀行券が出たり税の揚げに伴い、これまでも例えば6月の2日に8兆円の不足になるといった状況があったが、その時には勿論大量の資金を供給して、資金不足を埋めるため、オーバーナイト・レートはゼロ金利のまま推移した。また、1兆円の積み上幅に何となく感覚的に慣れてしまい、普通を感じになってきているが、1兆円はGDPの0.2%に相当する。Fedが持っている準備預金は全体がGDPの0.2%相当であり、我々はFedが供給している準備預金全体を超過的準備で供給している。それだけ巨額の資金を出しながら調節している訳であり、資金不足期になってもそれだけの超過的資金も含め供給する訳だからレートは上がらない。勿論、例えばこの9月期末には積み上幅を1.2兆円に拡大した訳だが、地銀辺りが日銀の預金はBIS規制上リスク掛け目がゼロであることもあって、超過準備を大幅に抱えてしまうといったことが生じれば、さらに資金供給額をオンしていかなければならない。ただ、通常の皆が超過準備を持ちたくないと考えてやっている状況の下では、積み上1兆円に相当する資金を供給すればゼロ金利が確実に達成できる。

二番目の点については、民間金融機関から年末にかけての資金繰りについて考査局がヒアリングを行なっている。何かのショックから不安が高まり、パニックな状況になってくれば、資金繰りのバッファーであるFBもTBも投げ売ってキャッシュ化し、早目に準備預金を積み上げようという動きに出てくる可能性がないとは言えない。しかし、正常にマーケットが回っていくことを前提とすると、1月4日が心配な訳であり、30日にかけての数日に大量の超過準備を保有する行動をとることになると思う。

植田委員

その数日だけという感じなのか。

山下金融市場局長

基本的にそうである。

三木委員

一般企業になると相当決済用の金額が必要であり、キャッシュで手許に持っていなければならないという動きは余り聞かない。現在はまだ表に動きが出ていないだろうが、そうしたことを考えなければならないか。

山下金融市場局長

むしろ企業が考えているのは、危険日に取引を避けることだと思う。大手企業にはキャッシュで決済するという発想は多分ない。まず危険日 avoidance、金融機関との関係でコミットメント・ラインを設けるなど万一の場合の対応をとる動きが散見されている程度である。これまでのところ米国のように社債を出して早目に資金を獲得しておくといった動きも出ていないし、企業部門でもパニッキーな感じは全く出ていない。今のところは危険日 avoidance を避けて取引をする、あるいは金融機関との間でコミットメント・ラインを設ける等の極めてモダレートな対応をとる動きが見られる程度である。

中原委員

どのマーケットに一番大きな影響がでるのか。

山下金融市場局長

ゼロ金利が浸透しているため、確かに年末越えのターム物金利は上がっているが、まだ様子見の向きが多く、取引自体はそれほどできていない。逆に、CPなどは日銀のオペが大量に打たれるとの予想から金利が大幅に下がっている。A 1 格等は 10bp を切ったレートで調達できるという前提で動いている。マーケットが期待しているように日本銀行が潤沢な年末越え資金を供給し、かつ 1 月 4 日対応について据置担保貸出の弾力的運用な

どの非常時対応をとることになれば、インターバンク市場もCP等のオープン市場も基本的には大きな混乱は回避できるものと思う。

ただ、個人的に心配している点は物の方である。8月にレポ市場で混乱が起きたが、日本では国債のフェールが認められていないし、先物が現在3月限が12月限を飛ばして中心限月になっているという非常に不規則な形になっている。加えて、国債の流動性が落ちてきているため、多分11月、12月と年末に近づくにつれて、次第に取引自体を避けるようになってくると思われ、8月のような形で一種の物が無くなる状態が生じる心配がある。資金の方は、日銀が必要があればある意味では無限に供給できるが、物の方は手立てがないため、マーケット動向を注意深くウォッチしながら大蔵省とも連絡を取りつつ対応していくということしかないと思っている。要するに、何か起きた時に直ちには手を打ち難いという意味で国債市場の動向が気になっている。

速水議長

2000年を控えて日本銀行による弾力的な資金供給方針を明らかにするタイミングとして、本日が適当であると提案させて頂いたが、それで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、コンピューター-2000年問題を踏まえた金融調節方針について議案を提出する。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

議長案を読み上げる。「コンピューター-2000年問題を踏まえた金融市場調節面の対応。1. コンピューター-2000年問題を踏まえた金融市場調節面

の対応を、以下のとおりとすること。金融市場調節を行うに当たっては、年末越え資金を豊富に供給するなど、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動に十分配慮し、弾力的な対応を行う。2. 対外公表文は、総裁が定めること。以上。」。

中原委員

対外公表文を念のため見せて頂きたい。

雨宮企画室企画第1課長

対外公表文については別途政策委員会の通常会合でご報告している貸出面の対応と一緒にし、後程政策委員会の通常会合においてご報告する予定である。

速水議長

それでは採決して宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

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。ただ今の採決の結果は、賛成 8、全員一致であった。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として 2000 年問題を踏まえた金融市場調節面での対応について全員一致で決定した。対外公表文についてはただ今決定頂いた調節面での対応と、既に政策委員会の通常会合でご報告してある貸出面での対応と併せて、執行部で作成し公表することにする。

VI. 金融市場調節手段に関する当面の運営方針についての決定

速水議長

次の議題に移る。オペ手段の整備等についてである。ゼロ金利政策の効果を一段と浸透させていくオペの手段を整備していく件であるが、先程からもご意見が出ておりましたので、ここで討議したい。

既に 9 月 21 日の会合で私から執行部に指示しており、どのようなメニューがあり得るかについて、企画室の稲葉参事、山下金融市場局長から説明してもらう。

稲葉企画室参事

ただ今配付した資料に沿ってご説明する。一つは金融市場調節手段の整備、今一つは年末越えオペの実施の工夫である。まず、(1)は短国、F B、

TBのアウトライトオペすなわち、売り切り、買い切りオペの導入を検討している。短期国債を使ったオペは本年3月に現先方式のオペとして整備しており、具体的には従来のFBの売現先とTBの買現先を統合し、それぞれFB、TBとも買現先、売現先が出来るようにしてある。短期国債の市場残高としては最近9月末ではFBが16兆円、TBが20兆円、合計36兆円強となっており、今後FBを中心にさらに増えていくことが十分期待される。取引高もこれまでは現先取引を中心に急増しているが、今後アウトライトもそれなりに増えていくと考えられる。こうした状況を踏まえ、金融調節の一層の円滑化を図るという観点からは、アウトライトオペの導入に向けて検討を進める方向で実務的なフィージビリティチェックを行なっている。現先方式に加えて、こうした買い切り、売り切りが出来るようになれば、短期の調節手段として、2000年問題のように短期的に流動性供給が必要となる場合にも対応が容易になるのではないかと考えられる。

(2)以下は、現在の規程の下で執行部として工夫をすることで出来るものである。考えているのはレポ・オペ対象国債の拡大である。レポ・オペによる資金供給力を強化する観点から対象国債を現行の4年、6年、10年、20年物国債に加えて、2年債を追加してはどうかと考えている。これは本日からでも実施できる。

2.の年末越えの資金需要に対応したオペの運用面では工夫が二つある。一つは各種オペ手段を活用して年末越え資金の供給を図ることであるが、Y2K問題に伴う資金需要の変動にも十分配慮して弾力的に資金供給を行なうために、国債のみならず民間債を対象とするオペ手段もフルに活用していきたいと考えている。民間債も対象とするオペ手段として、具体的には手形オペ、CPオペ、社債等担保オペがある。このため金融機関に対しては、手形オペについては適格担保の事前持込み、社債担保オペについては担保の差入れ、CPオペでは事前審査等の準備を早目に進めてもらい、十分活用できるようにしたい。そのための呼び掛けが必要であれば呼び掛けもしたいと考えている。

二番目はオペのオファー先数の拡大である。オペの輪番オペ・オファー先に対して、一時的にオファー頻度を引き上げてはどうかということである。レポ・オペ、CPオペについては、これまで常時オファー先の他に輪番オファー先として交替にオファーしていたが、輪番オファー先にも毎回オファーすることにより、その分、豊富な資金供給が容易になるのではないかと考えられる。年末に向けてこのようなオペの運用面での工夫が考えられる。

速水議長

短期国債のオペは現先方式であったのを、アウトライト買いもやるということだ。アウトライト買いにおいて、途中で売ることもあるのか。

稲葉企画室参事

然り。

速水議長

最長1年ということだ。

稲葉企画室参事

TBは1年物である。買切った後、必要に応じて売却することも自由になり、オペレーションの運営がやり易くなる。

速水議長

レポ・オペについては、現先が可能であればレポは本当はなくても済む訳であろう。有取税の問題に伴いあのような格好にしたと聞いている。

稲葉企画室参事

その辺は将来の課題である。市場では有価証券取引税のために、いわゆる現先取引が不活発であったが、今回税制改正が行なわれたため今後は、

十分活発になると思う。その辺の検討は市中でひな型作りが進んでおり、それと平仄を合わせてこちらも対応していくことが考えられる。

山下金融市場局長

総裁のご質問は、いわば日本版レポではなく、グローバルスタンダードに則った現先形式のレポの準備状況はどうなっているのかということだ
と思う。これについては税制改正を受けて、民間ベースで証券業界を中心とするレポ研において来年の4月頃から取引を始める方向で契約作りなどの作業を進めている。我々もそこにオブザーバーで参加し、議論をしており、市中取引の帰趨を見極めながらではあるが、オペ面での対応も考えていきたい。

速水議長

現行のレポ方式ではバランスシートが水脹れしてしまうため、現先でやった方がいい。

山下金融市場局長

バランスシートの方は、売出手形の使用を抑えて両建オペをしなくても済むようになってきたため、現時点では前年比 11%減と、相当スリムになってきた。ご指摘のとおりレポ・オペの寄与はあるが、売出手形が前年に比べ 10 何兆円も落ちているため、バランスシートの水脹れはかなり抑えられている。

三木委員

レポ・オペの対象国債にする 2 年物は、今まで発行されていなかったのか。

山下金融市場局長

これまでは発行残高が比較的少なかったため、レポ・オペの対象として

いなかった。現状同残高はまだ6年債、4年債に比べて約半分ではあるが、絶対額では6.5兆円まで大きくなってきた。また、こうした金融環境では特に長いオペを打とうとする場合、10年債や6年債などの長めのゾーンでは価格変動リスクが大きいためオペに応じて来れないが、期間の短い国債であれば応じ易いという感じがあり、特に年末越えの長めのオペを打つ時にはかなり入ってくる可能性が強いと思われる。最近のレポ・オペへの入り方をみると4年債、6年債がかなり多く、その意味では2年債をオペ適格とすることに対する市場の期待も大きい。実際、集玉効果を上げるためには、2年債を対象に加える意味は大きいと考えている。

中原委員

グローバルスタンダードに則ったレポ・オペとは何か。

山下金融市場局長

日本はレポ・オペを導入する際に、有価証券取引税があったため、現金担保の貸借という形でやってきた訳であるが、アメリカなどは売買の形式で対応してきており、取引の形式アグリーメント自体が違う。そうした意味で、グローバルスタンダードに則った形にしたいというのが民間の基本的な考え方である。それが今般有価証券取引税がなくなり、その環境が出来てきたため、現在新方式の導入に向けて検討している。色々な問題はなお残されているが、来年の春頃から取引が始められるようなスケジュール感で検討が進んでいる。

稲葉企画室参事

関係者はある種定型的なパターンで取引が出来るようにしたいと考えているため、検討に若干時間がかかっている。

三木委員

バランスシートの二重計上がなくなれば、バランスシートの圧縮に効い

てくる。

篠塚委員

短国のアウトライトオペ等の方は中央銀行としての一般的な金融市場調節の整備・拡充であり、特にゼロ金利政策の浸透を狙ったものということではなく、中央銀行としてオペ手段を整備拡張していく一環として考えれば良いのか。

稲葉企画室参事

基本的にはそうであるが、現状のようにゼロ金利政策を継続しつつその効果を一層浸透させていきたいということであり、そのような目的に対応し得るものといって良いのではないか。

篠塚委員

年末越え資金需要に対応したというのは、臨時・一時的な措置と考えるものであり、対応がかなり違うということか。

稲葉企画室参事

そういう意味では性格は若干違う。ただ、日本銀行としてもオペレーションが必要であれば民間債務を対象としたオペ手段を活用していきたい訳であるが、民間側の準備がある程度ないとできない面があり、かつ今回のように大量に資金を供給しなければならない可能性があるのであれば、この時点で金融機関に呼び掛け、準備をしておいて欲しいという意味合いを込めることが良いと考えた訳である。オペ先の方は、オファー先が多すぎるとオペレーションを機動的にできない面がある。ただ、今回の場合はその他にも潤沢に資金供給する必要性が特に年末にかけて強いため、その辺を勘案してオファー先数を拡大するものである。その意味では一時的な措置である。

篠塚委員

一時的なものであるとすれば、年末を越えれば止めるのか。

稲葉企画室参事

必ずしも格別のニーズなく済むのであれば、従来の線に戻していきたい。事務効率その他の問題があり、年末にかけては無理してやろうということである。

中原委員

取り敢えずやってみるのか。

山下金融市場局長

輪番制を設けているのは、基本的には事務面での制約を考えながら、しかし極力沢山の先にオペに参加してもらう趣旨である。具体的には 25 先を常時先に、10 先を輪番先にし、5 先づつを順番に入れ替えて、全部で 30 先を対象とするオペを行なっている。従って、輪番先を常時オフア先とする場合、例えば 30 先は機械対応できるが、残りの 5 先は手作業になるとか、業務局サイドの追加的な負担が色々ある。従って、現状は取り敢えず Y 2 K に対応してともかく大量の資金を供給するために、事務面での無理を承知で最大限努力するという我々の姿勢を表わすという趣旨である。今後については、その必要性があれば、業務局、あるいは金融市場局の事務体制をみながら考えていきたい。

藤原副総裁

短期国債アウトライトオペ導入の実務的詰め作業内容は何か。

稲葉企画室参事

具体的には規程のフィージビリティ・チェックをした上で、規程の整備をする必要があり、規程を当委員会にお諮りする手続きがある。また、

金融市場局が実際のオペレーションを行なうためのシミュレーションがある。

藤原副総裁

改めて政策委員会に諮るのか。

稲葉企画室参事

この段階ではまだ規程が出来ていないので、ご命令があればその作業を急ぐということである。

速水議長

次回の決定会合にかかると考えて良いのか。

稲葉企画室参事

急ピッチで作業を進めたい。

武富委員

システムサポートは大丈夫か。

稲葉企画室参事

ある程度は手作業の部分を入れつつ対応することになる。

山下金融市場局長

当面は業務局は手作業で行かざるを得ない。

速水議長

11月から実施になるか。

稲葉企画室参事

11 月中に各種の対応を完了し、12 月に入れば実施可能にすることを考えている。

山下金融市場局長

今回の場合は、オペ先選定の手続きは必要ないため、昨年 12 月のオペ先選定見直しで選んでいる先をそのまま使う。従って、従来に比べて比較的時間が短縮出来ると思う。目標としては 11 月中の実施を目途にやっていきたい。

速水議長

輪番オファー先は通常のオファー先 25 先に比べ若干質が落ちるのか。

山下金融市場局長

オペ先選定は、信用力と私共との取引があるなどの必要条件を満たす先について市場プレゼンスを基準に行なっている。市場プレゼンス基準には二つの要素があり、マーケットでどの程度ドミナントなプレイをしているかということと、私共のオペにどれだけ積極的に参加しているかの二つで順番を付け、上から順番で 25 先を常時先にし、その下位の 10 先を輪番先としている。その意味では、プレイヤーとして上位の 25 先に比べて多少力が弱い、すなわち元々取引が小さいため二回に一回参加させる輪番制の考え方はそれなりの理屈はある訳である。今度の場合は、そうした先も含めて、極力フルに入ってきてもらおうという趣旨である。

中原委員

この後、調節手段多様化のネタは残っているのか。

稲葉企画室参事

現時点ではないが、また指示があれば検討する。

速水議長

皆で知恵を絞って検討して欲しい。

それでは、こうした形でオペ手段を拡充し、ゼロ金利政策の一層の効果、浸透を図っていく方針について賛同頂いたものと思う。ここで、委員方の意見を踏まえて決定文と対外公表文を執行部に作成してもらうため若干の時間を頂く。

(午後4時22分中断、午後4時35分再開)

速水議長

それでは、事務局から決定文と対外公表文を読み上げて下さい。

稲葉企画室参事

決定文と対外公表文を読み上げさせて頂く。まず、決定文である。「金融市場調節手段の機能強化に関する件。1. 「ゼロ金利政策」の継続に当たり、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくこと。

2. 短期国債（FB・TB）を対象としたオペレーションに関し、現先方式（条件付売買）に加え、アウトライト方式のオペレーション（無条件売買）を導入することとし、次回決定会合において、その基本要領を決定すること。

3. 本件に関する対外公表文は、上記方針にもとづくその他の事項も含め、総裁が定めること。」。ここで「上記方針にもとづくその他の事項」としているのは、短国のアウトライトオペの導入は委員会で決定して頂く事項であるが、それに含まれないレポ・オペ対象国債の拡大等、執行部で出来ることも含めた公表文にしているためである。

次に、対外公表文を読み上げる。「平成11年10月13日。日本銀行。

金融市場調節手段の機能強化について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、「ゼロ金利政策」の継続に当たり、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくことを決定した。こうした方針のもとで、今般、以下の諸措置を講ずることとした。日本銀行としては、今後とも、金融市場調節手段の機能強化に努めていく方針である。

1. 金融市場調節手段の整備。(1) 短期国債アウトライトオペの導入。短期国債(FB・TB)を対象としたオペレーションに関し、現先方式(条件付売買)に加え、アウトライト方式のオペレーション(無条件売買)を導入することとし、次回決定会合において、その基本要領を決定する。(2) レポオペ対象国債の拡大。レポオペによる資金供給力を強化するため、レポオペの対象国債に2年債を追加し、本日より実施することとする。

2. 年末越え資金需要に対応した弾力的なオペの実施。(1) 各種オペ手段を活用した年末越え資金の供給。本年の年末越え資金供給に当たっては、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動にも十分配慮し、弾力的な対応を行うため、国債のみならず、民間債務を対象とするオペ手段もフルに活用していくこととする。このため、金融機関等においては、手形買入オペ適格担保の事前持ち込み、社債等担保手形オペの根担保差入れ、CPオペ適格審査等、所要の準備を早期かつ積極的に行っていただきたい。

(2) オペのオファー先数の拡大。年末越え資金の円滑な供給に資する観点から、年末までの措置として、レポオペ、CPオペにおける輪番オファー先に対しても、毎回オファーを行うこととする。以上。」。

篠塚委員

今回の1.の金融市場調節手段の整理および拡充という内容は、中央銀行の金融市場調節手段の一般的な拡充の一環として考えるものであり、特にゼロ金利政策のために実施するのではないと理解している。勿論、ゼロ金利政策をより浸透させるために行なうのであるが、大きな狙いはまず市場

調節手段の整備、拡充であり、たまたま現在の金融環境に鑑み、ゼロ金利政策の継続に当たりこれを使えばより浸透が図られると解釈した。しかし、発表文を普通に読んでいくと、ゼロ金利政策の継続に当たり実施するという印象が強い。従って、ゼロ金利政策が解除されれば、この手段、整備は不要になると読めてしまう。そこで、公表文の方は、「日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくために、以下の諸措置を講ずることとした。こうした方針のもとで、」としたうえで、「現在のゼロ金利政策の継続に当たって、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることによって、一層の浸透が図られるだろう。」「日本銀行としては、今後とも、金融市場調節手段の機能強化に努めていく方針である。」とすれば良い。その際、タイトルを「金融市場調節手段の機能強化について」ということを全面的に謳ってもらえると、私としては非常に納得できる。そうではなく、最初から「ゼロ金利政策のために」と書いてしまうと、ゼロ金利政策が解除になれば消えてしまうと解釈される。

中原委員

私も同じような意見である。私は先程の議長案に反対であり、この議長案の1.については賛成する訳にはいかない。2.は勿論結構である。先程頂いた金融調節手段に関する検討状況のうちの、1.の金融市場調節手段の整備は結構であるし、2.も結構であるが、このままを議長案とするのであれば反対せざるを得ない。

藤原副総裁

篠塚委員の提案された、「政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくことを決定した。」というのが新聞記事のリードのような形が出る訳である。

篠塚委員

あるいは、とにかく「本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の諸措置を講ずることにした。」とまず謳い、その措置はゼロ金利政策を採っていることに対して非常に大きな効力を持つという説明をした後、「日本銀行としては、今後とも同じような市場調節手段の機能強化に努めていく。」と結び、今後とも色々なことについて考えていくというニュアンスを残しても良い。

三木委員

篠塚委員の意見は、これに大体網羅されているのではないか。一番大事なものは、ゼロ金利政策の効果を浸透させることである。そのために弾力的な措置を今後も講じる、今回はそれを以下のようにやりますとして、オペ手段の機能強化が入っている訳であり、これで良いのではないか。

篠塚委員

そうだとすれば、ゼロ金利政策が解除された時には、短国のアウトライトオペの導入などは消えてしまう訳である。

藤原副総裁

「継続するため」ではなく、「継続に当たり、」であり消えることはない。

三木委員

別に消えることにはならないのではないか。

篠塚委員

しかし、ゼロ金利政策の継続に当たり、今回こうした手段を講じるという訳であり、ある特定の目的に変更が生じれば消えてしまうことになる。本来、金融市場調節手段の機能強化は、一般的にいかなる状況であれ当然

行なうべきことである。

藤原副総裁

ご指摘は分かるような気がするが、表現の因果関係が将来の色々な状況を縛ることにはならないと思える。

中原委員

決議事項は1.の金融市場調節手段のうちの短国が決議事項か。これだけなら、私は賛成だ。二番目は執行部が適宜お考えになっておやりになれば良いのか。

稲葉企画室参事

そういうことである。一緒にまとめて対外公表文に仕立てるとこの形になる。

山口副総裁

篠塚委員の指摘については、調節手段の整備、つまり道具立てを多少増やすことであり、これはパーマネントな措置である。金融市場調節方針は、その時々の方針に従って決める訳であり、将来変更があり得るが、その時々の方針のために(1)や(2)の新しい道具立てが役に立つのであれば、当然それは活用していくという関係である。従って、ゼロ金利政策が終わった途端に、道具立てを捨ててしまうことは全く考えられない。このような頭書きにしても、ゼロ金利政策が終わった途端に、無用の長物として捨ててしまうという含意は全く出てこないのではないか。

篠塚委員

文章の書き方としては、そのように読める。

中原委員

書き方というよりも、建て方がおかしい。ゼロ金利と手段の拡充とは別のことが一緒になっている。本当は短国だけ決議して頂ければ良い。こうした手段の拡充は非常に望ましいことである。

藤原副総裁

21日の政策決定会合後の記者会見で総裁が趣旨を説明する一環として、オペ手段の拡充について検討することを述べられた。また、G7等々におけるコミットメントの中にもオペ手段の拡充について言及がある。そうしたコンテキストで考えても、この対外発表文のような表明の仕方の良いのではないか。あくまでもこれは恒久的手段であり、ゼロ金利政策に内包されるものと考えてしまう必要もない。

中原委員

この議長案は短国だけでは駄目なのか。対外公表文について別途審議すれば良い。

雨宮企画室企画第1課長

1.を入れたのは、政策委員会として調節手段の機能強化を進めるという方針も決定頂いた方が外部に訴えるものがあるという考え方である。この基本方針の表現には篠塚委員からのご意見があるが、基本方針と短国の両方を決定事項にさせて頂いたのは、そうした意図である。

中原委員

私は1.に書いてある金融市場調節手段の機能強化を図ることは大いに賛成である。

速水議長

前文の文章が若干長い。

稲葉企画室参事

ここは考え方であり、この1.を入れて決定の意味合いを明確にするというご判断であれば、こうなるし、プレーンにオペ手段の拡充ということでご決定頂くのなら、2.だけになる。そのうえで、対外公表文がプレーンでは不完全だということであれば、1.に書いたことを入れるという構図になるし、その入れ方が今回の措置はこの場合にも役立つと書くとすれば、篠塚委員の言われたような体裁になる。

雨宮企画室企画第1課長

多分、委員会に理解の相違は全くない。中央銀行として当然行なうべきことを行なっているのだが、それがY2Kを控えており、ゼロ金利政策の効果を浸透させなければならないという、ある種特別な意味も持っているところのご理解は違わないと思う。ただ、このタイミングで、日本銀行として一般的なことにウェイトを置くのが良いのか、あるいはゼロ金利政策の効果浸透にウェイトを置くのが良いのかというご判断もあろうかと思う。

三木委員

その点が最大のポイントである。今回求められているのは後者であり、私はこれで十分だと思う。

中原委員

どこかの部分だけは満場一致が欲しいのであれば、分ければ満場一致になる。この議長案の1.は何になるのか。2.は手段であり、議決が必要である。1.のゼロ金利政策はもう分かっている訳であり、公表文か何かで書いても構わないのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

公表文を出す際、日本銀行は本日、政策委員会・金融政策決定会合にお

いて、こうした観点から金融市場調節手段の機能強化を進めることを決めたとした方が、恐らくアピール度は強い。そのためにはこの基本方針も合わせて決定して頂いた方がよいと考えた次第である。内容だけ決めるのであれば、TB・FBのアウトライトオペの決定だけでも十分だが、対外公表文で政策委員会においてこうした措置を決定したということであれば、方針も合わせて決定して頂いた方がアピール力があると思う。篠塚委員のご提案はまた別の問題として残るが。

稲葉企画室参事

1.の解釈は、TB・FBのアウトライトオペに限らず市場調節手段の機能強化に係るものであり、例えば執行部段階で出来ることも含めて考えていくことにより、浸透に努めることを委員会として決め、執行部にも指示し、やっていこうということである。今後とも金融調節手段の機能強化に努めていく、というのはそうした内容である。

中原委員

2.の短国も含めるのであれば、別々に諮っても良いのではないか。議決事項を別にしてもらえば、片方には賛成する。

稲葉企画室参事

1.の意味合いは、一般的に市場調節の機能強化が図られるのであれば、今後ともそれを活用してゼロ金利の下で金融緩和効果の浸透に努めていくということである。その中には執行部が出来ることも含まれるし、今後、考えられることは工夫していくということである。そうした一つの宣言ないし決定である。2.はそのうち短国については、準備可能と見込まれるため導入を決めるというものである。

速水議長

金融緩和効果の一層の浸透が最も重要である。弾力的な活用を図ること

により、金融緩和措置の一層の浸透に努めていくことを決定したということではないか。

三木委員

機動的・弾力的に考えて、対処していくということである。9月21日の声明文について、残念ながらあれだけ不評を買い、混乱を招いたのはそこが欠けていた訳であり、今回はその点だけは明記せざるを得ない。その意味で私はこれで賛成である。

中原委員

2.のワーディングだが、「アウトライト方式のオペレーションを導入することとし」とあるのは良くない。「導入することを決定し」の方が良い。決定ということを明記した方が良いと思う。

田中企画室企画第2課長

その後、次回会合においてその基本要領を決定するという別の決定がある。

中原委員

私が言っているのは、後の決定の方が重そうに読めるということだ。

雨宮企画室企画第1課長

「導入することを決定し、次回決定会合においてその基本要領を決定することも決定した」ということか。

中原委員

それはワーディングの話だから、任せる。

植田委員

議長案の1.の「金融・為替市場の動向も注視しつつ」という文言について、仮にその意味を問われた場合にはどう答えるのか。

稲葉企画室参事

弾力的な活用を図っていくうえで、金融為替市場の動き、あるいはそれが及ぼす実体経済の影響等を考えながら日々の調節上留意してオペレーションを実施し、金融緩和効果に一層の浸透に努めるということである。もとより常に行なっていることだが、そうした記述がないと日銀は何か冷たいのではないかという印象を与えるため、そうした文言を入れておくのも意味があるのではないか。

植田委員

基本的に常にやっていることだという理解で宜しいか。

稲葉企画室参事

然り。

藤原副総裁

確認だが、昨年秋の年末対策の中では、三つの手段に時限的な措置と恒常的な措置とが併存されていたのか。

稲葉企画室参事

然り。

藤原副総裁

従って、同じように考えても良いか。

稲葉企画室参事

然り。

速水議長

仮に「こととした」というのが弱すぎるのであれば、「一層の浸透を図るため以下の諸措置を決定した」とすれば良いのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

中原委員の指摘されている「こととした」というのは、1.の決定文の「短国を導入することとし」の部分である。

稲葉企画室参事

決定することは導入することであり、「すること」と「決定すること」というのでは、決定が二重になってしまう。

中原委員

分かっている。「こととし」というのは弱い。むしろ、導入する、「。」の方が強いかもしれない。

速水議長

植田委員のご疑問は良いのか。

植田委員

そういうことなら結構である。

雨宮企画室企画第1課長

「の動向も注視しつつ」というのは、相場、市場動向と一対一対応をさせない範囲内という委員会の考え方である。それも含めて全体の動向をみながら行なうということと整合的である。

ただ、こうした表現を一切入れないというご判断もあり得ると思う。

武富委員

現在の局面では、敢えてやるということに程々の意味がある。こうしたことは言わないでも済む市場の反応であれば良いが、言わないと不十分だという判断をするかどうかである。当然のことを書くのも如何なものかとは思いますが、世論との兼合いなので仕方がないのではないか。仕方がないという意味で賛成である。

雨宮企画室企画第1課長

逆に武富委員が言われた当たり前のことであるという共通認識はお持ち頂いた方が良い。

武富委員

これも綱引きの一環なのであろうが、その意味で入れて置いた方が良いのではないか。

中原委員

要するに、これまでと変わったことはないのか。

武富委員

私は変わりはないという理解で読んでいる。

速水議長

それでは、これで採決をしたい。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退出]

雨宮企画室企画第1課長

議事要旨にはある委員からはあくまで一般的な金融調節手段の一環であるという理解が強調され、と特記するか。

篠塚委員

確認もしているし、一番重要なのは金融市場調節手段の機能強化であり、そこにウェイトを置いて賛成したと自分の中で解釈している。

武富委員

篠塚委員の心配には、今後とも努めていく方針だという部分で応えていると思う。

篠塚委員

そう解釈し、こちらにウェイトを置き判断した。

雨宮企画室企画第1課長

そこは議事要旨等でも工夫したい。

中原委員

こういう書き方は一番困る。

雨宮企画室企画第1課長

附合契約ではないが、1.をそのように理解頂ければ中原委員にもご賛同頂けるのではないかと思う。

中原委員

書き方が良くない。

武富委員

部分否定ということはない。

中原委員

これは本当は二つに分けたら良い。短期国債のアウトライト・オペを決めたのを受けて、これを行なうと。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

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は、賛成 7、反対 1。反対は中原委員です。

篠塚委員

賛成したが、一言申し上げる。私はゼロ金利政策の継続にはウェイトを置いていないが、この時期に日本銀行として金融市場調節手段の一層の機能強化に努めていくことは必要であると判断し賛成した。

中原委員

しかし、それは出てこない。従って、私も悩んだが棄権するか反対するしかない。

篠塚委員

議事要旨の中には出てくると思う。

中原委員

議事要旨は反対であれば反対理由を述べるため記録される。

篠塚委員

議事要旨には名前は出ないが載ると思う。

中原委員

短期国債のアウトライトは賛成である。ただし、ゼロ金利の継続には反対である。

速水議長

反対理由はそれで良いか。

中原委員

それで良い。

[政府からの出席者入室]

速水議長

採決の結果、当面の金融調節手段に関する運営方針を賛成多数で決定した。なお、本日は日本銀行として公表するものが、1. 通常金融調節方針、2. 2000年問題対応、3. 金融調節問題の手段と対応と三種類ある。そこで私

が本日の決定の内容について記者会見を行ない、日本銀行の考え方について理解を求めたいと思うがご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

Ⅶ. 金融経済月報の検討

速水議長

最後に、金融経済月報10月分の基本的見解について、ご審議頂きたい。

吉田調査統計局経済調査課長

10月の金融経済月報基本的見解について、実体面からご説明する。まず、総論については、全体感を今月もやや上方に修正しており、「わが国の景気は下げ止まっており、足許、輸出や生産面には持ち直しの動きがみられる。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。」としている。前月は、「輸出、生産等一部に明るい動き」としていたが、一部を削ったことや持ち直しという表現を使い、ニュアンスとしては一歩進めた積もりである。

続いて各論だが、輸出と生産の部分が前月より良くなっている点に変化点である。純輸出については、前月は「増加に転じている」としていたが、今月は「増加を続けている」としている。鉱工業生産は、前月は「増加に転じつつある」としていたが、今月は「増加している」と変えている。企業の業況感については短観が発表になっているが、企業収益も改善しつつあり、こうした動きを背景に「改善が続いている」と表現している。

続いて先行き部分は特に変えていない。結論部分は「民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待しにくい状況にある。」と、前月と同じである。ただ、今月から公共投資の先行きについては表現を変えており、「これまでの発注状況からみて公共投資の増加も一服すると考えられる」とさせて頂きたい。先週月報の原案をお配りした段階では「これまでの発注状況からみて」という部分を入れてなかったが、その後、補正予算の規模を

巡る議論がマスコミ等でも取上げられている状況であり、単に「公共投資の増加も一服すると考えられる」としてしまうと、これから補正予算が出るのを踏まえての判断なのかどうか分かり難くなる。そうした配慮から、「これまでの発注状況からみて」という文言をいれることで、あくまでも現行予算の範囲内で先行きを想定した点が明確になるように記述した。

最後に物価面であるが、基本的には現状判断、先行きに対する部分とも同じである。一点変更しているのは、先行きの物価について、先月は「既往の輸入物価上昇を反映した国内商品市況の下げ止まりを背景に物価は当面、概ね横這いで推移していく」と書いていたが、その後輸入物価は円高の影響でさらに下落が続いたことに伴い、国内の商品市況も非鉄等一部で下落するものが出てきている。このため、今月は「既往の原油価格上昇の転嫁が暫く続くこと等から」という表現に変更した次第である。

雨宮企画室企画第1課長

金融面をご説明する。前半の市況関係は専ら先程ご説明したこの間の市況の変化に沿って表現を変えている。本日は相場が若干動いており、長期国債の流通利回りは1.7%台と引き続き記述の範囲であるが、株価は若干ずれている。原案では「足許では1万8千円台を回復している」としているが、本日は17,754円である。昨日までは18,000円台だったため、「足許では1万8千円前後で推移している」と変えさせて頂きたい。次の為替も昨日まで107円台であったため、「足許では107円台となっている」としているが、現時点では106円58銭である。この10日程を取ってみると、106円から107円で小浮動を繰り返しており、従って「足許では106~107円台で推移している」といった表現が良いかと思う。

金融の量的側面と資金需要面は、現在執行部で金融機関の秋の業務計画のヒアリングを行っており、その感触も踏まえて改めてご報告させて頂きたいため、今回は前月と表現を全く変えていない。ただ、社債、CP市場が当初私共がみていた以上にしっかりした動きになっているため、前月は「社債、CP等の発行も緩やかな減速傾向が続いている」としていたが、

これを「社債、CP等の発行は落ち着いた動きとなっている」と変えている。マネーサプライは前年比3%台半ばと伸び率が鈍化している。なお、「企業金融を巡る逼迫感は和らいでいる」というのは、「和らいできている」という前月の進行形の表現を半歩進めたものである。

大野大蔵総括政務次官

「これまでの発注状況からみて公共投資は」という表現はご配慮頂いているが、「公共投資の増加も」と言われると、何かプリジャッジしている感じがしないでもない。これは「公共投資の発注も一服している」といった表現で若干工夫して頂ければと思う。「増加が一服する」と言われると、これから二次補正を打出そうとしている時に水を差された感じがする。「公共投資の発注状況は一服している」と、現状分析だけに止めて頂くと大変有り難い。

吉田調査統計局経済調査課長

ここは足許の判断とは別に、先行きどうなるかについて述べたものである。

大野大蔵総括政務次官

先行きを現状の発注状況でみるとどうなるかと言っている訳であるが、感覚的な問題として何となく水を差されている感じがする。

吉田調査統計局経済調査課長

水を差すという積もりは全くない。

大野大蔵総括政務次官

分かっているが、そういう感じがする。これはいつ発表になるのか。

村山調査統計局長

2日後である。

大野大蔵総括政務次官

二次補正で議論をしている時に、確かにご配慮は頂いていると思うが、「公共投資の増加も一服する…」という部分は是非とも書く必要があるのか。

村山調査統計局長

従来から先行きについても極力記述することにしてはいる。特に、公共投資は4月以降の発注状況が減少しており、世間では相当減少しているとの感じを持っている方もいる。しかし、我々の分析では工事量自体はかなり高水準にあり、そうした増加傾向にあるという現状認識の下に、一応当初予算のベースでは一服するということである。本当は現段階で補正予算について書ければ非常に分かり易い訳であるが、正式決定されていないため書けない。

三木委員

補正予算の話が書けないのであれば、その意味を込めて「今のままでは」という表現を入れたら良くないか。

村山調査統計局長

その観点から「これまでの発注状況からみて」という文言を入れた訳である。

植田委員

「当面一服する」というのはどうか。

大野大蔵総括政務次官

文章だけの問題であり、説明は良く分かる。ただ印象論として、二次補正を決めた明後日には「増加が一服」等と言われるのも何となく釈然としない。

速水議長

「当面」とするか。

中原委員

一服というのはまだあるということである。

山口副総裁

発表する時に意味するところを明確に説明する。

大野大蔵総括政務次官

逆に、補正予算が大事であるという言い方もないではない。

山口副総裁

補正予算に期待したいという旨を明確に説明する。

大野大蔵総括政務次官

了解。

山口副総裁

その点を誤解がないように明確に説明して下さい。

速水議長

それではこれはご了解頂いたことにし、これを採決する。

[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

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

基本的見解を採決の結果、賛成 8、全員一致である。

速水議長

基本的見解を決裁頂いた。後段の背景説明部分については必要があれば執行部で修文させて頂く。本件の対外公表は 10 月 15 日、午前 8 時 50 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 10 月 27 日水曜日を予定している。

(午後 5 時 22 分閉会)

以 上