

# 「通貨及び金融の調節に関する報告書」 概要説明

—速水総裁

平成12年7月18日、衆議院大蔵委員会にて

(はじめに)

去る6月6日、日本銀行法第54条に基づき、平成11年度下期の金融政策運営にかかる半期報告書を、国会に提出させていただきました。本日は、本報告書につきましてご説明の機会を頂いたことに、あつく御礼申し上げます。はじめに、日本経済の現状に対する認識と金融政策運営についての考え方を述べさせていただきます。

(日本経済の現状)

日本銀行は、昨年2月にゼロ金利政策という思い切った金融緩和措置を講じました。当時の日本経済は、デフレ・スパイラルの瀬戸際という危機的な状況にありましたが、それから約1年半が経過し、経済情勢は大きく改善してまいりました。

まず、昨年の夏場以降、輸出がアジアを中心とする世界経済の回復を反映して明確に増加し始めました。また、ゼロ金利政策や金融システム対策を背景に、金融システム不安や企業の資金調達に関する懸念は大きく後退しました。こうしたもとで生産活動は増加を続け、現在では、企業収益や業況感の改善も顕著になってきております。景気の自律的な回復の鍵となります民間需要の動きをみますと、設備投資は明確な増加傾向を辿っています。個人消費は、依然回復感に乏しい展開となっておりますが、消費者マ

インドが改善傾向にあるほか、賃金・雇用者数の減少傾向に歯止めがかかりつつあるなど、前向きの動きも出始めております。

こうした情勢を踏まえ、日本銀行では、景気の現状について、「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」と判断しています。

(中長期的な課題への取り組み)

また、日本経済は、これまで直面してきた中長期的な課題についても解決の糸口をつかみ始めており、バブル崩壊後の停滞から脱却するための足場を固めつつあるようにうかがわれます。

その第1が、産業構造や経済構造の改革です。情報通信分野における技術革新や流通革命の流れは、経済活動を活性化させています。また、最近の設備投資や輸出の伸びには、情報通信やその関連分野が大きく貢献しています。

第2は、金融システム面での新たな動きです。日本の金融システムは、公的資金の投入や金融機関のリストラ努力などによって安定を回復してきました。その中で、昨年来、大規模な金融再編や事業会社による銀行業への新規参入構想など、グローバルな金融環境の変化を背景に、新たな展開もみられ始めています。

もっとも、様々な構造的課題がすっかり解決されるためには、まだ時間を要するものと考え

られます。その意味で、日本経済に対する重石がとれたわけではなく、ただちに高い成長が実現するといったことは望みにくいかもしれません。しかし、そうした制約のもとでも、民間部門に前向きの循環の力が芽生え始めたことは評価できるものと思います。

#### (当面の金融政策運営)

日本銀行は、昨年4月以来、ゼロ金利政策の解除の基準として、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になることを挙げてまいりました。また、この条件は「民間需要の自律的回復が展望できるようになること」とかなり近い意味であると申し上げてきました。

昨日の金融政策決定会合では、景気の先行きについて、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」というところまで、判断が前進してまいりました。これを受けて、物価面では、「需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している」と認識され、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつあるということが、大勢の判断となりました。

一方、留意点も少なくありません。技術革新などを梃子とした経済の活性化は、まだ緒についたばかりです。また、企業のリストラが続く中では、全体的な経済状況の改善の恩恵が、家計に伝わりにくい面があります。昨日の会合でも、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見がありました。また、企業の過剰債務はまだ相当の規模で残っています。企業の過剰債務問題が金融システムや実体経済に及ぼす影響については、これまでも政策委員会で議論を重ねてきており、

そうした要素も織り込んだうえで、先行きの経済動向を見通すよう努めております。したがって、今回のいわゆる「そごう問題」についても、その民事再生法の適用申請自体が、経済全体の先行きに大きな悪影響を与えるとは判断していません。しかし、短期的には、市場心理などに与える影響をもう少しみきわめる必要があるとの指摘がなされました。

以上の点を総合的に検討した結果、昨日の金融政策決定会合では、賛成多数でゼロ金利政策の継続が決定されました。

ゼロ金利政策については、その効果や副作用を巡り、様々なご意見があることは承知しております。また、大幅に改善している経済情勢と、このような極端な金融緩和政策は整合的ではない、というご指摘もいただいております。今後の金融政策決定会合では、こうした点も念頭において、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったかどうかという基準に則して、適切に判断してまいりたいと考えております。

#### (おわりに)

金融政策運営を巡っては、ゼロ金利政策についての評価をはじめ、政策運営の手法や枠組みなども含めて、様々な論点があろうかと存じます。日本銀行でも、現在、金融政策の目的である「物価の安定」の考え方について、政策運営の透明性向上の観点から、総括的な検討に着手しております。

本日は、私どもの金融政策運営について様々な角度からご意見・ご批判を頂戴するとともに、日本銀行の考え方をできるだけ率直にご説明し、ご理解を賜りたいと存じておりますので、何卒よろしくお願い申し上げます。

ありがとうございました。

## 通貨及び金融の調節に関する報告書

### — 要 旨 —

#### (経済の情勢)

1. 平成11年度下期の国内経済情勢をみると、公共投資の下支えや輸出の増加などを受けて、生産活動が増加傾向を辿った。この間、企業の設備投資意欲は依然として慎重であり、個人消費も回復感に乏しい状態を続けたが、生産の増加などを受けて、企業収益や企業・消費者心理が改善傾向を辿った。このように、景気は、11年度下期中、下げ止まりから持ち直しに転じ、民間需要を巡る環境も徐々に改善した。

また、年明け以降は、設備投資が下げ止まりから緩やかな増加に転じるなど、民間需要の一部に、回復の動きがみられ始めるようになった。

2. 物価面では、11年度下期中の国内物価は、概ね横這いの動きであった。主な動きとしては、原油価格の大幅上昇やその製品価格への転嫁、さらには国内の需給バランスが緩やかながらも次第に改善したことが、物価の押し上げ要因として作用した。一方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落や、11年夏場以降の円高による輸入製品価格の低下が、物価の低下要因として作用した。

地価については、需給環境に依然改善がみられなかったため、商業地地価、住宅地地価のいずれについても、下落傾向が続いた。ただし、優良地については取引が活発化するなど、二極分化の様相が強まった。

3. 海外経済情勢をみると、米国景気が内需の好調を背景に力強い拡大を続けたほか、欧州の景気も拡大基調を辿った。これらの経済情勢を反映して、米国、ユーロエリア、イギリスでは、数次にわたる利上げが行われた。長期金利は、インフレ懸念の高まり等を背景に12年初まで上昇傾向を辿ったが、その後は、同懸念の後退などから低下した。また、欧米諸国の株価は、11年末から12年初にかけて相次いで既往最高値を更新したが、その後は、振幅の大きいやや不安定な動きとなった。この間、東アジアでも、NIEs、ASEANの多くの国々で景気回復の動きが一段と明確化した。

#### (金融市場の動向)

4. 11年度下期の金融市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）が、ゼロ金利政策のもとで、概ね0.02～0.03%で推移した。3か月物などのターム物金利は、市場参加者がコンピューター2000年問題を意識したため、年末にかけて高めの水準が続いた。しかし、日本銀行が豊富で弾力的な資金供給を続けたこともあって、年末越え資金手当てを巡る市場の混乱はとくにみられなかった。年明け後の3か月物金利は再び0.10%台に軟化した。

この間、長期金利は、景気回復期待などを背景に時折強含んだが、いずれも本格的な上昇には至らず、概ね1.6～1.9%の狭い範囲内の推移となった。一方、株価は、景気回復

期待が徐々に強まる中、情報通信関連などの株価が牽引するカタチで上昇傾向を辿り、2月上旬には約2年半ぶりで2万円台を回復した。円相場は、日本の株価上昇などを背景に円高圧力が強まる局面もあったが、米国経済が力強い拡大を続けたことなどもあって、円が大きく買い進まれることはなかった。

5. 民間銀行貸出は、企業の資金需要の低迷を主たる要因に、減少傾向を続けた。すなわち、生産の増加やリストラ効果などを背景に企業のキャッシュフローは好転したが、設備投資などが低水準にとどまっていたため、企業の資金需要は低迷した。また、多くの企業では、バランスシートの改善を経営上の優先課題としていたため、キャッシュフローの好転が、むしろ既往債務の返済というカタチで、資金需要を減少させる方向に働いた面もあると考えられる。

一方、民間銀行は、中期的な健全性・収益性の向上という観点から、基本的には慎重な融資姿勢を維持した。しかし、銀行自身の資金繰り面や自己資本面からの制約が緩和していることや、経営健全化計画への対応もあって、大手行を中心に、貸出ボリュームの確保を重視する姿勢を徐々に強めていった。

6. マネーサプライ ( $M_2 + CD$ ) の前年比伸び率は、11年度下期中、低下傾向を辿った。マネーサプライの伸び鈍化は、基本的には上記の民間銀行貸出の弱さによるものであり、それは、企業のキャッシュフローの好転や、資金繰りに対する不安感が和らいだことによる面が大きい。つまり、やや逆説的ではあるが、金融緩和効果の浸透や、景気が持ち直し

に転じてきたことが、マネーサプライの伸びを鈍化させた面があると考えられる。

この間、マネタリーベース（流通現金+日銀当座預金）は、コンピューター2000年問題を背景とした資金需要の振れなどを反映して、きわめて大きな振幅を示した。

（金融政策決定会合における検討）

7. 11年度下期には、10回の金融政策決定会合が開催された。これらの会合では、以上に述べたような金融経済情勢に関する認識が、概ね共有された。改めて要約すれば、①景気は全体として、下げ止まりから持ち直しへと転じ、民間需要を巡る環境は徐々に改善した、②金融環境も総じて良好であった、③しかし民間需要の回復の動きは、年明け以降、漸く一部にみられ始める程度に止まった、④そのため需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力には引き続き留意する必要がある、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には至らなかった、といったことが基本的な認識であった。これらを踏まえ、10回すべての会合において、11年2月12日に決定された「オーバーナイト・コールレートをできるだけ低めに推移させる」という金融市場調節方針——いわゆるゼロ金利政策——の継続が、賛成多数で決定された。

8. もっとも、11年度下期を通じて、二人の委員は多数意見とは異なる立場をとった。

一人の委員は、GDPや物価の動きをみると景気は脆弱であり、現在のゼロ金利政策の効果はほぼ出尽くしているとの見方をとったうえで、量的指標ターゲットと中期的な物価安定目標を設定し、一段と量的緩和を進める

ことを提案した。他方、もう一人の委員は、経済情勢は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になってきているとの見方をとったうえで、ゼロ金利政策の副作用も理由に挙げて、オーバーナイト金利の誘導目標を0.25%に引き上げることを主張した。

9. 11年度下期の金融政策決定会合における討議は、当初、ダウンサイドのリスクに重点が置かれたが、景気が下げ止まりから持ち直しに転じる中で、ダウンサイドのリスクが後退していった場合を意識した議論へと、徐々にシフトしていった。

10. まず、10月13日の会合では、短期国債のアウトライトオペをはじめ金融市場調節手段の機能強化を進め、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を図ることなどが決定された。また、コンピューター2000年問題に伴う資金需要に対応して、年末越え資金を豊富に供給するなど、金融市場調節面で弾力的な対応を行うことも合わせて決定された。

11. その後も、景気の先行きを巡る不確実性はなお強く、ゼロ金利政策のもとでの追加的な金融緩和余地について、引き続き高い関心が寄せられた。こうした中で、追加的な金融緩和措置としての「量的緩和」を巡る議論が行われた。

その結果、①短期金利がゼロのもとでは、短期資産の購入という通常の方法でマネタリーベースを供給しても、追加的な緩和効果を得ることは難しい、②長期国債の大量購入など、通常の金融政策の範囲を越えた手段で

あれば効果はあるかもしれないが、それは不確実であり、副作用も大きい、③深刻なデフレ的な状況以外では、こうした極端な政策は採り得ない、という考え方が概ね共有された。また、コンピューター2000年問題に対応して年末越え資金を豊富に供給した事例を踏まえて、ゼロ金利政策の有効性・弾力性を示す好例であるとの評価や、量的緩和が想定している効果はゼロ金利政策に既に含まれているとの認識が概ね共有された。なお、市場では、日本銀行の政策意図を日々の資金供給額から読み取ろうとする傾向が根強く残る中、金融市場調節の透明性向上等の観点から、資金需給表等金融調節関連情報の公表方式が見直された。

12. 一方、ゼロ金利政策の副作用についても議論が行われた。具体的には、①家計等の利子収入の減少に伴う所得分配の歪み、②構造調整の遅延、③ゼロ金利政策が長期化すると解除の際に市場に及ぼすインパクトが大きくなること、などの問題点が挙げられた。もっとも、大方の委員の認識は、ゼロ金利政策の副作用だけを論ずるのではなく、そのプラスの効果や、金利を引き上げた場合のリスクなども勘案しながら、全体として評価すべきである、というものであった。

13. この間、「デフレ懸念の払拭」をどのような基準で判断すべきかについて議論が深められた。その結果、①先行き「デフレ」に陥るリスクが十分小さくなるかどうかを判断するためには、物価の背後にある需給バランスや賃金下落圧力などを総合的に点検していく必要がある、②「デフレ」とは需要の弱さから生

じるような物価の下落を中心に考えるべきである、③したがって、「デフレ懸念の払拭が展望できる」とは、「民間需要の自律的回復の展望が得られる」ことになりに近い意味であり、④それは、設備投資の回復が持続性と広がりも含めて明確になることと、雇用・所得環境の一段の悪化がないことが確認され、企業部門の回復が家計へ波及する素地が整うことである、といった認識が共有されていった。

14. インフレ・ターゲティングを巡る議論も交わされた。「調整インフレ論」的な主張については、中央銀行として採り得ない政策であるとして見解が一致した。一方、期待形成の安定化を狙ったインフレ・ターゲティングは、物価安定に向けた決意を示し、金融政策運営の透明性を高めるための仕組みでもあるので、検討に値するとの見方が示された。ただ同時に、①技術革新や流通効率化による物価低下圧力をどう考えるか、②国民にとって望ましい「物価の安定」を、ある物価指標の特定の数値で示すことができるのか、といった論点が明らかになった。

15. 以上のような議論を経て、金融政策の目的である「物価の安定」とはそもそも何であるか、といった基本問題に立ち返る必要性が意識されることとなった。3月8日の会合では、「物価の安定」の考え方やその対外的な示し方などについて、「透明性の向上」という観点から、日本銀行として総括的な検討を行っ

ていくべきとの考えが委員の間で共有された。議長からは、具体的な検討方法として、①まず執行部が、「物価の安定」の基本的な考え方や、「物価の安定」に関する数値化を巡る諸問題などを検討する、②それを踏まえて、政策委員会においても検討を深め、日本銀行として「物価の安定」の考え方に関する総括的な取りまとめを行う、③取りまとめの目途はとりあえず12年夏頃とする、といったことが提示された。なお、本件については、ゼロ金利政策の解除時期とは切り離れた、中長期的な観点からの課題である点が確認された。

(日本銀行のバランスシートの動き)

16. 以上のような金融政策決定会合の検討結果に基づき、日本銀行は、11年度下期を通じてゼロ金利政策を継続し、金融市場に対して豊富で弾力的な資金供給を行った。特に今期は、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の高まり等に対応するため、各種の金融市場調節手段を活用して弾力的な金融市場調節を実施し、年末、年度末に向けて資金供給額を拡大した。この結果、日本銀行のバランスシートの規模は、金融システム不安への対応等から拡大が顕著であった前年をさらに上回るものとなった。もっとも、日本銀行の預金保険機構向け貸付の減少や、F B発行の市中公募入札化等に伴い、その健全性、流動性といった質的な面については、前年に比べて望ましい方向に変化した。