

「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 13 年 3 月 30 日、衆議院財務金融委員会にて

(はじめに)

日本銀行は昨年 12 月、平成 12 年度上期の「通貨及び金融の調節に関する報告書」を、国会に提出いたしました。この機に、日本銀行の金融政策運営について、総括的にご説明する場を頂いたことに、あつく御礼申し上げます。

昨年の報告書提出後、日本経済の情勢は大きく変化し、本年 2 月以降、日本銀行は、金融政策運営面で、機動的・弾力的にいくつかの措置を講じてきました。

そこで本席では、まず私から、最近の日本経済の動向についての認識や、金融政策運営の考え方を、申し述べさせていただきます。

(日本経済の現状)

昨年中の日本経済を振り返りますと、景気は企業部門を中心に持ち直しの動きが次第に明確化し、生産や収益、設備投資も増加を続けるなど、緩やかな回復過程を辿りました。しかしながら、その後の経済の足取りは、順調というわけにはまいりませんでした。

その背景としては、まず、米国経済が、昨年半ば頃までの 5% 前後といった高い成長から、昨年秋以降は、大方の予想を上回るテンポで急激に減速したことが挙げられます。さらに、米国経済との結びつきが強い、韓国や台湾など一部の東アジア諸国でも、景気のスローダウンが

明確になっています。

こうした海外経済の急激な減速を受け、日本経済も、昨年末以降、景気回復のテンポが鈍化し、このところ足踏み状態になっていると判断されます。先行きについても、当面は停滞色の強い展開が続く可能性が高いと考えられます。

この間、物価も弱含みを続けており、只今申し述べたような実体経済の動きを踏まえ、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が強まる懸念があると考えられます。

(金融資本市場の動向)

また、金融資本市場の動きをみますと、IT 関連を中心とする世界的な株価調整の動きに加え、日本経済の先行きに対する不透明感の強まりもあって、わが国の株価も、昨年秋以降、下落傾向が目立ってまいりました。為替市場や債券市場でも、円安や長期金利の低下といった動きが進みました。

こうした市場動向の背景には、只今申し述べた、海外経済の減速やこれを受けた国内経済情勢の変化に加え、不良債権問題の解決をはじめとする、日本経済の構造改革の遅れに対する内外の懸念も影響しているように思います。

(最近の金融政策運営)

このような経済情勢の変化や金融市場の動向

を踏まえ、日本銀行は本年2月以降、金融政策面で、いくつかの措置を講じてまいりました。

まず、2月9日の金融政策決定会合では、公定歩合により受動的に貸出を行う、いわゆる「ロンバート型貸出制度」の新設など、いくつかの流動性供給方法の改善策を講じました。そのうえで、新たにこの貸出の適用金利となる公定歩合について、0.15%ポイントの引き下げを実施しました。

次いで、2月28日の決定会合では、生産の減少といった経済情勢の変化を踏まえ、コールレートの誘導水準および公定歩合を、それぞれ0.1%ポイント引き下げるといふ、金融緩和措置を決定いたしました。

さらに、先週3月19日の決定会合において、日本銀行は、通常では行われぬような、思い切った金融緩和に踏み切れることを決定いたしました。この措置は、日本銀行として、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から、断固たる決意をもって実施に踏み切ったものです。

金融緩和措置の具体的な内容を説明しますと、まず、金融市場調節の主たる操作目標を、これまでの翌日物コールレートという「金利」から、日本銀行当座預金残高という資金の「量」に変更しました。

同時に、この新しい金融調節方式を、消費者物価の前年比が安定的にゼロ%以上となるまで続けることを決定いたしました。これは、こうした思い切った政策を継続する条件について明確なコミットメントを行うことを通じて、より長めの金利に働きかけるとともに、日本銀行として、物価の継続的な上昇と同様、継続的な下落も許容しないという、強い決意を示すものがあります。

こうした新しい金融調節方式のもとで、それまで4兆円前後であった日本銀行当座預金残高を、当面、5兆円程度に増額することとしました。この結果、翌日物のコールレートは、通常はゼロ%近辺で推移するものと考えられます。実際、その後のコールレートの動きも、こうした推移を辿っております。

なお、資金供給のためのオペレーションに未達——いわゆる「札割れ」——が多発するケースなど、資金を円滑に供給する上で必要と判断される場合には、現在月4千億円のペースで行っている長期国債の買い入れを増額することも、併せて決定しました。ただし、言うまでもありませんが、これは、国債価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではありません。今回、こうした趣旨を明らかにするため、日本銀行が保有する長期国債の残高は銀行券の発行残高を上限とするという、明確な歯止めを設けました。

(おわりに)

以上、今回の思い切った金融緩和措置の内容をご説明しましたが、こうした措置がその効果を十分に発揮し、日本経済の持続的な成長軌道への復帰が実現されるためには、不良債権問題の解決をはじめ、金融システム面や経済・産業の面での構造改革の進展が、不可欠の条件であると考えられます。

実際、過去10年間、日本経済は、景気循環という観点からみて、何度か回復の動きがみられましたが、結局、力強い回復を迎えることなく、景気後退に直面するという事態を繰り返してまいりました。今回、景気が再び足踏み状態となっているのは、先ほど申し述べた通り、短期的には、米国を中心とする海外経済の予想以上の急

激な減速が主因とみられます。しかし、より根本的な問題は、さまざまな構造的課題が、依然未解決のまま残っているということにあると考えられます。

もとより、構造改革は痛みを伴うプロセスですが、こうした痛みを乗り越えて改革を進めない限り、日本経済の持続的な成長を確保

していくことは、期待し難いように思います。

日本銀行としては、今後とも適切な金融政策運営に努めていく所存であります。同時に、構造改革に向けた各方面における抜本的な取り組みが、速やかに進展することを、強く期待しております。

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 12 年度上期の国内経済情勢をみると、景気は持ち直しから緩やかな回復過程に入った。

需要面をみると、外生需要では、公共投資が増加に転じ、輸出は海外景気の拡大を背景に緩やかな増加傾向を辿った。国内民間需要では、設備投資が増加した。個人消費は、一部指標にやや明るさが窺われるようになったが、全体としては回復感に乏しい状態が続いた。こうしたもとで、鉱工業生産は増加し、企業の収益や業況感は改善を続けた。家計の所得環境は厳しい状態が続いたが、企業活動の回復に伴って、雇用者所得の減少傾向に歯止めがかかった。

2. 物価面では、国内卸売物価は本年初より前年水準を上回って推移した。他方、消費者物価（除く生鮮食品）は前年水準を若干下回った。技術進歩等による機械類の趨勢的な価格

低下や、これまでの円高および流通合理化に伴う消費財価格の低下が、物価押し下げ要因として作用した。その一方、原油価格の上昇が物価の押し上げ要因となった。また、景気が緩やかな回復過程に入ったことを受けて、需給バランスを表わす指標は改善した。

地価は、商業地地価、住宅地地価のいずれについても下落が続いたが、優良物件への引き合いは強く、二極分化の傾向がみられた。

3. 海外では、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、ユーロエリアの景気も拡大傾向を辿った。これらを反映して、米国、ユーロエリアでは利上げが行われた。長期金利は、4月から5月にかけて上昇したが、景気減速の兆しの中で低下に転じ、期中を通してみれば、横這いないし幾分低下した。株価は、4月から5月にかけて下落したあと、ほぼ一進一退の展開を辿ったが、ハイテク銘柄では、軟調に推移するものが少なくな

かった。この間、東アジアでは、NIEs、ASEANの多くの国々で景気拡大テンポが高まった。

(金融市場の動向)

4. 12年度上期の金融市場では、無担保コールレート(オーバーナイト物)が、当初ゼロ%に近い水準で推移していたが、8月11日のゼロ金利政策の解除を受けて、0.25%前後に上昇した。ターム物金利は、総じてみると、過去最低水準圏内での推移となったが、6月以降、ゼロ金利政策解除の観測を受けて強含み、ゼロ金利政策が解除されたあと、さらに上昇した。

長期金利は、景況感や、国債の需給・格付けを巡る思惑等から多少の変動があったが、概ね1.6~1.9%のレンジ内で総じて安定的に推移した。株価は、4月から5月にかけて、主に米国株価に連動して大幅に下落したあと、いったん持ち直した。7月以降の展開は、ゼロ金利政策の解除後に企業収益の回復期待が強まって反発する場面もあったが、大手百貨店そごうの民事再生法適用申請(以下「そごう問題」)、中間決算期末を控えた持ち合い株式の売却、さらには米国株価の下落等を受けて、徐々に下値を切り下げ、9月下旬には年初来最安値をつけた。円相場は、対ドルでは狭いレンジでの展開となったが、対ユーロでは上昇した。

5. 民間銀行貸出は、企業の資金需要が低迷したことを主因に、減少を続けた。すなわち、企業では、収益の増加やリストラ効果などを背景にキャッシュフローが高水準で推移したが、設備投資などがそれとの対比では低水準

にとどまったほか、バランスシートの改善の観点から既往債務の返済を優先する動きもあったため、資金需要は総じて低迷した。

一方、民間銀行は、健全性、収益性向上の観点から、慎重な融資姿勢を継続した。しかし、顧客基盤確保の観点や経営健全化計画に示された貸出計画への対応などから、優良企業向けを中心に貸出を増加させようという方針にある。

6. マネーサプライ(M₂+CD)の前年比伸び率は、概ね横這い圏内の動きとなった。これは、金融システム不安が一段と沈静化し、景気が緩やかな回復過程に入るもとの、企業のキャッシュフローが高水準を続け、この結果、企業の資金需要が低迷したことによる面が大きい。

マネタリーベース(流通現金+日銀当座預金)は、郵便局が手元現金を増やしたことから4月にいったん伸びを高めたが、その後は、これの圧縮や、ゼロ金利政策解除を受けた日銀当座預金の残高減少から、伸び率が鈍化した。

(金融政策決定会合における検討)

7. 12年度上期には、8回の金融政策決定会合が開催された。これらの会合における金融経済情勢に関する認識をあらためて要約すれば、①景気は、企業部門を軸とした持ち直しの動きが明確化し、夏場以降は、緩やかな回復過程に入っていった、②金融環境は全体として良好であった、といったものであり、これらを踏まえて、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に向けた判断が徐々に固められた。この結果、12年4月から7月までの6

回の会合でゼロ金利政策の継続が決定されたあと、8月11日会合において無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.25%に引き上げることが賛成多数で決定された。

8. ゼロ金利政策が継続された間、2人の委員が多数意見とは異なる立場をとった。

ひとりの委員は、景気が民需主導の自律的回復局面に入っており、経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に陥るリスクは大幅に後退しているとして、ゼロ金利政策の解除を主張した。また、もうひとりの委員は、①景気の回復力は脆弱である、②先行き、公共投資の減少や米国株価の下落といった様々な下振れリスクがある、などの理由から、消費者物価上昇率とマネタリーベースの伸び率に目標を設定する「量的緩和」を提唱した。

9. 12年度上期の会合の金融政策運営に関する討議では、当初、インフレリスクが差し迫っていない中で、民間需要の自律回復力をみきわめる時間が十分にある、との判断が大勢であった。しかし、その後、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」となる可能性が高まっているとの認識が強まるにつれて、ゼロ金利政策のような極端な金融緩和政策を続けると、将来の経済活動の大きな振幅や大きな金利変動といったリスクが増大するとの考え方が次第に支持を集めていった。

10. まず、4月10日の会合では、企業部門の回復がはっきりしてきたことが明確に認識された。もっとも、この段階では、インフレリスクが差し迫っていない中で、民間需要の自律回復力を見定める時間が十分にあり、具体的

には、①設備投資の増加に持続性と広がりに伴うことや、②そうした企業部門の回復が家計部門にも波及して、雇用・所得環境に回復の展望が得られることが必要であるというのが、大方の委員の基本的な認識であった。

11. ゼロ金利政策の解除に向けては、①ゼロ金利政策を「緊急避難措置」と位置づける考え方や、②家計等が得られる利子所得の減少や構造調整の遅れといった副作用の広がり、などの論点も議論された。しかし、これらを金融政策の運営基準とすることは適当ではなく、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という基準に基づいて、経済情勢の判断を行っていくべきであるという方針があらためて確認された。

12. その後、6月にかけて、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」となる可能性が高まっているとの認識が強まった。これにつれて、会合では、「ゼロ金利政策のような極端な金融緩和政策を長い間続けていると、いずれは経済活動の振幅を大きくしたり、急激な金利上昇が発生するリスクが増大するなど、経済の持続的な成長を損なう可能性が高まってくる」という評価が多くなった。

これを受け、①中長期的にみて経済・物価の安定を確保するためには、インフレリスクが顕在化していなくても、経済の改善傾向に応じて金融緩和の度合いを微調整することが適当である、②ゼロ金利政策の解除後も、きわめて景気刺激的な金融環境が維持されることを考えると、ゼロ金利政策の解除を「金融の引き締め」と捉えるのは妥当ではない、といった認識が大勢を占めるようになった。

以上の議論を経て、ゼロ金利政策の解除は、「金融緩和の程度の微調整」と捉えることが適当であるとの考え方が固まった。

13. ゼロ金利政策の解除と、政府の経済政策の基本方針との整合性についても議論が行われた。会合では、①ゼロ金利政策の解除は、金融緩和の程度を微調整するものであり、「景気回復に全力を挙げる」とする政府の経済政策の基本方針と矛盾することにはならない、②金融政策は、財政政策からの影響も含め、経済全体としての需要や物価の動向を踏まえて運営していくものであり、財政政策の動きによって機械的に決まるものではない、との認識が示された。
14. 「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」が視野に入り始めるにつれて、会合では、ゼロ金利政策の解除が市場で予想外の出来事と受け止められて、長期金利や円相場の急上昇を引き起こすようなことは避ける必要がある、ということが強く意識された。この結果、日本銀行の情勢判断や政策運営に関する考え方について、対外的に十分な説明を重ねていくこと（「市場との対話」）の重要性が認識された。
15. ゼロ金利政策の解除は、8月11日会合で決定された。
直前の7月17日会合では、景気は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつあるとの判断が示されたが、①情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期すとともに、②「そごう問題」が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され

て、ゼロ金利政策の解除は見送られた。

- 8月11日の会合では、①企業部門の回復度合いが予想を上回る力強さであり、雇用・所得環境も改善に向かいつつあるなど、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったと判断される、②「そごう問題」を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない、といった認識が示された。この結果、①ゼロ金利政策を解除すること、②物価の安定を確保するもつで、適切かつ機動的な金融政策運営を継続することにより景気回復を支援していくこと、が決定された。
16. ゼロ金利政策の解除には、2人の委員が反対した。
ひとりの委員は、わが国経済は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に着実に近づきつつあるが、「払拭できた」と完全に言い切るだけの自信はないとして、ゼロ金利政策の継続を主張した。もうひとりの委員は、①GDPギャップはかなり大きな規模で残存している、②物価については、消費者物価等がマイナス基調にあることを懸念すべき、といったことを指摘したうえで、「量的緩和論」を提唱し、ゼロ金利政策の解除に反対した。
17. また、8月11日会合では、政府からの出席者より、ゼロ金利政策の解除の議決を次回会合まで延期することを趣旨とする議案が提出されたが、討議を経たうえで、当該議案は反対多数で否決された。
18. 9月14日の会合では、ゼロ金利政策を解除

したあとの金融経済情勢に関する点検・討議が行われ、①ゼロ金利政策の解除を受けた金融資本市場の反応は総じて冷静であった、②実体経済動向に及ぼす影響も、目下のところ大きなものではない、という認識がほぼ共有された。

(日本銀行のバランスシートの動き)

19. 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、平成12年度上期入り後も、ゼロ金利政策のもとで金融市場に対して豊富で弾力的な資金供給を継続した。8月にゼロ金利政策を解除したあとも、新しい金融市場調節方針のもとで、引き続き金融が大幅に緩和された状態を維持した。こうした中、日本銀行のバランスシートの総資産残高は、12年9月末で85.3兆円と、前年同月末を上回った。