

「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 11 年 12 月 7 日、衆議院大蔵委員会にて

(はじめに)

去る12月3日、日本銀行法第54条に基づき、本年度上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与えていただいたことに、あつく御礼申し上げます。まずはじめに、日本経済の現状に対する認識と金融政策運営について簡単に述べさせていただきます。

(日本経済の現状)

日本銀行が本年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てから、約10か月が経過いたしました。この間、たいへん厳しい状況にあった日本経済にも、徐々に改善の兆しがみられ始めております。まず、本年前半は、公共投資と住宅投資が総需要を下支えしました。その後、夏場には、アジアを中心とする世界景気の回復を反映して、輸出が明確に増加し始めました。このため、最近では企業の生産活動も回復に転じており、その影響は企業収益にプラスに働き始めているほか、家計所得の面にも徐々に及びつつあります。また、ゼロ金利政策の効果もあって、金融機関や企業の流動性懸念は大きく後退し、企業の景況感も改善しております。このため、日本銀行では、景気の現状については「下げ止まりから持ち直しに転じつつ

ある」と判断しております。

(中長期的な課題への取り組み)

また、この1年間、バブル崩壊後長きにわたって日本経済が直面してきた中長期的な課題への取り組みについても、前進がみられました。第1は、金融機関や企業の不良資産の処理であり、第2に、新たな国際環境のもとでの産業構造の変革という課題です。

まず、不良資産の処理は、まだ終わったわけではありませんが、公的資本の投入を柱とする金融システム安定化策などにより、不良資産問題が経済全体の危機につながる懸念はかなり後退したように思われます。本年春先頃から、企業や消費者のマインドが持ち直してきたのも、金融システムの安定化によるところが大きいと考えられます。

もうひとつの産業構造変革という課題についても、前向きの動きが出ています。企業の大規模な事業再編、情報・通信分野を中心とした新しい企業群の台頭などは、新時代の幕開けを予感させるものです。また、本年夏頃から目立ってきたアジア経済の回復は、こうした日本経済の変革の動きと相互に好影響を及ぼし合っている面があり、日本を含めた東アジア諸国全体として、拡大していく力が働き始めている可能性があるように思います。

(日本経済の展望)

以上のように、日本経済は、ようやく、バブル崩壊後の長期停滞から脱却する足掛りをつかみつつあります。株価が、この1年で約5割上昇したことも、そうした期待感を市場参加者が強めていることの反映と思われる。

しかし、自律回復に向けての展望は、現時点ではまだ確実なものとなっていないといえます。金融システムが一応安定したとはいっても、金融機関は中期的な経営健全化の途上であり、金融仲介機能が十分に回復されるには至っておりません。また、経済の一部に次第に新しい流れが起こりつつあるとはいえ、全体としてみますと、過剰な債務や供給能力が残っており、引き続き設備投資や雇用・賃金の抑制要因として作用しています。こうした中で、このところやや不安定な動きとなっている為替相場についても、それが経済にどのような影響を与えるのか、注意深くみていく必要があります。

これらを踏まえますと、足許の景気は「下げ止まりから持ち直しに転じつつ」ありますが、先行きについては、個人消費と設備投資など民間需要の動向を慎重に点検していくことが必要な段階と考えております。

(当面の金融政策運営)

日本銀行は、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、ゼロ金利政策を継続することを明確にしております。以上申し上げたような景気や物価の情勢を踏まえますと、まだゼロ金利政策を解除できる段階には至っていないと判断しています。ゼロ金利政策については、その副作用について様々なご意見があることも承知しております。しかし現段階では、最近みられ始めた経済の前向きな動きを将来につなげていくためにも、金融面から経済活動をしっかり支えていくことが重要と考えられます。

(おわりに)

金融政策運営を巡っては、こうした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を含めて、様々な論点があろうかと存じます。本日は、委員会でのご意見を幅広く頂戴するとともに、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、なにとぞ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年度上期の国内経済情勢をみると、公共投資や住宅投資が引き続き景気の下支えに寄与したほか、夏以降は、輸出が増加したことなどから生産活動が増加に転じ、企業収益も小幅ながら改善をみた。こうした実体面

の動きに加え、金融システム不安の後退や株価の上昇もあって、企業・消費者心理は改善を続けた。このように、景気は、11年度上期中、下げ止まりの状況が続くもとで、生産・輸出等一部に次第に明るい動きがみられるようになった。

しかし、企業の設備や債務の過剰感が依然強い中で、設備投資の減少基調が続いたほか、家計の雇用・所得環境が悪化するもとの、個人消費も一進一退で回復感に乏しい状況が続いた。このように、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然としてみられなかった。

2. 物価をみると、当初は昨年来の低下傾向が残ったが、在庫調整の進捗や原油価格の上昇などを背景に、次第にほぼ横這いの動きとなった。ただ、民間需要に支えられた需給ギャップの本格的な縮小はみられず、こうした面からの物価に対する潜在的な低下圧力は残存した。

地価については、需給環境の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。

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、欧州の景気もいったんは減速したがその後拡大基調を取り戻した。こうした経済情勢を反映して、欧米主要国では金融引き締めに向かう動きがみられ、長期金利は概ね緩やかな上昇基調で推移した。また、株価は、多くの欧米諸国で、史上最高値圏で推移した。この間、東アジアでも、NIEs、ASEANの多くの国々で景気回復が明確化した。

(金融市場の動向)

4. 11年度上期の金融市場の動向をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、ゼロ金利政策のもとで、概ね0.03%で推移した。3か月物などのターム物金利も、「デフレ

懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」という日本銀行の金融緩和スタンスや、金融システムの安定化を背景に、ゼロ%近傍で安定的に推移した。

この間、長期金利は、景気回復期待などから夏頃を中心に上昇する局面もみられたが、全体としてみるとゼロ金利政策のもとで落ち着いた動きであった。また、株価は、夏から秋口にかけて急速な円高を背景に頭打ち感が強まったが、11年度上期全体としてみると、金融緩和の効果や景気回復期待などを背景に上昇した。円相場は、日本経済に対する期待感や米国経済の先行きに対する不透明感などを背景に、7月以降ほぼ一貫して上昇基調を辿った。

5. 民間銀行貸出については、資金需要の一段の落ち込みを主たる背景に、前年比マイナス幅が拡大傾向を辿った。すなわち、企業の資金需要をみると、設備投資など実体経済活動に根ざした資金調達ニーズが引き続き後退したほか、流動性に関する懸念が薄れるもとの予備的動機に基づく手許資金確保の動きも徐々に鎮静化した。夏以降は、キャッシュフローの好転した大企業を中心に、財務リストラの一環として、既存の借入を返済する動きも目立つようになった。

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、引き続き慎重な融資姿勢を維持した。しかし、ゼロ金利政策や公的資本の投入などにより、流動性の懸念は払拭され、自己資本面からの制約も和らいだ。このため、民間銀行は、公的資本投入時に策定された経営健全化計画も念頭に置きつつ、融資先の信用力などを見きわめながら、融資

を回復させようとする姿勢へと次第に変化してきた。

6. マネーサプライ ($M_2 + CD$) の前年比伸び率は、6月まで上昇したが、7月以降は低下した。こうした夏以降における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、それには資金繰り懸念の後退や企業収益の持ち直しを背景とした資金需要の減少が影響した。したがって、逆説的ではあるが、金融緩和効果の浸透が、マネーサプライの伸びを、一時的にせよかえって鈍化させる方向に働いた可能性がある。

この間、マネタリーベース（流通現金+準備預金）の前年比伸び率は、金融システム不安による現金需要の強まりから概ね9%台で推移した昨年と比べると、11年度上期には幾分低下したが、それでもゼロ金利政策による現金保有の機会費用低下を背景に、概ね6%前後で底固く推移した。

（金融政策決定会合における検討）

7. 11年度上期には、9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景気は次第に下げ止まりが明確化し、一部に明るい動きがみられるようになったこと、②そうした景気動向には金融環境の好転も寄与したこと、③しかし民間需要の自律的回復のはっきりとした動きはみられなかったこと、④そのため物価の潜在的な低下圧力がなお残存し、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には至らなかったこと、といった点が基本的

な認識であった。これらを踏まえ、9回すべての会合において、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、これらの会合を通じて、二名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、景気の先行きについて他の委員よりも厳しい見方をとったうえで、デフレ阻止に対する日本銀行の姿勢を示すためにも量的ターゲットや物価上昇率の中期目標を設定し、一段と金融緩和を進めるべきことを提案した。他方、もう一人の委員は、経済情勢について他の委員よりもプラスの側面を強調する見方をとったうえで、ゼロ金利政策は実体経済に対する効果が乏しい一方で副作用を生み出しているとの指摘を行い、金利の引き上げを主張した。

9. 金融政策決定会合では、金融政策運営の手法や考え方を巡っても、様々な討議がなされた。

まず、4月9日の会合では、オーバーナイト金利の追加的な引き下げ余地が事実上なくなった状況を踏まえて、金融緩和効果をターム物など長めの金利に十分に波及させるためにも、市場の期待を安定させることが重要との認識が共有された。その結果、同会合では、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」旨を対外的に表明していくのが適当との考え方が支持され、4月13日の総裁記者会見でそれが表明された。

その後、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断基準を巡っても議論が行われたが、そうした基準を特定の指標や数値で単純に示すことは技術的に難しく、経済見通しや、物価の先行きを巡る様々な要素やリスクを勘案して、総合的に判断していくことが適当であるという認識が概ね共有された。

10. いわゆる「量的緩和」を巡る議論も行われた。その結果、ゼロ金利政策は、オーバーナイト金利を事実上ゼロ%で安定させるほど潤沢な資金供給を行う政策であるので、その意味では既に十分な量的緩和を行っているという認識が多く委員によって共有された。また、金融緩和継続のコミットメントという意味でも、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を続ける」旨の表明が、「量的緩和」と同様の効果を持つとの指摘がなされた。

しかし、金融政策の操作目標として量的なターゲットを設け、それを厳格にコントロールしていくような手法については、①実体経済と量的指標との関係や、②ターゲットを厳格に実現することが可能かどうかなどについて、技術的な困難が大きいとの認識が概ね共有された。

11. 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圧迫、②金融市場参加者のリスク感覚の希薄化、③構造調整の遅延、などの問題点が挙げられた。もっとも、これらについては、①当面は低金利によってマクロの経済活動を下支えするのが最も重要であること、②金融市場において各種のリスクテイクが促されること

はゼロ金利政策の効果として評価すべきであること、③構造調整には新規産業の拡大という側面があり低金利はそうした動きを支えるものであること、といった考え方が多くの委員に支持された。

12. 夏以降の円高局面では、「日本銀行が介入を不活化しているために、介入が効果を挙げないのではないか」との疑問が国内外から聞かれるようになった。さらに、円高が一段と進んだ9月中旬には、円高防止のために何らかの金融緩和措置が採られるのではないかという市場の思惑が台頭した。

そうした状況のもとで、9月21日の会合では、円高のテンポが急激過ぎることについての懸念が共有された。ただし、そうした円相場の動向が景気や物価の先行きに深刻な悪影響を及ぼすかどうかについては、市場の行き過ぎがどの程度長引くかという点や、輸出や生産面に一部明るさがみられ始めている状況などと併せて、総合的に判断する必要があるとの認識が概ね共有された。その結果、当面はゼロ金利政策を継続しながら、円相場の動向やその影響について細心の注意を払っていくのが適当との結論となった。

13. 同時に9月21日の会合では、金融政策と為替相場の関係について、①金融政策によって特定の為替相場水準を実現するように努めることは不適當であること、②しかし為替相場は景気や物価に影響を及ぼす重要なファクターであり、金融政策の運営において十分に注意を払っていく必要があること、の2点が確認された。また、ゼロ金利政策のもとで豊富で弾力的な資金供給を行っていることを踏

まえば、「介入を不胎化している」との批判が妥当しないことなどについても認識が概ね共有された。

また、同日の会合では、ゼロ金利政策の効果浸透を一層確実なものとするよう、オペ手段の拡充を含め、金融市場調節面での対応力を質的に一段と強化することの重要性も指摘された。^(注)

(日本銀行のバランスシートの動き)

14. 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年度上期を通じてゼロ金利政策を継続し、金融市場に対して潤沢な資金供給を行った。そうしたもとで市場

では流動性に対する懸念が後退したため、金融システム不安などから金利に上昇圧力がかかった10年中とは対照的に、日本銀行のバランスシートを拡大させる要因になる両建てオペ——年末越えなど長めの資金供給と短めの資金吸収を組み合わせるオペ——の必要性が低下した。また、従来、発行額のほぼ全額を日本銀行が引き受けていた政府短期証券(FB)が、4月以降原則として市中公募入札により発行されることとなった。これらを背景に、日本銀行のバランスシートの規模は、思い切った金融緩和が継続される中で、むしろ縮小傾向を辿った。

(注) これを受けて、次の10月13日会合では、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に努めることなどについて合意された。