

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年11月18日
11月19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）
植田和男（審議委員）
田谷禎三（審議委員）
須田美矢子（審議委員）
中原 眞（審議委員）
春 英彦（審議委員）
福間年勝（審議委員）

政府からの出席者：

財務省	藤井秀人	大臣官房総括審議官 (18日 14:00~16:17)
	谷口隆義	財務副大臣 (19日 9:00~12:54)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (18日 14:00~16:17、19日 9:00~12:54)

(執行部からの報告者)

理事	永田俊一
理事	平野英治
理事	白川方明
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎
企画室企画第1課長	櫛田誠希
金融市場局長	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	橋本泰久
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	清水誠一
企画室調査役	長井滋人

I. 開会 速水議長

それでは、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

はじめに、会合の取り進め方について申し上げる。本日は、金融経済情勢に関する執行部からの報告と関連する質問、質疑応答のセッションとする。明日は 9 時に会議を再開して、金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府からの出席の方々の発言、金融市場調節方針の採択と進めて参る。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行い、最後に前々回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。政府からの出席は本日は、財務省から藤井大臣官房総括審議官、内閣府から小林内閣府審議官の出席を頂いている。なお、明日は財務省からは谷口財務副大臣、内閣府からは本日に引き続き小林内閣府審議官が出席される予定と伺っている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としている。委員方および政府からの出席の方々については、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

それでは、金融経済情勢等に関する執行部報告に入りたいと思う。最初に金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と最近の金融・為替市場の動向について説明をしてもらう。白川理事と山本金融市場局長願います。

1. 金融調節、為替・金融市場動向に関する報告 (資料-1、2)

山本金融市場局長

では、本日手許に配った資料の 1、2 の追加というものがあるが、これに沿って報告する。短期金融市場は前回決定会合で決定した追加緩和措置を受けて、一旦、落ち着きをほぼ完全に取戻した形になったが、先週末以降、特に銀行株価の急落に伴って、再び緊張感が出てきている。その辺り

を中心に説明したいと思う。まず、図表 1-1、金融調節の実績である。一番左の列に当座預金残高（実績値）がある。前回会合以降、当預残高の水準は徐々に上がり、17 兆円台の後半というところが先週末である。本日は、若干上の方について 18 兆 1 千億円の見込みである。この間、無担保オーバーナイトレート加重平均値は 0.002% ということで最低水準が続いている。大量の超過準備を背景にオーバーナイトに関しては、引き緩み傾向が続いている。図表 1-2、当預残高は先程申し上げたように、前回会合以前に比べると約 2 兆 5 千億円、ないし 3 兆円位上がってきている。下の方に業態別の当座預金保有状況がある。具体的にそうした当座預金の増額分がどの業態に持たれているかを確認までにみてもみると、一つは、やはり都長銀である。9 月積み期に、都長銀は約 5.5 兆円であったものが、先週末には 6.5 兆円ということで約 1 兆円増加している。銀行株価の下落から万一に備えて一部の都銀が再び厚めの当座預金保有をしているのが一つの特徴である。第二は、外銀である。9 月の積み期のところは約 4 兆円であったのが、先週末だと約 5 兆円台半ばということで、1 兆 5 千億円程度増えている。その背景には円転コストのマイナス幅が拡大してきたことがある。外銀にとって、金利裁定の機会が増えたということだが、さらにその背後をみると一つは、——もう既に一巡したが——一時強まった米国サイドの金利低下期待から本邦勢の外債投資が増加して、スワップが増えたということ、それからもう一つはやはり、都銀が万一の外貨調達に備えて円投によるドル調達、ドル手当てを強めたということが指摘されている。そうしたことが外銀にとっての円転のマイナス幅拡大、裁定機会の増加、当預の増加に繋がっていると言われている。図表 1-3、オペの結果である。幾つか新しいオペなどについて説明しておきたい。一番上にある手形買入（全店）11 月 5 日から 6 か月、7 か月、6 か月と打っているが、これはいずれも期間にすると 6 か月を越えるオペであり、前回会合で決定頂いた 1 年物まで手形が打てるようになったことを背景に、早速 6 か月超のオペを活用している。それから上から 5 番目に国債買現先がある。いわゆる新現先オペで、従来の国債借入あるいは短国買現先に代えて国債買現

先システムを導入して、これを先週以降既に4回打っている。それから国債買いオペであるが11月6日、11月15日と1回当たりのオファー額を3千億円にした。前回会合で議論されたように、月4回、月1兆2千億円というペースに引き上げて国債の買入を実施している。そこでオペの結果だが、追加緩和措置を受けてオペの落札レートは一旦完全に低下した。しかし、先週末以降、再び落札決定レートは上昇してきている。落札決定レートをみると、手形買入（全店）は、10月25日、前回決定会合前には0.030%まで上がった後、追加の緩和措置を受けて一旦0.005%まで下がったが、先週末にはまた0.016%まで上がっている。いずれのオペも大体似たようなパターンを描いており、例えば短期国債買入レート、10月24日の落札決定レートは0.010%であった。これが11月1日には0.003%まで下がったが、本日朝打った分は0.015%という水準まで再び反転してきている。都銀自身が資金が取りにくくなっているとか、取れなくなっているということではないが、株価が50円株換算で100円近いレベルまでくると、都銀自身が警戒モードに入り、一つは長めの運用を抑制する、もう一つは長めの資金調達の間機があれば積極的に調達の姿勢を示してくるということである。一方、地銀など資金の出し手の方は余り長めの運用を行っていないので、勢い日本銀行のオペへの札が集まり易くなっている。この結果、オペの落札レートがジリ高となつて、これをみてマーケットの金利も反応して上がっているというのが最近の動きである。図表2-1、短期金利の推移である。下の方の表の一番右にレポレート、これはスポット・スタートのオーバーナイト、スポットネクストであるが、前回決定会合以前に一旦、0.04%あるいは0.03%台というところまで上昇した後、一旦0.005%というところで落ち着いたが、先週末はまた0.015%に上がってきた。その一つ左の短期国債レート、例えば1年物をみると、前回決定会合以前は0.010%が最高値であった。それが11月7日前後に0.004%まで下がったが、先週末は0.020%ということで、前回会合以前の水準をさらに上回るまで上昇している。短期国債のマーケットはこれまで都銀が最大の短期国債の運用者だったので、ここへきて運用が慎重化してくると、

それがそのまま市場の雰囲気に関わり、金利が少し上がり易くなっているというのが現在の状況である。図表 2-3、短期金融市場のボリューム動向、これは参考までだが、短期金融市場の取引高、市場の出来高、残高をグラフ化したものである。コール市場の残高は量的緩和がさらに拡大になったことで、——ある意味ではその動きを受けて自然と言えるが——全体で 13 兆円台と、1987 年以来の低水準になっている。ユーロ円金先の出来高も相変わらず低水準である。以上が短期金融市場の動きである。図表 2-5 以降が資本市場および為替市場の動向である。まず、図表 2-5、株式相場の推移であるが、10 月以降欧米の株価は反発してきたが、全体として日本の株価は取り残される形で軟調な展開が続いてきた。一番下の段の主要国株価の騰落率のシャド一部分が 10 月 9 日、欧米の株価がボトムをつけてからの動きだが、欧米の株価は全体として反発しているのに対して、日本の方は 10 月 9 日位の水準からほぼ横這いである。ちょうど、10 月の最初の頃は日本においては、不良債権処理加速策が議論され、この頃から一部都銀の株価が 50 円株換算で 200 円を割ってくるということであったので、欧米株価の反発という好環境にもかかわらず、結果的には銀行株や比較的信用力の低めの企業の株価が重石となって軟調な展開が続いているということである。それをグラフ化したのが図表 2-6、業種別の株価動向の真ん中の段に社債の格付け別の企業毎に株価をプロットしてみた表である。高格付け、ダブル A 格などは、10 月に入ってから以降もほぼ横這いの動きで余り変わっていないが、格付けが低ければ低い程、下がり方が大きい状況がくっきりとみてとれると思う。さらに顕著であるのが、一番下の銀行株である。業種別株価騰落率の一番右側のうち銀行株価指数は、9 月 30 日以降 25% の下落率になっている。このうち都銀がひとときわ下がっており、全体が 25% の下落に対して都銀だけとってみるとほぼ 50% の下落である。かつ、都銀の中でもバラつきがあって、一部行は 1/3 位まで下落しており、著しい状態になっている。図表 2-7、株の売買の主体別の動向であるが、主体別は余り大きな動き、特徴がなくなってきた。以前、10 月のはじめ頃までは 9 月、10 月、11 月と、あるいは夏

場以降専ら海外投資家の売りが嵩んできたが、欧米株価が下げ止ったことで、リバトリの動きが一巡し、海外投資家の売り越し、買い越し額は非常に縮んできている。他の主体も売り越し、買い越し、いずれも小幅化して、週によっては個人の売りが目立つようになってきている。以上が株価の動向である。図表 2-8、長期金利の動向だが、10年国債は一時期、前回会合以降 98年11月以来の1%割れとなり、0.95%まで低下した。購入の主体はこちらも銀行であり、銀行筋はやはりリスクアセット圧縮という命題とキャッシュは豊富にあるという状況を受けて、どうしても国債の購入に向かいがちである。あるいは、量的緩和の拡大とか買いオペの増額というのも一定の安心材料になって1%割れまで買い進まれたということであった。ただ、既にもう低下余地というか、年限毎のスプレッドも大幅に縮んできた。このように低下余地に限られる中であって、銀行株価が急落してきた。マーケットの参加者には、どうも銀行による益出し売りが出てくるのではないかという連想が働いて、先週末以降は再び極く僅かながら1%に乗せるところまで価格としては反落して、現状ほぼ1%前後の動きとなっている。次に図表 2-9、格付別の社債スプレッド、信用スプレッドの動きである。真ん中の段に投資適格債、ダブルA～トリプルBの対国債での信用スプレッド、下の段にダブルBとシングルBの信用スプレッドを掲げてあるが、いずれもシングルBのところを少し除いてほぼ横這いということで、株価の軟調にもかかわらず、ほとんど影響を受けていない。金融再生プログラムをきっかけに仮に銀行が一段の貸出圧縮をはじめるとすると、例えば資本市場での調達が増えるとか、あるいは信用リスク懸念が出てくるとかで、何らかスプレッド拡大方向に動く予想されるが、これまでのところ社債市場あるいは、ここでは申し上げなかったがCP市場も含めてそうした現象はみられていない。金融再生プログラムの具体的運用が現時点では分からないということで、銀行も企業もその面からは新たな動きをはじめていないということではないかと理解している。図表 2-10、銀行債の対国債スプレッドである。一つは株価の動きを受けて個別銘柄毎に若干のバラつきがあることと、足許は株価の動きをやはり反映して、少しづつス

プレッドが開いている感じである。ただし、まだ顕著な幅になっている訳ではない。クレジット・デフォルト・スワップ・レートも高水準横這いが続いている。最後に、図表 2-11、主要為替相場の推移である。9月の秋口以来続いていた海外投資家によるリパトリ、ドル買い・円売りの動きが10月半ば頃に一巡して、その後は材料として米国の景気指標の悪化であるとか、対イラク攻撃の懸念といったことが出てきて、再びドルが軟化してきた。ただ、実際の相場は海外のヘッジ・ファンドが9月以降かなりポジションを造成し、また10月の半ば以降ポジションを解消してきたという動きが主体となっているようであり、海外のヘッジ・ファンドのポジションの拡大、縮小もほぼ一巡してきたことで、足許はやや方向感がない膠着した相場になりつつある。以上、私からの報告だが、銀行は来週の月曜日が中間決算の公表日である。それから11月中に例の金融再生プログラムの工程表を作るということになっているので、そうしたイベントが今後、銀行株価あるいは、金融市場にどう影響してくるかを引き続き注意してみたい必要があると考えている。私からの報告は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

植田委員

銀行の資金調達のところだが、出し手の方が取り手のクレジット・リスクを警戒して出し渋っているという感じではないのか。一部にこうした動きがなきにしもあらずとこのことのようなのだが、全体としてはどうか。流動性は、いつでも最終的には取れるというような感じになっているように思うが、どうして予め取っておこうという…。

山本金融市場局長

銀行は資金の出し手から例えばダイレクト・ディーリングのような形で結構大きな規模を取っている。これも明瞭なところはよく分からないが、

資金の出し手は銀行に対するクレジット・ラインを設定する時に株価の水準にリンクさせてラインを設定する仕掛けとしている可能性がある。このため、——今のところ目立って大きく調達が難しくなっているということはないが——銀行サイドからみると 50 円株換算で 100 円という株価は非常に気になる水準だろうと思う。ただ、一方で都銀はこの春に猛烈に流動性預金が入ってきて、資金の必要調達量は大幅に縮小している。従って、通常のペースでいけば短いショート・エンドの資金で繰り回していけると考えているし、また、いざとなれば適格担保は非常にあるので、資金そのものが本当に足りなくなるという心配はしていない。しかし、やはり資金繰りの担当者としては、先程申し上げたように、万が一ダイレクト・ディーリングが取れなくなったような事情を想定して、もしチャンスがあって長いものがとれるのであれば、取っておきたい、なかなかマーケットの方で長めの資金を取るチャンスがないので、オペには積極的に入っておきたいというのが最近のビヘイビアになっている。であるから、どんどんとオペレートが上がっていくという感じではないが、そこその水準であれば比較的高めでもよいので纏めて一挙に金額を取ってしまいたいというビヘイビアがみてとれる。

須田委員

今の話の続きだが、応札倍率が高いが、オペで取れなかった先が慌てふためいてどこかに行くということではないということか。

山本金融市場局長

然り。慌てふためいているということはない。ただ、次回のオペでは自分が何とか取りたいとか、そういう雰囲気はある。

速水議長

宜しいか。では次へいく。国際局から海外経済動向について平野理事と堀井国際局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは、金融政策決定会合資料3（参考計表）（追加分）という本日の日付が付いている資料に則して申し上げる。まず、アメリカ経済について図表1、米国の主要経済指標、以下について説明する。一言で申し上げて、生産、所得、支出の拡大モメンタムが鈍ってきている兆候がみられる。図表1の1. 実質GDPは7~9月期には年率3.1%とそこそこの成長になった訳だが、これについては後で申し上げたいと思う。下に並ぶ数字のうち、例によってシャドーがかかっているのが新たに判明した計数である。3. 実質個人消費9月は-0.6%となった。5. 小売売上は9月-1.3の後、10月も横這い。これらを財別にみると自動車の購入の減少が響いている。その自動車販売があるのが6. である。7~8月と好調な販売となった後、9~10月とかなり低い水準となった。これについてFedのグリーンズパン議長は先週の議会証言の中で触れているが、7~8月の単なる反動なのか、あるいは基調的な弱さの反映なのかについて判断を留保されている。確かに表の下の方に19. PPIがあるが、このPPI、10月は1.1とかなりの上昇になった訳だが、これはかなりの部分が実はガソリン価格の上昇である。コアは0.5の上昇なのだが、このほとんどが自動車の新モデルの値上げというものによるものである。従って、この自動車販売の減少、新モデルの価格アップ、さらには自動車生産の立ち上がりの鈍さといったものを合わせてみるに、基調判断するにはもう少し様子を見る必要があるかと考えている。なお、消費者コンフィデンス、7. コンファランスボードの方は、11月分は発表はまだだが、ミシガン大学の発表、11月分があり、これは株価の反発を受けて好転している。次に、企業部門についてざっとみていきたいと思う。設備投資の先行指標である10. 非国防資本財受注だが、前回決定以降、若干上方修正された。それでも8月、9月と2か月連続で減少して、7~9月を括ってみても-0.1%と弱含みである。それから13. ISMのうち製造業は2か月連続の50ポイント割れとなっている。それから下の方に17. 雇用者がある。これも2か月連続のマイナス

となる。企業収益については4~6月、それから7~9月と着実な増益を記録しているが、企業行動がこのように慎重であることの背景には、従来申し上げている企業のバランス・シート調整に加えて、国際紛争の懸念といったものが影響しているものと考えられる。それからもう一つ、ここで14. 鋳工業生産が先週末に出た。前2か月減少に続き10月もかなり減少した。これも自動車がかかなりの部分を占めている。自動車とあとはガルフ沿岸のオイル関係のところ、ストームのせいで落ちたということなのだが、ただ、全般的にほかのものも弱いので、全体としてやはり在庫の押し上げ要因が弱まる中で最終需要の伸び悩みが表面化して、このところ弱い数字が続いているというふうに見ている。図表2以降で、今申し上げた点を含めてグラフを眺めながら申し上げたいと思う。図表2、米国の実質GDPの動向である。ここでは、主に二点申し上げたいと思っている。一つは、第3四半期の成長率を下の数値でみると実質GDP3.1%のうち、個人消費の寄与度が3.0%である。この3.0のうち、実は2.2の寄与度が自動車を中心とする耐久財の消費である。これが一点。第二点は、設備投資に関してであるが、ここにあるようにプラスになった。2000年の最終四半期から2002年の第2四半期まで減少を続けた後、この第3四半期には増加に転じた訳である。要するに低金利によって金利感応的な耐久財消費などを支えている間に、設備投資の調整が終わり、持続的な景気拡大を迎えるというFedのシナリオに沿った展開が実現しそうな様子が、この7~9月のGDPからはみられた訳である。問題は、その後の展開ということになるかと思う。なお、表には載せていないが、GDPデフレーターについては、前期比年率1.1とほぼ前期並みの伸びとなった。図表3、米国の個人消費動向、自動車販売である。先程申したように7~8月、右端の棒グラフだが、高い水準の後、9月は減少し、10月はさらに低水準である。下の左、チェーンストアの統計をみると、10月の後半にはテロとか犯罪の不安が高まってガクク落ちた訳だが、そこからは戻しているが低い水準に止まっている。ただし、その右のグラフにあるように、金利の低下からモーゲージのリファイナンスのアプリケーションは、ここにみて分かる

ように10月にピークを迎えている。消費を支える効果は、この面からはまだ出てくる可能性はある。また、Fedの11月の利下げ後、リファイナンス自体の山がもう一つ出てくる可能性もある。図表4、米国の受注・雇用関連動向、上段の設備投資の先行指標である。下げ止まりといった様子は引き続き確認できると思う。気になるのがこの雇用の方である。一番下の業種別雇用者のところをみると全体の折れ線、民間計をみてもよいのだが、ひと月前に同じようなグラフをみて、ひと月アップデートしてみると、やはり雇用回りの拡大モメンタムが一層弱まっている様子がみてとれる。図表5、米国株価・金利で、金融市場について簡単に申し上げたいと思う。前回の10月末の決定会合以降、幾つか大きなイベントがあった。つまり、11月5日の中間選挙での共和党の勝利、6日のFOMCの利下げ、それから8日のイラク問題に関する国連安保理事会の決議があったが、市場の方は若干の動きに止まっている。一番上の株価、これは絵は指数になっているが、水準で申し上げるとダウは大体8,500ドル回り、S&Pは900ポイント回りで、それに絡んで上下している。その下の長期金利も、利下げ直後は4%割れに一旦なったが、最近再び若干上昇して4%台に戻している。それから下の短期金利の先行きについてFFのフューチャーズでみると、一番下の太い線だが、利下げの打ち止め感が強く出ている。企業の資金調達環境について、表はないが、若干付言すると夏場以降大きな変化はない。つまり、社債の発行も低調であるし、銀行の商工業向け貸出も引き続き減少している。社債の対国債スプレッドも一頃——7月の半ば——よりは下がっているが、さはさりながら、水準としてはやや高い水準で高止まりといった状況が続いている。図表6、ユーロエリアの主要経済指標である。1行目の実質GDPは第2四半期と古いものだが、表には載せていないが、2002年全体のGDPの予測に関して欧州委員会の発表が11月13日にあった。2002年について、それまで1.4%とみていたのを0.8%に下方修正したし、2003年についても2.9から1.8へと大きく下方修正している。最近の経済指標の弱さを織り込んだものである。表の下の方にずっと実際の数字をみても内需の弱さが引き続き確認できる。4行目の消費者

コンフィデンスはマイナスを続けているし、10行目の製造業PMI、9月、10月と2か月連続で50を下回っている。この間物価だが、10月の13行目、HICP前年比は2.2%と幾分前月より切り上がっている。中身はまだ詳細不明だが、石油価格とそれから食料品価格の上昇を反映したものとみられている。図表7、欧州株価・金利で、金融市場、これも10月末の決定会合以降大きな変動はない。株はそれ程動いてないし、ユーロの長期金利も4.5%絡みで上下している。なお、市場では12月のECB理事会での利下げ観測というのが強まっている。このためユーロの先物も前回会合から比べると13bp位低下している。それから図表8-1、図表8-2、東アジア諸国・地域の主要経済指標で、これもアジアの方は基調変化はない。中国の好調、韓国、タイ、マレーシア、内需はそこそこしっかりしている一方、IT関連輸出の依存の高いシンガポール、台湾などでは輸出の頭打ちから生産の鈍化といったものが引き続きみえる。最後に追加のグラフにはないが、エマージングについて一言だけ申し上げる。ブラジル、それからトルコの選挙というイベントが終わって、エマージング経済は小康状態を取り戻している。すなわち、ブラジルでは新大統領に選ばれたルーラ・ダ・シルバが、再三に涉ってIMFと前政権との間の約束を守ると明言しているし、また、トルコでは11月3日の国会選挙で穏健イスラム派とされている政党が単独安定多数を占めたことから、それぞれブラジル、トルコの株式、債券、通貨とも安定を取り戻している。ただ、アルゼンチンで11月14日に期限のきた世銀債の元本返済を行わないとアルゼンチン政府が発表した。その結果、アルゼンチンの為替、株、債券はトリプル安となるなど、エマージング市場には引き続き火種を抱えているので予断が許せない。アメリカの拡大モメンタムが弱まる一方、他地域については大きな変化がないといったところである。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

福間委員

世界的なデフレということが最近よく言われている。確かにグローバルなコンペティションからくる、中東欧とか中国とかそういう新たな供給ソースの拡大ということが基本的にあるのだと思う。一方、マネタリーの方で去年から今年にかけてアメリカのボンドのデフォルトだけで1,800億ドル発生したほか、鉱工業向け貸出も落ちている。ドイツでも落ちている。日本は勿論だが。このようにマネタリーの面でエクспанシブな動きが出てこない。クレジット・マーケット全体で、世界的なデフレが影響しているのか。このグローバルなデフレというのはどういう具合に考えられるのか。それからアルゼンチンのデフォルトについては、さらにディープニングするのか。私はIMFとの交渉の内容は知らないが、マネーの動きが何となくアルゼンチンを巡る不透明感にシンクロナイズしている。それから、もう一つはインターナショナル・クレジットもシュリンクしている。これはどういう具合に理解すればよいのか、分かる範囲で結構だが。

堀井国際局長

マネタリーの事実としては、アメリカもユーロもM2ないしM3は7%で一応、前年比で伸びている訳である。イギリスだけが6%位だろうか。そういうことでマネーサプライの伸びはかなり出ているということかと思う。日本も名目成長率よりはかなり高いところにある訳である。それを踏まえたうえで、もう少し広い意味で信用仲介というか、信用のリスク仲介というところでどうなっているかと言うと、少なくとも先程のエマージングに関しては火種が大きくてスプレッドも参考計表の定例版の方に付けているが高い。それからアメリカの国内もローグレードの社債についてのスプレッドは引き続き高いところかと思う。従ってそういうリスク仲介のところでは、なかなかプレミアムが落ちてこない。ただ、これが果たしてマネタリーで、そのリスクの部分を落とせるかどうかというのは、難しい判断かと思う。それからグローバルデフレについて——アメリカでもこの間の政策決定以降、何人かのポーティング・メンバーズが六つ位ス

ピーチされている中でポロポロと出ているが——、アメリカ自身は国内の市場において価格競争力というか、価格の支配力というのが非常に弱まっていると、それにはイノベーションとそれからグローバル・コンペティションが恐らくあるのだろうが、そういう指摘のある一方、デフレになる差し迫った感じは持っていないということは一応、ボーティング・メンバーズで喋っている方は異口同音に言われている。その辺は少し福間委員の言われた感じとは、彼らの見方は違うのかなという気がする。

平野理事

金融と実体経済の絡みという問題は、世界経済の先行きをみるうえで一つの大きなポイントになっていると思う。つまり、ファイナンシャルな要因が実体経済にどう影響し、実体経済がファイナンシャルなファクターをどのように動かすかという点が重要な視点になっているということである。そうした目で、世界をみると、先程の堀井国際局長の説明にもあったように、ファイナンシャルな面で、ソフト・スポットが幾つかあると思う。エマージングがそうであるし、勿論、日本の金融問題もある。先日も話題になったが、ヨーロッパを中心とする年金や保険、あるいはドイツの銀行問題もある。ただ、そうは言っても、これらは今のところ言わばローカルなソフト・スポットに止まっており、世界全体の金融の仲介機能が大きく損なわれているということではないのではないか。ただ、その金融市場のボラティリティが全体に上がっている環境の中であって、急速に金融のピクチャーが変わるかもしれないし、そのことが実体経済に悪影響を及ぼすリスクはあるということであろう。従って引き続きそこはよく注意しておく必要があるというのが、割合一般的な認識になっているように思う。

速水議長

ブラジルは落ち着いてきたのか。

堀井国際局長

然り。一応、今のところ小康状態を取り戻している。

須田委員

アメリカ経済だが、相変わらず良いニュースと悪いニュースが色々出てきて日々揺れているという感じがする。少しずつ悪くなっているなという実感を持つという説明であったがなぜか。金融政策は、これでもう打ち止めだという感じがあるのか。段々弱い方が多くなっているというふうに判断されるというのはどこから出てくるのか。

堀井国際局長

全体の景気を形作っている流れというか、力のベクトルの方向だと思う。先程も雇用のところで申し上げたが、生産が在庫調整一巡で——輸出がその前にあるのかもしれないが——在庫調整一巡で上がって、生産から企業収益、それで雇用といったものへプラスのこの拡大の力が波及していくというのが、普通の景気回復から拡大に繋がっていく流れだと思うが、それが積み上がっていかない、力を得ていかないというところにやはりその弱さというか、方向として流れというか、そういう感じを持っている訳である。

須田委員

生産性の上昇は如何か。

堀井国際局長

F R Bの当局者はそこは非常に強く言って、ファンダメンタルの強さと言っている訳だが、ただこの表の一番下のこの4%、第3四半期については、その後、先程申し上げたように需要サイドで自動車が爆発的に売れて、それで一方、雇用の方はそれほど伸ばさないで凌いだ——長期的な不安があるものだから——、そういう結果の面がある訳である。であるから、

これが落ちなかった、生産性が落ちていないという意味ではプラス材料なのだろうが、この4%をもってファンダメンタルズがしっかりしているとは、なかなか言い切れないのではないかというふうに思っている。

中原委員

アメリカの商業銀行の貸出行動だが、つい最近Fedの調査が出たが、どうもよく分からない。貸出の内容をみると不動産貸出が多くなっている一方で、商工貸出は減っている。それでこのDIをみると貸出企業はやはり少しずつきつめの方向に向けて動いているようにも思うし、スプレッドも依然ここにあるとおりで、かつ商工業貸出に対する需要というのはどんどん落ちている。どうもこういうものがどういう行動原理なのか、銀行が収益原理で行動しているのか、それよりもどちらかと言うと、やはり信用リスクにウェイトを置いて行動しているのか。不良債権もかなり増えている、与信費用そのものは高いのだがむしろ前倒し償却をやっているのか。ちょっとこのアメリカの銀行経営構造というのは、どんな感じにみているのか説明願いたい。

堀井国際局長

まず、中原委員が最初に言われたのは11月12日に発表されたFRBのシニア・ローン・オフィサー・サーベイのことだと思うが、今回大きな動きはないが、小企業向けの貸出について少し締まっている動きが出ているのが特徴の一。二番目には特別調査の中にあるのだが、モーゲージの審査について、少しきつめのことを銀行が答えている。基準を締めると。スプレッドの方は前回比は拡がっているのだが、全体として凄く拡がっているというふうな感じではないのだが、ということで全体に銀行貸出は慎重化しているというのはそのとおりだと思う。このデータから。実数の方は商工業向け貸出はどんどんマイナスになっている。不動産向けが伸びているというのは、これは大宗、個人向けのホーム・エクイティ・ローンであるから、そこが不動産にカウントされて、従って一方で、モーゲージのリファ

イナンスでキャッシュ・アウトしている、あるいはキャッシュを持ったまま、こっちのローンの方でも安いものを借りて消費をしていると、こういうことかと思う。ホーム・エクイティの方は、これは前も申し上げたが、家計の収入の何倍とか、そういうふうに沢山貸している訳ではないので、銀行に私も聞いてみたが、これは大数の法則で十分やれるというふうなことを言っている。それから、これも前に申し上げたが、償却の方はコンシューマ・クレジットについては非常な勢いで増やしているのだが、ある一、二の私の知り合いのコマーシャル・バンクスの大手の proprietary の情報だが、実際のデフォルトは全然増えていない。銀行の内部のモデルから予測される数字だと上がるはずなので、それに応じて償却というか、引き当ては積んでいるのだが、実際のデリンクエンシーは全然上がってこないということを銀行経営者自身が言っている。これはまだパイプラインというか、これからくるのか、それともどうか分からないので先程のシニア・ローン・オフィサー・サーベイのように少し気にはしはじめている位だが、まだ貸出自体をぎゅっと絞るまではいっていない、今起こっているのはこの辺の事情かと思う。

福間委員

肝心の住宅価格はどうなっているのか。

堀井国際局長

バブルかどうかということか。

福間委員

バブルではなく、値段はどうなのか。ピークアウトしてきているのか、それともまだ残っているのか。

堀井国際局長

伸び率自体は少し鈍化しているが、価格は落ちていない。上昇率が鈍化

しているというところである。これも定例表のところにどこか入っていると思うが、そういう動きである。ただ、これもバブルかどうかの気になるところだが、大宗の金融機関回りの人の話、それからエコノミストの話は、ボストン、それからサンフランシスコ、それからニューヨーク、それからワシントン郊外の極く一部、この中の一部にはバブルがあるかもしれないけれども、ほかの地域にはバブルはないというふうなことが、恐らくコンセンサスだと思う。

速水議長

宜しければ次へ参る。調査統計局から最近の国内経済情勢について話してもらおう。永田理事、早川調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは資料4の参考計表を出して欲しい。前回の会合で月末の数字を相当程度消化してしまっただので、本日は計数について新しく説明することは余り多くはない。従って若干のおさらいと評価ということで参りたいと思う。数字がないと言ったばかりで恐縮だが、一つやや古い数字だがGDPの7~9月の数字が出ている。ご存知のとおり、7~9月の実質成長率は0.7%、年率で3%の成長だった。かつ実は、1~3月、4~6月も上方修正されている。逆に去年の後半は下方修正だが、上方修正されているため今年に入ってからの成長率という点では、まあまあの成長になっているということである。ただ、7~9月の成長率の中身というのをみると、このとおり、外需、輸出はほぼ横這いだし、それから個人消費は0.8%とちょっと高めの伸びになっているが、後程申し上げるように、若干家計調査でやや強めに出過ぎているようなものが入っているように思う。設備投資については、予想外にマイナスになったが、前の方が4~6月が上方修正されているので、まあ二つ並べて基本的には横這いと考えれば良いと思う。要するに、最終需要の主なものは、公的需要も含めて基本的に全部0.幾つと

ということで、ほぼ横這いと考えて宜しいと思う。そうした中であって、在庫の減少幅の縮小だが、在庫の寄与度が0.5%あって、これが全体を押し上げているということである。確か1か月前の会合の時に、ほとんどの主要な最終需要は皆ゼロで、いわば在庫循環の慣性だけで経済が動いているということを申し上げたと思うが、前回申し上げたことがそのまま数字になって出てきたということである。逆に言うと、力学的な言い方をすると、年前半に輸出が増えて、これで新しいエネルギーがここで入ってきて、そのエネルギーでもって経済が動いている。今、現状は、新しいエネルギーの流入というのは止まっている状態で慣性で動いていることである。問題はその新規のエネルギーの流入源であった輸出だが、図表5、これはもう貿易統計は前回説明したとおりで、数字については特に改めて申し上げることはない。年前半、非常に高い伸びになった後、7~9月はほぼ横這いになってしまった訳である。実は文章のところをみた方は気付かれたと思うが、前回私は、これについては一応増勢鈍化で評価しておきたいと申し上げた訳だが、今回は一服しつつあるという表現に変えている。数字は変わっていないのに、なぜ評価が変わっているかということだが、図表9である。ここで海外経済については先程国際局長から説明があったとおりだが、例えばこれを民間の経済見通しの数字でみてみると、このとおり特に2003年のところで米国、それから欧州を中心に下方修正になってきているということである。もともと私共というか、国際局と相談している訳だが、米国については民間の見通しよりも慎重にみようということだが、実はこの11月時点で大体民間見通しが私共のみていた数字にほぼ追いついてきた感じで、恐らく今、先程紹介のあったような数字を前提にすると今後さらに下がっていく可能性が高いということである。これが一つと、それからもう一つ。後程生産のところの説明するが、私共は企業に対して1~3月までその輸出についてのヒアリングをした。従来は、こういうふうを考えていた訳である。「基本的に一応、海外経済は緩やかなりとも回復歩調にある。為替レートは120円台であるとすると、ベースラインとして考えれば、輸出は緩やかなりとも増加すると考えるのが自然であろう」と。

確かに年前半、異常に高い伸びになった。これはIT在庫の復元の影響で非常に高い伸びになったので、年後半横這うのは、いわばその反動として致し方ないにせよ、今申し上げたような海外経済および為替レートを前提とすると、年明け位にはもう一回輸出が増加してくれても不思議はないとずっと考えていた訳である。しかし、今回ヒアリングした結果を申し上げますと、取り敢えず日本の企業は、年明け後も輸出は横這いではないかという見方が多かったということである。勿論この前提は日本の企業の多くがアメリカの、例えば個人消費とかについてかなり慎重にみているということが大前提にある訳だが、仮にそういうふうにと考えると、先程紹介のあったアメリカの数字みたいなものと日本の企業のそういう輸出計画みたいなものが一応符合する感じになる。勿論、結果はどうなるかは分からないが、一応符合するということで、それを前提にすると、来年、年明けにもまた増えるのであれば増勢鈍化という方が素直だと思うが、仮に年明けにも直ぐに増えないということになると、取り敢えずは一服とした方がいいというふう考えた次第である。次に今度は企業部門に移っていきたいと思うが、企業部門については設備投資は先程GDPでみたとおり、最近ほぼ下げ止まりという感じである。例えば図表13の資本財出荷、資本財総供給というところをみると、GDPとは4~6月、7~9月のところで符合が若干違うが、基本的に両方下げ止まり、横這いということは変わらないということである。ただ、収益の方は、今日特に計数を持っていないが、中間決算の数字が色々出ている訳だが、今のところ新聞でみている限りは、上方修正のところと下方修正のところが拮抗していて、特に目立って上方修正とか、目立って下方修正という感じではなくて、どちらかと言うと自動車は上方修正が目立って、電機が下方修正が目立つみたいなことはあるが、全体としてみると特段大きな修正が起こっているような感じはしない。収益はそれなりに、少なくとも年前半の稼ぎによって出ているということだが、設備投資の先行きについてどうかと申し上げますと、例えば図表14をみると、機械受注だが、ご承知のとおり4~6月には7.1%増えた後、7~9月は1.7%の減少だった。ここまでであれば一応まあまあ姿だが、

実は10~12月の見通しについて内閣府の見通し調査によれば、6.5%の減少が見込まれているということである。この減少は、この×印が見通しなのでみると分かる通り、基本的に非製造業の減少であり、中身は電子通信機器である。そうすると予想されるのは、やはり通信の減少ということであり、通信は実は若干気を付けなければいけないところがあって、これはご承知の通り電力を抜いてみている訳だが、電力というのはもともと大きく暴れて、巧く季節調整が掛からないから抜くのだが、通信も実は同じ位季節調整が巧く掛からない訳である。にもかかわらず、これは込みにしてみているので、通信が暴れる癖があるのと、実はこれは一部携帯電話が紛れ込んでいるということもあるので、ちょっとこの現象をもって機械受注がもう一回下を向いてしまったというところまでは今のところ考えていない。ただ、これをみて明らかなのは、確かに設備投資は下げ止まったが、そう直ぐには設備投資は上向いてこない、前から申し上げてきた訳だが、それが改めて確認される姿にはなっているということだと思う。因みに、色々な設備投資アンケート調査が出ているが、新しく出た設備投資アンケート調査をみても基本的には大企業に関するものも、小企業に関するものも、大体9月短観で我々がみた姿とほぼ一緒である。そういう意味では、繰り返しになるが、設備投資は確かに下げ止まってはいるが、そんなにはっきりとは良くなってこないということを経済的に示唆する動きになっているということである。それから個人消費関係である。これについては、前回、7月は大きく落ちた後、8月に戻って9月はざっと横這いであったと申し上げた。そういうことなので、その後出ている数字は少ない。出ているのは車。車についてはこの通り、9月に続いて10月も結構強い数字になっている。前月比では軽自動車を含むとマイナスだが、これは7~9月対比ではプラスだし、軽を抜くとかなり大きな伸びになっているということである。ただし、車については、需要が非常に強いというよりは、新車投入をかなり活発にやっていることと、それから実は企業が先程申し上げたように収益が良いこともあって、かなりインセンティブをつけてシェア争いをしているという感じがあるので、ちょっと供給サイドで頑

張っているという感じが強いので、これをもって個人消費が強いということとはちょっと考え難いと思っている。他方で、恐縮だが数字で書いていないが、都内百貨店の数字が金曜日に出て、これは10月の前年比が-3.9%、10月の7~9月対比が-1.1%ということで、ちょっと弱めの数字だった。10月のご承知のとおり都内は10何日間連続で夏日、25度を超えたということで、どうも良くなかったようだが、11月は逆に随分寒くなったので少し良いということで、相変わらず余り傾向のはっきりしない動きである。先程ちょっとGDPの関係で申し上げたのは、この一番上の全世帯の消費水準指数で、9月の前月比が5.3%と爆発的に伸びた訳だが、この中身をみると、実は葬式代と墓石代が非常に大きく寄与しているということである。多分、随分立派な葬式をやられた方がサンプルの中におられたということなので、先程申し上げたように、これが一部、昔程ではないが、一部GDPに紛れ混んでいるので、先程のGDPの成長はちょっと強め過ぎるかなと申し上げた次第である。その後、図表23、最近みている所得との関係でみると、今申し上げたような消費というのは、所得との関係でみると少し強めに推移しているということである。個人消費は弱めの動きと先月申し上げているが、所得との関係で見ればむしろ強めの動きであるということである。ただ、次のページにあるように、消費者コンフィデンスは、このところどちらかと言うと下向きになりつつあるということであるので、個人消費がまたこういう地合いを維持していけるかどうか、どちらかと言うと横這いを維持していけるかどうかという観点でみていくべきだろうと思っている。それから、生産である。生産は月末に既に報告したとおりで、確報で7~9月、10~12月の数字共に0.1位上振れたが、まあ基本的には変化がない。中身はもう既に紹介しているとおおり、電気機械辺りの伸び率の鈍化というのが効いている。今現在、経済産業省の10、11月の数字を使って、12月を横這いにすると、10~12月が0.7%ということで、私共の企業からのヒアリングの印象は横這いなし微減という感じである。ここ最近の傾向として言うと、経済産業省の見通しよりちょっと下、私共の企業のヒアリングよりちょっと上で着地することがここ何か月

続いているので、ざっくり言えば横這い圏内だろうと思っている。それ自体は驚きではない訳だが、問題は先程申し上げたように、今回1~3月についても企業に聞いてみた結果、一応まだ、勿論企業は1~3月の生産計画についてきっちりしたものを立てている訳ではないが、大雑把に言えば横這いというふうに答えてきた訳である。その裏側には輸出が年が明けても横這いではないかということ为前提にそういうふうに答えてきているということである。因みに若干のグラフをみておくと、図表29をみると、出荷はこのとおりに一番上の最終需要財と生産財をみると、前半は実は生産財がグワッと伸びた訳である。これはまさに輸出の力で伸びた訳だが、最近はこちらかと言うと生産財の伸びが若干鈍化してきている。その一方で最終需要財の方は、設備投資が大体下げ止まってきている。消費の方も、車とか良い訳なので、むしろ最終需要がちょっと上がってきているようになってきているが、この辺は言ってみれば最終需要の動きが若干バランスが変化してきていることの表われである。在庫循環はいつも申し上げているとおりに大きく回っていて、この大きな、いわゆる慣性が経済を支えているということは前に紹介したとおりである。ただ例えば一番左下の電子部品などをみると随分もう回ってきている。在庫は7~9月で若干、ほんの僅かの増加になった。10~12月も恐らく横這いから若干の増加位の間でいくと思うが、この辺の局面に入ってくると、いわゆる、ある種これだけ出荷がそれなりに伸びているので、それに伴う在庫の若干の復元みたいな前向きの動きと、しかしまた、輸出の伸びが鈍化していることに伴う一部、実は後向きみたいなものが混じってこれから出てくる。従って、これからの在庫の動きについてはどういう性質のものかというのを、ちゃんとみながらなければいけないと、そういう局面に入ってきているということである。次のページの雇用だが、雇用についても基本的にはもう前回紹介したとおりである。例えば有効求人倍率は緩やかに改善、失業率は横這いというのはほとんど変わっていない。ただ流れとして申し上げると、以前は新規求人が伸びているということを申し上げたのだが、新規求人については実は伸びは鈍化してきている。これはむしろ鉱工業生産の伸

びの鈍化に対応しているものである。雇用について言うと、いわゆる限界的な労働者を含んでいる労働力調査の雇用はマイナス幅はかなり縮んできた。その一方で、毎勤の常用労働者数の伸び率はかなりまだマイナスが大きいということで、この辺は言ってみると、年の頭位から生産活動が上向いてきて、その影響が少しずつこういう限界労働を含むところまでは及んできた。ただ、しかしながら、コアの労働力についてはまだ抑制が続いているというのを表わす数字である。これは前回紹介したとおりである。新しく出たのは、一番下の毎月勤労統計で、特に目新しい話はない。このとおりみかけは名目賃金のマイナス幅が7、8、9月と縮んできているように見える訳だが、これは逆に7、8、9月と段々ボーナスのウエイトが小さくなっているというだけで、基本的には大きな変化はない。恐らく冬のボーナスについても、夏程ひどくはないと思う。さすがに今期は増益であろうから、夏程ひどくはないと思うが恐らくマイナスが残るので、所得については引き続き厳しい状態が続いているということである。物価である。物価については卸売物価が出ているので、これについて紹介する。まず第一に、輸入物価のところだが、輸入物価は、前月比三角カッコだが、前月比が3か月連続でかなり上昇して3か月前比で見るとかなり高い伸びになっている。中段程にある国内卸売物価は、1か月、1か月は若干振れるが、このところ-0.1%、+0.1%、0%ということで3か月溜めてみると一頃前に一回横這いで、その後ちょっと弱含んだのだが、また横這いという動きである。若干グラフで確認すると、図表37、これは一番下をみると良いと思うが、このところ原油価格と為替が上がったり下がったり上がったり下がったりするものだから、3か月前比で見ると随分行ったりきたりで、一頃かなり輸入物価が下がった後、足許のところは輸入物価はかなりの上昇になっている。このとおり、白いところのその他というのは、大体為替の影響だと考えて良いので、為替の影響とそれからグレーのところの原油価格の上昇が効いているということである。ただ、逆にどんどん上がっていくかということ、ご承知のとおり為替は何がしか一頃と比べると円高方向になっているし、それから原油価格も一頃と比べると緩んでいるので、一本

調子にいくわけではない。一方、国内卸売物価をみるためには、やはり国内の商品市況をみた方が良いかなという感じがする。実は国内の商品市況は全体としてみると、そこそこ強めの動きである。一番上にあるように、勿論石油の上昇が一番大きい訳だが、中段の例えば鉄辺りはずっと強いし、紙の値段も少し上がってきている。そういうことで日経の商品指数でみると、このところ比較的トントンと上がってきているということである。一番下の半導体の数字は、これは日経の採っている数字はずっと弱いが、皆さんご承知のとおりダブル・データ・レートと言われる新しいものについては、極く最近ちょっと弱い、ずっと上がってきているので、そんなことで商品指数は少し強めの動きである。それを踏まえて国内卸売物価をみると、先程申し上げたとおり、3か月前比でみて10月は横這いまでなってきたということである。下の積み上げの絵でみると分かるかと思うが、基本的にはどういうことかと言うと、マイナスの方に効いているのは機械と電力である。上の方に効いているのは、点々のところの原油関係、それから縦線の鉄、斜めはその他の素材、化学とか紙といったもので、先程申し上げたように、確かに電力料金は下を向いているが、各種の商品市況が上を向いているために潰しあって全体で横這いになっているということである。なお、グレーの機械の下落幅が少し縮んでいる訳だが、実はグレーの機械の下落幅が縮んでいることには先程申し上げた半導体のところで、私共の物価統計では既に一部ダブル・データ・レートの方に移行したので、その影響が出ているということである。先程申し上げたように輸入物価はどんどん上がっていく訳ではないので、これがまたどんどんプラスになっていくという訳ではないが、ざっくり言えば横這い弱含み程度の動きでずっときているということである。最後に図表42に消費者物価が出ているが、これは前回数字は説明したとおりで、このところ $-0.8\sim-0.9\%$ でずっときているということである。前回は紹介したように、東京の10月のところで実は財の下落幅がかなり目立って縮小していたので、その辺が果たして10月の全国にどう出てくるか、ちょっと注目しておきたいということである。ということで、数字の紹介は大体以上だが、それを踏まえて、

経済の動きとしては確かに今のところ在庫循環の慣性でもって経済が回っている訳だが、新規のエネルギーの流入は大体止まっているということである。そうした中であって、先程申し上げたように日本国内の統計で新しく何か変化が出た訳ではないが、先程申し上げたようなアメリカの状況、およびそれを踏まえての日本企業からのヒアリングをみると、輸出および生産について直ぐには良くなるのではないかという可能性が高くなっているということで、今回総括判断については、明日議論するが、全体として下げ止まっているが回復に向けての不透明感が強まっているという形で、多分先月と今月、二つ合わせると若干の下方修正かなという位の感じでみている。今後のポイントということになると、三点位あって、まず第一点は、そもそも今申し上げた輸出の動向である。これはあくまで日本企業から聞くとそういう状況だが、どうも相変わらずそうなのだが、日本サイドの見方というのは若干、例えばアメリカ現地よりもやや悲観的な感じはしている。従って日本企業の中には例えばクリスマス商戦が本当に悪ければ、輸出は横這いではなくて減るかもしれないという議論も出てきているが、これはまた本当にそうなるかどうか分からない。去年は実はそういうことを言っていて、ふたを開けてみたらクリスマス商戦は思いのほか強く、逆に輸出が増えてしまったという訳で、今回もヒアリングだけで余り判断を決める訳にはいかない。数字とかをみると心配な状況にあることは間違いないと思うが、いずれにしてもアメリカ現地のクリスマス商戦の状況を踏まえた輸出の動向というのは、引き続き上へも下へも行き得るという観点からみていく必要があるということである。二点目が設備投資で、設備投資は大体下げ止まっている訳だが、ただ今申し上げたような輸出および生産の環境を前提にすると、直ぐには上がってこないと考えるのがやはり自然だと思う。問題は、ここへきてのいわゆる不良債権処理の加速の影響をどうみるかということである。この点については、前回も要するに基本的に個別企業の処理の問題と、それから信用収縮のリスクという二点があって、マクロから考えると実は後者の影響の方がより大きいということを申し上げたところである。先程も紹介があったが、現

状、企業金融についてヒアリングをしてみると、実はまだ目立った変化は起こっていない。何分にも不良債権処理加速策自体が具体化されていないので、企業に聞いてもまだ分からないという形で様子見、勿論先行きについての警戒感を持っているが様子見の状況である。従って、ある種そういった方向からの企業設備投資に対するマイナスの影響が出てくるかどうかということがやはり一つの注目点になっていくのだと思っている。最後にもう一点敢えて申し上げると、余り切実なリスクとは考えていないが個人消費。要するに、全体の輸出が大まかに横這い圏内、設備投資も横這い圏内だということになってくると、何と言っても図体のでかい個人消費というのはどうしても注目せざるを得ないことになってくる。その図体のでかい個人消費については、今のところ所得に対してみれば少し強めに推移しているということで、数字をみている限り、ここに大きな変化が出てきそうな様子は取り敢えずないが、やはりマインド等を含めてみると、そこが弱くなってくると全体としての経済のバランスはなかなか苦しくなってくるので、その辺についても一応注意してみていく必要があるのだと考えている。私の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

先程東京の消費者物価についてマイナス幅がググッと縮んできたと話されたが、それは理由は何か。

早川調査統計局長

東京の消費者物価は、サービスではなくて、財のところのマイナス幅がかなり縮んだ。これが実は被服が一番目立っているが、被服以外に食料品もその他のものも全般に縮んできている。勿論、東京と全国は必ずしも同じように動かないので、余り東京の動きをみてこれが全国に現われるかど

うかというのはよく分からないので、むしろ現われるかどうかという点も含めて全国の数字をみる必要があると思っている。ただ、敢えて我々の最近の印象を申し上げると、前にもちょっと、いわゆる低価格戦略みたいなものの行き詰まりみたいな話は何回も話したことがあると思う。一頃、ハンバーガーの再値下げとか、発泡酒の値下げとかいう話もあって、またぞろという話があったのだが、どうも最近はそのハンバーガーの値下げが巧くいかなかったという評価、あるいは発泡酒の値下げもまずかったという評価が大体業界ではほぼ成立しつつあるという感じなので、何となく雰囲気的にはそんな動きもあるので、東京の動きが本当に出るのかどうかという感じで一応みている。勿論、そういうことだけでCPIが大幅に、マイナス幅が縮んでくるとは考えていない。

春委員

所得の割に消費が堅調という状況がかなり続いている。それはどういう理由なのか。

早川調査統計局長

実は、内部でも色々検討はしているが、正直言って決め手はまだみつかっていない。幾つかの仮説は内部で検討していて、またいずれ少し分析を踏まえたうえで報告したいと思っているが、幾つかの可能性については色々あって、一つは例えば、所得について、前に一回申し上げたことがあるかもしれないが、私達がみている毎月勤労統計の所得というのは、マクロの所得に比べて弱すぎるかもしれないということが一つある。例えば、年金生活者というのは別にコンスタントな所得を得ている訳で、こういうふうには減っている訳ではない。それからもう一つは、実は例えば、退職金みたいなものも今回のリストラ過程では相当払われてきている。企業部門と家計部門というのを例えば、こういうマクロの数字をみると、明らかに企業が増益で家計所得が大きく減っているという形になるが、例えば去年の決算などをみると、特別損失のところで大幅にそういうリストラ費用を

計上している訳で、それがいわゆる家計サイドに対して退職金その他の形で支払われている訳である。そういう意味では、ちょっと毎月勤労統計だけみると、やや所得を弱く見過ぎている可能性があるということもあると思う。それからその他にも色々な可能性があって、先程申し上げたように、典型的に車などはインセンティブをつけているから、そういう意味では若干のそういう、多分これ、企業が輸出で儲けたお金を国内のインセンティブに使って、シェア争いをしているということも例えば起こっている訳である。そういうことで、実は決定打はない訳である。勿論もっと面白い仮説も本当は個人消費なのでいっぱいあるのだが、やはり現金が増えているから使ってしまうという説も当然あるし、色々な説があるが、ちょっと全部紹介していると相当時間が掛かるので取り敢えずこれだけにする。個人消費はデータがないので、なかなかこれだという決定打が掴み難くて、仮説だけは幾らでも作れるのだが…。

中原委員

この前の日銀のアンケートでも余り消費支出を減らしているというのは多くなかったな。

早川調査統計局長

勿論、一番簡単なのはラチェット効果で、要するに所得が減ってもそう簡単には支出を減らせないというのが一番簡単だが、それだけで本当に良いかどうかということである。

中原委員

手許現金を取り崩したり、貯蓄を崩している人が多いのではないのか。

早川調査統計局長

それは逆に言うと、取り崩しているということだけ言うと、それは単にラチェット効果だと言っているということになる。勿論、流動性預金を

持ってしまうと使ってしまうのだということまで言うと、一つのそれはそれで、余り経済学的ではないが実感には合う説明ではあると思う。

春委員

定期性預金を流動性に…。

早川調査統計局長

然り。定期性預金はもう随分減ってしまって流動性預金はいっぱい増えて、現金がずっと10何%とか伸びている訳ですよ。いや、別に、これを言うと何となく直ぐに、エコノミスト的には何となくそうかという話になるが、個人に溯って考えると、「いやそうかな」という気もするので…。

植田委員

補正予算の規模が4、5兆円とか言われて中身は正式には全然決まっていないう状況かと思うが、新聞に出ているようなイメージだとすると、最終需要への追加的な刺激はどれ位だと思っているのか。

早川調査統計局長

それは普通に考えると、それ程大きなものにはなるとは思えない。勿論、なしと比べるとそれなりのものがあると思うが…。ただ難しいのは、公共事業そのものとか、それからセーフティネットそのものの効果というのはそれ程大きくないと思うのだが、今後いずれにしても補正以外にも、例えば税金の議論も出てくる訳で、税金の議論などというのは、幾らという金額の話と経済効果というのは相当違う。だから、いわゆる公共投資は短期効果、やや長いめでみた効果になれば、それこそ吉川さんが言われるみたいに、クラウドインもあるかもしれないので大きく違うが、短期の効果はやはり公共投資は何をやろうと1兆円は1兆円ということだと思うが、税金などは1兆円とか5千億円という数字と経済効果は相当違うので、そこは本当に中身が固まるまでは余り「こうだ」ということは言えない。

中原委員

市場では 2003 年度 GDP、相当下方修正がはじまっている。マイナス成長という人が大分出てきている。消費の方は先程、比較的非常に楽観的なことを言われたのだが、前にも調統の説明があった家計負担の 2 兆 5 千億円という、これはどの程度の影響を及ぼしてくるのか。

早川調査統計局長

基本的には、そんなに楽観的というより、消費は今のところ横這いでいっていると。所得は減っているし、来年まで含めて考えると当然各種の家計負担が増えてくるので、先程申し上げたように横這いで行けるのか、本当にどこかで弱くなるのかという観点からみていく必要があると考えている。今の下方修正云々という議論については、一、二点考えておくべきことがあって、実は私は最近新しい数字をみていないが、恐らく今年度は多分上方修正になっているのだと思う。例えば 10~12 月、1~3 月、横這いでいくと、1.2%になってしまう。勿論、先程申し上げたように、消費が特殊要因で強く出過ぎているので、少しその辺でへこみがくる可能性はあるが、政府経済見通しの 1%というのも決して今の感じから言えばそう不思議はない感じである。一方、来年については先程申し上げたように、日本勢は先程申し上げたアメリカの景気について、やはり米国での標準的な見方よりも相当弱い見方が多いので、それを前提にすると弱くなるということが一点。それから正直言って、いわゆる不良債権処理加速の影響みたいなものというのを、数字として今評価するというのは非常に難しく、丸めて幾つと言えばそれは計算はできてしまうが、現状で本当にそう考えて良いのかどうかということはある。これは、一点だけ申し上げておくと、仮に銀行が信用の拡大について一段と慎重になった場合の影響だが、要するに 97 年の真ん中、つまりいわゆる山一ショックがはじまって 98 年にかけて銀行のいわゆる貸し渋り貸し剥しと言われた時代の直前の状況が、実は日本の企業部門はキャッシュ・フロー、減価償却と利益と、設備投資と在庫投資を足したものがちょうどイコールであって、貯蓄超過額がゼロと

いう状態であった。それに対して現状が、実は何と、貯蓄超過が年率約 25 兆円の水準になっている。勿論、だから 25 兆円減っても良いとかいうことを申し上げる積もりはなくて、それはマクロだから企業によっては資金のうんと余っている企業と足りない企業があるので、そんな乱暴な議論はできないが、ただ一つ大きな数字として 97 年のあの時期がちょうどゼロだったのに対して、現在は、実は企業部門、マクロでは 25 兆円の余剰があるということは、今後銀行等から色々な融資計画その他についての見直しが出てきた時にこの数字を頭の中に置いて、評価すると良いかなと思っている。

速水議長

それでは次に移りたいと思う。最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。白川理事、山口企画室審議役お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

資料 5 参考計表その 2、最初にクレジット関連の指標だが、まず上段に銀行貸出の推移が出ている。10 月 -2.6 ということであって、これまでの 2% 台のマイナス傾向と、これは不変ということである。それから下の方に民間部門の総資金調達、これは 10 月は -2.8 ということで、9 月 -2.7、その前が -2.4 ということだったので、これまで同様であるが、資金需要の弱さを反映してマイナス幅がこちらの方は徐々に拡大するという展開になっている。内訳をみると、貸出の方は先程申し上げたとおり、ほぼ 2% 台の減少傾向で変わっていないということで、直接市場調達の方が、これは寄与度の数字であるが、10 月は 0.0 ということで、9 月 0.1 が小幅ではあるが押し下げ方向に寄与したということである。具体的に、では資本市場調達がどのような感じだったのかというのは、次の表である。10 月 C P・社債の発行残高、この上の方に C P 発行残のグラフと中程に社債の発行残のグラフを載せている。共に僅かではあるが前年を下回ったというこ

とである。CPについては、9月+3.6%ということであったのだが、10月は-0.8ということである。社債については、9月+0.1の後、10月は-0.3ということで、共に水面下に僅かではあるが沈んだという姿である。この間、CP・社債の発行金利、発行市場におけるスプレッドがどうなっているかというのが下の表である。まず、9月から10月にかけてざっとみると、CP、社債、社債のトリプルAまでについては、ほとんど動きは余りない。CPのA2のところでは若干スプレッドが縮まる、こういうことはあった訳だが、基本的には大きな変化はない。ただ一方で社債のダブルA格とシングルA格については、むしろスプレッドが広がる、こういうような格好になっている。実は社債のダブルAとシングルAについては、全体の発行額は10月は通常月より少なかった訳だが、ゼネコンなどの不人気業種の発行が多かった。この結果として、全体のスプレッドが押し上げられたというような、いわばある種特殊要因と、こんな感じで受け止めている。従って全体の発行環境としては、引き続き落ち着き地合いで推移していると、そんな感じで捉えているところである。それからマネー関連だが、一番上にマネタリーベースの表を載せているが、10月前年比2割を僅かに下回った。10月19.8%ということであって、若干ではあるが2割を切ったということである。要因的には、日銀の当座預金残高、この伸びは、10月伸び率は9月に比べても下げているが、これは昨年の裏が出ているという姿である。それから銀行券についても伸び率が9月の13.5から10月は12.6ということで伸び率が鈍化しているが、これはその表の一番下のところ、金融機関保有現金をみれば、10月は11.7ということで、9月に比べて伸び率が鈍化しているという姿になっている。これも昨年この時期辺り、かなり金融機関の保有現金が積み上がるというような局面にあったので、その裏、反動が出ているという姿かなと思っている。こんなことで10月19.8ということになっているが、11月12日までの途中ラップでみると、一応マネタリーベース全体としては21.2%ということであって、当預のターゲットを大きく広げているので、その関係で伸び率が拡大しているということである。それから次の表でマネーサプライだが、M2

+CD、10月3.3ということで、これは3%台前半の伸びがこれまでと同様続いているということである。それから広義流動性、この中程の一番下だが、10月は1.7ということで、1%台半ばの伸びということである。特に大きな変化がないという状況である。それから次に中小企業からみた金融機関の貸出態度、あるいは中小企業の資金繰り判断はどうかということだが、10月は中小公庫の数字が出たのでその数字と、それから9月、これは前月説明したところではあるが、一応国民公庫の数字と共に並べている。まず資金繰り判断だが、中小公庫の場合には下の方に資金繰りDI、それから国民公庫もその表の下の方に出ている訳だが、9月の国民公庫というのは前月も説明したが、7~9月均して-34.7ということで、厳しめの方向に振れた訳だが、10月の中小公庫をみると、資金繰り判断としては若干ながら緩む方向に推移している。全体感として規模別に変化があるとみるのかどうかということはあるが、極く大雑把に括ってしまえば、9月から10月にかけて、取り敢えず大きな変化はなかったと、このように総括しておいて良いのかなとみている。それから貸出態度判断、金融機関の貸出態度はどうかということだが、9月時点での国民公庫の方はほぼ横這いというようなことであった訳だが、10月の中小公庫の調査によると幾分厳しい方向に振れている。10月4.5と、第3四半期が5.8に対してそんな感じになっている。この間、厳しいとする企業のウエイトというのをみてみると、非常に小幅ではあるが、23.2から23.8ということで、これも上振れ気味であると、こんなところである。企業倒産の方は10月の数字が出て、一番上の表の一番右上で、1,730件ということで、格別高いということではないが引き続き注意は怠れないのかなと、こんな状況である。図表6だが、大手行のこの下期の貸出計画、貸出スプレッドに対する計画も含めてどのような感じかということだが、まず貸出スプレッドの方だが、下の方に貸出平均スプレッドの計画というのを載せている。下期にかけてはここにあるように、9.5bpスプレッドを引き上げるような計画である。この上期が実績として3bpの引き上げ、計画6.7に対して3bpに止まった訳だが、一応下期については利鞘改善努力を一段強化したいと、

このような計画になっているということである。それから下期の貸出の量というか、貸出残高をどのように考えているかということだが、点線で一番右端、これが2002年の下期だが、 -2.2% ということで、上期実績がこの黒丸である。上期 -4.4 の後、一応マイナス幅を縮めるような計画である。計画上資産圧縮ペースが加速するというような内容には一応なっていない。ただざっと過去を振り返ると、これまで実績と計画というのは、このように乖離しているので、努力目標的な色彩がかなり強いのかなということである。従って結果的に計画をさらに下回るような可能性というのは小さくないというようにみておいて良いのかなということである。以上が大体恒例のクレジット指標、それからマネー指標、企業金融周りのデータということであるが、この辺り、大雑把に総括しておく、短期の市場を中心にして、マーケットでは先程山本金融市場局長の方からも説明があったが、不良債権処理加速への不安感を示すような動きが、株式市場とかあるいは短期の金利の強含みというような形で表われてきているように見受けられる。その一方で今説明したが、マネー関連の指標、あるいはクレジット指標については特に大きな変化はない訳だが、企業金融面で金融機関の選別姿勢というのがじわじわ強まっている感じに見受けられるということである。ただ、全体としてそう大きな変化がない中で先行きについてどうかということだが、一つはこれから不良債権処理の加速策というのがどのように展開していくのか、この辺りが非常に大きな問題になる訳で、この辺りを巡っての不確実性というのはかなり高まってきていると、このようにみている。特に具体策が明確化していけば当然のことながら、それに応じた金融機関のビヘイビアの変化というのが表われてこようし、一方で仮に、この具体策がなかなか明確なものになってこないというようなことであったとしても、市場の方は結構過敏に反応する可能性が高い、あるいは銀行は自己防衛的に行動する可能性も高い、このようにみていて、どちらに転んでも結構厳しい方向に展開する可能性が企業金融周りについては強い、このようにみておく必要があるのかなと思っているところである。そういう問題意識を持ったうえで、これから不良債権処理の加速策と

というのが具体化してくる中で、企業金融面にどのような影響が及んでくるのか、この辺りをざっとポイントを挙げる形で整理したのが以下の資料である。いずれにしても現時点で定量的に影響の度合いを把握する、マグニチュードを確定するというのは、これはほとんどできない訳だが、一応定性的なところを中心にして頭の整理をしておきたいと思う。まず不良債権処理の加速策の具体的な内容、この辺りがどうなってくるかというのが一つのポイントに勿論なる訳だが、その場合にみておくべきところというのは三つあるかなと思っている。一つは、資産査定の厳格化の度合いということがあろうかと思う。対象となる、結果として査定上厳格化される企業の拡がりというのがどのようなことになってくるのか。さらにまた、その結果として金融機関の自己資本への影響というのがどの程度出てくるのか。この辺が注目点であるというのがまず一点である。それからもう一点は、議論を呼んだ繰延税金資産の資本性認定の取扱いがどうなってくるのか。一応継続検討ということになっているようで、無税償却の扱いなども含めて今後どのような議論が展開されていくのか、なかなか具体的には読み難い。あるいは継続検討ということ、じっくり検討の対象ということになるのかもしれない。ただ、金融機関としては検討の方向性如何にかかわらず、既にかかなりのプレッシャーを感じているのは事実であって、この辺りこの取扱いの方向如何を問わず、金融機関としては結構厳しめの結論が出てくることを念頭に置いた対応というようなことも予想しておく必要があるのかなとみている。それからもう一点が、今回の不良債権処理の加速策というのは大手行を対象にしたものである、これが今後地域金融機関にどのような形で適用されてくるのかということである。今月末までに大手行については作業工程表を決めるということであるが、地域金融機関については、来年春まで、3月末までに一応検討を終えるということなので、この辺りの動きを注意しておく必要があるということである。加速策の具体的な内容がどんなふうになっていくのかのポイントは以上のとおりであるが、実際に企業金融に影響が及ぶ場合のチャンネルというのは、どのように考えておけば良いのかということだが、これは三つばかりある

うかと思う。一つは、これは当然であるが、金融機関による信用選別の強化と、既にそうした動きは出ているというふうに先程申し上げたが、これがこの先不良債権処理の加速策の具体化というのが表われるに従って、どの程度選別強化が出てくるのか。勿論強化の方向自体は多分不可避だろうと思っているが、そのマグニチュード如何という問題意識である。それからもう一点は、金融機関の資本制約、当然この不良債権処理の加速策ということが具体化してくれば自己資本への何がしかの影響というのは不可避になる訳だが、そうした資本制約を通じて資産圧縮行動というのがどのような形で出てくるのか、そのマグニチュード、あるいは時間的な拡がり、この辺りがどのような格好で出てくるのか、一つの大きなチャンネルになるという理解である。具体的には、一つは問題企業について資産圧縮というのが出てくるのか、あるいは問題企業を圧縮してしまうとまさに問題企業は潰れてしまうというようなことへの配慮から、優良企業を中心としたことになるのか。あるいは両方相俟っての資産圧縮ということが起こってくるのか、この辺りが注目されるところだということである。それから海外資産については、日系、非日系問わずということになるのかどうかも含めてどのような形の資産圧縮というのが起こってくるのか。さらにはこうした資本制約が強まる中で、金融機関の流動性に対する制約というのが加わってくる可能性もある訳で、この辺を通じてさらなる資産圧縮ということになってくる可能性もあろうかと思う。この辺りも要注目点ということである。それから(1)、(2)は金融機関の信用選別の強化、あるいは金融機関の資本制約に起因する資産圧縮行動の変化、強まりといったことであるが、あとは金融資本市場等を介した影響としてどのようなことが起きてくるかという、この辺りもチャンネルとしてはウォッチしておく必要がある、ということである。そうしたチャンネルも念頭に置き、実際の不良債権処理策の具体的内容も念頭に置きながら、ではどのようなファクターが実際問題として企業金融への影響度合いを左右するものとして表われてくるのか、どのようなことを念頭に置いておけばよいのか、五つばかり並べてみたということである。一つは、産業・企業再生への早期対応ということ

ある。それからもう一つはセーフティネットの拡充、この辺りが実際に具体的にどんな形で表われてくるかということである。ここに並べたように、産業再生機構がどのような形で設計されるか、あるいはR C Cの機能強化がどんな形で表われてくるのか、あるいはセーフティネットとしては、中小企業金融対策といったものが具体的にどのような形で表われるのか、この辺がやはり企業金融への影響度合いを左右するファクターとして大きいだろうと、こういうことである。それからもう一点が企業の対応ということだが、企業金融への跳ね返りとしては、実は引き締め方向あるいは緩和方向、いずれの方向にでも多分出てくる可能性があると思っているが、そうした中で一つは慎重な設備投資姿勢とかあるいは債務返済傾向というものが変わってくるのかどうか、これが一つである。これは金融機関の慎重な融資姿勢を反映している面がある訳だが、この辺り、仮に金融機関の慎重姿勢が厳しくなってくれば債務返済傾向というのに少しブレーキが掛かるということもあるのかもしれない。この辺りのところがどうなるのか。あるいは予備的な資金需要というのが出てくるのかどうか。この辺のところも一つポイントとして抑えておく必要があるかということである。それから、金融機関などによるリスクの引き受け余地、この他の金融機関等によるリスクの引き受け余地がどうかということである。一つは、その債権の流動化とか、あるいは海外資産圧縮の受け皿としてどのようなものが想定されるのか、あるいは生命保険の経営動向とも絡んで生保が銀行等のリスクの肩代わりの主体になり得るのかどうか、なかなか厳しい面があるかと思うが、そうしたこと。それからあとは、海外のマーケットの動向とか、あるいは海外の金融機関等のリスクテイク余力、本邦企業へのスタンス、こんな辺りを外貨調達への影響とも合わせながら、どのようにみれば良いのか。それから一方で、政府系金融機関が今後どのような対応をとってくるのか。この辺のところが銀行部門におけるリスクテイクの余地が小さくなるとすれば、その受け皿となり得るのかどうか、この辺りもよくみておく必要があるだろうと、そういう要因の一つだということである。それから金融機関の予防的対応ということで、実際にこれから不良

債権処理策その他が具体化していく中で主要行、あるいは地域金融機関というのが信用選別、あるいは資産圧縮というのを予防的にさらに強めていく可能性があるのかどうか。そういう可能性というのは、否定できないと思っているが、実際にその辺がどのように出てくるのか。この辺りのところ。あるいは減損会計とか、6年末から予想されているB I S規制の対応といったことで、金融機関がそうしたプリエンティブな対応というのをさらに強めてくるのかどうか、この辺りのところがポイントになるかどうかということである。それからもう一点が、97、98年との相違点ということで、実際に日銀が量的緩和をかなりやっている。それから先程早川調査統計局長も話していたが、企業のキャッシュ・フローがかなり改善してきている。その一方で金融機関の預貸バランスも改善している。この辺りが実際の流動性調達という格好でどのように出てくるのか。それから企業のコミットメント・ラインというのもかなり流布しているようだが、この辺りが実際にどう現われてくるのか、この辺は特に97、98年当時との相違点ということで頭に置いておく必要があると思う。非常に雑駁に論点だけ整理すると以上のようなことであり、こんなことを念頭に置きながらこれから不良債権処理の加速策が具体化してきた段階では、よくその影響の度合いをみていく必要があるかということである。以下、並べているのは、実はそうした企業金融面へのマグニチュードを考える際の一つの手掛りとして幾つかの指標を並べたものである。まず企業部門の資金調達の内訳だが、参考図表1である。これは、左側に調達手段、それから上の方に資金の源泉というか、仲介機関というのを並べている。仮にこのシャドーの掛かった銀行等の与信行動が収縮した場合に、受け皿となる先というのはどんなところが考えられるのか、こういうことを先程、リスクテイクをほかの金融機関が取り得るのかどうかというようなことが企業金融面への影響のマグニチュードを左右する大きな要素だということを示したが、それを考える一つの手掛りにしようということである。ここにあるとおり、銀行が全体の債務性調達のうちの6割弱を占めるということで、この部分を全部他の機関でカバーすることは勿論できない訳であるが、ただ

個別にみていくと、生損保、企業年金とこの辺りについてはご承知のようにいわゆる逆鞘問題が存在しているということで、なかなか動き難いというようなことも考えられるような気がしている。それから投資信託については、昨年エンロン問題以降の資金流失というようなことが制約になりそうであるというようなことで、なかなかこの生損保、企業年金、投資信託辺りの動きもそう自由闊達なものにはなり難いだろう。そうなってくると、残るは政府系辺りがどのように出てくるのかということになるのかどうか、こんな感じのところを頭の中に置くための資料である。それから次の参考図表2だが、これは銀行貸出の内訳を一応並べたものである。これから特に資産査定を厳格化していく場合に、どういった、例えば企業規模的に、あるいは業種的にどういった拮がりがあり得るのか、あるいは債務者区別にみた場合にどのような動きが出てくるのか、その辺を少しみってみるためのヒントのようなものとして作ったものである。直接的な対象としては、資産査定の厳格化の対象になるのは、都銀等の主要行ということである。それから主としては大口債務者が中心ということである。それから実際の不良債権としては、特に債務者区別にみた場合には、要管理先、あるいは要注意先、この辺りが中心になろうかということである。まず一番下の(3)の債務者区別だが、このシャドーの掛かった都銀等のところだが、全体として総与信ベースで300兆円ちょっとある訳だが、そのうち要注意先以下というのは60兆円程度ある訳である。それで、主たる対象というのはそのうちのまた要管理債権、これが中心になろうかというふうに言われている訳であって、これについては11兆円程度ということである。これに対して一つはDCF法を適用するというようなことを考えてはどうかというような議論が出てきていて、この辺りについては、不良債権の資産査定の深掘りをしていくという対象になろうかということである。それから一つ下に書いたのは、引当金算定期間の見直しという話が言われている訳であるが、この要注意先、あるいは要管理債権についてはこの辺りの見直しが行なわれると、この辺についても資産査定について深掘りが行なわれる可能性があるということである。ただ実際には既に引当金算定期

間については、要注意先、要管理債権共に大手行ではかなりこの1年ルール、3年ルールを超えてそれなりに幅広い対応をしているというのが実情であるので、仮にこの算定期間の見直しをしたからといって、それが相当大きく影響してくるのかどうか、この辺りはまだ不透明という感じはある。それからもう一点がよく言われる大口債務者区分の統一、横串というやつだが、これはどちら側に拡がってくる可能性が強いかと言えば、これは正常先の中でも一部はこの要注意先に引っ掛かってくる、あるいは要管理債権に引っ掛かってくるというようなことがあり得るのかなというふうに見えるということである。この辺りの拡がりを多少念頭に置いておく必要があるかと思う。あと、担保評価の厳正な検証、あるいは再建計画のチェックと、こういったことについては上にも下にも拡がり得ると、こういうような可能性があるというふうに見ておくべきなのかもしれないと、こんな感じで考えている。債務者区分別には、今申し上げたようなことであるが、業種別、企業規模別にざっとみておくと、上に一つ上がって、公表不良債権残高のうち、都銀等では25兆円ということであるが、もう粗方はご承知のとおり非製造業ということである。従って業種的には、非製造業を中心とした拡がりということになる可能性が高いということである。それから企業規模別にみると、そもそも大口債務者が基本的には中心になって査定の厳格化を行なわれるとすると、都銀等の場合には、大企業、中堅企業向けの貸出というのは、92兆円位あるので、最大限見積もってもこの位の世界の話だということである。それから次の表だが、次はリスク・アセットの動向ということで、資産圧縮というのがどの位これから進むのかということであるが、勿論、今の時点でその資産圧縮の方向というかマグニチュードがどの程度出てくるのか、これは予想できるところではないが、まず今までやってきている状況ということでみると、リスク・アセット全体については、このとおり96年辺りがリスク・アセットの都銀等についてはピークであって、この415兆円からスタートしてこれまでの間に100兆円ちょっとのアセットの圧縮を行なってきたということである。その間に海外と国内で分けてみると、四大銀行グループと

ということであるが、海外の現地貸しの方は96年下期時点で38兆円位あったが、それがこの直近では18兆円位圧縮されて20兆円程度になっているということである。日系、その他非日系というふうに分けて考えると、何がしかは日系の圧縮というのもこの数年の間に行なわれてきているが、主としてはその他の非日系といったところを中心にして、海外現地貸しの圧縮というのを行なわれてきているということである。従って、今後圧縮されるようになった場合に、この辺が日系、非日系で分けてみた場合に、どのような形になってくる可能性があるのかということである。それから国内向けの貸出の方だが、これは96年の下期時点で350兆円弱あった訳だが、これについては既に100兆円程圧縮されていて、250兆円程度になっている。これが今後どの位圧縮の対象になっていくのか、この辺りを、多少イメージしながらこれから先みて欲しいと、こういう趣旨で用意した資料である。ちょっと長くなってしまったが、私の方からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

福間委員

企業金融の影響度合いというのは、なかなか分かり易い説明だったが、一番難しいのはサイコロジーというかマインドの問題で、分子が小さくなるとすると予防的に動く訳である。だから早く新しいガイドラインが出るのが重要だろうと思う。だけど今、一部で起きていることは、緩くなることはないということで、予防的に動いているのがやはりある訳である。企業サイドの方も97、98年のイメージが残っているものだから、キャッシュがまあまあできあがっており、その結果大部分は動いていない。ただ、特定業種の人達はそれでも少しでも動こうということで、まずプランの内容とそれに反応するマインドの問題と、それがまた横並びでまた動く、バンドワゴン効果、この辺だろうと思う。これは、計量的にはなかなか難しいのだろうが、企業にしても銀行にしてもこれで十分だということになか

なかない。そういう面も公的金融でどうサポートしていくか。そこがあれば恐らく先程説明あったように、金融機関の流動性は、前回と言わず日銀がかなり出しているから、またルートも多様化しているから、結局、マインドの部分が一番難しいのではないかと思う。

白川理事

マインドは確かにそうだと思う。先程市場局のオペの説明で、今、貸付け等に対してはえらく厳しくなっている訳ではないが、オペレートがこう上がってくる。それは先々考えた場合に、やはり担当者としては少し保守的に組んでおこうと、そういうのはやはり少しずつ拡がってくるし、その段階では多分、実態というか多分マインドというか、サイコロジーということだと思う。そういう意味では、そういうことも含めて注意をしてみているかと思う。

須田委員

こういうことを聞いてはいけないのかもしれないが、大手行の下期の貸出計画について、資産圧縮のペースを加速させない一方、スプレッドを引き上げるという内容である。しかし、上期のスプレッド引き上げ幅は計画対比大幅未達だった。果たして、実現可能性をどの程度考えながらやっているのだろうか。

山口企画室審議役

先程申し上げたように、一応努力目標的な色彩が強いのではないかと、もともとと思っている訳である。ただ、努力目標を掲げることに経営的な計画としては意味があるというふうな判断もあるのかもしれないので、そのところは何とも言えないが、先程申し上げたように、過去の実績と計画とのギャップというのをみると、いつも下方修正されるというような状態が続いてきている訳で、そこに意味があるのかと言われると、結果を並べてみる限りでは意味がなさそうに見えるが…。

須田委員

意味といえば、悪い方の意味を感じる。中小企業の貸出というのは、ああいうのをやっていて、実現できなかったと言ったら、それがペナルティになってしまうという、こういう計画を出したが故にこれができなかった時に、悪い評価に繋がる。別に計画ですよと言って、それで終わっているのでしょうか、今は。

山口企画室審議役

この間のUFJ、その他の銀行にみられるように、中小企業向け貸出が少なかったということで、業務改善の話も出てきている訳である。そういう意味では、計画未達に終わった場合のペナルティというのは現にあった訳だから、計画を立てる金融機関のサイドとしては、そうしたリスクも織り込みながらこれはやっているということだと思っているので、わざわざそのペナルティを受けることを前提に、このような計画を立て未達であったということではないと思っている。

速水議長

参考図表の 2、一番下の(3)「債権者区分別」のところ、要注意先、要管理債権の、1年ルール、3年ルールとあるが、これは何か。

山口企画室審議役

要注意先債権についての引当ての仕方については、実際に1年先を見渡して要注意先が破綻するというか、そういったリスクを念頭に置いて積んでおくべき額、従ってその額は当然小さくなる訳だが、そうしたもの。それから要管理債権については、3年先に亘ってリスクが顕現化する可能性というものを織り込んで引当金を積んで置こうと、こういうことになる訳である。従って、金融機関の方は、特に大手行については、特に要注意先については、この1年ルールというのを金融庁の方で一応ルール化されている訳だが、実際には大手行辺りは3年先まで見渡して、リスクが顕在化

する可能性というのを考えて、一応その引き当てを積んでいる、そんな格好でやっているようである。

福間委員

参考図表の1の中で、機関別のシェアが出ている。これをみるとやはり金融機関にとって恐いことは、また企業にとっても金融機関に株を持ってもらっているから恐いと思うが、生保と銀行のダブルギアリングなのである。とにかく銀行にしっかりしてもらわないと、生保にきてしまうという恐怖感をもの凄く持っている訳である、企業は。勿論、金融機関も持っている。だから株が落ちて非常に不安感が高まるのは、恐らく生保が相当いかれるだろう、地銀がいかれるだろう、またその結果リパーカッションがどうくるか、こういうことが頭の中でクルクルクル回るからだ。だから株をみるのが嫌になってくる。そういうところで、この生保の問題に対して、資金をもうちょっと積もうではないかというような動きが今あると言われているが、今やこれは、ある意味で銀行以上に大きな問題ではないかと。

白川理事

そういう趣旨も込めて一応この鳥瞰図を示した。

中原委員

銀行貸出残高の償却の調整というのは、直接償却の部分を調整していると思うのだが、そうだな。

白川理事

然り。後は流動化などもあるが。

中原委員

流動化もあるな。直接償却の毎月の数字を把握できるのか。

山本金融市場局長

半期に一回。

中原委員

半期に一回。そうすると月単位でみているこの図表2で、調整前、調整後というのは、為替要因が、外貨資産がそんなに大きくないだろうから、為替要因ではなくて流動化要因とほとんどそう考えて良いのか。

山口企画室審議役

毎月の変化としては流動化要素が大きい。

中原委員

そうすると流動化というのは、相当大きいということだな。一部広義のマネーサプライがどういうふうに扱われるのだろうか。流動化した債権は市場に売却される。

白川理事

それがマネーホルダーであれば、つまり基本的には預金、投資家、金融機関以外の主体であれば、その主体がどういう資産を持っているかということによってマネーサプライ統計を作っている訳である。従って、第一次的な効果だけで考えてみると、預金はその段階では、その主体は一度落として流動化資産を買う訳である。しかし、その預金はまた誰かに行っている訳である。

中原委員

しかし、その金融商品として流動化は、広義流動性ベースに入っていくということはないのか。

白川理事

広義流動性は、この詳しい方のもとの図表の中に広義流動性の内訳があるが、その中に該当する商品であれば勿論入ってくる訳ではあるが。

中原委員

その項目でみると該当する商品はないな。

白川理事

然り。どの程度カバーしているかというのはまたちょっと確認するが、非常にこう、ソフィストケイトされた商品であればある程、なかなか入り難いのだろうと思うが。

中原委員

私募債なども同じようなものだろうな。

白川理事

これも確か貸出で経理されているものが一部あったと思うが、そういうものは入ってくるだろうと思うが、多くは入ってこないだろうし。

中原委員

私募投信何かは広義流動性に入っていないのか。

白川理事

投信の中で、例えば大きなもので話題になっているもので入っていないのは、外国、ケイマンで設立した投資信託、これに対する投資信託受益証券、これは入っていない。

中原委員

そうすると不良債権とか、海外でSPCを組むものが結構多いから入っ

ていない。

白川理事

そういうものは例えば入ってきにくいだろう。

中原委員

もしくは青目だな。

白川理事

然り。そちらの方は、結局広義流動性とは別の統計で、また色々合わせてみていく必要があるという感じである。完全に統計が、縦横組み合った統計というのはなかなかない。そういう意味で、繰り返しになるが、そういった商品も全然統計で捕捉できていない訳でもない。別の統計で入っているものもあるので、例えば今のケイマンの投資信託というか、それも数字自体は別途とっている訳である。だから合わせてみていくしかないなという感じはする。

中原委員

銀行で調整前だと5%減っているのが、調整後だと2.6%しか減っていないと。そうすると2.6%が流動化だということになる。

山口企画室審議役

これは、一つは確かに9月でも-4.8だったので、そうその坂は大きくないが、5%になっているのは9月末の償却が10月に効いている部分が大きい。だからここで何か下の方に大きく振れたということではなくて、9月末の期末要因というので出ているということである。

福間委員

企業金融の多様化の次は何か…。

白川理事

今、幾つか検討している。これは大きく分けると、二つのカテゴリーに分けて、一つは日本銀行自身がどういったことができるのかという話と、それから日本銀行自身に直接の手段がある訳ではないが、企業金融が世の中全体として円滑に回るためにどういった制度の改正が必要か、実務の見直しが必要かといった、両方あり得ると思う。それぞれについて、勿論これまでも勉強はしているが、改めて勉強している。今、福間委員の質問の方は、しかし前者の方はどうかと理解致したが、例えば担保の面、あるいはA B C Pの面、こうした面で何か工夫が図り得ないかということで、今実務的な検討を急いでいるところである。

福間委員

分かった。

田谷委員

今、中原委員が言われた点だが、これだけ金融資産間の資金シフトというのが結構大きく不安定な時に、広義流動性の数字というのは重要で、今言われたようなものは全く念頭になかったものなので、そういうものかなりの規模で兆円単位であるということになると、何かこう、もし今、白川理事が言われたように、参考となる指標みたいなものがあれば、後で結構なので教えてもらえるか。どこをみたらどのようなものがあってと。私は、そういう観点から広義流動性の動きというのは結構注目していたので、もし分かれば、分かる範囲で、こういう数字とはこの数字をみると、ちょっとこの部分は交換できるとか、少し教えて欲しい。

白川理事

かなりテクニカルな話が中心になるが、いわば数字の見方というか、限界というか、そういうことが多分あると思う。それは資料のソースか何かについても説明したいと思う。一つだけ申し上げると、例えばよく外貨資

産への投資が増えているのではないかという話がアネクドータルにはある訳である。しかし実際に統計をみると、そういうことにはなっていないで、そのギャップがどうか分からないが、もし実態が本当に外貨投資が進んだとすれば、それは何だろうかと、随分調べてみたが、多分言われている話自体が多少オーバーだなというところもあるが、例えば株式投信というもののうち、あるいは株式投信で少しでも株価と言えは株式投信と区別されるので、実は中身は相当程度外貨債が組み込まれたというものも勿論あるので、そういう意味ではもともとの統計自体の問題も勿論あるし、それからそもそも統計でカバーされているものもあるし、それから先程コミットメント・ラインの話をしたが、ああいうふうにそもそもオフバランスのものもあるし、色々な意味でのチェックポイントというのはあると思うが、また整理して説明する。

須田委員

ついでに、広義流動性の定義とは何か。

白川理事

広義流動性は、原則的にはマネー保有主体、つまり預金を発行する主体以外の主体が持っている流動性の高い資産というものである。なのだが、問題となるのは、そもそもマネーホルダーとしてどこまでをみなすかと、統計作成上はもの凄く複雑な約束事があり、理念的にはこれはマネーホルダーであるべきかどうか、例えば統計作成上数字のアベイラビリティの問題もあるので、そういう種類の問題が一つあって、それからあと、資産としてどこまでを計上するかということで、これも理念の話と統計のアベイラビリティと実は両方あって、精緻に作ろうと思えば思う程、結果的には部分的には却って問題を大きくしてしまうところもあって、そのトレードオフがあるように思う。以前1年程前、広義流動性についてかなり詳しいサーベイペーパーを作り、配付したが、もう一回説明する。

速水議長

それでは、これで本日の議事を終了する。明日は午前9時に会合を再開する。なお予めからお願いしているように、決定会合に対する信認確保のために、どうか本日の議事内容についても厳正な管理に努めて頂くよう、宜しくお願いする。どうもありがとうございました。

(午後4時17分中断、19日午前9時再開)

定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合をはじめたいと思う。はじめに本日の議事の取り進め方について申し上げる。本日はまず、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、その後、政府からの出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めていく。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めと、最後に、前々回の会合の議事要旨の承認を行なう予定である。本日、政府からの出席は、財務省から谷口副大臣、内閣府からは小林審議官に出席を頂いている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提とするという約束なので、委員および政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言して頂くよう宜しくお願いする。

Ⅲ. 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、昨日の執行部からの報告等を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行ないたいと思う。討議の形式は通例のとおり、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで、自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番に意見を頂戴して、討議して頂く。その後、政府から出席されている方々から意見があれば何うという順序で進めたいと考えている。委員方の意見を何うが、ポイントを絞って議論して頂くために、金融経済情勢と金融政策運営方針の各ラウン

ドで、それぞれ一人5分程度を目途にお願いしたいと思う。各委員の発言が一通り終わった後に、自由討議の時間を相当に設けるので、各ラウンドでの発言時間はできるだけ守って頂くようお願いする。

ではまず、金融経済情勢について、本日は藤原副総裁からお願いする。

藤原副総裁

前月以降の経済指標をみると、最終需要全体としてみれば概ね横這い圏内の動きが続いていると思う。しかし、足許では輸出の息切れ感が強まりつつあり、生産も増加のテンポが緩やかになってきている。加えて、前回決定した展望レポートにも指摘してあるように、様々なリスク要因が従来にも増して高まっているということ踏まえると、景気の総括判断は昨日調査統計局長が言ったように、回復へ向けての不透明感が強まっているというふうに前月の判断に比べて多少下方修正しておくというところでよいかと思う。簡単にレビューしてみると、まず国内民需についてはこれまでの輸出と生産の増加を起点とした前向きなモメンタムが依然として個人消費や設備投資の持ち直しには繋がる兆しがみられていない。まず、設備投資は漸く下げ止まりは確認できたとは思いますが、先行きの投資計画などをみる限り、前向きな方向には繋がって行く展望が開けてきていない。そうした中で、不良債権処理の進め方次第では、企業金融面などを通じて下押し圧力が働かない点、それには十分注意すべきだと思う。また、個人消費についてだが、各種販売統計が夏場に多少振れて心配したが、その後9月に入って横這い圏内で推移してきたということは取り敢えずの安心材料と言える。ただ、先行きについては雇用者所得がはっきりと減少を続ける可能性が高い中で、消費者心理がやや悪化方向に振れていることを示す指標が増加しているということを考えると、弱めの展開を想定せざるを得ない。一方、外需面だが、輸出全体が増勢鈍化していく中で東アジア向けの輸出が相対的に堅調であるということは明るい材料だとは思いますが、ただ、その一方で米国の生産、雇用、所得の改善テンポが鈍っており、個人消費に弱めの動きが目立ってきている。先程FRBが予想を上回る幅、0.5%の

利下げを行ないリスクバランスを中立に戻したということは心強い動きではあるが、大幅な資産価格下落への金融政策面での対応の難しさは改めて言うまでもなく、低インフレの中で名目金利の低下余地が限られてきているということも踏まえると、引き続き米国経済の先行きには警戒は怠れないと思う。次に金融面だが、不良債権処理や政府のデフレ対策の帰趨などがまだ見極め難い状況のもとで株価や為替レートなどが市場の思惑で振れやすい情勢になっている。そうした中で特に株価はバブル後の最安値を更新するといった不安定な動きを続けている。特にこのところの銀行株の下落は急激である。前回の会合で決定した緩和措置を受けて短期金融市場におけるターム物金利強含みの動きは一旦収まったが、金融市場局長の説明にもあったように、ここにきて再び強含みの動きとなっていて、これは注意してみていく必要があると思う。一方、先般の緩和措置の影響という意味では、長国買い切り増額に対する長期金利の反応も気になっていたが、結果的には1.0%を前後するという展開になっている。銀行によるリスク資産の削減は、更なる国債購入に繋がるといった連想が市場参加者に買い安心感を与えているということかとも思うが、ここまで長期金利が下がってくると今後の財政支出に関する思惑などで振れやすい面もあることから、注意深くこれも見守っていく必要があると思う。最後に企業金融面での動きだが、中小公庫などの調査で金融機関の貸出態度をみると、信用力の低い企業に対する選別姿勢の強まりを示唆するような結果もみられる点が懸念される。以上である。

速水議長

それでは次、須田委員お願いします。

須田委員

前回会合では、将来展望とリスク評価において今年度下期中は回復へのはっきりとした動きがみられないままで推移する可能性が高い、そして来年度の標準的なシナリオとしては、海外経済が緩やかに回復することを前

提とすれば、輸出と生産が再び伸びを高めていくと考えられる、ただし標準シナリオから下振れ、ないしは上振れの可能性を従来にも増して念頭に置く必要がある、という見方が共有された。ただし、私としては、リスク要因の重要性が非常に高まっているので、標準シナリオの蓋然性には余り自信がないと前回申し上げたが、今も同じ気持ちでいる。以下、ここではリスク要因について米国経済と不良債権処理について取り上げておきたいと思う。第一のリスク要因として指摘した海外経済動向、特に米国景気について直近の市場の見方をブルーチップでみると、今年10～12月から来年1～3月については下方修正となっているが、来年度全体として回復する姿は維持されている。現在標準シナリオ自体の見直しが必要になっている訳ではない。むしろ問題はその蓋然性に関する不透明感の強さである。米国経済について先週13日グリーンズパン議長は議会証言においてイラク情勢も含めて不透明さが増しており、このため支出、生産、および雇用が抑制されていると指摘した。この短い言葉は世界経済の現状を端的に表現していると思う。当面の景気展開をみると、世界経済、特にその中心である米国経済についても、またその影響を大きく受けざるを得ないわが国経済についても、先行きの不透明感が非常に強く、それが例えばGDP成長率について比較的良い数字が出ても株価が下がるというように、当面の経済活動をかなり制約しているようにみられる。このような不透明感はある程度の期待収益が見込めても主観的にリスクを厳しめに評価したり、危険回避度を高めたりする結果リスク・プレミアムが高くなり過ぎてリスクテイクができないということに繋がりがねない。現在、リスク回避的な行動が世界中に拡がりつつあるのではないかと懸念している。資金の巡りが悪くなって内外の、または異時点間の効率的な資源配分を歪めて世界が縮小傾向に向かわないか懸念している。次に、わが国固有の論点としては不良債権処理の促進が実体経済に及ぼす影響をどのように考えるかという点が非常に重要だと思う。政府は改革加速のための総合対応策を作成し、その中で主要行の不良債権処理の加速について基本的な枠組みを示した。このプランはあくまでも今後の方向性を示すものであり、不

良債権処理が具体的にどのように進められ、それが実体経済にどのような影響を及ぼすかについては、今のところ不確実な要素が非常に多いのが実情である。昨日も色々と整理したが、その効果を分析するのはこれからということだと思う。ただ現状では調査統計局の企業ヒアリングなどによると、資金調達環境をみると社債発行金利やCP発行レートは総じて落ち着いている。その上で仮に、今後不良債権処理が促進されることを想定すると、その影響は実体経済に波及するルートとしては次の二つが考えられる。一つは破綻懸念先、および現在は要注意先に区分されていても実態は破綻懸念先に近い先などが実質的に最終処理され、これらの企業の設備投資や雇用が減少するという直接的な影響が考えられる。これら負け組の企業では既にかなり設備投資や雇用を絞っていると考えられる。そのため、その規模縮小そのものがマクロ経済に与える追加的な下押し圧力は比較的軽微ではないかと思う。もう一つのルートは金融機関の貸出態度が一段と慎重化し、勝ち組企業を含む企業部門全体が金融面からのサポートを十分に受けることができなくなる可能性である。言い換えると不良債権処理の実体経済に与える当面の影響については、不良債権処理の規模やスピードそのものよりも貸し渋り、貸し剥がしが広い範囲でみられるようになるか否かが重要なポイントになる。これに関連して、先程の第一のルートとして負け組企業に対する直接的な影響を指摘したが、負け組企業の倒産、廃業の増加を通じて雇用環境が悪化したり、金融機関の不良債権を増加させるという別のルートを通じてマイナス効果が勝ち組企業にも及ぶ可能性があることにも留意が必要であると思う。もっとも97、98年と比較すると、マクロ的な企業の財務状況はかなり異なっている。当時は貯蓄と投資バランスが概ね均衡し、信用収縮が直ちに企業部門の資金逼迫を引き起こしやすい環境であったのに対して、現在企業部門のキャッシュ・フローは大幅な余剰となっている。これは昨日も指摘されたとおりである。これは財務格付の低い企業を中心に債務返済が優先されてきたこと、製造業では債務返済のほか海外生産シフトのため海外投資を中心に投融資にも資金を振り向けてきたことなどの結果であるとみられる。こうした安全資産志向の

強まりは量的金融緩和政策の効果を制約する重要な要因の一つだが、反面、不良債権処理策というネガティブショックに対するバッファがあるという意味では 97、98 年とは状況が異なると考えられる。また、銀行の貸出態度をみても勝ち組企業と負け組企業との間では融資姿勢に大きな差がみられており、やみくもに融資を絞るということではなく選別姿勢が強まる形になるのではないかとみられる。さらに金融政策面でも 97、98 年とは全く異なり、現在では流動性に対するいかなる需要にも応える用意がある。調査統計局の企業ヒアリングでも、日本銀行が量的緩和策を続ける限り、資金調達に大きな支障をきたす可能性は低いという見方が聞かれていると書かれていた。いずれにしても、不良債権処理の実体経済に与える影響については、企業および金融機関の動向などを注意深く目配りして、企業金融面などでも必要な対応策を講じていく必要があると思う。なお、この問題についても、不良債権処理そのものが景気に与えるマイナスインパクトというよりも、対策の細かい内容、今後の進め方などが明らかにならず、宙ぶらりんな状態が続けば続く程、企業部門の前向きな意思決定を阻害し、実体経済活動を下押しするのではないかと懸念している。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

内外経済情勢は厳しさが増す方向にあり、先行き不透明感も増してきているようである。この背景としては、足許米国経済について弱めの指標の発表が相次いでいることがある。また、国内経済金融情勢についても不安定な展開となっている。まず、米国経済について話す。対イラク政策に関連した点を含め、景気の先行きについての不透明感の高まりで、企業は生産、投資計画、雇用対応を慎重化させているようである。生産は 10 月まで 3 か月連続で減少している。ISM 指数は、9 月、10 月と 2 か月連続で

50を下回った。航空機を除く非国防資本財受注は、9月まで2か月続けて前月比マイナスであった。非農業部門雇用者数は、9月、10月と若干減少した。企業活動は停滞気味である。家計支出に関しても住宅投資は堅調を保っているが、自動車の販売台数も夏場からみれば徐々に落ちてきているようである。消費者コンフィデンス指数も下がっている。金利引き下げの効果がどこまであるか不透明である。米国経済の先行きについては、より慎重にみておく必要があるような気がする。一つ分からないのは、先月、今月と株価が回復してきていることである。企業収益に対する過度の懸念が第3四半期の企業収益実績の発表につれて後退したためであるとの見方が多いようで、実体経済の先行き改善に結びつける向きは少ないようである。ただ、NASDAQ株価指数などをみると、昨日時点で10月9日のボトムから25%、先月末からでも7%上昇した。欧州大陸諸国や台湾の株価も似た動きをしている。これをイラク戦が起こる可能性の高まりに関連付ける見方もあるが、それだけかどうか疑問も残る。米国における情報化関連投資が今年に入って以来3四半期連続で回復している。通信関連は悪いものの、コンピュータや半導体関連は良さそうである。こうした点についても注意深くみていきたいと思う。一方、最近の日本株の下落は独自要因が大きいと思う。先月辺りから他主要国の株価が上がっても上がらず、今月に入ってから他が上がっても下がる展開となっている。特に大手銀行株の下落が焦点となっている。金融再生プログラムの実施を前に、金融システムや実体経済への悪影響を懸念して、大手銀行、過剰債務企業ばかりでなく、幅広い銘柄の株価が下落している。大手銀行に関しては、資産査定を厳格化、それに基づく引き当て、自己資本の充実をできる限り早く実施する必要があると思う。また、財政対応を含めたショック・アブソーバーを早期に用意することも必要である。景気実態は先日発表された第3四半期の実質経済成長率が示す以上に脆弱である。在庫の押し上げ寄与が大きく最終需要は概ねゼロ成長だった。また、これまで景気を牽引してきた外需がマイナスに転じているのも気になるところである。景気の山が近いとの見方すら出ている。今後のポイントとしては、輸出、設備投資、消

費について昨日早川調査統計局長が言われたとおりであると思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

用意してきたことがもう出てしまったので手短かに申し上げれば、世界経済については、皆さん言われたように大まかにはデータは強弱斑模様という感じだが、アメリカ、そしてもう少しはっきりと欧州でやや弱いデータが目立っているという感じである。目先的にも中期的にも、それに加えて金融システムに問題が発生するリスクが無視できないということと合わせると、全体的に下方リスクの方を重視しておく局面かなと思う。あるいは、世界経済動向はここまで輸出中心に伸びてきた日本の製造業の生産周りの動きをみることでかなりはっきりと確認できるかと思う。ここまでの動きをリードしてきたのは、業種別でみると、電気機械、輸送機械、鉄鋼等である。それぞれアメリカを中心としたハイテクのリストッキング需要、それから輸送機械は米国と一部国内の消費で、鉄鋼等はアジアの内需で、というようなものに対応していたかと思う。これが、電気機械の伸びはハイテクのリストッキング需要が一段落してしまったこと、それからアメリカのハイテク投資の方は、やや立ち上がりの気配がみえるが、それ程強くないということで、全体的に一服ないし一部下方修正の動きということになっているかと思う。自動車については、足許米国の動きに対応して若干減少するということだが、ヒアリング等をみると来年第1四半期にかけて国内の需要増を見込んで横這いになるというような姿になっているかと思う。それからアジアの内需向けの鉄とか一部の化学についても、セーフガード関連でちょっと減るということだが、少し先にはまた横這い近辺に戻るといような動きが予想されているようである。それに加えて国内の動きだが、資本財のところも生産周りの動きをみると、一応下げ止

まりというようなことが判明するということかと思う。全体として生産は、急減はなさそうだが、当面横這い近辺かということかと思う。今後の製造業の動向をみる際に、やはり世界全体のハイテク周りの動き、それからアジアの内需の動きが極めて重要かと思うが、それに加えて、直接の効果だけでなく設備投資等に対する波及効果も含めて大きな影響を持つ内外の自動車の売れ行き辺りもかなりの焦点だと思っている。より広くGDP的なイメージでは、既に皆さん言われたような感じでみている。2002年度、上期はやや上方修正ということかと思うが、今後2003年度に向けては、牽引車がそう簡単にみえないということで不透明感が高まりつつある、あるいはやや下方修正という感じかなと思っている。この中で、これももう出たが、金融面のストレスが強まりつつある。直接、企業金融に強くきているという状況ではまだないが、短期金融市場、株式市場等にはストレスがかなりはっきりとみえるということかと思う。何を意味しているのかということについては、須田委員が言われたように、不良債権処理の直接の影響を懸念しているという部分と、再生プランの具体像がはっきりしない中で、個別金融機関が防衛的に対応するのではないかと懸念している。両方あるかと思う。前者については、それ程大きくはないか。あるいは先に行くとも産業再生機構で吸収される部分も出てくるのではないかと。一方、後者については、須田委員が言われたメカニズムに加えて、完全な負け組から資金を回収するというよりは、少しその上のところから相手を生かさないう殺さない位の回収が進むというリスクを、前回も申し上げたが注意しておく必要があるかなと思う。それらを合わせて、先行き景気に若干マイナスの影響が出る可能性を注意しておかないといけないと思うが、それに加えて、あるいは短期的にはそれ以上にこうした可能性に市場等が過剰反応して、例えば株価が一層下落し、これがさらに思った以上のクレジット縮小に結びついてしまうというようリスクも注意しておくべきかと思う。取り敢えず以上である。

速水議長

次、春委員をお願いします。

春委員

それでは私から申し上げます。まず各項目について簡単に申し上げますと、輸出については、実質輸出が8月、9月と2か月連続前年比で減少するなど、その増勢一服が明らかになっているように思う。生産も7～9月期は前期比で2.2%と増勢は維持しているが、4～6月期よりも伸びを鈍化させている。10月の産業大口電力だが、これはまだ東京の速報値しかないが、こちら前年比だが、+2.0%ということで3年連続の前年比プラスにはなっている。なお、これも東京だけだが、自家発電も含めた総消費電力量でみると、前年比+3.1%ということで少し大きくなって、4か月連続の前年比プラスとなっている。繊維と紙パルプを除く全業種が前年比プラスということになっている。一方、内需だが、設備投資は下げ止まりという状況かと思う。機械受注の前期比は4～6月の高い伸びから7～9月は小幅の反動減の状況かと思う。10～12月期の見込が前期比-6.5%とやや大きいことが気掛かりだが、これは昨日の説明にもあったが主として通信業関係の予想の振れによるということで警戒はすべきだが、まだ判断は難しいということかと思う。個人消費については、基本的には弱めの動きが続いていると思う。ただ、これは昨日も質問したが、所得との比較では引き続き健闘しているということかと思う。前日も申し上げたが、この秋は三連休が多くて学校の土曜休校でファミリーの旅行需要も強かったという話もあったし、また今月になって冬物衣料とか暖房器具の販売が好調というような報道もあった。また10月の乗用車の新車登録台数もメーカーが販促に努めたこともあって、小型車を中心に除く軽ベースでみると7～9月期は前期比1.4%伸びて10月もさらに前年比プラスということになっているようである。これも昨日の話題になったが、情報サービス局の生活意識アンケート調査でも収入については引き続き前回比で2.9ポイント下がっているのに対して暮らし向きとか支出という項目は、ほとんど横這い

というような状況にも表われているようにも思えた。物価については、卸売物価は輸入物価が上昇しているが、当面は機械類や電力料金引き下げなどの影響で相殺される展開が続くものと思われる。7~9月のGDPデフレータをみてもデフレの状況は改善していないように思う。11月13日に公表された7~9月期の実質GDPは前期比+0.7%となったが、外需が-0.1%の寄与に対して、内需が+0.8%の寄与となったことに注目をしたいと思う。ただ、これも昨日も指摘されているが、寄与の大きいものが在庫投資と消費で、消費にはイレギュラーな要素がやや過大に反映されている可能性があるということなので、これは要注意かと思う。

リスク要因だが、やはり米国経済の動向と国内の株価ではないかと思う。米国経済については7~9月のGDPが前期比年率+3.1%と4~6月から伸びを高めた。個人消費も自動車販売に支えられてプラスの寄与を高めた。設備投資もIT関連を中心に伸びてプラス寄与に転じている。政府支出も小幅だがプラスに拡大したようである。ただ、その後に発表されている指標は自動車販売の陰りとか、企業家のマインド低下とか、3か月連続低下をした鉱工業生産指数などがあり、生産、雇用・所得の改善テンポに鈍化の懸念がある。この中でFRBは利下げをした。中間選挙では共和党が勝って、年金制度改革とか医療改革、あるいは大幅な減税も進め易くなったということかと思う。また、中東情勢については開戦の可能性が高まったという面はあるが、全体的に財政面からの支出拡大といった景気のサポートを期待させるものがあると思う。これも昨日も話題になったが、まず当面のクリスマス商戦の動向に注目したいと思う。

日本の株価だが、これまでの中間決算の発表の状況をみても日経新聞の中間集計で15年3月期の企業収益見通し、前年比+89%増といったようなV字回復の数字が出ているが、この5月下旬から続くやや長めでみた下落傾向は抜け出せず、また最近では特に大手銀行株の下落でこのところ連日、バブル後最安値をつける展開になっている。金融再生プログラムあるいはデフレ対策の内容が早期に明確になって、株式市場でもバリュエーションの面とか、企業収益の見通しが評価されるような時期が来るのを期

待したいところだが、現状そういう形になっていない。短期金融市場も昨日の説明のように10月30日の日本銀行の緩和により一旦は落ち着いたが、銀行株の急落で緊張感が出てきたということは要注意かと思う。

以上、総括して申すと、米国経済の動向とか日本の株価の下落など景気の下振れリスクは前月よりも数段高まっているのではないかと思う。これを考えると、経済情勢に対する判断としては総括的には前月の判断を若干下方修正するか、継続するとしてもリスクがさらに高まっているということ指摘することが必要ではないかと思う。以上である。

速水議長

次、福間委員お願いします。

福間委員

前回会合以降のポイントをまず申し上げたい。一つは毎日起きているバブル崩壊以降の株価の下落、就中銀行株が短期間に大幅に下落していること。二つ目は皆さん触れている金融再生プロジェクトの工程表の発表を控えて不安感が高まっていること。三つ目は米国のFRBが0.5%金利を引き下げたように米国経済の先行きに不透明感があるということで、内外景気いずれも先行き懸念が一段と高まってきているということだと思う。まず、実体経済についてだが、これは昨日の執行部の見方とほぼ同じである。ポイントだけ述べると、まず内需については設備投資が下げ止まりつつあるということ。消費、住宅が弱い。全体としては弱めの状況ということだと思う。また、輸出については欧米景気のスローダウンで増勢がほぼ止まっているということだと思う。ただ、これは4月以降しつこく申し上げてきたように、欧米向けの輸出は落ち込みがある程度予想されていたことで、アジア向けがこの落ち込みをカバーする姿になっており、なお全体としては底固い状況になっている。足許、アジアでは対米依存の強いシンガポール等の成長率が落ち込んでいるが、それ以外の東南アジア諸国では中国を含め、内需堅調による自律回復力が持続している。この結果、域内相

互に好影響を及ぼし合って、アジア経済全体の堅調さを保っており、日本の輸出の下支えになっているということである。因みに中国と一番関係の深い台湾をみてみると、非常に好例だと思うが、10月統計をみるとアメリカ向けの輸出が17%落ちている一方で、中国向けが126%増え、香港向けが9%増えている。中国がなぜこんなに増えるかということは、恐らく特殊要因もあると思うが、日本にも今後こういう効果が出てくると期待される。中国進出、すなわち工場を中国に移すと、まず輸出するのは工場の移設に伴い必要な機械、設備である。完成すると、全部中国内国品ではないので一部の原材料、あるいは部品を台湾から輸出する。日本もこのところ対中投資が増えているが、同じような現象が出てくると期待されている。この結果、日本の輸出トータルとしては目先一服感を伴いながら、徐々にスローダウンする公算が大きいものの、その後は中国を中心とするアジア向け輸出の増加から、底固い展開になると期待している。この間、在庫調整をみるとこれも調査統計局から説明があったが、企業は過去の在庫調整局面に比べ、適正在庫水準を低めに抑えながら、巧みに対応している。昨日、在庫循環図で説明があったように、在庫調整の進展の一つの目安となる第3象限の45°線を越える局面であるが、今回は第2四半期に通過している。今回の局面と過去の同じ局面、すなわち3年半前の98年の第4四半期と比較すると、今回の在庫水準は過去より1割近くも低いということである。これはサプライ・チェーン・マネジメントといった在庫管理技術の進展に加え、最終需要動向を掴んで適正在庫水準を予防的に切り下げているためと思われる。デフレ環境の続く中で企業の経営も変わってきている。一部の企業では企業決算にその成果が表われはじめている。この中間期の増益企業をみると、デフレ下での効率的な経営手法を身につけはじめている。ポイントは最終需要の動向を冷静に捉え、慎重な在庫運営に徹しつつ、量よりも価格を重視する戦略あるいは顧客ニーズに合わせた効率的な多品種少量生産への対応等により、デフレ抵抗力を強めている。デフレ下でも増益を達成している企業、例えば自動車は、国内もさることながらアジア、欧米全ての地域に向けて輸出が伸びている。これは、アメ

リカの景気後退が予想される中でもシェアをアップすることによって、各社強気である。増益を達成している企業は今申し上げた自動車のほか、化学、機械、一部の電機、鉄鋼がある。鉄鋼の決算は今からだが、中国の反ダンピング問題に対しては、鉄鋼会社は巧みに対象5品目から外れていて、ほとんど影響はなく、価格も今なお高めで動いている。こういう具合に、一部の増益企業には、リストラ効果のほか、デフレのもとで経営やビジネスモデルを身につけてきていることも増益に寄与しているものと思う。一方、構造調整に遅れた中小企業、資産デフレに打たれた会社等については、なお一段の苦しい局面が避けられないような状況になっている。实体经济の先行きだが、年度下期の景気見通しは悪くなってきている。具体的には、耐え得るのは減速した輸出程度しかないという見方の中で、まだ内容が見えない金融再生プログラムに対する漠たる不安感があるほか、企業マインド、消費マインドも悪くなっていること。また、10月、倒産金額が2兆円に上り、なお倒産件数が増加するとの見方が強まっていること。さらに若年層を中心に雇用状況が一段と強くなっていること等が背景にあるかと思う。次に、企業金融の動きだが、先行き警戒感が強まっている。金融再生プログラムの具体的進展に伴い、金融機関の貸し渋り、貸し剥がし、融資条件の一段の厳格化に繋がっていくとの懸念が企業経営者の中に強まっているためである。既に一部の金融機関では、金融再生プログラムの公表前後を境に融資態度を変化させはじめたということが言われている。自己資本毀損に備え、予防的にリスク資産を圧縮しはじめて、企業からは貸し剥がしに対する不安の声が聞こえている。具体的な例を若干紹介すると、取引銀行が納得、了承した再建計画を基に企業再建を進めてきたが、金融再生プログラムの発表をきっかけに再建計画の御破算を宣告され、貸し剥がしに遭ったというようなことも具体的に聞いているし、優良親会社の保証があるという理由で融資継続してもらってきたが、11月の金融庁検査に備えて不良債権を整理したいとの理由で、貸し剥がしが行なわれた事例、そういう事例が色々聞かれる。ただ、地域によっては大手行の貸し剥がしがみられる中で公的金融機関が低利で肩代わりしてくれることで、

中小企業のサポートになっているという声も聞かれる。地域としては、公共投資依存の高い北海道、北陸等であり、公的金融機関側が政策的な配慮をしているとの声も聞かれている。足許、大手企業の一部には金融再生プログラムの具体的進展の影響が不透明なため、資金の前倒し調達を検討しており、資金需要が高まる可能性が出ている一方、銀行はスプレッド引き上げを提示しつつ、より早めに貸出回収を図ろうと構えつつあり、資金供給を絞っていく懸念が大きいと思われる。今後の注意すべき動きの一つとされている。この間、企業間信用も株価下落が信用リスクのメルクマールになっていることもあり、細る兆しがみえている。日銀としては引き続き企業金融支援、就中、中小企業金融支援のための方策に一段と知恵を出す必要があると思われる。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

内外の不透明な材料ばかりで敢えて議論を深く掘り下げるようなユニークなテーマがなかなかなくて、皆さんと同じようなことを申し上げることになるが、景気の現状は生産、輸出ともピークアウトしたというふうに言っているのではないかと思う。また、その中で内需が増加するというその目は全然みられない。海外経済も米国、欧州それから情報関連財、輸出ウエイトの高いN I E s 諸国でも他の指標が増えはじめているということを見ると、わが国経済がこの下期、一時的に強い停滞局面に入るということは避けられないと思う。今のところ明るい材料を最近のもので拾うと、上期の企業収益だが、内容的には売り上げは伸びず、リストラによる効果ということである。下期は恐らく下方修正の動きが出るのではないかと思う。個別の業界は総じて、素材・中間財の関連が比較的まだ上方へのモメンタムを維持しているところで、電機とか精密、I T 関連は先行きに対してかなり懸念を持ちはじめています。鉄鋼は先程からも話しが出ている

が、中国のセーフガード発動もあって、アジア向け中心に玉不足という状態と聞いているし、2003年もある程度これは続くと、意外に楽観的な見通しを持っているようである。鉄鋼は業界の再編が進んだということで、叩き合いのダンピングの動きは収まった、それから米国セーフガードの発動により値段が米国で上がっているというのが、大変サポートになっている訳である。一方、電機・機械業界は急速に下期への警戒感を強めているように思う。自動車向けとかデジカメあるいは大型液晶、PDPなど一部好調な部門もあるが、通信の比重が高い企業は別として、この下期、意外に楽観的な面があるが、先行きに対しては段々と厳しい目を持ち始めているようである。雇用と設備については極めて厳しい見方をされていて、引き続きリストラの手は緩めないという発言が多いように思う。景気の先行きに関連して消費だが、これはもうほとんど期待できない。雇用者所得の減少、不良債権処理にかかわる不安感の高まりによるコンフィデンスの問題、あるいは株価の低迷、来年度の社会保障費を中心とする国民負担の増加等を考えると期待できないと思っている。先日の日銀による生活意識アンケート調査をみても、家計の先行き不安の大きさ、それからデフレ期待は相当強いという感じを受ける。また、これらの状況を踏まえてマーケットでは2003年のGDP見通しを下方修正する見方が出ている。来年早々には景気そのものがピークアウトする、2003年はマイナス成長という見方をしているエコノミストが増えてきているように思う。海外経済についても、米国、欧州とも景気悪化を示す指標がこのところ目白押しであり、先月に比べても、より慎重な見方をすべき時期にきていると思う。米国は自動車に既に息切れ、金利ゼロ・インセンティブ・セールスにも反応しなくなっている気がする。消費者信頼感指数も非常に不安定な動きで、株価とかイラク問題等の動きで急速に悪化する懸念もあるのではないかと思う。住宅の方もモーゲージ金利の下落が、今回の利下げでモーゲージの金利の下落を通じて好調が維持できるかどうかまだ不確実である。企業のスタンスとしてはポスト・バブルの影響ということで経営スタンスは非常に防御的、ITブームの時代にみられたようなM&Aや投資による事業拡

大、成長志向、株価至上主義的な経営のモメンタムは弱まってきていると思う。株式市場の低迷も当分続くのではないかと思う。欧州は米国よりある意味では深刻という感じを受けている。景気の数字が非常に悪いし、中でも財政赤字を巡る不協和音が色々出ているというのもマイナスである。ECBに対する利下げの遅れに対する批判もかなり強く出ているように思う。またドイツの株式の下落は日米よりも深刻という感じがしており、EPSの低さとかネガティブ・イールド・スプレッドの大きさなどは何を物語るのか、ドイツの構造問題は極めて深刻という印象を持っている。アジアでも、香港、中国では、デフレ的な兆候が強いが、こういう世界同時デフレの中で資本の流れがどういうふうに変わっていくのか、あるいは為替調整が今後どういうふうに進んでいくのか、注意を要するところである。わが国の金融資本市場については、株価がバブル後最安値を更新しているが、このところ米国株価との連動性は薄れており、必ずしもまた日本経済の実態を反映したものとも言えないと思う。証券会社の営業の現場の感じを聞いてみると、今とにかく売り材料だけに反応して、一旦下がると相場は戻らないと。そういう中で一部要人の不用意な発言と風評、あるいはデフレを解消するという現実的な具体策を伴う明確な政治的コミットメントが出されていない。こういう不安心理に掻き立てられているマーケットをテイクチャンスして、個人、海外の売り方が低格付銘柄を中心にポジションを作っているという感じがしている。やや下世話な話だが、証券税制の混乱からくる筆筒株の見切り売りというのも相当出ているという話を聞いている。年金は、PKOかどうか分からない、相当買っているが、いずれにせよ株価は底値はわからない。金融再生プログラムは基本的に正しい方向を持っているが、一般的な風潮として、あるいは行政当局の一部にも、銀行、特に大手行の信用を意識的に貶めるような発言、これでマーケットの歓心を買おうというような動きが感じられるのは私だけではないと思う。一種のポピュリズムと言ってもいいと思うが。柳沢前金融担当大臣の言われたコンストラクティブ・アンビギュイティというのは金融にとっては大事なことだと思っている。マネーの方は株価の下落の割りには落ち着

いていると思うが、株価がこのまま行けば、年度末の減損の負担は金融機関ばかりではなく、非金融企業のPLも直撃するし、年金の積み立て不足を通じて影響は極めて大きい。銀行については昨日も説明があったが、97、98年当時に比べれば含みはなくなっているが、株式売却も進んでいるし、外貨資産を含めて資産圧縮がかなり進んでいるということから、市場のボラティリティに対する備えはできているという感じはしている。金融市場では風評リスクに備えた流動性の積み増しから短期にやや上昇圧力が出ている。企業金融も不安は高いのだが信用スプレッドには今のところ余り拡がっていない。今後十分にモニターしていく必要があるだろうと思う。以上である。

速水議長

山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

ここ1、2か月の内外における幾つかの変化を踏まえると、経済判断についてやはり一コマ弱い方向へ修正するような状況になってきているかなと思う。皆さんが既に触れられた点には余り付け加えることはないが、米国経済と国内について一言ずつ申し上げたい。アメリカ経済は、設備投資の回復がはじまる前に消費が弱くなりはじめているという状況かと思う。そういう状況に対し、先般、連邦準備制度が金利を下げて、これで一応今後のリスク・バランスは元に戻ったという言い方をしている訳だが、皆さん方のコメントを伺っていると、どうもまだ十分リスク・バランスが戻っていないのではないかという見方が比較的多いのかと思う。ここまで問題を抱えながらも、平均すると2~3%位の成長を今年に入って実現してきている訳であるが、ここから先ポテンシャルの成長率と言われている3%台前半位になかなか届かない可能性があるということではないかと思う。先般のグリーンSPAN議長の議会証言などによると、必要とあらば長期金利を強引にでも引き下げて更に金利感応的な需要を刺激していくこ

とも示唆したように聞こえる訳だが、そういうことは本当に巧くできるのかどうかというのはまた別問題で、なかなか政策運営も難しいところに来ているように思う。それよりも、私が若干気になるのはアメリカのフィナンシャル・セクターにどれ位の問題があるのかという点であり、銀行に関する限りは様々なリスク移転のビジネスを通じて、今のところは不良資産が若干増えてきているにもかかわらず、資本ポジションは全体としてはかなり強い状況だと思うが、それは結局リスクが移転されただけである。これは年金を含む広義の家計金融資産の減価ということがかなりの規模で起きているようにみえなくもないという状況で、ここから先、住宅市場が金利低下に引き続き反応していかない限り、アメリカの家計支出はやはりスローダウンしていくのだろうと思うし、そういう可能性を頭においておくべきではないかと思う。

国内については、経済指標の面では輸出のスロー・ダウン、つれて生産がこの第4四半期、それから来年第1四半期にかけてかなりフラットに近くなるという公算が大きいように思うので、やはり年度前半に比べると年度後半はスロー・ダウンを免れないように思う。株価の下落は金融セクターのみならず、恐らく非金融セクターの企業のバランスシートにも広くダメージを与えている訳だから、しかもここまで株価の水準が下がってきている訳だから、企業マインドに対する影響というのも、測ることはできないにしても、無視できないのではないかと思う。不良資産問題が経済にどのような影響を与えていくのかということについては、現時点で言えることは、須田委員が整理された、それから植田委員がそれに付け加えてコメントをされたようなことに私も同感である。一つ、銀行サイドのバランスシートの改善と対をなすべき企業リストラの重要性ということが改めて注目されているということは、一つの前進ではないかというふうと思うが、そういう点では今後、例の再生機構というものがどういう役割を果たすのかということがかなり重要ではないかと思う。あるいはそれと共にRCCというのが改めてどういう役割を果たすのかというのが重要ではないかと思う。ただ、再生見込のある企業については、元々銀行はそん

なに手放すインセンティブはない訳だから、運用次第ではあるが、再生見込の余りない企業が、この再生機構にどんどん持ち込まれるというようなことになると、産業サイドのリストラが余り進まない結果にもなりかねないと思う。そういう意味で今後、銀行サイドについて今までよりも厳しい資産査定ということを軸にして色々なことが進展していくと思うが、それとペアをなして産業サイド、企業サイドにおいてもリストラが進んでいくことを期待したいと思うし、それがなくなかなか全体の状況が改善しにくいのではないかというふうに思う。以上である。

速水議長

それでは、金融経済情勢について追加的な意見、議論があれば自由に発言願う。

中原委員が先程言われたことがよく聞き取れなかったが、証券税制の変化で、証券株の取引が巧くいかなかった、証券取引がダウンしたということか。

中原委員

筆筒株の話である。極めてアネクドータルな話しである。筆筒株の売りというのは証券の営業の現場では、相当皆、感じているようである。要するに親の代から株券のまま引き継いで、筆筒や金庫の中に入れておいた株を証券税制で原価も分からない。このまま持っている売却価格の5%でその所有株が評価され、キャピタル・ゲインに25%が課税される。それなら今のうちに売ってしまえというようなことらしい。極めてミクロの話である。

福間委員

企業金融のところだが、調査統計局のモニタリングを時々みているが、モニタリングする先が余り問題ないようなところばかりで、むしろその下の方がおろおろおろおろしている先が多いので、そうした先もモニタリン

グする必要があるのではないか。直接いくというのはなかなか難しいと思うが、現在モニタリングしている企業もたつくようでは、これはもう大変なことになっている訳で、と言ってその上部団体にアプローチするとか——これはこれで大袈裟になり、なかなか難しい面もあろうが——何かちょっとモニタリングについて、企業金融が微妙な段階に入っているので、工夫があればと思っている。あそこに出ている企業で問題があると言ったら、これはもう本当に、98年の時のような、アジア危機がきっかけで、備えのできていない企業が資金繰り難に陥った時と同じである。今回は恐らくあそこに出ているような企業は皆、構えていると思うので、良いことではないけれども予想したとおりきたなという感じだと思う。モニタリングの工夫は、もしできれば、ということである。

植田委員

ただ、改めて言うまでもないが、負け組の企業が企業規模を問わず退出していくのは、そのスピードは別にして、ある種健康なことである。

福間委員

それは仕方がない。しかしそのことを言っている訳ではなく、現在モニタリングの対象先となっていない先の企業金融が要管理なのか要注意なのか。正常と要注意の間辺りだろうと思うが、そうだとすると、日本全体の中でのシェアはもの凄く大きいから、中小企業を含めて相当インパクトが大きいので、そこには政策的な発動も必要との判断が生じてくる場合もあると思う。現に先程も言ったように北陸とか北海道ではちゃんと公的金融も出ている訳である。勿論淘汰を促進するというつもりはなく、金融取引が成り立たないとの銀行の評価において、倒産が促されるというのは、ある意味では資本の論理から言ったら、やむを得ないということだと思うが。何回も言っているが、日本では倒産が多いが、起業すなわち業を起こすというケースが非常に少ないのである。だから、先程、山口副総裁が触れられた産業再生機構というのを巧く使えば非常におもしろいと思う

し、去年の私的整理ガイドラインも然りである。今度は政府ベースでなさるので期待したいとは思いますが。

速水議長

ただ、それはできるのが9月だというのだろう。動き出すのは。

福間委員

それはそうである。

速水議長

今の一番大事な時に何もできないと言うのはちょっと、それでいいのかなという気がするのだが。それで何が出てくるのか、まだ分からないというのだろう。

山口副総裁

ヒアリング対象にしているような企業についても、銀行とのスプレッド交渉の状況とか、あるいは資本市場で調達している場合には、プレミアムの付き方とか、そういうことについてはかなり分かる訳である。先程、植田委員がちょっと例に出しておられたちょうどそのボーダーライン位のところで、先程何と言われたか、生かさぬよう殺さぬようでしたか、まあそういうようなところや、そこから下の方については、ヒアリング対象にもしにくい。

福間委員

そうした先では、スプレッドのアップの要求はほとんどない、とかハイハイ、と言って追い帰すかと思う。

山口副総裁

一番スプレッドをとれていないのはやはり、採算に合わない要注意貸出

という分類の対象になるようなところで、そこは相当大幅にスプレッドを上げている。

福間委員

まあ、そうであろう。だからもうちょっと、ダイバーシファイできないかなということである、申し上げようとしているのは。皆、問題ない、問題ない、そういう依頼はないというところばかりでは。

中原委員

やはり、こういう状況だと、なかなかヒアリングをやっても、そういうことを言わないのではないか。

福間委員

言わない、言わない、本当に言わない。

中原委員

だから、これはD Iみたいなものをもっと参照できれば、信用度に応じた、こちらで密かにグループ分けしてD Iの結果を分析するとか、そこまでやらないと。個別のヒアリングでは、やはり難しいと思う。

福間委員

そう思う。だから銀行も良いことしか言わないし、企業側もインタビューを受けると良いことしか言わない。

山口副総裁

中小公庫のアンケートでも意外に良い結果が出てくるのは、大体中小公庫に他の銀行で借りられないと言うと、そのような所には貸せないと言われるから、と聞いたことがある。

速水議長

それでは、ここで10分間の休憩に入る。10時20分から再開する。

(午後10時11分中断、午後10時20分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは他に意見がないようなら、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、今回も一人5分程度で意見を伺いたいと思う。もう一度藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

金融政策運営については結論から言うと、金融市場調節方針は15兆円から20兆円程度ということで現状維持することが適切かと考える。景気の総括判断は幾分下方修正するとしても、その主たる理由は文字どおり不透明感の高まりであり、前回の緩和措置はそうした先行きの不確実性の高まりにもプリエンプティブに対応するという趣旨だったというふうに理解している。この辺は前回の緩和措置の効果を見守るべき段階ではないかと思う。ただ、1日の金融市場調節については前回の会合では15兆円から20兆円程度という目標のもとで次回会合まではレンジの中程を狙うということにして、その旨を総裁に記者会見で明らかにして頂いた。昨日来の執行部の説明を聞くと、私はこれまでの金融市場の動向を踏まえて、金融市場の状況に対応してレンジの中程という残高を引き上げていくという方向で議論をこれからしてみてもどうかと考える。以上である。

速水議長

次、須田委員に願います。

須田委員

金融経済情勢については前回よりも少し下方修正という今回の基本的見解に違和感はないので、金融政策運営については基本的に現在の調節方針が良いと考えている。

前回の会合で実施した金融緩和政策によって資金供給オペレートは落ち着きを取り戻したがそれは一時的なもので終わった。昨日の説明にあったが、主要行の間には株価下落をきっかけにして先行きの資金繰りに対する警戒感を強め、資金運用を抑制し、資金調達姿勢を積極化させる動きがみられている。その結果再び短期金融市場が少し落ち着きをなくしている。日銀ではこれまでこのような状況に対し、流動性リスク・プレミアムを抑え込むことによって経済活動を下支えしてきたが、引き続き流動性需要の不安定な動きによく目配りしながら弾力的に資金供給を調節することが適当であると考えている。

こうした状況に直面する度に考えることだが、予備的な流動性需要に対して弾力的に対応するという場合には、そのメルクマールとなるのは短期金融市場の金利だということである。実際に市場では日銀によるこれまでのなお書きの運用を踏まえて、量的緩和と言っても日銀は単純に当座預金残高の数値目標にコミットしているのではなく、0%近傍のオーバーナイトレートを継続的に実現することにも強くコミットしている、すなわち、まず第一にゼロ金利を実現させ、その上で当座預金残高の目標を追求していると受け止められているようである。単純な量的緩和であれば流動性需要が不安定な動きをみせれば、一定の日銀当座預金残高のもとでオーバーナイト金利が不安定な動きをみせるはずであるが、日銀はそうした状況を回避しようとしてなお書きを弾力的に運用し、流動性需要の不安定な動きを吸収してきた。ということは、流動性制約が起点となって实体经济活動が下押しされる悪循環を未然に回避することを主たる政策目的と位置付ける限りは、金利を操作目標と位置付け、それを実質上0%に維持することを金融調節方針として掲げていても、金融調節そのものは同じような姿になるのではないかと思う。こうした意味では当面、当座預金残高の目標

額の上限を撤廃して事実上ゼロ金利政策とすることも一案であるのではないかと思う。

ただし、現在のような状況で事実上ゼロ金利政策を採ったとしても、本来のゼロ金利政策に戻れる訳ではない。量を操作目標にした政策運営のもとでは、やがて金融資本市場が落ち着きを取り戻し、予備的な流動性需要が後退する場合に、当座預金残高を引き下げる合理的な説明が困難であるという点がゼロ金利政策とは大きく異なる。すなわち現在の量的緩和政策においてはその効果として、金融市場の安定化、経済活動の下支えだけではなく、ポートフォリオ・リバランスなどを通じる景気刺激効果が考えられるのではないかという立場を取っているので、物価の下落傾向に歯止めがかからない以上、日銀当座預金を引き下げるということについて国民一般を含め市場全体の理解を得ることは、かなり困難であろうと思う。

政策運営の枠組みが実際にはどちらの形であっても当面の流動性需要の増大に対して柔軟に対応せざるを得ないと考えられるが、現在の量的緩和の枠組みの下では予備的な資金需要が後退した後、一旦実現した量が政策運営を制約する可能性が大きいことを十分に考慮する必要がある。具体的に言えば、当面市場が落ち着きを取り戻すように当座預金残高を増やしていくことが必要だと思うが、そのためにはどの程度増やすことが必要かは今日のように不確実性が高い状況の下ではやってみないと分からないということだと思う。方針としては、20兆円の範囲内では執行部の判断で適時適切に調節してくれと言いたいところである。それでは困ると言うことなら、なるべく上限の20兆円程度を目指すとしておくということになるのかもしれない。これについては、後で皆さんと議論してみたいと思う。

そうして、高めの当座預金残高を維持するということが長期化したり、あるいはそれでも足りずになお書きを発動するというような状況になる場合には、予備的な流動性需要が後退し、市場が落ち着いた局面において、如何に対処するかという点をそろそろ正面から検討しておくことが必要だと思う。その際には景気が明らかに改善しているのでなければ、量を需

要に合わせて減らすことは困難なので、目標達成のためにオペや担保対象資産の拡充策について外債購入等も含めて鋭意検討せざるを得なくなると思う。ただし、前回は申し上げたように日銀のバランスシート管理や納付金の問題など、クリアしなければならない問題がいくつかあるので、私は非伝統的な手段の採用は日銀だけの判断でできるとは思っていない。この意味でもこれからますます政府との協調が大切だと痛感している。以上である。

速水議長

田谷委員お願いする。

田谷委員

藤原副総裁と須田委員のポジションに非常に近いと思う。政策運営については今暫く現状スタンスを続けて様子を見たいと思う。ただ、マーケット状況も不安定化の兆候があり、日銀当座預金残高については、17、18兆円を中心にしつつ、必要とあらばディレクティブの範囲内で弾力的に対応して欲しい。残高目標レンジの上限辺りに引き上げることが必要かどうか次回会合に向けて考えたいと思う。以下ではこうしたスタンスの背景を少々話してみたいと思う。

マネーマーケットでは短い資金はジャブジャブの状態が続いているが、少々長めの資金調達になると日銀の供給オペへの依存が高まってきた。先週の木曜日辺りから資金供給オペの金利が強含んできている。また、一部金融機関の資金運用スタンスの慎重化などから短国レートも強含みとなってきた。ただ、こうした一部短期金利の動きもまだほんの数日である。また、ここ2週間ほど外銀の日銀当座預金残高が増えてきているが、その持続性あるいは安定性については不透明である。もう少し状況を見極める必要があるように思う。もっとも、大手行の株価がさらに下がるようであればマネーマーケットにおける不安定化の動きに弾みがつく可能性もある。その場合は早急な対応が必要になると思う。さらに先程述べたように、

内外経済金融情勢は全般的に厳しさが増す方向にあり、不透明感も増してきているようである。正直言って今回、当座預金残高を目標レンジの上限近辺に引き上げることも選択肢だと思う。ただ、最初に言ったように、それも少々待っても良いのではないかと一方で考えている。皆さんの意見を聞きながら議論してみたいと思う。以上である。

速水議長

植田委員お願いします。

植田委員

同じような感覚であるが、前回の措置は手形オペの期間延長も含めて短期金融市場等に一旦は安定感を醸し出した訳であるが、しかし長続きしなかった。その理由は先程議論したとおりであるが、明らかに株安等に伴う流動性需要の高まりということだと思う。ここで考えさせられるのは、2、3兆円資金供給したにもかかわらず、なぜ直ぐこういうふうに流動性需要が高まってくるのかということである。田谷委員もちよっと議論されたが、基本的には二つ、三つの理由があるように思う。一つめとしては金融不安が発生してストレスのようなものが出て、資金を出すと収まる訳であるが、——これは厳密にデータをみた訳ではないので想像であるが——不安が収まって金利が下がる過程で、だんだん資金運用コストの高い、つまり余り運用しようとしなない主体に資金が溜まっていってしまう。逆にストレス時に資金を取りたがる主体は、ストレスが一段落すると、そう長くは持ち続けない。全部は持ち続けない。出てしまったお金は、次には出てこないところに溜まってしまって、ストレスがまた発生すると、そこから取るというよりは日銀から取るというこれまでのパターンが、やはり再現されているのかなということが一つである。二番目に昨日、金融市場局長から説明があったように、金融機関に対するクレジット枠が株価に連動するというようなことがみられるようで、そうすると一部行には弱い形でのリスク・プレミアムが発生しつつあるような可能性がある。さらにその中で三

番目であるが、オーバーナイトのところは取引がありジャブジャブである訳であるが、それより長いところでは取引の厚みが非常に薄い。ジャブジャブのところでは直ちに資金を取ろうというところまで切羽詰まっていないうちで、取り手はやや先については不安を感じ、長めの資金を取りたいと思っている。長めであればある程出し手は先程のようなクレジット・リスク、リスク・プレミアムを非常に強く意識しなくては行けないということ勢い出さなくなるので、取り手は日銀のオペに頼らざるを得ないという傾向がさらに強まるというようなことが複合的に起こっているのかなという気がする。やや極端に言えば、ある種LLR機能のような側面が我々の資金供給の中で強まりつつあるというふうには言えなくもないように思う。そういう中で政策対応であるが、調節の方針については、金融的ストレスが高まっている局面であって、これは一時的なものなら、これまでのやり方どおりとすれば、ある種のなお書き対応となろう。中長期的にストレスが上がったという判断であれば、調節の目標を変更するということも考え得るのだと思う。ただ、悩ましいところであるが、前回難しい哲学論のようなことを沢山議論したうえで意味で巧い具合にレンジの真ん中を当面目指そうというふうに前回決めたところであるので、レンジは変えずに、そのレンジの中で上の方を目指すという対応が可能な形になっている。それを、政策は変更せずに、レンジの中で授權されている対応を執行部がしたという表現もできるであろうし、ある種の政策変更に近いような面もあるというふうに思うこともできる。ただ、いずれにせよ、どの辺を目指すのかというのは、ここである程度方針を確認しておかないと、執行部としても勝手にやって下さいと言われても難しいように思うので、今日決めるか、今日決めないで様子を見て次回決めるか、あるいは間で何か政策委員会を開いて決めるかという対応がいずれにせよ必要かと思う。状況をみると今日決めても良いのかなとも思うが。後もう一つ、資金需要が落ち着いた局面でどうするかという問題が残っていると思うが、取り敢えず今日そこまでかっちり決める必要もないし、あるいは決め難いかなという気もしている。以上。

速水議長

次、春委員をお願いします。

春委員

10月30日に新しい当座預金目標を設定し、11月6日頃から17兆円台に当座預金残高を拡大して、その結果、一部の短期金利に表われていた金利上昇圧力も一旦は沈静化した。昨日、報告があったが、ここへきて一部大手銀行株の急落から再び一部の金利が上昇した緊張感のある状況になったというように認識している。当面は、現在のディレクティブである15ないし20兆円のレンジの上限までに若干の余裕があるので、当面はそのレンジを維持しながら事態の変化に弾力的に対応していく時期だと思う。目標レンジを中程とするのか、上限に近いところとするのか、そのどちらかだとは思いますが、皆さんの意見を伺いたいと思う。

なお、ここで申し上げることかどうか分からないが、金融再生プログラムの実行、多くの委員の方が言われていたが、その影響で今、企業金融、特に中小企業金融への影響がやはり避けられないこととなったものと思う。前回の会合の後、企業金融円滑確保のために一段の工夫を講じる余地がないか検討していくということをお願いしたが、事務局の検討状況も昨日伺った訳だが、これはできるだけ早急に取り纏めて積極的に進めていくことが宜しいのではないかと思う。以上である。

速水議長

福間委員をお願いします。

福間委員

経済全体にコンフィデンスがやや失われている兆候もみられ、短期金融市場の機能が万全でない状態が7月以降続いている。ゼロ金利と金融システム不安による信用リスクの懸念が共存するため、コール市場の縮小が発生する一方、その補完機能として日銀が資金の出し手、取り手のブロー

カ一的役割を担っている姿が、システム不安が高まると明瞭化してくる。因みに直近の日銀当預の残高は、量的緩和導入前に比べ 13 兆円増加する一方、コール市場は同期間中に 33 兆円減っている。この背景にはペイオフ部分解禁に伴い地銀、第二地銀の定期預金を取り崩し、都銀の流動性預金に預け入れたという要素も勿論あると思うが、無担、有担の比率をみると、無担の信用リスクは嫌気され、コール市場における無担比率が 4 割から 2 割半ばまで低下している。先月の追加緩和により、手形オペ金利は一旦大幅に低下したが、ここにきて銀行株急落を背景に再び株価と信用リスクの連動関係が強まっている。金融市場局からの報告にもあったように、オペの入札金利と応札倍率がここ 1 週間ジリジリ上昇している。こうした減少の背景には、コール市場はさらに不活発となり、日銀のオペの期待度が高まっている表われとも言える。一段と注意深い市場モニターが必要となってきた。この間に、日銀の当預残高をみると、新しい金融調節方針のもと、予想以上の早さで、札割れなしに 18 兆円台を達成でき、これは市場に当座預金需要が非常に高いということの表われとも言えるのではないかと思う。以上を踏まえると、今回は前回の調節方針で、全体的には良いと思うが、金融調節面のポイントを四点ばかり申し上げたいと思う。第一に、市場の当預需要との兼ね合いであるが、可及的に当座預金残高を 20 兆円台に持っていくこと。前回も申し上げたが、17、18 兆円というのはあくまでも短期的な目標であり、取り敢えず技術的に可能かどうかというような意味で 17、18 兆円ということにあれした訳である。しかし、今の当預需要の調査をみると、20 兆円に持っていくことにヘジテイトすることは却ってマーケットの混乱を招くのではないかと思う。第二に、オペの回数を増やし資金供給の機会自体を増やしていくこと。第三に手形オペ期間を延ばす措置を講じたことから、長期のオペを打つなど期間を弾力的に動かしつつ市場の様々な流動性ニーズを満たすこと。第四に、銀行株が一段と下がり、市場の当預需要が高まるような局面では、躊躇することなく、なお書きを適応し、資金供給を弾力的に行なうこと。以上の四つが必要ではないかと思っている。前回の決定会合で申し上げた点でもあるが、当預

需要が極めて旺盛かつ予測し難い段階に入りつつあり、さらに株価が非常に不安定な状況に加えて、年末が徐々に接近する中で年末需要の高まりをも勘案すれば、金融調節方針としてはむしろ 20 兆円の上限を取り「15 兆円以上」に切り替え、市場を注視していきたいと思う。今回はもう少し状況をみたいと思うが、ポイントは当預の需要をよく読むということである。余りにも今、不安要因が多すぎるため、市場に聞きながら調節方針を決めざるを得ないと、ということである。今後、金融再生プログラム工程表の内容が明らかになり、その実施状況如何では市場に一段の動揺が拡がる可能性も危惧される。その場合には、短期金融市場が混乱を起こすこともあり得るので、本行としてはなお書きを使ってパニックに陥ることなく、冷静かつ大胆に対応せざるを得ないと思う。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いする。

中原委員

金融政策については、結論として 15～20 兆円を目標とするディレクティブの表現の限りにおいては現状政策維持で宜しいと思う。マーケットは基本的に不安定であるが、政府の不良債権処理加速策あるいは補正予算の具体化、こういう話が出てきたこともあり、不安心理がマーケットに横溢する中で、一方では材料の消化不足という感じが強い訳である。そういう中で敢えて目標数字そのものを上方に上げるというような必要はないかと思っている。企業金融の円滑化については、前回会合で日銀としての姿勢を示したために市場で非常に関心が高くなっている。日銀がどういう政策を打ってくれるのか関心が高まっている。早急に案を固めて年末にかけての市場安定化対策の一つとすべきだと思う。当座預金の目標については、前回議決した時に 15～20 兆円の真ん中位を狙う、これは口頭合意だと思うが、これは執行部への授権ではないと思う。口頭合意されたと思うが、この趣旨が二つあって、委員の方によって一気に 20 兆円に持ってい

くのが難しいから取り敢えず間を狙うのだという技術論の考え方と、やや明確ではないが取り敢えずその辺りで様子を見て、景気状況や市場の状況を見てから必要なら上げるという考え方と、二つの考え方があったように記憶している。私としては、これまでの目標設定の整合性等からみて、また市場にとっての分かり易さからみても、今までどおりできるだけ高いレベルの水準、これはオペレーション上の制約を認めつつも、その辺の裁量は事務当局に委任して、最終 20 兆円にもっていくという市場操作を行なうべきだと思っている。現在の状況は、17、18 兆円を安定的に達成してきていて、かつ市場の流動性需要がともすれば高まりがちな現状、改めて 20 兆円に目標を定めるよう提案したいと思う。ただし、今後安定的に 20 兆円を達成することが必ずしも十分に自信が持てない、この辺は市場局の意見も伺いたいのだが、ということであれば表現としては従来どおりできるだけ高いところを目標としつつ 20 兆円を目指してオペレーションを行なうということ为宜しいのではないかと思う。短期金利の上昇圧力、これは明らかに不良債権処理加速ということ、これに対して中身が分かっていないという心理的な不安、全般的な信用不安の高まりからきているもので、マーケットの状況は、福間委員も言われたとおり、いずれにせよ日銀が真ん中に座って流動性を配って歩いているという構図は変わらない。これも量的緩和の副作用ということで考えられる訳だが、この構図はやむを得ないのではないかと思う。さらに流動性需要が高まるのであれば、20 兆円を目標にオペレーションを行なっており、その上を狙う、その上の供給を必要とする場合には、当然ながらなお書きの運用が行なわれる訳だと思う。私の方からは以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

金融調節について、15～20 兆円というレンジは維持するということで

良いと思うが、その中でどういう運用をするかというのは、ちょっと悩ましい状況になっていると思う。今、福間委員、中原委員が言われたように、マネーマーケットの中で日銀がある種ブローカー的な機能を果たしていると思うし、その状況というのは大分前から生じている訳だが、それに加えて私は、先程植田委員が提示された理解とほとんど同じなのだが、ターム物について日銀がほとんど唯一、信用リスクをとりながら、資金を供給する主体になりつつあるという状況ではないかと思う。これは言うまでもなく、マネーマーケットの内部取引においてオーバーナイトという最短期の取引を別にすると、ターム物について信用リスクをとりながら資金を供給していくという状況では、もはやなくなっているということだと思う。それが主として、どこに出てくるかと言うと、日銀がオペをやる都度、それも比較的長めのオペを打つ都度、その金利がラチェットの的にジリジリと上がっていく、それが市場取引——ターム物の取引は非常に少ない訳だが——、それを律するような金利になりがちであるという非常に難しい状況になってきていると思う。そういうふうに仮に理解することが許されれば、先程植田委員が言われたように、現在の資金供給というのが金融市場全体に対する、通常の意味での金融調節のための資金供給というのではなくて、半分プルーデンシャルな貸出の性格を帯びはじめているということだと思う。現に比較的長いオペに対して大量の札を入れてくる先というのは、極く少数の大手銀行に限られてきている訳で、本来そういうところが自行の株価の下落ということに端を発して、将来に向けての流動性不安を感じはじめているのだとすれば、それは別途の資金調達が場合によっては必要な状況かもしれないとさえ思う。こういう状況だと思うので、私は気持ちとしては当面 17~18 兆円位の資金供給を続けながら様子を見て、マネーマーケットの中で金利がジリジリと上昇を続けるようであれば、20 兆円というゾーンの中でさらに資金供給を増やしていくというような選択が良いのではないかと思うが、さらにこの先のことを考えると大手銀行の株価がなかなか戻らない場合、どういうことが起きるのだろうかという問題があるように思う。そのずっと先には須田委員が指摘されたよ

うに、落ち着いた場合にはどうするかということはあるのかもしれないが、その前に、もうちょっとやはり需要が増えていく、それも極めて個別性の強い流動性需要が増えていくようなことが仮に続いた場合に、我々は市場全体に対する流動性の供給増加という形でそれに対応するのが良いのか、それともそれはやはり、個別性の強い資金需要なので個別的に対応すべきなのかという問題である。結局のところLLRというのを個別行に向けて発動するのか、市場全体に対して発動するのか、そういう問題にどうも入りつつあるのではないかという気がする。そういう意味では今後さらに銀行株価が下落しないことを願うばかりだが、さらにこういう状況が悪化していった場合に、やはりプルーデンス政策としてなるべく早く必要な手を打っていくということが一番大事なことだと思う。色々な事情でそれがなかなか動かない場合に、流動性需要はひょっとしたら今よりも大分増えていくかもしれず、そのことを多少先の問題ではあるが頭に置いておく必要があるかなというふうに思う。それが私の現時点での問題意識だが、それを踏まえて結論を出すとすれば、先程申し上げたように17~18兆円で様子をみながら、状況がさらにここまでの延長線上で動くのであれば、20兆円目掛けて資金供給を増やしていくということが考えられると思う。以上である。

速水議長

先程、中原委員は20兆円1本で良いと、上限だけを決めれば良いと…。

中原委員

いや、前回から申し上げているとおり、できるだけ高い水準というのは、ある種のベスト・エフォートあるいは善管注意義務的なものを市場調節当局に与えず、目標額としては抽象的ではあるが一点を狙う、できるだけ高いというやや論理の世界、言葉の世界だが、そういう意味で20兆円に近い水準にできるだけ近づける。ただ、今回は前回合意で17~18兆円の間、数字で言えば17兆5千億円になるかもしれないが、狙うということで、

ある種のピンポイントをやったことになってしまっている訳だが、敢えてそこにこだわることなく、できるだけ高い水準で17.5兆円位の水準をさらに20兆円に近づけるという合意ができれば宜しいのではないか。

速水議長

その時に15~16兆円、あるいは17兆円と下げていくことができる。

中原委員

それは例えば札割れが続出する、あるいは勿論、そういう状況になると、できないなら長期国債の買い切りをどんどんやれというような色々な意味でのプレッシャーが高まるという、そういうものは考えられるが、当然ながら、技術的に不可能なものをやれと言われても困る訳であるから、それは15~20兆円の範囲でベスト・エフォートでやるのだということで、説明上はつくのではないかと思うが、現実の世界としては今までの経験をみても、結局達成してきているのである。これは大変な努力と工夫が市場調節当局でやってもらった結果ではあるが、少なくとも量的緩和というレジームを今までほぼ完全に、色々な制約条件にもかかわらず、やってきている訳であるから、当然ながらその限界がきた時は新しい政策レジームに変更する必要はあるかもしれないが、今のところ、その限界は少なくともみえている状況ではないと思う。

植田委員

先程から出ているように微妙な段階に入りつつあると思う。小さい方では、この10~15兆円とか15~20兆円というレンジの意味とか、なお書きとの関係とか、この前も議論になって完全な整理はできていないと思うが、これは今日でなくても、どこかでもう少しすっきりさせられたらと思う。それ以上に先程来、複数の方々からあるように、これまでも資金供給の額が必ずしも緩和圧力に対応していないということを我々は意識してきた訳であり、マーケット全体の資金需要の強さ次第との相対であるというこ

とだったと思うが、これに加えて資金供給の性格、資金供給の全部ではなくて一部だと思うが、これに山口副総裁からも話があったように、ある種最後の貸し手的、あるいはプルーデンス政策的な面が出てきているという中で、量的緩和というのは、あるいは全体の量というのはどういう意味を持つのかというのはさらに微妙な話になってきていると思う。これも今日、きちんと分析してどうだという結論を出すのは難しいと思うが、近い将来へ向けての検討課題ということかと思う。

須田委員

今の山口副総裁、それから植田委員の言われたLLRが結構出てきているのではないかということだとすると、もし不良債権問題について銀行がもう大丈夫だということになったら、この数字はすっと減ってしまう訳である、LLR的には。

植田委員

これは、でも山口副総裁が言われたように大分先なのではないか。

須田委員

そうだろうか。いや、もし公的資金をポーンと入れるとなると、そうしたら早い。

中原委員

国有化すれば。

植田委員

それはそうである。

須田委員

それがあから、その時にはスポンと減ってしまうということはあるの

で、そこはより一層分らない。

山口副総裁

それはそうである。

春委員

今の話はLLRであれば、なお書きでやっておけばレンジは動かさないで済む、レンジを動かしてしまうとLLRの役割がなくなった時に今度はレンジを下げなくてはいけない、というふうに考えても良いのか。

植田委員

それが一つの整理であり、ただ、いつ無くなるか分からないので、なお書きがもの凄く長期化してしまう。

福間委員

であるから前回、私は迷いつつも皆さんの前で申し上げたのである。15兆円プラスということ。上限を設けない方が良いのではないかと。私は多少こういう予感がしていたのである。今回は先程も言ったように20兆円の上を外せとは言わないが、やはりここ1か月間の動向によっては、よくその辺を判断しなくてはいけない局面もあり得るということであろう。今、特殊な銀行だと言われるが、それがシステム全体であるから同じような行動に他が出てくる可能性もある訳である。その辺が怖い訳である。であるから、やはり余り予断を持つのは危ないと思う。と言って何でもやれというのではない。けれども15兆円以上に歯止めをかけることによって却って自分達を制約しているのではないか。例えば、プロパーメジャーによって不良債権処理がぐっと進むということなら、すっと自動的に落ちるようにしておけばよい訳である。逆に上限を設けずにプラス α でもって、「それ以上」という方が良い。

植田委員

去年の9月から12月の間、6兆円以上であった。

福間委員

あの時はどうして、何か不安定な要因があったのか。

植田委員

9月11日以降のテロが。

中原委員

なお書きである。

福間委員

ああ、テロだったか。

植田委員

ただ、それでやったが、需要が読めないので執行部の金融調節の担当はどの辺にしたら良いのかということ非常に悩んで、難しい調節になったという面もある。

福間委員

だけど…。

速水議長

先程の質問、中原委員からも質問があったし、20兆円から下ろしてやっていけるのかどうかという、執行部で何か補足すべきことがあったら言って欲しい。

白川理事

マーケットの状況についてもう一回、先程来オペの話とオペの性格が少し変わってきているのではないかという話。昨日、山本金融市場局長からも報告があったように、もう一度今日の議論を踏まえてマーケットの技術の方の説明をしたいと思う。

山本金融市場局長

一つは先程来、出ている議論のとおりであるが、銀行株価が下落していて、主として都銀の大手行に対する懸念から、マーケットではターム物取引が著しく減少している。この結果、日本銀行がターム物の資金供給のメインの主体となる中であって、都銀の大手行などがオペに対して非常に積極的に参加してきている。従って、オペの性格としては日本銀行のオペが市場のターム物資金取引を一種代替している形になっている。現実をみると都銀および系統の四つのメインの主体だけで最近の4回程の手形オペはシェアが8~9割、場合によっては10割といったことになっている。個別の金繰りをみているという性格が非常に強まっている訳で、オペの性格も変わってきていることは事実であろう。中原委員からの質問だが、技術的に申すと、これまで17兆円台あるいは18兆円近くまで当預を出してくる過程では、売出手形、すなわち資金吸収の残高を減らすというか、これが結果的に減る形で、当預が積み上がってきた。資金吸収残高が10月30日時点で9兆円位あった訳だが、足許5兆円台になってきて、その一部が当預に積み上がってきたということである。ただ、残っている売出手形は、大体明日、11月20日から3日間程、国債発行で大幅な資金不足になっており、そこに満期をぶつけているので、一回ほとんどゼロに近くなる。数千億円まで減る。従って、今後当預が積み上げられるかどうかは専ら資金供給に対するオペのニーズがどうかということになるだろうかと思う。技術論だけ申し上げると今の資金供給のオペは、先程来出ているように、ターム物資金に対するニーズが非常に強い状態になっているので、札割れになる可能性は足許ないと思う。中原委員の先程の質問、20兆円というところ

に持っていけるかどうかということだが、技術的に申し上げるとピンポイント、資金需給自体の振れもかなり大きくなってしまっているので、ピンポイントを狙うということは大変難しいと思うが、前回 10~15 兆円程度をやっていた頃のようなブレを許してもらえるのならば、それはそれでできるだろうということである。あとは、もっと長いスパンで、20 兆近くが維持できるかどうかであるが、これはもう、銀行株次第のようなところがある。昨年の例でいくと、年が明けた 1 月から 3 月半ば位に一番札割れが大きくなって、資金供給も結局、時には 14.0 位まで下がってしまった。年度末資金の調達が一巡した頃の株価の水準や銀行を巡る環境によっては、また札割れが起こる可能性も十分にあり得ると認識している。

田谷委員

一つ質問がある。

速水議長

どうぞ。

田谷委員

ちょっと前置きがあるが、山口副総裁が言われたように L L R 機能的な資金供給を個別行向けにやるのか、マーケット向けにやるのかということだが、多分、現状では個別行向けというのは難しい状況だろうと思う。今、その株価が急落している銀行というのは数行ある訳だが、それがどの程度拡がっていくかちょっと今は見極め難いようなところがあると思う。であるから、取り敢えずは多分マーケット向けにそういった性格を持った資金供給を行なっていくということをここ暫くはやっていかざるを得ないのではないか。だとすると、先程来、須田委員が言われていたような問題もあるし、福間委員が言われたその 15 兆円以上というのも一つ魅力的なフレームワークだとは思う。さてしかし、植田委員が言われたような問題もあるので、何がどういう条件であれば、例えば 15 兆円以上というディレ

クティブが過去にあったような問題なしに使えるのか、例えばある種の金利バスケットというか幾つかの金利についてラフな、ここら程度という金利で言うのか、そうするとそもそもおかしくなってしまうけれど。であるけれども、そもそも私は、この今、我々が実施している量的緩和スキームというのは、去年の3月時点からこれは完全に量的緩和には移行していないと、ずっと言っているのです、どうしても金利の要素が入ってこざるを得ないと思う。であるから、そういう要素をやはり入れて15兆円以上というフレームでやっていけないものかどうか、そこら辺りをどういうふうに考えたら良いのか。

白川理事

私の方から答える。仮にその15兆円以上とか、あるいは20兆円以上ということで、レンジの上限を設けないというような形でマーケットの地合いをみながら現場の方で判断をしていくという場合でも、現場において何かやはり判断する基準がある訳である。その基準自体は日々、あるいは日中の中でも刻々変わっていくものであるが、しかし頭の中で考えている判断基準は何だろうかということである。今、金利ということで先に話しを申し上げると、実は金利という場合には三つの種類があるのだと思う。平和な時代であれば、オーバーナイトレートということであるし、現在の量的緩和のもとでも、先程須田委員から説明があったようにまず、マーケットの方は0.001とか、あるいは、0.002という究極のゼロ金利をまず実現して、そのうえでさらに量も、というふうにマーケットは理解しているという話があったように、一つは、リスクフリーであるオーバーナイトレートをみていると、これは一つの候補。それからもう一つはタームのレート。その場合のタームのレートも概念的にはリスクフリーのレート、例えば短期国債であるとか、そういうリスクフリーのターム物レートというのが第二番目の候補。それから三つ目はクレジットの入ったタームのレート、それが今マーケットではクレジットのタームのレートがない訳であるから、事実上オペレートになっているということだと思う。この三つが同じよう

に動けば勿論問題はない訳だが、今オーバーナイトレートは相変わらず0.001とか0.002であり、リスクフリーのターム物レートというのは、マーケットに一応レートはあるが、しかしこれは取引が薄くて、その実勢がよく分からないということで、しかし隠れたものも勿論あるのだろうというふうに思う。それからオペレートということである。オペレートは例えば今年のはじめ頃であると、勿論あの頃も金融システム不安があった訳だが、これは個別ネームでいくと今挙がっているような名前ではない、もう少し小さな先であり、今挙がっている先は大きい先が複数挙がっているということで、従って先程山本金融市場局長が説明したように、オペの相当部分を実はそういうところが占めているということであり、それだけ大きい訳だから、これはミクロというかマクロそのものかもしれないが、しかし概念的には一応、その個別だということだと思う。そういう意味で具合がどういふふうになるのかという場合に、我々自身が現場で日々刻々あるいは時々刻々判断する時に、こういうもののうち特にどれを重視するのかというある程度のガイダンスがあれば、勿論それは技術的にはできる、政策論としての判断は別の問題である。こういうふうな感じが現場としてはある。

植田委員

15兆円以上とかいうと、一度23兆円になって落ち着いたから18兆円に下げてくるといった時の方が、15~20兆円としておいて、なお書きで23兆円にして、なお書きは外して戻したという時よりも、引き締めだというふうに言われる可能性が強いように過去の経験から思うが。

田谷委員

多分、両方あると思う。今までの経験から言うと植田委員が今言われたような可能性が強いと思う。ただ、一方でそういうその間の当預の積み上がりの背景とか、色々な機会の説明をして、一部大手行が何らかの変化を起こしてそこのところの需要が急減した場合、それを説明しながらある水

準に戻すというのは、それなりに抵抗は少ないのかという側面もあると思う。

植田委員

理屈のうえでは、そちらの方がすっきりしていると思う。

須田委員

すっきりしているが、でもそれは金利である。量に何か意味があるというふうを考えて、もう少し何かという、そういうことで量的緩和にいつているのだということであるならば、ちょっと、そこは相容れないかというふうに思う。その方が、本当はすっきりしていると私も思うが。

田谷委員

今、白川理事の説明を聞いて、ではこの場でそういう指針のようなものが合意できるか、あるいは私は考えられるかということ、ちょっと難しいという気もする。

速水議長

今のこのターム物の需要というのは、最近出てきたのだと思う。一つは勿論、年越しとか年度末とかいうことだろうが、やはり萎縮というか、この不良貸出、アメリカのイラク攻撃問題、そういうのが目の前に何か変わりそうだという感じがあって、こういうものが今のそういった取引を起こしているのではないかという感じもしないでもないが。そうすると、もう少しみていても良いかと思うが。

山口副総裁

今のところ、ターム物金利、オペ金利が上がってきているとは言っても0.02%台で、そういう意味では15~20兆円というレンジを決めることによって調節が特に縛られているとか、市場の安定を実現できない状態に

なっているということでは全くないと思う。今日のところは皆さん 15～20 兆円というのを維持するという点では同じ意見だったと思うから、その中での運用の問題に議論を絞ってはどうかと思う。あと、LLRを個別的に考えるのか、市場全体で考えるのか、市場全体に対するLLRというコンセプトもこれはあり得る。日本の現在の特殊な状況を踏まえて、先行きどういうふうを考えるのかというのは、かなり大きなテーマだと思うから、直ぐ結論を出すのは難しいと思うし、それから田谷委員がもう一つ問題提起された金利というのをかなり強く意識しながら量を出していくという場合に、どういうやり方があり得るのかということも、これも直ぐ結論を出すのは難しいと思う。

山本金融市場局長

改めて議論したいと思う。

植田委員

今日、割と速やかに 20 を狙うか、少し状況をみながら上げていくかということではないか。

藤原副総裁

その場合、前回の真ん中程度を狙うということが、中原委員が言われたように口頭了解ということだったとして、口頭で総裁がアナウンスというか、マーケットや世間に伝えたということを今回に当てはめるとしよう。その場合、やはり上の方を狙うということを改めてここで口頭了解し、それをアナウンスする方法がある。記者会見まではちょっと時間はある。何を言いたいかと言うと、全体は現状維持ということであるので文字等で表す必要はなく、ここで口頭了解したことを総裁会見でアナウンスするというのではどうか。

白川理事

一つ技術的な話だが、今藤原副総裁が言われた形も勿論ある。もう一つは記者会見は二日後であるから「空白の二日間」というのはオーバーであるが、生まれるので、その間日本銀行は仮にこれ何らかの合意をした場合、その合意は意味のある合意であるときに、それが伝わらないということのリスクは考える必要があると思う。その場合には、これは詳しくは勿論総裁の会見で、ということであるが、今日例えば仮に現状維持というディレクティブで決まって、しかしそういう口頭了解がある場合には口頭了解の部分だけを広報担当審議役が「こういう口頭了解がありました」と。それ以上は勿論ここでなくて、会見で総裁から説明するというやり方もあると思う。

藤原副総裁

そうだな。

福間委員

これは後者の方がいい。

速水議長

現状のままに必要に応じて残高を上げていくということで良いのではないかと思う。

福間委員

だけど前回 17、18 兆円という額に言及した訳であろう。だから 20 兆円という数字を出さないとマーケットの不安感は消えないのではないか。私は前回の議論に戻すつもりはないが、17、18 兆円というのはテクニカルな通過点だと思うが、それでも 1 か月位もつかなと思った。しかし、このようになると、先程言われた「状況を見ながら」というのが早まったと考えられ、17、18 兆円という数字がマーケットに残っている中では、20 兆

円近傍でも良いが、とにかく 20 兆円という数字を出さないと——今日の銀行株がどうなっているか知らないが——マネーマーケットがどうなるかは分からない。あくまでもこの調節はマーケットに問いながらやるのが基本だと思う。こういう具合に決めたからこうなんだという、コンティニューティとコンシステンシーは勿論必要だと思うが、今非常に不安定な時なので、マーケットに応じながら動くことが適切であるし、そういう観点から 20 兆円という数字を出した方が良いのではないかと思う。

山口副総裁

結論としては私もそれで良いと思う。私は 17、18 兆円というのは単なる通過点というようには位置付けていないのであるが、そういう意味で先程申し上げたように、さらに金利がジリ高になるようであれば、20 兆円に目掛けて供給を増やしていくということで良いと思う。ただ福間委員が言われたように現在の状況を踏まえて少し先まで考えてみると、やはり流動性に不安を覚える銀行の取り需要が強い状態が少なくとももう少しは持続していく可能性の方が強いのかなと思うので、多少それを先取りして考えるとすれば、レンジの上の方、上限近くを選ぶということで構わないと思う。

中原委員

理屈を何度も言うようであるが、対外的な説明の時に福間委員の言われる中間経過時点というのと、山口副総裁の言われる、株は下がり市場がタイトになってきた、金利はターム物が上がってきた、ここで 20 に上げたというのは大きな違いがある訳で、どう説明される積もりか。そこは金融政策の変更とは言わないのだな。

白川理事

今日はディレクティブの変更ではないし、広報担当審議役がバックグラウンドを解説するのは不適切だと思うので、その事実だけ、仮に上限を目

指すのであれば上限を目指すと言う口頭了解の部分だけ言って、その背後への考え方については総裁の会見で、ということで。総裁の会見の成り行きについては、まさにここでの議論だということだと思う。

速水議長

私たちは毎日市場の熱さを感じておらず、一応後でみるだけだから分からないが、最近のこのような金利の動きは大きな流れであり、この傾向がずっと続いていくというふうに思うべきなのか。あるいは、もう暫くみていても良いということなのか。その辺ちょっと判断し難い。できることなら、あまり急いで次々とやらないほうが良いと思うが。

白川理事

繰り返しになるが、前回の決定会合で当座預金のターゲットを引き上げて17、18兆円という当座預金を増やしていった、その過程でマーケット、短期金融市場に関する限り一旦は、完全ではないが、かなり落ち着いた訳である。それが先週木曜日辺りから変わってきたのは、勿論、大きな山場としては不良債権処理の加速があるが、その中で銀行株が急落をしてきて、その中で、特にヒットされている金融機関を中心として資金繰りについて不安感をもってきている。こういう状況が今後続くかどうかは、今起きてきた現象、つまり不良債権処理の加速というのが今後どういうふうになっていくのか、それからその中で勿論リンクはしているが、必ずしも1対1ではないが、株価がどうなるかということ。それをどういうふうに今後我々として読むのかということだと思う。先程来の委員会での議論を前提とすると、私自身もそうであるが、今そういう流れが直ぐ良い方向に直ぐまた戻るとはちょっと思えない。リスクとしては下の方にあると思う。ただ、こういう状況がずっと何年も続くということは、それ自体、金融システムが異様に問題を抱えて経済に対して大きな影響を与える訳で、勿論その間にはっきりとした政策が、金融システム対策が打たれるということだと思う。それまでの間、今のようにぐずぐずした状態のもとであると、多

分ベースとしては需要は高まるのかなと。ただ、その中で、また高まったり下がったりと——この1年をみてもそうである——、そういう意味で多分1本調子で上がるのではなくて節目があって、しかしどうも今みたいなことが抜本から変わらないと、どうもベースが少しずつ固まっていくのかなと言う気はする。

中原委員

これだけ株が下がってターム物が上がってきているという現実、もし万が一、前回できるだけ高いところで20兆円を既に達成していたとしても、今のような状況は起きていた可能性はかなり高いと思う。その場合は当然なお書きが今、援用されている状況だと思う。そういう意味で、却って二段階制にしたことによって、問題を複雑にしてしまった感じを私は持っている。その時LLRの問題について山口副総裁が今言われていたとおり、マーケットに対するLLRという考え方は、私はあり得ると思うし、万が一でも個別に対するLLRという、制度金融に持っていくという意味であれば、これまた大変な金融不安を巻き起こす大きな原因にもなり兼ねない訳なので、この議論は余りできないのだろうと私は思う。

速水議長

前回からの変化でみたら、一番大きいのはやはり銀行株が落ちていることである。これはなかなか簡単には戻りそうにないとは言える。別のちょっとやっぱりヨーロッパ辺りがまたおかしくなって、グローバル・デフレーションというようなこともかなりはっきりと出てきているということかもしれない。この二つ位である。量を少し評価したことではないかと。そういうことを考えればここで変えることもないかなと。

植田委員

私も、結論的にはもう20近辺を狙うというふうに今日決めてしまった方がいいと思う。

ただ、前回 17、18 兆円を狙うというふうに口頭了解した時の、合意の内容は必ずしも皆一致していなかったと思うが、それはそれとして、それより今回 20 にいくとしても、明示的には金融政策の変更ではないというふうに皆さん言われているので、ここから対外説明振りの話だが、それはそれ、担保してもらおう説明振りでないといけないということだし、場合によったら 20 からまた下がることもあり得るかもしれないと、言う必要はないと思うが、排除しないようなあれも工夫してもらおうというような、ちょっと難しい作業だとは思うが。

福間委員

不安定になっているということ。

白川理事

実態的な、そういう意味では今日は口頭了解が全てと、具体的な理解については今概ね一致したものかなと思うので、中山審議役が読み上げる時の、口頭了解の言葉として今二つの考え方があるので、それを包含し得る表現としてどういうふうにするかということだが、細かい文章はまた後程だが、「レンジの上限の 20 兆円程度を目標にできるだけ高い水準を目指す」というような表現なのか、「レンジの上限の 20 兆円程度を目標に必要な応じ残高を引き上げていく」というような感じにするのか、あるいは、そんなこと言わずに「レンジの上限の 20 兆円程度を目途に運営する」というふうにやるのか。これは今直ぐ私が決める話ではなくて、意見の違いがあることを認識したうえで、どういうふうに合議体として意志を表明するかということかと思うが。

田谷委員

今お話された中では真ん中ではないか。

白川理事

今、田谷委員が言われたのは、「レンジの上限の 20 兆円程度を目標に必要に応じ残高を引き上げていく」。如何か。

須田委員

私もそれがいい。

中原委員

私はバツである。

福間委員

私は最後だな。

白川理事

「レンジの上限の 20 兆円程度を目標に運営する」。それが賛成か。

中原委員

一番と三番はそんなに変わらない。

福間委員

変わらない。変わらない。

中原委員

三番が良い。三番の方が強い。

福間委員

そうそう。

藤原副総裁

一番が一番短い。後は敷衍した説明を総裁の会見でやってもらえば良い訳なので。中山審議役がその短いことを言って、それに質問されても、「いや、これが了解ですので」と言う。

白川理事

もう一回読み上げる。一番、「レンジの上限の20兆円程度を目標にできるだけ高い水準を目指す」。

植田委員

「当面」というのを最初に入れられないのか。

白川理事

そうか。前は「当面」「中程」というのがあったので、そういう意味では、将来下がることもあり得るという立場も包含する表現としては、「当面」という言葉が入ってくる。そうすると、「当面、レンジの上限の20兆円程度を目標にできるだけ高い水準を目指す」。

速水議長

それでいこうか。それで良いか。

山口企画室審議役

すまない。今のマーケットの状況で「当面」という形で引き下げの可能性があるとこのことを言うことは、どれ位意味があるのか。

山口副総裁

言う必要はない。必要はない。

中原委員

私は当面を入れるのは反対である。

植田委員

これは入れないと下げないという意志がかなり強く出るが。

白川理事

両方の考えがあるということを考えると、勿論意見が一致していれば良いのだが、意見の違いがあるということを前提とすると「当面」というのがあると思う。ただ、そのうえでどちらが良いか、これは委員会で議論する話で、私たちが言う話ではないと思う。

山口副総裁

「当面」といつも入れているのではなかったか。

速水議長

金融調節に当たってはこれまでの当座預金残高水準を…。

山本金融市場局長

もともとのものに入っている。

山口副総裁

もともとのものに「当面」と入っているな。

速水議長

上限程度を目標に、レンジの上限をできる限り維持するように、という表現で良いのか。レンジの上限をできる限り維持するよう運営していくことが適当と思う…。これまでの、実際の金融調節に当たっては、15兆円ないし20兆円程度というレンジの上限をできる限り維持するよう運営し

ていくことが適当と思われる。

植田委員

ただ、調節方針もこれも、基本的には次回決定会合までということだし、そもそも当面なのである。

白川理事

前回記者会見、ここでの議論を踏まえて、その口頭了解を総裁が言われたのだけれども、当面の目標として…。

福間委員

見出しに入っている。

植田委員

じゃあ、入れなくても良いかもしれない。

須田委員

入れなくて良いのか。

藤原副総裁

見出しに「当面の金融政策運営について」と書いてあるので、既に「当面」が入っているので、本文の方に入れなくて良いだろう。

速水議長

それは発本文だな。

藤原副総裁

然り。これは前回。

山口副総裁

そうすると、ちょっともう一度読んでみて欲しい。

白川理事

もう一回読み上げるが、「当面」問題についてはそういう意味では、これはなしということだな。

須田委員

タイトルにあるから。

白川理事

タイトルにあるから。もう一回読み上げる。「レンジの上限の 20 兆円程度を目標にできるだけ高い水準を目指す」。

福間委員

それが一である。

白川理事

一である。皆さんそれが宜しいのか。

山口副総裁

私はそれで結構である。

白川理事

後から書いてまた示す。

福間委員

三は何か。二番、三番もちゃんと言って欲しい。

白川理事

もう一度繰り返す。申し訳ない。

福間委員

あなたは、一番ばかり読んでいる。

白川理事

先程二番、三番も読み上げたが、二番目は「レンジの上限の 20 兆円程度を目標に必要な応じ残高を引き上げていく」。これは先程二回申し上げたものである。それから最後の案が「レンジの上限の 20 兆円程度を目標に運営する」という、これも先程申し上げたものだが…。

福間委員

私は三番。

中原委員

三番が合意が得られるのなら私も本当はピンポイントに。ただこれは、そもそもディレクティブを変更することになるので、15～20 兆円、20 兆円ということになるのか、これは。そうはいかないのか。15～20 兆円だけでも、そういう表示の中で 20 兆円を目指す。

山本金融市場局長

ニュアンスはそうすると微妙になるかもしれない。

中原委員

そうすると、ディレクティブの変更ではないのかという議論は出ると思う。20 兆円ピンポイントでやろうという提案を、もしここで議論するのだったらまた別の話だが。

春委員

「前回はタイトルに「当面」と入っていて、文章の方にも「当面」と入っているのか。」

山本金融市場局長

「今申し上げているのは口頭了解の話なので、文章は議事要旨にしか出てこない訳だが、もともと毎回決める金融調節運営方針の考え方は、あくまでも次回決定会合までということで、そのタイトル自体が「当面」という形になっているので、もともと縛っているものは「当面」と。当面である。」

春委員

「中程まで」というところには「当面」という言葉は使っていなかったのか。」

白川理事

「これはもともと口頭了解なので、総裁が政策委員会議長として記者会見に最初にこう言った訳である。その時の表現は、「今後、どういう情勢の変化が起こるか、また何が起こるか分からないが、当面の目標として中間の水準を目途にして、金融市場局で調整していくことになるだろう」という表現。」

春委員

「当面」の中のさらに「当面」という感じがあったのだな。」

白川理事

「先程山本金融市場局長が話したが、基本的には当面は次回決定会合までである。」

速水議長

ではこれで、「当面」はつけないでこのままで良いか。それをどうするかということについては…。

植田委員

今があるので、三番はやはり避けざるを得ないのではないか。

中原委員

私は気持ちは三番だが、山本金融市場局長の苦しそうな顔を見てみると、一番でできるだけ頑張っただけの事ではないかなと思って、一番。

山口副総裁

もう既に18までできている訳だし。

植田委員

ただ記者会見では悩ましい質問が出る。

速水議長

それは…。

山口副総裁

できるだけ20兆円に近い、高い方でしたっけ。

白川理事

ちょっと、何回も読んで恐縮だがもう一回…。

山口副総裁

一回だけ。

白川理事

もう一度読みたいと思う。「レンジの上限の 20 兆円程度を目標に、できるだけ高い水準を目指す」。

速水議長

それは執行部で言って欲しい。今日終わったところで。

白川理事

先程の理解はそういうことだと思う。

速水議長

変えたものはこのままでいい。

白川理事

然り。

田谷委員

皆さんがそれで良いというのならそれで結構である。

速水議長

それではそういうことで、ここでちょっと私の見解を申し述べる。経済情勢をみると、これまでは輸出・生産の増加が景気回復に向けた動きを牽引してきた訳だが、国内民間最終需要に依然として回復の動きがみられない中で、輸出の増加に息切れ感が出てきている。設備投資を含めて、景気は全体としては下げ止まってはいるが、今後の回復への展望がなかなか描けない状況にあると思う。そのため、景気の総括判断については、回復に向けての不透明感が強まっていることを指摘し、前月の判断を幾分下方修正することが適当と思う。先行きのリスク要因については、前回展望レポートの中で整理したが、当面特に次の二点に注目していく必要がある。

第一に、米国経済を巡る情勢である。米国景気は引き続き緩やかな回復基調にあるとみて良いと思うが、雇用や家計支出関連で弱めの指標が増えてきている。加えて、わが国経済の回復が輸出に依存せざるを得ない状況にあるだけに、米国経済の動向はその欧州、アジア地域への影響も含めて注意が怠れないと思う。第二に、不良債権処理加速策の影響をどう考えるかである。展望レポートでも指摘したとおり、マクロ経済への影響にはプラスとマイナスの両面があるが、当面短期的なデフレ・インパクトがどの程度のものとなるのかといった点に留意が必要である。勿論そうしたインパクトの度合いは、不良債権処理が今後どのように進められるか、セーフティ・ネットや企業再生の枠組みがどのように機能するかといったことなど、様々な要因に依存すると思うが、敢えて言えば、銀行の資産圧縮姿勢が強まり、マクロ的な信用収縮が生じるかどうか最大のポイントになると考えている。現在、政府内部では金融再生プログラム、改革加速のための総合対応策、これらの具体化に向けた作業が行なわれているが、今後それらが具体的にどのような内容になるのか、銀行や借り手企業の行動にどういう変化が生じるのか、注意深くモニターしていく必要があると思う。この間、金融市場をみると、短期市場では前回の決定を受けて当座預金残高が 18 兆円程度に引き上げられたことから、一旦市場は落ち着きを取り戻したが、先週末からターム物取引が一段と細くなるなど再び不安定な動きがみられはじめている。株価はこのところバブル崩壊後の最安値水準での動きとなっており、景気の先行きに対する市場参加者の警戒感の強まりが窺われる。特に、足許銀行株の下落が目立っており、これが短期市場における不安定な動きに繋がっているように思われる。以上のような金融市場の状況を踏まえ、当面の金融政策運営については、前回変更した調節方針の大枠を維持する中で、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すことが重要と考える。実際の金融調節に当たっては、これまでの当座預金残高水準を引き上げ、15 ないし 20 兆円程度というレンジの上限をできる限り維持するよう運営していくことが適当と思う。なお、前回会合時に対外表明した企業の金融の円滑確保に関

する検討についてだが、執行部においては今後明らかにされる金融再生プログラムの具体化の中身や、それらの企業金融面への影響を注視しつつ引き続き検討を進めてもらいたいと思っている。私の意見は以上だが、今程申し上げた実際の金融調節の運営も含めて、もし異議があれば伺いたいと思う。

今私は、「これまでの当預残高水準を引き上げ、15ないし20兆円程度というレンジの上限をできる限り維持するよう運営していくことが適当と思う」と言ったが、「上限の20兆円程度を目標にできるだけ高い水準を目指すことが適当と思う」というふうに言い換える。

それで何か意見があればどうぞ。

田谷委員

今回はディレクティブを変更しないということなので、私は何か提案するとかということはないが、20兆円を目指すということであれば、長期国債も2千億円追加的に買い増しをした方が私は良いと思う。これは提案ではない。

植田委員

ただ必要はないのではないのか、今のところ。

田谷委員

だから、理由というのが二つあって、この間言った理由からということであらう。だからそちらの方が望ましいであろうと私は思う。

植田委員

理由はなんであったか。すまない。

田谷委員

一つは、目標の実現を容易にするということ。もう一つは、なるべく非

代替的な資産を買うことによってその効果を目指すということである。

植田委員

これは微妙だと思うが、前回は結果論としてだが、1.4にしなくて良かったと思う。つまり、市場がディスアポイントして逆方向に反応してしまうということもなかったし、それから色々なマーケットの関係者のコメント等をみていると、銀行券残高という、我々が設定した制約だが、それに近付いてくるにつれて、それが強く意識され、そこをどう扱うのかというのがかなり大きな 이슈 になりつつあると思う。そこについて我々がどういうふうに対応するかという案がない中で、むやみに近付いてしまうというのはやや危険かなと思った訳である。それは勿論、早期に考えなくてはならないことがくるのだと思うが。それから二番目の非代替的なものを買っていけばいいというのは分かるのだが、量的緩和の思想には反する面があると思う。非代替的なものを買わなければいけないというのは、代替性が高いものは駄目だということである。量的緩和というのは、量が増えれば良い訳で、それは何を相手方として買っても量が増えるということに意味があるのだと思う。非代替的なものを買いつつ量を増やしていくというオペレーションは、代替的なものを買って量を増やすというオペレーション、プラス、代替的なものと非代替的なものというツイストオペに分解できる。結局後者が重要だということを言われているのだと思う。それは量的緩和ではなくて、まあ、必ずしも矛盾しないが、妙なもの、非代替的なものを買うことによって、あるいはツイストオペによって、その資産価格に働き掛けていくという色彩を強めると思う。そこに効果があるというのは私も賛成だが、そこに踏み込んでいくというのは量的緩和の性格が変わってくるのだと思うが。

田谷委員

結局、段々長期国債の買い切りが増えてきて、幾らレートに対するニュートラルリティということと言っても段々影響は出てきていると思う。

だから、そのマーケット状況を非常に丹念にみていかないと、むやみやたら機械的に増やすのは危険である。まさにそのとおりだと思う。さはさりながら、この量的緩和の将来像というか、これからどっちの方向に向かっていくのだろうということになってくると、私は随分前から意識的にそういうことを暗黙に言ってきた訳だが、そのそういう何らか、私が言っているような方向に行かざるを得ないのではないかと。ただ単に量をどんどんどんどん増やしていくことが将来の我々の金融政策のレジームとして持っていくべき方向なのか、そうでないのかと。私は多分そうでないだろうと思う。それが…。

植田委員

私は意見としてはかなり近く、個人的な意見としては、そもそも最初からそういうことを申し上げていたと思うが、ここの公式見解としてはそうではなく、国債買いオペは非代替的だからやるのではなくて、量を達成するためにということだな。違う方へ踏み込むのは、やはり大きなジャンプだと思う。それはそれであり得る方向だと思うが、皆さん議論して…。

田谷委員

私の場合は、若干そういうところに踏み込みはじめてきているのではないかなという認識…。

植田委員

実質面がそうかどうかというのは一つ大きな問題としてあると思う。

田谷委員

かなりこれは、その多分、次回かその後、相当議論していかなければいけない問題だと思う。ただ、量的緩和と言っても、量そのものが、例えば直接的には銀行のバランスシートの中のアセットに金利ゼロの資産が乗っかることによって起こってくるであろう何らかのリスクテイク行動

を期待している訳である。その場合、確かに植田委員が言われるように、長期国債の買い切りというのは、二つに分解できるということだろうと思うが、何らかそこに効果を見出していくという方向しか今考えにくいということで私は言っている訳である。

速水議長

この間 15 兆円から 20 兆円ということで、1 兆 2 千億円に増えた訳だが、私はこれ、国債ではなく手形を買ってもいい訳だから。今ここで慌ててやることはないと思う。

田谷委員

だからディレクティブを変更することではない訳だし、正式に提案することでもないが、こちらの方は私は望ましいということをお願いしている。

中原委員

前回私も田谷委員の言われたことに賛成しておった訳だが、私は単純に 20 兆円のできるだけ高いところという、実質的に 20 兆円を狙うのであればオペの手段としても拡げておく必要があるだろうという趣旨で、数字的な論理性は何も説明できないが、上限の問題を引き起こさない程度の現在の最大限だと、銀行券が 8% 程度の伸びでいけば、上限に 4 千億円でも触れないという色々な試算もあったようなので 4 千億円ということをお願いしたのだが、それからその非代替性の問題は、植田委員が今言われたことは学問的にもよく理解するだけの能力はないが、ただ量的緩和の、その量を達成するためにより容易な方法として代替性の高いものを買うというのは矛盾しないだろうと思う。その外債を買うということも流動性供給という意味から今まで提案もあったし、また最近議論される委員もおられる訳だが、そういう意味でその資産性、資産価格に影響を与えるということまで踏み込んだ議論をしなければ、この議論ができないのかどうかと

いうのは私はよく分からないが、いずれにしても今4千億円にする必要は勿論なかったと思うし、結果として2千億円で巧く収まったという感じはしている。前にも申し上げたとおり、多少の長期金利の変動は、私はむしろある意味ではマーケットにある種のリスク感覚を植え付ける意味でも、あるいはバブルをむしろ抑える意味でも適当だろうと思う。勿論キャピタル・フライトが起きるような形で円安と高金利というようなことになってくるのは問題だとは思いますが。引き続き私は、田谷委員の考えに基本的には賛成している。

須田委員

私は田谷委員と中原委員が同じだとは思わないが、やはり田谷委員の考えは私は量的な緩和政策ではないと思う。価格に影響を与えようとなった時に、それは量の問題は結果であると思うので、やはり量的緩和というのは、流動性を出しているということに何らかの意味があるということを考えながら、ここに至っている。その効果があるかどうかについては、私は「はてな」というふうに思って、「ほとんどないのではないか」という部分もあるが、ただそれは断定はできないから、それを今結果が出てくるのを待っているのだとしながら、段々量的な緩和をやっているというふうに私は理解している。

植田委員

だから二つ考え方があってと思うが、両者違うと思うし、ただもう一方でプレゼンテーションとして、どういうのがスムーズかという問題も別にあるとも思うが。いずれにせよ、今以降の話ではないか。

田谷委員

一つだけ申し上げると、量的緩和というレジームを我々は採っている訳だが、それでは金利を忘れたかということと忘れていないというのが一つ。もう一つは、そういう量的緩和というレジームを使いながら長期国債をこれ

だけどんどん増やしてきたという、その効果というのは無視し得なくなってきたのではないかなというのが私の意見で、だから全体としてピュアな量的緩和を、私はやっているというふうには思っていない。ただ、そのうえで申し上げるのだが、量的緩和についてだが、二つ实体经济への効果という点ではチャンネルがあると思う。一つは何らかの金利低下効果を経由したもの。もう一つはいわゆるポートフォリオ・リバランスと言われるものだが、私はひょっとしてクレジット・リスクに対して働き掛けている可能性はあるのではないかという見方をしている。それは証明もできないし、説得しろと言われても、またなかなか自信もないが、これまでの第1四半期、第2四半期、第3四半期の比較的高い格付け企業の社債のイールド、あるいは対国債イールド・スプレッドなどをみても、何らかそこに効果を見出せるのではないかという印象を持っている訳である。これは証明もできない。だから、非常に複雑なのだが、全体として量的緩和レジーム、金利をどう考えるか、あるいは長国の買い増しというのをどう考えるか、ということ全体として私はそんなことでみている。

山口副総裁

田谷委員が現在の緩和のフレームワークについて感じておられる、予てから言っておられる問題提起は、それは私もかなりの程度共有している積もりなので、私は割合分かる積もりでいる。ただ、JGBを中心にして非代替的資産の購入という観点を強く出していく場合には、幾つかの問題があるなと私は思う。一つは、非代替的資産の範囲というのをどこまで考えるのか。JGBに限って言えば、もし言われるような効果を重視されるのであれば、これは小宮先生などが言っていたのだが、政府の国債管理政策の中でできることの大きさというのは、やはり日銀のオペでできることの大きさをかなり上回るはずだと思うので、政府に対してそういうことを働き掛けるということを考えて良いのではないかなと思う。色々ある議論はまた別の機会にしたいと思うが、もう一つだけ、先程田谷委員と中原委員も言われたと思うが、市場全体に対する一種のLLRとして流動性の供給

を考えていくという観点、これはそういう観点もあり得ると思うが、現状においては多少こういう要素が混じってきて、今日決めたように当預残高のレベルを引き上げていくということだと思っているが、私はどこまでこういうことをやるべきか、やるのが適当かといえ、やはりそれは状況次第だと思っている。例えば、大手銀行の、まあこういうことは起きないことを願う訳だが、大手銀行の預貸尻が大きく変わりはじめたならば、どういう対応を我々はすべきか。かなり悩ましい話だと思う。ここ数年間のオペレーションの経験の中でそういう局面もないではなかった訳だが。まあ、今度はかなり大きな銀行が問題になっている。難しい状況も、全くないとは言い切れない。やはり私自身はこの問題は少し基本から考えるに値する問題ではないかなと思う。それだけ今日は申し上げておく。

福間委員

私が前回ここで申し上げたかったことは、市場のオーバーシュートが恐いということである。それともう一つは日銀の国債の買切増額に出尽くし感が出て、今度はボラティリティが高まるということ。勿論、ある程度のボラティリティがあった方がいいというのは中原委員が言っているとおりだが、不必要に相場を変動させるよりは、マーケットで織り込んでいる程度にチューンアップするのが適当と思う。私は量的緩和をいつまで続けるかという点については、景気が良くなるまでやれば良い訳で、その意味では今後も国債の買い切りをもう少し増やすということ、恐らく将来一回、議論することもあると思う。量的緩和がどういう影響をもたらすのかということは、私もはっきり言って学問的にはよく分からないが、サイコロジーに影響している、相場観に、市場に影響していることは確かな訳である。だからこそ大切にチューンアップをやっていかないと非常に恐い。わっと出てしまうと、私達の意図と反対のことが出てくる。私が前回、2千億円の増額といったのは、その程度で——5千億円とか4千億円という考え方もあったのだろうが——マーケットに対して日銀が所要の増額をやるのだという満足度をもたらしておけば、相場は持つのではないかなと

いうことで2千億円を言った訳である。いずれにしても、今後はもう出ないということではないことだけ申し上げて今日は終わる。余り下げたしまうと銀行さんのALMリスクも相当出てくると思う。ALMのオペレーション上、収益の中心がトレジャリーオペレーションになっているので、余り過度に依存させてもいけないが、ノーオルタナティブだからそれを追求してもらわないといけない。あるいはバランスシートの中に潜在しているALMリスクを考えてやらなくてはならない。そういうことで余りばつとやるよりは適切にチューンアップしていく方がいいと考えている。前回そんな感じがしたので2千億円と申し上げた。今後についてはまた色々な議論があるのだろうと思う。

速水議長

ここで一つだけちょっと余談になるかもしれないが、つい先日言われたのだが、「日本銀行はこれまで、国債をこんなに買ったら、逆に金利が上がってしまって、銀行が大損して大変なことになるということ言ってきた。だけど何も起こっていないじゃないか」と、こう言われる。「あなた方、私に嘘をついてきたのか」と、こう言う。それはやはり、銀行はどんどん預金は増えているが、貸出は減っているので、こういう部分は国債が一番安全だということで、国債を買うし、個人も投資信託は心配だと、国債の方が良いと思って買うのが多いし、そういうことが起こってきて、それとこれまで何とかそういう調節を巧くやってきたからで、これまで大丈夫だったから、もっと国債を日銀が買っていても大丈夫だ、ということは私は言えないが…、ということを行ったのだが。こういうふうにならぬところは思ったより確かに金利が上がらないで済んでいる。だけど、やはり日銀が買わなければほかにあと買うところがないのだろうと、内外が思い出したら必ず上がる、これは。ここは十分注意してもらわないとな。中央銀行の責任だと思う。

それでは、ここで政府から出席の方に意見を伺いたいと思う。谷口財務副大臣お願いします。

谷口財務副大臣

では申し上げる。デフレ克服は、政府・日銀一体となって強力かつ総合的に取り組むべき経済運営における最重要課題であると考えている。こうした観点から政府は、先般10月30日、「改革加速のための総合対応策」を取り纏めたところであり、日銀は、前回金融政策決定会合において、金融緩和措置を決定された。

しかしながら依然として、デフレ心理の反転がみられない中であって、今後不良債権処理の加速に伴う一層のデフレ心理深刻化も予想される。

こうした中で、市場関係者の間では、従来の考え方や枠組みに沿った金融緩和措置の追加では、デフレ心理を覆すような強い政策態度を市場に浸透させることは困難であるとの声も聞かれている。日銀におかれては、流動性供給の質量両面においてさらなる工夫を講じるなど、実効性のある金融緩和措置を是非検討・実施して頂きたいと考えている。

なお、最近の円高は景気にマイナスとなり、さらにデフレを悪化させる恐れがある。為替相場の安定をより確実なものにするため、政府が円売りの為替介入を行なった場合、日銀は不胎化を行なわないことを検討して頂きたいと考えている。

年末に向けて、企業金融を取り巻く環境は厳しくなると予想されている中、こうした資金需要の高まりにも対応できるよう、一層潤沢な資金供給をお願いする。

また、前回の金融緩和措置に当たり、企業金融の円滑確保に資する措置を検討する旨述べられているが、こうした観点から、日銀として、企業金融の円滑確保に向けた取組みの一日も早い実施をお願いする。

それで、この非不胎化の関係で申し上げたい訳だが、現在、日銀は為替介入後、介入に伴って市場に放出された円資金を市場から吸収されている訳である。これには、一つは円ドルのマネー量の相対比率が結局変化しない。また二つ目は市場に不胎化されるので、介入効果は持続されないだろう、またあるいは日銀は円安を望んでいないのではないかといった誤った期待を形成させ、介入の市場へのシグナル効果も弱まるといったような問題があり、為替介入の持続的効果を減殺するといったようなことに繋がるというこ

となので、政府としては、この非不胎化ということで是非検討をお願い申し上げたいと考えている。また最後のところで言及をして頂いた中小企業の関係だが、この次回の決定会合が16、17日ということで、私から個人的に考えると若干遅い。この段階でこの年末に向けての資金需要が非常に高まる時に、この企業金融を取り巻く環境は非常に厳しくなることが予想される訳で、政策当局としても12月に入ってからではなく、なるべく早い段階から万全の備えを計画、実施していく必要があると考えている訳である。政府においては、一つは例年金融庁から金融機関に向けて年末の企業の資金繰りに特段の配慮をするように指導を行なっている。また、二点目としては、政府系金融機関を活用することにより中小企業への資金供給を円滑化し、中小企業のセーフティネットに万全を期すといった措置を実施しようといっている。これは10月30日にこの発表をさせて頂いた「改革加速のための総合対応策」にある訳である。また日銀におかれては、先程申し上げた企業金融の円滑確保策の早急な実施をお願い申し上げたい訳である。また二つ目は年末に向けた一層潤沢な資金供給といったこともお願い申し上げたいと考えている。また、ほかにも、例えば中小企業向け融資に積極的な金融機関に対して特別に適格担保基準の緩和を行なうとか、年末にかけて特別なオペを行ない、優先的に資金供給を行なうといったようなことも検討して頂ければどうかというように今考えているところである。以上である。

速水議長

ありがとうございました。小林内閣府審議官お願いします。

小林内閣府審議官

景気の基調判断については、12日の月例経済報告等関係閣僚会議において、景気は引き続き持ち直しに向けた動きがみられるものの、そのテンポはさらに緩やかになっていると、先月から若干下方修正して報告した。先行きについても、アメリカ経済等の先行き懸念やわが国の株価の低迷などから、わが国最終需要が下押しされる懸念が強まっており、今後の金融経済情勢についてはより一層注視する必要があると考えている。

政府は、「基本方針 2002」を早期に具体化する中で、10月30日に「改革加速のための総合対応策」を取り纏めたところである。さらに、政府内においては、税収動向を踏まえながら、平成14年度補正予算について、セーフティネットの拡充などその対象規模について検討をはじめたところである。

政府は、デフレ克服に向けて、日本銀行と一体となって強力かつ総合的な取り組みを行なって参りたいと考えている。日本銀行におかれても、幅広い政策の選択肢の中から、引き続き、デフレ克服に向けて金融政策の一段の工夫を検討、実施して頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。何か意見があればどうぞ。

須田委員

介入政策についてちょっと意見を言わせて欲しい。私は国際金融の教科書を書いたりしているが、その時には介入の効果について、不胎化介入よりも非不胎化介入の方が効果があると書いていた。しかし、ゼロ金利でベースマネーと短期国債がほぼ完全代替財となった状況では、不胎化とか非不胎化は意味ある区別だとは思っていない。ただどこでこの論争に入ってもしょうがないので、以下、そもそも論について私の意見を述べる。我々が今現在、当座預金目標を操作目標として、物価の安定を目標に金融政策をやっているが、もし言われていることが介入の為替レートへの効果を高めるために、当座預金目標を介入に見合う額だけ変化させて欲しいということだとすると、その答えはできないと言うしかない。これは、金融政策を為替レートに割り当てることを意味することになるからである。例えば、日本売りでかなりの大幅な円安が生じた時、これは必ずしもあり得ないシナリオではないと思っているが、それを止めるために財務省が大量の円買い介入をしたとする。その時、仮令デフレのもとにあっても、我々が望ましいと思っている当座預金残高目標から介入額分を減らして欲しいというようなことを求めるということになるのか。新日銀法では、この様

な時に引き締めをしないように、つまり物価安定のために金融政策を割り当てるように、金融政策の目標は通貨の安定ではなく、物価の安定となったと承知している。従って我々が物価目標を達成するために定めた目標を為替レートのために動かす訳にはいかない。他方、言われていることが量的緩和のもとで流動性供給のルートとして介入資金も利用して欲しいということだったらもう既に行なっている。ベースマネーは、介入も含めて様々な財政等の要因で変化するので、そのトータルの動きを勘案して我々は望ましいと考えている当座預金残高目標を達成すべく金融調節をやっている。介入は、金融調節をスムーズにしてくれるという可能性はある。また、もし望ましいと考える当座預金残高目標を達成するための手段が不足している場合の手助けをしたいということと言われたいのだとすると、それは日銀が目的とする流動性供給のためには、金融調節手段として外債購入を我々が考えれば良いということではないかと思っている。なお、そのベースマネーの動きと為替レートの関係に注目している人は多々いる。今回の白書もそうだった。しかし、最近の動きをみるとベースマネーよりも内外の景況感格差の方が円ドルレートの動きとはフィットが良いと思う。以上、意見を述べた。

中原委員

申し上げたいのだが、非不胎化の議論を、もしする場がここだと言うのなら、色々な意見が出るはずなので、議事要旨等の制作においても、前回のインフレターゲットもそうだったが、議事要旨は意見として出たものがあたかも全体の議論でそれが行なわれたかのような表現になるので、そこはきちんと議事要旨に書き分けて欲しいと、私は思う。

速水議長

谷口財務副大臣の議案の提出ではなくて、意見を聞かせて頂いたということ。

谷口財務副大臣

ええ、そういうことで。

速水議長

ほかに何か言われたいことはあるか。私もこの議論は、これまでも何回か議論してきたことだが…。金融市場というのは、銀行券の受け払いとか色々な財政資金の動きを反映して、日々膨大な金が動いている。これはロンドンやニューヨークでもそうだが、こういう中で介入した資金をそのまま、非不胎化するということは、余り意味があることだとは思わない。円売りの為替介入が行なわれた場合の資金の動きと言っても、市場全体で資金の流れの極く一部に過ぎない訳だし、為替介入資金の部分だけを取り出して不胎化とか非不胎化というようなことを議論しても意味がないと思う。いずれにしても、日本銀行としては、為替介入の有無にかかわらず、これまでも思い切った金融緩和策を採ってきている訳で、今後とも介入資金を利用して潤沢な資金供給を行なっていく積もりでいるので、そのところはこれを余り表面に出して色々言われていかない方が良いのではないかなと私は思う。小さい国ではこういうことができるのだろうけれども。

谷口財務副大臣

財務省の持っている為替介入権の効果を如何に発現するかといった観点がある訳で、そこはその従来から申し上げている政府・日銀が一体となって、例えば急激な円高が生じたといった場合のどのように為替介入の効果を発現させていくかといったような観点で是非お願い申し上げたい。これは財務大臣もそう言われているし、政府においてもそういう意見が強いと、是非またこうしたことも検討して頂きたいということを申し上げたいと思う。

田谷委員

あともう一つ、個人的意見であるが、経済金融情勢を反映して円が安く

なっていくのであれば、私はそれはそれとして受け入れていくのが望ましいと思っていますので、何かこう、これは個人的にだが、円高が望ましいとかそういう情報発信というのは、私はやったことはないし、今の局面では特にそうだと思う。であるから、その点だけちょっと申し上げたいと思う。

谷口財務副大臣

であるから、我々としてもファンダメンタルズを無視したような急激な為替の変動があったといった場合に、為替介入といったことになる訳で、そのような場合に、その効果を減殺させるみたいなことをなるべくやっつけていかないよということであり、日常、この為替介入をやっている訳では、当然ながら、ない。例えばこういう急激なスペキュレーション的な動きがあった場合に、政府としてそのようなことを、当然、この断固たる措置を講じなければいけない時もある訳なので、こういう観点で是非理解を願いたい。

速水議長

この間のテロの時のような非常事態だったらそうだが、今、海外経済市場が一つになってグローバルイズされている。その中で、ドルが基軸通貨で大きな流れとして動いて、相関連している訳である。その中で円だけを強くしてドルだけを弱くしようとしても、できることでもないし、効果も余りない。今の段階では。

谷口財務副大臣

宜しいか。10月21日にピークで約1月で6円ほど円高になった訳だが、そういう状況の中でそれが果たしてこの経済情勢からして妥当な円なのかどうかという観点でいった時に、わが国経済の安定的な成長に資するための為替介入を行なった場合の効果といった観点で我々は申し上げている、是非また。

植田委員

やはり、為替が急に妙に円高になって、財務省はそれに直接関心を持たれるのだと思うが、我々はそれが景気物価、あるいは金融情勢にどういう影響があるかということは、やはり常にウォッチしているので、無関心であるということはないし、ほかの変数の動きと合わせて、必要とあれば——現状であれば当預のターゲットであるが——これを変えていくということは将来十分にあり得ることだと思っている。

速水議長

それでは、ここで議案の取り纏めに入りたいと思う。先程の委員による検討を踏まえて当面の金融市場調節方針について現状維持という意見が大勢を占めていたように思う。ここで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式な議案を提出されたいという方がおられるか。それでは、どなたからも正式な議案の提出はないようであれば、事務局は私の議案を確認のためもう一度読み上げて欲しい。私の議案には多数の委員の考えを集約してあるので、何か質問、追加的な討議があればどうぞ。

[事務局より議案配付]

榎田企画室企画第1課長

それでは議長案を読み上げる。「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。日本銀行当座預金残高が15～20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添である。「平成14年11月19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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛

成多数)。日本銀行当座預金残高が15～20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」である。

速水議長

それでは、意見はあるか。宜しければ採決に移りたいと思う。

[政府からの出席者退室]

[全委員が賛意を表明]

異議がないようであるから、採決をする。それでは、金融市場調節方針に関する議案を採決するので、事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得た後、結果を報告願う。

[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：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

それでは、採決が終わったので政府からの出席の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として現状維持が全員一致で決定された。白川理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示するのでお願いする。なお、決定事項の公表は会合終了後、速やかに行なうこととする。あと先程議論があった実際の金融調節の運営、15ないし20兆円程度というレンジの上限の20兆円程度を目標にできるだけ高い水準を目指すということについては、本日執行部の方から適宜の方法で対外説明してもらいたいと思う。以上である。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次の事項に移る。金融経済月報の検討に入りたいと思う。金融経済月報のうちの最初の4ページが本委員会の正式な決定ということになるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討願う。まず、調査統計局門間企画役と企画室櫛田企画第一課長からポイントを説明してもらおう。

門間調査統計局企画役

それではまず、実体経済面の方から申し上げたいと思う。今配っているのは金融の方だと思うので、まず実体経済の方から申し上げる。

冒頭表現であるが、「わが国の経済情勢をみると、全体として下げ止まっているが、回復へ向けての不透明感が強まっている。」というふうにしている。「全体として下げ止まり」という基本的な判断は変えていないが、先行きの不透明感というところを少し強めているということである。従って、全体として判断としては下方修正ということになる。下方修正は2001年の12月以来、11か月振りである。この修正の理由であるが、一つは米国経済をはじめとする海外経済の不透明感の強まり、二つ目は、そうしたことを反映して輸出・生産について10～12月だけではなく、年明け当面の間は横這い圏内が続くという状況が強まってきているということである。各論だが、設備投資、ここは表現を若干変更している。「下げ止まりつつある」としていたのを、今月は「ほぼ下げ止まっている」というふうにしているが、ここは判断の変更というよりは、「つつある」という表現を続けるというのを嫌って表現を変えているということであり、表現の変更というふうに理解頂きたいと思う。判断を変更したのは、下の方の輸出とそれから生産であり、輸出については前月の「増加」を今月は「輸出の増勢も一服」ということで、ここはかなりはっきりと判断を変えている。それからその下の生産だが、前月もテンポが幾分緩やかになりつつあるということは言っていた訳だが、今月は「増加テンポが緩やかになってきている」ということで、そこを文末に持ってきて、テンポの緩やかさを強調するというふうに判断を修正している。ここも、であるから判断を若干下方修正である。次の雇用・所得環境については、若干インディケーターの出方によって変えているところはあるが、基本的な判断は変えておらず、そのパラグラフの結論部分は「家計の雇用・所得環境は、全体として引き続き厳しい状況にある」ということで判断は変えていない。次に先行きである。先行きの第1パラグラフだが、ここがある意味では今回一番変わったところである。すなわち、前月は、先行き輸出・生産について増加

基調が続く中で当面は増勢鈍化と言っていたが、今月は当面は横這いということ、その近未来に関する判断を下に振っているということである。このパラグラフは一番変わっているので読み上げると、「まず海外経済については、来年までを展望すれば緩やかな回復を辿るとの見方が一般的である。しかし、このところ」、この文章が完全な挿入になっており、「しかし、このところ米国をはじめ、やや弱めの経済指標が増えていることを踏まえると、少なくとも当面、海外経済の回復力はかなり弱いものとなる可能性が高い。」、ここが一文、完全に挿入である。「そのもとで、当面、輸出は横這い圏内の動きにとどまり、鉱工業生産も、横這い圏内で推移するものと考えられる」というふうになっている。次の国内需要のパラグラフは基本的に変更はない。ただ、第1のパラグラフの変更を踏まえて、下の「以上を総合すると、」というところ、全般に少しずつ判断を下方に振っている。まず、来年の海外経済だが、「緩やかな回復を前提とすれば、」ということで前提という言葉を入れており、ここに若干自信のなさが含まれているということである。それからそこから2行下がって「輸出や生産が横這い圏内」、ここは前月は「増勢が当面は鈍化傾向」とあったから、ここは「横這い圏内」というふうに変えている。「で推移するとみられることなどを念頭に置くと、当面は、景気回復への動きがはっきりとしない状態が続く可能性が高い。」というのが今回の判断である。その後、「また、」以下に2文あって、そこにリスク・ファクターが入っている訳だが、基本的には本日議論があったような「米国をはじめとする海外経済」と、それから「国内面」では不良債権処理というふうになっている。海外の方は、前月は、米国の株価とか、原油価格等が入っていたが、今月はむしろ実体経済面の弱さの方が注目点であるのでストレートにそこはそういうふう書いてあり、「米国をはじめとする海外経済の先行きについては、国際政治情勢やその影響を含めて、不透明感が一段と強まっている」というふうにしてある。国内面の方は、前月は「株価がかなりの下落となっているだけに」という株価への言及があったのだが、実はこの文章を書いたのは先週の水曜日であり、その後の株価の動向について本日、結構議論があったので、場

合によっては、ここの部分は復活させても良いかなと思っているが、そこは後程意見があればということにしたいと思う。それから、その文章の直ぐ下だが、その文の次の行であるが、「企業金融面」という言葉を今月は補っている。

最後に物価のブロックだが、ここは変更点は二点であり、一つは輸入物価、これは前月は「下げ止まりつつある」から今月は「上昇に転じている」というふうに変えてある。それから、国内卸売物価、それとも関連して前月は「弱含みの動きとなっている」というのを今月は「横這い圏内」というふうにしている。物価の先行きについても、現状の判断を踏まえて先行きは大体现状の状況を維持するということなので、それに合わせて変更をしているということである。实体经济の方は以上である。

櫛田企画室企画第1課長

続いて金融部分であるが、金融部分については資料提出後の動きも踏まえて、今、訂正部分を含めて配ったその紙に基づいて説明したいと思う。まず、前月からの主な変更点は大きくは二点である。一つは金融為替市場のその後の動向について記述したという点が一点。もう一つは政府の改革促進のための総合対応策が公表されたので、それを踏まえた記述を最後のパラグラフのところに入れたというこの大きくは二点である。

最初にまず、金融為替市場の動向の部分についてだが、アンダーライン部分の変更点ではあるが、主として資料提出後の市場動向を踏まえて一部手書きで修正したいと思っている部分を中心に説明すると、まず、短期国債金利について元の案では、この二つ目のパラグラフ、オーバーナイトは引き続きゼロ近傍、その後「また、10月中旬以降一時強含んだ短期国債金利も、再び低下している。」とこういうふうな記述で資料は提出しているが、その後の動向を踏まえると、ここの手書きに書いてあるように修正したいということである。読み上げると、「一方、短期国債金利は、10月30日の金融政策決定会合後に一旦低下したあと、11月半ば以降は、銀行株価の下落をきっかけとする銀行の運用姿勢慎重化から、再び幾分強含んで

いる。」ということで、最近の動きをフォローする格好でここは修正させて頂きたいという点である。続いて、その後の動きに変化がみられる長期国債流通利回りである。この長期国債流通利回りについては、当初の案では「一段と低下し、最近では、98年11月以来の1%割れとなっている。」と割れたところまでを踏まえた格好での記述であったが、その後若干1%を上回る動きのところまで戻ってきているので、その点を踏まえた表現にしたいということで、ここも読み上げると「長期国債流通利回りは、銀行や機関投資家の積極的な債券投資姿勢を背景に、一時98年11月以来の1.0%割れまで低下したあと、最近では1.0%前後の動きとなっている。」とこういう表現に変えたいということである。三つ目だが、円/ドル相場のところである。「119~120円台」と、こういうレンジの記述であったが、最近では121円挟みの動きもあるので、ここでは「119~121円台」とこのように、この場で修正できればということである。あと、資金仲介活動の部分は若干その表現が前後したり、事実関係を補っている部分があるが、ここについては変更点は基本的にはない。最後のパラグラフ、「以上を踏まえて」というところが、これが総論部分であるが、今申し上げた金融為替市場の動向の修正部分も含めて、この部分も訂正できればということで手書きで書いている。ここをちょっと訂正部分を読み上げると「以上を踏まえて、金融面の動きを総合的に判断すると、金融市場では、日本銀行による追加緩和措置もあって、全体としてみればきわめて緩和的な状況が維持されている。長期金利は低水準で推移しているほか」という格好で「マネーサプライやマネタリーベースは」という格好に繋げたいということである。趣旨を簡単に説明すると、まず、その「本行による」というのは、この文章の中で「日本銀行」という言葉を使っているので、「日本銀行」という格好にしたい。そして「全体としてみれば」というのは、これは上段のところで割りと詳述しているが、ターム物金利の動きがあるので、ここでは全体としては緩和的な状況が維持されてはいる訳だが、当初の文案であると、むしろ短期国債金利について言及した後、極めて緩和的な状況、こういう文案であったが、全体としてみれば緩和的な状況ということで、

ここを多少ターム物レートの動きを含んだ格好で表現している。もう一点、最初に申し上げた政府の総合対応策の公表を受けた記述の部分が最後のパラグラフの後半部分である。アンダーラインを付してある「こうした中で」ということである。これは、先般10月30日に政府が金融再生プログラムとそれを含む改革加速のための総合対応策、これが発表され、前回の決定会合すなわち10月30日の決定会合における金融緩和の中で公表文では「日本銀行は、政府による不良債権処理の加速策が企業金融に及ぼす影響について注視する」とこのように公表文に記述しているが、その部分を踏まえて事実関係として「こうした中で今般政府は不良債権処理の加速策を含む「改革加速のための総合対応策」を公表した。こうした対策の影響も含め」ということで「注意してみていく必要がある」項目を一点増やしたということである。それと、「これまで以上に」という点は先月にはこうした項目はなかった訳だが、10月30日の公表文で日本銀行としてもこの点については注視していくと、このように公表しているので、今月は「これまで以上に」という文言を挿入した。以上である。

速水議長

意見があれば、どうぞ。

田谷委員

細かい点だが、先程門間企画役が「株価について復活したら」と言われたが、復活した方が私は良いと思う。落としたのがなぜかと言われるから。

門間調査統計局企画役

そうであるな、木曜日以降相当変わったので。

田谷委員

これが第一点。第二には、「先行き」の一番下のパラグラフのところで「輸出や生産が横這い圏内で推移するとみられることなどを念頭に置く

と、当面は」という文章があるが、ここに「輸出や生産が当面横這い圏内で推移すると見られることなどを念頭に置くと、景気回復への動きがはっきりしない状態がしばらく続く可能性が高い」とした方が正確かな、と思う。あと、第三点はもっと小さいポイントだが、好みの問題だが、この文章の一番下に、「株価や企業金融面、ひいては実体経済」となっているが、この「面」というのはいらぬのではないかと。細かい点で恐縮だが。

門間調査統計局企画役

一点目の株価の記述を入れるかどうかについては、特に皆さんの異論がなければ入れる。ただ、入れる場合の記述だが、金融面の記述に合わせて、「軟調」という言葉を使いたいと思っている。従って、文案は「国内面でも」の後だが、「株価の軟調な動きが続いているだけに、」ということで宜しいか。それから二点目の田谷委員が言われた「当面」と「しばらく」の言葉の使い分けであるが、言われるとおりに、そこは私も一理あるかな、と思うが、委員の方々がどちらが宜しいか。追加的な意見があれば。

中原委員

田谷委員の言われるとおりで良いと思うが。

門間調査統計局企画役

田谷委員が言われたのは「以上を総合すると」というパラグラフの三行目辺りからだが、「輸出や生産が横這い圏内で推移するとみられる」と書いてある。そこに、「輸出や生産が当面横這い圏内で推移するとみられることなどを念頭に置くと」で、次の「当面」を取り、「景気回復への動きがはっきりとしない状態がしばらく続く可能性が高い」。つまり、輸出、生産のところは当面の話であり、景気全体についてはその前に過剰雇用とか過剰債務とか、ということも入っているということだと思うのだが、もう少し長いタームでの話ではないかという趣旨ではないかと思ったのだが、そういうことで宜しいか。

中原委員

金融の方は8千円台というのは、変えるのか。ここの「8千円台半ば」というのは。

櫛田企画室企画第1課長

それは、これが終わった後に。

中原委員

だから、その「軟調」というのを金融の方に合わせると言ったが、実感を持って今軟調などという状況ではない。もうこれは異常な水準に下がっている訳だから。確かに8,500円からみれば8,250円というのは軟調かも知れないが、ま、いいのだが。意識としては、私はこれは大変な水準に近づいてきていると思っている。

門間調査統計局企画役

「低迷」とか、そういう表現だろうか。

福間委員

だけど、また、今日、新安値になるな。

中原委員

新安値を更新している状況である、ということだな。

門間調査統計局企画役

株価は後回しにして、先程の輸出、生産のところの「当面」と「しばらく」のところは宜しいか。

藤原副総裁

結構である。

門間調査統計局企画役

それから、「企業金融面」の「面」を取るということについては、特に私は異論はないが、これは語感の問題なので他の方々の実感に合えばということだが、「株価や企業金融、ひいては実体経済」で宜しいか。では全て田谷委員の意見を三つ共入れ、修正する。それから株価は…。

櫛田企画室企画第1課長

株価だが、意見としてはどのような。

中原委員

それは8千円台半ばという水準はもう割り込んでいる。少なくとも今日は。

櫛田企画室企画第1課長

然り。8千円台前半まで低下している、下落している、あるいは…。

速水議長

8千円台で良いのではないか。

櫛田企画室企画第1課長

「背景に、8千円台前半」

田谷委員

因みに10月29日は8,708円だったから…。

門間調査統計局企画役

それでは、「8千円台前半まで下落している」というふうに。

櫛田企画室企画第1課長

下落していると単に事実関係だけに。

福間委員

それで良いのではないか。

門間調査統計局企画役

事実関係だけということにして、そこで下落という言葉を使えるのであるならば、実体経済の先程のところも前月と全く同じ表現にするという手もある。「株価がかなりの下落となっているだけに、」と、全く前月と同じ表現を入れておくと、こういうことで宜しいか。

福間委員

あまり相場感は入れない方がいい。

櫛田企画室企画第1課長

ではちょっと読み上げる。株価の方は「不透明感の強まりを背景に、」、ここまでは同じだが、「8千円台前半まで下落している。」という事実だけを記述するということが宜しいか。

門間調査統計局企画役

ほかにはあるか。もしなければ修正したところを読み上げるが宜しいか。まず、実体経済の方は三点あって、まず一点目は「以上を総合すると、」皆全てこのパラグラフだが、「以上を総合すると、」の3行目からだが「輸出や生産が当面」を入れて「当面横這い圏内で推移するとみられることなどを念頭に置くと、」その後の「当面は、」を取って「景気回復への動きははっきりとしない状態がしばらく続く可能性が高い」というふうになる。それから、その1行下、「国内面でも、」というところだが、「国内面でも、株価がかなりの下落となっているだけに、」というのが入ってその後へ続いて

いく。「それが株価や企業金融、ひいては実体経済に」というふうが続いていく。実体経済の変更点は以上である。

櫛田企画室企画第1課長

金融面の変更は、本日訂正したものに加え、株価のところであるが「8千円台前半まで下落している」とその部分である。

速水議長

それではほかに意見がなければ採決をする。

[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：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で採決頂いた。

速水議長

それでは、ただ今決裁した基本的見解に沿って後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文したいと思う。本件の対外公表については、明日20日水曜日の午後2時に行う。

V. 議事要旨（10/10～11日開催分）の承認

速水議長

最後に前々回会合の議事要旨の承認をお願いしたい。前々回10月10日、11日の会合の議事要旨を承認願う。手許の議事要旨に異議はあるか。

[全員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は11月22日の午後2時に公表する。

[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：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で決裁頂いた。

VI. 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12月16日月曜日、17日火曜日に予定している。なお、如才なきことながら、決定会合の議論の内容は自身の発言も含め、厳に出席者限りとし議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取り扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点から、政府からの出席の方々も含め、この場に出席されておられる皆さんにおかれては、最も厳正な機密管理に努めて頂く必要があることを再度お願いする、本日はどうもありがとうございました。

(午後12時54分閉会)

以上