

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年12月16日

12月17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 (16日 14:00～15:32)
	谷口隆義	財務副大臣 (17日 9:01～13:14)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (16日 14:00～15:32、17日 9:01～10:57)
	竹中平蔵	経済財政政策担当大臣 (17日 10:58～12:42)

(執行部からの報告者)

理事	永田俊一
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
企画室企画第2課長	吉岡伸泰 (17日 9:01～9:31)
金融市場局金融市場課長	大澤 眞 (17日 9:01～9:31)
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

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疑応答のセッションとする。明日は 9 時から会議を再開して、まず、企業金融の円滑化策について執行部から説明を受けたうえ、討議・決定を行ないたいと思う。その後は通常どおり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決と進める。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、次に前回および前々回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。最後に、先行き半年間の金融政策決定会合の日程について承認してもらう。政府からの出席は本日は、財務省から藤井総括審議官、内閣府から小林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副大臣、内閣府からは本日に引き続き小林審議官に出席頂いた後、途中からは竹中大臣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

速水議長

それでは、金融経済情勢等に関する執行部報告に入る。まず、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お願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山本金融市場局長

追加資料 1、2 に沿って報告する。図表 1—1 は金融調節の実績である。左端の当座預金残高の実績値を見て欲しい。前回決定会合の了解に従って、目標レンジの上限を目標に、高い水準を目指すという金融調節運営を実施してきた。すなわち前回決定会合時、当預は約 18 兆円の水準であった。その後、徐々に残高を引き上げ、11 月末以降はほぼコンスタントに上限である 20 兆円程度を維持している。この表の右から二列目に無担コールのオーバーナイトレート加重平均値がある。当預 20 兆円程度の運営のもとで、足許の資金の余剰感は極めて強いものとなっている。ターム物の金利はこの間大きく振れた訳だが、オーバーナイトを中心とする極く短期の資金取引は、大幅な出し残り状態となっている。無担コール・オーバーナイトレートも、最低水準である 0.001%ないし 0.002%というところで張り付いた状態である。次に図表 1—2 である。下段に業態別の日銀当座預金残高の保有状況を掲載している。10 月末の追加緩和以前、つまり 9 月の積み期と、昨週で終わった 11 月の積み期を比較してみると分かると思うが、一つの特徴は、短資が、9 月の積み期には 2,800 億円だったのが 11 月の積み期は 5,082 億円ということで、短資のところに当預が集まり気味になっていることである。短資の場合には、市場参加者との長期の取引関係から、逆鞘であってもある程度は資金を引き取っている。このため、短資のところに出し残り状態が典型的に反映されることになる。一方、金額的にみると、やはり当預を最も積み増したのは都長銀である。9 月の積み期の 5 兆 5 千億円から 11 月の積み期の 7 兆 5,600 億円へと大幅に増加した。これは主として都銀である。都銀で当預の残高を 2 兆円以上増加させている。特に、株価が低迷した一部の都銀が、手許の当座預金を積み上げて、流動性需要を賄っている。また、外国銀行が、9 月の積み期の 4 兆 3 千億円から 11 月の積み期の 5 兆 6 千億円へと当預を積み上げている。このところ、年末越えの円転コストのマイナス幅が比較的大きめになっている。色々理由が言われているが、一つの理由は、恐らく、都銀が年末越え

の外貨を円投で急いで調達した結果、外銀にとっての円転コストのマイナス幅が拡大したということが挙げられると思う。その結果、外銀は、日銀当預を積み上げているのだと思う。要約すると、銀行株価の下落に伴って、都銀による円貨、外貨の流動性需要が発生して、それを資金供給の拡大で賄い、なお足許については少し余っているという状態が現在の状況であろうかと思う。図表 1-3 は最近のオペ結果の推移である。まず、手形売出をみて欲しい。手形売出は 1 週間ないしは 2 週間程度の期間で実施している。こちらの方は、極く短期の足許の資金の余剰感の強さを反映して、0.001% という最低水準で張り付いた状態である。一方、資金供給オペの方は、長めの期間で実施しており、一時期大きく振れた訳である。手形買入（本店）をみると、11 月 21 日に 5 か月物を 5 千億円でオファーした時には、落札決定レートは 0.061% と大きく跳ね上がった。これより前の手形オペ（全店）、11 月 19 日の落札決定レートは 0.018 であったので、一挙に 4bp 上昇した。このオペ金利の跳ね上がりは、市場に疑心暗鬼を生んだ形になり、それ以降、長めの金利は、一時高止まった。ただ、先週辺りからオペの金利も急速に低下している。例えば、CP 買現先であるが、こちらの方は昨週 12 月 12 日、12 月 13 日と連日して CP オペを打ったが、12 日は少し上振れたものの、13 日は札割れとなって 0.001% である。また、国債買現先の方も、先週 12 月 12 日の落札決定レートは 0.007% ということで、1bp を下回ってきている。さらに短期国債の買入も、昨週 12 月 12 日は 0.003% まで低下した。マーケットの方では、FB3 か月が 0.001 と最低水準まで既に低下した。このように、マーケットでは、漸くここへきて、長いものについても安心感が広がってきた。以上が金融調節についての報告である。次に、図表 2-1 以降で、金融市場の動向を確認したい。まず、最近の特徴であり、前回の会合でも議論になったが、マーケットの信用リスクに対する警戒感の高まりから、長めの資金取引の出合いがなかなかつきにくくなっている。あるいは、逆の言い方をすると、オペへの依存が高まっている。このため、オペへの落札レートがマーケットの金利のベンチマークになるという局面もみられる。図表 2-1 の上段のグラフは、

最近1年半程度のコール市場の残高の推移を示している。折れ線グラフがターム物取引の全体の残高に占める比率である。昨年の7月頃には35%弱であったが、足許は25%まで下がってきている。このターム物取引のうち、下にあるように期間1か月以上の取引の縮小が全体として非常に大きなウェイトを占めている。このデータからもやはり長めの取引が全体として縮小傾向にある感じが窺われる。図表2-2は短期金利の変化幅の推移である。以上の情勢の下で、9月以降銀行株価の下落ということがあって、ターム物金利は比較的大きな振幅を示した。10月中は短期金利が上がって、10月末に追加緩和を実施した。その後、前回追加緩和後(1)は、15~20兆円程度という目標レンジの引き上げに伴って、11月の半ばまで一挙に短期金利が低下した。しかし、11月の半ばに都銀の、いわゆる銀行株価が50円額面換算で100円を割ってくる局面になった。この時期が、(2)の銀行株価下落局面である。都銀が、レポや短期国債の購入を手控える動きをみせ、短期金利は再びいずれの取引についても全体的に上昇した。こういう状況を受けて、前回の決定会合以降、当預を20兆円程度とするように目指すという了解に基づいて調節を開始した。この結果、金利の方はやや下げかけた。しかし、(4)で示したとおり、オペの金利が11月21日に急上昇した。この時点では、足許短いところは全く上がらなかった訳であるが、より長い取引、あるいは、流動性が低いとみられている交付税特会であるとか、預保の借り入れ証書の入札金利が全体として大きく上がる局面を迎えた。ただ、12月の極く足許までのところをみると、先程申したように先週来、再びレート低下の傾向が顕著になってきて落ち着いてきている。交付税特会や預保はその後まだ入札はないが、全体としては明瞭な低下傾向が出てきたということである。足許の低下傾向については、一つの背景は、都銀自体が短期の調達に代えて、短期国債や長期国債を売却し、より安全を見込んだ資金繰りに切り替えてきていることを指摘できる。その結果、オペに対して、やや無理なレートで調達することを避けるようになってきている。これが影響を及ぼしてきているかと思う。もう一つは、足許における極めて強い余剰感の下で、地銀や投信などの資金が

徐々にやや長めのものに復帰してきているということが影響しているのではないかと思う。現状、銀行株価自体は依然低迷を続けているが、今申したように、都銀がかなり慎重な資金繰り運営に徹してきており、年末越えについては、ほぼ目途がついたと聞いている。年末の短期金融市場はこのまま波乱なく通過するのではないかというのがマーケット全体の見方となっている。以上が短期金融市場である。次に、図表 2-3 は資本市場・為替市場の動向である。上から債券市場、株式市場、為替市場の動きが書いてある。債券市場については、10 年債で 1.0% 前後、株価は 8,000 円台前半、為替市場は 120 円台前半というところで推移している。相場用語的に言えば、「行って来い」の展開になっている。一つの背景は、アメリカの経済指標が、一頃、消費関連で良いものが出て、米国の株価やドルが強含んだが、その後は米国の雇用統計などが悪くなって、株価やドルが反落したことである。また、国内では、金融再生プログラムの工程表が公表されて、一時期のような過度の警戒感は薄れてきたが、まだマーケット全体としては信用リスクに対する警戒感が非常に強いということである。こうした材料が相俟って、一進一退の動きとなっている。図表 2-4 は株式相場の推移である。株価は 11 月の半ばに 8,300 円をつけた後、12 月の初頭、12 月 2 日に 9,200 円台まで戻したが、再び 8,500 円ということである。日米株価の動きをみると、アメリカの株価が頭を打ったのと共に日本の方も反落してきている。図表 2-5 は業種別の株価動向である。これをみると、マーケットでは、依然として、信用リスクに対する警戒感が非常に強いことがよくわかる。一番左の端に、10 月末の日本銀行の追加緩和策および政府の総合対策以降、この 1 か月半の業種別の騰落率を示しているが、一番下がっているのは引き続き銀行である。それから、不動産、建設、あるいは小売といったところが大幅な下落になっている。いわゆる不良債権処理に関連するとみられている業種が低迷を続けている。下段に 9 月末以降の銀行株価の推移が書いてあるが、薄いシャドーである都銀が、依然、大幅な低迷を続けている。全体の株価が反発する局面でもほとんど反発せずに、これまで低迷を続けている。図表 2-7 は長期金利の推移等である。

10年債については1.0%、5年債については0.3%と、この1.0、0.3を挟んでほぼ一進一退の動きである。先程申したように一部の都銀は、国債を売却して資金繰りを安全なものにするという動きをみせているようだが、地銀、あるいは都銀の一部も相変わらず資金運用難の観点から根強い購入意欲をみせている。このため、金利水準はこの辺りで膠着してきているという感じである。図表2-8は社債スプレッド等の動向である。社債の流通利回りのスプレッドそのものは、然程大きな動きがみられていない。一番上段に社債流通利回りの対国債スプレッドがあるが、達観してみるとほぼ全て横這いという動きを続けている印象である。一方、銀行セクター債の方は、全体として銘柄間の格差が目立つ。特に銀行株価のばらつきに応じて銀行セクター債はスプレッドがばらついてきている。同じく一番下にクレジット・デフォルト・スワップ・レートがあるが、これはかなり株価に引きずられている感がある。銀行株価の個別銘柄毎の株価の動きに応じて、ばらつきがみられる状態で、やはり銀行関係のところは特に信用リスクに対する警戒感の強さが窺われる展開である。最後に、図表2-9は主要為替相場の推移である。為替相場については一時125円まで円安になった後、再び昨週末、海外で120円台まで戻ってきている。一番上の段を達観してみると、9月以降、120円~125円の間を二度往来した。円安が125円まで進む過程では、アメリカの景気指標の改善、あるいはわが国の財務大臣の発言といったものが材料視された訳だが、その後、円が反発する過程では、アメリカの雇用統計の悪化、あるいはオニール財務長官の辞任を巡る思惑といったことが材料視されている。ただ、足許については、特に昨週末の海外においては、いわゆる地政学的リスク、中東情勢、あるいは北朝鮮の問題といったものが新たなドル売り材料という形で材料視されている。相対的にユーロが買われる中で、ユーロは2年振りのユーロ高ドル安水準となっている。やや注意をしてみてもいく必要があると思っている。私からの報告は以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

福間委員

コール市場は、やはり今も朝一番ポコッとできたら、その後は余りできないということか。

山本金融市場局長

然り。これは量的緩和以前からの傾向であるが、大体、朝9時ないし9時半位に一日の取引はほとんど終わっているという状態である。

福間委員

そうすると、今、流動性預金がこれだけ増えていると、例えば当日不足する場合、どこへ走り込めば良いのか。コールは朝必要な調達額が分かれば一番良いのだが、日中の場合は…。

山本金融市場局長

勿論、マーケットは薄くなっているがゼロではないので、仮に3時位でもレートさえ出せば、必ず出てくる先はあると考えて良いと思う。特に今の状況からいうと、当座預金が全ての業態に大量に持たれているので、マーケットが薄くてもレートさえ上げれば、必ずどこかに出し手は見付かる。勿論ラインがあればの話だが。そういうことであろうかと思う。

春委員

株数とか取引金額が段々減ってきていて心配だという声が多かったが、13日の金曜日だけ突然倍位になっている。何か特別な理由があるのか。

山本金融市場局長

四半期に1回、SQ、スペシャル・クォーターションと呼ばれる先物の

決済日がある。毎回そこで先物を決済する。決済レートを一時点で最終決定する訳である。このため、そこに向けて大量の最終調整の取引が行なわれる。たまたま13日はその日に当たっていた。

春委員

その日だけか。

山本金融市場局長

然り。

須田委員

先程の話だと外貨を調達するのにそれ程焦っている訳ではないようだが、ジャパン・プレミアムがちょっと高止まっているように見える。これは年度末の外貨調達によるものか。

山本金融市場局長

年末である。

須田委員

年末か。3か月物であるとする年度末ではないのか。

山本金融市場局長

3か月物はそれ程上がっていない。今であると、1か月物が多い。ジャパン・プレミアムをみるのになかなか適当な指標がないが、我々がいつもここで議論している円転コストのマイナス幅がやや実感に近いという感じを持っている。外銀の場合は、12月末が決算であるが、一回そこでバランス・シートを縮小させる傾向があり、どうしても年末の方が振れ易い。そうした季節的な要因もあって、今ちょうど足許でいくと1か月物が特に開いているのではないかという感じである。

中原委員

12月に外銀が当座預金を相当絞ったというような記憶がちょっとあるが、その理由はそういうことであったか。もうあと1週間だが余り減らしていないようである。

山本金融市場局長

今年の3月末に一度ほとんどゼロになったということがあったが、それはむしろ国内の金融機関による預金の動きに振られたのだらうと思っている。

中原委員

確か決算期の時に落とさなかったか。

山本金融市場局長

後でまた報告する。

速水議長

他になれば次に移りたいと思う。次は、国際局から海外金融経済の動向について説明をしてもらおう。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

追加資料3で説明する。アメリカ経済についてだが、図表1の米国の主要経済指標を見て欲しい。7～9月期のGDPは当初年率3.1%と発表されたが、その後、在庫投資および政府支出の上振れから、4.0%と一段と高い成長になった。ただし、10～12月期については1%台の低い成長が予想されている。これについては後で申し上げたいと思う。その下に並ぶ数字のうち、シャドーが掛かっているのが新たに判明した計数である。ここ数か月の間、個人消費、設備投資といった最終需要の先行きに不安を感じさ

せる計数が出ていたが、今月はこの面では幾らか安心材料がみられる。まず、3行目の実質個人消費だが、10月は+0.2%となった。それから5行目の小売売上高は11月は+0.4%と伸びを高めた。さらに直ぐ下の自動車販売だが、これは業界統計ベースで1,600万台を回復した。近々発表されるこの左の数字と並ぶ数字は1,600万台の半ばとみられている。新旧モデルが切り替わる時期に当たる9月、10月には連続して減少した訳だが、11月にはメーカーがインセンティブを梃子に、強力に拡販に努めた結果、販売台数がある程度戻した訳である。消費者コンフィデンスも11月は回復した。さらにその下の住宅着工も、9月にほぼ16年振りの高水準となった後、10月も高水準を保った。それから、9行目の設備投資の先行指標である資本財受注をみると、10月は3か月振りにプラスとなった。このように最終需要に関しては、比較的明るめの計数が発表された。他方、生産と雇用面のデータをみると、むしろ景気拡大モメンタムが鈍っている様子が窺える。例えば、13行目の鉱工業生産は、10月の前月比が-0.8%となったし、15行目の失業率も11月には7か月振りに6%に達した。その直ぐ下の雇用者数についても、民間部門は11月-48千人と3か月連続で減少した。しかも、この2か月はかなりの幅で減少した。これらの点を以下ではグラフを見ながら確認したい。図表2は米国の生産・在庫である。鉱工業生産、稼働率、在庫などの長期時系列を描いている。鉱工業生産は、2002年の年初から上昇してきた訳だが、右端にきてだれている様子が窺われる。グラフの左端の方に目を転じると、91年~92年前半にかけての動きに似ている。当時、気まぐれな回復——“by fits and starts recovery”——と言われたが、その時期の動きに似ている。しかし、在庫を見ると、現在、在庫率は直近のピークに比べてかなり低いところまで落ちている。さらに在庫循環の図を見ても、依然在庫積み増し局面にあることがみてとれる。従って、生産が頭打ちになったからといって、現時点では、在庫調整を巻き込んで生産が減退するところまで心配するのはちょっと早すぎるかなという気はする。次に、図表3の米国の雇用の中段のパネルをみると、雇用がここへきて増加から減少に転じていることが分かる。左下のI

S Mの雇用指数も企業の雇用指数が春先にニュートラルまで一旦戻った後、再び消極的になっている様子を示している。このようにこの二つのグラフで申し上げたが、生産・雇用面での循環的拡大モメンタムが弱っている点が気に掛かるところである。図表4は米国株価・金利、金融市場である。株価、長期金利とも、11月半ばの前の決定会合以降、小動きである。株価は、S & Pで申し上げると大体900ポイント程度で動いている。10年物の国債も4%絡みで比較的安定している。金融政策についても、当面変更なしといった見方が一般的である。なお、企業の資金調達環境について一言付言すると、11月には社債の発行が幾分回復したし、また、社債金利の国債に対するスプレッドも投資不適格債を中心に低下している。クレジットクランチへの懸念も、一頃みられたが、ここへきて後退している。次に、ユーロエリアの主要経済指標について、図表5をみて欲しい。先月までの判断、すなわち内需停滞といった判断には全く変化がない。さらに、これまで景気を持ち上げてきた輸出についても、9月は減少した。その下にドイツの海外受注の数字があるが、ドイツの海外受注は、4~6月までは3四半期連続で増加していたが、7~9月は減少し、10月も横這い圏内といった動きに止まっている。ユーロエリアでは、鋳工業生産が、本年前半は明確に増加していた訳だが、その後輸出と在庫復元による生産押し上げ効果が弱まるにつれて足踏み状態になっている。こうした実体経済を踏まえたうえで、図表6で欧州の金融指標について申し上げたいと思う。株価は、アメリカ同様、前の決定会合以降、小動きである。ただ、長期金利については、10月半ば以降、低下傾向を辿っている。短期金利についても、一番下のEuribor3か月先物にも表われているが、12月5日のECBによる50bpの利下げの後、今なお、市場の一部には一段の利下げ観測が残っている。次に、図表の7-1と7-2でアジアの経済指標をみて欲しい。一言で言って、先月までの判断を変える材料はない。中国は内需、外需とも好調である。韓国とASEAN諸国は内需中心に堅調であり、香港、台湾、シンガポールといった輸出依存型経済では生産が頭打ちになっているといった姿に変化はない。図表8のエマージング関連の金融市

場をみると、投資家は10月にはラ米向けを中心にかなり強いリスク回避行動をとった訳だが、その後、こうした姿勢は幾分後退している。例えば一番上のパネルでエマージング債の米国債スプレッドをみると、全体の数字、それからラ米の数字、それからラ米以外の債券のスプレッド、いずれもこのところ低下が明らかになっている。但し、ラ米債のスプレッドの水準自体は過去数年の平均と比べてもまだまだ高いところにある。下のパネルでアメリカのミューチュアルファンドへの資金の出入りをみても、最近1か月は流入超で推移している。最後に、図表9の国際機関等による海外経済見通しをみると、米国に関しては、ブルーチップ民間見通しであるが、2002年に2.4%の後、最近では2003年では2.8%と幾分拡大テンポを早めるが、それでも3%未満のサブパー・グロウスになるという姿になっている。一番下にブルーチップの四半期の予想をプロットしてある。7~9月4.0の後、足許の10~12月は1.4%、それからその後、徐々に伸びを高めて2003年の後半になって3%台後半の成長が見込まれている。3か月前の予測が点線で示してあるが、足許の振れをならすと、2003年の前半について幾分下振れているが、後半については、差がそんなにない。むしろ差が大きいのはヨーロッパである。民間では、本年は0.8、来年は1.5%と弱めの成長が予想されている。先月の決定会合では、欧州委員会が2003年の成長率予測を2.9から1.8%へ下方修正したと申し上げたが、12月12日には、ECBも、これはスタッフの見通しであるが、2003年について、下限が1.1、上限が2.1%という幅の予測を公表した。因みに、ECBの半年前の予測に比べると、それぞれ予測の上限、下限が1%ポイント下方修正となっている。東アジアについては、3か月前に比べると、民間見通しは幾分下方修正ではあるが、全体として依然しっかりと成長が続く見通しとなっている。私からは以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

中南米は落ち着いたということか。

堀井国際局長

今のところ、先月も申し上げた小康状態だと思う。アルゼンチンもブラジルも、中央銀行の総裁に米銀の経験者がそれぞれ指名された。それも比較的安心材料にはなっている。ただ、アルゼンチンの方は実は、13日に、これは10月の半ばに一旦デューがきたのを11月に一旦延ばして、それで11月に延ばしたのをまた12月に延ばしたのだが、これも当然のことながら返済できないということで、世銀から20億ドル位のまだアンディスバーストの貸出のプログラムもあるのだが、これがもうアルゼンチンに関してはお出ない、サスペンドということになっており、引き続き予断を許さない状況には大卒変化はない。

速水議長

宜しければ次に移りたいと思う。調査統計局長から国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事と早川調査統計局長お願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

今回は、資料を配付した後、先週末に短観が出ている。そこで、手許に元々の資料4の参考計表と、本日配った追加図表——これは短観に関連する図表であるが、——の二つを出して下さい。まず最初に追加した短観の図表の1ページ目は業況感である。承知のとおり、今回の短観では、足許までは大企業・非製造業が若干他と違う動きをしているが、全体としてみれば改善が続いた後、先行きについては若干の悪化ということで慎重感が窺われるということである。生産指数等は既に横這い圏内に入ってきているが、企業収益は、今回の短観でも全体としてほぼ今年は予想通りの増益になっていて、特に上期については全ての部門で当初の予想を上回るような実績になっている。こうしたことを反映して、業況感が改善しているものと思う。他方、先行き横這い圏内になっているのは、承知のとおり輸出が横這いになり、生産も横這い圏内になっていること、合わせて、ここに

は紹介していないが短観の中身を見ると、海外の需給判断のところでは若干慎重化がみられていたことが影響しているのではないかと思う。海外需給判断については、前回は素材業種では慎重だった。素材業種では、アジア市況は常に今が一番良くて将来悪くなる可能性があるはずと思っているようで、以前から慎重だった。今回は、自動車とか電機などといった、前回はまだ良くなると言っていた業種が少し先行き慎重になっている。やはり輸出環境、アメリカ経済等について企業が慎重にみていて、そのことが景況感にも反映しているのではないかと思っている。ということで輸出環境をみるために、図表編の図表5を出して下さい。実質輸出の数字を見ると、今年前半は大変な勢いで増加した後、第3四半期、第4四半期、第4四半期はまだ10月だけだが、このところほぼ横這いの動きになっているというのが分かると思う。その輸出の内訳が図表6である。第4四半期は10月単月であるが、その第3四半期対比のところを見ると、まず第一に、アジア向けの輸出が依然としてそれなりに伸びている一方、アメリカ向けの輸出が減っていて、その結果として全体で横這いになっているということが特徴的である。次に、財別に見ると、資本財部品はアジア向けの輸出がそれなりに順調で増加を続けている。第2四半期に爆発的な伸びを示した情報関連は、第3四半期にはかなり伸びを下げ、第4四半期ではほぼ横這いになっている。こうした中であって、これまで比較的順調に増加していた中間財と自動車のマイナスが効いて、全体で横這い微減という姿である。この中で若干特殊要因が効いているのは、地域別ではアメリカ、財別の自動車である。例のアメリカの港湾ストは比較的短かったので大した影響はないと思っていたが、実は、港が完全に正常化するまでには1か月以上かかったということで、西海岸への自動車および同部品の船積みはそれなりの影響を受けたということである。現に日本の自動車メーカーの米国工場では、結局2~3日生産をストップしなければいけなかったところも出ているということである。こうした特殊要因が若干影響している。特殊要因といえば、もう一つは中間財のところでは、中国のセーフガードの影響がある。次に、情報関連の絵が出ている。一番上は輸出の動きそのもの

のであるが、情報関連については、第4四半期位には横這い圏内になってくると前から申し上げているが、予想していたとおりの動きになっていると思う。先行きがどうかということだが、まず第一に、中段の最終需要関係をみると、決して良くなっているという感じではないが、一応下げ止まっており、さらに落ちるという感じは余りない。さらにその下のNIEsの輸出等を見ても、確かにNIEsの輸出は第1四半期非常に伸びた後、ずっと落ちてきてほぼ横這い圏内になっているが、マイナスまで落ち込んでいるという感じではない。さらに、世界半導体出荷も同じような動きである。過去の経験からすると、情報関連については横這い圏内かなという感じである。この点について、1か月位前には日本のメーカーの中にもかなり慎重な見方が出ていたが、先程米国の経済指標の説明にもあったように、その後必ずしも皆が慎重にばかりなっている訳でもないという感じである。次にアジア向けについて、資本財・部品はアジアの内需、設備投資等が比較的まあまあ伸びているので、それを反映して伸びている。一方、中間財が減っている。年前半爆発的に伸びた反動という面もあるが、足許のところで影響しているのは中国向けの減少である。11月20日から中国向けの鉄鋼のセーフガードが正式発動されてしまった。基本的には需要は強いので、そんなに激しいダメージになるとは考えられていないが、いずれにしても正式発動なので、数量的には当面抑えざるを得ない。その影響が出ている。一方、今度は輸入サイドだが、第2四半期、第3四半期とそこそこ伸びた後、第4四半期、10月の数字は第3四半期対比で-3.8%とかかなりの減少になっている。この減少の理由は、基本的に二つあって、一つは下の方の財別のところを見ると、下の方の財別の上二つ、素原料、中間財、これがいずれもかなりの減少になっている。素原料や中間財は、基本的に国内の生産とほぼ歩調を合わせて動く傾向がある。そういう意味では、第2四半期が弱すぎて第3四半期がちょっと強すぎる感じであった。従って逆に言うと、第4四半期はその強すぎた第3四半期対比での減少ということで、この辺は若干の数字の綾とみればいいのではないかと思っている。それに加えて、実は10月にマイナスが大きくなっているが、これ

を財別に見ると、食料品の-11.7%、国別では米国の-15.7%と非常に大きなマイナスになっている。これは実は、先程同様、港湾ストの影響である。私共、余り輸入に対する影響というのを考えていなかったが、よく考えてみると、日本はアメリカから非常に大量の食料品を輸入している。食料品というのは基本的に西海岸から船積みされるものであるので、その影響が少なくとも10月単月という点では非常に強く出たということである。輸出入の先行きについてだが、特に輸出サイドについて、先月時点では、①アメリカの経済指標に弱いものが多くなったこと、および、②国内の企業にヒアリングしてみると、先行きについてかなり慎重な見方が強まっているという二点を強調したと思う。その後については、一頃の極端な悲観論はやや薄らいできているが、基本的には慎重なスタンスを維持している。従って、基本的には目先横這い圏内という見方が支配的である。クリスマス商戦向けのもの、船は出てしまっているのも、今更どうこうしてもはじまらない。現時点では取り敢えず慎重に船積みをしておいたのも、極端にひどくなければそんなに生産調整しなくても良いだろうという見方が支配的ではある。同時に、非常に売れて早速生産を増やさなければいけない程までは期待していないというのが普通の見方ではないかなと思っている。他方輸入の方については、先程申し上げたように第4四半期の10月の数字はやや特殊要因が効き過ぎているので、こんなに大きなマイナスにはならないと思うが、第3四半期のプラスが逆に言うと強く出過ぎているので、若干のマイナス、基調的には横這いであり、10~12月の数字の着地としては若干のマイナスというような感じではないかと考えている。次に、企業収益、設備投資関係を見るために、短観関連資料の2ページ目を見て欲しい。一番上に大企業、中小企業共に収益の数字が出ているが、年度を通じてみると大体ほぼ予想通りの増益で推移している。連結ベースで民間調査機関の数字が出ているが、これは、12月時点の数字なので、大体ほぼ中間決算の数字を織り込んだものかと思う。これをみても、大体今年度の増益幅は当初の見方と変わっていない。敢えて言えば少し上方修正かもしれない。ほとんど予想通りの動きということであり、短観の見方

とほぼ一致している。さらに同じ資料の2ページ先の図表4を見ると、今回短観の非常に大きなポイントは、企業金融と、特に中小企業の設備投資の修正状況であった。その結果については図表4で見るとおりである。まず第一に、資金繰りについては総じて横這い圏内であった。問題は金融機関の貸出態度判断である。例の不良債権処理加速の影響がここにどう出てくるかと注目していた。私共としては、これは中小企業のところでかなりの影響が出るのではないかという方向で注意してみていた訳だが、蓋を開けてみると、ちょっと予想外の結果で、見てのとおり中小企業は総じて横這いであった。勿論レベルとしては資金繰り、あるいはまた金融機関の貸出態度ともに中小企業の方が厳しい訳であるが、足許の変化という観点からみると実は横這いである。逆に、金融機関の貸出態度に関してみれば、大企業の方でちょっと悪化した。私の予想に反して、大企業では、非製造業、製造業共に悪化していた。詳しく業種を見ると、やはり製造業あるいは非製造業共にどちらかというところ、過剰債務、あるいは業況不芳を伝えられているような企業が多く含まれているような業種で悪化している。そういう意味では、現在、大企業のそういったところの方が不良債権処理加速に対して若干反応しているということではないかと思っている。次に設備投資については、特徴点は二点だったのではないかと思っている。第一に、設備投資は下げ止まってはいるが、なかなか回復の動きがみえない。それを最も端的に表わしているのは、この修正状況の左上の製造業・大企業のところである。企業収益という観点からみれば、相当大きな増益が、しかも少なくとも上期までは実現してきた訳である。しかし、設備投資計画という観点から見ると、全く上に上がってこない。同じく短観の中には、海外の設備投資計画があるが、そこではかなりの上方修正が行なわれ、プラスになっている。そういった海外生産移転も含めて、収益の増加が国内の投資に繋がっていないということが今回の短観でも確認された。今日は紹介しないが、機械受注等の統計を見ても同様のことがいえると思っている。他方、もう一つのポイントは、中小企業の設備投資の修正状況である。もし仮に今回、中小企業の企業金融に対する判断がかなり悪化していて、通

例であれば上方修正されるはずの投資計画が、例えば上方修正がないとか、あるいは下方修正ということが起こったとすると、その不良債権処理加速が実体経済にかなり影響を及ぼしてくる可能性が高いということだった訳だが、結果はそういうものではなかった。少なくとも製造業の上方修正はまずまずの勢いと申し上げていいと思う。中小企業の非製造業については、確かに改善のテンポは鈍いが、今回急に鈍くなった訳ではなくて、実は前回から鈍かったということである。業況判断の改善の程度、あるいは今年度の増益の程度、このいずれからみても、非製造業・中小企業というのは他に比べて弱いという姿である。従って、非製造業・中小企業の改善の鈍さは、不良債権処理加速の影響が足許で出たと考えるよりも、先程の企業金融の判断と重ね合わせて考えると、やはり基本的に根っこのところでの業況の改善そのものが弱い、内需が弱い、そのもとで業況の改善が弱いということの表われと読んだ方がいいのではないかと思っている。収益・設備投資については以上である。次に、図表 19 の個人消費に関しては、前から申し上げているとおり、基本的には弱めないし横這いの動きが続いている。乗用車は比較的強い数字が出ている。例えば、除く軽の登録台数は、ここ 3 か月連続前年比二桁の増加であって、三角カッコの前期比で見ても比較的高い伸びになっている。勿論軽自動車を含むとそれよりは弱くなるが、基本的には増加しているということである。ただし、この点については、需要が非常に強いというよりは、新車の投入が相当集まっていることと、メーカーサイドがインセンティブをかなり強く付与していることによるものである。これをもって非常に消費が強いということではないと思っている。他方、中段から下の方にある百貨店とかスーパー関係は、10 月は少し弱い数字が出た。ご承知のとおり 10 月はとても暖かい日が続いたため、衣料品の秋物の売れ行きが悪かった。11 月の数字は出ていないが、11 月については、涼しくなったというか、寒くなった結果、これより良い数字になるだろうということである。全体としてみると、横這い圏内の中で、例えばその天候要因とかで若干振れを伴いつつ動いていると思っている。なお、図表 23 である。毎回申し上げている話ではあるが、

所得が減少している中で個人消費が横這い圏内、あるいは比較的底固い動きになっている。なお、消費が右端で凄く上がっている。非常に強くみえるが、季節調整後では横這い圏内である。去年の10月辺りというのが、例の去年の9月のテロの後で、消費者マインドがかなり冷え込んだ局面だった。そこで数字が落ち込んでいるので前年対比で見ると異様に強くみえてしまうだけである。基本的には横這い圏内である。ただ、そうは言っても見てのとおり所得対比で見るとここ暫く所得に対して消費が上にいっているという姿は確認できると思う。消費者コンフィデンスに関しては、このところ横這いという感じである。一頃やや慎重化の兆しがあったが、東京の月次消費動向調査は直近のところでもちょっと上がっている。全体としてみれば横這い圏内である。いずれにしても消費は所得対比で見ると比較的上を走っている。今後は、消費がさらに弱くなることはないかという方向で注意してみていく必要があると思っている。次に生産である。生産は従来申し上げておおりである。基本的に、第2四半期が4%近く伸びて、第3四半期も2%伸びた後、足許は横這い圏内の動きである。確報が出て、数字はちょっと上振れたが、基本的に第4四半期が横這い圏内であるということには変わりない。来年の第1四半期についても、現在私共が企業から聞いているところによればやはり横這い圏内だろうということである。これも先程の輸出と同じで先月辺りは横這い圏内と言いつつ、場合によっては減少という感じがあった訳だが、今月はどちらかというと基本的には横這いであり、アメリカのクリスマス商戦の着地をみて考えるという感じが強まっていると思っている。在庫循環だが、これは今までから申し上げておおり、引き続き大きく回ってきている。前回のGDP統計にもこういった在庫循環の力によって、最終需要が横這いになる中で、生産活動が下支えられていることが確認できたと思う。今回特に注目しておきたいのは、一番下のところである。先月、電子部品の在庫が増えている感じがあって、やや心配した。しかし、10月の数字が出てきたら大体それは取れていた。回転も、やや右上の方にすつとずれている。この辺は在庫がある程度調整されたことを表わしている動きである。それ

ともう一点今回注目しておきたいのは、一番右下のその他生産財と書いてあるところである。これは、概ね素材と読み替えて頂ければ結構だが、素材については出荷がそこそこのプラスになってくる中であって、在庫が非常に大きく減っているというのが特徴である。ご記憶かと思うが、短観においても、実は素材のところの業況感の改善が足許目立っていたが、後程申し上げる商品市況でも総じて素材の市況は上がっている。これは、アジアの需要が強いということが一番大きなファクターではあるが、それと同時に素材業界では、ここ何年間かの業界再編の結果、生産のコントロールがかなりよく効いていて、その結果として在庫が減っている。この絵を見ても、それが価格を支えているという印象を持つのではないかと考えている。次に雇用関係である。雇用関係については、これも基本的にはこれまで申し上げていることに変化はない。図表 32 を見ると、完全失業率は 0.1% 上がって 5.5% と過去最高に並んだ。もっとも、前から申し上げているが、基本的に失業率は横這い圏内であり、0.1 が上がった下がったというのは、それ程大きな問題ではないと思っている。他方で、その下の有効求人倍率のところも本当に極めてゆっくり、ひと月辺り 0.01 位の調子で極めてゆっくり改善している。労働市場全体としてそれ程大きな変化が起こっていないということである。なお、先月は新規求人の伸びがちょっと止まってきたと申し上げたが、10 月はまたちょっと増えた。ただ、そうは言っても均してみれば年前半かなり大きく新規求人は増えた後、足許のところは極く小幅の改善に止まっているということで、これは生産が年前半に増えて、その後は横這い圏内になっているということがここに表われているということである。上段の右のところにも毎月勤労統計と労働力調査の雇用者数の絵が描いてある。前回、労働力調査の雇用者数のマイナスがほぼなくなってきたと申し上げたが、10 月はまたマイナスが大きくなった。ただ、これはまた前々から申し上げているようによく振れる統計なので、これも均してみれば年前半のマイナスと比べれば、マイナスは縮んでいる。その一方で毎月勤労統計の常用労働者、コア労働者みたいなものについてはまだマイナス幅拡大の基調が完全には止まっていないというこ

とで、これもこれまで申し上げてきたことに変化はないと思っている。最後に、雇用関係で図表 34 を見て欲しい。季調済みの数字は何か足許ちょっと戻っていて、中段の前年比もマイナスが縮んでいるように見える。このところ賃金の減少というのは基本的にボーナスの減少が非常に大きい。これも、ボーナスのない月であるためにちょっと戻っているようにみえるというだけである。今まさに払われている最中の 12 月のボーナスについて申し上げますと、恐らく夏のボーナス程大きなマイナスにはならないと思っているが、そうは言ってもそこそこ大きなマイナスになると思う。足許ちょっと戻っているように見えるが、これもまたもう少し大きな幅で減少し、所得が減少基調を続けているということになるのではないか。最後に、物価に関して、もう一度短観関連の資料の図表 8 を見ると、短観の各種の物価関連のものを集めている。一番上が例の設備判断と雇用判断を加重平均したマクロ需給の、いわば需給ギャップをミミックしたようなものである。中段が各種の在庫判断・需給判断、一番下が価格判断である。全体としてみると、改善しているが極く緩やかな改善に止まっている。中段の例えば製商品・サービス需給判断の製造業を見ると、改善のテンポが少し鈍っている。それだけ頭に置いて、また厚い方の資料の図表 37、卸売物価関係である。まず輸入物価は、3 か月前比で見て 10 月が 6.9% 上がっていたが、11 月は 4.2% の上昇である。下の方の絵で見れば分かる通り、このところ、グレーの石油・石炭・天然ガスというところが上昇している。ちょうど夏場秋口の原油価格の一番高かった頃の石油が今入着している。これが輸入物価を押し上げている。それと、商品市況のところを見て欲しい。上の例えば日経の 42 種の指数の動きを見ると、このところ決して急な勢いではないが、比較的順調に上がってきている。勿論一番上の石油辺りは原油価格の上昇の反映ではあるが、それ以外も例えば鉄とか紙とか、そういったものも総じて上がっている。これは先程在庫のところで紹介したような要因が効いている。この結果、卸売物価を見ると、中段の 3 か月前比で見て、0.2% の上昇ということで幾分強含みの動きになってきている。ではどうして上がっているのかというと、機械類とそれから電力料金

の引き下げは引き続き下の方に引っ張っている。それを上回って上昇しているのは、まず第一に石油関係の上昇である。しかしそれだけではなく、今回結構大きいのは鉄鋼・建材関係であり、化学とか紙といった素材である。素材の寄与が実は石油の寄与を上回っている。結果として全体としてやや強含みの動きになっている。国内卸売物価はこれで終わりで、来年からはいわゆる国内企業物価指数に移る。その数字については9月までの数字しかないのでちょっと判断しかねている訳だが、基本的な性格として、新しい指数は、基準時が2000年に変わることによって、いわゆる半導体とかコンピュータの価格がまた100のところに戻るため、それによって下げ易くなってくる。従って、上の方に押し上げている素材の力と、グレーの拡大がどれ位の関係になるかというふうにみている。大まかに言うと、目先新しい指数で見て横這いか幾分弱含みではないかと大体想像している。最後に、図表42の消費者物価は相変わらず前年比で見て0.8~0.9%の下落という形が続いている。内容的には中段にあるように、財のところの前年比の下落幅が少し縮んできている。前に紹介した東京がかなり縮んでいたのが全国はどうかなと思っていて、東京程は縮まなかったが、いずれにしても財のところのマイナス幅は縮んでいる。そうした中であって電力料金の引き下げもあって、一番上を見ると、公共料金のところの下落幅がやや拡大するという形で、全体としてこのところ0.8~0.9%の下落の状態が続いている。以上のように、このひと月、色々な数字が出たし短観も出た訳だが、結果として申し上げますと前回時点で我々がみていた経済の状況とそれ程大きな変化はなかったということになる。特に特徴的なのは、米国経済について、前回はかなり慎重な見方になった訳だが、今回は前回の慎重な見方との比較において、一段と下振れるということにはなかったことである。もう一つは、注目されていた短観の企業金融に関する判断、および中小企業の設備投資の修正状況はそれ程大きく変化しなかったことである。従って、経済は全体として横這い圏内であり、先行きについてはやはり不透明感が強いという全体的な判断を変える必要はないと考えている。私からの説明は以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

宜しければ次に移る。最後に企画室から金融環境に関する説明をしてもらう。白川理事と山口企画室審議役お願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

手許に資料5参考計表その2があると思うが、それに即して説明をさせて頂きたいと思う。まず、最初に図表1のクレジット関連の指標である。上段にあるのは銀行の貸出残高の推移だが、11月は-2.3%である。9月、10月を見ると、-2.6%ということだったので、貸出の落ち込み幅が少し圧縮された姿になっている。業態別に見ると、都銀辺りを中心に-4.0%ということでマイナス幅が縮まっている。ミクロ情報の積み上げということではあるが、業務改善命令などを受けた一部の銀行が中小企業向けの貸出を前向きにやっているというような情報がある。一方、企業からみた銀行の貸出姿勢というのは、引き続き厳しいと、あるいは一段と慎重化の方向にあるという状況でもある。さらに企業のマクロ的な資金余剰は間違いなく続いている。そんなことからすると、11月に貸出残高のマイナス幅が縮まったのはなぜかは、やや分かりにくい。やはり金融機関の不良債権処理とそれに伴う今後の金融機関の貸出行動について不透明感が出てきている中で、多少借入を前倒しにしようというような動きも企業サイドで出てきているのかなというような感じもないとは言えない。今の段階でそうだと決め付けるだけの十分な材料はないが、今後その辺を頭に置いてみていく必要があるかという感じでみているところである。それから下の方の民間部門の総資金調達だが、これは11月が-2.6ということである。これについては、従来より申し上げてきていたが、少しずつマイナス幅が拡大するというような動きであった。主としては直接市場調達というか、資本市場調達の伸びが低下する、鈍化するということを主因にしてそうした動きが続いてきた。そして、11月については-2.6%ということで、9

月、10月、11月と並べてみると分かる通り、ほぼ横這いという格好で何とか下げ止まったような感じもある。一つの要素は、先程申し上げた銀行の貸出のマイナス幅が小さくなったということであるし、それからもう一つは資本市場調達の方もこちらについては全体としてはマイナス幅が若干ではあるが縮小している。仔細に見ると、CP辺りについては、前年比で10月は水面下-0.8%ということになったが、11月については+1.3%というようなことであって、これまた多少企業の方が前倒しの資金調達に動いているのかもしれないという感じも持たせるような動きが出てきている。民間部門全体として見渡すとこうした動きも出てきている。以上がクレジット関連である。

次に、図表2のマネー関連の指標である。まずマネタリーベースは、11月は、当座預金の残高の目標を引き上げた効果からマネタリーベースが21.8%の前年比伸びになった。10月が19.8%であったので、若干伸びを拡大した。細かく見ると、日銀券については、前年比伸び率がじわじわと小さくなっているということであるが、一つ下にあるように、当座預金の伸びが高まっている。それから、マネーサプライであるが、M2+CDについては、11月は3.2%ということで、前年比3%台前半の伸びが継続している。一方、広義流動性については、この表の一番下だが、9月が1.7%、10月が1.6%であったので、11月の+1.1%というのは伸びの鈍化が少し大きめになった感じがする。その内訳を下の表で見ると、色々ある訳だが、一つは国債・FB・債券現先、上から四段目辺りの伸び率が少し鈍っている。それから下から三つ目の外債辺りのマイナス幅が大きくなっているということである。ただ、これらについては、私共の推計による部分が今の段階ではかなりある。そういった点まで含めて考えると、広義流動性が+1.1%というところまで伸びを低めたということについて現時点で評価することは時期尚早かなと思う。広義流動性の伸び率がここまで下がるような実体経済面の変化はまだみて取れない。

それから、次のページの図表3は、貸出態度判断、企業からみた金融機関の貸出態度判断がどうかということである。先程調査統計局長の方から

説明があったとおりだが、今回の短観の結果を見ると、上のグラフであるが、大企業、中小企業ともに大きな変化はないということであったが、中小公庫の調査——これは11月の半ばに行なわれたものだが、——をみると、ほぼ0と、水面すれすれのところまできている。貸出態度に対する見方がかなり厳しくなっている。過去振り返ってみると、グラフを左に見ると、99年の7月辺りに水面すれすれのところにきた訳だが、現在はほぼその程度のところまで貸出態度に対する見方が厳しくなっている。従って、短観と中小公庫の調査でこうした違いが少し出てきている。

それから、図表4で資金繰り判断のD Iの方を見ると、短観については、同様に大企業、中小企業ともに大きな変化はなかったということであるが、中小公庫の調査を見ると、資金繰りにについても、11月は10月に比べて悪化している。このように短観と中小公庫調査で結果が違う訳だが、この辺りをどのようにみていくかということがあろうかと思っている。

次に図表5だが、これは倒産件数を示している。一番上のところだけ見て欲しい。11月は1,435件である。、昨年同月には、マイカル絡みとか、あるいは新潟鉄工絡みの連鎖倒産があったというようなことで件数が増えていた。今年は、その裏が出る格好で伸び率としては落ちているが、水準としては、ほぼ最近の水準というようなところだろうと思っている。

こうした中で多少注目点というか、金融環境を巡って一つ見ておかなければならないものということで、図表6と図表7で掲げている。まず図表6の上のグラフは銀行株とそれから企業の格付け別の株価である。このグラフ自体は、9月末を100としてその後の推移をグラフ化したものである。一番太い実線が銀行株である。このようなことであって、9月末からどどと下がってきて、現状は銀行株については9月末を100とした場合に70で、3割位落ちてきている。一方、TOPIX全体については、9月末の100に対して若干下がっているが、現在は98強というようなところであり、概ね横這いである。従って、銀行株の下げが目立つということである。それから、やや格付けの低い企業の株価も、このように11月の半ば辺りまでは、ほぼ銀行株の動きと似たような形で下方トレンドを辿ってきたが、

ここにきて銀行株よりはましな展開をしているというような状況である。そういう中で、銀行を巡る調達環境というか、資金環境の一つとしてジャパン・プレミアムをとって見たのがその下のグラフである。このとおり、12月に入って多少でこぼこはあるが、直近では0.04ということで、じりじりと強含んできている。一方、次の図表7では、企業の資金調達レートの代表選手としてCPの発行レートを選んでいる。細かい実線がA2格である。それから太い実線が6か月物のA1格と、点線が3か月物のA1格ということである。全体の感じとしては、年末ということではなくて年度末越えの資金市場についてやや神経質な感じが出ている。勿論全体感としてなお落ち着いているという評価自体を変える必要はないと思っているが、先程申し上げたようなA2格のもの、格付けのやや低いもの、それから来年3月末を越えるような6か月物の発行レートのスプレッド、こういったものについては強含みの状態になってきている。先程民間部門の総資金調達について説明した際にCPの発行残が11月には少し増えたということを上げた。CP発行をやや前倒したりする動きがある一方、銀行側は年度末を越える引き受けに対しては少し慎重な感じも窺える。こうしたことから、長いものについて、そして格付けが多少低いものについて、その発行レートのスプレッドが強含むという形で表われているような感じがしている。次に、下のグラフはユーロ円の金先レートである。11月半ば過ぎにかけて少し強含み、その後落ち着いていたが、またここにきて非常に微妙な動きではあるが、やや強含むような気配を示している。以上、配った資料に基づいて説明したが、金融環境の全体感としては、特に大きな変化、目立った変化が出てきているということでは勿論ないと思っている。ただ、それぞれ微細に見てみると、そしてその背景について明確にこうだと言うような決め打ちはできない訳だが、都銀を中心にして銀行の貸出の圧縮幅が小さくなるような動きが出ている。企業が、色々なことを考えて、借入れ態度、あるいは資金調達態度を前向きにする兆しなのかどうか。それから、CPの実際の発行残高が少し増えてきていること、また、金利も年度末越えを中心にして強含んできているというようなこと。こうした動

きが、企業の資金調達態度の何らかの変化を反映したものなのかどうか。こういった辺りが注目点だろうと思う。それから、例えば企業からみた貸出態度についても、短観では大きな変化が窺われなかったが、中小公庫の調査については、特に大都市圏の調査が中心で、この分だけ多分大銀行の貸出態度を反映した度合いが強いのかもしれないが、貸出態度に対する見方は中小企業段階で結構厳しいところに振れている。資金繰りについても厳しさが増しているような結果になっている。こうしたところが今後どのような展開になっていくのかをよくみていく必要があると思う。私の方からは以上である。

速水議長

ただ今の説明について何かあるか。

山口副総裁

最後に出てきた短期の金先レートというのは、通常は金融政策の先行きの読み方を反映するものだと思う。これが限界的に強含むというのは何か。

山口企画室審議役

このところターム物についてやや出合いというのが全体に細ってきていて、長めの金利についてどういう状況になっているかというのがなかなかみにくい。そこで、取り敢えず出合いのついている金先で以てみるとどんな感じなのかということでもみた訳だが、実際にはこんな感じであって、非常に微細な動きではあるが、短期金融市場のターム物を中心とする、多少の引き締め感を反映するような形でこうした動きが出ているのかなというふうにみられるということである。

白川理事

今年の夏も、ペイオフの扱いがどうかといったことを巡って3月限が上下した。基本的には金融政策の動きを反映するが、それに加えてユーロ円

金先のクレジットの要素を何がしか反映する面もあるということだと思
う。リスク・フリーの金利とプラス若干のクレジットの動きも反映してい
る。

須田委員

短観と中小公庫調査の違いについて、中小企業と一口に言ってもその規
模は色々であると思う。そうした企業規模の違いは如何か。

山口企画室審議役

一つ言えるのは、サンプル数が全然違うという点である。短観が対象と
する中小企業は、4,300社を超える。他方、中小公庫の調査は900社程度
である。また、地域別の構成についても、短観は、首都圏、中京圏、近畿
圏といったような大都市圏にかかわらず、全国津々浦々まで調査している。
一方、中小公庫の方は、首都圏、中京圏、近畿圏というような大都市圏に
調査先が絞られている。その他の地域では調査していない。さらに業種別
についても、短観は製造業と非製造業が大体五分五分で、非製造業の方の
ウエイトが多少高い、6割位という感じである。中小公庫の方は製造業の
ウエイトが高い。このように、同じく中小企業を調査していると言っても、
その調査対象には随分違いがある。従って、中小公庫の調査は、短観に比
べると、大都市圏で、かつ製造業のウエイトが高いというようなことが一
つの特徴である。そういうことからすると、大手の金融機関の貸出スタン
スの影響を相対的に受けやすい可能性があるかなとみている。決め打ちは
できないが、一応調査サンプルからするとそんなことが言えるのではない
か。

速水議長

他にないようなら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。なお決定会合に対する信認を確保するためにも本日の議事内容につ
いては厳正な取扱いをお願いする。どうもありがとうございました。

(午後 3 時 32 分中断、17 日午前 9 時 1 分再開)

速水議長

それでは、ただ今から金融政策決定会合を再開する。はじめに本日の議事の取り進め方について申し上げます。本日はまず、執行部から企業金融の円滑化策について説明をしてもらう。その後、本件についての討議と決定を行ないたいと思う。次に通常どおり、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府から出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参る。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、次に前回および前々回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。最後に先行き半年分の決定会合のスケジュールを承認頂きたいと思う。

本日、政府から出席の方々は財務省の谷口副大臣、内閣府の小林審議官である。なお、小林内閣府審議官は途中で帰られ、その後は竹中大臣がみえる予定と伺っている。予め断っておくが、会合の中で出された意見、発言はすべ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おかれてはそのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

Ⅲ. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定

速水議長

それでは本日はまず、執行部内で 10 月末から検討を進めてきた企業金融の円滑化のための方策について、本席で執行部からの説明を受けたうえ、それらについて討議および決定を行ないたいと思う。それでは白川理事と和田企画室参事役に説明をお願いします。

和田企画室参事役

資料 7 の「企業金融円滑化策等について」を見て欲しい。現在、金融機関は不良債権問題の取組みを強める中で、信用力の低い企業に対して貸出姿勢を慎重化させている。こうした状況を踏まえて、本行として企業金融

の円滑確保等のため以下の二つの措置を講じることとしたいと考えている。なお、企業金融円滑化とは関係しないが、いわゆるストリップス制度の導入への対応のため、併せて措置を講じたいと考えている。

まず、証書貸付債権の担保掛け目の細分化および適格対象の拡大である。改正の概要であるが、第一に証書貸付債権の当初貸付期間毎の担保掛け目について、債務者種類に応じ、具体的には企業向けと交付税および預保向けを区分するというものであるが、当初貸付期間毎に担保掛目を細分化する。第二に、当初貸付期間5年超10年以内の証書貸付債権を新たに適格担保化する。このため、適格担保取扱基本要領の一部を改正して頂きたいというものである。

現行の基本要領では、証書貸付債権について、適格対象を当初貸付期間が5年以内のものに限定するとともに、担保価格を一律残存元本額の80%と定めている。所要の手当てが整ったので、上記の措置を講じることとしたいと考えている。この結果、当初貸付期間3年以内のものについては、現行よりも高い掛け目が適用される。また、当初貸付期間5年超10年以内の証書貸付債権についても新たに適格担保化されることになる。

そこで、企業向けの新たな担保掛け目については、当初貸付期間1年以内のもの掛け目が95%、1年超3年以内87%ということで、それぞれ掛け目はアップしている。3年超5年以内は80%で不変である。その次の5年超7年以内が65%、7年超10年以内が50%と掛け目は下がるが、新たに適格になる。それから交付税、預保向けであるが、1年以内の掛け目が96%と、これもアップしている。今般の担保掛け目の細分化、すなわち担保掛け目の引き上げ効果は約3兆円である。因みに、本行に担保として差し入れられている証貸債権は、額面ベースだが、企業向けが0.5兆円、交付税特会向けが9.1兆円、預保向けが9.4兆円である。なお、金融機関の証貸債権残高は342兆円ある。粗々の試算であるが、このうちで企業向けは200兆円強と試算している。こうした担保効率の改善に加えて、貸付期間5年超10年以内の証貸債権が新たに適格担保に加わることによって、金融機関が証貸債権の担保差し入れを増加させるインセンティブが相対

的に高まるというふうに考えられる。このため、相応の担保拡大効果をもたらすことが期待される。これらの効果によって、金融機関は日本銀行のファイナンスを受け易くなることから、企業金融円滑化効果が期待される。12月27日から実施したいというふうに考えている。

次に、資産担保コマーシャル・ペーパー、すなわちABC Pの取引先保証債務不適格化要件の緩和である。取引先または取引先関係企業の保証する債務に関する不適格化要件等をABC Pについて時限的に不適用扱いとするため、現行の「適格担保取扱基本要領」の特則を定めて頂きたいというものである。現行の基本要領では、実質無担保与信の発生を回避するなどの観点から、取引先債務および取引先が保証する債務を、原則として不適格とする旨を定めている。これは重要な考え方であるが、その一方、ABC Pは取引先による保証が付されていることが多いことから、そのほとんどが不適格となっている。もっとも、ABC Pの組成にとってバックアップラインの設定は、極めて重要な役割を果たしている。こうしたABC Pの特殊性を踏まえて、金融市場調節および企業金融の円滑化を図る観点から、ABC Pについて、取引先または取引先関係企業の保証する債務に関する不適格化要件を時限的に不適用扱いとするための特則を設けたいと考えている。また、今回の措置の実効性を確保するため、差入人規制は行なわない扱い、つまり、本行取引先が取引先自身の保証を付したABC Pの持ち込みを認めることとしたいと考えている。現在、ABC Pの市場は発行枠ベースで17兆円であるが、適格となるABC Pは市場全体の5%に止まっている。本件措置によって市場の9割近く、発行枠ベースで約14兆円が適格になる見込みである。引受サイドの金融機関は、CP現先オペや手形オペを通じた在庫ファイナンスなどが順便となることから、引受姿勢を積極化させることが期待される。従って、市場の拡大とともに、企業の資金調達の円滑化に寄与するものと見込まれる。実施期間だが、平成16年度末までの時限的な措置として来年1月9日、これは予定であるが、実施したいと考えている。

次に別紙1を見て欲しい。証券化市場の活性化に関する本行としての考

え方などを纏めてある。基本的な考え方としては、円滑な企業金融を確保するためには資本市場の機能を有効に活用する必要があること、証券化市場の発展は企業金融をサポートするだけでなく銀行が資産をオフバランス化するためにも有効であること、そして証券化市場においては、特に中小企業売掛債権A B C P、M B S（住宅ローン債権担保証券）市場について、市場参加者の取組みが進みはじめており、本行としてもこれらの市場の活性化に向けて、関係各方面に働きかけを行なっていくことが望ましいことというものである。次に、A B C P・M B S市場の活性化に向けたポイントについては、かい摘んで申し上げる。まず、(1)市場インフラの整備である。具体的には決済・取引システム、法制度、会計・税制などといったインフラである。(2)情報技術革新の活用、これは適正なプライシングの前提となる。(3)公的金融機関が果たす役割の明確化、特に証券化市場の出口分野での公的補完を適正に活用することも有効と考えられる、ということである。それから(4)市場参加者自身の合理的なリスク・リターン計算に基づく投資行動である。そして、本行としての取組み方であるが、これまでも決済システム、金融調節面で、資本市場の活性化に向けた取組みを行なってきているほか、市場関係者や関係当局とともに様々な検討を行なってきているが、引き続き市場関係者や関係当局と積極的に意見交換し、市場活性化に向けた働きかけを行なっていきたいと考えている。

案件の三つ目は、企業金融とは別物であるが、分離元本振替国債および分離利息振替国債、いわゆるストリップス債の適格担保化である。来年1月6日に施行される「社債等の振替に関する法律」に基づいて導入される、いわゆるストリップス債について、適格担保化のため、適格担保取扱基本要領の一部改正を行なって頂きたいというものである。ストリップス債は、現行受け入れている担保と比較して、信用力、市場性の面で遜色がない。従って、制度導入と同時に適格担保化することが望ましいというふうと考えられる。ただし、制度導入当初は取引規模からしてオペの市場中立性が確保されない惧れが強いことなどから、導入当初のオペ対象資産化につい

では、見送りたいというふうに考えている。なお、技術的な話だが、今般、「国債に関する法律」の関係政省令において、ストリップス債に加えて、割引短期国債、政府短期証券および個人向け国債について、譲渡を一部制限する条項が設けられた。そこで譲渡制限の扱いが厳しい個人向け国債のみを適格対象から除外するように「適格担保取扱基本要領」を改正して頂きたいと考えている。それから担保の掛け目であるが、ストリップス債については、実データに基づく担保掛け目の設定を行なうことができないので、取り敢えず、政府保証債と同一の掛け目を適用することとしたい。実際の数字は5頁目の上にある。その効果については、ストリップスの対象となるのは新規に発行される固定利付き国債に限定されることなどから、当面は限定的というふうに考えられる。実施日だが、平成15年1月6日から実施したいと考えている。

それでは、付議文である。「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件。案件。平成15年1月6日に施行される「社債等の振替に関する法律」（平成13年法律第75号）において、分離元本振替国債および分離利息振替国債に関する定めが設けられたこと等に対応するとともに、金融市場調節および企業金融の円滑化を図る観点から、「適格担保取扱基本要領」（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）を（別紙1）のとおり一部改正するとともに、「資産担保コマーシャル・ペーパーの適格性判定に関する特則」を（別紙2）のとおり定めること。以上。」である。別紙1、「適格担保取扱基本要領」中一部改正（案）である。まず担保の種類および担保価格であるが、1-2のところにおいてストリップス債の追加を行なっている。それから11から13にわたって証貸債権の適格対象および掛け目の変更を行なっている。それから12頁の下、担保の種類ごとの適格基準だが、国債の適格基準としては、「普通国債であること、ただし個人向け国債を除く」というものである。それから別紙2、資産担保コマーシャル・ペーパーの適格性判定に関する特則（案）である。「1. ABCPの適格性判定においては、適格担保取扱基本要領の取引先または取引先の関係企業が保証する債務の取扱いに関する定めを適用しない」ということ

である。「3. 本措置の実施日および廃止日」であるが、「平成15年1月末までの総裁が別に定める日から実施し、平成16年度末をもって廃止する」ということである。以上である。

速水議長

それでは、ただ今の説明について質問、意見があればどうぞ自由に討議願う。

中原委員

証券市場活性化に向けて非常に大事なことだと思うが、そういう前提に立てば、ABC Pについて、取引先が保証する分を時限的に適格担保として認めるということだが、期限を設ける必要はないのではないかと思うが如何か。

白川理事

先程、和田参事役の説明にあったとおり、本行の担保について、実質無担保を避けるため、取引先債務あるいは取引先の保証する債務を受け入れないという大原則がある。しかし、この大原則を厳格に遵守すると、中原委員指摘のとおり、重要なマーケットが発展するうえで、これが障害となりかねない。そこで取り敢えず、企業金融の円滑化を図っていく必要があるこの局面において、時限的に、この大原則を不適用にしようということである。仮にこの措置が満了する時点で更に継続することが必要であると判断されれば、それはそれでまたできる訳である。現時点では、このマーケットが今後どういうふうになっていくかをもう少しみた方が良いかなという感じを持っている。一般論としてはなかなか難しいが、こういう新しい仕様で中央銀行が入っていくことによって、マーケットの発展を却って若干阻害する、すなわちそのマーケットで中央銀行がドミネイトすると逆にまずい効果もあり得る。ABC Pに関することではないが、日本銀行には新しいマーケットに余り入ってきて欲しくないという声も実はマー

ケットの一部にある。これも十分に肯けるコンサーンである。そういうことを総合的に勘案すると、取り敢えず時限的な措置とすることが適当ではないかと判断した次第である。

中原委員

2年という具体的な期間については特に意味があるのか。

白川理事

不良債権処理の影響が出てくる期間を念頭においている。不良債権の処理がこれから加速していく場合、5~6年も続くということもないだろうが、かと言って1年で終わるという訳でもないだろうと考え、取り敢えず2年にしている。また、今はABC Pの揺籃期であるから、マーケットの発展を支援するという意味も含んでいる次第である。

福間委員

これは相当思い切った措置だと思うが、問題は、これをどれだけアピールして使用度を高めるか、ということである。相手が銀行だから、その間だけで理解・認識されているということでは困る。企業サイドからも、「こういう制度があるのだからやってくれ」という要望が出るようにする必要があるのではないか、と思う。

白川理事

全く同感である。ABC P自体が発行されない限り何もはじまらない。今後、ABC Pはますます発展していく必要があるマーケットであると思う。我々としても情宣活動をやっていく必要があると思う。先だつての総裁の講演もそういうことであつた。また、色々な委員の方の講演もそうであつた。また、我々事務サイドとしても、多少テクニカルな意味でも情宣活動をやっていた方が良いと思っている。今日決定頂ければ、この後、この内容を説明するし、ABC P自体のPRもやっていきたい。既に金融

市場局のマーケットレビューという形で専門家向けには割合流布しているが、もう少し努力を重ねていきたいと思う。

藤原副総裁

一般の、例えば新聞で発表された場合、専門家なら、ああなるほどと分かるが、平均的サラリーマンですら、ちょっと技術的だという印象を受けると思う。こういう時にこそ、図式とか、漫画とか、そういうもので分かり易く説明する努力というものを工夫するのも良いのではないかと思う。

白川理事

これは先方あっての話ではあるが、新聞等で、そういうところでも紙面を提供するのであれば、そういうところも含めて宣伝していきたいと思う。

中原委員

5年超 10年以内の証貸債権について、企業の審査基準は変わらないのか。

白川理事

そうである。

中原委員

200兆円のうち、残高はどの位あるのか。そこまでは分からないか。

白川理事

日本銀行や金融庁がとっている統計の中には期間別証貸債権というのはない。そういう意味で、先程和田参事役が申し上げた数字は、マキシマムこれだけあってその中から、格付け基準で、そして期間でどうか、ということになっていく。しかし、金額が非常に少ないという訳ではない。

福間委員

金融機関にとってはある意味で社債発行しているようなものだ。長期性の資金が非常にとりにくいという状況にあるので、ALM上は非常にインパクトが大きい。前回と同じように、専門家のところに巧く宣伝して、やっていったら良いのではないか。

白川理事

然り。

福間委員

私ばかりで悪いが、中小企業売掛債権ABC P、MBS市場については、他の省庁などと協力しながら進めていくことになる訳であろうが、大雑把なタイムテーブルは如何か。

白川理事

政府サイドの動きについて私が申し上げるのが良いかどうか分からないが、例えば、先程公的な信用補完という話があった。これについては、経済産業省を中心に、そうした法的手当てをこの先やっという意向を持っていると聞いている。従って、平成15年度の然るべき国会にかかることを期待している。税制、会計、こちらの方はそれぞれ所管の官庁が、それぞれ問題の所在自体は担当の方は認識していると思うので働き掛けをしていきたいと思う。

中原委員

アセットバックCPの方は、所謂日銀資産の健全性という点での議論としては、現実にはCPの格付けがバックアップライン使用とか、保証が実行された段階で、CPの格付けに変動が起きる場合、既に差し入れられたCPが不適格になるので実質的には問題はないという理解で良いか。具体的に、保証バックアップラインが実行される段階でどうなるのか。

白川理事

A B C Pについては、資産の特殊性からしてバックアップラインがつく訳である。すなわち、非常に多くの資産、小口の沢山の資産を原資産としている。そこでキャッシュ・フローを安定させるためにバックアップラインが必要になる。仮にバックアップラインが発動されるとしても、もともとの原資産が沢山あって、少し時間を置けばまた元のキャッシュ・フローを組成できる場合、それは時間を待とうということになる。従って、直ちにそれでノーと言うのではない。多くの場合には組成できるのであろうと思う。そういう意味で、直ちに担保から外すということとはしない。その意味で、できるだけA B C Pを活用していくという方向で全て制度の設計を今回考えている。

速水議長

A B C Pを2004年度までという時限扱いをしたという理由を聞かせて欲しい。

白川理事

先程申し上げたとおり、日本銀行が金融機関の債務を受け入れると実質無担保で与信することになる。そういう意味では、原則的には取引先の保証する債務というのは、担保として受け入れないというのが原則である。この原則自体は守った方が良くと思う。ただ、A B C Pについては、取引先の金融機関が保証することにより、専門的であるが、キャッシュ・フローを安定させるという効果がある。そこを否定するとA B C P自体が担保として入り難くなる。従って、これは一応認めようということである。そこで、どこまで認めるのかということになる。現在、不良債権処理の加速を進めていくということが大きな政策方針と謳われている訳である。こういう局面では先程の原則にもかかわらず、A B C Pを受け入れる方が良くだろうということで、時限的な措置にした次第である。絶対的に2年でないといけないということはないのだが、一応2年程度を目途にして考えてみ

たいということである。

速水議長

他に意見がなければ、採決に入りたいと思う。事務局は「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件について議案を持ち回って、委員から議決を得たのちにその結果を報告して下さい。

[事務局より議案配付]

[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

それでは可決された。本件は対外公表文を審議するが、それは金融市場調節方針の決定の後、改めて検討することにしたい。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、昨日の執行部からの報告を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する検討に入りたいと思う。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いて、その後自由に討議してもらう。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頂く。その後、政府から出席された方々から意見があれば承るという順で進めていく。ポイントを絞って議論するために、金融経済情勢、金融政策運営方針各ラウンドに対し、それぞれ一人5分程度を目途にお願いしたい。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応に設けてあるので、各ラウンドでの発言時間はできるだけ守るようお願いする。まず、金融経済情勢に関して、本日は須田委員からお願いする。

須田委員

10月末の展望レポートでは、本年度下期の景気は、国内民間需要の自律的な立ち上がりが期待し難い中で、輸出の増勢が一旦かなり鈍化するという展開になる、また、海外経済を巡る不透明感が強まっていることなどから、景気が下げ止まった後、横這い状態に止まる、すなわち景気回復への助走期間が長くなる可能性が高いとみていた。現在の経済情勢は、基本的にこのような展開になっていると思う。そして10月末時点では、こうした標準シナリオを巡る不確実性が大きいという認識を共有し、5つのリスク要因を指摘した。このうち当面の景気展開に対するリスク要因として特に注意を要するのは、米国をはじめとする海外経済の動向、及び不良債権処理加速とその影響である。以下では、この2つのリスク要因を中心に

現在の経済情勢について申し述べたいと思う。

まず、海外経済、特に米国経済の動向である。米国の最近の経済指標を見ると、非農業部門の生産性、非国防資本財受注、消費者コンフィデンス指数などで強めの指標が発表される一方、鉱工業生産、非農業部門雇用者数、失業率、新規失業保険受給申請者数、生産者物価などでは弱めの指標も見られる。どちらか一方向に傾いている訳ではない。前回会合の時点では、下押し圧力の高まりを示唆する動きもみられたが、その後、FRBの利下げ効果もあって悲観論が後退している。在庫調整の一巡に伴う押し上げ効果は薄れつつあることもあって、生産・雇用・所得の改善テンポは鈍化しているものの、緩やかな回復基調自体が崩れる可能性は後退したのではないかとみられる。本来、景気回復の主役を消費から受け継ぐべき設備投資については、減少幅は縮小しつつあるが、イラク問題に代表される先行き不透明感が根強いという、価格交渉力の低下、企業マインドの悪化、バランスシート調整などもあって依然として明確な回復に至っていない。従って、米国の差し当たりの景気展開を左右するのは個人消費ということになる。これについては次のような下振れ要因がある。まず、企業が雇用に対して抑制的なスタンスを維持している。企業のマインドは株価の動きなどの影響を強く受けるとみられる。また、米国のフロー・オブ・ファンズを見ると、米国家計の純資産は、今年3月末から9月末までの2四半期にそれぞれ3.2%、4.7%の評価損を被っている。これは主に株価下落の影響である。そして、消費を支えている住宅指標についても、住宅ローンの伸び率が高い一方で、住宅価格の平均上昇率は低下している。このため、家計の支出余力が乏しくなる恐れがある。さらに、ローン返済の延滞率や差し押さえ率が上昇し、リファイナンス目的の申請指数が減少している。住宅価格の上昇が消費をどこまで支え続けることができるのかについては先行き不透明感が強い。さらに、地政学的な問題も楽観視できない。このように考えると、米国経済については下振れリスクを念頭に置いておく必要があるとみられる。

次に不良債権処理とその影響である。10月末の総合対応策の発表後、

不良債権処理を巡る不透明感の高まりから、銀行株等低格付け企業の株価が大きく下がった。とりわけ一部大手行とその取引先を中心とした低格付け企業の株価が低下した。昨日の説明にもあったように、その影響は、短期金融市場だけではなく、一部の銀行の債券の спреッドやクレジット・デフォルト・スワップ・レートにも影響が及んだ。その後、金融再生プログラムの作業工程表が公表されて、先行き不透明感が幾分和らいだこと、また、日銀が資金供給を増やしたことなどの影響から、ここに来て、短期金融市場はかなり落ち着きを取り戻している。しかし、依然として信用リスクに対する警戒感は強い。銀行株は低迷しているし、一部の銀行債や低格付け社債の спреッドは高止まりしている。ジャパン・プレミアムも発生している。一部の業種では、資金調達を前倒したり、有利子負債を圧縮する動きもあるようである。不良債権処理の加速は相対的に低い格付け先に対する貸出姿勢を消極化させる可能性がある。とりわけ中小企業金融と設備投資への影響が気掛かりである。こうした観点から 12 月短観を見ると、予想外といっても差し支えないかもしれないが、中小企業における金融機関の貸出態度判断や資金繰り判断が横這いとなったことが目を引く。また、中小企業の設備投資計画の修正状況を見ると、非製造業は相当緩やかな修正ではあるが、それは実体経済の悪さを反映していると考えられる。製造業は、過去の平均に近い修正状況である。全体として比較的順調な上積みが見られている。これらを見る限り、今のところ、中小企業の企業金融が変調をきたしている訳ではないように思う。短観における金融機関貸出判断は、中小企業よりもむしろ、大企業の方がやや悪くなっており、製造業、非製造業ともに業況不振企業が多い業種への貸出態度に影響が出ているようである。他方、中小公庫の金融機関貸出態度判断を見ると、11 月は金融機関の貸出態度を「厳しい」と見る企業の割合が高まっており、借り入れ容易超幅が縮小した。中小公庫融資相談額の対前年比は上昇している。昨日の説明にもあったが、短観と中小公庫の貸出判断 D I の違いについては、中小公庫の方が大都市中心であり、製造業のウエイトが高いため、大手行の貸出姿勢の影響がより強く出ているのかもしれない。現在の

不良債権処理の加速策は、主な対象が大手行に限られているので、その影響が大手行を通じて大企業にも中小企業にも出はじめているということなのかもしれない。なお、作業工程表は公表されたが、資産査定厳格化、繰延税金資産の取扱い、公的資本注入の枠組みなどに関する具体策はまだ明らかになっていない。しかし、金融機関の一部では、不良債権処理の加速を想定して、それに備える動きをみせはじめているという指摘も耳にする。こうした中で、大手行が、自己資本を増強するため、グループ企業に頼る展開になりつつあるようにもみられる。また、先日、大手商社の経営統合計画が発表されたが、報道された内容を見ると、メインバンクが増資に応じることになっている。このように、新たにやや歪な資本関係が企業と銀行の間で構築されていく可能性もある。表面的な自己資本比率だけを捉えれば、金融システムの安定化に向けての一步であるようにもみえるが、資本のメカニズムはむしろ後退するのではないかと懸念している。こうしたことも踏まえて、年度末にかけての金融再生プログラムの具体的な運用が大手行やその取引先企業に与える影響など、不良債権処理を巡る動きを引き続き十分注意してみていく必要があると思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

今の須田委員の発言とほぼ同じだが、私は、多分、もっと単純に短く話すと思う。足許、国内景気は足踏み状況、あるいは踊り場に入っているように思う。海外経済が緩やかなりとも回復を続けるもとでは、再び輸出を基点とする景気回復メカニズムが復活してくるものと考えられる。ただ、このところ先行きに対する警戒感は強まり、株価が軟調となっている。以下では、依然として焦点となっている米国経済と、短観などから窺われる国内景気情勢を考えてみたいと思う。

米国における年前半の輸入急増期を過ぎ、欧州、東アジア各国とも輸出

の伸びが鈍化し、景気減速感が強まっている。その米国経済だが、これまで判明しているところでは、自動車販売に若干息切れ感が出てきているものの、家計支出全体は概ね堅調を保っているようである。クリスマス商戦の行方が注目される。企業設備投資については、下げ止まってきているものの、回復にまでは至らない。ただ、非国防資本財受注がIT関連財を含めて持ち直す兆しもみられる。もっとも、足許、生産・雇用指標が若干悪化してきているので最終需要への影響には注意が必要だろう。全体としては米国経済は緩やかな回復パスを辿っているとの判断は維持できると思う。

国内経済情勢については、12月短観を見ると、足許までは改善してきたものの、先行き警戒感が出ている。業況判断の先行きについては、中小企業非製造業のところが特に弱いようである。また、大企業製造業の今年度売上高予想が、国内について、予想比下振れしており、これらは内需の弱さを表わしているようである。企業収益については若干下振れているが、ほぼ予想通りの改善となっている。設備投資計画の修正状況については、中小企業はほぼ通常のパターンでの上方修正となっているが、大企業製造業が下方修正している一方、海外設備投資を優先させている姿がみてとれる。設備・雇用判断DIがほとんど変化しなかったことから、設備・雇用についての過剰感の解消が非常に緩やかであることも分かる。注目されていた金融機関の資産圧縮、利鞘拡大努力の影響は、少なくとも短観ベースの中小企業には余り及んでいないようである。それは、大企業非製造業のところの業況判断や金融機関貸出態度判断に一部表われているように思われる。ミクロ情報を含め注視したいと思う。

ところで、このところ若干ドル安が進んできた。国際政治情勢の変化や、米国ブッシュ政権における経済担当者の変更に伴った思惑などが影響しているようである。その他、様々な要因も考えられる。これまでのところ、ドル安は主としてユーロ高に反映されているが、円相場も影響を受けている。経済の現状からすれば、ここで円が急騰することは必ずしも望ましくはない。この点は注視したいと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

海外、国内ともに経済判断としては、先月と余り大きな変化はないというところだと思う。ただ、急速に悪い方向へいってしまうかもしれないというようなりスクは少し減ってきたというところかなと思う。海外、特に米国、アジア等ではある程度スローダウンの傾向がみえているが、一部に良いデータもあって、はっきりしないという状態が続いている。来年の第1四半期位までみないともう少し先がみえてこないということかなと思う。ただ、その中で金融資本市場の方をみると、アメリカをはじめとして世界的に、若干リスク・アペタイトの回復がみられるということだと思う。株価が上昇したり、社債スプレッドが縮小したり、国際資本移動の程度が上がってきているというようなことだと思う。その背景としては、企業収益とか実体経済指標の若干の改善もあるということだと思うが、他方、G3の金融緩和の効果に対する期待とか、アメリカの今後の拡張的な財政政策に対する期待というような、やや希望的な観測に基づいたものもあるように思う。色々な投資家等に話を聞いても、誰も自分の見方に自信を持っていないという状況のように見える。従って、引き続き要注意というふうに私は考えている。

日本について、法人季報や短観を材料にもう少しみても、予想されていたことだが、売上が余り伸びない中で賃金抑制によって利潤がそこそこ出ているという姿である。これは、通常は消費にマイナスに働き、設備投資には若干のプラスというパターンになるようなものだが、現実には、消費は抑制された賃金対比では上を走っていて、設備投資の方は利潤が上がっているのにもかかわらず、漸く下げ止まり位の状態にあるというところで、特に後者は残念な状況である。しかし先をみても、やはり設備投資についてはその回復には時間がかかると考えられるし、他方、消費が賃金対比で強いという動きがどれ位長続きするのかという点は難しいし

重要な問題かなと思う。高齢者と30歳以下のところの消費が頑張っているという指摘がよく聞かれるが、本当にそうなのか、そして、その場合にはどういう理由なのかという辺りも注目していきたいと思う。こういう中で、物価は様々な要因が打ち消しあって動きの少ない状況になっている。ここ数年来のパズルであったデフレ加速の傾向が観察されないとか、総需要の動きに物価インフレ率が余りセンシティブでないというパズルは依然として残ったままという感じがする。足許は対前年比1.5%位の成長だから、それ程デフレ圧力は強くなくても不思議はない訳だが、私は、この何年来か、思った程は潜在成長率は高くなかったのではないかという仮説にやや魅力を感じている。今後も引き続き考えていきたいと思う。こういう中で下落傾向が強いのは賃金である。こちらはむしろ実質賃金、あるいは国民所得に占める賃金のシェアが高いという部分の調整という意味が全体の平均的なデフレ圧力以上に加わっているのだと思う。そういう中で、消費が先程申し上げたように比較的強いとか、あるいは97~98年を除くとそれ以降は深刻なクレジットクランチは一応避けられているような中で、デフレの加速傾向がこれまでのところ顕在化していないということだと思っている。あと、金融資本市場については、田谷委員、須田委員が言われたようなことを思っているが、付け加えると、世界的に株価が若干戻る中で日本の株価の戻りが弱いということが何を意味しているのかということも来年にかけて考えてみたいと思う。以上である。

速水議長

次に、春委員お願いします。

春委員

昨日の執行部からの説明とほぼ同じ認識を持っているが、各項目について簡単に申し上げる。10月の実質輸出については、中国による鉄鋼輸入のセーフガードの発動、あるいは米国西海岸における港湾封鎖の影響を受けて、前月比+1.3%、7~9月対比では-0.4%と、横這い圏内の動き

かと思う。10月の鉱工業生産は、前月比 -0.2% 、9月が -0.1% だったので、小幅続落だが、予測調査を含めた10~12月の7~9月対比では $+0.3\%$ であり、これもほとんど横這いの動きであると想定される。春先から日本の景気を牽引してきた輸出・生産とも増勢一服が明らかとなったということかと思う。因みに、全国の10月の大口販売電力量は、対前年比 2.4% 増と、前月比で見ると若干の振れはあるが、4か月連続で前年比プラスの伸びとなった。業種別に見ると、鉄鋼が6か月連続、化学が5か月連続でプラスになっていて、大幅マイナスの繊維を除く全ての主要業種でプラスの伸びということになっている。企業収益については、中間決算発表での上場企業全産業の連結経常利益とか、12月短観等を見ても、年度の経常利益等は製造業を中心に大幅な増益を見込んでいる状況かと思う。7~9月期の法人企業統計等を見ると、全産業での売上高経常利益率が 2.67% ということで、4~6月比横這いである。規模別に見ると、大企業は利益率が高まっている一方、中小企業は落ちている。中小企業の経営環境が厳しいということかと思う。ただ、12月短観の業況予測では、大企業非製造業が前回比で悪化をしたが、大企業製造業では市場予想より大きく改善している。中小企業でも、水準は低いですが、やや悪化するという予測に反して若干改善をみた。資金繰り判断とか金融機関の貸出態度についても、中小企業の金融環境は引き続き厳しい状況にあるが、9月短観との比較では特に悪化はみられていない。昨日、中小公庫調査との相違が報告されたが、今後注目が必要かと思う。

なお、先月広島へ参り、金融懇談会を開催して、金融界、産業界の方々との意見交換を行ってきた。はじめてのことでもあるので、簡単に報告させて頂きたい。席上複数の出席者からの発言があった点としては、①デフレ下にあって当地の経営者が先行き不安を持っていること、②特に当地の経営を支えてきた中小企業の業績が伸び悩んでいて、その結果として売掛債権の保全が課題になっていること、③デフレ対策としては、まず最終需要を拡大する方策、および中小企業を支援する方策が期待されていること、④消費の拡大には株価の回復が重要であり、思い切った方策を期待してい

ること、⑤輸出依存型企业が多い当地においては特に為替の安定が望まれることなどの意見を聞いた。中でも、金融再生プログラムの影響などで、今後銀行による企業の選別が厳格化し、倒産が増えることを懸念する声が強かったように思う。銀行は担保をとっているし、ある程度引当金も積んでいるので、見切りをつけて整理に走る、整理に踏み切るということがあるかもしれないが、取引先企業では、売掛債権の保全措置について銀行程手堅く行なっていないため、実害が出てしまうというような声を強く感じた。今後、企業や銀行自身の努力に加えて、政府が準備を進めているセーフティネットの運用が特に重要なのではないかと感じた。

設備投資については、12月短観を見ても、収益面での改善にかかわらず慎重さは変わっていない。7～9月期の法人企業統計を見ると、季節調整済み前期比で昨年10～12月以降、次第にマイナス幅が縮まっている状況である。また、先行指標である機械受注も、10月まで振れはあるが全体としては下げ止まっていて、製造業については前向きな状況ともみられるのではないかと思う。建築着工床面積でも、特殊要因があったが、10月は高い伸びを示した。設備投資の下げ止まりが明らかになっているといっても良いのではないかと思う。

一方、消費は引き続き強弱まちまちで、全体として横這いということかと思う。11月の軽自動車を除いた乗用車の新車登録台数は、前年比で3か月連続の二桁の伸びである。10月の家電販売も7～9月対比では前期並みの2%程度の伸びである。ただし、10月の全国百貨店、スーパー等の売上は天候要因等から衣料等が振るわなかったということで低調ということかと思う。もっとも、このところの厳しい寒さの影響で冬物衣料とか暖房器具が好調だとか、年末年始の海外旅行は一昨年水準を超える予約状況というような明るい話題もある。10月の雇用関連の指標は、失業率は僅かに上がって既往ピークである昨年12月の水準に並ぶなど、厳しい状況が続いているが、これまで改善傾向を示してきた有効求人倍率、新規求人、所定外労働時間などの推移に注目したいと思う。物価だが、全国の消費者物価は10月はこれまでとほぼ同様の低下である。11月の国内卸売物価は、

前年比では-0.3%と前年比マイナス幅が縮小し、3か月前比では+0.2%と99年10月以来のプラスになっている。来月から採用される企業物価指数によってマイナスに戻るかもしれないということだが、基調としてはマイナス幅は縮小しているということではないかと思う。

リスク要因としては、引き続き米国経済の動向と国内の株価動向かと思う。米国の第3四半期の実質GDPの改定値は前期比年率で+4.0%と上方修正されている。内需の寄与度を見ると、個人消費は+2.9%と引き続き強くなっているが、設備投資が-0.1%と依然としてマイナスになっている。11月の失業率は2か月連続の上昇で7か月振りの6%台となっている。一方、景気回復のテンポが緩んだとはいえ、消費者コンフィデンスが再び持ち上がったほか、良い指標も幾つかある。株価は、足許不安定だが10月9日頃のボトムから回復した水準にある。イラク情勢というリスクはあるが、出足好調の後で雪のためペースが鈍ったと報じられているクリスマス商戦をはじめ、利下げの影響や、3年目を迎えたブッシュ政権が新体制のもとでさらなる減税等の景気対策を強化する動きも注目したいと思う。

日本の株価を見ると、米国や欧州主要諸国で軒並み10月9日の今年のボトムから1割ないし2割程度回復しているのに対して、昨日まで9日連続の下落ということで11月中旬の今年のボトムに近付きつつある。来年1月からの新証券税制の影響が大きいといわれているが、9月の個人の売り越しは大きかった。また、11月は買い越しに転じた海外投資家の動向が今後どうなるかも気になるところである。デフレ対策の実効ある推進、あるいは、特に今回証券税制の大幅な見直しが行なわれようとしている訳だが、これが市場に評価されてバリュエーション面とか企業収益の見通しの評価に結びついていくことを期待したいと思う。

以上、経済情勢に対する結論としては、現在の状況は景気分岐点であるとみるような見方もあるが、私としては、前月下方修正したものを受けてその判断を継続し、全体としてほぼ下げ止まっているが回復に向けての不透明感が強い状況が続いているとすることで良いと考える。以上である。

速水議長

次、福間委員をお願いします。

福間委員

実体経済の動向については、皆さんもう申し上げられたとおりである。予想通り生産・輸出が徐々に減速し、今はともに横這い圏内で推移する姿になっている。足許の特徴は、内需が引き続き弱く、自動車や造船などの間接輸出も含めて、外需への依存が一段と高まっているという点である。輸出動向を見ると、対欧米輸出が減速する中で、輸出全体の44%を占める対アジア輸出が伸びを示している。特に、中国、韓国向けの輸出の増加基調が引き続き維持されていることが目立っている。この背景は、アジア域内諸国の内需が堅調で自律的な回復がなお続いていることにある。一方、米国では、ブッシュ政権が経済閣僚を更迭したが、これはデフレを懸念し、今後景気対策をスピーディにかつ予防的に行なっていきたいという表われではないかと言われている。最近の米国経済統計では、一部に明るい材料もみられ、強弱ミックスになっている。しかし、マンハッタン、ワシントン等東部の一部地域では既に地価下落がはじまったとも言われている。株価軟調に続いて地価が下落し、リスクが高まる中で、個人の過剰債務問題が再びクローズアップされてきている。失業率の高さと相俟って消費に陰りをもたらすリスクを注意深くみておく必要がある。さらには、夕べ、原油価格はベネズエラのストライキで30ドルをつけた。また、CRBインデックスも本年最高を記録した。アメリカのガソリン代は消費に占めるウエイトもかなり大きい。これも景気をみる際に一つのポイントになるのではないかなと思っている。

次に、本邦の金融環境を見ると、株価下落を端緒として、不安感、不確実性の高まりが懸念材料になっている。一つは、企業マインドや消費マインドを冷やすというルートを通じて、実体経済に対する悪影響がある。もう一つは、企業や銀行の信用リスクを高め、信用調達パイプを細めるというルートを通じた金融面からの悪影響がある。こうした不安材料を背景に

景気の下振れ懸念が出はじめている。日経平均が続落しており、今日はニューヨークに続いて今のところ上がっているが、昨日は11年振りに9営業日連続下げとなっており、このようなことも市場の心理を非常に冷え込ませている。また一方、一部大手行の株価を見ると、僅か1か月強で7割も下げ、その後も軟調地合いが続いている。大手行の即時国有化懸念は一旦遠のいているが、金融再生プログラムの作業工程表の実施状況が明らかになるに従って、3月末を控えて銀行株の動向が非常に注目されているところである。今月の新たな株安材料としては、昨日の相場下落に対するコメントに色々出ているが、個人のタンス株式の売却とか、機関投資家、就中生保等の株の売りが指摘されている。3月末を控え、生保の株売りが拡大する懸念がある。銀行と生保のダブルギアリングの問題から、本行としては、その動向を注意深くウォッチする必要があると思われる。

短期金融市場の動きをみると、本年4月以降の全債務保証停止措置、また一段の株安による信用リスクの高まり、さらにはゼロ金利も手伝い、過去何回もここで議論になったように不安定化している。昨日も執行部の説明にあったように、ブローカー経由のターム物取引はほとんど出合いがなくなり、相変わらずオーバーナイト取引に集中する姿になっている。そのオーバーナイト取引も朝一番に取引が集中し、以後の時間帯では市場が薄くなり、必要なタイミングで資金が自由に確保できず、円滑性を欠いている。これが金融機関の資金繰りを非常に不安定化させている。一方、ブローカーを経由しないDD取引をみると、これまでは地銀が親密な大手行に対してターム物で資金放出をする動きがみられた。しかし、銀行株が急落した11月中旬前後を境に信用リスクへの警戒感が高まって以降はDD取引も変質している。今は長めのターム物のDD取引は手控えられ、オーバーナイトや1週間程度の極く短いターム物のDDに切り替わっている。以上の如く、短期金融市場が不安定化する中で、大手行からは、市場のターム物取引ができないことの代替として、日銀によるオペの頻度とロットの引き上げを期待する声が強まっている。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

景気の現状だが、10月の展望とリスク評価に則してみると、大筋それに沿った展開とみて良いと思う。前回会合時と比較すると、足許では輸出と生産の鈍化を物語る指標が増えてきたように思うし、また内需の先行きの厳しさを予想させる条件が明確になってきたと思う。米国では家計と消費関連の諸指標が再び底固さをみせているが、一方で生産、雇用、企業周りの指標ではモメンタムが弱まっている。もっとも米国については、株式市場が比較的安定的な動きを示したことに加えて、金利が引き下げられ、また新経済チームでの減税など景気回復に向けた政策発動の可能性が高まってきたということから、景気回復が腰折れするリスクに対する警戒感はある程度弱まったような感じがしている。一方で、世界的なデフレ懸念、過大な供給力、企業収益回復の遅れ、金融セクターの不安定感というやや中期的な要因、それからイラク問題の緊迫、それから原油価格というような短期的な要因から、株式市場には調整圧力が引き続き掛かっている状況である。この間、わが国で企業ヒアリング等から窺える企業セクターのビジネスセンチメントは、秋口に輸出と生産の頭打ちがはっきりした中でみられた悲観論が若干後退したように感じられる。理由としては、①輸出と生産の増加の果実が上期の決算の結果として確認されたこと、②アジア向けの輸出がなお底固いというようなこと、さらに、③不良債権処理の工程表が発表され、また減税や補正予算というような内容が固まったことにより、不確定要因が多少ながら明らかになったこと、あるいは、④世界的なデフレ傾向の中で、欧米政策当局のデフレ対策への姿勢が明確になったこと、特に米国は減税に対する期待が強いことが挙げられると思う。ただ、前回会合以降発表された機械受注、法人季報、雇用や所得の関連指標、いずれを見ても内需の先行きの厳しさを物語っている。今後の海外経済の動向によっては、内需に期待が持てない状況だけに、輸出・生産がピークアウト

して、2003 年度に入って景気が後退局面に向かうリスクも否定はできないと思う。また、イベントリスクへの懸念による先行きの不透明感はいささかも減じてはいない。アメリカを含めて景気回復へ向けての底支えの政策パッケージが一応出揃ったという状況であるだけに、改めて新しいショックに対する警戒感が今後高まる可能性もあることに注意を要すると思う。

先週発表された短観の結果も、この辺りの感触と整合的だと思う。短観の結果の評価について、市場では予想より良いという人と、予想通りという人と、予想より悪かったという人と、見方が分かれたように思う。結局短観の結果のどの部分にフォーカスするかによって変わったのではないかと思う。足許の業況判断DIは、製造業では大きく改善したが、これは業績の改善を素直に反映したのだと思う。また、非製造業の悪化も、一部の業種に影響されている感じがあり、全体としては緩やかな回復感がまだ残っているということは間違いのないと思う。先行きの業況判断も、悪化はしているが、これもよくみると業種によってばらつきがある。要するに、経営者としては、先が極めて読み難く、自信を持って先を語るができないという状況にあると思う。その中で、問題は、やはり改めて設備投資の弱さが確認されたこと、それから引き続き雇用と所得の調整が進むとみられること、この二点が先行きの大きな懸念要因と思う。銀行の貸出態度には未だ不良債権処理加速の影響が余り感じられないが、これはむしろこれから出てくるのではないかと思う。中小企業、特に非製造業の貸出態度判断DIも、97～98 年のレベルに匹敵するところまで下がっているように思う。楽観はできない。今後、再生プログラムにおける特別検査が行なわれ、下期の自己査定が本格化する 1～3 月には、信用収縮と企業倒産増加のリスクに対して十分注意を払っておく必要があると思う。

金融資本市場については、引き続き株価が問題である。先日の 9 千円台回復に向けての動きは、一時的なポジションの巻き戻しとみているが、証券税制、中間決算結果など今までプラスの材料としていたものが全て出尽くしてしまっただけに、今後、株式持合いの解消とか、あるいは年金代行

分の返上に伴う売りなども含めて、株価に対するネガティブ・ショックが増えてくるのではないかと思う。また、米国、欧州がデフレ対策に向かう中で、日本のデフレ解消が最後尾を走るということになる可能性が高いと思う。これが円安をもたらすのか、円高をもたらすのか、議論は分かれるところだが、持続的な円高圧力が出てくる可能性はなしとしないと思う。金融市場においては、年末の資金繰りは完了していると思うが、流動性の偏在、それからターム物オペに頼る度合いがさらに高まってきていることから、ちょっとしたマーケットの動きが不安定感を急速に招くおそれがあると思う。以上である。

速水議長

次、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

まずアメリカ経済について、一言だけだが、直近の連銀の判断ではリスクバランスが上下イーブンという見方になっていた訳だが、どちらかと言えばダウンサイドの方にリスクが大きいのではないかと思う。多少消費がスロウダウンしてきている。ただし、クリスマス商戦の結果をみてみると、もう少し明確な判断はしにくいように思う。しかし、消費について今までと多少違うニュアンスが出てきていることに加えて、設備投資の回復がやはり遅れていると言わざるを得ないように思う。緩やかな回復傾向というのが直ちに崩れるということではないと思うが、注意を要することが幾つか散らばっているという感じがする。それから、アメリカ経済についても、一般物価の下落という意味でのデフレというリスクが盛んに議論される状況になっている。サービス価格を含めて物価全体として直ちにデフレに陥るようなリスクが高いかといえ、それはそうでもないと思う。ただし、財の価格は引き続き下がり続ける。そこに、価格支配力の喪失と言われる現象が集中的に出ているように思う。それから最後に、先日ニューヨークで、あるミーティングに出てきた。そこで、先日連銀が利下げの発

表文中で言っていたジオ・ポリティカル・リスクというようなことについての議論がひとしきりあった。それを聞いていると、アメリカがイラクを攻撃した場合に、色々なショックが走るだろうという程度の単純な話ではなく、こういうことが起きた場合に、イスラム世界との間で攻撃とカウンターアタックの相当なやり取りがはじまるというようなことが心配されているという印象を非常に強く持った。そういう意味では、これは相当底の深いジオ・ポリティカル・リスクであろうと受け止められているのではないかと思う。もしそういうことだとすると、アメリカ経済にとっての中長期的なコストの上昇要因としても多分意識されているのではないかと思った。

日本経済については、今年4～6月期、7～9月期という、この二つの四半期について、成長を支えた要因というのはほぼ一巡しつつある状況ではないかと思う。今後も消費が予想外に増えるということがない限り、年度後半は、少なくとも内需についてはほとんど伸びを見込めないような動きではなかろうかと思う。国内民需の自律的な回復はなかなか期待し難い状況である。そうすると、皆さん指摘のとおり、当面は輸出次第でどちらにも振れるという展開だと思う。申し上げたようなアメリカ経済についての見方を踏まえると、現状において、輸出がいずれ緩やかに持ち直すという見通しが崩れた訳ではないと思うが、年度後半から来年度前半にかけての動きは注意してみていく必要があると思う。

そういう注意を要する事項の一つに、皆さん方も指摘された金融システム面からのプレッシャーがある。今のところいわゆる竹中プランの波及的な影響として企業金融にどういう変化が出ているかということを見た場合に、これは極めて限界的な変化に止まっていると思う。しかも、それが竹中プランの影響のせいなのか、株価下落というもう少し市場環境一般の悪化のせいなのか、それもまだ判然とはしていない状況ではないかと思う。ただ、金融機関と企業との取引関係について、企業活動を支援する方向に動いていくような兆候は今のところみえていないと思う。今後はやはりタイト化するリスクを多分に秘めている状況ではないかと思う。そこが急激

にタイト化していくような場合には、やはり注意を要するところかと思う。

最後は物価についてのコメントだが、これも理由はよく分からないまま、消費者物価についてはほぼ一定の下げという状況が続いている。当面は制度的な影響の部分を抜きにすると、実勢として消費者物価の下げ率が段々早まっていくという感じは格別見受けられないと思うが、逆に目にみえて改善していくというような展望も今のところ得られていないと思う。ただ、一般物価がジリっと下がっている中であっても、収益がかなりはっきりと持ち直してきているということは事実ではないかと思う。先程植田委員が賃金低下の効果に触れられたと思うが、加えて、やはり数量的にみた経済活動の拡大ということが、ここまでのところかなり大きな貢献をしてきたのではないかと思う。そういう意味で引き続きリアルでみた経済活動の活力を引き出していくということが重要な課題であり続けるように思う。以上である。

速水議長

最後に、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

しんがりを承っても、ほぼ各委員から問題点は出尽くした感がある。従って、重複するが、せつかく纏めてきたので少し私の意見も述べたいと思う。前回会合以来明らかになった経済指標は、先週末の短観を含めて、これまでの判断を改める材料は特段なかったと考えている。結論を申し上げると、「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い状態が続いている」として前月の判断を維持することで良いかと思う。日本経済は漸く下げ止まったが、この先モメンタムが再び強まり明確な景気回復に向かうのか、それとも景気全体は再び悪化してしまうのか、分岐点に立っているように思う。そして今後の展望を考えるうえでのポイントについて幾つか述べたいと思う。まず日本経済が目先外需の展開に依存しているという面を踏まえると、第一にアメリカ経済の状況が挙げられると

思う。米国の最近の経済指標は、幾分改善がみられて、一頃に比べて悲観色が薄らいでいるようにも思う。しかし、期待されたクリスマス商戦について、当初の勢いが続くかどうかそれも予断を許さない状況にある。先般の雇用統計なども思いのほか悪化していて、全体として慎重な見方を大きく変化させる材料はないように思われる。第二に、国内面だが、当面輸出や生産が横這い圏内の動きに止まると予想されるが、家計部門がどこまで持ち堪えられるかがポイントだと思う。個人消費はこれまで何とか底固さを保ってきたが、ベースとなる雇用・所得環境が振るわない点は先行きの不安要素であり続けている。各種アンケート調査では、冬季賞与がかなり減少する可能性も示唆されている。この点も含めて今後注意深くみていきたいと思う。また、国内面では、もう一点、不良債権処理加速の影響も引き続き注視していかなければならない項目だと思う。作業工程表が発表されたが、実際に銀行行動がどのように変化していき、それが企業金融面にどういう影響を与えるかという点はこれから先の問題だと思う。

他方、わが国経済の先行きにとって、プラス材料というか、マイナスでないという材料を敢えて探すと、まず一つは、在庫がこれまでの調整の結果、低水準にあることが挙げられる。もう一つは、企業収益も改善を続けていることなどが挙げられる。これらは、少なくとも景気循環的には下押し圧力が一気に強まることはないということを示唆していると思う。一種のバッファを持っているという状況かもしれない。

以上を踏まえると、回復に向けたはっきりとした動きがみられない一方で、大きなマイナスショックがない限り、景気全体が直ちに大きく落ち込むこともなさそうな感じである。暫くは、余り方向感のない、ダルな、どっちつかずの展開が続くのではないだろうか。この間、金融面をみると、短期金融市場では、何度かオペ金利やターム物金利が強含む局面もみられたが、本行の潤沢な資金供給の甲斐もあって、年末が近付いているにもかかわらず落ち着きを取り戻している。他方、株価については、作業工程表の公表や米国株価の回復などを背景にして、底割れ懸念は後退しているように思う。さりとて力強く反発している訳でもない。むしろ足許では、銀行

株などを中心になお不安定な地合いが続いている。やはり信用リスクに対する市場の警戒感が根強いということが窺われると思う。さらに企業金融面だが、短観では一部大企業を除いて大きな変化は窺われなかったが、中小公庫のアンケートなどにおいては、割とはっきりと金融機関の選別姿勢の強まりが示唆されている。こうした動きは、金融機関の健全性強化の過程ではある程度やむを得ない面もあろうかと思うが、そうは言っても、健全な企業をも巻き込んだマクロ的な信用収縮に繋がるとすれば、そうした動きは避けていかなければならない。先程決定した本行の担保面の措置や市場関係者、関係当局への働き掛けなどが少しでも企業金融円滑化に資することを期待したいし、そうしたメッセージを巧く対外的に伝えることが重要だと思う。以上である。

速水議長

それではここでコーヒーブレイクに入りたいと思う。10時35分までとする。

(午前10時27分中断、午前10時36分再開)

速水議長

それでは、先程の皆様の金融経済情勢について、もし追加的な意見や議論があったらどうぞ自由に発言頂きたい。

福間委員

皆さんから、「短観などを見ていると比較的良いのではないか」というような意見があった。これは、経営として、これ程デフレが続くと、それに対してある程度対応しているということではないか、対応できるところは。その結果が、一方ではリストラであるし、他方では、対外進出だし、工場移転であろう。好業績銘柄、増益銘柄を見ると、共通項はそんなところである。リストラを思い切ってやっている。だから、先程から出ている

ように、その分だけ消費がどうなるかという議論がある。価格支配力は回復するなんて考えられない。与件という格好で対応している。このためプロキュアメント・コストを下げなければいけない。どうしても労働コストを落とせなかったら外へ行くというような形になっている。その辺が微妙に影響して、短観は——先行きが余り良くないような数字だったが——現状が比較的まあまあ何とかなっている姿を示しているのかなと思う。今できる範囲内での対応をやっているというようにみている。企業金融については、ここで何回も過去議論になったが、97～98年の教訓を生かしているところは生かしている。だから、金を沢山持って、とにかく銀行を頼らないようにしようという意識が非常に強まっている。それがあのような判断になっているのではないかと。色々な人達と話しているとそんな感じを受けている。

山口副総裁

福間委員が先程言われたようなことに関係するが、一つは、ちょうど年末に差し掛かってきている訳だが、年末金融という意味でのマネー・マーケットの状況とか、あるいは企業金融について、我々が分かっていること、データとして出てきていることを見る限りは、幸い比較的落ち着いている状況だと思う。これは現状についての認識である。そう申し上げたうえで、第二に、これから年度末に向けてどのようなことをイメージしておく必要があるかという論点がある。今年の1～2月は、金融システムについての不安感が相当色々な形でマーケットに出てきていた。ペイオフ解禁という展望がみえていたせいもあり、かなり大規模な預金の移動を伴うような、不安心理の急激な表面化ということがあった。これから年度末に向けての展望については、これはなかなかイメージできないというところが正直なところだが、大手行の株価が100円近辺のところであり、100円を切っていくとある種の連れ安になるということが経験的に言える訳である。何が起きるかは分からないが、やはりそこに市場の波乱要因が潜んでいるというふうには当然考えておくべきだと思う。これまでのところは、大手行の株

価値が瞬間的に100円を切るようなことがあっても、大手行の資金繰りがタイト化するということは幸い起きていない。今年の前半に起きた預金移動の結果、預貸尻がかなり大きく変化してきていること、それに加えて我々自身が相当大量の資金を供給することの効果はかなり明確に出てきている。今後そこがどうなるか、今までとやはりかなり質的に違う局面があった場合には、当然だが日本銀行だけで凌ぎ切れる保証はない。やはり財務省、金融庁と力を合わせ、デフレ・スパイラルの契機になるような金融システムの状況というのは防止していかなければいけない。金融政策決定会合における議論としては、そういうリスクを一つのダウンサイド・リスクとして意識しておくということで、あと具体的なアクションの方はもう少し違う次元での配慮、考慮を必要とする、そういう事柄ではないかなと思う。

福間委員

今言われたように、4月、5月には流動性預金がわっと大手行に集まって、とても資金繰りなんて心配することはなかった。しかし、だんだん月を追う毎に、大きいことの負の部分が出てきたということがある。もう一つは、株価にターム物が影響するため、マーケットが信用リスクに対して必要以上に——本当は決めるのであるから「必要以上に」ということを言うてはいけませんが——過敏になっている。これが非常に厄介である。1～3月を睨んだ時には、11月中旬以降出てきた問題を両方みてもおかないといけないのではないかと思う。逆に、先程の企業金融措置なども手伝って、企業の方にツールが増える。銀行の方は、もらうものをもらって、大手行には預金わっと集中してしまった。後半のところでも議論してみたいなと思っている。とにかく、指摘のように、1～3月については相当構えておかないといけないという認識を私も持っている。

中原委員

結局、現実に預金シフト、預金の流出が起きるという事態はそれ程ない

のではない。ただ、銀行の立場として、3月末にかけて流動性預金の比率が相当高まる可能性はかなりある。その際、ALM上、流動性預金は別な扱いになるので、資金バッファは当然用意しなければならない。その面からも流動性需要が高まる可能性はかなりあるのではないかと思う。

植田委員

先程は、株価のリバウンドが弱いのは理由がもう一つはっきりしないというところに止めておいたが、自分なりに矛盾することを申し上げると、11月はじめのどこかまでは不良債権処理がハードランディング的とみられる場合にももの凄く下がったということがあったかと思うが、ここにきてどちらかというところ、そう極端には進まない、あるいはもっとネガティブに取れば、これまでどおりのパターンが暫く続いていくのではないかという期待もなきにしもあらずだと思う。それが逆に今のと矛盾するのであるが、上方向の強い動きをなくする一方、色々な悪材料には下方向に反応するという相場になっているような気もしなくもない。余り学者的でなくて申し訳ないが、さらにその中で一部行の株価がギリギリの線にあるという非常に不安定な状況と認識している。

中原委員

ザラ場で9千円回復もあったが、あれは完全にポジション調整だと思う。今の相場が実勢になっている。ただ先程申し上げたが、プラス材料と思われるものが内外とももうみんな出尽くした。そうすると、今後反応する、あるいは出てくる材料にはネガティブなものが多いのではないかという気がする。そういう意味で少し心配である。

福間委員

先程申し上げたように、DDが円滑を欠きはじめたということに加え、地銀と大手行の株式持合いが崩れはじめている。生保と親しい金融機関についても、例えば系列の劣後ローンで繋がっているなど深い繋がりがあ

が、そうでない生保の株式は、ここで解け合いが行なわれているというマーケットの見方がある。なかなか新たな株の買い手が出てこない。収益の改善はこういう形でやってくるのだということが色々言われている訳であるが、どうもそれは少し長い話で、来期どうなるかという話はやはり今出てこない。このため、金融機関の場合、どうしても売りの方が出てくる。そういうことが頭を押さえている。これは、全体の株についても言えることであるが、特に金融機関株の場合は不良債権の処理の加速という問題があるから、そういう不安感がより大きいのではないかと思う。

速水議長

11月末以降、日銀の当座預金は20兆円になった。一方で、国債の買いも年間14兆円でこれは新規の財源の半額である。これはデフレに対するかなり大きな支えになるはずである。これまで、外に対しても、金融だけでデフレを止めることはできないがデフレ・スパイラルにならないように防いでいきたいと説明してきた。経済政策その他で生産性を高めていくような政策の効果が出はじめた時には、金融が緩和されていることが必ず下支え機能を発揮するであろうということを言い続けてきている。そういう意味では、金融市場がこうして安定を維持しているというのは、やはり最近の株価変動というのは国内だけのものではないと思うが、短期金利が大体安定していることが寄与しているのではないかと思う。潤沢な資金供給を継続していることもあって、中期ゾーンの国債の利回りでも低水準で安定的だといっても良いと思う。これはやはり金融政策の効果がきちんと出ていると思う。自信を持って行って良いと思う。これからも、「もっと金融面で」ということになっても、何が効くのか、そしてまた今までこうやって当座預金を増やす方向できたがどうするか、国債の買い増しということがやってきたことがこれからもどういう効果を持つてくるのかということがはっきりしないと次の政策というのはなかなか見えにくいとは思ふ。むしろ今のこの企業金融などの市場をどんどん開拓しておく必要がある。これは今日明日でできるものではないが、早く手を差し伸べて、そういう

効果を作っていくことが新しい生産の拡大、経済の拡大に対してプラスになっていくのではないか。つまり先程、福間委員が言われていたことであるが、ここへきて短期金融が少し不安定だという話が出たように思うが、これは極く一時的なものではないかなと思う。年末でもあるし。

福間委員

年末要因もあると思う。というのは、10日過ぎてまだ年末を手当てするような銀行があるとすれば、それは少し色々な問題を持っている銀行である。10日を越えると、近いエンドの取引はパタッとなくなるが、相変わらずターム物については需要がある。であるから、銀行は、非常に短いところについてはそう心配していない。ターム物については、そう長い物ではなく、3か月、4か月、5か月、6か月とかいうような期間、あるいは6か月を少し過ぎたような期間である。銀行ではなくて企業にいて思ったのは、株が下がり、市場に不安が走ると、心理的には世界の金が全部欲しい位の心理になってしまう。特にマーケットが出合わない状況にあると——今ターム物がそうであるが——出たところで全部取ってしまえという、全取りをやろうという意欲が非常に強くなる。そういう現象が11月にある一行にあった。そうした心理が恐い。要するに、オーバーナイトとかその辺になるとダブダブであるが、少し先のターム物については、その時に株が下がった場合には非常に不安心理が強くなる。このため、そうした場合には、先程から出ている株をもう少し安定させなければならない、そのためには銀行がもう少し儲けなければいけないということになるが、基本的な理屈を言えば、銀行としてのプロスペクタスが、「こうやりたいのだ」というように投資家にアピールするものがないと、なかなか株は安定してこないのだろうと思う。だけど、これは今日明日実現できる問題ではない。そう考えると1~3月を展望した場合には、山口副総裁も言われたが、色々難しいなと思う。

山口副総裁

ただ、今のところは、オペレートも——ターム物でやっている訳であるが——言われたように大分落ち着いてきている。取り敢えずはクレジット・リスクの問題を流動性で何とか押え込んでいる状況だと思う。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

他になければ、金融政策運営方針の方へ移っていきたいと思う。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。もう一度須田委員からお願いしたいと思う。

須田委員

まず金融調節方針については、金融経済情勢について前回の決定会合時からほとんど変化はみられないので、現在の方針を維持することが適当であると考えている。次に、今回決定した企業金融円滑化策について簡単に意見を述べておきたいと思う。まず、適格担保拡大措置について、一般的には、担保制約を緩和する効果、相対的に市場性の高い担保を開放する効果、企業向け与信のリファイナンス効果などが期待される。また担保掛目の細分化には担保拡大効果がある。従って、今回の措置が企業金融の円滑確保に資することを期待したいところである。もっとも、日銀は既に十分な担保を受け入れている。また、現在、市場金利は公定歩合よりも低い。こうした状況のもとでは、これらの措置による企業金融の円滑化効果は差し当たり限界的なものに止まらざるを得ないと思う。しかし、ABC Pの適格担保拡大は発行額ベースで約14兆円と大きい。いつでも担保として差し入れることができるという意味での安心感を与えることができる。このため、万一金融システムが不安定化する時には大いに効果が発揮されるものと思う。またABC Pの取引先保証債務に関する不適格化の要件を時限措置ながら緩和することは、今後ABC P市場が拡大する弾みになり得るように思う。

ところで、日銀が量的緩和政策を採用して以降、量の効果がどのようなかたちで経済に影響を与えているのかを注意深くみてきた。最近、企画室が、行内資料であるが、「2001年以降の当座預金残高の増加が為替レートのリスク・プレミアムを削減し、その効果の程度は小さいものの、円安をもたらした可能性がある」という興味深い分析結果を出している。当座預金の増加局面と円安局面が時期的に一致しているということは確かである。ただし、そのペーパーでも指摘されているように、因果関係については、当座預金の増加が、為替レートのリスク・プレミアムを削減させ、円安をもたらしたという解釈も可能だが、他方、国内景気の悪化が、金融緩和追加策、当座預金残高の増加に繋がり、同時に内外景況感格差も拡大し、それが円安をもたらしたという解釈も可能である。私は、今のところ後者の考え方を取っている。ただし、量的緩和政策が円安をもたらすことは理論的にも考えられないことではない。そこで量的緩和の効果がポートフォリオ・リバランスという形で顕現化することはないかという点を見守ってきた訳であるが、どうやら家計部門の投資行動にやや表われつつあるように思う。家計は1,400兆円程度の金融資産残高を保有している。そのうち外貨建て金融資産の保有額、保有比率がじわじわと増加している。今年9月末時点では、家計の外貨建て金融資産残高は15兆円である。家計の金融資産全体の1.1%に過ぎないが、外貨準備の1/4強に相当する規模でもある。量的緩和をはじめた2001年3月末との対比では、1年半で6割弱、コンスタントに増えている。今の日本では、それなりに資産を持ち、かつリスクをとれる経済主体は家計だけである。これが、当座預金残高の量拡大効果なのか、ゼロ金利の効果が浸透しはじめたからなのか、議論の分かれるところだと思う。その議論は別にして、今の金融政策の枠組みが、家計の外貨建て資産へのポートフォリオ・リバランスを引き起こしつつあることは確かである。これが今後も増加していくのか、そして、こうした家計の資産選択が為替レートにどのような影響を与えるのかを注意深くみていきたいと思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員をお願いします。

田谷委員

景気の先行きについての見方は厳しくなっているが、とり得る手段が限られているうえ、マネー・マーケットの状況が比較的安定的となっているので、今回は現状維持でいきたいと思う。足許の資金余剰感は引き続き非常に強いものがある。翌日物金利はほぼゼロに張り付いているし、短期の売出手形レートは、このところ最低水準の0.001%を続けている。短資会社の日銀当預残高がかなりの額になっていることから余剰感の強さが窺われる。ターム物金利も、銀行株の下落で一時上昇の気配をみせたが、その後、日銀の追加的な資金供給もあって低下してきた。これは、ユーロ円レート、短国レートについていえることである。交付税特会借入レートやCP発行レートについては、微細にみればジリ高になっているが、特に問題にする程のものでもない。長期国債の流通利回りも低位で安定しており、10年物金利は1%を切るまでになっている。社債、CPの対国債イーロード・スプレッドの状況にも変化はみられない。もっとも、株価が軟調を続けている。こうした市場の落ち着きも一時的との見方もあり、注意が必要であると思う。先程来、福間委員、あるいは中原委員、あるいは山口副総裁の議論に表われているように、マネー・マーケットの底流が本当に安定的と言えるかどうかということにはかなり疑問がある。私も同じ認識である。

現在の量的緩和はそれなりの効果があったと思っている。第一に、中短期金利の低下と安定、流動性リスク・プレミアムの抑制、そしてそれらを通して金融市場の安定、また経済情勢の安定に貢献してきた。しかし、第二に、金利低下で説明できる以上のいわゆるポートフォリオ・リバランス効果や期待の変化については、これまでのところ余り観察されなかったのではないだろうか。比較的风险の小さい資産、例えば高格付け社債の利回りを低下させた可能性はあるが、為替相場に影響したかどうかについて

は明確な効果は確認されていないと思う。今、須田委員が言われた個人の
外債投資の拡大についても、金利低下が長く続いていた効果とポートフォ
リオ・リバランス効果というのを現時点で分離する方法というのではないと
思うので、リバランス効果であるとはなかなか言いにくいのではないかと
いう見方をしている。量的緩和には、それなりの効果はあったと思うが、
景気を浮揚させるには力不足であった。それは主として二つの理由がある
と思う。第一に、金利に低下余地が乏しくなっていること。第二に、金融
機関、企業がバランスシート調整を行っており、資金供給、資金需要、
双方に収縮圧力が掛かっていることである。金利面からさらに考えること
はないかを状況に応じて検討すると同時に、金融機関、企業のバランス
シート調整を、副作用を抑制しつつ加速させるために何ができるかを考え
たいと思う。

ここで最近再び話題となっているインフレ・ターゲティング政策につい
て、一言、二言触れたいと思う。仮にインフレ目標を時限を区切って実現
しなければならなくなった場合、日銀単独では困難である。政策効果がそ
れなりの可能性をもって想定できる手段を使い尽くしている。ところで、
政府が需給ギャップ縮小に向けて政府支出の拡大なり減税を十分に行な
い、その財源を国債の増発で賄おうとした場合、金利には上昇圧力がかか
るはずである。そうした状況下では日銀にもそれなりの対応余地が出てく
るように思う。しかし現状はそうした状況にはないと思う。以上である。

速水議長

次に、植田委員お願いします。

植田委員

私も、企業金融、あるいは銀行間市場の変調には細心の注意を払いつつ
という条件付きで、今回は現状維持で宜しいかと思う。そのうえで二つ、
三つコメントしたいと思う。

一つは先程須田委員と田谷委員が言われた、個人の外債投資の話である。

単純に考えると日銀のオペは個人相手にやっている訳ではないので、日銀が出した流動性が行く相手は金融機関だと思う。従って、量のリバランス効果というふうに、個人の外債投資をみるのはやや難しいのではないかなと思う。勿論間接的なルートはあるのかもしれないが。

それからテーマとしては前半の話の部分とかなりオーバーラップしてしまうが、ちょっと時間が足りなかったので、デフレと金融政策の問題について私も一言だけコメントしたいと思う。一部に、一般物価のデフレ傾向が諸悪の根源であるという論調がある。勿論デフレは問題であり、日本銀行としては克服する努力を続けるということだと思うが、それだけで全てが解決するのではないという認識も大事かと思う。そういうことで数分話してみたいと思う。一般物価のデフレの方は1%位の水準でここ数年安定している訳である。深刻な問題としては、例えば不良債権問題がある訳だが、それが1%の一般物価のデフレと密接に関係しているかという点、まあ因果関係を否定するものではないが、むしろ、より深刻なのは資産デフレであるということかと思う。例えば、どこかの違う席でも申し上げたが、不良債権の程度が深刻な産業から深刻でない産業に並べてみると、深刻な産業の方が一般物価のという意味でのデフレは深刻でないという現象が逆に観察される。日本経済の不良債権問題も含めた深刻な問題のかなりの部分は資産デフレと密接な関係を持っているという気がする。そのうえでだが、資産デフレは起こるべくして起きたという面と、ここ10年間の政策対応にややまずい点があったから調整幅が大きくなっているという面の両方があるように思う。前半の部分だが、これはやはり非常に長いタームでみて、日本経済が長期的な意味で壁に当たっている。さらに、バブルの生成と崩壊、その後遺症もあって、資本の収益率が低迷しているということが大きな原因ではないかなと思う。それに伴って資産価格の下落、設備投資の低迷ということが起こっているのだと思う。これは資産価格が十分下がるか、あるいは技術革新、賃金の調整等で資本収益率が上がってくるかということではないと、調整が終わったり、資産価格、設備投資が本格的に上昇するという局面に入らないのだと思う。二番目に、その調整の

過程で発生した不良債権処理が必要以上に長引いてしまったために、資産デフレと不良債権の経済への悪影響、その間に悪循環が発生して——特にまずかった時期は97～98年だと思うが——、これが資産デフレ、あるいはその他の現象の悪性度を高めたという面があるかと思う。そういう中で一般物価のデフレ傾向は、前半も申し上げたように必ずしも加速してきていない訳である。これは、99年の資本注入もあるが、日本銀行が金融不安の拡大を抑えるために様々な努力を続けてきたということがかなり効いているのではないかなと思う。従って、一般物価の-1%のデフレを短期間にプラスというところに持っていくことについてはこれまで必ずしも成功していない訳だが、デフレが加速していくところを抑える一因として金融政策がかなりの役割を果たしてきたということは、私は間違いないのではないかなと思う。今後も引き続き、深刻な流動性クラッシュを避けるようなオペレーション、勿論そのうえでプラスのインフレ率を目指すということであるが、そういう努力を続けていくべきであると思う。ただ、それだけでは日本経済は本格的には立ち直らないということだと思う。また、不良債権問題の処理についてもそうかと思う。それは必要だが、やはり金融面で支えているうちに実体面から前向きの動きが起こってくるということになってはじめて本格的な回復に繋がるということかと思う。こうした中長期的な日本経済に関する認識のもとで、最初に申し上げたように、今回は年末の資金動向等にも配慮しつつ、政策的には現状維持で宜しいかと思う。

速水議長

次、春委員お願いする。

春委員

先月15兆円ないし20兆円のレンジの上限を目指す運営をはじめから、市場金利の上昇圧力は緩和して、11月下旬における手形買入オペの落札金利の上昇などの振れはあったが、全体として極めて落ち着いた緩和的な

状況が維持されていると思う。従って、当面は現在のディレクティブを継続し、20兆円の上限を目標に運営することが良いと考える。ただし、皆さんも言われているが、短期金融市場が運用者の運用意欲停滞等で市場機能が低下していると言われている中で、年末に向けて十分な注意、なお書きの適用も含めて十分な注意が必要かと思う。また、1～3月にかけて、色々な意見があったが、為替や株価の動きを含めて、金融システム不安に繋がるおそれのある色々な事態の可能性がないとは言えない。今後の状況の変化に備えて、さらなる金融緩和の可能性について十分検討しておく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

正直申し上げて、前回の政策変更以降これ程短期間のうちに20兆円に到達するとは思っていなかった。これは恐らく短期金融市場が非常に緊張していたということ、就中特定の銀行の株価が非常に下落したというようなことが不安心理を呼び、このような変質に繋がったのではないかと思う。今後、いよいよ年度末接近に伴って、短期金融市場については、万一に備えるということも含めて、銀行株の動きを注視すると共に、今回はともかくとして、場合によっては当預ターゲットをさらに引き上げるということを考える必要がある。実は15～20兆円にすれば3月末まで持つのかなと思っていたところ、あっという間にこの20兆円が達成された。このことに驚いているが、今後については、そうした認識が必要であることをまず申し上げている訳である。

その時の具体的なツールとしては、これはもう過去やってきたことだが、一番目は手形オペ期間のさらなる延長ということと、二番目はオペの頻度と一回当たりのロットの増加ということである。銀行の人達と話すと、今は、当預残高の拡大よりもむしろオペの拡大を求めている。当預残高とい

うのは結果だということである。いよいよALM上のラダー管理を行なう重要な資金調達ツールとしてオペに期待してきている。このこと自体は、長期的には市場規律という面では問題を呼ぶ部分があって、決して良いことであるとは思わないが、当面短期金融市場の安定を図るうえではそうした措置もやむを得ないのかなと思う。頻度と一回当たりのロットを拡げるということもやむを得ないのではないかなと思っている。当座預金残高は結果であり、むしろこのような措置にややウエイトをかけたオペレーションを行なうことが、余りにも丁寧に面倒を見過ぎるといふ嫌いもあるが、当面はやむを得ないのではないかなと思っている。三番目は、長期国債の買い切りである。これは当預ターゲットを上げた時にその手段としてその必要性があれば使うということである。時間があつたら後で議論をしたいと思う。私は買い切りオペを拡大することによって一番の問題は、イールドカーブをフラット化することではないかなと思っている。イールドカーブがフラット化するというのは、ある意味では、金融機関の死を意味する。だから、これは非常に気を付けないといけない。金融システム対策をやっていたら、金融システムそのものに毒を盛ってしまったということにならないように、この問題をそういう観点からもみていく必要がある。四番目は、補完貸付制度の利用期間の拡大と適用金利の引き下げである。今まで申し上げた、オペ期間のさらなる延長、オペの頻度と一回辺りのロットの増加、それと長期国債。それに加えて、補完貸付制度の利用拡大である。今、銀行は、従来以上に流動性管理が難しい局面に置かれている。一つは、株価が不安定な時には、時として流動性預金が流出するという動きがある。二番目は、コミットメントラインを増やしたために、予想以上に企業がコミットメントラインをドロウするという事。その結果、銀行も、その対策として、今まで企業に与えていたオーバードラフト枠の利用を停止、または中止、あるいは抑制というようなことを企業に依頼している。これらの要因はいずれも、流動性需要が非常に変則的に動くということ、またそれをカバーするコール市場の出合いが、前半でも申し上げたように、朝一番では取引ができる訳だが、日中にあるいはその途中で大量にやろうと

するとできない。そうすると日銀に預けておいた方が良いという格好になっている。こういう状況を踏まえて、市場の流動性不安を極力抑えるために、現在5営業日の公定歩合の適応期間を時限的措置として延長するという必要ではないかと思う。このようなことは実は9月に1,350億だったか、O/Dの利用があった。この背景については、インターバンクで資金融通するということは、期末を控えてB I S対策上信用リスクをとることになる、リスクアセットを大きくする、従って、日銀に預けておいた方が良いということになる訳である。期末にかけて信用リスクを意識するようになると、今のような状況ではインターバンク市場の出合いが細る。その補完措置という意味でも、補完貸付の弾力化が必要ではないかと思う。

以上を念頭に置きつつ、今回は前回の調節方針を継続することで良いと思う。当面は20兆円近傍で、かつできるだけ20兆円台を維持しつつ、当預需要を注意深く調節して欲しいと思う。目先、年末要因が高まることに加えて、株価動向如何では再び信用リスクが高まるという可能性も残っている。注意深く市場を睨みながら機動的になお書きを使って資金供給を行なってもらいたいと思う。以上である。

速水議長

中原委員、お願いします。

中原委員

先程申し上げたとおり、来年度春先から景気がピークアウトするとの懸念は拭いきれない。しかし一方で、ここへきて減税・補正予算の骨格が固まったというようなこと、あるいは欧米で景気対策、財政面からの対策等が打たれはじめているということ、引き続きアジア向け輸出は底固いというようなこと、こういう点から来年度上期から海外景気の回復に支えられて輸出主導の緩やかな回復が再びはじまるという現在の標準シナリオはまだ崩れていないと思う。また、財政面、税制面での施策が出尽くす中で、今後追加緩和策への圧力が高まると思うが、何らかの政策レジームの変更

を伴わない限り、追加緩和策発動の余地は極めて限られている。このような状況を踏まえて、今回は現在の政策を変更せずにもう少し様子を見るといふことにしたいと思う。勿論年末を控え、流動性供給には万全を期す、あるいは信用リスク・プレミアムの動きに注意を払う、外銀の動向あるいは邦銀の外貨資金繰り、ジャパン・プレミアムの状況等のモニターも強化し、要すれば、なお書きを機動的に発動して年末金融の安定化に万全を期す必要があると思う。

先行き標準シナリオを超えた景気の悪化の蓋然性が強まるような場合、あるいは株価の動向やイラク情勢から考えられるネガティブなショックが生じた場合には、当然、追加緩和策を打たねばならないと思う。その際に具体的に検討されるべき問題について、私の問題意識、あるいは自問自答と言った方が良いのかもしれないが二点ばかり述べたいと思う。まず第一に、長期国債買切オペの位置付けである。最近の市場の受け止め方は、長期国債の買い切りを流動性供給の手段としてではなく、むしろ買い切りの金額の多寡を緩和の程度を計る尺度とみるような議論が増えているような気がする。新規財源債 30 兆円余りのうちの 50% を輪番オペで吸収していることから、長期金利の水準に既に働き掛けているという現実は否定できないと思う。一方、財政のマネタイゼーションという意味では事実上ここまで進んでいるということもいえる訳である。また、当座目標の引き上げが实体经济に働き掛けるチャネルが巧く機能していないとすれば、長期金利の低位安定によるリスク・プレミアムへの影響の方が確実かもしれないという気もしている。勿論、先程福田委員が言われた銀行収益の観点からの問題はあり得る。いずれにせよ、これらの現実を踏まえて輪番オペの目的と銀行券発行残高の範囲内という上限について再検討することが必要かと思う。なお、買い切りの大幅増加を図り、上限の撤廃をすれば、財政規律の維持と日銀バランスシートの健全性確保についての政府とある種のアコードが事実上必要となることは考えておくべきであると思う。

第二に、インフレ・ターゲットと時間軸の考え方についてである。イン

フレ・ターゲットを設けても伝統的金融政策手段に止まる限り、少なくとも一定の期限内にターゲットを達成するための手段はないと思う。その意味でインフレの目標設定とその手段は一体で議論されるべきである。非伝統的政策手段がもたらすかもしれない大きな副作用を考えると、このような手段を必要とするようなインフレ・ターゲットは政府と日銀の共同の責任のもとにしかあり得ないと思っている。ただし、政府による財政規律維持に関わる明示的かつ継続的なコミットメントがあり、かつ達成の期限を明示せずに、短期的な金融政策の機動性と自由度が保証される限りにおいては、日銀と政府が共通の一定の数値で示した物価上昇率を望ましいものとして共有することに問題はないと思う。現在の時間軸がある種のインフレ・ターゲットであるというのはその通りであるが、これは目標を直接コミットするものではなく、その達成のための方法の継続をコミットするものである。量的緩和の実体経済に対する効果が顕現し難い状況のもとで、実現の困難さが、時間に関わるリスク・プレミアムの考え方を一方通行のものとして、様々な相場観の中でプライスが決まるというマーケットの持つ本来の機能を失わせる。同時にデフレ期待を強めているのではないかとさえ思う。また、時間軸からのイグジットを考えると、遅かれ早かれ、日銀として望ましい物価上昇率とは何か、ということについてのスタンスを明らかにせざるを得ない。そういう時期がくるといっても考えておく必要があると思う。

速水議長

次に、山口副総裁お願いする。

山口副総裁

金融調節については当面現状維持で良いと思う。20兆円前後の資金供給のもとで、マーケットは、年末接近にもかかわらず、ほぼ落ち着きを取り戻している状況である。当面は、来年1～3月の動きを様々な可能性を頭に置きながら様子を見るということで良いと思う。

長期国債について何人かの方から言及があったので私も一言だけ申し上げたいと思う。これまでは、当座預金という形での流動性を供給するうえで必要とあらばこれを弾力的に活用していくという方針で臨んできた訳である。月間4千億円という買い切りからスタートして、現在1.2兆円まで、ちょうど三倍増というところまできている。流動性供給という観点からは、局面において有効な手立てであったと思う。しかし、先程須田委員が少し言われたようなアセット・リアロケーションというような効果を持ったのかどうかということについて、私自身は少なくともここまでの実績については懐疑的に思っている。特に最近、金融機関の自己資本制約が非常に強く、一層強く意識されるようになってきている訳で、逆に言えばリスクテイクする力が一層低下しつつあるという状況だと思う。そういう中で、アセット・リアロケーションといっても、自ずから極めて強い制約の中でしか働けないことだと思う。家計について須田委員が指摘されたようなことについては、先程植田委員がコメントされたのと同じ感想を持つ。長期国債の買いオペというのは、長期国債の買い、短期国債の売りという、いわゆるツイストオペレーションと短期国債の買いということに分解できる。これが何かの意味を持つとすれば、先程福間委員が言われたツイストオペの部分で、イールドカーブをさらにフラット化させていくということに一つの意味合いがあるのだろうと思う。それは、現在のアメリカのように、10年債で4%、30年債で5%というようなイールドが成立している場合には、これをかなり大幅にフラット化させるということが景気刺激という意味で恐らく有意な効果を持つだろうと思う。しかし、現在、既に0%と1%というところで成り立っているイールドをさらにフラット化させていくということの経済的な効果はどれ程のものなのか。ないとは言えない訳だが、逆に金融機関収益を圧迫するというネガティブな部分もある。それらの比較考量の中でこの問題は評価されるべきではないかと思う。今後とも必要とあらばさらに国債の買い切りを増やしていくということが良いのではないかと思うが、今直ちに増やす必要はないのではないかと思っている。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

経済金融情勢に大きな変化はない訳で、金融市場も全体としてみれば比較的平静を保っている。そういう状況を踏まえると、今やっている金融市場調節方針を維持するということが適当だと思う。そのうえで日々の調節に当たっては、これまでとおり 15~20 兆円程度というレンジの上限の 20 兆円程度を目指すということで良いかと思う。勿論年末を直前に控えているし、また株価なども依然不安定な動きを続けているので、流動性需要がいつ高まってもおかしくない状況にある。その際には、調節方針にあるなお書きを活用して適切に対処するということはあるまでもない。金融機関の担保差し入れ状況からしても、一層潤沢な資金供給は十分可能なはずだと思う。

それから、田谷委員や中原委員が、デフレ脱却、インフレ・ターゲティング等について触れられたが、私もちょっとだけコメントする。今のデフレ現象は、今となっては日本だけの問題ではない。大袈裟に言うと、東西冷戦終焉以来、実はじわじわじわっと潜在的なものから顕現化してきた世界的な現象である。それが今や表面化して、シンクロナイズしているような姿ではないかと思う。しかし、日本には日本独自の事情がある。日本経済がほぼ 10 年にわたって低迷を続けているということが今の日本の物価状況に顕われている。物価だけに特別なことが起こっている訳ではないと思う。私は、経済が持続的な成長軌道に戻ればデフレ脱却も自然に実現するはずだと考える。過去の例をみても、物価の上昇というのは経済の上昇に遅れてやってきたという経験則がある。そのうえで今の政策手段についても、その順番についてよく考えておく必要があるのではないかと思う。まず、デフレ脱却というのであれば、財政支出を思い切り増やせば物価は上がるだろう。もしかしたら不良債権処理も今はやめておいた方が良く

ということになるかもしれない。しかし、それが長期的にみた日本経済の発展にとってプラスになるとはどうしても思えない。政府もそう考えているからこそ財政再建や不良債権処理をもまさに今進めているところだと思う。もしそうだとすると、この調整の間、ある程度物価に下落圧力が掛かるということは当然の帰結として受け入れるべきなのかもしれない。それを受け入れないということは、結局構造改革や財政再建路線にもそぐわないということになっていくのではないだろうか。政策の考え方はあくまでも構造改革によって日本経済の力を高めて持続的な成長軌道に戻り、それを通じてデフレから脱却するということであるべきだと思う。言うまでもないことだが、日本銀行は物価の安定を目的としている。中央銀行としてインフレになってもデフレになっても何も良いこと、得なことはない。そういう意味で、我々は金融政策というツールを通じてデフレ脱却の努力を続けている積もりである。決して怠っている訳ではなくて、むしろ従前はインフレ・ファイター、インフレ・ファイターと言っていたが、今や私共はデフレ・ファイターでもある訳である。しかし、今のデフレは金融政策だけで解決するということはできないということは、大体認識が深まってきているのではないかと考える。以上である。

速水議長

それでは私の見解を少し述べる。経済情勢については前回会合以降、景気の基本的な判断について変更を迫るような材料はみられていない。従って、前月の判断を維持することが適当であると思う。この点は皆さんの意見と大体一致していると思う。またリスク要因についても、引き続き不確実性の高い状況ではあるが、前回会合以降、下向きリスクがさらに膨らんでいるといったことはないように思う。まず米国経済だが、11月入り後の指標は消費者コンフィデンスの改善など、どちらかと言えば緩やかな回復が続いていることを裏付ける指標が目立つ。ただし、米国の企業部門では、設備投資が回復に至っていないことや、雇用環境が悪化しているといったことを踏まえると、先行きの米国経済については、クリスマス商戦

の動向なども含めて引き続き注意してみていく必要があると思う。国内金融市場では、一部銀行株に引き続き不安定な動きがみられるが、長短金利は年末を控える中でも全般に落ち着いた推移を辿っている。流動性を巡る懸念はほぼ払拭されていると思う。このような経済金融情勢を踏まえて、当面の金融政策運営については現在の調節方針を続けることが適当であると思う。冒頭に決定した企業金融面での方策については、企業金融の円滑にも相応の効果を発揮するとともに、証券市場を通じた企業の新たな資金調達ルート的发展にも寄与することを期待している。今後とも不良債権処理の加速が健全な企業の資金調達に影響を及ぼすことのないように、企業金融の動向を注視していく必要があると思う。

また政策運営に関連して幾つか申し上げたいと思う。一つ目は、不良債権問題の位置付けについてである。不良債権問題とは、単なる金融機関の問題ではない。これは同時に企業の過剰債務の問題であって、また構造調整圧力のもとでリスクに見合う収益を上げられる企業が十分でないという日本経済そのものの問題だと言える。従って、この問題を解決していくには結局経済全体の生産性を高める必要があると思う。さもないと、銀行が今ある不良債権を処理しても、また新しい不良債権が生まれるだけだと思う。この点は、関係者内でしっかり共有されるべきだと思っている。

二つ目は、経済の再生とデフレ克服との関係についてである。現在日本が進めようとしている政策は、あくまで構造問題の解決を通じて日本経済を持続的な成長基調に戻し、民間需要を伸ばし、これを通じてデフレからの脱却も果たすというものだと思う。財政再建や不良債権処理は短期的には景気を下押しし、物価を下落させる方向に働く。しかし長い目でみたら、経済の再生のため、不可欠だと考えるからこそ、敢えて今これらを進めているはずだと思う。また、そうしたプロセスを経て経済が持続的な成長軌道に戻れば、その結果としてデフレ脱却も自然に実現できるはずである。

一方で、こうした政策を採りながら、インフレ目標を設ければインフレ予想を高められるのではないかといった議論がある。しかし、こうした政策は次のような意味で適当であるとは思わない。一つは、これまで議論さ

れていることだが、十分な裏付けのない宣言でインフレ予想を高めていくことは難しいと思う。また、そうした宣言を行なうこと自体が政府の政策も含めた政策運営全般への信認を損ないかねない。もう一つは、インフレ予想の高まりが需給バランスの改善や経済活動水準の高まりによるものではなくて、将来中央銀行が十分な政策対応ができなかったり、また日本経済そのものへの信認を危うくするような手段が採られるとの予想に根ざす場合である。そうした形でのインフレ予想の高まりは、デフレ脱却や、ひいては日本経済の持続的発展自体をも大きなリスクに晒すものだと思う。足許日本の成長率は、プラスを維持している。物価下落率も、CPIでみて-1%未満である。WPIはむしろ今プラスになっている。勿論これで良いと決して考えていないが、だからと言っていわゆるインフレ・ターゲットを採用することはこの経済をそうした無謀な賭けに晒すということであって、政策として適当でないと思う。むしろ重要なことは、日本経済が現在の調整を潜り抜ければいずれ持続的な成長に復帰できるという明確な道筋を示すことだと思う。これによって人々の成長期待が高まれば、これが家計や企業の支出スタンスや資産価格に好影響を及ぼしていくということになると思う。すなわちインフレ予想ではなくて、成長予想を高めるということが重要であって、それこそが経済再生に向けた政策の王道であるということを申し上げておきたいと思う。私の意見は以上であるが、追加的に議論があればどうぞ願います。

須田委員

本筋からちょっと外れるが、色々意見を頂いたので、簡単に答えておきたい。私は、今の量的緩和政策について、ゼロ金利を継続することに加えて、量の効果を追求している面もあるという捉え方をしている。従って、今個人がかなり外債を買うようになっているという現象については、今日日本で円資産に運用しても僅かなリターンしか得られないということがかなり影響を与えていると思っている。そういう意味では、ゼロ金利が浸透している効果が大きいと当然思っている。では、量の効果は全くないのか。

長期金利にも何らかの影響を与えているかもしれないし、リスク・プレミアムにも影響を与えているかもしれない。こうした間接的な効果を今のところ完全には無視できないように思う。今のフレームワークを続けていく中で、それが個人の外債投資を今以上に益々増やしていくかもしれないと思う。そういう意味で申し上げた次第である。

植田委員

福間委員と中原委員からやや踏み込んだ議論があったので、私も関連してコメントのような、意見のようなことを幾つか申し上げてみたいと思う。最初に、確か福間委員からロンバートのもう一段の活用を考えても良いのではないか、という意見があったかと思う。私もそれはリーズナブルな方法だと思う。銀行の流動性不安を解消するにはある意味で一番簡単な、はっきりとした方法である。しかし、これが自由に使える、かなり自由に使えるという予想が銀行間ででき上がると、普段からエクセス・リザーブを持っている必要が非常に減ってしまう訳である。それはそれで経済的には何の問題もないと思うが、量的緩和という錦の御旗とちょっと矛盾してしまうという問題をどう考えるかというところは残るかと思う。

それから二番目に中原委員が言われた今後の政策のオプションとして、長期金利に対する働き掛けをもう少し考える方向で長国オペを見直すという手もある、そういうオプションがあるということは言われるとおりに思う。ただ、そのうえで現在の時間軸的な行き方と、もう少し直接長期金利ないしその一部であるリスク・プレミアムに働き掛けるというのを比較した場合に、前者の方がマーケットの機能を弱めているというようなことを言われたかと拝聴したが、それは私の感じとはやや逆かなと思う。というのも、現行スタンスだと、やや意識すれば、将来の短期金利予想に潤沢な資金供給を約束するという形で働き掛けており、短期金利がほぼゼロになる期間がどれ位続くかということはマーケットの予想に委ねている訳である。その意味でマーケット・メカニズムは、ある程度は尊重されているのかなと思う。それに対して直接長期金利に働き掛けのようにオペを

使っていくと、そういうところも場合によっては押え込んで長期金利を動かしていくという意味合いが若干出てくるように思う。それに関連して、何らかの理由でインフレ期待が高まってきたというような場合には、時間軸を使っている場合、時間軸は短くなって長期金利に素直にそれが反映されるように思う。それに対して、無理矢理長期金利をコントロールしようとしている場合には、直ちには反映されず、あるところで不連続に反映されるという意味で、その周りで不安定な動きが起こるリスクもあるように思う。

それからインフレ・ターゲティングに関連しては、これは中原委員が言われたとおりにかと思う。現行スタンスがインフレ・ターゲティング的であるというのは、私も前から申し上げているとおりである。ただ、言われたように、現在あるインストゥルメントで、使っている手段で、有限時間内に、例えばゼロを上回る安定的なインフレ率を達成するというところまでは約束していないという意味で、弱いインフレ・ターゲティングであるということは確かかと思う。そのうえで、何らかの手段がみつかって、それは脇役かもしれないが、もう少し前向きに、場合によっては有限時間内の達成も約束できるかもしれないような時に——そういうことがあるかどうかはよく分からないが、もしあったとしてだが——、そういう場合には0から2というような非常に狭い範囲の、普通であればある種リーズナブルな範囲のターゲットを約束するというのはそう簡単でない、という気が私は直感的にはしている。つまり、なかなかインフレにならないところから無理矢理やっけていく訳なので、恐らくかなりの確率で2では止めたいが、オーバーシュートしてしまう。そこからまた下がってきて、場合によったらまたマイナスに突っ込んでまた上がるというような、非常に不安定な動きを覚悟しつつやっけていくということできないような気がする。従って、本気でやるのであれば——その手段もないかもしれないが——、ターゲットレンジの設定には非常に慎重でないといけなかった。以上である。

須田委員

今の植田委員の意見に賛成である。IMFのロゴフが日経に書いていたが、0～2%という狭い範囲でインフレ・ターゲティングをやることはバンカーから直接ピンに入れるようなものである。今これ程デフレが続いている時に無理にインフレにしようとしたら、なかなかマイルドなインフレを引き起こすというのは無理だと私は思っている。もし、そうであれば、そういうふうに言うておきながら目標を越えてしまうことの問題点、すなわち政府や日銀に対する信頼ということを考えると、ひょっとしたらプライス・ターゲットの方が良いのかもしれない。ただ、そのプライス・ターゲットといっても、ではどこを目標にするのかという問題もあるかもしれない。でも、少なくともプライス・ターゲットにしておけば、初期のインフレ率が目標から外れるということではない。実現可能性というのは別の問題だが、頭の体操としては、デフレが続いている中で、そこから無理にでも物価を安定させていこうといった時にはそれが良いのかなというような感じも持っている。

山口副総裁

インフレ・ターゲットにせよ、レベル・ターゲティングにせよ、なかなか有効な手段がないという点は同じ問題を抱えている訳である。

須田委員

勿論そうである。

中原委員

時間軸と長期金利の低位安定という問題については、植田委員が言われたとおりである。私も色々勉強するところという議論を伺うのだが、やや感覚的なのだが、たまたま昨日か今朝の日経にもちょっと出ていたが、「どうせ日銀はデフレ脱却できないのだから、金利の心配はないよ」という意識がかなりマーケットに定着している。これが去年の秋口とちょっと状況

が違うと思う。去年の秋口は財政規律の議論とか、日銀が長期国債の買い切りを増やすことについてマネタイゼーションという観点から、金利はかなりフレキシブルに動いていた。今の状況は、ポジショントークだとは思っているが、全ての材料をブルな材料として扱おうというムードが長期金利のマーケットにかなり強くなっている気がする。一応トークとしては36兆円でまあ何とか予想の範囲内だとか、調節の方も大体予想通り、あるいは補正予算もそれ程財政の問題を心配しなくて良いと、こういうトークがあるが、それはまあ、やや事後的な自己満足のための説明である。本当に財政のマネタイゼーションを議論するのであれば、長期国債の5割を日銀が買っているという事実をもっと問題にすべきであるにもかかわらず、むしろそれは債券市場の良い材料にされている。勿論市場のことだから、何かのきっかけでこれが大きく変わる、あるいは極端には円のキャピタル・フライトが起きるような事態だって想定できないことはない。いずれにしても、マーケットは完全に日銀の政策の足許を、あるいは財政の足許をみているという感じがしている。国債バブルとは言わないが。むしろ大きな枠組みの中で、一定の範囲内で、長期金利が弾力的に動くような状況を作って、将来の金利変化に対するリスク感覚をマーケットの主体が持つようなマーケットにすべきではないかなと思う。先程は低位安定させるべきであると申し上げたので、私が言っていることは若干矛盾しているが、今のマーケットは、完全に一方通行、相場観も一方通行、多少色々なことを言ってチャンスを作るような動きもあるが、ややそういうムードが完全に定着してしまったような気がする。

福間委員

同じような意味だろうと思うが、今なぜ国債がこういうところで低位安定しているのかというのは、財政規律と金融規律が——金融規律というのは、我々がターゲットを持ってやっていることであるが——市場メカニズムを何とか維持させているからだと思う。市場メカニズム、財政規律、金融規律の三つが非常に微妙なバランスの上に立っており、そうした中で市

場と対話している訳である。この一角が崩れるとディシプリンの崩れということに繋がる惧れがあると思う。現在、これだけ市中銀行が国債を保有しているし、ここもかなり持っている。ディシプリンをしっかり持つということが今一番重要だろうと思う。買い切り額を徐々に上げていくとか、あるいは量的緩和を徐々にするとかいうことは、まどろっこしいかもしれないが、これ以外に方法はないのである。これをバツとやると一挙に崩れると思う。そうした場合に、今申し上げた当事者の損失が非常に大きいのではないか。あるいは、ガバメント・ファイナンスが非常にやり難くなる。今はディシプリンがあるから動いているのである。この辺の側面も認識しておく必要があるのではないかと思う。

田谷委員

長期金利のことで幾つかコメントしたい。確かにディシプリンは、財政も金融も非常に大事であり、それが崩れていないということが今の日本の長期金利の位置を決めていると思う。もう一つ、国際的にみて、例えば今年に限っても、あるいはこの5年間に限っても、どういう動きをしているかということ、やはりアメリカの10年物あるいはスイスの10年物、ドイツの10年物を見ても、日本以上に下がっている訳である。例えば、多分今年3月位から現在に至るまで、スイスにしても、アメリカにしても、1.3%前後は下がっていると思う。そういう中でだんだん日本の金利の下げ余地が少なくなっているというのが実態だろうと思う。しかし、どうしてそういう状況になっているかということ、今福間委員が言われたように規律は一応ある、そこで連動性の中で下がってきた、しかし下げ余地が小さくなってきたということではないか。日本のJGBマーケットを捉えて、「バブルだ、バブルだ。」と言われる方がいる。では、国際的な動きをみて、世界的にバブルが起こっていると言うのか。はっきりした結論はないが、私はそんなことはないのではないかという気がしている。

それからもう一つは、先程、中原委員が言われていた点に絡むが、当預残を増やす目的のためにこれ程長期国債の買い切りを増やしてきたが、こ

こにきて、金額が3倍にもなっている。こうした中で、価格に対する影響を余り与えないように買っているとは言いながら、やはりだんだんそのようなことができなくなってきたのだろうと思う。前回、私は、買い切りをもう少し増やしたら良いのではないかと申し上げた時に強調したが、その時々マーケット状況をよくよく考える必要がある、今では増やすのもあるいは増やさないのもかなり相場に影響を与えてきているという実感があるということである。既に我々が言っている目的から少しはみ出した部分があるのではないかと。それを無視できないのではないかとということをお願いしたいと思う。そのうえで、福間委員がかなり具体的なことを言われたことについては、今直ぐ何とも答えようがないが、中原委員が言われたことを含めて次回会合までに私も詰めて考えていきたいと思う。

福間委員

今言われた内外金利差について、マーケットにいる人は10年物でみている訳である。現在大体3%ある。まあ良いスプレッドだなという感覚で捉えているのであろう。外の部分の影響はあろうかと思う。ただ、98年に0.7%まで落ちたのは恐慌相場であった。そういうものからみれば、今の相場の方がヘルシーだと思う。

須田委員

長期国債を買っていくということは、沢山買えば、勿論価格に影響を与えるのだと思う。しかし、結果がそうであっても、目的化するかどうかというのは全く意味が違うと思う。やはり結果としては影響を与えたということがあっても、流動性供給ということを目指してやっているのか、あるいは価格に働き掛けようとしてやっていくのかというのは違う。やはり価格に働き掛けようというふうな政策になってしまうと、かなり大きな段差があるなというふうに感じている。

田谷委員

たぶん強調の仕方だと思う。私も長期金利をコントロールしろと言われてもコントロールする自信は全くない。であるが、その側面がどうしても出てきているということが申し上げたかった訳である。

速水議長

今、国債の新規発行額が年間 30 兆円としてそのうち日銀の年間購入額は 14 兆 4 千億円である。残高としてはまだそんなに大きい訳でもないが、他の国からみて、「半分以上も中央銀行が買わないと駄目なのか」ということになる。怖いね。

福間委員

だから、恐らくナロウ・パスを歩いているのだらうと思う。量をボンと増やしたりすると、「何だ、金融は目茶苦茶ではないか」ということになる。あるいは、国債の発行をもっと増やすと、ムーディーズはともかくとして、「何だ」ということになるであらう。そういう意味では、非常に狭いパスの中で回復を探らなければいけない。そのためには経済主体を動かすことだと思う。個人には個人、企業には企業、それぞれがファンクションしなければならない。もうそこまできている。国が何とかするとか、中央銀行がどうだとか、ナロウ・パスの中ではそういうことではなくなってきているようなところもある。ここでは、そういうところを議論しているのではないかと思う。

山口副総裁

中原委員が言われたように、日本銀行の今のフレームワークというのはインフレ率がプラスになるまでこの緩和を続けるということであるが、そういう状況が直ぐ訪れるとも思えないという読みと裏腹に、JGBのところで1%を切るか切らないかという辺りのギリギリのポジションを作ったり崩したりということが行なわれているのだらうと思う。逆に言うと、何

らかの形で何らかのことがきっかけになってインフレ予想というのが出てきた場合には、当然、ギリギリのところでのポジション・ゲームというのが急速に崩れていく訳なのであろう。ここは、福間委員が言われたように、98年の時には、運用部ショックで0.7~0.8%の利回りが暴騰していった訳であるが、あれに近いことが起きるのかもしれない。

速水議長

他に意見はあると思うが、一応ここで政府から出席頂いたお二方の意見を聞かせて頂きたいと思う。竹中経済財政政策担当大臣、谷口財務副大臣の順で願います。

竹中経済財政政策担当大臣

9月の末に金融担当大臣の兼務を命ぜられてから、なかなかこちらの方に出席する機会がなく、久々に出席させて頂いた。それ以前に比べてもかなり本当に踏み込んだ議論をされているということに関して、感謝を申し上げたいし、敬意を表したいと思う。また、金融担当大臣としては10月30日に「金融再生プログラム」を纏めた。その過程で速水総裁はじめこのメンバーの皆さん方には色々アドバイス・指導頂いたということを含めて感謝申し上げたいと思う。「金融再生プログラム」については皆さんのようなプロフェッショナルな方が読めば分かると思うが、マスコミではいろんな歪んだことを言われている。しかし、かなりきちんとした政策の枠組みが用意できたのではないかと自負をしている。あれはあれで是非ともきっちり実行に移していきたい。今まさに実行に移す段階であって、そのための準備を粛々と進めている。その過程でも是非ともいろいろな意見を賜りたいし、アドバイスもして頂きたいと思っている。最近の政策動向を若干紹介したうえで、幾つかの議論をさせて頂きたい。

まず、景気の認識である。今週水曜日、月例経済報告をする。我々の方は日銀に比べて早く少し良くなったかなという見方をしたが、先月からは、その持ち直しの動きが続いているものの、それが緩やかになってきている

という判断をしている。そういう不確実な要因が高まっていると、環境が厳しさを増しているということに関しては、さらにもう一步慎重な見方をこの時点ではしなければいけないのかなというふうに思っている。

そのうえで、そうした事態も踏まえて、今、政策の論議が色々なされている訳である。まず、補正予算の考え方を是非紹介しておきたい。来年度は、様々な形で国民負担が増加する。つまり政府がその分資金を吸い上げるという形になる。もう一方で、昨年度の第二次補正予算については——これは公共投資で国費で2.5兆円、全体で4兆円、GDP0.8%位の補正予算を組んでいる訳であるが——、そのかなりの部分というのが今年度に支出されている。今年度のこの支出部分が来年度はなくなってしまう。これらをトータルすると、大体GDP比で1%分位、公的な部分が民間経済にマイナス圧力を掛けるというような試算になるということである。こういう状況下ではそれを是非オフセットしておきたいということである。そこで、税収不足分に加えて、約3兆円の補正予算——その半分はセイフティネットであり、その半分が構造改革とかそういうことの社会資本整備ということであるが——と先行減税を来年度の予算について行なう。我々は来年度について2兆円というふうに主張していたが、色々な経緯で1.8兆円となった。しかし、約2兆円ということである。色々な制約はあるが、ほぼGDP比1%位をオフセットするという形にはできたのではないだろうかと思っている。一方で、先程から財政のディスプリンの話が出ているが、この財政の健全化への道筋は何としても維持したいということである。2010年代の初頭にプライマリーバランスを回復させるという目標は是非とも維持したい。そのような維持できるギリギリの形になったと思っている。具体的に申し上げますと、プライマリーバランスの赤字の対GDP比は、今の補正予算を前提にすると、今年度末でGDP比5%位になると思われる。それを10年間でゼロに持っていくということになると、単純に考えて、年平均にしてGDP比0.5%位、財政の健全化を行なっていかなければいけない。諸外国の90年代における財政健全化の例をみても0.5%とか、0.6%位GDP比年平均でやってきている、勿論、もっとやっ

たところもあるが。その意味ではこれ以上赤字が増えると、やはり、後々の予算編成や財政運営も大変だということも含めて、かなりギリギリのところと判断をさせて頂いた積もりである。税制については、それはその決定プロセスについて色々な批判がある訳だが、中身については、我々としては、かなり重点を置いた証券関係の税制についてもかなりの進歩をみたと思っている。また、大変地味ではあるがNPO税制についてもかなり大きな進歩があった。その他、贈与税や相続税の問題もある。パーツ、パーツについてみるとそれなりの成果があったのではないかとと思っている。我々としては、法人税の減税そのものを中長期的には見据えている。この税制改革は、抜本的な税制改革の初年度、あくまで初年度である。引き続き努力をしていきたいと思っているところである。再生機構等、他にも報告することがあるが、時間のこともあるので、是非一点、今我々が一番関心を抱いており、日銀の皆さんとも是非議論したい問題について話をしたいと思う。

小泉内閣になってから毎年1月に「改革と展望」という中期ビジョンを出すということを定着させようと思っている。これまで、財政の話は大蔵省、マクロの話は経済企画庁というふうで、その間にマクロ経済見通しと財政の中期展望の間に何の整合性もないという形であった。このビジョンは、こうした形を変えて、マクロ経済と財政を整合的にみるという仕組みである。それを漸く作った訳である。その中で、デフレをどうするかというのはやはり大変重要な問題になってくる。一方で、財政の制約の中で財政の健全化への道筋を示しながら、しかし不良債権処理の加速等々、当面は集中調整期間というような位置付けをせざるを得なくなってくる。その意味では、デフレの脱却というか、克服時期が少し後ろに行かざるを得ないような状況になっている。だが、金融担当大臣として、改めて色々な精緻な積み上げをやっていく中で、名目の成長率と各不良債権の遷移確率——正常先から要注意先、要管理先、破綻懸念先というこの遷移の確率であるが——を様々なケースで計算していくと、やはり名目成長率はかなり連動していることが明らかである。その意味ではデフレと不良債権問題の

悪循環をどのように断つかというやはり厳しい問題に直面する。金融再生プログラムの中で我々ができること、それと財政の健全化を前提としながらできるだけ財政でも支えるということをやっているが、デフレとの関係でいうと、やはりその金融政策に対する期待というのは、あくまで一般論としてだが、やはり高いとならざるを得ないということになってくる。そういう我々のシナリオから言うと、やはり金融政策への期待というのはどうしても高くなってくる。金融政策には金融政策としての当然の色々な難しさがあって、皆さんのここでの議論もそのパーツ、パーツに関しては、全く私もそのとおりでと思うが、では一体、日銀としてはデフレの克服のストーリーをどのように描いているのか、あるいはひょっとしたら先程の中にもあったが、暫くはこの克服を諦めろという議論も含まれてくるのか。金融政策だけで解決しない要素価格デフレの部分もある。その解決は大変難しいということは我々も理解をする。やはりそのうえで敢えて、それらを踏まえたうえで、デフレについて、デフレの克服、ないしは日本経済のシナリオについて、日銀としてはどのように描いているのか。もう1年以上前だが、こういう問題を話した時に、日銀としても是非検討してみるとというような話だった。そんなに簡単な答えが出るものでもないと思うが、是非やはり、そういう観点からの議論も進めて頂ければなと思っている。政府・日銀が一体となって、デフレ克服を目指し、できる限り早期にプラスの物価目標の実現に向けて取り組むことが必要である。従って、いつもどおりではあるが、日本銀行におかれても、さらに実効性のある金融政策を行なって頂きたいというのが、私共の期待である。

速水議長

では、谷口財務副大臣お願いします。

谷口財務副大臣

デフレの克服は、政府・日銀が引き続き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。

政府は、先般、10月30日に、取り纏めた「改革加速のための総合対応策」を補完・強化するため、12月12日に、「改革加速プログラム」を策定し、平成14年度補正予算の編成を行なうこととしている。

現在、日銀は金融機関に対して、潤沢な流動性供給を行なっているが、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。

日銀におかれては、こうした心理を覆すような強い政策態度を示すためにも、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。

また、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します。

さらに、今般、企業金融の円滑確保に資する措置について具体的な提案がなされたが、こうした措置が一日も早く実施されることを期待している。

なお、前回会合で申し上げたとおり、為替介入の不胎化を行なわないことを検討頂きたいと考えている。

さらに付け加えて申し上げますと、為替介入については前回の決定会合でも申し上げた訳だが、今15兆から20兆のその20兆の上限の近傍辺りで当座預金の残高をやっている訳であるが、為替介入を非不胎化すると言えば、この分に積み上がるということになる。これを「なお書き」でやって頂ければというように考えている。

それと先程からの議論の中で、長期国債の買い切りオペのことについて言及があった。これについては従来から申しているようにポートフォリオ・リバランス効果といったような観点で、前回も申し上げたが、私は、個人的には、例えば月2兆円というような形まで増額してはどうかというふうに考えている。そうすると、近い将来に天井を突き破るといったことになる。そういう場合には、例えば平成15年度末、つまり平成16年3月だが、この間は、天井を取り除くといったかたちで、この効果の発現の状況を見守るというようなことを検討して頂いたらどうかというように考えている。

それともう一つは、本日も企業金融のことについて具体的な提案があった訳だが、マネタリーベースが増えたにもかかわらず、マネーサプライが増えない。民間金融機関の金融仲介機能が十分機能していないということがある訳である。このような状況の中で、企業サイド、特に中小企業は資金が借りられないといったような困難な状況が目立っている。このような状況の中で、実効性のある金融緩和措置の実施と中小企業金融の円滑化とこういうことの二つの目的を同時に達成するような工夫を頂ければどうかというふうに考えている。例えば、中小企業金融公庫や国民金融公庫といった政府系金融機関に財投機関債を発行させ、それを日銀が引き受けるというようなことである。日銀が貸付け原資を無利子、もしくは極めて低利の利子で融資する。また、その窓口は中小公庫または国民金融公庫になる訳だが、政府系金融機関を通じて日銀が実体的にマネーを出す。いわば、ツー・ステップ・ローンである。このようなことについても検討頂ければというふうに考えている。既に今、年末が近づいているが、年度末については、先程の議論の中でもあったように、かなり不透明なところもある。私共はこういうようなことを考えている訳だが、是非検討頂ければということである。以上である。

速水議長

どなたか意見があればどうぞ。

植田委員

デフレと不良債権の関係については、今竹中経済財政政策担当大臣が言われたことと逆のことを先程申し上げたと思う。私がみていたデータは産業別のクロス・セクションのようなものであり、竹中経済財政政策担当大臣が言われたのは恐らくマクロのデータかと思う。必ずしも両者は矛盾しないのかもしれないが、そのうえでさらに、不良債権からデフレという因果関係もマクロにはあるのだと思う。例えば、97～98年に厳しいクレジットランチが発生して、マクロ的に経済は悪くなっていったというのもあると思う。

竹中経済財政政策担当大臣

そこは基本的にはそのとおりだと思っている。不良債権からマクロのデフレへの影響があるということが、不良債権処理を加速するという政策の一つの基盤である。しかし、そのうえで先程申し上げた遷移確率等々の分析もあるということをやっと紹介した次第である。

植田委員

谷口財務副大臣は「長期国債をもっと買うように」という話だったが、我々の間でも国債買いオペの意味付けにおいての議論をやっとした訳である。財務省としてはどの辺の効果を狙ってということによってそのように主張されているのか。

谷口財務副大臣

先程申し上げたように、リバランス効果という観点である。ただ、こういう方法があるのではないかと。例えば、先程出ていたインフレターゲットという議論がある訳である。これは政治の舞台でかなりの方が言われている。これについては、私共は、前回から申し上げているように、今まさに総裁が言われたような観点もあるので、慎重にやらなければいけないと思う。しかし一方で、ギリギリのことを日本銀行としてやって頂くといったような場合には、そのような方法があるのではないか。今、聞いていても何人かの審議委員の方から、それに対して否定的な考え方、また肯定的な考え方もあった訳であるが、次のステップに入るといったような発言もあった訳である。そういうような観点での議論もお願いしたいというように考えている。

植田委員

国債を買って、キャッシュを渡せば、そのキャッシュで金融機関が何かまた別のものを買うであろうという効果のところか。

谷口財務副大臣

貸出も増えていくようなことにも繋がるのではないか。

須田委員

買入消却についてはどのように考えているのか。同じようなことが起こり得るのではないか。多分これから財務省がかなりの額でやられると思うのだが。

谷口財務副大臣

そのようなことについては、「我々のところはどういうことを考えているので検討頂きたい」というようなことである。その詳細までは私共のところでは考えていない。

須田委員

さらにもう一言だけ。先程、なお書きでということと言われたが、なお書きというのは時間が経てば元に戻るということなのだが、そういう理解で良いか。

谷口財務副大臣

非不胎化のことか。

須田委員

然り。なお書きで、という趣旨がよく分からなかったのだが。

谷口財務副大臣

当面の間、効果の発現という観点で我々は言っている。当面の間、資金を吸収しないというようなことをなお書きで、為替介入をやる場合にはやって頂ければと考えている。

藤原副総裁

宜しいか。今のなお書きについてだが、現在我々が使っているなお書きというのは、その流動性の必要性が生じた時に一時的な対応としてのなお書きという趣旨である。技術的な問題であるが、「なお」という意味で、「なお」の中にこういう趣旨もある、ああいう趣旨もあると色々入れることに馴染むかどうかということがあると思う。それから前回も副大臣から非不胎化介入の話があって、今日もなので、私も一言コメントする。実務的な観点からすると、日本銀行の金融調節では、この会合で決めた金融調節方針に従って、毎日毎日、様々な資金の出入りがある中で、その中で為替介入資金もその中の一部として活用しながら行なっている。為替介入資金と金融調節の関係についてこれは、不胎化、非不胎化といった単純な二分法で分けて考えるということは実態には余りそぐわないのではないかという感じが一つする。それからよく言われることだが、カネに色は付いていない。例えば、ある一定の当預残高に対して介入部分をプラスアルファする場合、アルファの部分だけが緩和効果の一つのメルクマールになるということもあるが、そういう必要がある場合には、我々はこの間からやっているように10兆～15兆円というレンジをさらに15兆～20兆に上げるというふうに、金融緩和の一つのステップとしてこれまでもやっているのだと思う。勿論、私は浅学非才だが、経済学者の中に非不胎化介入の色々な議論があるということも色々読んだりしている。市場関係者の見方の中にもそういう考え方があるということも承知はしている。しかし、金融調節全体の中の一部を無理に取り出して、そこだけに着目する見方なのではないか、というような気がしてならない。つまり、全体を捉えてないのではないかという気もする訳である。その中で、非不胎化介入を論ずる人の中には、マーケットの人もいる訳で、それが一種のマヌーバーと言うか、ポジション・トークに使っている人もいるのではないか、ということもあるのではなからうか。

谷口財務副大臣

前に申したように、為替介入をやる場合には、やはりその効果という観点がないとやらない訳である。短期的にみると、やはりこのスペキュレーションといったような動き方をする場合がある訳である。ご存知のとおり、この1週間辺りで5円円高になった訳である。そういう状況を是正するといった観点での介入はあり得る訳である。我々もそのように言っている訳である。この効果を即時的に減殺するといったようなことについては問題があるのではないか。例えば今、言っているように15兆～20兆円の上限の近傍にある訳である。この時に仮に、為替介入を行なって、例えば1兆円なり2兆円なりやったといった時に、20兆円を超えるといったような場合も、短期間はお書きで処理してもらいたいということなのである。言われるように、カネに色は付いていない訳だから、そこはそういうことであろうと思うが、為替を介入するというような、一つの目的を持った政策について、協力を願いたいということである。

藤原副総裁

意見は二回聞いたので良く分かったが、効果という点についてだが、金融緩和の効果というのは、今言及されたのだと思うが、為替介入の効果があるからこそ、介入をなさるのであり、ヘクティックな動きがある時にそれを均すということの効果、それは一つあって、それが結果的にというか、そこに繋がって金融緩和の効果のところを今言われている訳であろう。言われることは分かるが、市場全体をみてやっている実務的な面からみるとちょっとやはり馴染まないのではないかとといった感じを私見として今感じている。

速水議長

為替レート変動については、我々も無関心である訳ではない。景気や物価、あるいは金融情勢にどういった影響があるかという観点から、いつも注意深くみながら、金融政策を行なっている訳である。金融政策運営に当

たって、そういった考え方に立ち、現在、15兆円～20兆円のレンジの上限である20兆円程度に当座預金残高を維持することで、それを一応目標とすることが適当と判断している訳である。従って、色々な資金の調達、資金繰りが大きく動き、また為替も市場で大きく動いている訳だが、円売り為替介入があったからと言って、その分直ちに当座預金残高の目標を上げなければならないという状況にあるとは考えていない。そのもとでの日々の金融市場調節運営については、日本銀行にお任せ願いたい。具体的な金融市場調節の仕方について、政府関係者が対外的な場で発言されると金融市場にも影響を及ぼすことになるという点を今一つ理解頂きたい。

谷口財務副大臣

私共の方は何回も繰り返し申し上げるが、為替介入という観点での効果を申している。これについて日本銀行の協力を得たいということをして申している訳である。それこそ今、まさにこれからどのような状況になるのか、例えばドルの危機といったようなことも言われている訳であるが、そういった状況の中で為替が変動するような場合に、一層効果的な介入にしめるための協力を願いたいというような観点である。その辺りをまさに、政府・日銀一体となった考え方をお願いしたいと思っている。

中原委員

非不胎化議論については、前回であろうか、議論があって、日銀としてはかなりリラクタントな姿勢が強く出ているように思うが、私は、量的緩和が効果あるという前提に立つ限り、理論的には当然非不胎化は効果あるという前提で議論することになる。まず谷口副大臣が言われるとおり、財政資金の出入りと同じ議論はできないと思う。通常の経常的な税金の払い、あるいは給与の支払、こういう財政資金の出入りと一定の政策目的で市場取引を政府自身が行なう、そのために財政資金を使う、当然ながらその財政資金の効果を最大限発揮せしめるには、二次効果、三次効果も含めてその効果を最大に刈り取るべきである。日銀・財務省という立場を離れ

て言えば、財政資金の主要目的からして、通常の経常的な財政資金の受け払いと同一に、毎日のように、それだけのカネが動いているのだから意味はないという議論はおかしいのではないか、という気がしている。それからもう一つ、法律的な観点から、日銀の金融政策、それから財務省としての為替政策という立場の議論があるように思う。やや突き詰めて言えば、日銀は金融政策で市場に流動性を供給して、その流動性が為替相場に間接的には影響を与えている。それに対して、財務省は、為替政策に対して日銀が介入しているとは当然みない訳である。同じような裏返しの趣旨として、為替政策の一環として供給された流動性について、日銀法云々という議論でこれを迎え撃つ必要はないのではないか、という気がしている。私に言わせると、なお書きに書くかどうかということとは別に、現に、去年の9月には、あれだけの介入を青天井の流動性供給で、實際上マーケットは、「おや、日銀は不胎化しなかったね」とこういうことが言われていた。現行のディレクティブと整合的にこの問題を扱うのは非常に技術的に難しい。恐らくやるとすれば、事務方同士のあうんの呼吸で、なお書きをある程度利用した形でやるしかないのではないかと私は感じている。私も浅学非才であるが、ちょっと意見を申し述べた。

田谷委員

それでは私も宜しいか。為替介入の効果ということを考えれば、やはり通常言われているのは協調介入であるとか、あるいはやり方が押し上げ、押し下げ型であるとか、あるいはマーケットに行き過ぎ感があるとかいうことと含めて、政策的な対応がある時に効くということは一般的に言われている。それを言った後だが、さて、それでは介入資金を非不胎化して下さいと事前に言われた場合、二つの意味からちょっと私はネガティブである。一つは、余り強い理由ではないが、当座預金残高の上下と為替相場の変動には必ずしも十分な因果関係を見い出せていないのではないか、ということが一つ。見い出せているというスタディもあるが、私はまだそれは十分ではないと思う。第二に、介入の結果として動く当座預金残高がある

訳だが、介入がいつ起こるか分からない訳である。事前に当座預金残高の引き上げというのがその時点で実現可能なのか、あるいは望ましいのか。それを予め判断しろと言われても、私にはちょっと難しいと思う。従って、介入資金の非不胎化をなさと言われても、ちょっと私はネガティブになる。理由は今、申し上げたとおりである。

谷口財務副大臣

市場関係者も、まさに市場におられる方も沢山おられる訳だが、市場関係者であるとか、やはり米国の通貨当局の方も、為替の介入をするならば、その効果という観点ではそう言っている訳である。田谷委員のように効果がないと言われる方もいるかと思うが。

田谷委員

いや、効果そのものは否定はしていない。効果を強めるためには、色々な条件があって、その一つには政策対応の裏付けがあるということが言われている。であるから、そういう要望の背景はある訳である。だが、事前にそういう非不胎化を要望されても、その先程申し上げた二つの理由から、ちょっと難しいと、私は言わざるを得ないと申し上げている訳である。

速水議長

小さい国であれば、そういうことが非常に良く効くのだと思う。しかし、為替市場も 24 時間世界中で巨額なカネが動いている。円の方も市場が大きい。従って、先程中原委員が言われた、昨年 9 月の話にしても、これは 115 円位までドルが弱くなって、言ってみればドル危機だった。国際通貨がこんなことでは危ないということで、塩川財務大臣も自分で動かれて円売りドル買いを巧くやった訳である。同時に私共の方でも 2 兆円の流動性供給をやっている。流れたカネはカネで全部みたうえで、ここでも 2 兆円の流動性供給をやったはずである。このようなことで、十分みていけるのでそれを不胎化する必要はない。約束だけだと思う。この辺でもう余り…。

谷口財務副大臣

一言宜しいか。その時に十分に資金供給をされた。まさに藤原副総裁が言われたようにカネに色が付いていない訳だから、不胎化をし、資金供給したということと、不胎化しないということと、どれ程の意味があるのか。だから、そういう観点で、私は何人かの方と、執行部の方と話をしたが、いわば感覚的にも拒否されるといったようなことについては如何か、といったようなことを言っている訳である。是非、日本銀行の中でも余り協議されていないのではないかと思うが、また協議の場であればと思っている。

速水議長

ただ今の発言は参考意見ということで伺っておく。それでは他に議案がなければ議案の取り纏めと採決に入りたいと思う。先程の委員方による主張によれば、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。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。他に正式に議案を提出されたいという方がおられるか。それでは、異議がないようなので採決に移りたいと思う。

榊田企画室企画第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。」。別添である。「平成14年12月17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

異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、金融市場調節方針に関する議案を採決する。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、その結果を報告して下さい。

[政府からの出席者退室]

[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

採決が終了したので政府からの出席の方を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針として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、これを以って指示するのでお願いします。なお、決定事項の公表は会合終了直後に行なうことにする。

次に移る。企業金融の円滑化に対する対外公表文の決定をお願いしたいと思う。執行部は原案を読み上げて下さい。

和田企画室参事役

それでは読み上げる。「2002年12月17日。日本銀行。企業金融円滑化策について。1. 日本銀行は、10月30日の金融政策決定会合での討議を受け、企業金融の円滑確保のため、一段の工夫を講じる余地がないかを検討してきたが、本日、以下の措置を講じることを決定した。(1) 証書貸付債権の担保拡大。貸付期間3年以内の証書貸付債権の担保掛け目を引き上げるとともに、貸付期間5年超10年以内の証書貸付債権を新たに適格担保に加える(従来は5年以内)。(2) 資産担保コマーシャル・ペーパー(ABC P)の適格基準の緩和。日本銀行取引先の保証するABC Pは、担保および現先オペの対象資産として原則不適格であるが、2004年度末までの時限措置として適格の扱いとする。2. 日本銀行による潤沢な資金供給は、金融機関の流動性調達の不安を取り除くことを通じて、貸出を行いやすい環境を整備する効果を有している。また、既に行っている社債等の企

業債務の担保受け入れやCP現先オペも、企業金融の円滑確保に相応の寄与をしている。3. 日本銀行としては、今回の措置が金融機関の企業向け証書貸付債権やABC Pのリファイナンスを容易にすることを通じて、企業金融の円滑化やABC P市場の発展に寄与する効果を期待している。なお、ABC P、資産担保債権（ABS）等の証券化市場の発展に向けて、制度面の見直しが進むことが期待される。4. 日本銀行としては、不良債権処理の加速の影響も含め、企業金融の動向を今後とも注視していく方針である。以上。」。

速水議長

意見等あればどうぞお願いします。

福間委員

これはどうするのか。

白川理事

もし了解頂ければ、前々回の10月30日の決定会合で決定したので、これを受けて、これはややテクニカルな話なので少し丁寧に説明しないといけないと思う。この紙とそれからテクニカルな解説を加えて、私が記者レクをするということを考えている。

福間委員

漫画が必要だそうだから。

白川理事

絵もちょっと描いて説明しようと思っている。

須田委員

ちょっと寂しいなと思ったのは、この3. の点である。日銀としては一

所懸命に頭を使ってこういうことに協力しているのだが、この書き方は少し距離を置いているというか、何か…。

白川理事

この紙を書いた気持ちとしては、日本銀行が自らのアクションでやることはしっかり書く。それから日本銀行が当事者ではないけれども働き掛けること——今、須田委員は頭を使うというように言われたが——については、自分自身で頭を使っているというのも如何なものかと思ったので、別の紙——この前説明したような紙——を使って若干解説するようにする方が印象として良いかなという感じはしたが。勿論それも判断ではあるが。

藤原副総裁

ストリップス債はここには入れないのか。

白川理事

然り。ストリップス債は企業金融の円滑化というものではないので、ここでは外している。ただ、いつも決定があると、テクニカルな発表はテクニカルに発表している。それは勿論説明する。今日、せつかく企業金融について説明するので、企業金融とは直接関係しないが、今回こうやるということも合わせて説明をしようとは思っている。ただ、これに書くにはちょっと関係がないかと思う。

藤原副総裁

分かった。

速水議長

どれ位の金額になるかという質問があるだろうが、それは言わないのか。

白川理事

先程のA B C Pのプログラム・ベースで、例えば17兆円という数字があった。勿論それが全部入るかどうかわからないが、一応現状こういう数字ですよという形で数字にも言及しようと思う。勿論、誇大宣伝はしてはいけないが、しかし、適切に過不足なくPRをしたいと思っている。現実には既にあるマーケットからくるものと、それからマーケットそれ自体が拡大する効果ということも期待するということも合わせて言おうとは思いますが。

速水議長

異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは事務局は正式な対外公表文を持ち回って委員から決裁を得た後、結果を報告して下さい。

[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

では、ただ今政策委員会として全員一致で本日決定した、企業金融の円滑化策に関する対外公表文が決定された。本件の対外公表についても会合終了直後に行なうことにする。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次の議題に移る。金融経済月報の検討、採決である。金融経済月報の検討に入りたいと思うが、金融経済月報のうちの最初の 4 ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。まず調査統計局の門間企画役と企画室の櫛田企画第 1 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

それでは実体経済部分だが、手許の紙には右上の方に少し大きめの字で差し替えと入っているか。宜しいか。それで説明する。冒頭の総論だが、「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」の後、前月は「不透明感が強まっている」としていたが、今日はさらに強まっているということではないので、「不透明感が強い状態が続いている」として、判断を据え置き、現状維持ということである。それから各論だが、内需項目については、一切変更はない。輸出は、前月は「輸出の増勢も一服しつつある」としていたが、今日は「横這い圏内の動きと

なっている」ということで、言っている内容は変わらないが、時間の経過に伴う表現の変更である。次の鉱工業生産だが、前月は「増加テンポが緩やかになってきている」、今日は、それがもう少し横這いになってきているので、「増勢は一服してきている」としている。ここは下方修正といえれば下方修正だが、想定通りのことが起こっているということであるというふうに理解頂ければと思う。それから次の企業収益、業況感である。前月には対応する部分がないが、今日は短観が出ているので、慣例に従って、短観月なのでこれを書いているということである。「企業収益は改善を続けているが、そのテンポは緩やかになりつつある。企業の業況感についても、緩やかな改善が続いているものの、先行きに関しては慎重な見方となっている」ということで、短観に即して書いている。次の雇用・所得環境だが、細かいことを申し上げますと所定外労働時間、新規求人、あるいは雇用者数と、若干表現の変更はあるが、全体的な判断は変わっていないので、「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」という判断である。先行きのところはほとんど変わっていない。最初の三行が海外経済に関する前提だが、一個所だけ、前月は「やや弱めの経済指標が増えている」という表現があったが、今日は、さらに増えているということではないので「経済指標が総じて弱めであることを踏まえると」というふうに若干変更をしているが、基本的な判断は変わっていない。その大前提が変わっていないので、その後、国内経済に関してほとんど表現の変更はない。当面、輸出は横這い、生産も横這いということで、その後の内需項目についてもほとんど変更はないが、一個所だけ若干変更したのは公共投資である。前月は「減少を続ける」、今日は「減少傾向を辿る」としている。これは、今回の補正予算が結構な規模になるということが分かってきたので、それを踏まえて若干表現を変えているということである。それから、その下の「以上を総合すると」というパラグラフである。変わっていないが、一応総括部分なので読む。「今後わが国の景気は、来年の海外経済について緩やかな回復を前提とすれば、いずれは輸出、生産が再び増加に向かうことを通じて、底固さを増していくものと考えられる。ただ

し、過剰雇用や過剰債務の調整圧力が根強い中で、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、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」ということである。その後、いつものように海外、国内とリスク判断がある。海外の方は、「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」の後、前月は「不透明感が一段と強まっている」と書いていたが、今月はさらに強まっているという感じはないので、「下振れのリスクには引き続き注意を要する」という表現にしている。国内について、前月は「株価がかなりの下落」と書いていたが、今月はさらに下がっているということではないので、「株価が不安定な動きを続けているだけに」として、その後は同文である。物価については、輸入物価が、前月は「上昇に転じている」、今月は2か月目なので「上昇している」としている。国内卸売物価については、前月はプラス要因、マイナス要因、そこに書いているような色々な要因があって、これらが「概ね相殺し合って、横這い圏内」と書いていたが、今月はプラス要因の方がちょっと勝っていて、国内卸売物価は3か月前比で+0.2%という数字がついているので、「強含んでいる」というふうに判断を上方修正している。それから「物価を取り巻く環境」以下のところはほとんど変更がないが、下から4行目のところ、一行にわたってアンダーラインがある。国内卸売物価は今月でおしまいであり、来年からは国内企業物価になる。そのことに言及するとともに、卸売物価で言えばおそらく当面若干強含みだろうが、新しい指数では少し弱めになるということがあるので、「当面、横這い圏内で推移する」と書いてある。消費者物価については全く変更ない。実体経済面は以上である。

櫛田企画室企画第1課長

続いて金融部分だが、今配った手書きで修正した紙に基づいて説明したいと思う。金融資本市場の動き、市況面の動きを除くと、当月は基本的な変更点、大きな変更点はない。ただ一点説明すると、この紙の中段、金融機関の貸出態度のところだが、「幾分厳しさを増している」というところ

にアンダーラインを引いている。これは、前月は「幾分ながら厳しさを増す方向にある」という表現だったが、微細な変化ではあるが短観で一部貸出判断で——これは大企業だが——変化がみられること、あと、中小企業金融公庫のデータでもその点が確認されたことを受けて微修正したということである。あとは、基本的に金融資本市場の動きの記述である。ただ、この見解の案を出させて頂いた以降も、マーケットはかなり動いているので、それに合わせる格好で多少表現をこの手書きで書いたものに修正させて頂きたいというのがこの案である。その点を読み上げさせて頂きたいと思うが、まず株価である。株価については、「株価は、11月下旬には持ち直したが、12月入り後は欧米株価の反落につれるかたちで再び軟化し、最近では8千円台半ばでの動きとなっている」という表現にしてはどうかという案である。一方、その下の円の対米ドル相場だが、これについては「円の対米ドル相場は12月初にかけて米国景気指標の一部改善などを受けて125円台まで下落した。もっとも、その後は、不安定な中東情勢などを背景に米ドルが全般的な軟化傾向に転じたことから、円相場は反発し、最近では120～121円台で推移している」というように変更させて頂きたいという案である。私の方からは以上である。

速水議長

委員方から意見あればどうぞ。

榎田企画室企画第1課長

一点補足する。今、株価の推移について修正させて頂いたのを受けて、最後の総論部分のところで、株価について、従来の案では「幾分持ち直したものの」という表現だったが、株価の推移の記述に合わせる格好で「株価は依然として不安定な地合いにある」とすっきりさせる。この点についても、本案を持って修正させて頂ければということである。

福間委員

実体経済の方で、為替をリマークする必要はないのか。先行きのところで。

門間調査統計局企画役

それは判断だが、相場水準としては前回とほとんど変わっていないと思う。

福間委員

金融の方が増えたんだね。少し米ドル、全般的な軟化傾向…。

櫛田企画室企画第1課長

実は前回会合時というのは、大体120円位だった。それが一旦125円と、最近では大きな動きを示したものだから、その点について解説し、ただし、その相場がその後ここで案で示したような理由を背景に戻ってきている、相場的には前月と同じような相場水準に戻っているということではあるが、その動きが大きいものだから、その点について金融面でリファーマーさせて頂いたということである。

福間委員

前回と違うのは、円が連れ高であるということか。ユーロの割安感から円が買われている訳である。言い換えれば多少ドル安基調ということなのだから、どうかなあ。基本的には、今までつけた相場をつけているのだということか。

門間調査統計局企画役

最終的には判断だが、本日の議論を伺っていると、ここに書いてあるような米国経済と不良債権処理の問題というのが一番大きなリスク・ファクターとして意識されていた議論があり、為替については大きな議論はな

かったように思う。従って、このままでも宜しいかと思うが、そこは判断
だと思ふ。

福間委員

そうかな。私は不安だがまあ良いか。

田谷委員

私は触れたが、先程。

門間調査統計局企画役

そうであったか。

田谷委員

はい。

福間委員

要するに経済外的要因からきているから嫌なのだ。プレディクタブルで
はないというようなことが。というのは、ベネズエラとか、訳が分からな
い。ちょっとしたドル離れが起きている。特に欧州において…。この辺は、
もう1か月みて、書き込むかどうかですな。ちょっと予兆的な動きが気持
ちが悪いけれども、ということである。まあ、特に抵抗はしないが…。

田谷委員

一つ質問だが、景気の方では国際政治情勢とって、金融面では中東情
勢などと書いている。為替の方は北朝鮮とかベネズエラとか色々なことが
言われているが、今後のこともあって、こういうのはどういうふうに表示
したら良いのか。

門間調査統計局企画役

分からないが、実体経済の方は単純に前回までと同じ表現を続けている。英語に直すと、ジオポリティカル・リスクとか、ジオポリティカル・ディベロップメンツという、非常に一般的な言葉に直るので、このままでも良いかと思っていたのだが、金融との整合性ということか。どうか。

櫛田企画室企画第1課長

特段中東情勢だけにこだわるという趣旨ではない。二つの言葉が互いに意味があるようにとられる、その違いに余り注目してもらうことに趣意がある訳ではない。もし賛同頂ければ「不安定な国際政治情勢」という言葉で統一することでも宜しいかと思うが。宜しければそうするが。

福間委員

そちらの方がいい。

櫛田企画室企画第1課長

そうすると、念のためもう一度読み上げる。「もっとも」の以降を読み上げる。「もっとも、その後は、不安定な国際政治情勢などを背景に米ドルが全般的な軟化傾向に転じたことから」と、このように続けさせて頂きたいと思う。

山口企画室審議役

「不安定な国際政治情勢」ということで良いか。

田谷委員

では「不安定な」を取ればいいではないか。

櫛田企画室企画第1課長

「不安定な」をとる。そうすると、その後は「国際政治情勢などを背景

に米ドルが全般的な」ということで、「不安定な」を取る。

速水議長

他にないか。

[全委員が賛意を表明]

これで宜しければ採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

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

ただ今決裁頂い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させて頂きたいと思う。本件の対外公表については、明日 18 日水曜日の午後 2 時に行なう。

VI. 議事要旨（10/30 日、11/18～19 日開催分）の承認

速水議長

それでは次の議題に参る。前々回、前回会合の議事要旨の承認である。前々回 10 月 30 日および前回 11 月 18、19 日の会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は 20 日金曜日の午後 2 時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

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

全員一致で決裁を頂いた。

VII. 平成15年1月～6月の金融政策決定会合予定日等の承認

速水議長

次の議題は先行き半年間の日程の承認である。来年1月から6月までの半年間について決定会合開催予定日の承認を頂きたいと思う。先行き半年間の日程はこれで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

[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

全員一致で決裁を頂いた。

Ⅷ. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は明年1月21日火曜日、22日水曜日に予定している。なお、如才もないことながら、決定会合における議論の内容は、自身の発言も含めて厳に出席者限りとして、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て、この場に出席されている皆さんにおかれては、くれぐれも厳正な機密管理に努めて頂くよう再度お願いする。どうも本日は長時間ありがとうございました。

(午後1時14分閉会)

以上