

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1998年10月28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）

後藤康夫（審議委員）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 武藤敏郎 大臣官房総務審議官
(9:00～13:55)

経済企画庁 河出英治 調整局長 (9:00～11:58)

(執行部からの報告者)

理事

金融市場局長

国際局長

調査統計局長

調査統計局

企画室参事

企画室参事（企画第1課長）

黒田 巖

山下 泉

村上 堯

村山昇作

早川英男

稲葉延雄

山本謙三

(事務局)

政策委員会室長

政策委員会室調査役

企画室調査役

企画室調査役

小池光一

飛田正太郎

門間一夫

栗原達司

I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は今月第二回目の会合なので、前回10月13日の会合以降の追加的な判断資料を踏まえて、中間レビューを行うという位置付けで討議して参りたい。まず前々回会合の議事要旨を承認して頂く。次に執行部から前回会合以降の金融経済情勢について報告してもらう。その上で、委員の間で前回会合からの変化点に注目をしながら、金融経済情勢と金融政策運営に関して討議をして頂く。その後、政府から出席頂いた武藤総務審議官、河出調整局長のご意見があれば賜る。最後に当面の金融政策運営方針を決定する。改めて確認させて頂くが、会合の中で出された意見、発言は全て記録する約束であるので、委員および政府からの出席の方々におかれては宜しく願います。

II. 議事要旨(9月24日分)の承認

速水議長

まず前々回9月24日の会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨に異議はないでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので、政策委員会としてこれを承認する。なお、本議事要旨は11月2日月曜日の午後2時に公表する予定である。

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

執行部からの報告に移る。最初に前回会合以降の金融調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いする。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

資料の1を使いながら説明させて頂きたい。前回会合以降の金融調節面での対応であるが、まずオーバーナイトレートは、積み最終日となる15日等特定の日を除いて、概ね0.2%台前半で引き続き落ち着いた推移を辿った。その結果、9月の積み期間中の加重平均レートは0.25%、また16日に始まる10月の積み期の昨日までの加重平均レートは0.23%となっている。この間の金融調節運営面においてポイントとなったのは、積み最終日の15日と預金保険機構を通じた長銀向け貸出が開始された23日以降の二つの局面である。まず15日は朝方から0.3%での出合いがみられるなど

レートが強含む気配を示したため、9時20分の定例調節において、当日の所要額対比5,000億円の積み上幅を造成すると同時に、前月同様当日スタートの追加的な資金吸収は行わない旨アナウンスし、超過準備をそのまま残す方針を明らかにした。これを受けて、レートは徐々に低下し加重平均レートは0.2%となった。前月の積み最終日である9月14日が0.28%であったので、ほぼ同水準である。

また、23日には長銀が公的管理に移行したことに伴い、預金保険機構経由で本行貸出が3兆円実施された。このうち23日に4,000億円、26日に2兆6,000億円が既往借入れの返済ないしマーケットへの運用に当てられた。そうした長銀からの資金が出た結果、最終時点での積み上幅が23日は7,000億円、26日は2兆4,000億円となったため、需給が引緩み昨日はオーバーナイト加重平均レートが0.20%まで低下した。このため、昨日は昨日付分も含めて2兆9,000億円の売出手形を実行して資金を吸収し、リザーブニュートラルの調節を行ったが、レートは1bpの上昇に止まっている。

次に、ターム物レートの動向であるが、取り手サイドが年末越え資金の調達を徐々に積極化している模様であり、例えばユーロ円TIBOR3か月物のレートは13日の0.65%から昨日は0.69%まで上昇している。先週末ムーデーズが東京三菱等、邦銀主要4行を格下げ方向で見直すと発表したこともあり、ジャパンプレミアムが東京三菱の場合で60bp前後まで約15bp跳ね上がる等、外貨調達環境は一段と悪化の方向にある。今後年末越えの外貨手当てのための円投資金需要の拡大等から、ターム物レートの上昇圧力はさらに強まることが予想される。また、こうした状況の下で企業サイドの資金繰り面への不安が急速に高まっているように窺われる。こうした環境変化を踏まえて、私共としても年末越えの資金供給を昨年より10日程早い10月13日から開始した。既に本日オフア分も含めると、レポ・オペで六本2兆7,000億円、買入手形が一本3,000億円、CPについても二本7,000億円の合計3兆7,000億円を供給している。昨年 of 同一時点では8,000億円であり、かなり速いテンポで進めていることになる。ま

た、今週から CP オペのスタート時点を交換戻に変更する等、金融機関サイドが CP オペを利用し易い体制作りを進めている。今後とも CP オペを中心とする調節手段をフルに活用して、積極的に年末越え資金の供給に努め、市場地合いの安定確保に全力をあげていきたいと考えている。

中原委員

レートはかなり上がってきているのか。

山下金融市場局長

今申し上げたように、TIBOR ベースでは出会いレートもかなり上がってきている。ただ、金融機関、特にいわゆるグッドバンクと言われている先は、表に出ると金利が跳ね上がるため、相対での CD や大口預金の取り入れ等いわばマーケットの表面に出ない形で色々努力をしている。従って、必ずしもマーケットで跳ね上がる感じにはなっていないが、例えば最近の円転コストの状況等からみると、恐らく実態的にはレートはかなり上がってきている感じである。

中原委員

本日の新聞に長銀が市場の攪乱要因ではないかと報道されていたが、どうか。

山下金融市場局長

明らかに攪乱要因である。

中原委員

従って、日銀が悪いという報道振りであった。

山下金融市場局長

日銀が悪いのかどうかは分からないが、少なくとも長銀に 3 兆円出てい

る。それは直ちに長銀が必要な資金ではなく、余裕を持って出したということである。

中原委員

23日が4,000億円か。

山下金融市場局長

23日に全額出しており、23日に4,000億円が返済に充てられ、26日は2兆6,000億円がマーケットに出たが、そのうち1兆5,000億円程度はオーバーナイトに放出されたと聞いている。この1兆5,000億円は、オーバーナイト市場での出し手では大手投信が1兆円程度の放出であるので、それを上回る。新聞報道ではコップの中の鯨と表現されているが、しかも余りコスト感覚なくサッと出てくるため、一気にレートが下がってしまう感じがある。その意味では新聞報道は正しい。私共としても、長銀から何時、どの程度の額が出るか分からず、例えば26日には積み上の3,000億円で調節しているが、実際には2兆4,000億円積み上になってしまった。マーケットでは日銀がアナウンスしていることと結果とが全く違ってくると受け止めることになり、この2日間、オーバーに言えば調節は完全にコントロールを失った状況で、非常に大きなインパクトがあった。ただ、いずれにしても長銀も次第に返済を進めていくため、その影響は小さくなっていく。昨日は2兆9,000億円を吸収し、リザーブ・ニュートラルに戻しており、調節面での対応は全部済ませた。長銀問題に伴う混乱は2日間で一応終息の方向に向かっている。こうした状況が度々出てくると、調節面では非常にやり難くなってくる。

後藤委員

アメリカのヘッジ・ファンドの破綻以降、外銀が年末に向けて財務の健全化を非常に急いでおり、国内での円資産運用を大幅に減らしてきていると聞くが、それは邦銀のドル調達難が度を増すことになるのか。

山下金融市場局長

ネットの円調達には現実問題としては減っていない。ただ、私共が売出手形を行っている状況を見てみると、スタンスがかなり変わってきたという印象はもっている。特に従来は売出手形を担保にしてコール市場から資金を調達し、さらに売出手形で運用するといったアービトラージ的な動きがあった訳であるが、それが大幅に減った。そうした意味で、リスクテイクの行動が減ってきている。恐らく 12 月にかけて彼等もクレジット・ラインを絞り、全体としてエクスポージャーを抑えなければならない制約があるようであり、徐々に見直しを進めているのかもしれない。日本銀行に対するクレジット・ライン自体も無制限ではない。やはりこれはカントリー・リスクであり、日銀に対しても青天井ということはない。先頃も某米銀の頭取が来た時に、従来レポ市場で活発に運用していたのを一気に抑えたという話があり、頭取が何か言ったのではないかと噂が流れた。円に対する外銀の姿勢は従来に比べて慎重になってきた印象がある。しかし、ネットの円調達の数字自体は減っていない。いずれ政策委員会でまとめてご報告したい。ただ今申し上げたように、売出手形の入り方等が 12 月に向けて段々慎重化してくる可能性がある。

中原委員

ネットの数字とは、何をネットしたのか。

山下金融市場局長

彼等が売出手形で運用している数字からマーケットから調達している数字を引いた実際に彼等が円転で持っている円の数字であり、それ自体は減っていない。

武富委員

昨年と現在の円投残高がどういう相対比較になっているかと同じこと

であるが、年末に向けての外貨調達進捗度合いには各行別にばらつきがあり、7割程度の手前から3割程度の手前まで分散している。今後所要外貨調達の仮に1割未達となると、円換算でどの程度の圧力になるか。

山下金融市場局長

それは考査局がフォローしており、手許に具体的な数字を持っていないため、正確な答えはできない。少なくとも円投残高が各行とも前年に比べて相当大幅に増えていることは間違いない。一方では、邦銀は円投についてもスワップ枠の制約があるため外貨がなかなか取れず、外貨資産を如何に減らすかということと、顧客ベースの預金が取れるかに注目している。特にレーティングが低い先はまさに資産の見直しを進めている最中であり、これからどの程度調達しなければならないかは、まさに動いているところである。ご質問のどの程度の円調達圧力になってくるかとの関わりでは、実際にどの程度のタームで取ってくるかも今後の円のマーケット次第であり、2か月とか3か月で取らなければならないのか、一週間で回していき何とか繰り返し回すのかなどで違ってくる。例えば、インターバンクでの邦銀の調達が1,700億ドル程度とすると、そのうちの一割として、200億ドルとか100数十億ドルのオーダーになると思う。

武富委員

コール残高に対して円投残高の比率はどの程度まで上がっているのか。

山下金融市場局長

円投の場合には、ユーロ円で取れば良い。

武富委員

マグニチュードの相対感覚を議論している。

山下金融市場局長

マージナルには相当効いてくると思うが、数字を調べてから説明する。

篠塚委員

考査局から9月29日に報告のあった数字では、9月末の見込みで円投が1,432億ドルで円投比率が21%と推計されている。

三木委員

銀行から先の企業向け貸出の動きが最大の問題であるが、量的には動きがとれないとして、貸出金利の動きはどうか。

山下金融市場局長

最近のスプレッドで見ると、余り上がっていない。9月までは、需要の方が落ち込んでいる感じが出ており、銀行の方が圧倒的に強くて言い値でスプレッドが上がっていくような状況にはないと思う。

速水議長

次に、村上国際局長から為替市場と海外経済動向について報告をお願いする。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

村上国際局長

円の対ドル相場の直近の動きを申し上げますと、先週から本日にかけて大体118円から119円前後での持ち合い圏内の動きである。現在118円24銭である。このところ120円の水準になると輸出筋のドル売り、あるいはヘッジ・ファンドのドル売りが並んでいると指摘されている一方で、本邦の景気について今週発表された雇用指数を材料とする円売り・ドル買いの動きや月末を控えての投信筋のドル需要もあり、やや動き難い展開となっている。市場では米国の利下げ観測や小渕総理あるいは宮澤大蔵大臣が緊

急経済対策に関して発言したこと等に加えて、ニューヨークではブラジルの動きについてかなり神経質に注目しており、そうした点を材料としてどちらかといえば円買い方向に動くのではないかという見方が多い。

マルクの直近の動きをみると、一貫して上昇してきたが、ここ数日は次の三点から多少弱くなっていると指摘できる。一つは新政権のラフォンテーヌ蔵相が25日に失業者の削減に全力を傾けなければならないとしたうえで、連銀の金融政策は通貨安定だけに取り組むという基本的な過ちを犯したと発言しており、ロンバート・レートに対する利下げ圧力が強まっている。二つ目にそうした中でイタリアが26日に公定歩合を引き下げている。三番目にロシアではエリツィン大統領がオーストリア行きを急遽キャンセルし、二週間の静養が必要であるとの勧告を受けているなど健康上の問題が取り沙汰されていることである。そうした中で市場のセンチメントをオプションの動きでみると、リスク・リバーサルについてはドル・プットオーバー幅が拡大したまま今週は横這いである。ボラティリティについても今週に入ってドル/円が20%を若干切ってはきているが、なお比較的大きい水準にあり、様子見という状態に入りつつある。

アジア通貨については、米国における2度に亘る金利引下げ措置や円/ドルレートが一頃のボラティリティを相当縮小し120円を切る円高水準で小幅な動きになっていることなどを背景に、いずれも堅調に推移している。とりわけインドネシア・ルピアはインドネシア支援国会合で7月に決めた援助資金の流入がルピア転されており、断続的にドル売りルピア転がでることもある。そうしたルピア転や中銀が同時に資本移動を監視する規制を近々導入したいと漏らしていることを材料に続伸し、本年1月以来のルピア高を示現している。

その他の通貨で特徴点を2つ申し上げたい。一つはブラジルではレアルの軟化が続いている。ブラジルでは20日に今後3年間の財政目標につきIMFとの間で合意したと発表されているが、具体的な歳出削減策については今のところ具体的な内容が伝わってきていないため、何が出るのか警戒視されている。特に利払い負担を軽減させるためには金利の引き下げが

当然必要になるが、一方で為替の安定確保は大丈夫かといった指摘もあり、市場の不透明感が非常に増している。この間 25 日に知事選の決選投票が行われ、サンパウロ州と一部ではカルロズ大統領派の勝利が伝えられているが、失った州も多く、政治的混迷も払拭されないままに議会運営が益々難しくなるだろうと予想されており、通貨切り下げ圧力が消えない状況である。

一方ロシアではザルドノフ蔵相が 99 年度予算案について、1 ドル 17 ～19 ルーブルを前提として予算を組みたいといった発言をしたことやエリツィン大統領の健康問題が浮上しており、ルーブルは再び軟調に推移している。前回決定会合時のルーブルは 15.05 であったが、昨日は 16.67 である。こうした中で 8 月に宣言したモラトリアムのデューが 11 月半ばに来るが、その見通しも全く立っておらず、混迷が深まる恐れが強い状態である。

株式市場については、足許で若干利食いの動きが出ているが、欧米主要国における利下げや利下げ観測を背景として全体としては堅調に推移している。特にハンセン指数については、政府が 8 月に総額で 1,180 億香港ドルと伝えられている P K O を実施したが、当面売却する予定はないと発表しており、これが好感され昨日は 9,927 香港ドルと 10,000 香港ドルに近づく勢いである。因みに、9 月末の水準が 7,883 香港ドルであり、10 月にかなり上昇したことになる。

最後に、最近欧州委員会が発表した E U の経済見通しの紹介を兼ねて実態面の動きについて若干申し上げたい。先進主要国の動きをみると、98 年については大きな修正はない。大体 3%前後の成長が期待されている。アメリカについては 3.4%が民間の直近の見通しである。7 月に比べて、0.1%の上方改訂になっている。これに対し、99 年については各国とも 7 月ないし 8 月に作成された見通しが下方修正される形で、英国の 1%台という低い見通しを除けば、大体 2%超の形で今年に比べ少し成長率が鈍化する予測が出ている。この間、主要国で金利の引き下げ措置が行われているが、さらにノンコア・ユーロ参加国、例えばポルトガル、アイルランド、

ギリシャ、デンマーク等でも政策金利を引き下げている。エマージング各国はほとんどがマイナスであり、アジアでは台湾と中国が大きなプラス成長をしているものの、その他ではかなりのマイナス成長、かつ今回下方修正がなされている状況である。ただ、99年についてはアジアでも下方修正はされているが、成長率の見通しは小幅のマイナス成長になっている。最近の為替安定の下、各国で内需拡大策が導入されており、そうした政策が徐々に効果を表わすことが期待されているのではないかと思われる。ただ、ラ米の3か国については今年の方修正に比べ、来年は一段と厳しい見方になっている。特にブラジルはマイナス成長のアウトルックになっており、先行きこの地区の見通しについては予断が持てない状態かと思われる。最近の市場の動きからすると、外準についてもブラジル辺りはかなり減っている。ロシアについても外準はかなり低水準になってきていると言われており、ブラジル、ロシアの動きについては目が離せない状況である。

中原委員

ロシアで11月16日に償還が来る200億ドルのうち160億ドルはどうするのか。

村上国際局長

まだ、政府当局からは確たる発表がないため、マーケットがその辺を非常に不安視している状況である。

中原委員

しかし、再度延ばせる状況にあるのか、ないのか。

村上国際局長

IMFとの間で基本的な政策の枠組を策定したうえで、どうしていくか、話を進めなければならないステップにあると思うが、全てが進んでない状態である。このままでいくと、デフォルトになる最悪の状態も市場で噂さ

れている。余り楽観視はできないが、それまでにロシアサイドに何らかの動きも出てくるのではないかと期待されるかと思う。

中原委員

貸し手はどこが多いのか。

村上国際局長

公的債務と民間債務とあり、90日のモラトリアムは民間債務について宣言しているため、ヨーロッパ諸国、とくにドイツを中心に貸出が多いと考えられる。

中原委員

今一つの目はブラジルであるが、選挙の結果は結局どのように判断したら良いのか。

村上国際局長

全部の州について正確な結果は伝わってきていないが、最大州のサンパウロ州は大統領派が勝ったといわれている。ただ、その他経済的なウェイトが無視できない州の幾つかで反対派が勝利を収めたと伝えられており、その結果地方政府の財政緊縮措置等の公約が上手く守られないのではないかと危惧されている。国の議会においても、今後かなり混乱が予想されるのではないかと伝えられている。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告をお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

資料3「経済活動の現状評価」に沿って説明する。概況を申し上げると公共工事の請負金額が9月に急増し明るい材料である一方で、消費関連指標にはこのところ弱さが目立っている。また、商品市況については下げ足を速めつつあり、今後その影響が物価面にどのように現われてくるかが注目される。まず、公共工事請負金額であるが、9月は前月比で+28.2%と極めて高い伸びとなった。ただ、上期の累計では公共工事請負金額は前年比なお-1%であり、累計では前年水準を僅かに下回っている。これは言うまでもなく、当初予算の伸びがマイナスであったことが響いている。この効果であるが、公共投資の関連財出荷が9月には少し跳ねている。これまで請負の方は徐々に下げ止ってきた一方で出荷面にその影響が見られなかった訳であるが、漸くその影響が出てきた。特に8月については、大物の橋梁が一時的に大きく落込んだが、今後も橋梁が出てくるとのマイクロヒアリングもある。従って、公共工事請負金額については今後とも補正予算分の発注もあり、高水準を続けるとみられる。ただ、公共工事進捗の影響はまだ商品市況等には現われていない。

次に、輸出の動向である。9月は+6.6%とかなり増えている。このところ月毎に大きく振れているため、7~9月で括ってみると4~6月-0.9%の後、7~9月は+1.7%と回復した形になっている。地域別には、米国とEUが7~9月は顕著に推移した。これに加えて東アジアはこれまで大幅なマイナスが続いていたが、漸く下げ止まってきた。この二つの要因で7~9月はプラスに転じた。品目別、財別では、増えているのは中間財であり、鉄鋼等や自動車関連の品目で増えている。一方、輸入は第2四半期-7.8%の後、第3四半期は+3.2%と反動増ではあるが、一応増えている。この内訳では、例えば消費財が+7.0%とかなり増えており、欧州からの自動車の輸入が増加している。ベンツ、BMW等の先が新車を投入してかなり集中的に入ってきたためである。また、情報関連も+4.1%と増えているが、ウィンドウズ98の発売に伴いパソコンのハード、関連の部品等も含

めて増えたということである。

こうした7~9月の輸入増加の背景を振り返ってみると、一つは生産の減少テンポが4~6月に比べて鈍化したことがある。今一つは個別要因であるが、インドネシア等からの輸入が4~6月はインドネシアの暴動の影響で急減していた後、元に戻りつつあるということもある。加えて、今申し上げた自動車、パソコン等の消費財の輸入が増えていることである。ただ、後で申し上げるように、生産についてはまだ弱含みの傾向が続くと思われ、このまま輸入が増える地合いにはないと判断している。次に、経常収支は、7~9月を括ってみると大幅増になっている。一つは所得収支の黒字幅が拡大したこと。今一つは旅行収支の改善である。この結果4~6月の対名目GDP比率2.9%に対し、7~9月は名目GDPを一応4~6月比横這いと置くと、3.5%とGDP比率が高まる。因みに、4~6月は速報段階では3.1%であったが、確報では2.9%と少し下方に修正されている。

個人消費関連で、通産省ベースの全国百貨店売上高の9月の数字は前年比-5.3%、季調後で-2.1%である。因みに、7~9月で括ってみると、前年比は-4.5%、季調後が-1.9%である。都内百貨店も大体同じような動きをしており、四期連続でマイナスになっている。つまり一年間マイナスが続き、しかもそのマイナス幅が大きくなっている。これまで個人消費関連については一進一退と判断していたがどうも一進二退になってきた感じがしている。10月入り後のその他の売れ行き等であるが、家電についてはパソコンを中心に引き続き堅調に推移しているとのミクロ情報がある。乗用車のうち軽については新規格ものの発売に伴い、かなり引き合いが多いようであるが、一般の乗用車の方は不振を続けている。また、デパートについても、10月入り後も非常に悪い地合いが続いており、天候要因もあるが、衣料品を中心に前年をかなり下回った推移が続いている。

生産・出荷については、まず生産は9月の予測指数は+3.0%であった。この速報が前月比+2.5%である。10月の予測指数-1.0%が-1.1%に修正されている。新たに出た11月の計数が-0.3%である。この結果、7~9月を括ってみると、-0.1%であったのが-0.3%という仕上がりになる。

因みに、10～12月は予測指数等を用いて計算すると、 -0.1% となおマイナスが若干残る形になっている。9月の生産が速報でも 2.5% 増えた訳であるが、この背景を少し整理すると、一つは季節調整の問題があり、曜日変動等を勘案すると多少低い数字になるというテクニカルな問題がある。今一つは、通信関係でかなり生産が増えており、恐らくNTT絡みの生産ではないかと思う。さらに、建設財が生産・出荷共に増えている。先程申し上げた公共事業の影響ではないかと思うが、9月は季調後で生産は $+3.8\%$ と漸くマイナスから生産・出荷共プラスになってきた。一方、9月には生産がかなり集中するのではないかとみられていた軽自動車はむしろ前月比マイナスになっており、恐らく生産の本格化は10月の受注をみてからということではないかと思う。9月の段階では指標面からみる限り新規格車の生産は確認されない。

次に、雇用関連では有効求人倍率が7月、8月 0.5 倍の後、9月 0.49 倍と既往ボトムを更新している。完全失業率は8月 4.34% の後、 4.31% と若干低下している。ただ、職に就くのを諦めたという形で非労働力化が進んでおり、内容的には余り良くない形で下がっている。最後に、国内商品市況は9月から下落が始まり、特に10月入り後は円高の動きもあり、非鉄を中心に下げ足を速めている。既往ボトムを更新しており、こうした市況面の影響が物価面にどう及ぶかが注目される場所である。なお、物価については昨日私共の企業向けサービス価格(CSPI)も公表しているが、8月 -0.2% の後、9月は前月比 -0.2% 、前年比は -0.6% であり、このところサービス価格の軟化も継続している。先行きについても恐らく弱い地合いが続くものとみている。9月のマイナスの寄与度としては、例えば事務所の賃貸コストが下がっている訳であるが、いずれにしても最近の特徴としてCPIも含めサービス価格が軟化している。これは賃金が相当下がりがつつあることと一応整合的な動きである。

山口副総裁

公共事業費は年度下半期にどの程度増えるかとみているのか。

村山調査統計局長

年度下半期については、上期がかなり低かった分だけ次第に積み上がってくる。予算ベースでは難しいが、例えば実質GDPベースで申し上げると、下期は上期比で1%弱程度は伸びるのではないか。従って、GDPベース上はかなり下支えに働くということである。

速水議長

昨日大蔵大臣が契約率を69%とか発言していたが、16兆円の分か。

河出経済企画庁調整局長

当初予算の契約率である。

三木委員

上期の前倒しの分でしょう。

河出経済企画庁調整局長

8月末の前倒しの分です。

山口副総裁

先程1%と言われたのは、寄与度のことか。

村山調査統計局長

寄与度ベースで1%程度になるのではないかということである。

速水議長

次に、国内金融情勢について山本企画室参事から報告をお願いします。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

山本企画室参事

資料4に沿って報告する。金融市場の特徴は、年末越えのアベイラビリティに対する不安感が強い状況が続いていることである。ただ、専ら年末の一点に絞られた不安感という印象もあり、それ以外のところは比較的落ち着いている。ユーロ円3か月物の、足許の数字はじりじりと上がってきており、0.7%弱の水準にある。これを1か月物のインプライド・フォワード・レートに分解した数字でみると、大方のレートは極めて落ち着いている。現物の1か月物が0.5%、1か月後スタートである11月スタート、12月エンド物は0.55%、3か月後スタート、つまり1月スタート、2月エンド物もまだ0.68%にとどまっており、実態としてはマーケットに全てにアベイラビリティに対する逼迫感があるというわけではない。専ら2か月後スタートの年末越えとなる12月スタート、1月エンドの物が最近大きく上昇してきている点に特徴がある。銀行の外貨円投用の円資金調達に10月に入って本格化してきており、そうした影響があって年末越えのレートが1%程度まで上がってきているのであろうと思う。因みに、1%程度というのは7、8月にみられた9月期末越えの水準とほぼ同レベルである。1月スタート物になると再度レートが落ち着くと市場がみていることからみると、年末のアベイラビリティに対する不安感がやや先行しているイメージもある。一方で、銀行自身がそうした不安感を持ちながら相当早目の資金調達を行っていることも事実である。先程外貨手当がどの程度進んだかという話があった。時点によっても違うが、9月末頃には都、長銀、信託の年末に必要な金額が大体2,500億ドルだと聞いている。10月入り後の2週間でそのうち3割程度が進んだと聞いており、その後さらに2週間位経っているため、ピッチはかなり上がっていると予想している。問題はこのようなピッチがさらに続くのかどうかということと、別途何らかの海外要因で新たなアベイラビリティに関するインパクトが出てくるかどうかだろうと思う。

ただ、いずれにしても銀行サイドが年末のアベイラビリティに対して非

常に強い不安感を持つ状況が続いているため、銀行は企業サイドに対しても年末越えの資金について極めて厳しい融資態度で臨んでいる。このため、企業も年末越えのアベイラビリティに不安感を抱きつつ過している。一方でそうした不安感があるため、手許流動性を厚目厚目に確保したいということで資金需要はむしろ強まっており、年末の一点に絞って需給タイト化が起きている。

ユーロ円金利とTB金利の動向で今一つの特徴を示すと、最近になってTBレートが急速に低下していることである。結果的にユーロ円金利3か月物とTB金利3か月物のスプレッド、すなわち信用リスクに見合うスプレッドはTBレートの低下を主体に拡大している。因みに昨日はTBレートが0.065%までさらに一段と低下している。その背景として、アメリカの金融市場で生じたflight to qualityの動きが全世界的に拡がっており、その影響が国内にも多少出ている感じがする。因みにユーロドルLIBOR、つまり欧米の銀行の調達金利とアメリカのTBレートの推移をみると、LTCMの経営危機後TBレートが急激に下がり、スプレッドは大幅に拡大して一時期1.5%までついている。いわゆるアメリカのflight to qualityの動きが色々な市場で極めて急激な形で出ているということである。一方、ジャパン・プレミアム、つまりユーロドルLIBORにさらに上乗せになるジャパン・プレミアムはほとんど変わりがなかったが、最近ムーデーズが邦銀を格下げ方向で見直すとのニュースが伝わり、再び0.6%まで上昇している。従って、米国TBと日本の銀行の調達レートは、両者の分大きく拡大している。海外のドル資金のスプレッドと円のスプレッドが見合うような形で、アメリカ、日本両サイドのスプレッドが拡がり、国内TBレートの一段の下押しが進んでいるわけである。また、民間の社債の流通利回りマイナス国債の流通利回りによって民間社債に対する信用リスクのスプレッドをみると、世界的なflight to qualityの動きが少し強まった状況が、国内にも現われており、低格付けのトリプルBの先はここへ来て再びスプレッドが拡大する動きとなっている。一方、トリプルAの先ではほとんどスプレッドが開いておらず、格付けに伴う金利スプレ

ッドが大分ばらついてきた。ただ、念のために申し上げると、9月9日の金融緩和後、長期金利は大きく低下したため、絶対的な金利水準でみると、格付けの低い先の社債も9月9日以前に比べまだ若干低目のところにある。

最後に量的な指標であるが、M2+CDの前年比は9月3.9%と8月の3.8%対比ほとんど横這いであった。寄与度を分解してみると、少し入れ繰りがあり、9月末にかけて民間金融機関借入のマイナス幅が拡大した。中間期末には、どうしても銀行の貸出数字が全体として圧縮される方向にあり、9月末はそうした影響で民間金融機関の借入が減少した。一方でCPが1兆円近く発行増になっており、銀行貸出の減少とCPの増加が打ち消し合う形でマネーサプライが3.9%そこそこの水準を維持している。この3.9%という数字が決定的に低いということではないと思うが、企業サイドがアベイラビリティにかなり不安感を持ちつつ、手許流動性を厚目に確保したいという意欲があり、CPを発行し、あるいは銀行から借り入れる動きが寄与している。因みに、事業法人・個人別の実質預金+CD、マネーの内訳の数字をみると、最近目立っているのは事業法人の定期性預金の伸び率が少しずつ回復していることである。恐らく手許流動性を厚目に確保するために調達した資金を取り敢えず定期性預金においておき、必要であれば定期を解約するというビヘイビアがあり、金利が少しでも高目の定期性預金に入れているのが現状ではないかと思われる。その意味では、マネーの3.9%の中にはそうした予備的動機に基づく積み上げが含まれている状況は引き続き変わっていないように思われる。

三木委員

資金調達増減の寄与度分解でいう公的金融機関借入は、中小企業金融公庫や商工中金が主体と考えるのか。

山本企画室参事

絶対金額から申し上げると、運用部の地方公共団体、地方公社向け貸出が一番多い。ご指摘のとおり、住宅金融公庫、中小金融公庫、国民公庫等

は全てここに含まれているため、最近の国民公庫や中小公庫等の数字はこれの押し上げに寄与している。ただ、住公は大きいですが、国民公庫や中小公庫は絶対金額が小さい。

篠塚委員

法人のうち流動性と定期性に分けてみると、流動性の中身は外貨預金と
思っ
て良いのか。

山本企画室参事

定期性預金の中に外貨預金が入っている。それがどの程度の規模かとい
うと、絶対金額は大きくないが、最近の伸び率回復には外貨預金
が寄与
していると思う。

三木委員

3.9%のうち企業が手許流動性にキープしているのはどの程度のウエイ
ト
になっているのか。

山本企画室参事

非常に雑駁なイメージでは、名目GDP自体が極めてゼロに近いも
とで、
3.9%の伸び率を確保しているということである。その差丸ごとではない
と思うが。

植田委員

それは法人の貨幣需要関数等を使って推計できるのではないか。

山本企画室参事

一度推計したうえで報告する。

三木委員

やはり昨年の11月から比べても、かつてない程度で手許流動性を持っている、あるいは持ちつつあるという理解か。

山本企画室参事

感覚論になるが、そういうことだと思っている。

武富委員

やや特殊な質問であるので、あるいは武藤大蔵省総務審議官にお答え頂いた方が良いのかもしれないが、民間ベースでは企業間信用で支払条件等を調整をしつつ金融タイト化への対応を行っているが、政府企業の資材調達もかなりの額に上る。それらの支払条件を緩和することによって少し早目にお金が入るようにするなど、政府系金融機関が融資をするという対応に加え、政府企業による資材調達の支払条件のスピードアップも考え得ると思う。法律その他との絡みで、その辺は余り動きがとれないのか。

武藤大蔵省総務審議官

政府関係企業の支払の状況は詳しく承知していないが、確かに手付けを打って、後は出来高払いを行い、完成時に支払うということだと思う。支出の仕方は法律ではないが、ルールが決まっている。実は政府系企業ではなく、むしろ国の事業そのものの地方公共団体への補助金の支払に同じような問題があり、1か月程前に最初の支払を通常非常に低い率であったのを確か3割程度にまで拡大し、地方公共団体の資金繰り難を解消する措置をとったことはある。お尋ねの直接の企業に対する件はよく存じていない。

武富委員

景気対策としては、需要をつける側面とお金の面があり、政府企業レベルからも金融の厳しい状況への対応を何がしか行う余地があるかどうかという発想であるが、分かりました。

藤原副総裁

昨日の支店長会議では、都市銀行が地方の支店から一斉に回収するという動きが随所でみられるとの報告があったが、民間銀行貸出の統計等にそうした傾向が現われているのか。一律に回収指令を出すといったエピソード的な話は随分聞くが。

山本企画室参事

地域別の統計をとっていないため、そこまでこの計表自体からみることは出来ない。ただ、業態別には都銀の数字が大きく落ち、前年比マイナスになってきている。支店長会議でも話があったが、従来は地銀がそれを拾う傾向があり、地銀と都銀との格差が開いてきた訳であるが、最近では地銀もプラスの幅が少し縮小している。一つは資金需要自体が低迷しており、全体として需要が落ちてきていることがあろうと思うが、支店長会議の報告を踏まえると地銀自体も少し融資を受け難くなっている面があるようにみられる。

三木委員

藤原副総裁の話は統計数字になかなか出るようなものではなく、やはりミクロで特に営業店の動きを注視していかないと分からないと思う。しかし、大方の先をみると大体10%は回収しろという本部指示が出ているのは間違いない。その範囲で一体どうするのかという動きになってきている。ただ、「公的資本を受け入れて、自己資本比率をある程度上げていくことになっていくと逆に優良貸出を再度キープしろという動きになるのではないか」と営業店の現場は敏感に考える。従って、どこから回収するのか非常に悩んでいるという話はある。

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

ただ今の執行部からの説明を踏まえて、前回会合時の判断を修正する部分があるかどうか、あるいは次回会合までにどのような点に注目していくべきかについて、委員方の意見を頂戴したい。討議の形式はいつもと同じように、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議してもらおう。その後で、金融政策運営に関して再度順番に意見を頂戴して討議してもらいたい。

因みに、討議のベースとなる前回の判断を振り返っておくと、金融経済情勢に関する基本的見解としては、設備投資の大幅減少や雇用・所得環境が一段と厳しさを増していることを踏まえてわが国の経済情勢は依然として悪化を続けていると判断している。また、先行きについては、総合経済対策や先月の金融緩和の効果から、これまでのような景気の悪化テンポは次第に和らいでくるが、マイナスの循環の強さや金融機関の貸出姿勢の慎重化等を考慮して、速やかな景気回復は展望し難い状況にあると評価している。まず、金融経済情勢の前回会合からの変化点について討議を始めたい。本日は藤原副総裁からお願いします。

藤原副総裁

執行部からの報告を伺い、前回からの変化と思われるのは、9月に入って唯一の明るい情報として公共事業請負額の大幅増加が注目されることだが、これは予想していた状況がやはり来たということに過ぎない。むしろ、期近では、昨日の支店長会議での報告において、前回の支店長会議ではやや明るい特徴を挙げていた地方ですら、今回は冬景色一色になった感がある。つまり、企業収益が低迷し、生産が減少し、雇用も悪化するマイナスの循環が地方にまで広く行き渡り、それが異口同音に報告されていたように思う。懸念材料が相変わらず目立っている。

一つは雇用環境の悪化を背景にして、消費者マインドがさらに冷え込ん

でいること、その結果、家計支出が一層慎重になっている。二つ目は円高や原油相場の軟化等の影響もあり、内外の商品市況が弱くなってきていること、これは製品価格の下落に繋がり、経済のいわゆるデフレ的傾向をさらに促進するのではないかという懸念に繋がる。三つ目は、ここにきて国内事情だけではなく、世界的な信用収縮的な動きから企業や金融機関の資金調達が一層困難になってきているように見受けられる。年末のアベイラビリティに対する不安が三つ目の、しかも現局面では非常に大きな特徴だと思う。それをオフセットする状況にあるかとなると、金融システム安定化の幾つかの法案が漸く成立したことは、マインドを落ち着かせる効果があったと思われるし、公的資金の受け入れを表明した銀行も何行もあり、株式市場もやや安定をみせた。しかし、これで底を打つことになるのかどうか。また、大型と言われている第三次補正予算を審議する臨時国会が年内に設定されたことも今後の注目点だと思う。こうした現象は、期待のよすがにはなるが、実体経済のダウンワードの圧力を止める力になるかどうかは、具体的に色々な物が動き出してみなければ分からない。現在のところは、期待のよすがにやはり止まっている。従って、先行きの経済は全体としてシビアかつ慎重にみていく必要がある。

山口副総裁

私も基本的には藤原副総裁が言われたのと同じような認識である。前回以後の新しい情報としては公共事業が9月に大幅に増えたことを改めて確認できたことであり、取り敢えずグッドニュースではないかと思う。年度内このような傾向が続くのであれば、政府部門からは下支えの力が引き続き提供されてくることを期待しても良いと思う。しかし一方、民需についての良い情報は今のところ出てきていない。いずれの需要項目についても総じて弱い状態が続いていると考えざるを得ない。やはり支店長会議で報告された各地のアネクドータルな話は、成長期待が時間を追うにつれて実際の成長率低下に引き寄せられている、中期的な成長期待自身が萎えてきていることを感ぜしめるようなものが多かった。この点は今後の民間需要

の回復力を考えるうえで非常に注意すべきポイントではないかと思う。実際に何が起きているのかについては、今少しデータを見てチェックする必要があるが、需要の減退が企業収益の悪化あるいは個人所得の減少という所得面の経路を通じて、再度需要減退に跳ね返る状態が起きているような印象がある。

また、金融セクターからそれを拍車する力が引き続き働き続けているようにも思う。信用逼迫の程度については、支店長会議での報告を聞く限り、かなり地域差がある感じであり、地域の金融機関にかなり体力が残っている場合には、それなりに受け皿として有効に機能している傾向が認められたと思う。しかし、全体として貸出にかなりの回収圧力が掛かっていることは、認めざるを得ない。それに対して、キャピタル・インジェクションを始めとする大規模な公的資金が用意されたことは、勿論非常に重要な対策だと思う。現時点では資本注入が何時、どの程度の規模で行われるか自体がまだ明らかになっていないし、それにより金融機関の与信行動がどう変わっていくか、なお不確実な要素が強く残っている状況である。現在進行中の与信の圧縮傾向が今度どのようになっていくのかは、まだ判断を留保せざるを得ない状況にある。むしろ資金需要が時間を追って弱くなっていることを考えると、実際には、まだかなりの期間貸出の減少傾向が続く可能性を覚悟しておく方が良いというのが私の個人的な感じである。

物価についても、基本的な軟化傾向があらゆる局面において出てきている状況ではないかと思う。従って、経済全体として依然悪化傾向が続いているという前回の判断に修正を加えるべき良い材料は残念ながら見当たらない状況である。年度上半期の悪化のスピードが非常に速かったため、悪化のスピードについては年度下半期にかけて、例えば10～12月にかけての生産見通しなどにも若干現われているが、多少とも歯止めが掛かっていく可能性はあろう。また、先程も申し上げたように公共事業が着実に増加を続けていくとするならば、その面でも総需要の減退傾向がなだらかになっていくことを期待し得るが、果たして明確に下げ止まるかどうかについては今少し様子を見なければならぬ状況だと思う。

後藤委員

私も基本的には前回の悪化が続いているとの基本的な判断を変える必要はないと思う。今回の支店長会議の報告は私の承知している限りでは最も暗いトーンに支配されていた。前回はまだ年度の後半に入ればなにがしかの明るさが見えてくるであろう、あるいは見えてくるはずだという話があったが、今回の報告ではそれが消えてしまった。むしろ来年度もかなり厳しい状況を覚悟しなければならないというトーンが加わってきた印象を受けている。ただ、漸く公共投資の動きが大きな伸びとして9月に現れたことは、悪化が続く中でも、今後そのテンポを緩める作用を持つてくれるのではないか。しかし、公共投資についても幾つかの支店長からは請負金額の大きさに比べて手応えの実感が今一つない、前渡金が出たものの下請けまで回っていない、資材購入に回さず手許流動性を積増しておかないと安心できない等前渡金を受取った段階で資金が止ってしまっているとの報告もあった。公共投資そのものが出てくれば次第に染みていくと思うが、報告を聞きながら受取る側の将来に対する不安感が相当強いと感じた。

前回会合以降の色々な指標を見ても企業収益、雇用、所得環境が急激に悪化し、消費が一段と冷え込んできている点が非常に厳しい状況にあると思わざるを得ない。サービス価格もこうした雇用、所得環境を反映して下がってきており、為替の動向、国際市況も考え合わせると、物価は恐らく今後暫く軟化傾向が続くものと予想される。株価の下落にはこのところ一応歯止めが掛った。歯止めが掛ったとは言っても、1万4千円を境に一進一退の状況であり、今年の7月頃の1万6千円のレベルと比べれば低迷であるが、ひとまず下落そのものに歯止めが掛かり、株価の下落が貸出にマイナスの影響を与える悪循環は一応止っていると思う。

執行部の報告を聞き、当面の問題はやはり年末越え資金のアベイラビリティの一点に絞られてきているという感じがする。各種指標を見ても、その点以外では金利なり金融関係指標は比較的落ち着いているが、年末越えの懸念なり不安がマーケットで強く受け止められていることが明確に現

れている。これに影響を与えるものとして、一つは健全化法の枠組みが出来た訳だが、運用がこれからどうなっていくか、それがマーケットにどのような形で受け取られるかが一つ挙げられる。今一つは海外での信用収縮の動きとも関連し、外銀が会計を締める年末が邦銀の外貨調達にとってどの程度の難しさになるかという点である。その外貨調達と健全化法の運用の問題の二つが年末の資金手当にかなり大きな影響を与えるのではないか。自己資本比率規制については、今般の法制で一つの枠組みが出来たが、考査局の説明では、貸出の減少は必ずしも自己資本比率規制の関係だけではなく資金調達面からの影響もかなり受けている。つまり、貸出減少がネットの市場調達の減少に数字的には大体見合っている形になってきているため、外貨繰り支援の円投増加やユーロ円の調達減少といった調達面の制約を如何に克服していくかが、我々の今後の課題になっていくのではないかと思う。

武富委員

景気情勢については特段目立った変化がないため、金融情勢に絞って話をしたい。現局面は年末が間近かに迫り、その先には年度末もあるため、足許の金融情勢は通常のバランスを取った冷静かつ客観的な判断を行うだけでは恐らく足りず、やや偏るかもしれないがリスクシナリオを念頭において申し上げたい。現在の景気情勢からみると、企業の倒産も年度末の節目に向けて場合によっては増える客観情勢にある。それは金融機関にとって不良債権償却負担増になるだろうし、株価も軟調になるかもしれず、再び金融問題に跳ね返ってくる危険性がある。もっとも、金繰りが繋がらないが故に倒産する先があるとすれば、金融がきちんと付けば倒産も少なくなり、悪循環をむしろ断ち切れる訳であり、どちらがニワトリなのか卵なのか難しい問題ではあるが、少なくとも潜在リスクとしてあろうかと思う。金融市場の流動性の問題、不良債権等との絡みで金融機関の資本の問題、その先にある企業の流動性の問題、この三つに全て対応していかなければならないが、この局面では特に企業金融の部分が重要である。

端的に申し上げて、現在は某かの借金がある企業にとって中小企業は勿論、上場会社といえども業界の上位 1、2 位の企業以外は金融的に相当きつい状況だと思う。財閥系グループや大手企業のグループに入っている企業は、企業間信用等のやり繰りは、あるいは大手企業からの資金融通で凌ぎ得るとしても、そこから外れた企業は、メイン銀行が非常に確りしている先を除けば、潜在的に企業金融のリスクが相当高い状況にあると思う。一方、金融機関側からみると、資本注入が先行き展望上のプラス要因ではあるが、足許においては第Ⅱ分類以下の債権あるいは正常債権の中でも第Ⅱ分類含みの先に対する融資は非常に難しいと思う。従って、金融機関は自行がメイン以外の取引先に対しては慎重な融資スタンスになってしまう。結果として、メインの先に少なくとも第Ⅱ分類以下の貸出が振替わってくる。しかし、メイン銀行といえども、キャピタル・インジェクション後は自己資本比率が多少は上がるが、資本のネット・ワースの毀損状況から考えると大口融資規制の壁へ近づきつつあるのではないか。しかも、金融機関には外貨調達の問題があり、まさにグローバル市場での資金調達問題、流動性不足問題であるが、企業段階でも円投を行って海外現法等の金繰り支援をしなければならない状況かと思われ、万が一の場合のかなり広角的な備えが必要な状況に入っている。後段の金融政策の部分でそれに対する妙案こそないが、所感を申し上げさせて頂く。企業金融段階での流動性問題への対処は、勿論中央銀行として金融面から出来ることは最大限努力するとして、最終的には企業の売上額の増加に伴うキャッシュフローの創出によってリカバーしていかなければならない訳であり、その意味からも金融政策以上に景気対策、経済政策の重要度が非常に高い。両々相俟って年末、年度末をどう乗り切るかという環境にあるのではないか。

三木委員

今月のポイントは、実物経済の面では減速の方向をさらに強めたままで変わらないのかどうか、企業金融の面では銀行の貸し渋り問題と企業の年末期越え資金調達の問題の二つに絞られると思う。最初の問題については、

各委員と同意見であるので、異なる点だけ触れさせて頂く。現在のポイントは日本経済が減速から脱出する糸口は何か、どう見つけるのかを多くの企業経営者が迷い、悩んでいることである。景気が悪いながらも何とかまず底這いになれば、そこから新しい回復の芽がでてくるため、そこに最大のポイントを置いているのではないかと思うが、残念ながら現状では底這い状況を確認させる材料は見当たらない。

個人消費については村山局長の一進二退という的確な説明の通りだと思う。民間設備投資の減少傾向については、企業収益の赤字化、銀行の貸し渋り、先行きの経済見通しの悪化を考えると、まだまだ続く、つまり底が見えないと言わざるを得ず、もはや金利水準の問題ではないと言い切らざるを得ないと思う。三番目に危険な要素が出てきているのが在庫調整であり、残念ながら在庫調整が完全な逃げ水現象になっている。従って、やっと終了したとみられていた自動車、家電でもリバウンドの懸念が出てきているし、それを受け止める素材産業も完全に逃げ水になっており、予定していた在庫調整が一向に進まないのが実情である。従って、上期と同様に下期も在庫調整型の継続を前提とした生産を進めざるを得ない実態に追い込まれている。これが減速傾向を強める要素になっている。四番目は公共投資だが、当初の見通しよりは約2か月も遅れはしたが、この10月から一部出てきているし、当初予算分は当然ながら遅れていた地方の前倒し効果もこの9月には一斉に出たというデータが確認されている。第一次補正分については、明らかに顕著に出ているのが橋梁と河川護岸の土木工事であり、これがある意味ではゼネコンの危機を多少引延ばしている感じになっている。その意味でも景気の下支えになってきていることは間違いない。

こうした状況の中で企業がどうなっているかであるが、支店長会議の報告を聞いて、次のように感じた。トップマネジメントとしてはこれだけの財政出動が打出され、金融システムでは金融2法案が成立し、かねがね考えていた減税等を含めた新追加経済対策も12月の臨時国会で審議されるのは間違いない動きになっており、対外環境がそうした形で育って来れ

ば、とにかく赤字を脱出すべく企業経営を前向きに考えようとする。しかし、現場の人は滑り台の過程にいる訳であり、「絶対にそんなことはありません」と主張し、ほとんどの企業の経営会議は攻めぎあいの状況になっている。悪い時は通常そうしたものであり、逆に良くなる局面では、現場の方が却って強気になって、最後には誤る。支店長会議の報告を聞いていて、本行も企業と余り変わらないという印象を受けたが、ある程度フェアに見ることを考えなければならない局面に来たのかと思う。逆にこうした局面に来たということは、転換期が近いのかもしれない。

下期の企業経営は第一に自己責任でコストを圧縮しなくてはならない。第二の問題に、売上は平均して2割程度落ちている訳であり、その状況に対して運転資金の調達に目処を付けて下期はとにかく泳ごうという姿勢がある。コスト圧縮については、特に大企業が中心であるが、雇用は当面維持しようとする。雇用に手を付けるのは本当の構造調整をやらざるを得ないところまで追い込まれた場合である。ただ、雇用は維持しようとするため、当然ここで出てくるのは賃金のカットになる。組合と既に決めているレベルについては、今年度は変える訳にいかないが、来年度は間違いなく賃金を落とす。来春闘はほとんどの企業はベースアップはゼロ近傍とともに定昇を止めるところも出ることにならざるを得ない。この点は社員、組合とも肚を括っているのが現状である。管理職を中心とする下期の賃金カットが各企業で一斉に始まりつつある。ボーナスも同じ様である。名目賃金の動きも現時点では特別給与と所定外賃金が減少であるが、今後は所定内賃金がいよいよ落ちる方向に行くのではないか。そこを考えると、政府のお考え頂いている財政政策出動を中心とする景気回復策として最も効くのは減税だろうと思う。それも制度減税を含めた恒久減税と、当面の問題としては政策減税、住宅ローン減税である。今後、賃金は明らかに下がるため、そこを減税でカバーしないと大変なことになると感じている。

企業金融の問題については、今申し上げたような状況下で、銀行の資金回収の動きと企業の年末期越えの資金調達の動きがポイントになる。社債の発行は9月に引き続き10月も1兆円を下回る見通しになっているが、

銀行の貸し渋りと資金回収の動きが加速する懸念が極めて強いなか、社債の発行が難しくなっている状況が非常に心配されている。格付けが下がり、信用リスク面から発行金利が一段と上がってきているため、新規発行が非常に困難な企業が増えている。今一つは社債の償還時期が近づいており、特に下期の償還は5兆円規模で見込まれているが、これのリファイナンスにかかる発行保証を金融機関が非常に渋っている。従って、社債の発行は出来ない、難しい、あるいは金利が高いため、CPで凌ごうというのが各企業の動きになってきており、CPによる資金調達が再度増えると見込まれる。そうした中でCP自体の発行が円滑にいかない状況になれば、いよいよ再び間接金融に戻る動きになるだろう。全銀協の岸会長も銀行としてその点を非常に懸念していると言われていた。従って、11月以降の決済動向は相当注意して見ていく必要がある。

年末にかけて今一つの問題は銀行の資金回収の動きであるが、現在の資金回収の動きは各行とも本部指示の実行過程にある。つまり、一定のレベルだけ落とす枠を与え、それを実行する指示が出ている過程に入ってきている。一方で、資本注入は運用の問題が明らかになっていないにせよ、導入の方向は出てきているが、現段階では回収の実行過程を変更する指示が出ていないため、一応これまでの動きで進んでいる。自己責任による自己資本の充実、健全経営は銀行経営として本来のものだとは思いますが、銀行は信用創造を担い、信用仲介機能を果たすのが役目であり、100%リスクのない先にだけ貸すというのでは信用仲介機能を果たしていないことになる。ある程度リスクを負ってでも、企業の資金血流を支え、次なる経済の発展に向けての仲介機能を果たすのが本来の銀行の役目である。企業経営者の多くはそこを非常に注目している。産業界は今回の早期健全化法による過少資本の是正により金融システムを外から打たれない体制にすることが絶対必要だし、それが次第に整っていくことで必要な資金の流動性が確保されることを非常に期待している。従って、資本注入の運用面のルールはこれから決まると思うが、是非金融機関システムの建て直しに実の上がる仕組みを作って頂きたい。

中原委員

結論的に言うと、前回会合以降の動きには不安定の中の一つ奇妙な安定があり、その中で景気はじりじりと下がっているのが実感である。そうした中で先行指数を見ると、8月にピークを打って9月から悪くなっていることが読み取れるため、恐らく来年度のどこかで良くなった後、再び下がっていくという先行きを暗示しており、先行指数の出方が非常に良くない。そうした中で企業は大幅なリストラを迫られる。政策としては需要サイドも結構であるが、中長期を見据えたサプライサイドの政策を是非打って頂きたい。それなくして日本は再生出来ないと思っている。以上が要約である。

公共事業が漸くピックアップしてきて、プラスに効いてきたことは大変喜ばしいことであるが、先程も説明があったように4~6月はまだマイナスの域であり、7~9月もその意味で漸くリバウンドしたところである。そうは言っても、中小企業のアンケートを見ると、悪化の落込み幅が小さくなったもの、あるいは改善に転じたものがある。例えば、中小企業金融公庫が行っている景況の調査、売上DIがあるが、マイナス幅が8月から9月にかけて-26.2%から-22.3%へと縮小している。また、地方銀行協会の地方経済天気図は今年の4月が最低で21.4%、それに対し9月が29.4%、10月の予測が32.5%であり、好転してきている。商工会議所の早期景気観測LOBOの業況DI全業種は、8月が-66.9%、9月が-66.7%でほとんど変わっていないが、公共事業関連を見ると良くなっている。今一つ良い面では9月の生産が今朝発表になっており、予想程ではなかったが+2.5%と若干上がってきている。ただ、10月、11月は反動減があり、消費が10~12月にかけて一進二退でいくと、やはり問題になる。注目点は本暦年の4~9月のGDPが果してプラスになるのかどうかであるが、生産が上がっても最終需要がどう出てくるかが非常に重要である。さらに良い面では輸出が9月に意外に伸びたことであり、これは決算対策もあったと思うが、EU向けが非常に伸びたほか、アジア向け、アメリカ向けも伸び

ている。

悪い面はたくさんあるが、消費が冷えていることが非常に大きい。10月入り後の百貨店の販売が二桁減、乗用車の販売も企業を除くと10月19日現在で-27%という大変悪い数字が出ており、恐らく10月は二桁以上の減少になるであろう。トラックに至っては、の調べで30%以上落込んでおり、軽を除く乗用車、トラックは非常に悪くなっている。商品市況については、例えば日経の17種で見ると、9月末で対8月比-6.5%と悪くなっており、7月の+1.0%から月を追って一気に悪化した。これがデフレ圧力の増加になる、あるいはCPIに響いてくることを大変心配している。在庫調整も三木委員から指摘があったように、自動車が進んでおり、その他でも薬品を除く化学、窯業・土石、あるいは紙パルプ、プラスチック等は良くなっているが、悪化している業種も多い。例えば、一般機械、電気機械、金属製品、鉄鋼、食料品等であり、やはり先行き予断を許さない。設備投資が悪いことは申し上げるまでもない。住宅も出ていないし、雇用も益々悪化しており、有効求人倍率の0.49倍は最低である。こうした中で、最も大きな鍵を握る消費の動きが余り良くないので、4~9月のGDPが果してプラスに転ずるのか転じないのか。4~9月について消費の伸びが悪い場合には、生産がプラスになっても在庫が溜まる一方であり、極端に言うとも来年の1~3月まで生産がもつのか懸念される。4~6月からまた下落を始めるのではないかという懸念もあるため、生産もさることながら最終需要の動きを十分に注目しなければならない。結論的に言うと、じりじりと下がっている感じである。

海外をみると、アメリカがまさに不安定の中の安定という感じである。LTCMの処分は一応は終わったが、類する問題がまだ残っている。パニックな状態は一応脱し、現在は小康状態を保っているところであるが、一番問題なのはヘッジファンドの影響を受けて社債市場とモーゲージ市場が機能しなくなってしまったことであろう。これは信用取引やフューチャー、オプション等々で追い証が発生し、投げを出す、あるいは社債モーゲージを売って穴埋めをするため、社債やモーゲージの市場機能がほとん

ど停止状態になっている訳である。その結果、国債への乗り換えが進んでおり、アメリカが非常に不安定な状態にある。今が分岐点だと思われ、アメリカとしては寝た子を起こさずに安定に向かいたいところであろうが、ニューヨーク連銀のマグドノー総裁等の言葉を借りると、まだ安心できる状態にはほど遠い由であり、なかなか難しいところである。

前回会合でアメリカの株価は8,400ドルから8,500ドルまでいき、その後は反落する危険性があると申し上げた。ダウはそのようになっており、8,500ドル台で大引けし、一時ザラ場で8,600ドル台をつけたが、昨日は大引けで8,400ドルを割り込んで8,300ドル台になっている。アメリカで最も気になるのが株価の動きであり、これが恐らく景気を左右する。前回も申したが、いずれにしても6,000ドルを割り、5,800ドルへ突っ込む危険性が非常に強いと思っている。波動分析からも時間分析からもそうなる。今回仮に下落すると、家計が金融資産の中で株式が持っている比率がブラックマンデー時の倍、直接間接合わせて4割程度になっていると思われるため、非常に深刻な影響を与えることになる。

海外で気にしなければならないのは、ロシアであり、12月17日に3か月モラトリアムで伸びている200億ドルの内の160億ドルが償還期限を迎えるが、これがどうなるか全く分からないこと、ブラジルについては非常にシェイキーな状態であるが、IMFの支援を受けてさらなる引き締めが必要ということになり、アメリカへの影響がかなり出てくることである。アメリカ、ロシア、ブラジルに目が離せないところである。

そうした中で先行指数を見ていると、7月頃にピークを打ち、あるいは8月にピークを打った後、反転して下がってきている状態である。まだ先行指標系列が全部出ていないが、出ている半分程を使ってみると、6か月先、あるいは9か月先頃に再び反転していくような動きも出ているため、あるいは上がらないうちから反転してしまう可能性もある状況である。5月から7月にかけて一度良くなってきたが、再び悪くなっているため、来年は良くなっても中間反騰という恐れが非常に強いことを示唆している。いずれにしても8月の指数でみる限りそういうことであり、また反転

してくるかもしれない。

最後に、マクロの経済政策について申し上げたい。確かに需要をつけるのも重要であるが、日本の問題は根本的には資本効率が悪く、労働の生産性が悪いことであり、思い切ってサプライサイドの手を打つ、例えば大幅減税等を考えないとならないように思う。資本効率が悪い、労働の生産性も低迷している状態はレーガン政権直前のアメリカの状況に非常に良く似ているため、やはり日本も再度レーガノミックスを良く考えてみる必要があるのではないか。現在は臨時国会までの空白期であり、不安定要因は早期健全化で一体何が起きるのかということである。この1か月の間にどこか申請する先があるのか、その場合の条件はどうか。そうした中で、銀行の貸出回収が極めて強烈であり、私が見聞きした範囲でも大手行で貸出を最低10%回収するという大号令が出されている。貸出がじりじりと下がっている中で、各委員指摘のとおり年末越え、あるいは年度越えが緊急の課題になってきており、後程議論するが、日銀としてもこれまで以上に手を打つ必要があると思う。結論的には不安定の中の一見安定とみえる状態が続いている中で、じりじりと下がってきているということである。

(午前11時11分中断、午前11時21分再開)

篠塚委員

前回の決定会合以降、大きく変わったと思うのはアメリカのFFレート
の再利下げである。アメリカ経済に対する不安感がかなり増してきたこと
が世界全体に波及するし、日本にも回ってくるため、大きな変化だと思う。
二番目に、国内の安定化要因として、長銀問題に一応決着がついたことと、
資本注入を受ける銀行が手を挙げたことである。その時点では株価が上が
ったが、最近はさらに資本注入を受けることが必ずしも株価にプラス要因
として反映されていない。今後どうなるかに関しては、不安定な要素が続
くと思う。

実体経済については本当に悪くなる一方であり、各委員が既に指摘した

通りであるが、二点だけ追加したい。

一つはやはり雇用の問題である。有効求人倍率は最悪の 0.49 倍とかなりペシミスティックな状況に入っている。特に総務庁の労働力調査になると、失業率は先月と同じ 4.4% であるが、男性と女性に分けた場合、男性が 4.4%、女性は 0.1% ポイント下がって 4.2% となった。従来は女性の労働力率が上がってくる方向であり、21 世紀に向けて少子化対策として女性労働力、あるいは高齢者がある程度期待していたが、この失業率の 0.1 ポイントの低下は、むしろ求職意欲を失ってしまって家庭に入ってしまう非労働力化の方向——ディスカレッジド・ワーカーと言っているが、——が進んだものである。有効求人倍率の悪い指標が示すように、就職活動しても良い仕事が無いため諦めて家庭に入ってしまう傾向が今後さらに進んでいくように思う。労働力率は非常に遅く公表される統計であるし、景気指標としても非常に反応が遅いため、この点を見落としがちであるが、年末にかけて景気が一段と悪化する局面で、少なくとも世帯の 3 人に 1 人はパートのような形で女性が働いていた職場が無くなることは、家計にとってマイナスの要因をさらに強めると思われる。

雇用の問題に関しては、三木委員、中原委員からも指摘があったが、今一つ懸念しているのは、従来日本の大企業は雇用だけは維持する方向で来たが、これがかなり難しい状況に直面しているのではないかという点である。特に、一足先に金融危機に見舞われた韓国の例をみると、かなり早くから雇用に手を付け、相当ドラスティックな対策を行っているが、そのことが日本より早く金融機関の問題に関して解決の道を歩き始めている要因になっていると思う。その点、日本は徐々に常用雇用者の賃金は下がっているが、まだマイナスではないし、相対的な皺寄せはパートに寄せつつ日本的雇用環境を維持して来たが、この先はかなり難しくなってくると思う。特に、金融機関のみならず、企業についても最近は急速にあらゆる意味で格付けが行われている。企業についての情報の開示となると、企業の状況がどの程度良いのかは、どれだけ迅速なリストラ計画を持っているのかを要求される訳であり、そのスピードが一層増してきている。その意味

からも、雇用問題は急速に悪化していくようにも思われる。

二番目は皆さんも指摘された、支店長会議での印象である。7月の支店長会議時にはまだ9月9日の一段の金利引き下げを行っていなかった訳であるが、その段階で覚えているのは、各支店長から景気は非常に悪いが、各地域では一段の金利引き下げ要求は聞こえてこないといったことであった。今回10月の支店長会議は金融緩和後の初めての会議だったため、どんな反応が出るか注目していたが、総じて今回の金融緩和に関しては余り大きな評価は報告されなかったように思う。ある支店長が住宅建設にある程度ローンが下がったことで応募があったが、金融緩和に伴いさらに一段と金利が下がるとの先行き予想から伸びがパタリと止ってしまったと報告していた。家計がさらに一段の金融緩和を予想して住宅を買い控えてしまった訳であるが、同時に地価が下がっている局面での金融政策のあり方は如何にあるべきなのかを感じた。勿論、資産価格の問題は金融政策の直接的な目標にはならないが、バブルが起きた時点で地価の問題をどのように金融政策の射程の中に入れるかが議論になったと思う。今少し金融政策と地価の関係についてどう考えるべきなのかを検討した方が良いのではないか。

次に、金融の問題に関して申し上げたい。第一点は外貨資金繰りの問題である。現在年末越えの資金繰りを頂点として邦銀の外貨資金繰りが一層厳しさを増しているとの執行部報告があったが、邦銀は円投による外貨調達の手を海外で絞られていたり、担保の差し入れを要求されたりしている。このような外貨調達難へのマクロ的な対処の方法は理論的には金利の引き下げではなく、引き上げにこそあるのではないかと思う。円の金利が引き下げられれば益々外貨の流入が減り、邦銀の外貨調達が苦しくなるという筋合いではないか。足許の金利を引き上げれば外貨繰りが良くなるとも言えないが、外貨の資金繰りが非常に厳しい時の政策として金利下げは矛盾するのではないかと申し上げたい。

二番目はマネーサプライの動きである。法人・個人別の実質預金とCDをみると、最近では法人の定期性預金が若干高めであり、手元に置いておく

傾向が強まっているとのことであるが、基本的にマネーサプライであるM2+CDの中身をM1と準通貨とCDの3つに分けると、定期性法人預金は恐らく準通貨としてみても良いかと思う。私の関心は先般の決定会合における「金融市場の安定を維持する上で必要と判断される場合には、一層潤沢な資金供給を行う」というなお書き部分についてである。マネーサプライの伸び率は最近では3.9%、3.8%と4%程度で安定しているが、マネーサプライの中身で一番大きなウェイトを占めるのは準通貨である個人預金と法人預金であり、平残合計で400兆円とM2+CDの500何十兆のほぼ8割を占めることになる。そこで先般のなお書きのように仮に日銀がベースマネーを潤沢に出していき、M2+CDが上昇するところまで頑張るとすれば、どういうことになるのか。M2+CDの伸び率とコアになる準通貨の伸び率の時系列のグラフを書いてもらったところ、90年以降M2+CDの伸び率と準通貨の伸び率は平行に動いてきており、95年4月の時点まではほとんど同じに動いてきている。ところが95年以降はM2+CDが3~4%と安定的に推移しているのに対し、準通貨はマイナスの方向に振れ、ギャップが出てきている。M2+CDの中身で、例えば現金通貨等は7~8%の伸び率であるし、CDも勿論額は小さいが20%ないし30%と高い伸び率を示しており、問題は準通貨がなかなか伸びないところにある訳である。準通貨は、個人預金と法人預金でM2+CDの8割を占めることになるが、個人の方はコンスタントに大体2%から3%の間で年々伸びている。それに対し、法人の方はマイナスで推移してきたのがこのところ上がってきている訳である。このことは決定会合で一層潤沢な資金供給を行い、マネーサプライを出来るだけプラスの方向に持っていくと指示しているが、そのためには法人の準通貨、法人の定期性預金がプラスに向く必要があるということの意味している。こうしたマイナスの状況をプラスにするのは、しかも残高の規模も非常に大きい訳であり、大変無理なことである。従って、私は非常に難しい政策を打出しているのではないかと思っている。マクロ政策としての金融政策は非常に限界的なところまできている訳であり、今後はどちらかというところ、ミクロプルーデンスに力を

傾注するという方面にしか、日本銀行として政策の後押しが出来ないのではないかと思う。

植田委員

篠塚委員のご指摘に対するコメントと、全体的なことに関する印象を一つだけ申し上げる。全て理解できた訳ではないが、篠塚委員は恐らく金利を上げた方が地価にプラスの影響があるという方向で発言されたと思う。その理由として金利がさらに下がるという予想が住宅投資にマイナスの影響を与えているという支店長会議の某支店長報告を引用されたのだろうと思う。私は一般的にはやはり住宅投資は金利が下がれば増大するが、ただ、極く近い将来に一層下がるという期待があれば住宅投資が一時的に引込む部分はあるのではないかと考える。従って、そうした面はあるが、基本的には金利の低下は住宅投資を支えるし、地価は通常の資産価格であり、金利を上昇させれば却って下がってしまうと思う。それから金利の上昇あるいは低下と日本の銀行のドル・ファンディングの話もされたが、勿論日本国内の円金利の上下が資本流出入あるいは為替に響いてドル・ファンディングに何らかの影響するルートはあると思うが、現在問題になっているのは、基本的に日本の金融機関の信用リスク、流動性リスクの問題である。国内での円金利上昇は日本の銀行の収益にマイナスの影響を持ったり、円資金の調達能力にマイナスの影響を及ぼすため、結局外からはクレジット・レーティングが下がる方向でみられて、ファンディングにはマイナスの影響があるのではないか。

全体的な情勢判断については、皆さんの意見に違和感もない。ただ、1か月程前の我々の見通しと比べて、現状はどうかとなると、悪い状態が続いていると皆さん指摘された訳であるが、今少し具体的に表現すると、マイナスのものと若干プラスのことが生じている。プラスとしては公共投資が増え、金融不安対策がある程度固まりつつある。しかし、公共投資が出て来ることは我々の見通しの中では既に折り込み済みであったものに過ぎない。金融不安対策も調査統計局の見通しの中ではある程度の策が打た

れ、ディザスターにはならないという前提の下に見通しが立てられていたと思う。従って、予想通りの対策が出つつあるだけでは、見通し対比大きなプラスでは必ずしもないような気がする。さらに、この対策が貸出の増加に結び付くかどうかについては、なお不透明感が強いため、一か月前に我々が内部で持っていた見通しに比べて大きなプラスの材料でもない。加えて、皆さんご指摘のように流動性の問題が至る所に発生してきている。

一方でマイナス材料としては為替円高と、消費に一進一退から一進二退へと後退の傾向がみえることである。いずれも9月末ないし10月初めの見通しには必ずしも織り込まれていなかった部分のような気がする。円高は必ずしもマイナスとは言えない訳であるが、その背景にある現象を考えると、ややマイナスの方向に働く可能性が強いように考えられる。以上総合的に判断すると、少し以前の見通しに比べて、実体経済の見通しを下振れさせるような方向に色々な現象が現状動いているのではないかと思わざるを得ない。

速水議長

これまでの意見を踏まえて、金融経済情勢について追加的な意見や議論があれば自由に発言下さい。

篠塚委員

先程植田委員からお答え頂いた第一点であるが、勿論金融政策は必ず貸し手と借り手と両方に影響が出るし、住宅投資にとって金利を下げれば当然プラスであることは重々分かっている。私が申し上げたかったのは、本席で何回も議論したことだが、このように長期間に亘って低金利を採用していることは消費者にとってのコンフィデンスを悪くしている点である。これ程長期に超低金利が続き、さらに一段金利を下げたことは消費者の将来に対する不安を一層増すことになる。景気対策として商品券が出る程、家計に如何に物を買ってもらおうか検討をしている状況の中で、大きなウェイトを持つ住宅投資を梃子入れしようとしているにもかかわらず、一段

の金利引き下げを行ったことはマイナスに効いたという意味である。金利を下げたことが住宅投資にとって、本来ならプラスであることはそのとおりだと思う。

中原委員

篠塚委員の議論は正しくない。金利は実体経済の反映であり、長期間に亘り低金利が続くのは不適切だと言っても、実体経済が非常に長期間の調整を経て、なお調整が終っていない以上、金利が下がるのは当然ではないかと思う。また、消費者にプラスかマイナスかといっても、消費者は実体経済の中で生きている訳であり、実体経済の中で財産所得だけを特に優遇する理由もない。従って、消費者のコンフィデンスに金利の引き下げが最も影響を与えているという議論は如何かと思う。さらに、そこまで言われるのであれば、金利を引き上げる提案をすべきである。

篠塚委員

金利の低下に関してたまたま住宅投資の話しかしていないが、金利が下がったことで、例えば年金の利回りの問題や生命保険の運用益等、全体的に将来に対する不安が非常に大きくなっている。将来に対する不安が加速されているため、消費者があらゆることに萎縮してきている。しかも、実体経済が調整過程にあるから金利を下げたと言われたが、実体経済にはほとんど影響が出ていないのではないか。金利を下げたことに伴い設備投資が増え、雇用を増やし、家計が潤うという、正常時の金利引下げ効果が回っていない。それ故に、こうした時期に金利を下げることの意味合いを言っているのである。

先程中原委員はアメリカの景気について、アメリカの消費者、家計はかなりの株を持っているため、株の資産インフレからかつてのバブルと言われた時の家計の高い消費の伸び率が説明できると言われた。そうであるならば、日本はまだそれ程株を持ってはいないが、やはり家計にとっては資産効果を期待した日々の消費計画もあることになり、アメリカの場合と同

じような状況が説明できるのではないか。アメリカでも、今回仮に一段の金利の低下があれば、消費が一気にしぼんでいく問題があると思う。

三木委員

篠塚委員の住宅問題の議論に限れば、植田委員の言われるとおりだと思う。やはり金利が下がれば住宅投資が増えてくるのは間違いない。ただ、实体经济がここまで落込んでおり、先行きに不安があることが一つの大きな要素である。現場の住宅メーカーの立場からみた場合、お客との色々な折衝過程の中で彼らが感じているのはやはり金利がまだ下がるのではないかということである。そうした感じが出てくると一気に止ってしまう訳である。従って、金利を上げるべきということではなく、これ以上下がらない局面になると、マグマは溜まっている訳であることから必ず出てくる。その意味で、むしろこれ以上は下げませんと表明してもらいたいという意見もある。

中原委員

金利の底だと言えば、長期金利は大幅に上がる。

三木委員

植田委員は一時的にはと言われたが、現在はそこのところであろうという気がする。

篠塚委員

そうですね。

三木委員

基本的な原則論としては、やはり金利が下がれば住宅投資は増える。

中原委員

下がるか下がらないかは個人の見通しであり、下がると思えば待つだろうし、下がらないと思えば買うだろう。これは一種のプレーである。

篠塚委員

しかし、マクロの金融政策を行って実体のプレーに任せていながら、実際には何も影響が出ませんでしたので再度下げるといのはやはり不適切だ。

中原委員

私は篠塚委員と全く違う。現在は景気の底割れを防ぐために金利を下げているのであり、下げたから設備投資が出るとか、何が増えたという状況ではない。従って、利下げに際しては、如何に底割れを防ぐか、如何にしてリストラクチャリングへの苦痛を少しでも和らげるかを考えている。

篠塚委員

その場合の方法として、金利を下げることを良しとする意見と利下げには疑問があるという意見に分かれていると思う。

中原委員

従って、篠塚委員は金利を引き上げる方向での提案を是非すべきである。

山口副総裁

金利引き下げの評価について一言だけ申し上げたい。金利が上がる時も下がる時も色々な経路を通じて経済活動に影響が及んでいく。経済活動は何も金利変動の影響や効果のみではなく、その他色々な理由で行われる訳であり、消費にせよ投資にせよ利下げの効果を上回るだけの下押し圧力が強い時は、確かにそちらの影響の方が前面に出てしまい、利下げの効果は仮にあっても表面的には表われてこない状況が十分あり得る。しかし、引

き下げの意味が全くないかというところではないと思う。例えば、ここはデータに基づいて議論しないと意味がないと思うが、金利引き下げがなかった場合と引き下げを行った場合とを比較し、企業にとってのキャッシュフローがどのように変化しているかを分析すべきである。それは家計にとってのキャッシュフローについても同様である。やはりある程度具体的にどの程度効果があったのか否かを検証した方が良いが、総括的にみて、今回の9月9日の金利引き下げが少なくともその後マスコミその他色々な世論の反応をみる限り、非常に怨嗟の的になったということはないのではないか。その点で私は利下げ前に自分自身が若干懸念していたことが、実はそれ程表面化していないため安堵しているところである。

篠塚委員

怨嗟といったことではないと思うが、そうした利下げの効果をはっきり示さないまま議論しているときりがない。

藤原副総裁

国会の委員会等でも金利も問題は色々な立場から質問され、色々な立場から私共も答えたりしている訳である。金利を巡る意見は、例えば新聞の政治面で政治家がどう発言しているかという報道があるかと思えば、経済面では経済記者が経済のロジックで金利を論じている。社会面では市井の人達の金利に対する感覚が報じられている。投書欄では金利に対する怨嗟も含めた意見が開陳されている。色々な立場によって、色々な意見が絶えずある訳であり、特にこのような厳しい局面にあっては色々な見方が出ているということではないか。

速水議長

住宅投資は確かに下がっているが、私共の実感としては昨年3月に消費税引き上げ前の駆け込みが相当大きかった。一回建ててしまうと暫くは需要がない訳であり、もう暫くみていく必要があると思う。

後藤委員

木材等をみると、消費税引き上げ前の駆け込みは前年の9月頃から始まっている。だから後で統計を見て、駆け込みが相当早く、かつ大きかったと思った。

三木委員

9月までに契約しなければならなかったため、契約が全部9月になった。実際の建築は第3、4四半期であった。

後藤委員

木材の価格がその頃から上昇している。

速水議長

金融政策に関する討議に入りたいと思うが、河出経済企画庁調整局長が12時過ぎに退席されるということなので、もしご意見があればおっしゃって頂きたい。

河出経済企画庁調整局長

非常に厳しい経済状況が続いており、私共も10月6日の閣議に今年の成長率は-1.8%と報告をした訳であるが、その際に総理から効果的な景気回復策を早急に検討して欲しいという指示が関係閣僚にあり、以後二回程閣僚レベルでフリーディスカッションをしてきたところである。そうした状況を踏まえて、昨日の閣議で総理から緊急の経済対策を来月の中旬までに、具体的には11月16日に経済対策閣僚会議を開いて決定をしたいと思っているが、その時までにとまとめて欲しいという指示があり、今関係省庁とも相談をしながら早急に具体的な内容を詰めていきたいと思っている。現在の時期は景気回復のあらゆる手段を総動員して経済運営にあたっていくことが重要だと思っており、政府としても4月に過去最大規模の対

策を打ち、また半年強でかなりの対策を打ち出すことになった訳である。金融政策の面でも色々意見があろうかと思うが、各種手段を検討のうえ適切な運営に努めて頂くようお願いしたい。

(午前 11 時 58 分河出経済企画庁調整局長退室)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、金融政策について各委員のご意見を伺い、その後自由討議にしたい。まず、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

先程の情勢判断で今後相当慎重にみていく必要があると申し上げたが、それを金融政策にどう反映させるかについては、現在行われつつある総合経済対策の効き目をみる必要があるし、金融システム再生関連の枠組みが今後どうワークしていくかも注視する必要がある。企業・家計のコンフィデンスの動きとともに情勢を慎重に見極めるべきである。とりわけ、第3次補正予算がどうなるかである。従って、当面は9月9日以降の金融政策のツールの範囲内で何が出来るかを検討していくことだと考える。特に現行の方針には、なお書きの形で、コールレートの誘導目標を離れても場合によっては資金を潤沢に供給して良い、との一種のお墨付き的な条項があり、各委員が指摘の年末越えの時期にこそ、その条項が十二分に発揮されて然るべきと考える。先程山下金融市場局長は今後の方針について決意表明を述べられたが、意を強くして聞いた。

山口副総裁

私も前回のディレクティブを継続することで良いのではないかと考えている。前回、現状維持に与する理由として、客観情勢はデフレ的な要素を濃くしつつあったものの、幸い金融機関のリキャピタリゼーション、政

府における経済対策の検討・発動が日程に上ってきているため、それらの実際の動きなり効果をみるべき状況ではないか、あるいは9月9日の引下げの影響、効果を今少しデータを持って良く確認する必要があるのではないかと申し上げたが、現在も同様に思っている。

先程の議論で、篠塚委員から潤沢な流動性供給を謳いながら、なかなかマネーサプライ、あるいはその構成要素である準通貨の伸び率の上昇に繋がっていないというご指摘があった。潤沢な流動性の供給をもって何を指すのかについて、改めて幾つかの受け止め方があるという感じを持って拝聴したが、やはり我々が直接にできることはインターバンク市場に対して、場合によっては十分以上の流動性を供給していくことである。その先の特に企業金融や消費者金融にどの程度影響が及んでいくのかは、その時々様々な条件によって変わっていかざるを得ないし、現在の状況下では、間接金融部門の信用供与能力の制約から、残念ながら先への影響の及び方が弱くなっているのではないかと思う。マネーサプライをコンポーネント毎にみるのか、オーバーオールでみるのかについても色々な意見があろうが、オーバーオールでみてM2+CDが3%程度しか伸びてきていないのは、やはり金融機関の与信に対する制約が非常に強いことが基本的な背景だと思う。その点は、やはり金融機関のリキャピタリゼーションにより、解決していくしなかなか基本的な手立てはないのではないか。我々が全面的にインターバンク市場の先の流動性供給に責任を持つことは、実際問題として多少やれることはあるとしても限界があることも事実だと思う。そうしたことを全て踏まえ、前回のダイレクティブで臨みたい。

後藤委員

一層の金融緩和について考える場合、公定歩合や預金準備率の引下げも、理論的には十分あり得るかもしれないが、現在、公定歩合は特殊な場合以外に適用される対象が非常に限定されているし、これだけ金利が下がると準備率を下げても金融機関にとって余り有難味がない。最近では俗称ブタ積みという準備預金として積むべき以上のものを積み期末に積み上げてい

る状況もある訳であり、水準としてはかなり限界に近いところまで来ているのではないか。ただ、日銀が一所懸命流動性を供給しても、信用乗数が下がってしまっているためマネーサプライの増加に結びつかない。これは、大きく言えば金融システムの問題であるが、金融政策上、例えばオペレーションの方法や担保の扱い等の面で改善の余地がないか検討する必要があると思っている。その場合、中央銀行として信認を失わない範囲でどこまで民間のリスクを取れるのかの判断は限界的に非常に難しいところがある。ただ、本年末のような時に、資金が企業まで巧く回らないといった状況が起きた場合に、体の末端まで血がいき易くなるような方途はないのか、日銀として検討しておく必要があるのではないか。オペ担保政策や社債の適格性の問題について何回か勉強会は実施してきた。実はそれを一度締め括り、仮にそうした危機管理的な状況に対応するために追加的に実施し得る手段が提案されてくるのかと思っているが、なかなか出てこない。次回 11 月の月初会合までの間に、オペの方法や担保の扱い、あるいは社債を直接のオペの対象にするといったことにつき、テクニカルにかなり難しい問題もあるようだが、一応の結論のようなものを出してもらうことを執行部に願います。今回はそれを条件に、現状維持で宜しいのではないかと思っている。

武富委員

従来の金融政策は、結局オーバーナイト・コール市場の需給調節、金利水準の誘導を通じて、インターバンク市場に潤沢な資金を供給することである。その意味合いは信用リスクの劣後する限界的な調達者も含めて、金融市場の隅々まで流動性が行き渡り、システミックなリスクは決して起こさないということである。その中には外貨調達に代わる円投が国内市場に直接、間接に及ぼす影響も含め、包括的に供給をして齟齬のないようにすることが基本として含まれる。それに加えて、企業金融にも配慮し、CP オペ等の活用を行い、かつ節目節目を乗り切るために相当足の長いオペも活用することで対応してきた。その結果、これまでのところ最悪の事態が

起きずに済んでいると思う。ただ、この先、年末、年度末については、リスクシナリオを念頭に置いて、万全の陣容を整えることは必要であるし、それを発動しないで済む状況が最良と思う。発動しないで済むケースは、積極的な意味では資本注入の運用が極めて現実的であり、ストレスの高い金融問題が相当緩和される場合である。今一つの消極的な破綻のないシナリオは、金融の制約から企業サイドで例えば設備投資をさらに遅らせるなど色々な努力を行い、結局金融的に何とか繋がる形である。その場合は、残念ながら実体経済面では一段と悪くなる一方、何とか金融破綻が避けられるバランスの仕方であろう。

そうした中で、中央銀行として何が出来るのか悩みが深い訳である。特に企業金融を念頭に置いてCPオペ以上の方法を考えることになると、一方で中央銀行のバランスシートの健全性維持の原則と基本的にバッティングをする。CPオペ以上の手段はなかなか難しいが、私は金融の非常事態に近い環境を踏まえると、調節貸出の再開を考えても良いのではないかと思う。場合によっては、貸出期間を年末や節目を越えるような期間にする、あるいは状況次第で担保の要件緩和を図っても良いのではないか。日銀のバランスシートの健全性との折り合いをつけるのはなかなか難しいし、調節貸出を実施すれば、不透明性の批判は必ず受けるだろうが、現実の厳しさを踏まえれば、その方向は考えておいて良いのではないか。世の中でいわれる社債オペについては、調節貸出を実施することになれば、その担保として社債も現状でも入れられる訳だが、そのアベイラビリティは少ないと思われ、考え方としては良いが、現実論としては出来にくい。さらに、株式担保もあるが、これはリスク・シナリオの度合い如何であり、本当に最後の緊急避難的な場合であろうと思う。

従って、現状をどう認識するか、限られた対応手段の中でも何ステップかあり、ステップを踏む毎に中央銀行のバランスシートの劣化が潜在的に進むことを如何に考えながら陣容を整えていくかであろう。日銀のバランスシートの健全性の問題は、内外の市場からどのように受け止められるかだが、一方で企業金融を何とか緩和しようとするればバランスシートが劣化

する。仮に緊急事態だから止むを得ないとしても、今度はそのことに対する市場からの反応があり、円売りとか株売りといったような新たな混乱要因を作らないとも限らない。そのことが金融機関経営や企業金融の色々なルートを通じて悪影響が及ぶことも睨んでいかに肚を括るかという状況である。年末が間近いと申し上げたが、まだもう少し余裕があるので、その辺を考えておくのが一点である。

今一つは、通常の金融調節の範囲内でオーバーナイト市場を起点とするトランスマッション・メカニズムに期待し、その意志を受けた市場もフェイバブルに反応して実体経済も巧くいくことを期待して、何かあれば一層の潤沢な資金供給をすることになっている。しかし、現在が非常な緊急事態だと考えると、そうしたトランスマッション効果に万全の信頼を置いて、本当にそれと折り合いがつく事態なのかについて他の委員のご意見も伺いたい。その際、先程来話題になっている円投とも絡むが、ユーロ円市場あるいはCD等のオープンマーケットもさらに引き付け、金融調節や金融政策全般に何か工夫を凝らせるのかどうかである。年末越え、あるいは期末越えが問題であり、官民信用リスク格差による例えばTEDスプレッドの拡大傾向や、ターム物金利の高止まり、あるいは信用リスク格差を反映した金利構造の多段階性等が最大の問題だとすると、そこに焦点を合わせて何か採るべき手段があるのかどうかである。調節貸出も足を長くしたらどうかと申し上げたのは、恐らくターム物に対してもプラスの効果があるだろうとの期待から申し上げている訳である。オーバーナイト市場以外でも何か方法があるのか、直ちに良いアイデアはないが、そうした論点を出しておきたい。CPオペを既に相当実施しており、更なる拡大も従来の延長線上では考え得る。しかし、結局三木委員も指摘していたように、企業サイドは自主的に間接金融から直接金融の方へ相当動いているが、前回の会議でも申し上げた企業段階の実質自己資本の劣化に伴い格付けも下がっている。直接金融の場は本来極めて優良な先しかアクセスがなく、質的なクラウドアウト現象が直接金融の場でも起きており、間接金融がラストリゾートになっている状況である。従って、CPのアベイラビリティ

一もどれだけ増し得るのかという感じもするため、やはり企業金融へ配慮した色々な手段の組み合わせの中には、CPのみでなく広がりを持たせて、担保インストゥルメントを多様化する道筋をつける必要があるが、その前に貸出について一歩踏み込んだ考え方を採ることがあるのではないか。担保の適格要件の緩和等はこの会議での決定対象になろうが、本日は具体論をする積りはなく、考え方として万が一に備えた時の陣容整備という意味合いからこうした手段を用意しておくべきであると申し上げておきたい。これを発動しないで済むように、ともかく資本注入について関係方面で現実的かつ弾力的な運用を図って頂くのが非常に重要だろうと思う。

三木委員

企業サイドは、日本銀行については十分なる金融政策、十分な対策を採ってきていると評価している。この点は山口副総裁の話にもあったが、企業サイドからみて、日銀として金利、量ともに行うだけのことは行ってもらっており、これ以上日銀に望むのは無理であるという立場であろうと思う。我々はそうした評価を十分頭に置いて動いて良いのではないか。むしろ、企業の雇用が非常に大きな問題であり、雇用のレベル感と賃金レベルの二つの問題が出てくることを想定すると、企業としてもこの低金利のマイナスの副作用を考えざるを得ない。今後はそこに重点を置いて考えていかななくてはならない局面に来たのではないか。従って、先程成立した金融二法を含め、新しくご検討頂く財政政策を含めた総合経済対策と本行が先般採った金融調節方針をセットで考えなくてはならない。

その中では、先程から申し上げているように、銀行の資金回収と期末越え資金が当面の最大の問題である。本行の金融政策が最初の信用仲介機能であるべき銀行で止まってしまい、その先に行っていないことにどう穴を空けたら良いのかがまず直近の課題ではないかと思う。後藤委員が言われたように、CPオペあるいは社債の扱い等を含め今少し何か他の対策がないかを検討すべきである。その一方で、重要なのは本行財務の毀損に関する問題である。担保価値も大きな要素である。そうした一連の検討を 11

月13日の次回会合までに一応議論をし、結論を出すようにして頂きたい。そのことを念頭に置き、当面残された部分では年末越えを意識したCPオペに尽きると思われるため、CPオペ対象の選定ルールを早く見直し、適格基準を緩めるのではなく対象物件を拡大しつつ早々に実施することが必要である。また、社債市場は税制面、その他の規制緩和を含めてさらなる整備が必要であろうが、日銀がこのオペに乗り出すことは活性化の一助にもなると思われるため、社債オペについてもやはり検討が必要だろう。

本行にとって直近の課題は、やはり年末越え金利の上昇傾向に如何に対処するかであり、年末越えの資金を潤沢にかつ広く民間取引に行き渡らせるということである。従って、やはりまずはCPオペを一層積極的に実施していくことが適当だと思う。ディレクティブは現状維持で結構であるが、議事要旨のディレクティブの前に「当該金融調節方針の下で、CPオペを積極的に活用し、年末越え資金を出来る限り厚目に供給するように努める。」といった趣旨の文章を是非書き加えて頂きたい、提案したい。

中原委員

日本経済が重傷に陥っている訳であり、金融政策として重傷の病人に対して何が出来るのか、ぎりぎりのところを考えていくのが私共ボードの使命である。その際、全体もあるし、個別もあるが、オーバーオールな日本経済を考えて事に当たる必要があると思う。日本経済の状態は、その時々状態により変わる訳であり、これで良いということはありません。状態の変化に応じた手を考える必要があります、自己満足は決して許されず、常にシビアな態度で限界のところを探ることが現在の様な経済情勢では要請されるというのが、私の基本的な立場である。それを前提に、今後何が出来るかを考えなければならない訳だが、9月9日の引下げについても基本的には最低6か月程度経たないと分からないとしても、ほぼ予想どおりの結論が出ていると思う。

今後何が出来るかを考えるに当り、大蔵省から武藤総務審議官が来られているので、是非お願いしたい。金融機関は600兆円お金を貸しているが、

そのうち約半分の300兆円位が証書貸付になっている。日銀の立場からは、証書貸付の活用は、債務者の承諾がいるため、非常に難しい。従って、これを是非手形に切り替えたい。しかし、手形の印紙税は非常に高いため、証書貸付から手形に切り替えた場合に、印紙税をインターバンクと同じ200円に下げて頂ければ膨大な量が出てくると思う。勿論300兆円の中でどれだけ再割引の適格になるかは別であるが、例え1割としても30兆円程度出てくる訳であり、是非印紙税を軽減して頂きたいと提案したい。それが恐らく目先一番早い方法ではないかと思っている。これは政治家の問題でもあるだろうが、議員立法でも何でも構わない、適当な然るべき方法で是非やって頂ければ宜しいのではないか。手形の管理は難しいという問題点はあるが、そのような状況ではないし、3か月毎の切り替えになるため、信用状態のチェックも出来るのかもしれない。証書貸付を手形貸付に切り替えられるように是非印紙税につき配慮頂ければと思う。

私は期末にかけてCPのオペを積極化するのが、最も良いと思っており、後程ディレクティブとして提案する積りであるが、それは適格範囲を広げない範囲で積極化するということである。この点、後藤委員や三木委員からも指摘があったが、CPの適格範囲を広げた場合や社債をオペの対象にした場合、一体どのようなリスク・ファクターがあるのか、定量的なリスクアセスメントを是非やって頂きたい。それが早く出てくれば、日銀の財務の健全性あるいは中央銀行の在り方も考慮しつつ、然るべき立場が打ち出せるかと思っている。仮にそれを越えていくとなれば、武富委員からも話があったが、直接貸出も視野に入ってくるのかと思う。その場合、勿論最初に生じるのは担保要件の緩和であるが、そこもリスクアセスメントの問題があるため、リスクアセスメントについては是非数字で分かる格好でお願いしたい。最後は株式を使うことになると思うが、恐らく直接的な株式の担保化は困難であり、例えば然るべき保証付きの担保を使って直接貸出をすることも考えられると思う。色々な手段を勉強しておく必要があるのではないか。いずれにしても、日銀としては必要があれば何でも機動的に行うことを考えておく必要があり、是非執行部から色々メニューとリスク

アセスメントを出して頂きたいと要望しておく。

目先は年末越えであり、前回の決定会合においては、私のディレクティブに関する提案を総裁以下が然るべき所で然るべく話して頂くことで取り下げた訳であるが、日銀の年末越えについての立場は徹底してきたのではないかと思う。しかし、貸出がシュリンクしてきている状態を考えると、ここで一段と資金供給を活発にする必要がある。CPオペの活用等ということは必ずしもなお書きの中に入っていないと判断しており、現行のCPの適格担保対象の範囲内ではあるが、それを今回はディレクティブに明記するよう提案申し上げたい。いずれ次回以降は、先程から話が出ているように適格担保の対象範囲拡大になると思うので、極力早目にスタディし、一定の結論を出して頂きたい。

篠塚委員

何度も繰り返しているが、私は異常な超低金利の状態であることをまず認識したうえで、さらにマクロの金融政策を採り得る余地はほとんどないという立場である。それではどうするかであるが、最近の考査局の説明が私には最も納得し得るものであった。これは9月9日の短期金利低め誘導後の状況の簡単なサーベイであった。短期市場では0.2%方低下しているが、銀行間のレート格差は縮小しておらず、むしろ信用力の低い先の調達レートがマーケット程には低下せず、格差が拡大するケースがあるとしていた。そのうえで、本行の対応として、第一に、如何にマクロ的に資金を潤沢にしても、出し手の信用選別から資金の行き渡らない先が残る可能性が従来よりも高まっていることと、調達不安を抱えた先が逃げ足の速い短期市場性資金に大きく依存、かつ依存度合いを高めていくこと自体が市場の大きな不安定要因になっていると指摘していた。第二に、従って、金融市場の安定回復にはマイクロプルーデンスとして個別金融機関の資金繰り安定化策からのアプローチが必要であるとしていた。これは、何人かの委員達の指摘と幾つか重なってくる。考査局では、信用度が低い割に預貸バランスの悪い先で不安定な市場調達に依存し過ぎている先を対象に以下

の働きかけを強化するとしている。第一は預貸証尻の改善をする。それは市場調達への過度の依存を是正するよう、個別に働きかけていくのだろうと思う。二番目は、そうした銀行に対し株式、貸付債権等あらゆる資産を活用した担保調達余地の検討を促す。三番目は国際部門の預貸バランスの改善である。国際部門の縮小がひいては円投圧力の緩和等に繋がる訳であり、この辺は藤原副総裁が先般の国際会議で報告したことも既にここに入っているのかと思う。最後は、市場の信認回復のための経営改善策として、ディスクロージャーや増資、提携、リストラ等々が上がっており、最終的にこうしたことに向けて考査局でマイクロベースで銀行に働きかけをするとしている。この考え方はあるいは武富委員が述べられた調節貸出の提案にも重なるし、そうした方向での対応が良いのではないかと思う。

今一つ付け加えたいことは、金融政策として金利を下げることに關しては、私達は1か月に二度も決定会合で長い時間をかけて議論をしているが、プルーデンスの問題こそ今最も大きな不安材料であり、政策決定会合でこのような議論をするのと同じウエイトと時間と人材をプルーデンス問題に關して使い、そのようなグループ、指令塔を置いて今後対応していくべきではないかという点である。私達は金融システム不安の問題、法律の出来るまでのプロセスについて執行部から何回も説明を受けたが、その度に従来と同じ人員で、同じようなやり方でやっているのではないかと思われた。マイクロのプルーデンスでさらに働きかけを強化していかなければならないとするならば、この分野での人員の配置、情報の収集に向けての一段の対応が必要であると思う。

植田委員

皆さんと方向感としては大体同じであるが、私なりに纏めると次のようになる。結論としては、現状維持でディレクティブは変えないということである。考えるポイントとしては、仮に何かディレクティブを変えれば、タイミングは適切か、どのように変え得るのかということがあるし、政策変更はそう何度もすべきではないし、出来ないものなのではないかと

いうことである。

まずタイミングについては、既に非常に危険な状況にあることは委員の認識が一致していると思うが、例えば年末ないし年度末までの期間に、さらに一層悪化する事態が起きないとは限らない。従って、それに対して何らかの手段を用意しておくことが必要ではないかと判断すると、現状はまだ動き難いのではないかと思う。

次に何が出来るのかを考えてみると、考え得るメニューが色々あるが、極端に行けば行くほど銀行の資金繰り、企業の資金繰り支援に繋がり、一方で銀行のバランスシートの問題等マイナスの影響も大きくなるトレードオフが存在する。どこで線を引くかは、その時の金融経済情勢の悪化の程度次第である。従って、そうした発動のタイミングが来る前にメニューを用意し、トレードオフにつき我々として確りした認識を持っていなければならないことは、何人かの方が既に指摘されたところである。そのように判断する、我々の勉強のペースがやや遅かったとの反省はなきにしもあらずである。執行部でも色々を用意してくれた訳だが、我々自身から具体的にこうした方法はないのかと提案すべきであったし、今後も余地があるような気がする。余り具体的な話はすべきではないと思うが、CPオペ、社債オペあるいは通常貸出を復活する、場合によってはさらにその先も考え得ることについて、方向感としては次回決定会合までのタイミングでメニューを具体的に用意し、リスクについても整理しておくことかと思う。

最後にタイミングとも関係するが、既に出来る範囲のもの、例えばCPオペをある程度拡大することについて、本日、何らかの形でアナウンスすることが良いかどうかに関しては、オペの拡大自体には反対ではないが、アナウンスメントを行うことには若干躊躇を覚える。その点はなお書きに含まれているという解釈も出来るし、三木委員が言われたように議事要旨に載せるのでは、公表されるのは12月2日になり、余り効果がないという気もしないでもない。小さなことを少しずつ打出していくよりは、既に限られている手段をまとめて最適なタイミングで行うことを選好したい。

速水議長

ここで、私の見解を申し述べさせて頂きたい。皆さんのご意見を聞いていて情勢判断は大体同じと思った。政策については年末をどう越えるかという当面の具体策に関し、CPの対象拡大や社債のオペの実施、貸出の再開、年末を節目にした長目の物を考えたかどうかなど、当面の対策と今少し先も含めた調整策というか道具立てを今から考えておかなければならないことは、いずれも適切なアドバイスだと思う。私自身は結論から申し上げると「現状維持」を支持したい。なお書きは、「なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標に拘わらず、一層潤沢な資金供給を行う」とかなり幅を持った内容であるし、CPオペ等については記者会見の都度話をしているところである。

前回会合から2週間経った訳だが、その間に出てきた経済指標を見ると、公共投資の発注が明確に増加してきたことが確かに挙げられる。しかし他方では、雇用・所得環境が引続き悪化している。百貨店の売上高や消費者コンフィデンスなど、個人消費に関連する指標の弱さがここへきてさらに幾分目立ってきたような感じがする。こうした点からみると、10~12月には財政面からの景気の下支えがかなり明確に出てくるものと思うが、一方で家計部門を含めた民間経済には引続き強いマイナスの循環が働いていることは間違いない。従って、目先これまでに比べれば景気の悪化テンポは和らぐだろうが、景気の回復が展望できるような状況にはなっていないという点で、経済情勢はこれまでの想定から基本的に余り変わっていないように思う。

この間の内外の政策対応としては、前回会合以降、幾つかなの変化が起きている。何と言っても、第一は金融再生法と早期健全化法が施行され、金融システムの再生に向けて具体的な動きが出てきたことである。予てから金融システム不安の象徴ともなってきた、長期信用銀行が特別公的管理を申請して少なくともこれまでのところ大きな混乱もなく実質的な破綻処理のプロセスへと移行しつつあると思う。大手の複数行が早期健全化法の

下での公的資本注入に既に前向きな姿勢を示し始めているのは、勇気づけられることではないか。

今一つ注目すべきは、皆さんご指摘のように、米国で短期間のうちに二回の金融緩和が実施されている。これにより米国の株価はやや持ち直してきているし、金融市場についても一頃のややパニック的な雰囲気と比べると差し当たり多少落ちついた感じがでてきている。為替市場についても、一本調子でドル安・円高が進んでしまうのではないかという一頃の不安感次第に薄れてきている。このところ、株価についても何とか下げ止まったような動きになっているが、わが国の金融システムを巡る動きや、米国の金融情勢の取り敢えずの落ち着きといったことが好感されているのではないかと思う。

实体经济と金融面の悪循環が資産価格の下落を媒介してさらに加速していくという最悪のシナリオは取り敢えず避けられているとあって良いと思う。ただ、先行きについてはまだまだ予断を許さない。金融機関に対する公的資本の注入が本当に順調に進んでいくかどうか、そして重要な点であるが、信用収縮の動きに歯止めをかけることになるのかについて、まだ不確実な段階と言わざるを得ない。米国の情勢にしても、基本的にはリスクを回避し、流動性を求める投資家のビヘイビアが大きく改まっていない以上、金融仲介が以前のように機能しなくなっていることを念頭におく必要がある。それが米国経済に今後どのような影響を及ぼしていくのかについては引き続き注意が必要ではないか。

これらを踏まえると、わが国の経済はやはり様々な面でダウンサイド・リスクに晒されている。追加的なショックに対し、脆弱な状況が続いていると言っても良い。従って、金融再生への施策を強力に具体化していくとともに、財政面からの追加的な景気刺激策を実施していくことがどうしても不可欠な政策対応である。残念ながら、金融政策面では具体的に動ける余地は極めて小さくなってきている。日本銀行としては9月に決定した思い切った金融緩和スタンスを継続しながら金融機関の資本基盤強化と財政面での動きを注意深く見守り、必要に応じてそれらについて対外的にも

発言していくことが重要でないかと考える。また、わが国の金融機関を巡る環境がさらに大きく悪化していく状況ではないにしても、依然として外貨資金調達への不安は強く、年末越えのターム物金利には強い上昇圧力がかかっている。こうした情勢を十分に踏まえ、年末越えを特に意識しながら潤沢な資金供給を続け、金融市場の安定確保に万全を期していくことが当面日本銀行として取り得る最善の選択ではないかと思う。

これまでの討議を踏まえ、金融政策運営について追加的なご意見、ご議論があれば自由に発言して頂きたい。

後藤委員

この決定会合の議題には割引率、貸付利率、市場調節の方針、準備預金制度が書かれているが、日銀法の政策委員会の権限は15条1項と2項に分かれており、1項の方が金融調節事項である。その中には担保の種類、条件、価格の決定または変更等が色々書いてあり、最後にその他通貨および金融調節に関する方針の決定または変更と幅広く書かれている。先程私が申し上げたような、あるいは武富委員も言われたような方向で幅広い検討をした結果、次回決定会合の内容によっては、招集時の議題の範囲を多少広げて頂く必要があるかもしれない。

山口副総裁

それは認識している。

中原委員

当然である。

後藤委員

三木委員と中原委員から意見があったが、今回のディレクティブにCPオペの一層の活用を書くかどうかについて申し上げる。CPオペは、日銀がCP市場を支えていると言われる程の積極性を持って現に行っている。

例えば、武富委員が言われたように、金融市場局長が翌日物の金利を0.2%台の前半に維持する際に、3か月物の金利が大きく上昇している場合、有担貸出等によりイールドカーブを若干変えるような新しい調節を行うとなれば、やはりディレクティブの変更を行う方がインプレッシブではないかという気がする。しかし、CPオペの拡大は現行のディレクティブで読めると思うし、現に実施しているという理解である。

三木委員

議題の中には預金準備率もある。いずれも金利と量についての方針を書いてある。現実の問題はこの方針に基づいて、具体的な執行を行う訳であるが、そこまで含めてこそディレクティブだと思う。本来、調節方針を踏まえた実際の業務執行方針としては、例えばCPを購入するとか、社債を購入するといった形の内容にあって然るべきではないか。それが抜けてしまっており、単純に金利水準と量的には潤沢に出すという内容になっている訳で、他は全て執行部一任となっている。本来、業務執行方針までをディレクティブに入れるべきだと思う。

ただ、今回は確かにCPの問題、社債の問題あるいは直接貸出の問題等を今少し詰めなければならないことは分かるので、詰めを次回11月13日までは必ず行うことにし、その結果は、当然植田委員の言われるように執行方針の変更が入ってくるはずであるから、そのタイミングでディレクティブの中に入れるようにした方が良い。今回は例えば総裁の記者会見や講演があるようなので、そうした場で明確に話をして頂くことにし、次なる議題に繋げるように議事要旨にそうした部分を入れておいて頂いたらどうかと考える。

中原委員

日銀は法律にやかましいことが分かっているので、執行部と十分に相談した。後藤委員が言われたような議案に載るのは、例えば適格担保の対象範囲を広げるといった一連の変更である。私が本日申し上げているのは、

現在CPオペを行っている訳であるが、それをさらに積極的に活用する、例えば2兆円でも3兆円でも増えるだけ増やすという意味である。適格担保の対象範囲を広げることは二日以上前に議題に載せる必要があるため、恐らく次回以降になると思う。この段階では年末越え資金を睨みながら、CPオペを特に強調して頂きたい。それにより特に企業金融に対してインパクトがあると考えており、是非提案させて頂きたい。

また、先程篠塚委員が言われたマイクロ・プルーデンスの件は大変難しい話だと思うが、プルーデンス全体についてもやはり早く執行部の考えをまとめて頂き、政策委員会で一回議論すべきだと思う。

山口副総裁

政策についての議論で、現在実体経済にせよ、金融システムにせよかなり危機的であるとの認識が委員会全体としてコンセンサスだと思うし、そうした認識に立って日銀としても最大限のことを行うべきであるということについても、概ね判断が共有されていると思う。この最大限の中に何を含めるかは勿論委員一人一人違う訳であるし、篠塚委員の言われたような個別対策にウエイトを置いた考えもあると思う。その点はともかく、最大限のことを行っていくべきであるという場合に、各委員の発言を伺うと、やはり若干考え方の整理が必要であるという印象を持った。オペの手段なり担保の範囲なりについて、今少し大胆に踏み出すべきであるとの意見があったが、それについては別に反対ではないが、一つ一つについて量的にどの程度動員出来るものなのか、日銀のバランスシートの中でそれをどう位置づけるべきか、何を狙って行うのかについて、やはり思想の整理が必要だと感じた。

例えば、ターム物金利に対する非常に積極的な介入を狙って行うのかどうか、銀行の資金繰り対策として行うのか、それとも銀行の先にある一般企業の流動性対策として打つべき手なのか、両方同時に狙うのか、こうした点が整理されていないと、我々の頭の中で打つ手段と効果なり影響との関係が十分整理しきれないままになってしまう。これらについては、既に

幾つかの注文も頂いたが、執行部としても今まで検討していなかった訳ではなく、一生懸命行って来ている。現在の検討状況がどの程度の局面にあり、11月13日次回会合までにレポートして欲しいという注文に対するスケジュール感について何かコメントして頂きたい。

黒田理事

委員方から様々な指摘があったが、山口副総裁から話があったように問題意識は共有しているつもりである。従って、指摘のあった方向で、従来から行ってきた検討をさらに極力早く何らかのゴールに寄せていく作業を急ぎたい。次回会合までに具体的な考え方を是非まとめる努力をしたいと思っている。一言付け加えると、これまでも色々インフォーマルなディスカッションも行ってきたが、例えばCPオペなどについても進めて来ており、実行もしてきた積りではある。先程話があったアベイラビリティが下がる中で、また本行の資産の健全性を維持する中で、ぎりぎりに考えてどうすべきかということを一応実行もしてきた積りである。しかし、さらに明確な打出し方が出来ないかという趣旨かと思うので、その点を十二分に踏まえて案を考えたい。また、バランスシート等の健全性についても個々のオペ玉をチェックする段階から、当該オペについてどう考えるのか、日本銀行のバランスシート全体について考えつつ、各々適切と思われるセクションに具体的に割り振り、明確な役割、期待を与えて運営して参りたいと考えており、そうした手立ても講じつつあるところである。

速水議長

CPも市場の残高は11兆円程度であり、そのうち5兆円前後は本行に入っているが、市場も厳しい。オペを増やすといっても全てのランキングが落ちているから、日銀がかなり思い切って低格付の先まで買うことにすれば別だが、方向として示したところで、急速に対象が出てくるものでもないと思う。絶えず発言していく必要があるのは確かであるが、市場を育てていくには時間がかかるという感じはする。社債オペの問題は課題とし

て勉強したい。

(午後 1 時 10 分速水議長退室)

藤原議長代理

次に、政府からの出席者にもし意見があればどうぞ。武藤大蔵省総務審議官をお願いします。

武藤大蔵省総務審議官

政府の経済財政運営の基本的な考え方について、一言申し述べさせて頂きたい。まず、現在の経済情勢を前提に色々考えると、金融システムの機能不全が景気回復の足かせになっている。従って、この問題の早期解決が図られなければ、本格的な景気回復は望めないのではないかという認識に私共は立っている。そこで、日本経済再生のために金融システムの安定に全力を尽くすということで、既に今国会において、時間がかかったが真剣な中身の濃い議論が行われ、金融機能再生法と金融機能早期健全化法という二つの新しい法律が出来た。私共はこの二つの新法がいわば車の両輪として金融システムの維持安定のための柱組みとなると認識している。併せて、二次補正予算で金融機能再生法に基づく業務のために 18 兆円、金融機能早期健全化法に基づく業務のために 25 兆円の政府保証限度額が設定された。既にある預金者保護のための 17 兆円と合わせると全体で 60 兆円ということである。こうした中で長銀問題が当面の重要な個別問題であった訳だが、去る 10 月 23 日に金融機能再生法が施行されると同時に特別公的管理の開始決定という措置が採られた。今後その特別公的管理の下で手続きが着々と進められていくものと考えられている。

次に、現在最も関心の的となっている緊急の経済対策であるが、昨日の閣議において総理から、11 月中旬までに緊急経済対策を取り纏めるよう指示があった。予算ばかりでなく雇用問題であれば労働省や通産省など関係する省庁がそれぞれの秘策を持ち寄って一つのパッケージにすること

になると思う。大蔵省としては今月までにいわゆる「景気対策臨時緊急特別枠」ということで、8月の段階から現在までの公共事業に加えて特別な要求を持ってきて欲しいという作業を行っている。これは本来、来年度当初予算に計上するか、補正のチャンスがあれば8月の段階で補正に可能なものは計上するという考え方で行っていたものである。この特別枠の具体的内容が提出されれば直ちに吟味をする。通常十数日間で予算を決めることは前例がないが、今回は緊急を要するため、第三次補正予算の編成に取り組みたいと思っている。なお、この中には金融関係として貸し渋り対策も当然課題になると思っている。なお、中原委員からご提案のあった件については、関係する部局に話をさせて頂く。

(午後1時17分速水議長入室)

速水議長

では、議案の提出および採決に入る。先程の委員方による検討によれば、当面の金融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ので、私から当面の金融調節方針として現状維持の議案を提出したい。これと異なるご意見の方、ここで正式に議案として提出したいという方がおられればどうぞ。

中原委員

先程申したように、年末を念頭に置いてCPオペの積極活用を図ることを重点的に進めたいと思う。その理由はなお書きがキャッチ・オールのような格好になっており、何が何だか分からないからである。極端なことを言えば例えば、社債のオペについても、執行部はかなり前から言及しているが、何も起きていない。やはり、実効性を持たせるためには、なお書きは勿論キャッチ・オールではあるが、その中で当面何に重点を置くかを書き込んでも全く不自然ではない。それがディレクティブの中に入って不適切なことは全くないと思う。さらに、ディレクティブは次回会合までの

元々期間が非常に短いもので、万古不易のものでもない訳であり、その時その時に応じて書き変えて然るべきである。今回は年末接近と絡めると、特にCPオペの積極活用を是非提案したい。それは念押しになるが、適格担保の対象範囲を広げるのは次回以降に残し、現在の範囲で出来るところまで積極活用するということである。

山口副総裁

中原委員に質問がある。私は後藤委員が先程表明された考えと全く同じである。年末対策を強く意識しながらCPオペを最大限活用していくことについて異論がある訳ではないが、現にCPオペはこのところ力を入れて実施してきており、最大限拾えるだけのことを行ってきた。その点は既にマーケットの中で十分周知、認知されている状況にあると思う。しかるに、それを改めて金融市場局長に指示するのは、内容自体に若干矛盾している部分があるのではないか。

中原委員

マーケットが十分認知していると言われるが、如何なる根拠で捉えているのか良く分からない。私は余地としてはまだあると思っている。

植田委員

それは、なお書きの中の具体的な一つを行うということですか。

中原委員

いや、「また、」で書いている。

山口副総裁

なお書きでなくても、誘導目標金利の0.25%を実現していく具体的な手段の一つとして考えても良いと思う。既に執行段階で十分にその実現に努力している状況であり、それを委員会としても認知し、さらにその方向で

行うよう督励して頂けたら良いのではないか。ディレクティブに書く必要はないのではないか。

植田委員

なお書きを発動するのであればそうした状態にあるかどうかを我々内部で議論するということだったと思う。さらに、それにCPオペを使うということであれば、如何なる目標を達成するためにCPオペをさらに増額するのか、具体的に示して頂かないと金融市場局としても対応の仕様がな
いと思う。

中原委員

具体的な案を見て欲しい。しかし「必要と判断される場合」とは非常に抽象的であり、具体的には何だということになる。

[事務局より議案配付]

植田委員

それは我々で判断するのではないか。

中原委員

そうではない。金融市場局に任せ、事後的に報告をもらうことになっているはずである。

山下金融市場局長

それは当日の朝の判断は執行部に任せて下さいということであり、当然後で速やかに委員会の議論の対象にするというコンセンサスがある。

速水議長

積極的なCPオペをマーケットに知らせるのは良いが、私はこれで十分

なことを行っていると思う。植田委員が指摘されたように目標は何か、どこまで捨るかを示さないと、執行部は動きにくい。

中原委員

それを言われるのなら、コールレートの0.25%以外に目標数字の出ているものは何もない。従って、例えばマネーサプライについてターゲットを作ったらどうかといった声が出てくる訳である。

三木委員

やはり業務執行の手段もディレクティブとして示すべきではないだろうか。方針はこう、別の囲みで手段としてはこうと明示するのが普通だと思う。ただ、今回は以前からの話のように来月13日までには検討してもらおうし、変更になる場合には明らかに議題として取り上げなくてはならない訳であり、あと2週間のことでもあるから私は現状のままで結構だと思う。次回会合では確りと議論し、ディレクティブに入ることを期待しているし、そうして頂きたい。タイミングとしてはやはり次回だと思う。

中原委員

11月に変わるかどうかは分らない。

三木委員

今回はディレクティブに入れることに問題があるのであれば、総裁の記者会見なりでお話して頂くとか、あるいは議事要旨の中にそうしたことについて議論されたことが明確に載れば話が繋がると申し上げた。

中原委員

いずれにしても11月13日に変わる保証は全くない。

植田委員

以前になお書きが何を意味しているかにつき議論したことと関連してくるが、オーバーナイト・レート以外のものについても、やんわりとであるが目標とすることが背後にある。それが何なのか、さらに発表文にどの程度書き込むのかという難しい問題が背後に控えているが、本日の時点ではそこまでは難しいと思う。

三木委員

そういう意味で、今回はディレクティブが出なくても結構だと申し上げている。やはり一層潤沢な資金供給を行うというだけでは執行方針にならない。ディレクティブはそんなものではない。

中原委員

なお書きの解釈にしてもインプリシットに書いても仕方がない。やはりエクスプリシットに書き込むべきである。

武富委員

ただ、その場合にはさらに書き込まないといけないと思う。中原委員の意図は非常に良く分かるし、私も考え方として賛成であるが、ここだけ強調してしまうとややバランスがとれず、市場がどう受け止めるかを十分に考えないとならない。その点は問題がないということであれば良い。しかしながら、CPオペは従来も積極的に行ってきたし、少なくとも狭義の市場参加者はよく理解している。金融市場局長はディレクティブを与えられても、CPのアベイラビリティがないために執行出来ないことになっても気の毒である。ディレクティブを出すのに反対ではないが、金融市場は一層の潤沢な資金供給という曖昧な言葉であつても意味しているところは十分分かっていると思う。ディレクティブをこと細かに箇条書きで出す方が金融政策に馴染むのかは、そもそも論としてあると思う。そうした方法を徹底するならば、毎回非常に長い2ページに亙るようなものを出せば

良い。今回強調するのはこの点だということ別途付け加えることになるが、包括的に授権する方が政策委員会にとっても執行部にとっても良いのではないか。市場は非常に動くし、機動性という点でも包括的にしておいた方が良い。あとは政策委員会と執行部の間で十分に理解し合い、市場の状況を良く見て適切に対応するに違いないという相互信頼を基本にすることで良い様に思う。このタイミングで急にCPだとなると、何かあったのかと市場が妙な反応をしかねない。ここに書いている内容自体は100%賛成であるが、それを市場に表明するかどうかは相当高度な判断も別途あると思う。

三木委員

武富委員、普通の企業の感覚で見ると、こうしたダイレクティブの仕方は非常に異常である。本行は中央銀行であり、バンクであることを含めて考えれば、そうしたものかという感じはするが、少なくともダイレクティブには一層潤沢な資金供給を行うために如何なる手段を採るのかは当然指示として出すべきではないか。普通の企業では、例えば量は幾ら、シェアは何パーセントを狙えといった形で指示される。非常に難しいにせよ、何の手段を使う、何で対応するという程度までは非常に重要な項目としてダイレクティブに入って然るべきではないかと、基本原則を言っている訳である。

武富委員

そうした考え方であれば、日銀法の中でダイレクティブの具体的な形式が想定されているとしても、我々が最良と思うものを採れば良い訳である。私もメーカーではないが民間にいたので三木委員の発想は分かるが、ただ手段というのは沢山あるし、書き出すと本当に色々ある訳である。

三木委員

この調節手段は、いつも山下金融市場局長の説明に出てくる六項目か七

項目ではないか。直接貸出は入っていないにしても、それを使うことではないのか。

山口副総裁

三木委員のような考え方も当然あると思うが、ディレクティブの中にそこまで入れるべきというのも如何か。

三木委員

そこが非常に不思議である。

武富委員

それは別途議論に値する。

三木委員

インターバンクの人はこれで長年馴染んでいるため分かるだろう。しかし、現在重要なのはインターバンクの先にある企業などであり、その人達には一体何を行っているのか分からないのではないか。

武富委員

金融市場の向こうにいる人には、これだと分からないと思う。

三木委員

11月13日までは仕方がないが、その段階では何らかの決定をせざるを得ないと思うため、明確に議題として出して頂き、ディレクティブに入れることになるのではないか。

山口副総裁

決定とは新しいオペの導入や、担保範囲を変更するという意味か。

三木委員

例えば、担保に新しいものを加えるとかである。それがないとCPオペの拡大は進まない。

中原委員

しかし、11月13日に簡単に結論が出るような問題ではないと思っている。日銀の在り方の根本問題が問われている訳であり、11月13日までに結論が出せれば良いが、恐らく執行部としてはそう簡単には出来ないのではないか。

武富委員

修文は余り好まないが、「一層潤沢な資金供給」の前に「年末に向けて」ということと、企業金融に近いイメージを与えるために「CP」と入れることとし、なお書き部分に「CPの活用等も含め一層潤沢な資金供給」と挿入するか、あるいは切り離してこれを言うのはどうか。

植田委員

ディレクティブとしては、現在のもの全てを変えないし、他のものは入れないということではないか。

武富委員

ディレクティブとしては全くその通りである。私は従来通りで全く違和感なく、執行部はそこまで任されているし、市場の受け止め方としてもCPオペを相当積極化していることが分かっている。ただ、三木委員が指摘されるように、企業の人達には良く分からない。逆にいうと、一層潤沢な資金供給という言葉が誤解し、自分達にも資金が回ってくると思っている可能性がある。これは金融市場に対するメッセージなのであるが。

植田委員

その辺は総裁の会見等で明確にすれば良いのではないか。

藤原副総裁

私も中原委員の気持ちは良く分かる。ただ、書くか書かないかだけだと思ふ。

中原委員

私は書くだけである。

藤原副総裁

明日、総裁が講演される予定であり、中原委員の意図するところを敷衍し、かつそれに関する我々のディスカッションの意図するところを敷衍してご説明頂くといいことでどうか。また、ディレクティブの表現のあり方等については、問題提起がなされた訳であり、委員会としても今後考えていくということかどうか。

中原委員

0.5%を若干下回る程度という過去の表現にしても相当批判した経緯がある。やはり日本銀行としては、コンストラクティブ・アンビュギュイテイでも良いが、言うべきことは明確に言っておいた方が良いというのが私の考えである。勿論、総裁に言っても結構だが、政策委員会でこれが決まればさらに明確になる。

武富委員

スペシフィックにすればする程、その反面が出て拘束的になる。ズラツと並べた場合に、市場はどう思うかであろう。金融は全て立体的に繋がっているため、スペシフィックにブレイクダウンしても全て繋がっている。従って、結論的には、年末に向けてあらゆる手段を動員し、かつ企業金融

を念頭において調節すべしとの全体的な指示は、既に本日の議論で金融市場局長に与えているようなものである。

三木委員

内容は既に十分に分かっているし、企業の立場からみても、これだけCPを買ってもらっていることは、十分熟知されている。ただ、恐らく11月はさらにCPが出てくる。まだ発行していない企業が出そうとしている訳であり、買おうとすれば、今度は相当買えると思う。しかし、やはりディレクティブに具体的な手段を明記すべきではないか。

武富委員

直感的には内容を細かくすると難しい問題もある。

藤原副総裁

細かくするか簡単にするかは別にして、従来はディレクティブが変わった時は政策が変わってきた訳であり、表現と政策の中身、政策方針は極力常に一緒にあるべきだと思う。具体的な政策手段にブレイクダウンする必要があるかどうかについては、議論した上で、またディレクティブの表現と政策の整合性についてディスカッションした上で、何か新たなコンセンサスがまとまるならば、その方向を採用しても良いと思う。従来は少なくともディレクティブと表現とは一致してきており、今回はこのままで良いのではないか。

中原委員

ディレクティブと政策とが一致するのは当然である。

速水議長

CPオペは去年の暮れから比べても相当増えたし、本年も次第に増えてきている。ただ、資金供給の手段としてはレポ・オペ等がある訳であり、

その中でCPオペだけを取り上げるのは如何かという感じはする。一般への宣伝にはなると思うが。

三木委員

ただ、レポ・オペ導入の際もCPオペを始める際も政策委員会に議題としてかけて決めている訳である。従って、その手段は当然ディレクティブであるべきである。今回は従来から行っているものを急に变える印象が強いだろうし、植田委員の言われるタイミングと何が变わるかを考えなければならぬことも分かるため、次回は变わるのならディレクティブの中身に明確に出すべきではないか。今回は積極的なCPオペは熟知されているし、恐らく日銀はこのオペを拡げるだろうと予想されているところであり、総裁は会見でより強く付言して頂きたいと思う。次回会合は是非ディレクティブの形で、こうした問題を取り上げて頂きたい。

篠塚委員

市場局長のご意見も聞いてみたい。仮に、中原委員案のように書き加わった場合にはどうか。

山下金融市場局長

率直に申し上げて、マーケットは9月末で14兆円のCP発行残高の中で本行が最大限のオペを行うことが分かっている。現在、私共に差し入れられた適格のCPを期日管理しつつ、その中で特に年末を睨んで集まってきた玉を積極的に買い入れている。そうした意味ではフルに実行しており、その点はマーケットも銀行も良く知っているところである。仮に、現時点であのようなディレクティブが出ると、「何が变わるのか」というのがマーケットの受け取め方だと思う。何も変わらないということになると、私は何を行っているのかということになってしまうというのが、金融市場局長としての多少の不安である。

中原委員

何も変わらないという保証はないではないか。年末までに増えるかもしれない。

山下金融市場局長

例えば6兆円まで買い入れるとかいった趣旨ではなく、我々としては現実にマーケットに出てくる物はどんどん買ってきている訳である。それはマーケットの状況次第で変わっていくことであり、精一杯行っていることは誰もが知っている訳である。従って、そうしたディレクティブが出たことにより、何が変わるか、多分マーケットは分からないのではないか。

中原委員

もっと持ち込んできなさいということである。

山下金融市場局長

持ち込んできなさいというのは、以前から色々説明しているように、例えば我々の信用判定基準を新たに変わっていくということと併せて通知するのであれば多分意味がある。三木委員が言われたのはそういうことだと思うが。

三木委員

私は次回会合でと言っている。

山下金融市場局長

CPに関する我々の取扱い方が変わるとすれば、中原委員の言われるとおりだと思うが、現実には、例えばリスクエクスポージャーも厳格にチェックすべし等、沢山のマニフェストを頂きながら、必死で実行している。

中原委員

チェックしろといったマンデートはこの中には書いてない。

山下金融市場局長

私が言っているのは勉強会での話である。従って、CPオペの新たな取扱い方が出てくるのであれば意味があると思うが、何も変わらないままにこのディレクティブが出されると、私はマーケットの人達との接触の中で、「一体あれは何を意味するのか、何を行うのか」と問われても、「何も変わりません」、「それでは何で出したか」となり、説明がなかなか難しい。それが率直に申し上げての印象である。

中原委員

あなたが言っているのは敗北主義ではないか。

山下金融市場局長

敗北主義ではない。我々としては精一杯実施したいがために色々なことを検討している。それは次の勉強会で示したい。

三木委員

敗北主義と言われてはかなわない。

中原委員

常にベストエフォートで努力しなければならないことは分かっているが、これで手一杯だというのは、論語で汝限りと言う。

速水議長

市場でも金利に相当の開きが出てきているし、どこまで格を落としていくかという問題だ。

山下金融市場局長

それはまた別途の議論をする必要がある。ご指摘のとおり非常に重要なポイントであり、大変な人数を割いて現在検討している。現時点で申し上げているのは、私共は資金需給を睨みながら、かつCPが現在どれだけ発行され、適格のスタンプを押され、如何なる期日であるかを把握しながら、精一杯行っている最中である。従って、そうした現状を繰り返すようなディレクティブが出された場合、私は一体何をしたら良いのか分からないということである。

中原委員

例えば銀行はこのディレクティブを見れば、やはり貸出先企業に対して、今少し発行を増やしても大丈夫だから出しなさいと伝えるなど、色々なアクションが起こり得るだろうと思う。

山下金融市場局長

これでそれが促進されるということか。

中原委員

全く効果がゼロということはありませんと思う。

速水議長

簡単には議論がまとまりそうもないので、中原委員の提案を議案とし、議長案と両方を採決することにしたい。両議案を読み上げてください。

山本企画室参事

第一議案が中原委員案。「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。無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維

持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上の金融市場調節方針の実行に当たっては、年末の接近を念頭に置き、CPオペの積極活用等を含め、年末越えの資金を出来るだけ厚めに供給するよう努める。」。これに応じた対外公表文は、「平成10年10月28日。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、当面の金融政策運営について現状維持（注）とすることを決定した。全員一致ないし賛成多数。（注）ただし、具体的には現状の金融市場調節方針をより明確にするため、以下の議決文が可決された。」。以下前のページと同文である。

第二の議案は議長案である。「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。無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」。対外公表文は、「平成10年10月28日。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、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した。全員一致ないし賛成多数。」である。

速水議長

それでは、採決に入る。

[政府からの出席者退室]

[中原委員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：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。中原委員案であるが、ただ今採決の結果、賛成 1、反対 8 であつた。よつて否決された。

議長案を採決させて頂く。

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

植田委員

反対：中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

議長案採決の結果を報告する。賛成7、反対2であった。よって賛成多数で可決である。反対は篠塚委員および中原委員であった。

速水議長

反対意見を述べますか。

篠塚委員

繰り返して申し訳ないが、やはり現状は超低金利の状態であってマクロの金融政策には限界があると考えており、さらなる金利引下げを行った9月9日の議長案には反対である。

中原委員

なお書きは非常に抽象的であり、現状維持プラス現在の局面において最も必要とされるものは何かについて外部に分かるように明確に示す必要があると思う。従って、そうした意味において提出議案記載の文章を追加した。なお書きを今少し明確に書くべきであるという意味と次回政策委員会までに一体何が必要なのかを明確にしておくべきではないかという二つの理由で反対した。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会としては当面の金融調節方針として、賛成多数で現状維持を決定した。

Ⅵ. 閉会

速水議長

以上で本日の議事を終了する。次回の金融政策決定会合は11月13日を予定している。

(午後1時55分閉会)

以 上