

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年10月27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）

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 原口恒和 大臣官房総務審議官（9:00～12:42）
経済企画庁 小峰隆夫 調査局長（9:00～12:42）

（執行部からの報告者）

理事

黒田 巖（11:00～12:42）

理事

永田俊一

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

村山昇作

国際局長

平野英治

企画室参事

稲葉延雄

企画室企画第1課長

雨宮正佳

調査統計局

吉田知生（9:45～12:42）

（事務局）

政策委員会室長

小池光一

政策委員会室調査役

飛田正太郎

金融市場局参事

平岩孝一郎（9:00～9:38）

企画室企画第2課長

田中洋樹（9:00～9:45）

企画室調査役

栗原達司

企画室調査役

内田真一

I. 開会

速水議長

ただ今より、金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は前々回会合の議事要旨を承認して頂いた後、執行部から「短期国債アウトライトオペの導入」、「資産担保債券の適格担保化」および「米国債の適格担保化」について提案があるので、その決議をしたい。その後は、通常毎月二回目の会合のとおり、金融経済動向に関する執行部の報告、委員による討議、政府からのご発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたい。

なお、政府からの出席者として、大蔵省から原口総務審議官、経済企画庁からは小峰調査局長が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等はすべて記録するという約束であるため、委員および政府からの出席者におかれては、そのことを前提にご発言頂くよう、宜しくお願いします。

II. 議事要旨(9/21日開催分)の承認

速水議長

最初に、9月21日の前々回会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異議ございませんか。

[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。なお、本議事要旨は、11月1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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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. 短期国債アウトライトオペの導入、資産担保債券の適格担保化、米国債の適格担保化に関する執行部説明と決定（資料-1、2、3）

速水議長

次に「『短期国債売買基本要領』の制定等」、「適格資産担保債券の担保取扱」、「米国国債の担保取扱」について、執行部から提案がありますので、ご審議頂きたい。このうちまず、短期国債の件は前回会合で金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、TB・FBを対象としたアウトライトオペ方式のオペレーションを導入する方針を決定したことを受け、本日はそのための手続きを整備するものである。

二番目の適格資産担保債券については、前々回9月21日の会合で本行与信の担保として受け入れることを基本方針として決定しているが、今般関連する手続きが固まったためお諮りするものである。

三番目の米国国債についてはコンピューター2000年問題に備えるために米国国債を本行担保適格として認める件である。企画室より各案件の説明をお願いする。

稲葉企画室参事

最初に資料1、短期国債アウトライトオペの導入についてである。現在、国債を対象とするオペ手段の使い分けとしては、現先あるいはレポは短期国債ないし長期国債を使い、ともに短期の流動性の調節に活用している。一方、無条件の売買であるアウトライトについては、長期国債を長い目でみて銀行券の増加額に見合う額を買い入れるという位置付けの下で運用しているのみであるが、今回導入するのは短期国債のアウトライトのオペレーションである。その性格からみて、短期の流動性を調節する手段と位置付けるのが適当と考える。運用としては、実施の規模、頻度、金額を予め特定することなく、その時々金融情勢に応じて随時売買を行なうことで良いのではないかと考えられる。具体的には調節したい流動性の期間等に応じてオペの都度、買い入れ対象銘柄を指定する。例えば、2、3か月間の流動性を供給したい場合には、満期までの残存期間が2、3か月間の銘柄を複数指定することになる。短期の流動性供給のために行なうものであり、アウトライトで買い入れたFB、TBについては、原則として現金償還を受けるものとするので良いのではないかと思う。原則としてと申し上げたのは、日本銀行として乗換え引き受けを申し出る権利を有しているからであるが、差し当たりそうした必要性は考えられず、当面は現金償還を受ける扱いで良いのではないかと考える。また当然ながら、市場に資金余剰が生じた場合にはアウトライトでの売却も行ない得るものである。

具体的なスキーム案を説明する。オペの実施店は本店業務局とする。これは他の国債オペと同じである。オペの対象先は短国現先オペの対象先と共通とする。短国オペの対象先見直しは来たる12月に予定されているため、その機会に現先オペ、アウトライトオペ共通の対象先を改めて選定し直すことを予定しつつ、それまでの間は、短国現先オペの現対象先のうち希望する先を対象とすることで宜しいのではないかと考えている。売買対象はTB、FBの全銘柄である。長期国債オペの場合には、発行後1年以内の国債を対象から除いているが、TB、FBは期間が短いため、そうした制限は設けなくても宜しいのではないかと考えられる。売買方式は国債売買

オペと同様に、利回較差入札方式、売買金額等はオペの都度決定する扱いで宜しいのではないかと考えられる。

お諮りしたい内容は、「案件。金融調節の一層の円滑化を図る観点から、短期国債の売戻条件または買戻条件を付さない売買を実施することとし、そのため下記の諸措置を講ずること。」である。「1.『短期国債売買基本要領』を別紙1.のとおり制定すること。2.『短期国債売買における売買対象先選定基本要領』を別紙2.のとおり一部改正すること。また、同基本要領に基づく次回の売買対象先選定までの間は、『短期国債の条件付売買基本要領』に基づく売買における既存の売買対象先のうち希望する先を『短期国債売買基本要領』に基づく売買における売買対象先とすること。3.『日本銀行業務方法書』を別紙3.のとおり一部変更し、平成11年10月27日から実施すること。」である。別紙1.は、短期国債売買基本要領案である。別紙2.は短期国債売買における売買対象先選定基本要領の一部改正案である。別紙3.は業務方法書の一部変更案である。以上が短期国債のアウトライトオペに関する説明である。

次に資料2、資産担保債券の適格担保化についてである。先般の決定会合において、資産担保債券（ABS）の適格担保化について決定がなされたため、その適格基準をどう定めるかである。ABSは当分の間は事務上の便宜から社債等を担保とする手形買入における担保としてのみ受け入れる扱いとしたいと考えているが、この際、ABSの特質に照らして主要な審査ポイントは、次の四点に大別できるのではないかと考えられる。審査ポイントの大きな一番は、元利金支払いの确实性のチェックである。チェックは二つに分かれ、一つは特定資産の信用度等のチェックである。これは、適切な信用補完措置が予め講じられること等により、特定資産が生み出す金銭等がABSの元利金支払いに十分であると認められることである。具体的なチェックとしては、例えば優先劣後構造になっていることである。優先劣後構造になっていれば、その優先部分は元利の支払いが确实となり、その部分を適格とすれば、元利払いの确实性を確保したことになる。あるいは、超過譲渡の形で信用補完措置が備わっていることであ

る。つまり特定の資産が債券の発行額以上の価額で発行会社に譲渡され、元利払いの確実性が確保されると判断されるかどうかである。今一つのチェックは資産担保債券の仕組みである。まず最初は特定資産の真正売買性である。特定資産が原保有者からSPC等に譲渡される場合には、譲渡が有効かつ確実であり原保有者が例えば破産した場合でもABSの元利金支払いに支障がないと認められることである。具体的なチェックポイントは、特定資産の原保有者とSPC等発行会社等との間の譲渡の意思の明確性、あるいは第三者対抗要件の具備、さらには原保有者が破綻した場合でも譲渡の否認がされないよう、否認リスクへの対応として、例えば売り戻し条件などがついていないことを確認することである。また、発行会社であるSPC等の倒産確率のチェックもある。発行会社に倒産、または解散の恐れがないと認められることである。具体的には発行会社の経営が特定資産の原保有者等から独立していること、あるいは特定資産の原保有者等からの発行会社に対する破産申立て等が制限されている点を確認することである。もう一つはサービサーリスクへの対応である。特定資産が生み出す金銭の取り立て業務を行なうものをサービサーと呼ぶが、サービサーが存在する場合にはその倒産時の代替措置が図られていることである。具体的にはバックアップサービサーが明確に定められており、その引継ぎ手順も明確に定められていること、あるいはその引継ぎ期間の前後において、金銭取り立て業務が中断・遅延しても、現金準備がSPC等に十分積まれていることにより、その辺の問題が回避できることを確認する必要がある。

今一つは市場性のチェックである。国内において公募発行された資産担保債券であることが適当である。さらに、日本銀行の当座預金取引の相手方の債務の問題がないことである。これは21日の決定会合において決定された考え方を踏襲するものであり、日本銀行の当座預金取引の相手方である金融機関等の保証、その他の信用補完がないことである。ただ、仮にこうした信用補完がなくとも、資産担保債券の元利金支払いが確実と認められる場合には、この限りでないという扱いで宜しいかと思う。その他に円

建てであること、日本法に準拠していること、本行による担保権その他の権利行使に支障がないと認められることである。

以上のような諸点を適格要件と定めることが適当と考えられるが、このような定め方で良いという決定が得られると、具体的にはABSで発行されている中でかなりの部分を占めているリース、クレジット債権を特定資産とするABS、あるいはCBOと呼ばれる新規に発行される社債を特定資産とするABS、さらにはCLOと呼ばれる企業向け貸出を特定資産とするABSの四種類を取り敢えず対象にしていきたいと考えている。

付議する内容は、「案件。資産担保債券を社債等を担保とする手形買入における適格担保として認めることとし、その取扱の適切な運営を図るため、下記の諸措置を講ずること。」である。「1.『資産担保債券の適格基準』を別紙1. のとおり制定すること。2.『社債等を担保とする手形買入基本要領』を別紙2. のとおり一部改正すること。3.『日本銀行業務方法書』を別紙3. のとおり一部変更し、平成11年10月27日から実施すること。」である。別紙1はご説明した内容を文字に落とした「資産担保債券の適格基準」(案)である。別紙2は「社債等を担保とする手形買入基本要領」の一部改正(案)である。別紙3は、「日本銀行業務方法書」中一部変更(案)である。

最後に資料3、米国債の適格担保化について説明する。コンピューター2000年問題に備えるため、日本銀行が資金供給をするに当たり、適格担保の拡充を図る見地から金融機関が比較的多く保有する米国債をこの際適格担保に含めてはどうかということである。現在、日本銀行が適格担保としている外貨建の資産としては、手形オペの担保としている外貨建手形があり、主に商社振り出しの手形が持ち込まれている。一方、非居住者の債務としては、外国政府や国際金融機関が発行した円建て債券で適格担保になっているものがある。しかし、外貨建かつ非居住者の債務である米国債を担保とするのは初めてである。

実行上の論点としては技術的に二つほどあるが、いずれも問題はないと判断される。まず一つは、中央銀行間の協力である。米国債を受け入れる

ことになれば、ニューヨーク連銀に担保保管口座を開設する必要があるため同連銀の協力が不可欠であるが、この点ニューヨーク連銀は本行に対して協力を表明している。参考までに申し上げますと、2000年問題に関しては既にBOEが日本国債をBOEの適格担保として受け入れたいとし、そのための口座開設準備を日本銀行に要請してきている。日本銀行はそのための口座を現在準備中である。このような取り決めは、BOEとベルギー中銀の間等でも何件か進められている模様である。次に、ニューヨーク連銀にこのような形で担保保管口座を持つスキームとなると、ニューヨーク洲法に服する等の法律問題が生じる。この点は、米国の法律事務所等の意見も聴取して、法的リスクをミニマイズする措置を講ずることにより解決可能と判断される。いずれも技術的な諸点であり、説明は割愛させて頂きたい。

具体的なスキームを説明する。期間は2000年問題の焦点である年末年始を挟む2か月、すなわち12月1日から来年の1月31日までとする。適格とする米国債の範囲は、いわゆるT-Bill、T-Note、T-Bondとしたいと考えている。事務上の観点から、いわゆるストリップス債や受入れ期間中に満期が到来するもの等は除外する扱いとしたい。対象与信は、33条に基づく手形貸付である。適用金利は、米国債は特に指定する債券とする扱いとし、商業手形割引率、ならびに国債、特に指定する債券または商業手形に準ずる手形を担保とする貸付利率である公定歩合が適当と考えられる。取扱店は日本銀行本店、担保時価の算定は米国のベンダー情報を活用してドル建ての米国債時価を取得し、これを東京の外為市場におけるインターバンク直物中心相場により、円建て時価に変換したいと考えている。因みに、米国のベンダー情報はGovPX社の情報を活用することとしたい。これは日本の銀行も時価評価のために広く使用しており、国税当局も認めているものである。掛目は円建て時価の85%とし、相場が著しく変動した場合は速やかに値洗いを行なう。

お諮りする内容は、「案件。コンピューター2000年問題に備えるために、本行の金融機関等に対する資金供給に必要な適格担保の拡充を図り、金融

市場の安定性を確保する等の観点から、下記の措置を講ずること。」である。「1. 米国国債を本行の手形貸付担保として認めること。2. 1. に定める米国国債の担保価格は、米国市場における相場を邦貨換算して得た時価の85%以内とすること。3. 1. に定める米国国債は、基準貸付利率の適用上『特に指定する債券』として取扱うこと。4. 1. から 3. までは平成 11 年 12 月 1 日から実施し、平成 12 年 1 月 31 日限り、その効力を失うこと。5. 本件について、(別紙) のとおり対外公表すること。」。

篠塚委員

短期国債アウトライトオペの件であるが、残高の推移をみると 98 年 9 月末に比べ規模が倍増している。これを導入することにより、1 年先にはどの程度の規模になると見込まれるのか。また、日銀として長期国債と短期国債をどのような配分で保有すべきだと考えているのかを伺いたい。特に後者の問題は、上限を設けておくべきではないかという意見に対してどう説明するのか。

稲葉企画室参事

市場規模については、FB は財政の資金繰り上発行されるものであり、その性格上どんどん増えることはない。仮に増えるとする、例えば外為証券が介入により大幅に増える場合だと思う。一方、TB の方は借り換えのための短期の債券として発行される訳であり、これも発行目的が限定されているため、どんどん増えていくことはないと思う。ただし、市場残高としては、特に FB を中心に今後公募入札が完成するまでの間は、漸次日本銀行保有の FB が市場に置き換わることになるため、さらに 20 兆円程度増える見込みである。その後は、FB の性格から残高が大幅に増えていくことはないと思うが、発行サイドの発行意図に依存することになる。

こうしたオペを導入するに当たり、量的な制限をどうするかであるが、長期国債はいわば銀行券の増加額に長い目でみて見合った額を買い入れるという量的な制約を設けている。しかし短国オペは非常に短期であり、

短期の流動性供給の都度使っていくということであれば、おのずとオペ残高には限度があると考えられる。そうした性格付けをしっかりとすれば、必ずしも短期国債のアウトライトオペの上限を量的に設定しなくとも暴走することはないと考えている。日本銀行のポートフォリオ上、短期の物と長期の物をどのような割合で保有すべきかについては、十分検討すべき課題であろうと考えている。現在のところは、説明したような考え方の下で漸次運用していくが、今申した点は引き続き検討を続けていきたい。

三木委員

国債売買オペでは、発行後1年以内の国債を対象から除いているが、どういう意味であったか。

稲葉企画室参事

10年の長期国債を銀行券の増加額に見合った額で買い入れているが、発行直後の物を日銀が吸い上げるようにオペを行うと、あたかも日銀が国債を引き受けているのと同様にみなされる可能性があるため、そうした誤解を避けるべく発行後1年以内の物は買入れ対象から除く扱いにしてきたものである。

三木委員

今回の売買対象先選定に当たっては、次回の売買先選定までは今までの選定先を使い、次回は改めて選定をし直すということか。

山下金融市場局長

オペ先選定については、1年毎に選定し直すことになっている。昨年1月に現行オペ先を選定したため、次回は12月に再び公募して1月に見直しを行なう予定になっている。その間は現行オペ先を対象とし、そのうちでアウトライト取引を希望する先と契約を結ぶことになる。

三木委員

A B S 自体がまだ発展過程にあり、今後どのようなものが出てくるかを考えると、本行資産の健全性維持にとって一番大事なのはこうした適格審査基準である。今一つはA B S の発展過程を考えると、業態等によるある程度の縛りを議案の中に明記しておいた方が良いのではないか。クレジット債権、リース債権、C B O、C L O の四つに限定して行なうという説明であり、そのこと自体は良いと思うが、それを議案に明示しておき、その後逐次織り込んでいくことはできないのか。

稲葉企画室参事

委員ご指摘のとおりA B S は発展過程にあるが、適格基準をこのように定めれば、今後出てくるものについて健全性を確保しつつ、オペレーションの目的を達することが十分できると考える。どのようなものを主に対象とするかについては、リース・クレジット債権、C B O、C L O を取り敢えず対象とするが、先々具体的なものがどのように展開するかは見極め難いことでもあり、新しい物が出てくれば委員会に報告した上で、オペレーションの対象にしていく扱いで宜しいのではないか。

三木委員

要するに、議案の中に対象や業態を規定しておくのは非常に難しいということか。

稲葉企画室参事

技術的には、予め規定しておくのは難しい。

三木委員

了解。色々検討して頂いた結果であろうから、まず四つの資産について行っていくことについては賛成である。対象を拡げる場合には、必ず事前

に政策委員会に報告して頂くことを条件に賛成する。

速水議長

三木委員の条件は記録に残しておくように。

他に意見がないようであれば、採決に入りたい。

[政府からの出席者退室]

まず「『短期国債売買基本要領』の制定に関する件」について採決をお願いする。

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

小池政策委員会室長

報告する。「『短期国債売買基本要領』の制定等に関する件」採決の結果は、賛成8、全員一致であった。

速水議長

次に、「適格資産担保債券の担保取扱に関する件」について決裁して下さい。

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

「適格資産担保債券の担保取扱に関する件」を採決の結果、賛成7、反対1であった。反対は中原委員である。

中原委員

反対の理由は社債を担保とする手形オペの場合と全く同様である。企業金融の領域に軽々しく踏み込むべきではない。また、社債の場合と似たような理由であるが、銘柄数が多いとか、1件当たりの銘柄が小さいということもある。いずれにしても、将来を考えればCPオペなども減少、あるいは廃止の方向へ向かった方が良い。

速水議長

それでは、「米国国債の担保取扱に関する件」について、決裁して下さい。

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

小池政策委員会室長

報告する。「米国国債の担保取扱に関する件」採決の結果は、賛成 8、全員一致であった。

[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、第一の「『短期国債売買基本要領』の制定等」、および第三の「米国国債の担保取扱」については全員一致で決定、

第二の「適格資産担保債券の担保取扱」については賛成多数で決定された。なお、米国国債については会合終了後、決定頂いた対外公表文を公表する。また、短期国債アウトライトオペと資産担保債券の件についても、会合終了後、執行部より対外公表させて頂く。

IV. 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、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します。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-4）

山下金融市場局長

前回政策決定会合以降の金融調節運営は、9月期の積み最終日となる10月15日および10月期の積み初日となる18日を含め、引き続き1兆円の積み上幅を維持するオペレーションを行なってきた。これは、足許の資金需給が一段と引き緩む気配にあり、朝方のオペ前から0.02%での出合いが進む大変落ち着いた地合いが一貫して続いているためである。もっとも、加重平均レートは10月7日以降、9営業日連続で0.02%となった後、21日からは再び0.03%に上昇している。計数上は1bpの上昇になるが、これは小数点第3位以下の四捨五入の問題であり、実際には0.024%台になるか、0.025%台となるかだけの違いである。実質的な差はせいぜい0.001%程度に過ぎず、ゼロ金利の範囲内の動きとみることが出来る。4営業日連続で0.02%ではなく0.03%となったのは、足許の資金需給の引き緩みに伴い都銀等主要行のコール市場での調達額が減少する中で、やや高めの金利での調達を余儀なくされているクレジット・レーティングの低い先のウェイトが若干増えているためと推察される。T/N取引では既にこうした現象が顕著に見られている訳だが、オーバーナイト市場でも微細ながら同様の動きがみられ始めた可能性がある。頂いているダイレクティブでは、出来る限り低めに推移するよう促すということであり、さらに大量の資金

供給によりレートを0.02%に定着させるべきだという考え方もあり得るが、実際にそうしたオペレーションを行なうと、オペ対象先である優良先のマーケット調達益が減少し、逆に加重平均レートがむしろ上昇する可能性がある。また、市場では0.02%も0.03%もゼロ金利の範囲内の動きとの認識であり、当面は0.02%ないし0.03%の実現を目指す現状の調節スタンスを維持していきたい。

ターム物レートについては、全体としては引き続き持ち合い圏内の動きとなっている。特徴的な動きとしては、二点が指摘できる。第一は、年末越えとなるユーロ円出合いレートの3M物が14日の0.26%から20日には0.30%まで上昇していることである。これは、取り手が年末越え資金調達を本格化する姿勢をみせ始めてきているのに対して、資金の出し手サイドでは自らの年末にかけての資金繰りを固めきれていないこともあり、資金放出を当面抑制する態度を崩していない先が多いためである。つれて、本行の年末越え資金供給の積極化にもかかわらず、需給が一段とタイト化してきている。第二は、大量発行の影響等から一時強含んでいた短期国債レートが、再び低下してきていることである。例えば、3M物は19日には0.06%まで上昇していたが、今週に入り0.03%まで低下している。これは、12日から18日にかけての大量発行の影響が徐々に市場で消化されてきたことに加え、本行の年末越え短期国債の買現先の実施もあり、特に荷もたれ感の強かった来年1月中旬に償還を迎えるFBの26回から28回債の需給がかなり改善したことを映じたものである。なお、こうしたFBの需給改善には、本日決定頂いた短国のアウトライト買いへの期待が非常に強く出ており、これがまたレートを下げる要因にもなっている。

前回政策決定会合での決定を受けて、14日から年末越えのオペレーションを積極的に実施してきた。具体的には14日から昨日まで9営業日連続で合計6.3兆円の資金供給を行なった。昨年と比べると、スタートは若干遅れた訳であるが、急テンポで供給残高が積み上がってきている。オペ手段別にみると、昨年はレポ・オペを中心にスタートし、レポ・オペで2兆2,000億円、本年は1兆2,000億円出している。本年はCPの買現先を中

心に行なっており、現在7本、2兆7,000億円の供給を行なっている。短国買現先も4本、1兆5,000億円行なっており、これらを主体にオペ手段を総動員する形で資金供給を行なっている。

こうした年末越えオペに対する応募状況であるが、CPオペでは直近9営業日で7本ものオファーを行なったにもかかわらず、応札倍率は毎回3倍程度の倍率になっている。平均落札レートの方は第一回の0.063%からさすがに低下してきており、三回目以降は0.02%台となっているが、金融機関の審査持ち込みも順調に続いているため、引き続き積極的に活用して参りたいと考えている。こうしたCPオペの積極化を受けて、最近の年末越えのCP発行レートのうちA-1+格（最上位格付け先）での発行状況を見ると、オペが始まった頃から0.05%程度まで低下している。CDレートは依然0.2%台で高止まっているが、次第に裁定が働き徐々に低下圧力が強まって来るものとみている。短国買現先は担保としての需要が強いため10月段階でどの程度オペに入ってくるか心配していたが、年末越えの応札倍率は概ね4倍台、平均落札レートも第1回は0.033%、その後も0.02%前後となっている。やはりマーケット規模の急ピッチな拡大により応札能力がかなり高まってきており、今後の年末越え資金供給の中心手段として活用できるものと判断している。レポ・オペについても長期金利の先行きが不安定なためどこまで入ってくるのか懸念していたが、昨日のオペでは応札倍率が4.3倍、平均落札レートも0.031%に上昇している。なお、今回レポ・オペの対象に2年債を追加するとともに、年末までの臨時措置として輪番先に対して常時オファーを行なうこととしたが、この措置が集玉に予想以上の効果を上げている。まず、この三回の年末越えレポ・オペにおける落札額の2年債のウェイトは、順に8%、20%、38%と回を重ねるごとに増加してきている。また、今次措置による追加的オファーを行なっている輪番先の落札額に占めるウェイトも6%、6%、21%とそれなりの効果を上げてきている。特に昨日実施した分は2年債のウェイトが38%、追加輪番先のウェイトが21%と、今回の措置が非常に効果を上げた形になっている。以上、年末越えのオペレーションはこれまでのところ概

ね順調に推移しているが、仮に年末時点の要資金供給額を 26 兆円と想定すると、今後さらに 20 兆円の資金供給が必要となる訳であり、先はまだ長いというのが実感である。

こうした年末越え資金供給の本格化にもかかわらず、年末越えの 3 M レートはむしろ強含んでいる。ただ昨年と同様の展開となっていた訳であり、本行のオペ本格化にもかかわらず年末越えの資金調達にある程度目途がたつ 11 月央前後まではレートがかなり上昇していた。今暫くは年末越えのレートに上昇圧力がかかり易い状況が続くものと考えられる。ドルとユーロの 3 M レートも 9 月末に年末越えとなると同時に、大きく水準を切り上げた後、強含む同様の展開となっている。特にユーロの方は利上げ期待もあり、かなり上昇している。我が国短期金融市場は豊富な資金供給継続の下で、流動性面での Y 2 K 対策がタイムリーに打ち出されたこともあり、これまでのところ総じて落ち着いた推移を辿っていると評価できる。今後とも年末越えのレート動向や資金・国債の流動性の動きを睨みながら、年末越えの資金供給を引き続き着実に進めて参りたい。

植田委員

ユーロ円 5 か月や 6 か月のレート、短国あるいは本行のレートの格差は開いている訳だが、この裁定が今一つ働かない理由を説明して頂きたい。例えばオペ玉の限度といった問題なのか、あるいはオペに応募した時の借り手の Y 2 K リスクなのか、昨年と同様のクレジット・リスクの問題なのか。

山下金融市場局長

基本的には、銀行がこれから無担保で調達しなければならない額が我々のオペによる供給額に比べて非常に大きいことがある。

植田委員

従って、オペをさらに行なえば下がるということか。

山下金融市場局長

昨年11月半ばの例では、残高が次第に積み上がり、しかも彼等自身の目途がついてくるとレートが下がってきた訳だが、まだその状態までいっていないと思う。第一に、例えばCPは既に日銀が相当オペを行なうという期待で0.08%ないし0.07%まで下がり、実際にオペが始まると0.05%まで下がってきている。そのように直接マーケット・レートに強く影響を及ぼしている。普通であれば裁定が働き、例えば事業法人がCPを発行してCDに運用すれば利益が取れるため裁定行動も出て来るが、それも現段階では然程の水準にはなっていない模様だ。CPオペ残高は2兆7,000億円まで拡大している訳だが、これが再び増えてくるとそういう動きが出て来る可能性もある。従って、今後残高が積み上がるにつれて裁定を取る動きが出て来るのではないかと思う。今一つキーになるのは、資金の出し手がどのように動くかである。出し手はこれまでスプレッドが比較的大きく取れる場合に出していたが、現在農中や全信連では自分のところの足許を固めるために、傘下の農協や信用金庫の資金繰りを聞いているところである。彼らは相当多額の担保を持っており、自らの年末越えの資金繰りに目途がついてくればそれを例えばレポで入れ、その資金を裁定に使うことも可能になってくる。そうした形で裁定が働く訳だが、まだそこまでの段階には至っていない。

中原委員

先程、0.02%まで下げると却って何とかと言っていたが…。

山下金融市場局長

ご指示頂いているのは極力コール・レートを低く下げろということであり、0.03%から0.02%まで下がったものが足許4日間は0.03%に戻ってしまったのであれば、さらに大量の資金を出して金利を下げるように努力すべきではないか、という議論もあり得る訳である。ただ実際問題として、

0.02%と0.03%にはほとんど実質的な差がない。また、全体の需給が緩んでいる中で加重平均レートが上がっているのは、一部のアジア系外銀や証券会社など、高いレートでしか取れない先がコンスタントに資金を取っているため、大量の資金供給によって0.02%で取っている優良先の取引が減って来ると、加重平均レートでは0.025%辺りの微細な動きの中では上昇要因として効いてしまう訳である。つまり、仮に0.02%に下げるべくさらに資金を供給すれば、0.02%で取っている優良先はオペ先であることが多いため、そうした先はマーケットで取る必要がなくなり、レートの高い先のプレゼンスがさらに大きくなる形でむしろ加重平均レートは上がってしまう現象が起きかねない。それでは、実質的に意味がないし、加重平均レートを引き下げる効果も期待できないため、我々としては現状の調節スタンスを維持したいと申し上げた。トムネレートも同様に0.05%になったり0.06%になったり非常に大きく振れているが、これも優良先がどれだけ取るかという構成によりレートが変わる非常に不合理な状況になってきている。コール市場の方はオーバーナイト市場のマーケットサイズがかなり大きいので、そう激しい動きにはなっていないが、0.025%の微細なところでは多少そうした変化が出てきている。

植田委員

仮に積み上をさらに増やすとともに、資金供給手段として長めのオペ割合を増やしていけば、今少し早目にターム物レートは低下すると考えても良いのか。必要かどうかは別であるが。

山下金融市場局長

長めの年末越えをさらに供給すれば、下がるテンポが速まる可能性がある。ただ私共は既に総動員でフルに供給している。

植田委員

フルというのは業務局的な意味でか。

山下金融市場局長

然り。応札がしっかりと入るかどうかが心配していたが、レートが上がり気味であるため入り易い環境になっている。ただ、これもタームの設定やどのオペ手段を選ぶかについて、色々工夫しながら繰り返しているのが実態だ。現状ではTB、CP、レポ・オペは多分大丈夫であると判断しているが、今後も次々に打っていけば必ず入って来るという保証はない。

中原委員

年末越えのことで26～28回債の事情を詳しく説明して欲しい。

山下金融市場局長

26回～28回債は1月中旬に満期がくる。大蔵省も危険日となる1月第1週からは外して満期日を設定した訳であるが、マーケットは漠然たる不安感からその辺りの取引は余りしたくないという感じがある。そのため、1月中旬に満期のくる銘柄に荷もたれ感が生じている。我々のオペも危険日にデューを設定する訳にはいかないため、短国買現先のエンドは最も早いものでも1月12日～14日に設定してきている。TBは満期償還日の3営業前からは売買出来ないため、例えば12日ないし13日にエンド設定が行なわれても、これらの銘柄はオペ対象とならない。要するに、今後実施されるアウトライトで買ってもらう以外に、荷もたれになっている部分は救われない感じになってきている。従って、アウトライトが導入されることが決まったため、オペ期待からレートが若干落ち着いてきた面があると申し上げた。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-5）

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場と海外金融経済動向について説明してもらう。

平野国際局長

前回の決定会合以降の円の対ドル相場は、強弱の材料が交錯する中で方向感の定まらない展開となっていたが、昨日の海外では特段の強い材料もなしに円が買い込まれ104円台をつけた。こうした地合いを引き継ぎ、本日は104円台央の展開になっている。なお、昨日海外での円高はロンドン市場における米銀の対ユーロでの円買いがきっかけになっている。こうしたことから、円の対ユーロ相場も円高方向に動いており、現在は110円台である。なお、ユーロの対ドル相場は1.06前後のレベルにある。マーケットの目先の関心としては、従来は日本の金融政策スタンスが相当注目を集めていたが、ここへきて日本については補正の行方とそれに絡む景気動向が注目されるようになってきた。むしろ海外に注目が集まっている感じもあり、マーケットの関心がアメリカやヨーロッパの金利、あるいは資本市場の動向に徐々にシフトしつつあるようにも窺われる。この関連では、本日はユーロエリアでマネーサプライが、明日28日は米国の第3四半期GDPのデフレーター動きが注目されている。特に米国は第3四半期GDPと第3四半期の雇用コスト指数、ECIの公表を控えており、市場の注目を集めている。

東アジア諸国の通貨動向については、全体として総じて落ち着いた展開になっている中で、インドネシアルピアの大幅上昇が目立っている。これは国民協議会によりワヒド大統領、メガワティ副大統領の選出がなされ、政治経済改革を促進するものとしてマーケットで好感されていることが背景にある。

続いて国際金融・海外経済だが、実体経済面では特段ご報告するようなことはない。ただ、このところ米欧の長期金利の上昇が目立っているため、長期金利と株価について簡単に報告する。米国の長期金利は10月に入ってから上げ足を早めており、国債利回りは9月末が6.05%、昨日は6.38%と、10月入り後に約30bp強上昇している。これは市場予想に比べて強めの経済指標が公表されていることを背景に、マーケットでインフレ懸念に

注目が集まっているためである。米国では財の需給よりも労働需給面での制約要因が強く、設備稼働率はそう高い訳ではないが、労働市場は相当タイトに推移している。従って、インフレを巡っては賃金の上昇と生産性の上昇の兼合いがどうなるのかに議論のスポットが当たっている。例えば、IT関連の投資が今後とも好調が続く下で生産性の上昇が継続するという前提に立てば、インフレ率の加速は回避される。一応そうしたシナリオがあるが、果してそうなるかを巡って様々な議論がある。米国の株価については、長期金利の上昇や14日のグリーンズパン議長の講演での投資家は期待が反転した場合に資産価格が大幅に下落するリスクを過小評価しているかもしれない、といった発言が株高を警戒するものとして受け止められ、9月央にかけて一時ダウは大幅に下落した。15日のダウは8月25日のピークに比べて11.5%安まで落ちたが、その後は好調な企業業績の発表が相次いだために切り返し、現在の水準は1万300ドル台と9月の1万337ドル並の水準となっている。

欧州の長期金利も上昇しており、ドイツの10年債については、10月に入ってからの上昇幅が40bp近くになっている。年初来では150bp~160bpも上昇していることになる。他国の金利も上がっており、こうした金利上昇の過程で景気回復期待とそれに伴うインフレ懸念、さらには当局の利上げ観測が材料視されてきた訳である。確かに英国については、景気拡大のテンポがほぼ潜在成長力に近づきつつあるとみられるほか、労働市場も非常にタイトになってきている。足許のインフレ率は9月の小売物価が2.1%と結構高いため、イギリスでは相当アップサイド・リスクないしインフレ・リスクが懸念されてもおかしくない状況になっていると窺われる。一方、ユーロエリアでは個人消費が堅調に推移していることに加え、輸出の増大が生産の順調な拡大に繋がる形で景気拡大テンポは緩やかに高まりつつある。マネーの伸びも参考値としている4.5%を上回る5%台後半で伸びている。しかしながら、インフレの状況についてはECB首脳から色々インフレ警戒の発言が相次いでいるが、足許のインフレ率のレベルは9月で1.2%台、コアは1%にも達しておらず、足許のインフレ率のレベル

は低位安定している。また、依然としてデフレ・ギャップを抱えており、失業率は高水準である。設備の稼働率も過去 10 年間の平均並みであり経済にもスラックがある。さらに、ユーロエリア内の企業間競争の激化に伴い構造的な物価抑制要因も存在するとみられている。そうしたことから、ユーロ内には当面インフレ率が加速するリスクは少ないという見方もある。こうした中で、ECBは7月15日の政策理事会以降は物価上昇に対してより警戒的なスタンスに転じてはいるが、なお現在までのところ利上げには踏み切っていない。株価は、こうした金利の上昇を嫌気する形で軟調に推移している。

速水議長

ロンドンでの円買いというのは、特別の材料があった訳ではないのか。

平野国際局長

特別に何か材料があったとは聞いていない。ただ、仕掛けは米銀だと言われている。

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してもらう。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-6）

村山調査統計局長

前回の決定会合以降に重要統計の公表が相次いでいるが、わが国の景気は下げ止まっており、足許輸出や生産面には持ち直しの動きがみられる、という前回の景気判断を変えるような材料は窺われていない。

まず、9月の全国の生産は前月比-0.8%であった。予測指数は-1.3%であり、マイナスながら上振れたということである。なお、10月の予測指数は-0.9%となっている。前月までの予測指数では-0.7%であったため、

表面上下振れているが、レベルとしては9月が上振れた結果前月までの予測より上にある。なお、11月の予測指数は、+3.8%とかなり跳ねる形になっている。出荷は8月に伸びた後、9月は若干マイナス、在庫はマイナス継続である。在庫率も+0.2%と若干上がっているが、これは出荷が若干減少したためであり、8月の出荷が強かった反動である。従って、在庫調整についても全体としては進捗していると考えられる。以上の結果を四半期で見ると、生産は第3四半期は+3.8%になっている。また、12月横這いとして、10~12月を計算すると+2.5%とかなり高い伸びが続くことになる。こうした10~12月の生産のうち内容的にプラス幅が大きいのは、電機、一般機械等である。特に輸送機械、主として自動車は11月の予測指数の+3.8%にかなり大きく寄与している。

私共のマイクロヒアリングにおいても自動車は10月に若干減少するが、11月はかなり増え、12月はまた減るといったぎくしゃくとした動きになっている。この要因は、特に11月についてはトヨタの販売好調なヴィッツの姉妹車の生産が集中するためであるが、これには期間工で対応すると聞いている。私共がマイクロヒアリングで掴んでいた動きが出てきているが、10~12月トータルの+2.5%は、私共が10月初の時点で実施したマイクロヒアリングの結果よりも強くなっている。マイクロヒアリングではプラスではあるが、ほぼ横這いという感じであった。こうした差異を生んだ一つの要因は、電機、一般機械等が伸びているためだと思う。ただ、11月の数字は出来過ぎの感がある。12月は横這いとおいて、+2.5%であり、恐らく12月は11月の反動が出る可能性もあると思われ、仕上がり率が2.5%というのは多少高いとみている。いずれにしても、10~12月の生産はプラス着地の可能性が高まったと言える。通産省の公表資料を見ても、生産については持ち直しの動きがみられるとの判断を示している。

次に、通関である。9月は輸出が跳ねて+3.7%と、8月の+2.4%の後かなり大きな伸びとなっており、私共の予想を上回る伸びである。また、輸入は8月+9%増と著増した後、9月は-3.6%と反落した。7~9月で括ると輸出が+7.9%とかなり高い伸びを示したほか、輸入も+3.9%とかな

り高い伸びとなり、いずれも私共の予想を上回っている。この結果、輸出入の差では、その他所得収支を一定とおいて、GDPに対する寄与度が単純計算で+0.9%となる。実質輸出は9月は+3.7%、7~9月で+7.9%であるが、7~9月の内訳を地域別に見ると、米国が堅調を持続し、むしろ伸びは高まっている。EU向けは1Q、2Qとマイナスが続いたが、3Qはかなり持ち直している。東アジアについては、引き続き10%近い伸びを示した。財別には、9月に伸びたのは自動車関連であり、米国、EU、その他地域とも伸びている。基本的には現地需要が強いことと、今一つは国内販売が不振であるために、一部メーカーが9月に輸出船積みを積極化したことが効いている。従って、10~12月で見ると、9月に船積みが一時的に増えた分は恐らく反動減があると思う。また、円高によるスポット物の減少も考えられ、当初計画比よりは10~12月の伸びが鈍る可能性があるが、それでも自動車の輸出は、10~12月トータルでプラスの伸びになると考えている。

次に輸入は9月は-3.6%であるが、第3四半期を括ると+3.9%という高い伸びである。7~9月の伸びを財別で見ると中間財が4.6%伸びており、7~9月の生産増に見合った動きではないかとみている。さらに情報関連が+5.6%と伸びているが、パソコン等の需要が強いことと、水平分業が続いているためと考えられる。9月単月では、情報関連は-7.9%とかなり大きな落ち込みを示しているが、恐らく台湾地震の関係で台湾からの輸入が減っているのではないかとみられる。地域別にみても、台湾は9月-9.4%と減っている。

個人消費関連でも幾つかの指標が出ている。家電販売は8月-1.87%の後、9月は+6.1%と盛り返している。主因は残暑からエアコンが売れたためである。一方、パソコンについては増勢に一服感がある。ただ、水準としては非常に高い。全国チェーンストア売上高も7月、8月とマイナスの後、+3.8%と盛り返している。ただ、ダイエーの優勝記念セールの寄与度が高い。3.8%のうち2~3%はダイエーの寄与である。従って、地合いとしてはそう改善していない。全国百貨店はまだ通産省ベースは出

ていないが、少しカバレッジが小さい百貨店協会ベースでは9月は前月比-2.6%ということである。7~9月で括っても-1.6%であり、やはり全国ベースも都内百貨店と同じような傾向ではないかとみられる。10月に入ってから動きとしては、乗用車の新車登録が25日までで前年比 %、季調後の前月比は %であり、9月-5.2%の後再び大きなマイナスになる。ただ、新車登録は月末に集中するため、最終的な着地はこれよりは多少変わる可能性がある。売れているのはヴィッツやファンカーゴ等の小型車であり、こちらの方は需要が集中し生産上のボトルネックを生じているため、受注残が積み上がっている。その他の物は受注残を取り崩している感じである。都内デパートの感触としては、10月に入り大分涼しくなったため秋物の売れ行きが盛り返してきている。全体としては一進一退の状況が続いているのではないかと思う。

消費者のコンフィデンスについて企画庁の消費者態度指数が出ているが、9月は前回6月の調査より若干改善した。他の指標も合わせてみると、消費者のマインドは持ち直し傾向が持続していると判断し得る。この消費者態度指数の項目別寄与度を見ると、雇用環境がプラスに効いている。雇用というよりも倒産が落ち着いていることや金融環境を映している気もする。マイナスに効いているのは物価上昇懸念であり、恐らく原油価格の上昇が念頭にあったのではないかとみている。

三木委員

先程の10月25日現在の乗用車登録車台数は軽自動車を除いたベースか。

村山調査統計局長

然り。軽自動車の登録数字は途中経過が出ない。

三木委員

やはり、自動車は不調なのか。

村山調査統計局長

一旦新車効果で売れ出したセドリックも失速している。特に、クラウンが出てから非常に悪い。ただ、クラウン自体もメーカーの目標台数はクリアしているが、前回の新車投入時の8掛けの控えめな目標が漸くクリアできた程度であり、そう好調に売れている訳ではない。むしろ、そうした高級車から軽自動車、あるいはリッターカーに需要が移っている状況だと思う。

三木委員

日産の戦略の誤りだという説もある。セドリックは法人需要を狙ってモデルチェンジしたため、一か月だけ売れて剥落してしまった。トヨタはそれを見越して個人需要を狙うモデルチェンジになっている。その意味で、トヨタの方は余り剥落しないで売れ出しているという見方もある。

村山調査統計局長

因みに25日現在でメーカー別には、トヨタは前年比で %である。一方、日産は %とかなり差が出ている。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から最近の金融面について報告をしよう。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-7）

雨宮企画室企画第1課長

最近の株と長期金利の動向を振り返った後、貸出とマネーの動きをご説明する。この10月入り後の動きは長期債市場と株式市場では着目点がやや変わってきているように思う。長期金利の材料をみると、10月6日、亀井自民党政調会長の経済対策の規模に関する発言をきっかけに多少上昇し始め、10月22日には前日入札の11月債に対する投資家の購入姿勢慎重

という見方でまた売られている。実際にはこの10年債の入札そのものは好調であったが、入札が好調に終わった後、それを投資家に捌く段階でやや荷もたれ感が出たという観測があり、相場が多少重くなる展開であった。主に補正予算、あるいは国債の需給懸念絡みが材料視されてきている。

株価は行ったり来たり相当大きく変動しているが、ほとんど米国の株式動向、あるいはインフレ懸念が材料になっており、9月末からの相場展開はほとんど米国と似たような動きになっている。因みに、9月の終わり頃が最近のボトムで、9月27日の16,820円から米国の反発に連れて上がってきた。10月7日が直近のピークで18,136円を付けた訳であるが、その後米国株価がやや下落に転じた後、日本の株価も下落に転じている。足許、両国とも多少切り返している。その意味で株価は専ら米国の株価動向、あるいはその背景にある米国のインフレ懸念等に着目している状況であると思う。ただ、この間に通産省が発表した第3次産業の活動指数が強いといったことに反応したり、本日も生産統計が強いことに為替が反応しており、やや強めの経済指標に反応している面もある。ただ、その割に本日は長期金利は下がり為替は上がる格好であり、短期的には区々の動きになっている。全体としてこうした若干強めの経済指標に市場全体がどう反応するかについては、今少し様子を見てから評価したい。

民間銀行貸出の9月の計数が5業態合計で前年比-1.6%となった。8月の計数が-1.8%であり、若干マイナス幅を縮小させた格好になっているが、前年8月の前年比が-1.0%、9月が-1.5%と資産圧縮を非常にドラステックに行なった時期であるため、多少その反動が出ている面もある。従って、9月の計数はマイナスが続いているという大きな傾向が変わったことを示すものではないと思われる。

貸出等が弱含みで続いていることを受け、マネーも弱くなっている。M2+CDは8月の3.5%に対し9月は3.3%と、7月3.9%、6月4.3%に連続して伸び率を下げている。広義流動性も8月3.2%、9月1.2%と下がってきた。こうした傾向がより明瞭に出ているのが3か月前対比の年率ベースであり、8月1.5%、9月0.5%と、ほぼ伸び率ゼロのところまで落ちて

きている。この1年半ばかりのマネーの動きをみると、97年末から98年の初めと98年の秋口以降から98年末までの二つの時期に山がある。97年終わりの8~9%まで上昇した山が山一、三洋ショックの頃であり、昨年の秋以降の山がマーケットの流動性危機のピークであり、全体的にこうした金融システム関係の不安が高まると予備的な流動性需要でマネーの需要が高まり、それが一段落すると急速にリwindされるというパターンが繰り返されているように思われる。従って、当面は金融システムからのショック、あるいは振れが大きい状況でもあり、实体经济活動との関係で単純に指標を読むのが益々難しくなっている。こうした背景から、M2+C Dの要因分解ではその他要因が大幅に変動しているが、民間資金調達要因のプラス寄与が大きく減少している。一方で、財政要因の部分が引き続きマネーを下支えする要因として働いている。民間資金調達要因のさらに内訳の要因分解をみると、有価証券は社債の発行が当初予想よりも健闘しているが、民間金融機関借入れのマイナス寄与が大きいという形で徐々に寄与度を低めている。

一方、マネタリーベースと銀行券の動きについては、銀行券の平残は9月が6.2%、10月26日までの平残のラップで6.1%と、全体としてマネーの伸びが縮小している中でM1に近いところ、あるいは流動性に近いところは引き続き堅調な伸びが続いている。

(午前10時42分中断、午前10時50分再開)

V. 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 速水議長

これまでの報告を踏まえ、政策委員会としての検討に入る。本日は当月二回目の会合であるため、討議のベースとなる前回の判断を振り返りたい。

景気の現状については、景気は下げ止まっており、足許、輸出や生産には持ち直しの動きが見られると認識した。先行きについては、本行のゼロ金利政策と政府の一連の対策に伴う下支え効果がアジア経済の回復と相

俟ってプラス面としてみられる。マイナス面では企業リストラによる厳しい雇用・所得環境、さらには円高が企業収益に対して当面の減少要因として作用することを踏まえ、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待し難い状況にあるという判断を維持した。この下でゼロ金利政策を継続することが適当であり、またオペ手段の整備などの措置によりゼロ金利政策の効果を最大限に浸透させることが必要であるという結論に至った。本日はこうした判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議したい。

討議の形式は今回はレビューを中心とするという趣旨を踏まえ、金融経済情勢に関する見解と金融政策運営に関する議論を合せてお願いしたい。まず、三木委員から願います。

三木委員

まず実体経済の全体観、二番目にそれに伴う問題提起、三番目にマーケットの懸念材料、四番目に金融調節方針を申し上げたい。

まず、実体経済は明暗入り交じった斑模様の二極分化状況の中で、明の部分、暗の部分いずれにおいても徐々に良い部分が増えてきている。このトレンドは変わっていないが、特に9月から10月にかけて、個人消費絡みを中心に踊り場に差し掛かっているのが実体経済の現場からみた全体観である。

それを若干補足するミクロの話を上げる。一つは自動車だが、このところ相次ぐ新車発売や2年に一度の東京モーターショーが始まったことから自動車メーカーは需要喚起に繋がることを期待している。ただ、構造調整に伴うリストラの中で法人需要が全く出てこないこともあり、内需中心の生産増加を展望できる確たる需要の感触がなかなか伝わってこない。電機関係では大型家電販売のNEBA統計は依然として前年比プラスであるが、電機メーカーの状況を見ると、海外生産に押されて国内生産は逆に弱くなっている。つまり、水平分業が行き届いたことに伴い海外で生産された物が輸入されて日本国内で売られている。従って、GDPに反映する国内の生産は弱いというのが現状である。特に家電は10月から新冷凍

年度に入り、そのピークが11月～1月辺になるため、その頃に期待するということになるのかもしれない。マンション販売もかなり行き渡り、不動産業者のターゲット顧客層がかなり底辺にまで広がってきている。銀行の住宅ローン審査などをみると、ここへきて自己資金が足りないとか所得水準が低い例が増えつつあるようである。因みに　　では審査落ちの割合が2割程度まで上昇してきているようだ。こうした状況の中でトレンドは変わらないと思われるが、9、10月は踊り場ではないかという感じである。

そうした中で問題提起が二点ある。一つは、民需の自律回復による景気回復に繋げるためにも、政府で色々議論をして頂いている二次補正で公共投資を切れ目なく行なって支えることが一番重要である。同じく経済対策がこれから打ち出されると思うが、その中には必ず住宅減税等の政策減税の継続を織り込んで頂きたい。今一点は、輸出による下支えという点から東南アジアの経済回復の動き、中国の金融経済の動きを良くみておく必要がある局面だと思っている。

三番目のマーケットの懸念材料は、円高と長期金利の上昇と米国株価の下落の三点に絞られるだろうと思う。さらなる急激な円高については、何度も申し上げているように短期的には介入で対処するしかないため、大蔵省の政策と整合性を取りつつ進めていくことが肝要である。長期金利、円高共に、本行がより潤沢な資金供給スタンスを示しつつ、弾力的にさらなる金融緩和浸透を促していくことが重要である。米国株価の下落は円高、日本株安を誘発する引き金になる訳であり、これについては十分注視しておく局面だと思う。

四番目は、こうした状況や総裁から紹介があった10月13日の決定会合の判断を踏まえ、金融調節方針としてはゼロ金利政策を継続し、その浸透のために弾力的に対処して豊富な資金供給を行なっていくことである。景気回復の足を引っ張る長期金利の上昇と急激な円高は金融政策判断の要因の一つであり、マーケットでの資金需要ニーズを引き出し、それに応ずるためには本行の弾力的オペしかない。従って、必要であれば、オペ市場

あるいはオペ手段についてさらに前向きに考える姿勢を持たなければならない。

中原委員

一つは石油価格の見通しだが、これは需要期に入りますます上昇する傾向にあるのではないかと思う。IEAその他のフォーキャストによると、世界全体で本年第4四半期の需要が供給を上回る量は約280万バレル、来年第1四半期が同じく約270万バレルであり、ブレントの価格で予想すると第4四半期が23、24ドル、第1四半期が26、27ドルである。WTIはこれに1ドル足せば良い。依然として石油の価格が台風の目である。同時に最近非常に大きな問題が出てきたのは石油市場においてもコモディティ化が非常に進み、オプション取引、フューチャー取引が非常に盛んになってきており、それが仲介業者に思わざる破産をもたらす危険性があることである。住友商事が銅の放棄をしたが、似た現象が石油で起きてくる可能性がある。例えばアメリカに という会社があるが、原油についてのコール・オプションを3年間に亘り1億バレル買っている。他の航空会社も何社か合計すると1億バレルになるなど原油のコール・オプションが非常に多くなってきた。それに対してフューチャーのマーケットの規模は、現在のところブレントとWTIを合計すると10億バレルの契約が立っている。これは契約数にすると100万コントラクトであるが、そのうちの90%が2000年12月までに期限が到来する。しかし、残りの10%は2000年12月以降に期限が到来する非常に長いものである。従って、仮に価格が上昇すれば、中に立っているディーラー達はフューチャーで買い戻さなければならなくなり、恐らく大損を被るであろう。スペキュレーションが最近の原油市場に入ってきていることは注意しなければならない。最近の例では、本年3月から9月まで約2億6000万バレルという非常に大きなショート・セーリングがあった。このスペキュレーションの売れ具合がこれから益々重要になってくる。石油価格は今後需要の季節を迎える訳であるが、そうした中で投機的な要因で動

くことになりそうだと思う。スペキュレーションで動くようになれば、先程言ったプライスのレンジに約3ドル上乘せしなければならないのではないかと考えている。従って、石油価格について非常に目が離せなくなった。

第二点は雇用である。労働省の毎勤統計や総務庁の労働力調査を分析してきたが、これまで大きな雇用調整が三回行なわれた。一回は第一次オイルショックの直後であり、これは主として常用雇用者数と労働時間を減らすことで対処してきた。95、96年の円高不況の時には労働時間と常用雇用者を減らした訳であるが、今回は常用雇用者数、労働時間のカットは勿論として、時間当たりの賃金のカットが行なわれたことが非常に大きな問題点の一つである。雇用についての第二の問題点は、大企業から溢れて出てきた雇用者を中小企業が引き受けていたが、中小企業でも雇用者数の減少が始まったことである。三番目の問題は、そうした常用雇用者の減少の中でパートタイムの労働者が増大していることである。こうした中で、所定外の労働時間には底打ちの兆があり、時間外の賃金は増えているが、以上の三点を総合すると雇用情勢は厳しく、3月決算に向けた営業報告書をみると恐らく本年度下期には失業率が5%を上回るのではないかと思う。現在、失業率が一時的に良くなったのは、季節調整の関係とパートタイムの労働者が増えたことにあると思う。

三番目に申し上げたいことは、個人消費である。これはプラスの要因とマイナスの要因があるが、プラスの要因は物価、および消費性向が上がってきていることと、減税等の要因がある。特に減税等については、98、99年度の減税額が4兆円程度で同じであるが、還付の時期等により差があるため、99年は98年よりも1兆円以上多くなっていると思う。問題は雇用者所得の要因であるが、非常に厳しい訳であり、消費性向の上昇にも限界があるため、民間消費の先行きは楽観は許さない。

次に、円高の効果も非常に心配である。前回言ったように、実質実効レートでは7月から9月にかけて月率4.4%という速さで円高が進んだ。これはニクソンショック以後の全ての円高局面の中で月平均最大、最速の円高である。それではなぜ今、のんびりしているかという、一つは輸出の

価格転嫁率が良いことである。価格転嫁率の計算は輸出物価指数の基準時からの増減率を為替レートの基準時からの増減率で割ったもので比較したが、基準時は円高が進行する前の月を取ったもので計算すると今回は70%になっている。過去の円高の時は50%程度であり、今回は高い訳である。恐らくこれが時間の経過と共に低下し、50%になる可能性が非常に高いと考えているので楽観を許さない。また、価格転嫁率の高い一つの理由は輸出製品の比較優位が大きいことだが、同時に海外での需要が非常に強いこともある。そういったものが恐らく時間の経過とともに徐々に剥げていき、2ないし3四半期後に輸出の数量、営業利益などの実体数量に影響してくると思う。事実、この9月の中間決算では既に円高の悪い影響が出ている輸出大手が多数出てきており、やはり円高は要注意である。

次に、アメリカの株価がいつ崩れるかが最大の問題だが、最近では民間セクターの債務が年率10%前後のペースで膨れ上がっている。従って、民間の貯蓄不足も非常に大きな額になってきている。民間セクターのキャッシュの赤字はGDPの約6%になっていると計算される。最近の信用スプレッドの拡大は98年後半のデフォルト不安の高まりではなく、株式リスク・プレミアムの上昇を映した面がかなりあるのではないかと分析している。いずれにしても、株価急落の引き金となり得るのは予期し得ないショック、あるいは石油化学の急騰、国内インフレ上昇、米国企業に対する信用緊縮など色々考えられるが、やはりインフレが一番大きな問題になるのではないかと。事実、アメリカで長期金利がじり高になっていることは、極めて要警戒警報である。

最後に申し上げたいのは、9月21日当時において円為替、東京株式、NY株式のいずれもがクリティカル・ジャンクションにあったものの日銀がノー・アクションであったために、そうしたクリティカル・ジャンクションを通過して株価は下落の局面、円は円高の局面に入っていると思っている。そうした中で、長期金利もじり高になってきており、経済はいよいよ生産等の活発な面もあるが、このような市場でみる限り警戒局面に入ってきたというのが私の解釈である。9月21日の後、10月13日の決定会合の後と、

こうした相場が2段構えに悪い方向に向かっていると思う。従ってこれまで提案しているように、相応の金融緩和を行ない、このような悪影響を少しでも和らげる必要がある。

篠塚委員

常に中原委員と対照的な発言をさせて頂いているが、今回も景気の基調については引き続き底固さが増しているという立場である。前回の会合から新たに公表された指標について特に注目するものとして、鉱工業生産指数の9月は予測指数が-1.3%から-0.8%と上振れているし、7~9月でも前期比で+3.8%とかなり跳ねている。需要面では、特に実質輸出が予想以上に強かったこと、さらには全産業活動指数が7、8月を均して前期対比で+1%と伸びていること、8月の景気動向指数が一致指数、先行指数とも大幅に上方修正されたこと、等を含めて第3四半期から足許にかけて実体経済が底固く推移しているのではないかとみている。今後も引き続き緩やかに回復していくのではないかとと思う。例えば、読売新聞が10月上旬に実施した主要企業のアンケート調査によると、ほとんどの人が景気は底を打ったと指摘をしている。同時に企業は今後とも暫くはリストラの手を緩めない姿勢を貫くとしており、雇用・所得環境は引き続き厳しい状況が続くのはやむを得ない状況ではないか。その意味で、中原委員が指摘した雇用環境、賃金の減少が続く等々はこの状況の中ではやむを得ないことであり、その結果労働分配率は若干下がり始めているし、ある意味ではそれを好感せざるを得ない状況ではないかと思う。

金融面に関しては、民間部門は引き続き財務リストラを行なっているため、資金需要が低迷していることに変わりはないが、そうした中であってもポジティブな面を幾つか拾うことができる。第一に、都銀等では融資対象を信用リスクが相対的に高い先まで広げているなど、貸出スタンスが幾分積極化している兆しが窺われている。都銀等では経営健全化計画と実績の乖離が拡大していく事情もあり、将来国内リテール業務に勝ち残るためには今から貸出の基盤を強化していかなければならないという意識がか

なり強まってきているのではないかと考える。ポジティブな面の第二点は、社債と国債との流通利回りの格差縮小である。このところ比較的格付けが低い債券の利回りも低下しており、資本市場において投資家が信用リスクをある程度前向きに取るようになってきたとみている。民間の資金需要が低迷していることは事実であるが、短観などで見ると金融機関の貸出態度は「厳しい」超であるし、資金繰り判断も「苦しい」超である。結局資金需要はあるが、なかなか資金が回ってこないという意味で「苦しい」超になっていると考えると、金融機関が従来リスク寛容度を多少でも見直し、資金需要を掘り起こせば投資が増えていくのではないかと読むこともできる。資金需要が全くないとは考えられない。金融機関はそうした需資を掘り起こし、新しい需要の芽のあるところに貸し付けるのが本来の姿であるが、その動きが徐々に出てきているのではないかとみている。

次に金融政策運営に関しては、私としては、月を追うごとに景気が底固くなってきたとみており、ゼロ金利解除の時期を探るという選択肢しか考えられない。ただ前回も申し上げたとおり、残念ながら現時点ではY2 K問題を目前に控え、タイミングとしてはここで利上げを提案する時期ではないと思っている。しかし、景気は段々底固くなり、上昇局面にいくとみるならば、これから益々景気が良くなる局面に転じた場合に、どのような形で利上げしていくかという技術的な問題についても議論していくべきではないかと思う。

前回の決定会合以降マスコミ、学界等で盛んに取り上げられているインフレ・ターゲティング論について若干申し上げてみたい。インフレ・ターゲティング論を大きく二つに整理してみた。一つは中央銀行が中期的に達成すべきインフレ率を目標として掲げるものの、厳密なルールを設けるのではなく、短期的には景気後退などに応じた裁量的な緩和政策が許されており、長期的にある程度の目標を置くという考え方のインフレ・ターゲティングである。中期的な枠組みの中で考えると、これはイギリスやニュージーランドなど現在インフレ・ターゲティングを導入している国においてある程度支持されているのではないかと思う。今一つのインフレ・

ターゲティング論はインフレ率を決め、これを政策目標としているものである。インフレーション・オンリー・ターゲティングとも言える。クルーグマンが主張している調整インフレ論などがこの代表かもしれない。ターゲットとするインフレ率には色々あるが、要は中央銀行が目標インフレ率の達成を完全にコミットすることであると思う。目標達成のためにあらゆる手段を尽くして金融を緩和する、特にゼロ金利の下では量的な金融緩和を行なう、といった選択肢になるのではないか。ある物価目標に対してインフレ期待を作り出すことに帰着すると考えている。

インフレを唯一の目標とする調整インフレ論的なインフレ・ターゲティングについては幾つか疑問が残る。第一は、インフレを数量的にも時間的にも正確に引き起こすことが非常に難しいことである。二番目に、実際のインフレがオーバーシュートしてしまう危険性のあることが大問題である。最後に、結局過度に実体経済やその他の経済変数の変動を増幅させ、経済全体の方向性にとってマイナスになりはしないかという点が非常に大きな疑問として残る。特に、日本は10年近くに亘って超低金利を続けてきた訳であるが、そのために生活設計が非常に狂ってきている人達が多くいる。特に年金生活者が最大の犠牲になっているが、そうした人にとって、インフレによるさらなる資産価値の劣化はとて耐えられないのではないか。

他方、中期的に目標を立てて柔軟にコントロールしていくというインフレ・ターゲティングは、一応検討する価値があると思う。しかし目標に用いる物価指標を何にするのか、目標のインフレ率の水準やレンジをどうするかなど、オペレーショナルな問題があるため、今少し検討しなくてはならない。二番目に、金融政策でインフレ率をどの程度の精度でコントロールできるのかというコントローラビリティの問題がある。民需の底打ちが確認されるような状況で政策転換していく場合に、仮に消費者物価を目標にしてインフレ・ターゲティングを採用したと仮定すると、市場は単に物価指数の動きにだけ過剰に反応して相場が乱高下する恐れも危惧される。例えば目標インフレ率を設定したとしても、実際の物価そのものは瞬

時には計算されないため、実質の長期金利は一時的に上昇してしまうこともある。やはり金融政策が先行きに対して不確実性を高めることになる。また、90年にインフレ・ターゲティングを採用したイギリス、カナダ等ではインフレ目標という中期的な制約の下で柔軟な政策の枠組みとして運用してきた訳だが、そうした中で「インフレーション・レポート」の発行などが中央銀行と民間部門のコミュニケーションを非常に円滑にさせ、政策運営と決定プロセスの透明性を高める効果があった。

このように考えると、欧米でインフレ・ターゲティングを採用している国の金融政策運営は、現在日本が採っている金融政策の運営と目標水準こそ掲げていないが基本的には同じではないかと思う。また、インフレ・ターゲティングの是非というよりも、日本にとっては構造改革を断行して生産能力を高めていく方が筋道としては王道ではないか。日本銀行として出来ることを全て行なっていないといった意味でインフレ・ターゲティング導入はどうかと言われるが、そのような意見に対して答えていくためにも、この場で、あるいは何らかの形でインフレ・ターゲティングの問題点や技術的な点に関してさらに慎重に議論を重ねていく必要がある。経済企画庁では本年6月に「ゼロインフレ下の物価問題検討委員会報告書」を出しているが、ここではインフレ・ターゲティングを採用している数か国にインタビューし、技術的な問題点や日本での採用に際しての問題点等が報告されている。またこの報告で、例えば企画庁が行なっている消費者動向調査や、物価モニター等に対するアンケート等によると、全体の6割は現在の物価水準が将来も続くと希望している状況の中で、インフレ・ターゲティングを導入することは非常に難しく、適切性について疑問がある、という結論にもなっている。以上、結論はインフレ・ターゲティング導入はやはり難しいということである。

植田委員

基本的には特に新しい材料がないため、現状維持で宜しいかと思う。敢えて申し上げれば、輸出及び生産がさらに極僅かながら上方修正かという

感じがする一方、資産市場には依然として不安定な動きが残っている感じである。従って、現状維持である。

先週、アメリカでゼロ金利になった後に何が出来るかというテーマのFedの会議に出席したが、その結論の要約を紹介したい。本会合で私共が議論してきたことから余り離れるような話はなかったが、やや微妙なニュアンスの違いもあるため、私の意見も若干付け加えて申し上げる。まず、前提となる経済環境に対する見方であるが、海外ではやはり日本の景気物価情勢に対するかなりの誤解があり、第1、第2四半期の良い数字にもかかわらず、一部には日本が深刻なデフレの真っ最中にあるのではないかという認識にあるようである。それ故にこそ、非常に極端な手段でも採用して何とかすべきであるという主張に繋がるのではないかと思う。従って、私はある程度回復の兆しがみえるが、ただ再度悪くなってしまうリスクもある状態であることを説明し、その下でのぎりぎりの政策スタンスとしてゼロ金利を進めているのだと説明したところ、それなら分かるという反応が驚きと共に出てきた感じであった。

そのうえで、さらに経済が悪くなった場合のある種の非常手段として何があり得るかが議論された。一つは金利をマイナスにしたらどうか、というものである。これを実効あらしめるためには、紙幣に税金をかけることまで必要になるし、技術的な問題等を考えると本当に効くのかどうかという理論的な議論もあると思うが、プラクティカルではないという結論が大勢であった。また、短期金利が日本でも季節的あるいはY2K要因から若干上昇しているが、基本的に1年程度のところまでゼロになってしまうと、ベースマネーと短期の金融資産がある種の完全な代替財に近い資産になってしまう。そうした下では色々とオペを打つことの限界がみえてきているのではないかと思う。例えば、単純な量的緩和等には余り大きな効果は期待できないというのが一致した意見であった。ここで単純なと申し上げるのは、短期金融資産を大量に買っていく裏で、ベースマネーの量を増やしていく政策の効果は非常に弱いのではないかということである。さらに、クルーグマン流のデフレ期に非常に高い目標インフレ率をアナウンス

することにより人々のインフレ期待を変え、財・サービスに対する需要を刺激するという議論は、そのアナウンスメントのみで何かを起こすということであるならば、ほとんど効果はないというのもほぼ一致した意見であった。また、我々の現行のスタンスのように、デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利を続けるというコミットメントという合せ技がある種の効果を持つという点を否定する人はいなかった。

こうした中で何が残るかについての人々の意見の方向はほぼ一致しており、中央銀行が普通は買わない資産を買うことになれば、何らかのプラスないしマイナスの効果が出るかもしれないということであった。余り買わない資産の例としては、長期国債、外国為替、株式、不動産、耐久消費財等のリストが出てきた。明らかに、このうちの多くは現日銀法では出来ない訳だが、いずれにせよこうした資産がベースマネーと完全に代替的ではないという仮定の下では、これらを対象にしたオペレーションが効果をもたらすであろうという意見が大勢を占めた。勿論、不完全な代替財であるとしても、日本銀行等のオペでその価格にシステマティックな影響を与え得るかどうかは分からないし、ある程度与えられる場合にも、どの程度のオペを打てば良いのかについては非常に不確実性が残ることも一致した意見であった。また、別のターミノロジーでいえば、為替については不胎化介入が効くかどうか、長期国債についてはツイストオペが効くかどうかという論点とも非常に近いものである。

為替については、多くの人が中央銀行がゼロ金利になった後も外国為替を直接購入すれば為替レートに影響を与えることが可能であり、それが経済に何らかの効果をもたらすのではないかと主張した。私は日本銀行としてはそうした政策を一応禁じられていると申し上げた。日本でその政策が出来るとすれば大蔵省であり、つまり現行の非不胎化介入を掻い摘んで申し上げれば、外為特会がFBを市場で発行して調達した資金でドルを買うという仕組みとほぼ同じ訳である。さらに、市場で発行されるFBはゼロ金利の下ではベースマネーに非常に近い資産であり、中央銀行が自分の勘定でドルを買うオペレーションと、外為特会が行うオペレーションとは非

常に近い効果を持つと思う。それが効く余地はある程度残っているというのが多くの人の意見であった。そのうえで、その介入を不胎化することが良いのか、非不胎化した方がさらに効果が強まるのかという点については意見が分かれ、約三分の二の人はゼロ金利の下では非不胎化の意味はほとんどないということであった。ただ、一部に両者は違うという市場の期待が残存している下では、その期待に働きかけて非不胎化を行なうことにより効果を発揮し得るのではないかという意見もあった。

長期債を使ったオペについては、かなりナイーブに日本銀行はなぜ長期債の買いオペを増やさないのか、増やさないとしたらコストがあると考えているからだろうが、そのコストは何かという質問が数多く寄せられた。従って、今後を睨んでこの点を再度検討し、ベネフィットを上回る大きなコストがあるため出来ないと結論するのであれば結論し、対外的な説明も分かり易いものを用意していくことは必要であろう。また、やむを得ず場合によってはやる余地があるという結論に至るのであれば、コストを大きくしないようにいかなるディシプリンを掛け得るのか、という点についても準備をしておく方が良いという印象を持った次第である。

藤原副総裁

特徴的な動きは9月の輸出が予想を上回る高い伸びとなり、輸出の増加傾向がさらに明確になってきたことだと思う。生産は9月はマイナスになったが、7~9月を通してみると執行部が説明したように、持ち直しの動きが明瞭にみられるようである。一方で、消費関連の指標は総じて一進一退の域から出ていないように思われる。従って、前回の判断、つまり輸出や生産は一步前進しているが、民需は依然として停滞しているというパターンが一段と明確になってきたのではないか。

輸出の増加については二つのポイントから点検していく必要がある。一つは、これだけ輸出が伸びてくると生産が企業収益に繋がり、それがさらに賃金といった道筋を通じて設備投資や消費に対してもプラス方向の力を及ぼしていく可能性があることである。従って、今後この輸出がどれほ

どの勢いを維持していくのか、その波及効果がどのように及んでいくのかが大事なポイントになってきていると思う。反面、輸出主導の景気回復は円高圧力の高まりを伴うことにも留意する必要がある。勿論、景気の回復と整合的な円高であれば問題はないが、アメリカの景気の不透明感の強まりといったような円高要因もあり、色々な事由が重なっているだけに相場がボラタイルに振れるリスクがあることには今後とも十分注意していく必要がある。

マーケットの動向で今一つ注意しておくべきは、皆さんが指摘されたように長期金利の動きである。経済が改善し、物価も横這い傾向が明確になれば、長期金利もある程度上昇するのは自然な道筋である。IMFやOECDが世界経済見通しの中で、本年と来年の日本経済の成長率予想をかなり上方修正している。例えば、IMFは本年初に本年はマイナス1.4%、来年は+0.3%とみていたが、最近、今年は+1.0%、来年は+1.5%と上方に修正している。両年で平均すれば、2%程度の改善であり、長期金利がこうした見通しの変化を織り込んでいくこと自体は自然である。逆に、こうした日本経済の成長見通しのかなり大きな変化に照らしてみると、現在の長期金利の上昇幅はリーズナブルというか、よくこの程度で収まっているとも言えるのではないか。これはやはり、ゼロ金利政策が大きく寄与しているからではないかと思う。前回の会合においてゼロ金利政策の継続とその効果浸透の方針を明確にし、オペ手段の拡充措置などを打ち出したことも、それなりに市場を安定させる効果を持ったと思う。こうした実体経済面の動きや金融為替市場動向を踏まえると、当面は現行の政策方針を堅持し、市場の安定を確保しながら引き続き民間需要の回復力をサポートしていくことが適当だと思う。従って、政策運営については、現在のゼロ金利政策を続けていく方針を支持したい。

先程篠塚委員も指摘されたが、このところ内外のマスメディアでも、インフレーション・ターゲティングに関する議論が行なわれている。政策決定会合では何度もこの問題に触れてディスカスしており、その内容は議事要旨で公表されている。それでも、色々な意見が出てくるのは、やはり関

心が高いためだと思う。中長期的な経済の政策に対するある程度のコミットメントという意味でのインフレ・ターゲティングのメリットは、あまねく知られているところである。そうした意味合いで、日本銀行が採っている政策、「デフレ懸念が払拭されるまで」という表現によるコミットメントは、既にインフレ・ターゲットのメリットを実質的にかなりの部分取り込んでいるとも言えるのではないか。問題はそれを具体的な消費者物価の上昇率などで示すことが出来るのか、実施して意味があるのか、それにより本当に政策運営が分かり易くなるのか、あるいは既に物価が安定している日本の現状で意味のある物価上昇率の目標を設定できるのか、ということだと思う。いずれにしても、議論は今後とも重ねていくべきである。日本銀行は色々な提案に対してニエットと言っているという印象が強く持たれている感もなきにしもあらずであるが、インフレ・ターゲットの基本的なメリットは日銀も含めてあまねく認められている訳であり、何かそのメリットを生かす方法があるのか、ないのかといった議論は今後とも続けていくべきである。そうした議論を通じて日本銀行の採っている政策をよりよく説明していく必要がある。

山口副総裁

実体経済については、私も輸出の増加が予想を上回る動きになってきており、それが生産の顕著な増加を招いている一番大きなバックグラウンドではないかと思う。このように生産の増加が明瞭になると、将来に向かってある程度乗数的な波及効果をもたらすのではないかと思う。一方で、消費関連の指標がソフトに出てきているという印象は否めない。従って、消費の全体像はなかなか掴み難い訳であるが、年初来続いていた消費性向の上昇傾向がどうなるのか、今後さらに続くのかどうかを慎重にみていく必要がある。現時点で判断を変えるようなエビデンスは、実体経済あるいは物価の面からは出てきていないと思う。

一方、市場全体の動向を観察してみると、為替はこのところ概ね小康状態、株価は小動きを繰り返しているものの、日経平均とトピックスでは

やや違った動きになってきており、全体としては余り大きな変化はない状態である。長期金利も一種のボックス圏の中で若干の強含みという程度であり、合わせてみると市場サイドからも判断の変更を迫るような材料は出てきていないと思う。株価の動きがアメリカの動きに一段と敏感に反応するようになってきている状況であり、アメリカを含めた世界経済全体との関連の中で日本の市場動向を注視していくほかはない。金融面で気になるのはマネーサプライの伸びが低下気味であることであるが、この主たるバックグラウンドは先程の事務局説明にあったようなことではないかと思う。加えて、色々な民間金融機関からのアネクドータルな話の中に、例えば銀行サイドでの統合、合併の動きが企業サイドからみて借入残高を減らすプレッシャーとして働きつつあるとか、企業に残高維持を熱心に頼んでいないと約定返済が進んでしまうといったことが次第に多くなってきており、マネーサプライの動きにある種の構造変化が生じつつある可能性もないではない。そのように断定するのはまだ早いですが、その可能性もないではないという感覚で貸出やマネーサプライの数字をみていく必要がある。いずれにしても大きな変更材料は出ていないため、当面はゼロ金利政策を堅持していくことで良いと思う。

武富委員

前回会合以降出た数少ない統計からみる限り、夏場以降の景気は月毎のアップダウンはあるが、均してみれば日銀の公式見解に近い線で走っていたことが確認されたと思う。

輸出の数量が比較的強く、つれて生産も堅調、経済全体における荷動きもやや上向きだと思う。第三次産業活動指数の運輸が足許若干上がっていることも一つの証拠であるが、高速道路の通行台数が上向いてきている。普通乗用車は前年割れであるが、大型車はかなり伸びてきており、そうしたことから荷動きが従来よりかなり改善してきていることは裏付けられる。もっとも、こうした前向きな流れも、核になっているのは半導体製造装置や情報通信機器等の分野であり、経済の色々な業種、色々な商品に

全般的に浸透している動きとは言えないのも事実である。家計部門、企業部門を問わず、民間経済主体の支出活動はよろず節約指向が非常に強いままに続いている。従って、数量ベースで底固さが出てきたとか、減少ペースがスピードダウンしてきた状況はあっても、支出額としては必ずしも強い動きになっていない。こうした事例は枚挙にいとまがないが、高速道路についてみると、料金節約のために一定区間については一般道路に一旦降りるケースが非常に多くなっているし、一般有料道路でも割引料金を設定している時間帯の利用率が高くなっている。グリーン車の乗車率が低いとか、ファーストクラスの搭乗率が低いという状況は長く続いているし、外食産業も来客数が激減している訳ではないが、四人家族で三人分しかオーダーしないとか、飲み物などのサイドオーダーはしないという形で万事節約型になっている。やはり、実質と名目の開きから景況感に今一つすっきりしないところが残る状況が続いている。

市場もそうした景気展開を概ね反映した動きの範囲内に収まっているが、長期金利がじわっと強含んでいる。これは足許は補正予算をみている、その延長線上に国債の需給をみている、また基本的には多少の景気回復を織り込んでいると思うが、長期金利は引き続き気になるところである。円相場も何とか持ち堪えているが、やはり引き続き気になる。一定の前提条件付であるが、製造業の平均の輸出採算為替レートは経常損益ベースでは120円プラスアルファであるし、限界損益ベースで採算割れになる相場は100円台半ばと目されるため、現状以上の円高は気になる。円相場を動かす要因も足許はアメリカ要因に目が向き始めているという報告もあったが、仮に先行きインフレ懸念から米国が利上げ方向に動いた場合に、それがドルの下支え要因になるのか、あるいはアメリカの資本市場の調整に結び付いてドル安となり、結果として円も強くなってしまうのかが大変気になる。

以上のような経済と金融市場の動向の中での金融政策運営についてであるが、ゼロ金利政策の枠組は、突発要因であれ、景気が回復して経済の中からマネーに対する需要が増えてくることに対してであれ、量の面でも

即応出来るものである。また、オペ手段も多様化しており、文字どおり豊富で弾力的な流動性の供給姿勢を継続するということが良いと思う。ただ、積み上1兆円で固定されていることで、いざ市場に多少動きがあった場合にどうするのか、積み上幅を更に膨らませるのか、現状1兆円より低い積み上でもダイレクティブのなるべく低い金利水準に収まるのかという感じは持っている。

90年代に日本経済は大きな変調を来たし、財政が拡大政策を採り続け、金融政策は超緩和策を打ち続けた。これは政策側の意図としては民間経済主体に前向きな期待形成を醸成させて、経済活動を活発化するということであるが、結果的にはケインジアン流の乗数効果がそれ程出なかった。金融政策についてもフリードマンやルーカス流の期待形成は全く出ていないし、むしろ副作用として日本国民の間に期待形成絡みの壮大なモラルハザードが広がっている可能性があるかと心配している。例えば、信用保証協会の保証付き借り入れについても、保証付きで借り入れのロールオーバーということであればまだ分かるが、返済猶予や返済の棚上げ、ないし徳政令的なことに対する期待も一部あるように思う。政府が何をしてくれるかではなく、国民が政府に何ができるかという方向にも期待形成を持っていく必要がある。これは決定会合の主たる議論、争点ではないが、そうした枠内で政策運営をしていることも念頭に置いておきたい。

最後に、植田委員の報告を興味深く伺ったが、参加者は日銀が長期国債の買い切りオペは整々と続けており、資産の中に相当長期国債を保有している事実を良く認識した上で、緊急事態にはさらに買い増せという流れの議論だったのか。

植田委員

その点は議論しなかったが、その認識は半々だと思う。

武富委員

そうした認識が余りないのではないかという気もする。

速水議長

次に私の見解を述べる。結論から先に申し上げると、当面の金融政策運営について、ゼロ金利政策を継続することを支持したいと考えている。景気情勢については、この間に発表された指標を点検したところでは前回の判断を見直す必要はないように思う。個別の論点については皆様の議論を聞いてきたが、私も円高の背景にある米国の動向、長期金利の問題、自律回復の問題、あるいはターゲティングの問題それぞれ私なりの考え方も若干披露させて頂き、ご意見があれば承りたい。

個別の論点で見逃せないのは、米国の動向だと思う。米国経済がインフレのない拡大を続けていけるのかどうかについては、91年から長期の成長を遂げている訳であるが、やはり構造的な問題があるように思う。増大する経常赤字を円滑にファイナンスしていけるのかどうかという懸念から米国株が下落し、米国売りの発想からドル安になっている。ユーロ等の動きをみても円高よりもドル安といった方が適當と言えるのではないか。当面の為替相場の動きをみる場合、日本経済の見通しばかりではなく、米国の景気や資本市場の先行きについてのリスクも十分念頭におく必要がある。経常収支が大きな赤字であるところへ株価が下がり、特に日本の株買いが相当な金額にのぼっている。特に最近の大きな変化として、日本の機関投資家や投資信託などが行っていた大量の対米投資資金がここ1か月ほどは逆流してきている。新しい資金が出て行かずに、期日到来から戻って来る方が多くなっており、その点をアメリカも非常に気にしている。G7におけるコミュニケの中にも、アメリカは貯蓄を増やすことが必要だと書かれている。IMFも同様の主張をしており、非常に大きな構造的な問題があるように思う。ただ、日本のアメリカ債券買いが止まったのは、当面は金利が上がっていく、あるいは円高がさらに続いていけば、今少し待った方が良いという一時的な傾向もあるかと思う。そうした見通しが明瞭になってくれば、金はある程度流れ出すかもしれない。やはり問題は貯蓄不足が経常赤字を作り、株が上がっていく背景にあったと思う。こうしたアメリ

カの構造問題を今後どう解決していくか、円高問題も当面多少の介入をすれば済むものではないような気がする。

そうした中で、日本としてはいかにこの問題に対応していくかであるが、長期的には円が強くなっていく方向にあるような気がする。これまでのところ、企業からは円高に伴い収益見通しや支出計画を大幅に下方修正するといった声は余り聞かれていない。輸出はアジア経済の回復などを背景にして増加基調にあるし、企業収益はリストラ努力や生産の持ち直しもあり、全体として改善方向にあると判断して良いと思う。

長期金利の問題については、本行がゼロ金利政策を一段と浸透させる姿勢を採っていることなどもあり、全体として良好な環境が維持されている。長期金利の動向は非常に気にかかるが、単に国債の需給懸念要因だけで上昇しているのか、あるいはその背後に日本経済に対する見通しの改善という要因が働いているのかどうかを十分に見極めていく必要がある。一つのポイントは、株価との相対関係である。これまでのところ、株価が堅調なことからみて、いわゆる悪い金利上昇には至っていないのではないかと判断をして良いと思う。しかし、例えば介護保険を巡る政治的な動きなどにより長期金利が上昇していくような不安定な面もみられるため、この点は注意を要する。

次に、わが国経済の自律的回復力の問題であるが、最近の為替相場動向の影響も含めて、なお十分に注意深く見守っていくべき段階にあると思う。当面の金融政策運営については、ゼロ金利政策はぎりぎりの選択であり、こうした極端な政策のもたらす副作用については引き続き目を凝らして注視していく必要がある。しかし、現段階ではそのような留意点も踏まえ、たうえで、なおデフレ懸念が払拭されたとはみられないという判断に立ち、ゼロ金利政策を継続することが適当であると考えている。

次に、篠塚委員、植田委員からも話があったインフレ・ターゲティングの問題である。まず確認しておきたいことは、日本銀行はこうした考え方そのものに反対している訳ではなく、既にインフレーション・ターゲティング的な方法を採用していると言っても良いと思う。ただ、そのうえで具

体的な物価上昇率の数値目標を導入するということになる、その指数が物価動向全体を示すものかどうかという点も含め、ターゲットの設定方法、それを実現する手段といった面で十分慎重に検討しなければならない点が多いと考える。これらの問題については、これまでもこの席で何度も議論されてきたが、本日はターゲティング・ポリシーと政策運営の透明性という観点から一点申し上げたい。まず、ターゲットを示すことにより金融政策運営の透明性が高まり分かり易くなるかといえば、それほど単純なものではないと思う。インフレ・ターゲティング採用国においても、ターゲットだけに依拠して機械的に政策運営をしているものではない。やはり、将来の物価動向に関する様々なリスクを総合的に判断して政策運営を行っている。ターゲットの範囲に収まっていれば何もしない、あるいはターゲットを下回っていれば必ず金融緩和を行なうというものでもない。実際、現実の政策運営とターゲットの関係に関する説明振りには、様々な苦勞があるように見受けられる。要するに、ターゲティング・ポリシーの基本的な狙いは、金融政策運営に関する長期的な期待形成を安定化させるところにあるのではないかと思う。従って、単に数字を示せば透明性が高まるといった理解ではなく、この方法の基本的な性格を踏まえたうえで、その得失と実現可能性に関する冷静な議論が必要である。以上が私の意見である。

金融経済情勢や金融政策運営について追加的な意見、議論があれば、自由に発言して頂きたい。

ご意見等なければ、ここで政府からの出席者の意見を伺いたい。

原口大蔵省総務審議官

最初に、わが国経済の現状認識、ならびに政府の今後の経済運営について申し上げたい。わが国の経済は、各種の政策効果の浸透などにより緩やかな改善が続いているが、なお民間需要の回復力は弱く、景気は厳しい状況を脱していないという認識に変わりはない。このような状況の下で、10月8日の閣議において、景気の本格的回復と新たな発展基盤の確立を目指した

めの平成11年度第二次補正予算について、早急に準備をするようにとの総理の指示があったところである。10月末日までに各省庁から要望を提出して頂くことにしており、その後に全力を挙げて編成作業を進めていきたいと考えている。編成、要望の段階でも党との調整もあり、新聞紙上等でも中間的な状況が出ているところである。

また、同じく総理より、第二次補正予算を含めた総合的な経済対策を11月上旬、中旬を目途に策定する旨の指示があった。大蔵省としても、取り纏めに当たる経済企画庁と協力しつつ、現在具体的な内容等について検討を進めているところである。なお、今回の経済対策については、経済を本格的な回復軌道に繋げていくとともに、21世紀の新たな発展基盤を築く観点から、理念ある対策とすることが重要であると考えている。

日銀におかれても、前回の金融政策決定会合において、ゼロ金利政策の継続に当たり、短期国債を対象としたアウトライトオペの導入等、金融市場調節手段の機能強化を進めることなどが決定されたところである。本日の会合においても、短期国債アウトライトオペの基本要領の制定等が行なわれたところであるが、今後とも金融政策運営に当たり、わが国経済および市場の動向にも十分ご配慮頂き、適切な対応を採るようお願いしたい。政策委員各位におかれては、ご審議に当たり、以上申し述べた政府の経済財政運営の考え方等につきご理解を賜るようお願い申し上げたい。

小峰経済企画庁調査局長

まず、経済の現状判断である。10月の私共が纏めた月例経済報告では、景気は民間需要の回復力が弱く厳しい状況をなお脱していないが、各種の政策効果の浸透などにより緩やかな改善が続いているという判断をしている。民間需要の回復力は弱いという点について、個人消費は、4～6月まで消費性向の上昇により、緩やかに回復してきた訳であるが、7～9月についてはややレベルが下がっている可能性がある。これは、基本的には収入が低迷している中で、消費性向上昇型の消費拡大がやや限界になっているのではないかと思われる。住宅建設については、このところ特にマンショ

ンの着工が増える形でレベルが高くなっているが、これも 2000 年末までに入居すればかなりの減税措置があるという駆け込み的なものがあり、当面は高水準であるとしても、近い将来鈍化する可能性が高いと思われる。また設備投資は、依然として減少基調が続いている。民間需要はいずれも回復力が弱いと判断している。民間需要の回復力が弱いことに加えて、雇用情勢も厳しい状況を脱していない。

各種の政策効果の浸透としては、公共投資、住宅減税、ゼロ金利政策といった政策効果の浸透から生産が上向きであり、また企業収益、企業マインドが改善してきている。こうした判断に基づいて、政府としては公需から民需へ円滑にバトンタッチが行なわれ、景気の腰折れを招くことなく本格的な回復軌道に繋げていくため、中小ベンチャー企業対策やミレニアムプロジェクトなどの施策を含め、今後のわが国経済運営の指針となる総合的な経済対策を 11 月上旬・中旬を目途に策定し、平成 11 年度第二次補正予算を編成することとしている。

今回の経済対策は、現在の経済情勢に鑑みて三つの理念を考えている。一つは新規性であり、堺屋経済企画庁長官の言葉では「はっ」とする新しさを持った対策である。二番目が期待性であり、国民ができれば良いなと思う対策である。三番目が訴求性であり、分かり易く訴えるアピール力を持った対策ということである。こうした三つの理念をもつ対策を考えている。このため、対策の取り纏めに当たり、従来の概念、計画、省庁の枠組みに囚われない新たな計画構想の策定、投資効率と利用者の使い易さを考えたハード、ソフト、制度改革の同時実施に最大限配慮すべきものと考えている。また、対策の成果、効果が国民の目に明瞭に見えるように、施策の目標、全体像、目標年次を可能な限り明示することが重要であると考えている。こうした方針で、現在鋭意対策の策定に取り組んでいるため、是非ご理解をお願いしたい。

最後に、日本銀行におかれては金融調節手段の機能強化を進めて頂いているが、自律的な経済回復が明らかになるまで、為替変動の影響も配慮しつつ、金融経済情勢に応じて潤沢でより効果的な資金供給を行なって頂き

たい。

速水議長

それでは、議案の取り纏めに移りたい。先程の委員方の検討では、当面の金融市場調節方針について、ゼロ金利政策を継続するのが適当という意見が多かったように思う。そこで、私の方からは、その旨の議案を提出したい。他に議案を提出したい方は提出して頂きたい。

[中原委員より議案提出の表明]

それでは、事務局は中原委員の議案と私の議案を読み上げて下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

中原委員案を読み上げる。「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すること。対外公表文は別途決定する。記。中期的目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間（10月16日～11月15日）の超過準備額を前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、2000年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る（注）。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る。（注）マネタリーベースについて2000年1～3月期平残で前年同期比10%の伸びを実現するためには、現状程度の銀行券の伸び（前年同月比6%程度）が続くことを前提とすると、来年3月までに買いオペ等の拡大により現状比3兆円程度準備預

金の残高を増額させる必要がある。以上。」である。

次いで、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。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」である。別添の対外公表文は、「平成11年10月27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、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（全員一致 or 賛成多数）。すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」である。

中原委員

提案理由を申し上げる。第一は、景気の現状は景気動向指数、その他の指数からみて本年の4、5月頃に底を打った可能性が強いと思うが、それは方向感だけであり、量感からみると極めて弱い。そうした中において景気の回復をより一層確かなものにし、公需から民需へ巧くスイッチさせるためには、一段の金融緩和が必要であると確信している。第二点として、円高の問題である。120円程度の場合と100円台の半ばの場合とでは、産業、企業にとっての意味が全く違っている訳であり、現在の段階で円高を緩和する意味において量的な緩和を打ち出すことが極めて望ましい。三番目は、ゼロ金利政策の効果が出尽くしてしまったということである。ゼロ金利政策が長期に亘って継続してきたが、その結果、9月21日、10月13日を経て為替は103円台まで、あるいは株価は1万7,000円を割れ込むなどの状況へ移ってきている。ここで今一段の金融緩和を行ない、株価であればニューヨークも含めて下割れを緩和する、為替であれば100円台を割れることを和らげることが必要である。第四の理由は、景気が難しい中で、

補正予算を含めて総合経済対策が出る訳であり、その中には金融政策も入ると思うが、そうした総合経済対策とのハーモナイゼーションという意味も考え、ここでは一層の金融緩和が妥当である。五番目の理由は、やはり世界の中で、特に日本だけが非常に不振を極めていることが非常に心配されている。やはり、日本が景気回復のためにポジティブな金融政策を採るということを皆期待しているし、また恐らくG7でもそのような雰囲気があったというように、私は少なくともヨーロッパの方々からは承ってきた。従って、底割れ回避というような意味ではなく、より前向きな意味での量的な緩和を行なうべきであると考えている。

第六として、現在自公自という三党の連立ができ、量的緩和、買い切りオペといった要請が出ている訳であるが、そうした要請の下において、自由度の高い柔軟な金融政策の枠組みを維持していくためには、物価目標付きのベースマネー・ターゲティングにできるだけ早く移行するのが賢明である。最後に、CPIターゲティングについては、他国の例もそうであるが、恐らく国会等が数値目標を与えることは十分に考えられる訳であり、こうしたことが起きる前に日銀としても十分に議論したうえで、早急に実現することが必要である点を強調したい。

速水議長

質問や意見はないか。

それでは、中原委員案、議長案の順に採決することに異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[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

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。中原委員の提案を採決の結果、賛成1、反対7であった。

[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

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

報告する。議長案採決の結果は賛成 6、反対 2、賛成多数であった。反対は中原委員、篠塚委員であった。

速水議長

反対意見があればどうぞ。

篠塚委員

景気は最悪期を脱していると判断しているため、できるだけ早く金融政策を正常な状態に戻すべきだと考えている。引き締めにも緩和にもどちらでもいけるような中立的状況に持っていきたいと考えている。二番目には、ゼロ金利政策が長引けば長引くほど解除に伴うショックが大きくなると懸念する。この二点から反対した。

中原委員

第一に景気が公需に支えられ、やや持ち直している中でマーケットをみると、依然として外為、株式市場において不安定な要因あるいは色彩が非常に強い。その中で、追加的な金融政策を打ち出すことが極めて時宜に適った対応である。二番目はマネーサプライやマネタリーベースが下がってきており、色々な説明が付くとしても、結果論からみて低すぎる。私の提案がそうした意味で非常に意味がある。三番目に短期の国債を使ったアウトライトのオペレーションなどのテクニカルな手段の充実は大変結構だが、それにより一段の金融緩和効果が発現するとは思われず、思い切って積み上額を現在の 1 兆円から 3 兆円、4 兆円に増やすことが必要である。

現在の日銀の在り方は政策の目標も政策の手段もフリーな状況になっており、こうした状態は民主主義国家の中では必ずしも長続きしないとと思っているため、早い機会に CPI ターゲティングを自主的に設け、日銀の独立性を高めていくことが必要である。現在のゼロ金利政策においては、色々抽象的な表現が多すぎると以前から申し上げているが、具体的な数

値を示さない限りアカウンタビリティはない。説明責任だけでなく結果責任をとらないアカウンタビリティはないため、明瞭に数値に表わす必要がある。最後に、現在のやり方では色々な市場参加者との間の対話があまり巧く出来ていないと思っており、金融政策として柔軟性の高い量的緩和策を採るべきである。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として、賛成多数でゼロ金利政策を継続することが決定された。黒田理事、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、これを持って指示する。なお、決定事項の公表は会合終了後、約 30 分後に行なうのでそれまでの間は厳に出席者限りということで宜しくお願いします。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は 11 月 12 日金曜日に予定している。

(午後 0 時 42 分閉会)

以 上