

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年9月18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）  
三木利夫（審議委員）  
中原伸之（審議委員）  
植田和男（審議委員）  
田谷禎三（審議委員）  
須田美矢子（審議委員）  
中原 眞（審議委員）

政府からの出席者：

内閣府 竹中平蔵 経済財政政策担当大臣（14:00～18:48）  
財務省 村上誠一郎 財務副大臣（14:00～18:48）

（執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

（事務局）

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室参事役	和田哲郎（16:40～18:48）
企画室企画第2課長	梅森 徹（16:40～18:48）
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	長井滋人

## I. 開会

速水議長

それではただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

はじめに本日の会合の取り進め方について申し上げる。米国のテロ事件や金融市場の情勢などを鑑みると、今回の会合では日本銀行としてできるだけ速やかに金融政策運営方針を決定して公表する必要があると考える。そこで今回の会合は、本日中に金融市場調節方針の決定を行なって公表することを目指して議事を進めたい。皆様異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

中原伸之委員

大変結構であるが、やはりやるのであれば十分審議をしてしっかりとした案を作らなければならないと思う。当然行なうと思うが、それを念頭に置いてであれば賛成である。

速水議長

それでは異議はないとのことなので、そうした進め方とさせて頂くので宜しく願います。本件は決定会合の議事の進め方の変更であるので、その旨についてはプレスの方には速やかに公表する扱いとする。

それではまず通常どおり金融経済情勢に関する執行部からの報告、関連する質疑応答を行ないたいと思う。その後金融経済情勢と金融政策運営方針に関する委員方の討議、もしあれば政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めたいと思う。その後で金融経済月報の基本的見解について取り纏め、最後に前回会合の議事要旨を承認したうえで、先行き半年間の決定会合の開催予定日を承認して頂く予定である。なお金融

経済月報および前回会合の議事要旨の公表日時は、既に公表されているスケジュールどおりとしたいと思う。政府からの出席は、本日、内閣府から竹中経済財政政策担当大臣、財務省から村上財務副大臣が出席している。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提としているので、委員および政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

## Ⅱ. 金融経済動向についての執行部からの報告

### 速水議長

それでは金融経済情勢に関する執行部報告に入る。最初に金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と最近の金融為替市場の動向について説明してもらおう。増淵理事と山下金融市場局長にお願いする。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する執行部からの報告 (資料-1、2)

#### 山下金融市場局長

はじめに、前回会合以降の金融調節運営だが、当座預金残高見込みの推移は、二つの局面に分けられる。第一の局面は8月15日から9月11日までの期間で、前回会合での調節方針の変更を受けて当座預金残高を6兆円程度とする調節運営を行ってきた。所要準備預金を概ね2兆円以上上回る大量な資金供給によって無担オーバーナイト・コールの加重平均レートは0.01%に張り付いた格好になった。こうした市場動向を踏まえ、コール市場の取引単位が市場参加者の合意によって9月6日以降これまでの0.01%から0.001%に引き下げられた。その結果、加重平均レートは0.002%~0.003%の史上最低水準へ一段と低下をみている。第二の局面は言うまでもなく、米国同時多発テロ発生を受けて大量資金供給を実施してきた9月12日以降である。12日当日は本行の市場の安定確保に向けての強い決意を示す狙いから、即日資金供給としては既往最大となる合計2兆円の資金供給を実施し、当座預金残高を8兆3千億円に拡大した。こうした本行による大量資金供給に加え、懸念されていた資金決済上のトラブル

等もほとんど見られなかったことから、午後には落ち着きを回復し、13日以降は当座預金残高を 8 兆円程度と供給する調節の下で総じて落ちついた展開となって、オーバーナイト加重平均レートは 0.002%~0.003% のレベルで安定的に推移している。こうしたオーバーナイト・レートの動きと資金供給オペの落札平均レートを見ると、いずれも 12 日に一旦上昇した後、概ねそれ以前のゼロ金利水準に戻っている。このようにわが国短期金融市場は、幸い本行の大量資金供給等が奏功しひとまず落ち着きを回復してきているが、グローバルな株価の下落などを背景に先行き不安感が根強く存在しているため、手許流動性を厚めに保有したいとする非常時モードにある市場参加者が依然多いように窺われる。引き続き市場動向を丹念にモニターし、必要に応じて流動性供給を弾力的にすることによって市場の安定確保に全力を上げて参りたいと思う。

次に前回会合以降の金融・為替市場動向だが、世界同時不況懸念の強まりや予期せぬ米国大規模テロの発生等を受けて、株安、長期金利上昇・債券安、円高、といった形で日本経済にとっては好ましくない展開となった。この 1 か月間の市場動向における最大の変化は言うまでもなく米国の大規模テロ発生である。今回のテロ事件の影響については、米国がまだ、いわばファイア・ファイティングの段階にあって、株式市場も昨日から再開されたばかりなので、現状では確たることは言えないが、市場では既に米国大手企業が相次いで収益の大幅下方修正を発表していることや、個人消費への影響を懸念する声が強まっていることなどから相当大きなマイナスインパクトが及ぶ可能性が高いとの見方が支配的になってきているように思う。実際、日独の株価は、事件発生後急落しているほか、昨日取引が再開された米国株価は NYダウが 684 ドルの大幅下落となっている。もっともその下落幅は予想の範囲内であったことや、Fed、ECB等の協調緊急利下げ措置を好感して昨日の欧州株価、それから本日の本邦株価はかなり反発をしているが、先行きについては引き続き悲観や警戒感が強いようである。また、米国の 10 年国債利回りは、事件発生後先週末までに 26bp 低下して、4.551%、2 年債は 65bp の大幅な下落となって 3% 台割

れとなっている。こうしたマーケットの足許の動きは今回の事件の米国経済、ならびに世界経済へのインパクトがいかに大きいかを窺わせるものだと思う。

以下では個別マーケット動向の焦点について手短にご報告する。まず、株価は前回会合以降、国内外の景気減速の動きを受け世界同時不況に対する懸念が拡がる中で、米国大規模テロのショックも加わってほぼ一貫して値を下げた。日経平均株価は1万円割れの水準まで低下している。大規模テロ発生後の業種別株価の騰落率を見ると、今回の事件の影響を大きく受ける空運や海運、あるいは米国景気の悪化を先取りした輸送機器の下落が目立っている。またマイカルの破綻を受けて、小売が、イトーヨーカドーなど勝ち組の株価が下落から反発に転じているのが注目される場所である。次に金利動向を見ると、短期金利は先程若干触れたように、8月14日の調節方針の変更を受けて全タームで小幅低下となっている。例えば、ユーロ円出合いレート2か月、これは8月14日に0.05%となっているが、昨日には0.02%と3bpの低下となっている。9月中間期末越えの流動性リスクは今回の緩和措置によりほとんど意識されなくなったというのがマーケットの一致した見方である。この間、長期金利は、新発10年債利回りが前回会合直前の1.305%から9月13日には1.445%まで上昇している。これは景気情勢の悪化を受けた補正予算の策定に伴う国債増発に対する懸念の強まりや株価の下落に伴う金融機関、機関投資家のリスク許容度の低下、利益確定売りへの懸念等を背景としたものである。もっとも14日以降は一部生保等が株価下落、円高傾向持続を睨み、消去法的な長期国債買入を進めたことなどから、昨日は1.340%まで低下している。イールドカーブの変化幅を見ると、この間の金利上昇プロセスは利益確定売りの動きなどから相対的に大幅に上昇している残存期間5~8年のところが、米国大規模テロ事件発生以降相対的に大きく低下しているのが特徴的である。これは一種のフライト・トゥー・クオリティの動きに加えて追加金融緩和期待の存在が影響している部分大きいと思われる。なお株価の大幅下落やマイカルの破綻などのクレジット面への影響が懸念されている

が、金融セクターでは今のところあさひ銀行社債など一部でスプレッドが拡大している以外は引き続き総じて落ち着いた推移を辿っている。また、社債流通利回り全般の対国債スプレッドは総じて横這い圏内の動きに止まっている。ただマイカルの破綻に伴って約 3,500 億円の社債がデフォルトになったこともあって、特に低格付先や一部の金融機関に対するクレジット・リスクへの見方が厳しくなる可能性が強いため、その影響を十分注視していく必要があると思われる。

最後に為替相場動向だが、円の対ドル相場は前回会合以降、米国景気の先行き不透明感の強まりや 9 月決算期末に向けたわが国金融機関による外貨建て資産処分思惑の強まりから、8 月末には 118 円台前半まで上昇している。その後 9 月 12 日の塩川財務大臣、オニール長官会談、結局はキャンセルされたが、これを前にして介入警戒感が高まる中で一時 121 円台まで戻していたが、米国大規模テロの発生を受けてドルが急落し、昨日は 116 円のみドルまで円高が進行した。その時点で為替介入が実施されたため、円高の動きが一服状態となり現在では 118 円前後でもみ合う展開となっている。マーケットでは引き続き介入警戒感が強いため、現在のところ一方的なドル売りの動きは一服した格好となっているが、市場センチメントは大規模テロが米国経済に大きな悪影響を及ぼすとの見方からドルベア方向に傾いている。リスク・リバーサルが 9 月 12 日以降大きくドルベア方向に振れていること、ボラティリティもかなり高まってきていることなどから、今後さらにドル安円高が進行するリスクが存在することには十分留意していく必要があると思われる。駆け足であるが以上である。

速水議長

ご質問があればどうぞ。

既往最大の 2 兆円のオペというのはテロが起こって最初のオペになるか。

山下金融市場局長

然り。12日に一番最初のオペを実施した。

速水議長

ほかにご質問はないか。それでは次に、国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事と平野国際局長にお願いする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず概況だが、米国のテロ事件のショックの悪影響である。現段階では何とも予測し難いが、今回の事件がなくても米国経済のダウンサイド・リスクが高まっていただけに、これを機に米国が景気後退に陥る、あるいは既に陥っている確率はかなり高いとみるべきであろう。こうした状況下、FRBは昨日50bpの緊急利下げを行なったほか、ECBでも50bp利下げに踏み切った。金融市場で引き続き緊張した状態が続いているが、テロ事件後一時的に麻痺していた市場機能、つまり決済、流動性、あるいはプライシングの機能だが、これが急速に回復しつつあるということはグッドニュースであると言える。次に、米国の主要経済指標について、特徴点だけ申し上げる。米国経済を見る大きなポイントは家計部門が持ち堪えている間に企業部門が回復のきっかけを掴めるかどうかという点にある。テロ要因を除いてもその可能性については疑問符が付き始めていたというのが実態である。主要経済指標を見ると、第2四半期のGDPが下方修正されて米国経済がほぼゼロ成長であったことが判明したが、それに続く7月以降の主要な特徴の一つは失業率の上昇と消費者コンフィデンスの低下である。二番目はITセクターを中心とする生産設備投資の減少傾向の継続といったようなことで、下振れリスクの増大を示唆するものが多い。ミシガン大学の消費者信頼感指数は、大幅に下落しているが、この調査はテロ勃発前に行なわれたもので、これにはテロの影響は織り込まれていない。

次にユーロエリアである。主要経済指標を見ると、その特徴は、景気が

ユーロエリアにおいても急速に減速していることが明らかになったこと、それからインフレ率が低下してきていること、この二点である。実質GDPの第2四半期の数字は、前期比年率で+0.2%と、たまたま米国と同じ成長率になっており、第1四半期に比べて大きく低下している。消費者物価の上昇率は、そのレベルは引続き高いが、このところ上昇率は着実に低下しつつある。ユーロエリア景気減速の主因は輸出と設備投資である。

次に、東アジアである。実質GDPは、第2四半期の数字が全て出揃った。季調済の前期比年率の数字で見ると、第2四半期のGDPは、台湾、香港、シンガポール、マレーシアで大きくマイナスを記録しており、これらの国の景気は後退している。また、中国の成長率は引き続き高いが、前期比年率の伸び率を見ると若干陰りが見られるし、輸出も伸び率が落ちてきている。ただ中国の場合は公共投資、海外からの直接投資の流入に支えられて設備投資、固定資本形成を中心とする内需は総じて堅調と見ていいかと思う。続いて、金融市場の動きであるが、現在国際金融市場面で最も注目すべき 이슈は、要は米国を中心とする金融市場の機能の回復であろうと思う。先程、NY連銀の担当役員と連絡を取って情報交換をした。一言で言うと、週明け17日の状況は決済、流動性、あるいはプライシング、この各側面において短期金融市場のほか、債券、株式、為替等の市場機能が言わば予想以上の改善を見つつあるということであった。米国のFF先物金利を見ると、市場では次回10月2日に行なわれる定例のFOMCでの25bpのさらなる利下げ、それから年末までに合計50bpは利下げが行なわれるであろうということを織り込んでいる姿が見て取れる。それから米国の社債間スプレッド、これは拡大している。それから各種ボラティリティは非常に高くなっているが、このようないわば異常な状況においてボラティリティが急速に高まること自体は十分予想される現象であると思われる。以上である。



速水議長

何か質問があればどうぞ。

ECBの金利引き下げについて何か補足的な説明はあるか。

平野国際局長

ECBの公表文から見ると、主たる理由が「米国での出来事はユーロエリアのコンフィデンスと短期的な成長見通しに悪影響を及ぼす恐れがある」となっている。もともとご説明したようなユーロエリアの景気の状況で、いつ下げてもおかしくなかった状況なので、そうした状況を見ながら加えて米国の動きを見ながら機動的に判断したのではなかろうかと思う。

三木委員

一時問題になったアルゼンチンは今度のテロでどういう状況になっているのか。

平野国際局長

当然アルゼンチンにも悪影響が及ぶ訳で、8月にIMFが追加融資の80億ドルを決めて多少マーケットは落ち着いたが、スプレッドを見ると、市場の緊張感が高まる中で、アルゼンチン国債のスプレッドは再び大幅に上昇した。直近では2,000bpというところまで上昇しており、当然のことながら緊張状態が続いている。

速水議長

ほかにはないか。それでは次に移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について永田理事と早川調査統計局長に願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

まず、最初は外需の動向である。実質輸出の動きは、第1四半期、第2

四半期と前期比 5% ずつ減少した後、7 月の数字もかなり大幅な減少が続いている。地域別には従来のアジアとアメリカの減少に加え最近では欧州向けの減少が少し目立ってきている。そういう意味ではヨーロッパの減速の影響が少し表われている。財別については新しい変化はない。基本的には情報関連と半導体製造装置を含む資本財の減少が目立っており、それに加えてアジア向けを中心とする中間財とか素材の輸出の減少といった形である。その背景にある世界的な情報関連需要を見ると、5 月時点で業界が見通しを下方修正した世界半導体出荷について、4~6 月期の実績がその下方修正された見通しを大きく下回ったが、7 月もその 4~6 月に対し前期比でかなり大幅な減少が続いている。そういう意味では累積的には相当大きな乖離になってきている。その半導体出荷の裏側にある最終需要であるが、前回会合でパソコン出荷が前年比でマイナスになっていることを報告したが、それに加えて携帯電話さえもついに前年比で第 2 四半期マイナスの数字が出てきており、そういう意味では情報関連需要の下振れというのはかなり大きなものがある。勿論後程ご説明するように在庫調整は進み始めたので、どこかの時点である程度の在庫調整が一巡するという事は考えられると思うが、何分最終需要の見通しが下振れてきているので、仮に在庫調整が終わってもそこから後のリバウンドというのが非常に強くなるのは考え難い情勢になってきている。

海外経済については先程国際局長からご報告があったとおりであり、アジアを中心に見通しが下方修正されており、アメリカの回復についてもテロ事件以前の時点でなかなか見通しが難しくなってきたところに今回の事件が加わっているので、世界経済の回復については非常に不透明感が高まってきている。これを組み合わせて考えると、早期に輸出・生産が回復するという見通しについては、その実現性が非常に疑わしくなってきていると思う。

続いて、先日出た法人季報の中身を見ると、一言だけ結論から申し上げると設備投資については製造業において減少がはっきりしてきたと思う。非製造業は四半期毎に少しギクシャクしているが、これまでずっと増えて

きた製造業での設備投資の減少がはっきりしてきた。収益面についても同様であり、実は非製造業の収益は依然としてかなり高水準をキープしているが、そうした中であって製造業において利益の減少、収益の悪化が目立ってきている。ただ、以上申し上げたのはあくまで4~6月の動きであるので、最近の話を若干補足すると、日経新聞社が毎月利益の集計をしているデータを見ると、この7~9月に入ってから製造業において利益の下方修正が、電気機械中心ではあるが、顕著に起こっている。その一方で非製造業はまあまあ安定しており、小売業などでも安定しているというのが特徴であろうかと思う。それから今朝時点で一番新しい設備投資アンケート調査は、日経新聞調査であるが、これについても私共の短観と比べた場合の特徴は、製造業のところが弱くなっていることである。特に電気機械が、例えば私共の短観だとほぼ前年並みであったものが、日経調査では約2割減になっているということであり、そういう意味では設備投資についてこの分野での下方修正が目立ってきていると思う。次に、個人消費の数字であるが、例によってそれなりに強い数字もあるし弱い数字もあるという状況が続いているということだろうと思っている。ただ、後程申し上げるように現時点ではまだ個人消費全体として横這い圏内をキープしていると思うが、雇用・所得環境について懸念すべき状況が出てきているし、つい昨日発表された生活不安度調査においては、著しい消費者コンフィデンスの悪化が見られている。そうしたことを考えると個人消費についてはこういった状態がいつまでキープできるかという観点から丹念にウォッチしていく必要があると思っている。

続いて生産であるが、第1四半期、第2四半期が前期比で約4%の減少、第3四半期は現時点で予測指数で-2.1%という見通しになっている。私共はこれを若干上回る減少になるのではないかと考えている。中身的には電気機械、一般機械の減少が引き続き大きく、素材の減少も大きい。そうした中であって唯一輸送機械、自動車は踏ん張っているという構図である。こういった動きは程度の差はあれ年末頃まで続くと考えているので、恐らく第4四半期も、マイナス幅は縮小してくるだろうが、減少基調が続くだ

ろうと思っている。

それから在庫循環を見ると、在庫についての特徴は全体としては引き続き在庫過剰がかなり大きいということだが、一点だけ報告しておきたいのは、電気機械生産財、電子部品では、勿論、在庫過剰が非常に大きいことは間違いないが、漸く少し回り始めており、実は前月比でも在庫が少し減り始めた。そういう意味ではまだまだ道程は遠いと思うが調整は少し始まった。ただ反面、同じ生産財であっても素材のところの在庫の積み上がりはまだ止まってきていない。この辺が後程申し上げる卸売物価とかとの関係で少し影響してくるかと思っている。

次に雇用については、職安統計で有効求人倍率を見るとゆっくりと落ちていくという感じである。なぜ落ち方がゆっくりかと言うと、求人が全体としてそれなりに増えているとまでは言わないがなかなか落ちてこない。中身的には、製造業の求人が大幅に減少する一方で非製造業の求人はそれなりに根強いものがある。これは先程申し上げた企業収益の動きなどとも整合的な動きだろうと思っている。労働力調査についても大体流れは同じである。雇用者数については確かに前年比の伸び率は落ちてきてはいるが、これは去年伸びていたせいであり、前期比で見れば雇用者数が減っている訳ではない。ただ就業者という観点から見ると、自営・家族の、廃業その他であろう減少が続いているために全体として就業者が減っている。その就業者の減少の相当部分は実は労働市場から退出している訳であるが、一部が失業という形で底溜まっている。結果として、失業率は5%に乗ったこと自体で大騒ぎすることではないが、じわじわと上がってきているという図式ではないかと思っている。

最後に毎月勤労統計について7月の特別給与の数字が出たので、まだ完全ではないが、大体夏のボーナスのイメージが出てきた。結果として申し上げますと、6、7月合計で-1.2%という数字であり結局若干の減少になった。そのうちの1%弱位は、パートの人が増えて一人当たりのボーナスの金額が減ることで押し下げている要因はあるが、それを考慮しても結果として見ると若干のマイナスであり、これまで企業収益が2年連続で増えて

きたにもかかわらずこういったことが起こっている。それから統計には表われていないが、ここ1か月強の間に大手電機メーカーのリストラ計画がかなり集中的に発表された。これはある意味でこれまでの輸出・生産の減少、企業収益の減少というところで食い止めていたものが、これから雇用・所得の方へ影響してくるという意味での大きな変化であると考えている。

最後に物価であるが、輸入物価を見ると、これまではどちらかというところ上がる方向だったが、3か月前比を見ると横這いから少し低下、下落の方向に変わってきている。これまでは円安と原油価格の上昇が輸入物価を押し上げる方向だったが、最近は円安とは言えなくなってきているし、原油価格の上昇も止まってきている。加えて実は国際商品市況が特に非鉄の大幅な低下、非鉄というのは世界景気に非常に敏感な財であるので、世界同時減速の下で非鉄が下がる、それが金属・同製品といったところに表われてきているので、この辺が次第に卸売物価には影響してきそうな雰囲気である。

卸売物価については、これまで私は、卸売物価は大体3か月間に0.2%下がる勢いであると申し上げてきたが、8月は3か月前比で0.3%の下落になった。僅かな変化ではあるが、ここで変化していることは一つは先程申し上げたようにやはり素材のところの下落が続いている、あるいは下落幅が拡大しているということ、これは先程申し上げた在庫の過剰の影響がここに表われている。勿論、化学なんかで原油価格の上昇の影響が薄れてきたということもあるが、紙などについては在庫過剰の影響がある。それからもう一つ為替・海外市況連動型という変な名前であるが、これは具体的に言えば石油と非鉄であって、石油の上昇が止まってきた、非鉄の下落が始まったということで、この辺がマイナス方向に今のところプラス寄与を大きく縮めているので、これらを考慮すると卸売物価の下落の勢いは急激に高まるとは思わないが、幾分これまでよりも大きくなっている可能性があると思う。

最後に消費者物価については、大体前年比で見て0.9%絡みの下落が続

いている。今回から指標が 2000 年基準に変わり、大雑把に言うと 0.3% 位下落幅が拡大しているが、これはほとんど専らパソコンの要因であって、今年の 1 月のところで断裂があってその後は実は大体同じ -0.9% 絡みで横這っているの、特に消費者物価について足許マイナス幅が急に拡大しているという感じはない。

以上全体について一言だけ申し上げておくと、一つには先程申し上げたように輸出の減少が大きいこと。それから IT 部門、海外景気両面から考えて、その輸出の減少あるいは生産の減少に歯止めが掛かる時期について、早期に止まることは考え難くなっていることが一点。それからもう一点は、そういった輸出・生産の減少はこれまでのところ製造業部門で大体吸収されてきており、逆に言えば非製造業とか個人消費は比較的まずまずの状態をキープしていた。しかし、これからは、ボーナスの問題あるいは先程申し上げた電機会社のリストラの問題等、いわば輸出・生産のところから、非製造業、あるいは消費の方に繋がっていく繋ぎ目にある雇用・賃金のところに少しこれから影響が出てきそうな雰囲気であることを考えると、段々影響が雇用、消費を含めた内需の方に影響が出てきやすい環境になってくるということである。両面併せて全体として調整が拡がりかつまた厳しさを増していると感じている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

山口副総裁

先程消費者のサーベイで消費者心理が落ちていると言ったのはどれか。

早川調査統計局長

昨日出たデータで、生活不安度指数といわれる内閣府の外郭団体みたいなところでやっている調査であり、これまで落ちてきていわゆる小泉内閣の構造改革期待もあって一旦上がっていたものが、昨日出たデータでが

たっと落ちている。8月の前半位の調べのデータなので、テロ事件は言うに及ばず、株価についても下落はしているが極端な状態ではないところでそういうデータがあった。生活不安度指数は、「不安ですか」と一本で聞いて、「不安です」と答えるとそれが上がるという非常に単純な調査である。内閣支持率みたいな調査といえる。

速水議長

他になれば次に移りたい。企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事と雨宮企画室参事役をお願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

それでは最近の金融環境の現状評価についてポイントを三つ説明する。まず一つ目は、前月から申し上げ始めたことであるが、やはり実体経済活動の低迷に伴い、民間の資金需要の低迷が一段とはっきりしてきたことである。二つ目は、こうした民間資金需要の低迷を背景にクレジット関係の指標が低迷しているが、それに対してマネー関係の指標は益々伸びを高めており、クレジット VS マネーという乖離が益々際立ちつつあることである。ある意味でマネーあるいはリクイディティという手段でどこまでクレジットに働き掛けられるかどうかという問題が際立ってきたというのが二つ目である。三つ目は、金融緩和度合いの評価に関することであるが、この間の緩和の浸透という意味では、例えば金利のレベルあるいは金融市場の緩和感、社債、CP等の直接市場の動き、さらに今申し上げたマネー指標の伸びという辺りに表われているが、足許やや注意すべき動きとして、やはり中小企業を中心に資金繰りの悪化、あるいは金融機関の貸出態度がやや厳しくなるという動き、いわば金融仲介のプロシクリカルな動きがやや要注意の局面に入ったという三点である。

大体以上に尽きているが、それぞれ簡単に述べると、まず民間資金需要について、資本市場調達、直接調達と借入を合わせた全体としての民間部

門の資金調達を見ると、昨年の後半から今年の春位まで若干マイナスが縮まるという傾向にあったが、この数か月再びマイナス幅をどんどん拡大させている。直接金融の方では、今年の春先から本行の金融緩和を映じて社債CPの発行の盛り上がりで前年比を高めたが、その伸びがどんどん高まるというよりは一服しつつある。一方で、間接金融、借入の方であるが、こちらのマイナスがどんどん深まるという格好で全体としての資金調達の低下が段々目立ってきている。それぞれ借入、社債、CP等の説明は省略するが、CPが引き続き高水準なのに比べて借入の不振が目立っている。社債の伸びも少しずつ落ちてきた兆しがある。こうしたクレジットの指標に対して際立っているのがマネー関係の動きであり、マネタリーベースを見ると、前年比で7月に8.0%だったのが8月に9.0%と一段と伸びを高めた。さらに9月での、一昨日現在の途中ラップは12.4%ということで伸びを高めている。中身的にはここでご覧頂けるとおり、銀行券の発行残高は7月が郵貯の大量流出がピークを迎えたので、多分銀行券の伸びはこの7月の9.6%がピークでこの後少し落ちていくだろうと思うが、それに対して日銀当座預金の伸びが飛躍的に高まるという格好で持ち上げている。その下のマネーサプライの伸びもこれほどではないが3.2%、3.3%、3.4%ということで気持ち伸びを高めている。これに対して広義流動性の伸びはむしろ低くなっている。先程申し上げたクレジット VS マネーという動きがこのマネー指標の中で翻訳されているような部分があり、流動性の伸びと全体としての貯蓄投資活動の結び付きとにやや乖離があるということだろうと思う。M2+CDと広義流動性の前年比を見ると、広義流動性の伸びが縮まる中でM2+CDの伸びが高まっているといういわば交差している動きが見て取れるかと思う。

それから金利等の動きは省略して、やや注意すべき観点ということで企業の資金繰り、金融機関の貸出態度を見ると、まだ単月の数字としては中小公庫、商工中金等の数字しか出ていないが、中小公庫のDIが-20.8%ポイント、商工中金のDIが-9.4%ポイントとマイナス幅が段々拡大しており、因みにそれぞれのレベルは大体99年の春先、ちょうど本行がゼ



口金利政策を導入した直後位の悪さに戻っている。金融機関の貸出態度、こちらはまだ中小公庫しか出ていないが、大体 19%ポイント位の緩い超だったのが、その緩い超幅が 8 月には 16.8%ポイントというふうに落ちてきており、最近の株価の動向等も踏まえて要注意事項かなと思われる。ただ一方で、足許倒産が非常に増えているということはなく、最後に倒産件数だけ申し上げると、7月は1,534件であるが、これに続く8月の数字が1,544件ということなので、大体1,500件内外という動きはほとんど変わっていない。当面の注意事項としてはマイカルの影響が多分50件位あるかなと思っているが、やはり3月の特別保証制度の駆け込みの関係で、約定弁済は一年後の来年の春来るので、その頃が一つの注目ポイントになるかなと思っている。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

中原伸之委員

中小企業の倒産は、これからどういうふうになっていくのか。

雨宮企画室参事役

当面は中小企業の資金繰りにはマイナスの要因が二つあって、一つは、とにかく売上の減少、要するに実体経済活動の悪化という要因と、二つ目は、この3か月ほど報告しているような金融機関の貸出態度の二極化ということで、良いところにはもっと貸すがややクレジットレベルの厳しいところには選別を強めると、後者の方が効くという二つのマイナス要素がある。それを今のところこの3月の特別保証制度の駆け込みでカバーしていて、それでこの1,500件内外という数字をキープしているのが実情だと思う。従って、この後来年の春先にかけて今の三つの要因がどうなるかということが、単に倒産件数がどうなるかということをフォローするためであればポイントになると思う。ただ、そもそも例えば構造改革との関係でこ

の倒産件数の増加とか減少をどう評価するかというそもそも論というのは別の話だと思う。

三木委員

中小企業の貸し渋りに繋がる信用リスクテイクの動きと相反するとい  
うか、両方見なければいけないのだろう。そうするとどうしても程度問題  
といつか、要するに将来生きられる企業はきちっと助けろということに尽  
きるんだと思う。そういう中で、これはちょっと固有名詞を言って申  
し訳ないが、新生銀行の今の動きというのはどういうふうに評価するのか。  
固有名詞はまずいか。

雨宮企画室参事役

一つはまずいのと、もう一つはよく知らない。

三木委員

これが今やはり非常に経済界の中では色々な意味で波紋を呼んでいる  
ことは間違いない。これが何かの形でトリガーになるとまずいなという感  
じがないではない。彼らにしてみれば当然のアメリカ式の経営からいえば  
当然だという意見もあるが。

中原眞委員

しかしステートメントが出て反省している。

三木委員

今度はちょっと中小企業向けに 4 千億円の貸出をやるとか何とか色々  
と言っているが。

山口副総裁

8 月にとった措置の金融市場に対する拡がり方といつか、影響といつか

を整理すると、どういうことになるか。

#### 雨宮企画室参事役

この段階で全部を要約するのは難しいが、取り敢えず金利に対する効果とそれといわゆる我々がポートフォリオ・リバランスと呼んでいる効果をそれぞれ市場毎に整理していくと、多分その順番で整理していくとやはり短期金利に対してどうだったか、長期金利に対してどうだったか、株価、為替、最後にリスクテイク活動という意味で例えば社債市場のクレジット・スプレッドというような整理が可能かと思う。まず一つ目の短期金利について言えば、オーバーナイトはもう下がりようがない訳で、9月末越えの金利が0.03%位気持ち下がったが、これは当時8月の決定の時に若干上がりかけていたのでこれはやはり止めたという効果はあったのだろうと思う。その意味で短期金利に対しては小さいとはいえ効果はあったのだろうと思う。二つ目の長期金利は、色々なルーマーもあって下がっているが、8月の決定直後はむしろ暫くの期間上昇したということだと思う。この背景としては例えば補正予算を巡る話題とか、あるいはインフレ・ターゲティングという話題を嫌気したというような要因もあろうかと思う。それと株価は下落、為替は円高なので、ある意味で緩和に期待される効果とは逆の動きになった。最後のクレジット・スプレッド、リスクテイクの動きであるが、ここはややミックストであり流通市場と発行市場でやや違うが、引き続き縮小している動きと、一方でトリプルB辺りではむしろ拡大したという動きがない交ぜになってほぼニュートラルだと思う。その意味では今年の3月から4月にかけてクレジット・スプレッドがどんどん縮まってきて、それが社債、CPの発行を活発化させたという動きもさすがに目に見えるほどは出ていないと思う。取り敢えず事実だけ整理するとそんな感じである。

#### 中原伸之委員

長期金利の見通しはどういうふうにみているか。

雨宮企画室参事役

それは議論頂いた方がいいと思う。

増渕理事

市場参加者の間で多くが今言っていることを要約すれば、あるバンドの中での金利変動になるのではないかという見方が多いように思う。そのあるバンドというのは上の方でいって1.5%位を一つの節として、それを越えてさらに上昇していくというような見方をしている市場参加者はいるとしても非常に少ない。大勢はその辺までかなというふうに見ているが、これはしかし今言われている色々な情勢に大きな変化がない限り、例えば政府の今年度、来年度の予算についての姿勢とか、日本銀行がとっている政策の大枠とかそういうものに大きな変化がない限りという前提付きである。

速水議長

ほかに質問はあるか。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、ここで執行部からの報告を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する委員方の検討に入りたいと思う。本日は、討議の形式は諸情勢を踏まえて金融経済情勢に関する見解、当面の金融政策運営に関する見解を合わせて一人10分程度を目途にして発言頂きたいと思う。その後、政府から出席の方から、意見があれば何うという順で進めていきたい。まず、本日は田谷委員から願います。

田谷委員

まず、金融経済情勢についてお話したいと思う。内外経済金融情勢は一段と厳しくなってきた。また、先週のテロ事件発生以来、先行きの不透明

感が増している。株価が内外で大幅に下がり、為替市場も不安定化している。米国を中心に海外経済、金融情勢をレビューした後、国内経済情勢について考えてみたいと思う。米国経済では、回復の時期と速度について慎重な見方が増えてきている。設備投資が情報化関連を中心として減少してきたし、先行指標から見て先行きも弱そうである。先月辺りまでは、在庫調整の進展もあって生産のマイナス幅が縮小する兆しもあったが、今後については今回のテロの影響もあって不透明になっている。個人消費が7月まで底固さを保っていたことは統計で確認できるが、その後消費者コンフィデンス指数が下がっているし、雇用情勢の悪化、株価下落、テロの心理的影響などもあって消費の先行きは弱めに見ざるを得なくなっている。中長期金利も7月以降急速に下がってきた。今後の米国経済の先行きを占ううえで一つのポイントとなるのは、ニューヨーク株式市場の動きだと思う。ニューヨーク市場はテロ事件直前に高値から2割以上の調整局面に入るかどうか微妙なところにきていた。ニューヨーク市場の時価総額はナスダック市場の約4倍あるし、ニューヨーク市場が本格的な調整局面に入るかどうかは非常に重要だと思う。ユーロエリアの景気減速はさらに明確になってきた。最近の株価の下落もグローバルに見てかなりきついものとなっている。輸出の鈍化、設備投資の減速がはっきりしてきている。生産も基調として減少し、製造業コンフィデンスは悪化しつつあり、消費者コンフィデンスも悪化傾向となっている。東アジア諸国では非常に大きな輸出の落ち込みが続き、内需にも波及しつつあり、予想成長率も下方修正が続いている。特に注目すべきは7月から8月にかけて各国の実質GDP成長率のわが国からの輸出額をウエイトとした加重平均値が急落した。今年については、3.4%から2.7%へ、来年については、5.3%から5.0%に下がった。NIEs諸国の予想成長率の急落を映じたものである。

国内経済についても好材料はほとんどない。第2四半期の実質GDPは前期比-0.8%であった。若干強めに出た個人消費以外の内外需は総崩れであった。個人消費関連の統計は弱い数字ばかりではなく、堅調な消費を示唆するものもある。ただ、その先行きは雇用・所得環境が今後厳しくな

ることを考えると厳しいと思う。株安や円高、またリーディングカンパニーによるリストラ計画の発表、大型倒産ニュースなどで将来への不安感が高まっている。生産の減少も続きそうである。電気機械の生産財在庫の伸び率が若干下がり、減産のペースダウンが期待されたが、輸出環境の悪化で不透明になってしまった。こうした状況下で、国内卸売物価の前年比下落率が若干拡大気味になってきているし、新基準の消費者物価指数の前年比下落率は1%弱で推移している。足許の株価下落はグローバルに見て特に大きく下げている訳ではないが、わが国の場合、その水準が水準だけに銀行や生保の経営、年金運用に対して深刻な影響を与えている。最近のドル高修正の反映としての円高も続くとすれば、様々なルートを通して景気にマイナスインパクトとなることが懸念される。

以下、金融政策運営についてコメントを続けさせて頂く。まず、前回8月の政策効果について触れた後、当面の対応について、そして最後に今後の政策のあり方に関連した幾つかの点について述べてみたいと思う。先月の緩和策の結果、何が起って何が起らなかったであろうか。この点は、先程雨宮企画室参事役が言った順序に沿ってほとんど同じようなことを言うことになると思うが、一応触れてみたいと思う。日銀当座預金残高の引き上げによって短期金融市場における資金余剰感がさらに強まった結果、ターム物金利が下がった。また、金利の刻み幅が0.001%になったこともあって、オーバーナイト金利は0.01%から0.002~0.003%になった。これは10億円運用して金利が1日に274円から54円あるいは82円になったということである。短資会社を通した場合、手元に残るのはこの半分である。こうした水準では外銀、地銀などかなりの金融機関は運用を諦め、当座預金に放置する一方、約款などから金利に関わらず運用を義務付けられている投信や一部地銀などが取引を続けることになる。オーバーナイトやターム物金利の低下以外は期待された効果がなかったと言えると思う。長期国債の買い切り増額はあまり評価されなかった様で、長期国債利回りは下がらなかった。この間の景況感の悪化と絡んだ国債増発懸念、株安に関連した債券売却による益出しの思惑、また国債格付けの低下方向で

の見直しなども債券相場にはネガティブであった。また、日銀による買い切り増額の財政規律に対するネガティブインパクトもしばしば市場では指摘されていた。株価についても流動性相場に対する思惑は高まらずほとんど影響がなかった。ドル高修正の見方が強まってきていた状況下では円相場も下がらなかった。低格付社債の対国債イールド・スプレッドは一部拡大したが、全体としてのクレジット・スプレッドはほぼ横這いで変化がなかった。もっとも短期金利の低下やリスクテイク姿勢の強まりもあってCPや社債発行に占める低格付銘柄の割合が若干高まる傾向が見られた。先週末の様に金融市場が不安定化し資金の出し手が出し渋り、取り手が手厚く資金を持とうとした場合、つまり日銀当座預金に対する需要が高まった場合、6兆円を超えても資金は供給できる。当面、需要がある限り6兆円を超えて資金供給を続けることはできるし、すべきであると思う。しかし、当座預金目標額の引き上げは効果の不確実な政策であり、かつ、8月の1兆円積み増しの効果がターム物金利の低下以外に未だ十分に確認できていない。こうした状況下で、目標額そのものを引き上げることは適当ではないように思う。当座預金残高引き上げで期待される最大の効果は民間銀行の貸出の増加である。しかし現状では、貸出が増える状況にはない。金融機関の不良債権処理が加速したり、産業再生が本格化して資金供給、資金需要の両面で改善の動きが出てこない限り、幾ら流動性を増やしても貸出は増えることはないであろう。不良債権処理、産業再生の加速に向け、例えば整理回収機構の機能強化が打出される場合、日銀としても協力できることを考える余地はあると思う。今後の政策のあり方に関連して様々な提案がなされている。3月に決めた当座預金目標額を引き上げ、長期国債買い切りを増やすという枠組みを超えた対応も議論されている。例えば、長期国債の現在設定された限度を超えての買い切り増額であるとか、CP、社債の直接買い入れ、株式や土地、不動産の買い入れ、ドル買いなどである。こうした資産の買い入れについては、経済がいかなる状態になろうとも絶対買わないとは言えないが、ここでは詳しく議論することは避けるが、それぞれについて、その必要性、実現性、望ましさなどの点から問題があ

る。公定歩合の引き下げについては、金融緩和政策の一環としてはほとんど意味がないが、流動性対策の一環であるとの位置付けを明確にした下では、特に反対はしない。為替相場の安定化を目的とした介入は財務省の管轄であるが、最近の市場介入については時宜を得たものと思うし、そうした見方を日銀として持っていることを表明することも必要だと思う。最後に金融面や経済産業面での構造改革が進み、その結果として短期的デフレ圧力が強まった場合、財政出動と一体となった金融政策面での対応を考える余地はあり得ると思っている。結論として当面、目標額を超えた当座預金を維持する旨の表明をすることが望ましいと思う。また流動性対策の一環としての公定歩合の引き下げであれば反対はしない。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

田谷委員の話とオーバーラップするところが多いが一応コメントすると、米国、日本の実体経済については同じであるので、一言で申し上げると、これまでの企業部門ないしテクノロジー部門の弱さは続いている。グローバルなIT関連材の需要という意味では、引き続き予想を上回る弱さが継続していると思う。これらが、特に米国および日本において、労働市場等を通じて家計部門の弱さに波及するリスクが少し高まりつつあるかと思う。若干補足として、テロ事件そのものの影響を一言申し上げておくと、一つは直接の人的、物的資源への影響ということだと思う。これについて大きいのは、金融、物流インフラへの影響だと思うが、一応関係者の努力で何とかなるのかなと思うが今後も注意深くみたいと思う。もう少し間接的、あるいは波及効果としては、既に出たように心理的な効果を通じる消費へのマイナス、あるいは失われた収益機会を反映した株価の下落、さらに両者および企業収益等の間の相互作用が懸念される。他方、様々な財政支出のアメリカにおける増大、あるいは復興需要等フローのレベルで



は財・サービスに対する需要が高まるという動きもあるので、これらを時間をかけて見守っていくということかと思う。

日本について、マーケット関連で大きいのは既にやはり指摘があったが、前回会合から一時 20%以上下落した株価動向かと思う。テロ事件の影響もあり、原因、背景としては日本の企業業績の今後に対する不安、それから様々な構造改革、特に不良債権問題について市場が期待しているような前向きな対応が未だにみられていないということが大きかったかと思う。いずれにせよ、この下落を起点とする追加的なデフレ効果が若干心配される。8月の我々の金融緩和政策の効果の評価については、既に議論があったが、若干付け加えたいと思う。前回の会合で申し上げたと思うが、この政策を行なった場合に予想される事態として三つある。ある程度の効果が望める、ほとんど効果がない、若干マイナスの反応が出てくる、という三つだったと思うが、その後者二つの中間位になってしまったというのが取り敢えずの評価かなと思う。勿論、短期金融市場ではある程度金利が低下して、そのプラスの影響が若干出ている、あるいは今後さらに出てくるという可能性はあるかと思う。金利、特に中長期の金利上昇についてさらに仔細に各年スタートの1年物インプライド・フォワード・レートを見てみたが、8月14日の決定後、数日間は6年先スタートの1年物より先のレートは上昇をみせた。その週の後半から、例のインフレ・ターゲティング導入の議論が高まって、その中でそのレンジのフォワード・レートはさらに上昇という動きをみせている。その後、22日位だったと思うが小泉総理を始めとしてターゲティングの議論をやや抑えるような発言が続くと、これらの金利は一段落という動きをみせている。他方、1~2年先のインフレ率のコンセンサス・フォーキャストといった次元では期待インフレ率が上がるという効果は全く出ていない。また、株価も下落を続けていてインフレに対する懸念は債券市場周りに止まったというふうに評価できるかと思う。従って、8月の政策の影響として、あるいはそれに関連した議論の影響として期待インフレの若干の上昇ということがあったとしても、ターゲティング論者が言うような財・サービス需要を刺激する性質のもの

ではなかったというふうに思う。他方、既に執行部の説明にもあったが、8月から9月にかけては期末を控えて益出しの動き等があり、金利の動きに攪乱が加わっていたという要素も否定できないと思うので、今後中長期債オペ等が全くマイナスの効果しかないのかという点については、もう少し様子を見て判断したいと思う。

今日の政策決定に向けての私の意見に移りたいと思うが、取り敢えず米国でのテロによる金融市場の混乱等については、株式市場は別にして、短期金融市場では予備的動機の流動性需要が増大した訳である。これに対しては現行のディレクティブの範囲内で緊急対応が可能になっているし、実際、世界に先駆けて執行部が対応したと思う。当面、混乱あるいは不安心理が収まるまでこの臨時の流動性供給を続けるべきだと思うし、これによってこれまでの我々の金融緩和策の効果もよりスムーズに浸透を続けると思う。若干の安心料を払うという意味で公定歩合引き下げもあり得るかと思うが、今日のところは以上がギリギリの対応かなと考える。と言うのも、一つは8月の枠組みの安易な繰り返しには若干心配される部分が幾つかあるということである。田谷委員も述べられたが持続的に6兆円以上の当預をキープできるかどうか不透明である。言うまでもなく、現在8兆円前後供給できているのは一時的な不安心理の高まりによる資金需要の増大による訳であり、例えば10月以降もそれが続くということには全く保証がない訳である。また、国債買いオペを増やすという点については、取り敢えずネガティブな評価を市場から受けたという経験済みである。今後も必ずそうなるということは100%の確率では言えないと思うが、若干慎重にならざるを得ないということで、これも完全には排除しないという姿勢が必要かと思うが、市場等の動向をもう少し観察、分析したいと思う。例えば今回、国債買いオペ増額を仮に見送るとすると長期金利等でそれに対してネガティブな反応が出るということがあるかもしれないが、それも含めて少し時間を掛けてみるべきかと思う。より中長期的に現在の日本銀行のスタンスからみたある種の行程表のようなものを私なりに整理すると、次のようなことかと思う。言うまでもないことであるが、基本的に潤

沢な流動性供給、あるいは実質ゼロ金利のようなものを取り敢えずゼロインフレまで続けるということを約束している訳である。これは脚注であるが、その先の場合によってはプラスの中長期的なインフレ目標とも整合的なスタンスである。ただ、一部で批判を頂いている通り、例えばゼロインフレに到達する時点を明示的に約束はしていない訳である。それは我々の判断としてはこの到達時点、早いタイミングでの到達ということを守束できるだけの手段を持っていないという判断があるからかと思う。むしろ逆に言えば、どれ位の速さでその時点に到達できるかというのは、実は、金融政策というよりは、政府のその他の政策で決まるというふうに私は考える。これは、早めれば、例えばであるが大規模な財政支出拡大が多分有効であるかと思う。逆に構造改革路線をきちんとやっていくということであれば、竹中大臣のおっしゃるように2~3年ゼロ近辺の成長ということも甘受しなくてはならないのかもしれない。もちろんその後の経済の姿はより良い方になるチャンスが高い訳である。ゼロ近辺の成長率が続いている間は、デフレ退治を非常に強く進めることは非常に厳しい作業である。ということで当面日本銀行としては今日決めるかもしれないことを含めてやることはやっているというのが私の判断である。一方で政府サイドがどういうことがおできになるのかという点を見極めたいと思う。以上である。

#### 速水議長

次、中原伸之委員お願いする。

#### 中原伸之委員

まず総論から申しあげると、現在の日本経済は景気が急速かつ本格的に下降中である。そうした中で設備、雇用、債務といった三つの過剰の圧力が極めて強く残っている。そういった中で世界第二位の日本経済を金融財政の面からリフレートせよとの圧力が海外からますます高まってくることになると思う。それからテロの事件、これは恐らく歴史的な転換点にな

る可能性があると思っている。一つはアメリカの貯蓄率がドラマティックに上昇するきっかけになり得る。第二はアンチ・グローバル化の動きが強くなる可能性を秘めている。そういった中で一番心配なのは石油である。もしこのテロ対策というものが特定のテロ集団に対するものではなくて、地域的に拡がりをみせると原油価格が上昇する可能性が非常に強い。恐らく中東へ飛び火すると 50 ドル/バーレルというような声が掛ってくるということも、決して私の目から見ると排除できないと思う。

まず日本の景気だが、今申し上げたように本格的な後退局面に入っていて、例えばC I一致指数のコンポジット・インデックス、C Iの景気の山からの下降の度合いを見ると、現在のところは、実に、第7循環と申すのか、第一次オイルショック並みの下降である。これをまず頭に入れておく必要がある。極めて急激な下降である。それからそういった中で三つの過剰は以前として解消していない。例えば過剰債務を取ると、色々な計算の仕方があるが、例えば資産の時価総額と負債の関係が 80 年代の前半程度まで改善するということになる、製造業 8 兆円、非製造業 158 兆円、債務を合計 166 兆円減らさなければならない。それから過剰雇用を同じような時期まで戻すとして、雇用だけ調整することを考えると 140 万人位減らさないといけないということになるので、大変な圧力が掛かってくる。特に雇用については 93 年以降離職率が求職率をコンスタントに上回っていて、大変に心配な情勢になっている。そういった中で、デフレが先行していて、先日の 4~6 月期のQEの名目GDPが 499 兆 7,806 億円ということで 95 年 7~9 月期以来の 500 兆円割れであった。これは経営者出身である私としては大変にショッキングなことである。日本経済が縮小均衡過程に既に入っている証拠である。ピークの 97 年 1~3 月の 529 兆円から 5.5%、昨年同期比と比べても 3%弱も縮小している。こういった意味においても日銀はデフレ・スパイラルに入ることを止めるという強力な意思を示す必要があると思っている。失業について先程申し上げたが、戦前の失業率を見ると、中村隆英氏の試算によると、1932 年の失業率は 7%弱、6.9%と数字は計算されている。また一部にはこれは過少推計で実態は 8~9%だ

とされているが、現在はその水準にかなり近付きつつある。特に雇用・所得環境というものが大変問題になる。消費は先行き問題を含んでおり、消費性向は中期的に低下していくというおそれがあると私は考えている。

さて次に米国だが、米国について一番問題なのは、先程申し上げたように特定の犯行グループだけを相手にするのか、現在やっているような関与している国、あるいは地域を全部相手にするのかということで、大変違ってくるが、もし大規模な復讐にまで発展すると恐らく日本の構造改革というものはなかなか困難になる。なんとなれば経済情勢が悪化する。先程申し上げたように世界第二位の経済大国に対してリフレートしろという意見が強くなるので、景気回復というものが前面に出てくると思う。さてそこで、先程申し上げたように一番大きな変化というのは、恐らく冷戦時代に培われてきた消費第一主義というものが、恐らくなくなってくるのではないか。貯蓄率が向上する。これは以前に一度申し上げたことがあるが、いよいよその時期が来たのではないか。これまでは冷戦に勝つためにショーウインドーとして消費を盛んにした訳であるが、それが今度は収まってくる。例えばパール・ハーバーの時を見ると、貯蓄率はどうなっているかという可処分所得に対して39年4.7%、40年5.9%だが、41年から急上昇して41年12.4%、42年24.4%、43年25.8%、44年がピークで26.3%、45年20.6%ということで急激に上昇している。恐らくこのような動きが出てくるのではないかと私は思っている。いわんや現在は消費者は記録的な負債を抱え、ネガティブな貯蓄を行っており逆資産効果が大きくなり、かつ、失業率の増大傾向、しかも報酬の中のかかなりの部分が業績ボーナス、プロフィット・シェアリング、ストック・オプション等下方リスクを含んだものが多い訳なので、そういった意味で消費には深刻な影響を与えていると思っている。アメリカの景気後退は不可避で第3、第4四半期とも恐らくGDPは-1%位になるのではないか。何回も申し上げているが来年の第1四半期のリカバリーも遠のいてしまった。それから、それと同時に世界が同時不況へ巻き込まれるという可能性が一層強まって、恐らく本年の世界GDPの成長率は2.0%から1.5%へと下方修正さ

れる。このシビアさは1975年、82年のリセッションと同じである。それから、後二つだけ申し上げるが、一つはこのグローバリゼーションに対して悪影響が起こる中で株式市場は一体どうなるのかということだが、現在のところあらゆるフロー・ファンズのアナリシスを見ると全て悲観的である。M&Aは全てストップ、インサイダー・バイングは全て停止、インサイダー・セリングは続いているという状況である。こういった中で株を見ると、NASDAQ、それからダウ・ジョーンズ・インダストリアル・アベレージ、それからS&P、いずれも今回の下落において今年の安値を更新した。最後の頼みの綱であったダウ・ジョーンズも9,106ドルという今年の安値を下に切ることになったので、これまで私が可能性として申し上げてきた今年中に昨年のピークを更新するという可能性は完全に消えてしまった。いずれの指数も共に98年の安値を目指しているという状況である。日本についても前回申し上げたとおりでである。

それから最後に石油について二つ申し上げるが、一つはレビュー・オブ・エコノミクス・アンド・スタティスティックスの98年の11月にカールス、フッカー、オズワルドという3人が書いた論文があって、アメリカでは失業と石油の値段が関係あるというふうな研究が出ている。それを使うと来年の2002年の第3四半期位までにアメリカの失業率は、現在のこれまでの石油の水準を前提として7%まで上がるということが考えられる。それからもう一つは先程申し上げたが、中東に波及する危険性が出てきたということであって、恐らく最悪の場合には湾岸戦争の40ドルを超えて50ドルへいくと思っている。

そういった中で金融政策だが、一番大きなことはやはりFRBが利下げして、これはいわゆる実質金利がマイナスになってきたということがあり、これが非常に大きな刺激政策になると思っている。そのほか財政支出としてテロ対策、航空業界支援等でそれぞれ400億ドル、150億ドル考えているが、いずれにしてもそういった中で日本に対する期待は先程申し上げたように非常に強くなっている。私は今回の提案としては、現在実現している当座預金8兆円というものをベースにして金融の緩和を続行すべきで

あるので、現在の段階において先月と同じように6兆円をベースにしてなお書きで、あるいはその他の表現で対処していくということが極めて困難になっているのではないかと考えており、後程提案をさせて頂く。長くなっただが以上である。

速水議長

次に、三木委員をお願いします。

三木委員

まず景気の動きの方から総括的に申し上げることから始めたいと思う。総括感は、一つはこれから10~12月に向けてなお後戻りを続けるということ。それから二番目は米国の景気回復の後ずれがさらに加速されるということ。三番目には今回のアメリカに対する同時多発テロ、この問題は原油高と株式市場、この二つに絞られるということだと思う。そういう中で主要ポイントだが、一つは在庫調整がまだまだ長期化するということが、これはまだ変わっていない。特にIT関連産業、これについてはなかなか先が見えない。それからもう一つはトラディショナルビジネス、鉄鋼などの素材産業だが、在庫調整完了のタイミングはもう明らかに来年度上期以降という形になる。在庫調整の長期化という問題が一つである。二番目は輸出頼みの回復は遠のくということである。そういうシナリオを若干前回のリスク評価の時にした感じがあるが、輸出頼みの回復は遠のくということである。三番目は個人消費はなお平時であるということだが、やはりこの雇用・所得環境の悪化、株価下落によるマインドの悪化、逆資産効果、この辺を考えると下振れリスクが出てきたと言わざるを得ない。それから四番目はやはり海外生産シフトの加速、特に中国であるが、これは企業論理、ビジネス論理からいけば当然かという見方もあるが、日本経済という括りで見ただけの場合に産業構造と雇用の問題にやはり問題を与えたいと思う。特に中国についていえば前回申し上げたが、中国元はやはり安すぎると思う。大事なのはやはりフェアな競争条件が確保されることなので、できるだけ

早くWTO加盟を果たしてそれによって為替・資本市場の自由化ということに踏み切って、実勢にあった元相場にしてもらわないと、東南アジア、日本経済は大きなダメージを受けるのではないかということである。

こういう中で日本経済の課題は、あくまでもまず物価下落を止めることである。そしてそれによってデフレを脱却する。そして景気の回復へと、これが日本経済の一つの課題の流れだと思し、そしてそこで並行的に構造調整、構造改革、不良債権処理を進めていくことだろうと思う。そういうことを考えた時に一番のポイントになるのはやはり物価下落を止めるということになるので、では物価下落を止めるにはどうしたらいいのかということになる。物価下落というのはやはり企業収益を大きく減少させるということになるし、それから債務者、これは企業、国、地方であるが、債務者の実質負担が増えることになるので、そういう意味で物価下落というのは経済に対して非常に大きな問題があることは間違いない。この物価下落には、高コスト体質是正、国際競争力コストへの鞘寄せという構造的なものとは需給バランスの崩れからくる循環的なものとが混在している。構造的なものというのはやはり経済成長と整合的と言わざるを得ないし、それを成し遂げるのが、それに耐えるのが規制緩和でありやはり構造改革であると思っている。問題はこのマネタリーな面ともう一つの実物に則する面と二つあると思うが、マネタリーの面で言うと、マネーはやはり実体経済に流れて、それが物、サービスに使われて、そして物価に影響を与えるということだと思う。そこでそのマネーの信用仲介、信用創造機能をやるのは銀行である。今は残念ながら日銀と銀行の間、それから銀行と企業・家計の間、この間が非常に不連続になっている。日銀と銀行の間からみればこれだけ流動性がジャブジャブ出て、銀行の方は流動性はいらぬという状況になっている。一方、企業とあるいは企業・家計と銀行の間をみると、借りる側、この辺はバランスシート調整のまっただ中なので依然としてバランスシート調整を続けなければならない。借金はどんどん返していくという中で、片や需要がやはり出てこないため、資金需要も全然出てこない、依然としてそういう姿だろうと思う。そして今度は貸す方はどうだろう。



貸す方はやはり不良債権処理の重みから来る自己資本比率と信用リスク、こういう問題を考えた時になかなかリスクテイクができない。こういう両睨みになっているという状況だろうと思う。従って日本銀行としてはやはり流動性を潤沢に出すということではあるが、量のみでなくて有効なマネーの使われ方を念頭に置いた出し方をこれから考えざるを得ないと思っている。それからもう一つは、やはり価格は需給で決まるというのは大原則である。価格は需給で決まる。その場合、需要が少ないというのであればこれはもう財政出動しかない訳である。だから確かに国債の30兆円という問題はあるが、乗数効果のある質のある財政出動、それによって民需を刺激するという意味での総需要策というのはどうしても必要だろうと思う。それから片や供給が多いというのであればこれは今の三つの過剰、設備過剰、雇用過剰、債務過剰をなくす。これは構造改革だろうと思っている。それからもう一つの問題である株式市場だが、株安というのは問題であることは間違いない事実だが、逆資産効果ということもあるし、それが企業、家計へのマインドへ大きく影響が出てくるということもある。特に今度は時価会計になるので、それからくる銀行の態度という問題が出てくるので、やはり株式市場というのはゆるがせにできない問題であろうと思う。こうした諸点を考えると、この日本経済回復への一連の流れはやはり何回も申し上げているが、民間、つまり企業、家計の自助努力と財政と金融の合わせ技でやっていかなければいけないということだろうと思う。

そういう中で金融政策を考えた場合にそういう前提で考えるとすると、やはり金融政策というのは政府との整合性ということ抜きには考えられないと思う。そういう中で物価目標という一つの議論が今まである訳だが、構造改革を抱えている中でこの物価目標ということ議論するのではなくて、デフレからまず脱却して、その後でいわば平時になってからこの物価目標を考えるということではないだろうか。今は物価目標をどう決めるのかということが問題ではなくて、むしろ企業、家計のマーケットに有効にこのマネーが流れることを念頭に置いて、何をどういうふうにしてどこに出すのかということが金融、特に日本銀行に対して問われているのだ

と思う。だからそこに問題を全て絞る必要があると今は思っている。金融政策として実質ゼロ金利、量的ターゲット、潤沢な流動性供給、というこのスキームをCPIがゼロ%以上となるまで続けるということをコミットしているが、金融市場にはそれなりの効果が出ているものの、実体経済への効果は未だしと言わざるを得ないし、この浸透効果ということはまだまだみていかなければならない状態であると思う。やはり国とセントラルバンクと銀行券、特に円であるが、この三つの信認を堅持しながらの健全な手法による資金供給には、市場を考えるとやはり限界があると言わざるを得ない。程度の差こそあれ不健全な領域を考えざるを得ないような、そういう局面が目の前に迫ってくる可能性なしとはしないというのが今の状況である。その意味ではまず不良債権が今の株安の一番大きな背景にあると思うので、そういうことを考えた時にこれをどうするかということである。なかなか不良債権が減らないことについて銀行には銀行の言い分はあるのだろうが、そういう状況を考えた時にここはやはりRCCの機能強化ということを考えざるを得ないと思う。しかもRCCの機能強化ということの意味には融資機能を付けるということが機能強化の最大のポイントになる。それからもう一つは今銀行が持っている不良債権をRCCに移すということである。金融システム不安のためのセーフティネットということは今70兆円の予算枠で対応している。そういうことを考えた時にその機能を使うということ、逆に言えば、二次ロスの最後の尻は税金で払うということになるがこれはやむを得ないのではないかと思う。そういうことは銀行に対しておんぶにだっこの政策で馬鹿馬鹿しいとも思うが、しかしそこまで追い込まれているし、この問題はそういうことで考えざるを得ないのではないかと思う。そしてそれに対して日本銀行は政府保証のうえで流動性の供給を行なうということ。これが今まず求められることかなと思っている。こういった中で、今は米国での同時多発テロからの民主主義社会全体への影響ということが、大きな問題としてまだこれから出るだろうと思う。そういう意味で金融システム不安への対応が最大の問題である。そういう中で今、日銀としてはやはり流動性の供給が大事であって、

それを9月11日以降わが執行部は非常に適切にスピードを持って対応していると思う。これは資金需要が仮需とはいえ不安からくるそういう資金ニーズがあるから、今のスキームの中でいつでも必要以上に流動性を出せる体制があるから、やはり安定化するまでは続けることが今一番大事なことだと思う。今、当預の残高は大体8兆円前後の姿になっている訳だが、さらに言うと為替政策としての為替介入ということは、昨日政府の方で踏み切られた訳であるが、為替介入資金の決済は明日であるから、これはやはり非不胎化させるということだろうと思う。それからもう一つ考えなければならないのは、こういう状況の中で、折角ロンバートのシステムを作った訳であるから、この活用を考えた場合に、公定歩合というのは一つの上限になる訳であるから、やはり公定歩合を引き下げるということを今回行なうべきではないかと思っている。そこを合わせて以下三点であるが、調節方針として、一つはやはりディレクティブについて今なお書きで「緊急の事態が起きた場合、金融不安が起きた場合云々」というなお書きが書いてあるが、あのなお書きを「必要があれば6兆円以上の潤沢な流動性の供給を行なう」ということで正式に本文にきちっと入れるということが一つ。二つ目は公定歩合は0.15%下げて0.1%とする。それから三つ目は以上を踏まえて日銀総裁としての声明文を出す。これをご提案したいと思う。

#### 速水議長

次に、中原真委員お願いする。

#### 中原真委員

まず景気について結論的に申し上げると、引き続き調整局面を辿っており、需要項目によっては調整の幅を拡げ深度を深めつつあり、状況はより厳しさを増していると思う。仮に米国の事件がなかったとしても色々な統計データを総合的に見ていると、7~9月実質GDPは4~6月に比較して良くて横這い、場合によってはさらに水準を下げるという危険性があると思っている。さらに年度後半にかけては、テロ事件が色々な影響を与えて

こよう。金融資本市場の混乱、不安定、それから消費の自重さらにその他実体経済に大きなリスク・ファクターが追加されるものと考えている。このところ景気回復の時期が後ずれしているという見方が強まってきている訳であるが、今や調整の深さと拮がりおよび回復のタイミングは極めて読み難く、回復のシナリオ自体が描き難くなっているというのが私の実感である。全体を俯瞰する意味で企業の損益分岐点の動きを見てみると、2001年の第1四半期から上昇に転じており、第2四半期も引き続き上昇をしているようである。足許、売上の減少に加え、効率化による固定費削減の収益への寄与度も一巡しつつあり、収益環境は益々厳しくなってくるものと考えられる。売上減少、減益こういうものを背景として先日の機械受注データを見ても、7~9月の設備投資はさらに減少を続けると思うし、輸出の方もテロの影響でロジスティックスに相当大きな問題が出ているから、全地域に亘ってさらに減少が続くのではないかと思う。比較的堅調だった個人消費のおかげで第三次産業の方は底固い感じがあるが、元々売上や収益の水準は低い訳であり、現在の雇用環境とか所得環境の悪化傾向の中で、7~9月についてはさらに厳しさが増すと考える。個人消費については、消費マインドは引き続き低位に止まるだろうし、そこに株安、テロ、それからマイカルの倒産、構造改革の遅れなどが加わってさらに消費マインドは低下すると思う。製造業の常用労働者数の減少とか所定外給与の減少等、個人消費についても懸念材料は非常に多く、下期を展望して調整圧力は川下の部分に引き続き波及していくことになると思う。こういうことで設備ストックの調整も年内一杯は続くと思われ、現在のところ大規模な設備、人員のリストラというのはITの関連企業にほぼ限られているようであるが、徐々にほかの産業でも動きは出てくるなど、調整圧力はさらに高まってくると考える。

アメリカ経済については、設備投資の減少を主因として引き続き生産の落ち込みが厳しくて、一方で情報関連財を中心とした在庫率はまだ高水準にあり、川上の方の調整は明年以降に持ち越されたと言っていると思う。個人消費が支えてきたが所得効果も徐々に失われると、企業の減益基調も

続いて雇用環境の悪化があるということから、今や景気回復の時期は明年以降に持ち越されたとみていいと思う。今回のテロ事件がこのような景気回復のシナリオをさらに崩すショックとなるリスクは大きいと思っている。特に気になるのは個人消費であり、湾岸戦争時の消費マインドと実際の消費支出は相当大きな相関を示したということがあちこちの分析で述べられているが、今回消費への影響はさらに大きいのではないかという気がする。政策のフリーハンドという意味では、湾岸時よりも今のアメリカはフリーハンドが大きい訳であるが、いずれにしても世界経済の driving force である米国経済が今後さらに落ち込んでいくと、また予想し得ないリスク・ファクターを抱えたということの深刻な影響は、世界全体、それからわが国に対しても非常に大きなネガティブなものが出てくる訳であり、このタイミングあるいは深さというものについて、今後大きなリスク要因として注意してみていく必要があると思う。

金融政策に関連してであるが、結論的に言うとテロ事件、それから金融資本市場の極めて不安定な状況、混乱、それから本邦ではマイカル倒産、これに引き続く信用不安の可能性、また期末ということから考えて、まず第一点として、米国テロその他の影響をある程度予測して金融資本市場が一定の安定を得るまで、現在の6兆円の当座預金目標をさらに上回る積み上げを継続することで、これは三木委員も言われた通り、なお書きから本文に格上げしてきちんと声明を出すべきだと思う。第二点としては流動性不足への対応、市場の安定という点から公定歩合を0.25%から0.15%下げて0.10%にすること、この二点を行なうべきだと考えている。金融政策として残された政策手段はもう極めて限られていると言わざるを得ない訳であり、今申し上げたような政策というのは未だ3月の政策の延長線上の緩和策ではあるが、このような政策そのものがアナウンスメント効果などの期待形成にかけるところが大きいことから、現在の極めて先行き不透明かつネガティブな心理状態が横溢している環境の下で、実効性が不確実であるということは認めざるを得ないと思う。しかしながら今回敢えてこのような緩和に踏み切るべきと考えるのは、米国テロ事件を契機として

期末にかけて流動性不足が生じ、本邦市場が不安定になるのを未然に防ぐというのは当然ながら、市場および経済主体一般に先行きの不透明感を払拭することに内外の政策当局が一致団結していることを示すということにつき、日銀としても毅然とした態度を示すことを狙うものということが言えると思う。今回目標額は7兆円、あるいは8兆円というようなものは定めずにおきたいと思うが、現実の問題としては期明けに札割れの可能性も否定できないし、市場の地合いをみながら操作を行なう弾力性を執行部に付与するというにしたら如何と思う。実態的には少なくとも現状でできる限りのところで流動性を供給、8兆円前後を目途に操作を行なうことになるかと思う。長期国債の買い切り増額については、現在国債の格付け引き下げの動きがあり、また30兆円の限度の議論も色々されており、長期金利は極めてナーバスな地合にあることを考慮しなければならない。8月の政策変化で買い切りが逆に長期金利の上昇を招いたということもあるし、現在の流動性供給は、買い切り増額無しに差し当たり継続できるだろうというところから、今回は買い切りの増額はする必要はなかろうと考えている。もっとも8月の時に長期金利が上昇したことについては、私は個人的には恐らくこれはポジションの調整であって、売り場を探していた投資家が利喰いをしたということ、現に銀行の国債保有残高は相当大幅に減っている。今のところは長期金利の先行きについてそう大きな心配は、今程度の政策の範囲内であればいいのではないかという気がするが、いずれにしてもナーバスな動きには注意していく必要があるだろうと思う。アメリカでも昨日金利を下げたにもかかわらず長期金利は若干上がっている。今後の景気のダウンサイド・リスクを考えると、3月の政策のインプリケーションの延長線上で果たして今後対応していけるのかということとは十分に考えておかななくてはいけないだろうと思う。対応していけない事態が生ずることは否定しえないという気がしている。この点については、私自身まだ結論を持っている訳ではないが、リスクシナリオに応じて改めて想定される事態、考え得る政策をむしろ網羅的にその有効性、問題点、限界さらにシステムとか技術的な問題も含めて検討すべき状況であろうか

と考えている。

最後にデフレと構造改革という問題について、個人的な意見として一言申し上げたいと思う。デフレの克服ということについて日銀のコミットメントが弱いのではないかととやかく言う議論が最近出てきているが、私は3月の決定会合、それから8月の決定会合におけるステートメントの中の表現で、この点は明確に謳われている訳であり、コミットメントとしては極めて強いものがあると思う。問題は実現の仕方ではないか。現在の徹底的な緩和の状況の中で、需要不足それから構造的な理由から生じている継続的な物価低下というものを金融政策のみで阻止することは不可能である。インフレやデフレというのは貨幣的な現象であるというような議論をされる方が多いが、単純な机上の空論とまでは言わないが、理論での割り切りというのは現実の答えになっていないと感じる。量的緩和を徹底的に進めるということは、デフレ克服のための必要条件ではあるが、必要十分条件にはなっていない。それにもかかわらず、徒にさらなる緩和を求める具体性のない発言が一部の筋から行なわれることが多い訳であるが、むしろ政策の信認を損なう危険性さえあると感じる。日銀と政府の協調ということとを前回の会合で私申し上げたが、この申し上げた趣旨はそういうことに基づくものである。インフレ・ターゲットについては、そのための有効な手段と併せてパッケージで議論すべきであるが、現在、その手段として考えるのは、極めて大きな副作用の恐れのある強いものとならざるを得ないと思う。今の段階で適当とは思えず、もしやるとすれば、極端に言えば国民的コンセンサスを得てやるということが必要だろう。現在の状況を脱却するには、規制緩和と構造改革が不可欠である。問題は、財政の制約の中でそれをどう進めていくかということであるが、二者択一的な単純な割り切りではなく柔軟な対応が必要なのではないか。まず具体的なものとしては、経済の先行きと経済政策のガバナンス、こういうものについて市場の信認を得ることが非常に重要であると思う。真っ先に手を付けるべきはやはり不良債権の処理について具体的な道筋を示し、目に見える形で大胆なアクションをとることである。それからもう一点は、資産価格の下

落に歯止めを掛けるということだ。そのためには、証券や投資の税制、資本市場の活性化や規制緩和、こういうものについて具体的なアクションをとっていくということが必要ではないか。そういう意味では現在のこれらの施策の実施に向かったの足取りは、誠に僭越ではあるが余りにも遅いと言わざるを得ないというふうに私は思う。構造改革における金融政策の役割というのは重要である。これはもう当然のところであるが、構造改革に伴うデフレ圧力を金融政策で緩和するという意味についてはよく考えたい。単純に言うと、構造改革に伴い企業が倒産して失業者が増大するという、これは緩和した金融政策をとっている中では金融政策の出番はないように思う。改革やセーフティネットの構築の中で新しい資金需要が生み出される、それに対して資金を円滑に供給するという場合、こういう場合には、中央銀行が協力する余地は生まれてくる。構造改革に伴うデフレ圧力を金融政策で緩和するとよく言うが、今申し上げたようなコンテクストの中では理解することはできる。企業がコスト削減を進めてより強固な経営体質に変わり、家計が貯蓄を新しい消費に振り向ける、政府が赤字削減を進め新しい需要の創出効果の高い財政支出を行なう、そして金融機関が不良債権処理を進めるというような経済主体の動きが正の方向へ純回転を始めた段階で新しい資金需要が生み出され、そこで金融政策が一定の役割を果たすということだろうと思う。株式買い上げ機構とかRCC機能の拡大、あるいは産業再生委員会等色々な具体的施策が決まり、またアイデアが出ているが、基本は市場原理を尊重しつつもまさに骨太の大胆な施策として効果を最大化ならしめるような具体的なアクションをとっていくことが必要であり、その条件の下でこれらの諸施策の中で政府、日銀が協力していくこと、これがコンフィデンス向上の点でも効果が高いというふうに考えている。私の申し上げたいことは以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。



## 山口副総裁

既に委員の皆さんからかなり詳しい現状分析なり意見の陳述があったので、私は極く簡単に止める。現状、それから近未来の展望としては、様々なファクターが相互に影響し合うような形で経済を下押す力が強まりつつある状況だと思う。第一に輸出、企業投資といったところについてはっきりとした落ち込みが続いている訳で、こういう状況がどれくらい続くかということのはっきりとは分からないが、少なくとも年内は続きそうな状況ではないかと思う。第二に消費は幸いここまでのところあまり大きな落ち込みには至っていないと思うが、色々ご指摘もあったように雇用なり名目賃金なりいずれも弱い展開になってきているので、今後は所得の面から消費にブレーキがかかる可能性が出てきているという状況だと思う。第三番目に金融面の動きであるが、これは事務局からの説明にもあったが、金利は非常に低い、あるいは信用スプレッドも格別拡大するような動きになっていないという意味では低位な動きが続いていると思うし、やはりそれは流動性の供給がある種の有効な安全弁になっている面があると思う。しかし信用リスクについては、金融市場の中においても金融機関と企業との取引においても、さらに慎重にならざるを得ないような状況が出てきていると思うし、恐らくこれから銀行内部における企業の格付けなども厳しめに修正されていくのではないかと思う。そういう意味で、金融における景気循環を増幅するようなプロシクリカリティが働き易い状況だと思う。ただ幸い現在のところは97、8年のような流動性の全般的な逼迫というふうにはなっていないと思う。従って今後、現実的に金融機関の貸出などがどういうふうに移して行くのか、これはデータでよくチェックしていく必要があると思うが、信用リスクの増大という面から景気に対してもマイナスの影響が生じ得る可能性については、十分注意していく必要があると思う。以上のような状況であるから、需給ギャップが拡大しており、物価の下落圧力がじわじわと強くなる方向であろうというふうに見ざるを得ないと思う。

当面の政策であるが、これまでもずっと苦しい政策選択を続けてきた訳

であるが、今回についても客観情勢の厳しさに比べて日銀がなし得る、採り得る政策のオプションという意味では、これまでと同じように非常に厳しい苦しい選択にならざるを得ないと思う。8月に当座預金の目標額を引き上げた時の6兆円というのは、私の理解では技術的に可能な限度一杯という数字を選択したものだというふうに思う。たまたま予期せざる事件が起きてきて流動性に対する需要が急激に増えてきたものであるから、8兆円というような供給ができていく訳であるが、これも各委員の指摘があったように、いつまでこういう状態を続けることができるのかどうか非常に読みにくい状況だと思う。ただ、現に8兆円というような供給を数日間続けてきているし、それを前提にして日本銀行が引き続き潤沢な流動性の供給を継続する意思を明確にするということは、最低限必要ではないかと思う。従って、私も現在なお書きを発動することによって実現している流動性供給の状態を、むしろ本文の方に書き直すというようなことで工夫してはどうかというふうに思う。公定歩合の引き下げについては、それ程強い意見を私は持ってないが、非常に狭い中でのオプションをギリギリ選択していくとすれば、これも含めてもいいのではないかと思う。ただ、そう申し上げた上で、こういう措置、これは結局8月に採った措置をさらに若干延長して行なうということになる訳であるが、こういうことの意味というものを改めて考えてみると、先程田谷委員が、恐らくもっとも本来期待すべき効果は、日銀による流動性の供給が市中銀行の貸出の増加、信用の拡張を促す、そういう効果であろうと言われ、残念ながらそういう状況になっていないということをご指摘されたと思う。恐らく、日本の金融機関はこれから暫くの間、様々な理由により中期的に資産の圧縮ということを選択していかざるを得ないのではないかと思うし、私はそれが金融システムがもう一度健全な状態に戻る上で必要なプロセスではないだろうかと思う。勿論その過程で健全な資金需要というのが、先程中原眞委員が述べられたようなプロセスの中から生まれてくれば、それに対して金融機関が積極的に応需していくということは可能でもあり、望ましいと思うが、そういう健全な資金需要というものをなかなか期待できない中で、無理矢理

銀行のバランスシートの膨張を促すような政策は巧くいくのだろうか、そもそもそういう政策はフィージブルなのだろうかということは大きな問題としてあるというふうに思う。そういう意味でのマネタリー・エクспанションに対しては強い制約がかかり続けており、必ずしもいわゆる不良資産が非常に大きな固まりとしてあるということだけではなく、金融機関がもう少し収益性の面で競争力を回復していくということを展望すると、マネタリー・エクспанションということはアセットをかなり拡大させる、現状からさらに拡大させるという意味合いを持つ訳であるが、そういう方向感覚そのものが改めて再検討を要しているのではないかと思う。デフレ的な歯車の回転をなんとか食い止めるということは、当然重要な優先度の高い政策だと思うが、デフレ的な圧力が生じてくる根源として現在日本の中に非常に大きな需給ギャップが存在している。その需給ギャップがさらに拡大する可能性が出てきているとするならば、様々な措置を動員して需給バランスの改善に努めるということがデフレ防止ということに対する直接的な回答になる訳であり、そういう意味ではこれは何人かの委員もご指摘になったが、やはり政府においてどういう措置を打出されるのかということも非常に重要な位置を占めているというふうに私自身思っている。政府の財政政策についての基本的なご方針、これはもともとの30兆円という数字の宣言から始まり補正予算についての議論、それから来年度の概算要求、いろいろな段階を経て少しずつ具体的になりつつあると思う。もし財政赤字の抑制、それから少しずつ時間を掛けて改善していくというところに重点を置くのであればそれは、それである種のプライオリティーの選択を政府としてなされるということである訳であるが、それがデフレ的な圧力を強める、強めてしまう方向に作用するというのも当然あり得る。その場合には、現在の金融政策が置かれた状況の下で、金融政策だけでもってそのデフレ圧力に対応していくということは、私もこれは何人かの委員が言われたのと同じ意見であり、非常に大きな無理があるというふうに思う。政府がどういう措置にどういう優先度合いを置いて今後の政策を打出されていくのかよく拝見したいと思うし、場合によっては政

府との協調の仕方ということも可能になる場合もあろうかと思うが、これは具体的に色々な議論をしていく中でさらに意見を述べさせていくような場面もあろうかと思っている。取り敢えず以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

簡単に申し述べると、まず実体経済の状況は前回の会合時に比べてさらに下振れていると思う。それは主に三つの要因からその下振れ変化が窺われると思うが、第一は世界経済の減速が明確化したことが確認されたこと、第二点は、企業部門の調整が設備投資の減少という形でより深刻化したこと、第三は、雇用・所得環境が一層悪化してきたことがはっきりした、その三点だと思う。こうした動きは前回会合でも既に想定していた範囲内の動きであると思うが、それに今回はテロ事件による影響が加わる訳である。これにより、世界経済の回復時期がさらに遅れてしまう、それからわが国の金融資本市場の不安定化にも大きな影響が及んでくるといった今後の追加的な景気下押し圧力としてどう作用していくか、それが問題だと思う。世界経済、とりわけ、アメリカ経済の影響についても色々述べられたが、あれほどの被害があった訳であるから少なくとも短期的なマイナス効果は否定できない。それ以後のことも不透明である。より長いタームで私達が想定してきたアメリカ経済のパスが今後どういうふうになっていくかについては、その家計部門のセンチメントがどうか、支出行動への影響がどうかといった点がポイントになるかと思うが、これについても何人かの方々が見解を述べられた。またこうした戦争などの後遺症の大きさも計り知れないものがあると思うが、経済面ではとりわけ原油価格がどの程度上昇するかによってかなりの影響を受けるということは多くのエコノミストが指摘しているとおりである。こういった点も注意深く見守っていく必要があると思う。いずれにしても現時点でその将来の見通しといったもの

をはっきりと打出すのは時期尚早であるから、時間を掛けてウォッチしていく必要があると思う。

金融政策運営であるが、経済の情勢判断とそれから8月に私達が打出した政策変更がもたらした効果の評価といった二つの観点から考えていかなければならないと思う。8月の政策変更の効果については、これも数人の委員の方が縷々述べられたが、これまでの金融市場の反応自体は当座預金の増額自体が持つ効果の限界といったものを改めて認識させる結果となったかと思う。そして市場参加者の中でもこうした効果の限界に関する理解が広がったという印象を持っている。もっとも、金融政策の効果が現われるにはそもそも時間が掛かるものであり、現時点で評価を下してしまうのは早計かもしれない。しかし、従前の状況とは異なってあまり効果の期待できない政策を繰り返すことに対して市場参加者が失望を示すリスクも出てきているということにも教訓的、そして注意を向けていくべきだと思う。そういう意味でどちらの方向に進むにしても世の中の批判を浴び易いという、より困難な状況になってきていると思う。この一方でしかし、アメリカの同時多発テロ事件の影響が経済の先行きに対する不透明性、不安定性を高めていることは事実である。また、先行きのリスクがひとつにはアメリカの今後の出方を含めた事態の展開がどうなるか、それからわが国の株価下落といった事態がさらに金融システムの問題にどういうふうに影響を与えていくか、これまで経済を一応は下支えしてきたかにみえる家計部門のセンチメントがどうなのか、そういった要因にさらに留意していく必要があるのではないか。これらのリスク・ファクターは時間の経過とともに解消していく可能性がある一方で、今度は逆に不測の事態によって均衡が大きく崩れて一気に下方スパイラル的に事態を悪化させてしまう可能性もはらんでいるということに十分留意すべきであると思う。こうした当面の事態の不透明性や不安定性を考えると、今回の会合でも金融市場に万が一の不測の事態がさらに生ずるといった事態に備える意味から、資金決済の円滑化と市場の安定化を図るということで何らかの措置を採ることが必要ではないかと考えている。ただし、既に臨機応変に対応が打た

れている、その現実からどういう政策を手段として考え得るかということ、今やっている緩和措置が今後の経済に途切れることのない影響と浸透を与えていくということ、そのことに留意して具体策を考えていかななくてはいけないと思う。結論を言うと、これまで皆さまがおっしゃったことがその具体措置であり、一つは、当面はこれまでの当座預金残高が6兆円を上回るような潤沢な資金供給を機動的、弾力的に続けていくということ、それから二つ目は公定歩合を引き下げて補完貸付制度を通じた短期金利のシーリングを引き下げることが考えられる。この他、ちょっと技術的であるが9月中間期末日を控えているということも考えると、臨時的にロンバート・ファシリティを強化するといったことも付け加え得るかと思う。このうち、潤沢に資金供給を続けるという場合の目安としては、何人かの委員の方が申されたが、当座預金残高が6兆円を上回るような、というような表現が適当だと考える。これは、機動的かつ弾力的に資金供給を行なう上でピンポイントで残高をはっきりと示さずにフロアだけを示すのが今の状況から考えて適当だと思うからである。それから公定歩合の引き下げ幅としては、市場に金利機能をぎりぎり残すという観点から0.15%引き下げて0.1%とするのが限界だと思う。以上である。

速水議長

最後に、須田委員お願いします。

須田委員

最後になると皆さんがおっしゃっているほかにはないので、重なることがあるが意見を述べさせて頂く。まず、実体経済面では各委員の指摘されたとおりにわが国の景気の調整は厳しさを増している。すなわち、情報関連財を中心とする輸出の減少が起点となって大幅な在庫調整が続いて、製造業を中心に企業収益が減少し、これを背景に設備投資が減少している。輸出の減少の程度が大幅であるだけに、景気全体の調整の程度も深く長くなっている。現時点では、アメリカのテロ事件の影響は評価しきれないが、

米国を中心とする海外経済の回復の時期はさらに後ずれる可能性が高く、当面は輸出の減少が続くと判断せざるを得ない。さらにこのところ生産の減少が製造業を中心に雇用・所得面に及び始めていることは大いに気掛かりである。実体経済に対する基本的な認識は以上の通りであるが、同時に 97、98 年当時の経済情勢との違いにも一応は留意する必要があると思う。97、98 年当時は金融システム不安に端を発して内需が全般に下振れた。しかし今回は、昨年未からの生産の減少幅が 97、98 年当時を上回っているが、国内民需全般の下振れが誘発されるような状況には至っていない。言い替えると、製造業に比べて小売・サービス関連の企業活動は比較的底固く推移している。この点は、個人消費関連指標、消費者物価また機械受注などを見ても明らかである。最近、大手電機各社は人員削減を含む大規模なリストラ計画を相次いで発表した。こうした動きは日本を代表する IT 産業と言えども、わが国の高コスト構造には耐え切れないことを示唆している。それで、新規求人数を見てみると、製造業では電気機械を中心に大幅な減少が続いている一方、ウエイトが大きい小売やサービスなどでは前年を大幅に上回っている。また、企業から見た労働者の過不足感については厚生労働省の調査を見ると小売やサービスでは不足超である。わが国の就業者数はサービス業と卸・小売、飲食店の合計が製造業と建設業の合計の 1.7 倍に達している。このように大きなウエイトを占める小売やサービス関連の労働需要が引き続き底固く推移していることは、少なくともこれまでのところ 97、98 年の様な国内内需全体の下振れが回避し得ている重要な理由であると考えている。

次に金融市場の動向について申し上げる。8 月の政策変更後、短期金融市場では 9 月中間期末越えの資金調達に対する不安感が払拭され、金利は既往最低水準まで低下した。従って、短期金融市場では先般の政策が期待した効果を発揮していると評価している。ところで、依然として経済学者などの間では、日銀は当座預金残高を大幅に引き上げるべきであるといった主張がみられる。確かにシンプルな信用乗数の理論では、銀行にとっては貸出機会が潤沢にあるにも関わらず、準備預金の制約によって十分に資

金を貸出に回せないという世界を前提にしているため、中央銀行が所要準備以上に資金を供給すれば貸出の増加が期待できることになる。しかし、現在は超過準備が恒常的に発生している。当座預金残高が6兆円の下では超過準備が2兆円である。超過準備は日銀の当座預金に止まっている限り死に金である。経済学者を含め世の中では2兆円の超過準備の下で何が起きているのかという実態がほとんど理解されていない。最近、コール市場ではレートの刻み幅が1/100から1/1,000へと細かくなった結果、無担保コールの翌日物の金利が0.01から0.003%まで低下している。先程、田谷委員の話にもあったが翌日物の金利が0.001%の下で資金100億円を運用する場合は利息はわずかに274円である。日銀ネットや短資の約定確認システムの利用料などの変動費さえも賄えない。まして人件費などの固定費は全くカバーできない。このため市場参加者は資金を動かすインセンティブをかなり減退させている。これが死に金の実態である。このように超過準備が恒常的に発生している状況では、仮に当座預金残高をさらに引き上げても貸出や債券などのリスク性資産の保有額が増加するというメカニズムは働かない。世間では日銀が資金を銀行に供給しても銀行は国債を買うばかりで企業へ貸出に資金を回さないという指摘もみられる。ところが、都銀の主要勘定を見ると今年4月以降貸出だけでなく、債券の保有残高も減少している。この背景には量的緩和が浸透する中で本行の買入オペに応じて短期国債残高を減少させる一方、別の短期運用に振り分けても十分な鞘抜き余地を見出せないこと、またこれ以上、中長期国債の保有額を増加させ、価格変動リスクを拡大することにも及び腰になっていることが指摘できる。こうした状況の下で当座預金残高ひいては超過準備というノーリターンに金を積み上げることは一段と困難である。こうした市場動向を直視すると、当座預金残高を思い切って引き上げ、金融機関に嫌々死に金を積み上げさせるようにするのではなくて、死に金が生きるように運用機会を拡大し、ひいては所要準備そのものが増大するようにすることを経済政策の柱に据えるべきであると考えられる。

金融政策の今後の運営についてであるが、以上の金融経済情勢を踏まえ、



金融政策運営は当面、予備的な資金需要が変動する可能性があることに考慮し、藤原副総裁がおっしゃったような意見に賛成したいと思う。当座預金残高の限度額は少なくとも 6 兆円以上とすることが適当であると考えている。先日の米国のテロ事件の直後、当座預金残高を 8 兆円程度に引き上げたが、これは外銀などを中心に予備的な資金需要が一時的に増大したことに対して、日銀が極めて迅速かつ十分に流動性を供給した結果である。あくまでもまず、8 兆円という当座預金に対する需要があったことを見落とすべきではない。他方、予備的な資金需要とはいえ、当座預金に対する需要が増大する場合には日銀の金融市場調節方針がこれを抑制することも避けなければならない。言い替えば、当面金融機関などが必要とするだけ潤沢に資金を供給するという究極的な金融緩和方針を採ることが適当であると考えている。なお、当座預金残高を引き上げようとしても需要がついてこなければ長期に亘って需要を越える供給を続けることはできない。現在は 8 兆円程度となっている当座預金残高も、市場参加者の流動性リスク懸念が後退すれば、再び低下することは至極当然である。従って、本行の金融調節については当座預金残高を 6 兆円以上に維持できる範囲内でオペの札割れを自然体で受け止めるべきであると考えている。それから公定歩合については、私も強い意見はないが、これを下げることが本当に当座性預金の積み減らさないか、あるいは今かなり機能を失くなってきている短期金融市場の機能を益々低下させ、取引を日銀と金融機関だけの取引にしてしまうのではないかという懸念もあるが、先程田谷委員がおっしゃったように、流動性対応ということならばそれは引き下げるということに反対はしない。それから、世の中で最近昨日の介入に関して、また非不胎化か不胎化かという議論が出ているが、このように需要があれば幾らでも出すという時にはこの議論は全く意味のないことだと考えている。以上が次回会合までの金融調節方針に関する基本的な考え方である。

ところで、最近でも引き続き日銀はインフレーション・ターゲティングを採用すべきであるという主張がみられる。しかし、インフレーション・

ターゲティングを掲げるか否かということ自体が大した意味はなく、デフレ的なメカニズムに歯止めを掛ける政策手段があるかという点が最も重要である。皆さんがおっしゃったとおりであるが、金融緩和政策が効果を持ち、死に金が動き出すためには以前にここで申し上げたとおり政府がヘリコプター・マネー的な経済政策を採ることが有効である。本来金融緩和を必ずしも必要としないが、政府が財政拡大、減税によって財政赤字を拡大し同時に中央銀行が長期国債を積極的に購入すれば有効需要が増大し、物価にもプラスの影響がおよび期待インフレ率が上昇することが期待できる。しかし、日本の財政状況を踏まえるとこのような政策は容易には採用し難いというのは言うまでもない。すなわち、8月の政策変更後の長期金利の動きを見ると、補正予算を巡る議論や景況感の悪化などを背景に中長期ゾーンで上昇した。なお、最近市場関係者と意見交換すると、日銀が政府の圧力を受けて安易に量的緩和を進めると、財政のリスク・プレミアムが高まり、かえって長期金利を上昇させる可能性があるかと懸念する声が少なからず聞かれる。さらにわが国の長期国債の流通利回りは、同じ格付けであるスペインや1ノッチ低いイタリアの円建て国債の流通利回りと比べて、どんどん割高になっている。このように内外の市場参加者は、今日、政府債務残高が大幅に積み上がっている中で日本の財政赤字のサステナビリティに対する懸念を強めている。こうした状況の下では、仮に財政支出を拡大する場合でも、財政構造改革に対する信認を確保することが不可欠である。従って、金融緩和の効果を高めるためには、より腰を据えた対応が必要である。具体的には第一に、不良債権処理のスピードアップを図り、引当不足などの問題から必要であれば公的資本注入を行なうこと、第二に企業の資金需要を増加させるために規制を緩和し、潜在的なビジネスチャンスを引き出すことが必要である。前者は金融機関の、後者は企業のそれぞれリスクテイク姿勢を積極化させるためには不可欠な政策である。世の中では株価が下落しているのを金融緩和が不十分なためであるという意見も聞かれる。しかし、株価が下落し続けているからこそ、金融機関などのリスクテイクの余地が狭まり、結果として日銀の潤沢な資金供給

が活きないという面がある。一言で言えば、株価が下げ止まらないからこそ金融緩和の効果が十分に顕現化しない、株価が下げ止まれば金融緩和の効果ももう少し目に見えるようになるということではないかと考えている。こうした観点からも不良債権処理は極めて重要な課題である。不良債権処理は、内外の金融市場では小泉改革の中で最も大きな注目を集めている重要な柱である。従って、処理の的確性と迅速性は海外投資家の日本株投資スタンスにも大きな影響を与える。不良債権処理は金融機関と企業が本腰を入れない限り一步も進めない。そのうえで、仮に前に進むうえで日銀がサポートできることがあれば前向きに検討する余地はあると私自身は考えている。この点は前回会合で申し上げたとおりである。不良債権処理に対する政府のリーダーシップを強く期待したいと思う。以上である。

速水議長

ありがとうございました。これまで2時間半続けて熱心な意見開陳を伺わせて頂いた。ちょっと一休みして次に移りたいと思う。

(午後4時34分中断、午後4時40分再開)

速水議長

それでは意見を頂きましたが、追加的な意見や議論があったら手短かに発言頂きたいと思う。どなたからでもどうぞ。

中原伸之委員

補足と今申し上げた方々に対する反論をしたいと思う。

補足だが、今回の事件で一番大きな影響は、やはりグローバル化の支柱が色々崩れてきたことであると思う。例えば資本の自由な移動とか人の自由な移動、あるいは多国籍企業が自由に輸出するとか相当あるが、あるいはサプライチェーンのグローバル化の進展、そういったような貿易の流れ、それから資本の流れ、多国籍企業の拡張等々クロスボー

ダーのそういった人、物、金の動きに制約が加わる恐れがある。それから世界的なコネクティビティの取引コストがビジネスと個人にとって高まるのではないかという恐れがあるので、大変に大きな問題を含んでいると思う。それが先程も申し上げた転換期になるのではないかという一つの理由である。それから第二は、今回のアメリカの特色は有事のドル買いが起こらなかったことである。結局アメリカの外で事件が起こった場合にはドル買いになるが、今回のようなアメリカのレジームを動かす場合にはドル売りになることがよく分かった訳である。それから三番目に申し上げたいことは、長期金利は日本で非常にナーバスだというご意見が多いが、アメリカでも短期物は、例えば 50bp 下げたおかげで 2 年物は 50 年来の低水準であるが、30 年物の金利は上がっている。やはり世界的に長期金利が上がるという傾向があるということは見逃してはいけないと思う。それから四番目は原油価格だが、50 ドルまで上がる可能性があるとお申し上げたが、これは日本のみならず特にアジア経済を追撃する。これは以前にも何回も申し上げたが、そういう恐れがあることを十分に理解する必要がある。それから最後にアメリカの株式だが、目先は今週の水曜日頃までに底入れになれば一応の危機は脱することになると思う。

それを申したうえでまず申し上げたいことは、一つは日本経済の谷は非常に深くなる恐れがあることである。私は現在の株価の動向、その他から見て先程 91、98 年度より良いというお話があったがそれは必ずしも保証できない。私はそれよりも悪くなるというおそれが非常に強まったと思っている。TOPIX で見てもあの時の安値は、98 年 10 月だが、引け値で 980 ポイントであるが、そののところまで首の皮一つまできている訳なので、非常に危険であると思う。それから第二として、私はそういった日本の経済の問題、それからテロ事件の解決が長引く等々、危機感が非常に深まっていると思っているので、どこまで危機が来ているかということについては私は皆様よりもかなり深刻に考えている。それから第三に申し上げたいことは、日本はもうやることはやったというお話が多いが、先程も申し上げたようにアメリカは実質金利がゼロということなので、日本よりも

はるかに進んでいるということをおは念頭に置かなければいけないと思  
う訳である。それから四番目に先程から議論が出ているのを伺っていると、  
これまでの議論の繰り返しというのが多いが、例えば貸出の増加に繋がれ  
ばそれは全く苦勞しない訳であり、そこで一体どうしたらいいんだという  
話とか、不良債権をやれということは全くそのとおりであるが、しかしな  
がら現実には実勢悪が起こってマイカルのようなことも起こってきている  
訳である。政策もあるが実勢悪を止めなければいけないということもある。  
それから財政をどうするか、色々ある。けれどもやはりそれでは金融政策  
としてできることを全部やったのかということになると、私はそこはまだ  
やる余地があると以前から申している。それから現在でも量的緩和の効果  
が出ていないと皆さんおっしゃるが、私に言わせれば去年の8月のゼロ金  
利解除のタイミングが非常に悪かったものであるから、株もあれからずっ  
と今日まで下がり続けている。逆に言えば、あの時のゼロ金利解除の影響  
が今出ているのかなと思わせる位であり、従って昨年8月のあるいは今年  
3月の金融政策の転換がどういうふうになっているのかということは、ニ  
アマネーをみれば効果分かるが、オーバーオールにみてどれだけインパ  
クトがあるか、効果があるかということは判断するにはまだ時期尚早では  
ないかと思っている。いずれにしても私は結論的に明示的に8兆円という  
ことを提示すべきだと思っている。以上である。

#### 山口副総裁

田谷委員、それから須田委員もちょっと言われたが、公定歩合の引き下  
げを流動性対策の一環としてとおっしゃったと思うが、これはどういう意  
味か。

#### 田谷委員

私は基本的に公定歩合を金融緩和の一環としてやるということは今な  
かなか言えないと思う。一つどなたかおっしゃったが、公定歩合を下げる  
ことによって、例えばオーバーナイト金利のシーリングにするとおっ

しゃったが、有担、無担の違いもあるし、実際にシーリングの意味すらもそう確実がないというような気がするので、金融緩和のスタンスを出すために、公定歩合を引き下げるといふことにはならないと思う。要するに今まで公定歩合を下げるといった場合、幾つか意味があったと思う。今年の2月以前は、例えばオーバーナイト金利の動きに影響を与えとか、あるいはターム物金利を引き下げる一つ的手段にするとかということもあったと思うが、もう既にそういう意味合いをかなりの程度なくしていると思う。そういう意味で予備的な流動性需要がある限り、例えば6兆円を超えて潤沢に資金を供給するというその一環として有担ではあるが0.1%ないし0.15%を超えたら幾らでもオンデマンドで資金は供給できるということの、そこには意味があると思う。そういう意味で流動性対策というか危機対策として公定歩合を使うということには反対しないというふうに申し上げた。

#### 須田委員

私も同じようなことであるが、今の公定歩合の意味というのは補完貸付の金利という意味でしかない。そうだとするとそれは流動性危機に対するものである。もし金融緩和というふうに考えたら、やはりそのようなシグナルの効果を期待することになる。他方、これは流動性のためであるということであれば、それを上げるのは、単に流動性危機が後退したためということで済む。これを金融緩和政策であると言ったら、これを引き上げることが持つ意味が非常に重くなるのではないか。やはり元々補完貸付のためのものであるから、私の今のここに来てからの感覚は、やはり補完貸付の金利という認識でいるものであるから、それは流動性対策であって金融緩和ということの意味を持っているものではないと捉えているということである。

#### 山口副総裁

流動性対策であっても緩和効果は持ちますよね。

#### 須田委員

それは持つが、やはり危機的な時に対する予備的動機で市場で調達しづらいというような状況で、一時的に調達して、返すんですよね。そういう凄く短期で貸出しますよという部分というのは、それを前提に借りる方も借りていると思う。これをずっと長いこと借りるという資金ではない訳であるから、そういう意味では非常に短期的に戻していきますよというので、一時的な流動性対応としてこの制度が使われていると私は判断している。これは間違っていたら教えて下さい。

#### 植田委員

それで使えるという安心感によってある種のターム・プレミアムが下がるという効果が理論的にあるのではないか。

#### 田谷委員

それは私の実感では、オーバーナイト金利が 0.002~0.003%に下がって、ターム物も例えば 3 か月でユーロで 0.05~0.02%にもう既に下がっている訳であるから、こういうことをアナウンスすることによってそういうオーバーナイトなりターム物金利に下げ圧力がかかるかというところほとんどないと思う。

#### 植田委員

マグニチュードは非常に限りなくゼロに近いとは思いますが、流動性対策、直接にはそうであるが、それが使われるということがあるとすると小さいけれども流動性プレミアムに影響して、理論的には緩和効果を持つものと思う。

#### 田谷委員

そのうえに細かいことを言うようであるが、もし担保を十分に日銀に積

んでいるようなところが補完貸付制度に入ってくるかという余りそれは考え難いと思う。

植田委員

それは最初からそういう議論だった。

山口副総裁

市場でもっと安く取れるからか。

田谷委員

然り。であるからこういった6兆円を越える大幅な流動性をこういう状況下では供給するということと、やはりこういう流動性対策として公定歩合を引き下げるということをはっきりした方が、市場のいらざる思惑というかそういうものを引き出さないのではないかなと思う。

植田委員

いらざる思惑というのは何か。

田谷委員

であるからこれは金融緩和であると捉えられるということである。

植田委員

でも理論的には今申し上げたようにマグニチュードは非常に小さくてもあり得る話ではあると思う。流動性対策としてももう効果が非常に小さい話である。

田谷委員

仮にプレミアムがあったとしても、0.001%ではメジャーできないようなところではないかなという実感があるのでそういうふうに言った。



山口副総裁

これから公定歩合を議論するんだとすると、流動性対策として、というふうに性格を限定しなければいけないものかどうか。

須田委員

外に出す時にか。

山口副総裁

然り。

須田委員

私はここで議論していればそれでいいと思う。

山口副総裁

出す前に我々の中でも意思統一が必要なかもしれない。

三木委員

あまり意味がないのではないか。こういう事態の中で。別の場で考えてくればいい。

田谷委員

当座預金の供給を潤沢にすると、こうした状況下では公定歩合についても引き下げるということでもいい。

中原伸之委員

だけど3月の金融緩和の時に、要するにレジームを変えた時に、金利がある程度自由に動くということがあった訳であるから、それで今0.25%になっている訳であるから、それをやはり下げるということは動く余地が少なくなる訳である。

### 中原眞委員

私はいずれにしてもあまり意味がないと思っているが。

### 三木委員

元々象徴的であるのは間違いないが、その中で唯一ロンバートの制度を入れたものだから意味を持ってきたということであるのも間違いないが、金融政策にとって今だって、象徴的なものであることは間違いない。そういう意味で、意味があるとかないとかいう議論ではなくて、公定歩合は元々そういうものだということの中で考えなければしょうがないのではないかと私は思う。だからそれを敢えていちいちこれだからやると言っていられるような、今の日銀の金融政策に求められているような状況ではないのではないかとということである。今は我々がやれるだけのことはやれるだけやるということが求められている訳である。

### 速水議長

市場取引が円滑にいくようにあらゆることをやってきた訳であるが、9月の中間決算を控えて銀行株を含む株価の低迷、やや不安定な市場地合いといったようなことがある訳で、そういうものを考えると、やはり不透明な展望の下で金融市場の安定をしっかりと確保して、現在の金融緩和策の効果浸透が途切れないようにしていくために、市場金利の上限を少し下げしておく、この間0.1%まで金利は上がってきた訳であるから、そういう意味で下げることは各国と協調して動くという、外への一つの協調体制とみてもらいたいということと同時に、こういう意味があると思う。私が今申し上げたようなロンバート貸出というのは、そういう意味では期末には落ちてくるかもしれないという意味で、金利を下げるとともに期間を延長しておくことは必要だと思う。

宜しければこの辺で私の見解を述べさせて頂きたいと思う。各委員から  
もご意見があったように、本日の会合では米国における大事件の発生も踏

まえて日本銀行としてどう対処すべきかというポイントではなかったかと思う。まず日本経済の基調的な動きについて簡単に纏めておくと、輸出を起点とする企業部門の調整の動きが雇用や所得の面にも拡がり始めるといったようなことで、情勢は厳しさを増しているように思う。また景気の先行きを展望するうえで大きな鍵を握っている海外経済についても、不透明感が一段と強まっていることは皆さん述べられたとおりである。こうした厳しい情勢の中で米国のテロ事件が発生した。このような事態に際して、中央銀行として果たし得る最大の貢献というのは、資金の円滑な決済、金融市場の安定確保に万全を期すことではないかと思う。我々は事件発生後直ちに危機対策本部を設置すると共に、海外中銀とも密接な連絡を取りながら市場に対して大量の資金供給を行なった。幸い内外の中央銀行による潤沢な資金供給とか市場参加者による適切な対応の結果、これまでのところ取引の決済の面で大きな混乱は回避してこられたと思っている。しかし米国の金融センターが大きな被害を受けており、市場参加者等も心理面で悪影響を持つようになっていることは懸念される。それだけに内外経済情勢については、引き続き細心の注意を持ってみていく必要があるのではないかと思う。さらにわが国の金融市場では、中間期末を控えていることや株価の低迷もあって、当面不安定な地合いが続く可能性は否定できない。今後万が一にも金融市場の安定が損なわれるようなことがあれば、私共が現在講じてきている思い切った金融緩和の効果浸透にも支障をきたすおそれがあるように思う。こうした情勢を踏まえると、円滑な決済と金融市場の安定確保に万全を期すために、当面これまでの調節方針である日銀当座預金残高が6兆円程度、これを上回る大量の資金供給を続ける必要があるように思う。この点はこれまでも現在の調節の方針を、いわゆるなお書きに沿って執行部で対応を行ってきた訳であるが、今回は調節方針の中にこの点を明記して我々のスタンスを明確にする必要があると思う。ただ不安定な市場情勢に鑑みると、特定の当座預金目標を設定することは難しく、6兆円を上回るという表現で潤沢でかつ機動的な資金供給スタンスを示すことが適當ではないかと思う。さらにロンバート貸付の適用金利で

ある公定歩合を一段と引き下げると共に、中間期末を挟んだ現在積み期間については、ロンバート貸付の利用期間を延長してはどうかと思う訳である。公定歩合の水準については、事件発生直後の12日にコールレートが一時的に0.11%にまで上昇したことに鑑みて、これを上回るような金利の跳ね上がりを抑制するという観点から、0.10%とすることが適当ではないかと思う。また公定歩合によるロンバート貸付の利用可能期間について、期末越えの安心感を醸成するという観点から、現在の5営業日を10営業日に延長して今期末を十分カバーすることにしてはどうかと考える。なお米国の事件に端を発して、国際的に様々な面で不安が高まっていることを踏まえると、各国中銀間の協調行動という点にも配慮する必要があると思う。日本銀行は今後とも物価の継続的な下落を防止するとともに、不良債権処理に伴う問題への対応も含めて日本経済の持続的な成長の基盤を整備するために、中央銀行としてなし得る最大限の努力を続けていくべきであると思う。

しかし、現下の困難な状況に直面して、私は日本経済の根本的な問題を直視し、内外の信認を得られるような構造改革に直ちに取り組むことの必要性を改めて痛感せざるを得ない。一部には物価の下落を貨幣的な現象であると単純化して、これに対応できるのは金融政策だけであるといった議論も聞かれる。さらにはインフレ・ターゲティングの導入があたかも特效薬となるかのような論調もみられる。しかし金融システムの機能不全といった構造問題、需要不足など日本経済の抱える根源的な問題、さらには政策手腕に関する具体的な検討を抜きにして、物価は貨幣的な現象であると言ったり、あるいは物価目標だけを取り上げて論ずるようなことは決して生産的とは言えないと思う。物価の継続的な下落を食い止めて経済の持続的な成長を確保するためには、不良債権処理によって金融システムの機能を回復するとともに、財政支出の内容の見直しを含めて民間需要を巧く喚起するような財政運営が不可欠ではないかと思う。我々が行なっている思い切った金融緩和は、そうした構造改革の進展と相俟って初めて力強い効果が発揮されていくものだと思っている。

なお最近、日本銀行の金融政策運営を巡っては、政府の関係者の方々から様々な形で具体的な発言をされているケースもみられるように思う。こういった発言は内外の市場参加者に混乱を与え、ひいては日本経済全体にとっても決してプラスになるものではないと思う。金融政策に関するご意見については、日本銀行法に定められた枠組みの下で、あくまで決定会合の場所において建設的なご意見を賜りたいと考えている。政府におかれては、日本銀行は政策対応余地が極めて限られている中で、世界の中央銀行の歴史に例のない金融緩和策を機動的かつ果敢に講じてきたことについて、十分ご理解頂くとともに、日本経済の真の問題を直視した取組みを迅速に進められていくことを強く期待したいと思う。こうしたことがひいては日本経済全般に対する内外の信認にも繋がっていくものと確信している。私の意見は以上であるが、追加的なご議論があればどうぞ願います。

ないようであればこの辺りで、政府からご出席の方々のご意見を聞かせて頂きたいと思う。竹中大臣如何か。宜しく願います。

#### 竹中経済財政政策担当大臣

大変難しい状況下での皆さんの洞察深い議論を聞かせて頂いた。まずここ数日間ほどの非常に慌ただしい動きの中で、日本銀行が当座預金を積み増して、世界の各国に先駆けて非常に立派な危機対応を取られたということに対して、政府の中でも非常に高い評価の声が上がっているということをは是非申し上げておきたいと思う。ここで改めて昨日のマーケットについても株価は下がったが暴落はしなかった。アメリカの経済は打撃を受けたけれども、アメリカの経済そのものが弱くなったというふうには認識されていない。この点はやはり大変重要なことだと思う。それと非常に市場はよく機能しており、かつ信用面、金融面での国際的な協調というのは大変リアルなものであるということが証明された。その中核に日本銀行がおられたというふうに私達は認識しており、繰り返し高く評価させて頂きたいと思う。ただ、やや一点付け加えることがあるとすれば、これは別に日本銀行だけではなくて政府の問題でもある訳であるが、こういった非

常に地道な努力がなかなか一般の方々にはどうもみえていないようで、日本銀行が何か追い込まれて金融緩和措置をとらざるを得なくなるのではないかというようなベッドラインが踊っている訳で、同じような書き方を私達もされる訳である。そういう意味で政策のプロセスが見えるようにしなければいけないというのは、おそらく政府も日本銀行も直面している問題ではないかと思う。細かいことはいちいち申し上げない。分析については、皆さんの分析にほとんど全面的に賛成する。今日の議論の中で、やはり政府の役割と中央銀行の役割という言葉が何回も出てきた。中央銀行に対してともすれば一方的な責任の押し付けのような議論があるということも私も十分承知しているし、そうならないような環境作りというのが大変双方にとって重要であろうと考えている。その点で是非幾つか申し上げておきたいと思うが、政府の構造改革が必要だと皆さん繰り返しおっしゃった。私達はまさにそのための内閣であると認識しているが、そのために「骨太の方針」を発表して、その個々の政策イシューを取り上げて、それをどのような時間軸の中で処理していくのかということを経済工程表として発表するというふうに申し上げているが、我々としてもとにかく頑張って月末に予定されていた工程表の発表を今週の金曜日の 21 日に発表するという事で少しでも早い調整を行なおうと今している。これは議事録の公表は後だから大丈夫だと思うが、中でも実はやはり各省庁が一生懸命やっている部分はある訳だが、最後の最後の段階で総理のリーダーシップでさらに一つ二つ大きなものを入れ込みたいと思っており、まだ最終調整はついていないが、何とかまず不良債権問題についてももう一歩押し進めたものをこの中に織り込めないかということで必死で調整をしている。もう一つは改革が目に見え易いようにするという意味での特殊法人改革についても、今まで総理はかなり個別の公庫、公団を名指して圧力をかけると言っただけではないが、色々な方向を示しているが、それについてももう一歩進めたことを言えないか、その二つくらいのサプライズを何とかこの工程表に入れられないかという調整をしているところである。改革が遅いというご指摘が何人かの方からもあったが、しかしこの点でも一つ是

非当たり前のことであるがご理解頂きたいのは、政府のやる改革というのはほとんどことごとく国会での法律の改正ないしは予算の承認が必要なものであるから、国会がまだ開かれていない、これから法律を出してこれから改正するということになる、やはり時間がどうしても掛かってしまう。その分、恐らく余計に機動性を持っている金融政策に対する期待が嫌がうえでも高まってしまうという面があるのだと思う。国会の決議を通すには、その背後にある非常に大きな霞ヶ関の組織とさらには自民党の組織と別の党の組織も相手にしなければいけないということであるので、そういった機動性という観点からは、やはり引き続き私は日本銀行に対する期待というのは大変大きいのではないかと思う。

需要の不足の問題も一部議論された。一方で財政にも財政の役割がある、しかし同時に財政の制約というものも、今の状況ではきちっと皆さん、当然のことながら理解をして下さっている。これに関して敢えて言うならば、国債 30 兆円に新規発行を押さえるというのは、実はこの公約を掲げて選挙に勝って今の内閣ができていく訳であるから、これはもう今の内閣の出発点、前提条件であって、財政については残念ながら非常にやはり議論の余地は少ないと、客観的に財政負担が大きいということに加えて、そういう政治的な前提条件もあるということは是非申し上げておかなければいけないと思う。さはさりながら需要刺激が重要であるということは変わらないので、工程表の中にはその中身の規制改革を織り込むつもりであるし、さらには今回の補正予算と来年度の予算編成に関しては、実はプロジェクトに雇用創出効果、需要創出効果の大きいものを採用するという、そういう重要な一項目が入っている。こういうことを明示的に議論するのは初めてのことである。その効果がどの程度正確に把握されるかという技術上の問題はあるにしても、そういう雇用創出効果という基準を設けて予算が査定されるというのも、やはりこれも改革の一部であるという点で是非それなりの評価をして頂ければ有り難いと思う。そういった中で、とにかく改革の方は一生懸命やる積もりであるので、これも未知の領域であるが金融面でのサポートというのは色々な面で期待される。では一体何ができるか

ということになるとこれは大変難しい問題があるということは私達も承知しているし、繰り返すが、金融で全てができるなどとは少なくとも政府の責任ある立場の人は思っていないと私は思う。

是非一点だけ敢えて問題の提起をさせて頂きたいと思う。それは皆さん専門家であるからよくご存知だと思うが、日銀の独立性を議論するうえでの政策目標の独立性と政策手段の独立性という近年アメリカで結構活発に行なわれつつある議論である。この問題、日銀にとっては非常にタッチな問題であるから、そのことそのものを大上段に振りかぶって日銀法のあり方を議論しようということをする積もりはない。むしろ申し上げたいのはデフレをストップさせるということは、明らかにこれは政府全体の目標であろうということである。これは是非、政府全体を私はコミットさせたいと思う。そうすることによってデフレを解消するためには不良債権処理を急がなければならない、その意味で政府自体にプレッシャーをかけることになることにもなるし、これを解消させるためには先程言ったように、限られた財政の中で刺激的なその財政刺激効果のあることをし、ものを作らなければならない。金融だけでは勿論できないということは大前提であり、政府の役割そのものを縛るうえでもそういう議論に、私は経済財政諮問会議の中で、そういう議論を当然今後していくことになるかと思う。実は、政府の作業としては、今後2か月ないしは2か月強位の間に、中期経済財政見通しというのを作ることになっている。これは、こういうものを日本の政府は作ったことがない。経済見通しはかつて経済企画庁が作っていた。財政の中期の試算を大蔵省は行なっているが、マクロの姿と財政の姿をコンシステントに捉えて、その実体的な姿を示した見通しというのは日本の政府は作ったことがない。これは今回作ることにもなっているので、その中でやはりデフレの問題、物価の問題がどうなるのかというようなことは当然に、日本の経済を描く一つのビジョンになる訳である。これは総裁御自身に経済財政諮問会議のメンバーになって頂いているので、そこでの政府は一体何をビジョンに掲げて、何を目標にして政策運営をしていくのか、その中でそれぞれの部署の役割、財務省の役割、経済



産業省の役割、独立して政策を議論する日本銀行にも当然のやはり役割がある、そういう形での部署部署でのコミットをして頂くのが一つの新しいやり方ではないかと思う。日銀の独立性というのは、私達も大変重視しているが、新しい政策の仕組みが今、動こうとしている中でそれぞれの新しい役割分担のようなものが議論されていく必要があるのではないかと考えている。最後に繰り返しになるが、今申し上げたような形での構造改革は、その範囲で急いで進めているので金融面からのサポートは引き続き是非ともお願いしたいというのが私共の立場である。

速水議長

ありがとうございました。村上財務副大臣お願いします。

村上財務副大臣

本日は本当にありがとうございました。特に2日間かけるところを総裁の英断により、今日中に発表して頂くということ本当にありがとうございました。一言申し上げたいと思う。政府は「構造改革なくしてわが国経済の再生と発展はない」という決意の下、先行して決定・実施すべき施策を「改革先行プログラム」として取り纏めると共に、平成13年度補正予算の編成について準備を進めることにしている。なお、総理指示においても適切な金融政策運営への期待が盛り込まれたところである。

8月14日に金融緩和措置が講じられたが、消費者物価指数を見ると物価の下落が一層顕著となっている。政府としては、従来から申し上げてきたとおり、現在の持続的な物価下落は企業活動や消費等様々な面で悪影響を与えており、日本銀行におかれては、物価下落を阻止するための政策論議を深めて頂きたいと考えている。

日本銀行としては、物価が継続的に下落することを防止するために強い意志を表明している。依然として物価下落に反転の兆しが見られない中においては、現下の物価下落に対処するため、金融政策への国民の期待に日本銀行として応えていくことが重要であると考えている。従って、人々の心理面に働きかける効果をも期待しながら、より実効性のある金融緩和が

必要であり、機動的に金融政策運営を行なって頂きたいと考えている。また、17日にFRBおよびECBが相次いで緊急利下げを行なったように、国際的に協調して迅速な対応が求められているという事情もあり、日本銀行におかれてもこうした国際的な流れを踏まえ、ご判断して頂きたいと思う。

その際、現在臨時で行なっている金融調節の枠組みを継続すること等を含め、経済により効果のある政策を幅広くご検討頂きたいと考えている。なお、金融調節に当たっては、為替介入により供給された円資金の活用を図ることも一つの方法であると考えている。政策委員各位におかれては、ご審議にあたり、以上申し上げた政府の考え方等につきご理解を賜りたく、お願いする。

これが一応公式見解であるが、あとはオフレコでちょっと述べさせて頂きたい。総裁の許可を得てペーパーを配らせて頂いて宜しいか。これは参考ペーパーなのでたたき台であるから読んで破棄して頂いて結構である。配って頂けるか。

#### [資料配布]

私のような若輩者で浅学非才の者がこうしたペーパーを配らせて頂くのは非常に僭越であることは重々承知しているが、半年以上日銀のこの政策委員会・金融政策決定会合に参加させて頂き、日銀政策委員の皆さんのご苦労というか心情を察するに、やはりもっとうこうトータル的な全部の判断が必要ではないかと思い、色々な意見を集約してみたが、今日は三木委員、須田委員、田谷委員や色々な方の意見がこういう感じのかなということ纏めさせて頂いた。なぜこれを作ったかという、要するに先程竹中大臣が言ったように、小泉総理は要するに構造改革内閣ということであるが、不良債権処理、財政の構造改革、経済の構造改革、それとデフレ対策を含めてどういう手順で、どういう量で、どういう切り口でやるかというのが、残念ながら今、日本全体で統括するところがなくなってしまった。特に財金分離になってから、例えば、先程須田委員が言われたように、やはり私は不良債

権の処理が一番重要だと考えるが、このまま行くと市場原理に委ねるのか、私が大蔵委員長の時に作った資本注入の再立法をするのか、それとも今までやってきたような先送りのままにするのか、それについて誰もはっきりした目標がない。何を言いたいのかと言うと、結局、せつかくこういう優秀な皆さん方が集まっているのに、それぞれ細切れのパートでやっているものだから、国全体としてどういったことをやっていくかというところが今のところ見えてこない。だからこそ、先程来色々と話を聞いていると、不良債権の処理、財政構造改革、経済構造改革そしてデフレ対策にどういう優先順位でやっていくかというスタンスが決まらないから、結局議論が集約されていっていない。先程ちらっとみていると自民党の方は、山崎さんがRCCに10兆円を用意するようなことを言ってみたりしている。やはりここは総裁や竹中経済財政政策担当大臣やうちの塩川財務大臣等関係閣僚に集まって頂いて、基本的にまずどういう方向でいくかということを決めて頂くのが私は重要ではないかという気がする。特にこの不良債権の処理は、先程須田委員が言ったように、これがずっと遅れているから資産デフレと信用収縮が止まらない。結局よく言われるのは銀行の信用創造機能を回復させない限り、幾ら量的緩和をしてもそれから下に行かないのではないかという意見がある。それから財政の構造改革においては、さっき補正の話があったが、カンフル注射的な安易な財政出動を続けていたら非健全部分は全然直らないじゃないかとか、逆にアメリカ、イタリア、スウェーデンはマイナス経済成長の時にきちっと財政構造改革に入っているという意見もある。ただ、先程山口副総裁が言ったように、デフレ効果にならないようにどうしたらいいかということやはり考えていかなければならないと思う。それから経済構造改革、これがやはり基本で日本経済の一番の原動力なのであるが、将来性のない分野に幾ら人材と資金を貼り付けておいても意味がないのであるが、そういうものに対して補正予算はどういうふうにインセンティブや方向性を付けていくかということやはり考えていかなければならない。特に私が今一番感じているのは、——ペーパーの一番左下に書いてあるように——実は個人資産1,400兆円

のうち、ご承知のように2/3以上は60歳以上が持っている。3/4を50歳以上が持っている。はっきり言うと30代、40代の消費は落ちていないが、結局この人達が使ってくれない限り景気は浮揚しない。こういう人達に対してどういうサービスや物がそのニーズとしてあるのか、例えば良質な医療なのか、良質な介護なのか、それとも癒し系グッズなのか、そこら辺をやはり皆で本当にその需要を探していかなければならないのではないかと思う。それから先程話があったが、産業空洞化対策で結局やはり電気代やガソリン代や電話代等の高コスト体質、それから特に流通、物流のコストが高すぎる。これはどんなに各企業がコストダウンしても中国に勝てない。こういう全体の政策をどういう順位でどういう優先的にやっていくかということをややはり皆で知恵を出し合って考えないといけない。私はいつもこの会議にはこれだけ優秀な人がいるのに、勿論日銀の金融政策決定会合であるから限定されてしまうが、やはり全体像を見てやらないといつも三木委員が言われる合わせ技ができないのではないかと心配している。であるから、こういうふうに誠に僭越な文章を、これは破棄して頂いて結構であるが、この不良債権の処理、財政構造改革、経済、そのデフレ対策をどういう手順でどういう量でやっていくかということをや、やはり総理を中心にきちんとしたスタンスを早く決めないと、財政や金融や全てがバラバラでやっていたのでは私は効果が非常に薄いのではないかと、それを非常に懸念する。そういうことなので、これだけの日本の英知がここに結集されている訳であるから、そういうことを今後経済財政諮問会議やあらゆる分野でやはり皆様方の英知が結集できるような場というか受皿というものを作って、皆で知恵を合わせていく必要があるのではないかと思う。この半年間、この会議に出させて頂いてせっかく皆さん方がご苦労されているが、結局、マスコミは日銀は何をしているのかというバッシングになってしまう訳であり、そういうことで終わっていたら、せっかく皆さん方の努力というものがうまく活かされないのではないかということがある。そこら辺を財政政策、経済政策、金融政策をどういう方向で集約していくかということをやそろそろ小泉総理の下である程度方向性を出さ

ないと不良債権の処理も皆が勝手にバラバラにやっていたのではいつまで経っても解決ができないのではないかとということで誠に僭越であるが、こういう私の所感を述べた。以上である。

速水議長

ありがとうございました。今のこれは出さなくていいか。

村上財務副大臣

出さなくてよい。ただ、正直言って、これを誰も言わない。結局、私はこの半年間、森内閣、小泉内閣を見ているが、財金分離されたり、日本全体に、色々なことを誰もその全体像を見ながら押し進める力がなくなっている。昔であれば、三木委員、財界はきちんと言ったと思うが、この間経団連でも話しをさせてもらったが、皆、株価が1万円を割ったら大変だ大変だという言い訳ばかりする。それではどうして欲しいのだということを言わなければそれはやはり本当のところは伝わってこない。

速水議長

分かった。いい話であった。今ちょっと村上副大臣がおっしゃった不胎化の問題であるが、随分とこの間大量の円売りドル買いをやって頂いて、明日我々の当座預金はおそらく9兆位に膨らむであろう。これはゼロ金利であるから、増えてくる訳にはいかないのです、この9兆円の中でそれを収めていくとご理解頂きたい。

村上財務副大臣

それは先程中原真委員も言って頂いたし、財務大臣もそれを言って頂いたし、今言った不胎化についても、うちの大臣が記者会見で質問されたから言っただけであり、皆さんのあれはよく分かっている。

### 中原眞委員

一つだけちょっと分からないのだから、先程頂いたペーパーの右下に手書きで書いてあるのは村上副大臣のご意見なのか。

### 村上財務副大臣

だからこういう意見もあるということを書いただけである。ただ、こういう意見が、中原眞委員、出ているということはやはり先程須田委員が言ったような不良債権の処理が先だというのなら、やはり皆でそういう方向にもっていかないと、はっきり言って今のまま柳沢先生が言ったからといって私は不良債権の処理は進まないと思う。先程述べたように、うちの山崎さんが用意すると言っている、経団連の今井さんにしても、それから銀行協会の会長も、いや資本注入はいらないんだと言っている。こんなチグハグなことでは国策として統一性がない。それだったら、中原眞委員のような金融の専門家がはっきりばしっと言わないと。そうしないと中原眞委員、いつも私は思うのだが、皆せっかくこれだけの英知がありながら金融がどうのこうの、財政がどうのこうのと皆チグハグである。これではやはりせっかくの日本の持てる力が結集できていないと思う。ただ、ここに書いたのはこういう意見があるというだけであるから、私の意見もあるのだが、それだけではない。ただこれだけの全体像は、こういう鳥瞰図的な見方でどうするかということを実は皆がこういう議論で、こういう場で議論すべきではないかと、それが残念ながら今、党にも政府にもそれから国会にもないのが日本の現状である、三木委員、これが一番まずいと思う。以上である。

### 速水議長

ありがとうございました。

### 三木委員

優先順位から言えば、まず第一にやらなければならないのは、この不良

債権である。

村上財務副大臣

そうであろう。そう思うのであれば、三木委員、やはり皆がそれをできるようにもっていかなければならない。

三木委員

そうである。だからこそRCCの問題、公的資本注入、これしかない。

村上財務副大臣

そうそう、だからそういうふうに山崎さんが言ってくれているのに、三木委員のところのOBの今井さんやそれから富士の橋本さんが要らないなんて、  
ことを書いている訳である。この国はどうなっているのかと思う。経済の主体である人達がそんな自己否定みたいなことを言ってしまう訳なのだから。こんなことでは、政策の一貫性ができない。それで皆さん方が一生懸命努力してもやはり金融部門のところだけしか言及できないから、何やってるんだ何やってるんだとバッシングばかりになるのであろう。だからやはり全体の財政、経済、金融政策を全部トータルでどうするかということで議論しないと、皆さん方のせっかくの努力が浮かばれないのではないかと思って、非常に僭越ではあるが意見を述べた。

中原伸之委員

だけど、優先順位といっても色々な意見がある。不良債権処理だって、例えば中国をみると、中国の不良債権は日本よりずっと大きい。もっとうんと問題である。だけどあれだけ成長しているから隠れている。

それから自民党だって97年の選挙の時、加藤さんは幹事長、山崎さんは政調会長であったが、「分かった、問題は不良債権処理だ」と言って、選挙をやって負けてしまった。

村上財務副大臣

分かっていたら山崎さんも加藤さんもとづくにやっていますよ。私は幹事長の加藤さんに何回も言ったのだから。

速水議長

それでは議案の取り纏めに入りたいと思う。先程の委員によるご検討によると、当面の金融市場調節方針として米国テロ事件の影響、中間期末越えといった市場動向を踏まえて資金決済の円滑と市場の安定を確保するというので、一つ目は、当面日銀当座預金残高を6兆円を上回ることを目標として潤沢な資金供給を行なうべきである。二つ目は合わせて公定歩合を0.15%引き下げて0.10%とすべきである。さらに三つ目は公定歩合によるロンバート型貸付制度の利用可能期間を、金融機関については10日間に延長すべきであるというご意見が大勢を占めていたのではないかと思います。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式な議案を提出されたいという方がいらっしゃるか。

中原伸之委員

はい。

速水議長

中原伸之委員が提出されるということである。

それでは事務局は中原伸之委員の議案と私の議案を読み上げて頂きたいと思う。

雨宮企画室参事役

それでは読み上げさせて頂く。まずは中原伸之委員案が二本ある。金融市場調節方式の変更に関する件と、もう一本が金融市場調節方針の決定及び金融市場調節方式の変更に関する件の二本である。読み上げる。中原伸



之委員案である。「金融市場調節方式の変更に関する件。案件。2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」(別添)の2.について、下記のとおり変更すること。対外公表文は別途決定する。記。2001年1~3月期平均の消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)のレベル(99.1)を基準として、2003年1~3月期平均の同指数について、その基準レベル(99.1)を維持ないしはそれ以上に引き上げることを目的として、1.の金融市場調節方式による金融市場調節を行うこと。以上。」。別添が3月19日の決定文で、この中の2.をこの記に入れ替えるというご提案なので2.だけ読ませて頂くと「2. 上記1.の金融市場調節方式を、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続すること。」。これを入れ替えるというご提案である。

もう一つの方である。中原伸之委員案の二つ目である。「金融市場調節方針の決定及び金融市場調節方式の変更に関する件。案件。1. 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。記。日本銀行当座預金残高が8兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 上記1.を円滑に実施するために、2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」(別添)の3.から「ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高(支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース)は、銀行券発行残高を上限とすること。」の部分削除すること。3. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。別添が参照されている3月19日の決定文であるが、この3.を削除するという事なので読み上げは割愛させて頂く。以上が中原伸之委員案である。

次いで議長案が三本ある。一本目が、「金融市場調節方針の決定に関する件」。次が「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件」。三本目が「臨時措置として補完貸付制度における上限日数を引上げる件」。この三本を順番に読み上げる。一つ目である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 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。記。当面、日本銀行当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。二つ目である。「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。案件。日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を年0.15%引き下げ、下記のとおりとし、平成13年9月19日から実施すること。対外公表文は別途決定すること。記。基準割引率および基準貸付利率年0.10%。以上。」。三本目の議案である。「臨時措置として補完貸付制度における上限日数を引上げる件。案件。1. 平成13年9月16日から始まる1積み期間（準備預金制度に関する法律（昭和32年法律第135号）第7条第3項に規定する1月間をいう。）においては、臨時措置として補完貸付制度基本要領（平成13年2月28日付政委第22号別紙1.）5. (2)に定める上限日数を10営業日とすることとし、平成13年9月19日から実施すること。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

#### 速水議長

私の議案は多数の委員のお考えを集約してこの三つにした訳である。これで宜しいですか。ほかに議案や何か意見があればどうぞ。宜しいですね。それでは中原伸之委員、説明をお願いします。

#### 中原伸之委員

提案理由は最初の方だが、これは今回変えた理由は要するにこれまでの表現だと消費者物価指数の基準のレベルがどこにあるのかということが必ずしもはっきりしない。つまりインフレの率をゼロ%以上ということなので、それがいわばベース・ドリフトを起こすので今回はデフレからの脱出をはっきりと申し上げるために、本年の1~3月期の平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）のレベル、これは2000年の基準で99.1だが、それを基準とする。そしてそれを1年半後の2003年1~3月期にその同じ

レベルに維持する。あるいはそれ以上に上げるということを目的として金融調節方式を変える。インフレ・ターゲティングについては色々誤解が多いので、これはインフレ・ターゲティングの中の一つのやり方だが、いわゆるプライス・レベル・ターゲットというものを提案するものである。

それからもう一つの 8 兆円の方だが、これは提案理由としては先程縷々申し上げたが、実体経済というものが現在第一次オイルショック並みの速さで下降してきている。それから株価の動向から見ても 98 年の 10 月の安値を割る勢いで、現在は根底にある不良債権問題等を背景にして 97~98 年ないしそれ以上の金融危機が生じる可能性があるということを警告していると思う。従って、日本発の経済危機の 2 ラウンド目を生じさせてはならないので、そのためには現在行っている 8 兆円の当座預金をずっとキープする。ここにある 6 兆円以上ということではなくて、上回ることでなくて、はっきりと 8 兆円にしていくことが必要である。それが世界に対して日本の中央銀行としての責任を果たすことになるのではないかと考えるし、また 2 日間の金融政策決定会合を 1 日とする以上は、やはりこういったディレクティブの変更をして、当預の目標を 8 兆円と明示することが必要であると考えざるを得ない。このような変更がテロ事件で動揺している世界の金融経済界に対する日銀の貢献であると思う。以上である。

速水議長

何か質問あるいは討議することがありましたらどうぞ。

それでは採決に入る。議論が出尽くしたようなので採決に移るが、まず中原伸之委員の第一案、それから中原伸之委員の第二案とこの二つを採決して、その後、金融市場調節方針に関する議長案、公定歩合の変更に関する議長案、公定歩合によるロンバート型貸付制度の利用可能期間の延長に関する議長案について順に採決することとするが異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

採決に入るので、政府からの出席者は、少しの間外して下さい。

[政府からの出席者退室]

宜しいですね。ご異議がないようなので採決する。議案を順番に採決していきたいと思う。まず中原伸之委員の第一議案について採決する。

[中原伸之委員の「金融市場調節方式の変更に関する件」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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果をご報告する。賛成 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

それではその次に中原伸之委員の第二議案を採決する。

[中原伸之委員の「金融市場調節方針の決定及び金融市場調節方式の変更に関する件」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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果をご報告する。賛成1、反対8。反対多数である。

速水議長

それでは中原伸之委員のご提案は否決された。続いて金融市場方針に関する私の議案を持ち回って委員から決裁を得た後、結果を報告して下さい。

[議長の「金融市場調節方針の決定に関する件」の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

「金融市場調節方針の決定に関する件」の議長提出議案の採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。反対は中原伸之委員である。

速水議長

反対理由については後程纏めて伺うことにする。次に公定歩合の引き下げに関する議案を持ち回って委員から決裁を得て下さい。

[議長の「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件」の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件」の議長提出議案の採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。反対は中原伸之委員である。

速水議長

反対理由はまた後程お願いする。次に公定歩合によるロンバート型貸付制度の利用可能期間の延長に関する議長案を持ち回って決裁を得て下さい。

[議長の「臨時措置として補完貸付制度における上限日数を引上げる件」の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

中原伸之審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

#### 横田政策委員会室長

「臨時措置として補完貸付制度における上限日数を引上げる件」に関する議長提出議案の採決結果をご報告する。賛成 9。全員一致である。

#### 速水議長

それでは採決が終了した。それでは中原伸之委員からもしあれば反対理由をお願いします。

#### 中原伸之委員

まず議長案の 6 兆円を上回るという案だが反対である。理由は一つは、6 兆円を上回るという表現は極めて不明確、不透明で、これまで日銀ができるだけ排除してきた裁量的な政策を再び招くものである。非常にアカウントビリティーが低下したと私は思っており、まずそれが反対の第一の理由である。それから第二の理由は、現在経済が悪化している時に経済悪化、株価下落に歯止めを掛けるためのしっかりとした対応を打たないと、先程申し上げたように経済、株価はさらに混乱して、場合によっては日本発の 2 ラウンド目の経済混乱が十分に起こり得る。そしてわが国の株価の動向はそれを示唆しているし、そのうえにさらに米国のテロ事件の発生が追い打ちをかけているということだと思う。それから第三の理由は、現在の局面に対する認識が私は甘いのではないかと思っていることである。今回のアメリカのテロ事件はニューエコノミーが永遠に続くという幻想を砕いて、米国経済に大きな衝撃を与えて下期回復説を完全にふっ飛ばしてしまったばかりか、先程申し上げたように恐らく後世からみて米国を中心とした世界経済秩序が変貌を遂げていく。あるいはグローバリゼーションが阻害されるという象徴的な出来事だった可能性がある。そういった中で日本がいかに対処すべきかということについて考えると、輸出というもの



がこれまでのように頼れなくなる。先程冷戦型のアメリカの消費構造が終わりを告げるようになるのではないかと申し上げたが、そういった意味でここで十分金融緩和をして現在を支えていくということから現状維持では不十分である。それから四番目として、何と云っても物価がまだ下落しているの、消費者物価から始まってGDPデフレーター、国内卸売物価、CSP I、いずれも前年比で下落していてしかもここに来て下落の度合いは加速しつつあるように見受けられるので、現状維持では不十分である。以上である。

それから公定歩合の方の反対理由を申し上げますと、一つは3月において政策転換をやった時に、リザーブ・ターゲティングについて、金利に関してはある一定の幅の中で変動するようにと考え、それがいいのではないかとということが一つの理由付けであった訳だが、その金利の変動幅について今回下げると小さくなり過ぎるというきらいがある。それからもう一つは、これは前から私は主張しているが、やはり公定歩合というのはある程度高くある必要がある、要するに一種の懲罰的な意味を含んでいると思っている。それからモラル・ハザードを防止するという意味があると思うので、現在の体系で十分であると思う。以上二点である。

#### 中原眞委員

少しいいですか。ただ今の中原伸之委員の6兆円云々というところの表現について私も若干気に掛かる点があって、表現方法としてはこれしかないかなと思うが、公表文の内容あるいは総裁記者会見でのご発言等については、私の気持ちとしてはとにかく今8兆円、9兆円できているのであれば、できるだけこれを続ける。ただこれが本当に続けられるか、札割れが生じないかということについて懸念があるが、その趣旨で6兆円以上という表現だけを取ると、三木委員もその辺りのご発言があったが、印象的にはやや現状維持、後ろ向きという印象を与えかねないと思う。当座預金の増額に伴う効果云々の議論は、もう既に我々十分にやって色々な議論があったが、とにかくそこは割り切ったのであれば、この対外公表文あるい

は色々そういう記者会見等の発言については相当強調して頂きたいと私は考える。

三木委員

当然強調して頂く訳だろう。

中原伸之委員

今の点で、先程提案理由の中に一つだけ落としたのでまた申し上げると、8兆円やるために必要があれば現在の買切オペを6千億円から8千億円に増やす、後2千億円増やすというのが良いと思う。肝心なところを抜かしたので追加して入れておいて下さい。

速水議長

6兆円から8兆円への提案理由としてか。

中原伸之委員

提案理由の中に追加しておいて下さい。

速水議長

それでは政府からの出席者をお呼びして下さい。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として、「1. 当面、日本銀行当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う」とする議長案が賛成多数で決定された。さらに二つ目の「公定歩合を0.15%引き下げ、年0.10%とする」という議長案も賛成多数で決定された。三つ目の「公定歩合によるロンバート型貸付制度の利用可能期

間を上積み期間について 10 日間に延長する」議長案が全員一致で決定された。増淵理事と山下金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるようこれを以って指示するので願います。

続いて対外公表文の検討および決定に移りたいと思う。原案ができていたら配って下さい。

[対外公表文の案について事務局より配布]

白川企画室審議役、全文を読んで下さい。

白川企画室審議役

読み上げさせていただきます。「金融市場調節方針の変更および公定歩合の引き下げ等について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を決定した。(1) 金融市場調節方針の変更(賛成多数)。当面、日本銀行当座預金残高が 6 兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。(2) 公定歩合の引き下げ(賛成多数)。公定歩合を 0.15%引き下げ 0.10%とし、明日より実施する。(3) 補完貸付制度の利用上限日数の引き上げ(全員一致)。補完貸付制度(いわゆるロンバート型貸付制度)の公定歩合による利用上限日数を、今積み期間(9月16日~10月15日)について、5営業日から10営業日に引き上げる。2. 日本銀行は、さる9月11日の米国における同時多発テロ事件発生後の流動性需要の高まりを受けて、日本銀行当座預金残高を大幅に拡大させるなど、資金決済の円滑と金融市場の安定の確保に向けて、万全の措置を講じてきた。3. 内外の金融市場をみると、主要中央銀行による潤沢な流動性供給や、市場参加者による適切な対応の結果、これまでのところ、取引や決済の混乱は回避し得ている。しかし、今回の事件によって米国金融センターが大きな被害を受け、市場参加者等の心理面への悪影響も懸念される。それだけに内外金融経済情勢については、引続き細心の注意をもって守っていく必要がある。また、今後、万が一にも

資金決済の円滑や金融市場の安定が損なわれるような事態になると、これまでの思い切った金融緩和措置の効果浸透に支障をきたすおそれがある。

4. 日本銀行では、以上のような状況に鑑み、金融市場の安定を確保するとともに、金融緩和措置の効果、浸透を維持、強化する観点から今回の措置を実施することが適当と判断した。5. これまで繰り返し強調してきたとおり、金融緩和の効果が十分に発揮され、日本経済が安定的かつ持続的な成長軌道に復帰するためには、不良債権問題の解決をはじめ、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展が不可欠である。その意味から、今回の事件の影響や構造改革に伴う様々な痛みを乗り越えて、各方面における改革への取り組みが、たゆまず進められることが強く期待される。6. 日本銀行では、不良債権処理に伴う問題への対応も含め、日本経済の安定的かつ持続的な成長の基盤を整備するため、今後とも中央銀行としてなし得る最大限の努力を続けていく方針である。以上。」。

速水議長

ご意見等ございましたらどうぞ。

山口副総裁

三番目のパラグラフで三行目、「今回の事件によって米国金融センターが大きな被害を受け」というのは言わない方が良いのではないか。

増淵理事

「米国金融センターが大きな被害を受け」というところだけだろうか。あるいは「市場参加者等の心理面への」というところもか。

山口副総裁

その後段はどうするのかな。「米国金融センターが大きな被害を受け」ということはかなり重要なステートメントになってしまうので、とった方が良いかなと思う。

増淵理事

「今回の事件による市場参加者等の心理面への悪影響が懸念される」というのはいかがか。そこを残すというのはどうか。

山口副総裁

今回のテロ事件以後の事態というのは、市場参加者の心理面への悪影響だけではなくて、例えば米国消費者のマインドが変わるのではないかとか、もう少し広い範囲でのある種の不確実性の高まりである。

増淵理事

本当は「等」としたのは、色々な経済主体ということを含めた積もりだが、むしろそちらを取り出すということはある修文かと思う。

白川企画室審議役

「経済主体」という言葉が少し固いかなと思って「市場参加者等」にしたのだが、「今回の事件による経済主体の心理面への悪影響」というのも一つの案だと思う。

三木委員

少しいいですか。ほかの質問だが。

増淵理事

どうぞお願いします。その間に少し考えておく。

三木委員

まず二項目めに入れるべきだろうと思うのだが、先程中原伸之委員からお話があった大幅に拡大云々と万全の措置、ここはむしろ具体的に8兆円前後のところまで持ってきてやっている訳だから、一番上は6兆円を上

回るとあるが、前回の時の公表文は6兆円程度ということであったが、それに対して現実にはこういう措置を取った、こういう形でやってきているということをやりはっきりさせておく必要があるのではないか。そしてもう一つは、不安から来るそういう資金ニーズがあったから、これが要するに金融システム不安に繋がってはいけないので、そういうニーズに応えるためにこういう措置を取ってきているというこの二点をここでむしろ少しはっきりさせておいた方がいいのではないかということ。

それからもう一つは5番、これまで繰り返し強調してきた、これはあくまでも構造改革と並行して一緒にやらなければいけないということはいいのだが、その前に、前回も総裁から言って頂いたように、日本銀行としてデフレ・ファイターとしてのその姿勢、これは断固としてやるということとはあの時言った訳であるが、そこをやはり構造改革、不良債権問題も言うのならやはりここでも改めて言うべきなのではないかと思う。独自にこういうことも必要だということも、これがいわゆる期待に訴えるという面にも一つあるので、その二点である。表現はまかせる。

#### 中原真委員

私も今の三木委員のご意見に賛成である。3月、8月のステートメントに入っているのと同じ文言を少なくとも入れて、まさに三木委員がおっしゃるデフレ・ファイターというものを強調すべきだと思うが、それは5番に入れるか6番に入れるか分からないがその点が一つ。

それから4番のパラグラフの二行目の「金融緩和措置の効果、浸透を維持、強化する観点」、特にこの「強化」というのがどこに掛かるのか、「効果浸透」を強化するということなのか「金融緩和」を強化するということなのか、私は今回は明らかに「金融緩和をさらに強化した」と少なくとも市場にはとってもらわないと困るので、その辺のところの表現としては、もう少し丁寧な表現をすべきである。また「より強力な緩和措置」というニュアンスを出すべきではないかという気がする。

速水議長

ほかにあるか。それでは始めから行きましょう。今の2の「日本銀行当座預金残高を大幅に拡大させる」というのをもう少し具体的に書いたらいいということですね。それから「2兆円に上る手形買入オペレーションを行い」という具体的なことでいいのかな。

三木委員

そういう形がはっきり表われるといい。

速水議長

これは変えてもいいですね。

植田委員

最後の中原真委員の点にも関係するが、本来の趣旨は臨時の措置だと思う。さらに技術的にもマーケットが普通の状態に戻ってしまえば、我々のこれまでの理解では8兆円は供給不可能である。ひょっとしたら来週には、すぐ6兆円に落ちてしまうかもしれない、ということも念頭に置いておかないといけないと思う。そうなってもこれは何か日銀がスタンスを後退させたのではないということが了解してもらえそうな書き方になっていないと、非常にリスクが高いと思う。まあ6兆円まですぐ下がることはないと思うが。

三木委員

それがあからもう少し具体的に2. で入れたらどうかと言っている訳である。

植田委員

ただ、この書き方の趣旨は、一つはそれを全然具体的にしないことによってそこに対する保険を掛けているという面もあるんだと思う。

#### 中原眞委員

私は、現実の問題としては、極めて近い将来、6兆円に戻ることはもうあり得ない、戻せないのではないかと思っている。勿論今の6兆円だって今後札割れがどんどん出てきたら6兆円も達成できないということもあるが、少なくとも金融政策上の目標としての数字としては、これを臨時的な措置でいずれ6兆円に戻るんだよという前提では私は出せないだろうと思っている。それは落とし所は6兆5千億円、最終的には本当に安定した時に6兆5千億円になるのか7兆円になるのかあるいは8兆円いけるのか分からないが、6兆円に戻るという前提では私は考えていない。

#### 田谷委員

私はその場合であれば(1)でそもそも我々がもう既に決定した文が変わってくると思う。6兆円を上回るということを言っている訳で、これは予備的な需要がある間は6兆円を越えても供給するというディレクティブであって、これが6.5兆円、7兆円、あるいは7.5兆円にするという了解の下に我々決定したことではないと思う。

#### 植田委員

だから放っておけば少なくともこのディレクティブは来月までのディレクティブである。全体としては来月6兆円に戻るんだと思う。それはまあ来月決定することだが、そこで7兆円にできるならやるという意味決定もあり得ると思う。ということと本当に7兆円とか6.5兆円とか6兆円を上回る残高をずっと続けていけるのかどうかというのは極めて今の時点で不確定な訳で、そこをコミットしてしまう訳にはいかないと思う。

#### 速水議長

この2.のところは8月14日のなお書きによって手形の買いオペを通じた当座預金の増加をやったということは触れておいた方がいいのでは



ないか。

#### 増淵理事

三木委員のご発言の趣旨をどういうふうに反映させるかちょっと若干の時間を頂戴したいように思う。それから山口副総裁のご指摘を踏まえてというところも若干の時間が必要かなと思う。

#### 三木委員

ここはいいんだろう、4. だったか。そこは簡単であろう。

#### 増淵理事

どこに入れるかというのは、6. が適当かなと思うが、今の緩和の性格というところはちょっと修文ということでは済まない話であるので、そこは固めて頂いているが、今私が申し上げたほかの三点についてはちょっと修文で対応できると思う。ただ、多少の時間は必要かなと思う。

#### 速水議長

では月報をやっている間に対応をちょっと考えて欲しい。では今の点を修正している間に金融経済月報を先にやらせて頂きたいと思う。

### IV. 金融経済月報の検討

#### 吉田調査統計局企画役

それでは実体面から説明する。まず、冒頭表現であるが先月の表現、「輸出と生産の大幅な減少を主因に、調整が一段と深まっている」という表現であるが、今月はそれを下方修正して「輸出の落ち込みを起点とした生産の大幅減少の影響が雇用・所得面にも拡がり始めるなど、調整は厳しさを増している」というふうに変えたいと思っている。変更のポイントは二つあって、まずこれは6月から言ってきた「調整が深まっている」という表現に変えて、「拡がり始める」ということで従来はリスクとして扱

がるリスクがあると言ってきたものを少しそういった傾向が出てきているので拮がるという言葉を使ったという点。それからもう一つのポイントは、「調整は厳しさを増している」ということで、よりストレートに厳しいという表現を冒頭にもってきたという点である。

それから各論では、先程調査統計局長から説明があったとおり、幾つかのコンポーネントについて弱めている。具体的には個人消費であるが、先月まで「総じて見れば、横這いで推移」としていたが、今月から「一部に弱めの指標もみられるが」というのを加えることで弱さを少し出したいと思っている。それから個人消費の関係では、所得形成のところも先月まであった「弱まりつつあるように窺われる」、の「ように窺われる」を取り、少し断定的な表現にしている。それから設備投資についても、アンダーラインがあるように「減少も明確化してきている」ということで製造業中心ではあるが「明確化」という言葉を入れてここも下方修正している。それから非常にマイナーな点であるが、住宅投資について先月まで「減少」と言ってきたが、水準的に見てもかなり着工戸数は低いレベルに到達しているので「低調に推移」というような表現に若干変えさせて頂きたいと思っている。

それから先行きの方であるが、これは段落毎に述べる。まず最初の「今後の経済情勢についてみると」の段落であるが、ここについては書いてあることは大きく変わらないが若干幾つかの情報を追加しているということであり、一つは設備投資について今後「減少傾向を辿るとみられる」というのは同じだが、一つの動きとして「情報通信分野で投資計画の下方修正が相次いでいる」と先月末に集中的に起きたこのハイテク分野の企業のリストラの動きということがあるということを明示的に入れている。それから次のアンダーラインであるが先月までなかったのだが、今月から個人消費に関する表現を加えており「個人消費も雇用・所得環境の悪化が続く中で、次第に弱まっていく可能性が高い」というふうに入れている。その後アンダーラインがある「こうした最終需要の動きに加え」というのは単に接続詞のところを長くしたというだけである。その次の段落は、全部ア

ンダーラインが引いてあって、それは何を意味しているかと言うとほぼ全面的に修正した。ここの段落は先月修正したばかりなのであるが、1か月経って振り返ってみると、やはり既に状況は一段と悪くなっているということかと思う。まず一つには先月言っていたことの中で、「世界的な情報関連財の在庫調整が年末辺りに一巡するだろう」というのが当時の見方の大勢だというふうに思うが、さらに最終需要が落ちてきていることもあり調整も後ずれしそうなこともあり、今は来年春辺り位までという見方の方が多くなっている。

それから海外経済であるが、これも「米国を中心に回復に転じるとの見方がなお一般的」ということについては、先月も既にご議論があったが、当月、今の状況になってみると、もはやこういうふうには言い難くなっている。従って、それを前提とした「輸出はいずれ回復に向かう」という表現についてもなかなかこれも断言し難くなっている。それから個人消費の裏付けとなる家計の所得形成についても「弱まっていくとみられる」というよりは既に「弱まる」ということが半ば現実化して来ている。従って、ここのところは次のように全面的に改めたいと思う。読み上げると「情報関連財については、最終需要が世界的に低迷する中で在庫調整が遅れ気味であるものの、来春辺りまでには一巡するとの見方が多く、この分野での生産減少にはいずれ歯止めが掛かると思われる」ということで、これも早川調査統計局長も申し上げたことだが、情報関連財の在庫調整で生産が今大幅に減っているが、このままで今のペースで減り続けるということは、この分野に関して言えないであろうということである。ただ、その後最終需要の伸びは鈍くなっているので急速に回復することも想定し難い訳である。従って、その文章の後「しかし」でひっくり返して、情報関連財の動きも含めて「世界経済の同時減速傾向が続くもとで、米国をはじめとする海外景気の回復見通しには、不透明感が一段と強まっている」ということで、文章には書いていないが、従って、輸出の回復も難しくなりつつあるということである。その後は国内に関する表現で、新たに付け加えているが、「国内においては、企業収益から雇用・賃金に向かう所得形成メ

カニズムがマイナス方向に働き始めている」ということ、「政府支出も減少基調を続けると見込まれている」という点を踏まえると、結論として「生産活動が全体として下げ止まるまでには、ある程度の時間を要すると考えられる」という結びにしている。その後のところの「以上を総合すると」も少し変えていて、ここも下方修正だが先行きについては「わが国の景気は、輸出の減少を起点とする景気の調整が徐々に内需面に拡がり、それが調整を長期化させていく可能性が高まっている」と考えられる。前月と比べると、前月は「当面、調整が続く」という表現だったので「長期化」という言葉が入っているのでここも下方修正である。その後だが、「景気の脆弱な地合いが続く中で、内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて实体经济に悪影響を及ぼすリスクが」というところは実は先月と同じだが、「一段と強まっている」ということで「一段と」を入れている。逆に先月あった「景気調整の広範化のリスク」については既に広範化しているのでこれは除外している。

それから物価だが最初の段落、これは事実を書いているところだが、輸入物価については先月まで「概ね横這い」と言っていたが、最近では「国際商品市況の軟化などを反映して下落している」と変更している。国内卸売物価についても「原油高や為替円安の影響が薄まっている」ので、最近「下落幅がやや拡大している」のでこのところも下方修正している。消費者物価については、これまでは「幾分弱含みで推移している」としていたが、基準改定があって下落幅がかなり大きくなっていることもあるので、ここに来て足許さらに拡大している訳ではないが、「幾分」という言葉は取らせて頂こうと思っている。それから物価を巡る環境については、円安に関する記述を「これまでの円安は物価を押し上げる方向に作用している」というのは、円安ということ自体がそう言い難くなって来ているのでこの部分を削除している。それから最後の点だが、先行きの物価については、「当面、弱含みで推移する」に関しては、上段にある景気調整の長期化を踏まえてここは「緩やかな下落傾向を辿る」という形で表現を若干下方修正することにしたい。なお、米国のテロ事件に関する記述は今までのところは

ないが、これについては纏めて最後の部分で金融パートの後になるので雨宮企画室参事役の方から説明してもらおう。実体面については以上である。

#### 雨宮企画室参事役

金融の方は細かい修正で、逆にご説明したような最近の金融機関の貸出態度の慎重化について、例えば先月まで「兆しがみられる」とかヘッジを相当していた表現を若干ストレートにしたといったような修正が中心になる。一番大きな修正は総括のところで、前月までは今年の3月の緩和措置以降、「総じてみれば、緩和された状態で引き続き良く見ていく」という非常にフラットな言い方だったが、ご説明しているとおりの金融環境、非常に緩和している部分と、やや注意すべき部分とが分かれてきたこともあって、やや詳しく総括を書かせて頂いたことと、実体経済部分と金融パートの両方を受ける格好で米国同時多発テロ事件の発生を見守るということで締めてある。従って、読み上げさせて頂くと、「以上のように、最近のわが国の金融環境は、金融市場における緩和感の強まり、短期金利の一段の低下、マネー指標の伸長、市場を通じた企業の資金調達環境の改善などの点で、金融緩和の効果が浸透している。しかし、企業業績の悪化や金融機関の貸出態度の慎重化などを背景に、中小企業では、資金繰りの厳しさが強まる傾向も窺われており、今後の金融機関行動や企業金融の動向を注視していく必要がある。また、米国における同時多発テロ事件の発生が、内外の金融資本市場やひいては実体経済活動にどのような影響を与えるのかについても、十分注意して見守っていく必要がある」ということである。

それからまた例によって細かい市況の修文を二箇所だけ行ないたいが、長期国債流通利回りは、足許また下がっているので「概ね」を「最近では」にし、「1.4%台の4」を「3」に変えて「台前半」の「前半」を「半ば」と変えて頂きたい。読み上げると「長期国債流通利回りは、最近では1.3%台半ばで推移している」。それから円の対米ドル相場は、「118~119」とあるがこれを「116~118」に若干スライドさせて頂きたい。その二つで

ある。

#### 速水議長

何か異議があったらどうぞ。宜しいですか。

#### 中原伸之委員

基本的見解の例えば最初のところで景気の調整の話だが、やはり景気後退の深さとか速さとかに言及すべきではないかと思う。それから情報関連財のところの書き方が「来春辺りまでには一巡するとの見方が多く」とあるが、これはもう過去のものでテロの ATTACK が起きている現在でこういうことが言えるのかどうか、極めて疑問だと思う。それから公共事業の当初の落ち込みが地方経済に非常に大きなインパクトを与えているが、それについての記述が全くない。それからテロのことについては最後に書いてあるが、あれでいいというならあれでいいが、かなり私は深刻な問題であると先程から申し上げている訳だが、概して現状からみると、これは提案理由のところでも先程も申し上げたが、楽観的なトーンに終始しているのではないか。特に、株式というのが最大の先行指標であるが、それについてもきちんとした言及がないのではないかと思っている。以上である。

#### 田谷委員

一つだけ質問がある。最後の説明のところ、「マネー指標の伸長」と書いてあるが、これは確かにM2+CDは伸びているが、郵便貯金とかその他預金を合わせれば伸び率は着実に下がってきている。だから郵貯の振り替わりが主因だと思うので、これは必ずしも緩和効果が浸透している一つの指標ではないのではないかと思うが。

#### 雨宮企画室参事役

そこは実際に例えばM1とかベースマネーの現金のうち、郵貯シフト要因に基づく部分と金利低下の機会費用の低下に基づく部分が分けられ

ばもう少し結論ははっきりするが、郵貯だけかというところと恐らくやはり今年の2月以降の金利低下の機会費用の部分も相当程度上げには寄与しているだろうと判断して書かせて頂いていることである。

田谷委員

分かった。特にこれはどうしてもいやという訳ではないのだが、どういう意味で入れられたのかなと思って質問した。

雨宮企画室参事役

着目しているのは、郵貯でシフトしている部分も書いてしまえということでは全くない。

速水議長

それでは意見が出ましたが、採決させて頂きたいと思う。最終的な基本的見解を採決して下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

「基本的見解」の採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。反対は中原伸之委員である。

速水議長

では賛成多数で可決されたが、中原伸之委員、先程ご意見ありましたが付け加えることがありましたらどうぞ。

中原伸之委員

先程五点申し上げたが、特にテロ事件についてはこれまでに分かっているようなインパクトについてはやはりある程度記述すべきではないかと思う。その他については先程申し上げたとおりである。以上追加する。

速水議長

ただ今ご決裁頂いた基本的見解に沿って後段の背景説明部分は、必要があれば執行部で修文して頂きたいと思う。なお本件の対外公表については、9月20日木曜日の午後2時に行なう予定である。

V. 議事要旨（8/13～14日開催分）の承認

速水議長

それでは後の二件、簡単な案件があるのでお願いします。前回会合の議事要旨の承認である。前回8月13日、14日の会合の議事要旨をご承認頂きたいと思う。お手許のご異議はございませんか。

[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。この議事要旨は



9月25日火曜日の午後2時に公表する。

[事務局より決済文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

中原伸之審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

ご決裁終わりました。

速水議長

それでは議事要旨は承認された。

VI. 日程の承認

速水議長

次に本年10月から来年3月までの半年間について決定会合開催予定日の表をお配りしてあるかと思うが、ご承認を頂きたいと思う。半年分についてお配りしてある日程で宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

中原伸之審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

VII. 対外公表文の検討・採決

速水議長

それでは公表文の先程の修正点について執行部から説明して欲しい。

雨宮企画室参事役

コピーをとっているので、少々お待ち下さい。

修正したところを先に読み上げる。

速水議長

直したところだけお願いします。

#### 白川企画室審議役

2. である。「日本銀行は、さる9月11日の米国における同時多発テロ事件発生後の流動性需要の高まりを受けて、日本銀行当座預金残高を8兆円を上回る水準にまで大幅に拡大させるなど」以下同じである。それから3. である。上から三行目。「しかし、今回の事件が内外の金融資本市場やひいては実体経済活動にどのような影響を与えていくのか、引続き細心の注意をもって見守っていく必要がある」、これは先程の月報の表現に合わせている。それから次のページ、4. である。二行目だが、「金融緩和のより強力な効果浸透を図る観点から、今回の措置を実施することが適当と判断した」。それから6. である。「日本銀行では、物価の継続的な下落を防止するとともに、不良債権処理に伴う問題への対応も含め、日本経済の安定的かつ持続的な成長の基盤を整備するため、今後とも中央銀行としてなし得る最大限の努力を続けていく方針である」という修文をした。

#### 速水議長

意見があればどうぞ。

#### 植田委員

私は先程申し上げたような理由でやや不安だが、これ以上の修文というのは生産的ではないと思うので、総裁の記者会見で巧く説明して頂きたい。足許8兆円であると、そこまでは暫くの間は供給できるかもしれないし、そうできるよう努力する。ただ不安心理がマーケットで引いていけば8兆円という数字は無理になる可能性が高い。そのうえで10月会合に向けては6~8兆円のどこかの間で着地するのだろうと思う。どこで着地してもマーケットには混乱が、この結果として出ないような言い方を総裁におっしゃって頂くと、10月以降については今度の会合で議論する。

#### 三木委員

最後のところは余りそこまで具体的にする必要はない。

中原眞委員

ただ、10月以降もこういうディレクティブで進むということはあるのではないかと。

植田委員

それも有り得ると思う。

中原眞委員

だからこれはもう臨時のディレクティブということを経済政策委員に強調する必要もないし言う必要もない。そこで中原伸之委員がおっしゃる透明性とかそういう問題は出るかもしれないが、その時に確定金額をターゲットしたところまで戻るのがどうか、そこも含めて将来議論すれば良い。

植田委員

それはそうである。ただ究極の答えが分からない質問として、仮にテロ事件がなかったとしたら、今日決定したであろうそういう目標は6兆円なのか6兆円より上なのかという質問があると思うが、これは私は答えは分からない。

中原眞委員

分からないですね、それは。

速水議長

これで宜しいですね。記者会見では一所懸命説明をする。

村上財務副大臣

総裁すみません、ちょっと厚かましいが、記者会見でお願いしたいのは例の非不胎化について、うちのほとんどが介入資金を回収せずと言っている。

るので、記者会見では一つ宜しく願います。誠に厚かましいお願いだが。

三木委員

それはやはりそうあるべきだと思う。実際にこの段階では余り意味のない議論が必要だと思う。

中原伸之委員

だけど外国は凄く注目している。

植田委員

ただ言える表現は、介入資金も利用して円滑な資金供給を行なっていく方針ということであろう。

速水議長

それでは宜しいですね。決裁採って下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

対外公表文の採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1。反対は中原伸之委員である。

中原伸之委員

議案に 6 兆円を上回るというのを反対したので、これに反対した。

VIII. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は 10 月 11 日および 12 日に予定している。なおご如才もないことながら決定会合における議論の内容はご自身の発言も含めて厳に出席者限りとして、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点からも皆様におかれては引き続き厳正な機密管理に努めて頂くようお願い申し上げます。本日は本当に長時間に亘ってどうもありがとうございました。

(午後 6 時 48 分閉会)

以 上