

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年10月11日

10月12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：

財務省 藤井秀人 大臣官房総括審議官（11日14:00～16:04）

村上誠一郎 財務副大臣（12日9:00～13:05）

内閣府 小林勇造 政策統括官（経済財政一運営担当）

（11日14:00～16:04、12日12:10～13:05）

竹中平蔵 経済財政政策担当大臣

（12日9:00～12:10）

（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

企画室調査役

山岡浩巳

企画室調査役

清水誠一

## I. 開会

速水議長

それでは定刻になったのでただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

はじめに会合の取り進め方について申し上げる。本日は金融経済情勢に関する執行部からの報告と、関連する質疑応答のセッションとしたい。明日は午前9時に会議を再開し、金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なう予定である。

政府からの出席は本日は財務省からは藤井総括審議官、内閣府からは小林政策統括官である。明日は財務省からは村上財務副大臣、内閣府からは小林政策統括官が出席の予定と伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としている。委員及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、金融経済情勢等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からお願いする。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

山下金融市場局長

まず前回会合以降の金融調節運営であるが、当座預金残高見込みの推移は、大別して三つの局面に分けてみる事ができる。第一は前回会合以降、

中間期末となる 9 月 28 日までの期間であり、米国での大規模テロ事件の影響や、期末要因を背景とする予備的資金需要の増大に対応して大量の資金供給を行なった局面である。9 月 28 日の当座預金残高実績は、結局 12 兆 5 千億円と昨年 3 月末の 18 兆 3 千億円、この時は Y2K 騒ぎの余波で年度末の資金需要が大幅に拡大した時であるが、それ以来の水準となった。こうした潤沢な資金供給を続けてきた結果、無担オーバーナイト・コール加重平均レートは、期末日を含めて 0.002~0.003% の大変落ち着いた推移となった。幸い 9 月中間期末を格別の波乱なく越えることができた。第二の局面は 10 月入り後の一週間である。内外金融市場の落ち着き回復や中間期末要因の剥落を受けて、資金需要が大きく減退してきたことから、資金供給額を徐々に減少させてきた局面である。先週末 10 月 5 日の当座預金残高実績は 8 兆 3 千億円まで減少している。この間コールレートは大量の余剰資金の存在を背景にして、史上はじめて 0.001% まで低下している。第三は今週入り後の局面である。アフガン空爆開始という新たな材料自体は、先行き不透明感を一段と強めたことは事実であるが、短期金融市場取引ではこれまでのところ目立った反応は窺われていない。ただ当座預金供給額が徐々に引き下げられる下でも、一部外銀が大量の超過準備保有を継続していることが市場関係者に意識されはじめたことから、一昨日午後辺りからコールレートがやや強含んでいる。昨日はこうした状況を眺め資金の出し手が強気の出し姿勢に転じて、オファーレートを 0.01% 前後に引き上げたため、朝方から出合いレートが一段と強含む気配を示した。こうした状況を踏まえて即日、買手オペを実施し、当座預金供給額を 7 兆 7 千億円に引き上げたが、結局加重平均レートは 9 月 12 日以来の 0.019% まで上昇している。本日は朝方からオファーサイドが 0.02%、ビッドサイドが 0.01% で睨み合い、オペ待ちの展開となったので、資金供給を行わずに放置するとレートが跳ね上がる可能性が高いと判断して、9 時 20 分の定例オペにおいて買手オペで 5 千億円の資金供給を実施し、当座預金残高見込み額を 8 兆 9 千億円に引き上げた。その結果 0.005% での出合いが膨らみ、午前中の加重平均レートは 0.01% となっている。午後に入っ

てからは大体 0.003 とか 0.004% で落ち着いた取引になっている。当面の金融調節運営を考えるうえでの最大の注目点は、ここに来て外銀の超過準備保有額が大きく膨らんでいることである。これは、一部優良外銀の円転コストが特にテロ事件以降かなりのマイナスとなる状況が続いているため、これらの外銀にとっては、円転により調達した資金を本行の当座預金に超過準備として置いても十分鞘が取れることが背景となっている。本来であればその円資金をコール市場に放出して金利を稼ぐのが普通であるが、現在の超ゼロ金利の下ではオペレーショナルコストや運用のリスク等を考えると、これらの外銀サイドでは市場運用をする意味はないと判断し、日銀当座預金に資金を積み上げているようである。こうした資金が 3 兆円以上抱えられてしまうと、昨日のように実績ベースで 7 兆 7 千億円の当座預金を供給しても、マーケットに出てくる資金は 5 兆円以下となるので、その他業態の超過準備保有等を勘案すると余剰資金は見掛けほど多くはないため、コールレートに上昇圧力が掛かりやすい。因みに、昨日の超過準備残高 3 兆 8 千億円のうち、外銀保有分は 3 兆 3 千億円である。市場関係者からはこうした大量の超過準備の滞留について、超ゼロ金利の下での市場機能の低下を象徴する動きといった指摘が聞かれている。私共としては今後も外銀の超過準備の保有状況をはじめとする当座預金需要の動向や年末越えの資金取引動向などを睨みながら、適切な資金供給を実施することにより、引き続き市場地合いの安定確保に努めて参りたい。

次に前回会合以降の金融・為替市場の動向であるが、この間における最大の注目点は、米国大規模テロ事件発生を受けた株価の動きである。米国株価は 9 月 21 日をボトムに反発に転じ、ひとまず落ち着きを取り戻した格好となっている。主要国の株価について、テロ後のボトムまでの下落率とボトム時から直近までの上昇率をみると、例えばニューヨーク・ダウは、9 月 21 日までの一週間で 14% 下げた。これは大恐慌時の 1933 年 7 月に次ぐ歴代二位の落ち込み幅であるが、その後昨日までに 12% ほど戻しており、テロ発生前の 9 月 10 日時点との比較では 4% の下落となっている。この間、日本、英国の株価は総じて米国株価に比べやや小幅な落ち込みに止



まっている。このような米国株価の動きを振り返ってみると、9月17日の市場再開後の一週間はテロの影響を直接に受けた航空、保険などの大幅業績悪化や、米国景気の悪化が世界同時不況に繋がるといった見方等から大きく売られたが、その後はF e dをはじめとする主要国中銀による利下げ措置や米国政府の大型景気対策実施方針の表明等が好感され、買い戻しの動きがみられたほか、年金等のリバランスの動きなどもあって下げ一服の格好となっている。マーケットではテロに伴う一時的な悪材料は取り敢えず織り込んだという見方が一般的である。ただ株価の先行きについては、アフガン空爆後の国際政治、経済情勢に関する不透明感が強い中で、今後の米国の景気、企業業績の動向如何では一段の下押しがあると見込む向きが少なくない。当面は来週から発表が本格化する米国主要企業の7~9月の業績と今後の見通しの修正状況に注目が集まっている現状である。

この間のわが国の株価動向であるが、T O P I Xが9月12日に990ポイントと年初来安値を付けた後、米国株価の落ち着きや下期入りに伴う年金資金の流入等もありやや持ち直し、足許では1,050ポイント前後でのみ合いとなっている。T O P I Xのバブル崩壊後の最安値が98年10月の980ポイントであるので、これまでのところはこのレベルを何とか割り込まずにきている。ただインプライド・ボラティリティの推移をみると、9月12日に75%と既往最高水準に跳ね上がった後、かなり落ち着きを取り戻しつつはあるが、依然40%前後の高いレベルにあり、先行きの株価動向に対する不透明感の強さが窺われる。

米国テロ事件発生以後の業種別株価動向をみると、空運、証券、銀行、輸送機器、保険の順で落ち込み幅が大きくなっている。このうち輸送機器は米国自動車販売の落ち込みや一頃の円高、ドル安などがマイナス材料となっている。また銀行株はここにきて下げ足を速めており、昨日は98年10月のバブル後の最安値水準を再び割り込んでいることが注目される。これは、不良債権処理促進や株価の下落に伴う経営体力の一段の弱体化懸念から、四大銀行グループをはじめ銀行株が全般的に売られる展開となっているためである。

なお、テロ事件後のわが国の株価は欧米主要国の株価と比較すると、相対的にやや底固く推移している形となっている。これは、主体別株式売買動向でみられるように、テロ事件発生を受けた海外投資家の換金売りの動きがみられているが、一方で信託からの年金など公的資金による買いが活発化してきているほか、安定保有解消関連主体からの持ち合い解消売りも期末を挟んで一服していることなどから、需給環境が特に10月入り後一時的に好転してきていることを背景としている。ただ、今後持ち合い解消売りが再び活発化し、年金等機関投資家の下期分の運用資金の流入が早晩一巡することが予想されるため、株価は再び軟調な展開となるとの見方が少なくない。わが国の株価は当面、米国景気・株価の動向と小泉政権の構造改革の進展、特に不良資産処理の動きを睨んだ神経質な展開が続くものと思われる。

最後に、こうした株価の動向の下でのその他の市場動向の特徴点について三点報告する。第一は、株価がかなりボラティルな動きを示したにもかかわらず、長期金利は総じて強含み横這い圏内での小動きに止まったことである。イールドカーブの変化をみると、前回会合以降9月末まで中・短期ゾーンを中心に若干上昇している。これはテロ直後にフライト・トゥ・クオリティの発想から中・短期ゾーンが買い進まれたことの反動に加え、景気情勢の一段悪化や株価の下落から、追加的な財政政策の発動、中・短期ゾーン中心と見込まれる国債増発に対するリスクが意識されたほか、中間期末を控えた銀行勢のポジション調整のための売りがみられたこと、などを背景としたものである。もっとも10月入り後はこうした期末要因が剥落したほか、年金資金など機関投資家の下期運用資金の流入もあり幾分低下している。長期金利の先行きについては、米国大規模テロ事件の発生も加わり、財政支出拡大等に伴う国債増発懸念が強まっている。その点は、市場参加者の注目する債券価格変動要因のうち債券需給が大きく拡大していることからそうした市場の雰囲気が見えるが、その一方で、資金運用難から投資家は引き続き押し目買い姿勢にあることから、当面1.3%～1.6%前後のレンジでの推移を予想する向きが多いという状況に変化はな

い。

第二の注目点はクレジット・スプレッドの動きである。社債流通利回りの対国債スプレッドをみると、高格付債のスプレッドは引き続き横這い圏内での推移になっているのに対し、低格付債——ダブルBとかトリプルB格であるが、——のスプレッドが幾分拡大してきていることが注目される。これは景気情勢が一段と悪化し株価が不安定な動きを辿る中で、先日のマイカルの破綻が多額の社債のデフォルトに繋がったことから、低格付企業の信用力に対する見方が一段と慎重化していることを反映したものである。因みにマイカルの破綻が発表された9月14日以降に、スプレッドの幅が大きく拡大した上位10社をみると、トップのダイエーはこの1か月弱で850bpもの上昇を示しているのが目立っている。

この間銀行セクターのクレジット・スプレッドの動きをみると、全体としてここにきてやや拡大の方向にあるが、特にあさひ銀行のスプレッドの拡大が際立っている。同行の株価が98年10月のバブル崩壊後の安値を既に6割程度下回る水準まで落ち込んでいること——昨日127円であるが、バブル後の最安値が323円であったからもう6割落ちている——とも併せて今後の動きには十分注意を払っていくことが必要と思われる。

最後に円相場の動きであるが、円の対ドル相場はテロ発生後の米国政治、経済情勢を巡る不透明感の強まりや、国内機関投資家による海外資産売却、いわゆるレパトリエーションを巡る思惑などを背景にドルが売られ、9月20日には一時115円台まで上昇した。しかしその後はわが国当局による対ドル、ユーロでの相次ぐ円売り介入や米国株価の下げ一服、さらには下期入り後の国内機関投資家による新規海外投資の再開などを受けてドルの買い戻しが進み、足許では120円前後での狭いレンジでのみみ合いとなっている。

米国テロ事件以降の市場センチメントの変化をみると、第一回の介入が実施された9月17日の前は、極端に出来高つまり流動性が落ち込む中で、一方的な円買い・ドル売りが進み、市場センチメントも大きくドルベア方向に振れていたが、その後の介入、特に9月21日の大量介入と24日の休

日での介入により市場のセンチメントが大きく変わってきたことが分かる。当面の円・ドル相場動向については、121円前後では輸出企業のドル売りオーダーが並んでいる一方、119円前後ではドル買い介入が入るとの警戒感からドル買い戻しの動きがみられるため、目先は120円前後のレンジで新たな方向感を探る展開となるといった見方が増えてきている状況である。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

円転コストが発生するという場合に、実際どういうオペレーションをしてどうやって円転コストを計算するのか。

山下金融市場局長

色々なことがあり得ると思うが…。

中原伸之委員

ドルを渡して円をもらって、どうやって計算するのか。

山下金融市場局長

為替のスワップを組む訳である。その価格によって調整されて、要するに通常であれば裁定が働くが、今何故マイナスがつくかというのは二つ考えられて、一つは基本的にここまでレートが下がってくると、今ジャパン・プレミアムはゼロであるが、例えば東京三菱とパークレイズの関係ではゼロであるが、クレジット・スタンディングがそれよりも低い関係のところについては実際にはある程度のジャパン・プレミアムがついているようで、円のレートがここまで下がってくると、ジャパン・プレミアムを勘案すると外銀がそれでスワップを取り組んだ場合に出てくるコストはマ

マイナスになるというのが一つの考え方である。それから二つ目は大規模テロの後急激に円転コストが-1.8%と大きくネガティブに転換した時があったが、その時はドルの調達が非常に難しくなって、アメリカ自体も難しくなって、そこでどうしてもドル資金調達が必要になって無理な円投をするという形をとったものだから、その需給関係で要するに円転コストが大きくマイナスになったという局面があった。それはかなり一時的な要因である。三番目に最近起こっていることは、どうもやはり円での運用が非常に難しくなってきたということ、特にアメリカの金利環境はこれから下がるだろうということで例えば2年債とかそういうところのを沢山購入して、長短のミスマッチポジションを作ってそこで儲けようという動きがある。つまり為替はヘッジしながらそういう長短金利のポジションで取ろうという動きが出ているようであり、その場合には円をスワップで円投してドルに換えるということが起こる。そういう動機が取引が沢山増えると円投したい人が沢山いる一方で、要するにこれに応じるところが少ないということになるとやはり円投コストがあり円転コストがマイナスになるという形になっているようである。この三つのルートが多分、今起こっているのではないかと考えられる。

中原伸之委員

一番最初は何だったか。

山下金融市場局長

一番目は、ジャパン・プレミアムがあるのではないかとということ。二番目はテロ直後の要するにドルの流動性需要の強まり。三番目は円運用難の下で、外貨にコンバートして運用する動きが拮がっていることに伴う現象である。

速水議長

ジャパン・プレミアムというのはこのところずっとないのだろう。

山下金融市場局長

先程申し上げたように、私共がいつもみている東京三菱とパークレイズ銀行との関係ではほとんどゼロである。そこは変わらないが、個別名は申し上げないが、もう少しクレジット・スタンディングの低いところはやはり実際に取りに出ると20bpとか、30bpとかついており、一律にゼロではないということである。特にここへきてこれだけ銀行株が下がってきているので、かつてに比べればずっと少ないが、東京三菱辺りはゼロであるが、もう少し格付の低いところは多少払わないと取れないという面があるようで、そういう部分が効いている可能性があるということである。

速水議長

邦銀の取り手によって違うのか。

山下金融市場局長

然り。

山口副総裁

今直近のところで円転コストはどれ位か。

山下金融市場局長

辺りの格付のところだと最近は大体各機関5bp位である。

山口副総裁

それ位のマイナスの円転コストが暫く続きそうだという見通しか。

山下金融市場局長

私共は当初は、これは大規模テロ後の一時的な現象だと思ったが、マーケット参加者の話を聞いてみると要するにここまで金利が下がってくる

と、やはり円で運用するのは非常に難しいので多少外貨でやるというような動きがある。これが本当にずっと続くのかどうか、円転コストがマイナスのまま続くのかは、もう少し調べないと確たることは言えないが、ただこのところずっと一貫して円転コストのマイナスという状況は続いている。現在のような円の運用難が続きつつアメリカの金利環境がこういうことだとある程度の期間続く可能性があるということで、今色々な調査を行っているところである。

#### 山口副総裁

そうすると先程の外銀がホールドしている 3 兆円強位の過剰準備というのが、いわば本当の意味で市場には出てこないリザーブだということになると、それ以外の数兆円でもってコールレートを比較的低水準、低位安定のところに誘導するような役割を果たさなければいけないということになる。そちらの金としては普通は、4 兆円が通常の所要準備でプラス 1、2 兆円位の過剰を加えて一時 5 兆円であったし、その後は 6 兆円であった。それとは全く別に 3 兆円位の余分な流動性需要が発生しているというふうに考えるということか。

#### 増淵理事

今現在はそうである。これが先程山口副総裁から聞かれた円転コストのマイナスがどれ位続くかということとも関係するが、今の外銀の超過準備というのは万遍なく沢山のところが持っているというよりはどうも一部行に非常に偏って持たれている。そのため、そういう一部行がどういうビヘイビアをするかによって固まってしまったものが融けるかどうかが決まってくる。今現在は指摘の通り 3 兆円強位がいわばほぼ根雪のように融けない状態であることを前提にして、資金供給をせざるを得ないということだと思う。

### 三木委員

欧州系というのは変わらない訳か。

### 山下金融市場局長

一つの問題はこれまでであれば資金を超過準備で抱えるよりは放出した方が儲けられるので、一段と鞘は拡大するので本来であれば出すはずである。金利が上がったり有利な運用先があればである。そのところが例えば97年、98年も多少似たような環境があった。あの時は日銀の売手が外銀の受皿になった。あの時は沢山資金を供給するよりは我々が沢山オペを実施して資金を供給し、一方で吸収しないと金利がゼロになってしまう。当時はまだ0.5とかそのターゲットを達成しないといけないので、邦銀に対して沢山資金を供給する一方で、外銀から資金を吸い上げて何とか調節をやって、それで資金を回していた。今は金利がゼロであるから売手で吸収する必要はないので外銀側から資金を吸い上げるルートというのは基本的にない。もし例えばTBとかレポの市場がもう少し金利が高ければ彼らは出すと思う。彼らは基本的には無担のところではなかなかクレジットが取れないし、レートも低すぎるということで出していない。そうであれば、先程言ったオペレーショナルコストとかリスクを考えると抱えてしまうということになる。であるから今の金利環境の下でかつそういう円転コストのマイナスが常について一部欧州系の外銀がそういうオペレーションをやるとなると、ある程度一定の期間は2兆円とか3兆円とか持たれる可能性があることを前提に考えていかなければいけないと思う。

### 山口副総裁

先程の三つ位の理由、バックグラウンドの説明があったが、ドル調達が難しい、これは現在形なのか過去形なのか分からないが、ニューヨークで発生したある種の技術的な混乱によるドル調達の問題、あるいはドル決済が巧くいくかどうか分からない不透明感みたいなものは、時間が経つにつ



れて少しずつ解消に向かってきているし、今後もそういう方向ではないかという気がする。三番目のドル資産の中でポジションを取りながら利益を出していく、そのために円投によるスワップ需要が出てくるという部分は、アメリカの政策金利がある程度まで下げたという感じが出てくると一巡する性格のものである。ただいつ一巡するかどうか分からないというところがまさに問題なのであろうから、そういう意味では当面続くという表現になる。三つのうち二つまでは逆に言うといつ解消してもおかしくはないという性格のようにも思うが、そういうふうに解釈して良いか。

山下金融市場局長

基本的にはそうだと思う。それと、ジャパン・プレミアムが大きく拡大するというようなことがなければである。

速水議長

無担オーバーナイト・コール加重平均値と書いてあるが、昨日の例えば0.019で上と下どれ位になっているのか。

山下金融市場局長

昨日だとかなり大きく差があって、昨日の場合は一番下が0.001%、それから一番高いのは0.110%である。

速水議長

ほかにあるか。宜しければ次に移る。国際局から海外金融経済情勢の動向を説明してもらおう。松島理事、平野国際局長、願います。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず概況であるが、テロ事件発生後の世界経済、国際金融面の特徴は三点あると思う。一番目は世界のいわば同時的なコンフィデンスの悪化、二

番目は米国を中心とする雇用情勢の悪化、三番目が市場におけるリスク回避指向の一段の高まりということである。この先こうした傾向がどの程度継続するか、あるいは米国を中心とする金融経済面からの刺激策の効果をどうみるかといったことがポイントになるが、現時点ではそれは予測し難いということであり、当面は海外当局の政策対応も含めて事態の推移を丹念にチェックしていく以外にないと思われる。

まず米国の方から報告する。米国ではテロ事件発生前から既にIT関連部門、企業部門を中心として調整色の強い景気展開となっていた。直近の指標の特徴は、消費者コンフィデンスの急落と雇用情勢の急激な悪化だろうと思う。消費者コンフィデンスをみると、9月の数字はテロの影響をある程度織り込んでいると考えられるが、8月に比べて急落をしている。それから9月の雇用統計であるが、特に非農業部門の雇用者数が8月に大きく減少しているが、9月はそれを超える減少になっており、9月の統計についてはテロの影響はほとんど織り込まれていないとみられているにもかかわらず、これだけ減少した。それからNAPMをみると、8月は7月に比べて大きくリバウンドして47.9に上昇したが、9月は47.0と若干微減に止まったということで、NAPMはこの状況下では比較的健闘している。しかし、このNAPMについては調整が非常に厳しいITセクターの動向を十分反映していないとみられており、因みにITセクターの出荷、在庫の状況をみると、出荷の減少は非常に著しくて止まらない。従って生産の調整にもかかわらずなお在庫率は上げ止まらないという状況が続いている。

それから雇用関係の失業率と雇用者の増減をみると、9月の失業率は4.9%と8月に比べて横這いに止まった。割合意外感を持ってみられたが、9月にかなり多くの企業が新たな雇用削減計画を公表している。チャレンジャー・グレー&クリスマス社の集計によると、約25万人の雇用削減計画が9月に新たに公表された。これはアメリカの労働力人口の約0.2%に当たるということであり、失業率がこの先かなり急ピッチで上昇してくることは不可避であろうとみられる。次に、家計貯蓄率の推移をみると、足

許急激に上がっている。所得面では戻し税の影響で所得が増えているが、それが消費に回っていないということであり、一番直近の8月の指数が、足許急激に上昇している。減税の大宗が貯蓄に回っていることが明らかになったということであり、テロ以前の段階から消費者行動が慎重化していたことを示唆するものである。

こうした状況の中でFRBは急ピッチで利下げを行なっている。ただFFの先物金利の推移をみると、直近ではさらに大きく下の方に振れており、次回11月のFOMCにおける25bpのさらなる利下げをほぼ織り込んでいくような状況になっている。財政面の対応としては、テロ事件直後に決定された400億ドルの緊急対策、それから21日に決定された航空産業に対する支援措置150億ドル、合わせて550億ドルが既に可決済みとなっている。これに加えて大統領は減税を中心として650億ドルの追加支出を実施する意向を示している。これを全部足し合わせると1,200億ドルと、GDPの約1.2%となる。CBOの8月時点の見通しをみると、2002年財政年度については1,760億ドルの黒字であったが、こうした大幅な支出事情の一方で、税収は相当下振れてくるということを考慮すると、2002年度の財政収支は8月時点の予想の1,760億ドルを大幅に下回ってくることは確実である。

ユーロエリアでは一層の伸び率の鈍化、設備投資の減速といったようなことからドイツ、フランス、イタリアといった主要国を中心に減速が明確化している。景況判断指数をみると、企業コンフィデンスはこれまでも悪化傾向にあったが9月もさらに下がっており、消費者コンフィデンスもじりじり低下しつつある。雇用面でもドイツの失業率が上昇しており需給は軟化傾向にある。この間、物価については安定化の方向にあると思う。本日、ECBでは政策理事会が開催されるが、市場関係者の予想では金利据え置きを見込む先が多いかなという感じである。

次にアジアである。シンガポールの第3四半期のGDP速報は、前年比-5.6%、前期比年率で-9.9%と3四半期連続で大幅マイナスという格好になった。東アジアの状況を一言で申し上げると、米国頼みの回復シナリ

オが打ち砕かれ、先行きは一段と不透明になっている。そうした中で国によってかなり差があることも事実である。敢えて分類すると、まずベストは中国であり、これは財政支出と直接投資に支えられている。ワーストはIT依存度の高いシンガポールと台湾であり、本年の成長見通しはマイナスになることがほぼ確実である。その他の国は中間に位置付けられる。GDPをみると、マレーシアのマイナスも目立つが、マレーシアについては台湾同様相当IT依存度は高いけれども、一方で相当前広にアグレッシブな財政政策を継続しており、この下支えが寄与していることが台湾との違いになって現れている。それからフィリピン、インドネシア、タイと色々な要因があるが、いずれも共通するのは農業依存度が高いということで、これがある種経済の支えになっているという部分はあるかなと思う。それから輸出のところの数字で9月の台湾の数字が前年比で-42.5%と相当ショッキングな数字が出た。この背景は海外需要の減少が続いている訳であるが、それに加えてテロに伴う航空輸送事情の悪化が響いたと言われている。それから東アジアにはインドネシア等イスラム勢力に絡む不安定要因を抱えた国の存在もあって先行きは不透明化している。そうした中で金融、企業リストラにさらなる支障が生じることも予想されるので、成長力の回復は容易ではないと思う。

最近のリスク回避指向の高まりを示す幾つかの指標について、まず米国市場の社債間スプレッド、株価、債券先物の予想ボラティリティをみると、低格付社債のスプレッド急拡大、それから債券、株式市場の予想ボラティリティの上昇が観察される。また企業の資金調達という量の面からみた特徴であるが、テロ事件発生以降ハイ・イールド債の発行が止まっている。社債市場そのものは回復しつつあるが、ハイ・イールド債の発行は止まっている。それからIPOの件数が足許ゼロになっているということで、言ってみれば格付の低い債券の発行市場、それから新規株式公開市場、そうしたところは機能不全の状況が続いているということだと思う。

米国社債の業種別の対国債スプレッドについて、テロ以前とテロ後のスプレッド拡大幅を大きいもの順に並べたグラフをみると、全業種に亘って

スプレッドが拡大しているが、中でも輸送とか消費、金融、下のハイ・イールド債でも金融、輸送、素材、通信、要するに輸送とか消費、金融といったこれまで総体的にスプレッドが低かった業種でテロを挟んだ拡大幅が大きくなっているということが特徴である。

最後にリスク回避指向の高まりは特にエマージングマーケットにおいて顕著に表れており、スプレッドはテロ発生以降アルゼンチンの対米国債スプレッドが急拡大しており、ブラジルのスプレッドも拡大している。通貨の面ではインドネシア・ルピア、トルコ・リラ、あるいはブラジル・レアルといったところが軟化している。特に注意を要するのはアルゼンチンの状況であり、アルゼンチンの場合はテロ後にテロを契機として投資家のリスク認識が一段と厳しくなる中で、9月の税収が大幅に落ち込んだことが判明して、政府が7月に打ち出した歳出削減プランの実効性に赤信号が点ったことがきっかけになっている。但し目下のところ、7月の状況と比べると国内預金の大幅な流出はみられていないということで、国内の金融システムは7月に比べれば安定している。それから外貨準備もIMFの追加支援もあり200億ドルを回復しているので、直ちに危機が表面化するとは考え難いが、10月14日に総選挙があり、この総選挙後の政治情勢を含めて特段の注意が怠れない。なおS&Pは10月9日、一昨日であるがアルゼンチンの長期格付を従来のB-からトリプルC+へ引き下げている。このトリプルCという格付はソブリンに対して適用された例は余りないが、パキスタンとかロシアにおいて危機が表面化した頃の格付並ということであるので、この二つの例からみるとトリプルCに下がってから一年以内にはデフォルトという事態が起こっており、ケースは非常に少ないが、その位の市場の評価になっているということである。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

#### 植田委員

アメリカのレポ市場が余り機能していないという気がしているが、その実態とかインプリケーションについて説明して欲しい。

#### 平野国際局長

これは全般的にリスク認識が高まっているということと関係あるが、私が理解しているのは、一つはフライト・トゥ・クオリティということもあって、米国債に対する需要が急速に高まっているということが一つ。それから二番目は債券のデリバリーの機能が必ずしもまだ完全には復調しておらず、そうしたこともあって相当フェイルが頻発している。そうした状況の中で債券の貸し出す相手、あるいはレポ市場において債券を放出する主体が、当然そこで債券を放出すれば事態は解きほぐされる訳であるが、フェイルが頻発しているものであるから相当慎重になっており、債券がレポ市場あるいは債券貸出市場を通じて出てこないというある種のグリッド・ロック状態にあるということであり、レポ市場の金利は非常に歪んでおりゼロ近い金利が今でも続いている。こうした状況を打開するために、確か先週米国政府は10年債を60億ドル緊急発行しているし、近々多分5年債も数十億ドル緊急発行するだろうと言われている。ということでまだそういうグリッド・ロック状態が続いている。

#### 田谷委員

その場合、確かにアメリカのレポ市場そのものは色々機能不全のようなことが起こっているというが、一方で日本の金融機関などに聞いてみると、いやレポ市場の機能不全は自分達には余り影響はないというようなことを言うところもあるが、仮にそういう状態だとしたらどうしてそんなことが起こるのか。

平野国際局長

影響はないというのはレポ市場に余り積極的に参画していないということが一つあるのではないか。

田谷委員

先程の円転コストの問題と絡んで、当初結局レポ市場が機能しないので急遽自分のポジションを維持するために円を持って行って、その間ドルに転換したという動きがあったが、その理由によるマイナスの円転コストはほぼ解消したというようなことを聞いたが、レポ市場では、どうしてそういうふうになるのかと思って質問した。

平野国際局長

今言われたことを正確に理解しているか分からないが、テロ直後に起こった現象というのは、ドルの流動性不安から円投によってドルを調達、手当てするという動きが、あるいはそういうプレッシャーがマーケットにかかって、そのことが円転コストをマイナスにした一つの要因であると言われている。その場合、円投して得たドル資金をそのままレポ市場に対して出しているということではないのではないかと。通常の金繰りの中で手当てしているということであるから、その場合の運用対象は必ずしもレポではないのではないかと思う。それからテロ直後は債券の方の決済は止まっており、当然にレポ市場についても、ほとんど取引がないというか機能していない状況だったのではないかと思う。レポ市場においてフェイルが頻発しはじめたのは、実は決済を通常のT+1に戻したテロ発生から3日目以降、この時から大規模なフェイルが頻発しているということがいわば表に出てきたという状況だと理解しているので、委員の言われたのはそういう時間的な変化の中で考えると少し状況が違うのではないかと思った。

#### 須田委員

対応策で債券を発行したと新聞に書いてあったが、理由が例えばフェイルが多いからとかということだったら、それが市場に出たからと言ってレポ市場が回復するということにはならないのではないか。

#### 平野国際局長

債券の供給が止まっているので、債券の供給を増やせば当然玉がレポ市場ないしは債券のレンディング市場を通じて出てくるであろう、そうすればフェイルが減りあるいは解消されて機能が正常化するであろうという読みだろうと思う。

#### 松島理事

事実として認められる現象はフェイルの増加とボンドのレンディングの減少である。債券の貸出が非常に落ちてきているということで、やはりそういうことではないかと思う。レポ市場の機能の回復が遅れていると思うし、またアメリカ政府の対応というのはそれだけでレポ市場の機能を完全に回復させることにはならないかもしれないが、回復に貢献すると思う。

#### 平野国際局長

一応フェイルというのは通常の現象としてもある一定の確率で起こる訳であるが、こういう状況の中でフェイルが頻発していると、ひょっとしたら玉が戻ってこないとかあるいはポートフォリオが割合長期に亘って固定されてしまうということ、投資家は相当恐れているということだろうと思う。

#### 田谷委員

アメリカの財政収支のところであるが、全体1,200億ドル近くが財政支出の拡大に直接繋がるのか、繋がらないものも入っているのか。例えば航



空業界支援という保証があるが。

#### 平野国際局長

ローン保証が確か 100 億ドル程度で実際のキャッシュの支援が 50 億ドルとかそういうことだったと記憶している。従って保証であるから直ちにキャッシュアウトされるという訳ではない。さらに言えばブッシュが提案している減税の内容であるが、これももともと向こう 10 年間に亘って 1 兆 3 千億ドル強の減税をするという減税プランを前倒しでやる部分と、それに上積みをする部分とがあるが、その内容も明らかになっていないので、実際の追加支出がストレートにどの程度現金支出に繋がるかどうかはいまいちよく分からない。

#### 田谷委員

テロが起こる前は今年 400 億ドル位の減税があると言われていた。来年については色々な試算があるが、例えば 400 億ドル位が税率の変更によるものであるとすると、その来年の分の 400 億ドルはこの 600 億ドルにかなり入っているのか入っていないのか。入っていないのだろう。

#### 平野国際局長

400 億ドルの分は入っていないが、再来年あるいは再来年以降の何百億ドルの一部を繰り上げるという考え方もある。であるからそのうちもともと予定された減税のスケジュールを繰り上げる部分がどの位か、それからそれに上乗せされる部分がどの位かというのはまだよく分からない。しかし当初予定された 400 億ドルはこれには入っていないということである。

航空業界支援法案によれば、150 億ドルのうち 50 億ドルが資金援助で 100 億ドルが有償保証ということである。

#### 中原伸之委員

今度はテロ事件で世界的に影響があるので聞くが、一番リンクの中で弱

いところで最もシビアなブローを受けるところというのはどこになるのか。

平野国際局長

これは色々な見方があると思うが、先程のアルゼンチンというのは割と緊迫した状況にある。それから日本も相当シビアなんではないかと私自身は思う。

中原伸之委員

台湾とか何かあるのではないか。

平野国際局長

それは勿論米国依存度の高い東アジアの中でも台湾だとかシンガポールとかはいわばこれまでの不況に加えてさらなるブローを受ける訳であるから相当シビアである。しかし、危機という尺度でどの程度緊迫しているかということで見ると、それはアルゼンチン辺りに相当大きな打撃が加わっているということではないか。

中原眞委員

スイス航空の倒産はかなり唐突であるとは私は受け止めたが、あれはテロが引き金になっているというより、むしろ偶発的な事件のように思う。欧州のテロの影響を大きく受けるような業界において、あの種の動きというのは今後もまだ出てくる可能性があるのか。

松島理事

まず航空業界は直接のダメージがあるので、だからアメリカの航空業界も相当大変だと思う。それはアメリカの飛行機だけではなくてアメリカに向けて飛ぶ飛行機というのが今凄く乗客の数が減っているから、相当大幅な減収ということだと思う。スイスエアの場合には、そういう影響がない

訳ではないと思うが、それよりもアライアンスをヨーロッパで組んでおり、そのために相当借入を使って債務を膨らませていたが、そのアライアンスをずっとヨーロッパの中で組んでいた割にはその成果が余り上がらないという問題がもともとあるところに、今度のようなことがあった訳である。今回のテロリストの攻撃で、そういう問題が浮かび上がってきたということではないかと思う。今回のテロ攻撃の影響を受けるのは、世界のエリアとすればやはり発展途上国でありエマージング・エコノミーだと思うし、産業セクターでみると航空業界、それから保険、車のレンタル、観光、消費というところがこれから影響が出てくると思う。

#### 速水議長

G7でもアルゼンチンが非常に問題になって皆一生懸命議論をしておられたが、1,300億ドルの公的債務があるようだが、IMFが220億ドルで、後はほとんどアメリカから借りているということなのか。

#### 平野国際局長

まず約1,300億ドルの公的債務は指摘のとおりある。そのうちの対外債務、つまり非居住者に対する債務が約900億ドルある。このうちのかなりの部分が国際債券債務というかインターナショナル・ボンドという格好で国際資本市場で発行されている債券の形を取っている債務であるが、それを誰が持っているかということについては必ずしもはっきり分からない。アメリカだけではなくて多分広く世界の投資家に分散されているだろうと予想されるが、ただアメリカのファンド筋も相当なエクスポージャーがあるだろうと想定される。

#### 速水議長

アルゼンチンは、テロとどういう関係があるのか。

平野国際局長

アルゼンチン自身が直接何か、例えばインドネシアのようにテロによって国が動揺するということではないが、もともと非常に不安定な状態が続いていて、それでIMFの支援を受けながら漸く資金繰りを維持しているという国である。そうした中でテロが起きると全般的に皆リスクに対しては慎重になる訳である。従って信用度の低い債券については早めに売っておこうとか、あるいは買いたくないとか、あるいは乗り換えは嫌だとかそういうメンタリティが強まるということである。そうした中でアルゼンチンの債券というのは、先程格付けのところでも話したように、いわば投資不適格債の中でもとりわけ格付けが低い債券であるから、それが売られるということになる訳である。

速水議長

かなり引き上げられているからそれをみて格を落としたということか。

平野国際局長

全体としてはリスクをみる目は厳しくなる中で、一番弱いアルゼンチンが打たれるということと、もう一つは勿論テロによって世界経済の不透明感が高まり、これは世界経済に勿論ネガティブな影響を与える訳であるから、その直接・間接の悪影響もアルゼンチンの経済に及ぶであろうということが連想としてあったということもある。

中原伸之委員

先程の3ページのところであるが、8月時点の1,760億ドルというのは、400億ドルの減税を抜いた後か。

平野国際局長

これは全部除いた後である。

中原伸之委員

400億ドルというのはもう終わってしまった訳だからか。

平野国際局長

この1,760億ドルというのは2002年会計年度の数字で、その中には400億ドルの減税は全部織り込んで1,760億ドルである。であるからこれから追加的な支出とか税収の落ち込みは相当大きいと言われており、それがどの位になるかということである。

三木委員

NIEs、ASEAN諸国の台湾とシンガポールはITの関係だから影響がほぼ出尽くしてきているのではないかと思うが、それ以外のところのNIEs、ASEAN諸国の輸出の落ち幅というのはまだまだ拡がっていくとみられるのか。

平野国際局長

出尽くしているかどうかという部分については何の評価もしていない。

三木委員

前年比という意味では。

平野国際局長

これからの問題はこれがどの程度続くのかということである。

三木委員

こちらの方はIT関連だからもういいが、そうではない残った国の方がやはり日本経済にとっては問題だ。

平野国際局長

確かに根っこにあるIT関連もさることながら、例えばアメリカの消費が落ち込んでくると、今までのIT不況に乗せる形でさらに大きなインパクトがアジアの国にも及ぶであろうと思われる。

三木委員

彼ら自体はどう思っているのか。

平野国際局長

その辺りは今度の支店長会議で福山参事役が、何と言うか聞いてみたいが、彼と話した感じでは、彼らの回復シナリオというのが要は米国頼みだった訳である。それが砕かれたということで、マインド的にはもの凄く落ち込んでおり、言ってみれば来年後半以降の回復シナリオも怪しくなりつつあるという感じになっている。それに対して勿論金利を下げる、あるいは財政支出を拡大するという政策対応を採りはじめているが、いかにせん需要がこれだけ減少している環境下では、非常に限られた効果しかないだろう。どうみているかと言われると相当深刻にみているということである。打つ手はあるかということ打つ手はやっているけれどもその効果は当面限られているということではないか。やはり米国がどうなるか次第といったところである。

松島理事

世界経済が昨年が4.7%、今年その半分位である。まだ今2.6%位とみているが、まだ落ちて半分以下になる可能性もある。アメリカも去年4%強だったが今年はどうなるか分からないということであるから、やはりアジアにもまだ影響が出てくるとみておいた方が可能性としてはいいのではないか。

速水議長

それでは次へ移る。次は調査統計局から最近の国内経済情勢について永田理事、早川調査統計局長、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

まず最初に短観の業況判断について、横軸にこれまでの景気回復局面、1999年、2000年の景気回復局面におけるDIの改善幅、縦軸に去年の12月から今年の9月まで3四半期の業況の悪化幅をとってみると、きれいな逆相関の絵が出てきて、すなわち1999年、2000年に景気の業況が回復した度合いが大きいところほど逆に今年に入ってから悪化が大きいということが分かる。具体的に言うと、例えば電気機械とか非鉄とかのいわゆるIT関連の悪化が顕著であるし、逆に例えば小売とかの消費部門については、1999年、2000年にほとんど回復しなかったが、逆に最近はそれほど悪化していないことが分かる。これ自体、実は前回も同じような傾向が既にみられていて、今回の特徴ではない。ただ今回の特徴としては、そうした中であって鉄鋼とか木材とか、こういったものの悪化が目立ってきていて、要するに素材あるいは建設関連とかについての悪化が今回目立ってきたのが、今回の変化ではないかと思っている。それから輸出の動きだが、これまで説明していることから大きな変化はない。少なくとも8月までの統計をみる限りは、第1四半期、第2四半期と大幅に減った後、第3四半期も減少基調が続いていて、地域別にはこれまでの米国、アジア向けの減少に加えて、第2四半期以降は、欧州向けの減少が目立ってきた。財別では、情報関連資本財の落ち込みが目立っていることに加えて、中間財も減少が続いている。他方逆に言うと、自動車だけがそうした中で増えているという図式には特に大きな変化はない。さらに海外経済については、ただ今平野国際局長から説明があったとおりであるが、既にここ1か月位の例えば経済見通しについても、アジアについてはテロ前からかなり大幅な下方修

正が行なわれていた。それからコンセンサス・フォーキャストの9月末のテロ後の緊急調査をみると、とにかく米国では、1.6%というのが1.1%に下方修正され、2.7%が1.5%に下方修正された。これは別に数字がどれだけ大事というよりは、いわばマインドの変化が起こっているということでもてもらえればと思っている。そういうことで、後程テロの影響については纏めてお話するが、輸出環境については恐らく引き続き厳しいものがあるだろうと思う。続いて企業収益、設備投資関係で短観の収益についてみると、今回特徴的なのは、製造業が大企業、中小企業ともに大幅に下方修正されて前年比でもかなり大きな減益の見通しになった。これに対して非製造業はどちらかという、やや小さ目の下方修正の結果として、小さ目の減益という姿である。さらに言えば、製造業はかなり大幅な下方修正が行なわれたが、例えば大企業では、上期の経常利益率が3.16%から下期が4.40%、中小企業についても上期の1.46%から下期は3.12%となっており、何がしかの季節性はあるが、季節性を考慮しても経常利益率は、下期にかけてかなり良くなるのが前提になっている。逆に申し上げると、この辺にはまださらに下方修正される余地が残っていると現在みている。それから今回の短観で一つ特徴的だったのは、これは前から企画室の雨宮参事役が説明しているが、金融機関の貸出態度について今回の短観で、ほんの僅かだが少し厳しい方向に変化がみられた。勿論97、98年のような動きまではいかないが。資金繰り判断を製造業、非製造業に分けてみると、全体として厳しい方向に変化した。その変化は主として製造業によるものであった。貸出態度については、製造業、非製造業の区別がないので恐らくこの変化は先程説明した利益の状況、すなわちキャッシュ・フローの変化を表わしているともてもらえればと思っている。それから短観の設備投資計画について一言申し上げておくと、まず第一に、製造業の大企業、主に電気機械で投資計画のかなり大幅な下方修正が行なわれた。ただ、製造業の中小企業については、確かに上方修正にはなっているが、上方修正の程度としては例年に比べてかなり小さめである。これを詳しくみると、例えば中小企業においても電気機械辺りでは下方修正が起こって



いるために全体として小さくなっているということが製造業の特徴である。逆に非製造業については、期中の修正状況としては例年並みで特に目立った動きはない。ただそうはいっても逆に中小企業はもともとマイナスで発射しているために、これが下支えするといった形にはなっていないと思っている。なお機械受注の数字をみると、8月の機械受注は前月比ではそこそこの増加になった。ただし7、8月平均では4~6月比2.6%の減少で、7~9月の内閣府見通しが5.1%の減少である。これはもともと数字が非常に振れる統計なので、まあ大雑把に言うで見通し並みの動きをしているとみてもらえればと思っている。製造業、非製造業の別にみるとやはり製造業において機械受注の落ち方が顕著である。見通し対比でも製造業は下回っていた。非製造業は、今月たまたま金融とか、鉄道関係で若干数字が大きなものが出たためということもあるが、見通しに比べて上振れていて水準としてもそこそ高水準をキープしているという姿ではないかと思っている。次に、雇用関連の指標をみると、全体としてはこれまでのトレンドで動いている。まず第一に職安統計をみると、有効求人倍率は極めてゆっくりした低下が続いている。全体として景気は下り坂の中にあって、求人倍率の低下がゆっくりしている理由は、これまでも説明しているとおり、新規の求人が横這い微減圏内の動きを続けていること。これの中身を見ると、製造業では大幅に求人が減っているにもかかわらず、非製造業の求人がそこそ底固いために、ゆっくりした求人倍率の低下に繋がっているという姿である。次に労働力調査をみると、最近の特徴は、雇用者数の伸びが落ちてきている点である。前年比でも落ちているし、前月比でも少しマイナスになる。これは毎月勤労統計の常用労働者数と比べてみると、実は1999年、2000年、特に昨年は毎勤統計の常用労働者は横這い圏内の中にあって、労働力調査の雇用者数は増えた。これは季節工をはじめとするいわゆる限界労働力の増加があったために、毎勤統計では横這いの中で労働力調査では増えたという姿である。逆に申し上げると、今起こっていることは、そういった限界労働力の調整を行なっているために、労働力調査の雇用者数の伸びは落ちてきて毎勤ベースは実は余り動いていない。勿論

大手電機のリストラ計画等は発表されているが、まだそういうのが実際に数字に表われてくる段階ではない。そうした中であって、今月数字としてショッキングなのは、毎勤統計の特別給与のところで8月の特別給与が前年比25%も減ったことである。この点については賞与の数字をみると、まず第一に6~8月の特別給与の前年比は-3.2%とかなり大きなマイナスになっているし、これまでのサーベイ調査との関係では非常に大きく乖離して下になっている。中身を見ると、製造業よりも非製造業が悪く、事業所としては小さな事業所での減少となっている。非製造業の減少については、やはり建設とか卸・小売とかいわゆる不況業種と言われるところが悪いことに加えて、小売などもそうだがサービス辺りではいわゆるパート比率がかなり上昇しているために、その結果として一人当たりの賞与となると減ることが影響していると考えている。ただ、私共では-3.2%で着地するということはないと思っている。その理由は、いわゆる8月の特別給与というのは、例年確報になる時にかなり大きくリバイスされる傾向があるからで、例年のパターンをみると、10%やそこら上方修正されてもそう不思議はないという数字である。恐らく-3.2%よりは減少幅は縮んでくると思うが、仮に10%上方修正されたところで-2%位にはなってしまうので、この時点から考えると夏のボーナスというのは恐らくマイナスになったということがほぼ確定したのではないかと思っている。続いて消費関連の統計である。いつものことで、数字がばらばらなので一つ一つ説明しないが、7~9月をみると、相変わらず勝ち負け入り乱れているという状態に変化はない。ただ、やや細かくみていくとこれまで相対的に良かったところは、例えば乗用車だが、9月の数字だけみると、7月、8月の好調から比べて少し落ちている。それから旅行は、8月の数字まで含めてこれまでまあまあ良い数字が出てきている。ただ、9月以降は恐らくテロの影響で海外旅行のキャンセルが相次いでいるので、この辺にも影響が出てくると思っている。現時点で消費関係の数字が大きく崩れたとは全く考えておらず、現に都内の百貨店などでは9月もそれ程悪いという話は聞いていないが、しかし全体としてみると、やや弱めの数字が目立ってきている

のではないかと思っている。それから同じく消費関係で消費者コンフィデンスの動きだが、生活不安度指数についてはやや下方トレンドがあるような気もしているが、大きく低下している。また、今回はもう一つ日経消費予測指数という数字も出たが、これはサンプルが少なく首都圏だけということもあって、統計としてはそれほどメジャーではないが、この統計についても足許急激ではないがやはり悪化している。理由としては雇用環境の悪化が目立ってきているが、その調査時期は、ちょうど8月の後半に失業率が5%に乗ったという報道が行なわれた後なので、多分にそういったものが影響して、勿論株価の下落等もあるのではないかと思っている。それから、ここ一月位の数字の中で率直に言って一番ショッキングであったのは生産指数である。8月の生産は確かに前月比では増えているが、予測対比で大きく下振れた。仮に9月の予測指数を信じると7~9月の前期比は3.8%の減少ということで、これでいくと1~3月、4~6月とほぼ等速で7~9月も落ちてしまうことになる。確か前月時点の予測指数は-2.1%だったのではないかと思うし、私共はそれよりは大きい、2%台後半、3%近い減少は見込んでいた訳であるが、それにしても減少テンポは少し緩むと思っていたので、それに比べて下振れている。予測指数対比で中身を見ると、一番大きいのは電気機械である。それから私共のヒアリングとの対比でみて大きかったのは一般機械だが、電気メーカーにおける設備投資計画の下方修正の影響ということなので、どちらにしても電気機械、ないしは電気機械の二次波及という影響が大きい。ただ、生産・出荷のところでは相変わらず電気機械の影響が大きい、在庫という観点から見ると少し違う姿が出てきており、最終財で在庫循環的に積み上がりが目立っているのは建設財である。さらにこれまでずっと説明してきたように、在庫の積み上がりの目立っているのは生産財だが、その生産財を二つに分けてみた場合、電子部品に関しては依然として在庫が前年比で2割位増えているし、出荷の減少も大きいので厳しい調整が行なわれていることは間違いないが、在庫は前月比では減少してきており、回ってきている。そういう意味では厳しいながらも調整が進みはじめていると言えるかと思っている。そ

れに比べてその他生産財、これはほとんどが素材であるが、これは巻いてきておらず、前月比でもまた在庫が積み上がっているという状況にある。そういう意味では、先程D Iのところでは素材の悪化が目立っていると報告したが、在庫調整についてもこれまでは電子部品中心の調整であって、そのうちに素材もと言っていたが、現下の局面は、在庫調整の問題点の中心部分が、電子部品の方から素材の方に移りつつあるということではないかと私は思っている。最後に物価関連だが、まず最初にC S P IとC P Iについては、今月特段お話するようなことはない。C S P Iは一見3か月前比でマイナス幅が縮んでいるように見えるが、これは例の通信関係の影響が取れてきただけのことなので、基調としてマイナス幅が縮んでいる訳ではない。それからC P Iについては数字は極めて安定していて、例えば-0.9%のところですずっと止まっており、今月特にこれがどうこうということはない。最近変化がみえている卸売物価については、輸入物価を3か月前比でみると、これまではどちらかというと上昇傾向、6月、7月で横這いだったのが、8月-1.9%、9月-4.5%とこのところはっきりとした下落に転じてきている。理由は三つあって、一つはそもそも原油価格の上昇が止まったこと、二番目は国際商品市況の下落、これは特に非鉄が顕著で世界的な同時減速の下で非鉄の市況が崩れてきている。三番目にこの9月の場合だと円高が一部影響している。そういった中で国内卸売物価についてみると、今説明したような事情で少し下げ幅が拡大してくるのではないかと述べていたが、案の定下落幅が少し拡大してきており、長い間3か月で-0.2%という非常に安定した動きをした訳であるが、8月に-0.3%になり9月は-0.4%になっている。内容的にみると、確かに相変わらず電子部品は弱い、この部分でマイナス幅が拡大している訳ではない。むしろ鉄鋼・建材関連、その他の素材、という素材のところでの下落が続いている、ないしは下落幅が拡大しており、先程D Iなり在庫なりで説明したように素材のところは下落しているということである。これに加えて最近では、これまでは上昇してきた為替・海外市況連動型——具体的には石油と非鉄——がこれまで上昇だったものが止まってきており、その結果とし

て、全体として下落幅が拡大してきた。要するにここ半年強位、素材関係の下落が段々目立ちはじめていた。そうした中であってこれまでは、石油関係が上に引っ張っていたがこれが取れてきたので、全体としてマイナス幅が拡大している。それからこれはあくまで話題の域を出ないが、9月だけ取ってみるとその他というところが少しマイナスになっていて、これには狂牛病が影響している。肉の下落は、9月に豚が下がるのは例年のことだが牛も下がっていて、中旬以降狂牛病の影響での価格の下落も加わって少し下落幅が大きく出てきている。

指標の説明は以上だが、最後にほんの少しだけ本文について述べる。テロ事件の影響についてだが、現時点で影響が既にみえはじめているところは主に旅行業界、海外旅行のところだけである。勿論飛行機なんかもあるだろうが、今現時点で数字としてみえているところはまだほとんどない。ただ実際にヒアリングをしてみると、米国での個人消費の落ち込みに対する懸念が強まっていて、例えば自動車とかAV機器の関連業界では、恐らく輸出向けの生産計画の下方修正は不可避ではないかという見方が広がってきている。ただ、あくまで下げなければ駄目だろうなあという話なので、どれだけ下げなければいけないかということについてはまだ誰も分からない、様子を見るしかないという状態にある。次に、ここから後はあくまで仮定の話、仮にという話であるが、皆が心配しているように米国の個人消費が落ち込む、またそれが特に長引いた場合に、一体どういったことが起こってくるかということである。以前からずっと述べているとおおり、これまではIT中心の景気の悪化だったので、例えば海外に影響を与えるといった時にも台湾とかシンガポールとかいわゆるITに依存度の高い国に影響が出てきた訳だが、当然のことながらもし個人消費の落ち込みが長引くということであれば、消費財の供給国の方に影響が出てくることになる。日本についても当然、消費財への影響ということが問題になってくる。最悪のケースは、消費財において輸出が大きく落ち込んで、これが二次的な在庫調整を引き起こすというリスクであろうと考えている。勿論AV機器とか色々あると思うが、具体的に私共が一番気にしているのは自

動車の影響で、輸出、生産、あるいは企業収益もそうだし設備投資でもそうだが、製造業の中で今いわゆる数字を上の方に引っ張っているのはほとんど自動車のみと言って良い状態なので、仮に自動車辺りで減産が起これてくると、この影響は無視できないし、ITは相対的に他業種の影響が直接には小さいのに対して、逆に自動車は大幅な減産になってくると直接的に他業種への影響が大きい。その場合、具体的に言うと先程来問題にしている素材では今でも減産がしきれなくて、少し在庫が積み上がっているような状況なので、例えば自動車で減産が起これてくるとその辺りへの波及も含めて影響が大きいということである。繰り返しになるが、これはあくまで仮定であって、こうなると申し上げている訳ではないが、いわばテロ関連の影響について、勿論それは航空とかそういう話があるだろうが、日本の立場からみると一番大きなリスクは多分この辺にあるのではないかと思っている。私の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

海外旅行の点だが、マイナスの影響はもう出ている。逆に国内旅行に代替されて却って国内需要の方が増えてというそういう部分というのは期待できないのか。

早川調査統計局長

聞いている範囲では、新婚旅行シーズンだが、なかなか海外に行けないものだから、国内旅行はやはり良いようである。ただ、恐らく全面的に海外旅行の落ち込んだ部分を国内でカバーしきれるという訳にはなかなかいかないと思っている。

速水議長

車の混みかたをみてもそうだね。

早川調査統計局長

ただ逆に言えば、恐らく支店長会議とかで報告があると思うが、飛行機の方は国内でも沖縄とかはいけないみたいである。

田谷委員

機械受注については去年も8月にうんと上がって、今年も8月に数字が上がっており、単月の振れと言われればそうだが、何か理由はあるのか。

早川調査統計局長

機械受注というのは、確かに3月とか9月とか期末月には大きいという意味での季節性はあるが、それ以外はこれだけ荒れる統計を季節調整をかけて膨らませたりへこませたりして前月比をみて、果たしてどこまで安定的なことが言えるのかという感じがする。これもやはり3か月纏めてみないとなかなか物の言えない統計ではないかと思っているので、先程説明したように2か月のところではマイナス幅が見込み比小さいが、これで以って小さいとまではなかなか言えないのではないかと思っている。

須田委員

貿易サービス収支という面でみれば海外旅行は凄い赤字だからそれは凄く減るのではないか。

早川調査統計局長

要するに個人消費という点でみれば全部カバーはできないが、それこそGDP的なセンスでみればシフトした分は幾らかはプラスである。

### 小林内閣府政策統括官

テロ対策の件で沖縄関係の色々なお話を聞いてみると、修学旅行の取り止めが8万人分が出ていて、それで逆に色々な形で増えている部分は千人程度だから、少なくとも沖縄だけみれば相当マイナスである。だからシフトがあるのかどうかというのはやや先程の意見はどうかなという感じがする。

### 三木委員

個人消費関連の中で、家電販売のNEBAベース、実質とあるが、どういう調整をかけているのか。

### 早川調査統計局長

NEBAの販売金額を消費者物価の中に入っているいわゆる個別の指数で、割り戻して実質化しているので、確かにこれは実質化するとえらく上目にみえる。典型的に言うと、パソコンが入っているから当たり前だが、名目でみるともっと落ち込んでいて、GDPだの鉱工業生産だのという発想をするのであればこれはこれで良いが、恐らく販売現場の実感からするとこの数字は強すぎると思っている。逆に言うと、この数字を名目でみせると、こういう家電とかが色々なところに影響しているものをやや過小評価してしまうし、実質化するとこれは販売現場からみると高い数字になってしまう。本当は実質も名目も載せると良いと思うが、既に個人消費のページは一杯で限界に近いので、これ以上あれもこれも追加するというのは是非とも勘弁願いたい。

### 速水議長

宜しければ次に移る。最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事、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、6）

##### 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説明する。今日説明したいポイントは四点で、一つ目はこれは先々月からの傾向であるが、全体として資金需要の減少傾向がさらに進んでいることである。それから二つ目は社債市場で低格付債の起債環境が悪化していることである。社債市場の好環境、上位格付けは余り変わっていないので、全体としてみれば非常に大きな変化が起きているということではないが、好環境であった社債市場の環境の一部に変化が生じている。三つ目は調査統計局長からも説明があったが、中小企業の資金繰りあるいは中小企業からみた金融機関の貸出態度である。これまで単月の中小公庫等の指標で幾分の悪化ということが出ていたが、これが短観でも確認された。それから四つ目だが、9月については、マネーの関連指標、具体的にはベースマネー、マネーサプライ共にかなり高い伸びになっているが、その理由、それから今後の数字の展望の両者を踏まえると、こうしたマネーの解釈、あるいはものの言い方については相当注意深さが必要になってきているのではないかということである。実はこのうち貸出とマネーの数字は今朝出たものがあるので、ポイントとなる数字については口頭で補いながら説明する。クレジット関連の貸出をみると、5業態合計の貸出は8月が前年比-2.0%であるが、今朝出た9月も-2.0%ということでマイナス幅は変わっていない。引き続き同じようなテンポのマイナスが続いているが、今日報告する数字でやや特徴的なのは、主要3業種の12月に向けての計画である。貸出実績・計画をみると、9月の実績見込み-2.5%に対して12月の計画は-2.7%となっている。この計画の数字というのは、大体強めの数字が出て、実績のところでは相当下方修正されるというのが大体のパターンである。このように9月の実績見込みよりさらに控えめな12月先行きの計画が出るというのは、非常に珍しいことであって、この解釈についてはもう少しヒアリング等を重ねたいと思うが、少なくとも貸出地合いの弱さということを示している

一つの材料かもしれない。それから社債・CP市場の動きだが、CP発行残高については、本行オペも含めた総合計が、今日出た9月の数字がちょうど20兆円なので、8月の21兆円と比べると、若干落ちている。CPについては若干季節性があるって9月と3月は、企業がバランスシートを縮めるという特性があるので、まだ傾向判断するのは早いけど、少なくともこの半年のようにどんどん増えるという地合いではなくなっている可能性はあると思う。それから社債発行残高は、9月には前年比で1.7%で、1%台に低下してきている。実は特徴はこの数字より後の10月の動きであって、先程山下金融市場局長からも報告があったとおり、特にトリプルB以下の低格付債に対する市場の見方が厳しくなっていて、クレジット・スプレッドは拡大している。これを背景に10月に入って今のところトリプルBの社債の発行はストップしていて1件もみられない。ちなみにこの間の社債発行額に占めるトリプルB以下の発行のウエイトの推移を述べると、昨年度の一年間が6.9%、これが今年の4~6月には9.0%、7~9月には14.2%であり、10月に入ってからはまだ11日しか経っていないので出来上がりは分からないが、やはり全体として低格付債に対する市場の評価が厳しくなっていると思う。背景としてはこれまでも内外ともに色々な説明があったが、テロ事件後の不透明感あるいはマイカルのショックに伴ってリスク評価が厳しくなっていることと、株価の下落で買う方の懐具合が厳しくなっている、という両方の要因があるかと思う。その辺が大きな変化である。

これに対してマネーの方は、随分違うイメージの数字になっている。マネタリーベースは、9月は14.2%という非常に高い数字になった。この14.2%という数字は2000年1月、これはY2Kの後で非常に高くなった22.8%以来の高い伸びである。中身を見ると、まず銀行券の発行高の伸びはこの7月の9.6%をピークに徐々に落ちてきている。これは郵貯シフト要因が7月でピークを迎えて、終わりつつあるということで銀行券の伸びはさすがに落ち着きつつある。ちなみに私共の見通しでは、10月は7%位になるだろうとみている。それに対して日銀当座預金の伸びが急激に高

まって9月は100%という、要するに前年の倍という非常に高い伸びになっている。山下金融市場局長から説明があったとおり、市場の流動性に対する需要が非常にボラティルなので、当座預金が幾らになるのかというのが見通し難いが、銀行券の伸びが7%程度あるということを前提とすると、さすがに14%から落ちてくるとは思うが、10%を越える伸びは数か月は続くのではないかなとみている。いずれにせよ、この高い伸びの背景は先程説明があったとおり、単純に金融緩和が浸透しているとかあるいは何らかの需要が起きているということとは別のストーリーがある訳であり、リーディングとか物の言い方に気を付けたほうが良いという一点目はその理由である。似たようなことがマネーにも起きている可能性があって、8月は3.4%だが、今日発表した9月の数字がなんとM2+CDで3.7%。季調済み3か月前比年率は8月が3.4%からリバイズで3.3%になっているが、これが9月は4.2%という非常に高い伸びになっている。この中身で特徴的な数字を一点だけ申し上げると、このM1の中の預金通貨が、8月の10.0%から9月は13.0%へと伸びを高めている。今日出た数字なのでまだ中身の分析はできていないが、預金通貨が高まったという中身は法人の流動性需要であって、可能性としてあるのは何らかの例えば同時多発テロ事件、あるいはマイカル破綻の影響などで、何らかの格好で法人の流動性に対する予備的な需要が高まったという可能性が大きいように思われるが、いずれにせよ高い伸びである。いずれにせよこういう格好で高いマネー、マネタリーベースの伸びであるが、実はこのままマネーサプライの伸びが続くかと言えば、今月は10~12月の見通しの公表月であるが、先行き10~12月は民間の資金需要が引き続き低調に推移する見通しである。これはもっと低調になる可能性があると思うが、しかも郵貯シフトが一巡するということで、7~9月の実績3.5%と比べて前年比伸び率が鈍化する見通しであり、対外公表見通しは+3%前後という表現は変わらないが、いずれにせよこういう高い伸びは続かないとみている。アメリカやヨーロッパの市場はテロ事件発生後、相当の流動性需要があったものが比較的早期に収まった。それに対して日本は、当初は期越えがあった訳だが、

それが終わっても全体として高い流動性需要が続いているという要因については、相当注意深く考えていく必要があると思うし、こうしたマネーの高い伸びも例えば郵貯シフトの一段落、その他の要因もあってこの後徐々に伸びを落としていく可能性があるということ踏まえると、こうしたマネー関連指標の解釈、物の言い方については相当注意深くやっていく必要があるかなと考えている。もう一つのポイントで、金融機関の貸出態度とか中小企業の資金繰り判断の問題があるが、これは先程説明があったので簡単に月次の数字だけ説明すると、資金繰りDI、金融機関の貸出態度とも7~9月でみると短観も幾分悪くなりだしたということと、資金繰りの月次のデータをみると、中小企業金融公庫、商工中金、若干商工中金の方はでこぼこしているが、9月に若干悪くなっている。それから金融機関の貸出態度判断DIも、中小企業金融公庫をみると、9月はプラス幅、緩い超幅が8月に比べてさらに縮んでおり、この数か月こうした傾向が続いている。この辺については今月の24日に金融市場局で採っているローン・サーベイが出るので、これも踏まえて来月の決定会合でもう少し総括的な判断を申し上げたいと考えている。最後に倒産の数字は15日公表なので今日はない。以上である。

速水議長

何か質問はあるか。

中原伸之委員

先程マネーのところで注意深く言うべしと言っておられたが、何を注意深くと言っていたのか良く分からなかった。

雨宮企画室参事役

マネタリーベースやマネーの伸びと金融緩和度合いとを直接リンクさせることについての危なさの理由として、二つあるということだと思う。伸びている背景の一つは特殊な要因、もう一つは郵貯ということであろう。基調的には、今年に入ってから緩和に伴う機会費用の低下効果が、確実にベースとしてはあると思う。例えば、我々は銀行券の伸びの実勢は6%

位と思っているが、この6%でも相当高い伸びであって、その背景にはやはり機会費用の低下という緩和効果がある訳だが、さらにその上に2%、3%乗っている部分については郵貯要因とかあるいは予備的需要の要因があるとみられる。それをどう解釈するかということがポイントとなってくるが、郵貯要因等についてはそろそろ剥落するので、この後、高い伸びはむしろ若干縮んでいく可能性がある。そういうことを単純に解釈する人からは、またマネーやベースマネーの伸びが縮んできた、これはタイトニングだ、みたいな誤解も発生しかねないので、理由と先行きの展望という二つの意味で注意深い解釈という言い方が必要だろうと申し上げた。

速水議長

郵貯の期日到来はいつ頃まで続くのか。

雨宮企画室参事役

大きなこぶは7月で終わっている。後は次の若干小さなこぶが11月にあるが、ほぼ平常時というか山は越えた。

中原真委員

準通貨の減少は、やはり金利がこういう状態なので、選好ということだろうか。これはずっと続いている。

雨宮企画室参事役

少なくともこの1か月、テロ後についてはマーケットで起きているような一種の予備的需要みたいな問題はあるだろうと思うが、今年の3月に追加的な緩和措置を講じてからの動きでいうと、やはり機会費用の低下の効果ということが、より流動性の高いものへのシフトということを説明する一番説得的な理由だろうと思っている。ただ、それで今の足許の3.4%のマネーの伸びを全部説明できるかということ、到底不可能である。恐らく今年の1~2月のマネーの伸びが2%と少しなので、そこから2%台の後半ま

では説明できても、それから3%前後あるいはそれを越えたところというのは、やはり郵貯シフトとかあるいは9月のテロ要因で説明するということで、基調的には指摘のような要因が働いていると思っている。

中原真委員

個人とか法人とかは分かるのか。

雨宮企画室参事役

分かる。

中原真委員

これは個人か。

雨宮企画室参事役

個人と法人、両方落ち込んでいる。

山口副総裁

来年4月にペイオフ凍結解除があることは響いていないのか。

増淵理事

それは多少あると思う。定期預金の落ちの中の、どの位かは分からないが若干はある。ただ、なかなかどの位というのは難しい。

中原伸之委員

法人でも定期から相当普通にあっており、同じ額位いっているのではないか。

雨宮企画室参事役

同じ額位いっているが、ただその中身としてどの要因が一番強いかとい

うのはなかなか分析できない。少なくとも今年の夏場位までの動きについては金利効果は大きいだろうと思う。ただし、ほかにも流動性が高いものにシフトする理由というのはあって、今山口副総裁が指摘になったような要因も排除はできない。

#### 山口副総裁

9月の広義流動性の伸びはどの位か。

#### 雨宮企画室参事役

実は今月だけ取ってみると広義流動性も伸びている。8月がリバイスで1.7%になっていて、3か月前比の年率がリバイスで-0.3%になっている。それぞれ8月の1.7%に続く9月の数字が2.1%、3か月前比の年率で-0.3%に続く数字が+2.7%なので、今月だけでみると両方爆発している。従って、何らかのシフトが広義流動性の中で起きているよりは、広義流動性の外、例えば株とか、何か違うものから起きていると考えられる。ただ、例えば9月中は法人の株が買い越しなので、今のところぱっと説明できる要因はみつかっていない。

#### 植田委員

8月まではマネーの伸びに比べて下がってきている。9月はマネーと同じように上がったという要因は何か探せるか。

#### 雨宮企画室参事役

今日数字が出て、中身を見はじめて4時間しか経っていないので難しい。

#### 中原伸之委員

貸出が段々減ってきているということは、やはりオーバーレンディングが徐々にではあるが解消しつつある、減りつつあると解釈してはいけないのか。当然そういう方向に行くのではないかと思っているが。

#### 増淵理事

ベースとしてそういう要素があるとは思いますが、実際に貸出が減っていることの中身をどの位評価するかというのはなかなか難しいと思う。大きな企業が借入金返済をするという個別の話はずっと続いている訳であるが、しかし逆に、過剰とみられる債務との対比で言うと、この貸出の減少ペースがどちらかというと遅々としているという印象もあると思う。

#### 中原眞委員

社債が発行できないような状況が続くと恐らく銀行貸出に戻ってくる。

#### 雨宮企画室参事役

トリプルBは銀行のレーティングからいくと凄く良い企業である。

#### 中原眞委員

十分なスプレッドも取れるのか。

#### 雨宮企画室参事役

スプレッドも取れて良い企業。そういうこともあるかもしれない。

#### 三木委員

大企業がキャッシュ・フローの中から借入金を返していくという動きは、今の景気の、生産が落ちる、引き合いが落ちる、当然収益がもろに落ちる、単価が落ちるという中では、効いてくるだろう。そういう中で相当キャッシュ・フローは今ダメージを受けているが、そういう動きは素材からどんどんはじまって拡がっている。とても今借金を返すところではないから、恐らく9月以降返すというスタンスがストップしていくと思う。にもかかわらずやはり貸出が減る。片方では中小企業に対する資金回収というのは少しずつ進んでいる。そのウェイトがどの位か知らないが、その辺が今少



し変化が起きているのではないかなと私は思う。新生銀行などもああいう動きをしているが。

#### 雨宮企画室参事役

そこは先程申し上げたとおりローン・サーベイの数字で規模別、貸出態度変化の理由等が出てくるともう少しみえてくるかもしれない。

#### 速水議長

昨日も閣僚懇談会で自民党幹事長の山崎拓さんから、どうして銀行貸出のマイナスが続くのかという質問があった。皆さんならどう答えられるかわからないが、私からは資金需要が少ないということと、銀行の方も貸し渋りとまではいかないにしても、不良貸出を抱えて慎重になっていることとお答えした。さらに中小企業向け与信については景気との関連で慎重であるし、好業績の先に対しては政府系金融機関との競合もあって伸ばせないというようにお答えした。確かに数字をみるとずっとマイナスが続いている。それと良く聞かれるのが、ペイオフのことであり、信用組合などはまだ名寄せも済んでいないのでないか、それでできるのだろうかということ聞かれる。

#### 雨宮企画室参事役

貸出が減っているのは総裁が説明されたとおりだと思うが、中原伸之委員が指摘になったとおり、そもそも日本経済のバブル後の大きな調整という中で、ではその減っていることはどう評価するのか、これがプラスにならなければいけないのか、がんがん増やせと言うのか、増やさないと駄目だと考えるのかと非常に難しい判断だと思う。ただ足許の説明としては、本当に総裁が説明されたとおりである。

#### 中原伸之委員

私は大体三木委員が言った見方に賛成である。段々銀行が本来の業務に

戻ってきている訳である。

速水議長

ほかにならないようであれば、以上で本日の議事を終了する。明日は午前9時に会合を再開する。なおかねてお願いしているが、決定会合に対する信認を確保するために、本日の議事内容については適正な機密管理に協力頂くようくれぐれも願います。本日はどうもありがとうございました。

(午後4時4分中断、12日午前9時再開)

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

#### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

ただ今から金融政策決定会合2日目を行ないたいと思う。はじめに本日の議事の取り進め方について申し上げる。本日は、まず金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、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の順に進めて参りたい。採決の後、最後に10月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なう予定である。

本日は政府からは、竹中経済財政政策担当大臣、財務省からは村上財務副大臣が出席されている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提としている。委員及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。

それでは、昨日の執行部からの報告を踏まえて金融経済情勢と金融政策運営に関する検討に入りたい。本日の討議の形式はいつものとおり、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番に意見を頂いて討議頂く。その後で政府から出席されているの方々にもし意見があれば承るという順で進めて参りたいと思う。それでは委員方に意見を伺うが、ポイントを絞って議論頂くために、金融経済情勢、金融政策運営方針各々のラウンドにおいて、

それぞれ一人5分程度を目途に発言願いたい。では、まず金融経済情勢について本日は植田委員から願います。

#### 植田委員

昨日の事務局の説明に余り付け加えることはないが、まず、第一にアメリカを中心とした世界経済情勢である。これは、昨日、平野国際局長の説明にあったように、三つのポイントとして、家計、企業のコンフィデンスが低下していること、それから特に労働市場関係の指標の悪化がはじまっていること、さらに金融資本市場でリスク回避指向が高まる中で様々なリスク・プレミアムが上昇している、ということが特徴かと思う。そのうちの特に前者二つは米国でのテロ事件前からみられはじめていた現象かと思う。少し前までは、夏場までの米国の金融緩和政策と戻し税等で秋から冬にかけてアメリカ経済が回復という期待感もあったが、この前の第3四半期の総労働時間が前期比-3.1%になったことからみても、そういう見方は崩れたと思う。この背景としては、テロ事件前でも既に今回の景気調整や在庫調整だけではなく、設備ストックの調整が大きな規模で進展していた、あるいはその余波が家計に及ぶかもしれない、さらに家計についても耐久消費財、消費者信用等の残高積み上がりのストック調整的な動きも懸念される状態にあったという中で、金利引下げ、若干の減税というような措置の効き方が弱かったということだと思う。テロ事件後は上の三つの特徴が一段と進行したし、消費への影響はまだはっきりとは確認されていないが、ぱらぱらと出ている個別の統計をみると、そこそこの下振れを示唆している。さらにこれが製造業に一段の調整を強いるリスクも出てきていると思う。当面データは上下に大きく振れる可能性があるので、少なくとも足許の動きについても、11月にならないと分からないような10月の色々な指標を確認するとともに、今後の政策の影響、金融緩和策あるいは新たに考えられている財政政策の影響についても若干の期待感を持って見守るとのことだと思う。いずれにせよ不透明感は強い訳であるが、ただ足許アメリカを中心に株価は戻ってきており、これがどういうことを

意味するのかはもう少し見守りたいと思う。

次に日本であるが、これも調査統計局から昨日説明があったように、基本的な構図としてはIT関連の調整が依然として続いているが、それ以外のセクターにも徐々に波及の兆しがみられ、こうした波及が拡大あるいは深くなるというリスクも上昇していると思う。例えば在庫調整の動き、短観のDI、あるいは卸売物価等の動きをみると、製造業の中でもIT関連だけでなく素材への波及の兆しがみえている。そういう中で製造業の今年度下期回復期待はほぼ消滅したと思う。やはり短観、第三次産業活動指数、企業向けサービス価格指数等をみると、非製造業にも弱さが少しずつ出はじめ、特に企業向けのサービスのところには製造業からの波及がみられるように思う。さらに労働市場は、ボーナスあるいは限界的な雇用を中心に、弱さが目立ってきていると思う。今後を占うポイントとしては、IT関連の調整がいつまで続くのか、それから海外での調整が今後どれ位の拡がりを見せるのか、特に米国で自動車を中心とする耐久財消費がどれ位落ち込むのかという辺りが一つのポイントかと思う。また、消費が、労働市場それから家計コンフィデンスの悪化の中でどれ位持ち堪えるのかということ。それから、設備投資は調整がはじまっているが、今のところは短観等からみる限り、ITの供給関連業種の調整に止まっているようにみられ、ソフトウェア投資もそこそこ出そうであり、年度を通じて若干のマイナス程度というイメージであるが、その程度で済むのかどうかという辺りが今後のポイントかと思う。

最後に全体としてこれを纏めると、景気物価情勢はじわじわと悪化を続けているけれども、今のところ底割れという感じではないということだと思ふ。こうした中、米国等の金融資本市場にみられるようなリスク・プレミアムの上昇が、日本ではBBB格の社債市場を除いて余りはっきりとは観察されていない。あるいは若干観察されているが、その金融システム全体に占める重要性はアメリカ程ではない。これは日本がストックベースでは未だに間接金融中心ということの結果かと思われる。間接金融のところでは直ちに借り手の信用度低下に伴ってスプレッドが上がるというよ

りは、借り手の信用度低下に反応して貸出金利が上がらない分、実質的には不良債権が増えているというふうに見るべきなんだと思う。すなわち、わが国では株価下落等から受ける印象以上に、目にみえないところで現在不良債権問題がさらに悪化しつつあるということだと思う。これが金融機関、あるいは借り手の経営問題として大きなマイナスの動きとならないかどうか要注意ということだと思う。以上である。

#### 速水議長

次、中原伸之委員お願いします。

#### 中原伸之委員

総論的に申し上げますと、わが国の景気は依然として下降の真っ最中であり、これから10か月位景気が下降する可能性が高い。そういった中で、テロ事件を契機としてアメリカにとっては第二次大戦以降で最も大きな危機が発生しており、金融ユーフォリアの終焉を迎えているということである。

まず景気動向について申し上げますと、8月に発表された景気動向は非常に象徴的であり、日本経済が八方塞がりの状況にあるということを示している。すなわち景気の変化方向を示すDIの一致指数がゼロになり、これが最も象徴的である。DIの先行指数は71.4であるが、これは発表の遅い指数が四つ位あって、その中で三つ位がマイナスになるという予想であるので、全く今の段階では意味がない。CIの一致指数でみると去年の8月が103.1、8月は96.0ということで景気がピークから約10%減少している。それからCIの一致指数とCIの先行指数の変化率をみると、トレンドとしても依然として下降の最中にある。大体今後10か月は景気が低下する可能性があるというのが長期先行指標の変化率の示すところである。今次の景気循環は前回申し上げたが、オイルショック後の第7循環、それから前回の景気循環では第12循環によく似ている訳であり、景気後退のペースが非常に早く、第7循環とほぼ同じ位のペースで落ちていくと

ということなので、非常に困難な状況に直面していると言える。

またOECDのコンポジット・リーディング・インディケーターズをみても、7、8月と2か月連続で悪化した。指数自体のレベルをみても2000年7月の117.4から本年の7月には113.1、8月には112.6と急速に低下している。この中でも米国、フランス、日本の低下が激しく、世界経済の失速の懸念が高まってきている。そういった中でテロ事件が起きて、影響についてはもう既に各方面で論じられているが、第二次大戦以降で最大の危機ではなかろうか。戦後を考えてみると、70年代には鉄道会社の倒産を中心としたクレジットクラッシュ、80年代の後半には途上国の債務不履行による問題、87年にはブラックマンデー、90年のはじめには不動産投機に端を発したS&L問題、98年にはロシア危機をきっかけにしたLTCM危機があったが、今回はかなり異質であり世界経済に与える影響が並外れている。それからアメリカの小さな政府がやむを得ざる事情により大きな政府へと転換を迫られた。それからグローバリゼーション、貿易や資本の流れについては減速を強いられているということであり、総体的にグローバル・リスクのレベルが非常に上がったということが言える。考えると98年の後半以降FRBが思い切って緩和をすることによりリフレーションが世界経済ではじまった。それと同時にアメリカの経済成長率に伴って世界貿易が伸長し、ITが急速に成長した。そして世界全体のGDP成長の約四割近くがアメリカの成長によって導かれた。世界はそれと一緒に上がったが、今回は、NASDAQにはじまるバブルの崩壊、ITが崩れる等々のはじまると同時に世界貿易の縮小は例をみないほど激しいものであったということであり、上がるも一緒、下がるも一緒ということになってきており、世界には抵抗力がないということが非常に懸念される。

そういった中で最近非常に問題になっているのは、主要なエマージング・マーケットに対するキャピタル・フローが急減しており、直近の例でみると昨年比55%減ということであり、資本は安全だと思われるアメリカ、EU、日本を中心に流れてきている。アルゼンチンにおいて問題が最も鮮明化すると考えられる。

そういった中で日本の国内をみると、幾つか申し上げたい点がある。一つは、名目GDPと実質GDPの両方がマイナス成長になっていることであり、これは山一、北海道拓殖銀行が倒産した1998年、関東大震災の1923年、それから十分な統計的証拠はないが松方デフレの1892年、終戦の1945～6年はそうになっている可能性がある。そして来年度も引き続き名目GDP、実質GDP共にマイナス成長になる恐れがあることが最大の問題である。1998年当時よりも日本経済の状況がさらに厳しい局面に直面する恐れがあると思っている。

それから、短観が出たが簡単に言うと、下期の売上高経常利益率が極めて高い数字になると強調しているように、非常に甘い見通しになっていると私は考えている。

また、8月の失業率をみると、大きな特色の一つは自営業種の大幅減、8月は-32万人、それから主に仕事つまり正式社員だが、これが66万人減っている。それに対してサービス業の就業者は58万人増えて製造業が34万人の減少となっている。つまり三つの特色が出てきており、自営業種の大幅な減少、主に仕事をしている正式社員の減少、それに対してサービス業の就業者の増加、こういう格好である。

それからもう一つ最近心配なのは、電気機械工業の競争力が大幅に落ち込んできていることである。詳しくは申し上げないが、アジア諸国の競争力の向上、価格引き下げ競争等々に加え、人件費が30分の1以下と言われている中国との競争もあって、総じて申し上げると、電気機械工業に象徴される日本全体の国際競争力が落ちてきているのではないのかということが私の最大の懸念である。

それから簡単に原油の見通しを申し上げますと、アメリカでは大体1年のタイムラグを持って失業率に影響する。恐らく来年の第3四半期の失業率が7%台に乗るだろうと前回申し上げたが、今回テロによって世界の石油需要が急減するだろうということで、9月25日に21.7ドルをWTIで付けた。これは約2年前の1999年10月12日の安値、20.55ドルに見合うものである。これで一応底に入っていると考えていて、これから冬がどう

なるかということが問題である。

それからアメリカ株価について少し申し上げると、この9月21日に大体底を打って今はリバウンド中である。どこまでリバウンドするかであるが、大体ダウ・ジョーンズでは9,370ドルから9,533ドルというところに非常に強い抵抗帯がある。恐らくそこで頭がぶつかってもう一段下げてきて、9月21日の底値を下回るかどうか問題になるが、いずれにしても年末に向けてそこから強い展開が予想される。NASDAQについても1,655ドルから1,721ドルがレジスタンスだが、これは昨日の上げでほとんど到達しており、これもまた同じように下値を探ってくる動きになって、それが上手くいくと年末に向かって上げてくるという展開を予想している。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

私からは、実体経済の方からの見方、それから金融の問題も銀行の現場を担っている人からの見方というところに視点を置いた形で話をしたい。まず景気の総括感だが、景気はなお後戻り状態を継続している。12月に向けて量、価格ともさらに落ち込むことで、景気は一段と厳しい局面になるのではないかと思われる。ここにきての米国景気の減速は、日本経済の悪化をさらに加速させる方向に作用しているが、今回の同時多発テロの影響は、これに輪をかける形でこれから顕現化していくのではないかと思う。経済がグローバル化して政治経済が密着して動かざるを得ない中で、日本経済は世界経済減速の動きの影響を大きく受けざるを得ないので、日本経済独自でやれることには限界があるのかもしれないが、自分の城は自分で守るという景気回復への政策の取組みが今求められていると思う。

実体経済の主要ポイントを四点申し上げる。第一は企業部門は一段と悪化することである。これはディマンドサイドでみると、個人消費は二極分



化のままでなお平時状態である。今のところはまだそう言えるであろう。サービスの中身は堅調ながら、自動車、電気機械にみられるように財は少しづつ減少の方向になっている。ちなみに9月の小売の販売額は前年比-3.5%、前月比は-0.8%でマイナスが出ている。それからIT関連産業やトラディショナルビジネスは、いずれも在庫調整が長引いており、前からの状況は変わらない。それから企業収益は量、価格の下落を受けてさらに悪化する。これは今回の短観の中で、唯一違和感のある数字だが、企業収益はさらに悪化する。このため設備投資はさらにブレーキがかかる公算が大である。サプライサイドでみると、建設は下期はさらに悪化する可能性が出てきている。建築着工床面積非住宅ベースの平成13年度の見通しは、6,000万平米から6,200万平米と言われているが、これはちょうど34年前の昭和42年のレベルに見合う数字である。その時の数字は6,217万平米だが、それをなお下回るレベルまで落ち込む見込みであり、問題はここで下げ止めるか否かがなお不透明だということである。既に上期でこの需要を先喰いしており、上期は大体月平均520~530万平米できているが、下期の着工は月平均500万平米を切るというかなりの低水準まで落ちる見通しであり、これが一つの大きな問題である。それから自動車生産だが、生産の方は当初計画年980万台程度であるが、——ちなみに昨年度は1千4万台——トヨタを中心にこれを下方修正して960万台を切るベースにまで落ちていくだろうということである。また、国内自動車販売、国産車の国内自動車販売をみると、この9月の前年比が-3.9%となっており、翳りが出てきている。今のところ13年度合計でみると前年比若干プラスになる見込みであるが、当初計画からは下振れの姿になっていることが自動車メーカー、トヨタなどが抱える問題である。一方、輸出については米国の国内販売が年率1,600万台を下回るペースに急減速している。このような影響で9月以降の対米輸出を中心に落とすという計画に各社とも走り出している。それからもう一つ電気機械の方だが、販売の方でみたNEBA統計の原計数だが、7月以降前年比マイナスを継続しているし、受注も6月以降前年比マイナスが継続しており、生産は落ち込んでいる。特に生

産拠点の海外移転で国内生産はダメージを受ける姿になっている。今まで製造業は自動車と造船以外は全部マイナスと言われていたが、ここにきて健闘しているのは造船のみという姿になっている。

第二の問題は雇用・所得環境で、これは徐々に悪化の公算が大きい。特に所得環境、所定外賃金の落ち込みが続いているほか、夏季賞与も不振で所得環境はやはり徐々に悪化する方向である。先行きはさらに当期初への落ち込みが避けられないということもあり、このままいくと来年度はベースダウン、ワークシェアリングの議論もあり得るのではないかとということ懸念している。それから雇用環境、特に製造業の中小企業を中心に雇用削減圧力が緩やかに悪化している。先行きはさらなる悪化が不可避の情勢になっているので、この企業部門の悪化が徐々に雇用・所得環境、つまり家計の所得形成の悪化に繋がるのが、いよいよ避けられないという感じがしている。

それから第三は家計部門である。家計部門は早晚悪化するだろうから、個人消費は現時点ではなお平時という評価だが、今のままでは雇用・所得環境の悪化、株価下落などを背景にいずれ徐々に落ち込みをみせはじめるのではないかとと思われる。

第四は、こういった企業収益悪化の動きを受けて、企業収益をどのようにして上げるかが今企業部門の課題である。この中身を少し話すと、まず量はもう期待できないので、次の問題は価格になるが、価格はマクロで見るとやはり簡単に上げられない。まずは下落を止めるのが先決というのが今の姿である。これをミクロで見ると、一つ目はやはり国際競争価格への鞘寄せといったタイプの商品、これらの価格はなお下がるということである。それから二つ目は需給バランスを反映するタイプの商品といったものは、むしろ需給バランスをここで締めて、価格下落を止める、そして引き上げるといった動きを各企業はやっと取りはじめてきているが、先程説明したように在庫調整が長引くという局面を考えると、これはなかなか難しい状況だと思う。そうすると、最後に残されたのがコスト引き下げだが、それはやはり労働分配率の引き下げにほかならない。従って雇用カット、

ワークシェアリングという問題は避けられないのかなと思う。二つ目はやはり電力・ガス・運輸等の社会インフラコストの引き下げである。これは何と言っても規制緩和に頼るところが大きい。それから三つ目は、全体最適ではなくて部分最適でも海外生産シフトを加速しようといったリストラに取り組みざるを得ないと、これが企業の方の今の動きと思っている。

企業金融、金融市場のポイントだが、企業金融という面——キャッシュ・フローの動き——でみると、特に素材業界を中心に企業のキャッシュ・フローを巡る環境がここに来て変化してきている。従来は減価償却の範囲内で必要な設備投資を行ない、潤沢なキャッシュ・フローは銀行借入の返済に回す、こういう動きがバランスシート調整の姿であったが、これが一転して、今は企業収益悪化を背景にキャッシュ・フローは急速に落ち込みつつあって、銀行借入の返済はストップ状態にあり、必要な設備資金も社債発行に頼るといった傾向になりつつある。バランスシートが再び悪化する先が出つつあるということである。それからこの中での二つ目の問題は企業金融である。特に企業間信用の動きだが、企業業績の悪化を背景にして、企業間信用もここに来て急速に収縮しつつある。企業間の信用リスクテイクはやはり順便に行なえるような環境整備はどうしても必要だと思う。それにはやはり不良債権の重石を取り、まずは過剰債務者のリストラ促進が不可欠である。三番目は貸出市場の問題だが、依然として資金需要が停滞して新規貸出が出ないという中で、中小企業を中心に貸し出し回収の動きはやはり続いている。現場の銀行の声を聞くと、貸出不振の原因の一つにはやはり金融庁の機械的な査定があるという声強い。企業の真の実力なりあるいは将来性なり、経営者の力量などをみないで、財務諸表の数字のみが判断根拠という状況の下では貸したくても貸せないというのが現場の声である。一方で健全化計画で貸し出し増加は強制されていて、銀行は大きなジレンマに直面している。景気の一段悪化、資産価格の下落、株価とか地価下落による担保価格の目減りであるが、こういった中で、大手行の一部からは不良債権処理はやはり逃げ水現象だという焦りの声ここへきて急速に拡大しており、貸し渋り再燃のリスクを警戒する声

もある。これを別の切り口からみると、銀行がリスクテイクする能力を、要するに体力を失いつつあるということである。助けるべき企業を助ける力さえ喪失している点が問題だと思う。体力回復にはまず、一つはフロー収益の改善が必須であり、貸出スプレッドの適正化も課題であるが、まずは抜本的なコストのリストラに取り組むことが先決であって、まだまだ足りない。次に二番目は健全な経営体への回復が大事である。そのためには不良債権処理が先決であり、余力がなければ公的資本投入もやむなしということで、日本経済に蔓延する信用収縮防止のためにマネーの力をパワーアップすることが重要であると思っている。不良債権処理の促進のためには、一つ目はやはり要注意先については引当金を厚く積むということである。二つ目は破綻懸念先以下については、RCCの機能拡充を含めて一括オフバランス化することは不可欠だろう。そして必要な先には公的資本注入も考える。次は長期債市場だが、市場の最大の注目材料というのは、やはり巷間言われているインフレ・ターゲットの導入問題であろう。現時点では、導入しないだろうとの思惑が市場に支配的であるために、仮に導入に前向きな動きになった場合には、一気に長期債市場が崩れるリスク、長期金利が2%近傍まで一気に上昇するのではないかという見方もある。この物価目標の問題を巡っては、市場のセンチメントやその反応も考慮に入れながら慎重に討議、議論を行なう姿勢が求められる局面だろうと思う。一方、国債の30兆円枠から数兆円程度の突破は、これはある意味では市場では織り込み済みということで、大規模な補正が打たれない限り特段の相場波乱要因にならないだろうというのが、市場の一般的な見方である。次は株式市場だが、企業収益の展望は開けない。今後とも弱含み基調の継続は避けられないだろうが、特に大手行の9月末の含み損が5兆円規模と、前期末のTier I 22兆円の約4分の1相当に上ったとの見方もあって、体力疲弊が一段と進展している点が懸念材料である。配当懸念も大きい。今後の不良債権の円滑処理を展望すると、やはり公的資本注入の問題も検討する局面ではないかと思う。

それから最後になるが、物価下落の問題だが、生産性上昇、新技術によ

る価格下落といったわが国の高コスト体質の是正を迫る価格下落は避けて通れない流れ、言わば構造的な価格下落とも言えるが、国民経済にとってもこれはプラスであって、経済成長と整合的だと受け止めるべきだと思う。一方、需給バランスの崩れによる価格下落は、勝ち組負け組を問わず企業の収益にダメージを与えて経済を縮小再生産に陥れるリスクがある。この背景には設備過剰からの過当競争問題、これが今産業界の中に非常に広がってきていて、やはり本格的な企業再編が求められる場面であるが、この敗者の市場淘汰がなかなか進まないのは、超金融緩和の副作用ではないかという声も一部には出ている。ただ、マクロでみると、物価下落は企業収益の減少に繋がり、企業あるいは国、地公体といった過剰債務者の実質債務負担を高めることになるし、バランスシート調整圧力をさらに強めるということになる点はやはり問題である。日本経済にとって最大の課題は景気の回復であるが、それはデフレからの脱却であり、物価下落を止めることなので、民間企業、銀行の自助努力、それから財政、金融の合わせ技とは言え、金融政策としても断固として物価下落を止めるという姿勢はアピールし続けるべきだと思う。以上である。

速水議長

次、中原眞委員お願いします。

中原眞委員

景気の現状認識の総括だが、引き続き大幅な生産、出荷の減少とか素材産業等への拡がり、あるいは企業収益の大幅落ち込み、雇用・所得への波及というような現在の流れ、これは過去8月、9月の政策の決定の際に想定していたシナリオを大きく外れているものではないという感じであるが、ただこのスピードが非常に速いという感じを受けている。そういうところで米国のテロ事件が起こり、不透明感が大変強まっている。この前まで来年度上期に展望していた景気回復シナリオが今は描けないという状況になっている。回復が外需の主導によるのか、あるいは比較的個人消費

が良かったので、それを背景として非製造業が景気のリード役になっていくのだろうか、あるいはIT関連業種以外の業種がリードするだろうか、こういう幾つかのルートを考えていたが、そのタイミングも含めて今現時点では回復のシナリオが全く描けないと思う。一つ一つ簡単にコメントすると、米国はリセッション入りは確実だと思う。利下げ、減税の効果がどの程度何時頃出てくるかは今のところは全く分からない。外需は当分期待できないと思う。また国内での個人消費、あるいは消費関連の非製造業、これも比較的底固かったが、昨日の報告でもあったように自動車に翳りが出てきているのが大変心配である。企業の広告費支出も2年ぶりに前年を下回ってきているとか、電通とか博報堂の消費者意識調査も大変悪かった前回不況時の水準近くに低下しているというようなことであり、企業側でも消費を掘り起こす余裕もなくなってきつつあるという気がして、消費の先行きも不安が大変強い。またIT関連、電気機械関連業種以外の多くの業種で、過剰設備、過剰人員を抱えて強い構造調整の圧力を受けているが、鉄鋼とか非鉄、セメント、化学等の素材業種では、中間物流を排除して価格競争を図る外資の攻勢が出ている分野もあるし、価格交渉のイニシアティブが需要家に移ってしまって大きな値下げ圧力に晒されている。一方で、キャッシュ・フロー維持のために操業度は稼働率を引き上げていかざるを得ないというような大変強いデフレ圧力に晒されていて、一部で人員削減の動きもこのIT関連以外のところではじまっている。こういう企業の話を見ると、前回の97、98年当時の状況との比較がよく話題になるが、今のところ数量的な落ち込みの幅はともかくとして、質的に全く違うということを行っている。このサプライサイドへの調整プレッシャーが高まる中で、財政面からの制約ということで総需要政策は全く期待できない。構造改革による新しい需要の掘り起こしもあるが、これはとても時間がかかるだろう。そういう中でのテロ事件ということで、産業界には皆、不安感、危機感が募っているという意見が強い。97、98年当時みられた大幅な信用収縮というのはまだ中小企業、あるいは一部の不況業種を除くと生じていないが、下期の不良債権処理の進め方とか株価の動向によっては、低格

付先、あるいは中小企業を中心として資金繰りは相当厳しくなることはあるのではないか。このような金融面における信用収縮によって、景気悪化がスパイラル的なものになるリスクは十分考えていく必要があると思っている。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

テロ後における海外環境の変化というのは、経済活動をさらにマイナス方向に押しやる力として働いていると思うが、ただ、その度合いとなるとまだよく分からないし、不確実性がかなり高いのではないかと思う。アメリカ経済の動きが勿論最大のポイントだと思う。米国では在庫調整、それから設備投資の調整という投資の調整が続いており、まだ一巡しないうちに消費マインドの減退がはじまってきたので、この先成長期待が大きく低下する可能性が出てきたと思うが、反面、政治、軍事情勢次第で企業や家計のマインドが持ち直す可能性というのもあるが否定はできない訳で、そういう意味で非常に読みにくい情勢ではないかと思う。私はたまたま湾岸戦争の時にアメリカに駐在していたが、あの時もはじまる時はこれは短期戦で終わるだろうという予想が支配的だった訳では必ずしもなかったと記憶している。今度はどうなるか分からないが、色々なサプライズがまだあり得ると思う。しかしそうは言ってもメインシナリオを考える場合には、米国経済は短期的にはダウンサイド・リスクがかなり大きくなってきたと考えるべきだと思うし、既往の金融緩和の効果、これはイン・ザ・パイプラインと言われており、いずれ効果がもっと明確に現れるだろうという期待が持たれているが、そうなるにしてもそれは大分後ずれする可能性が出てきたのではないかと思う。国内的には既に指摘が色々あったとおり、なかなか経済活動にとってのプラス材料が見当たらない状況だと思う。当面の問題は、現在の経済活動の弱まりに弾みがついてしまうリスク、それ

が加速してしまうリスクがどれ位あるのかということだと思うが、そこまで判断するほどの材料はまだ出ていないように思う。しかし逆に、例えば生産活動の減少テンポというのは、同じように非常に速いスピードで続いているし、これが緩くなっていくような材料もまだみえていないと思う。従って製造業における大変速い収縮がさらに続いていくと、そこからデフレ圧力が経済の他の分野に波及していくことが避け難いと思う。当面のリスクとして留意すべきことは、第一はグローバルな経済のスローダウンが日本の輸出を既に直撃しており、これが、投資・消費マインドに対しても冷えこませるような影響を持つだろうと思うが、それがどの程度になるのだろうかということがあると思う。非常に大きな投資・消費マインドの落ち込みというようなことがあるのかどうかというのが一つ。それから第二にこれは植田委員、中原真委員が述べられたことだが、やはり金融システムのプロシクリカルな動きによって経済活動を下向させる圧力を増幅するリスクがどれ位出てくるのだろうかということだと思う。大手銀行の市場における信用力というのを改善すべき緊要性がそれだけ高まってきているということではないかと思う。今のところ流動性の潤沢な供給によって、97、98年タイプのクレジットクランチというのは防げていると思うし、当時とは異質な金融状況になっていると思うが、ただ幾つかの大手銀行の株価が危険な位、低い水準にまで落ちてきているということは、今後の動き次第では金融システムの方から実体経済に向けてのデフレ的な圧力が強まるリスクも明らかにそこに出てきていると思う。そういった点が当面の注目点ではないかと思う。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

昨日執行部から縷々説明を聞いた中で、国内経済に関して今回得られた判断材料はほとんどがテロ事件前のものばかりだったが、それでも弱めの



指標が多かったと思う。まず、雇用・所得面を中心に企業部門の調整が家計部門に徐々に及んでいる姿が明らかになってきている。特に、これまで景気を下支えしてきた個人消費の面でも弱めの指標がみられるようになってきている点は気掛かりである。例えば、一人当たり名目賃金とか家電販売とか新車登録なども弱めの度合いを強めている。そこへテロ事件が発生した訳で、このテロ事件の発生で内外ともに先行きの不透明感が増大してきた。幸い、幸いという言い方もおかしいのだが、空爆の開始後も各国の金融資本市場は何とか落ち着いて推移している。しかし、9月のアメリカの消費者コンフィデンス指標などからみても、アメリカ景気の一段の減速が避けられないのは、皆様の指摘されている通りである。アジア諸国の輸出の落ち込みも一段と激しくなっている。これらを踏まえると、今月の景気の総括判断は前月から一段と下方修正するということが適当であると思う。

金融面で注目すべきものは、短期金融市場で資金の流れが悪くなっているようにみえることである。この点は、欧米の市場と比べるとはっきりすると思う。アメリカのFRBも欧州中銀も9月11日の事件発生後、流動性の需要の増加に対して資金供給を大きく増大させた。しかし、ほぼ1週間程度でこうした短期的な混乱は収まり、中央銀行による資金供給量は比較的速やかに通常のレベルに戻った。ところが、一人わが国だけはその後も高い流動性需要が続き、日銀もこれに応じた資金供給を行ない続けている。当初は9月中間期末という日本特有の節目要因かと思っていたが、しかし無事に期末を乗り越えたにも関わらず、同じような状況が続いている訳であり、これは国際的にみても異常な現象ではないだろうか。この理由として考えられる要因は二つある。第一に、テロ事件による不透明感の高まりを契機にして金融機関が流動性懸念を強めて資金の確保に動いていることである。マイカルの破綻などもそうした懸念に拍車をかけている可能性がある。最近、外銀が資金を抱えて邦銀に出そうとしない、というのもそうした懸念の現われかもしれない。第二に、いわゆるジャブジャブ過ぎる流動性供給と低金利の結果、出し手が運用意欲すら失い、資金の出合

いが付かないという、そういう図式の中で短期金融市場の機能が低下している可能性である。いずれにしても、国際的にみてもわが国だけが高い資金供給を続けざるを得ない、あるいはそれが可能になっているということは決して喜べないことである。こうした事態の背景に関する理解を抜きにして単純に 8 兆円がいいといったような議論が一部にみられるのは誠に残念なことである。いずれにしても、このような金融市場動向を含めて先行きの経済情勢に関する不確実性は極めて大きい。現段階では確たる判断を下すには時期尚早であるが、少なくとも世界経済の回復時期はさらに後ずれするリスクが高まっているということは事実だと思う。こうした外部環境を踏まえると、本年度に加え、来年度の日本経済もかなり低め、場合によってはマイナスの成長率に止まる可能性をも念頭に置く必要がある。また、需給ギャップと物価との関係を踏まえると、現実の成長率が潜在成長率を下回る下では、言い換えると総需要が低迷したままでは物価のマイナス幅が縮小することも難しいのではないかと思う。こういう状況の中でどういう政策の選択肢があり得るのか、極めて悩ましい問題であるがこの点については次のセッションで申し上げたい。以上である。

速水議長

次、須田委員お願いする。

須田委員

現在、実体経済の調整は厳しさを増しており、また先行きも景気調整の動きが徐々に拡大する方向である。今後の景気展開においては海外経済が非常に重要であるが、米国テロ事件後、世界経済の先行き不透明感が一段と高まり景気を見通し難い状況である。この間、株価の下落に伴い金融機関、投資家のリスク許容度が落ちている。このため国内外ともに彼らのリスク回避姿勢が強まっている。金融機関、投資家のリスクテイク慎重化は資金の偏在を引き起こす。ここでは短期金融市場、企業金融、国際金融市場の三つの側面から資金偏在の問題だけを取り上げて意見を述べる。

まず、短期金融市場についてであるが、これは今、藤原副総裁が言われた通りのことで繰り返しになるが、最近、市場関係者から当座預金が積み上がっているほどには資金余剰感が強まっていないとの声がしばしば聞こえてくる。この背景としては次の二点が指摘できる。第一に、市場参加者のリスク・テイク姿勢が一段と弱まる中で資金の出し手が信用リスクをより強く意識し、信用選別を強化しているのではないかということである。第二に、レートの刻み幅が1/100から1/1,000へと変更されたことによって顕現化した問題である。無担保コールの翌日物金利は0.001~0.003%程度にまで低下していることから、資金を動かすインセンティブが失われ、資金の出し手から取り手へと円滑に資金が回っていない。私は短期金融市場の機能が構造的に変化しているのではないかと懸念している。短期金融市場における資金偏在の問題は、現行の金融政策運営のあり方にも大きな影響を及ぼすが、その辺りは後半のパートで申し上げる。

次に、企業金融についてであるが、昨日執行部から何度も説明されたように、これ程金融緩和が強力な下であって、このところ中小企業の資金繰りが悪化している。今後の景気展開にとっては、企業金融、特に大きな構造調整圧力に晒されている中小企業の動向が非常に重要である。企業の資金繰りが悪化する要因は、貸し手や借り手の両方にあるが、このところ借り手側の事情がより大きくなっているのではないかと思う。例えば、中小公庫の調査では資金繰りが窮屈な理由について、金融機関の貸出態度が厳しいという項目は大きく変化していない一方、売上の減少という指摘がかなり大きく増加している。確かにこのところ、内外直接投資などによる競争の激化や規制緩和、消費者選好の変化などを背景とする構造調整、産業構造の変化に中小企業が対応できなくなっているようにみられる。このように企業の資金繰りが逼迫しているという、その逼迫感の高まりが主に借り手側の業況悪化によるものであるとすると、98年当時のような企業金融対策では対応しきれない。金融機関および企業の収益構造を抜本的に改善することが必要である。もっとも、企業再生ビジネスの専門家に伺うと経営陣や資本の再構築、運転資金の確保など再生に向けたワークアウトに

は高度の専門性と資本が必要であり、さらにそれが備わっていても十分な時間を要することが実情のようである。これは不良債権問題とも密接に関連する。こうした中小企業の現状を踏まえると、現在の不良債権問題は特定の大口債務者の問題というよりは、中小企業の方が非常にその対応が難しいと感じている。以上のような問題意識を持ちつつ、今後中小企業を中心とする企業金融の動向を注意深くみていきたいと思う。

最後にグローバルな観点からの資金偏在についてであるが、投資家のリスク寄与度の低下は日本だけでなく世界的な現象である。グローバルな投資家がリスク回避的になると、経常収支の黒字国、つまり資金余剰国から赤字国、つまり資金不足国へ資金がスムーズに流れない。このため経常収支赤字国のファイナンス問題が顕現化するリスクがある。一つには昨日も執行部から指摘されたように、あるいは中原伸之委員も指摘されたが、アルゼンチンをはじめとするエマージング諸国の対外債務問題が再度台頭してくるのではないかと気掛かりである。また米国も大幅な経常赤字国である。資金が十分に流入しない場合にはドルが減価するということになるし、また資金不足が米国経済の調整深度をさらに深める可能性がある。大幅黒字の日本には円高が進む可能性がある。内外の成長率格差は依然として海外の方が高いため、高い収益率を求めて日本から資本が流出し円安となるということは考えられるが、リスク回避姿勢が強まるとそういうシナリオは起こらずに、経常取引による為替需給がより大きく影響するようになる。日本としては一般物価の下落を阻止し、物価の安定を図るためには円安に期待せざるを得ないと思われるだけに、円相場の動きは気掛かりである。これまで日本のリスクテイク姿勢の消極化が金融緩和政策の有効性を損ねているというふうに指摘してきたが、そのような姿勢のグローバルな拡がりを与える影響にも注意を払っていかねばならないと思っている。以上である。

速水議長

最後になったが、田谷委員お願いします。

## 田谷委員

国内経済情勢について皆様の意見、植田委員とか山口副総裁とかそのほかの意見とほとんど変わりはないので国内経済については触れないようにする。それと藤原副総裁と今須田委員が触れられたなかなか日本銀行の当座預金残高が落とせないという問題については、後程金融政策運営についてのセッションで少し詳しく触れてみたい。テロ事件発生とその後のアメリカ、イギリスを中心とした軍事行動の影響ということについて二点申し上げる。そのうちの一点は、今須田委員が触れられたように資本がリスク回避指向を高めているのではないか、その影響についてかなり注視をしていかなければいけないということを申し上げたい。アメリカにおける今回のテロ事件は米国の景気回復をさらに後ずれさせることになりそうである。そもそもテロ事件発生前から企業部門の生産調整、設備投資の減少が起こっていたし、企業収益の悪化を反映して雇用・所得環境が悪化しはじめていた。足許では出張や旅行など人の移動が手控えられているし全体としての消費性向も低下しているようである。テロ事件後行なわれた民間エコノミストに対するアンケート調査では、今年、来年の経済成長率予想は大幅に下方修正された。しかしニューヨーク株式市場の値動きをみると、市場再開直後の1週間程度はかなり下げたが、その後はこれまでのところ持ち直してきている。また確かに1年、2年といったところの金利は大幅に下がっているが、これは主として二度のFFレートの引き下げと今後のさらなる下げを織り込んだ動きだと思う。足許で観察される消費性向の低下あるいは個人貯蓄率の上昇といったことの効果は、タイムラグはあるにしても今後政府支出の拡大と減税でかなりの程度相殺される可能性もあるのではないかと思う。誰しも現時点ではっきりしたことは言えないが、アメリカ経済について足許の状況を除けば過度に悲観的になる必要はないように思う。その行方は、現在行なわれつつある軍事行動の行方やそれと関連した企業、家計のセンチメントの行方、また資産市場、これは株式、債券、不動産といったところの市場の動向などに依存すると思うの

で、そういった点に注目していこうと思っている。

もう一点は、そういったアメリカ経済自体の行方も重要であるが、それと同時に注目すべきは発展途上国の動向である。またそれと共に、これは昨日も国際局長の説明にもあったように、途上国に出入りする資本の動きである。テロ事件後、先進諸国における以上に途上国の株価が下がっている。先進諸国の株価は昨日の時点で9月10日の水準へほぼ戻ってきたが、アジアでは台湾、シンガポールといったNIEsやASEAN諸国の株価は1割から2割下がっている。また途上国通貨は総じて軟調である。特にアルゼンチン、またブラジルなどのドル建て債の対米国債スプレッドがさらに拡大してきている。これらの動きは先進諸国の景気鈍化の影響を一部反映したものであろうが、一部は国際資金フローがリスク回避の動きを強めていることの反映でもあると思う。アメリカを中心とした先進諸国経済の動向がこれまで以上に途上国経済に大きな影響を与えるようになってきている一方、途上国経済の脆弱性が世界経済の不安定性を強めているようにも考えられる。こうした点についても注目していこうと思っている。以上である。

#### 速水議長

それでは金融経済情勢について追加的な意見や議論があれば、自由に発言下さい。金融調節運営に直接関わる意見はまたこの後でお伺いしたいと思う。

#### 中原伸之委員

若干追加したいが、一つは97、98年に似てきたと申し上げたのは、実は金融システムについて大きな問題点を抱えているということを前提にしている。最近のクレジット・デフォルト・スワップ・レートをみると非常に上昇してきている。例えば5年ないし10年のクレジット・リスクの保護を図るためのデリバティブ取引であるクレジット・デフォルト・スワップをみると、本年の5月を底に大幅に上昇している。5年物のデフォ

ルト・スワップ・レートを見ると東京三菱銀行で5月の25bpをボトムに9月末は70bpまで上昇した。富士銀行も6月の42bpから9月末の90bp、三井住友銀行も5月の28bpから9月の75bp、あさひ銀行に至っては9月には本年1月以来漸く値が付いて115bpとなっている。これをみると、世界の金融関係者は金融機関の不良債権の先行き問題を非常に厳しくみているということであり、日本国内でこれから企業収益の悪化、下方修正、株価下落、企業破綻の続出等が予想されるので、私は97、98年を上回るような事態なのではないかと思い、要警戒をしているところである。

それから第二には、アメリカの政策頼みの面が非常に強くなってきたことである。これは先程もちょっと申し上げたが、浮くも沈むもアメリカと一緒にということであるが、そういった中でアジアにおいては、アジア危機以降アメリカの好況に支えられてリフォームが非常に遅れているということがあるので、一番今回のテロ事件で影響を受けるのはアジアであろうと考えられる。

それから第三として申し上げたい点は、株式のリバウンドであるが、要するにアメリカでは主要な株価指数が1998年の最安値に接近したということの理由により、自律的な反騰が起こっているというふうに見るべきだと私は解釈する。これからまだ9月21日の底を下に突き抜ける事態が来年にかけて起こるということは、私は十分に予想されると思っている。次に、キャピタル・フローについてさっき述べたが、やはり一番の問題は、90年頃から2000年位にかけて国際資本の移動が大きく拡大したが、こうした中期的な流れが転換したと考える。なぜかと言うと、国際資本移動の拡大の一つの大きな要素は、日本を除く主要国各国の財政収支の好転であったと思っている。そしてその結果、財政収支が改善して国際資本の移動が拡大したが、今後は経常収支の為替への影響が強くなる可能性がある。従って、ドル安に振れる面があると私は考えている。

それから第四であるが、アメリカの最も新しい現状のサーベイをみると、これはエアラインズ、 SHIPPINGカンパニー、ホームビルダーズ、トラックカンパニーという四つの業種の平均を取ったものであるが、アタッ

ク以前が 39.6、その後の週が 33.3、直近の週が 32.5 とどんどん下がってきており、実体経済面からはほとんどリバウンドはない。

そして最後に申し上げたい点は、このようなことを踏まえて、政府が作っている改革工程表であるが、これはテロ事件の発生前であるので、これからは危機対応型の政策へと転換しなければならないのではないかと私は考えている。以上である。

三木委員

中原伸之委員のさっきの原油の話であるが、アメリカの場合は、失業率の動きに原油の価格の動きがスライドするということか。

中原伸之委員

いや1年後に失業率に影響を与える。

三木委員

1年後に失業率に影響を与えるという一つの見方があるのか。

中原伸之委員

サーベイがある。それによると今年の第3四半期までの原油の価格を前提にすると来年の第3四半期までに失業率が7%台を越えるだろうという計算ができるということである。

山口副総裁

先程、須田委員が言われたリスク回避的な動きがあちこちでみられ、それが為替相場にも影響を与える可能性があるとの指摘は、ほかの何人かの委員方も言及されたが、例えば米国の生産性上昇トレンドというものに対してもちょっと疑問符が付くというようなことが起きてくると、各国間の相対的な収益率の差に根差した資本のフローというのが今までと違った動きをとることになってくると思う。これは何と云うかどうしようもない



話であるが、ただ米国経済がそういうふうになっていく場合には、今現に起きてるようにほかの国の経済成長にも当然影響を与えていくので、そこまでの二次的な影響も考えた場合、アメリカの収益率というのが他国に比べて相対的に低いまま止まるのかどうかというのはよく分からない話になってくると思う。しかし、そういう基本的なパーセプションの変化が生じて資本の流れが変わってくるのであれば、自然に受け入れていくしかないのかなと思う。多分、今起きていることは、深い大きなショックがああいう形で世界経済に加わってきて、それがマーケットの色々なプライスを動かし、直接自己資本ポジションに影響を与えている部分もあるが、そうでない場合も一般的に少し慎重に構えようとかいうような形で、一種のリスク回避的な姿勢が強まっていると思う。これが結果として、経常取引の為替に対する影響を格段に強めてしまって、為替変動が余り経済のファンダメンタルにすぐわなない動きをしてしまうといった場合には、為替介入によって当局が民間の資本移動が起きない部分を埋め合わせてやる、あるいはそれを補ってやるということが正当化されるということになるのか。そのこのところはどういう意見をお持ちか。

#### 須田委員

まず私は、一般的に、資本移動性が凄く高い時には介入政策は有効であるとは思っていない。だけど今みたいに投資家が非常にリスク回避的にかつ不確実性が高くてボラティリティが上がっているような状況で、資本移動性が凄く下がっている時だったら介入すれば為替レートに影響を与え得ると思う。経常収支の赤字の国が通貨が下がった方が望ましいかどうかという話は別にして、どれがファンダメンタルかは別にしてもやはりその有効性は今のような状況だったら保ち得るというふうに思っている。

#### 速水議長

デフレを解消すべきだという議論は、確かに数字でみると物価は少しずつ下がっていて、CPIの前年比でも-0.7とか-0.8だが、私がこれま

です。ずっと経験してきた感じからいうと二つあると思う。今の供給サイドで下がっているというのは、これは明らかに輸入、あるいは輸入関連、それから海外に加工品を出して安くして持ち帰ってきて安く売ると、そういうのは非常に工夫して物価が下がっていることは間違いない。この間、総理府で出された最近の物価統計の分析でもサービスはほとんど横這いで、物の方が下がってきているが、物の下がっているのでも輸入品、輸入関連品というのが2.3位下がっており、そのほかのものというのは余り下がっていない。あれでみても非常にはっきり供給サイドの下がりというのは、輸入関連あるいは大きく言えばグローバルイゼーションで海外から色々なものが安く輸入されあるいは加工され作られて日本へ入ってきて安く売られているのだと思う。かつての日本の内外価格差とあって、随分私共も財界にいても言い続けたことであるが、そういうものが収縮してきていることは確かだと思うが、その過程における価格の下落である。

もう一つの需給のバランス、インバランスというのがここへきてまた出てきているということについても、私は具体的なケースはよく知らないが、やはり規制の緩和・撤廃が進行しているとか、あるいは業界の中でこれまで特に大企業、製造企業の場合には、需給を調節するための生産調整というのが話し合いで行なわれていたケースがあるのではないかと思う。実態はそれで動いていたということは否定できないように思う。そういうものがなくなってきて自分達の判断で量を作り質を決めていくといったようなことで、結果として供給が増えているということが起こっているのではないか。これは構造改革が行なわれつつある過程で出てきた一つの進歩なのかもしれないという気がする。こういうふうになっていって物価が少し安定していくことになるのではないか。本当の意味で闘争が起こっているんだという見方は、少し甘いかもしれないが、私の今までの体験からいえば、こういう構造改革が進みつつあるという気がしてならない。だから余り皆が価格が下がるのはデフレで大変だと大騒ぎされるのはどうかと思う。もう少し急速に下がっているなら別であるが、今の下がり方というのは極めてマイルドで、しかもほとんど横這いだったのが少し-0.5位だっ

たのが-0.7になったり-0.8になったというところであるから、この辺の物価というのは下がっているというべきなのか、あるいはむしろそういう構造的な変化が後ろにあって今まで日本がおかしかった価格というものが正常化しつつある過程ではないかなという気もする。実体ははっきり証明できないだけに自信を持っては言えないが、そういったデフレというか物価の下落が現在起きている。これは構造改革をどんどんしていったらそういうことがかなり色々な面で出てくる可能性があると思っている。

### 山口副総裁

今言われたようなことが起きていることは間違いないと思うし、昨年来というかここ2年間位色々物価の問題を議論してきて、供給サイドからのある種の構造変化が物価を押し下げている面がある、これは必ずしもマイナスとばかりは言えないと思う。ただ、それで今の状況を全部言ってしまうと、これだけ苦しい金融政策をやっている理由というのがなくなってしまふので、やはりそれが総需要が縮小する中で起きているというところに私はもうちょっと危機感を持っている。

### 三木委員

今の速水議長のお話は前段は全くそのとおりで、日本経済としては、こんなのはむしろデフレが悪いというのではなくてデフレで結構だという位で受け止めるべきだと思うが、問題なのは、後段の方だと思う。それが入り交じっている形の中で我々はやはりマクロで政府も我々もみていかなければならないから、そこでどうするんだという問題になるのだろうと思う。その後段の問題は、構造改革の過程の中である程度進むという以前に、需給バランスという形で、循環的な要因で出てきている要素が多いが、そこにもう一つ今出てきているのは、構造改革を抱える中での構造的な問題というのがその中に入ってきているのではないかと思う。それは、過剰設備の過当競争であり、これが今、企業収益を直撃している。それは川上産業になるほど直撃されており、要するに過当競争である。だから、この

辺をどうするんだというのがやはり企業が置かれている一番大きな問題だと思う。マクロでみた場合に、やはり物価下落を止めてくれ、デフレから脱却だというのは一つあるが、今最後に出てきている問題というのは、これは端的に言えば、やはり自助努力である。その前提には過剰設備があるからというのであれば、そこを消そうということ、それが不良債権に繋がっていくという問題もあるが、そういうことではないかなと私は思う。今まではこうやっていたことが今度はフリーになって云々というのはちょっとこれはこういう場では余りする発言ではないから。

速水議長

業界によって色々あるでしょ。明らかに生産調整というのを話し合っていることもある。

三木委員

それは経団連の稲山さんがやっておられた頃である。稲山ドクトリンが全くそうであるから。それはあの頃はそうである。しかしそれはもう 20 何年前のことである。

速水議長

紙などもそうであろう。色々あった。

三木委員

あの頃は皆そうですから。

速水議長

そういうものが今競争過程に入って、それぞれの企業が違った見通しを持ってやっている。その結果として、需要を上回った供給が過剰生産という形で出てきている。それは恐らく競争が徹底していけば、皆慣れて、これはもう少し静まっていくのではないかと思う。

### 三木委員

業界によりけりであるから、石油化学のように割と早く過剰設備を落として、企業再編の進んでいるところなどは、むしろ国際商品価格の方で影響されるという形になって競争の中にある。そうではない典型的な業界は鉄鋼であるが、川上にいくほど悪くて、そういうのは最も悪い。

### 速水議長

政治家の方々もそうであるが、エコノミストも非常に簡単に、物価が2年続いて下がればデフレだという。それはもう決まってしまうているが、言葉の使い方としてデフレなのかなという感じがする。本当にそれが直さなければならぬことなのか、それは企業にとってはマイナスに違いないが、そういった競争を重ねていって企業というのは競争力がついていくのだから。

### 山口副総裁

政策論と合わせて議論した方がいいのではないか。第二ラウンドにいきましょう。

### 中原伸之委員

一つだけちょっと補足すると、今のアメリカは91年の第1四半期からはじまったエクспанションが終わったというふうに思う。その一つの大きな証左というのは、アメリカの季節調整済の雇用者数について2四半期連続してマイナスだとピークを越えた証拠になっているというのが、1946年以降調べてみるとほとんど例外なく当てはまっている。従って、今回もそういった意味で91年の第1四半期にはじまったアメリカの景気拡大というのは終焉したと、ピークを過ぎたというふうに思う。それから物価については色々言いたかったが、後でやる。

速水議長

それではちょうど1時間半経ったので、ここで約10分コーヒーブレイクにして次の政策運営に入っていきたい。10時35分に再開する。

(午前10時25分中断、午前10時36分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは再開する。次に各委員の方々から金融政策運営について一人5分程度を目途にして意見を伺いたい。もう一度、植田委員から願います。

植田委員

私は今日は過去1、2か月を含んで少し長く今年3月以降の金融政策あるいは調節の経験から判明したと、私なりに思われることをやや素直にお話してみたい。最初に簡単にポイントを要約すると、四つか五つある。一つは、当然であるが、日銀当預の増大は短期金利の低下を引き起こすということは前から分かっていたことであるし、そういうふうになったが、それ以上の効果はなかなか今のところ確認できていないことである。ただ、積極的な当預の供給で事前に思った以上に短期金利が低下したというのは、一つの発見であったということは言える。二番目に8月と9月のリザーブ供給の増大で、ほぼ短期金利はプラスの範囲では最低値に至ったということ、それから金利低下以外の効果は余り期待できないとすると、これ以上のリザーブの増大は余り効果がないと思う。ただし、9月のように金融不安等で流動性に対する需要が増大するということに伴って発生する混乱をリザーブの供給で未然に防ぐ、ないし最小限に押さえるということは重要であるし、金融政策についての伝統的な考え方からすると、これは現在金融政策に残されたほぼ唯一の役割という気がする。当然裏を返せば、日銀当座預金の量は金融緩和スタンスの強さとは一対一に対応しないということである。当面、日銀当座預金あるいは流動性に対する需要は不安

定と考えられる。この下で金利を最低限に保っておけるようなりザーブの供給量の最低値、あるいは最大値が非常に不透明になっている。この意味でやはり少なくとも当面は、日銀当預が金融政策の操作目標としての資格を失いつつあると思う。三番目に当座預金目標と日銀による国債買いオペ増額の影響はかなり別のルートを通じて働くと思わざるを得ない。それはそれとして、この買いオペ増額の影響もこれまでのところは余り捗々しくなかったということかと思う。最後に残された意味があるかもしれない手段としては、大量の長期国債購入、ないしもっと非伝統的な資産の購入ということだと思う。これらについてはそのコストベネフィットが極めて不確実であるし、またそれぞれコストベネフィットが政府の関連するほかの政策に依存する面も大きいと思う。以上であるが、幾つかについて若干補足してみたい。リザーブの量のところ、日銀当預の量に関係した部分であるが、前回の決定会合以降、柔軟な調節を行なってテロ事件あるいは期末要因による市場の混乱を最小限で抑えたということは非常に良かったと思う。ただ、マイナス面として、6兆円以上という枠の中でどういう理由で日々日銀当預の値が特定の値に選ばれているのかということが、かなり不透明になってしまったと指摘できる。その中で、介入を不胎化しない調節をしている等の不必要な誤解を一部関係者に与える点もマイナスであった。我々も事後的な説明を調節担当者から聞いて、漸く大体のところがあったというような局面も多かった訳である。従って、もう少し何を目標にして金融調節をしているのかということをはっきりさせる必要があるかと思う。関連するが、既に簡単に指摘したように、今後も少なくとも暫くは当座預金需要はかなり不安定に変動すると思う。なぜかについては、既に第一ラウンドで多くの方から指摘があったが、一つはテロ事件に関連した決済周りの不安に根差す流動性需要、これは一段落はしたが、近い将来またどうなるかは分からないという面がある。二つ目に、潜在的に国内金融システム不安がまたやや頭をもたげてきており、それに伴う流動性需要が増えている可能性もある。三つ目に、限りないゼロ金利接近で短期金融市場の資金仲介機能が低下し、マクロでは市場に対して十分な供給が

行なわれていても、必ずしも資金不足主体に円滑に資金が回らないという事態が発生している。取り敢えず今のところは、マイナスの円転コストの恩恵を受けているとみられる一部外銀中心の資金出し渋り現象という形で現れているが、こうした行動がどれ位拡がっていくのか、どれ位の量的な重要性を持つのか、というのは極めて読み難いという状況になっている。こうなると、さっきも言ったように、短期金利を低い水準に保っておくのに必要な日銀当預残高というのは事前には分からなくなる。また日銀当預が高いとポートフォリオ・リバランス効果が期待できるというよりは、むしろリバランスなどせずに無駄積みするという行動が日銀当預を高くするのを可能にしているような面がある。とにかく日銀当預が操作目標に適さなくなってきたことかと思う。本来こういう時は、量ではなくて金利をターゲットするのが金融政策の常識である。実際、現実の調節も一段とゼロ金利政策下で行なわれるような調節に近づいている。すなわち前回会合以降、期末日接近、金融不安、さらに先程指摘したような資金出し渋りによる流動性需要増大をアコモデートするような金融調節をしている。ということなので、今後の方針としては、目標がゼロ金利であることを明確にするのが一つの方法かと思う。そうでないとすると、当面あるいは一時的にリザーブ需要、当座預金需要が変動を続けることで、一時的な現象であるという理解で、もう暫く当預を使い続けるということであれば、公式には6兆円を上回るというディレクティブを続けるしかないと思うが、内部的には例えば、オーバーナイト・レートをX%以下に抑えるのが本来の調節の目標であるという理解が必要かと思う。ただ、Xがどれ位かというのは極めて悩ましい問題である。最後にこれとは別だが、最初に指摘した最後の方の点だが、国債買いオペの効果についてである。こここのところの数か月の長期債市場の動きをみると、買いオペ増額の長期金利への影響は、一つは直接の需給への影響。増額は金利を低下させるという効果が、取り敢えずここまでの買いオペ増額程度の規模だと数日間はあるようである。しかし、その後はむしろ中長期的な財政規律への影響についてのパーセプション、あるいはインフレリスクがどうなるかというようなこと



を通じた影響がより強く出るように思う。いずれにせよ、長期国債売買は当初想定したような日銀当預残への影響を通じてよりは、目先ないし中長期の債券需給への影響、あるいは言い換えればリスク・プレミアムへの影響を通じて顕現化しているように思う。この点を踏まえた大事な問題として、財政政策、日銀による国債買いオペの増額、長期金利、そして本来の財・サービス需要、これらの間の関連がどうなるのかということに関する議論がやや混乱しているように思う。少し長めに整理してきたが時間も大分超過したので、次回に回したいと思う。以上である。

#### 速水議長

それでは次、中原伸之委員お願いします。

#### 中原伸之委員

まず先程出た物価の話だが、現在非常に難しい問題に直面しているのは、相対価格の変化と一般価格の下落というのが同時に進行しているということで、それが非常に問題を複雑にしている。そして相対価格の変化については、これは主として実物経済の問題であって、生産技術の変化、あるいは参入規制の有無、それから消費者の嗜好の変化等々がある訳なので、そういった意味から相対価格が変化するのは当然である。ただ、私が一番問題にしているのは、労働生産性の上昇率とその産業のデフレーターの関係で、例えば建設、不動産、サービスなどは、労働生産性の上昇率が低いにも拘わらず、デフレーターの上昇率が非常に高い。すなわち、最終的には全産業で生産性とデフレーターは均衡状態になるが、その際、低生産性の産業も生産性の高い産業と同じ程度の賃金上昇率になってしまっている。つまり高賃金をキープして、それが高価格に転嫁されるメカニズムができていくということが大変問題である。私はこれからの相対価格の変化の中で一番重要なのが、こういった特に第三次産業——建設、不動産、サービスの大部分だと思うが——の価格設定であり、生産性上昇率の低いところが高賃金を得ていて、高価格であるということが非常に問題である。そこが下

がってこなければならぬ。だから先程サービス価格が安定しているとのお話があったが、私に言わせれば良いことではなくて、サービス価格はもっと今の局面では下がらなければならないし、下がるべきであると思う。

それからもう一つは、一般物価が下降していることで、これは非常に問題である。勿論アメリカみたいにITというものが全産業にほぼ普及して一般物価が下がる場合もあるが、日本の場合にはそこまではいっていない。需給ギャップが拡大しているという面があり、それは失業率の上昇に端的に表れている訳だが、そういった中でデフレが起こるということは景気低迷をさらに加速するばかりではなく、二つの意味で問題がある。一つは、名目金利がこれ以上下がれないことになると、金利引き下げによって実質金利を下げる方法が行なえないので、実質金利が高止まる。その結果、ISバランスが失調して低水準での経済水準均衡ということになりかねない。実際はそうなっている訳だが、そういう問題が出てくる。

それからもう一つは、名目賃金の下方硬直性がある訳だが、それで実質賃金が下げられないことになると、先程言った相対賃金の調整が困難だということ、構造改革を阻害することになる。ただ一部のコーポレート・ガバナンスを重視する会社では、名目賃金そのものも引き下げるという動きが出てきているので注目されるが、いずれにしても私は一般物価水準の下落を少しでも止める、あるいはそれを引き上げるために量的な緩和というのは意味があると思っている。

物価面についてはそのように考えているが、こういった物価が下落し続けるとか、それからGDPギャップもテロ事件が起こってから拡大しつつあるとか、色々な問題があるので、テロ事件以降ほぼ一貫してキープしてきたこの8兆円という残高、これを諸般の情勢に照らして、また本年末を睨んでさらに2兆円程上乗せする必要があると私は思っている。それから前回は提案したが、消費者物価上昇率がゼロ%以上という今の方式だが、時期が明確にされていないので、これについても前回同様提案をするつもりである。

それからもう一つ、今回は是非執行部に調べて欲しいが、国債を買い入れ

ることの一つの補助的な手段として、是非、外債の購入の開始を検討して欲しい。日銀は日銀法第 40 条で「為替相場安定目的以外であれば、外国為替を売買できる」、あるいは第 33 条の解釈として、外債の売買も可能であり、そこで必要とされる手続きは外債売買の要領の作成ということになると思うので、例えば購入の対象券種、購入方法、管理方法等についても検討して成案を作ってもらいたいと考える次第である。

いずれにしても私は当預の目標の引き上げと前回に引き続いてプライス・レベル・ターゲティングを提案したいと思っている。以上である。

#### 速水議長

それでは次、三木委員お願いします。

#### 三木委員

まず前回に引き続いてであるが、物価目標の問題についてももう一度整理していきたい。インフレを起こすために何でもありの調整インフレ策は絶対採るべきではない。これはかねがね言っていることであるが、諸外国で導入済みのいわゆるインフレターゲットというのは、あくまでインフレを抑えるための目標であって、国民経済に多大の損失をもたらすインフレを阻止すべきである。だからこそターゲットを設けたという趣旨を念頭に置くべきだろうと思っている。幸いに最近の外の色々な論調というのは、インフレターゲットに対する物価目標という表現に変わってきているということ是非常に好ましい動きだと思う。この物価目標は、あくまで物価の安定を目的として期限を定め、物価安定のための物価目標の数値化を行なうことが必要だと思っている。数値化には当然レベルと変化率があるが、構造改革を抱える日本経済の中での今の物価情勢を考えると、物価目標はいずれにしてもマイナスにならざるを得ないと思うし、期限についても手段のコントローラビリティに欠けると言わざるを得ない。このマイナスになるというのは第一には、先程からお話した金融政策では止めることのできない構造的な価格下落、生産性向上や新商品による価格下落とか高コ

スト体質の是正、この価格下落はなお続くと見込まれる。第二に、需給バランスの崩れによる価格下落ということになると、これはバランスシート調整、構造改革が続く中では、財政、民間の自助努力を含めた三者合わせ技での対応にならざるを得ない。名目金利はほぼゼロの状態では金融政策だけでは手段に限界がある。今、重要なことはまずやはり景気回復であり、デフレを止めること、物価下落を止めることなので、そのために今金融政策に求められるのは物価目標の設定ではなくて、物価下落を止める手段であると思う。物価目標の数値化は構造改革を抱えている中ではなくて、デフレ脱却の後、いわば平時に復してから行なうべきではないかと思う。

金融政策だが、名目金利はほぼゼロに到達して量的ターゲットに切り替えた後では、ベースマネーと実体経済の間が非常に不連続ながらも、物価下落を止めるためには量を増やしていく必要があるという考え方で、今日まで金融緩和の浸透に努力してきたというのが実情である。しかしながらこのベースマネーのみを操作する世界を念頭に置いた健全な金融政策には限界があり、今はまさにその状態が到来しつつあると思う。これから先は多かれ少なかれ不健全な政策にならざるを得ないということである。金融調節方針としては、いわば今はまだ戦時モードなので、その中で流動性不安に応える金融調節が必要な場面が続いていることを前提とすれば、金融調節方針としては今の当座預金残高 6 兆円以上というこの前回方針を継続したいと思う。以上である。

速水議長

次、中原真委員お願いします。

中原真委員

今から申し上げるような理由で、先月の決定内容である 6 兆円以上という当座預金残高を継続することを考えたい。理由としては、第一に、米国の本格的な空爆開始が今後どういう展開になるか分からない、そういう中で金融資本市場の不安定さがまた増すことも当然予想される。第二に、金

融システムも非常に不安定が予想されるが、こういう中で市場の流動性に対する安心感を維持して、市場の資金需要、これはまた別途色々な問題があるが、こういうものに機動的に対応することが必要である。第三に、実体経済の認識としては勿論厳しいものがあるが、前回、前々回の決定会合の中で想定した範囲をまだ逸脱するものではない。また、先行き不透明感が非常に大きい中で、限られた政策手段の余地、これを将来のショックに備えて温存しておく必要があること、このような理由から6兆円以上を継続したいと思う。3月の政策の延長線上のこの量的緩和は、既に裁量余地がほとんどない。その中で最大なし得る政策というのは、マーケットの地合いをみながらできる限りの流動性を供給し、その効果が染み出すのを待つしかない。ここで新たなレジームの変更をするまでの将来の景気の悪化については、具体的にはまだ予見し難い部分が非常に大きいと思う。この量的緩和、特に8月以降の緩和の実体経済への効果は今やほとんどなく、当預ターゲットを引き上げることの限界効果は、ほとんどみられない。一方で、短期金融市場の活性度が極端に落ち込んできているという副作用もある訳だが、現在の不安定かつ先のみえない情勢の中で現実的に採り得る政策としては、実質ゼロ金利かつ強力な時間軸というこの飽和状態をとにかく当面維持、堅持することしか選択はないだろう。長国の買い切りについては、植田委員が言われたとおりの感触を持っていて、当預の積み上げの手段というよりは、基本的には長期金利のあり方、国債管理政策などとの関連で考えていくべきである。今回現状維持ということで止めるとしても、年末それから年度末が近づく中で、金融システムの不安定化、中小企業の業況悪化、信用収縮、仮定の問題ではあるがスパイラル的な景気の悪化、こういう最悪のシナリオというもののリスクは無視できないと思う。この場合、通貨供給のツールやチャネル、社債、CP、外債その他株価連動投信等々の対象資産、こういうものの拡充というような新しいレジーム、それに金融政策として踏み切るのかどうか、またその時財政はどこまで役割を果たし得るのか、またさらにはデフレ克服のコミットを強めるために日銀、政府共通の達成すべき目標として、インフレ目標を合わせて設定す

べきかどうか、このような点について日銀と政府が一体となった検討、コンセンサス・ビルディング、役割分担、連携プレーというものが今まで以上に必要になってくるのではないかと思う。金融政策の目標や手段の独立性云々というような議論を越えて、政策総動員というようなことに備えておくように動き出すことが必要ではないかと考えている。政府、日銀の連携プレーとしては、不良債権処理促進のために機能強化されるRCCにどういう形で日銀が関与するのかというような問題についても、日銀としても積極的、プロアクティブな提案、行動が必要ではないかと思っている。

物価について若干、これは当面の問題ではないが、インフレターゲット論が盛んな中で、これはターゲット論とは全く別の議論だが、一言意見を申し上げておくと、あり得べき安定物価の水準というものを数字のレンジで示すことは、やはり必要ではないかと思っている。現実の異常な状況の中で、色々な問題があるということは十分理解しているが、ある程度の割り切りと表現の方法によって解決できないのかという率直な感じを持っている。現在のようにインフレターゲット論が非常に盛んな時期に、こういうものを出していくというのは非常にタイミング、やり方が難しいと思うが、一方で、現在の時間軸の中での安定的にゼロまたはプラスというような表現は、先の問題としてもイグジットに当たって問題が起きないか懸念をしている。繰り返して申し上げるが、これはインフレターゲットとは全く別の問題であり、インフレターゲットの目標達成のための手段の議論と切り離れたターゲットのみの議論という進め方には、私としては賛成できないことを申し上げたいと思う。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

この3月に今のような市場調節のフレームワークに移行してから、マネタリーベースの伸びが年率ちょうど15%程になっていて、非常に早いス

ピードで拡大してきているが、民間の金融機関の信用拡張の動きは「信用拡張の欠如」というべきであろうか、その動きにほとんど変化らしいものは生じていない。従って、広義のマネーを積極的に増やしていく、あるいは需給の改善を通じて物価の下落傾向に影響を与えていくということ、両様の意味において金融政策以外の政策の役割が重要ではなかろうか。そのことが過去半年間の経験によってある程度確認されつつあると思う。竹中大臣がせっかくおられるので一言だけ申し上げる。報道によると最近、大臣がこのデフレの問題は政府全体の問題であると言われているようにあちこちで拝見、拝読しているが、であるならば一步進んで政府の役割としてどういうことを考えて頂けるのかということをして今後できれば敷衍して頂けると、それを前提にした金融政策の役割、対応というような議論もこういう場でできるようになるのではないかと思う。

それから、ここ1か月間位のオペレーションを振り返ってみると、先程植田委員の言われたことと大部分ダブるが、率直に言って現在のフレームワークに深刻な問題が提起されてきていると思う。私も流動性需要が非常に不安定な時に量のターゲットを設けることの無理が露呈してきているように思う。これはかつて色々な機会にこの政策委員会においても議論してきた一つの論点であるが、改めてそういう問題が表面化してきていると思うし、ここ1か月間程のオペレーションはゼロ金利政策であると言った方がすっきりすると思う。今回は例えば、FRBもフェデラル・ファンドのターゲットを決めておきながら、しかし一時的にそれから大きく迂回しても構わないというような流動性供給方針を採った。結果として、一時的にフェデラル・ファンド金利がゼロ近辺に低下するというようなことも起きたと思うが、そういう例をみるとやはり危機対応時には、金利をターゲットにするにしても量をターゲットにするにしても、一時的にはターゲットをギブアップしても柔軟な対応を採らなければいけないということ、これもまたはっきりしてきたように思う。ただ、米国と日本の間にはかなり大きな差もあって、テロに直撃された米国市場の方が連銀信用をすっかり回収しても大丈夫というところに落ち着いてきたのに対して、

日本のマネーマーケットはそういう動きには今のところなっていないと思う。流動性需要がいつ落ち着くのか現状では極めて不透明と言わざるを得ない。また、米国との違いということを考えると、やはり金融システムの問題が潜在的にはおそらく悪化の方向を辿っているだろうと思うし、また、先程株価が危険な程下がっている大手銀行が若干あるということも申したが、そういう意味では引き続き危機管理モードの中で金融政策を運営しなければならない状況が続くのではないかと思う。これは、例えば円転コストがマイナスになっていることを契機にして、外銀の流動性需要が増えてきているというようなこととはまた別の背景、国内要因でもって不測の流動性需要が生じる可能性というのを抱えているということではないかと思う。それから既にこれも指摘されたことであるが、コール市場が今までにないような機能不全に陥っていると、結果として日本銀行との相対取引のウェイトが非常に高くなるというような余り予想していなかったようなことが起きてきている。こういう経験をしてきて、どういう調節がベストだろうということを考える訳であるが、先程植田委員が言われたように元々これだけマネー・デマンドが不安定になっている時に量をターゲットにするというようなことの無理ができて以上、もう一度金利についてのある種の明確な目安を持つというようなことは一つのやり方だろうと思う。ただ、これはもう少し考える論点、例えばコール市場の新しい機能不全の状況を考えると、金利を目安に持つ場合どの程度考慮に入れるべきか、というような論点が新しく出てきているというような感じもして、自分自身ではもう少しよく考えてみたい。結論として、私は6兆円を上回る資金供給を続ける、当預の残高を6兆円以上にキープするということが今回は良いと思う。ただ、政策委員会の中では、次の決定会合までの2週間程度を展望した場合、それはどの程度の当預残高として推移する可能性が高いのか、色々な変動に晒されるから当然可変的なイメージを持っていく必要があると思うが、そういうある種のイメージを共有するというようなことは必要ではないかと思う。



速水議長

次、藤原副総裁をお願いします。

藤原副総裁

国際情勢の展開が今後とも、内外の実体経済や金融市場にどのような影響を及ぼしていくのか、不確実な情勢が暫く続くと思う。また先程も述べたとおり、金融市場ではやや理解に苦しむ現象が起きており、当面流動性需要がどのようになるのかも見通しが立たない状況である。実際、金融市場局が市場動向を見極めながら調節を行なっている中で、今週の火曜日、水曜日は7兆円台後半の当預残高となったのに対して、昨日はこれが8兆9千億円近くに跳ね上がった。このように市場安定のために必要な資金量が大きく振れやすい情勢の下では、特定の当預残高をピンポイント的に決めて調整を行なうことは取引の安定を損なうリスクが大きく、また極めて不適當だと考える。こうした情勢の下では、前月決定した当座預金残高の6兆円を上回るというフレキシブルな調整方針を維持して、状況に応じて潤沢な資金供給を機動的に行なっていくことが必要だと思う。そのうえで先行きの政策運営についてだが、本年に入って金利の引き下げというオーソドックスな政策手段を使い果たした中で、私達は新しい手段を懸命に模索してきた。しかし、8月、9月の政策の結果をみると、効果と副作用という両面でこうした政策運営の限界も徐々に明らかになってきている。このことは言い換えれば、構造問題の残存や総需要の不足という日本経済の本質的な問題に対して、私達の流動性の供給という手段で対応しようとする限界をも物語っている。昨今のデフレに関する議論も同じことで、需給ギャップをいかに埋めるのか、つまり総需要をどうやって増加させるのかという問題を無視して、インフレもデフレも貨幣的な現象だという単純な言わば恒等式で割り切ろうとするのは無理があると思う。実際最近に至るまで、マネタリーベース、マネーサプライなど量的金融指標はかなり高い伸びを示しているが、物価は下落傾向を続けている。この事実は、お金の量と物価との関係を端的に極めて不安定であることを示している。物

価はフィリップス・カーブの議論が示すとおり、短期的には需給に大きく左右される。従って物価下落を食い止めるために、結局はいかに需要を引き出すかを考えなければ抜本的な方策にはならないだろう。こうした中で例えば、構造改革と矛盾しない形での財政面での工夫による需要創出策とか、金融仲介機能の向上に向けた不良債権の抜本処理策などの方法を真剣に考えていく必要があると思う。またそうした政府の取組みの過程で中央銀行としてどういう貢献が可能かを考えていくというのが、やはり理に適ったやり方ではないかと考える。こうした点については、現時点では具体的なアイデアがある訳ではないが引き続き考えていきたい。以上である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

多くの方が言われるように、私もデフレに対応していくためには財政政策との役割分担が非常に重要だと思っている。その時にそもそも金融政策とは何ぞやと、それから日銀は金融政策以外のこともできる訳なので、では日銀だったら何ができるのか、では財政政策とは何ぞやというところに今凄く関心があってそういうことについて考えている。というのは、結構日銀にやれやれと言っていることは、結局は本来ならば財政政策の部分を日銀に肩代わりしてくれと言っているように感じることも凄くあるので、そういうことを考えている最中なのだが、今日は植田委員と同じで時間がないのでこの話は次回に回して、これから先は当面の金融政策運営についてだけ話す。

当面の金融政策運営については、引き続き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なうことが適当であると思う。私は前回の会合で次の二点を指摘した。第一に、当座預金残高が6兆円を上回ることは、米国テロ事件の影響とか中間期末要因を背景とする予備的資金需要の増大に合わせて、必要なだけ潤沢に流動性を供給する

という究極の金融緩和であるということである。第二に、内外金融市場が落ち着きを取り戻し、また中間期末を越せば予備的資金需要は減退するはずなので、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ていけばいいということである。ところが実際に当座預金残高は、9月末には12.5兆円まで増加した後、徐々に減少しているが依然として8兆円強程度で高止まりしている。これまでのところ、当座預金残高はいつの間にか6兆円程度から8兆円程度へと切り上がった形である。この背景としては、昨日それからこれまで多くの方が議論されたように、欧州系の一部外銀が超過準備を大量に抱え込んでいるということがある。一般に超過準備は死に金である。予備的な資金需要が高まらない限りそれが積み上がるという事態は起こり難いはずである。ところが、一部外銀の場合には、円転コストがマイナスで推移する中で市場金利が0%近傍まで低下した結果、事務処理コストなどを勘案するとTBなどに運用するよりも準備預金に積む方がメリットが大きいということになっている。要するに彼らにとって超過準備の積み上げは、死に金ではなくて合理的な資産運用の結果である。もっとも、外銀では積極的に準備預金を積んでいるのではなくて、邦銀による円投、ドル転に対応する結果、準備預金が積み上がっているという側面もある。従って、今後の外銀の超過準備は、邦銀が円投、ドル転するニーズがどれだけあるか、ドル調達金利が優良外銀と邦銀でどれだけ乖離があるのか、直先スプレッドがどうなるのか、準備預金よりも有利な資産運用先が出てくるのかどうか、といったようなことに依存するためにそれがどのように変化していくのか前もって見通すことが全くできない。また0%近傍の金利の下では、外銀に限らず市場参加者にとっては超過準備の保有が経済合理的な行動であるという状況が定着しつつある。市場金利を0%近傍まで押し込んだ結果として短期金融市場の機能が低下し、却って資金偏在を強めているといえるのは、何とも皮肉なことであるが、本行が資金偏在の調整弁の役割を果たさざるを得なくなる可能性は高まっている。つまり、資金偏在の程度に応じて超過準備総額を変えざるを得ない。以上のことから現状では超過準備を特定の水準にコントロール

し続けることはかなり困難であるように思う。私もこういう状況に陥ってしまっていて、これまでの現在の金融政策運営について改めて考えてみたが、経済主体のリスク回避姿勢が根強い中では超過準備を一定の水準に誘導できるとしても、それが実体経済に対して意味のある好影響を及ぼすことは期待できないという思いをさらに強めている。従って、今後引き続き当座預金残高をターゲットに据え、しかもその残高を青天井にすることについて一体何を定めることになるのかと自問自答せざるを得ない。私は植田委員とか山口副総裁のようにこういうふうに考えたいと思っている。差し当たり現在の金融政策の枠組みは短期金利を0%に限りなく近づける政策を、少なくともCPI前年度比がゼロ%になるまで継続することであると考える。3月の政策変更に関する対外説明を読むと、量をターゲットにすることによってコールレートには変動する余地ができるという考え方が示されていた。確かに当座預金残高を特定の水準に据えれば市場金利の変動は大きくなるであろう。しかし、現在は量を青天井にしている結果、上限と目されている公定歩合に比べ、かなり低い金利水準に市場金利を押し込んでいる。このことは実質的には前回よりも一段と強力なゼロ金利政策をとっていることにほかならない。それでもゼロ金利政策という形式を避けることによって、将来これを解除する際に予想される摩擦を幾分かは小さくできるというメリットはあるのかもしれない。内外の有識者の間では、引き続きベースマネーとマネーサプライと物価の間には優位な関係があり当座預金残高を大幅に引き上げるべきであるという見方がみられる。しかし、量的緩和の下で金融市場に何が起きているかという現実とこうした抽象的な積極緩和論との隔たりは一段と深まっている。こうした中で金融政策運営に関し理解を得ることが益々難しくなっていると感じるが、私達が何とか乏しい知恵を絞って説明をしていきたいと思っている。以上である。

速水議長

田谷委員、お願いします。

## 田谷委員

今回は基本的には現在のディレクティブを維持することが適当と思う。あるいは当面、そうせざるを得ないと思う。結論はそういうことであるが、6兆円を上回るという表現については、幾つかの解釈が可能であると思う。第一は、市場はまだ完全には安定化していないため現状維持とするが、安定化してくれば残高目標を6兆円程度に戻す、というものである。つまり、9月の会合で、なお書きをメインのディレクティブにしたが、市場の安定化と共にいずれは元のディレクティブに戻すというものである。市場の安定化の程度を主としてオーバーナイト金利の動きなどから測るとすれば、これは要するにゼロ金利政策に近いものである。違いがあるとすれば6兆円という当座預金残高目標を持ち、それが短期のインストゥルメントのみによって達成困難な場合、長期国債の買いオペ増額によって達成に努めるという点である。第二は、6兆円を上回る一定額を示したいが望ましい水準がまだ明らかでないため、暫定的に6兆円を上回るようにする、というものである。テロ事件後の金融市場の一時的混乱や中間期末を過ぎても年末越え資金の供給などを本格化すれば、長期国債の買い切りを余り増やさなくとも暫くの間、例えば7兆円あるいは8兆円程度の供給は可能かもしれないといった立場である。この立場は次回以降のできるだけ早い会合で7兆円あるいは8兆円程度という当座預金残高目標にディレクティブを変更することになる。第三に、6兆円を上回りできるだけ巨額な資金を供給する、というものである。これはできるだけ多額の資金を市場に供給し続け6兆円を下回りそうになった時にのみ長期国債の買い切りを増額するとの立場である。私は現在、第二、第三の立場は取り難い。すなわち、当座預金残高を引き上げることによる染み出し効果の拡大には期待を持ち難いと思うようになる一方、当面第一の立場とも言いきれないところがある。その理由の一つは、今須田委員が言われたようなマイナスの円転コストに絡む問題である。現在、日銀当座預金残高は所要準備の約2倍の水準のところ維持されている。その主たる理由は、外国銀行による超過準備

の積み上げである。外銀が巨額な超過準備を持っているのは円転コストがマイナスになっていることと関係しているようである。円転コストがマイナスになっている要因の一つに、ジャパン・プレミアムの存在がある。それに加えて、日本の金融機関が円資金を使って為替スワップを組んでドル資産に投資する意欲を強めていることがある。その場合、外銀がスワップの相手方になって一定期間ドルを供給すると為替リスクなしに一定の利鞘が稼げている。しかもこれは有担取引である。通常、為替の直先スプレッドは短期金利差に一致する傾向があるので、継続的にこうした利鞘を稼ぎ続けることはできないはずである。また、外銀としても通常であれば、一定期間手元にある円資金を市場で運用するはずである。こうした現象、つまり日本の金融機関による円投、ドル転と外銀による多額の日銀当座預金保有は基本的には日本の短期金利が極限近くまで下がり、下落余地がほぼ無くなったと考えられるようになってきたことと、所要準備に比べて高い当座預金残高目標をよりスムーズに達成しようとして短期金利の刻みを1/1,000にしたことと関係していると思う。市場では、こうした現象は円が余っているせいであると言われているようである。ということは、日本の金融市場におけるリスク・リターンのプロファイルが為替スワップのコストを勘案してもドル建資産のそれに比べて魅力的でないということになると思う。日本の金融機関としては、為替リスクフリーでドル建資産からの方が同等なリスクに対してより高いインカムゲインと期待キャピタルゲインが得られるため、為替スワップを組む際、若干のプレミアムを外銀に払うことを厭わないということではないかと思う。こうした状態が続いても日本の短期金利が低位に押さえつけられ、イールド・カーブが極端に寝ているため、こうした取引が続いてきているのではないかと思う。そして、この点も昨日の執行部からの説明にもあったように日本の短期金利が余りにも低いため、外銀としては運用コストや運用リスクを考えて日銀の当座預金に放置しているのだと思う。ということはその分、国内の円資産で運用されていた資金がドル建市場にリークしてしまっているということになる。しかし、外銀が保有する超過準備相当額を上乗せして日銀

が資金を供給し続ければ、国内金融市場がタイト化することは防げる。外銀が保有している超過準備は一定額に止まっているとは限らず、市場環境次第で大幅に変動する可能性も否定できない。こうしたことから、市場が安定化してきているとは言え、当面は一定の当座預金残高目標を設定することは難しいように思う。結局、私も植田委員、須田委員、山口副総裁も言われたように現在の政策フレームワークに無理が生じているという問題意識は共有している。だからと言って、今日この場で例えば、これは表に出さないとは言え、何らかの金利の天井を設けられるかということ、それも実は相当議論してみないと決められないという気がしている。であるから、実体上、山口副総裁が言われたようにゼロ金利政策を取り敢えず行なっている。そして今後、例えば次回の会合までの当座預金残高の推移の想定ということ言えば、特別な予備的需要が起こらない限りこうした外銀の当座預金残高、これが3兆円なり3兆5千億円あるとすれば、それプラス所要準備プラス前回の1兆円程度のイメージで私は考えている。以上である。

#### 速水議長

それではちょっと私の意見を纏めて申し上げる前に、先程、中原伸之委員が言っていた外債購入の検討という点について、私は、実際問題としてできないと思うが事務局からコメントがもしあったら説明をお願いします。

#### 増淵理事

これは、オフ・ハンドでコメントできる程の材料がないので、中原伸之委員の許しを頂ければ、その件について執行部の中で検討したうえで報告したいと思う。

#### 中原伸之委員

それで結構である。私が申し上げたのは、外債の購入は今の日銀法の下でいろいろ調べたらできるようなので、外債売買要領というものを作って

みてやって欲しいということを行っている訳である。

増淵理事

できるのかどうかということも含めて検討する。

中原伸之委員

勿論、結構である。私は中のスタッフといろいろ相談したところできるという話であったので、こう判断した訳である。どうぞそちらで検討願いたい。

速水議長

では、中原伸之委員からは、今日の提案ということではないですね。

中原伸之委員

いや、そうではない。調べてくれと要請しているのである。提案ではなく要請である。

速水議長

それではそういうことにする。それから、植田委員、山口副総裁、須田委員も言われたが、当座預金残高見通しを共有するか、あるいはオーバーナイトレートの想定値を決めてはどうかといったような議論が出たように思うが、委員方でこの問題に意見があれば出して欲しい。

植田委員

私はわざと議論に資するために極端に言った面もあるので、現実的な判断としては、まず第一に、明示的にゼロ金利政策というフレームワークに戻るのには理由がよく分からない。まあ恥ずかしいという理由も含めてなかなか難しいと思う。その上で6兆円以上というのは取り敢えず現実的な選択かもしれないが、山口副総裁が言われたように次回会合までの大まかな



当座預金残高のイメージとして、これはいろいろな仮定に依存する訳であるが、その仮定の一つが金利のパスだと思う。これも議論に出たように厳密なことを言うことは難しいのだが、オーバーナイトあるいはその周辺の短期金利にどの程度どれ位目配りしつつ、こういうリザーブのパスになるのかというようなことについて調節担当者の意見も伺いながら、若干の政策委員の間で認識の共有ができればと思っているが、どうであろうか。

#### 山口副総裁

金融市場局長は宜しいか。金融市場局長からもしコメントあればしてもらいたいと思う。あるいは増淵理事か。

#### 増淵理事

二人合わせても巧く言えるかどうか。

#### 山下金融市場局長

日々行なっている立場から申し上げますと、私もこれまで3年半以上調節を行なっているのだが、今の局面というのはかつて無い経験をしている。基本的には金利がゼロになり、特に0.01を割って0.001になってから世界が少し変わってきた感じがある。それは恐らく完全にゼロになって、何とか取引をしないという人達がいて、金利が上がってもなかなか出てこない、という状況になってきていることが変化だと思う。そういう環境の下で日々やっていること、ボラティリティつまりその金利が、例えば0.10まで上がっても構わないと、多少マーケットが混乱して上がっても構わないというようなことであれば、一定のある程度の量のイメージを示して、例えば8兆円前後とか7兆円前後とかいうことで調節をやっていくことは可能かと思うが、やはり今の現状、少なくともこれまで我々がやってきたことの平仄から言うと、やはり例えば0.01を下回るようなゼロに近づくようなところである程度安定させるということによって、相当出さなければいけない局面というのは結構ある。例えば今週の昨日、一昨日な

どもそうであるが、そういう今の現状というのは本当に積みの最終局面に入ってきて、これだけ積みも進捗していきましかここで9兆近くも出さなければいけないようなことになるとは、全然私は夢にも思っていなかった。そういうことから言うと、今度16日以降新しい積み期に入る訳だが、そこでどういう環境が、つまり基本的には外銀がどれだけ持つかというところに、幾ら供給するかということは大きく依存してくると思う。その外銀のところは今、一生懸命沢山持っているところにヒアリングをしているが、これからこれ以上増えないのかあるいは減らしていくのかほかの銀行もそれを見て動いてくるのか、あるいは銀行、生保等機関投資家が、先程田谷委員が詳しく説明されたようなビヘイビアで、スワップで円資金を外貨に換えてやっていくということで、外銀がそれに応じていくような仕組みが出てくるのか、その辺によって大きく変わってくる。従って、イメージで言うのは簡単であるが、それでその通りやっていけるかというのはなかなか難しいと思う。実際、我々が今やっているのは、朝、マーケットが開いたところで今日資金の出し手と取り手がどういう形でまず出してくるか、その日の取り需要とかを考査局を含めて色々とヒアリングをして、今日の地合いをみて、今日の予定されているマーケットに発表している当座預金に対して、マーケットはどの位のオペレーションを日銀がやってくるかというのを想定しながら取引をする訳である。その時にそのマーケットと違うオペレーションをやるか、マーケットの予測通りのオペレーションをやるかということを決めていく訳である。その時の判断というのは、やはり朝、マーケットに形成されているレートというのがこのまま我々が違ったことをやった時に大きく跳ね上がって、多少マーケットが混乱して、多少マーケットが混乱し始めると2日とか3日とかその地合いが引くので、例えば7、8兆円位でやっていたのが10兆円とか11兆円にしないと、また元の0.01以下に持っていけないということにもなるので、そういう意味で我々は機動的に対応している訳である。であるから、現状の非常に不安定な流動性需要という環境から言うと、大体我々としては、幾らという予断を持たずに日々のこういったオペレーションの中で、マーケットがど

う反応するかを考えながら対応している。例えば、今朝も売手で5千億吸収したが、朝は出し手が0.002、取り手は0.001と非常に落ち着いていた。今日は金曜日であるので非常に落ち着いているということで取り敢えず5千億円、売手を売ってマーケットの反応をみてみた。その結果は売手は0.001で2.6倍位入ってきたので、それであれば今日はもっと取れるなど、もっと出したいと銀行、金融機関は思っているなどということで、そういう形で調節をやっている。従って、例えば月末に向けてのパスを描いて大体これ位のところでやるのだというのは、今、ほかの状況を全部一定とすればこうだというのなら描けるかもしれないが、余り意味がないような気がする。

#### 植田委員

それでもほとんど金利ターゲットが頭にあってそのターゲットは0.01マイナス、イプシロンであるということではないかなと思うが。

#### 増淵理事

ちょっと私から補足したいと思う。金利について昨日山下金融市場局長から説明した実績をみると、9月12日とそれから10月の今週に入ってから1日を除くとほとんど0.001~0.003である。しかし、ちょっと資金需要が高まると8兆円近い当座預金残高の下で0.02とかの金利は付くため、逆に言うとその0.02、0.03そういうところ以下で金利のパスを描けと言われることは実際にそうすることは結構難しいと私は思う。ちょっと資金需要が高まると0.02、0.03位のそういう平均値は付いてしまう。0.10でも0.01でも0.001でもそれは非常にゼロに近い金利だということは言える訳であるが、今公定歩合が0.10であるからそれを上回る金利というのは滅多に付かない。しかし、0.10というところが大きな負担になってくる、それより下でさらにパスを描けと言われると結構難しいのではないかというのが私の印象である。

植田委員

であるから、2~3bp 位の金利も頻繁に付いていいということであればある程度量のイメージが出せるかもしれないけれども、そういうことは例外現象にきなさいということだと量は非常に不確定になるということか。

増淵理事

然り。そういう可能性があるということである。

山下金融市場局長

あと、ついこの間まで 0.02 とか 0.03 で沢山出して、付けてきたのを 0.001 まで下げたものであるから、我々も含めて錯覚のような感じがあって、0.02 とか 0.03 がえらい高い金利のように思われるが、実際には、ゼロにほとんど近い訳である。今まさに増淵理事が説明したように、仮にマーケットで特に出し手が強気化すると積み最終局面などで取り手が慌てるので、0.02 か 0.03 位までいいよと言われても実際にある程度量をイメージしながらやっていて実際に足りなくなった時にはバンと上がる可能性がある。であるから、0.02 か 0.03 位までいいからある程度量を抑えなさいと言われても、実際に動き始めるとその日はそこで止められない可能性があるので、例えば平均的に 0.02~0.03 にするように色々工夫してやりなさいということであればやりようもあるのだが、0.02~0.03 以上にならないようにやれと言われると非常に難しいと思う。

山口副総裁

かつてのゼロ金利の時が一番落ち着いていた頃が大体 2bp か。

山下金融市場局長

そうである。

中原伸之委員

だけど 2bp とか 3bp 以下に抑えろとは言っていない。

山下金融市場局長

そうではない。先程から申し上げているように、要するにマーケットが不安定化する。今我々がやっていることは、流動性については安心だから、それでしっかり色々なリスクを取ってやって下さいというのが今の政策である。従って、本来日銀が幾らでもすぐ出してくれると思っていたら、日によっては全然取れなくて、もの凄く金利が上がったというような環境になるのは困る訳である。であるから、今我々がやっているのは、市場地合いを非常に安定化させて、マーケットの人達が安心して色々な行動ができるように流動性は大丈夫だという気持ちを植え付けるというか、安心させてレート形成をするということをやっている。であるから、別に我々にしても 0.02、0.03 をターゲットにしてやっている訳では勿論ないが、上がり始めた時に我々が、例えば 6 兆円とかにこだわる場合には大きく金利が跳ね上がるリスクがあり、それでまた不安定化して皆の行動が変わる可能性があるので、我々は市場地合いを安定させるために、日銀としてはマーケットレートを実質ゼロ金利にするように、マーケットを安定させるように幾らでも資金を出しますよ、という形で調節を行なっている。

中原伸之委員

しかし、ロンバートを作った意味がないではないか。

山下金融市場局長

あれはもの凄く例外的なものとして、常に 0.10 まで付けていいということではない。

増淵理事

色々な市場参加者の中で 0.10 というところに近付く可能性というのは

常にある訳である。であるから、ロンバートの 0.10 にはやはり非常に大きな意味があるし、現実の問題としてそれを越えて無担とはいえ無担レートが上がっていく可能性は非常に低いと思う。

#### 須田委員

私は今市場が凄く機能しないから、確かに本当に難しいと思う。新しい積み期にも入るのだから、後は事後的にちゃんと説明してもらったら良いと思う。次まではどうかということで、予測してもらうのはちょっと無理かなと思う。

#### 速水議長

9月11日のテロがあって、期末があって、その後急激なリクイディティの供給をやって、大量の介入をやった円の問題も出てきているし、外銀と邦銀の間に円転コストの違いがはっきり出てきて、その辺がまだ市場が落ち着いていない状態だと私は判断する。そういう状況で政策を決めたい。

ほかに特に今発言したいことがなければ私の見解を少し述べたいと思う。各委員から意見があったように、本日の議論のポイントは大体三つあったように思う。第一に、米国の同時多発テロ事件の影響も含めて景気と物価の先行きをどうみていくかということ。第二に、事件の発生を踏まえて決定した9月の調節方針をどうすべきかということ。それから第三に、もう少し長い目でみて景気回復とデフレの防止を図るにはどうしていったら良いかということではなかったかと思う。

まず、この日本経済の基調的な動きについて、これは皆様と大体意見が一致しているように思うが、生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面にも拡がっていて、景気の調整は厳しさを増しているように思う。加えて、米国における同時多発テロ事件の発生を契機にして、景気の先行きに対する不透明感も一段と高まっているように思う。この間に物価の下落傾向には歯止めが掛かっている訳で、輸入品や輸入代替製品の下落といった要因に加えて、今後も需要の弱さに起因する物価低下圧力が強まっていく可能

性があると思う。また景気の悪化が続く中で、株などの内外資本市場の動きが企業や家計の心理や実体経済に悪影響を及ぼすリスクにも一段と留意が必要な状況だと思う。

9月の決定会合では、中間期末を控えて金融市場の不安定な地合いが続く可能性があること、そして万が一にも金融市場の安定が損なわれれば、これまでの金融緩和の効果浸透に支障をきたす恐れがあるということなどを踏まえて、日銀当座預金残高の目標を特定せずに潤沢かつ機動的な資金供給を行なっていくこととした訳である。こうした措置の効果もあって、金融市場は無事9月中間期末を越えて幾分落ち着きを取り戻してきているように思う。しかし株価は大幅な下落こそ回避されているが、神経質な展開が続いていることは間違いのないであろう。不良債権処理の増加や株式含み損の拡大といったようなことから、銀行株価が低位で乱高下しているということなども、銀行の健全性に対する市場の評価という意味では厳しくなっていると言わざるを得ない。こうした状況を踏まえると、下期にかけて金融システムが脆弱性を増すリスクにも留意する必要があると思う。こうした中で金融市場では、早晩、年末越え、年度末越えを意識した動きが強まってくることが想定される。米国による軍事行動の開始もあるし、金融市場における先行き不透明感は依然として根強いように思う。何人かの委員からも指摘があったが、この間にわが国の金融市場では、比較的早期に平常時に復帰した欧米とは対照的にかなり高めの流動性需要が続くというやや異常な状況になっているように思う。これは何らかの不安心理を反映したものと考えられるが、信用不安等を背景とする流動性調達への懸念の増大によるものなのか、あるいは出し手の放出意欲減退に伴う市場の機能低下によるものなのか、この辺はまだ注意深く市場動向を見守っていく必要がある段階ではないかと思う。

以上のような景気情勢、金融市場動向を踏まえると、今暫くは9月に採用した金融市場調節方針を維持して、日銀当座預金残高の目標を特定しない形で柔軟な流動性供給を行なって、金融緩和効果の浸透強化に万全を期していくことが必要かつ適当と考える。今週に入ってから当座預金残高

は先程から説明があったように、火曜日は7兆円台、昨日は8.9兆円と柔軟な残高の変更が必要な状況になっている。こうした中で特定の残高目標を設けることは却って流動性調達に対する不安を高めることとなるし、適当でないと思う。そこで本日私からは、前回の決定のうち最初の「当面」という言葉、文言をとって「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」という調節方針を提案したいと思う。現在の日本経済にとって最大の課題は、どうやって持続可能な形で総需要を喚起していくのか、そのことが一番大事なことではないかと思う。これまでの経験からみて当座預金残高の拡大とか従来型の財政支出の拡大では需要の創出には繋がっていないことは明らかになってきている。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していくためには、日本銀行として現在の強力な金融緩和の枠組みを維持していくことが必要だと思う。それと同時に不良債権処理によって金融システムの機能を回復していくとともに、民間需要を巧く喚起するような政策運営が不可欠だと考える。政府におかれては構造改革面で内外の信認が得られ、民間需要の持続的な拡大を引き出すような抜本的な取り組みを進められることを引き続き強く期待したいと思う。私の意見は以上であるが、追加的な議論があればどうぞ。

#### 中原伸之委員

何点か申し上げたいと思う。一つは、3月以降の量的緩和、特に今回の量的緩和を通じて、やはり株式と為替に好影響があったというふうに私は思っている。特に今回は、これだけ日本経済が悪かったが、テロ事件勃発以前の水準まで株式が戻ってきている。勿論これはアメリカの影響もあるが量的な緩和の影響が大きい。それから市場関係者の話を聞くとやはり心理的にも相当大きな影響があると歓迎している。為替についても勿論介入もあったが、為替を円安方向に維持するという点について私は非常に有意義だったと思う。

二つ目は、この「6兆円を上回る」というのは、先程田谷委員が言われ



たように色々な解釈があり得る訳であり、非常に曖昧であると同時に前回は述べたが執行部にこれほどの裁量の余地を与えて良いものかと思う。やはりボードとして、6兆円、7兆円、あるいは8兆円か、私は10兆円が良いと思っているが、それをきちんと決めて、そこでなお書きを作るという方が私は正しいやり方であり、今のようなやり方では曖昧でかつ大幅な裁量の余地を残していると思う。

それからもう一つ敢えて言えば、このような漠然とした書き方をしているから金融市場の不安定性を助長した面もないのかと、そこをよく考えなければいけない。6兆円とか8兆円とか10兆円であれば一つのメルクマールがある訳であり、それになお書きを加える場合と、現在のような「6兆円を上回る」という極めて曖昧な書き方をした場合に、一体どういうふうな影響が金融市場にあるのか、あったのかということはもう少し慎重に考える必要があるのではないか。以上の三つである。

#### 速水議長

流動性にしても為替の問題にしても、日本だけでやっている訳ではなく、海外と非常に密接に結び付いて市場が動いていることはよく考えた方が良く思う。金融市場局では毎日早くきて、海外の動きもみて、その日の6兆円以上の調節をしている訳であるから、私は今のところのこの状況で毎日調節を巧くやってもらいたいと思う。もう少し落ち着いてきて先が読めるようになってくれば、あるいは新しい枠なりやり方を決めることができると思うが、今はこれが最も適当ではないかと思う。

もしほかに意見がなければ、この辺りで政府から出席の方々から意見があればお聞きしたいと思う。竹中大臣は如何か。

#### 竹中経済財政政策担当大臣

ありがとうございます。いつもにも増して非常に刺激的な議論を聞かせて頂いた。特になかなか政府の中において分かりづらいような現場の話、特に今日の植田委員の話で、例えば、日銀当座預金残高の量的操作目標とし

での位置付けを失いつつあるのではないか、といった言葉に集約されるような実態を教えて頂いたのは、大変重要なポイントであったと思う。具体的な議論は是非皆さんでして頂くとして、政府の役割についての言及が随分今日沢山あったし、山口副総裁からの具体的な質問があったので、今の政府がどういう政策の議論をしているかということ、特にこの1か月間に絞って簡単に報告して若干の意見を申し上げたいと思う。

9月21日に例の改革の工程表を発表した。改革の工程表は言うまでもないが、具体的にどういう政策をやっていくか、それをどのようなタイムスケジュールでやっていくかということを示した訳で、このようなものをこれまで政府が作ったことはないし、他の政府でもこのようなものを作ったのをみたことがないので、政府を改革の方向に動かしていくためのかなり大きな一つの仕組みであり、新しい工夫だと自負している。ただ、中身が細かいが故にマスコミもほとんど中身が理解できていないというのが現状だと思う。不良債権の処理とか特殊法人改革とか、かなり踏み込んだことを具体的には書いていて、少なくとも霞ヶ関の今までのルールから言うと、あそこに書いたものは間違いなくできると思っている。その意味で言うと、私は構造改革は第一段階の後半に入ったと考えている。第一段階の前半では骨太の方針を作って、それに基づくアクション・プランとしての改革工程表を作った。内閣ができたのは4月の後半なので、年度が始まった中で、つまり全てのものが動き出している中で当面できることはかなりの程度は書き尽くして、それを実行する段階が第一段階の後半だと思う。従って、第一段階の後半で国会が開かれて政府がアクションを起こす時は、予算の裏付けがあるので、補正予算も必要になってくる。何より法律の改正が必要になるので、特にこれは雇用のところの特別措置法も含めてそれをやるというのが後半の段階である。申し上げたいのは、実は本当に構造改革を進めるうえで必要なのはこの第二段階であろうかと思う。私は、この第二段階は年が明けて暫くしてから入るのかなと思うが、要するにそこでは抜本的な国の根幹にかかる制度改革をやらなければいけない。幾つかの何とか基本法とかはあるが、その基本法を変える位の大きなこと

を、制度改革が第二段階でできるかどうかというのが、私は構造改革の本質であろうかと思う。例えば、まだ制度改革で手のついていないものがあり、一番大きな問題はやはり税制である。承知のように税の世界というのは、特に政治の世界では魑魅魍魎の世界であって、なかなか手が付けられない。しかしここはもう手を付けなければいけないので骨太の税制方針とこのを来年に入ってチャレンジングに議論できないかと考えているし、年金についても、そもそも予算制度そのものについても、同様のことを今考えている。それで第二段階の準備を今しているが、第一段階の後半でもう一つやらなければならない話があって、それが今日のお話とかなり関わってくると思うが、中期の経済財政計画を作成するという話である。これも承知のように、中期のこういった経済財政、マクロと財政がコンシステントな中期の見通しとこのを日本の政府は作ったことがない。財務省が勿論中期試算とこのをやっているが、あれはマクロの計数を一定において、前提にしてその差額がどうなるかということを見てるので、財政の差額が変わってくればマクロの成長率も影響を受けるということを考えていないので、その中で実は政府の役割とか金融の役割とかとこのを、もっとはっきりと議論することになるのではないかと私自身は思っている。

もう一つ、今年度に入って色々なことが変わっているので、世間の人は余り気が付いていないが、実は今年経済白書がまだ出ていない。これは経済白書は毎年夏に出していたが、これも予算編成の予算と一体化した経済財政分析にしたいので、経済財政白書のようなものを念頭に置いて、実は11月の予算編成の基本方針に合わせてこれを出そうと思っているので、その意味では財政に対する考え方そのものも諮問会議を中心はかなり大幅に変えつつあるところである。今日、かなり財政の役割というのが大きな話題になったが、それについても従って今までとは違う非常にコンシステントな議論を少しでもできるような形に持っていけるのではないかと思っている。当面の財政については、実は今日の新聞にも出ているが、昨日も総理と官房長官と財務大臣と私の4人でかなり長時間議論をしてい

る。微妙な問題なのでこれ以上は申し上げないが、今日の金融との関連でやはり是非議論頂きたいし理解頂きたいのは、財政政策はというか、我々にとっての政策目標は一体何であって、それに対する政策手段は何であるかということの目標と手段の関係が、私は小泉内閣になってから根本的に変わっていると担当者としては思っている。確かに需要が低迷していて景気が悪い。しかし、景気が悪いからといって財政が出動するということを繰り返してきたのは私の知る限り先進工業国では日本だけである。そのようなことはやらない。今年アメリカが財政政策を明示的にやり始めたが、これは戦争になってはじめてやったもので、普通はそういうことはやらない訳で、勿論、後はビルトイン・スタビライザーに任せることになる。財政はこのままでいいかという問題はあるが、繰り返すが景気が悪くなったから財政政策をやるという考えは小泉改革には全くないと言ってよい。では一体どういう時にやるのかというと、私は二つの基準があると思う。一つは、やはりスパイラル的悪化を防止することで、これは財政の重要な役割だと思っている。ただ、従ってスパイラル的な悪化の懸念があるかどうかという実態判断が大変重要であろうかと思う。それからもう一つは、長期的にはその財政の問題、財政の赤字をサステイナブルな状態に戻さなくては行けないが、これは政策目標なので、サステイナブルな状況に戻すために一体何をするのか。そこで出てきた非常に政治的なメッセージが 30兆円というメッセージである。政策は政治プロセスで決まるので、総理の立場からすると政治的なメッセージはこれは守らざるを得ない訳である。しかしもう一つ重要なのは、政府の貯蓄投資差額の適切な管理だと思う。国債が 33兆円から 30兆円になるという、だから非常に緩やかな緊縮という言い方をしているが、本当に重要なのは国債の発行ではなくて、政府の貯蓄投資差額であるので、そこについてはきっちりとした管理を責任を持ってしなければいけないと思う。その結果として、今回のテロによる緊急の新しいリスク危機状況を認識しながらスパイラル的な動きを阻止するために、財政が何をやるかというかなりぎりぎりの判断を今しようとしているところである。

もう一点申し上げておきたいのは、不良債権処理については改革の工程表の中でそれを決める直前に、これは総理自身が非常に強いリーダーシップを発揮されて、金融庁にかなり強い働き掛けをして、特別検査を行なうというのが出てきた。では、特別検査をいつやるのかということに対して、金融担当大臣は先週の国会答弁では1月からやると言ったが、それで我々も色々な発言をして、それで昨日は今月中にやることになった訳である。そうしたら銀行の株が上がった訳だが、そういう政策プロセスが新しくなる中で、非常に急速に色々なことが動いているという状況を理解頂きたいと思う。後はその政府の役割について山口副総裁から発言があったが、私が申し上げているのは、ある意味では非常に単純なことで、政策目標の独立性と政策手段の独立性という議論を少し明示的にしてはどうかということ。また、インフレ・ターゲティングという言葉そのものは人によって受けとるニュアンスが非常に違っていて、直ぐ調整インフレ、その将来のハイパーインフレと結びつける人もいる訳で、なかなか合意は得られにくい。しかしデフレを阻止するという点に関しては、これはかなり多くの人ができるかどうかはともかくとして、重要であることは認める訳で、そういう議論を総裁にもおいで頂いている経済財政諮問会議でこれからはやっていきたい。政府がやるべき役割、これを何かと聞かればなかなか同じように難しい訳だが、しかしこれは例えば人事院勧告を決める時だって政府は直接の当事者である訳だし、公共料金にしても直接の当事者である訳だし、政府に果たせる役割はあると思う。そういったデフレ、空洞化、雇用といった重要問題については、諮問会議の場で行なおうと考えている。金融政策そのものに関しては、先程の話から量と価格との関係が新しい局面に入っていることは良く理解できたので、我々としては金融の面から可能な限りのサポートをして頂きたいというのが一般的な立場であるので、そこは是非専門の立場で色々詰めた議論をして頂きたいと思う。以上である。

速水議長

次に、村上財務副大臣お願いします。

村上財務副大臣

今の大臣のコメントは1か月後に出してしまうのか。

山口副総裁

要旨が出る。

竹中経済財政政策担当大臣

今の範囲なら大丈夫である。

村上財務副大臣

税のところは不安だなと思ったが、大臣が言われるなら良いか。

竹中経済財政政策担当大臣

大丈夫である。

村上財務副大臣

一応、小泉内閣においては、税については歳出削減を徹底的にやった後考えることにしているので、その辺りを老婆心ながら心配したが、大臣がおっしゃるなら構わない。

竹中経済財政政策担当大臣

大丈夫である。

村上財務副大臣

では私は読ませて頂く。本日の金融政策決定会合の開催に当たり一言申

し上げる。日本銀行におかれては米国における同時多発テロ事件による流動性の高まりを受け、金融市場の安定を確保するため9月18日に金融緩和措置を講じられた。当座預金残高が概ね8兆円を上回る潤沢な資金供給を行なった結果、短期金融市場は混乱もなく中間期末を乗り越えた。今後ともテロ事件が経済・市場に与える影響について十分注視しつつ、前回決定会合以降採られてきた金融調節を継続し、引き続き8兆円を上回る潤沢な資金供給を行なって頂きたいと思う。

また消費者物価指数をみると、物価の下落が依然として継続している。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に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、物価の継続的な下落を防止するため、中央銀行として為し得る最大限の努力を続けていく方針である旨表明しておられる。依然として物価下落に反転の兆しがみられない中においては、人々の心理にも強く働き掛け、こうした日本銀行としての強い政策態度を市場に浸透させると共に、これを実効あらしめるため是非とも機動的に金融政策を運営して頂きたいと考えている。終わりに、政策委員各位におかれては、審議に当たり以上申し上げた政府の考え等につき理解を賜りたいとお願い申し上げます。

ここからオフレコベースである。これから先は議事要旨に載せて頂かなくて結構であるが、先般9月18日、日本銀行は当面当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として潤沢な資金供給を行なうことを決定されたが、その記者会見や国会答弁で速水総裁は「これは当面、青天井で潤沢な資金供給を行なっていく」という趣旨である旨、表明しておられる。今回の金融政策決定会合で政策変更を行わず、当面、当座預金残高が6兆円を上回るという目標を維持することとなった場合であっても、重ねて記者会見の場で速水総裁より「従来と同様のスタンスで潤沢な資金供給を引き続き行なうつもりである」旨を表明して頂き、市場に安定感を与えて頂きたいと考えている。以上である。

そしてこれがまたまたオフレコベースだが、私の資料を配って頂けるか。

[資料配付]

それで今日は本当に貴重な意見を頂いたが、金融や経済の大家である先生方に色々教えて頂いて、これは私が経団連やタウン・ミーティングや国会対策委員会や副大臣会議で色々説明していることが、段々色々なところに出てきたので、これを少し参考にしながら色々教えて頂きたいと思う。このペーパーは、90年代の経済の活動の動きというものを、自分なりに考えて纏めてみたが、やはり一つはここにあるように経済のボーダレス化、グローバル化によって、人、物、金、犯罪が国境を越えて動き出しており、結局、ユニクロ化、タオルのセーフガード、ネギ・シイタケそうというような暫定措置の問題。それから二つ目は、バブルの崩壊によって資産デフレと信用収縮が止まらない。それから三つ目に大きなウエイトとしては、そのために不良債権の処理や経済の下支えのために思いきり財政出動したために、公的債務残高が急増してしまった。そういう中で、結局このように非ケインズ効果が出たりして、こういう一つの循環になってしまったのかなと思う。先程来お話があるように、金融政策も財政政策も動ける余地が限られている。金融政策は当然のことながら9%から3%のように、金利が振れば一番良いが、金利はもうゼロコンマ幾つの世界になってしまった。財政の方も実は7年前までは国と地方の債務が360兆円だったが、たった7年間で666兆円になってしまった。隠れ借金等含めれば1千兆円近くなるだろうから、国民総資産の1,400兆円のうち住宅ローン等を引けば、ほぼ今の段階でイコール・フットィングになりつつあるのかなと思う。そういう中で、先程から聞いていて疑問に思っているのは、一つはやはり物価の下落の問題だが、それが国内的な要因だけで済んでいるのかどうかという問題である。やはり経済がボーダレス化、グローバル化していけば、当然こういうユニクロ化現象が起こってくれば、国内だけの問題ではないのではないかと思う。それからもう一つは、世界に60億人の民が



いるが、15億人以上が1日1ドルで生活していればとてもじゃないが富の偏在で、消費者たり得ることはあり得ないのではないかと思う。そういうことで先程から山口副総裁や植田委員や須田委員が言われるように、世界全体の経済と日本の物価の問題とがどういう関連性があるかということと、それからまた財政出動においてどういう役割ができるのか、先程、竹中大臣が言われたように、今までは公共中心の建設、土木等の生産性の低いところにジャブジャブ使ってしまった。結局そのために、ここには競争力がつかないうえに、雇用が溜まってしまって、雇用の解決にもならなかった。そういう中で例えば、これからの予算を組んでいく場合、先程三木委員が言われたように合わせ技でやっていくとするならば、やはり国民総資産の1,400兆円が宝の山なので、ここがどのように消費に向かっていくようにするのが問題である。それからまたイノベーションについて、私はNHKのプロジェクトXをみていて思うのだが、昔だとセイコーのクォーツだとかマツダのロータリーエンジンとかシャープのビデオのようにアメリカが絶対できないということを、皆が本当に血の滲むような努力でやっていた訳だが、それが段々失われつつある。そういうところにインセンティブが働かせるような何かができないだろうか。それからやはり経済の構造改革に資するような何か予算的な措置が採れないのだろうか。また産業の空洞化をある程度是正するようなことはできないのだろうか、そういうところをこれだけ優秀な委員方がいらっしゃる訳なので、色々なアイデアを教えて頂けたらなということである。ここ1年間ずっと日銀の金融政策決定会合に出席させて頂いて、非常に色々教えて頂いて、私は非常に日銀に愛着を感じており、MOFが一般に言っているような意見とは私は正直言って違う。ただ、山口副総裁はすぐむきになるが、私はこの間もあるところで話したことが出ていたが、今は三すくみというか、日銀、金融庁、内閣府、財務省、経済産業省と五すくみ位になっている。結局、皆自分のところの目の前の庭先だけを一所懸命やっている。だけど、結局トータルとして日本全体をどういう方向にもって行くのかという、大きな鳥瞰図的な発想がなくなりつつあると思う。例えば不良債権一つとっ

てみても、正直言って個人名は差し控えるが、今の人が前回やっている訳なので、今の人にもう一度政策変更をやれと言ってもやはり責任問題が出てくるのでできないと思う。そうすると先程来ずっと植田委員や須田委員や中原委員の話を聞いていると、今日の日経にもあったように、一つのポイントかなという気がする。であるならば、日本全体でそれを、先程RCCの話も出たが、財政的な担保措置も含めてどうするかということをもっと自分達の分野だけではなくて日本経済全体をどうしたら良いのか、そういうことを万機公論に決するしかないが、忌憚なくどんどん教えて頂けたらなという気がしている。そういうことで、私自身が最近思うのは、こういう経済のボーダーレス化、グローバル化そして今までの経験則にないこと、また今までの経済理論にないことが起こりつつあるので、その辺について、また専門家の先生方、皆さん方に教えて頂けたらなと思っている。これは個人的感想であるが指導を宜しく願います。以上である。

速水議長

それでは議案の取り纏めに移る。先程の委員による検討によれば、当面の金融市場調節方針について現状維持という意見が大勢を占めていたように思う。ここで、私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出したいという方がおられるか。中原伸之委員が提出するのか。それでは事務局は、中原伸之委員の議案と私の議案を配って読み上げて下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室参事役

読み上げて宜しいか。

速水議長

それでは中原伸之委員の議案から読んで欲しい。

## 雨宮企画室参事役

中原伸之委員案が二本、その後で議長案を読み上げる。

まず、中原伸之委員案の一本目。「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。」である。別添は3月19日決定の金融市場調節方式の変更に関する件である。このうち本文の方で言及されている2. だけ読み上げる。「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。」。次に、中原伸之委員案の二本目である。「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10兆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。」の部分を削除すること。3. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。別添は先程と同じで3月19日の決定であるが、このうち本文で言及されている3. を読み上げる。「3. 上記1. の金融市場調節方式のもとで、日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、長期国債の買入れを増額すること。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。以上。」である。

最後に議長案である。「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。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なう。以上。」である。別添の対外公表文である。「平成13年10月12日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が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。以上。」である。

速水議長

私の議案はこれで宜しいか。

三木委員

ちょっと一つ宜しいか。今の村上財務副大臣のお話で、二番目に若干オフレコと言われたが、要するにデフレ、物価下落を止めるために云々という項目があったが、その点をもう一度お願いしたい。

村上財務副大臣

要するに、こういうことが内的要因と外的要因で起こったとしたら、もし外的要因が強かったらいくらここで頑張っても無理なこともある訳である。それはやはり精査して内的要因と外的要因を分けて、内的要因でやれるものはやるし、外的要因であればある程度協調してやらなければならないし、もっと詰めて議論したらどうかと思う。

三木委員

それは分かっているのだが。そうではなくて、二番目のオフレコでちょっと付け加えられたことがあったであろう。日本銀行として、総裁

云々と言っていたところで、総裁の名前が出ていたかどうか。それをちょっと伺いたいと思った。

#### 村上財務副大臣

今回の金融政策決定会合で政策変更を行わず、当面当座預金残高を6兆円を上回るという目標を維持することになった場合であっても、重ねて記者会見の場で、速水総裁より従来と同様のスタンスで潤沢な資金供給を引き続き行なうつもりである旨を伝え、市場に安心感を与えて欲しいと考えている。これで良いか。

#### 三木委員

分かりました。総裁、そこなのであるが、ちょっと提案なのは、今、村上財務副大臣からもお話があったが、やはり民間、要するに企業と銀行である。それと財政と金融と、この合わせ技の中でやはりやっていけないといけない。そういう中の金融政策としてこういういわば戦時モードの中ではあるが、ここまでの措置を我々は採ってやってきているということであるから、その辺りについてこれは結局デフレ脱却をしよう、物価下落を止めるということについて日本銀行として断固としてこれをやりますよ、ということですよ。それを前日も文言にも入れたし記者会見でも言ってもらったが、今回は特にそこをもう一度、誠に失礼な言い方であるが、本心から言って欲しいと思う。これが今、民間の銀行、企業、皆の声はそこなのである。宜しくお願いする。

#### 山口副総裁

ちょっと一言だけ宜しいか。議長案の読み方なのであるが、先程私を含めて何人かの委員から、当座預金残高を目標とする金融調節の下で出てきた幾つかの問題が提起されたと思うが、色々な意見交換の中で結論としては、なかなか当座預金残高のパスというのは読み難い、かと言って短期金利のある種の目安を内々にせよ決めること自体もこのタイミングではな

かなか難しい。要は、こういう調節方針の下で極力潤沢に資金を供給して流動性についての不安がマーケットの中で出ないように最大限努力する、ということだったと思う。簡単に言ってしまうと、ここ1か月間のような調節を次回金融政策決定会合まで続けるとすると、例えば、当座預金残高の数字が大きく振れるような場合には、須田委員の先程の言葉を借りれば事後的にせよ、きちんとどういうことが起きたのか執行部が説明する。私はこのように理解しているということだけ申し上げる。

速水議長

宜しいか。それでは採決に移りたいと思う。中原伸之委員案、議長案について順に採決、議決することにするが異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

中原伸之委員

提案理由を申し上げます。最初の提案であるが、これは一つの形のプライス・レベル・ターゲティングである。本提案を出す理由はほぼ三つある。一つは、現状のレベル以下には物価を引き下げないという、中央銀行のデフレと戦うという強い意志表示を行なうべきである。単に口頭で説明するだけでは不十分である。実際にこういうことだとはっきりとした形で現わすべきである。それから第二は、現在不明確になっている達成時期を明示することにより、日本銀行の政策対応について対外的にはっきりと評価可能な形で表現するということである。それから第三の理由は、これまで日銀は、インフレでもなくデフレでもないという立場を多数説として採ってきたので、その多数説に従えば数値を持って明確に定義する場合どういうことになるかということで、これが一つの有力な方法ではないかと考えた訳である。以上の三つが私の最初の提案の理由であるが、もう一つ付け加えると、現行のような金融調節方式に則って、現行のディレクティブを続ける限り、具体的な物価安定目標とその達成時期というものが明確に、

自らの意思で設定されていない。これまでも申したように、日本銀行はやはりコーポレート・ガバナンスの点でも、あるいは政策の評価という点でも、このような形でのはっきりとした物価安定目標、その達成時期を明確に設定すべきである。そして、もしそれができない場合には、これまで何回も警告してきたが、いずれ政府によって物価安定政策、物価安定目標、それからその達成時期というものを与えられることになるというふうに私は危惧している。現行の金融調節方式に則ったディレクティブを続けている限り、金融政策において日本銀行と政府との意思調整はスムーズにいかないと思っており、政府との間の溝がさらに拡がるのではないかと危惧している。これは、最近、自民党の金問調で、日本銀行法の改正グループが部会に格上げされたということもあるので、十分に気を付ける必要があると思う。

それから、次の10兆円という提案であるが、これは先程から縷々申し込んでいるが、一つは、米国については下期回復どころか来年一杯も危ないのではないかという見通しになってきて、このまま手をこまねいていると景気下降が加速する危険性が非常に高いので、現在の6兆円以上ということではなくて8兆円まで、まあ10兆円まで明確に引き上げることが必要である、と考えている。それから二つ目は、株価のことを色々申し込したが、株価についても一応リバウンドしているが、いつ98年の安値を切るか分からないような实体经济、あるいは金融経済の状況が続いているので、プリエンティブに量的な緩和をする必要があると思う。それから三つ目はやはり、デフレが深刻化し物価下落というものが生じて、消費者物価、GDP、デフレータ、国内卸売物価、CPS、CSP Iいずれについても前年比で下落していて、物によっては下落幅が大きくなっている、その点も十分に考慮する必要がある。そして、そのような10兆円を達成する手段として前回は提案申し上げたが、国債の買切オペを現在の月6千億から月8千億に増額するということである。それから先程述べたように、外債についても十分に検討したうえで、それが可能であれば、現在の国債買切オペのどの位がいいかは分からないが、当面半分程度がいいのではな

いかと思っているので、従的な手段としての外債の購入の開始についての検討を、先程、執行部に依頼した。以上である。

速水議長

それでは中原伸之委員から二つの提案があった。「金融市場調節方式の変更に関する件」それから「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」。これは別々に採決する。政府の方は一旦外して欲しい。

[政府からの出席者退室]

それでは議決して下さい。

横田政策委員会室長

宜しいか。それでは、中原伸之委員の「金融市場調節方式の変更に関する件」である。

[中原伸之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

採決結果を報告をする。「金融市場調節方式の変更に関する件」に対する中原伸之委員提出議案の採決の結果である。賛成 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

それでは、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

採決結果を報告する。中原伸之委員提出議案の「金融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」であるが、賛成 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

それでは今、第一、第二議案は否決された。私の提出した議案について採決したいと思う。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

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

議長案の採決結果を報告する。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

それでは私の案が賛成多数で可決された。中原伸之委員は反対であるので、改めてもし何か付け加えることがあればどうぞ。

## 中原伸之委員

反対理由を申し上げる。第一の理由は、今回のディレクティブは、当面という言葉をとしたうえ、6兆円を上回るということで解釈の分かれる非常に曖昧な提案である。しかも、執行部に非常に大きな裁量権を与えてしまっており、ボードとしてはいわば思考停止宣言をしてしまったと悪く受け取られてもしょうがないような面がある。いずれにしても、ディレクティブの意味、解釈について各委員間の中で理解が異なっているように見受けられるので、そのようなことは直ちに改めるべきであると思っている。第二は、米国のテロ事件発生以降、わが国の経済状況が金融情勢も含めて極めて不安定で厳しい状況になってきている。先行きにおいては、幾つかの大型倒産も予想される状況になってきており、このような場合に、これ以上の経済悪化あるいは株価下落というものに対して、量的な拡大を行なうことによりしっかりとした対応を打ち出さないと、さらに日本発の2ラウンド目の経済混乱発生ということが十分に懸念されるということである。それから三番目としては、従来の米国依存型経済体質、輸出依存型経済体質を脱出して、わが国が自ら経済回復を模索していく必要があると思うので、現状維持ということでは不十分であると思う。そういった中で物価が下落している、消費者物価、GDPデフレーター、国内卸売物価、CSP Iのいずれもが前年比で下落しており、全体としてここにきて下落の度合いを加速しつつあるので、現状維持では不十分だと思う。それから先程も少し触れたが、曖昧な書き方をしているということが却って金融市場に一種の不安感、あるいは思惑を持たせることが十分に危惧されるので、10兆円なら10兆円というはっきりした数字を書いて、そのうえでなお書きをすることが重要である。最後の反対の理由は、先程も述べたが、現在の金融調節方式に則った現在のディレクティブということになると、

政府との間の意思の調整がスムーズにいかないということを示し、政府との溝が広がるばかりではないかと危惧している。日本銀行としては、具体的な物価安定目標とその達成時期を自らの意思で明確に設定して、そのうえに立ったディレクティブを実施しない限り、早晩、政府によって物価安定目標とその達成時期を与えられる恐れがあるということに危惧している。以上である。

速水議長

採決が終了したので、政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針として、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。増淵理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これを持って指示するのでお願いする。なお、決定事項の公表は、会合終了後直ちに行なうこととする。

#### IV. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次の議題に入る。金融経済月報の検討に入りたい。金融経済月報のうち、最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いする。まず、調査統計局吉田企画役と企画室雨宮参事役よりポイントを説明してもらおう。

吉田調査統計局企画役

まず、実体面の総論の部分であるが、今月の総論は9月に比べて少し長くなっており二つの文章にしている。具体的に変化点を申し上げると、まず最初の文章であるが、「わが国の景気をみると、生産の大幅な減少の影

響が雇用・所得面にも拡がっており、調整は厳しさを増している」という文章である。先月と違うところを申し上げると、先月の文章にあった「輸出の落ち込みを起点とした」というものがなくなっているが、これは全体が長くなるのでなくただけである。それから「雇用・所得面にも拡がっており」というところは、先月が「拡がり始めるなど」となっており、下方修正している。大きな変化点は、二つ目の文章であり、「加えて」以降であるが、「米国における同時多発テロ事件の発生を契機として、景気の先行きに対する不透明感が一段と高まっている」と書いており、これは昨日、調査統計局長からも説明があったように、現時点でテロ事件から1か月位経ったが、わが国の影響ということでみると、一部に具体的に数字で出ているものもあるが、大方の企業は先行き輸出の下方修正は避けられないと思っはいるけれども、具体的な事業計画の変更まではまだ手が付いていないという現状を示す積もりで書いている。従ってこれは、先行きについて何か冒頭に持ってきて書いたということではなく、あくまで景気の現状を表わす表現として、こういうものを冒頭に持ってきた方がいいと考えてこうしている。それから冒頭表現が下方修正かどうかについては、最初の文章も若干下方修正しているし、不透明感が高まっているというのも、下の方向に向けて不透明感が高まっているので、全体としてこれは判断の下方修正である。

次に各論であるが、大きく修正しているのは、個人消費と企業収益・所得形成のところであり、個人消費については、「総じてみればなお横這い圏内にあるが、このところやや弱めの指標が増えている。」として、前月に比べて文章の順番を逆にしている。「弱めの指標が増えている」を後に持ってきているので、ここの部分については判断の下方修正である。それから企業収益・所得形成についても短観等を踏まえて、「企業収益は製造業を中心に減少が明確になっており」として、先月の「悪化している」からはやや厳しめの表現にしている。家計の所得形成もボーナス等の動きをみて「弱まりつつある」を「弱まっている」に変えた。それからテロ事件の影響については、冒頭で申し上げたように、これまでなかったが、今月からここにある

ような一文を各論に追加していることが変化点である。それから先行きであるが、先月、今月とも全部アンダーラインが引いてあり、かなり極端な修正のように見えるが、前月まで段落が二つに分かれていたのを、今月から一段落にしたという文章の体裁の変化である。狙いは、シンプルかつ読み易くしようということであり、各論というか個別の表現ではかなり重なっている部分もある。二つの段落を一つにした理由は、今年の春以降特にそうであるが、目先は景気がやや悪くなるとしても、アメリカ経済の回復がある程度展望できるならば、その後については少し回復することも考えられるという書き振りを始めた時から二段落になっていた。しかし、最近の展開をみると目先も悪化が続きそうであるし、その先についてもなかなか生産活動は下げ止まらないだろうから、この際文章は一つにして簡単にしようと考えた。個別で違うところだけを申し上げると、情報関連の在庫調整について「来春辺りまでには概ね一巡」ということで先月までの「一巡」を少しぼやかす表現を加えた。それから二行目の「しかし」以降のところ、「テロ事件の影響等から米国個人消費の不振が長引けば、わが国においても消費財等の輸出減少を起点に新たな調整が誘発される惧れがある」という表現が入っており、そこで「先行きの不確実性はむしろ強まっている」としている。後はほぼ同じである。「以上を総合すると」以下のところで大きく違うのは、「同時に」以降で、「同時に、輸出の一段の減少が景気を下押しする懸念も強まっている」という部分であり、これまでは「年初来の輸出の減少を起点とする景気の調整が徐々に内需面に拮がっていく」ということで悪化のパスを単線みtainな格好にしていたが、今後はポイント切り替えて、輸出の減少がもう一個あって、さらに在庫調整が誘発されるというシナリオも可能性としては念頭に置かなければいけないので、こういう表現にしている。それから最後の行に「实体经济に悪影響を及ぼすリスクにも、引き続き留意が必要」という部分があるが、これは先月「一段と強まっている」と書いてさらにまた強まっていると書くのも何なので「引き続き」と書いている。それから物価だが、まず一点文章の修正をお願いしたい点があって、物価の現状についての判断だが、この

案を作った時には卸売物価指数の数字が出ていなかったが、その後出たものを踏まえて、二行目の「既往の原油高や為替円安の影響が薄まっていることから」を「一巡したことから」と手許で修正させて欲しい。これは実際に数字をみると、「薄まっている」というよりは「一巡した」と言った方が適当だということである。それから物価を巡る環境だが、二か所ほど変えていて、先月は「景気の調整が続くもとで」としていたものを、「長引くもとで」とややニュアンスを暗くしている。それから「物価に対する低下圧力が働きやすい状況にある」という表現を、「徐々に働いていく」と書いた方がいいと考えて、そのように直している。実体面の変化点は以上である。

#### 雨宮企画室参事役

金融の方は今追加的に心配したところで一点修正があって、昨日説明したとおり昨日出たマネーサプライが少し高めの伸びになったので、「9月のマネーサプライM2+CD前年比は、前月に比べて伸びを高めた」と修正させて欲しい。あと、全体としては昨日説明申し上げたとおり、極く一部ではあるが、社債市場における変化とか金融機関の貸出態度、あるいは中小企業の資金繰りの変化といった変化の兆しが表われているが、今月の段階では余り大きく書き換えずに、社債市場の変化等を若干付け加えるという微修正に止めている。この社債市場の動きについても、あるいは金融機関の貸出態度の動きについても、もう少し追加的なデータ、あるいはヒアリング調査を踏まえて判断をさせて欲しい。ということで、若干修正したところは、長期金利のところで高格付債と低格付債のスプレッドの話を書き加えたことと、一番下から二番目のわが国の金融環境の中で、前は「環境の改善」としていたが、「概ね良好な環境」というややヘッジを入れたという若干の修正である。あと、今日は市況関係では幸い修正をお願いするところはない。

速水議長

意見があればどうぞ。

田谷委員

実体経済の部分で、「同時に、輸出の一段の減少が景気を下押しする懸念も強まっている」ということは、今まで情報関連とか、その他が主因となって輸出が実質ベースでも4%~5%下がってきている。これから自動車なども下がってくるから変化率としても第1四半期、第2四半期、第3四半期以上に第4四半期に落ちると読めるが、「一段の減少が」というところは、そういうイメージで書かれているのか。

吉田調査統計局企画役

必ずそうなると思っている訳ではなくて、あくまで「懸念」と書いてあるが、要するにそういうリスクも念頭に置く必要があるということで、これを書いている。今、田谷委員が述べられたように、これまでは年初から起こっている情報関連財の輸出の減少がずっと続いていく中で、その生産、減少を通じて雇用・所得面への波及が出てきて、それがさらに調整を長期化させていくということを言っていた。今後どうなるかは、まだ分からないが、テロ事件以降アメリカの個人消費の低迷が長引けば、自動車等の消費財の輸出が日本から減って、それがさらに在庫調整を誘発していくと、情報関連財の調整が一段落して生産の減少が止まってきても、さらに自動車と入れ替わりみたいな格好で生産の減少が続く可能性があるということである。必ずしも生産の減少幅が今よりも必ず拡大するという事まで考えている訳ではない。

田谷委員

そうすると意味するところは結局、例えば輸出の回復の遅れというものをこういうところに追記するということか。



吉田調査統計局企画役

然り。

田谷委員

一番はじめに読んだ時に、これは「輸出はさらに落ち込みを強めてこう  
いうことが起こる」と読めたので、どういう意味かなと思った。

吉田調査統計局企画役

これまで非常に単純に一つの線で考えたものをもう少し幾つかのバラ  
エティを考えて、二つのバラエティを考えておく必要があるという程度の  
意味である。

速水議長

ほかにあるか。

中原伸之委員

大分下方修正したと思うが、まだ私は甘いと思うので幾つか申し上げる。  
一つは、先行きのところで「来春辺りまでには概ね一巡する」と書いてあ  
るが、誰が言っているのか知らないが現在の段階では多分そういう見方は  
ないと思う。私はこれは楽観的な予想過ぎるので、取った方が良くと思う。  
それから「いずれ歯止めが掛かる」と書いてあるが、それも全く同じ理由  
で今のところ非常に先行き不確実なので、この表現はいかがなものかと思  
う。それからその下に「景気の調整が徐々に内需面に拡がっていく」と書  
いてあるが、これまでの動きをみると、拡がりだけではなくて後退の  
速さというのものもある訳で、特に先程説明した景気動向指数のC Iからみる  
と「徐々に」かどうか非常に疑わしい。それから、物価についても「緩や  
かな下落」と書いてあるが、最近ではC P Iの下落率が過去最大の下落幅  
になりつつある。G D Pデフレータの下げも非常に大きいし、物価指数で  
下落幅が拡大しているのだから、「緩やか」かどうかは甚だ疑問である。

それから最後に、地方経済についての記述がない。特に公共投資の落ち込みが激しくて、それが地方経済に大きなインパクトを与えているということを書いておくべきではないかと思う。以上の五点である。

速水議長

皆さん、宜しいか。ほかに意見あるか。

山口副総裁

情報関連財、これは私も少し気になるが。

吉田調査統計局企画役

情報関連財については、今月なぜこういう表現にしているかという、正直言ってテロの影響が情報関連財にどこまで出てくるかというのは分からないが、実際に起きていることは情報関連財の中でも流れが二つあって、まず携帯電話関係についてはやはり既に海外大手ナンバーワンメーカー等からの発注が再開され始めており、予定通りに進んでいるという情報が支店等からも聞こえてきているので、これは今のところ予定通りだと考えている。一方で、パソコン等については、半導体市況がなかなか回復しないことに表われているように、やや長引く可能性も出てきている。はっきりと悪くなるという程の材料もないので今月は「概ね一巡」という格好の表現にしている。

山口副総裁

「生産減少にはいずれ歯止めが掛かる」の「いずれ」というのはどの位の時間的な感覚なのか。かなり遠い話のことならばわざわざ書かなくてもいいような気がするが。

吉田調査統計局企画役

これは情報関連財の生産減少ということであって、生産全体の減少では

ないので、来年春までに在庫調整が終わってくれば、今は生産を落として在庫から出荷していくので、生産の落ち方は非常に大きいですが、その調整が終われば最終需要に見合った出荷になる。勿論最終需要自体それ程強い訳ではないので、余り伸びないかもしれないが、今ほどのマイナスということがずっと続くということにはならないという意味で、「情報関連財の生産減少にはいずれ歯止めが掛かる」と書いている。生産が回復することまで念頭にある訳ではない。そのようにいけば、今の生産の每期每期4%ベースで減少しているのは、それによる寄与も大きいので、ほかの条件にして一定ならば生産減少には歯止めが掛かるはずなのだが、もう一つショックがくればそのところは分からないというのが今の現象だと思うので、それが分かるように書いた積もりである。

速水議長

これで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

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

反対理由があればどうぞ。

中原伸之委員

第一は、先行きの情報関連財の記述について「来春辺りまでには概ね一巡する」という見方の記述だが、現在、世界経済は非常に流動的な情勢であり、明日にはどう変わるか分からないという訳なので、このような楽観的な予想は削除すべきである。第二は、上述と同じ理由だが、先行きの最後の部分の「情報関連財の生産減少にはいずれ歯止めが掛かるとしても」の部分は表現が不明確であり削除すべきである。それから三番目だが、景気動向指数一致C Iから見ると今次の局面の動向の特徴は、調整のスピードの速さである。徐々に内需面に拮がっていくということは、極めて疑問である。それから四番目は、物価について「これらを総じてみれば、当面、物価は緩やかな下落傾向を辿るものと考えられる」と記述されているが、C P I が過去最大の下落幅となっているほか、ほかの物価指数も指標も下落幅が拡大している。G D P の下落幅も大きい訳で、「緩やかな」という表現は妥当ではないと考える。五番目は、先行きについて公共事業、公共投資の落ち込みが地方経済に大きなインパクトを与えつつあるという事実を入れるべきである。以上である。

V. 閉会

速水議長

ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って後段の背景説明部分に必要な  
れば執行部で修文して欲しい。なお本件の対外公表については10月15  
日月曜日の午後2時に行なうこととする。

それではこれを以って終わりとする。

(午後13時5分閉会)

以上