

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年10月29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（9:00～13:59）
内閣府	小林勇造	政策統括官（経済財政－運営担当） （9:00～13:59）

（執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	増渕 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
国際局参事役	沼波 正

（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	斧渕裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は通常の金融経済情勢、政策運営の討議に加えて経済・物価の将来展望とリスク評価いわゆる展望レポートの決定も行なうので、議事運営を効率化するために協力をお願いする。

最初に、今回の展望レポートの公表について、私から一つ提案がある。従来、展望レポートは決定の翌日に公表を行なってきたが、決定会合での決定事項はできるだけ速やかに公表するという透明性の観点、および機密管理の観点から、本日の展望レポートについては、会合終了後準備が整い次第、公表することとしたいと思う。異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは展望レポートの公表日時については、対外的に既に明日公表とアナウンスしていることもあるので、これを本日中に公表することになった件は直ちに对外公表しておきたいと思う。

次に本日の会合の進め方について申し上げる。まず執行部から金融経済情勢に関する報告をしてもらう。その後見通し計数を記入した展望レポートのドラフトをお配りして、簡単に執行部から報告してもらう。次に委員による金融経済情勢と金融政策運営についての討議を行なって頂く。その際には展望レポートの決定も踏まえて、やや長い目でみた経済や物価の展望やリスクといった観点からも発言を頂きたいと思う。その後もしあれば政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたいと思う。その後、展望レポートの採決を行なう。最後に前々回9月18日会合の議事要旨を承認して頂く。

政府からの出席は、財務省から藤井総括審議官、内閣府からは小林政策統括官である。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する。そういう約束であるので、委員および政府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、金融情勢等に関する執行部からの報告に入りたい。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願います。

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

はじめに前回会合以降の金融調節運営は、当座預金需要が引き続き不安定な動きを示す中で、日々の資金需要動向を睨みながら当座預金残高が6兆円を大幅に上回るような大量の資金供給を続けてきた。例えば9月積み期の最終日となる10月15日にかけては、外銀を中心とする超過準備保有の増大が意識され、借り手の資金調達圧力が強まったことに対応して、当座預金残高を9兆2千億円まで拡大する調節を行なった。こうした弾力的な調節を続けてきた結果、無担オーバーナイト加重平均レートは、0.002%~0.003%で総じて安定的に推移した。当面の金融調節運営上大きな攪乱要因となっている外銀の超過準備保有については、10月16日以降の新積み期入り後も平均3兆円前後の高水準が続いている。こうした外銀の超過準備保有が拡大すると、マーケットに資金が流れにくくなり、非準備預金対象先の保有分と残り積み所要分のいわば実需の部分を差し引いた純粋な余剰資金、いわゆる真水部分は最近の8兆円を越える大量資金供給にもかかわらず小額に止まってしまうことになる。実際、テロ発生前の6兆円ターゲットの時期と比較してみると、8兆円以上供給している現在の方が

いわゆる真水分はむしろ減少した格好となっている。マーケットではこれだけ日銀が大量の資金供給を続けているにもかかわらず、資金の流れはかえって悪くなっているとの声が多く聞かれているが、これはこの真水分の減少が背景となっていると思われる。しかもこうした不安定な状況は以下のような事情を考慮に入れると当面継続する可能性が強いと考えられる。

まず第一に、地銀等の一部余資金融機関でも、0.01%以下では資金放出をする意味がないとして、放出姿勢を抑制する先が目立ち始めており、いわゆる真水分自体の動きも悪くなってきているように窺われることである。第二に、外銀の超過準備保有分はピークが10月5日の約4兆円であるが、一旦1兆円台まで減少した後再び増加傾向にあって、26日は3兆2千億円まで拡大している。引き続き為替ローリングヘッジ付の外債投資が活発に行なわれていることなどがその背景と思われる。実際26日に発表された10月第3週の対内外証券投資状況では、対外債券投資が3週連続で1兆円を越える大幅流出超になっている。また多少気になるのは、超過準備を大量に保有する外銀の数がやや拡大していることで、例えばH行、J行など、ここにきて新たに保有を拡大している先がみられる点が注目される。第三には、月末接近に伴い資金放出に一段と慎重になる先が増えてきていることである。実際、金曜日にオファーした本日スタートの売出手形は応札倍率が1.06倍、落札決定レートも0.08%まで跳ね上がる不調な結果となっている。私共としては、こうした不安定な市場地合いを念頭に置き、日々の当座預金需要の動向を睨みながら弾力的に潤沢な資金供給を行なうことにより、引き続き市場の安定確保に全力を挙げて参りたいと考えている。

次に、前回会合以降約2週間の金融・為替市場動向をみると、米国株価は予想外に底固い動きをみせたことなどから、本邦株価も強含む展開となったほか、円/ドル相場も123円前後までやや円安方向に振れている。また長期金利は10年債利回りが1.3%台前半に小幅ながら低下するなど全体としてみると、株価、債券価格強含む、円小幅安と比較的フェイバブルな動きとなった。この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは、前

回会合以降A格債など高格付債で引き続き縮小気味に推移している一方、低格付債ではマイカル債のデフォルトの影響から信用リスクに対する投資家の見方が慎重化していることなどから、スプレッドがやや拡大する動きが続いている。こうした最近の市場動向における最大の注目点は、やはり米国株価の動向である。米国株価は、NASDAQ、NYダウがそれぞれテロ直前の水準前後まで持ち直した後、そのレベルでもみ合う比較的底固い展開になっている。日経平均は、米国株価、特にNASDAQにほぼ連動する動きになっているほか、DAXなど他の主要国株価の騰落率をみても、米国株価の持ち直しに引っ張られる格好で、それぞれにテロ直前の水準まで回復している。大規模テロによって実体経済、企業業績等経済のファンダメンタルズが大きなダメージを受けているにもかかわらず、米国の株価がこうした比較的底固い動きを示している背景としては、米国政府、FRBによる思い切った財政・金融政策の実施を受けて、米国経済が来年前半以降V字型の回復を辿るとの楽観的な見方が増えてきていること、注目されていた7~9月の企業業績も全体として市場予想の範囲内の結果となっており、特に目立ったネガティブ・サプライズがなかったことなどの要因が指摘されている。ただ、こうした米国経済のV字型回復期待はあくまでもマクロ政策の効果等に対する希望的観測の面が強い訳であり、今後こうした期待を裏切る経済指標の公表が相次ぎ、この回復シナリオが後ずれすることになった場合には、一段の株価調整が生じる可能性が少なくないというのが、わが国の株式市場関係者の共通した見方である。実際、米国の長期金利はこうした株価の底固い動きや大幅な財政出動に伴う国債増発懸念にもかかわらず、中短期ゾーンを中心に一段の低下傾向にある。昨年未以降のイールドカーブの変化幅をみると、10年債が直近ボトムを記録した10月3日の水準、残存5年未満ではこの10月3日以降も小幅ながら一段の低下をみている。このように債券市場の動きは既にテロ以前の水準に戻った株価の動きとは若干異なる展開となっている。

この間のわが国市場動向の特徴は、各市場で出来高が大きく落ち込んでいることである。株式市場、国債先物市場、ユーロ円金先市場、為替市場

のスポット出来高をみると、前回会合のあった10月12日以降どの市場も総じて年初来平均を下回る出来高となっている。例えば、国債先物取引では、10月15日には7,300億円と1986年3月以来の低水準を記録。またユーロ円金先では、同じ日に5,300億円とピークの何と100分の1というミゼラブルな出来高を記録している。また株式市場ではここ2~3日出来高がやや膨らんだ格好となっているが、出来高の一位は連日長谷工で、上位には山水電気、青木建設など株価100円以下の低位株が並んでいる。一部ネット証券を通じる個人の短期的売買が目立っているだけで、機関投資家には公的年金を除きほとんど動きがみられていないというのが市場関係者の見方である。こうした出来高の減少は、米国大規模テロ直後の過度な悲観論が後退し相場に底固さが出てきている一方、積極的に買いが入っていく材料もない極めて方向感に乏しい相場展開となっていること、国内の長短金利も非常に動意に乏しい展開地合いが続いていること、さらには日系金融機関に比べ相対的にリスク許容度が高いと思われる外資系金融機関が、年末の決算を控えて例年以上にリスク回避姿勢を強めていることなどを反映したものと思われる。こうした薄商いの下での主要市場動向の特徴点について若干触れたいと思う。まず株式市場では、前回会合以降これまで売り込まれてきた電気機械、銀行、通信などの戻りが目立っているのが特徴である。またセクター別株価動向をみると、銀行株だけがテロ前の水準を回復していないことが分かる。この銀行株価も10月24日のRCC機能拡充に関する与党三党合意前後にショート筋の買い戻しの動きから株価水準をやや戻しているが、マーケットでは今次措置の実際の効果には懐疑的な向きが多く、銀行株の戻りは一時的とみる向きが少ない状況である。次に長期金利は10年債利回りが1.3%台前半に低下するなど、総じて緩やかな低下傾向を辿った。これは注目の補正予算がいわゆる30兆円枠を守る形で決着したことが好感されたこと、下期入りに伴う機関投資家の新規の中長期債購入が一部でみられたことなどを背景にしたものである。こうした長期金利の動きをやや長めの期間をとってしてみると、3月19日の新調節方式移行以降、10年債は概ね1.2%~1.5%のレンジ、

5年債は0.3%~0.6%のレンジでの推移となっている。10年債の場合はゼロ金利時のレンジが40bp、5年債の場合は60bpそれぞれ下方にシフトした形になっている。現在の水準はそのレンジのほぼ中央に位置している格好である。当面、第二次補正予算と来年度予算策定に絡んだ国債需給悪化に対する懸念と資金運用難からの押目買いの動きが綱引きするレンジ相場が続くという見方が一般的となっている。

この間、円/ドル相場は、前回会合以降120円~121円台でもみ合う展開が続いていたが、先週米国株価の底固い動きを眺めた短期筋のドル買いや本邦機関投資家の外債投資拡大への思惑などから、123円前後まで幾分円安化が進んでいる。この間の市場センチメントの変化をリスク・リバーサルでみると、第1回の為替介入が実施された9月17日から日を追ってドルプットのプレミアム幅が縮小し、足許では1M、3Mのところでは小幅のドルコールオーバーに転じてきており、ドルに対するセンチメントが急速に改善していることがみてとれる。ボラティリティも大きく低下していることから、全体として方向感に欠けるレンジ相場に入ったことが裏付けられる形となっている。当面、円/ドル相場については、米国経済、株価動向やアフガニスタン情勢に波乱がみられない限り、現在の121円~123円台前後の比較的狭いレンジ内で落ち着いた推移を辿るとみる向きが増えているように窺われる。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

中原伸之委員

わが国市場動向で出来高が薄くなった説明が三点あったが、方向感が乏しいことのほかは何だったか。

山下金融市場局長

一つは、株式市場では、過度な悲観論が後退して相場に底固さが出てき

ている一方で、積極的に買っていく新しい材料もないということで、相場展開は極めて方向感に乏しいものになっていることである。二つ目は、金利の方では、国内の長短金利共、こっちも材料がないということで非常に動意に乏しい地合いが続いているということ。三つ目は、こういう時は外資系金融機関がもっと動いてくれるといいが、外資系金融機関の方も年末の決算を控えて、皆ボーナスの計算とか色々やっているもので、なかなか動きにくい。しかも例年以上にやはりこういう時に損をしてはいけない、そういう市場環境もあって非常にリスク回避姿勢を強めているということ。こうした三つのような状況から出来高は非常に小さくなっている。

須田委員

新しい外銀が出てきたという話であるが、これはアメリカの方に波及しているということか。

山下金融市場局長

否。今までは主として欧州系の大陸系が多かったが、島の方も少し出てきている。

中原伸之委員

さっきの真水のところをもう一回説明して欲しい。

山下金融市場局長

今までも色々な形で説明してきているが、要するに準備預金には、外銀の超過準備分、非準備預金先の預金残高（除く短資）分、それから残り準備所要分が含まれる。要するに残り所要というのが基本的に原則として積みまなければならない実需である。それから非準備先の除く短資の部分というのもこれは基本的には決済需要として大体証券会社等が持つ資金である。外銀の超過準備というのは、なかなか出ない、凍結して凍り付いてしまった部分というふうに考えると、例えば8兆円供給していても、それら

の分を除いて残っている部分しかいわば余剰資金として残っていない。例えば、先週の金曜日だと、8兆3千億円出しているが、8兆3千億円のうち7,300億円しか余剰資金部分がなくて、しかも地銀なども少し動きが鈍くなってきているから、全体としての動きが非常に悪くなっている。

中原伸之委員

そうすると、その残っている部分が真水ということか。

山下金融市場局長

この真水の部分というのは、要するに先程申し上げたような所要分とか非準預先分を除いた部分であるから、本来だとマーケットで運用されて余剰資金として動き回るはずの資金であるが、地銀等の余資金融機関でもさすがに0.001とか0.002とかでは出しても仕様がないう空気が強くて、段々抱える動きも出てきているので、これ全体がマーケットを動き回っているということではない。

中原伸之委員

真水の中での巡りが悪くなっているのか。

山下金融市場局長

然り。

中原伸之委員

新たに加わった外銀はHとJだったか。

山下金融市場局長

元々全然持っていなかった訳ではないが、ここへきて拡大している。

三木委員

流動性が足りないという話はあるのか。

山下金融市場局長

ない。要するにこれだけ出ているのになぜ出が悪いのだろうという感じである。

三木委員

取り手の方からそういう声はあるのか。

山下金融市場局長

勿論ある。取り手の方ではこれだけ資金があるのになぜ資金の動きが悪いのかという感じである。ただ、外銀が持っているからというのは分かっているけれども、外銀が幾ら持つかというのは分からないので、真水の部分がどの位かというのは皆事前には分からず、結果的に終わってから分かる。

三木委員

この過程では分からないのか。結果的に数字をみるとやはりちょっと足りないのではないかということか。

山下金融市場局長

足りないということではない。額自体はある。

三木委員

偏在しているからということか。

山下金融市場局長

然り。後は要するに外銀が幾ら抱えるか分からないということで資金の出が悪い。

増淵理事

事前にはどの位外銀が抱えるか分からない訳であるから、多少そこで用心深くなるという面はある。ただ結果的に終わってみれば毎日十分に足りている訳である。

三木委員

そうすると先週 26 日金曜日の 5 千億円吸収などはやらなくても良かったということではないのか。

山下金融市場局長

否。今日 29 日月曜日は元々 9 兆円でマーケットも取ると思っていたので、一応取り敢えず前日の 26 日に 5 千億円取ってみて様子を見ようということをやった。ただ、一つはやはり月末接近ということ、もう一つは、11 月 2 日が税揚げで 3 兆円以上の大幅な不足になっており、一部の都銀は 11 月 2 日に落ちる売手を結構やってしまったものだから、その部分が沢山集中するのは嫌だと思って入ってこなかった、そこが我々としては読み切れなかった。

増淵理事

私共では、マーケットで大体どういうことを予想しているかというものをみながら調節をしているので、何か非常にサプライズであったとか意外なことをやったとかそういうことは全くない。マーケットが予想しているとおりのことをやった。ただ都銀は積み残しが出ないようにというようなことも考えており、期日の設定の仕方とかそういうことでも札の入り方が違ってくるので、期日の設定の仕方等でたまたま入りが悪かったということはある。

山下金融市場局長

あと、やはり月末接近でT+1 というのはなかなか資金繰りが読み難いという面もあってなかなか入り難かった面もあったと思う。

中原伸之委員

先程外債のことを言っていたが、3週間連続で1兆円というのは何か。

山下金融市場局長

多分、既往最高のペースではないかと思うが、対外債券投資が3週連続で1兆円流出しており、それはスワップや何かでヘッジしたいわゆるローリング・ヘッジ付きの外債投資の動きがかなりあるのではないかということである。

中原伸之委員

先程、三木委員は5千億円取らなくても良かったのではないかと言ったが、10月26日は最初の予想は幾らだったか。

山下金融市場局長

9兆円で5千億円取って8兆5千億円である。

須田委員

今、銀行の積みの姿勢というのは落ち着いているのか。

山下金融市場局長

それは先月とそう大きく変わらない。

中原眞委員

不安感というのはないのか。

山下金融市場局長

そういう意味での不安感はないが、何と云うか気持ちの悪さというようなものはある。要するに、例えば日銀が金利が上がってくれば出すというそういう意味での安心感はある。ただ、日々例えば、今日も最初 0.005% までいったが、例えば 0.001、0.002 で取れないかもしれないという意味での気味の悪さというのは持っている。

中原眞委員

マーケットは翌日の予測をある程度やっていて、この位になれば取るだろうとか出すだろうとか、それは相当マーケットとしてある種のコンセンサスというのはできるのか。

山下金融市場局長

私共は、毎日夕方に今日の翌日の需給を発表する。それをみてマーケットの人達、バンダーにも色々な予想が出るし、大体完全に一致する訳ではないが多数説と少数派みたいな感じで出てくる。例えば今日であれば 8 兆 5 千億円でノーオペというのが多数で、一行だけ 6 千億供給という見方があったが、そういう感じで出てくる。私共も大体皆ヒアリングしている。

中原眞委員

そのコンセンサス通り大体動いているということか。

山下金融市場局長

勿論コンセンサスよりも沢山出すこともある。

増渕理事

それはまさに地合いをみながら動く訳で、全く市場の予想通りということではない。ただ、市場の予想に対して大きなサプライズを与えるということもない。

速水議長

外人投資が期末を控えて全体として不活発だと言ったが、これは12月末の話か。

山下金融市場局長

然り。

速水議長

それでは次に移りたいと思う。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事と沼波参事役から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

沼波国際局参事役

全体の状況であるが、前回の決定会合以降の国際経済金融面の特徴は、米国の9月の主要経済指標がほぼ出揃い、テロ事件が消費や生産に及ぼした影響の大きさが改めて確認されたということだと思う。また10月に入ってから最近までの状況を示す各種指標をみても、米国の経済活動はテロ発生直後の大幅な落ち込みからはさすがに回復してきてはいるものの、テロ以前の水準にまでは戻っていないことが分かる。米国の経済は既にテロ以前から調整色を強めていたが、今回の事件の企業あるいは家計のコンフィデンスへの影響や不確実性の増大が一過性に止まらなければ、これを機に今後米国経済が本格的な景気後退局面に入り、これがさらに世界経済の同時的後退に繋がるリスクが高まったと行うことができると思う。ただし、現時点ではこうした景気後退の程度や長さ、あるいはさらに先行きの回復の時期、テンポといったところを見極めるにはまだまだ材料が足りないと言わざるを得ないと思う。

それでは、米国の9月の主要指標の動きを説明する。9月の主要指標はほぼテロの影響を織り込んだものである。注目の個人消費関連では、小売

売上高が、前月比-2.4%と92年の現行統計作成以来、最大の落ち込み幅を記録した。新車販売台数も積極的なインセンティブ販売にもかかわらず、テロの余波に先行きの雇用不安も加わって前月比小幅のマイナスとなった。また生産面では、鉱工業生産指数が前月比-1.0%と大幅に減少し、1945年以来実に56年振りに12か月連続の減少を記録している。それから製造業の設備稼働率であるが、73.8%とこれも83年5月以来の低水準になっている。9月の耐久財受注も前月比で-8.5%、前年比では-21.6%と、これも大幅な減少を記録している。以上は9月の数字であったが、10月に入ってから最近までのデータでアベイラブルなものを若干説明する。まず個人消費では、週間チェーンストア統計が、テロ事件直後から急減した後10月中央以降若干持ち直してきているが、その水準はなおテロ前をかなり下回っている。消費者コンフィデンス指数——ミシガン大学調べ——は、9月に急低下した後、10月の回復は極めて小幅である。この間雇用面では、新規失業保険申請件数がテロ以降急増している。直近の10月20日週までの4週間の平均は50.5万人と、91年3月の50.9万人以来約10年振りの高水準となっている。こうした雇用情勢の急激な悪化に加えて、先程説明したようなテロ事件後の消費者マインドの悪化が尾を引くことになると、景気全体に大きな下押し圧力が掛かることになるため、先行きの景気の動向には十分な注意が必要だと思う。先週24日に発表されたFRBのページブックであるが、ここの表現も「景気全般は弱含み」としたうえで、小売売上についても「テロ事件以前の水準を取り戻していない」というふうに記述している。それから労働需給では、雇用についても「レイオフが一段と広範化」というふうな記述があり、アネクドタルな面でも先程説明したような10月入り後の指標と同様の傾向が窺われる。

以上のような状況を背景に、金融政策についてもマーケットでは、次回11月6日のFOMCにおける25bpの追加利下げが織り込まれているという状況である。先程金融市場局長の話にもあったが、こうした中で、アメリカの株価が押し並べてテロ前の水準に戻している点をどうみるかというのは確かに難しい問題である。マーケットでは、これまでの思い切った

金融・財政政策の効果によって、いずれ景気がV字型に回復することを株価が予見したものと説明する向きが確かに多い。しかしながら、これまで述べたような足許の経済指標の弱さに加え、企業収益の先行き見通しをみても、テロ後はむしろ見通しが一段と下方修正されている。8月24日時点、9月28日、一番最近の各時点で、伸び率見通しをみると、8月時点では本年の第2四半期が収益の伸び率のボトムとなっていたが、直近の調査ではこれが第3四半期に1四半期後ずれしている。それから2002年、来年の第1四半期の伸び率をみてもまだゼロ以下であり、来年第1四半期になっても収益はまだ伸びない、むしろ減少しているという姿が予想されている。それから株価のボラティリティはテロ直後に比べれば低下してきているが、水準としてはまだやや高いというこの辺の幾つかの状況を勘案すると、現在の株価の戻りがこれからの力強い株価の回復の始まりであるというのはなかなか難しいのではないかと考えている。以上米国である。

次にユーロであるが、ユーロエリアでは輸出の伸び鈍化や設備投資の減速などから、ドイツ、フランス、イタリアなど主要国で景気の減速が明確化している。ユーロ全体の9月の統計は新しいものが余り入っていないが、個別の国をみると、ドイツやフランスでは失業率が上昇傾向にあり、雇用環境も悪化している。これが消費者コンフィデンスの低下を通じて、既にやや悪化の兆しがみられる個人消費の減速に繋がっていくのかどうか、今後注目が必要だと思う。なお、物価は安定基調を維持している。こうした中でECBは先週25日の定例理事会で引き続き政策金利の据え置きを決定した。

次に東アジアである。東アジアでは、IT関連財を中心とする輸出の減少から生産も減少基調にあるなど、景気の減速が続いているという状況に変わりはない。特にIT依存度の高い台湾、シンガポールの輸出の減少幅は引き続き大きく、いずれの国についても政府は、既に本年の成長率のマイナスを予測している。仮に台湾でマイナス成長ということになると、これは台湾にとっては1951年の統計作成以来初めてのマイナス成長ということになるし、シンガポールも1985年以来のマイナス成長ということに

なる。それから実質GDPで中国の第3四半期のGDPが出ている。第3四半期も前年比7%ということで、勿論、他の国に比べれば随分高い成長を続けているが、中国と言えども輸出の増勢鈍化から、さすがにその成長率自体は期を追って少しずつ低下しているという姿が読み取れる。

最後にエマージング諸国の状況であるが、最近の国際金融市場の最大の注目点は、アルゼンチンの動向である。対米国債スプレッドのアルゼンチンのところをみると、テロ事件直後に強まった海外投資家のリスク回避指向も幾分和らいだことから、このスプレッドはやや縮小してきているが、水準自体はなお2,000bpを上回るということで、アルゼンチンが要注意の状況にあることには変わりない。なお10月14日アルゼンチンでは議会選挙が行なわれ、その結果、野党のペロン党が上下両院ともで第一党になったが、この選挙の結果は特にマーケットには響いていないようである。アルゼンチンについては、景気後退に伴う税収減からIMFプログラムの基本を成す財政均衡プランの実効性を危ぶむ声が市場では多い状況である。目先は、政府が検討している国内の銀行、あるいは国内の年金基金等との債務スワップの成否が注目されているが、いずれは債務リストラに追い込まれることは必至であるという見方が市場には根強い状況である。仮にアルゼンチンでそうした状況が起きた場合には、最近、通貨安が目立つ隣国のブラジル、あるいはトルコといったところに波及する可能性も十分ある。そういう意味で、今後のアルゼンチン情勢については、引き続き特段の注意が必要であると考えている。私からの説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

米国の新規の失業保険であるが、20日までの4週間で50万5千人というのはいつ以来か。

沼波国際局参事役

91年3月29日の週末までの4週間で50.9万人であった。それ以来の高い水準、約10年振りの高い水準である。

中原伸之委員

台湾でGDPができたのはいつだったか。

沼波国際局参事役

1951年である。

速水議長

宜しければ次に移りたいと思う。調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事、早川調査局長から願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

前回会合以降、先週の頭には支店長会議等あった訳だが、各支店長からの報告等を踏まえても、全体は調整の厳しさが増していて、テロ事件の影響等で先行きに対する不透明感が強まっていることに変わりはないと思っている。

まず最初に、この間に貿易統計が出ているので話すと、図表5で実質輸出をみると、9月の数字は前月比で4.4%の減少で、第3四半期全体としても4%減であり、第1四半期以降、ほぼ等速でかなりの勢いで輸出が減少を続けている。輸出については今月取り立てて特徴はない。地域別にも従來說明しているとおりであるし、財別についても、車の輸出は増えていたが、情報関連および半導体製造装置を含む資本財部品の減少が大幅であって、中間財についてもなお若干の減少が続いているという姿である。こういった情報関連の輸出の減少の裏側にある世界的な情報関連財需要の動きだが、WSTSの新しい10月時点での見通しをみると、今年の世

界全体の半導体出荷に関して、昨年10月時点では2割の増加が見込まれていて、その後5月時点で-13%まで下方修正されたが、新しい見通しが10月時点で出たところ-32%となっている。そういう意味では、これまでこういった外需、輸出の減少のようないわば調整の深さと、雇用、あるいは消費のような調整の拡がりという両方の観点からずっとみてきた訳だが、今回たまたま見通しを出す時期なので、その観点で申し上げると、春時点に比べて、まず情報関連需要の落ち込みの深さというものが、例えば5月時点に比べても相当深いものであったことが明らかになっている。なお、2002年については見通しが下方修正されてきているが、一応は来年の春以降少しずつ上昇テンポが高まるという見通しになっている。その辺は、実現するかどうかはともかくとして、ただ今国際局の方から話があった、いわゆる現時点における米国経済に関するマーケットの見方等と整合的な動きになっていると思っている。輸入の方だが、9月の実質輸入は前月比が-7.4%で、第3四半期で括ってみても-4.9%と、輸出サイドよりむしろ幾分マイナス度が大きくなってしまったことが特徴である。それには何が影響しているかという点、まず第一点、技術的な話として、9月の通関日数は休みの関係で従来比若干少なかった。通関日数が減ると輸出入両方に影響があるが、どちらかという点輸入サイドに大きく影響がでるという傾向がある。もう一点は、7~9月期の情報関連の輸入というのが非常に大きな減少になっているが、国内のパソコンの販売が悪いということが一つ、それからウィンドウズXPといった新製品の投入前であることがもう一つということもあって、実はコンピュータの生産が大幅に抑制されている。そのようなことも恐らく情報関連の輸入といったところに影響を及ぼしている可能性が高いと思っている。最後に不確かではあるが、テロの影響も例えば物流関係で若干の影響があった可能性があるし、さらには、国別では、台湾からの輸入が非常に大きく減っており、これはパソコンの生産減少の裏腹である可能性も高いが、同時に実は台湾はこの間台風の影響でかなり混乱が起こっているのだから、そういったものも影響している可能性もあるだろうと思っている。

次に、雇用関係では、8月の毎月勤労統計の確報が出た結果として、例の特別給与の8月のリバイスが行なわれている。前回時点では、8月の特別給与は-24.7%であったが、確報のリバイスでやはり10%強上振れして-11.4%である。従って、6~8月でトータルしたところの特別給与は-2.1%で、前回申し上げた-3.2%と比べるとかなりマイナスは縮小した。とは言っても、夏のボーナスは-2%となったので、2年連続の増益の後ということを見ると、やはり弱いと思っている。

それから個人消費関係については、個人消費関連指標をみると、例えば百貨店辺りは9月は、比較的涼し目であったこともあって、少し数字は持ち直しているが、例えばチェーンストアは、衣料品は売れたが、狂牛病の影響があるかないか分からないが食料品が弱かったりして、相変わらず冴えない。従ってトータルでは、引き続き概ね横這い圏内ではあるが、少し弱いものが目立ちつつあるというような動きではないかと思っている。消費者コンフィデンスの数字については、一番新しく出たのは内閣府の消費者態度指数だが、これもほかのと同様に9月の調査で悪化を示している。この調査時点の基準日が9月15日ということで、タイミング的には、狂牛病、テロ事件、マイカルと全て材料が揃った直後の調査ということなので、そういった影響もあろうかと思うが、同時に内容的には雇用環境の悪化というところが目立っている。そういう意味では必ずしもテロとかの影響だけではなくて、失業率の5%乗せも含めた雇用環境の悪化が少しずつ影響してきているということではないかと思っている。

それから物価については、それ程大きな変化がある訳ではない。C S P Iについては、通信の影響が若干剥落しつつあるが、全般に弱含みが続いていて、国内需給要因でみると前年比で同じ位の下落が続いている。それからC P I（全国、除く生鮮食品）をみると、前年比の下落幅が-0.8%で、ほんの僅かだが縮小した。今回の下落幅の縮小は、主に耐久消費財のところのパソコンによる。先程説明したとおりパソコンの販売状況は悪いが、実は新しい統計になってヘドニック法が採用されたことから、新製品がどんどん投入されて新しい機種が入ると下がる一方で、逆に売れないか

ら余り新製品も投入されないような状況だとむしろ下がりにくいということだろうと思っている。加えて被服のところも下落幅が幾分縮んでいるが、これは昨年秋物の投入時期で例年よりも早めに値下げをしているので、その反動として今年の前年比の下落幅は少し縮んでいるのだろうと思っている。

最後に、生産指数について、まだ数字が出たばかりで細かいところは分からないが、一応数字に基づいて若干の第一印象だけコメントする。まず数字だが、9月の生産は、前月比で2.9%の減少になった。これは予測指数が-1.4%だったのでやはり幾分マイナス幅を拡大しており、この結果、7~9月でも、前期比4.3%の減少となった。そういう観点からみると、第1四半期、第2四半期、第3四半期は、等速圏内ではあるが、幾分なりとも減少幅は拡大しており、この2か月、3か月位前まで第3四半期位にはそろそろマイナス幅が縮まってくるだろうと申し上げたのに比べると、やはり大きな減少になっている。因みに10月の予測指数は-0.5%、11月が+0.7%で、12月横這いと計算すると、第4四半期は-1.8%となる。出荷、在庫については、出荷は大体生産並の減少、在庫は-1.3%である。業種別等について若干コメントすると、生産、出荷の減少という観点からみると、今月マイナスに一番大きく寄与しているのは輸送機械である。例えば生産では、輸送機械が前月比-8%、出荷では-10%ということで輸送機械の減少が一番大きい。輸送機械の減少自体は、予測指数でかなり大幅な-11%の減少が予想がされていたので、これが下振れの原因ではない。むしろ予測指数対比の下振れという観点から申し上げると、9月、10月の両方を合わせてみると、やはり引き続き電気機械の下方修正幅がかなり大きく、今月が実現率-4.2%、10月の予測修正率-2.5%である。また、半導体製造装置等を含む一般機械も、今月の実現率-2.0%、10月の修正率-4.6%ということで、相変わらず電気機械、一般機械辺りの下振れが目立っている。それから在庫の方だが、在庫は1.3%の減少で、中身をみると、電子部品かどうか正確には現時点で分からないが、電子部品を中心に電気機械のところでも在庫が8%減少している。恐らく電子部品

の在庫調整が少し進んできているのかなと思っている。それからもう一点、在庫に関しては、これまでなかなか増加が止まらないと説明していた素材の在庫が鉄鋼辺りである程度減っている。それから化学とかも在庫の増加が止まっているという感じで、そういう意味では、これまで在庫がずっと積み上がってきたと言っていた素材のところの在庫上昇は少し止まっております、在庫調整が少し進みつつあるのかなという印象を持っている。ただし、在庫率をみると、これは品目が違うものなので出荷、在庫の動きと必ずしも在庫率の動きは合わない。そういう意味では、若干均してみるのが良いかと思うが、在庫率はまだ下を向き始めたという段階ではなく、在庫調整は進み始めたとは思いますが、終了まではまだ暫く時間が掛かりそうだというような動きではないかと思っている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

先程の電気機械と一般機械の実現率の修正は幾らか。

早川調査統計局長

一般機械は実現率が-2.0%、それから10月の予測修正率は-4.6%である。ただし10月は必ずしも電気機械と一般機械だけではなくて、各業種に亘って下振れているという感じである。

中原伸之委員

今のは一般機械か。

早川調査統計局長

然り。

中原伸之委員

電気機械は。

早川調査統計局長

電気機械は9月-4.2%、10月-2.5%である。

中原伸之委員

先程、個人消費で少し弱いものが目立つという説明があったが、理由は何か。

早川調査統計局長

先程みて頂いた個人消費関連指標の中では、特にこれまでの基調と比べて目立って悪いものが増えている訳ではない。ただ前回も説明したとおり、これまで相対的に良かった数字というと、例えば車とか旅行である。その車について、例えば9月はマイナスであったし、旅行についてはまだ数字が出ていないが、既に海外旅行を中心に下振れていることが分かっているので、そういう意味では全体を均してみると概ね横這い圏内ではあるが、幾分弱い方が目立ちつつあると思う。新しく出た数字もそういった全体の感じを覆すようなものではなく、良い方にも悪い方にもないということだと思ふ。支店長会議での報告を聞いていても、個人消費については大体そのような感じだったのではないかと思っている。所得のこととかマインドのことがあるので、先行きどちらかということと下の方に注意しながらみていく必要はあるが、現状のところではそれ程目立って悪くなっている訳ではないというのが、大体の多くの支店長会議での報告内容であったように思っている。

三木委員

旅行需要も海外は大幅に落ちているが、国内は逆に物凄く増えているという感じである。

早川調査統計局長

確かに、海外旅行は、アメリカ方面を中心に壊滅的な減少だが、そうは言ってもまるっきり旅行を止めるかという、行く人はいるだろうから、国内が増えることは増えると思う。ただ、トータルで果たしてどうかということになった時に、埋め合わせるところまではいかないと思う。勿論、この間、須田委員が言われたように、海外旅行はGDPではマイナスだとか言い出すと、話はまた別になってくるが、個人消費という観点で考えると、恐らく埋め合わせは不可能ではないかと思う。

三木委員

一つだけ、前月も聞いたが、家電販売のNEBA統計について、調統局で季調をかけてみているのだろうが、どういう季調をかけているのか。

早川調査統計局長

配付資料では、毎月の家電販売統計で言うと、名目だと前年比-5.5%ということで、8月の-6.5%と比べればマイナスは少し縮んでいるが、決して良い数字ではないと思っている。

三木委員

ただ、これをみると、前月比も減っている。それから前年比をみると物凄い伸びである。片方ではパソコンがあれだけ落ちているのに、これは間違えてしまうのではないか。

早川調査統計局長

ただ逆に言うと台数とかでいくとそれなりになっている。それと、問題は家電についてはウィンドウズXPがいよいよ投入される。英語版は投入されて、日本語版も間もなく来月の中旬位には投入されるということで、XPが出ると少しは持ち直してくる。そんなに大きな期待はないが、少し

は持ち直してくるのか、あるいはさっぱり駄目なのか、そのところは今のパソコンの悪さみたいなものが、ある程度新製品待ちの部分があるのか、そうではなくて一種の飽和感とかそういうものなのかというのが重要なポイントになってくるのかと思う。

須田委員

世界の半導体出荷に掛かる図表6の数字だが、この価格は物凄く下がっていると思うが、その量と価格の調整の方はどのようなになっているのか。

早川調査統計局長

WSTS自身は名目値で出してある。ただ、生産とか実質輸出と名目とが合わなくなるので、図表に関してはデフレーターで割り込んで調整をしている。

須田委員

ということは量でもかなり出るという予想か。

早川調査統計局長

予想では一応そうなる。というか、先行きの部分はそのまま書いてあるので名目値の動きだと考えて頂いて良いが、恐らく業者もそんなに価格の下落を織り込んで数字を作っている訳ではないと思う。

山口副総裁

自動車の輸出というのに一つ注目していたが、アメリカでの9月下旬から10月前半位の自動車の売れ行きというのは、非常に増えている。これは、国内メーカーの生産計画とか輸出計画にどのように影響しているのか、何か情報はあるか。

早川調査統計局長

まず、今、山口副総裁が指摘された点だが、前回の月報とかでも、テロの影響で、例えば消費財とりわけ車の売れ行きが大幅に落ちて、自動車の減産が起こると、国内への影響が相当拡まるということを懸念していた。実際には、9月下旬とりわけ10月上旬の米国における自動車販売は、非常に高い水準、10月上旬は年率1,800万台という数字であった。正直言ってこれをいわば実力とみていいのか、いわゆるゼロ金利セールスプロモーションの影響による一時的なものとしてみていいのか、メーカー自身計りかねている。従って、もし仮に自動車販売が落ちないということであれば、前回申し上げたようなことをそれ程心配しなくていい訳だが、現状はまだ日本の自動車メーカー自身も半信半疑の状態なので、生産計画という観点では、まだそれが明確に織り込まれて幾つということと言える段階にはない。もう少し数字が出てきてからメーカーに聞いてみたいと思うが、今のところ結局それ程落ちないという見方と、逆に、これはやはりゼロ金利によって一時的に上がっているから落ちるといふ議論と両方あって、もう少し実勢の判断には時間が掛かるかと思う。

山口副総裁

生産の企業ヒアリングによる見通しは、10～12月はどれ位だったか。

早川調査統計局長

先月の段階では、自動車メーカーは本当は良く分からないと言っていて、私共は仮にテロの影響があれば自動車生産はかなり落ちるが、元々テロの影響なしでも、国内販売は先程説明したように、7～9月はかなり強かったのに比べると、少し弱めになってきているので、車の生産は10～12月は減少方向だと思う。ただ、これに輸出の減少が大きく乗ってくるのか、そうではないのかということによって、少し減る位なのか目立って減るのかと違ってくるので、そのところはもう一度調べてみるが、今メーカーに聞いても、アメリカのあの数字をどこまで信じて良いのやら、というよ

うな雰囲気だと思っている。

三木委員

ミクロの企業調査で、11社の10～12月の生産計画をみると、鉄鋼業界の見方では、10～12月は235万台になっている。最初は245万台位でいくだろうと思っていたから、少なくとも10万台分は今回のアメリカのテロの問題の影響を受けて、落とさざるを得ないと思う。そういう見方で今の発注は大体きているから、恐らく10～12月はそういうことになるのだと思う。

早川調査統計局長

問題はその程度以上に落ち込むのか、むしろ逆に実は余り落ち込まなかったということによって、在庫がそれだけ変動してそこから先に影響していくのか。

速水議長

それではこの辺で次に移りたいと思う。企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事と雨宮企画室参事役から願います。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

金融環境の現状評価について説明する。前回の10月11、12日会合以降ほとんど追加的なデータは出ていないので、マネーの動きと金融機関の貸出態度、企業の資金繰りDI等で新しく出た指標だけ簡単に説明する。まず、マネー関係であるが、マネタリーベースは9月14.2%と高い伸びを示した後、10月は23日現在、10月1日から23日までの平残で14.8%であるが、その後直近までの平残を先週の金曜日26日までで計算しても14.6%なので、大体こんなところで着地するのかなと思っている。内容的には銀行券の発行高は、さすがに若干伸び率を落としているが、その落ち

方が比較的緩やかであるということと、何と云っても、日銀当座預金の前年比が前年を倍以上、上回るペースになっているということが原因である。それからマネーサプライであるが、これは前回の会合のちょうど当日に公表されて、9月3.7%と非常に高い数字になったが、中身はまだよく分からないということを報告した。今回、中身を見ると、M1の中の預金通貨が9月13.0%と伸びを高めている。この内訳、法人、個人でみると、前年比伸び率では、個人は元々非常に高く余り変わっていない。個人の流動性預金は、8月の前年比が12.6%の後、9月も13.4%と余り変わっていない。法人の流動性預金が、8月の前年比5.0%の後、9月は11.8%なので、9月のマネーサプライの伸びを高めた主因はこの法人の流動性ということまでは分かるが、ではこれがどこからきたかというのはいまだよく分からない。一応、9月の計数であるので三つ位要因があり、一つ目は中間期末、二つ目は米国テロ事件の発生、三つ目はマイカルの問題等で、ちょうど9月の金融市場で起きたのと同じように予備的な流動性需要が増えたと考えておくのが、もっともらしいかとは思われる。ただ、基本的には、私共は前回報告したとおり10~12月にかけてマネーサプライの伸びは、3%ちょっとに落ちるだろうと考えており、今のところ基調的には郵貯シフトの一段落と資金需要の減少という基調に変わりないので、それを変える必要はないと考えているが、もう暫く数字を点検していきたいと考えている。マネー関係は以上である。

この間に出た指標では大きいものはないが、企業金融と金融機関の貸出態度関係では、企業の資金繰り関係で中小企業金融公庫、商工中金の9月の月次の数字が出ている。若干数字が凸凹しているが、達観してみれば、中小企業の資金繰りは極く緩やかに厳しい方向に動いているという感じだろうと思う。それから金融機関の貸出態度も中小企業金融公庫の数字で9月の15.4%というのが今回出ており、これもゆっくりであるが緩和超幅が少しずつ縮んでいる。この間、私共の主要銀行の貸出アンケート調査が出ている。私の感じだと、7月位から少しずつだが、中小企業向け貸出は、限界的に金融機関の貸出態度がやや一部で厳しくなっている兆しがあっ

て、それがどの程度拡がるかということに注目していた訳だが、このアンケートからみる限り、実はそれがどんどん拡がるという感じではないなと思っている。むしろ、ある種の金融機関の経営の悩みが端的に出た数字になっているなという印象を持っている。まず、資金需要をみると、去年の1~3月からマイナスが段々縮んで、去年の10月段階で漸く+1%と僅かであるが資金需要が出てきたという判断が去年の7~9月にあった訳であるが、それがその後また再びマイナスに落ち込んでいるという姿は調査回毎に多少の凸凹はあるけれども変わらない。要するに、資金需要はむしろ減少傾向が続いているということである。貸出運営スタンスであるが、7月、10月を比べると大企業が13%から12%、中堅は20%から16%、中小が28%から28%ということで、実はそんなに大きく変わっていない。但し、この調査のさらに細かい内訳で貸出基準としての四項目、信用枠、リスク管理、担保管理、利鞘という四項目をどうしているかという調査もみてみると、全体的に信用枠とかリスク管理とか担保管理は厳しくなっているが、利鞘はむしろ小さくなっており、要するに緩和傾向になっているという結果が出ている。要するに金融機関はここでリスク管理はきちっとしたい、むしろ厳格化したい。ところが全体として企業需資がますます落ち込んでおり、しかも収益を出すためにある程度貸出を出さなければならぬという二つの条件の間で、非常に貸出運営は苦しんでいるという姿が出ているように思われる。その結果が全体としてそう厳しくならなかったということの背景かと考えているが、この辺りは引き続きよくみていきたいと思う。後、この間、企業倒産の数字が出ているが、ほとんど変わっていない。9月の数字で1,592件と、若干増えている感じもするが、前年比ほぼ横這いということで、これまでところは大きな変動はない。簡単だが以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

先程の四項目とは何か。

雨宮企画室参事役

一つが信用枠、クレジット枠。枠の設定を厳しくしているか緩くしているか、二つ目はリスク管理。信用枠、リスク管理、担保条件、利鞘の四項目である。

中原伸之委員

リスク管理とはどういうことか。

雨宮企画室参事役

リスク管理をより厳しくしているかどうか。それから担保条件をより厳しくしているか緩和しているか。それと利鞘を厳しくしているか緩くしているかということで、利鞘以外の三項目は全体的に厳し目。ところが利鞘の方はむしろ緩和傾向というような感じで、リスク管理の強化と一方で貸出を伸ばさなければいけないことの二つの条件の中で苦しんでいるというイメージだと思う。

植田委員

先程は、マネーのところによく分からないという話だったが、図表8の要因分解をみると、その他要因というところが増えている。そのうち何割かは郵貯だったかと思うが。

雨宮企画室参事役

何%かは郵貯だと思うが、図表集の5ページの下半分で各種金融商品の内訳をみると、郵貯の前年比は、今年の初めから7~9月にかけて大幅にマイナス幅を拡大した後、8月、9月は-6%台で余り変わっていない。郵貯シフトというか大量満期到来が7月でピークを超えているので、そうす

ると8月、9月を比べた場合、勿論郵貯シフトの要因は根本にはあると思うが、郵貯シフトが非常に大きなものとして追加的に伸ばす要因かという
と必ずしもそうではないかもしれない。そうするとその他要因として何が
考えられるかという、一つは、広義流動性の中のほかの商品からM2へ
のシフトだが、実は広義流動性も伸びているので、もっと外からきている
ものであるというところまでは分かるが、ではもっと外に何かあるのか、
例えば法人は9月の株は買い越しなので、株を売ってこちらにきたという
訳でもないし、今一つトレースができていないということである。

中原真委員

個人の流動性増加は8月、9月の両方とも高いが、もう少し前からみると
どうなのか。増加の要因は、やはり郵貯か。

雨宮企画室参事役

ずっと高い。これは、ここでは毎回議論になっているが、この手の流動
性の伸びが、この1年半ばかり低金利による機会費用要因と郵貯要因と両
方一緒になっていると思うので、なかなかどこまでか、程度を計るのが難
しいが、個人の流動性はここ暫くずっと1割程度、因みに四半期毎に前年
比を申し上げると、1~3月が9.4%、4~6月が11.0%、7~9月が12.7%、
9月が13.4%ということなので、もう1割近い伸びが続いている。それ
に対して法人の流動性は、9月になって突然伸びを高めている。大体法人の
流動性は、今まで大体一桁台の伸びだったが、それが9月になって伸びを
高めているということである。

中原真委員

個人の外貨預金というのは、一時かなり増えた時期があったと思うが最
近はどうか。

雨宮企画室参事役

手許に数字はないが、増えていると思う。ただ、寄与としては額が物凄く小さくて、要するに数百億円オーダーなので、実はマネー全体に対する寄与はほとんどない。

速水議長

宜しいか。それでは次に入りたいと思う。ここで「経済・物価の将来展望とリスク評価」の執行部報告に入りたいと思う。執行部は政策委員の見通しが記入されているリバイス版を配付して欲しい。

それでは増淵理事と白川企画室審議役に説明をお願いします。

5. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」についての説明

増淵理事

事前に十分に読んで頂いていると思うので、詳しい説明は省略させて頂く。前回4月の展望レポートと基本的な構成とか分量は、ほとんど変わっていない。ただ、今回は不確実な要因が従来以上に多いということを特に強調している。また、リスク要因としては大きな固まりとして四つ挙げているが、この数え方は色々あると思うが、下振れリスクと上振れリスクを数えると、やはり下振れリスクの方が多様な書き振りになっている。以上だが、政策委員の見通しの数字について、白川企画室審議役から説明する。

白川企画室審議役

先週末に数字を頂いて集計したものであるが、大勢見通しについて説明したいと思う。実質GDP、まず2001年度だが、 $-1.2\% \sim -0.9\%$ 、国内卸売物価指数が $-1.1\% \sim -1.0\%$ 、消費者物価指数（除く生鮮）が $-1.1\% \sim -1.0\%$ ということで、カッコ内のこの春の見通しに比べるといずれも下振れで、いずれもマイナスである。それから2002年度だが、GDPが $-0.9\% \sim +0.1\%$ 、卸売物価が $-1.2\% \sim -0.9\%$ 、消費者物価が

-1.3%~-0.9%ということである。物価の方は若干の凸凹はあるが、前年度とほぼ同じである。実質GDPの方は、数字のうえでは若干マイナスが減っているが、基本的には2年続きのマイナス成長という見通しになっている。以上である。

後は脚注の2だが、先程、増淵理事から説明があったとおり、今回は従来以上に不確実性が大きいので必ずしもピンポイントで予測を出し難いという委員からの意見もあったので、今回については各委員が最大0.5%のレンジの範囲内で見通しを作成することができることとした。その結果、従来は上から1個、下から1個だったが、今回は上から2個、下から2個、計4個を除いて大勢見通しを作るということで、もし委員の方が単一の数値で見通しを出した場合には当該の値を2個と数えるという、そういう分類の下で今の大勢見通しを計算した。以上である。

速水議長

具体的な書き振りについては、後程時間を取っているなのでそこで討議頂くこととするが、ただ今の説明に対して、何か質問があればどうぞ。

小林内閣府政策統括官

一点、参考資料の大勢見通しの注だが、「先行きの金融政策運営について、不変を前提としている」と書いてあるが、財政政策の方はどうなのか。

白川企画室審議役

不変と置いたのは金融政策だけである。その他の変数については、各委員がそれぞれの見方に立っている訳だが、ただ財政全体の姿については、この本文の(2)の需要項目別の動きにあるように、「公共投資は、現時点で入手可能な情報から判断する限り、本年に続き来年度もさらに減少する見通しである。」というのが、委員方の大方の判断である。

速水議長

ほかになれば、ここで10分間、10時35分までコーヒープレイクに入りたいと思う。

(午前10時24分中断、午前10時35分再開)

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

速水議長

それではこれまでの報告等を踏まえて、政策委員会としての検討に入りたいと思う。本日は、今月二回目の会合であるので、前回会合での経済情勢の判断、すなわち一つは、生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面にも広がっていて経済の調整は厳しさを増しているということ、さらに加えて、米国における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こと、この判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議して頂きたいと思う。加えて、本日は展望レポートの決定を踏まえて経済や物価についてはやや長めでみた展望やリスクについても議論をお願いしたいと思う。従って、討議の形式は、一に金融経済情勢に関する見解、二に経済物価の将来展望とリスク評価、そして三に当面の金融政策運営にかかわる見解、これらを合わせてお一人10分程度の目途で発言して頂きたいと思う。なお、展望レポートの具体的な字句の修正などについては、最後の採決のところで纏めて行ないたいと思う。では、本日はまず、中原伸之委員から願います。

中原伸之委員

総論であるが、日本経済は依然として八方塞がりの状態になっていて、株高、円安、金利安というフェイバーはあるが、日米共に株高はテロ事件による反動の面が強く急落の惧れがある。実体経済の見通しは依然として悪く、名目GDPの成長率が下がっているということが問題であり、給与の下落を経て消費が下がるというのは時間の問題である。その間アフガン

における戦争は長期化の可能性が非常に高いというのが私の判断であり、テロ事件がアメリカ経済、海外経済に与えた影響は甚大であると思っている。そうした中で、3月末にかけて日本の金融経済が不安定化する惧れがある。それから株価は、日米共に来年に入って本年の安値を割り込み新安値を更新するということになるだろうというのが私の判断である。

それでは、日本のことであるが、これは景気動向指数の改訂値が出たが、いずれもDIについては下方修正、それから先行DIについても55.6であるがあと二つ出ていないので結果的に50割れになると思う。色々と説明が調統局からあったので気が付いた点だけ若干申し上げておくと、輸出が非常に減ってきているというのが懸念であり、これはずっと前から述べているが、国際収支統計をみると、貿易サービスの収支はこれまでは年間7兆円位あった黒字が、7~8月の平均では年率で2兆円程度に減っている。それから7~9月の貿易黒字を通関統計、通関収支でみると1.81兆円ということで前年比37.7%減っているということが気懸かりである。そういった中で、所得・消費といったものが所得を通じて減少していくという方向に動いている訳であり、就業者数の減少、現金給与総額の減少幅の拡大ということもあるだろう。恐らく現在企業内失業を中心として600万から700万人位余っているのではないかと思うが、再就職率を5割としても失業率が上がってくるということは避けられない。いずれ失業率が6%、7%を超えてくるということであり、雇用・所得両面から消費を下落させる要因になってくる。それからその中でもう一つ気が付くのは、素材が非常に悪くなっているということであり、日経商品指数42品目のうち実に12品目が調査可能な76年以来の最安値である。そういった中で素材各社も収益に深刻な影響を受けており、鉄鋼、製紙、化学、繊維等が非常な打撃を受けている。一方、クレジット・デフォルト・スワップは期末を越えたにもかかわらず個別行別のクレジット・デフォルト・スワップレートはなかなか下がらないで、10月24日現在で東京三菱が55bp、三井住友が60bp、みずほ92bp、あさひに至っては175bpということであり、非常に大きなプレミアムが付いているということを心配している。JGBのクレジッ

ト・デフォルト・スワップをみると昨年の秋までは一桁台であるが、このところ 10bp を超えるようなレベル、最近では 15 から 16 というレベルであり非常に気懸かりな点である。なお、石油については日本の石油需要は減っており、ジェット燃料-10%以上、重油-24%、ガソリンが-2~3%ということで、世界的にも石油需要が不振であり、OPECはいずれ 100 万バレル/日程度の協調減産に踏み切ると思っている。

それから問題はアメリカであるが、アメリカではニュー・エコノミーというものが恐らく非常に大きな打撃を受けたと思っている。そういった中で、ITスペンディング、ホワイトカラーの雇われ人というものが過剰になってきて、消費者の貯蓄率が下がっている、ネガティブであるというのは、前にも申したが、いずれにしても今回のテロ事件はアメリカのビジネスに四つばかり影響を与えている。一つはビジネスのオペレーティング・コストが非常に上がってきている。第二はITコネクティビティというものが、例えば Nimda というウィルスによって、あるいはサイバーテロリズムによって下がってきている。また、前回も述べたようにグローバリゼーションに阻害要因が出ている。それから最近ではパーソナル・セキュリティということについても非常にコストが上がっている。そういった中で、最近非常に懸念しているのは、テロの危険が増大しているということのほか、昨週からニューヨーク・タイムス、ワシントン・ポスト、ウォールストリート・ジャーナルといったどちらかというとユダヤと非常に近いメディアであるが、サウジの王室に対する猛烈な攻撃を始めている。これは二週間前にニューヨーカーにシーモア・ハーシュという人が寄稿したのがきっかけであるが、アメリカ、サウジ関係が緊張すると、これはビン・ラディンの思う壺であり、サウジの油田等の攻撃あるいはその結果、石油急騰の惧れというものが出てくるということで、私は大変に懸念している。そういった中でアメリカの株価だが、これは前回も申し上げたが、今回の特色はクライシスからの戻りがこれまでのクライシスに比べてより迅速である。これは反面テクニカルな要因で売られ過ぎであったものが、四週間程上昇してきた。これからどうなるかだが、恐らく私は今、あと長くて

も一週間以内には頭を打って反落すると思っているが、最高の場合には前
期も説明したように本年の末までは上昇する力を持っている。しかしなが
ら、来年に入っては、反落し最安値を更新すると思っている。現在非常に
おかしいことが起こっているのは、例えばギャラップのインベスター・オ
プティミズムの調査によると、これから1年先に株価はうんと高くなる
と言う人、あるいは少し高くなると言う人が10人のうち7人もいる。現在
は株を買うのに良い時点だと言う人が4人のうち3人いるという状況だが、
これは異常なスローガンが沢山出ている結果である。インベスト・イン・
アメリカというノン・プロフィットのグループができて、それがどうい
うことを言ったかというと、Bring back the bull.とかDon't keep the Dow
at half-mast.もっと面白いのはWe are the soldiers, and our investments
are our weapons. というようなことを言っている。それから USA Today
では、On Wall Street, the generals may have fled, but the soldiers are
holding their ground. ということで、プロは逃げたが一般投資家が頑
張っているといた非常におかしな状態になっており、いずれこのユー
フォリアは剥げると思っている。

それから展望レポートだが、私はここで問題になると思うのは、今年度
の下半期は弱さが徐々に内需に拮がっていくということだが、もう既にか
なりの勢いで拮がっていることが、一致指数のC Iをみれば明らかである。
それから来年の問題として、海外経済の回復時期が年度前半というのが標
準シナリオだが、私はこれは非常に疑問を持っていて、アフガン戦争が長
期化することを恐れている訳である。それから来年についても、物価が緩
やかな下落と書いているが、今何が起こっているかということ、主な収益不
振の会社においては名目賃金を切り下げるとい動きが非常に出てきて、
これが恐らく消費に悪い影響を与えている。全般的に非常に楽観
的なトーンが強いと思い、私は全体的に如何なものかと思う。

それから最後に金融政策については、これも前回申し上げたが、量的な
緩和は効果を上げてきている。特に長期国債のレンジが下がってきたとい
うことは、外人の買い越しが、日銀が大幅な金融緩和をする度に起こって

いて、99年3月の第二週、三週、四週、2001年の3月、4月、5月、それから2001年8月の第三週、四週、五週、今回もテロ事件で落ち込んだが、回復しているということで、株式、そういった中でも特に外人買いにも影響を与えていると思う。そこで、先程申し上げたような厳しい状況を受け、私は前回同様の提案をしたいと思う。国債については、2千億円の買い切りオペを増やして4回合計で8千億円にする。また、当預残のターゲットは10兆円ということにして、これで大体私が前から申し上げていたベースマネーの年率の伸び率が、銀行券の伸び率を6~7%を前提としたうえで、14、15%になる。

そういった中で、先般、外債の購入を執行部に調査するように要請したが、大体回答を得たので、これをいわば補助的な手段としてベースマネーを伸ばすために持ち得るということをご提案したいと思う。マネーを増加させるためには、国債ばかりに使ってもリスクが高まりかねないという懸念もあるようなので、一つは資金供給力の強化、二つは供給手段の多様化ということで外債も使ったらどうかと思う。具体的には、介入ではなくベースマネーの増加ということをはっきりさせるために、当初段階として例えば月に2千億円、年間2兆4千億円ということで、はっきり数字を出して買ったらどうかということをご提案する。月1兆円を購入するというプランの下に国債が8千億円、外債が2千億円、年間12兆円を買い切れば、マネタリーベースは、銀行券の6~7%と合わせて、大体14、15%いくかなという感じを持っている。いずれにしても、色々最終的に詰めることもあると思うが、日銀法33条に掲げている通常業務の範囲内で毎月定額の買い切りオペを外債についても行なうということをご提案する。以上である。

速水議長

次は三木委員お願いします。

三木委員

まず、前回会合以降の動きだが、やはり景気はなお後戻り状態を継続し

ていることには変わらないし、12月に向けて量、価格共にさらに落ち込んで、景気は一段と厳しい局面になるという前回会合以降のこの姿は変わっていないと思う。ただ、現段階ではマクロで見ると、デフレ・スパイラルというところまでには至っていない。しかし、素材産業、特に鉄鋼、半導体等であるが、素材産業では価格と量の落ち込みが大きく、さらにここに来て、国際商品市況の下落が業績悪化に拍車をかけている。そういうことから一部には、デフレ・スパイラルではないかという声も出つつあるという状況である。こういう中で特徴的なことは、一つは家計消費、個人消費の動きだと思うが、先程の調査統計局長の説明にもあったように、私もやはり、家計消費はなお今のところ平時だと思う。消費は二極分化の中でお平時、つまり好況でも不況でもない状態にあるということだが、ここに来て悪化の兆しがみえ始めたという点は、前回同様これはやはり要注意かなと思う。特に失業率の上昇、株価下落、こういったマクロの景況感の悪化に加えて、今回の同時テロ事件、狂牛病こういった要因も加わって、ここに来て個人の消費意欲が急速に冷え込みつつあるのではないかとこの点である。9月の消費者態度指数をみると、家計の消費意欲が金融市場不安が拡がった平成10年9月以来、3年振りの低さまで低下している点を考えると、今後消費マインドの悪化がどう消費行動に跳ねていくかということ、やはりよく注意しておかななくてはいけないという状況だろうと思う。

それからもう一点は、この金融緩和の副作用だが、金融緩和によって市場には潤沢な流動性が供給され続けている訳だが、短期金融市場でも、この資金の偏在からの機能不全の状況もみられるし、貸出市場での資金の流れをみても、やはり偏在気味で中小企業にはなかなか流れが悪いということであり、結局、金融市場の中で流動性が空回りして、実体経済にほとんど流れていないということだと思う。一方、本来市場淘汰されるべき企業、設備、これらはこの金融緩和でなお生き残ってしまった結果、実体経済は依然として供給過剰状態が続いている。この結果、過当競争による価格下落が目に見えるとこの姿が依然として続いている。これが大きな収益悪化を

呼んでおり、その結果、経済の回復力が著しく損なわれているという事態になってきつつある。この金融緩和のマイナスの副作用ということも要注意の局面にあるのではないかと思う。

それから経済物価の将来展望とリスク評価だが、表現の問題にも少し入っているが、纏めて何点か話をしたい。まず第一点は、これは表現の問題と繋がると思うが、最初が一番大事な出だしの書き振りだが、前回4月以降の一つの動きとして今回のテロ事件とかそういう特殊要因が入ってきた動きと繋がるべきだろうと思うので、そういう意味ではやはり最初には、アメリカの景気減速の動き、これが一番最初の大きな動きとして、特に4月以降その減速の動きが大きくなってきているということ、どこかに入れておくべきではないかと思う。つまりこのテロの影響というのは、あくまでも景気悪化の加速要因だと思うので、そういう表現がどこかに入った方が良いのではないかと思っている。それから第二点は、内需の評価についてである。今回の景気の基本シナリオによると、輸出の減少、それは生産の減少をもたらし、雇用・所得環境の悪化に繋がり、家計消費の悪化に繋がる。この輸出の減少に大きな焦点が当たり過ぎているのではないかと思う。やはりポイントは、この内需の見通しについて、特に量と価格の下落が企業収益を大きく悪化させているという点、この問題点を浮き上がらせるべきではないかと思う。その結果として、従来、我々が考えていた景気回復の基本シナリオ、つまり企業部門の回復が起点となって、雇用・所得環境の改善を通じて、家計部門の回復に波及していくというシナリオをやはり組み直す必要が出てきたということだと思う。それからもう一つの点は、先程小林政策統括官からも質問があったが、政策判断にかかわる共通認識については、将来展望と先行きのリスクという二本立ての構成になっているが、政策機関の一員として考えてみた場合、問題点のみならず政策意図ももう少し滲ませたらどうかなということである。それから、物価下落の記述のところだが、供給サイドの要因としては生産性向上ということによる物価下落が非常に大きい訳なので、この文言を是非入れておく必要があるのではないかと思っている。それから、経済財政の構造改革

の影響についてのところだが、やはり構造改革がもたらす効果ということで中長期的にみると、産業構造の転換ということが一番大きな課題で、それは要するに、輸出依存型産業構造から内需型、つまりサービス産業へ転換していくということであり、またこういった構造調整を通じて過当競争を是正して、価格下落を止め、産業の国際競争力、体力を取り戻す、ここに大きなポイントがあるので、この辺のところを織り込むべきではないかと思う。それからもう一つは、いずれここから出てくる問題として雇用面の問題があるが、ここでは、失業だけに言及しているが、いずれワークシェアリングの問題は間違いなく出てくる訳で、この問題についても言及しておいた方がいいのではないかと思う。

後、金融調節については、いわば緊急モードの中での流動性不安に応える金融調節が必要な局面が続いていることを考えると、金融調節方針としては当座預金残高 6 兆円以上という前回方針を継続したいと思う。以上である。

速水議長

次に中原眞委員お願いする。

中原眞委員

景気の現状認識は 10 月の前回会合で述べたことと基本的には大きくは変わっていないが、企業部門内での拮がり、あるいは個人部門へのマイナスの所得形成のメカニズムは、既に現実のものとなっていて、波及のシナリオとしては想定したところであるが、このところの輸出の減少は過去にみられない程の大幅なものであるし、輸出を起点とした企業部門の後退のスピードは想定以上に速い。10~12 月の調整が一段と深まるリスクは否定し得ないと思っている。

経済・物価の展望リスク評価については、今、色々と細かい指摘もあって、なるほどと思っているが、全体として不透明な環境なだけに原案の方向性に強い違和感を持っているという状況ではない。米国においてテロ事

件による消費者心理の冷え込みとその消費への影響が現実になっていて、景気の回復はどんなに早くても来年第 2 四半期以降へずれ込むことは確実であろう。わが国の景気調整の局面も少なくとも来年前半は続くと思われるし、その後の回復過程も非常に緩慢だろうと思う。ただ、展望とリスク評価に述べる幾つかのダウンサイド・リスク、これらは全て同時に顕現化するということもなかなか考え難いのではないかと思う。特に、内容的に言うと、内外に亘っての政治リスク、イベントリスクに係る部分が多いということは考えておく必要があると思う。また投資家のリスクからの逃避の姿勢とかの動き、株式、商品価格等の資産市場の動向なども今後の流れを作っていくうえで大きな要因となっていて、現在の各国、金融当局が連携して強い緩和姿勢を一貫して打ち出していることに期待したいと思っている。

金融政策だが、市場では引き続き日銀当預残で 8 兆円レベルの資金需要がみられている。資金の偏在からくる流動性に対する不安定感も未だ払拭されていない。そのため、今の段階でなかなか具体的、量的目標も決め難い点もあって、今暫くは、現在の 6 兆円以上という当預目標の下で可能な限り潤沢な流動性供給を続けることが、現在の採り得るべき方策かとは思っている。ただ、今後、市場での資金需要構造の安定化がみられて、一定の資金需要のレベルが確認された後でどうするか。具体的な量をターゲットとした調節手法に立ち返るのかどうか、この検討は是非必要だと思う。その場合には、緩和姿勢の後退と受け止められない形、あるいは必要に応じてさらなる緩和を打ち出す形で実施し得るぎりぎりの量的目標の設定を行なう必要があると思われる。8 月の量的緩和について、实体经济に金が回らないという意味での限界効果はほとんど認められないのは確かである。また、市場において長期金利や株価へのインパクトがみられなかったという点については、期末を控えたポジション・ワイズな動きが出る傾向にあったこととか、インフレターゲット論、あるいは国債発行規模の方向性が見え難いという状況であったこと等から、長期金利が過敏に反応し株価にも影響を与えた面も否定できないと思う。10 月に入って、7～

8年のゾーンでのイールドの低下があったが、インフレターゲットに対して否定的なスタンスを明確にした当行の姿勢と、継続的、徹底的な流動性供給を行なっている調節の安定的なスタンスというものが市場に与えた安心感は極めて大きいと思う。10月に入って市場の若干の好転が、長期金利あるいは株価の面でみられている。これはかなり不安定なもので持続性については色々議論もあるが、流動性相場という様相を呈しているという一部の市場筋の見方もあり、これは取りも直さずいわゆる染み出し効果とみることも満更否定できないのではないかと思う。3月の量的目標へのレジームの変更以来、時間軸の効果もあって中期ゾーン金利は、低位安定化しているとは言え、短期金利が実質ゼロとなっていることと強力な時間軸が入っていることを考えれば、中期ゾーンはもう少し下がっても良いかという感じもしている。緩和効果の実体経済面への波及のためには、構造改革が不可欠であるが、まずは金融面での染み出し効果を少しでも引き出し、比較的長めのターム物金利や資産価格形成に係る時間のリスク・プレミアムをミニマイズしていく必要があるかと思う。そのためには、3月の量的緩和のレジームの延長線上で、実質ゼロ金利の超緩和のスタンスを継続して、ぎりぎり実現可能な範囲で所要準備を上回る流動性を継続的に供給し、過剰流動性のプレッシャーを市場に与えていくという政策スタンスの軸をぶらさないことが重要であろうと思う。マーケットの活性度とか流動性の面で多少の副作用は色々あるが、今のところは目をつぶるしかないのではないかと思う。要するに、当座預金というコップが、5兆円から8兆円程度に大きくなった訳だが、大きくなったからといって、それをちょうど一杯にするだけの水を注ぐのではなくて、絶えず水を溢れさせるという政策スタンスを安定して採っていくことが必要ではないかと思う。今回の展望とリスクシナリオの顕現化、あるいは年末接近に伴うマーケットの動向如何では、次の政策強化のステップを進める必要も出てくることが考えられる。これはいわば言ってみれば、危機的対応の政策発動ということになるかもしれない。この場合には予め申し上げているが、日銀、政府一体となった強いコミットメントを出していく必要があると思う。今後の調

節手段として、先程中原伸之委員から外債購入についての検討を踏まえ、という言葉があったが、これについて、あるいはその他の調節の手段のテクニカルな面、あるいは法的な面についても是非一度執行部からの説明を頂きたいと思っている。以上である。

速水議長

山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

当面の経済情勢については、今朝の生産指数とか先週末出た消費者物価など重要な指標が幾つか出てきたが、大体予想されたような内容だったと思う。相変わらず輸出に直結したところの減少にブレーキがかかるには至っていない状態だと思うし、やはりそこから内需全体に対する波及的な影響がじりじりと進んでおり、つれて物価の下落圧力もほぼ同程度で続いているということではないかと思う。肝心のアメリカ経済について極く短期的には、スローダウンがさらに加速するような方向で幾つかのデータが明らかになってきたと思うが、将来については相変わらず非常に不透明感が強い状況だと思う。ということで、前回の判断を私はそのまま維持したいと思うが、一つよく分からないのは、既に出ているようにアメリカの株価の反発をどう読むかということで、これは私はよく分からないということを上申するほかない。

展望とリスク評価に移ると、まず来年度を展望するに当たってどういうことをベースラインシナリオとして考えるかという問題がある。やはり一番の判断材料は米国経済についての見方であるが、極めて不透明と言わざるを得ないと思う。我々が今、議論しようとしている時間のフレームワークの中では、米国経済の停滞が続いてしまう可能性もあると思うが、反面でここまでのアメリカの成長率低下、あるいは在庫、生産、雇用といった色々なディメンジョンにおける調整のスピードが極めて速いということも事実である。政策効果、特に財政政策の効果についての過大な期待は禁

物だと思うが、しかし大幅な金利低下が確かに効いているという部分もあると思う。そういうことを考えると、メインシナリオというよりはむしろ仮説に近いのかもしれないが、来年前半、後半を少し分けて見通しを立てるにはそれなりの意味があるだろう。ただ、米国経済の停滞が続いてしまうリスクもあるということをきちんと認識しておく、そしてリスクとして書いておくことは重要なポイントだと思う。それから展望とリスク評価のポイントの第二点として、やはり国内需要をみる限りなかなか自律的に回復に向うような要素が少ないと言わざるを得ないと思う。しかし反面、内需が近い将来急激に屈折してしまうという確率がどれ位高いだろうかということを見ると、そちらの確率が非常に高い訳でもないとみている。第三点目にまさにその点に関連するが、内需の急激な屈折が生じるとすれば、それはやはり金融市場、あるいは金融システムの大きな変化が生じた場合であろうと思う。そういう意味では、不良債権処理のスピードが重要なポイントの一つだと思うし、もう一つは国際的な連関の中で資本移動が相当不安定になるリスクと、それが内外のマーケットを大きく揺るがすリスクに十分な注意が必要だろう。不良債権処理のスピードというのは、早くても遅くても問題が出てきてしまうという状況を最早避けることはできないという非常に残念なシチュエーションだと思うが、いずれにしても97～98年のような著しいクレジット・クランチが生じないように注意していく必要があると思う。

以上のようなことを頭に置くと、やはり需給バランスとしては引き続き軟調に推移するであろうこと、物価に対する下方圧力が掛かり続けるだろうということ想定せざるを得ない。来年度の見通しについて、私も政策委員会の委員の一人として見通しの数字を出したが、これは申し上げたようなことを色々頭に置くと非常にテンタティブな数字で、特に来年度については非常にテンタティブな数字であるが、提出されたドラフトは概ねサポートできる。幾つかもう既にドラフトに対してコメントをさせてもらったが、向こう1年とか1年半位のことを頭に置くと、やはり一番日本経済のコースを左右するのは循環的な力ではないかと思う。特に米国経済を中

心とする海外環境がどのように動くかということが非常にクルーシャルだと思う。構造調整圧力が残っているから景気の明確な回復にはなお時間を要するという表現があるが、これはもう少しロングランでの分析では重要なポイントであるが、この程度の短期見通しの中でどの程度強調するのがいいのかというのは、よく考えてみると、やや躊躇するところである。また必要であれば後で意見を述べたいと思う。

最後に金融調節であるが、テロ事件の後我々は市場の安定性を優先させるような金融調節を実施してきた訳で、結果として3月に決定したフレームからは調節の実態においてやや乖離することが出てきている。これは前回の委員会でもかなり詳しい議論のあったところかと思う。実質的なゼロ金利政策を採る、あるいは採るのが妥当というような状況が続いているが、この点について、前回、植田委員からもう少しレートについてある種の目途を持つことがどうだろうかという問題提起もあった。恐らく量と金利にどのようなウエイトをかけながら調節を実施していくのかが当面の問題で、理屈から言うと現在のマンドートに言う6兆円を超えるような当座預金の供給を行ないながら、かつてゼロ金利政策の時に金利が下がった下限である2bpあるいは1bpでも2bpでも良いが、そのようなところまで金利の変動、オーバーナイト・レートの変動を許容しても差し支えないというように思う。ただ、その場合に当預残は恐らく8兆円というよりはもう少し低くなると考えるのが常識的だろう。この局面で敢えてそれを選択するのかどうかを考えるべきポイントだと思うが、幸か不幸か8兆円というような当預残高に対する需要が出てきており、それを供給できているという現実がある。所要準備の2倍という非常に大きな金額になっているが、こういう数字の当預残高を供給し続けることが果たして、先程中原真委員が言われたようなマーケットのそこかしこに対する染み出し効果をもうちよっと強めていくというような効果を本当に生むのか、それとも実体的な影響を重要なマーケットの変数に対してほとんど持つことがないのかということをもう少し見極めてみたいと思う。結論として、当預残高に対する需要が依然として非常に不安定な状況も踏まえ、もう少し現状のまま

様子をみたい。以上である。

速水議長

続いて藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

まず金融経済情勢と金融政策方針を纏めて申し上げると、景気の現状については前回会合での判断を変更するまでの材料はないように思われる。輸出の大幅な減少は続いているし、今朝公表された生産統計でも生産の減少傾向が続いている。また、家計部門に関しては雇用環境に対する見方を中心に消費者心理が大きく慎重化していることが判明している。このことは前回会合で私共が強調した景気調整の内需面への拡がりを示す材料として今後とも慎重にみていくべきポイントだと思う。この間、金融市場では株価や為替は概ねアメリカのテロ事件以前の水準を回復するなど幾分落ち着きを取り戻している。ただ、短期市場では相変わらず流動性需要が不安定な状態が続いている。現象面では超低金利の下で、外銀がリスクに見合った運用手段を見出し得ないということであるが、それが何を意味するのか、あるいは今後とも続くものかどうかもう少し時間をかけてみていく必要があると思う。以上の情勢を踏まえると、当面は特定の当座預金残高目標を定めずに、柔軟な調節方針を維持することが適当である。前日も議論があったように量か金利かという点を巡っては、やや居心地の悪さは残る。しかしこれは不安定な流動性需要といういわば市場自体の居心地の悪さに由来するものなので、取り敢えずは仕方あるまいというのが私の結論である。次回以降の調節方針をどうするかは、今後の市場動向や経済指標の内容をみて改めて考えることとしたい。

次に、経済・物価の将来展望とリスク評価についてであるが、まず最初に念頭に置くべきことは、先行き不確実な要因が例年以上に多いことである。元々、世界的なIT需要の動向が見極め難かったうえに、テロ事件というさらに評価の難しい事態が発生した訳である。また構造改革の進捗や

財政再建の影響といったこともわが国経済の先行き見通しを難しくする要因になっている。ただ、私共の展望レポートが標準シナリオのパートとリスク評価という二つのパートの二部構成となっているのは、まさに不確実性が高い中でトータルな経済の見方を示す有効な道具立てになっていると思う。不確実性をもたらす要因についてはリスク評価の部分で引き受けたうえで、標準シナリオとしては現時点で見通せる姿を率直に示せば良いのだと思う。従って、既に各委員の間で概ね合意されているように、レポートのタイムスパンは来年度までとして、見通し計数も両年度について各委員が最大0.5%の幅をもって数字を出し、それに基づき大勢見通しと全員見通しを作るようになっているが、試案としては、それで良いと思う。そのうえで先行きの標準シナリオであるが、私としても大きな前提条件を明らかにしておきたい。第一には世界経済の回復時期である。これはIT調整の長期化やテロ事件の影響を踏まえると、4月にみていたのと比べて甚だ大きく遅れるとみざるを得ない。国際機関などの見通しを踏まえると、一応来年前半には底を打つという前提で良いかと思うが、そうなるかどうかは極めて不確実であり、そのことはリスク評価できちんと触れるべきであると思う。第二は財政の動きだが、ここは内閣の方針である財政再建路線を基本に据えて公共事業は減少傾向を続けることを前提に考えざるを得ない。第三には不良債権問題の処理など構造改革の影響についてであるが、現段階ではなかなか標準シナリオには織り込み難い。これは改革の進捗に伴って考えられるプラス、マイナス両方の可能性をリスク評価のパートできちんと整理しておくしかないように思う。以上を前提に考えると、今後、輸出、生産の落ち込みの影響がいよいよ設備投資、個人消費といった内需全般に拡がる可能性があり、来年度前半にかけてかなり厳しい調整局面が続くものと予想せざるを得ない。その後、来年度半ば位には海外経済の回復にサポートされるという形で日本経済も何とか調整に目途が付くというのが、これもかなり厳しいが標準的な見方ではないかと思う。またこのように景気、言い換えれば需要が弱い中では、残念ながら物価が目に見えて上昇していくということも期待し難い。勿論、こうしたシナリオ

が上振れ、下振れ両面に振れる可能性は十分ある。私としては、アメリカの金融・財政政策の発動により世界景気の落ち込みが軽度で済むことや、わが国で構造改革のプラス効果が早めに出てくることを強く期待はするが、その期待どおりいくかどうかみていく必要がある。執行部から提示された展望レポートのドラフトは、こうした厳しい経済認識や上下双方のリスク要因がバランスよく書き込まれていると思う。バランスよく書き込まれている、などと言うと見方が甘いと言われるかもしれないが、展望レポートのスタイルということを少しこれから考えていった方が良いのではないかと思う。議論は色々しても、その議論が落ち着いたところを展望レポートとして世の中に示すスタイルというか文章というか表現は、むしろ色々な点を指摘しながら淡々と述べられていくという展望レポートスタイルというののできていいかと思う。勿論、メッセージを込める点は込めなければいけないが、それをマニフェストのように堅く考える必要はなくて、淡々と評価というものを述べるというような特色が段々定着していけばいいと考える。

最後に金融政策運営との関係について一言述べておくと、この展望レポートが公表されると、一部で、日銀はこうした経済情勢を放置するのとか、こういう見通しを持っている以上何でもかんでもやるべきではないか、という声が高まるのが容易に想像できる。これに対してはできる限りの金融緩和に努力しているということ、そのうえで様々な経済改革の取り組みが実を結んでいけば金融緩和と相俟って力を発揮するはずであるということなどを丹念に説明し続けていくしかないのではないかと考えている。その意味で展望レポートを通じた私共のメッセージが前向きな政策論争に繋がることを期待したいと思う。私からは以上である。

速水議長

次に須田委員お願いします。

須田委員

金融経済情勢と金融政策運営についてであるが、前回会合では実体経済について調整は厳しさを増しており、また先行きもこうした調整の動きが徐々に拡大する可能性が高いという見方を申し上げた。その後、日米共に雇用環境の悪化とか消費の先行きについての懸念材料が幾つか出てきているが、現在も引き続き同じように判断している。次に金融面であるが、前回、短期金融市場、国際金融市場、そして企業金融の三つの側面から資金偏在の問題を取り上げた。今回もその視点から考えてみたいと思う。

まず、短期金融市場に大きな変化はみられない。つまり投資家のリスク回避姿勢が根強く、短期金融市場に資金が集まっている。また安全指向が強まる中で、全体としては豊富な資金があるにもかかわらず運用先に対する選別が強まっている。しかし、このところ短期金融市場から資金が染み出ていることを期待できるようになっているのではないかと思っている。9月以降コール市場の運用レートは、0.001~0.002%程度と史上最低水準で推移している。99年2月から昨年8月までのいわゆるゼロ金利政策当時、無担保コールオーバーナイト金利の最低値は0.02%であったことを踏まえると、現状は超ゼロ金利政策と呼べるような状況である。前にも指摘したが、これでは最低限のオペレーショナルコストさえもカバーできず、ネットでは赤字になる。ここにきて人件費は言うに及ばず必要最低限のコストさえ賄えない状態に至った。経済理論では名目金利の下限はゼロ%であるが、投資家の判断の基準であるネット利益率は遂にマイナス圏内に踏み込んだ訳である。しかも日銀はこうした状況を消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けるとコミットしている。このコミットメントがあるために、市場関係者は現在短期かつ安全資産に運用すると利益率がマイナスになるという世界に直面している。まさに未知との遭遇である。本邦の投資家はリスク、リターンを合理的に判断しないと揶揄されることが多いようであるが、さすがにこのような全く新たな投資環境の下では、安全資産の一部を期待収益率がより高い資産へと振り向けざるを得ない。実際に生保などの機関投資家が短期金融商品の投資比

率を大幅に引き下げていることなどはその兆しの一つである。

次に、国際金融市場について、前回会合では米国テロ事件後の不確実性の高まりを背景に、経常収支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と資本移動がスムーズに流れなくなるのではないかという懸念を指摘した。例えば米国国債については米国政府がテロ事件後に財政支出拡大の積極姿勢を強めていることなどを背景に、需給悪化懸念による下値不安があるように思う。しかし、これまでのところ大量のジャパン・マネーの流出が欧米債券相場の下支えに少なからず役立っているようである。第一弾は9月後半の大規模なドル買い介入の実施である。これに続き今度は本邦投資家が外債投資を積極化している。こうした対外中長期債投資はそのほとんどがドル／ドル型運用や為替ヘッジ付運用であり、外為市場のドル買いに結び付いている訳ではないようだが、米国が悪い金利の上昇に陥ることを避けるという効果は決して小さくない。またこのような資金移動が円高懸念を後退させていることも否めない。エマージング諸国も米国テロ事件後国際金融市場で起債ができないとか、資本が流出するなど厳しい状況に直面していたが、このところ落ち着きを取り戻しつつあるようである。市場の選別姿勢は依然として強く手放しで安心する訳にはいれないが、アジア諸国の一部では株式市場に外国資本が戻る動きもみられる。

話を国内に戻して企業金融を取り上げる。これまでのところは97～98年当時のような貸出姿勢が著しく慎重になり、それが貸出減少に繋がるという動きは確認されていない。しかし、企業の破綻懸念が一段と強まっていることから、資金供給スタンスの二極化傾向は続くものとみられる。特に企業の資金繰りについては、このところ企業収益が圧迫される中で、内部留保が取り崩されて貯蓄投資バランスが資金不足主体に転じつつあるように見受けられる。こうした中で、今後、後向きの資金需要が増大するのではないかと、金融機関はこれにどの程度応じることができるのかを懸念している。現在でも信用リスクの格差が開いている状況が続いていることから、企業金融の動向は今後ともかなり注意を要すると思う。こうした金

融経済環境の下で、事実上ゼロ金利で金融機関などの需要に見合うだけ資金を供給するという現在の政策は、金融システムの安定に大いに資すると思う。従って当面は、現在の政策運営を続けながら、超ゼロ金利政策の染み出し効果を注意深くみていきたい。

次に、経済・物価の将来展望とリスク評価についてであるが、現在不確実性が非常に大きい中で、日本経済が自律的に回復するという筋書きはみえてこない。従って標準的な景気の流れとしては、米国をはじめとする海外景気の回復とそれに伴う輸出の増加を待たざるを得ないと思う。海外景気、特に米国経済の回復時期と回復テンポについて、標準シナリオでは来年度前半に回復し始めるが、その回復テンポは穏やかなものに止まっているが、この見方で良いと思う。市場関係者の中にはV字型回復という強気派もいるが私は疑問に思っている。こうした考え方から執行部の標準シナリオについて違和感はない。

次にリスク要因について、考慮すべきファクターはほぼ網羅されていると思う。私も淡々と書いて頂ければ良いと思っているが、ただ幾つか私なりの評価を述べさせて頂く。まずITセクターの調整が一段と長期化するリスクについては、私は余り懸念していない。在庫率は上昇に歯止めが掛かっていないが、積極的な生産・在庫調整による在庫水準そのものの減少はそれなりに意味がある。半導体については底入れを思わせるニュースが米国や台湾から聞こえてくる。次に、テロ事件の影響は一過性に止まるとは考えていない。例えば、米国の財政支出拡大をもたらす長期金利上昇の懸念、安全性に対するコスト負担増、生産現場での在庫増などがある。さらにテロ資金対策として資本移動に対する調査・監視が強化されると、自由な資本移動がある程度抑えられる。これらの影響はテロ事件の影響であるが一時的なものでは済まないと考えている。第三に、米国の経済政策の効果が巧く出れば早く回復するというような上振れのリスクもあるが、私はそれは余り考えていない。米国は現在、過剰な投資、過剰な消費が見直される中で景気後退局面に入っている。こうした状況に対して、マクロ経済政策がどの程度の大きさになるかも不確実な状況であるが、減税が貯蓄

や債務返済に回ったり、90年代の日本のように金融緩和が投資積極化に結び付かない可能性もあるように思う。なお、世界の金融資本市場において不安定な状態が続く可能性について、世界同時不況の下で世界貿易の縮小、とりわけセーフガードの問題とかあるいはダンピング防止といった形をとって保護主義が台頭し、それに伴って国際貿易が一段と縮小するというリスクが考えられる。こうした指摘は書かれていないが如何か。

次にリスク要因としては明示的に書かれていないし、また書き難いことであると思うが、金融システム不安の帰趨は非常に重要である。すなわち、年度後半さらには来年度まで展望すると古典的なデフレ・スパイラルの引き金になる信用の収縮を回避することが最も重要な課題の一つである。この鍵を握るのは言うまでもなく金融システムの安定性と企業の円滑な資金繰りの確保である。今後も引き続き構造調整期の不良債権の新規発生が増加する可能性があり、これを通じて企業部門にストレスがかかることが考えられる。もっとも、金融システムについては資本の面では必要に応じて資本を注入する措置が採られており、また流動性リスクの面でも日銀が機動的に十分な資金を供給する枠組みを整えている。従って今のところシステムリスクそのものをコントロール可能ではないかと思っている。

最後に財政政策についてであるが、日本ではその年度の財政支出だけを見据えながら財政再建か景気対策かという二者択一的な議論が広くみられる。しかし財政再建とは、本来、将来の期待形成に働き掛ける政策課題である。極めて厳しい状況に直面、かつ金融政策の追加的な発動余地も限られる中で、財政再建目標の下、ビルトイン・スタビライザー機能まで抑えるような政策運営が行なわれることは避けて頂きたいと思う。この点も当面のリスク要因としては非常に重要であると考えている。以上である。

速水議長

次に田谷委員お願いする。

田谷委員

まず最近の金融経済情勢についてコメントする。その後で今後の見通しとリスク評価について、最後に政策運営について述べたい。テロ事件以降のアメリカ経済は、景気回復時期が後ずれし、回復ペースが緩やかになることは避けられないものの、来年以降についての過度な悲観論は後退してきているようである。第一に金融緩和の効果がある。短期金利の強烈な引下げによりイールドカーブがスティープ化している。第二に財政緩和策が相当規模で出てきそうである。今のところ例えば、個人貯蓄率が仮に2%近く上昇しても、それを相殺する程の規模になりそうである。第三に株価がテロ事件前の水準をほぼ回復している。この点は中原伸之委員もちょっと述べておられたが、株式市場に関連して少々気になるのは、市場参加者の間に下落はテロへの敗北といった意識が感じられることである。米国におけるプライベートPKOと言う人もいる位である。ただ、通信を中心としたITセクターの一部に底入れの兆しも窺われ、実態を伴った回復のように思う。第四に、市場機能が早期に回復した。例えば9月の社債発行額は、後半2週間でテロ直後の市場機能停止の影響を相殺し6、7、8月と同程度になったし、今月に入ってから順調のようである。こうした点以外にも原油価格の安定も指摘できるかもしれない。一方、米国ばかりでなくグローバルにも人、物、金の移動コストが高まり少なくとも短期的に生産性の伸び率が低下することは避けられないと思う。東アジア諸国については輸出の改善が依然としてみられず、生産、企業収益の落ち込みを通して内需にも影響が出てきている。相対的に好調な中国を除いた東アジアは、幾つかのグループに分けられる。株価の相対的パフォーマンスを比較すると、先週金曜日の時点で韓国と香港はテロ事件以前の水準に戻ったが、より厳しい調整を経験しつつある台湾、シンガポールはまだ戻っていない。一方、政治的な不安定性を抱えたASEAN諸国の場合は依然として10%~20%も下回っている。東アジア全体としては、日米経済の回復、IT需要の回復が展望できるようになるまで先行き改善は見通し難である。国内経済については、先日の支店長会議でほとんどの支店長が異口同音に触れ

ていたのは、IT関連財を中心とする在庫調整、生産調整の遅れ、生産の中国シフト、建設不況、それに金融機関貸出の二極化だったように思う。米国を中心とした海外経済の回復後ずれがはっきりし、在庫調整、生産調整が来年にずれ込むことがはっきりしてきた。生産の中国シフトの影響は、短期的にはともかく今後の企業活動には相当大きくなりそうである。企業部門の調整は雇用・賃金に影響し始めており、消費者態度指数の急落などに繋がっている。今後、実際の支出活動がどうなるのか注意が必要と思う。一方、建設セクターの調整は続くであろうし、最近のような景気情勢が続く限り、金融機関による貸出先の選別は厳しくならざるを得ないであろう。特に一部の中小零細企業の資金繰りが厳しくなる可能性がある。もっとも、このところ全体としての市場環境はそう悪いものではない。株価は堅調であるし、長期金利は低利で安定している。円相場も足許若干円安気味であるし、原油価格も安定している。債券市場は若干クレジット・リスクに敏感になり、異なる格付の社債間スプレッドが拡大したが、その後落ち着いてきている。

以下、展望レポートについて述べるが、基本的にはドラフトの段階でかなりコメントしているし、出来上がりの展望レポートそのものは基本的に私は支持したいと思う。まず、成長率見通しについて、4月時点では私は比較的悲観的であったが、今回は相対的に楽観的である。米国経済について来年前半からのやや強めの回復を想定していることに関係しているかもしれない。一方、物価は遅行指数でもあり来年度についても他の委員方と同様な見方をしている。リスクの中では三番目の不良債権処理の行方を最も注目している。処理の行方によっては実体経済、金融市場に計り知れないインパクトが出る可能性がある。また、この問題の行方は来春のペイオフ解禁と深く関係している。これまでのところペイオフ解禁に関連した大きな動きは出ていない様であるが、処理の行方によっては金融市場の不安定性を引き起こさないとも限らない。第二のリスクについては、ニューヨーク証券取引所の株価、米ドルの行方に注目している。ニューヨーク証券取引所の株価は伝統的尺度では依然として高いことは事実である。米ド

ルは米国経済の相対的な強さが持続する限りまだ暫く高いままで推移する蓋然性が高いと思っている。テロ事件以降、一部の途上国債券の流通利回りが高まった。こうした国際資本のリスク回避指向の強まりも足許幾分柔らかい様であるし、現在焦点になっている諸国の問題であればマネジャブルであるように思う。

最後に金融政策運営についてコメントしたい。金融経済情勢は前回会合時と大きな変化はなく、今回もこれまでのディレクティブを維持せざるを得ないと思う。前回会合以降の当預残高の推移は、ほぼ前回会合で個人的に想定した通りになった。今後とも外銀を中心とした超過準備の保有状況を含め、会合間においても当座預金残高の推移とその背景を執行部から説明して頂くことを前提に現状維持としたいと思う。以上である。

速水議長

次に植田委員お願いする。

植田委員

経済情勢に関しては委員方の大体平均の意見とほぼ同じなので省略して二つだけ述べたいと思う。一つは金融調節について、もう一つは-1%位のインフレ率、つまりデフレについてである。金融調節について、特に新しいコメントはないが、何人かの委員が述べられたように外銀、さらに一部の地銀等でも運用意欲が急激に低下している。その下でリザーブに対する需要が読み切れないという状況にある。他方、短期金融市場の外をみると、複数の委員が述べられたように長期金利、株、あるいは外債投資等に若干動きがあり、これが染み出し効果のようなものではないかというコメントもあった。私はリザーブに対する需要、外銀あるいは地銀等の動きからみて、これを染み出し効果というふうに狭い意味でみるのはどうかなと思う。むしろ、例えば外債投資であれば米国のイールドカーブの現状、あるいは将来の動きに対するスペキュレーションかと思うし、金融政策との関連で言えば、国内の短期金利が1~2bpからさらにその十分の1位に

下がったということに対する反応と考えた方が素直ではないかと思う。さらにこの超低金利、ないしはゼロ金利に対する反応が今後もう少し出てくる可能性もあると思う。これを染み出し効果というのかもしれないが、頑固なようであるが私は、低金利に対する反応とみたいと思う。そのうえで金融調節については、山口副総裁が述べられたように我々としてはある程度の範囲内に短期金利を抑えるという目標をインプリシットに持ちつつ、潤沢な流動性の供給を行なうということで宜しいかと思う。ただ、その中で流動性の供給にも範囲があるが、短期金利の水準を達成するミニマムに絞る必要も必ずしもないと思う。理論的には、そのミニマムとミニマムから現状、実際に供給した差の影響に対して、色々な投資に対する需要の変動を分解できれば、量的な染み出し効果があるかどうかというところは検証できる訳であるが、現実問題としては難しいと思う。ということで、調節は6兆円以上というのを取り敢えず継続でよいと思う。

二番目に悩ましい問題として、今日出てきた大勢見通し等をみると、特にCPIで言えば今年度も来年度も大まかに-1%辺りでいくという予想を皆さんが立てられている。これをどうみるかである。-1%というインフレ率はある意味では低い訳であるが、大したことはないとも言えるかと思う。我々にそういう合意は全くないが、仮に中長期の望ましいインフレ率がゼロであるとすれば、-1%のインフレ率というのはプラス1と同じだけずれているだけであり、それ自体は大した問題ではないという言い方もできなくはないと思う。勿論、望ましい目標インフレ率が+2%位であれば、かなり下にずれ始めているなという感触はあると思う。ただ、より難しい重要なポイントはこのデフレが加速したり、あるいはデフレを起点としたマイナスの動きが経済に起こってくるかどうかということかと思う。取り敢えず我々の見方としてはデフレ・スパイラルのような状態にはならないということが見通しに示されていると思う。これには色々な理由があるが、単純に言えばフィリップス・カーブが非常にフラットなところにきているということであるし、一つの理由としては総需要が下がっていく中で設備投資も下がり、設備投資が低迷して例えば減価償却と同じ位に

なるということであれば、取り敢えず当面の供給サイドの短期的な伸びも落ち込んでいくというようなある種の縮小均衡に経済が陥っていくという中で、物価の下落傾向もそれ程目立ってこないというところへきている可能性もあり、必ずしも余り好ましい状態ではない。それから、逆の方の可能性として、我々は1~2年前にもっと物価が下がると思ったのに下がらなかったという経験をした。その時の一つの理由として、賃金あるいは実質賃金の中長期的なある種の均衡水準から上振れしていて、その調整をする中で賃金は下がるけれども物価は余り下がらないというような解釈が可能だったという議論があった。足許、調査統計局の試算とかをみると、その賃金が過大となる境目としての均衡水準みたいなものが当時とは半分ないし半分以下位に下がっていて、このファクターが今後どうなるかなというのを注意してみたいと思う。それから足許は、物価がマイナスの上昇率になったというだけではなく、名目金利がほぼゼロ近辺にきているという問題がある。中長期の金利についてもまだ低下余地は若干あるかもしれないが、限られたものになりつつある。そうすると、ここからのインフレ率の低下は予想されたインフレ率の低下であっても実質金利の上昇を引き起こすという問題がある。通常であれば予想されたインフレ率の低下は名目金利の低下に繋がるので、実質金利は余り動かないが、ゼロ金利近辺でそうではなくなっているということである。従って、デフレーションが所得や資産のトランスファーを予想されたデフレーションでも引き起こし、債務者から債権者へというストック資産の移転が起こるということである。より具体的には、例えば借入を沢山している企業の経営状態が悪化し、これがさらに銀行の経営の悪化に繋がるという不良債権問題を通じたルートが懸念される。あと、政府についても実質債務負担の増大というのは非常に大きな問題である。もう一つ資産の運用サイドからみると、マネーのリターンは名目ゼロ、実質デフレ率であるのでマネーと債券というのが資産選択であれば影響はないが、マネーと土地のような実物資産、あるいは実物資産をベースにした金融資産である株のような資産との相対的な資産選択を考えると、デフレーションは一般に実物資産的なものから

マネーへの資産選択の変更という動きを伴うし、ゼロ金利近辺で長期金利についても岩盤にあたってくると実物資産的なものから債券へというような資産選択の変化が起こる可能性もある。これは量的にどういう影響をもたらすかということは難しそうであるが、少なくとも実物資産の価格に対してそこそのマイナスの影響をもたらすという意味で、やはり経済に対するデフレ圧力になるのだと思う。今申し上げたことに尽きていないと思うが、今後もう少しデフレそのもの、あるいはその影響がどうなっていくかについて考え続けて、いわゆるデフレ・スパイラルに入っていないかどうかということ注視したいと思う。なお、これは展望レポートを書き換えて欲しいという意味でのコメントではなく、レポートそのものについては賛成である。以上である。

速水議長

それでは、今日、8人の委員の方々から意見を伺ったが、追加的な意見、議論があれば自由にお願ひする。

須田委員

私は、染み出し効果という場合に、植田委員の言ったように金利の効果だと思っている。しかし、人によっては、量からくる効果と金利からくる効果を区別せずに考えているケースもあるように思う。皆さんどういう使い方をしているのか。一緒なのか。

植田委員

理論的には別だと思う。

須田委員

使い方として、どういうふうに使っているのか。

植田委員

これは分けた方が混乱はしないと思う。

山口副総裁

やはり別のものと期待しながら量的緩和論というのは行なわれているのだろう。

田谷委員

であるが、実際に分けることが難しいと思う。例えば先週金曜日の段階で7,300億円の真水部分があると説明があったが、この部分で例えばオーバーナイト金利を0.02%平均に維持する、これがミニマムかと言われると、そこのところはよく分からない訳で、そこははっきりと分けられない部分があるのではないだろうか。であるが、皆さんの話を伺っていると中原眞委員の説明も基本的にはその短期金利がそこまで下がってしまったということであった。であるから、今私も申し上げたようにちょっと割り算をしていくと割り切れない部分も一部あると思う。

中原眞委員

個別の銀行の立場からみると、「もう無利息、ゼロなのだから当座預金に一括置いたって構わない」というようには、バランスシートを管理している人達は考えない。「これはもうどうにかしなければしょうがないな」というように考えるだろう。量の効果は、私は全くないとは思わない。やはり、溢れ続けさせるということは、それなりのプレッシャーを与えていくのではないかと思っている。

中原伸之委員

先程言い損なったので少し捕捉しておく、アメリカの株が依然としてバリュエーションが高すぎるということの一つの例として、例えばダウの30種を採って、過去の102年間の配当利回りを採ると4.34%になる。従っ

て、現在が2%ちょっとであるから配当利回りからいくと倍以上高いということになる。それからもう一つ、アメリカの不動産で何が起きているかという、ニューヨークではWTCが崩壊したことにより2,000万スクエアフィートのオフィススペースが無くなった。しかしながら驚くべきことに、一方ではニューヨーク市の空室率は過去4年間で最高の7.6%に上昇しているということであるから、非常に色々な問題を孕んでいる。それから国内の不動産の商取引市場をみると非常に流動性が低い状態になっている。価格は一応安定していると言っているが、それでは売れているのかというときっぱり売れていない。恐らくこれからのアメリカのデフレで最も被害を被るのは不動産だろうと思っている。それから三番目には、アメリカでやはりインターネットだとかテレ・コンファレンスというのはだんだん出てくるが、これは最終的にはやはり、ある意味での経済にダウワード・スパイラルを与える。それで特にプライスとかコスト・カッティングの競争になるので、これからのアメリカにとっては恐らく必ずしもプラスに働かないと思っている。以上である。

速水議長

ほかにはないようなら、私の見解を少し述べさせて頂きたい。前回会合以降、新しく公表された指標はそれ程多くなくて、調整が厳しさを増しており、先行き不透明感も強まっているという前回の判断を変更する必要はないと思う。金融市場をみると、株価の方は最近では総じて持ち直しの動きを示している。一方で、短期金融市場における流動性需要はなお、不安定な状況が続いている。こうした状況を踏まえると、当面の金融政策運営については、現在の柔軟な調節方針を維持して潤沢な流動性の供給を機動的に行なっていくことが適当である。ただ、短期金融市場の市場機能が長期にわたる超低金利が続いているために、市場機能が縮小とか、固定化しないように市場動向をよくウォッチしながら、広く長い視野から先行きの政策や対応具体策というものを今から考えておく必要があると思う。

次に、この後の展望レポートの決定を踏まえてやや長い目でみた経済の

展望やリスクについて述べる。今回先行きを展望するうえでは、これから本格的な取り組みが始まる構造改革の帰趨に加えて、米国テロ事件やその後の政治、軍事情勢がどう展開していくか、それがどういう影響を与えるかといったような様々な不確実性が従来以上に大きい点には十分留意する必要があると思う。こうした不確実性を念頭においたうえで先行きの経済を展望すると、今年度下期の日本経済は輸出の落ち込みを起点とした生産の減少の影響が徐々に内需面に拡がって、厳しい調整過程を辿ることは避けられないように思う。来年度については、海外経済が来年度の上期に回復していくなれば日本の輸出も回復に転じて景気も下げ止まりに向うと考えられる。しかしながら、海外経済の回復テンポは緩やかなものに止まるとみられるし、日本経済には様々な構造調整圧力も残っていると思う。従って、景気の明確な回復には、なお時間を要する可能性が高いように思う。この結果、来年度の成長率もかなり低めとなって、需給ギャップも拡大を続ける可能性が大きいと見込まれる。輸入品の流入といった物価低下圧力も続くことを考えると、全体として、物価がプラスの領域に入るとは今の段階では想定し難いように思う。以上のように、現段階で想定し得る来年度に向けての経済の姿というものはかなり厳しいものとならざるを得ないと思う。一方で、世界経済が早期に回復を始めるとか、構造改革の成果を早期に引っ張り出すことができれば、こうした展望も好ましい方向に変わっていく可能性があるし、そのチャンスは決して小さくないと思っている。展望レポートの原案は、そうした可能性も含めて、様々な論点をカバーしていると思う。ただ、それではこうした見通しを示した場合、日本銀行としてはどのような政策対応を採るのかということが、世の中からは、問われてくることになると思う。勿論、我々としても物価の継続的な下落を防止し、経済を持続的な成長軌道に復帰させるために、引き続き中央銀行として成し得る最大限の貢献を行っていく必要があると思う。しかし、このような厳しい経済の姿の背後に需要不足とか経済構造調整の圧力の残存といった根本的な問題があることを踏まえると、金融緩和だけで問題を解決することは難しいと言わざるを得ない。日本経済が現在の苦

境を脱していくためには、不良債権処理によって金融システムの機能を回復させると共に規制緩和や財政支出の内容の見直しによって民間需要を引き出していくことが不可欠だと思う。これらの点で、政府が主導的な役割を果たしていかれることを期待したい。このような取り組みを通じて、ひとたび、経済に前向きな動きが起こってくるならば、そうした動きは、思い切った金融緩和によって、強力に後押しされることになると思う。我々としては、今回、これだけ厳しい内容のレポートを公表するのであるから、中央銀行としての適切な政策努力を継続していくと共に、日本経済再建のための建設的な議論をリードできるように従来以上に努力していく必要があると思う。350年に近い中央銀行の歴史の中で、今私どもがやっていることは全く前例のない政策である。一方、日本経済の実態そのものは極めて難しい状態ではあるが、長い内外の経済の歴史の中で新しい事態が色々な形であることは確かであるが、そんなに緊急などうしようもない事態とは思わない。当面の政策を考える場合に長い、広い視野で金融市場の金融政策の正常化ということを目指していきたい。物価というのは、世の中にある財とサービス、それと流動性の交換比率であるから流動性を増やし続ければ、流動性過多になりいずれインフレになることは間違いないことであろう。これは歴史が示すところである。また、いつこのような事態になるかということは、これが分からないだけに難しい訳であるが、中央銀行は時勢に流されないで、そういった問題をしっかり常に考えながら責任を負っていきたいと思っている。物価の安定を通じて、安定的な成長を続けるということを目指して先々のことを考えていきたいと思っている。以上である。

これらの討議を踏まえて、さらに意見や議論があればお願いする。

藤原副総裁

先程中原伸之委員が外債の購入について提案される旨言及されたが、その際、そのフィージビリティについて執行部の意見を求められたということだ。もし可能なら情報をシェアするという意味でどういう考え方である

か聞きたいと思う。

速水議長

では増淵理事、簡単をお願いします。

増淵理事

外債購入の可能性について、そういうことが可能であるとすればその手続きはどのようなものになるか検討しろということを、中原伸之委員から前回決定会合の席で話があった。今の状態はそれについてどういう法的その他の問題があるかを、検討を続けている段階である。どういう検討項目があるかについては、企画室のスタッフから中原伸之委員に途中経過というか中間的な報告を差し上げたと思うが、それは私の理解では、どういう点を検討しなければならないかについての整理であり、こういう手続きならば可能であるという纏まった結論を得たものとして報告したものではない。従って、今中原伸之委員からも話があったとおり、私から報告したということでもない。私から今の時点で申し上げられることは以上である。

中原伸之委員

私はそういう報告を聞いたうえでフィージブルだという判断をしたので、それ以上については、提案をするから同時に法的に詰めて頂きたい。

山口副総裁

フィージブルだと判断されたのか。

中原伸之委員

然り。

速水議長

ほかに意見がなければ、ここ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。藤井総括審議官何かあればどうぞ。

藤井財務省大臣官房総括審議官

それでは一言申し上げたいと思う。金融政策の適切な運営ということで、日銀におかれては前回の決定会合以降も概ね 8 兆円を上回る潤沢な資金供給を行なっている。当座預金残高を増やすことについては、市場に安心感を与えるという心理的な経済下支え効果があると考えられる。従って、今後とも経済・市場動向を十分注視しつつ、これまでの方針を踏まえ、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考えている。

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の下落は企業活動や消費等様々な面で悪影響を与えており、日本銀行におかれては物価下落を阻止するための政策論議を深めて頂きたいと考えている。

先般、政府が取り纏めた「改革先行プログラム」においても、経済・物価動向の先行きや政府における本格的な構造改革への取り組みを踏まえ、デフレ阻止に向けて適切かつ機動的な金融政策運営が行なわれるよう期待する旨、盛り込まれたところである。

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。政策委員各位におかれては審議に当たり、以上申し上げた私共政府の考え方等について理解を頂くようお願い申し上げます。以上である。

速水議長

ありがとうございました。それでは小林政策統括官どうぞ。

小林内閣府政策統括官

基本的には今、藤井総括審議官から述べられたのと同じであるが、改革先行プログラムについては10月26日の経済対策閣僚会議で決定されている。決定の前に総裁も出席されている経済財政諮問会議でも何度か議論されたものであるが、中身としては、構造改革の加速、前倒しのための規制改革等の制度改革を盛り込み、さらに金融再生法の改正や補正予算により手当てされる個別施策などを付け加えたものとなっている。政府としては本プログラムに従って構造改革を加速すると共に、構造改革全体の道筋を示す改革工程表に沿って着実に構造改革を進めることとしている。これによって初めて民需主導の自律的な経済成長の展望が可能になるものと考えている。また本プログラムでは、先程財務省からも指摘のあった日本銀行に対する期待が盛り込まれている。政府としては日本銀行と密接に連携を図りつつ、できるだけ速やかにデフレを阻止する必要があると考えており、日本銀行におかれてもデフレ阻止に向けて断固たる対応を行なって頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。

山口副総裁

今の藤井総括審議官と小林政策統括官の発言についてであるが、物価の下落をどうやって阻止すべきか、日銀においても検討を深めて頂きたい、という発言、要望をかねてから頂いている。お聞き及びのとおりの席では相当その議論をやっており、現時点での多数意見というのは、ご案内のとおりの金融政策だけでもって現在の物価下落に歯止めをかけるのはなかなか困難であり、金融政策はもう最大限のことをやっているの、願わくば政府サイドにおいても、恐らく我々と意識というか目的は共有しておられるのだから、同じ目的に向けて措置を採って頂けると有り難いというのが、ここでの大まかな理解になっていると思う。それを是非理解して

頂きたいのと、今お二方からも当面、工程表に従って構造改革に力を入れていくと述べられたが、政府においても構造改革が短期的には経済の調整圧力をさらに増す可能性というのを認めておられるように、デフレ圧力がさらに調整過程の中から強まっていくことが想定されると思う。そういう時に勿論、日銀は日銀でできることに全力を尽くしたいと我々は思っている訳であるが、どうも政府サイドから必要な手がなかなか差し伸べられてこないなど私個人としては思っており、ここをどういうふうに議論を深めたらいいのかという問題があると思う。こういう問題があるということを政府からの二人に理解して頂きたいと思うが、こういうことを政府に申し上げることと、公平を期す意味で議長にもお願いしたいことが一つある。先程、総裁の発言の最後のところで、流動性をどんどん供給していけばいずれは物価に変化が出てくる。しかし、いつということがよく分からないということ言われた。私も理屈はそのとおりだと思うし、言われている気持ちはよく分かる積もりである。ただ、今度の展望レポートに向けての数字をみても、やはり短期的にはデフレ的な傾向は続くし、それをどうやってデフレ・スパイラルにならないように経済を運営したらいいのかというのが、当面の我々にとっての政策課題になっている訳であるから、やはり流動性を供給し続けていくといつかはインフレになってしまうという懸念は懸念として、公の場での発言は、こういうこととの整合性をとる関係で遠慮された方がいいのかなと思う。また、発言を単純に解釈されてしまうと、では流動性をもっと供給すれば物価は上がり出すではないかと、量的緩和が足りないからだというふうにとられるリスクもあると思う。そういうことをお願いとして申し上げたい。

植田委員

私も山口副総裁と同じ意見、感想を持っており、ちょっと総裁と立場が違うかもしれないが、流動性をどんどん出していけば物価がどこかで上がり始めるというのであれば、上がり始めた後のリスクはあるが、インフレを容認するのではなく、ある程度まで物価を戻すというところまでなら、

そのリスクはとってもいい位の状況にあるかなと思う。ただ、リスクがあるからやらないという判断をしているのではなくて、単に流動性を出すだけではそういうことにはならないからやらない、やらないというか、最大限のできることをしているんだというのが、私個人のここでの立場である。

速水議長

だから、物やサービスの量と財とサービスというのはもっと増えていかないと駄目だと思う。それはやはり金融だけでは無理だと思う。それを早く打ち出してもらわないと、金を幾ら出してもこれは下手をするとそれがきっかけで、インフレになる。インフレ経験というのは、僕らも随分戦中・戦後にしたが、怖いもので、1%なんかで止まるものではない。そういうことを、私も外でそんな大きな声で言うことは、勿論、控えたいと思うが、政策担当者、中央銀行の責任者としては、そのことをいつでも頭の中に入れておかないといけない。

中原伸之委員

だけでも速水総裁は議会でもそういうことを言っておられるし、言われても差し支えないのではないか。私はちっともおかしいと思わないし、いつかは上がるというのは、世界の経済学界の常識だと思う。

植田委員

常識ではないと思う。

速水議長

いつかは分からないと言っているが。

中原伸之委員

私はそう思う。

速水議長

僕らの習った経済学はそういうものだったし、経験もそうだった。

植田委員

それは違うと思う。マネーをヘリコプターから撒くような出し方をすれば、必ずいつかはインフレになるだろうが、TBと交換しているという出し方ではそう簡単にならないと思う。

速水議長

当座預金のターゲットというのも初めての経験で、どうやってこれを調整していくかというのは、色々な難しい副作用が出始めているのは確かだと思う。そういうものをどうやって手を打っていくかということをよく考えたいと思う。

中原伸之委員

だけどそれは植田委員が言われるようにマネーを短期の代替資産と変えるのであればそうであろうが、今みたいに長期国債を買っていけばやはりそうなるのではないか。

植田委員

であるから代替性の低いものを買っていくと、話は別である。

中原伸之委員

代替性の高いものを段々買っていけばである。

植田委員

代替性の高いものを買うだけでは駄目なんだと思う。

中原伸之委員

今は両方、段々やっている訳である。いずれにしてもマネーの量を増やせばいずれそうなるということは、私の理解する限りでは、今の経済学者、少なくともアメリカの経済学者の恐らくマジョリティは賛成してくれると思う。

植田委員

僕は賛成しないと思う。

須田委員

今の現状がどうかという話もあるが、ただ、私も総裁の発言でちょっと気になるのは、私はそれでもいいと思うが、「マネーをどんどん増やすと、いつかインフレになる」と言うと、緩和が嫌だよと言っているように受け取られてしまう。是非そこは控えて頂きたいなと思っている。

速水議長

私は余り時勢に流されないでよく考えようということを申し上げたいのである。

須田委員

ただ、それがちゃんと発言のとおりにもマスコミがとってくれないというところがあると私は思う。

中原眞委員

やはり実体経済に金が回るようなことを是非考えていかなければいけないが、金融政策で本当にその手はないと思う。マネー、流動性をどんどん出せばと言っても、先程三木委員も言われたとおり、銀行組織の中を空回りしているというのが実情である。そこに僅かながら染み出し効果があるのかなというのは、ここのところちょっと感じるが、いずれにしても実

体経済に金が出ていくにはやはり資金需要が出なければいけない。それから銀行が仲介機能を回復しなければいけない。そのためにはやはり構造改革、あるいは不良債権処理、あるいは規制緩和、規制緩和の分野では需要拡大という意味ではまだまだやれる部分はあるんだろうと思うが、そういうものが一向にみえてこないというのは山口副総裁が言われるとおりの実感を私も持っている。

三木委員

速水総裁、今の山口副総裁の話にあるように、実体経済を担っている経済界のメンバーからみた時に、実体経済にどうやってお金が回っていくのか、今はいかないのが問題なので、どうやって回しましょうかということが問題である。それから、企業と家計という立場でみた時に言われたように、合わせ技でなければ、金融だけでは絶対いかないし、構造改革、雇用対策も必要だということを何回もここで申し上げている。そういう中で、金融としては、やはり物価の安定については、日銀法にきちっと書いてある訳だから、物価の安定について本行が大きな責任を負ってやっていかなければならない。これはもう当然のことなので、デフレ、物価の下落を止めなければならぬということに対しては、日銀は断固として戦いますよと、やりますよという意思をきちっと出して頂かなければならない。今までの総裁発言の中でも何回か出して頂いているし、文書でも書いて頂いているが、今の山口副総裁の話にあったように、財・サービスと流動性の交換なんだから、どんどん量を出せばいずれインフレになってしまうではないか、繋がっていくんだという表現をされるとやはり間違っただけで受け取られるというか誤解されるという点はある。デフレには断固として戦うぞと言って、やっと今収まっている時に、どんどん出せばインフレになるということは、裏返すと、だからこれ以上はやらないよというふうに受け取られてしまう。そこのところが何となく衣の下から鎧がちらちらかなと受け取られる可能性がある。

速水議長

それはそうである。中央銀行というのはそういうものだと思う。

三木委員

そうであるが、やはり今の場合は、断固として物価下落を止める、というところまでで止めておいて頂いた方がいいのではないかと思う。

速水議長

言われるように金融仲介機能というのがどうやったら出てくるのか、これは私共もちょっと今は手がないという感じである。どうすればいいのか、その辺はもう少し知恵を出して頂きたいと思うし、それからもう一つは、直接金融、間接金融でよく議論になる非銀行部門の資金配分機能というのがもっと動き出したら、これはかなり変わってくると思う。直接金融にもう少し金が動き始めるようなことになればと思うが、それにはやはり税制とか規制とか長い慣習とか、あるいは家計への安心感を与えるとか、そういったことが大事になってくるのだと思う。その二つのことをやはり今やらないと、我々の出した資金が物・サービスを持ち上げるようなあるいはそれを支えるような働きをしない。そのことも合わせて考えないと、今のこの外銀の問題にしてもそうだし、日銀の窓口から幾ら資金を出してもそれがプラスにならないということは、今回でなくても大きな課題の一つではないかと思う。

田谷委員

そういう不良債権処理とか産業再生というのは、金融緩和が効く条件であるというのは多分ほとんどの人が支持すると思う。ただ、当面のところはマーケットを経由した何らかの染み出し効果に期待するという一方で、3月以降こういった政策の枠組みを続けてきている訳である。であるから、今日、金融の実態をずっと経験されてきた中原真委員は染み出し効果について色々述べられたし、山口副総裁も結局のところ、この枠組みの下では

そういったことをもう少し見極めていく必要があると述べられて、私もそう思う。先程の量か金利かという議論にちょっと戻ると、当預残の目標を6兆円にするということの際に、未達問題に対応するというところで、結局、金利の刻みを1,000分の1にしたということもあって、現在は金利効果か量的染み出し効果という区別が難しいが、現在のマネーマーケットで起こっていることはかなりそれで説明できる場所もあると思う。これを例えば量的緩和の効果といえは効果だし、いやそれは金利だと言えは金利だろうが、こういうことが起こる前に予想したことでもないし、結局、マーケット経由で何らかの効果がないかということは今はまだ目を凝らしてみているので、100%、120%ないなということは私はまだ言い難いなと思う。何故かと言うとマーケットのリアクションというのは結構時間がかかるものだと思うのである。であるから、そこに一縷の望みは私は全く捨ててしまっている訳ではない。

植田委員

そこは私もさっき申し上げたと思う。

中原伸之委員

しかし、実際は3月には5兆円になっただけであるから、それは前期に戻っただけであろう。

田谷委員

いや、金利を1,000分の1にしたというのはその後である。

中原伸之委員

その後である。実際になったのはその後からであるから、染み出し効果が出るとしても、観察できる時間はまだ非常に時間が限られている。しかし、先程述べたように、例えば外人投資家にはかなり敏感に影響しているとか、色々なことがあると思う。長国のレンジが1.6から1.4だったのが、

1.5から1.2に下がったとかいった現象がみられるが、それは他の要因もあろうが量的な緩和も効いているのではないかというふうに思っている。まだしかし、やはりちょっと観察する期間が短いかなという気はしている。

山口副総裁

先程中原真委員が、バランスシートにただ金が積み上がるというようなことは、その個別金融機関、あるいは個別企業の立場で考えると、これはそのまま放置するという選択はなかなかないのではないかと問われたが、それは私もそうだと思う。ただ、これまではこういうことを起こそうとしても、金融機関が応じてこないで、札割れのような現象が出てくることがあって、無理矢理過剰準備を都銀の手元に少し蓄積させようと思っても、そういうこと自体が余りフィージブルでなかったと思う。今起きている例えば、外銀が当預を3兆円というオーダーで積んでいるのは、外銀の個別的なそろばん勘定をはじめ、利にあっているからそうしている。それでは、外銀ではなくて日本の大手銀行がそういうことをやり出すのかどうか、本当にそういうことが起きてくると、染み出し効果というものは、もう少し有意な大きさに起きてくると思う。そこは私自身はちょっと期待薄ではないかと思うが、しかし十分テストされていない部分であるから、もう少し今のやり方を続けてはどうかという取り敢えずの結論になる訳である。

中原真委員

恐らく都市銀行、あるいは地方銀行の一部でも、本当に逆鞘、ネガティブなインタレストで円転ができるような事態になり、当座預金に置くだけで裁定がある程度できるのであればやり出す可能性はあると思う。ただ、それはおかしいというのか、それはそれで市場原理なのだから当然のこととして、それでは、例えば5兆円の時はそのような状況ではなかったが、今は3兆円根雪部分が出たので、8兆円がそのベースだと考える。当座預金に何がしかのオーバー・ステイする部分を乗せて量的な調節をやるという

こと、3兆円の根雪部分なのだから、それを所与のものとして考えざるを得ないのではないかと私は思っている。ただ、それが安定的かどうかとなると必ずしもまだそこまで読み切れないので、従って、6兆円以上という中で当面いくのかなとは思っている。ただ、3月はまだ審議委員にはなっていないが、私の理解としては、3月の政策決定というのは、量的なものをターゲットとするレジームを採った訳であるから、そのうえで何がしかの効果がどの段階でどう出てくるのかを見極めるにはまだ早いのかなと思う。6兆円という増額をやり、それから今回はテロの事件後非常に不安定だということで、臨時的に8兆円、場合によっては10兆円以上もあった訳であるが、もう一つ次の段階で、これを落ち着かせる場所はどこかということをよく検証していく必要がある。その時には、やはり、量的な目標というのは、3月の延長線上にある。また、その軸がぶれないということはマーケットに対する信認を与えるのではないかなという感じは持っている。

速水議長

議論は非常に沸騰していると思うが、本日のところは、この辺りで議案を取り纏める必要があるので、先に進ませて頂く。先程の各委員による検討によると、当面の金融市場調節方針について現状維持で今回は行こうという意見が大勢であったように思う。そこで私の方からはその旨の議案を提出したいと思う。ほかに中原伸之委員から提案があると思うが、中原伸之委員のほかにどなたかおられるか。ないか。では事務局の方で議案を整理して読んで欲しい。

雨宮企画室参事役

それでは議案を読み上げて宜しいか。

速水議長

お願いします。

雨宮企画室参事役

中原伸之委員案が二つ、その後、議長案である。まず、中原伸之委員案の一本目である。「金融市場調節方式の変更に関する件。案件。2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」(別添)の2.について、下記のとおり変更すること。対外公表文は別途決定する。記。2001年1~3月期平均の消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)のレベル(99.1)を基準として2003年1~3月期平均の同指数について、その基準レベル(99.1)を維持ないしはそれ以上に引き上げることを目的として、1.の金融市場調節方式による金融市場調節を行うこと。以上。」である。別添は3月19日の決定文であるが案件の方でリファーされている2.だけ読み上げる。案件のうち「2. 上記1.の金融市場調節方式を、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続すること。」この部分を書き換えるという提案である。

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。別添は同じく3月19日の決定文であるが、提案の方でリファーされている3.だけ読み上げる。「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。

次いで議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。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。別添対外公表文である。「平成13年10月29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

それでは、私の提案はこれで宜しいか、このやり方で。それでは、中原伸之委員から提案の理由があればお願いします。

中原伸之委員

二つに共通する部分とそうでない部分があるので、まず共通する部分から申し上げると、米国のテロ事件の結果、アフガンで武力行使が行なわれている訳である。その戦争が長期化する懸念を私は非常に強く持っている。そして日本経済のみならず外国経済へのさらなる悪影響がじわじわと拡がるという懸念が非常に強い。そうした中で、特に日本経済については、外需頼みの回復は完全に潰えている。同時に名目GDPの成長率がこのところ年々連続低下しているので、いずれ所得形成を通じて消費、さらに物価の下落に繋がることは目にみえている。同時に本邦の金融機関の不良債権問題もなかなか出口がみえないが、もしこれから行なわれる特別検査がそれなりの厳格さをもって行なわれる場合には、来年の3月にかけて金融情勢を中心にして金融経済が非常に不安定化する恐れがある。そういった局面で構造改革についても必ずしも対応がスムーズに進むとは限らない。その結果、日本は景気がさらに後退しデフレ・ギャップが一段と拡大する

状況にきていると考える。

そこで第一の提案は、プライス・レベル・ターゲティングであるが、本提案は三つの意味を持っており、第一は現状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思、あるいは姿勢を明確にする。第二は、現在は不明確になっている達成時期を明示することによって、日銀の政策対応について対外的にはっきりと評価可能な形にすることが必要だと思う。それから、第三は、現在、何々するまで、0%以上を達成するまでという一つの条件であるが、この書き方をさらに明確化して目標として透明化するということである。以上の三つである。

速水議長

今の説明について何か質問があればどうぞ。

山口副総裁

前は、CPIの変化率で、今度は変化率に変えて99年1月のレベルに変えられた訳だが、その理由は何か。

中原伸之委員

通常言われているプライス・インフレーション・ターゲティングをやると、例えばその間で一回落ちてもそれは year to year であるから、比較する前年の水準が下がっている場合でもそこから2%上がって達成できたということはある。このように、要するに一回下降してから上がってくるということがあり得るが、そういった問題を回避するためには、例えばその平均の物価上昇率の例えば2%と書けばいいのだが、平均ということを書くのが一つ意味がはっきりしなくなるということがあるし、現在のプライス・レベルを維持するという方がより明確になるということで変更した。であるから、インフレ・ターゲティングでも平均のということを入れれば同じことである。

速水議長

ほかに質問はないか。

植田委員

先程言われていた外債の話はどうなっているのか。

中原伸之委員

後で説明する。

速水議長

ほかに質問はないか。それでは採決に入りたいと思う。政府からの出席者は少し席を外して欲しい。

[政府からの出席者退室]

それでは金融市場調節方針に関する議案を順番に採決する。まず、中原伸之委員の提出された金融市場調節方式の変更に関する議案について採決する。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得た後にその結果を報告願う。

[中原伸之委員の「金融市場調節方式の変更に関する件」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

中原伸之委員提出議案「金融調節市場調節方式の変更に関する件」の採決結果を報告する。賛成1、反対8。反対多数である。

速水議長

ただ今の議案は否決された。中原伸之委員から次の議案の提案理由をお願いします。

中原伸之委員

現在のディレクティブは6兆円以上という、私に言わせると曖昧な形だが、事実上は8兆円である。それをさらに2兆円増やして10兆円という形にして、ディレクティブを変更すると共に中央銀行の姿勢を対外的に明確にすることを提案する。現在、円転コストがマイナスになっていることもあって、外銀等が大幅な超過準備を抱えているので、8兆円程度の当座預金というのは市場の需要をアコモデートしているに過ぎない。日銀としてはもう一步踏み込んで、さらなる量的緩和を行なうために当座預金の引き上げを図るべきである。

その際に、国債の買切オペを月三回6千億円から月四回8千億円へ引き上げると共に、金融市場調節のための補助的な手段として外債を購入することを提案する。ただ、この提案については、先程も申し上げたように実施面でまだ若干詰めるところが残っており、例えば外債の売買の要領を決めなければいけない等々あるので、それがフィージブルであるという前提

で申し上げている。ただ、手続的には、実際にはそのような外債の売買の方式等についてマニュアルを作ってそれを政策委員会で議決する必要があると承知している。それを踏まえたうえで、資金供給力の強化とベースマネーを供給する手段の多様化のために外債を使うべきであると思う。当初段階として、月2千億円、年間2.4兆円、そして国債と外債と合わせて月間1兆円、年間12兆円を買い切れば、ベースマネーは、銀行券の6~7%の年率の伸びを勘案すれば、大体15%位までいくのではないかと考えていて、これにより2年間ずっと提唱してきた伸び率にほぼ近くなると思う。法律的には通貨、金融調整のために行なう、あるいはベースマネーを増やすというものである限り、介入ではなく33条に掲げてある「通常業務と認められる」と解釈されると私は考えている。介入と混同、あるいは誤解されないために、月々一定金額を買うということと、さらに為替相場が乱高下していると判断されるような場合、あるいは乱高下するような兆しがある場合には、そういったオペは控えるということにすればよいと思っている。いずれにしても、この外債の購入ということが、日銀にとって資金供給力の強化と供給手段の多様化になると思うので、この議案を実現するための手段の一つとして提唱する。外債買いそのものを提案することは、今の段階では色々詰めるべき点があるので致さず、でき次第実現するという意味で提案したいと思う。

速水議長

質問はあるか。今の説明、外債に関する説明は提案者の補足説明ということで説明されたのか。

山口副総裁

今の説明はよく分からなかったが、外債購入を今この委員会で提案されたのか。

中原伸之委員

提案しているが、それは条件付きで、今言ったような詰めが同時並行的に進むという条件付きである。

山口副総裁

詰めが終わっていないが提案するということか。

中原伸之委員

然り。並行的である。

山口副総裁

常識的な提案ではないと思う。

雨宮企画室参事役

すみません。執行部からで恐縮だが、一応、決定会合の運営方式は、提案という場合には、議案を作って頂いて、この場に付すものを議案として扱って頂いている。運営上は、中原伸之委員の提案は、自身の方針をここで明らかにしたということで、本日のいわゆる議案としての提案には含まれていないという理解で宜しいか。

中原伸之委員

そのとおりである。事実上の提案ということで結構である。

雨宮企画室参事役

事実上の提案というか、そういう方針を開陳されたということだと思う。

植田委員

外債を購入したらどうかというのは、場合によっては皆さん頭の中にある話だと思う。仮に法的、あるいはその他の状況を考えたうえでできるの

であれば考慮に値する案かもしれない。ただ、先程、執行部から話があったように、現状は検討中という段階に過ぎないので、正式の提案の中に入っていないから我々も難しいが、入っていると実質的に解釈した場合に、賛成としていいのか反対としていいのか、非常に迷う点がそこだけを取ればある。だから、できれば検討が終わってある程度白黒はっきりしてから提案して頂いた方が投票し易いと思う。

中原伸之委員

それで結構である。

中原真委員

外債については、まさに植田委員が述べられたとおり、私は検討して白黒はっきりさせるべきであると思っている。そういうもののフィージビリティの検討は、非公式には色々と執行部に依頼しているが、これは改めて私の立場で検討の結果なり状況を伺いたいと思っている。ほかの調節手段についても、同じような問題、検討対象となり得るものがある訳なので、それをどういうタイミングで政策として採用するかは別の問題として、その可能性、法的な問題、あるいはそれを実現するためのプロセス等について、是非これは、改めて執行部から状況を伺いたい。そういう意味で、植田委員が述べられたとおり、この外債の話については、改めて検討の場、提案の段階で、この中原伸之委員の提案に対する態度とは別に検討させて頂く。

速水議長

今日はこの提案の説明の中で、そういうことを言われたが、書かれた議案の中にはないので、これはこれで決裁をしたいと思う。

それでは、今中原伸之委員が提出された議案について採決をお願いします。

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

中原伸之委員提出議案、「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」についての採決結果を報告する。賛成 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

それでは次に議長提案について採決する。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を頂いて欲しい。

[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：中原伸之委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

議長提出議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

それでは賛成多数で可決された。中原伸之委員から、もし反対理由をさらに明確にしておかれたということであればどうぞお願いします。

中原伸之委員

申し上げる。第一の反対理由は、現在のディレクティブが非常に曖昧である。それで非常に大きな裁量権限を執行部に与えている。俗な言葉で言えば丸投げしているのではないかと考えられる。こうしたディレクティブは恐らく新法、1998年4月以降の日銀法の内容には、必ずしもそぐわないのではないかと思うので、しっかりした目標を示すように書き方を改めるべきであると思う。それから第二は、3月の決定会合で金融調節方式を変更したが、いつまでも6兆円を越えるということでは当座残高の目標を示さないというのは、私は問題であると思っており、日銀のクレディビリティを失墜させるということが第二の懸念である。それから第三の懸念

として、これまでもディスカッションに出てきたが、今のディレクティブのインプリケーションとして金利の目標を安易に持つというような考え方が一部にあるように思われるが、その点についてはこのディレクティブはそのような権限を誰にも与えていないので、そういった点もこのような書き方をすると不明瞭ではないのかと思っている。それから第四として、6兆円以上というディレクティブは、日々の資金調節で8兆円という流動性の需要に合わせて当座預金残を作り続けるということなので、要するに市場の資金需要にアコモデートしているに過ぎない。やはり積極的にそれを上回る量的な緩和を進める必要があると私は思っているので反対する。言うまでもないが、物価が下落していてデフレ状況がますます進捗していくことが大変な問題である。それから最後だが、現在のディレクティブは物価の安定目標とその達成時期について、自らの意思で設定していないので、いずれ外部から与えられてしまうのではないかと危惧している。以上である。

速水議長

ほかに何か意見はあるか。それでは採決は終了したので政府からの出席者を呼んで欲しい。

[政府からの代表者入室]

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なうという議長案が賛成多数で決定された。増淵理事と山下金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これを以って指示するのでお願いする。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。

次の議題に入りたいと思うが、1時になったので、経済・物価の将来展望とリスク評価についての第二次の計数を提出される方がいらっしゃっ

たら、増淵理事のところまで届けて頂きたいと思う。短時間で申し訳ないがそれを含めて30分昼食時間として、1時30分再開とする。なるべく、今日、市場が開いている間に結論を出したいと思うので申し訳ないが願います。

雨宮企画室参事役

委員方、恐縮だが、その後の再集計等資料配付をできるだけ効率的にやるために、計数の再提出は、1時15分位までに増淵理事室へお願いしたい。

速水議長

それでは昼食休憩とする。

(午後1時2分中断、午後1時31分再開)

IV. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」の採決

速水議長

それでは早速会合を再開する。執行部から今朝程配付した展望レポートに記載されている政策委員の見通しに変更があったら報告して欲しい。

白川企画室審議役

それでは手許の7ページの参考計表の数字を読み上げさせて頂くので、恐縮だが手許に書き留めて欲しい。まず大勢見通しの方だが、2001年度の国内卸売物価指数で、 $-1.1 \sim -1.0$ が、下限の方が -1.2 である。従って $-1.2 \sim -1.0$ である。それから2002年度だが、GDPは今は $-0.9 \sim +0.1$ だが、 -0.9 のところは -1.1 である。従って $-1.1 \sim +0.1$ である。それから国内卸売物価だが、 -1.2 が -1.3 である。従って $-1.3 \sim -0.9$ である。それから脚注の方の全員の見通しは、まず順に申し上げる。2001年度GDPだが、 -1.4 が -1.6 である。従って $-1.6 \sim -0.6$ である。国

内卸売物価は-1.2が-1.5である。従って-1.5~-0.9である。消費者物価は-1.2が-1.3である。従って-1.3~-0.9である。2002年度に移って、GDP-1.1が-1.7である。従って-1.7~+0.2である。国内卸売物価は、-1.4が-1.9である。従って-1.9~-0.5である。消費者物価、-1.5が-1.7である。従って-1.7~-0.5である。以上である。

速水議長

それでは展望レポートの公表文の検討に入りたいと思う。先程の議論を踏まえて、公表文に特に修正すべき点があったら検討したいと思う。先程既に発言があったが、付け加えることがあったらどうぞ。

山口副総裁

1 ページ目の下から三行目の「日本経済には様々な構造調整圧力が残っていることから」という文章は要らないのではないかと思う。というのは、振り返ってみると、結局、去年は海外経済環境に恵まれて、輸出が大幅に伸びそれが色々なところに波及してきたという形で、生産は年間で5~6%伸び全体の成長率もプラスになった訳だが、今度は輸出が大幅に急速に落ち込んで、現在の調整に至っている訳である。もしこれがまた来年になって海外環境が、この輸出を引き出すという位に好転していくなれば、昨年起きたのと似たようなプロセスが想定できるのではないかと思う。構造調整圧力は勿論ある訳だが、それはその後に問題になってくる話ではないかという気がして、短期的な見通しに関してこれをわざわざ言う必要があるかなと思う。という意味で、「海外経済の回復テンポは緩やかなものに止まると予想され、景気の回復にはなお時間を要する可能性が高い」という位でも良いと思うが、まあそれ程強くこだわる訳でもないので、皆さんの意見も聞いて決めて頂きたい。ただ、来年に向けてのわが国の景気の展開は何を基本にして決まるのかということクリアにする必要はある。

速水議長

「日本経済には様々な構造調整圧力が残っていることから」というのが要らないということか。

山口副総裁

然り。

速水議長

何か意見があればどうぞ。

三木委員

これはだけど、先程から話があったように、金融政策だけで限界があるという中で、財政も含めてそういう合わせ技の中で、景気の回復、それから物価下落をどうにか持っていかなければいけないという局面なので、その中で構造改革、不良債権処理というところからスタートするという意味からいくと、この位の表現は残しておいた方が良いと思う。

速水議長

では残すことで宜しいか。

三木委員

後は先程少し述べたが、これは執行部の方で纏めて頂いたが、私の申し上げた意見について全体として非常に良く纏まっていると思っているので私は賛成である。ただ、少し申し上げた点については、その思いが一応こういう形で大体入っているということであれば結構だと思うので、指摘した点について纏めに当たっての執行部のコメントがあれば聞きたい。

増淵理事

その点についてコメントしても宜しいか。

田谷委員

その前に「構造調整圧力が残っている」については、どういうふうにするのか。

速水議長

このまま残す。

田谷委員

「構造調整圧力」という言葉は、特に何を意味しているのか。私はドラフト段階でかなりコメントをし、コメントを入れて頂いたので、全体として全く問題はないが、ここはそういう意味で読まなかったというか、軽く流して読んでしまったところなので、確認しておきたい。

山口副総裁

なかなかはっきりさせようと思っても難しい問題で、だから短期の経済見通しの中にこれを持ち込まなくても良いのではないかという意味合いも若干私は込めている。定義がなかなか難しいと思う。

田谷委員

この場面では、これ以外に具体的にも書き難い。

須田委員

「残っている」ということは過去のものだけか。

増淵理事

今の点も含めて当然ながら、限られた紙数、分量の中で色々なことをメッセージとして出したいという面があるから100%全てが書き切れているとは思っていない。ただ、何が最も重要なファクターか、論点かという

のをあらかた出していけばそれで宜しいのではないかと考えている。

田谷委員

特に違和感はないが。

速水議長

残して良いか。皆さんもそのような意見である。ほかにあるか。

増淵理事

先程、三木委員の言われたことについて私から一つ、二つ申し上げたい。後は白川企画室審議役から説明させて頂きたいと思う。三木委員が五点程言われたと思うが、その出だしの書き振りについては、今程申し上げた全体の分量の中で何を大きくクローズアップすべきかということで、勿論、アメリカの景気減速の動きが大きなポイントであることは意識して書いた積もりである。それからそのほかでも、例えば物価下落の記述について、生産性向上による物価下落ということが大きいのではないか、それを書くべきではないかということについても、供給面におけるコスト切り下げの動きということで、そういうことを含めて表現した積もりである。

三木委員

そうだと思うが、先程述べた思いの点をなるべく入れて書いて欲しい。

白川企画室審議役

3ページの方にも物価供給面からくる下落要因について、例示として、ここでは海外からの安値輸入品、規制緩和、流通合理化等々ということで、これらそれぞれ技術革新も勿論投影はしているが、ということで一応書いています。

三木委員

という思いを入れて書いているということか。

白川企画室審議役

然り。

増淵理事

それから政策当局なので、政策意図を滲ませたらどうかという話があったが、この政策委員の見通しでは金融政策については、一応の約束事として、不変を前提とするという約束事のうえで書かれており、全体としての厳しい見通しであるということは、全文がそういうことを下敷きにして書かれていると私共は思っている。

三木委員

金融政策は約束事だからそれで良い。要するに金融政策だけではことは進められないですよという状況になって、それが来年も続いていく訳だから、そういう中で例えば財政とか色々出てくるかもしれない。政策で言えば財政が一番大きい。こういった問題がある程度同じようなスタンスでいかない限りはこれは直らない。

白川企画室審議役

今の三木委員の指摘であるが、前の方もその点は意識して、経済の先行きの姿として客観的な姿として書こうと心掛けていたが、例えば2ページ(3)だが、金融面に触れて「日本銀行による強力な金融緩和政策の結果、金融市場では極めて緩和的な状況が維持されるとみられる。しかし、上記のような総需要の停滞傾向や、企業の過剰債務圧縮の動きが続くもとでは、こうした金融緩和が資金需要の増加に繋がることは想定しにくい。」とまず書いて、そのうえで、金融機関サイドの動きにも触れて、自らの財務状態の改善、リスクとリターンに見合った貸出金利の設定ということを書いて、

日本銀行の金融政策だけで経済が持ち上がっていく訳ではないということ、まず金融面からはここで書いている。それから後、リスク・ファクターの方で、5 ページ、二つの個所に關係するが、一つは、第3のリスク要因である「不良債権処理の進み方とその影響」、それから第4の「経済・財政の構造改革の影響」と、共に不良債権処理が進むとかあるいは構造改革が進むということであれば、短期的にはマイナスの影響もある。しかし、長期的にはプラスの効果がいずれ出てくるというスペキュレーションがあれば短期的にもそこが前倒しで実現するということを書いてあって、これら全てに言えることは、金融緩和だけではできないということを具体的な動きに則して書いている積もりである。

三木委員

それが限界かな。

白川企画室審議役

政策変更の公表文の方では、毎回のディレクティブの後で、1、2、3、4、5の5の辺りにいつも強調して書いている。ここはそういう意味では見通しという形で、先程も藤原副総裁が述べられたが、できるだけ淡々と書くということの方がいいのかなと思って書いている。

三木委員

了解。

速水議長

ほかにあるか。

中原伸之委員

先程述べたが、例えば1 ページで言えば、本年下期で輸出の落ち込みを起点にした生産の大幅な減少について、徐々に内需面に拮がってきたとあ

るが、「徐々に」というのがおかしいと思っている。経済の落ち込みのスピードは非常に早い訳だから、この表現は如何なものかと思っている。それから二番目は、その次で一番肝心なところだが、海外経済の回復時期が「来年度前半」とあるが、私は全くそのように思っていない。それから同じく1ページの一番下に物価があるが、「来年度にかけても、なお緩やかな下落傾向が続く」とあるが、これもやはり「緩やか」なのか。現在の価格の下落の程度が、緩やかであると思っているのであればそれでも良いと思うが、これも緩やかかどうか疑問である。先程申し上げたように、これから名目賃金の切り下げなどが始まるので、必ずしもそうも言えないのではないかとと思っている。それから同じく2ページの真ん中辺りの設備投資も「IT関連分野を中心に」と書いてあるが、これも随分広がっている訳だから、全般的に減少しているという印象ではないかと思う。それから4~5ページにかけて、不良債権のところだが、私が一番心配しているのは、来年の3月末までにかかなり影響が出るのではないかとと思っているので、短期的に実体経済にマイナスの影響を及ぼす可能性があるということは書いてあるが、この程度で収まるのかなと思う。それから後、エマージング諸国の通貨の問題はこのままで良いのか。以上である。

速水議長

「輸出の落ち込みを起点とした生産の大幅な減少の影響が徐々に内需面に広がっていく可能性」のところの「徐々に」のところか。

中原伸之委員

「徐々に」という時期は過ぎたと思う。

増淵理事

速水議長、宜しければ執行部の方から、コメントさせて頂きたい。今、中原伸之委員から指摘頂いたものの大部分は、勿論判断というか評価にかかわるところである。従って、色々な評価が可能というかあり得る話だと

思う。私の理解では、事前に委員方からコメントを頂いており、その結果として、そういう部分、判断、評価にかかわる部分については、大方の委員が今現にあるドラフトの評価に賛成されているということであったと理解している。

速水議長

先程の計数からすれば、ドラフトの表現であっても良いのではないかと
思うが、如何か。

中原伸之委員

増淵理事が言うようなことであれば、全部事前に擦り合わせておいて、
ここでは何もやらないということになるのではないか。

増淵理事

そういうことではない。一応、私の理解を申し上げただけで、勿論修文
はこの場での多数によると思っている。

中原眞委員

中原伸之委員が最初に言われた1ページ目の「徐々に」以下は少し弱い
かもしれない。「徐々に内需面に拡がっていく可能性は高く」というのは、
確かに言われてみると少し弱いかなという感じがする。

速水議長

弱過ぎるということか。

中原眞委員

然り。

速水議長

では「徐々に」を外すか。ほかに外した方が良いと思う方はおられるか。私は、2001年度、2002年度の私共の出している数字からみたら、この程度でも良いのではないかと思うが。

植田委員

一番大きい消費に注目すれば、こういう「徐々に」という感じである。

田谷委員

ただ、ここでは、本年度下期のことのみを言っているのもであって、であったら「徐々に」というのを取ってもいいかなとは思う。

中原真委員

間近な話であるから。

速水議長

では「徐々に」を落とすか。

田谷委員

私は落とすとしてもいいと思う。

速水議長

では落とそう。ほかはどうか。

三木委員

結構である。

山口副総裁

あとは良いと思う。

白川企画室審議役

念のために読み上げる。1 ページの(1)の上から二つ目のパラグラフである。「落ち込みを起点とした生産の大幅な減少の影響が内需面に拡がっていく」ということで、「徐々に」を取るということである。

速水議長

それだけで宜しいか。それではそのようにしたいと思う。それでは採決する。

〔「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する議案について
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

「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する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

それでは賛成多数で可決された。なお、中原伸之委員、もし反対理由があればどうぞ。

中原伸之委員

では簡単に申し上げる。二つある。一つ目は、全体のトーンがかなり厳しめにはなっているとは思いますが、まだ依然として現状あるいは見通しに比べて楽観的ではないかということである。それから二つ目は、一番根本的なことであるが、標準シナリオ自体は米国を始めとする海外経済の回復時期を来年度前半としている。来年度後半にかけては、わが国が輸出の回復を起点に景気が全体として下げ止まりに向かうとあるが、私はそうはならないと思っている。米国の経済の状況は、消費、設備投資、雇用等において深刻な状況となっており、来年度前半に回復する状況にはないと判断している。この理由として、第一は、雇用面の悪化を背景に消費の低迷がある程度長くなると考えられる。第二は、企業収益の悪化を背景に、設備投資が少なくとも来年の半ば位までは落ち込んでいるのではないかと判断される。第三は、非常に重要な点であるが、地方財政支出の抑制的な状況が来年中は続くということで、地方財政はアメリカの政府支出の中でも日本と同様大きな割合を占めているし、かなりの州においては収支均衡条項というのがあるので、来年はかなり抑えられると思う。以上である。

速水議長

それでは、本件对外公表は、本日会合終了後、準備が整い次第行なうこととする。公表時刻は決まり次第連絡する。ご如才もないことだが、公表までは厳に出席者限りということで取り扱いをお願いする。

V. 議事要旨（9/18日開催分）の承認

速水議長

それでは最後になるが、前々回9月18日会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

宜しいか。それでは採決をする。

[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

中原伸之審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

決裁終わりました。

速水議長

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は、11月1日木曜日の午後2時に公表することとする。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は、11月15日木曜日および16日金曜日に予定している。なお、ご如才もないことながら、決定会合における議論の内容は自身の発言も含めて厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取り扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点からも、皆様におかれては引き続き厳正な機密管理に努めて頂きますようお願いする。本日は議長の不手際で、こんなに中途半端な時間になり申し訳ない。どうもご協力ありがとうございました。

(午後1時59分閉会)

以上