

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年11月15日

11月16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 (15日14:00～15:38、16日9:01～12:31)
内閣府	小林勇造	政策統括官（経済財政－運営担当） (15日14:00～15:38、16日9:01～10:39)
	竹中平蔵	経済財政政策担当大臣 (16日10:40～11:55)

（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	衛藤公洋
企画室調査役	山岡浩巳（15日14:00～15:38）
企画室調査役	長井滋人（16日9:01～12:31）

I. 開会

速水議長

それでは、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後2時開会)

はじめに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する。明日は9時に会議を再開して、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する委員の討議、それから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いう順序で進めたいと思う。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めと、前々回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。政府から出席頂いたのは、本日は財務省から藤井総括審議官、内閣府から小林政策統括官である。なお、明日は財務省からは引き続き藤井総括審議官、内閣府からは竹中経済財政政策担当大臣が出席される予定と伺っている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提としている。委員および政府からの出席の方々におかれてもそのことを宜しくご理解頂きたいと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部からの報告に入る。まず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。山下金融市場局長お願いする。

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、当座預金需要が外銀による大量の超過準備保有等を背景に、引き続き不安定な動きを示していること

に対応して、当座預金残高を概ね 9 兆円前後とする大量の資金供給を続けてきた。その結果、無担オーバーナイト加重平均レートは、10 月末や 11 月の月初を含めて 0.002%~0.004%の実質ゼロ金利水準で総じて安定した推移を辿った。しかしながら、このように大量資金供給を続けているにもかかわらず、短資預金がほぼゼロ近傍で推移していることから窺われるように、市場では然程資金余剰感が強くないのが現状で、金の巡りが悪くなっており、市場機能はかなり低下してきているといった指摘をする向きが多い状況である。このように大量資金供給にもかかわらず資金余剰感が強まらないのは、外銀の超過準備保有額が最近では 4 兆円前後に上っていることから、非準備預金先残高、残り積み所要分のいわば実需の部分を除いた純粹の余剰資金、いわゆる真水分は最近の 9 兆円前後の大量資金供給にもかかわらず、引き続き比較的少額に止まっていることによるものである。しかもこのいわゆる真水部分も超ゼロ金利の下で運用を諦める先が増えてきていることから、資金の動きが悪くなってきていることは前回ご報告したとおりである。超過準備額の 10 月積み期分を見ると、外銀は別格として他の業態でも今期は格別のイベントがなかったにもかかわらず、積み期後半にはかなりの超過準備を抱えるに至っているが、これも超過準備保有回避姿勢の弱まりを示す一つの例と言えるように思う。また、ここに至るまでの銀行株の下落等にみられる金融システム不安再燃の兆しが、今後さらに深刻化する方向に進んだ場合には、年末の資金需要期が次第に近付いていることもあり、予備的な流動性需要が一段と高まる可能性がある点には留意しておくことが必要と思われる。私共としては、こうしたやや不安定な市場地合いを念頭に置き、引き続き市場の安定確保に向けて日々の資金需要動向を的確に把握しつつ、弾力的な金融調節運営を行なって参りたいと考えている。

次に前回会合以降の金融・為替市場動向であるが、全体として格別大きな材料がなかったこともあり、長短金利は概ね横這い圏内の動きに止まるなど、相場自体は各市場とも総じて比較的落ち着いた展開となった。この約 2 週間のマーケット動向で注目されるのは、米国株価がかなり底固い動

きを示したにもかかわらず、わが国の株価が軟調に推移したことである。これは後程やや詳しく説明するように、銀行の不良債権処理に関する先行き不透明感の強まりなどを背景に、銀行株や建設、不動産などのいわゆる構造不況関連業種株の売りが嵩んだためである。一部都銀の株価が100円を割ってなお売り込まれる状況を眺め、金融システム不安の再燃を懸念する声が増えてきている点が、この間の最大の変化だと思う。以下ではこうした株価動向を中心に各市場の特徴的な動きを手短かに報告する。まず注目の米国株価動向であるが、前回会合以降総じて堅調に推移しており、NYダウ、NASDAQ、フィラデルフィア半導体指数ともテロ前の水準を回復している。これは今回の大幅利下げをはじめとするFed、米国政府の思い切った金融・財政政策の効果への期待から、来年前半以降の米国景気や企業業績のV字型回復を予想する見方が引き続き大勢となっていることを映じたもので、足許ではアフガン情勢の進展や半導体市況の反発などもプラスに働く一方、悪い経済指標の公表など悪材料には反応し難くなっているというのが特徴となっている。こうした米国株価動向を受け、欧州株も堅調に推移しており、直近の株価とテロ前日の株価水準とを比較した騰落率をみると、現状ではテロ前日の水準を下回っているのはTOPIX、日経の日本だけということになっている。そこでわが国の株価動向についてみると、日経平均株価はNASDAQが上昇傾向を辿る中で、一昨日にはザラ場で10月上旬以来となる1万円割れを記録するなど軟調に推移した。この間にNASDAQは7%上昇しているのに対して、TOPIXは5.9%もの下落となっており、これまでみられていた両者の連動性が弱まった形になっている。これは業種別株価寄与度で銀行株の下落寄与が1.1%ポイントと最大となっていることから分かるように、わが国固有のマイナス要因が米国株価上昇に伴うポジティブな影響を越える形で株価下落に繋がったことを示している。この間の株価の動きをセクター別にみると、銀行株の大幅な低下とこのところ比較的堅調な動きを示してきた構造不況業種が軟調に転じていることが特徴である。因みに前回会合以降昨日までの下落率を見ると、銀行株が12.3%の下落、構造不況業種が

7.8%の下落と大幅な下落となっている。因みに構造不況業種の中では、不動産が12.3%の下落、建設が9.3%の下落となっている。大手銀行株と、いわゆる不良資産の抜本処理の対象と目される業況不芳先が連動する格好で株価水準を切り下げているのも最近の特徴である。このように銀行株がここにきて一段の下落を示しているのは、今週から始まった金融庁による特別検査の結果、不良資産要処理額が大幅に膨らむ可能性があるのではないかといった先行き不透明感が拡がっていること、一部政治家等によるペイオフ解禁延期論の再燃が市場では嫌気されていること、これらの要因を口実に一部ヘッジファンドなどが売り仕掛けの動きを示していること、さらには下期入り後、生保、銀行からの持ち合い解消売りが再開されていること、などを背景としたものと言われている。銀行株全体では既にバブル後の最安値を2割方下回る水準にあるが、個別に見るとあさひ銀行の落ち込みが目立っている。実際、先週の11月8日には一時76円まで売り込まれ、頭取による緊急記者会見が行なわれるなど、ややパニッキーな展開となった。その後ショートカバーの動きなどから、一旦は100円台に戻したが、昨日は再び98円で引けている。またあさひ銀行の統合先である大和銀行も一時99円まで下落したほか、近畿銀行、大阪銀行も100円を大きく割り込む落ち込みをみせている。こうした銀行株の急落が97~98年当時の記憶と重なり、金融不安再燃の懸念を強める結果となっている。今後の株価動向については、企業業績の悪化など当面の悪材料はある程度織り込まれたとの見方から、目先は1万円前後の概ね横這い圏内での動きを予想する向きが今のところ多いように窺われる。もっとも、株式市場参加者が注目する株価変動要因をみると、小泉政権の誕生した5月以降、株価上昇要因とされてきた政治・外交要因が大きく下振れてきており、今月はいよいよ下落要因に転じている。今後、金融システム不安が顕現化したり、あるいは米国株価がV字型回復シナリオの後退等から水準調整に転じた場合には、わが国の株価をさらに大きく下押しするリスクが大きいとの見方が根強く存在する状況である。こうした不安定な株価動向の他の市場への影響であるが、まずインターバンク市場では、ターム物レートが概

ね横這い圏内の動きとなっており、格別の変化は見られていない。これは銀行株価の大幅下落を眺め、資金の出し手サイドでは、放出先を選別する動きを進める方向にあるが、これまでのところは本行の潤沢な資金供給もあって、市場での調達レートには目立った悪影響は窺われない。ただ、低株価行の中には、個人・法人預金の低迷から、CD調達依存を強めつつある先もみられる模様で、今後の展開次第では短期市場にもストレスが強まるリスクがあることには、十分注意していくことが必要と思われる。また長期金利の面でも、これまでのところは目立った影響は窺われない。10年新発債利回りは11月7日には一旦1.3%を割り込むなど、1.3%前後での弱保合い圏内での動きとなっている。これは先般決定された今年度補正予算で、いわゆる30兆円枠が堅持されたことが好感されたことに加え、下期入りに伴う機関投資家の投資資金が引き続き流入していることが金利低下要因として働いている。一方、来年度予算や第二次補正予算を巡る議論が活発化していることを眺め、需給悪化に対する懸念も根強いことから、強弱要因が引っ張り合う形でレンジ相場の様相を呈する格好となっている。市場参加者の注目する債券価格変動要因をみると、引き続き債券需給要因が圧倒的に注目度が高く、株価動向は足許はむしろ注目度が低下している。また、注目する変動要因の影響をみても、株価動向はほぼニュートラルとなっており、今のところ今回の株価下落の影響は国債市場では余り意識されていないように窺われる。これに対してクレジット面では、株価と軌を一にした動きがみられてきている。まず社債流通利回りの対国債スプレッドは、前回会合以降、高格付債のA a格、A格が引き続き横這い圏内で推移している一方、BBB格以下の低格付債では企業の信用リスクに対する投資家の見方の慎重化から、一部の業績不振銘柄や業種などで拡大する動きが目立ってきている。銀行、卸・小売、建設、輸送用機器の四業種について、株価、社債スプレッドをプロットしてみると、総じて株価の下落と平行な格好でスプレッドが拡大していることが見て取れる。また銀行セクター債の対国債スプレッドを個別に見てみると、あさひ銀行債のスプレッドが一段と拡大しており、昨日は185bpまで上昇している。

この 185bp 前後というレベルは、破綻した長銀のケースではやはり株価が 100 円を割り込んだ 98 年 6 月頃のレベルであり、長銀の場合はその後 98 年夏場には 300bp まで一気に拡大する経緯を辿った。こうした信用スプレッドの拡大があさひ銀行の資金調達にどのような影響を及ぼすか、今後の動きが大変注目されるところである。

最後に、ドル／円相場であるが、この間の日米の株価のパフォーマンスにはかなりの開きがあったにもかかわらず、引き続き 120 円～123 円のレンジ台での動きとなった。すなわち、前回会合以降 11 月初めにかけては、米国における景気後退懸念と金融・財政両面からの景気刺激策への期待が交錯する形で、122 円前後でもみ合う形となっていたが、その後はドル高材料が多かったにもかかわらず、海外短期筋による円ショート・ポジションの巻き戻しの動きや、米国における飛行機事故等もあって、11 月 9 日には一時 119 円台まで円高に振れた。もっともその後は介入警戒感の高まりに加え、今週に入ってからのアフガン情勢の好転などから、足許では 121 円台半まで戻している。一方、ユーロ／円相場は引き続きやや円高気味の推移となっていることを考え合わせると、今回の日本株の下落とそれに伴う金融システム不安再燃懸念は、為替市場ではこれまでのところ余り強くは意識されていないように窺われる。なお、市場センチメントの動きをオプションのリスク・リバーサルでみると、10 月半以降概ねニュートラル圏内での動きとなっており、やや方向感に欠けるレンジ相場の色彩が強まっていることを示唆する展開になっている。

以上のように前回会合以降、約 2 週間のマーケットでは、相場自体の動きは全体として小動きに止まったが、銀行株価の大幅下落に伴い金融システム不安再燃の予兆というべき動きが徐々に拡がり始めていることは懸念材料である。今後のマーケットモニタリングに当たってはこうした状況を踏まえ、従来以上に細心の注意を払って分析を進めて参りたいと考えている。私からは以上である。

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

まず聞き落とした点を確認したい。資料の9ページのところで構造不況業種が-7.8%の下落で、内訳で不動産の下落率は幾らか。

山下金融市場局長

-12.3%の下落である。

中原伸之委員

建設は。

山下金融市場局長

-9.3%の下落である。

中原伸之委員

11ページの最後のところで、ストレス云々と言っていたが、もう少し詳しく説明して欲しい。

山下金融市場局長

現状ではこれだけ銀行株価が下落して、先程紹介したように、長期債のところではスプレッドは急速に拡大している動きが出ているが、短期のところではこのレートを見てもほとんど今のところは動きが出ていない。ただ、マーケットの参加者と話をしていると、やはり出し手サイドの方では放出先を選別するというか、危ないところには出さないということで、例えばクレジット・ラインの見直しを検討するとか、そうした動きは出ているようであるが、今のところはそうした動きは部分的に止まっている。や

やはりこれだけ資金が潤沢に出ているし、今直ちに問題が起こるといふふうにはマーケット関係者もみていないので、短期のところでは資金がまだ出ているということである。そういう意味で、短期のマーケットでは、例えばレートとか量が取れないという形は、現状では出ていないということである。ただ、過去の例をみても株価が100円を割り、さらに色々なことが起こってくるようになった場合には、まず預金が段々取れなくなる。そうするとマーケットでの調達が増えてくる。そうするとマーケットで段々取りにくくなっていくという展開をとるので、そうした段階に行った場合には、そういうストレスが強まっていくということになるので、その辺のところをよく注意してみていかなければならないということをお願いした。

三木委員

の

はどうか。

山下金融市場局長

10月までの数字でみる限りは、いわゆる法人・個人預金はやはり前年比マイナスになっているようである。ただ、CDなどで調達して回しているということで、トータルの資金がマイナスになっているということはないように聞いている。特に 　　　　　に株価が 　　　　　まで大きく下がったが、その後の預金の動向については同行もかなり現取りをしたりして準備はしたようであるが、それほど大きな流出にはなっていないように聞いている。勿論、流出は起こっているが、現状、それ程大きくはない。

中原伸之委員

長期金利が一定レンジの中でともすればジリジリと下がっていくといふのはどういうふうにみればいいのか。

山下金融市場局長

9月は逆に1.4%台に上がった。あの時はやはり期末要因というのが結

構あって、期末に向けて利益を出したり、あるいは期末の中間決算を控えてなかなか欲しいが取り難いというようなことがあった訳であるが、期が明けてややテクニカルになるが、一つは機関投資家辺りが下期の運用を開始したとか、あるいは一部都銀辺りもそうした状況と、後は勿論相場観というか金利観なのだろうが、かなりポジションを取るといった動きが一方である。あと、先程申し上げたように、政府の方が補正予算について 30 兆円枠を守るという形で、取り敢えず財政改革路線を堅持するという形をとったものだから、そういったことも好感されて、当面、今は買いだという形になってじりじりと下がっている。ただ、1.3%を割ってくると利喰いが出るという形でまたすぐ売られるので、ずっと長期金利がどんどん下がって、これからポジションを作っていくという雰囲気ではないと思う。その背景にあるのは、勿論先程申したように来年度予算とか第二次補正予算を巡る議論ということで、これからまた国債発行が増える可能性が非常に高いということが前提にあるので、そういったリスクを踏まえながら、日々のオペレーションをやっているところが多いということが、そうした相場展開の背景になっていると思う。

中原伸之委員

当面、どっちにいきそうか。

山下金融市場局長

1.3~1.4%位のところで暫くはいくのではないか。そこで小泉総理が今のスタンスを堅持されれば下の方に行く、というか1.3%前後の推移でいくであろうし、やはり景気も悪いという状況で30兆円の枠を、市場の信認を維持する形でキープできれば大きく売られることはないと思うが、小泉総理が負けたという形で国債発行がかなり出るという感じになると、やはりある程度売られる可能性はあると思っている。

中原眞委員

来年度の増発はどのレンジでやるかという議論が大分ある。イールドカーブ全体の金利が上がるというよりは、形状がちょっと変わるという感じではないかと思う。全体の国債増発量が長期金利の上昇に繋がるような雰囲気は余りないのではないか。

山下金融市場局長

今言われたのは例えば、10年債などは増やさないで、ほかの2年、5年、15年とかそういうところで散らせれば、それ程10年のところには影響がないのではないかという趣旨だと思う。ただ、そうは言っても、やはり基本的には発行額がどの位になるかによるので、例えば2年と5年だけでやった場合には、将来のいわば国債管理政策の観点からいって、短いところだけで回してそのリスクを高めることになるかもしれないということもあるし、やはりある程度の発行額になってくると、ある程度長いところ、つまり10年のところも発行せざるを得ないという状況も十分あり得る。現時点で小泉総理の今のスタンスでいけば10年のところはせいぜい1.5兆円までで済むのではないかというのが今は市場のコンセンサスだと思う。私が申し上げているのはそういったことをいわばもうちょっと全体が膨らむような形で予算規模が拡大するようなことになればということである。

中原眞委員

非居住者の国債保有状況に大きな変化はないか。

山下金融市場局長

今のところは例の10月31日に米国政府が30年債の発行を停止した後、そういった長いところのニーズがあるのではないかということで、若干30年債のところは下がったという形で動きはあったが、その他は今のところ

はいつムーディーズ、S & Pが格下げをするかもしれないという状況であるから、余り外銀の方で国債保有を増やすという動きもないし、元々それほど保有が多くないのですぐに売っていくという動きもないように窺われる。

速水議長

それではこの辺で次に移りたいと思う。国際局から海外経済情勢について説明をしてもらう。松島理事、平野国際局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず全体の国際経済・金融面の特徴であるが、敢えて三点程申し上げれば、一番目は米国を中心とするコンフィデンス、あるいは雇用情勢の急速な悪化、二番目はインフレ圧力の大幅な後退、三番目は足許の景気悪化と、市場局長からも紹介があったような、金融資本市場に織り込まれたいわゆる先行きのV字型回復期待のコントラストが強まっていること、ということかと思う。

米国の成長率見通しについて若干紹介したいと思う。Blue Chipの約50の予測機関の予測の分布を今年第4四半期、来年第1四半期、2002年通年で見てみると、特徴的なことは、米国経済の先行きに関する民間予想は、平均1.1%となっているが、10月のBlue Chipでは1.5%だったので、平均的には下方修正されている。その一方で、予測機関の見方が大きく左右に割れているということがあり、平均近くに見方が収斂しているということではないということが今一つの特徴かと思う。いわば、悲観論と楽観論が交錯している状況かと思う。先行きを比較的悲観的にみる見方の背景は、コンフィデンスの低迷が長期化する、あるいは企業や家計部門の不均衡是正プロセスが長期化するといったところに力点を置く。他方で、いわば楽観論は、政策効果と循環的な回復力に期待を繋ぐということであろうかと思う。しかし、いずれにしてもリスクは主にダウンサイドにあるという認

識は共有されていると思う。こうした状況のもとで、アメリカでは6日、イギリスでは8日、ECBは8日とほぼ同時的に0.5%の利下げを実施している。

図表2は、先般公表された米国の第3四半期のGDPのグラフであるが、需要項目別計数を見ると、事前推計値は前期比年率-0.4%と、マイナスに転じたのは8年半振りであり、IT関連投資を中心として設備投資の大幅減少が目立つ。それに加えて、これまで底固い伸びを維持してきた個人消費、それから住宅投資の寄与が大きく低下しており、ここら辺りが特徴的な動きになっている。

米国の主要経済指標を見ると、昨日公表された小売上の評価については後程述べるが、ざっと見て特徴的なところは、一つは、消費者コンフィデンスの大幅な悪化、それからNAPMに示される企業マインドの大幅な後退ということかと思う。それから雇用面では雇用調整が急速に拡がっており、失業率は10月5.4%に跳ね上がっている。非農業部門の雇用者数も10月大幅に減少しており、単月における42万人の減少というのは、約20年振りの大幅な減少となっている。雇用環境の悪化の中で時間当たり賃金の前年比の伸び率も大きく低下している。これから読み取れることは、企業は需要や生産の減少に対して投資や雇用を一段と切り込むことで対応しているということである。PPIをみると、10月の生産者物価はガソリンあるいは乗用車の価格の下落といったことから、前月比-1.6%と統計開始以来最大の下落率となっており、インフレ圧力は大幅に後退している。

個人消費について若干敷衍すると、小売全体を見ると10月は跳ね上がっているが、除く自動車の小売で見ると10月は前月比で+1%という格好で、かなり姿が変わってくる。この評価であるが、除く自動車のベースでみると、10月の小売売上は8月と比べてもまだ-0.5%へこんでいるという状況であり、いわば自動車を除くと消費の地合いが強いという訳でなく、むしろ逆ではないかと思っている。東京三菱銀行の週間チェーンストア統計でも足許大きく落ち込んでいる姿が確認される。自動車販売だけが

好調であり、10月の自動車販売は年率で2,160万台と、単月では既往ピークとなっている。しかしこれは、各メーカーのオートローンのゼロ金利適用といった非常に積極的なインセンティブ販売の成果が出たということであり、需要の先食いという見方が大勢である。そうであるとすれば、どこかの時点で先行き反動減が懸念されるということである。クリスマス商戦についてもただ今のところでは非常に厳しい見方が大勢で、良くてせいぜい前年比で2~3%程度、非常に慎重に見る向きは前年比0%、あるいは伸びないという見方もあるなど非常に厳しいという見方が大勢である。

企業部門については、10月のNAPMは製造業に加えて非製造業も大幅に悪化していることが特徴である。生産は大きく落ち込んでおり、当面生産の大幅な減少基調が続くことは不可避であろうと思う。在庫・出荷の前年比であるが、在庫は前年比でみてマイナス、要すれば在庫水準は切り下がっているけれども出荷がそれ以上に大きく落ち込んでいることから、在庫率は全体としてなお高止まりということである。なお、IT関連財については、8月、9月の半導体出荷増というポジティブな要素も一部にみられる。しかし一方で、最終需要であるパソコンとか携帯とか通信関連はなお冷え込んでいるという事情があり、半導体の出荷増がIT関連財の本格的な在庫調整進捗を示す明確なサインとは受け止め難いと判断している。

次に金融市場である。各種イールドカーブをみると、ユーロドル先物金利、国債のイールドカーブから何を読み取るのかは結構難しい感じがするが、イールド全体のシフトダウンに注目すれば、先行きに関する弱気な期待を徐々に織り込みつつあるという見方ができる。一方で、国債のイールドカーブをみると、イールドはスティープ化しており、その部分に着目すると正確な時期はともかく先行き景気のV字型回復を織り込んでいるという解釈も可能であろう。こうした状況のもとでFedは50bpの利下げを行なった訳であるが、声明文におけるリスクバランスは引き続き景気下振れ警戒型とされている。現在の市場の見方は、先行き25bpのさらなる利下げをある程度織り込んでいるということである。昨日の小売統計が少

し上に上がっているのをみて、その前は 25bp を完全に織り込んでいたが、現状は、ある程度織り込んでいる、という感じである。

株価の推移については、市場局長の説明にあったとおりである。足許の景気指標的にはどちらかという悪い指標がどんどん出てきているにもかかわらず、あるいはアナリストのEPS（一株当たり利益）成長率見通しを見ても悪化をしているという状況の中で、どうして株が比較的堅調なのかという点について、敢えて理解しようとするれば金利の大幅な低下が一番効いているということであろう。アフガンにおける軍事行動の早期終結期待とそれが手伝ってのいわゆるV字型回復期待というものが株価を支えているのだろうと思う。因みに長期金利と株式益利回りの差をとったイールド・スプレッドを見ると、歴史的にみて比較的低いところにあり、この面から株価の割高感はないということである。ただ、勿論、企業収益の先行きが不透明なので、株価が潜在的な不安定要因を抱えているという事態には変わりがないと思う。

次に、ユーロエリアである。ここでも 10 月の指標の中で目立つのは、企業、家計のコンフィデンスの急速な悪化ということである。物価を見ると、このところ物価はじりじりとインフレ率が低下してきており、インフレ圧力が大きく後退している。こうした中で、ECBは 8 日の定例理事会で 0.5% の利下げを行ない 3.25% にした。ユーロエリアの中で一番悪化が目立つドイツの状況を簡単に説明する。要は生産が減少基調を辿る中で、企業収益は悪化しており、設備稼働率の低下ということもあって設備投資は減少している。ここにきてちょっと気掛かりなのは、個人消費関連では、失業率が若干上がってきていることである。消費者コンフィデンスも大きく低下する中で、個人消費はまだ 9 月までしか出ていないが、鈍化している。こうした状況を背景として、ドイツの 2002 年の経済見通しも大きく下方修正されている。

東アジアは一言で言うと、米国向け、日本向け輸出の減少を起点とした景気の減速傾向に歯止めが掛かっていないということである。中国も大きく減速している。輸出をみると、韓国、台湾は大きく落ち込んでいるが、

中国の輸出も 10 月は前年比で+0.1%とほとんど伸びが止まった状態ということで、このところ中国の輸出も大きくスローダウンしている姿が見て取れる。中身は必ずしもはっきりしないが、IT関連財が悪いことに加え、このところおもちゃとかアパレル繊維製品といった中国にとって競争力の強い商品の輸出もかなり鈍化してきている模様である。しかし、中国経済全体としては、スローダウンしつつも内需を中心に堅調ということであろうかと思う。

最後にアルゼンチン情勢について簡単に説明しておきたい。足許、対米国債スプレッドはまた一段と上昇という状況にある。10月1日に政府が債務のリストラ策を公表している。金利の減免、あるいは償還期限の延長というものを柱とするものであるが、市場ではどちらかというとその実現性等々に関して否定的な見方が多いということで、スプレッドが上昇し引き続き緊迫した情勢が続いている。アルゼンチン政府は当然交渉を通じた秩序ある債務リストラというものを目指している訳であるが、その成否は定かではないということである。ここでブラジルとかトルコのスプレッドを見ると、むしろ足許下がっている。今回の局面の大きな特徴は、ブラジルはじめ他の累積債務国への伝染がみられないということである。その理由であるが、一番目は市場は既に織り込んでいるということ、つまりアルゼンチンの危機状態は7月位から続いており、今回の場合は、これが結構長期化する中で、市場は債務の破綻をかなり織り込んでしまっていることがある。二番目は、市場は区別しているということ、つまり市場や投資家は個別国の違いをより意識した投資行動をとるようになってきているといった指摘がなされている。アルゼンチン問題に対して現実を直視した抜本策が講じられること自体は、不確実性の排除という意味で国際金融市場にとってプラスとの見方もあるが、実は債務のリストラの過程自体が混乱の引き金になる可能性もあり、引き続き要注意の状況は続い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。

中原伸之委員

IMFの関係で色々なデッドラインがあるが、一番近いデッドラインはいつか。

平野国際局長

当面、IMF自体の融資枠はまだ数十億ドル残っている。既存の融資枠の中での未使用枠の使用の是非に関し、債務リストラを中心とする対策が上手くいくかどうかというのが一番大きな今ポイントになっている。その帰趨が見えない限り追加的な融資が行なわれることはない。一方で、当座のファイナンスギャップという面では、カバーされており、今すぐ流動性が行き詰まるという事態は想定し難い。要すれば、根っこの問題を整理できるかどうか、今の最大の注目点になっているということである。

須田委員

さっき日本では株価と社債の спреッドが相関して動いているということで、アメリカについては必ずしもそうではないというギャップがあるのではないかという分析をされていたが、それはどういうふうを考えているのか。

平野国際局長

信用スプレッドは最近ちょっと下がっているが、低格付社債については、引き続き高止まりということだと思う。

須田委員

企業の評価としてみた時に、どうして社債に与えているシグナルと株価

に与えているシグナルにギャップがあるのか。

平野国際局長

株価の中身であるが、まず相当下がってきたところからリバウンドしているという事態があるし、株価の例えばボラティリティをみてもまだ下がってきたといっても比較的高いところにあるということで、潜在的なリスクを抱えた価格形成になっていると思う。そうした状態と、リスクに対して引き続き投資家が敏感であるという状態は、社債市場にも共通している。比較的高格付の企業についてはスプレッドも相当下がってきているが、引き続きいわばマーケットが二分化されているというか、低格付社債あるいはベンチャータイプの企業の信用スプレッドは開いたままの状態が続いている。例えば、IPOの市場をみてもほとんどまだ死んだ状態になっている訳である。従って、いわゆる既に確立された企業で、ある程度信用度がある企業については、株価の動きに反映されるようなリスク評価になりつつあるということであるが、いつも紹介しているような格付けの低い先、あるいはこれから株式を公開しようとしているようなベンチャータイプの企業については、引き続き厳しい信用認識が続いているというような状態だろうと思う。

速水議長

宜しければ次に移る。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、早川調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

まず最初に図表3の輸出入については、9月の通関統計は前回の会合で計数を説明しているので、その後の幾つかの輸出環境に関する新しいニュースについて説明したいと思う。情報関連の需要について足許少しだけ明るい情報が入っている。いわゆるWSTSの世界半導体出荷の動きで

あるが、先日 10 月の見通しが出て、大幅に下方修正されたということを説明したばかりであるが、足許の実績を見てみると、5 月の時は見通しが出てその後出た計数が直ちに見通しから大幅に外れたということだったが、今度は第 3 四半期の見通しと実績を見ると、ほんの僅かだが実績の方が上をいっている。これを余り評価する必要はないと思うが、最初から見通しが外れているという状況にはない。さらには実際のミクロの情報を取ると、特に台湾の大手 foundry 辺りから足許の出荷が増え始めたというような情報が入ってきていて、一部に明るい情報が出ている。DRAM のスポットマーケットの価格を見ると、実は先週から急に反発を始めて、数字的には極端だが一番安かった頃の倍位になった。勿論倍というのは水準が余りにも低いために倍になっている訳で、これでまだ実際に利益が出るという水準ではないので、そんなに大袈裟に捉える必要はないと思う。実は、この春にも DRAM のスポットが反発したことがあって、その時は羨喜びに終わった訳であり、これだけで直ちに喜ぶ訳にはいかないが、とにかくこういう変化が起こっているということである。先程、平野国際局長から話があったように、これはあくまで電子部品の世界であって、IT 財の最終需要ということでは、例えばパソコンについては XP が発売されたにもかかわらず、必ずしも販売状況が急に伸びているような感じでもないし、ネットワーク関係の投資なども相変わらず弱くて、最終需要は引き続き弱いということである。従って、仮に部品のところが底入れしたとしても、直ちに本格的な回復とみている人はいないということである。ただ同時に、この図表 7 の左下のところにアメリカの電子機器関係の在庫循環のグラフが書いてあって、この回り方をみると、日本の回り方に比べて大きく回っていて、まだまだ在庫が多いことは間違いないが、同時にやはり調整が進んできていることも事実である。後程、日本についても同様なグラフを示すが、そういうことから考えると、確かに最終需要は弱いですが、在庫調整はある程度進んできている。従って、先程説明したように、若干明るいニュースがあるとスポットマーケットが反応する位の変化は起こっていると思っている。

次に、前回私共は、アメリカのテロの影響ということに関して、米国の個人消費が落ち込み、その結果として我が方の消費財輸出が落ち込むリスクということを説明した。その場合、直接的に考えると一番影響が大きそうなのは自動車であると述べたが、実はアメリカの自動車については先程平野国際局長から説明があったとおり、インセンティブ販売によって爆発的に伸びている。もちろんこれが実力ということではないので、いずれどこかで大きな反動減が出てくる可能性もある。そういう意味では、輸出についてのリスクというのは消えた訳ではないが、とにかく目先、年内とかもう少し先位までという意味であれば、直ちに日本の輸出が落ちるということは取り敢えずなさそうであるということであろうと思う。それから収益と設備投資については大きな変化はないので極く簡単に説明する。日経の収益インデックス——最近の中間決算の数字も一部含む——をみると、まず製造業については、10月、11月もなお下方修正の動きが続いている。これまでの動きであるし、前から下方修正を予想していたように、電気機械辺りでの下方修正が続いている。また非製造業についても、ここへきて少し大きめの下方修正になった。小売はまだそんなに大きな変化はないが、建設とか商社とかでかなり大幅な下方修正があったために、非製造業のところにも少し下振れが出てきたということである。それから設備投資に関しては、先行指標である機械受注については、7～9月期は前期比で5.7%の減少であった。大体内閣府の見通しどおりという着地である。その着地に対して、10～12月期の新しい見通しは、前期比で-0.5%で、弱含み横這いということである。このように若干ギクシャクはあるが基調としては明らかに下向きである。ただ、同時に下向きではあるが、98年位と比べて下向き方はどうかという観点で見ると、実は設備投資としては、それ程急激な落ち方でもないと思う。具体的には、製造業がIT関係があるので大きく落ちている一方で、非製造業はまあまあ弱含み程度の動きに止まっている。これは実は、アメリカみたいに大きく設備投資が落ちないのは、単にこれまで設備投資の水準が非常に低くなっているために、落ちるエネルギーが余り溜まっていないということなので、余り自慢にはならない。し

かし、設備投資は収益が悪くなり景気が悪くなったところで猛烈に落ちるという形になっていないということは、一応確認できると思う。建築着工についても大体そういうことで、7~9月期は少し増えた。これは一部に非製造業で大口案件の集中があったという要素もあるが、流れとしてみると非製造業では、一旦大店法絡みで駆け込みの着工があって、その後に反動減でレベルが非常に下がっていたために、反動減がそろそろ終わってくるとまた少し水準は戻ってくるのではないかと思っている。一方で、製造業は弱いということである。

次に、今月少し変化していると考えているのが、個人消費である。個々の指標は説明しないが、全体としてみると、やはり弱くなっていると思う。家計調査とか百貨店、チェーンストア辺りについては、ぎくしゃくしつつも大きな流れに変化はないと思っているが、足許の変化としては、乗用車の販売が7月、8月まで強かった後、9月に減少して10月もかなりの減少になってきている。従来の経験則では、個人消費が動く時にはやはり耐久財の動きがかなり重要で、そういう意味では、7月、8月まで乗用車が頑張っているというのが、個人消費がそう崩れないという根拠であった訳だが、逆に7月、8月のあと、勿論新車の玉切れとかの供給サイドのファクターもない訳ではないが、足許で減少になってきているというのは、消費環境とかコンフィデンスを含めた意味での個人消費が少し弱い方向に振れていることの表われだろうと思っている。それから旅行取扱高については、テロのせいだから致し方ないと言えば致し方ない訳だが、海外旅行を中心に大きく落ち込んでいる。ということで、個人消費の各指標をざっとみると、もう余り強いものが残っていないという感じなので、そういう意味では個人消費は弱くなってきたということだと思う。それからこの間、何回か紹介した消費者コンフィデンスについて、また新しい数字が出ているので説明したい。前回紹介したのは、内閣府の消費者態度指数だが、今度は生活不安度指数の新しい数字をみると、これがまたさらに下向いている。テロ後に出た指標は軒並みかなり悪くなっている。これはテロのせいなのか、狂牛病とか、そういうもののせいなのか、全体的な雇用環境を表

わしているのかよく分からないが、いずれにしても消費マインドも少し弱いということである。

それから今度は、鉱工業生産指数である。生産の数字は前回会合当日に出で説明したとおりだが、7~9月期まで含めて3四半期平均して4%位の大幅な生産の減少が続いていて、10~12月期も経産省の予測指数を繋ぐと1.8%の減少になっている。これに対して、私共の現在考えているミクロ情報等を踏まえると、恐らくこの1.8%よりももう少し大きめの減少になるだろうということは前回話したとおりである。今回話したいのは、在庫循環についてである。在庫については、鉱工業全体を見ると、特に大きな変化がある訳ではない。在庫循環的にはかなり大きな循環になっていて、調整は進み始めてはいるがまだすぐ終わるという感じではないということは、これまでと変わっていないが、少しフェイズが違って先行したグループと遅行したグループと少しずれてきている。というのは、生産財で一番最初に在庫が積み上がったのは電子部品だが、これについてはやはりまだ在庫が多いのは間違いないが、調整はかなり進んできたといえると思う。それからその他生産財、これは主に素材だが、素材については勿論まだ全体としては在庫調整が遅れているという評価だと思うが、月次で見ると、毎月毎月の積み上がりに少し歯止めが掛かってきている。いよいよメーカーの減産に少し本腰が入ってきたという感じであり、限界的に言うと調整が少し進む方向になりつつあるのかもしれない。他方で、最終財のグループについては、前から建設財が悪いといってきたが、足許を見ると資本財とか耐久消費財についても現状在庫は非常に多い、あるいは在庫調整の圧力が非常に大きいとはいわないが、少し積み上がりかけている感じである。これはある意味で、景気の流れが、輸出、生産というところにショックが加わっていたフェーズから少しずつ内需の方に影響が及んできているということが在庫循環の面で表われていると考えている。

それから、今回一番問題の雇用関連指標だが、雇用関連についてまず分かりやすいのは、職業安定業務統計のグループで、これまでも言っているとおり、例えば有効求人倍率、新規求人倍率はゆっくりと低下している。

新規求人について申し上げますと、製造業が大幅に減少している一方で、非製造業は前年比ではマイナスになってきているが、前期比感覚でみると引き続きゆっくりと減少しており、特に9月に大きな変化があった訳ではない。それから毎月勤労統計のグループだが、これについても基調に変化はない。例えば、常用労働者数は前年比で見て0.2%減がずっと続いていて、季調後についても特段大きく減っている訳ではない。勿論、毎勤統計でも賃金は弱い。所定外が減少していて、所定内のところも時間の減少等も含めて所定内の給与も減っていて、従って雇用者所得は全体として少しずつ減っているということだが、これも今月特に変化したということではない。むしろ、今月の問題は、労働力調査である。新聞報道等にもあったとおり、今月は失業率が5%から5.3%へと0.3%ポイントも跳ね上がってしまった訳だが、私共が一番驚いたのは、失業率よりも雇用者数のところで、例えば雇用者数がこれまで前年比で0.3%増えていたのが、一気に-1%になってしまって、季調後で見ても2か月連続でかなり大きく減っているということである。従って、従来は就業者数について主に自営家族の減少と申し上げたが、自営家族プラス雇用者数の減少になったために、減少幅が大きくなっている。その結果、労働力率は実は低下しているのにもかかわらず、失業率が上がったという形になっている。まず、一言申し上げたいのは、この方向感については別に驚くことはない。恐らく失業率は上昇していく方向だと考えていたし、雇用者数についてもその労働力調査の雇用者数というのは、限界労働部分も含んでいるために恐らくこちらの方から先に落ちていくだろうということも説明してきたことである。ただ、それにしても少しこのスピードは何だろうということ、要はこのスピード感をどう評価するかということかと思う。この点について図表31をみると、中段のところに製造業、非製造業別に数字がグラフにしてあるが、この内の太い線が労働力調査の雇用者数で、細い実線が毎月勤労統計の常用労働者数であるが、この二つの動きというのは、大きな流れとしては実は整合的であって、決して勝手に動いている訳ではない。移動平均でも掛ければまあまあそれなりに見える姿で動いていると同時に、労働力調査とい

うのは、実はひと月ひと月で見ると、結構振れる数字である。特に製造業については、毎勤の方でも結構落ちてきているので、流れとしてはこういうことだろうと思っているが、非製造業については、毎勤の数字は比較的底固くて、ここで本当にこんなにかたっと落ちたのだろうかという気がする。そういうことで、恐らく急激な雇用者数の落ちについて見ると、多分労調特有のひと月ひと月の数字の振れみたいなものが少なからず影響しているのではないかと思っている。ただ、逆にあくまで振れで片づけてしまっているかということそうではないとも思う。というのも、例えば細い点で書いてある所定外労働時間というのは製造業だけではなくて、非製造業も落ちてきている訳なので、労働時間だけでなく、限界労働力部分で労働者数が落ち始めること自体は不思議ではない。最近倒産企業の雇用者数も増えているので、この数字を丸飲みする必要はないと思うが、方向感としてはやや雇用調整のスピードが早まりつつあるのではないかと思っている。本当のスピード感については、あと1~2か月統計を見ないと確かめることは申し上げられないように思う。

最後に物価だが、物価に関しては、卸売物価が出ていて、その内の輸入物価については、3か月前比で見て、かなり大きく輸入物価が下落している。犯人は何かというと、金属・同製品で、これは非鉄である。要するに、世界的な同時減速の中で、景気に対して最も敏感といわれている非鉄の相場が下がっている。それからもう一つは、石油・石炭・天然ガスと書いてあるが、その中の原油で、この二つの下落が大きく効いているということである。国際商品市況は、極く最近是一本調子の下落でもなくなってきたが、この統計で見るともう少し弱い数字が出てくると思っている。その影響は国内卸売物価に既に表われているし、また表われてくるだろうと思っている。この3か月前比をみると、このところ7月、8月、9月、10月と4か月連続で、3か月前比の下落幅がずっと拡大してきている。それは何によるものかということ、機械類については基本的には同じ流れである。これまで私は、鉄鋼・建材関連、素材その他といういわゆる素材のグループでの在庫調整の遅れみたいなものが卸売物価を下に引っ張ってきてい

ると説明してきたし、相変わらずそうではある。ただ、このグループについては先程も在庫調整について限界的な変化を説明したとおり、下落基調には変わりはないが、限界的に下落幅が大きくなる方向ではなくなりつつある。他方でむしろここへきて下落が目立っているのは、為替・海外市況連動型、要するに非鉄、石油のグループである。ここ最近では素材グループの下落が少し目立ってきた訳だが、足許のところで下落幅が拡大しているという理由については、実は石油とか非鉄の下落が大きく効いている。その他のグループには、狂牛病による牛肉の下落も影響している訳だが、いずれにしても先行きもあと暫くは輸入物価の影響が出てくるので、国内卸売物価は下落幅が少し拡大気味に推移する可能性が高いと思っている。消費者物価については、前回の説明のとおりである。

最後に若干今申し上げたことについて、纏めさせて頂く。今回の、今年に入ってからの景気調整局面を振り返ってみた場合、年の半ば位まではどうであったかということ、輸出が大幅に落ちると生産が落ちる。設備投資については、IT関連を中心に落ちる。しかしながら、例えば、雇用みたいな部分の悪化は限界的な悪化に止まっていて、個人消費の方は安定しているという構図であったと思う。足許1~2か月の変化については、これまで相対的にその悪化が小さかった部分、すなわち雇用のところで悪化が段々はっきりしてきて、個人消費についてもそれ程大きく崩れている訳ではないが、個人消費についても影響が目に見えるようになってきたというのが足許の大きな変化であろうと思っている。他方で、先に悪くなったグループ、すなわち輸出についてどうかということ、正直いって非常に見えにくい状況である。もしテロなかりせば、というふうに考えれば、先程IT関係について若干良いニュースがあると述べたとおり、こちらの落ち込みの程度は少し緩くなってくる可能性もあった訳だが、車を含めた米国の消費の動向についてよく分からないので、先行き非常に不透明な状況にあるということだろうと思っている。最後にもう一点だけ加えさせて頂くと、我々が少し今気にしているのは、先程、山下金融市場局長からも話があったが、銀行株が下がっているとか特別検査があるとか、色々なことの影響

が企業金融に少し表われてきているという感じで、マイカルの破綻の直後は社債マーケットに極く一部影響があったが、全体として企業は非常に気楽な雰囲気だったと思う。それがここ半月、ひと月位の感じをみていると、社債マーケットは明らかにナーバスになってきてるし、CPについても低格付けの年越しのところでは若干影響が出始めているということで、企業サイドの方がややナーバスになっている感じがある。もちろん現時点で直ちに98年の再現ということを考えている訳では毛頭なく、従って、現状、こういったことが実体経済活動に何か影響をしているという訳ではないが、少し注意してみていかなくていけない局面かと思っている。そういうことで前回は、米国テロに伴う輸出のさらなるショックという可能性について、ややウエイトを置いて話をしたが、差し当たりその問題については目先はっきりした影響が出る方向ではない。他方で、雇用、消費の話とかあるいはまた企業金融の話等々もあるので、今回は、冒頭表現についてもどちらかという雇用、消費とかにウエイトを置いて、海外要因についてはあまり大きくプレーアップしないというような方向で全体を纏めた。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

早川調査統計局長の話を聞いていると全部楽観的に聞こえる。最後の企業金融への影響のところをもう少し説明して欲しい。

早川調査統計局長

要するに現状、例えば97~98年の状況と今とを比べた場合、企業金融への影響はそれ程大したことはないので、今現在騒ぐような局面ではないと思っている。ただ、やはりご承知のとおり、まず社債のマーケットでは低格付のところのスプレッドが大きくなってきて、少し発行し難くなって

きているし、CPについても低格付のところは年越しについて少しスプレッドを要求されているような感じになっている。そういう実際のマーケットの動きに加えて、一つには、先程述べたように、いわゆる特別検査の話があり、また一方に銀行株の大幅な下落ということがあって、企業サイドもまたかつてのようなことが起こるのではないかという心配みたいなものがかすかに出てきている。今どうこうということではないが、そういうことが起これば個人消費みたいにゆっくり悪くなっていくという話ではなくて、急に変化が出る可能性があるので、注意してみていく必要があると思っている。

中原眞委員

アジアにおける64メガの取引価格は最後のところはまだ出ていないということか。

早川調査統計局長

実は、アジアの方は64メガのマーケットが薄いので、数字が発表されなくなってしまった。

中原眞委員

春の糠喜びというのは3月か4月か。これは何だったのか。地震は関係あるのか。

早川調査統計局長

地震は関係なくて、DELL辺りがやや買い付けを行なって、その時に少し在庫調整が進み始めたという議論も当時もあって、DELLの買い付け等をきっかけに、一時は反発したということである。現在も、最終メーカーによって強いところと弱いところがあって、今みたいな状況、少し在庫が減ったところで、強気のメーカーが発注を出してくるとそれに対して反応するとか、あるいは例のハイニックス、現代電子の減産の発表の影響

が効いているとか、色々なことが言われているが、取り敢えずは余りにも下がっているために反発すると比較的大きく値段が飛ぶという感じである。

中原真委員

この半導体価格は、市場取引の平均価格なのか。

早川調査統計局長

これはスポット価格である。

中原真委員

特定取引分か。

早川調査統計局長

限界的なマーケットである。いわゆる企業間で契約で行なわれているものはこのような動き方はしない。ある意味で契約外で溢れ出てくるもののスポット値段なので、下がる時も派手に下がるし、上がる時も派手に上がる。ただ、逆に言うと、需給をみる意味ではそれはそれで色々な情報を含んでいる。

三木委員

ただレベルという見方をこれでやってしまうと間違えてしまう。

早川調査統計局長

然り。

三木委員

スポットの需要なんかは僅かなものだから。

早川調査統計局長

鉄鋼の世界でもスポットマーケットは派手に動く性質がある。

三木委員

そういう見方をしていないといけない。

田谷委員

メリルが少し強気のレポートを出したのはいつ頃だったか。

早川調査統計局長

色々なのが出ている。例えば今言われているのは、今晚辺りまたDEL Lが強気のことをいうのではないか、ということは言われている。

速水議長

先程の中原伸之委員の質問で、企業金融がナーバスというのは確かにあるが、ここへきて、CPにしても社債にしても、残高はむしろ増えているのではないか。

早川調査統計局長

CPは増えている。社債も全く出なくなった訳ではない。98年頃と今とははっきり違うのは、98年の夏から秋にかけては、財務内容的にみてかなりいい先までもが、やはり相当CPについても出し難いとか、あるいはまた銀行から回収を言われているから大変だとかという感じで、相当浮き足立った雰囲気があったが、今現在はそれとは全然比較にならない状態である。ただ、逆に言うと、2、3か月前までのお金はジャブジャブで何の問題もないのだということからみると、明らかにここ2、3週間変化してきているということを述べた。

速水議長

二極化してきたということか。

早川調査統計局長

然り。

速水議長

株価が下がってきたということは言えるかもしれないな。

早川調査統計局長

先程、山下金融市場局長からも報告があったとおり、やはり銀行株が下がってくると皆に色々と不安な、悪い連想を呼ぶことは間違いない。

三木委員

それは大きいね。やはり特に企業の立場からみたら非常に大きい。

中原伸之委員

現状では、最大の問題である。

早川調査統計局長

ただ、実際に今取れないとか、そういう話ではなくて、あれをみていると心配になってくるというような、そういう動きだと基本的には思っている。

速水議長

今日は、株は400円も上がっているが、これはアメリカのせいなのか、それとも小泉総理があれだけはっきり物を言い出したからか。

山下金融市場局長

今日、最後に上がったのは、アメリカが上がって、ハイテク関係が上がって、銀行株はマイナスである。最後に上がっているのも、多分売っていた人が買い戻した動きもあると思う。

田谷委員

タリバンの崩壊もあるのではないか。

速水議長

ほかになれば次に移る。企画室から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お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

金融環境だが、実は大分議論が進んできたので、出た論点を若干データで後付けさせて頂くという説明になるかと思う。今日説明しようと思っていたのは、これまでの金融環境の中では、金融市場の金利とか余剰感を中心に非常に緩和効果が浸透している部分と必ずしもそうではない部分との対比ということを軸に説明してきたが、その必ずしもそうでない部分の方が、やはり厳しい方向に変化を始めている動きがあるということで三点報告しようと思っている。一つ目は、やはり低格付を中心に社債、CPの環境が厳しくなっているということ。二つ目が、金融機関の貸出態度も、あるいは企業の資金繰りといった間接金融回りの厳しさも少し増しつつあるということ。三つ目は、それらと実体経済の動きの全ての結果としてということだが、10月の倒産が急増したということで、この三つをポイントに説明しようと思っている。

まず、5業態の貸出残高の前年比を見ると、8月-2%、9月-2%、10月-1.9%とほとんど変わらない。先程述べた銀行の貸出態度との関連で注目すべきは、実績よりもむしろ将来の計画であって、今年の12月の計

画と来年の3月の計画の数字を10月の実績と比べてみると、10月の実績の-2.6%より来年3月の計画が控えめとなっている。これは12月の計画の数字が出た時も説明したが、元々金融機関の貸出計画というのは、どちらかという足許の実績と比べるとやや高めの計画を立てて、結局未達でしたというパターンが多かった訳だが、この12月、3月では足許と比べても弱めの計画になっている。この最大の理由は、資金需要がどんどん低下しているという需要面の理由が大層だが、それ以外にこのところ金融機関の融資態度が、ボリュームも利鞘もという方から若干ボリュームのウエイトを落としつつあるということも反映されている可能性があると思う。社債・CPについて、実際の数字を見ると、社債の発行残高の前年比は、今年の初め、金融緩和措置の実施に伴う金利の低下によって発行額が相当急増して、その反動で少し落ち出したが、足許はやはりトリプルB格の発行がほとんど停止ということで、さらに伸び率を落としている。ちなみに今年の9月まで、大体トリプルBの発行ウエイトは1割前後であり、この7~9月期は14%だったが、10月は0.7%ということではほとんど停止状態ということである。それに対してCPは、先程、早川調査統計局長から説明があったとおり、CPもやはり低格付けを中心にやや発行が厳しくなっているという声が出ている。ただ、社債と比べるとまず短期であるということと、それとやはり潤沢な資金供給という緩和効果がややリスクをオーバーライドしているというような面もあって、社債ほど今のところひどくはなっていない。A2とA3の発行のウエイトを見ると、これは9月には急減したが、10月には若干戻っているという状況だが、ただ、やはり社債・CPとも次第に低格付先中心にロールオーバーし難くなると、場合によっては銀行借入に戻らざるを得ないというような声も出ている。

次に、マネーはほとんど変わっていないので数字だけ見ると、マネタリーベースは10月の前年比+14.3%と引き続き9月と並んで14%台の高い伸びになっている。銀行券の伸びは少しずつ伸びを落としているが、日銀当座預金の伸びが9月は前年比103%と倍、10月は123%と2.2倍ということで、これが伸びを持ち上げている。ちなみに11月も今のところの

見通しでは、恐らく 14%前後という伸びが続くと思われる。マネーサプライも 9 月にぼんと伸びが高まった後、10 月もほぼ同じで、M2+CD は 9 月の+3.7%の後、10 月+3.6%と、中身も M1 のうち預金通貨の伸びが高まっているという状況は特に変わっていない。

それから銀行の貸出態度の関係で二つ説明する。まず一つは、スプレッド貸出のスプレッドである。短期はほとんど変わっていないが、長期は、足許、夏場以降かなり急激に上がっている。これは元々非常にぎくしゃくの激しい数字なので、この 2~3 か月で何が起きているのかをもう少し調べてから報告しようと思っていたが、市場局のヒアリングによると、このスプレッド引き上げは、既に金利が下がりきっている短期よりも、やや長めのローンの方がやりやすいということで、スプレッド引き上げがこの辺で少し実現しているということのようである。それから金融機関の貸出態度関係で、企業金融関連を見ると、中小公庫の月次の D. I. の数字では、去年 1 年間大体 19 台だったのが、10 月は 13.3 ということで、緩和超幅が縮まってきているのが、この 9 月、10 月とはっきりしている。また、中小公庫、商工中金の資金繰り D. I. の月次の数字を見ても、次第に資金繰りが厳しくなりつつあるというのがみて取れる。先程、話題になっていた 98 年頃との比較ということで、中小公庫の中小企業景況調査を見ると、98 年頃というのは非常に急激に金融機関の貸出態度が悪化した訳で、いわば黄色の信号を飛び越していきなり赤信号になったという感じだが、それと比べれば、厳しい超幅が若干増えている、緩い超幅が若干減り出しているというのが足許の動きなので、それ程急激な状況ではない。しかし、方向としては徐々に厳しい方向に切り替わりつつあるということだろうと思う。

最後に企業倒産件数だが、昨日の午後公表された数字で、今朝の新聞にも出ていたが、9 月が 1,592 件で、大体これまでは、月次で 1,500 件台平均の動きが続いてきたが、10 月は 1,843 件、前年比で 11.4%と急増した。10 月は元々季節的に倒産の増える月であるが、季節調整を掛けても 9 月の 1,594 件に続く数字が 10 月 1,725 件ということで多めに出ている。1

件辺りの負債額は5億円で、非常に零細中小の部分、中小というよりむしろ零細であるが、ここを中心に倒産が10月に入って急増したという姿である。その一つの証左が特別保証制度関連倒産だが、これが9月の402件から10月は549件と急増しているのが特徴である。元々この倒産の動きについては、今年の3月に特別保証関連の駆け込みがあって、その返済の猶予が1年間という制度であって、それを使うところが相当多くて、そうすると来年の春頃は危ないのではないかというのがこの倒産業界の人達の定説だった。それが、やや早く来た、何とか特別保証を使って当座の金繰りは凌いだが、やはり持ち堪えられなくなったという向きが10月に入って急増したのではないかという見方である。この後だが10月はやや増えすぎた感じもあって、このままのピッチで増えるとはみていないが、やはりここで少し水準は上がってくるのではないかという見方が多いようである。先程98年との比較でみたとおりに、あるいは先程早川調査統計局長から説明があったとおりに、ここで非常に急激に変化しているということではないが、幾つかの点で金融環境もより注意すべき信号が点滅し始めたという感じではないかと思われる。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問はあるか。

三木委員

今、説明のあった倒産件数について、資本金別内訳の10月の数字で特徴的な動きはあるか。

雨宮企画室参事役

零細が増えているというのが特徴的な動きで、例えば構成比で見ると、1億円以上では、2.1という構成比は変わらず10月も2.1である。1千万円～1億円未満は、57.3だったのが10月は53.6で、1千万円未満の27.4が10月は29.1、個人企業の13.2が10月には15.2ということなので、

個人、零細が増えてきている。

三木委員

業種別はどうか。

雨宮企画室参事役

業種では、どれが増えているかといえば、卸・小売が多い。後は、建設である。

三木委員

やはり問題業種だからな。それは変わらない。

雨宮企画室参事役

ちなみにこの倒産件数の 1,843 件というレベルは、これは東京商工リサーチと帝国データバンクでベースが違うが、いずれにせよレベル的には、過去実は日本で倒産が一番多かった年というのは、1984 年（昭和 59 年）だが、その時の 5 月に、私共が使っている東京商工リサーチベースだと 84 年 5 月に 1,965 件というのを記録していて、そこからそれも含めて史上 4 位の大きさということである。実は 1 位、2 位、3 位というのは 84 年に全部集中している。

中原伸之委員

特別検査の行方などは、どのようにみているのか。

雨宮企画室参事役

それは私がお答えする立場でもないし能力もないが、世の中がどうみているかということか。

中原伸之委員

どちらでも結構である。

雨宮企画室参事役

それは先程も議論があったが、それも含めてやはり企業、金融機関、マーケットサイドでは、金融システムの行方とそれが与える影響についてやはり徐々にナーバスになってきているということではないだろうか。

山口副総裁

先程のスプレッドの拡大というのは、貸出残高の減少を少し大きくしているような面を持っているのかどうか。

雨宮企画室参事役

山口副総裁が言われているのは、スプレッドを上げて供給曲線を下の方にシフトさせることによって落とすまで強いのかどうかということですよね。一応、方向性の資料として説明したが、例えば短期の方のスプレッドの引き上げはほとんど成功していない。この長期のスプレッドローンというのは、全体の貸出の内の実は割合からいうと、10%もない、非常に小さなウエイトである。ただし実は長期ローンであるということと、内容の悪い企業が多いことと、それから金利がゼロよりはまだあるので、少しスプレッドの交渉がしやすいということで、いわば金融機関がボリュームよりも利鞘を重視したいという姿勢が集中的に表われている可能性はある。ではこれが全体として供給をもう少し絞る程強い供給曲線のシフトを表わしているかということ、まだそこまではいっていないと思っている。

三木委員

何%位か。

雨宮企画室参事役

このローンのタイプには色々なタイプがあるので分け難いが、長期のスペッドローンというのは、全体の貸出の多分4~5%という感じである。

中原真委員

長プラベースはどれ位か。

雨宮企画室参事役

長プラベースと短プラベースは、長期の中では短プラベースの長期貸しの方が多。短プラベースの長期貸しというのは、大体長期のうち、5割弱位あって、長プラベースの長期貸しというのは3割位で、純然たる長期のスペッドローンというのは1割位。全体の貸出の内、長期ローンの割合が35%位で、その1割なので3、4%と申し上げた。

中原真委員

最近、生保が長期貸出を相当程度行なっているとかいう話を聞いている。何かあるか。

雨宮企画室参事役

ヒアリング資料、データでは長期の市場に入って大分色々なところで競合しているという話は聞くが、実は生保の貸出の数字は、全然変わってなくて、-0.3%位であって、そういう話はあるが、数字を変える程の大きな動きになっているとは聞いていない。

中原真委員

判で押したように、-0.3%となっている。

雨宮企画室参事役

数字はきちんとヒアリングの数字で書いているが、驚く程動いていない。

速水議長

宜しいですか。それでは本日の議事はこれで終了する。明日は午前9時から会合を再開する。以前から言っておりますように、決定会合に関する議事内容は厳正な機密管理をお願いしたいと思う。どうもありがとうございました。

(午後3時38分中断、16日午前9時1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

それでは定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合を再開する。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をして頂く。その後、政府から出席の方々の発言があればお願いする。そして金融市場調節方針の採決を行ないたいと思う。採決の後、11月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に前々回の会合の議事要旨を承認して頂く予定である。本日の政府からの出席者は、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が、11時頃に竹中経済財政政策担当大臣が出席される予定と伺っている。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するという約束であるので、委員及び政府から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お願いする。

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは昨日の執行部からの報告等を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行ないたい。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戴して討議を頂く。その後、政府から出席されている方々から意見があれば伺うという順番で進めていきたい。それでは委員方に意見を頂くが、ポイントを絞って議論頂くために、金融経済情勢、金融政策運営方針の各ラウンドにおいて、それぞれ一人5分程度を目途にお願いしたい。では金融経済情勢について、本日は三木委員から願います。

三木委員

それではまず経済情勢の方だが、まず、景気の総括感から先に述べたいと思う。今、日本経済はデフレの状況にある。バランスシート調整が続く中、需要不足、供給過剰が解消されないこと、メガコンペティションの中で低価格品の輸入圧力が継続していること、国際競争力コスト達成を目指して企業が事業再構築を図っていること、こういったことがデフレの構造的背景としては大きい。結果として、物価面では需給バランスの崩れによる価格の下落、高コスト体質是正による価格下落の動きが顕著であるが、規制緩和によるインフラコスト引き下げ、あるいは生産性向上、技術革新による価格下落の動きも大きいと思う。先行きであるが、12月に向けて生産、物価ともにさらに落ち込むと、景気は一段と厳しい局面になると思う。先行き1月以降であるが、生産と物価の下げ止まりがいつかということがポイントになると思っている。

こういう中で問題点は次の二つである。第一は、個人消費が平時だという点からも、今はデフレ・スパイラル——物価下落と景気後退の連鎖的な悪循環——に陥ったとまでは言えないが、今後はそのリスクについて注意深くみなければならぬ局面までできてしまったということだと思う。第二

は、特に不良債権処理、ペイオフ解禁等といった問題からも、金融システム不安が顕在化し、実体経済との同時連鎖的な悪化に陥るリスクがあり、この点が問題ということである。それらを踏まえた実体経済の主要ポイントであるが、企業部門は一段と悪化ということで、3月期末に向けて企業収益の悪化が続く、さらに時価会計という面からは、3月末の株価と為替相場が大きな問題になる。これをディマンドサイドから見ると、個人消費は二極分化のままでなお平時の状態にはあるが、このままでは先行き悪化するリスクは大きいと思う。若干データをいえば、調統局の説明にあったように、勤労者世帯の実質可処分所得の7~9月を見ても前年比-1.7%となっているが、実質消費の方も前年比-0.8%ということで、身の丈に合わせた消費を継続しており、7~9月の消費性向は71.4%と概ね横這い圏内で推移している。消費者コンフィデンスを見ても、これは悪化傾向ということで9月の消費者態度指数は36.9と、金融システム不安が広がった平成10年9月以来3年振りの低さまで低下している。消費者心理調査では、今後1年間の暮らし向きを示す生活不安度指数は153ということで、やはり1977年の調査開始以来最悪になっている。特に自動車、電気機器販売に陰りが出てきたということである。10月の新車登録台数（含む軽の国産車）では、前年比-3.1%と9月の-3.9%に続いて2か月連続のマイナスになっている。それから9月の家電販売、NEBA統計は、これも前年比-5.5%で3か月連続のマイナスである。ただし、パソコンの落ちが大きい故にパソコンを除くベースで見るとほぼ前年並みに未だ止まっている。設備投資は一段と減少ということで企業収益の大幅悪化がこれを加速させている。データの少し見てみると、9月の機械受注は前期比-13.2%の減少であり、特に製造業向けは前期比-18.4%と大幅な減少になっている。これまでのこの設備投資の流れをちょっとレビューしてみると、設備投資はまずIT関連産業からスタートして、これがITユーザーの設備投資に波及し始めたが、しかし、ITバブル崩壊でIT関連産業の設備投資がストップし、さらに米国不況を契機にITユーザーへの波及の動きも今ストップしている。結局、ITをトリガーに始まった設備投

資拡大の流れは一挙に萎んでしまったということだと思う。ただ、IT投資が生産性向上に不可欠だとの認識は変わっていない。従って、引き続きソフト投資に対する最低限の設備需要は底固さを維持している。ITが21世紀のリーディング・インダストリーだということは間違いないことであるし、中長期的には右肩上がりに成長の続く唯一の産業だと思っているので、今は短期的な調整局面、しかしながら初めての厳しい調整局面ではあるが、そういう局面でこれがいつ元の上昇軌道に戻っていくかということが問題だと思っている。在庫調整は紙・パルプ、石油・化学、電気機械等で進んできたが、鉄はなお時間が掛かるという状況で、業界全体でみると在庫水準自体は低下しているが同時に出荷も落ちているために、逃げ水現象になって在庫率がなお高止まりの状態である。輸出の悪化基調は変化なし。サプライサイドを見ると、以上を受けて鋳工業生産は3四半期連続のマイナスということで、10~12月期も前期比-1.8%の見通しで、さらに落ちが続くということである。産業別に見ると造船とマンション以外は全て悪い状況である。これまで景気悪化の主役であった建設に続いて、ここにきて波及効果の大きい自動車に陰りが出てきたのが問題である。建設は、首都圏一極集中の姿は変わっていないし、そういう中でここにきて一旦下げ止まりの様相ではあるが、二番底は避け難く、つまり再び落ちる情勢になっている。これもデータの的に少し見ると、7~9月の建築着工床面積——非住宅ベース——の前年比は-6.3%となっているが、このうち9月だけを見ると-1.8%ということでここへきて下げ止まりの一時的な様相は若干窺える。平成13年度の建築着工床面積見通しは、6千から6千2百万平米ということで昭和42年レベルを下回るとの読み筋通りの展開になっている。一方、分譲マンションは好調ということで、7~9月も前年比+11.3%であるが、特にこのうち9月だけを見ても+14.9%と非常に好調である。ただし、持ち家は前年比-13.5%ということで、持ち家は駄目である。従って、住宅の方の着工戸数も年率ベースで9月は118万戸位だったと思うが、大体110から120万戸の間位という今までの考えはあまり変わらないということである。因みに構造調整の遅れで過当競争に陥っているゼネコンで

あるが、今の彼らの受注価格は前年比約-30%と大幅に下がっており、これは非常に大きな問題である。玉突き現象の如くこのゼネコンの下にはファブリーケーターがあって、その下には素材メーカーがいるが、ゼネコンの下にあるファブリーケーター、鉄骨組み立てメーカーでは、中国への海外生産シフトにより、海外から安値鉄骨を逆輸入する、つまり海外で鉄鋼を調達してそして鉄骨を組んで、それを日本に持ってくるということである。そして国内で作った分を組み合わせて対応せざるを得ない状況になっている。因みにこれを数的に言うと、日本国内で作った鉄骨というのは、トン当たり14万円位であるが、逆輸入の鉄骨は半値の7万円位で入ってきており、それを組み合わせて大体平均で10万円位の鉄骨価格となって、漸くゼネコンの30%ダウンに合ってくるという状況である。この結果、わが国の素材メーカーまでが、価格減、数量減、収益減という形で建設の過当競争の煽りを受ける格好になっているという状況である。自動車生産は平成13年度の当初計画、年980万台ベースというのを下方修正して950~960万台ベースになりそうである。平成12年度は因みに1千4万台を作っている。この後、生産を支える国内自動車販売であるが、メーカーの二極分化、トヨタとホンダの二人勝ちというこの状況には変わりはないが、このメーカーの二極分化がなお強まるという中でマクロで見ると、前年度比若干増の計画で今まで走ってきた訳であるが、先程述べたように9月以降は計画を下方修正せざるを得なくなっており、9月は前年比3.9%減、10月は前年比3.1%減と2か月連続でいよいよマイナスになっており、年度を通せば前年度比微減の姿に収まるだろう。一方、輸出であるが、輸出は対米輸出を中心に落とさざるを得ないという見通しである。これも調査統計局の説明があったが、アメリカでは11月末まで一部高級車種を除いてゼロ金利ローンの販売促進運動ということで米国国内販売を下支えしている。当初11月20日で打ち切りであったものを11月末まで延長しているが、しかしこれは明らかに需要の先食いである。従って、この数量はいつまでも続かないということで、早晚、販売の息切れは必至である。従って、アメリカ向けだけがこの7~9月を通じてみるとプラスできていたが、

輸出全体としては7~9月は3.4%の減であり、就中9月は5%の減となっている。10月以降は対米輸出も落ちることになるから、輸出減を通じて生産減に繋がると、これが自動車メーカーにとっては一番ダメージとなる。この間、もう一つの問題は、日本からのノック・ダウン部品の輸出がここへきて大幅減少していることである。つまり、部品メーカーの海外生産シフトの裏返し現象になっている訳で、ここにきての製造業の空洞化問題が電機に続いて自動車部品分野までも加速されている。電機については、引き続き生産拠点の海外移転で国内生産でマイナスのダメージはなお続く姿である。次に雇用・所得環境を見ると、やはり徐々に悪化の公算大であり、所得環境も所定外賃金の落ち込み、夏季賞与不振と所得環境は徐々に悪化する方向である。先行きは冬季賞与の落ち込みは避けられない他、来年度は所定内賃金の切り込み、ワーク・シェアリングも避けられないので、一段の悪化は不可避である。雇用環境は製造業を中心に雇用削減圧力が継続し、引き続き雇用環境の悪化もまた不可避の情勢ということで、家計部門は早晚悪化の方向を辿らざるを得ないだろうと思う。個人消費は現時点ではなお、平時だという評価ではあるが、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徐々に落ち込みを見せ始めるリスクが大きいと思う。次に物価下落であるが、生産性上昇、新技術による価格下落だとか、わが国の高コスト体質是正を進める価格下落というのは避けて通れない流れである。これらは構造的な価格下落とも言えるが、国民経済にとってもプラスだし、経済成長と整合的とこれは受け止めるべきだと思っている。一方、需給バランスの崩れによる価格下落、これは勝ち組、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ていくということになる。企業は今、価格建て直しのための在庫調整、生産調整に躍起になっている訳であるが、需要減になかなか追いつかず、需給バランスの回復ができない。この結果、過当競争による安売りは止まらない。構造調整による過剰設備、過剰雇用の解消を急がなければならない所以である。ただ、マクロで捉え直すと、先に述べた構造的な価格下落も含めた物価下落は、企業、国、あるいは地公体等の過剰債務者の実質債務負担を高

めて、その分だけバランス・シート調整圧力をさらに強めているという点が問題である。企業部門へのインパクトという視点から総括すると、フローの面、つまり企業収益の悪化、それからストックの面、つまり実質債務負担増というこういう両面からダメージを被る姿になっている。だからこそ今、価格下落が企業にとって最大の問題になってきているということである。これに加えて、企業部門の懸念材料が為替と株価である。因みに企業サイドから為替の採算レートと見ると、リストラ対応の進んだ優良企業、例えばトヨタなどは110円程度である。構造調整対応の遅い先で130円程度である。平均的に見て120円近辺が居心地のいい水準ということになっている。勿論、為替は市場原理のもと、ファンダメンタルズを反映して安定して欲しいと、また急激な乱高下は介入で防いで欲しいというのが産業界の思いではあるが、ただ今の経営環境では円高は困って、円安が望ましいというのが本音である。しかし、為替は相手のある話で、特に米国経済に組み込まれた日本経済にとって、意図的な円安に対する米国製造業の出方には極めて神経質にならざるを得ないという状況なので、従って、自然な円安はそっとしておいて欲しいというのが産業界の本音である。

次に物価目標であるが、物価目標の数値化、つまりレベル若しくは変化率であるが、この数値化については物価安定の目標としては期限と共に必要だと思う。現行はデフレからゼロ%以上に持っていくまで今の政策を続けるとしている訳であるが、これはその一里塚とも言えるものであって、現在の経済情勢では、第一に金融政策で止めることのできない構造的な価格下落、つまり生産性向上、新商品による価格下落、高コスト体質是正の価格下落などが、なお続くと見込まれること。第二に需給バランスの崩れによる価格下落はバランス・シート調整、構造改革が続く中では、財政、それから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ということ。しかも名目金利はほぼゼロまできていることから、こういう中で金融政策だけでは、そのコントローラビリティは極めて低いといわざるを得ない。今重要なことは、まずは景気の回復、デフレを止めることである。そのために日銀に求められるのは、物価目標の数値化ではなく

て、物価下落を止める手段だと思う。物価目標の数値化はデフレを脱却し
平時に復してから考えたらどうかという主張を再度繰り返したいと思う。
企業金融その他の問題は第二ラウンドの方で説明する。

速水議長

それでは次に中原眞委員、お願いします。

中原眞委員

まず、実体経済であるが、昨日、調査統計局から説明があった経済活動
の現状評価につき違和感はない。前月に比して厳しさのトーンをもう一段
強めたということだと受け止めているが、特にポイントとしては次の二点
かなと思う。第一点は、テロ事件以降、米国で個人消費の鈍化傾向が現わ
れていること、それによって生産のもう一段の調整が行なわれるリスク、
それから世界同時景気後退のリスク、この二つのリスクが高まっているこ
とから、輸出を通じてわが国経済の調整も一段と深まるリスクが将来出て
きたということ、これがまず第一点である。それから第二点は、ここへき
てわが国の雇用・所得の環境悪化が目立ってきていて、個人消費への影響
が現実のものとなり始めていること。この二点を踏まえて、厳しいトーン
が打ち出されているものと理解している。米国では製造業受注は大幅な落
ち込みを示しており、生産の調整がさらに長期化する見通しであるが、テ
ロ事件以降、非製造業での大量のレイオフなど雇用・所得の環境、それか
ら消費者コンフィデンスの急速な悪化ということで消費への影響は強く
懸念される場所である。今後の判断のポイントとしては、やはり消費の
動向だろうと思うが、今まで堅調であった住宅部門なども一部で価格が下
がり始めているというようなニュースもあるし、先般のベージュ・ブック
でもこの辺りについて一部コメントがあったが、このような逆資産効果が
どのように現われてくるのか、これと個人部門もデット・オーバーハング
ということが言われているが、結局、減税とそれから金利引き下げ、それ
とこの逆資産効果の綱引きがどうなっていくのかということだろうと思

う。10月の小売売上げそれから自動車販売は非常に好調である。これは一時的なものという説明があったが、私もそうだろうと思う。クリスマス・ショッピングもそんなに落ちないのではないかという見通しも一部あるようだが、これも要注意と思う。先日の利下げでFedから出されたステートメントにはかなりの危機感が出ているように思われる。特に、グローバルな景気後退、デフレという懸念が高まっていることについての懸念が表明されており、米国の景気後退はさらに長引くと考えざるを得ないと思う。わが国の経済については、調整の幅、深さともここにきて一段と強まっていると思う。生産の調整は急ピッチであるが在庫調整が全体的にはやはり遅れている。何と云っても企業収益の回復の見通しが無い限り回復のプロセスは始まらないと思うが、今後の輸出、物価、株価の動向から考えても企業収益環境というのは下期にかけて一段と厳しさを増すと考えざるを得ないと思う。また、ここにきての株価低迷で、企業では、年金給付債務償却の収益への影響が非常に高まってきており、これも無視できないと思う。金融資本市場面での最近の動きを見ると、今のところ株価も長期金利も円/ドル為替などもいずれも多くの不透明・不確定な要因を抱えており、非常に動きづらいという市場の状況だろうと思う。長期金利については、テロ以後のリスク回避指向とか世界的なこのデスインフレの流れの中で、日銀の徹底的な流動性の供給から比較的、低位安定が保たれている。ただ、市場では既に二次補正、それから来年度の国債発行計画への憶測から、一部のレンジ、一部のゾーンでやや神経質な動きが出ているということは注目をしておく必要がある。株とかドル/円の為替については、小康状態という感じはあるが、やはり不安定な状態と言わざるを得ない。今後の動向のポイントとしては、やはり不良債権処理と構造改革、それからテロ事件の帰趨ということになるだろうが、具体的には次のようなポイントを指摘しておきたいと思う。まず、12月に予定されているQE、あるいは短観の結果は相当悪いことが予想される訳であり、こういうものが年末にかけて現実的に市場にどういったネガティブ・インパクトを与えていくか、ここはよく注目し、よく考えておかなければならないと思う。それか

ら二番目は、年末にかけてある程度明らかになる金融庁の特別検査の結果である。今月の22日以降に銀行の決算発表が行なわれるが、さらに年度末にかけてペイオフ解禁を控えた中小金融機関の動き如何で金融システム不安が生じる懸念が十分あろうかと思う。それから三番目は、構造改革の影響である。今後、構造改革の内容が具体的に見えてくる。また、痛みが具体的なものとして認識されるようになってくる。そういった中で、二次補正の議論が12月にかけて本格化する可能性もあるし、また国会閉会後のやや政治的な空白ということで市場が不安定になる危険性もあろうかと思う。それから最後に企業体力の問題だ。売り上げ不振からくるキャッシュ・フローの減少で、増加運転資金を必要とするような企業が出てきているようである。またリストラ資金のニーズも高まっている。不良債権処理が加速する中で、昨日発表された10月の倒産件数は、84年以来の高水準ということであったけれども、銀行の貸出態度は選別を強めつつある。また、市場でもクレジット・リスク・プレミアムが高まっているところから、一部の不振業種、中小企業にとって資金繰り窮迫のリスクは年末にかけてあると思っている。これらの色々なリスクを考えるとこれから年末にかけて企業、銀行、また個人マネー、いずれもリスク回避指向が強まり、防御的なスタンスになるだろう。また、市場が不安定化し、さらに、デフレ感、デフレ圧力が高まること、このリスクを十分に考慮しておく必要があると思う。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

私も調査統計局の昨日の経済の評価にほとんど違和感はない。資料をみると世界景気の同時後退というようなことが起きると、日本の景気に再度のマイナスショックが加わるというような分析が資料に少し書いてあったけれども、見ようによっては既に同時後退に近い状況になりつつあると

思うし、去年から今年にかけてアメリカ経済で起きたような変化、つまり5%成長で走っていたものが、ほぼゼロ成長にまで落ちるといような大きなショックが、もう一度、この先生じるといことはなかなか考え難いという感じを持つ。その米国経済であるが、恐らくこの第四半期もマイナス成長が続き、来年第一四半期位にかけても似たような状況が続く可能性が非常に高いと思うが、その後については非常に不確実性が高い状況だと思う。一方では、貯蓄率が9月にかなり跳ね上がって4.7%という数字が出ているが、勿論、減税の結果であろうと思うが、資産価格の下落に伴って起きると予想されていたことが既にかんりの程度起きてしまったと見ることもできるように思う。この先消費が大きく落ち込む、つまり貯蓄率がさらに上昇するということもあるのかどうかということを見ると、それはやや疑問のような感じもする。勿論、自動車の爆発的な伸びが出た後、そういう個別品目で大幅な反動減が起きるといことは当然予想されることであるが、貯蓄率がさらに上がるということがなければ概ね所得対応の消費の伸びが続く、それは当然かなりスローなものだろうとは思いますが、そういう可能性もないではないという気がする。しかし他方、今度は政策効果のことを考えると、財政政策でもって成長率を短期的に押し上げていくということになりつつあるのかどうかやや疑問のような感じもする。加えて、金利低下の効果がこれから先に本格的に出てくるという見方があるが、そういう部分も確かにあろうと思うが、既に自動車ローンの金利などがゼロに下がっているということを見ると、そういう効果もかんりの程度もう出ているとも考えられる。というようなことをあれこれ考えると、来年初め以降の米国経済についての不透明感が非常に高い状況だろうと言わざるを得ないと思う。国内については、昨日、一部で在庫調整がやや進み始めたというような報告があったし、自動車の対米輸出の落ち込みなどは多少先にずれているのかもしれないが、生産活動全体としてまだ低下を続けている状況だと思うし、10~12月、1~3月を含めてかんりのマイナスが続くと一応みている。ということは、雇用、賃金、それから物価などに対する下方圧力が引き続き強まっている状況ではないかと思う。そうい

う状況の中で、当面注意を要するのは、中原真委員も少し触れられたが金融システム上のリスクということではないかと思う。金融システムの安定自体、それ自体として重要なことだと思うが、この局面ではマクロ経済にとっても97~98年タイプのクレジットクランチを是非とも避けることが重要な局面だろうと思う。そういう意味で、株価、預金のシフト、金融機関の資金繰り、自己資本の状況といったものを金融庁とも協力しながらよくモニターしていく必要があると思っている。取り敢えず以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

日本経済の現状はさらに厳しさを増しているように思われる。まず、企業部門であるが、電子部品の在庫調整進捗など極く一部を除いて全体としては調整に歯止めが掛かっていない。家計部門では雇用・所得面が悪化しているし、海外旅行や自動車販売など相対的に堅調であった指標もその後減少に転じている。何とか横這い圏内というふうに評価してきた個人消費についての判断も弱めの方向に修正せざるを得なくなっている。

アメリカ経済であるが、9月から10月にかけて消費支出が大幅に減少したこと、それから消費者コンフィデンスの大幅悪化、失業率の上昇といったテロ事件の影響が、企業、家計の心理や生産支出活動に対して目に見える形で現われつつあるようにも見受けられる。一部に楽観論もあるようだが、こうした内外の景気動向の下で物価低下圧力はさらに強まっているように思われる。世界的な同時減速が一段と明確になる中で、原油などの国際商品市況も下落している。このため、当面、各種物価指数のマイナス幅は徐々に拡大していく可能性が高いと思う。これらの情勢を踏まえると、今月の基本的見解としては、景気判断をさらに下方修正することによってよいと思う。

金融面については緩和的な状態にあるという大局的な判断を変える程の

状況変化がある訳ではないが、幾つかの留意点を指摘しておきたいと思う。まず第一は、銀行の貸出姿勢についてであるが、これまで銀行は企業の信用力を見極めながらも基本的には貸出を増加させようとする姿勢にあったが、今後は、より利鞘確保、融資先選別といった姿勢を強めていく方向のように窺われる。これは不良債権処理負担の増大とか株式含み損の拡大で自己資本が目減りしていることが背景にあるかと思われる。このところ中小企業の調達環境が厳しくなる動きもみられており、銀行の融資姿勢と企業金融の動向は益々注視していく必要があると思う。第二は、銀行経営に対する市場の評価の厳しさについてである。金融機関、銀行の株価は、このところ98年秋に付けたバブル後の最安値を更新して下落している。また、表面的なジャパン・プレミアムこそ顕在化してはいないが、外銀の円転コストがマイナスになっていること、言い替えれば邦銀のドル調達コストが高くなっていること、さらには銀行発行社債や劣後債の流通利回りの国債との格差が拡大しているということなどを勘案してみると、邦銀に対しては様々な形で高めのリスク・プレミアムが課されているといってもいいと思う。今後は、銀行の健全性に対する市場の懸念が強まっていくと銀行経営や金融市場が不安定化していき、それを通ずる実体経済活動への悪影響が生じるリスクは排除できないと懸念される。こうした情勢を踏まえると金融緩和の度合いや政策効果の浸透状況については、これまで以上に目を凝らして点検していく必要があると思う。情勢判断は以上である。

速水議長

次に、須田委員お願いする。

須田委員

実体経済面では、昨日の執行部の説明と同じく景気の調整が厳しさを増していると思う。注目点も昨日説明されたとおりなのだが、一点だけ言っておくと、世界全体のデフインフレが進むということ自体が日本の物価を下げてしまうことがあるということだと思う。あとは物価の展望レポー

トでのリスク要因に即して、最近の動きを簡単にレビューしたいと思う。まず、ITセクターだが、先端的な動きがみられるアジア諸国では、一部に明るい動きがみられ始めているようである。例えば、台湾の大手 foundry maker では、新製品投入効果も手伝って売上高が回復している。昨日も半導体のスポット価格上昇の説明を聞いた。しかし、現地では全体として低調の域を出ておらず、現時点で回復軌道に乗ったとみるのは早計であるという評価が主流で、この背景として、最終需要が好転する手応えを確認できないことがあるようである。因みに、米国のIT関連の統計を見ると、在庫水準は引き続き大幅な減少が続いているが、出荷・受注は前年比マイナスが続いている。私は、現時点でこうした慎重な見方を覆すような材料を持ち合わせている訳ではないが、アジアのアナリストの間でも、ここに来てIT需要が一段と落ち込んでいる動きもみられないと指摘されていることもあり、潮の変わり目は意外に近いかもしれないと思っている。いずれにしても、引き続き、ITセクターの動向を注意深く探って参りたいと思っている。

次に、米国経済については、テロ事件の影響が一過性のものかどうかは予断を許さないという見方に変わりない。先行き米国経済がどうなるかということに関して、昨日のブルーチップのサーベイにもあったが、非常に悲観的な見方と楽観的な見方が二分しているという状況であるが、私は今のところはもともとの標準シナリオの考え方を引き続き持っている。こうした中で、内外金融資本市場では、投資不適格債と投資適格債の利回り格差でみた投資家の市場リスク認識が引き続き高い水準で推移している点は気掛かりである。例えば、米国における社債等の対国債スプレッドを見ると、格付けが高い債券ではテロ前の水準に戻っている一方、格付けが相対的に低い社債では、大きく拡大した後、余り戻っていない。また、投資不適格企業によるジャンク債の発行額は急減しており、資本市場からの資本調達がなお困難な状況が続いているようである。このように直接金融のルートが狭まる中で、今後、間接金融がどの程度円滑に直接金融を補完できるかは、米国経済の先行きを左右する重要な要因である。本来、銀行に

よる貸出は、資本市場とは異なるリスク選好度を持っており、より長期的な視点で企業に資金を供給するという役割を担っているが、米国の銀行では与信先の信用リスク判定において、株価や株価のボラティリティなどを説明変数に組み込んでいると指摘されている。すると、直接金融における逼迫感が与信先の信用リスクを高め、ひいては銀行貸出にも影響を及ぼす可能性がある。とは言え、米銀は日本と違って不良債権残高の比率も低く、コア・キャピタルも相対的に厚いので、今後とも米国における間接金融の下支えを期待しつつ、その動向に注目したいと思う。

最後に、金融機関の不良債権処理との関係で、大手銀行の業務運営方針などをみると、多額の不良債権処理の継続、貸出環境の悪化、さらに株式含み損の拡大による資本勘定の毀損、銀行株安などに見舞われており、自己資本の制約を意識せざるを得ない状況になりつつある。こうした中で、特に要注意先については、銀行による債務者の選別と対応方針の見極めが進んでいると思われる。これまでのところ、企業部門の資金需要そのものが弱いことから、自然体でもアセットが落ちるという状況にあるが、今後、銀行サイドの対応方針如何では、貸出のボリューム圧縮や回収、あるいは、貸出金利の引き上げなどが進む可能性があることには十分な注意が必要であると思う。とりわけ、前に挙げたように、資本市場で信用リスク認識が高いもとでは、企業金融に与える影響が懸念される。この不良債権処理が進むとその影響について、金融リスクが当面最も注意しなければならないリスクであると思っている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

内外経済情勢の厳しさが数字の上で確認されてきている。一方、内外の金融市場は、本邦株式市場で銀行株を中心として軟調となっていることなどはあるが、全体としては比較的落ち着いており、先行きについて総悲観

という訳でもなさそうである。もっとも、先行きの不確実性は大きく、实体经济関連指標とともに金融市場の動きを丹念に点検し続ける必要があると思う。来年の海外経済の成長率見通しが、大幅に下方修正されている。修正幅はアジアNIEsを中心とした東アジアが大きく、次いで米国もかなりの修正になっている。

まず、米国経済であるが、足許の景気の悪さを確認させるデータが発表されてきている。9月以降、生産、設備投資、消費、雇用などの面で急ブレーキが掛かったことが確認された。景気先行きに関連した各種コンフィデンス指数が急落していることから、近い将来、状況は改善しそうもない。しかし、金融市場はその後の回復について今のところ比較的冷静に評価しているようである。社債の発行は順調であるし、株価は上昇傾向をみせている。また、ドルは堅調で特にユーロに対する強さが目立つ。金融市場の動きは、米国経済が来年前半に回復し始めるとのシナリオと整合的なものと思う。東アジア諸国の輸出は、依然として前年比大きなマイナスとなっているが、変化の兆しともとれる動きが出てきた。例えば、年央以降アジアのNIEs諸国の輸出の前期比下落幅が縮小気味になってきたようにみえる。こうした動きとも関連していると思うが、9月末辺りから、韓国、台湾の株価が外人買いにも支えられて堅調になってきている。こうした動きは、半導体需要について底打ちを示唆するコメントがちらつき始めていることとも関連していると思う。もっとも、先進国において、IT関連の最終財需要が上向き始めたとの情報もないので、そうした需要の底打ちによる輸出の底打ちの兆しとまで期待するのはプリマチュアな希望的観測に過ぎないかもしれない、この辺りを注視しようと思う。

国内経済については、輸出の減少が続き、在庫調整、生産調整の長引くことがよりはっきりしてきた。生産調整が深く長くなるに従い、その影響が非製造業や家計に拡がりつつある。企業収益の下方修正が電機、精密、素材ばかりでなく建設、商社などへも拡がってきた。雇用・所得情勢の悪化は個人消費にも影響し始めたようである。ただ、こうした足許の景況の悪化は各国ともほぼ共通のものとも言える。一方、主要各国の株価を見る

と、9月後半の今年のボトムから2~3割戻している。米国、イギリス、ドイツ、フランス、あるいはアジアでは韓国、台湾、香港などである。ところが日本の株価の戻りは限定的である。政策発動余地の違いはあるが、しかし、東京市場の株価低迷の主因は銀行株の下落である。また、建設、不動産、小売、商社などで一部の過大債務を抱えた企業の株価が低迷していることも影響している。市場は様々な改革の進展、特に銀行の不良債権処理の進展と将来のビジネスモデル構築を催促しているように見える。当面のリスクとして重要なのは、銀行株価のさらなる下落を契機とした金融市場の不安定化ではないかと考えている。この点については、緊張感を持って事態の推移を見守る段階に入ったと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員をお願いします。

植田委員

ほぼ皆さんと同じであるが、海外経済動向、特に米国については色々なノイズを含んでいて判断が難しい点があるが、やはり弱いものが目立ってきていると思う。ただ、この中で皆さんがおっしゃったように、あるいは前回は指摘されたように、株価がやや逆方向に動いているなという感じがしている。これは考えてみると、金利も低下しているということと合わせれば金融緩和の効果である、とみるのが一つの素直な解釈かと思う。ただ、須田委員が昨日も今日も指摘されたように社債のスプレッドが拡大したままであるという現象とやや矛盾するようにも思える。色々な解釈がその点はあると思うが、一つの理論的な解釈としては、アメリカ全体を一つの企業のようにみたとして、その企業の動向が、ハイリスク・ハイリターンになったというふうに考えると、株をコール・オプションみたいにすれば株価は上がるし、リスクを気にした社債は売られるというような見方もできるかと思う。つまり、アップサイドはIT関連の調整が進み始めているという一部の期待、それから、これまで、あるいは今後の金融緩和、拡

張的財政政策運営の効果をやや楽観的に織り込んでいるということであるし、ダウンサイドは話をし始めればきりが無いという、両方のリスクがそれぞれ高まっているという状況のようにも思える。従って、ポイントは不確実性が增大しているということであるし、今後は、株価が示唆しているような方向で景気回復が半年前後辺りを起点に起こる可能性もあれば、ここ暫く今日のIMFも含めて色々な機関が見通しをやや大幅に下方修正しているが、そのとおりになる可能性もあるということだと思ふ。

国内については、皆さんおっしゃったように輸出、生産の調整が内需に拮がりつつあると思うが、これはある程度先月のレポートのメインのシナリオでも考慮に入れていた点であり、問題は今後どの程度の深さになっていくのかということかと思う。それから、企業金融面、あるいは金融システム、不良債権問題についての注意が必要であるという点、特に景気悪化、資産価格下落、不良債権問題の一段の悪化という悪循環のリスクが現状では黄色信号程度だが、今後は注意しなければいけないという点も皆さんのおっしゃるとおりかと思う。最後にその点に関連して、田谷委員もおっしゃったように不良債権問題処理の遅れが、国内の株価のやや低調な動きの根本原因にあるということとはもう一度強調しておきたいと思う。ただ、一つ反省してみると、政策の方ともだぶってしまうが、不良債権問題のため、日本銀行の資金供給が金融システムの外に働きかける力が弱いということ、我々は色々言ってきた。私自身も言ったことがある。中長期的な視点からはそのとおりに思うが、短期的にはもう少し複雑に絡みあっているのだと思う。つまり、現在の銀行部門をみると、質の良い借り手向けにはある種貸出競争的な現象が起こっている。それから、信用力の低い借り手に対しては新規の貸出はあまり出ない訳であるが、残高として見ると、ある意味で薄過ぎるスプレッドで貸し過ぎているという状況にあるかと思う。こうした無理な貸出を続ける中で、不良債権ないしその予備軍が増えているというのが実態かと思う。従って、マクロ的には不良債権問題で貸出が出ないというよりも、一部の過剰な貸出を整理できていないというのが不良債権問題の重要な側面であるように思う。ということは、不良債

権問題に対する対応が仮にどこかの局面で急速に進展するというようなことがあると、よく言われていることであるが、マクロの貸出は伸びない、場合によっては一段と低下するという局面を通る可能性がある。勿論、同時に、新しいあるいは既存の中でも有望なプロジェクトを発掘しよう、育てようという能力や意欲が回復して、ある意味で資金が回るようになるという健全な現象が起こってくるし、それを資産市場、特に株式市場が好感するということもあるのだと思う。ただ、マクロ的にすぐに貸出が増えてその裏で日銀のリザーブに対する需要が増えるというふうにも必ずしもいかないのではないかという点は念頭に置いておくべきではないかと思う。以上である。

速水議長

ありがとうございました。最後に中原伸之委員お願いする。

中原伸之委員

9月の景気動向指数は景気がどんどんと悪化しているということを示しており、OECDの9月の先行指標も3か月連続でマイナスになった。そういった中で、景気は一段と悪化するフェーズに入ってきたと、新しい局面に入ってきたというふうに思う。そういったことを背景に話をする。

景気動向指数であるが、今述べたように景気がどんどん悪化しているということを表しており、DIは50%以下が続いている。それからCIの先行指標は3.8%減少である。これをもとに計算すると、来年の2月の一致指数は、92.4位になるということで、大変低いレベルまで下がってくる。去年の8月を山と仮定すると、CIはその100に対して現在84.71ということであり、何回も繰り返すがバブル崩壊後の第11循環、オイルショック後の第7循環と調整の速さ、幅という意味でよく似ている。非常に警戒すべき局面である。そういった中で長期先行指数を分析すると、明確な下落を続けており、今後少なくとも8~10か月の間は景気の転換期点はこないという可能性が非常に高い。

OECDの先行指数は、今述べたように3か月連続かつ大幅な落ち込みであり、2000年7月のピークの117.4から始まって9月は110.6である。テロ事件以前から世界景気は下降局面に入っていたが、テロ事件がさらに大きな打撃を与えたということである。少なくとも下期中は下降局面が続き、回復が全く見込めないという姿になっている。従って、日本経済も外需中心に回復する姿は今のところではみえていないということである。

そういった中で問題なのは、経済の悪い面が非常に現われてきたということであり、特にこれから述べるデータはどちらかといえば遅行指標であったり、構造面の悪化に関連するデータであるが、そういうものが出てきたというのが短期的な現象である。一つは、失業率の増大である。第二は、倒産件数の増大である。第三は、企業金融の関係指標が悪化している。資金繰りDI、金融機関貸出態度判断DI等が軒並み悪化しており、そういった中で銀行が中小企業の低格付先の信用リスクを意識し始めていることは明らかであり、一部の業種ではクレジット・スプレッドが拡大し始めている。それから第四の問題は、銀行セクターの問題を市場が非常に深刻に認識し始めていることであり、一つはTOPIXの銀行株指数が11月12日にバブル後最安値を更新した。それから、各行のクレジット・デフォルト・スワップ・レートであるが、中間決算期を越えたにもかかわらず、これまでのパターンと異なり低下を見せておらず上昇トレンドが出てきている。そういった中で、構造改革は思うように進まない、一方で景気対策も打たれないという中で閉塞感が非常に強い。

そういった中で、日本経済が全体で沈んできていると思うが、もう少し長い目でみると、長期的な問題というのがここに来て爆発するのではないかと考えている。中長期の病根がギリギリのところまできている。一つは、経済のマクロの指標を見ると、17年前に戻ってしまったということであり、簡単に言うと日本経済の家計への富の傾斜配分が極まれているということである。1984年を100として直近の取れるところまでを取ると、個人金融資産は100に対して286、名目GDPが173、実質GDPが155であるが、日経平均は107、6大都市の地価は104、全国の地価は

103 ということであり、株価は 84 年に戻っている。それからもっと問題なのは、法人所得であり、大幅に悪化している。従って、未だ増加を続けている個人の金融資産、それに対して民間の不良債権及び政府部門の不良資産ということであり、著しく資産と負債のアンバランスが生じており、これは大問題である。

そういった中で法人資本が毀損されている。これは一つは株安、土地安、第二は法人部門の赤字というものが増えている訳であり、特に法人部門の赤字については、一番はっきり出るのは税務署の申告所得である。これの 99 年度分を全数調査すると、大幅に悪化している。日本の法人は儲かっていない訳で、大変な事である。それに倒産した企業の負債額を加えると、法人のマイナスは実に 11 兆円を越えるということであり、日本の法人セクターは全体で見ると総崩れである。それからそういった中で ROA が低いということも大問題である。2,550 社位を調べてみると、3 分の 1 が勝ち組であり、ROA が高く負債比率も低いということであるが、3 分の 1 は負け組であり、ROA はマイナスで、負債比率は高い、残りの 3 分の 1 は ROA が低く、負債比率は低いということである。これから企業が行なうべきものは二つあり、単なるバランスシートのリストラのみならずコストのリストラ、つまり総資産をカットすること、収益率を改善すること、この二つをやらなければいけないということであり大問題になってくる。

それからもう一つ問題なのは、参入規制、あるいは公的需要の拡大に守られて生産性の上昇率の低いところが実質賃金の上昇率が高いこと、あるいは他の産業並みになっているということであり、その最たるものが、建設業、それからサービス、不動産である。例えば実質賃金の上昇率から労働性の生産の上昇率を差引いた年率で見ると、90 年～95 年にかけては建設はその差が +3% 台の後半であり、それに対して製造業は -1% 台の前半である。それから 95～99 年までは建設は 3% 台の前半で、製造業は -1% 台の後半ということであり、大変な問題が起こっている。つまり労働の生産性の上昇率に見合った賃金の上昇率になっていない。これの原因は、今述べたように参入規制が行なわれている、あるいは公的需要の拡大により高価格を

維持してきて、その結果、高賃金になっているということである。これらの是正のプロセスがこれから始まるというふうに思っている。

それからもう一つ、法人の中で問題なのは銀行であり、資本の不足ということである。今年の8月現在の全銀ベースで見ると、自己資本が大体34兆円であるが、このうち優先株が6兆円、税効果が7兆円、さらに含み益等が約2兆円あり、これらを控除すると19兆円程度しかない。一方で、有価証券の残高は166兆円あるから、約14%動けば資本がすっ飛んでしまう。こういった中で不良債権が増えているので、金融資本のセクターの自己資本の不足がいよいよ歴然としてくるのではないかと恐れている訳である。

それからもう一つだけ述べると、将来の期待所得が下がってきており、これが消費に影響を及ぼすということを指摘したいと思う。一番はっきりこういう動きが出るのは生保であり、生保の色々な指数というのはマクロの変数と非常に良い相関関係があるが、最近をみると二つの特色があって、一つは、値段を下げれば売れるということ、それからもう一つはそういう値段を下げた中でもチョイスのある保険が売れるということであり、それ以外のものはほとんど売れていない。要するに将来の所得期待が下がってきて、そこまで価格を下げれば売れる、しかしその中でもチョイスのあるものでなければ売れないということである。これは何を意味するかというと、デフレの防御策というものが非常に拮がってきたということであり、これまでは食品とかあるいは医療を対象にしていたが、今はそれ以外のほとんどの最終需要品に対して拮がってきたということで、消費者がデフレ防御対応をいよいよ取り始めた。これまで消費は、いわば隔離された状態で持ち堪えてきて、通常の景気循環であれば消費性向というバッファがある訳であるが、今回はそれが多分もたなくなるというふうに思う。恐らく消費の総額を落としにかかってくるので非常に事態が難しくなる。それからよく言われる消費の二極化現象であるが、これは標準所帯では起こっていないようであり、これが起こっているのは高齢者の高所得層、あるいは高ストック保有層、それから若い女性に限られていると思っている。

最後に、アメリカについて少し述べると、アメリカは現在、Fedが450bp下げた、財政ももう少し拡大財政が続くだろう、それからタリバンが崩壊した、ということでユーフォリアになっている訳であるが、

とのヒアリングでは、彼らは楽観しておらず、コンサンプションがもっている間にインベストメントがどこまで回復するかが鍵だと、そして財政は当てにならないというような感じである。そういった中で彼らにとって最も気になるのは住宅価格と雇用の動向である。またモーゲージ・リファイナンス、あるいは300ドルに及ぶ小切手のリファンドは、ほとんど全て家計のバランスシートの改善に使われるだろうというふうな見通しである。

なお、最後にアジアのことが出たので一つだけ付け加えておくと、アジアにとって一番問題なのは、交易条件が97~98年のアジア通貨危機以降大幅に低下しており、その後全く回復していないということで、これが大問題である。この背景には電気製品をはじめとする輸出製品の低価格化競争が広範化し、アジアの各国間で交易条件の潰し合いが起こっている。そういった中で、製造業の生産工程就業者の時間当たりの報酬をみると、1999年にはアメリカが19.2ドル/1時間、日本が20.89ドル/1時間であるのに対して、アジアのNIEsは6.20ドル/1時間、中国は0.40ドル/1時間ということになっており、これらを背景として中国の低価格が日本ばかりでなくアジアの諸国にも大きな脅威になっている。そういった状況で、日本においては、企業、特に製造業は固定費の圧縮を前面に打ち出さない限り株価が安くなるという状況が続いており、雇用に踏み込んで削減を行なわない限りジリジリと地盤が低下している。市場の企業評価が大きく下がるという状況にある。以上である。

速水議長

ありがとうございました。以上で金融経済情勢について皆様の意見を一巡させて頂いた。ここで追加的な意見や議論があればどうぞ自由に発言下さい。政策運営については、これに引き続いて後でお願いしたいと思う。

中原伸之委員

アメリカであるが、この2週間位非常に大きな特色が起こっており、それは長期金利が急騰していること、逆に言うと債券が急落しているということである。例えば本日はもう終わったが、30年物の国債が25bp上がっており、2週間でほとんど100bp程上がっている。それから5年債をみると、今週の始まりが3.5%であるが、本日は4.1%、それからコーポレートボンドも10年物のAAAが5%から5.45%へ、3日間でそれだけ上がっている。これは何を意味しているかということ、一つは、12月にかけて大きなポジションをとるところがないものだから出来高が薄いということもあるが、もう一つは、株価の動きに見られるようなオプティミズムとは裏腹に、リスクも色々考えているということであろう。それは一つは、アフガニスタンであり、タリバン崩壊後いかにしてそこに安定政権を作るかというのは非常に困難な問題である。それからサウジアラビアに対して、前回述べたようにアメリカのマスコミが2週間連続で異常なアタックをしたが、そういったものを踏まえて、サウジに対して民主制を導入できるのかどうかという問題もある。それから、パレスチナの国家の建設も賛成ということを押シュが明言したので、そういった大きな問題、それからアルゼンチン問題もあるし、アメリカにとって困難さが増すということが言える。その結果、恐らくアメリカの国債の発行というのがまた増えるのではないかということであり、そういった意味で長期金利が上がってきているということは注目に値することであろうと思っている。それから株価については、簡単に言うとオプティミズムもあるが非常にブレーン・ウォッシングが進んでおり、ブローカー・ハウス、それからリテール会社、製造会社、エコノミストまでもそうであるが、全部来年度について楽観的な見通しを立てている、あるいは立てさせられていると言ってもいいと思うが、楽観色一色になってきているので、私の見通しは変わっていないが、いつかそれに対する反動が出てくるのではないかと思っている。以上である。

速水議長

ほかにございませつか。それではここで暫くコーヒブレイクにして、10時20分から後半に移りたいと思う。

(午前10時12分中断、午前10時22分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは時間になったので再開する。これまでの討議を踏まえて、次に当面の金融政策運営方針について、今回も一人5分程度を目途にして意見を伺いたいと思う。もう一度、三木委員からお願いします。

三木委員

それでは企業金融、それから金融市場、この辺のポイントの問題と、今、何が日本経済にとって必要なのかということ踏まえたうえでの金融調節方針という形で話をしたい。まず、企業金融、金融市場のポイントだが、貸出市場についてみると、企業は売上減、収益減からキャッシュ・フロー自体が細ってきているために、一段のリストラ実施により収益確保に力を入れている。これはフローの面だが、もう一つは、債権流動化による資産圧縮の動きを加速させており、これはストックの面である。この結果、金融面では企業間信用がシュリンクしているほか、対銀行取引ではバランスシート圧縮を狙い、借入金返済を最優先するという姿になっている。この結果、企業の借入需要としては、リストラ資金、これは一時的な退職金支払用借入需要であるが、それと運転資金需要がみられる程度で、前向きの資金需要はほとんどない。資金需要があるとすれば、それはほとんど海外案件になっているというのが今の実態である。マクロ的には、中小企業を中心に債務者区分の悪い先の貸出回収は依然として続いている。この間、銀行サイドの動きをみると、不良債権問題の早期解決のため、今後、要注

意先を中心に査定を一層厳格化する先も増えてくる見通しになっている。早い銀行では、企業が生きられるのか否かの見極め作業に既に入り始めているところもある。生き残り可能な先に対しては、経営者と一緒になって綿密な再建計画を策定したうえで、その後の計画を履行させる。しかし、生き残れない企業は切り捨てるというのが基本的な姿だと思う。この影響は、2002年3月期決算から顕現化し、株価が額面割れの建設、流通の淘汰はやっと進み出す方向になると思っている。銀行の体力不安、これがもう一つ信用仲介機能を阻害しているということは言えるだろうと思う。時価会計による株の損失計上の問題とか不良債権処理、これを業務純益どころか剰余金の中で収められるのかどうか、という局面まできているのではないか。そして、配当への影響はどうか、あるいは自己資本比率の維持はどうかという問題が大きいというのが、今の姿だと思う。株式市場をみると、企業収益の展望は開けないだけに、今後とも弱含み基調継続は避けられないということだが、株安は銀行や企業の決算の足を引っ張るのみならず、どうしても企業や家計のコンフィデンスへの悪影響というのが懸念される所以である。ここで何が問題かということを変更して問い直すと、やはり構造改革と不良債権処理の遅れということが第一だと思う。この構造改革の遅れが需要不足と物価下落の背景にあると思う。構造改革なしでは民間の新規需要はなかなか出ないところまできているということである。企業経営という立場からみると、今は、金利はほとんどゼロで、しかもかつてない安い価格で設備が買える、作れるという点でみると、設備投資としては全く最高の環境にある。しかしながら需要がなく、過剰設備を抱えているという状況では、設備投資になかなか踏み切れない、というのが今の姿である。もちろん構造改革の進展が需要増加を促す面のほか、需要と生産の高まりが構造改革を促す面もある。やはり構造改革なしでは過当競争が継続するというのもう一つの問題である。企業、つまりマーケットにおけるプレーヤーの数が多ということである。それと設備の過多、これが需給バランスの崩れによる価格下落を招来しており、過当競争で負け組のみならず勝ち組も疲弊する体力消耗戦に今なっている。競争力のない企

業を徒らに市場に残させることは産業構造転換を遅らせる。そしてまた不良債権を新たに発生させるという悪循環になる。次の問題は、不良債権処理の遅れ、これがやはり構造改革の障害になっている。そして景気の回復を妨げていると言わざるを得ない。この不良債権の相手側に過剰債務者があって、過剰設備を抱えた企業がある以上、不良債権処理を進めることは構造改革の促進に繋がる。銀行株の下落が顕著であるが、これはやはり銀行経営に対する市場参加者の不安感の表われだと思ふ。不良債権処理を急ぎ、最終的な損失規模を早期に確定することを求めるマーケットの警告だと、銀行経営陣は受け止めるべきである。株安で預金者の不安が高まり、預金引出しによる資金繰り逼迫で破綻した拓銀の轍を踏まぬよう、不良債権の抜本処理を急ぐべきである。それにはオフバランス化と十分な引き当て、それからリストラと負債性資本の自己資本増強である。また、貸出債権の証券化による資産圧縮もある。こういったことに早期かつ大胆に着手することを市場が求めていると思ふ。不良債権処理は銀行の自社判断、自助努力が大原則であるが、本行の信用機構室、考査局は金融システム不安を二度と起こさないという強い決意を持って、今まで以上に金融庁と連携しつつ能動的、機動的に動くことを世間は求めている。今、金融政策で大事なものは、金融調節よりもこの信用秩序の維持、金融システム不安を解消することだと思ふ。次に、それではそういう中で、何が必要なのかというのは、やはりこれは合わせ技になる。つまり金融と財政、民間、民間というのは企業と銀行だが、この合わせ技だと思ふ。そして今何が必要なのかということを経期的な場合と中期的な場合とに分けてみると、短期的には最大の課題はデフレからの脱却。生産の落ち、物価の落ちを止めて景気を回復するということが求められているのだから、そのためには第一には、総需要が決定的に不足している以上、公需から民需を刺激するルートが必要だと思ふ。乗数効果のある需要波及効果の期待できる14年度予算の策定に加えて、今は、二次補正で追加的な景気刺激がどうしても求められる。第二の課題が不良債権処理の加速である。しかも構造調整との一体処理が不可欠なので、株式市場で銀行株が打たれるのは、不良債権処理の

遅れに市場が業を煮やしているということにほかならないと思う。銀行としては破綻懸念先以下のオフバランス化、要注意先には十分な引き当てが必要であり、これが過剰債務者の再編、淘汰の動きを加速すると思う。こうした処理によって、銀行の経営体力が維持できなくなるとすれば、公的資本投入行が出てもやむを得ない。また、こうした処理を早く進めることこそ、企業、家計のコンフィデンス向上に効くということだと思う。金融機関は今のジャブジャブの量的緩和を受けて、金融システムの外にいる企業、家計への緩和効果の浸透を図ることだろう。こういった閉塞状況打破のために、財政、金融、民間の合わせ技が不可欠ということが中期的にも大きく言える。中期的にみると、やはり財政は財政再建を念頭に乗数効果の高い質の財政出動、具体的に言うと、やはり需要波及効果の大きい都市再生である。それから 21 世紀を展望した環境、福祉分野、それから IT 分野の基盤整備といったところに重点をおくべきだろう。それから金融は、構造改革、不良債権処理を極力やり抜くための潤沢な流動性供給の継続ということで、物価の安定のうえに正常な金利の付く、正常な経済を目指すことだと思う。政府の役割は、前向きな経済活動を促す税体系への是正、自由な競争を促す規制緩和、それとグローバルな競争に勝ち抜けるような産業政策、これはつまりグローバル経済にふさわしい独禁法の運営である。それから新産業創造のインセンティブを高めるような産業政策、そして雇用のセーフティ・ネットと流動化、といったあくまでも環境整備に徹すべきだろう。先行きの不安を解消して、企業、家計のコンフィデンスを確保するためには、やはりそういった中期計画としてのスケッチ、これは今考えられているようだが、これを明示することも必要だと思う。基本は、民間の自助努力である。民間はやはり需要を喚起する新技術、新商品、生産性を高めるビジネスモデルの開発など、イノベティブな取り組み、こういうものに注力すべきであると思う。

そのうえで金融調節方針であるが、短期金融市場のリスクは今や同時テロによる流動性不安から、デフレ・スパイラルの懸念、金融システム不安に切り替わりつつあり、この厳しい金融経済の情勢を前提にすると、なお

緊急時モードを継続すべき局面だと思う。一部の外銀が超過準備を市場に放出しないために根雪状態になっているが、ゼロ金利の副作用としてそんなのは放置しておけばいいと思う。超過準備の中身と動機を十分に把握のうえ、市場レートやオペの応札状況を注意深く点検しながら、流動性の潤沢感が確保できる当座預金レベルを探る局面が続くのだろうと思われる。当面の金融調節方針については、市場レートが落ち着き、流動性に対する潤沢感が市場で確保されているもとでは、今以上のスキームを今は考える必要はない。引き続き当座預金残高6兆円以上という前回方針を継続するのが適当と思料する。なお、この健全な金融政策が限界を迎えつつある中では、やはり金融政策も合わせ技とならざるを得ないということで、いずれ財政政策、つまり補正予算と国債購入の問題、あるいは為替政策、為替介入と外債購入の問題など、この経済政策の範疇に金融政策が自然と重なっていくというポリシーミックスという局面が到来する可能性があると思う。金融政策は、セントラルバンクの信認、銀行券の信認を念頭に健全な政策方針を堅持することが基本ではあるが、経済は流れている訳だし、局面が変わればその判断も自ずから変わる。今は金融のみで考えると不健全政策と解されるような領域の政策も、この経済政策の中に入っていった時に健全政策の領域と解される場面も出てくる可能性もあるのではないかという意味である。そうした局面を想定して、財政政策、為替政策とのポリシーミックスを念頭に置きながら、金融システムの外にいる企業や家計に資金が流れる金融調節手段として何があるのか、国債とか社債とかABS、外債、預保等を活用した資金供給のフィージビリティを今から検討していく必要があるだろうということをつけ加えたいと思う。

速水議長

ありがとうございました。それでは中原眞委員お願いする。

中原眞委員

まず、結論から先に申し上げると、引き続き潤沢な流動性を供給してい

く現在のディレクティブ方針を今回は継続ということかと思う。昨日発表の倒産件数の急増等を見ても実体経済は非常に厳しいということであり、また12月に発表される四半期別GDP速報(QE)も非常に心配している。12月短観にも注目している。フォワード・ルッキングという立場からは、この際、何かやるべきかという考え方もあり得る訳であり、また、世界的なこのデスインフレ、デフレという状況で、FedあるいはECB辺りが急ピッチで対策を講じていることを考えると、中央銀行間の連携というか世界経済に対して責任を持つ日銀としても何らかのアクションが必要かという感じもした。しかしながら、ここで敢えて現政策を継続ということに私として考えに至ったことについて若干コメントしたい。まず、ディレクティブの中での量、金利という議論なのであるが、色々アカデミックな分析の対象としては議論があり得ると思うが、私はやはり前回は述べたが、3月の政策で決定している実質ゼロ金利をもたらす量的目標プラス時間軸と、このレジームを忠実に軸をぶらせないということが、市場に安定感、安心感を与えていくということ、これが重要な条件かと思う。このような安定した緩和状態を続けていくことによって、限界的には今のところ大きなものがみえない染み出し効果も、経済主体の多少の心理変化、環境のちょっとした変化で効果が大きく出てくる可能性は否定されるべきではないと思う。8月までのディレクティブであったその量的目標に、なお書きをつけるということのインプリケーションは、市場が単に必要とする流動性を供給するというのではなくて、テクニカルに可能な範囲でそれを上回るような流動性を供給していくこと、金利を事実上ゼロに近いところに抑えるとともに、あり得ると考えられる金利以外の染み出し効果というものを狙っていくということだと思う。その意味で、現在のディレクティブは、結果として3月のレジームとは多少スタンスが異なるものとなってしまうことは否めないように思う。また、現在、量的目標を具体的に決め難いというのは、外銀による超過準備の存在がある訳だが、今のマーケットの状況を考えると、ドル、円両方とも流動性の供給は極めて潤沢に政策当局が行なっており、ジャパン・プレミアムもほとんど無い

状況である。

しかし、わが国の実質金利ゼロの状態あるいは世界的なデフレ状況のもとで、米国の景気と金融政策のスタンス、わが国は勿論のことそうであるが、これが当分変更が考えられないということからみると、本邦の投資家の米国証券投資のスタンス並びに現実に超過準備を保有しているといわれる欧州系銀行の円資金操作のスタンスは暫く変わらないのではないかと思う。これは、いわば市場原理に基づく合理的な行動ということであって、良いの悪いのという議論はあまり意味がないと思う。今後、もしピンポイントで当預目標を決定していくということであれば、この環境は所与のものとして弾力的な目標設定を行なうしか方法はないのではないかと思う。

そういう中で、今日ここ現在において、ピンポイントした量的目標に戻るかどうかということであるが、戻るとしても外銀の超過準備という大きな根雪が存在している中で、当預目標の数字の絶対レベルによって、今必要とされている緩和感、これを引き出すことは難しいのではないかと考える。また、今回の会合に関連して市場筋の予想はあまり政策変更を想定していない状況であり、現状追認的な当預目標をここで設定してもマーケットの心理状態からいって効果を引き出すことは難しいのではないかという気がしている。こういう点を考えると、現在の6兆円以上という変則的なディレクティブから、いずれは一定の量的目標に戻るのが妥当ではないかというふうに私は考えているが、その政策打ち出しのタイミングとしては、今後予想されるダウンサイド・リスクの顕現化に合わせて手早く対応すること、こういう姿勢で必要に応じて国債買い切りの増額その他の政策と合わせたパッケージを打ち出していくことが効果的ではないかというふうに考えている。今後の厳しい先行きを想定すると、ただ今、三木委員も言われたけれども、外債の購入も含めてその他のインスツルメントによる流動性供給、これを充分検討して将来生ずべきダウンサイド・リスクに応じて、弾力的、機動的に発動し得るよう政策の順序付け、これを十分考えておく必要があると思っている。執行部、事務局に対しては、この辺のテク

二カルな詰め等を是非お願いしたいと考えている。私の方からは以上である。

速水議長

次に、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

金融調節については、前回私は9兆円オーダーの流動性供給を続けることの効果をもう少し見極めるという意味で、現状を続けることが適当ではないかというふうに考えた訳だが、今回もその考えを踏襲したいと思う。前回大分議論になったいわゆる量的な意味での染み出しの効果があるのかどうかというのは、その後のマーケットの動きなどをみる限り、あまりサポートティブなエビデンスは出てきていないように思うが、これはもう少し様子を見る必要があると思う。様子を見るに当たって、現在のディレクティブを変える程の必要もないと思う。一つ、先程の議論を踏まえて考えなければいけないのは、先程何人かの委員が当面のリスク要因として金融システムの状態ということを指摘されたと思う。金融システムの安定に対して、金融システム面での対策というのが取られる必要がある訳だが、それを我々が決定会合の議論としてどういうふうに受け止めるべきかという問題がある訳で、これはなかなか予断を許さない問題だと思う。仮に、大手行などについての金融システム的な意味での問題の状況がさらに悪化していくというようなことになった場合には、やはりそのこと自体がマーケットの状況に対して影響を与える。この影響というのは、恐らく流動性需要をさらに強めるような効果を持つ可能性があると思う。勿論、ソルベンシーの問題を流動性の供給によって基本的に解決していくということはできない訳であるが、ただ、そういうことを原因として流動性需要が強まってくる場合には、恐らくそれに対しても現在のディレクティブの下で弾力的に伝えていくということが必要になるのではないかと思う。そういうことが本当に起きてくるのかどうか、起きないに越したことはない

が、起きてくるのかどうかは、まだよく分からない状況であるが、一応そういうことも頭に置きながら、現在のディレクティブを当面継続するというので今回は良いのではないかと思う。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

前に述べたとおり、情勢は厳しさを増しているが、私達は8月、9月と連続して追加緩和策を打ち出してきており、9兆円前後という流動性供給を続けている訳である。本日のところはその効果も含めてもう少し様子を見るということで良いかと思う。ただ、先程も指摘したとおり、テロ事件のアメリカ経済へのマイナスインパクトが目に見える形で出始めていることとか、わが国でも金融面の脆弱性が高まりつつあるということなどを踏まえると、早くもというべきかもしれないが、どちらかと言えばダウンサイド・リスクにウエイトを置きながら、今後の情勢を注意深く点検していく必要が益々出てきたのではないかとも思う。

それから、ここ数回議論されてきたディレクティブのあり方についてであるが、6兆円を上回る、6兆円以上、アバブというディレクティブにしてから2か月が経過した。私は前回も指摘したと思うが、調節目標量、ポリシーに切り替えた3月の枠組みのもとで、こうしたディレクティブを長く続けることに関しては、依然、居心地の悪さというものを感じている。しかし、だからといって、6兆円なのかももう少し高めの金額なのかは別にして、特定の残高目標に言及するディレクティブに今復帰できるかということ、一方で流動性需要が安定したとはまだ考えにくいという実情もある。その後のモニタリングなどを通じて、高めかつ不安定な流動性需要が続く背景には、まず主として外銀の超過準備保有があるということ、それから外銀はその円資金をマイナスコストの円転で調達しているという事実、さらにその裏側では邦銀や生保など本邦投資家が多少不利な円投コストを

甘受しながら外債投資を積極化させているといったような実態が明らかになっている。しかし、そうしたメカニズムが分かったからといって、投資家の外債投資がどのような要因や投資判断に基づくのか、それこそ当初私達が期待していたポートフォリオ・リバランスなのかどうかということも含めて、それが今後どの程度の規模や期間で継続するのかということはいくぶんよく分からない。さらに、このままでいけば、いずれ外銀は超過準備以外の運用を増やすのかといったような肝心な点も相変わらず読めない訳である。地方銀行などでもこのところ余剰資金を放出せずに超過準備を保有するという傾向を強めている模様であり、これも当座預金需要を読みにくくしていると思う。その意味では結局、当面は、高水準、かつ不安定な流動性需要が続くであろうということしか言えないと思う。こうしたことから、当面は現在のディレクティブを維持せざるを得まいと考えている。ただ、流動性需要を巡る状況が短期的に変わり難いとすれば、いずれかの段階ではそれを前提に市場調節方針のあり方を考えていかなければならないと思っている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。次、須田委員をお願いします。

須田委員

短期金融市場では、超過準備の保有額が高水準で推移している。皆さんが指摘されたように、最近では外銀だけではなく、地銀など邦銀の一部でも短期市場での運用レートが極端に低いために超過準備を保有することに対する抵抗感が弱まっているようである。また、今後、金融システムに対する信認次第では、予備的動機による当座預金需要が増大する可能性もある。こうした中で、当座預金需要を事前に読むことは非常に困難になっていることから、当面は現行の調節方針を継続することが適当であると思う。なお、日銀が短期金融市場に対して極めて潤沢に資金を供給していることについて、いわゆるポートフォリオ・リバランス効果は、これまでのと

ころ期待した程ではないようだが、企業や金融機関が低格付けであってもCPとかCDなどの短期資金については、非常に低い金利で調達できる環境を確保しているという点は、97～98年に比べて非常に重要な意義があると思っている。なお、前回、中原伸之委員から外債購入という問題提起があった。本日も何人かの委員方から意見が出されたが、本件については、皆さんの意見を一通り伺ったうえで、後程改めて私の考え方を申し述べることにさせて頂く。取り敢えずは以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

金融経済情勢は、前回の会合後に出したリスク評価ペーパーに書いたところから離れたものではない。足許の景気の悪さは予想通りはっきりしてきた。先行きのリスクについては、現在のところ世界景気の回復シナリオが外れる可能性よりも、国内金融機関の不良債権処理に関連した金融システム面の不安定性が、より大きくなってきたように感じる。この面では、どういう事態になろうとも対応できるように考えておくことが必要のように思う。先程、山口副総裁が述べられたように、ソルベンシー問題でない限り、全体としてあるいは個別の金融機関に対して流動性需要に対応していくということなのだろうと思う。また、経済実体が一段と悪化する可能性に直面した場合、何ができるかまたすべきかは、当然のことながら考え続ける必要がある。例えば流動性供給のための適切なオペ手段についての検討は必要だろう。この点についても三木委員、中原眞委員がそれぞれ指摘された。ただ、前回の会合でも話題になったドル債の購入については全否定はしないが、現状流動性供給手段が不足している訳ではないということなどから、現時点でのセンシブルオプションではないように思う。当面の政策としては、現状維持でいかにざるを得ないと思う。この理由は今皆さんが述べられたところとほとんど私は同じである。外銀の超過準備保有

は、まだ相当規模で続きそうだが先行きは不透明である。当面、短期金利の安定化を図りつつ、準備需要に応じていく以外にないと思う。以上である。

速水議長

ありがとうございました。次、植田委員お願いします。

植田委員

ほぼ皆さんと同じだが、私なりに述べてみたいと思う。依然として当座預金ないしリザーブに対する需要は、高水準をキープしていると共に今後を睨んだ場合、数か月以上というタームではなかなか予想し難いということだと思う。その理由としてこれも皆さん述べられたが、一つは、年末にかけての資金需要、それから一部で金融不安再燃のような動きがある。それからリザーブをたくさん供給したこと、金利が思った以上に下がったこと故のマネーマーケットでの資金仲介機能の低下、これらが指摘できるかと思う。ほぼゼロ金利に達し、必要準備をかなり上回った供給をしている時に、さらに流動性を供給できるというのは、ある意味では不幸な事態だということを改めて経験しているのだと思う。ディレクティブについては、1~2 か月位というような期間については、リザーブの水準はある程度ピンポイントで数値目標化することはできるように思う。しかし、数か月先以上はなかなか予見し難い。従って、現在ピンポイントで目標化するというのも躊躇されるところである。また、リザーブに対する需要が余り増えない場合に、これ以上流動性を供給することができたとしても、何回も言っているが、それに余り意味があるとも思えない。昨日見たマッカラムの論文にもあったように、ここでの流動性の供給は千円札と一万円札の両替に過ぎない、というような極端な言い方もできるかと思う。しかし、何人かの方が指摘されたような量的な染み出し効果というのを、ここで完全に否定してしまうこともないので、妥協的な言い方としては当面形式的には現行の調節方針で、実質的には広い意味のゼロ金利政策を続けるという

ことかと思う。そのうえで、これまでとはやや違ったような資産の購入という点については、政府が今後打ち出してくると期待される様々な政策との協調、整合性、あるいはバックグラウンドの打ち合わせというような点がかかなり重要なこととなってくると思う。ここにも竹中大臣、総裁という経済財政諮問会議のメンバーがいらっしゃるのでも宜しくお願ひしたい。それから山口副総裁、田谷委員が指摘されたように、当面金融不安が一層の拡がりをみせるといふ状態が起こった時に何ができるかという点については、経験は積んでいるが準備をしておくといふことは、我々としても必要かと思う。

最後に、マネーマーケットの仲介機能の低下といふことに関連して、二回前も議論したが、技術的な点を少し不完全かもしれないが私なりに整理しておきたいと思う。すなわち、マネーマーケットで資金を運用するためには、運用サイドからみても、ある種の、大したことはないにしてもコストが掛かると考えられる。ポイントは、このコストは皆の間でばらついていると、マーケットの機能不全のようなことが起こりやすいのではないかといふことである。すなわち、資金を運用するマネーマーケットでの主体の、こういう運用コストが皆同じであったとすると、そのレベル以下には金利は下がり得ないと考えられる。誰もそこでは資金を放出しないから、必要ない資金を抱えたままといふことも余りないと思う。そういう状態では、リザーブの総量が金融緩和の度合いの一つの重要な指標になるといふことだと思ふ。勿論、リザーブ需要全体が上下に大きく変化すればまた別であるが。さらに、皆同じ資金運用コストが最低の金利水準に大体なるといったが、その金利水準に対応したリザーブ需要の量が供給できるリザーブ量のほぼ上限になるといふのが単純な解釈かと思ふ。もちろんマネーマーケット以外の資産価格、あるいはそれに対する見方が変化して、リザーブに対する需要が変化することは別途あり得る訳である。これに対して運用コストがばらついていると、一番運用コストが高い人の運用コストよりも低い水準に金利が決まることがあるし、現在そういうふうになっている。そうすると、言うまでもないことだが、この運用コストが高い人に

流入した分の資金は、吸い込まれたようになってしまって、資金が必要な人のために、別途一段の資金供給が必要になる。注釈として付け加えれば、言うまでもなく、この運用コストの高い主体である外銀のコストが何らかの理由で仮に下がったとすると、例えば、マクロ的にはより低いリザーブ供給で、今起きているのと同じような規模の外債投資が行なわれても不思議はない訳である。つまり、一方では、改めて言うまでもないが、リザーブの総量と金融緩和の程度の相関が非常に低くなっているという不幸な状況である。こういう状態が変化するとすれば、一つは外銀の運用コストが下がってくるか、あるいは外銀への資金流入が止むか、あるいは、他の金融機関の運用コストが短期金融市場セクションの整理等で上がってくるか、というような場合かと思う。取り敢えずありそうなのは、アメリカの中長期債に対する相場観がかなり変化して、外銀への資金流入がそれに伴って止むということかなと思う。ただ、これがいつ起こるかというのは予見し難いものである。また他の金融機関の全部ということは恐らくないと思うが、一部が運用を諦める、あるいは運用コストが結果として上がってくることになると、これも現在の外銀と同じような問題を抱えて、マーケット全体に対してはある種の機能低下の原因となるので、やはり今経験しているような問題が中長期化するリスク要因ということだと思う。それだけ指摘して、当面の調節方針としては、現状維持ということで宜しいかと思う。

速水議長

ありがとうございました。最後に中原伸之委員お願いする。

中原伸之委員

先程述べたように、日本経済は一段と悪化の度合いを強めていて、その兆候が色々な形で表われている。その背景には、日本経済の長年に渡る非常に重大な歪みというのがあって、個人の金融資産は増える一方で、反面、法人あるいは政府において負担が増えているということで、そういったア

ンバランスが解決を迫っている。そういった中で、現状は、一方で構造改革については、政府が色々と努力をしているが、国民から見るとなかなか進んだという実感はない。他方、景気が一段と悪化しているのも、それに対する対策というものがある訳だが、いずれにしても、両方とも現在のところはいわばどっちつかずみたいな状態なので、閉塞感がある中で経済全体が落ち込んできている。こういった中で、恐らくマーケットメカニズムというのが働き出すと思っている。株価がそれを端的に示していて、恐らく日本経済のこれからの最大のインディケータは株価であると思う。テロ直後にアメリカ経済の先行き不安から1万円を割ったが、一回戻った10月10日以来、11月13日にまた1万円を割った。これは日本経済に固有な、先程述べた様々な問題を懸念していると考えている。簡単に言えば、デフレ・スパイラルに陥ってしまうのではないか、あるいは、前回、前々回から指摘しているように来年の3月にかけて金融情勢を中心として不安が一段と高まる、ということも懸念しているのではないかと思う。また、先程も少し申し上げたが、法人の課税所得を見ると、99年度は大幅に悪化している。このため法人の資本が大変に毀損されており、銀行の資本も毀損されている。そういった状態なので、来年の3月、あるいは5月にかけてかなりクリティカルな危機的な状況に陥ってもおかしくない。私はそれほど深刻な状況に日本経済はあると判断している。

そういった中で、現状金融政策については、現状維持といったようなパッシブなスタンスは採るべきではない、採れないと思っている。単に流動性需要にアコモデートすることだけではなくて、デフレを食い止めるために一歩踏み込んだ追加的な対応を行なうべきであると思うので、前回同様に提案をする。提案理由は後程詳しく説明するが、まず当座預金残高を10兆円に引き上げることである。現在の当座預金の推移からみて、8~9兆円という数字は金融環境を大きく変化しなければ、需要に応ずるだけで容易に作れる数字であるということが分かってきた。日本銀行はパッシブにではなくてアクティブにここで一段と踏み込んだ金融政策を行なうべきである。それからこれも前回同様であるが、消費者物価が安定的にゼ

ロ%以上ということについては、やはり消費者物価上昇率がゼロ%以上とすることを考えている以上、その時期を明示すべきである。それから前回と同様に、物価のベース・ドリフトを勘案してプライス・レベル・ターゲティングを提案したい。それから国債の買い切りオペの増額および国債のキャップを外すということだが、10兆円程度であればそれらなしに達成可能であると判断されるので、これは今回は提案しない。それから外債の購入については、できるだけ早く、購入を開始できるように金融調節の変更を提案する。これは審議委員の説明会等において技術的な面での理解は深まっているし、法律的には、もちろん日銀法の下で、ベースマネーを増やすという金融政策、金融調節のためということであって、これはあくまで介入と一線を画した形の方法で行なう。狙いは二つあって、一つはベースマネーを増やす、キャパシティを増やすということと、もう一つは資金供給手段を多様化するということで、現在も外債を持っているのでノウハウ面では問題ないと思うので、ボードで決議して頂ければ、要領の作成、それからシステム面、人員面等実務面の準備を速やかに行なうたうえで、いつでも開始できるような体制を整えることが必要であると思う訳である。以上である。

速水議長

ありがとうございました。一応一巡した。ここで私の見解を言わせて頂いて、その後で議論があったらお願いしたいと思う。

本日の議論、討議を伺っていて、主にポイントが三点あったように思う。第一は、景気と物価の先行きをどう見るかということ、第二には、これまでの6兆円を上回るという調節方針をどうすべきかということ、第三に、もう少し長い目で見て、経済の厳しい状況にどう対応すべきかということ、この三つではなかったかと思う。

まず景気だが、先月に比べて判断を慎重化することで良いと思う。特に家計の所得形成の弱まりが明確化する一方で、乗用車販売の落ち込みなど、個人消費が徐々に弱まりつつあるということを示す指標が出てきたこと

が懸念される。今後、雇用リストラが本格化して、冬季賞与が一段と抑制される展開になってくると、それに伴って個人消費が一層弱まっていく危険性もあると思う。また、世界経済の一層の減速を背景にして、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。世界経済の減速については、二つ特徴点があるように思う。一つは、米国や欧州主要国でこれまで底固さを維持してきた家計部門に弱い材料が目立ってきている点である。この点については、企業部門における調整の影響が徐々に顕現化してきたことに加えて、米国におけるテロ事件がコンフィデンスの低下などという形をとって、下押し圧力になってきたことは否定できないように思う。もう一つの特徴点は、景気減速と国際商品市況の下落を背景にして、グローバルな形で物価の低下傾向が明確になってきたことだと思う。このことが、米国や欧州における思い切った金融緩和を可能にしているように思う。この間、わが国の物価についても、供給サイドで構造的な物価下押し圧力が引き続き働いている中で、需要の弱さに起因する低下圧力が強まる可能性がある。国際商品市況の下落もあって、各種物価指数のマイナス幅は、横這いしないし幾分拡大する見通しにあると思う。

こうした状況のもとでの金融調節方針だが、結論から言えば、今回はこれまでの6兆円を上回るという方針を継続することが適当であると考ええる。短期金融市場における流動性需要が不安定な状況が続いている中では、特定の残高目標を設けることなく、機動的かつ潤沢な資金供給を行なっていくことが適当だと思う。そして、そのことが、金融緩和効果の浸透・強化を図るうえでの現時点での最善の方策であると考ええる。また、今日の議論では、当座預金残高を円滑に供給する手段として、外債の買い入れを行なうべきだという意見もあった。目下のところ潤沢な資金供給を続けていくうえで、調節上の問題が生じている訳ではなく、そうした手段を導入する必要性はないと思う。今回は6兆円を上回るという方針を継続するとし、今後の調節方針を検討するうえでは二つのポイントがあると思う。一つは、こうした潤沢な流動性供給の波及効果である。これがいわゆるポートフォリオ・リバランス効果というか、こういうものを通じて資産価格な

どにどのような影響をもたらすであろうか、これまでのところ効果は限定的であるが、引き続きこれを点検、ウォッチしていきたいと思う。もう一つの検討ポイントは、短期金融市場において不安定な流動性需要が続いている背景である。一つの要因としては銀行株の下落を受けた不安心理の影響から、一種の予備的な流動性需要が高まっている可能性がある。この一方で、資金放出意欲の減退を背景とする超過準備の抱え込みとか、それに伴う市場の機能低下という面も指摘されている。こうした資金放出意欲の減退は、超低金利を受けたものであるだけに、一過性のものに止まらない可能性もあることには十分注意が必要だと思う。

さてここで来週辺りから大銀行の中間決算発表と同時に、年度末、すなわち 3 月末までの見通しあるいは予想、あるいは経営方針、経営革新といったものが、特別検査や日本銀行の考査強化とか、そういったものの影響もあって、かなりはっきりした形で出てくる時期ではないかと、こういう動きが既に始まっているように思う。銀行としても経営方針を固め、あるいは自己査定を進めている段階ではないかと思う。ここで不良貸出整理の動きがかなり明らかにされていくのではないかと思っている。この辺りから、不良貸出の整理、銀行再編の動きが再び活発化していくことが推測される。また、公的資本注入のこととかあるいはペイオフをどうするかといったようなことも、もうこの段階で議論が詰められていっていい時期であると思う。経財諮問会議でも今月末を目途に先週辺りからかなり具体的な議論が出て、竹中議長が纏められているところであるが、今月末を目途にしてもう少し具体的な動きが明らかになってくると思う。金融システムについては、事態の推移をよくよくみていきたいと、またみていくべき時期であるというふうに思っている。当面はこうした点を点検しながら、潤沢な資金供給を継続して、金融緩和効果の浸透に努めていくことが必要だと思う。しかしながら、物価の継続的な下落を食い止め、経済の持続的な成長を確保するためには、金融緩和だけでは限界がある。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拡大させることができるかということではないかと思う。そのためには、不良債権処理

によって金融システムの機能を回復するとともに、民間需要をどのように巧く引き出すような形で構造改革を推し進めていくことができるかということが不可欠だと思う。政府におかれては、構造改革面で内外の信認を得られ、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させて頂きたいと思う。

私の意見は以上であるが、追加的な議論があればどうぞお願いする。

須田委員

先程外債の買い入れについて意見を述べさせて頂いたが、外貨とか外債を購入するというのを資金供給手段として行なう場合は、他の資産、長期国債とか社債とか株式などと比較して次のようなメリットがあると思う。すなわち第一に、国債と異なりベースマネーとの代替性が低いために当座預金を供給しやすいこと、第二に、長期国債買い切りオペ増額と違って、財政規律を巡る市場参加者の懸念を刺激する恐れがないこと、第三に株式や社債などを購入する場合と比較して中立性を確保しやすいこと、などである。

しかしながら日銀が金融調節手段として外貨及び外債を購入するには、日銀の考え方を十分に固めなければならないことが幾つかあるというふうに思う。第一に、金融調節手段を拡充するためということであるが、そもそも現在、短期の円資金を供給するうえで、外債の購入という手段を採らざるを得ないような状況なのかということである。現在短期の資金供給オペの応札倍率は比較的高い水準が続いているし、市場参加者が担保の制約を意識しなければならない状況でもないと思う。もっとも、この点に関して、将来札割れが頻発するような事態に今から備えるべきということなのかもしれない。しかし当面ということではなくて、やや先を見て検討しようという場合であっても、なお直面する重要な論点があるように思う。それは、そもそも日銀による外債の購入というのが日銀法において認められるのか、という点である。金融政策の目的は日銀法第2条にあるとおり、為替レート of 安定を含めた通貨価値の安定ではなくて、対内的な通貨価値

である物価の安定とされている。これは日銀法改正を巡り、中央銀行研究会とか金融制度調査会で非常に大きな議論となったテーマであるが、最終的には、為替レートの安定と物価の安定との間にコンフリクトが生じる可能性があるため、金融政策の目的を通貨価値の安定とするのではなく物価の安定とし、為替レートの安定に係る為替介入は政府が一元的に行なう、という考え方に落ち着いたと理解している。また、日銀法改正を巡る政府および日銀の国会答弁も、こうした考え方を強調している。因みに、中央銀行研究会では、介入とは、為替レートに影響を与えることを目的にして外貨を売買すること、と定義されたうえで議論が進んだ。また、私自身、当時は大蔵省の方々が、日銀による外国為替の売買が為替相場に与える影響を非常に強く懸念していたことを鮮明に記憶している。現在、財務省の認識が当時と大きく異なっているのか否かという点は非常に重要であり、かつ、大いに気掛かりな点である。いずれにしても、こうした日銀法改正当時の議論などを踏まえると、日銀が金融調節の一環として、外貨、外債を購入する場合には、為替レートに影響を与えない、少なくともその意図はないことが不可欠の要件になると思う。さらに、仮に財務省が日銀による外債購入を認めると仮定しても、金融政策は事実上、物価の安定ではなく、為替レートを含めた通貨価値の安定を追求せざるを得なくなり、ひいては日銀法改正を巡り非常に大きな議論があったように、政策目標の相互矛盾という事態に直面する恐れがあるのではないかと思う。また介入政策との関係も見逃せない。日銀法第 40 条において、日銀は国の事務の取扱者として、外国為替の売買を行なうことが規定されている。ところで、今後の為替相場の動き次第では、政府が円買い、外貨売り介入を行なうことが全く考えられない訳ではない。その際、日本銀行は、金融調節のために外貨、外債を購入する一方、政府の事務取扱者として円買い、外貨売りを行なうという事態に直面することになる。これは起こり得る事態である。従って、このような場合に市場の混乱をどのようにして未然に防ぐのか、という点も予め詰める必要があると思う。さらに、一旦、金融調節のための外貨、外債購入と位置付けて始めるからには、少なくとも現行の金融市

場調節方針を継続する間は、為替レートが想定以上に円安方向に進む場合であっても、淡々と外債を購入し続けるという覚悟が必要であるように思う。なぜなら、円安が大幅に進行したことを理由として外債購入を停止すれば、日銀は外債の購入が為替レートに影響を及ぼすこと、そしてそれを意図したものであることを自ら認めることになるからである。最後に、日銀が外債を大量に購入する場合には、近隣諸国および、米ドル建てを念頭に置くとすれば少なくとも米国の通貨当局の理解を十分に得る必要がある。その際には、やはり政府、特に財務省の協力が不可欠であるように思う。仮に、政府が日銀による外債購入をサポートするにしても、政府が円安の進行を促すような施策は採らないか、あるいはそういうことを採るのが適当ではないという考え方を持っているとすれば、そのような協力は得られる訳ではなく、そうした中で日銀が外債を大量に購入することが可能なのか、あるいは適当なのかという疑問が湧いてくる。こうした論点を煎じ詰めると、やはり現在の金融経済情勢のもとで、銀行券に対する信認を守りながら、金融政策だけで物価の下落を食い止めることは非常に難しいという点を改めて確認することになると思う。なお、私は、日銀による外貨ないし外債購入について、今回非常に重要な問題を提起して頂いたと思っている。そのうえで、私なりにクリアしなければならないと思われる論点を改めて整理し、少し捕捉させて頂いた次第である。いずれにしても、本件を巡る議論が政府と日銀との間の新たな対立点などとマスコミに誤解されることが厳にないよう一段と注意深く取扱う必要があるように思う。以上である。

速水議長

今の点について意見がほかにあるか。

中原真委員

中原伸之委員が述べられた意見のうち、10兆円と長国買い切りのパッケージ、それから外債購入という点についてである。現在の6兆円以上と

いうディレクティブのもとで潤沢な流動性供給ということについて、藤原副総裁は居心地が悪いとおっしゃったが、それはやはりガバナンスの点から言っても極めて一時的な異例的なものであり、私も共感する。そういう中で、中原伸之委員が述べられた銀行券発行残高のキャップは置いたまま、可能なところでさらに目標を引き上げていくという、基本的な今後の緩和の手段としての考え方は私も同感である。たまたま先程述べたような理由から、今回は提案ということには賛成とは申し上げられない訳だが、その点については金融政策の量的目標のあり方という点で、十分な議論と早急な結論ということが必要ではないかというふうに思っている。それから外債の購入については、ただ今、須田委員から色々論点の指摘があり、なるほど私もそうだとするところは色々あった。ただ、直感的に外債購入というものに対しては一つの政策手段として考慮に値するのも事実であり、今後の日本経済のダウンサイド・リスク、危機的な状況の到来の蓋然性という点に即して、十分な検討のうえで必要に応じてやらざるを得ないという事態も全く否定はできないというふうに考える。現在、調節の手段は国債で十分であるというのは確かにそのとおりであるが、須田委員が述べられたとおり、代替性という点で外債の効果は大きいということもそのとおりだと思う。関係機関との色々な調整というのは当然必要であろうし、ここで中原伸之委員の提案を反対、あるいは否決ということになったとしても、そこで忘れ去るのではなくて、これは是非継続して十分な検討をしたうえで、一定の結論を得ておくべきだろうという感じがしている。

速水議長

ほかに意見はあるか。

藤原副総裁

外債の購入の件については、私自身金融制度調査会の日銀法改正問題小委員会の検討に携わった者として、思い出話であるが、今、須田委員が言われた中央銀行問題研究会でかなり精緻な議論が長く展開されて、私的懇

談会とはいえ、そこで一応の結論が出た話として金融制度調査会の逐条審議に回ってきた。従って、そこではもうほぼ議論することがなく終わった訳であるが、議論をすることなく終わったということは、中銀研の結論を尊重するという前提だったと思う。今ここで改めて問題になっている訳であるが、中原眞委員も言われたし、須田委員もメリットやフィージビリティを述べられたが、一方で問題点もあって、それは今後かなり議論を尽くしてクリアしていかなければならないと思う。その意味で今回でなくて結構であるから、財務省、それから政府の方から意見があれば、この場で議論している訳であるから、事実を記録に残すためにも、本日も次回以降でも良いから見解を伺いたいものだと思う。

藤井財務省総括審議官

まだ私共詳細に詰めている訳ではないが、折角の折であるから一言申し上げたいと思う。日銀法第40条で、「必要に応じ自ら、日銀は、外国為替の売買を行うこと」とあり、これを法制上は可能というふうに解釈をされていると思う。ただ、一方で第40条第2項において、「本邦通貨の外国為替相場の安定を目的とするものについては財務省が行なうこと、日銀は財務省の指示に基づいて事務の取扱いを行なう」ということが、同じく第40条の第2項に規定されている。そういうことから申し上げますと、円安を通じて物価の安定を図っていくこと、そのために行なう外国為替の売買は、いわば第40条第2項の円安を通じて云々ということだろうから、外国為替相場の安定を目的とする外国為替の売買に当たるというふうに読むのが素直ではないだろうかと思う。従って、そのようなことから言えば、その場合は外国為替の安定ということでの国の事務の取扱いをする者として行なっているということが、日銀法の条文であり、あるいは今、藤原副総裁がおっしゃった中央銀行研究会報告の中でも、現在の国際金融システムのもとでは、為替の介入については政府が一元的に責任を持つべきであるということだったと思う。その経緯を考えると、指摘されているような点をクリアするためには、この法律上の観点から相当色々な面で問題があ

るというように考えている。

速水議長

ほかにあるか。

山口副総裁

中原伸之委員が言っておられるのは、話にもあったがベースマネー供給のための外債購入ということだったと思うし、そういう意味での外債購入というのを一つのオプションとして考えても良いのではないかという提案だとすれば、それに対しては私は、今日のところは中立的に考えている。ただ、先程の中原伸之委員の提案というのは、例えば当預残高を 10 兆円に引き上げるべきであるというような流動性供給策と一体のものではないかというふうに思う。私自身はこういうふうに当預残高をさらに積み増していくということの意味、あるいは効果というのを、既に 9 兆円でも相当これまでに比べれば積み増してきている訳で、そこをもう少し見極めるのが適當ではないかというポジションをとっている。従って、この時点でのこの提案については、私はその必要はないと思うし、結論としては、田谷委員が言われたことに同感である。

速水議長

私も外国局には長くいて、調査役、課長、次長、審議役、局長、担当理事とずっとやってきたので、外債を買って持ったことは何度もあるし、本行は今も持っている。ただ、これは為替介入になるから、買うのは全部外貨で買うのであって、円で外債を直接買ったことはない。以前は特に外為会計は円が足りなくなって、そういう時に外為会計からドルを買ってこちらはそのドルを運用すると、要するに運用は預金だけでなく外債なども買う、だから皆ドル／ドルである。それから持っている外貨の運用益をドル運用するために外債を買ったこともあるが、それもドル／ドルである。円で外債を買ったということは一切ない。それをやるとすれば、財務省、そ

れからFRBとの十分な交渉を経ることも必要なことだと思う。そういう事実だけを申し上げておく。今、流動性を増やすためにこれしか方法がないんだということであれば別だろうが、そういうことではないと思うので、無理をすることは必ずしも必要ないというふうに私は思っている。

中原伸之委員

今、色々意見が出たので、私の考えを申し上げますと、まず、中央銀行問題研究会の時の話であるが、それはそれとして理屈はあると思うが、要するに現在の状況がどうなっているかということであり、それはその時の想定範囲には入っていなかったのではないかと思う。また、入っていたとしても現在が非常に悪くなっている訳であるから、日銀としては先程申したように一つのオプションとして外債を買うということを考えるということは、十分に意味があるのではないかと思っている。それは、現在の経済情勢の情勢認識をどういうふうにするかということにも繋がってくると思う。

それから二番目に第40条の問題は、勿論、先程説明のあったことでよくよく分かっており、であるから私が前から申し上げているように、実際のオペレーションとしては一定額を例えば毎月買っていき、これは永久にやる訳ではないから、その辺の買い方あるいはどこまで買えるかということもあるから、それは介入に抵触しないように行なうということは勿論である。

それから、10兆円と関係があるのではないかということであるが、先程申したように、現在の情勢では外債を使わなくても10兆円できる訳であるから、私の今日の提案は資金供給のオプションを増やすと、手段を増やすという意味での提案である。10兆円とは関係ない。以上である。

速水議長

ほかに意見はないか。それではこの辺りで政府から出席の方から意見があれば伺いたいと思う。竹中大臣お願いする。

竹中経済財政政策担当大臣

内閣ができて半年強経っている訳であるが、その間、こういう場では我々もずっとデフレ阻止に向けて適切かつ機動的な金融政策をお願いしたいという言葉の繰り返しを繰り返して言ってきた。一方で、日銀の皆さんからは、政府に対して不良債権問題をやはり処理しないことには金融政策の効果は現われないということ、同時にやはり規制緩和等々を軸とした需要の発掘に政府は努めるべきであるということが要望としてあったと思う。そこは問題の重要性を双方かなりの確に理解しながらも、なかなかそれぞれに難しい問題があるということで、今日に至っている訳であるが、その間に経済が悪化した。ちょうど先週の金曜日に内閣府の独自試算という形で、政府経済見通しの見直しを発表している。この見直しを発表すること自体についても政府の中では色々な議論があった。結果から言うと-0.9%ということで、数字のうえから見ると戦後で一番低い成長であるし、見通しの改訂幅から見てもワーストの部類に入る。-0.9%のうち実は寄与度で見ると外需が-0.6%であるから、外的な要件が変わったということ、それともう一つ、我々の見通しでは今の-0.9%の中身を見ると、個人消費は+0.5%という数字を一応掲げており、消費がまだ何とか食い止めてスパイラル的な悪化を阻止する形になっているという一応のストーリーを作っている。しかしながら、昨日の月例の経済報告では、私達も景気は一段と悪化しているという下方修正を行なった。理由は、消費は弱含んできているからだというのが最大の理由であり、大変苦しい経済運営のところに来ている。経済の状況が悪くなるということは甘んじて受け入れなければいけない点はあるにしても、継続的かつ加速的に悪くなるという状況に関しては、かなり思い切ったことをやるというのが政策当局の務めであろうかと思う。今朝、参議院の本会議で補正予算が通過して補正予算の審議が無事終わった。補正予算の内容そのものについては敢えて申し上げないが、30兆円の枠組みを守るという財政規律を一方で示しながら、セーフティネット、雇用に重点を置いた形で、一部改革を先取りできるようなも

のについても少しはお金をつけたという形の苦しい補正予算になっている。私達の認識としては、補正が通過したことによって改めてゼロベースで政策を総点検する段階であると認識している。リセットというボタンがパソコンにはついているが、財政も金融も規制緩和も全部リセットして、もう一度原点に戻って考えたいということで、経済財政諮問会議で集中審議を始めた。特に不良債権については大変厳しい認識を持っている。今日も随分と色々な意見が、それに関連して出たし、やはりペイオフとの関連でそれを見直す、強化するということの必要性を感じている。この集中審議は来週の火曜日に行なうことになっていて、もちろん総裁にも出席して頂く訳であるが、そこでやはりデフレ問題をどう退治していくかという問題と一体化した議論になるのだと思う。ここは本当に知恵を是非出して頂きたいと思う。あと、財政政策についてもリセットだし、不良債権、デフレについてもリセットだし、規制緩和策についても、今までなかったような議論、新しい領域に踏み込むということも含めてかなり議論はしている積もりである。繰り返しになるが、今日申し上げたいことは、デフレ阻止に向けて適切かつ機動的な金融政策をお願いしたいという、表現はそれに尽きる訳だが、政策をゼロベースで総点検するという意味では、政府も一歩以上踏み出す覚悟である。今日は外債購入の話が出たが、選択肢をできるだけ色々と広げて、政策に関する工夫を出す非常に重要なチャンスであろうかと思う。予算編成の過程からいうと、実は財政の来年度の予算の枠組みそのものについて、30兆円をどうするかについても、補正予算が終わったら、数日のうちに決めなければいけない。それらを踏まえて、これから1か月位様々な制度改革を含めた議論が出てくるので、金融政策の面でも新たな工夫を出して頂いて、政策、財政、金融政策、総体でリセットする、是非大きなチャンスにして頂きたいと思っている。

速水議長

ありがとうございました。それでは藤井財務省総括審議官お願いする。

藤井財務省総括審議官

今、竹中大臣から話があったように、先般の「改革先行プログラム」に基づく13年度の補正予算が、本日成立したということを聞いている。日銀におかれては、前回決定会合の10月29日以降、概ね9兆円を上回る潤沢な資金供給が行なわれている。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ものと考えている。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、引き続き潤沢な資金供給を行なって頂きたい。

また、消費者物価指数を見ると、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の政策論議を深めて頂きたいと考えている。

日本銀行としては、物価の持続的な下落を防止するため、中央銀行としてなし得る最大限の努力を続けていく方針である旨表明している。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ともに、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。

その際、短期金利がほぼゼロという状況に陥った中では、従来の短期資産を中心とするオペの実体経済に与える効果は限定的であり、デフレ懸念を払拭するためには、金融調節に当たり、今も議論が色々あったが、新たな工夫を講じること等を含め経済により効果のある政策を幅広く検討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す。それでは議案の取り纏めに入りたいと思う。宜しいですね。先程の委員方による検討によれば、当面の金融市場調節方針について、現状維持というご意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたい方は中原伸之委員か。そのほかにはないか。それでは事務局は中原

伸之委員の議案と私の議案を配付して下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室参事役

それでは提案を読み上げる。まず、中原伸之委員の議案から読み上げる。中原伸之委員の提案は3本ある。お手許にお配りした順番で読み上げさせて頂く。最初の二つは題名が同じであるが、消費者物価の件が1本目、2本目が外債の件である。まず1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。」。別添が3月19日の決定文である。このうち提案で言及されている2.だけお読みする。「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。」。

中原伸之委員案の2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)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。4.を5.とし、4.として次の一文を加える。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、実務体制等の準備が整い次第、外債(海外で発行された外貨建て債券)の買入れを開始すること。以上。」。別添は3月19日の公表文で、この提案で、「4.対外公表文は別途決定すること。」、を5.とするということである。

最後に3本目である。「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すること。対外公表文は別途決定する。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。以上。」。

次に議長案である。「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う。以上」。別添対外公表文である。「平成13年11月16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。」。

速水議長

それでは中原伸之委員からの提案が3つあるが、3つの議案を纏めて説明して頂きたいと思う。

中原伸之委員

第一の議案は、プライス・レベル・ターゲティングである。現在日本銀行は、消費者物価上昇率がゼロ%以上になるまでということを書いてきている訳だが、時期を明示する必要がある。それからベース・ドリフトを防ぐためにターゲットのベース・イヤーというものははっきりさせる必要がある。実質的なプライス・レベル・ターゲティングを行なう必要があるという意味である。これには目的が二つあって、一つはCPIを明示的に目標化することによって、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強い意志を示す。それから第二として、時期を明示することによって、抽象的な表現を改めて政策対応について、対外的に

はっきり評価できる形に変更するという目的である。経済状況が深刻化しているだけに、このような中央銀行としての目標を示すということが極めて重要であると思っている。

それから二番目の外債については、各委員から色々な意見が出たが、先程申し上げたように、要するにここに書いてあるが、「オペというものを円滑ならしめるために必要があると判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債の買入れを開始する」ということである。先程、財務省の藤井総括審議官からも話があったが、これはあくまでも介入ではなく、継続的に安定的に買うものである。また、その時その時の情勢によって幾ら買うかということで、いつまでも永久に買うということではないと存じておるが、いずれにしても介入とは一線を明確に画した形で買うということである。そして、そのような毎月幾ら買うか等については、国債と同様に執行部に授権して、金融市場の調節に必要な限り毎月定額で行なっていくということである。先程も申し上げたが、審議委員説明会等もあったので技術的な面での理解は深まっていると思うので、ボードで決議して、要領の作成、システム面、人員面での実務面の準備などを速やかに行ない、開始できる体制にもっていくということが望ましいと考えている。

それから三番目の提案は、10兆円に引き上げるということだが、これは何回も申し上げるように現在のディレクティブが曖昧で、かつ、アコモデーティブなディレクティブなので、現在までは大体9兆円だが、それを上回る額を量的な目標とするということが、今から年末、それから来年の年度末に向って適当であると存じている次第である。この提案は、先程も申し上げたが、外債の購入とは無関係である。外債の購入はあくまでも日銀のオプションを広める、資金供給についてのオプションを広める、資金供給のキャパシティを増大させるという目的である。以上である。

速水議長

先程議論をしたが、ほかに議論があればどうぞ。なければ、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することに異議は

ないか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので採決したいと思う。

植田委員

中原伸之委員案について一つだけ質問だが、10兆円と外貨を分けるということは、取り敢えず10兆円のために外貨を使うことは必要ないが、どこかで必要になるかもしれない、準備としてという理解で宜しいか。

中原伸之委員

それは今申し上げたように、ベーシックなオプションとしてまず持つということが先決で、そのうえで例えば、10兆円にする場合に外貨が必要なのか、あるいは国債の買い切りオペを増額でいけるのかどうか分からないが、それはその時の情勢判断になると思う。「必要に応じて」と書いたのはそういうことである。

植田委員

だから、10兆円の提案が別途だということは、外貨が駄目であっても10兆円はいけるであろうということか。

中原伸之委員

そう思う。

速水議長

それでは金融市場調節方針に関する議案を順番に採決したいと思う。まず、中原伸之委員の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採決を採って下さい。三つあるので、最初は「消費者物価

指数のレベルをターゲットとする議案」について採決する。それからその次は、「外債の買入れに関する議案」について採決する。三つ目が、「金融市場調節方針の決定に関する件」について採決する。事務局は持ち回って採決を採って下さい。

[政府からの出席者退室]

[中原伸之委員案の「消費者物価指数のレベルをターゲットとする議案」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：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。賛成 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

それでは否決された。二番目の「外債買入れに関する議案」について採決して下さい。

[中原伸之委員案の「外債買入れに関する議案」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：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。賛成 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

それでは否決された。三つ目の議案である「金融市場調節方針の決定に関する件」の議案について採決して下さい。

[中原伸之委員案の「金融市場調節方針の決定に関する件」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

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

それではただ今の議案は否決された。次に私の提出した議案について採決する。事務局は正式の議案を持ち回って委員から決裁を得た後、結果を報告して下さい。

[議長の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議長案が可決された。なお、中原伸之委員、反対理由についてもし明確にしておかれないということであればどうぞ。

中原伸之委員

一つは、現在の 6 兆円を超えるというディレクティブは、金利のターゲットをインプライしている。そして 3 月 19 日における金融調節方式から逸脱しているのではないかと思う。つまり金融市場局の実際の調節において、例えば 0.01% を下回るレベルで安定的に金利を推移させようという動きがある訳だが、それはディレクティブ上、非常に不明確である。それから第二は、現在の 6 兆円以上というディレクティブは市場における資金需要をアコモデートしているだけで、積極的な金融緩和からは程遠いということである。6 兆円以上というディレクティブを決定して、日々の資金調節では、実際に大体 9 兆円であるが、それを続けるということは、外銀が超過準備を継続的に抱える中で、単に市場の資金をアコモデートしているに過ぎない。せいぜいあったとしてもプラス α 程度であるので、積極的に緩和を進めようという姿勢からは程遠いと思う。それから最大の理由は、やはり現状に対する危機感が私とはかなり違って、私は物価が非常に下落している、すなわち、消費者物価、GDP デフレーター、国内卸売物価、CSP I、いずれもが前年比で下落して、それがしかも全体として下落の度合いを少しずつではあるが加速しているという状況なので、現

状では不十分であると思う訳である。それから現在のディレクティブでは、日本銀行の意思がはっきり分からない。「物価の安定」ということを謳っているが、その物価安定の水準はどうか、その達成時期はいつなのかということをも明確に表示していない訳である。やはりコーポレート・ガバナンスあるいは政策当局としての責任から言えば、はっきりとした目標を掲げてその安定達成時期も自らの意志によって設定すべきであると思う訳である。以上である。

三木委員

よく聞こえなかったので、理由の第一だけもう一度お願いしたい。

中原伸之委員

第一点は要するに、現在のディレクティブは6兆円を上回るということであるが、これは、金利ターゲットをインプライしており、3月19日に行なった量的なターゲッティングということから逸脱しているのではないかと思う。実際のオペレーションにおいても、0.01%を下回るようなレベルで、金融調節が行なわれているように見えるので、そういった意味においても、前回も申し上げたが、過大な裁量権を執行部に委任しているという面もあって反対である。

速水議長

それでは採決が終了したので政府からの出席者をお呼びして下さい。
竹中大臣は所用があって帰られました。

[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」こととする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とするので願います。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。

それでは次の議題に入りたいと思う。金融経済月報の検討である。金融経済月報の最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になっているので、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、吉田調査統計局企画役と雨宮企画室参事役から説明をお願いする。

IV. 金融経済月報の検討

吉田調査統計局企画役

まず、実体経済部分の今月の総論だが先月と変えている。この点については昨日、早川調査統計局長からも若干説明があったが、重要な点なので改めて触れたいと思う。まず最初の文が「わが国の景気を見ると、生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面を通じて個人消費にも及び始めており、調整は厳しさを増している」という表現にしている。先月と比べると、「調整は厳しさを増している」という最後の部分は同じだが、その前の「雇用・所得面を通じて個人消費にも及び始める」ということで、先月は「雇用・所得面にも拡がる」ということで、「所得」のところで止まっていたが、今月は「消費にも及んでいる」と書いているので、この点を以って判断の下方修正をしたと考えている。次に、先月二つあった文章の二つ目、「加えて」からのテロ事件に関する記述だが、これも早川調査統計局長から説明があったが、今月はこれを敢えて冒頭に持ってくることは止めたいと考えている。理由だが、決してテロ事件の影響がなくなったとか、不透明感がなくなったとか言う積もりはないが、ここ1か月間の変化という点に絞って考えれば、むしろアメリカ経済についていえば自動車販売がことのほか好調で、日本への輸出への影響というのは先送りされてしまった感じがある。一方で国内をみると、雇用・所得、それから消費の方が思ったよりやや早いかもしれないが、少し弱まっているということが明確になっているし、それから金融面の方でも少しやや不安定な動きが出てきているという

ことなので、冒頭にこの文章を置いておくと、焦点がぼけてしまうと思うので取らせて頂きたい。それから、同じような理由で、各論の中の最後にある「テロ事件の影響」の部分についても今月は取らせて頂きたい。それから少し戻って、各論のコンポーネントだが、大きく変えている点を申し上げると、個人消費と収益・所得形成のところである。個人消費については、先月まで「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」としていたのを、今月は「徐々に弱まりつつあるように窺われる」として、ここは下方修正である。それから収益・所得のところも、先月は企業収益は「減少が明確になっており」だが、今月は一部中間決算等が発表になっているのを受けて、「製造業を中心に悪化しており」ということで「悪化」という言葉を使っている。それから家計の所得形成も先月は「徐々に弱まっている」だったが、今月は「所得形成の弱まりも、はっきりとしてきている」ということで、ここも弱さを強調する表現に変えている。それから公共投資については、7～9月期の公共投資の工事量については若干前期比でプラスになっているので、表現を「減少傾向にある」と少し変えさせて頂いた。それから設備投資については、先月は「減少も明確化している」と書いたが、毎月「明確化する」というのも変なので、「引き続き減少している」と変えた。それから先行きだが、まず最初のところにある輸出環境だが、これまで書いてきている「世界同時的な情報関連財の在庫調整は、来春辺りまでには概ね一巡するとの見方が多い」という表現だが、これまでも色々と議論があったが、このところ在庫循環を見ても少し回り始めているし、半導体市況も僅かではあるが反発しているということもあるので、ここの表現は今月は前月通りにさせて頂きたい。ただ、これまでも色々と指摘されているように、このように書いてしまうと、特に「一巡」などと言ってしまうと、そのまま回復するかのように聞こえるということもあろうかと思い、今月はその後一文を加えている。「しかし、」以降を読むと、「米国における同時多発テロ事件以降、世界経済は一段と減速しており、そうした中で情報関連財の最終需要も、当面は低調に推移する可能性が高い」ということを入れている。

繰り返しになるが、これは在庫調整については進むということが考えられる。ただし、その後、最終需要が回復するというとは別の話だということを示的に書いたということである。その後の文章だが、基本的に先月と同じであるが、「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」という以下であるが、先月は、「惧れがあるなど、先行きの不確実性はむしろ強まっている」と書いたのだが、今月はもう少しあっさりした表現で「ことも考えられる」として、この記述自体は残したいと思っているが、末尾を変えたいと考えている。その後は纏めて申し上げると、次のパラグラフと最後の「以上を総合すると」のパラグラフで、例えば個人消費のところは、「雇用・所得環境の悪化や消費者心理の慎重化に伴い、弱めの動きが続く」、その後、「このように」の後で「輸出・生産の大幅減少の影響が、家計所得を通じて個人消費にまで及んでいく中で、政府支出も減少基調を続けると見込まれている」。それから最後の「以上を総合すると」の後の「わが国の景気は、年初来の輸出の減少を起点とする景気の調整が続くもとの、内需がさらに弱まっていくことは避けられず」の点については、いずれも先月と比べるとやや下方に修正しているが、これはむしろ上の方での現状判断が下方修正されているということに伴って、こちらの方は玉突き式に下方に修正しているということであり、纏めて説明した。それから物価面であるが、物価についてはまず、現状認識のところで輸入物価と卸売物価をそれぞれ少し変えている。輸入物価については、「下落が続いている」それから卸売物価については、下落幅が先月までは「やや拡大」と「やや」を入れていたが、今月はややを取って「拡大している」とした。いずれも指標の発表を受けた事実に応じて書いたということである。それから物価を巡る環境については、まず一つ文章を先月と比べて加えさせて頂いた。それは「原油・非鉄等の国際商品市況は軟調に推移している」という文章であり、これまでテロ事件以降、商品市況の動きについてはかなりボラタイルなことがあったので入れてなかったのだが、昨日の原油の市況はロンドン、それからWTI、ブレントと共に17ドル台までさらに下落しており、弱さが

目立ってきたということもあるので、今月は国際商品市況の表現を新たに加えさせて頂きたいと思っている。それから実体部分の最後になるが、「景気の調整が長引くもとの、国内需給バランス面から、物価に対する低下圧力が徐々に」の後を「強まっていく」というふうにしている。先月は「働いていく」だったので、働くという動詞を強まるという動詞に変えているが、実は前回会合で決定された展望とリスク評価のペーパーでは、文脈は少し違うが「物価は需要面から低下圧力が強まりやすい状況にある」ということで、「強まる」という動詞を使っていたので、ここに合わせて「強まる」という動詞を使う方がいいかなと思って変えているので、内容的にも若干下方修正となっている。実体面は以上である。

雨宮企画室参事役

次に金融パートである。先程からご議論のあったような金融環境の若干の変化をどの程度書き込んでいくかということであるが、イシューとしては大変重いイシューではあるが、取り敢えず得られる資料という意味では若干の変化であるので、そういう気持ちで少し書き加えてある。真ん中の「資金仲介活動をみると」というところのパラグラフであるが、「優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては貸出姿勢を慎重化させる傾向が窺われる」とした。これは前月までは、「融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている」ということで「増加させようとする姿勢を続けている」という方を結論にしていた訳であるが、二極分化になっているということだけを記述させて頂いた。それから、細かな「引き続き」とかその辺の修文は省略させて頂いて、その下で、「社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、低格付け企業の発行環境が幾分悪化している」という格好で変えている。その下、社債の「前年比伸び率は鈍化している」と、その理由として「低格付け社債の発行が減少」ということも記入してある。それから最後の結論であるが、先月まで、「金融市場における緩和感の浸透、金利水準の低位安定、マネー指

標の伸長、社債・CP市場の概ね良好な環境」といった格好で緩和的であるという表現であったが、社債・CP市場が若干一部で変化が生じているということと、マネー指標についてもそろそろ伸びが止まってきているということもあり、一応ここは、「金融市場の状況や金利水準からみれば、きわめて緩和的」と、「しかし、民間銀行や投資家の信用リスク・テイク姿勢は幾分慎重化しており、信用力の低い企業や中小企業では資金調達環境が厳しくなる動きがみられている」と纏めさせて頂いた。それから、前月まで2か月、実体パートと金融パートを全部受ける格好で、最後にテロ事件の影響について見守っていくということを書いたがこれについては先程の吉田調査統計局企画役からの説明と、テロ事件の影響の評価についてはそれぞれの色々なパートに入り出しているということもあって取っているということである。それと、市況の関係で二箇所修正をお願いする。まず、四番目のパラグラフの株価であるが、ここは「総じてみれば横這い圏内ながら、最近では幾分下落している」というのを全部直させて頂き、「株価は、弱含みで推移したが、足許では反発している。」とした。これは実際に1か月前の金融政策決定会合の時には1万6百円であったので、結果的には大体同じ位の水準に戻っている訳であるけれども、この間の推移はずっと弱含みであって、二日前に1万30円まで下がって、昨日、今日と反発しているということであるので、そのように変えた。それからその下の「円の対米ドル相場」、ここは「120円近辺」というところを「121～122円台で」に修正したいと思う。以上である。

速水議長

意見あるいは修正するところがあればどうぞ。

田谷委員

経済の先行きのところの「内外資本市場の動きが」云々とあるが、今このところ外で何か問題になっているというのはアルゼンチンくらいで、後は大体落ち着いてきたような気がするが、それに比べると国内の金融資本

市場の方が問題になってきているのではないか。この「内外」というのを「国内金融・資本市場」とした方が現状では適当ではないかと思うがどうか。

速水議長

アルゼンチンは明日は分からないという状況だが、サムライ・ボンドを出しており、国内に随分持っている人がいる。それからユーロ円債もあるし、私はどうなってくるか恐い感じがする。

田谷委員

分かった。トルコとかブラジルその他の国の方も落ち着いてきたので、かなりアイソレートした問題かなと思ったが、確かに総裁が言われるようにアルゼンチン債というのは、国内にそれなりのインパクトはあると思う。このままでも結構である。

雨宮企画室参事役

修正の追加であるが、市況の説明で、大変細かいが、長期国債流通利回り、金融パートの上から三つ目のパラグラフで「長期国債流通利回りは、幾分低下し、最近では概ね1.3%台前半」と書いてある「前半」を「半ば」に直させて頂きたい。

速水議長

1.3%台半ばか。これで宜しいか。

中原伸之委員

一点だけ宜しいか。だいぶ書き込んできたと思うが、一つはやはり調整のスピードについて書くべきではないかと考えている。それから調整という言葉はいつまでこれを使えるのか。全需要項目がはっきり全滅あるいは全滅に近い訳であるから、後退とか悪化とかいう言葉が使えないのかなと

いう感じである。それから、あと、倒産とか失業率というのが特徴的に出てきていると思うが、これが入っていないというのがよく分からない。前回も申したが、明らかに地方経済に与える公共投資のインパクトについても記述が欲しい等々である。

速水議長

ほかに意見はあるか。それではここで採決させて頂く。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

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

速水議長

反対理由は今述べられたほかにあるか。

中原伸之委員

簡単に申し上げる。一つは景気動向指数のC Iからみて、今次局面の特色は調整のスピードの速さということがあるので、拡がりではなく後退の速さについても触れるべきであると思う。二番目としては、先程から申しえているようにここにきて景気の後退が一段と鈍化しており、随分変わったという認識である。需要項目がほぼ全滅の状態であるだけに調整という言葉では不十分であり、後退ないし悪化という表現を使うべきではないかと思う。それから三つ目は物価について「緩やかな下落傾向を辿る」と書いてあるが、現在、名目賃金の調整その他が急速に進んでいるので、C P I の下落幅も現在過去最高になっているが、これが加速する恐れがある。他の物価指標も下落幅が拡大してきているので、「緩やかな」という表現は如何なものかと、削除した方がいいと思う。それから四つ目として、倒産、失業率等の現局面を表わす非常に特徴的な指標が出てきているので、これについても言及すべきである。最後であるが、公共投資の落ち込みについて地方経済が非常に大きなインパクトを受けているということを書いて欲しいと思う。以上である。

速水議長

それでは、ただ今ご決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。なお本件の対外公表については、11月19日月曜日の午後2時に行なう。

V. 議事要旨（10/11～12日開催分）の承認

速水議長

それでは最後に前々回 10月11日、12日の会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は11月21日水曜日午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

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。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は終了した。次回の金融政策決定会合は11月29日に予定している。なおご如才もないことながら、決定会合における議論の内容はご自身の発言も含めて厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認

を確保するという観点からも、皆様におかれては引き続き厳正な機密管理に努めて頂くようお願い申し上げます。本日はどうも長時間ありがとうございました。

(午後 12 時 31 分閉会)

以 上