

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年12月18日

12月19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 (18日 14:00～15:21)
	村上誠一郎	財務副大臣 (19日 9:01～14:54)
内閣府	岩田一政	政策統括官（経済財政－景気判断・ 政策分析担当）(18日 14:00～15:21)
	竹中平蔵	経済財政政策担当大臣 (19日 9:01～11:20)
	小林勇造	政策統括官（経済財政－運営担当） (19日 11:22～14:54)

（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	和田哲郎
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治
（事務局）	
政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

## I. 開会

速水議長

それでは時間がきたので、ただ今から金融政策決定会合を開会する。

(午後 2 時開会)

はじめに会合の取り進め方であるが、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 時に会合を再開して、金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府から出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めていく。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。そして最後に先行き半年間の決定会合の開催予定日を承認して頂く予定である。政府からの出席は、本日は、財務省から藤井総括審議官、内閣府から岩田政策統括官が出席されている。なお明日は財務省からは村上財務副大臣、内閣府からは竹中経済財政政策担当大臣および小林政策統括官が入れ替わりで出席される予定である。予めお断りしておくが、会合の中で出た意見、発言等は全て記録することを前提にしているので、委員および政府からの出席の方々におかれては、このことを前提に発言頂くように宜しく願います。

## 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に願います。

## 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

まず、前回会合以降の金融調節だが、引き続き当座預金需要の動向に応じて、6兆円を大幅に上回る当座預金残高の供給を行なってきた。その結果、無担オーバーナイトコール・加重平均レートは、0.001%から0.003%のゼロ金利水準で総じて落ち着いた推移を辿った。この間の調節面でポイントとなったのは、11月30日のオペレーションである。この日は月末要因から資金需要が膨らんだうえに、前日夜に米国エンロン社の経営危機が伝えられたことから、一部投信がMMFの解約資金確保に走る動きを示したため、市場地合いが急速に不安定化する形勢となった。このため当日の大口の財政資金支払い、地方交付税交付金支払いなどから6兆4千億円の余剰であったが、これを概ね放置する形で当座預金残高を14兆円まで拡大した。こうした大量資金供給を受けて、市場には安心感が拡がって、オーバーナイト加重平均レートも結局0.003%のゼロ金利水準に着地した。その後は市場地合いの落ち着き回復を確認しながら、当座預金残高を8兆円前後にまで徐々に削減してきたが、準備預金の積みの順調な進捗もあって、資金余剰感の強い状況が続いた。このことは、短資預金残高が一頃に比べかなり高い水準で推移していることから窺われる。なお昨日は12月の新積み期入りに伴って残り所要額が大幅に増加したことから、当座預金残高を9兆円に拡大する調節を行ない、本日も前日実績並の8兆9千億円の残高を供給するオペレーションを行なった。先週末で終わった11月積み期の特徴は、都銀、地銀の積み進捗率が、それぞれ11月30日に大きく上昇し、その後もかなり高い水準で推移したことである。これは一部投信からの流失資金が、都・地銀の普通預金に大量に流入したこと、ならびにエンロンショックなどに伴う市場環境の不安定化を眺め、前倒しで積みの進捗を図った先が多かったことなどによるものである。また都銀の一部行が自行株価の急落から、資金繰りの悪化に備えるため当座預金保有を大幅に積み上げたことが超過準備の増加に繋がっている点が注目される点である。ちなみに都銀の11月積み期の超過準備残高をみると、1日平

均で 3,946 億円と Y2K 時以来の高い水準となっているが、これは先程述べた一部行の手元流動性積み上げによるものである。このように 11 月下旬以降の展開は、エンロン社の破綻や銀行株の下落の影響を色濃く窺わせるものになっている。外銀の超過準備保有額自体は足許 2 兆円前後まで減少してきているが、年末接近に加えて銀行株の大幅下落などの不安材料も少なくない状況なので、当座預金需要は引き続き不安定な動きを示すものと思われる。今後も資金需要動向を睨みながら、潤沢な資金供給を弾力的に行なって市場地合いの安定確保に努めていきたいと思う。

次に前回会合以降の金融為替市場の動向だが、エンロン社の経営破綻、青木建設の民事再生法申請など、内外企業の破綻が相次いだうえに、日本国債の格下げの動きなども重なって、クレジット・リスクに対する意識の高まりが一段と目立つ展開となった。こうしたクレジット・リスクへの懸念の高まりを示す特徴的な動きとしては、四点が指摘できると思う。その第一は、一部銀行株や低位株が売り込まれ、これらの株価が大幅に水準を切り下げたことである。日経平均に比べて T O P I X の落ち込みが目立っている。これは銀行株のウエイトの大きい T O P I X の方に銀行株の下落の影響がより大きく出ているためである。ちなみに先週末時点の銀行株のウエイトは、T O P I X で 7.76%、日経平均で 1.70% となっている。また昨日時点の東証一部の 100 円、50 円割れ銘柄数はそれぞれ 185、60 銘柄と、共にバブル崩壊後の最高を記録している。第二には、社債流通利回りの対国債スプレッドの拡大傾向が、トリプル B 格から一部のシングル A 格債にも拡がりをみせてきていることである。内外の相次ぐ企業破綻を背景としたクレジット・リスク意識の高まりから、高格付債以外の債券でスプレッドの拡大テンポが一段と強まってきているように窺われる。第三の特徴的な動きは、先程も触れたようにエンロン社の破綻に伴い、一部投信が M M F の大量解約に備えるため、流動性の高いものを中心に保有債券の売却を進めたことである。実際、12 月上旬末の M M F 残高は、10 月末対比 8 兆 1 千億円の減少、そのうち 12 月上旬中が 3 兆 3 千億円の減少だが、そうした大きな減少となっている。そうした投信の動きから、短期国

債流通利回りやCPレートが強含むなど、エンロンショックが短期ターム金利の押し上げ要因として作用している。この間、長期金利は、国債の格下げを契機とした外人投資家のアセット・スワップ・ポジションの解消などから、12月初めに一時1.4%近くまで上昇する場面もみられたが、その後は財務省による国債買入消却構想の公表や、来年度の国債発行額が概ね市場の予想の範囲内の150兆円程度になる見込みとなったことなどが好感されて、1.3%台前半で比較的落ち着いた推移を辿っている。そして第四には、為替相場がわが国における信用不安懸念の強まりや、財務省筋の円安容認発言報道などを背景にかなり急ピッチで円安方向に振れたことが特徴的な動きとして指摘できる。以下では、今申し上げた四点の比較的大きな動きがみられた株価、クレジット・スプレッド、ならびに為替動向について手短かに報告する。まず株価だが、日経平均をみると、10,500円を挟んだ比較的狭いレンジの中で総じて弱含む展開となった。NASDAQの底固い動きや円安を背景として、電機が小幅の上昇をみたが、これに対して銀行株は寄与度で言うと1.3%ポイントのマイナス、それから通信株が0.9%ポイントのマイナスで、大幅に下落したことなどから日経平均ベースでは3.1%の下落、銀行株のウエイトが高いTOPIXでは5.7%の下落となっている。また、出来高が大きく膨らんでいる。11月31日以降約9億5千万株、年初来平均が7億4千万株だが、このように出来高が大きく膨らんでいるもとで売買単価が低水準に推移しており、この間の株式取引が低位株中心にかなり活発に商いが行なわれてきたことが分かる。実際に取引高の一位を、あさひ銀行とか丸紅など100円以下の低位株が占める日が多くなっている。こうした株価の動きをセクター別にみると、IT関連はNASDAQの底固さに支えられた電機の健闘などから11月29日対比では、4.0%の下落に止まっているのに対して、構造不況関連は10.1%の下落、それから銀行株は15.3%の大幅下落をみている。個別では、あさひ銀行が41%、大和銀ホールディングが37%、UFJが36%の大幅下落となっているのが目立っている。僅か12営業日でこれだけ落ち込んでいる訳なので、今回の銀行株の下落が如何に急ピッチであるかが分

かと思う。このような銀行株の動きを業態別に見ると、前回銀行株がボトムをつけた 98 年当時に比べて、今回は都長銀の落ち込みが大きく、次いで信託の順になっている。これに対して地銀、地銀Ⅱは一部先でかなりの落ち込みを示している先もあるが、全体としては概ね横這い圏内の動きに止まっている。こうした都長銀、信託と地銀、地銀Ⅱの株価パフォーマンスの格差は、不良資産要処理額の差による面が大きい訳だが、加えて流動性の高い都長銀株が目先筋の空売りなどにより集中的に売り込まれていることも相当程度影響しているものと思われる。98 年当時も同様の格差がみられていたが、98 年 10 月初めにボトムを打った後は、都銀株が大きく反発している。それだけの急反発となったのは、やはりショートポジションの巻き戻しによる面もあると考えられる。今回も今後の銀行のリストラ努力や政府の政策対応如何では、98 年当時と同様の株価展開を辿る可能性もあるものと思われる。当面の株価動向について、市場参加者が注目する要因をみると、米国株価の底固い推移や円安のプラス要因と銀行株、構造不況関連の低位株の下落というマイナス要因が綱引きをする格好となり、日経平均ベースでは引き続き 1 万 5 千円を挟んだレンジでの推移を予想する向きが今のところ多数派となっている。ただ、最近の株価の低迷を眺め、当面についてはレンジの下値を試していく展開を見込む先が増加しているように窺える。特に銀行株の影響を強く受ける T O P I X では、昨日、988 ポイントと 9 月 12 日の年初来安値を更新したことから、バブル崩壊後の最安値である 98 年 10 月の 980 ポイントを割り込む可能性もあるといった見方が強まっている状況である。次に第二の注目点であるクレジット・スプレッドの動向だが、社債流通利回りの対国債スプレッドは、ダブル A 格債では引き続き横這い圏内での推移となっている。これに対してトリプル B 格債では、スプレッドが一段と拡大する方向にあるほか、ここにきてシングル A 格債にもスプレッドの拡大傾向が拡がりつつある点が注目される。これは青木建設の民事再生法申請など相次ぐ企業破綻から、クレジット・リスクへの警戒感がさらに強まっていることに加え、エンロン社の破綻を受け、一部投信が M M F の解約に備えて保有社債につい

ても売却を進めていることなどが影響している。ただ、スプレッドの水準自体は、97～98年の金融危機時に比べてみると、なおかなり低い水準にある。ちなみにシングルA格でみると98年12月末では0.92%のスプレッドがあったが、直近では0.43%、トリプルBの場合には同じく1.34%が0.74%という差があるということである。また最近のスプレッドの拡大には、エンロンショックの影響に伴う一部投信の換金売りによる面も少なくないため行き過ぎという指摘も聞かれている。ただ、今後の企業収益や倒産動向如何ではスプレッドがさらに拡大に向う恐れもあり、今後のクレジット・スプレッドの動向には引き続き十分注意を払っていくことが必要と思われる。この間、銀行セクター債の対国債スプレッドもあさひ銀行債が足許2.74%まで拡大しているほか、興銀債や三和銀行も株価の下落に連れる形でスプレッドを拡大しており、興銀の場合には0.56%、三和0.34%まで拡大している。また、クレジット・デフォルト・スワップ・レートも前回会合以降、各行とも一段と上昇気配にあり、レベルとしても98年10月の水準を上回るようになってきている点は気になる点である。

最後に為替相場動向だが、円の対ドル相場は、相次ぐ大型企業倒産や、金融システム不安再燃懸念の強まり、わが国国債の格下げ、本行による外債購入思惑、さらにはわが国政府の円安容認思惑などから一段と弱含み、先週末には年初来安値の126円84銭を更新した。先週金曜日は、1日で2円近く円安化した。昨日は財務省の黒田財務官の「先週金曜日の円安のスピードは少し速いが心配はしていない」といった発言を受けて98年10月以来の128円台を記録している。また対ユーロでも、先週末には98年10月以来の115円台をつけるなど、円安化が進んでいる。今回の円安局面と今年の3～4月に126円台をつけた際の局面とを比較してみると、前回は日米首脳会談を前にして、日米で円安誘導に向けての合意ができると思惑の強まり、いわば円安容認思惑と国債格下げ、本邦ゼネコン・生保の破綻ルーマー等が円安要因として作用した。今回も基本的には同じ構図となっていて、財務省筋による円安容認発言に加えて、国債格下げ、本邦企業・金融機関の破綻等が円安要因として働いている。前回円安局面で

は、126 円に乗せたところで、宮沢蔵相の「最近の為替の動きは急すぎる、注視する必要がある」旨の発言があった。それ以降財務省サイドの相次ぐ円安牽制発言が効いた形で、円安修正が進み短期間で 122 円台まで戻ることになった。今回についても為替市場では、リスク・リバーサル動きからみられるように足許ドル・ブルセンチメントが強まる中で、日米政府がどのレベルまで円安を容認するスタンスにあるかが今後の円相場動向を左右する最大のポイントの一つとして、両通貨当局の発言に注目している状況である。当面の円相場は、取り敢えず 125 円～129 円のレベルで、日米政府の円安容認姿勢、どの程度まで円安を認めるかということと、日米の景気株価動向を睨んだ神経質な展開になるとの見方が一般的となっている。以上である。

#### 速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。宜しいですか。それでは次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事と平野国際局長お願いします。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

### 平野国際局長

最初に簡単に概況を申し上げる。米国を中心に足許の景気は後退局面にあるが、一方、金融市場は先行きの米国景気の回復を織り込む動きということだろうと思う。この間、IT 関連財を含めた在庫調整の進展等に見られるように、景気のボトムを形成する一つの条件が整いつつあるが、しかし、先行きについてはなお不透明感が強いということであろう。

追加資料 3 の図表 1 は、ブルーチップから取った米国の成長率見通しの各予想期間の分布を示したグラフである。一番上が 2002 年通年、真ん中が 2002 年第 1 四半期、2002 年第 4 四半期が一番下のグラフであるが、一見して分かるのは、予測に相当ばらつきがあるということで、この第 1 四半期の予測は相当左右に大きく拡がっている。従って第 4 四半期の見通し



も分散が大きくなっており、全体としても予測に相当ばらつきがみられるので、先行きの景気展開に関するばらつきが極めて大きいということが一見して観察される。図表 2、米国から申し上げる。米国景気は後退局面にある訳だが、これまでのところ個人消費がどんどん悪化するという状況は回避できていると思われる。このことが景気の後退の深化に歯止めをかけているとみても良いと思う。まず家計関連で言うと、11月の小売は前月比で-3.7%であるが、この小売をどう評価するかが一つのポイントである。9月、10月、11月と並べてみると、結局のところ自動車販売の振れを主因として、数字が大きくスイングしている。ただ、消費の実勢としては減速しつつもまずまず底固く推移しているのではないかという見方をしている。足許のクリスマス商戦についても、これまでのところ前年比で2%~3%増程度の売上を確保しているのではないかとみられる。企業部門だが、このところ企業は減産を継続しており、その結果IT分野を含めて在庫調整が進展している。しかしながら最終需要は弱いため、生産の減少はなおも続いていて、稼働率も低下傾向にある。それから製造業受注の数字をみると、9月に大きく低下した後、10月はかなりリバウンドした。それからこれも生産のある種の代理変数とみられるNAPMの製造業指数をみると、これも10月に大きく低下した後、11月はリバウンドしている。いずれも強い数字ということだが、結局のところテロ事件による急激な減少、あるいは低下の反動という大きなノイズが入っていて、その分は割り引いて評価する必要があると思う。つまりこの数字を以って生産の減少に歯止めが掛かるというところまではまだ評価はできないと考えている。この間、労働市場では引き続き緩和傾向が急速に進展している。失業率、雇用者数をみると、11月は失業率が5.7%まで上昇している。雇用者数の減少も続いている。この辺りが大きなダウンサイドであるという事実は変わらないと思う。米国の生産の動きをグラフ化して前月比の寄与度分解をしてみると、11月は自動車生産が大きく増加したことが一つの特徴になっている。それからIT関連財の生産に対するマイナス寄与がほとんど目立たなくなってきたというのも、一つの大きな特徴ではないかと思っている。

次に、先行きの金利観である。Fedは12月11日のFOMCで0.25%の利下げを決定したが、さらに先行きのリスクについては、引き続き景気下振れ方向に傾斜しているという判断をしている。利下げ実施後の直近の市場の金利観をみると、例えばFF先物金利、あるいはユーロドル先物金利をみると、限月を追うに連れて上昇するという感じになっていて、年央からむしろFedは利上げに転ずるのではないかという読みが期待に織り込まれている。次に、市場について簡単に説明する。まず株価だが、企業業績見通しについては相変わらず下方修正されているが、その程度は小さくなっているという状況なので、こうした中で基本的には先行きの景気回復を先取りする形で株価が上昇している。特にハイテク企業の業績改善期待ということを反映して、NASDAQの上昇が目立つ格好になっている。市場のリスク認識でこのところ目立つのは、社債間信用スプレッドの動きで、かなり信用スプレッドが縮小するという動きが続いていて、今のスプレッドのレベルはほぼテロ発生前の水準に戻っている。全体として投資家の信用リスク認識はテロ後に相当高まった訳だが、ここへきて、幾分和らぐ方向にあるということが言えようかと思う。ただ、CPのスプレッドは相変わらず高止まりしており、結局のところ、MMFなどいわば安全資産を好む投資家層が多いCP市場については、そのスプレッドがエンロン社破綻以降高止まりしているということだと思う。

次に図表7、ユーロエリアである。全体として輸出の減少、設備投資の減少といったことで景気の減速が続いている。消費者コンフィデンスの11月をみると、引き続き悪化している。それからフランス、ドイツ辺りでは失業率も上昇している。家計所得の伸び率も鈍化していて、このところ個人消費も全体として鈍化傾向にある。ドイツの実質GDPの第2四半期、第3四半期の数字をみると、マイナス成長が続いていて、ドイツは景気後退局面にある。ただ、昨日公表されたドイツのIFO研の指数は若干改善しており、ドイツでも先行きの回復が少しずつこうしたコンフィデンスに織り込まれてきているという姿もみてとれる。

次に図表8、アジアに進む。第3四半期のGDPの数字が出揃った。総

じて景気の減速が続いており、輸出、設備投資の減少が続いているほか、個人消費も後程付言する韓国を除いて鈍化傾向にある。第3四半期の数字が出揃って、中国を除いてNIEsとASEAN全部の合計をみると、第2四半期が前期比年率で+0.9%、第3四半期が前期比年率で+0.3%と、ぎりぎりプラス成長を維持しているという状況である。図表9では、NIEsの輸出動向に若干の変化、つまり韓国、台湾、シンガポールといったNIEsの減少テンポがスローダウンする兆しがみられている。NIEsのIT関連財輸出の動向をグラフでみると、IT関連財のマイナス寄与がこここのところ少し縮んできてきている姿がみてとれる。全体の輸出と、IT以外、IT関連財に分解した寄与を前期比でみると、足許にかけてはIT関連財のマイナス寄与がなくなり、むしろ第4四半期の10月だけの計数を取ってみると、IT関連財の輸出に対する寄与はプラスに出ている。結局のところ、半導体等の在庫調整の進捗を背景とするIT関連財輸出の減少幅の縮小が、輸出の減少テンポのスローダウンに結び付いているのではないかとみている。こうしたことを背景に、NIEsの株価をみると、このところ韓国、台湾、シンガポールといったNIEsの株価の急伸が目立っている。直近は少し利喰いも出て、多少下げているが、全体としては大きく上げている。その背景にはIT関連財の輸出に回復の目が多少みられてきたということと、NASDAQの上昇、あるいは投資家のリスクアペタイトの回復を背景とした外資の流入といったことがある。韓国について若干付言すると、韓国でも輸出や民間設備投資の減少が続くもとで、景気は良くないが、一方で政府の積極的な財政運営があって、建設投資、個人消費が景気を下支えしている状況である。このため景気の落ち込みの程度は、他国比相対的に軽いといえる。最近、今年の政府見通しが発表されて2001年は+2.8%で、これによれば今年の第4四半期も前年比で3%程度のプラス成長になるであろうということである。在庫調整の進捗に伴う調整圧力の減退もあって、韓国では生産減に歯止めが掛かるといった情報もみられている。

以上だが、米国景気が来年半以降回復に向かい、連れて東アジア、欧州

の景気も回復に向かうという平均的な見通しから大きく外れるような変化は起きていないと思っている。しかし先行きの動向、とりわけ設備、あるいは消費を中心とする最終需要の動向には不透明感が強いということであって、当面はダウンサイド、雇用情勢との関係での消費の下振れとか設備投資調整が予想外に長引くとか、あるいは株価調整とか、こうしたダウンサイドに注視すべき情勢であろうと判断している。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。なければ次に移る。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。永田理事と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、日本サイドからみた輸出環境について説明する。最初にIT需要についてであるが、先程の平野国際局長の話にもあったが、現在はある程度皆の見方が収斂しつつあるということではないかと思っている。というのは、例えば、世界の半導体需要はまだマイナス圏内にはあるが、どうやらそのマイナス幅は少し縮んでいる感じがするし、アメリカの電気機器関係の在庫循環も在庫調整がかなり進んでいるという感じである。これは日本でも、後程述べるが、同じことが言える。またNIEsの輸出が日本の輸出よりも一四半期位早く落ち始めたということは前から説明しているが、これについても少しマイナスが縮んでいるように見える。そういった感じで、電子部品を中心に、現在のIT調整も底が近付いているのではないかという見方が、今業界で強まっている。ただし、例えばパソコンはウィンドウズXPが投入された後も決して売れ行きがいい訳ではないし、ネットワーク関係の設備投資については、まだ相変わらずどしゃ降り状態である。そういう意味では、IT財の最終需要という観点からみると、これは引き続き低調である。在庫調整の進捗に伴って、そのボトムは

近いと思われるけれども、逆にその後、急激な回復を期待することもできないという意味で、非常な弱気、どんどん落ちるという見方がなくなる一方で、急回復するという見方も余りないという意味で、ある種見方が収斂しつつあるのがITを巡る環境ではないかと思っている。他方で、先程紹介があったように、米国では自動車メーカーのゼロ金利キャンペーンもあって10月に爆発的に自動車売れた後、11月もそこそこの高水準を続けていることもあって、一頃懸念していた日本からの輸出の落ち込みは取り敢えず起こっていない。ただし、ここから先どうかということになると、アメリカについてはITと逆に依然として強気と弱気が収斂していないということは、先程の国際局長の説明にもあったとおりである。今のアメリカの統計というのは良いところだけつまみ食いしていけば非常に強い絵も描けるし、逆に弱いところを集めていけば相当弱い絵も描けるということで、アメリカについては依然として不確実性が大きい状態にあるという認識である。

次に企業部門の話であるが、企業収益については今回までに法人季報と短観が出ている。まず法人季報については、4~6月までは製造業は若干落ちていたが、全産業ベースでみると、利益率は比較的高い水準をキープしており、4~6月の全規模・全産業は2.90%で、これは去年の7~9月と同じであるから相当高い水準が維持されていた訳である。しかし、この7~9月に入って一気にかなり低下しており、そういう意味ではかなり企業収益の悪化というのが統計的に目立った形で出てきたということである。もう一点は短観であるが、短観については全体に企業収益が下方修正された。特に製造業において今年の下期の収益計画の下方修正が大きかったのが特徴かと思う。ただし、これも3か月前に説明した時にも、特に製造業に関しては上期と下期の利益率が余りにも違い過ぎるので、いずれ下方修正が起こるであろうと説明したかと思うが、ある意味でそのとおりになったということである。

次に企業金融についてである。これも短観で企業金融の数字が出てきたが、結論だけ申し上げると、資金繰りのところでは製造業を中心に悪化し

た。これは恐らく企業収益の悪化を素直に反映したものだだろうと思っている。それと同時に貸出態度判断D Iも、大企業、中小企業、製造業、非製造業を問わず少しずつ下を向いてきている。ただ、確かに下を向いてきてはいるが、97～98年と比べると、まず第一にこのD Iの落ち方自体がかなり小さいということ、それとより大事なのは、後程紹介するようにこういう中であって最も金融機関の貸出態度の影響を受け易いと考えられる中小企業の非製造業の設備投資計画が比較的大きめに上方修正されているということである。これはどういうことかと言うと、私の理解では97～98年は、オーバーオールなクレジットクランチであったから、中小企業の設備投資が大きく落ち込んだ訳であるが、現状はまだ金融機関が選別をしており、従って設備投資をするような企業については、今のところ設備投資がまだできているというような違いがあるのではないかと理解している。

次に設備投資関係については、機械受注と短観の投資計画を紹介したいと思う。まず第一に機械受注だが、10月は少し大きめの落ち込みとなっている。7～9月が5%強の減少の後、内閣府の見通しだと10～12月は0.5%の微減という見通しであるが、10月の数字は少し大きめの数字になっている。勿論、これは機械受注という振れのある統計なので、ひと月の数字は丸呑みして頂く必要はないと思う。従って、ここまで大きく落ちるとは考えていないが、ちょっと気になるのは、これまで相対的に底固かった非製造業も9月、10月とふた月ばかり少し弱めの数字が出ているということである。それから、今回の短観の設備投資計画は修正状況でみると特徴は二点であり、まず第一は、製造業・大企業の投資計画が大幅に下方修正されてきているということである。これは電気機械での下方修正が非常に大きい訳であるが、期中でこれだけ大幅な下方修正というのはかなり珍しいケースである。第二は、先程紹介したように非製造業・中小企業のところで上方修正されていることである。中小企業の非製造業の設備投資計画はまだマイナスであるから決して強いということをする積もりはないが、企業金融が金融機関貸出態度からみると厳しくなりつつある中であって、この数字がまだ上向いているということは、現状はまだ金融機関の融資態度

の変化が設備投資に大きな影響を及ぼすには至っていないと判断できる材料ではないかと思っている。

次に家計部門である。家計部門の入口の雇用関係については、前月の会合で、労働力調査で失業率が大きく上がったことと雇用者数の伸び率が大きく落ちたことを申し上げた。そのうちどれ位が実勢でどれ位が統計の振れであろうかと考えていた訳であるが、もうひと月の数字が出たところを踏まえると、やはりかなりの程度実勢として雇用情勢が悪化していると考えざるを得ないと思っている。例えば職安統計をみると、確かに求人倍率の低下はまだ0.57から0.55とゆっくりではあるが、新規求人倍率のところは1から0.87とこれは求職の増加によるものであるが、かなり下がっている。それから労働力調査に関しては、前回申し上げたように、雇用者数の前年比が8月の+0.3%から9月は-1.0%になってかなり落ち込みがきつかったが、10月も-1.2%という数字が出ており、やはり全てが一時的なものとは言い切れないという感じがしている。賃金が弱いということはこれまでも説明しているとおりでである。若干補足すると、失業者の内訳のところ、失業者の増加を何年間に亘っての基調という観点からみると自発的離職者がずっと増えているということがベースにあることは間違いないが、足許のところをみるとやはり非自発的離職者も急速に増えている。勿論、これは相当振れる統計なので、ある程度均してみないと、ひと月ひと月では分からないが、傾向としてはそういうことであるということが第一点である。それからもう一つは、前月説明したこととの繋がりであるが、最近の特徴はこれまでずっと自営・家族従業者が減っていたことであるが、先月に入ってこれまで増えていた雇用者のところも減り始めており、その結果として全体に就業者の減少幅が非常に大きくなっている。従って、現状では非労働力化、すなわち労働市場から退出する人が実は多いが、それにもかかわらず失業率が高まっているという状況にある。勿論、労働力調査の動きには依然として一部統計の振れがあるかもしれない。また、毎月勤労統計の常用労働者数と労働力調査の雇用者数の動きが合わないという感じがあって、特に非製造業において毎勤統計の方は伸び率が

プラスで上がってきているのに対して、労働力調査は落ちているといった統計面の違和感はある。ただ、そうは言っても、では労働力調査でどういうところが減っているかということ卸売業や建設業であるので、若干の統計的なブレはあろうが、やはり基調としてみると限界的な労働部分を中心に雇用情勢は実勢としてかなり悪くなってきているとみるべきではないかと思っている。

次に個人消費である。個人消費については、前月から申し上げているが、やはり全体としてかなり弱くなってきたということだと思う。勿論、例えば、11月の東京、大阪の百貨店売上高が少し増えたというようなことはあるが、車が3か月連続で弱めであるということ、あるいは旅行の減少も大きいということ、さらにチェーンストアの減少が例えば11月でみると前年比で二桁であったこと、等々を踏まえると、全体として弱いということだと思う。10月は家計調査に限ってみると、比較的高い数字が出ているから、GDP統計等でどうなるかは分からないが、基調としては弱いと思っている。特に、販売統計の合成指数をみると、7~9月までは比較的まあまあ水準の後、10月でがたっと落ちている。勿論、10月の落ちには若干特殊要因があって、ダイエーの今年の野球の優勝セールとの反動とマイカルが相当大きく落ち込んでいることが効いているのは事実であるが、それにしてもやはりかなり弱めの数字が出ていることは間違いなく、個人消費はやはり、先程の雇用情勢から考えれば当然かもしれないが、弱くなってきたと思っている。

次に、図表33、生産である。生産については、1~3月から7~9月までの各四半期が、前期比で4%位落ちてきた後、10~12月については、資料には-2.4%と書いてあるが確報でちょっと上がって-2.3%となった。私共のヒアリングではもうちょっと大きくなるのではないかという気がしているが、電気機械辺りの減少テンポが少し弱まりつつあるような感じはしており、マイナス幅は幾分縮まってくるのではないかと思っている。そう思っている根拠の一つが図表35の在庫循環である。11月末の会合では生産指数の数字だけを見て、多分在庫循環は少し進捗していると思うと説



明したが、これを絵に描いてみたものが図表 35 である。鉱工業全体で見ると、まだまだ時間が掛かりそうな局面にあることは間違いないが、この絵の感じからみても少し調整が進み始めたということは間違いないだろうと思っている。とりわけ電気機械生産財のところをみると、これはもうかなり調整が進んできた姿を示している。さらに、その他生産財は素材であるが、素材は全体として在庫調整は遅れていると思う。ただ、遅れてはいるが、秋口位までは毎月毎月在庫が増えていたのが、最近は少し減り始めている。そういう意味では限界的に調整が進み始めたのではないかと思っている。

最後に物価関係について若干説明する。まず、輸入物価である。輸入物価は引き続きかなり大幅に下落しており、3 か月前比をみると、9 月、10 月、11 月とかなり大きな下落になっている。これも前回説明したとおり、基本的には原油価格の下落、それから世界同時減速を反映した非鉄市況の下落ということである。勿論、足許は少し円安になってきたし、非鉄も一頃と比べると相場は少し戻しているが、原油については到着までの若干のタイムラグ等があるので、もうちょっと下がるかもしれない。それを反映して、次に国内卸売物価である。国内卸売物価についても 3 か月前比で見ると、このところ毎月のように 3 か月前比での下落幅が拡大している。中身については、寄与度が一番大きいのは機械類と素材のところであるが、これらについてはこのところずっとマイナスの寄与度が一番大きいことは間違いないが、ここ 2、3 か月でこの部分で下落幅が拡大しているかというところではない。先程説明したように素材も限界的には在庫調整が進み始めていて、商品市況というのはその限界的な部分に反応するものであるから、さらに下落幅が拡大するようにはなっていない。こうした中であって、今卸売物価の下落に効いているのは、基本的には石油・非鉄関係が下落していることである。従って、先程の輸入物価との関連で申し上げると、あと少しこの辺の下落幅が大きめに出てくるという形で、国内卸売物価については幾分下落幅拡大の動きを当面続けるということではないかと思っている。

図表 44、消費者物価については、前年比の下落幅が一頃は、総合（除く生鮮）で-1%であったが、ここへきて少し縮まっており、10月は-0.7%まで縮んできた。理由の一つは、公共料金がこれまでのマイナスからプラスになっているが、これは昨年10月の電力料金の引き下げの裏が出ていることと、今年は逆に原油価格の上昇で電気料金が上がっていることによる影響が出ているということである。それに加えて、財の中では、パソコンの下落幅が少し縮んでいることもあって、全体として幾分マイナス幅が縮んでいるということである。ただし、今申し上げたように、主たる理由が例えば電気料金とかパソコンという話であるが、逆にパソコン以外のその他の財の下落幅というのはちょっと拡大しているような感じもある。従って、下落幅が拡大している訳ではないけれども、目立って縮小しているとまでは言い切れない状況にあるのではないかと思っている。

以上纏めて、特に読んで頂く必要はないが、経済活動の現状評価の文章について若干コメントさせて頂く。まず最初に現在の動きについて申し上げますと、昨年末、今年の年初から、輸出・生産が大幅に減少して、今年の年半ば過ぎ位までは、輸出が落ち、生産が落ち、設備投資でいうとIT関連の設備投資が落ちて、その一方で雇用への影響は限界的なものに止まっていて、個人消費は安定しているという図式だったと思う。しかし、ここ2、3か月の動きをみると、やはり夏場頃から次第に雇用のところにその影響が出てきて、秋が深まるにつれ個人消費に対する影響もはっきりしてきたということではないかと思っている。そういう意味で、経済の余熱が残っていた部分まで全体に弱くなってきたということをついて、これまでは調整という言葉を使っていたが、今回は概況として「輸出や設備投資の減少に加えて個人消費も弱まるなど、広範に悪化している」という表現を使っている。先行きについてのポイントを幾つか申し上げておくと、まず第一は、先程も説明したとおり輸出環境の問題である。IT関係の在庫調整は進んでいてボトムは近いという感じなので、仮に米国が余り悪くならないという前提で考えるのであれば、むしろ先程最初に悪くなったと言った輸出とか生産の減少については減少テンポが段々緩んでいく可能

性が高い。巧くいけば来年の半ばとかそういった時期には、輸出・生産の減少が段々止まってくるということも期待できるかもしれないと思う。しかし、他方でこれはあくまで前提条件付であって、アメリカについては個人消費、あるいは設備投資両面含めてまだ不確実性が大きいので、逆に個人消費が大きく落ち込むことになれば、こういったシナリオはまた崩れて、輸出、生産の調整がもう一度起こるというリスクもある。そういう意味ではプラス、マイナス両様あるが輸出環境が一点。二点目がやはり先程少し申し上げた金融面の環境ではないかと思っている。今は、97～98年とは違って、金融機関は貸出先の企業の信用リスクを選別して行動しているという状態にあるので、取り敢えず設備投資をやるような元気な企業については設備投資ができていくという状況だろうと思っている。しかし、山下局長の話にもあったとおり銀行株の下落、あるいはまた信用スプレッドがかなり拡大しているような状況にあるので、今後仮に、大型倒産等を契機にいわゆる選別に伴う貸し渋りの状況からオーバーオールなクレジットクランチに転化すると、当然中小企業への設備投資にも相当大きな影響を及ぼすという意味で、これは一つの重要なリスクであると思っている。

最後に物価について一点だけ申し上げておくと、先程説明したように物価の数字面の動きとして言えば、卸売物価が下落しているのはどちらかというところ原油要因であり、消費者物価は今のところみかけ上は比較的下落幅を拡大しないような動きになっている。しかし、環境面を考えると、一つ気になるのは名目賃金の動きであり、毎勤統計でも少しずつ下がっている訳であるが、それに加えて各種の大手企業等で賃金のカットみたいな動きが少しずつ出てきているような気がする。これはまだそれ程大規模なものではないと思うが、ある意味で名目賃金みたいなものが全体の名目のアンカーになっているようなところもあるので、仮にそういう動きが拡がると目先2、3か月という話ではなく、来年半ば、後半まで見たところの例えば消費者物価の動きについてそれがどういった影響を及ぼしていくか、これは名目面ではもう一つの注目点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。

岩田内閣府政策統括官

一点だけ宜しいか。私は自民党などからも色々と質問を受けているが、デフレのスパイラルということについて、過去の歴史上デフレ・スパイラルというのは事例があったと考えているかどうか。それから定義というのを内部的に何か検討されているか。

早川調査統計局長

これは重要な問題なので、私の方で直ちに答えられるかどうか分からない。というのは、今現在色々な方が色々なところでデフレ・スパイラルに入っているとか入っていないとか述べられていて、実は私自身それぞれの方がどういう定義で議論されているのか必ずしも定かでないと思っている。日本語ではよく景気と物価の悪循環というふうに言うが、悪循環というのであれば現状既にかなりそれに近いという印象を持つと同時に、実はスパイラルという言葉は明らかに、かなりのスピードないし加速というのを含む概念であるというふうに思う。辞書などを引くとインフレーションナリー・スパイラルという言葉が出てきて、これも日本語では、単純に賃金と物価の悪循環というが、それは実は単なる悪循環ではなくて、インフレーションナリー・スパイラルというのは明らかに物価上昇率も賃金上昇率も加速していく状況をインフレーションナリー・スパイラルというふうと呼んでいると思う。そういう意味では、例えば高度成長期の日本の賃金と物価をみると、CPI上昇率が5%前後で名目賃金の上昇率は二桁の入口くらいの数字であり、それですっと続いている訳である。それがインフレーションナリー・スパイラルかという、それはちょっと違いうだろうという感じである。日本でインフレーションナリー・スパイラルにちょっと近かった

のは、戦後では73~74年だけだと思う。そういう意味で、デフレシヨナリー・スパイラルということ、加速度概念まで含めて考えると、現状どうもそういう感じはしないし、それから過去にもなかなかそこまで極端な事例がそんなにあったのだろうかという感じがする。ここで私が大事だと思うのは、インフレーションについてもデフレーションについてもスパイラルと呼ばれるような現象が起こる時には、やはりマネタリーなファクターがかなり大事ではないかと思っている。例えば、大恐慌のアメリカにおいては物価の下落率が20~30%にもなる訳だが、その時には明らかにマネーサプライも激減している。それから逆にハイパーインフレーションの時は必ずマネーサプライが急増している。どうも私の頭の中では、要するに小さいインフレとか小さいデフレというのは基本的にフィリップス・カーブの線上に沿って起こる現象なので、かなりリアルな現象ではないかと思っている。他方で何かスパイラルが起こるような時というのは、二桁とかいう話になるためにはやはりどうしてもマネタリーなファクターが大事であると思う。よくインフレもデフレもマネタリーだと言われるが、それは実を言うと昔サージェントが大きいインフレと小さいインフレという話をしていたことがあるかと思うが、やはり大きいインフレ、大きいデフレは相当マネタリーである一方で、小さいインフレ、小さいデフレはそう簡単でもないというのが私の理解である。色々なことを話し過ぎたかもしれないが、スパイラルという言葉を使う時にはそういったことも色々考えて頂いたうえで議論して頂ければと思う。これは岩田政策統括官へのお答えというよりは色々な方が色々使われているので、取り敢えず私の今思っているところを申し上げた。

中原伸之委員

内閣府の定義はどうなっているのか。

#### 岩田内閣府政策統括官

内閣府も色々検討しているが、万人が納得するような巧い定義がなかなかみつからない。先程話があったように私は緩慢なデフレだと思うが、同時に緩慢な悪循環でもあると、現実には足許はそうだと思う。それをスパイラルというふうと呼ぶのかどうかは、定義の問題なのではないかと思うが、あるいは緩慢なデフレといっているのと強いデフレというか、中には真正デフレという人もいるが、強い形のデフレになることを指してスパイラルというふうと呼んでいるのかなと思う。

#### 中原伸之委員

早川説に近いですね。

#### 早川調査統計局長

ただ、私自身は、例えば竹中大臣がどういう意味で入り口とか言われているのか必ずしも明確には分からない。マスコミとかは色々皆書いている訳であるが、多分彼らも特に明確な定義を持たずに書いており、デフレ・スパイラルという言葉が危うい感じで歩き回っているということを懸念している。

この間、英国人に、モデレートなインフレーションナリー、あるいはデフレーションナリー・スパイラルという言葉があり得るかと言ったら、やはり無理だと言っていた。スパイラルという言葉は当然のことながらかなりの速度ないし加速度を含む概念としてしか定義できない訳で、単なる悪循環ということとはちょっと違いそうである。

#### 中原眞委員

スパイラルであるということを断言するだけの政治的勇気と責任を持って発言しているのかどうかというのは、若干疑問を感じる。

田谷委員

私も前回の会合で、私はデフレ・スパイラルというのはこういうふうに捉えるということを申し上げた。最後に早川局長が説明されたように、やはりマネタリーな現象が介在しているということがポイントになってくると思う。

速水議長

宜しいか。それでは次に移る。金融環境について増渕理事、雨宮企画室参事役をお願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

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。はじめに、図表1、クレジット関係の指標であるが、貸出の動きには、総じて大きな変化はなく、引き続き弱いということである。5業態の数字をみると、10月-1.9%、11月-2.0%とこの3か月余り変わらない印象であるが、業態別にみると地銀が9月の-0.1%から10月+0.1%、11月+0.2%と数字が若干増えている。これは外銀の預保向け貸出が地銀に振り替わっているというような業態間の振り替わりという面もあるので、外銀、信金も含めた7業態合計で貸出の前年比をみていくと、8月の-2.2%から足許-2.5%ということで、やはりマイナス幅を少しずつ拡大させているというのが多分実勢だろうと思っている。

図表3、CP・社債関係であるが、CPの発行残高をみると、11月も21.7兆円ということで引き続き水準は高く、数字そのものはこの21.7兆円というのは既往ピークであるが、実はこの6か月程ほとんど伸びが止まっている。前年比の伸び率は、今年の7月の36.9%をピークに徐々に伸びを落としており、足許11月は20.1%である。全体としては順調であるけれども伸びは止まりつつあるということである。社債もほぼ同様な状況であり、11月は電力の借り換えがあったので若干膨らんでいるが、末残の前年比でみると今年の夏前まで伸び率を高めた後、少しずつ伸び率を落として

いるという状況である。こうした貸出、直接金融両方を合計したクレジット・スプレッドの指標が図表5であり、資本市場等調達のプラス寄与が少しずつ落ちてきている。さらに借入のマイナス寄与が拡大するという格好で、両方を合計した民間部門の総資金調達も毎月少しずつマイナス幅を拡大している傾向が続いている。これに対して、図表6、マネーであるが、マネタリーベースは11月15.5%という伸びになった。内容については、銀行券の発行高が比較的予想外に高いということと、日銀当座預金の積み上げという要因には変わりない。12月に入ってもほぼ同じような14~15%の伸びが続いているという状況である。マネーサプライであるが、M2+C Dベースで11月は3.2%と、3%から若干伸びを高めた。この若干伸びを高めた理由であるが、預金通貨のところをみると、10月の13.0%から11月の14.9%へとここが伸びを高めている。この間の預金通貨の伸びについては、機会費用、金利低下の要因であるとかペイオフ前の要因であるとか色々なものが入っているのでもっと見にくくなっているが、今月について言うとやはりエンロンに端を発するMMFの解約資金の流入という面が大きいかと思う。各種金融商品の内訳で、投資信託の内訳の公社債投信をみると、10月の18.9%から11月の6.7%にまで減少しており、金額で言うと11月中に5兆円程の流出があったが、相当部分が普通預金に流れ込んだという要因かと思う。11月の上昇はそういうことかと思われる。ご承知のとおり、このマネーサプライ統計はこの間報告者のミスがあり、相当大幅に下方修正されている。例えば7~9月では3.1%となっているのが旧統計では3.5%だった訳で、全体として0.5%前後の下方修正になったが、イメージとしては余り変わっていない。図表8で広義流動性とM2+C Dの前年比の動きをみると、全体として広義流動性が余りぱっとしない中で、幾つかの要因に基づいてM2+C Dの伸びが少しずつ上がっているという絵は、でき上がりの角度は少し緩くなったが、全体としての構図は余り変わっていないということで、評価を変える必要はないかと思う。

それから企業金融周りの動きで金利面から一つ報告したいのは、長プラが11月の1.65%から12月の1.85%に上昇した。市場金利の国債流通利



回りでみて頂けるとおり、実はいわゆる国債の長期金利はほとんど変わっていない中で、利金債の金利が上昇しているということを反映して、長プラが上昇したということである。因みに今の利金債のクーポンは0.95%であるが、流通利回りは1%を越えて今は1.1%位になっており、このまま次の利金債のクーポンが仮に1.1%となると、計算上は長プラは2.0%になる訳であり、金融システムの不安が企業金融に響くルートの一つがこういう格好で出てきているという面もあろうかと思う。ただ、今は長プラ貸自身は全体の貸出の中でウェイトは非常に小さいので、これ自身は非常に大きな問題ということではないと思うが、こういう現象も現われ始めている。そこでちょっと気になるのが約定平均金利の新規が、10月は、短期が1.665、長期が1.798ということで若干上昇しているが、これは9月に貸出積み上げで低利の貸出を積み上げたことの反動かと思われる。図表12、約定平均金利は9月のところでどんと落ちてそれがちょうど戻ったところとみられるので、これ自身は余り大きな動きではないと今のところみているが、いずれにせよ先程来議論になっているような金融環境であるので、こうした金利の動向についても引き続き注視していく必要があるかと思う。企業金融周りの動きについて短観のDI等の結果は先程早川局長から説明があったとおりなので省略する。因みに図表16で中小公庫、商工中金の月次のDIをみてもゆっくりと悪くなっているという傾向には変わらない。一つ報告したいのは企業の財務状況の動きで、図表17でキャッシュ・フロー等の動きをみると、足許非常に大きな変化があり、資金過不足額はこの1年半は3兆円から4兆円という相当大規模な資金余剰があったのが、足許急激に減少している。同じようなことはインタレスト・カバレッジ・レシオにもいえ、これも急激に悪化している。マクロの指標でこうなっているので、ミクロ的なバラツキは相当大きくなっているだろうという感じがする。そのミクロ的バラツキの悪い方の動きとして倒産であるが、倒産の数字はいつも決定会合の直前に新しい数字が出る訳で、今回も11月の数字が出ている。10月の1,843件に続く11月の数字が1,813件であり、やはり9月末もたなかった零細・中小企業の倒産が、10

月になって200件位の断層をもって増えたという感じがこれまでのところ  
する。因みにさらに注目されるのは季調値で、これは我々の内部の試算で  
あるが、10月の1,725件に続く季節調整の値が11月1,850件ということ  
で、じわじわ増えているという状況である。じわじわというよりも10月  
になってやや急ピッチで増え出したという状況である。今日は数字の解説  
に止めるということで以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

数字の解説に止めないと何が言えるのか。

雨宮企画室参事役

それは先程来金融面のリスクをどうみるのか、あるいは97、98年と比  
べてどうかということは、恐らくこれからの明日の議論になるのかなと  
思っている。

中原真委員

長期貸出の中で長プラベースの貸出はどの程度か。

雨宮企画室参事役

実はこれはフローベースの統計がなかなか取れないので、ストックベ  
ースでは9%位である。フローだともっとうんと小さいと思う。

中原真委員

縮小しているのか。

雨宮企画室参事役

足許のデータだけをチェックしたが、多分していると思う。

中原真委員

長プラベースの貸出は減少してきているので、これに掛かる統計をいつまでとっておくのかという気がする。5年物のスワップだと貸出金利は幾らか。今はかなり乖離があるのか。

雨宮企画室参事役

然り。今は、5年物スワップは0.5とか0.4位であるから、相当乖離がある。

中原真委員

事実上、余り使われていない長プラがぼんぼん上がるというのは、余り印象が良くない。

雨宮企画室参事役

そうはいつでも貸出金利としてはある訳で、極く一部にせよ、あるということで、金融面のこういう問題を強く印象付ける材料にはなり得る。

速水議長

それでは以上で本日の議事を終了する。明日は午前9時に会合を再開したいと思うので、宜しく願います。なお、かねてからお願いしているように、決定会合の信認を確保するために皆様におかれては、本日の議事内容についても厳正な機密管理に努めて頂きたいと思う。本日はどうもありがとうございました。

(午後3時21分中断、19日午前9時01分再開)

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から始める。その後、もしあれば政府から出席の方々に発言して頂く。そして金融市場調節方針の採決をしたいと思う。採決の後、12月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、それに引き続いて前々回の会合の議事要旨を承認して頂き、最後に先行き半年分の決定会合のスケジュールを承認して頂きたいと思う。

本日の政府からの出席者は、内閣府から竹中経済財政政策担当大臣、財務省からは村上財務副大臣が出席されている。なお、竹中大臣は途中で小林政策統括官に替わら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しているので、委員及び政府からの出席者におかれては、そのことを前提に発言頂くように宜しく願います。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

#### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

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に入りたいと思う。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述べて頂き、次いで自由に討議して頂く。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討議して頂く。その後、政府から出席されている方々から、もし意見があれば伺うという順番で進めていきたいと思う。

それでは委員方の意見を述べて頂くが、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と思う。では金融経済情勢について、本日は山口副総裁から願います。

山口副総裁

経済情勢の見方については、昨日の執行部からの説明にほとんど違和感はなく、余り付け加えることはないが、現状は、企業セクターの悪化が一足先に進んだ後、若干タイムラグをおいてその悪化が雇用・賃金等に波及し、つれてこの秋以降は消費が弱くなってきている。そういう意味で経済活動の広い範囲に亘って悪化が進んでいるという状況ではないかと思う。経済活動の弱まり方、テンポということに注目すると、生産活動の面では10～12月、1～3月といくにつれて、さすがに弱まる角度がやや緩くなる可能性が出ていると思う。ただ、まだアメリカの成長率がゼロ近辺の若干のマイナスという状態を底に、上向きに転じるのかどうか極めて不透明な状況だと思うので、そういう海外環境の不透明さということ的前提にすると、わが国の生産活動の面でも段々底がみえてきたというにはまだかなり距離があるのではないかと思う。特に米国において、今のところはゼロ金利で嵩上げされている自動車需要がかなり反動的に落ち込むような場合には、日本の生産の底入れもかなり遠のくということにならざるを得ないと思う。また生産活動からはなれてもう少しGDP的に考えた場合には、後追的に弱くなってきた家計所得、家計消費の停滞が暫く続くと思われるので、実勢として若干のマイナス成長という軌道から、どういうふうにして離れていくことができるのか、なかなかその要因をみつけ難いとも思う。そういう状況であるから、物価の面にも需給バランスの面から引き続き下方圧力が掛かり続けていると思う。ここにきて消費者物価の下げ幅が幾分縮小している訳であるが、これについてはむしろ卸売物価の下落率が幾分拡大し、3か月毎に0.1ポイント位下げ幅が拡大している訳であるが、この卸売物価の動きの方がむしろ需給の変化を素直に表わしているように思う。物価の今後については昨日の説明にあったが、名目賃金の予想される軟化が、来年はストレートに物価指数の面にも表われるのかどうかということが注目すべき点ではないかと思う。

そういう経済活動全般の弱さの中で、年末、年度末という大事な時期に差し掛かってきている訳であるが、予てからこの場でも議論されているように、こういう時期に近付いてきていることを踏まえると、金融の面から

デフレ圧力が増幅されることがないように我々としても細心の注意を払っていく必要があると思う。現状、98年の信用収縮の局面とは様々な点において様相が異なっていると思う。金融機関の流動性ポジションには引き続きゆとりがあるし、これは日本銀行による潤沢な流動性供給ということが明らかに貢献している分野だと思う。また金融機関と企業との関係をもみても、現在は選別的な融資方針がより明瞭に打ち出されており、従って、企業からみた金融機関の貸出態度というのも部分的な悪化に止まるという状態になっていると思う。しかし、銀行株価がなかなか下げ止まらないこと、それもかなり危険なレベルに近付いている、あるいはさらに落ち込んでいるということ踏まえると、98年に比べてまだゆとりを残している金融情勢についても、なかなか予断を許さないというふうに認識しておくべきではないかと思っている。以上である。

速水議長

それでは次に、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

経済の現状は厳しさを増しているように思う。輸出の減少を起点とする企業部門の調整が雇用・所得や消費などの家計部門にも拡がりつつあることは昨日の説明にもあったとおりである。その意味で今回は景気の現状判断をもう一段下方修正するということが良いかと思う。しかし、実体経済の面で、私達の標準シナリオを大きく外れ出しているかといえば必ずしもそうではないように思う。ちょっと子細にみると、まだまだ明るい動きというには程遠いが、内外で経済の調整が漸く進み始めていることを示す材料もそこそこ出始めている。まず世界的なIT需要には下げ止まりの兆しがみえ始めている。アメリカの金融資本市場では、先行きの景気回復を期待して株価や長期金利が上昇するという動きがみられている。こうした市場の動きは、アフガン情勢の進展などのムードに支えられた面があることも否めない。しかしながら、少なくとも各国の最終需要がマインド面から

一段と下押しされるような事態は回避されていると思う。アメリカのクリスマス商戦も出足はまずまずとの報道を目にしている。

国内経済の面では、12月短観は企業部門が厳しい調整の最中にあることを映し出すものであった。ただし、各種DIや収益等からみて予想を上回る悪化という訳ではなく、また業況間の悪化テンポが緩まってきているとか素材も含め在庫調整が進み始めているといった動きもみられる。こうは言ったが何も楽観的な材料だけを挙げようとしている訳ではない。冒頭に述べたとおり、一方で個人消費の弱さは大変気になる材料であり、当面、輸出・生産面の調整の進捗と最終需要の落ち込みとの引っ張り合いのような展開になるのではないかと思う。それだけに日本経済は来年の春先にかけては将来の回復の糸口をつかめるかどうか大変重要な局面に差し掛かっていると思う。

こうした中で、当面最も注目すべきダウンサイド・リスクは、主としてわが国金融面にあることが徐々にはっきりとしてきているように思う。これは山口副総裁も指摘されたが、現下の経済情勢下で最大のポイントはここにあるのではないかと思う。まず第一に金融システムを巡るリスクが挙げられる。株価全体が総じて横這い圏内の動きとなっている中で、銀行株は大幅に下落しており、銀行経営に対する市場の見方はかなり厳しくなってきた。第二に、企業金融を巡るリスクが挙げられる。企業のキャッシュ・フローが減少するもとの、株式含み損の拡大から銀行の実質自己資本が目減りしていることや企業倒産の増加などを背景にして、銀行や投資家のリスクテイク姿勢はさらに慎重化している。こうした中で、一部企業の資金調達環境が厳しくなってきた。執行部からの説明にもあったとおり、こうした動きは97～98年の状況と比べればまだそこまでは深刻化はしていない。各種DIやクレジット・スプレッドの水準は98年秋頃の水準程は悪化していない。また当時の企業金融の引き締まりは金融市場全般に拡がり、広範に影響を及ぼすものであった。これに対し現在の動きは、いわば特定の先に対する市場の見方が選別的、集中的に厳しくなっているというものである。こうした動きは構造改革や金融システム健全化の

途上で避けられない痛みという面が大きいかと思う。従って、この傾向自体を止めることは難しいし、また全くこれを止めようとするのは却って望ましくないとも言えると思う。しかし先程も述べたとおり、日本経済が大変重要な局面に差し掛かっている折だけに、今後、金融面からのショックで98年のような事態に陥るリスクを避ける必要がある。そのために金融政策運営面で何ができるのかということが問題になる訳だが、この点については後程述べたいと思う。以上である。

速水議長

次、須田委員をお願いします。

須田委員

昨日の執行部の説明にあったように景気の悪化が拡がりを見せているが、このような状況下で構造調整に本格的に取り組まざるを得ないという集中調整局面では、物価下落と需要減少が急に落ち込んでいくような事態を回避することに注意を集中せざるを得ないと思っている。こういった観点から金融経済情勢を注意深く見守っている訳であるが、特に気になっているのが、一つは、各委員も指摘されているように企業金融の問題であり、もう一つは、雇用調整である。先に雇用面から申し上げる。最近、雇用関連統計をみながら二つの問題意識を強めている。第一に、雇用の二極化に関することである。このところ製造業や建設業では限界的な労働力の削減が進む一方、サービス業では新興企業が雇用者数を増加させる動きがみられ、新規求人数も高水準で推移している。構造調整の過程では、製造業や建設業などからサービス業などへの、あるいは、同じ業種内でも負け組企業から勝ち組企業への雇用移動が円滑に進むことが雇用者所得全体を下支えする必要条件である。この点に関して、産業界の労働移動状況をみると、建設業の場合には再び建設業で再就職する比率が高いという特徴がみられるため、今日、建設業の倒産が多いということ、それから特に地方において新たな雇用の受け皿が十分にあるのかという点が気掛かり



である。第二に、最近、景気変動に関する雇用調整のスピードが高まっているのではないかということである。雇用面では、パートなど限界的な労働力への依存度が高まり、また、賃金面でも特別給与だけではなく所定内給与の調整に乗り出しているとの声も聞かれるようになり、企業が総人件費を調整し易くなっている。裏返して言えば、景気変動の波が家計部門に及ぶまでのタイムラグが短くなっている可能性がある。仮にそうだとすると、企業部門では景気変動に対する抵抗力が増しているが、その一方で、雇用者所得には皺が寄るので、勝ち組企業や新興企業が設備投資でも雇用面でも企業活動を積極化しない限り、経済活動全般が収縮することにもなりかねない。そこで勝ち組企業とか新興企業が前向きな企業活動を展開するためには、金融面からのサポートが不可欠になる。それで第二の問題点、企業金融について幾つか指摘しておきたいと思う。まず現在の企業金融を取り巻く環境について、昨日の説明でもキャッシュ・フローが減少しているとか、インタレスト・カバレッジ・レシオが下がっているとか懸念材料が示された訳であるが、法人企業部門の貯蓄・投資バランスをみると、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資金不足に転じている。これは企業金融の逼迫に繋がる要因である。こうした中で、最近、社債市場では、幾つかの企業の破綻によってもたらされた個々の企業の信用リスクの高まりや格付けそのものに対する信頼感の低下などを背景に、スプレッドの拡大傾向がトリプルB格銘柄から一部のシングルA格の銘柄にも拡がりつつある。このため社債流通利回りが上昇している企業では、社債の新規発行は困難になっている。もっとも、社債は依然として限界的な資金調達手段であるので、スプレッドの拡大を文字どおり受け取る必要はないと思っているが、適切な金利で銀行貸出が補完してくれないと、企業金融が全体として問題になってくると考えている。今のところは、97～98年頃と異なって、銀行が流動性の制約から貸出を絞らざるを得ない状況ではないということが企業金融を支えていると思っている。とは言え、このところ不良債権の要処理額が不透明であることなどを材料に銀行株が売り込まれている。今後、年度末に向けて銀行の不良債権処理額の

増加や大手企業の破綻懸念、破綻発生などのリスク要因が払拭されていないこと、それからペイオフ解禁を控えていること、銀行自身の資金調達コストが上昇していることなども勘案すると、間接金融の機能は一段と弱まる可能性も拭えない。そこで金融政策が企業金融の円滑を図るためにできることについては、可能な限りそれがたとえ小さな効果しかないと考えられているものであっても、準備しておくことが望ましいと考えている。それについては後程私の考え方を申し上げたいと思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員をお願いします。

田谷委員

厳しい内外経済情勢が続いている。国内経済情勢の先行きについては、相当注意を要する段階に入ってきたように思う。米国経済が来年央までに回復過程に入る蓋然性は依然として高いとは思いますが、国内経済情勢は厳しさを増しており、米国経済の回復が遅れた場合に、わが国経済が底割れするリスクは、より高まっているように思う。

まず、米国経済であるが、今も言ったとおり年央までに回復過程に入る可能性が高いと思う。原油価格の下げがある。IT関連分野の調整も進んでいる。大幅な金融緩和がある。財政面での支援もタイミングについての不透明さはあるが期待できる。債券市場、株式市場の動きもこれまでのところ回復シナリオと整合的である。一方、ハイテク・バブル崩壊の影響は今後本格化するとの見方もある。設備投資の調整が大きくなるし、雇用情勢の悪化もあって個人消費が鈍化するとの見方である。ただ、ニューヨーク証券取引所の株価や不動産市況が大きく崩れない限り、回復シナリオは崩れないように思う。その他の地域の景気も米国経済に依存する度合いが大き過ぎるといった脆弱性はあるが、若干のタイムラグを持って回復すると考えられる。欧州、アジアNIEsにおける資本市場の動きはそうした見方を支持すると思う。国内経済情勢はそうした海外情勢に比べて、より

厳しさを増している。足許および近い将来、これは山口副総裁も触れられたが、内需面で景気を下支えしそうな支出項目が見当たらない。設備投資は予想比若干下振れしそうである。今年度下期の企業収益は大幅に下方修正されてきたし、短観の設備投資計画によると製造業の投資はこれまでの想定以上に弱そうである。機械受注の数字もかなり弱いものであった。一方、個人消費も弱含んできたようである。雇用情勢がより厳しくなり、消費者コンフィデンスも下がってきた。倒産件数も増加してきている。最近の株式市場や社債、CP市場の動きをしてみると金融機関の不良債権処理などの過程でさらなる大型企業の破綻が表面化する可能性も否定できない情勢になりつつあるように感じられる。その場合、企業、消費者心理が一段と悪化し実体経済をさらに落ち込ませることにもなりかねない。前回の会合で私なりにデフレ・スパイラルというのをどう考えるかを述べた。現在はまだ、日本経済がデフレ・スパイラルに陥っているとは思わないが、そのリスクは高まってきているように思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

皆さんとほぼ同じであるので、極く簡単に申し上げたいと思う。米国および世界経済については、幾つかポイントが出たが依然として今後についての見方は大きく分かれているという点が大きな特徴だと思う。これが収束していくには暫く時間が掛かるだろうと思う。日本についての大きな特徴は、企業部門が特に製造業で非常に傷ついていることだと思う。生産・収益の水準は法人季報等で見ると、ここ20年来の最低水準位のところにある。ただ、この中で、なぜかGDP統計では本年前半については設備投資が微増という感じが出ている。また、短観の今年度の設備投資計画を見ても、中小非製造業が一応順調に上方修正を続けているというような若干の良い材料もある。しかし、収益や機械受注動向等から見ると、今後、設

備投資は暫く弱い動きをするとみざるを得ないと思う。消費についても若干情報が錯綜しているが、調査統計局の幾つかの資料にあるように夏までは何とか持ち堪えていたのが、足許になって減少に転じているというのが大まかな感じかと思う。ただ、これもGDP統計では年度初めより弱いというデータが出ている。それから何時からかは別にして、労働市場の動向等も含めて考えると、消費のモメンタムは下向きだろうと言わざるを得ない。纏めれば、今年度のGDPというレベルで言えば、消費を中心にこれまでの見方から若干の下方修正位かなと私は思っている。来年度に掛けては、勿論、世界経済次第という面も含めて引き続き消費が弱い可能性をどれ位みるか、また設備投資がどれ位落ち込んでいくか次第かと思う。後は、先程アナウンスされた今年度の第二次補正が来年度にかけて出てくるのであろうが、この効果がどれ位見込めるかという点かと思う。物価については、山口副総裁が話されたとおりにかと思う。商品市況と一部企業向けサービスのところに、需給の弱さの影響が足許で拡大するという動きが出ているが、全体として、今のところデフレが大きく加速しているという状況でもないかと思う。ただ、賃金動向には要注意かと思う。当面のリスク要因として、金融要因が大きいというのも皆さんの意見に賛成である。マーケットの見方、あるいは銀行が企業をみる見方、いずれもこれまでも二極化の傾向があった訳であるが、ここにきてそれがさらに強まっていると思う。これは、良いところと悪いところを分けるボーダーラインが徐々に上がりつつあるということ、良いところが少なくなるという方向に上がりつつあることだと思う。ただ、その中で銀行貸出よりもマーケットの動きの方がやや先行して悪くなっている感じがする。この裏で、銀行に対する資本注入の効果とか現在の金融緩和の効果を見て取ることができるかと思うが、今後、銀行貸出についても大きくマイナスの方向に動くリスクもあると思うので、リアルタイムで点検を続ける必要があるかと思う。以上である。

速水議長

次、中原伸之委員お願いします。

中原伸之委員

総論であるが、現在はデフレ・スパイラルの初期の段階に入っている。前回の会合において、日本経済は景気後退局面において一段と新たな下降局面に入ったと申したが、今回においては、恐らく先送りした諸問題の総決算をこの2~3年のうちに迫られたというふうに思うが、その中での第一段階が、来年の3月までに訪れるというふうに私は考えている。恐らく色々な意味での経済原則が働き出して、特に株価は底割れする惧れがあると考えている。

それでは各論を申し上げる。まず景気動向指数であるが、12月初旬に発表されたDIについて、四つの点を指摘する。まず、DIの一致指数の値をみても分かるように、本年の2月からの景気の悪化というのは、七つの経済分野、生産、原材料投入、労働、設備、消費、利益、中小企業とほぼ全ての分野に波及し浸透している。また、CIの先行指数の変化率は依然として減少トレンド上に位置している。それから長期先行指数の変化率は6月から4か月連続して低下している。以上の事実が物語るように景気は悪化の進行を深めており、いつ下げ止まるか分からない。何回も述べるが、下げ方は第一次オイルショックの第7循環、それから平成大不況の最初の景気後退である第11循環と非常に似ている。今後8~9か月は回復し始めないだろうと思う。そういった中で、OECDが12月上旬に10月の景気先行指標を発表したが、一段とマイナス幅は拡大している。この中で地域別で見て下落の幅が大きいのは、米国であるがドイツもかなり大きい。米国は前年比で-8.7%、ドイツは-8.5%である。これを見ると世界経済の実態は当面9か月程度は少なくとも回復が見込めない。来年の前半位までは下方局面が続くと思われる。従って、わが国の経済が外需中心に回復する姿は今のところみえていない。

それから次に幾つか気になることを言うと、まず短観であるが、これは

一部に安心材料として受け止める向きもあるようだが、私は必ずしもそう思っていない。第一に、中小企業の状況が急激に悪化してきていることである。これは幾つかのインディケータがあるが総合判断して急速に悪化している。第二に、収益が減少する中で価格に関する判断が非常に弱くなっていることであり、これはデフレ・スパイラルに入る可能性があることを強く示唆していると考えている。それから第三に、下期の利益予想であるが、依然として楽観的であるが、さらに下方修正を迫られると思う。こうした中で、次に特色的なのは前回のボトムをさらに割り込んでいるものが出てきていて、その一つは、大企業・製造業の設備判断であるし、それから価格判断、同じく仕入れ判断であり、仕入れ価格判断については、ほとんどと言って良い程前回のボトムを割り込んでいるという深刻な状況である。もう一つ心配なのは、短観で私がいつも一番気を付けている雇用者数である。これが9月末には増えていて大企業は+0.5%、中堅企業は+0.6%、それで皺が中小企業に寄っていて-1.5%ということで、中小企業はずっとマイナスであること、これは非常に心配である。それから同時に法人季報の最新版でも人件費および人員の双方について、本年の7~9月と昨年7~9月はほとんど同じであるから、人件費、人員の整理はほとんど進んでいないと考えざるを得ない。

それから倒産であるが、やはり件数が非常に増えてきており、帝国データバンクのデータでみると、1~9月の平均は月当たり1,570件であるが、10月は1,911件、11月は1,850件ということで、300件程ジャンプしているが、月に1,800件を超えたのは今回の2か月連続を含めて戦後9回しかない。そして本年の10月は戦後3番目、11月は戦後5番目の倒産件数の大きさである。11月までの合計が約1万8千件であり恐らく本年は2万件に近付くと思う。これまでのピークは84年の20,841件であり、本年は戦後2番目になるだろうと思う。特別保証制度によって98年の10月から2年半の間に大体延べ170万件の保証をしたが、一方で倒産件数は未だ9,900件位なので、恐らく倒産予備軍が百万件位あってそのうちの50万件位は倒産する惧れがある。近い将来、年間2万からジャンプして10万件

位の倒産になる惧れがあると私は思っている。それから機械受注については、一番の問題はIT以外の業種にも減少傾向が波及していることである。

次に、金融機関の問題について三つ程懸念な点を述べると、一つ目は地価の下落が依然として止まっていないことである。二つ目は、これは特に問題だと思うが銀行のクレジット・デフォルト・スワップ・レートが一段と上昇していて5年物のレートをみると、4大グループ以外は値が付かないという状況になっている。4大グループについてもかろうじて東京三菱が95bpと100を下回っているが、他の三つは軒並み100を超えているという状態であり、97~98年の状態に極めて接近しつつある。それから三つ目は、生保の経営環境が極めて悪化してきたことである。因みにある計算によって、運用利回りから予定利回りなどを差し引いたベースの逆鞘額を上位10社についてみると、各々220億から3,500億円の逆鞘になっているので、生保についても信用不安的な状況に陥る惧れが非常に強いと思う。

そういった中で世界経済をみると、一番の大きな特色は世界の財・サービスの貿易量が激減していることであって、グローバリゼーション時代の最初のリセッションであると思う。本年度については未だ世界貿易量は、0.7%位の若干のプラスであろうと思うが、問題は今年、来年の伸び率が最も低い伸び率となることであろう。特に2001年は世界貿易のサイクルにおいてブームから下降局面へと最も急激に下がった。昨年から今年の差をみると、去年が+12.1%の伸び、今年が+0.7%であるから伸び率は-11.4%ポイントと非常に大きな落ち込みである。そして過去において世界貿易が減ったのをみると、75年が-2%、82年が-5%であり、これに比すれば未だ軽微であるが去年から今年への落ち込み幅は極めて大きいことは警戒すべきである。こういった中で、世界貿易の構成が変わってきたことも気を付けなければならない。つまりIT主導のリセッションから消費主導のリセッションへ変わりつつあるのではないかと思う。ITリセッションというのは、もう既に出ているが、これからはアメリカ全体の消費の影響が出てくると考えられる。アメリカの消費は90年の後半は4%超の増加であったが、2001年は第2四半期、第3四半期も恐らく良くても

2%位の増加に止まるだろうと思われるので、最も影響を受ける国は中国であろうと思う。中国の輸出の約半分は消費財であり、アジアの他の諸国の3~4倍位はある。中国については現在一番問題になると思うのは、内需が弱まってきていることであり、特に設備投資の伸び率が8月の21.4%が10月で12.6%になった。それから輸入も11月は-3.7%とこれは99年2月以来の最大のマイナス率である。それから貸付残高も減ってきており、昨年11月は+14.7%であったが、今年11月は+10.9%となった。それから一番問題なのは、日本のようにインフラ投資を段々とやっけて4年連続で強かった訳であるが、これについてもそろそろ壁にぶつかるのではないかと思う。中国のことで一番注目すべきは人民元と円の交換レートであり、1980年の年初は160円を少し超えていたが、本年の11月は15円であった。実にこの間に人民元のレート水準が約1/10になるまで下げられたという大変な状態にあった。これが日本の問題を非常に深刻にしていると思う。アメリカについては、色々な意見があるが、私は先程述べたようにテクノロジー関係の調整が未だ終わっていないと思うので、V字型回復というのがテクノロジー関係の需要の再来に賭けている限り回復は難しいと思っている。以上である。

#### 速水議長

次、三木委員をお願いします。

#### 三木委員

今までの山口副総裁以下各委員からのマクロの動き、流れについてはほとんど違和感はないが、それに対してミクロの面の特に実体経済を中心にした話を若干付け加える形で整理してみたいと思っている。総括感は、当然のことながら日本経済はなおデフレの状況にあるということで、1~3月に向けて生産・物価はさらに落ちる。ただ、いずれもピッチは弱まりつつあるということが一つある。それからまた、極く一部ではあるが下げまり、横這いもみられるということである。問題は、一つは日本経済はデ



フレ・スパイラルの入口に差し掛かっており、これから先にいかないようにして、デフレから脱却すること、二つ目は金融システム不安に繋がらないよう金融システムの信認回復を図ること、この二点だと思ふ。実体経済問題の第一は、自動車生産の減少である。国内自動車登録台数（含む軽自動車）は、3か月連続のマイナスとなったし、12月も足許の数字は前年比マイナスのラップになっている。やはり米国販売がゼロ金利による需要先食いの反動は必至ということもあるし、現地生産も本格化しているということから先行き輸出の減少は不可避ということを見ると、2001年度の生産はここにきて計画比下振れの動きになっている点が問題で、結果的に今年は950～960万台の生産に収まるだろうと思われる。因みに昨年は1,004万台である。来年度はこの傾向がさらに強まって920～930万台まで落ち込むことは避けられないという感じである。それから問題の第二は、マンション販売がいよいよ息切れしてきたことである。これまで好調を続けていた都内マンションもここへきて解約が増加しており、今まで8割弱で推移してきた首都圏マンションの契約率も11月は71.8%までダウンしている。これは一つは、「遠」から「近」へという動きの中で、近い都内の新築マンションを購入する資金に充当するために、今住んでいる遠い方の現住マンションを売りに出して新しいところへ移るという動きが主体だったが、中古マンション市場の悪化で買い手が現われないで結局、購入資金が用意できないようになってきている。もう一つは、都心の一等地、これは本行もそうであるし、いわゆるトラディショナル・ビジネスの社宅用地をどんどんリストラで売り出した訳であるが、この都心一等地の超優良物件は概ね出尽したということと、購入層の刈り込みも進んできていることである。こういったことが背景で、販売のピークアウトを受けてマンション着工件数もいよいよ10月は前年比3.7%減と落ちてきた。この間、建築全体をみると、これはやっと下げ止まり、横這いの動きになってきている。つまり2001年度の非住宅着工床面積は、6,300万平米近辺で大体落ち着くだろうとみられ、建築については二番底の懸念は遠のいたと思っている。ただし、この6,300万平米というレベルは、昭和42年の6,200万平米と

ほぼ変わらないもので超低水準であることは間違いない。これまで、業種的には造船、マンションが唯一の好況であり、悪いのは石油化学、鉄が一番悪いと述べてきたが、ここにきて良いのは造船だけになったということである。それから問題の第三は、個人消費の動きである。これまで消費は「かろうじて平時」という評価をしてきたが、二極分化、明暗入り交じりという中で、マクロでみると今なお平時の範囲内に収まっているのではないかという判断をしている。単月のデータであるが、10月の消費水準指数は全世帯で前年比+0.8%、勤労者所帯も+1.6%であり、前年比プラスに転じている。勤労者の消費性向も7割強キープということで、つまり実質可処分所得は、0.3%増えて消費支出も+1.6%、消費性向が71.7%であり、身の丈にあった消費スタンスが続いていると思う。ただ、消費の中身をみると、先行き不安による消費マインドの悪化が窺われ、消費者コンフィデンスの指標はどんどん悪化している。それから消費の飽和感の中で、自動車や白物家電等の耐久消費財の販売減がいよいよ出てきた。そして物からサービスへの消費の構造変化が非常に顕著である。さらに選択的消費の動きもある。つまりユニクロだとか100円ショップ等の安価製品、こういうものは依然として売れているし、もう一つは高くても満足度の高い商品やブランド商品も着実に売れている。この間、北海道に行ってきたが、札幌でルイ・ヴィトンの店を出したら長蛇の列だったということである。一方、サービス、消費面をみると、外食は依然として好調である。フードチェーン協会売上高は前年比+0.3%である。今から2か月も前にこの年末の予約をしようと思ったが、どこへ行っても超満員である。また、ぶらっと夕飯で店に入ろうと思うと、これも並ばないと入れないとかで、こちらの方は非常に良いという少しおかしな状況である。それから旅行、レジャーもどこへ行っても満員状態ということで、10月の国内旅行取扱高はまだ前年比-4.8%だが、11月は明らかに増えてくる。それからそういう人の流れだけではなくて物の動き、これも昨今の自動車道路の込み具合をみると、非常にこのところ混んできた。こういうことで物の動きもないではないという状況である。こういうデフレ不況の中ではあるが、こうい

うことをみるとやはり消費はかろうじてまだ平時を保っている。その所以は一つは、やはりバックに 1,400 兆円の個人金融資産があるし、二つ目は、このデフレ、価格下落、これが消費の下支えになっていることも明らかだと思っている。つまり家計には余裕があって、痛んでいるのは企業と国である。もっとも、雇用・所得環境が徐々に悪化してくる。だから先行き個人消費が平時を維持しないリスクがどんどん強まっていることも事実である。やはり個人消費を抑制しているこの先行き不安が、今後どの程度払拭できるかということが鍵だと思う。この間、サプライサイドをみると、需要の弱さを受けて鉱工業生産は下げ止まり感がなかなか出ない。10～12 月期も前期比-2.3%ということで、4 四半期連続の前期比マイナスのマクロの数字である。この間、予測指数の実現率をみると、これは 10 月は 15 か月振りに初めてマイナスから脱して 0%となっている。このように統計上は下げ止まりの方向への様相も窺えるが、ただ、この中でもなお電機・一般機械は依然としてマイナスであり、この分野は需要が予想以上にまだ落ちていると思う。先行き下げ止まりがいつかということがポイントになるが、今の状況でも明らかに 1～3 月期以降にずれ込むのはまず間違いない。ただ、過去 3 回の不況時をみると、ピークから概ね-10%前後までくると下落が止まるというのがこの 3 回の経験則だが、今回はピークに対して-13.7%まで下落しているが、なお下げ止まり感が出ない。

そういう中で今度は企業金融だが、企業金融面の問題として三点ある。一番目は資本市場のシュリンクの問題で、マイカルや大成火災等の企業破綻を背景に投資家は信用リスクに非常にナーバスになってきている。こういう中で、資本市場の信用リスクテイク姿勢がシュリンクしてしまっている。今は銀行借入が受け皿としてワークしているから企業金融は詰まることはないが、行き過ぎが懸念される。低格付け社債は、金額制限、スプレッド面の制限、この二つから今のところ軒並み発行停止状態ということで、シングル A 格クラスでもスムーズな起債は困難である。それから CP 市場でも同様に A2 格でもなかなか札が集まらないという状況である。日本の市場は底が浅くて、リスクテーカーが存在しないに等しいということ

で、長い目でみるとこういったリスクマネーの乏しさというのは、生きられる企業をも淘汰に追い込んだり、新たな企業創業の芽を摘んでしまい、結果的に経済活動水準を押え込んでデフレ圧力に輪をかける姿になっていると思う。それから二番目は、銀行の融資スタンスの変化であるが、銀行は信用リスクに応じた適正スプレッド志向に大きく舵を切っているということで、企業には負担増であるが、銀行にとってはやはり業務純益増加が至上命題の中で、適正スプレッドの実現というのは当然の動きだろうと思う。ただ、不良債権増加を嫌う銀行が異常に高いスプレッドを提示して事実上の貸出回収を迫るといった行き過ぎた動きも一部にみられるので、この点は問題だと思う。この間、一部の進んだ銀行では、銀行が企業を生きられる企業と生きられない企業に線引きをして、再建可能な企業とは再建計画を企業とタイアップして作成し、その後着実に計画の実行を促してフォローアップを図るといった非常に評価すべき動きも出てきている。三番目は景気悪化の影響だが、本年4月以降、景気は月を経るごとに悪化傾向を辿っている訳だが、この売上減、企業業績悪化のキャッシュ・フローへのインパクトは4か月程度後ずれする。これは月末締め支払い3か月サイトというのが企業の平均的な支払いの姿になるので、取引と決済の間に4か月のラグが出るためである。従って、本業不振、それによる売上減からキャッシュ・フローの減、運転資金の必要、資金繰りの動きというのは、この10月位から現われ出して来年2、3月頃にかけてピークになるだろうと思っている。さらにこのタイミングには、期末決算のほかに、流通や建設の淘汰がさらに進むだろうし、取引関係先の中小企業の連鎖倒産リスクが重なってくることも見込まれる。ペイオフ凍結解禁を控えて、中小企業の企業金融面で警戒色はかなり強くなってくる可能性が大だと思う。こうした中小企業の資金繰り逼迫を勘案した、売掛債権担保融資保証制度の制度金融、これは先の臨時国会で通って、いよいよ12月17日からスタートとなるが、これはある程度の下支えになるだろう。そして評価できていると思っている。銀行経営だが、大手銀行の株式が総じて売られていて、一部では額面割れが視野に入ってきている。市場の投機的な売買が含

まれている可能性もあるが、やはり不良債権処理は不十分というマーケットの見方だろうと思う。株価で打たれることを防ぐ手段は、不良債権の不安を消すためのオフバランス化、そして体力強化だろうと思う。体力強化はあくまでも自助努力が原則だが、しかし必要ならば公的資本注入もためらうべきではないだろうと思う。日本銀行としては、こうした預金流失、資金調達動向に注意を払いながら金融庁とタイアップして、金融システムの安定に向けて機動的に手を打つ事が求められている。これが今の本行最大の課題ではないかと思っている。

こういう中で、当面の財政政策運営、後の金融政策に繋がる問題として、今はデフレ・スパイラルの入口にいる。そしてデフレ脱却、物価下落を止める、そして景気回復へと、これが政策当局の最大の使命だと思う。こうした中で、第一に求められるのは、やはり総需要が決定的に不足している以上、やはり需要喚起策である。補正、特に需要波及効果の大きい“質の財政出動”はなお必要ではないかと思う。第二は民間の自助努力である。良い商品、良いサービスを出せば必ず売れる。需要を喚起するような商品開発力、技術力が求められるということで、個人資産の1,400兆円を使わせるような需要の掘り起こしが必要だろうと思っている。第三は先行き不安の払拭である。つまり不良債権処理を進めて、金融システムの信認を回復させるとともに、この構造改革を進めて経済の潜在成長力を高めることだと思う。特に家計の不安の背後にあるのは、年金と医療問題であり、この解決の道筋を示すことは重要である。漸く政府では一部でそういう方向に少しずつ動いているが、こういう問題の解決を計画的に遂行していく姿勢を示して、着実に不安要因を除いていくということ、これが期待形成にかけるという意味で、政策に期待される要素だろうと思う。第四は、日本銀行としては、金融システムの外にある企業、家計に金が回るような手段を考えながらさらに流動性を潤沢に供給していくことが必要だと思う。セントラルバンクの信認、日銀券の信認、国の信認を念頭に健全な金融政策の範疇を前提に、ぎりぎりできることを考えた場合に、まだ打つ手は残されている。それを実行すべきタイミングにきていると思料する。

以上である。

速水議長

最後に中原眞委員お願いします。

中原眞委員

最後なので簡単に述べる。やはり一番気になったのは雇用関連指標の大幅悪化である。これは、これまで弱含みながら底固かった個人消費が崩れ始める可能性があるということで、これが崩れると総崩れということになるので心配している。その意味で、昨日説明のあった執行部の見方は、一段と厳しい判断を示したということで支持できる。勿論、在庫調整が進み始めるとか輸出の落ち幅がやや縮小してきたとか、あるいは米国経済の楽観的な見通しが出てきているというような、明るさも感じられる材料もない訳ではないが、いずれも極めて不確実、不透明と言わざるを得ない。米国景気については、在庫調整が進み始めており、個人消費もテロの反動もあって少し持ち直しているが、雇用悪化はなお続いているし、一部で言われているようなV字型回復というようなシナリオは描き難い。一方、わが国の経済については、前回会合以降の景気指標に基づいて、四点位コメントしたい。一番目は、企業収益で、法人企業統計でみられたように企業収益は大幅に落ち込み始めている。それからキャッシュ・フローも細っていることから、今後の設備投資の大幅減少は避けられないと思う。また最近の機械受注でもこれをサポートする動きとなっている。短観については、市場予想に比べて悪化幅が小さかったというやや楽観的なコメントが出ている。しかし、これは全体として大幅な落ち込みをした9月の短観に引き続いて、またこれだけ落ちた訳で、業況判断とか設備投資、収益見通し、それから雇用・価格判断、相当厳しいものと受け止めるべきだと思っている。このようなことから、今後の企業部門での調整は、さらに幅を広げ深めていく危険性がある。それから二番目は、雇用関連の色々なデータが大幅に悪化し始めているということで、消費も減少傾向が強まっている

と思う。法人季報からみた労働分配率はまだ極めて高い水準にあるし、短観における雇用判断も過剰感が強いことから、今後の雇用・賃金に対する調整圧力は、相当高くなってきて、消費への影響は不可避だと感じている。7～9月期のGDPで、消費は相当落ちたが、背景として雇用者報酬の落ち込みが指摘できる。それから三番目に気掛かりなのは物価である。緩やかな下落傾向という、昨日の説明に異論はない。また、パソコンの値段が下げ止まったとか、卸売物価、就中、輸入物価で円安の傾向が今後どう出てくるのか、この辺はプラスの材料として認識する必要があると思う。しかし、CPIの中の財価格の下落幅というのは、特に3か月比位でみると、かなり拡大の兆しを感じられる。今後の雇用、それから所得の悪化の進み具合と合わせて、スパイラル的なものにならないのかどうか注意してみていく必要がある。それから最後の四番目は、実体経済の悪化が金融経済面の悪化と相互に影響し合い始めていることで、これが年度末を控えた大きなリスク要因だと思う。大成とかエンロン、青木などの大型倒産が続いたが、先程中原伸之委員も述べられていたとおり、10月、11月の倒産件数のジャンプアップ、これは大変なことと感じている。こういう流れの中で、金融資本市場ではターム物金利がジリ高になっているし、信用スプレッドの拡大は、97～98年程ではないと言いつつ始まっている。これについて、ミクロで色々と話を聞いてみると、企業金融の低格付け企業を中心とした現在の状況というのは相当悪い。しかも、進み具合が急ピッチであり、97～98年と比べても決して良いとは言えないというような声も聞いている。これから年度末にかけて不良債権処理が加速したり、あるいは金融システム不安が高まってくる中での加速度的な信用不安、あるいは信用収縮という危険性はみておかななくてはならないと思う。短観で、中小企業金融が思った程には先行きのDIが悪くなかったというのがあるが、どうも金融機関は中小企業の選別は始めたが、やや先延ばしを始めているためではないか。やはり色々な政治的要因とか、ここまで大型倒産などが出てくると、この3月末を控えてとにかく目先のものに集中せざるを得ないというような事情と思う。いずれにしても企業金融の円滑化というのは、今回

我々として何か手を打っておく必要があると思っている。それから株式市場では、T O P I Xがバブル以後の最安値に近付いている訳で、100円割れ銘柄の急増などは異常な状態だと思う。最近の感じだが、テロショックでバーンと株が下がったものだから、やや株安に対する危機感が薄れているような感じが少しある。しかし、株安は心理的なものだけでなく、3月期における減損処理を通じて、年金とか企業収益のボトムラインを直接ヒットさせること、すなわち実体経済に直接影響を与える訳で、これ以上株が下がらないような色々な手を打っていかなければならないという気がしている。

纏めると、デフレ・スパイラルという言葉は余り簡単に使うべきではないという意見があったが、私は、もう入口に近くありさらにそれが悪化するようなリスクも抱えている状態であると思う。金融政策としては、やはり年末、年度末に向かって、金融市場の不安定感を可能な限り払拭するような徹底的な流動性供給しか手はないだろうと思う。あとは企業金融の円滑化でオペに関連して多少の余地はあるかもしれない。問題はやはり株価のこれ以上の下落を防ぐことで、これは色々な経済政策を動員してもまず必要なのではないかと思う。そのために一番大事なのは、やはり不良債権処理、この進み具合が具体的に市場に意識され理解されるようなことをしていく必要があると思う。新しい法律、改正案も通ったし、R C Cの機能拡大、あるいは不良債権の購入ということもスタートする訳だが、是非、年度末までに早期にこの辺のかなりの部分を完了させる必要があり、しかもそれを市場に認識させる必要があると思う。その点については、日銀としても積極的な役割を担う方向で、関係政府機関と協力していくことが大事だろうと思う。

#### 速水議長

それではただ今伺った金融経済情勢についての見解、報告について、追加的な意見や議論があればここで自由に発言して頂きたいと思う。金融政策運営に直接かかわる意見はまたあとで伺いたいと思う。如何か。



## 中原伸之委員

それでは、若干の点を補足したい。先程、世界貿易が急激に下落して、その影響が大だということを述べたが、最近の数字をみると、世界貿易が世界のGDPに占める比率は25%、大体4分の1まで上がってきているので、それが急激に減るとということが非常に大きなショックになるということと言うまでもない。そういった中で、中国の内需のモメンタムも減ってきているので、余程気をつけてみていかなければいけないと思う。

それから二番目はITについてであるが、ITが急回復しない限りアメリカのV字型回復は難しいと言ったが、世界的にIT、ハードウェアの株式の見込み株価収益率というものをとって、それをフィナンシャルタイムスが作っているFTSEのオール・ワールド・インデックスと比べると、90年を100として2000年に約220とピークを打った後下落し、大体半分の110になったが、最近これを計算するとまた前のピークすら抜いて240までできているということであるから、IT、ハードウェア株については世界的にミニバブルが起きている。高水準な潤沢な流動性に支えられたミニバブルが起きているという面もあるので、これは警戒して見ていかなければいけないと思っている。

三番目に国内の卸売物価であるが、私の予想では少なくとも来年半ば頃までは一段の下落が加速すると思う。去年の原油高による押し上げ効果というのはもう完全になくなったが、国内卸売物価の先行指標としては、最終需要財の在庫率指数、それから原材料在庫率指数、日経商品指数等であるが、この在庫率指数については大体6か月位先行する傾向があり、最終需要財の方は10月は下落したが過去6か月のトレンドは依然として在庫積み上がりであり、なお高水準にある。それから原材料の在庫率指数も9月は+6.5%と大幅に増加しており、将来、需要減になる時には出荷が減ってさらに在庫率が上がるので、注目を怠れない。日経商品指数42種をみると、11月まで7か月連続で前月比マイナスで、年初から6%強落ちており、これも1~2か月は先行する傾向があるので、卸売物価がさらに一段

と押し下げられると思っている。以上である。

#### 速水議長

先程中原眞委員が最後に言われた株価の下落を防ぐことと言われたのは特に銀行株のことか、それとも全体を言われたのか。

#### 中原眞委員

銀行にとって、TOPIX900台というのは相当厳しい水準であり、ここにきてまた含み損が相当拡大しているのではないかと思う。3月末の期末にこの値段のまま推移すれば、9月末で処理した減損処理をさらに上回る処理をやっていかざるを得ないだろうという意味で、大きな問題だと思う。勿論、株価に対して経済政策、金融政策に何ができるか、これは非常に難しい問題だ。私としては、証券税制にも大分期待はしていたが、必ずしも効果を上げるまでのものにはならなかったという感じがしている。いずれにしても、株価に対する関心を十分持って期末をみていかないと危ないと思う。

#### 三木委員

今の中原眞委員の話には本当に賛成である。今の金融システム不安の最大の問題はやはり銀行である。その銀行が何故こんな形というのはどうも残念ながら今の資本市場の動きをみるとやはり株である。あれだけ銀行株が打たれたということがやはり最大の問題で、何とかしてこれを上げなければいけないと思う。それをやらない限りは直らない。どうやるかが一番難しいが。

#### 中原眞委員

企業が銀行株を相当持っている。

三木委員

企業は相当ダメージを受ける。

速水議長

銀行もこの一月位随分起き上がって動き出したことは、皆知っているが、なお市場が銀行株に非常に冷たいし、余り同情もない。我々もやれることをやっていかなければいけないし、言えることを言っていかなければいけないと思う。準預の6兆4千億が多いか少ないかというのは議論が分かれると思うが、とにかく最初に考えていたものの3倍位は対処しているのだから、これは相当変化が起こっていると思う。貸出政策についても何とか収益を増やしていかないとさらなる償却もできないし、それから株も上がっていかない。この辺が今一番銀行が考えて動いているところだと思うし、かつてのようになにか貸出の量を増やそうという単なる量だけの増加ではなくて、やはり貸出の効率化に向かって動き出しているということは、あちこちから耳に入っている。効率化ということで、収益を増やすために良い所には多少金利が安くてもどんどん貸すと、でも競争力が回復できないような見込みのない所には、貸すけれども金利は高く取ると、あるいは長い付き合いだけここで貸すのを止める、といったことが起こりつつあると聞いている。そういう動きを始めたことを我々も市場に知らせなければいけないし、市場に銀行をみる目を変えていくようにしていかなければいけない。今の銀行株が急に60円を割ったりする動きというのは異常な動きだなという感じがする。

中原伸之委員

株価についてちょっと申し上げると、97年の末から98年の最初にかけて銀行株がもの凄く売られた。あの時に私は、大蔵省の首脳から相談を受けたが、その時に、証券取引法にある空売りの規制を厳格に実行してはどうかと申し上げた。つまり、現物ならば直近の値段より下回って売っても

良いが、空売りの場合には、直近の値段を下回って売ってはいけないという規制があるが、それをもう少し厳格にやったらどうかということで、そのためには顧客の売りと自己の売りをちゃんと分けて確認することが必要ではないかということをお願いして、実際それが実行された訳である。ところが最近調べてみて愕然としたのは、大蔵省令で空売り省令というのがあって、これが今は何という名称になっているか知らないが、省令では、自己と顧客の別を確認する義務というのが、信用取引あるいは制度貸借取引を利用する場合には例外的に免除になっている。そうすると簡単に言えば、信用取引あるいは制度貸借取引、普通は制度貸借取引で日証金を使う訳であるが、これを使って空売りをする場合には投げ売りして構わないということになっているから、アップティック・ルールが守られていない。最近の新聞を読むと、個人などが日証金の制度、いわゆる制度貸借取引を利用して空売り攻勢をしているということであるから、空売りについては、厳格なアップティック・ルールを要求するということで、その省令を見直せばよいのではないかと考えている。多分今は金融庁のmatterだと思うが。政府として調べて頂ければと思う。

村上財務副大臣

分かりました。

中原伸之委員

それからもう一つは、これもよく新聞に書いてあるが、逆日歩の銘柄がついた株式が大変増えていて200~300に達するとみられることであり、これは日証金の貸借制度の作り方に根本的な問題があるのではないかと思う。つまり現在のルールをみると、発行済み株式が2千万株以上を制度貸借の対象銘柄として挙げているが、日本の株式は浮動玉が少ないので、発行済み株式ではなくて浮動玉の株式にして、例えば2千万株にするとかの配慮が必要なのではないかと思う。そうでないと株価の動きが非常に不自然になると思うので、そこも検討して頂ければと思う。以上である。

### 田谷委員

株の件であるが、ここ2か月位でみるとやはり日本株だけが下がっている訳である。欧米株は全部テロ前の水準を回復しているし、NIEsの株も全てテロ前を回復している。結局、特にTOPIX、テロ前だと1,058だったと思うが、それから下がっているのは、主要国の中で日本だけである。やはり先程中原真委員が言われたようにマーケットが何を求めているかということ、やはり不良債権処理だと思う。それについて抜本的な動きがあれば、たとえ空売りが相当出ているもやはり買い戻さなければいけない訳だし、やはりそのところに対策が打たれるということがみえない限り、この動きはなかなか収まりそうもないと思う。

### 三木委員

だからやはり不良債権の中でも、つまり破綻懸念先、より悪い破綻先、実質破綻先分をオフバランスにしないといけないと思う。あれがオンバランスに載っている限りは如何に引き当てしている、あるいは担保があるといってもマーケットはみないと思う。今のマーケットの見方は、田谷委員の言われたような不良債権の問題に集約されており、これがファンダメンタルズだという見方になっていると思う。何としてでもあれを早くオフバランスにすることで随分違うのではないかと思う。今度RCCの強化策が国会を通過して動き出すが、もう少しRCCを積極的に使うような形で処理を進めるべきである。例えば、大手銀行は9月末で11.7兆程度残っているが、これはもうほとんど引き当てはしてあるし、担保が付けてあるのであれば、引き当てしている分は決算でバランスシートからぱさっと落とせる訳だし、それから担保が付いていると言っていて残っているのが随分ある訳だが、これについては担保付でRCCに買ってもらえば良い。その位のことをしてオフバランスにすることを思い切ってやらないと銀行株は絶対上がってこないだろうと思う。

### 中原眞委員

まず買い取りという具体的なステップを進めるべきだと思うし、問題は破綻懸念先の中でまだ再生可能な企業もある訳だから、再生機能をどういう組織でサポートしていくかということであるが、これがまだどうも私もよく理解できない。この辺を早く固めて、年度末までに何とか破綻懸念先債権 11.7 兆だけは目途がつくような形にできればと思う。今のところは任意売却であるが、時価というのをどう決めるかということによってインセンティブがある程度はつけられると思う。

### 三木委員

企業収益というのはこの間も短観では一応落ちるようになっているが、短観の見方は甘くて、問題はあれから下振れするのではないかということである。その下振れするということについて今の企業経営者は物凄くナーバスになっている。その一つはやはり銀行株である。中間期末の銀行株は、例えばみずほでも 200 円台だったと思うが、こういう水準でもし年度期末を迎えたらトラディショナルビジネスの企業の期末決算もがたっと赤字になる。それを皆もう心配している訳である。それが金融システム不安に繋がるという感じになっているので、そこにどうしてもメスを入れないとという感じがする。

### 速水議長

下がり方から言えば、ほかはそんなに厳しく下がってはいないと思うが、銀行株は極端である。銀行は、ここへきて自己資本を守る、収益を増やしていく、配当も続けていくといったような株価に対する配慮としてかなり思い切った手を打っていると思うが、そういうこととたまたま銀行の再編が 4 月からというのが割合多い。そういうところで貸出先の整理をしたり話し合いをしたりということが、かなり大きな取引先に対して起こっていることも、はっきりした手が出てこない一つの理由かもしれないと思う。とにかく相当努力して動き始めたことは事実であるし、先程申し上げ

たように貸出の効率化、収益力を上げていくことで懸命に動き始めているから、貸し渋り非難をある程度受けることもあり得ると思うが、銀行が駄目になってしまったら終わりであるから、市場からの信認の回復ということが今一番大事だと思う。それを日銀が助けていかなければいけないと、尻を押していかなければいけないと思う。やれることが何なのかということについては、後の議論で出てくると思うが。

#### 中原伸之委員

先程の株式市場のことをもう少し補足すると、田谷委員の言われたとおりだが、私が言いたかったのは日本の株式市場の機能がアメリカに比べて非常に遅れていることである。一つは空売りのアップティック・ルールが守られていないということ。それから第二は、制度貸借というのは日本にはまだあるがアメリカにはない。日本は最近一般貸借というのができたが制度貸借はまだ残っている。これをどう考えていくかというのが第二点。それからアメリカに比べてもう一つ違う点は、先程述べたような逆日歩銘柄が何百も出てくることは考えられない。そういった点で日本のマーケットの機能をもう少し十分考えるべきだというのが私の意見である。根本的な問題は、要するに一株当たりの収益率が低く、低ければいつまで経っても株は上がらない。しかし一株当たりの収益率が低いというのは、私がいつも言うように、日本のマネージメントというのがもう少ししっかりして、少なくともグローバルスタンダードまで日本のマネージメントの質、レベルを上げない限り、私は日本経済はなかなか復興しないと思っている。

#### 速水議長

この間、銀行の利鞘の動きを比較したのをみたが、今は0.5%になっている。アメリカなんかに比べたら著しく低い。日本の銀行でもかつてはかなり高い3%を上回ることがあったのだから、この辺をこれから効率化させて儲かるようにしていく努力を始めているので、それを我々もサポートし

ていきたいと思っている。

ちょっとここで一息入れて、次の政策運営に入りたいと思う。今 10 時 22 分であるから 10 分休憩して 32 分から再開したいと思う。

(午前 10 時 22 分中断、午前 10 時 33 分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは時間がきたので再開する。まだ言い残されたことがあればどうぞ。なければこれから金融政策運営方針に対する討議に入りたい。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。もう一度山口副総裁から願います。

山口副総裁

先程の経済情勢についての議論、私なりの判断を踏まえると、非常に苦しい選択の中ではあるが、追加的な緩和措置というものを講じた方が良いのではないかと思う。そうは言ってもかなり苦しい選択の中の話であるから、有効性を考えると試みてみないとよく分からない部分がどうしても残るが、敢えてそういうものにもトライしてみるということで考えると、私は以下のようなことを頭においている。

一つは全体的な流動性供給の面、もう一つは企業金融支援の面と二つに分かれると思う。全体的な流動性供給という面では、6 兆円以上の当座預金残高を供給するというディレクティブのもとで、実際にはそれをかなり上回る資金供給を 9 月 11 日以降続けてきている訳で、そのことの評価、どういう効果があったのかということについては、かなり勝負あったと思える部分と、そうは言ってもまだ 100% 明確になった訳ではないという部分と両様あり、後者の方があがるが故に今日までそれを続けてきていると言える。そういう状況の中で、流動性供給をさらにもし増やすとすれば、それはまだ必ずしも十分に明らかになっていない部分、特にマーケットの、あ



るいは人々の期待形成に働き掛けるという部分ではないかと思う。そう思うと、もしここで追加的な措置を講じるのであれば、相当思い切って増やしてみるというのが一つ考えられる方法だと思う。その場合、たまたま年末、年度末という節目のところに差し掛かってきて、これは仮に6兆円以上というような同じディレクティブのもとでも、実際には15兆円近辺の資金供給をしないとマーケットは落ち着かないかもしれないというような読みも、一つ頭に入れておく必要があるかと思う。もう一つは、期待形成に働き掛ける部分を大きく引き出すとすれば、やはり現在実績として供給している金額を相当上回る必要もあると思う。他方で、ここまで何回か決定会合の議論の中で、当座預金に対する需要、流動性に対する需要というのは、なお非常に不安定で、将来どういうコースを辿るのか極めて読み難いという判断があり、その判断はなお変わらないとも思う。両面の要素を考えると、一つの案として私が思うのは、例えば10~15兆円というような当座預金供給を目指してみる。多少、上下に突き抜けてもそれは良い訳だが、年度末というかなり特殊な状況、それから金融システムの状態を考えると、場合によっては15兆では足りない可能性もあり、その場合はいわゆるなお書きの発動ということになるのかなと思う。そういうことが一つのオプションとしては考えられる。

仮に実際にこういうような当座預金残高の積み増しを狙う場合に、それをどういう手段で実行していくのかという問題が、効果、有効性ということに関連して出てくる大事な点だと思う。単純にいわゆる千円札と一万円札の両替というようなオペレーションを超えるものを狙おうとすれば、JGBの買入れを追加していくことも考えられるが、ここについては私は今回はそこまでは考えていない。中長期債の買入れを増やす場合に、金利はマージナルには下がらないかもしれず、8月にやった時のように場合によっては逆の面が出てしまうということもないではない。金利はどちらに振れるか分からないが、仮に中長期債の利回りが若干下がったとしてもその下がり方というのは多分マージナルで、そのことが経済活動に与える影響というものと、金融機関の利鞘をさらに圧迫してしまい、その面から金

融機関の収益力の強化を遅らせてしまうというネガティブな面、この両面を比較衡量するということが必要ではないかと思う。金融システムの状況が状況だけに金融機関の収益力に対するインパクトというのは少し慎重に吟味した方が良くと思う。そういう意味で当座預金残高を大幅に引き上げる場合に、それを達成していくうえで中長期債のオペを活用するという既定の方針を今回コンファームしておけば足りると思う。この点はなお皆さん方の意見を聞いてみたいと思う。

もう一方で企業金融支援のための措置ということを見ると、日本銀行が、企業債務、CPとか社債、その他の企業債務をダイレクトに買い切るということを通じて企業の信用リスクを全面的に引き受けていくということは、これは所詮できないと思う。そういう意味で、ここでもできる手というのは比較的限られている訳であるが、年度末にかけて企業金融がさらに引き締まっていく可能性を考えると、できる限りのことをここでも考える必要があると思う。そういう意味では、CPオペというのは現在2兆円位の残高があるが、かつて10兆円位にそれを拡大した時期もある訳で、そういうような拡大ということを考えてみる、あるいは社債、ABS周りの適格証券を広めに拾っていくというようなことも考えて良いと思う。この辺について、もし執行部で検討してきたような具体的な皿数があれば後程ちょっと説明してもらいたいと思うが、取り敢えず頭にあるのはそういうような措置ということになる。以上である。

速水議長

それでは次に、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

先程述べたとおり景気は広範に悪化する一方で、在庫調整の進捗など先行きの回復に繋がる、より正確に言えば繋がり得るようなということであろうが、そういう兆候も出始めており、その綱引きという面で日本経済は極めて重要な局面に差し掛かっていると思う。そうした中でこれも先程述べ

べたが、当面留意すべきダウンサイド・リスクはやはり金融面だと思う。日本銀行として経済を下支えしながら、金融面から実体経済活動に悪影響が及ぶリスクを減らすという観点から、金融政策面での対応を図るべき局面にあると思う。

まず第一に、当座預金残高のディレクティブについては、具体的な数字でピンポイントないしはレンジで目標値を示す方法に立ち戻って、その値を市場の安定を確保するうえで十分に納得できるような高い水準とすることが適当であるかと思う。最近数回の決定会合で述べたが、現在の6兆円以上というディレクティブはやはり緊急対応に備えた変則的なものであった。流動性の動向が日々読めないような情勢では、こうした需要に応じて供給を変動させるという方法が安心材料にはなるが、表現は悪いがちょっと居心地が悪いということを行ったが、そろそろ高い水準を明示した方が却って市場の安定には良い効果をもたらすのではないかと思う。具体的な金額についてであるが、これまでの実績である8~9兆円に比べてある程度の十分高めのオーダーというイメージはあるが、それをどの位にするかということについては、これから皆さんと議論したいと思う。つまり居心地の悪いものを座り心地の良いものにするということだと、やはり期待形成のアナウンスメントということで然るべきオーダーを求めているかと思う。そのうえで、こうした方向で合意が得られれば、長国の買入れについても、これまでの枠組みの中で、つまりそういうことを達成するために必要ならばということで増額する方向にしたら良いのではないかと思う。

それから山口副総裁が述べられた金融市場の安定確保と企業金融の円滑化のための方策であるが、98年に導入した措置も参考にしてCPやABSをオペや担保の面でより一層活用してはどうかと考えている。まず当面はCPオペの積極的な活用を図ることが適当である。98年の企業金融の逼迫に際しては、一定の効果を上げたと思う。現在も一部企業ではCPの発行環境が厳しくなるといった限界的な動きがみられ始めており、早めに手を打つことが有益であると思う。

次にCPオペや日本銀行の適格担保の対象に資産担保債券や資産担保CPを極力加えていくことが望ましいと思う。今後当分の間、間接金融の機能回復が簡単でないとすると、やはり市場を通ずる資金仲介を育てていくしかない。ABSやABCPはそうした面での将来の有望株であり、中央銀行としてこうした市場を育成するという観点が重要であると思う。これまでそういった方向で勉強もしてきた訳であるので、その成果をここで問うてはどうかと思う。

それから、最近、世の中ではこの類の方策との関連で、社債やCPを日銀がアウトライトで買ってはどうかというような見解があるが、現時点では私は反対である。こうした直接の買い入れは企業に対する無担保信用であり、やはり中央銀行の資産の健全性や中立性といった観点からは問題が多いと思う。また資金需要がないまま日本銀行が企業にお金を貸してもそれは銀行借入の返済に回るだけで、全体としての信用創造の増加にはならないと思う。やはり中央銀行としては、現先オペや担保政策を通じた市場機能の強化というメカニズムを通じて企業金融を支援していくべきだと思う。以上である。

#### 速水議長

ここでちょっと言うておくが、CPオペとCP買いについて、新聞や業界外の方々がよく混同されることがある。それを避ける意味でCPオペについては、現先オペと言って下さい、そうしないと誤解される。日本銀行はまだCPを買い切りで買ったことはなく、1年以内のものを現先でしか買っていない訳である。それは担保と同じであって、取引先から買って、たとえばそのCPに何か起こっても取引先との間の取引であるから、中に銀行が入っているというのと、市場から直接買うのとは全く質が違う。そこは間違えられる可能性があるので、委員の皆さんは十分承知されていると思うが気を付けて言うてもらいたい。

次、須田委員お願いします。

## 須田委員

金融政策運営について私は二つのことを考えたいと思う。その第一は、これから年度末にかけて平時ではなく危機対応モードを採らざるを得ないということ。第二に、昨日の山下局長の話にもあったが、当面当座預金需要が不安定なものになるだろうということである。最近短期金融市場の参加者と意見交換すると、「日銀が潤沢な資金供給を続けているものの、いざという時に風評を心配せずに円滑に資金を十分に確保できるのだろうか」という不安の声をしばしば耳にする。特に現在市場参加者の風評リスクに対する警戒感が強まっているので、当座預金に対する予備的需要の高まりは必ずしもイベントに伴って起きるとは限らず、株価の動きなどを背景とした広い意味でのレピュテーションの影響も受ける。従って、当面、当座預金に対する需要は非常に不安定なものになると覚悟せざるを得ない。外銀の当座預金残高がどのように動くか分からないということもある。これらを考えると、市場参加者がオーバーナイト金利をほぼ0%で欲しいだけ資金を調達できているという現況を最低限確保すべきだと思う。それを条件に金融政策運営を考えると二つの政策がみえてくる。一つは現状維持である。もう一つは、当座預金ターゲットを設けるが、資金の取り手に安心感を与えるためにはかなり高いターゲット、先程例えば15兆円という言葉が出てきたが10兆円をかなり上回る額にすることが必要だと思う。ターゲットを設けるならかなり高いものにしなければならない理由は以下のとおりである。

ターゲットが目の前にちらついていると、なお書きがあってもそれがいつ発動されるか分からないのだから、市場参加者が今以上に風評等に敏感に反応すると思う。日銀による青天井の資金供給スタンスのもとで実現した残高を供給しても、同じ程度の資金緩和感が生じるとは思わない。またせめて年末を超えるのに必要だと市場参加者が思う残高は、なお書きに頼らないで供給できるようなものにする必要があると思っている。また現在のような状況でより一層の量的緩和政策が効果を持つためには、日銀が緩和姿勢をもち続けていることを強く市場に印象付けることが必要である。

以上のことから市場にサプライズを与えるためにもターゲットはかなり高いことが望ましいと思っている。

他方、来年度入り後に資金需要が落ち込んだ時に、同じ程度の緩和スタンスを維持するために必要なターゲットとの格差ということも考えると、現行でターゲットは高ければ高い程良いという訳にはいかない。従って、今ここでターゲットの具体的な数字を言うことはできないが、例えば最近の平均に1兆円を加えた10兆円程度のケースを考えてみると、これからノーオペでも年末には10兆円強にいくと思われるので、その程度のターゲットではマーケットにおける現在の金融緩和感を維持し、かつ日銀が当面の危機を強く意識、デフレと戦う強い姿勢を持っていることを示すことはできないと思っている。現状維持か、あるいは緩和するとしたらかなり思い切ったターゲットを設定するという政策のどちらを選ぶかは、日銀が強いメッセージを出すのがいつの時点が望ましいのかという判断による。日銀が経済情勢判断を大きく変化させた今回がその時期だということなのかもしれないが、皆様の意見を聞いて最終的に判断させて頂きたいと思っている。

なお、量的緩和を拡大させる場合のオペ手段拡充については、日銀がCPを買い切るという政策には反対である。外債購入についても議論が煮詰まっていないと思っている。思い切ったターゲットを設定するのであれば、調整をスムーズにするという意味で、2千億円程度の中長期国債の買入れ増には反対しない。ただ、今回是非とも考えて頂きたいことは、日銀のオペ適格担保の拡充である。企業金融問題に少しでも役立つと考えられるからである。もう既に二人の委員から出ていることだが、私は現在日銀のオペの適格担保について、資産担保債券、広い意味でのABSの裏付資産を拡充することが適当なのではないかと考えている。すなわち、現在、日銀ではABSを適格担保として認めているが、その裏付資産については、リース料債権、クレジット債権、CRO（貸付債権）、CBO（社債その他債権）に限定している。そこで執行部に対し、この裏付資産の範囲を、住宅ローン債権や不動産、企業の売掛債権などに拡充することを早急

に検討して頂きたいと思う。

これについてはちょっと私の思いがあるので少し時間を取るようになるが、是非話させて頂きたい。どうしてこういうことが必要だと思うかという、第一の理由は、今後ABSによる債権流動化に対する潜在的なニーズは一段と増加するのではないか、そして、ABSの担保適格範囲の拡大がABS市場の発展を促進するのではないか、ということである。これは藤原副総裁も述べられたとおりである。現在、間接金融の機能は、残念ながら不良債権の重石などを背景に十分に発揮され難く、その一方で、一般企業にとって直接金融へのアクセスは依然として限られているというのが実情である。そこで、ABSを活用すれば一般企業でも自分が持っている優良な資産、例えば売掛債権やリース料債権などをSPCに譲渡することによって、自分で資金を調達できるようになる。また、私はかねがね金融政策は、銀行貸出の増加など信用の拡大を期待しているものの、その一方でわが国の銀行は、様々な理由により資産を圧縮せざるを得ないし、そうしない限り収益性の向上も期待できないと考えてきた。そこで、ABSを活用すれば、銀行でも一般企業でも資産を圧縮し、ROAの向上を図ることが可能になる。そして、銀行は証券化することを前提として貸出に取り組むことができるようになるかもしれない。従って、今後わが国の金融環境を展望すれば、ABSに対する潜在的なニーズは増加すると思う。こうした中で、オペ適格担保と認めるABSの裏付資産の範囲を拡大することは、市場に対して、日銀の担保に持ち込めば流動化できるという安心感を与え、ABS市場の拡大に繋がるという呼び水効果を発揮すると思う。

第二の理由として、ABSの発行額を裏付資産別にみると、最近では、住宅ローン債権や不動産を裏付資産とするABSが発行額を伸ばしている。これらのABSは私募債や信託受益権の形式で発行されることが多いようだが、日銀が住宅ローン債権などを裏付資産とするABSの国内公募債を適格担保として認めることになれば、それを前提にスキームが組成され、発行額が増加することも期待できる。

さらに私は、適格対象ABSの裏付け資産として住宅ローン債権を含めることは全く異なるメリットがあると思う。すなわち、住宅ローン債権は、民間銀行だけではなく住宅金融公庫も多額の債権を保有している。そこで、住宅金融公庫が住宅ローン債権を証券化すれば、自力で必要資金を調達できるルートが拡大する。さらに将来的には、米国にもその例があるように、政府関係機関が住宅ローン債権の元利払いの保証等を行なうことにより、証券化を支援する機能を発揮することも期待できる。要するに、日銀が住宅ローン債権を裏付資産とするABSを担保適格と認めることが、結果として、官民の住宅ローン債権の流動化を促進し、かつ、政府の特殊法人改革をサポートすることにも資すると思う。確かに今年11月末現在、国内公募のABSの発行残高は1.5兆円に過ぎない。その意味では、その担保範囲の拡充は量ボリュームという観点からみれば大した効果は直ちには期待できないかもしれない。しかし、日銀がABSに関する適格担保の範囲を拡大することは、ABSの発行に伴う流動性リスク・プレミアムを抑え、ABSの発行額を増加させる呼び水の機能を発揮し、ひいては、新しい資金の流れを後押しするという非常に重要な意義があると思う。現在の量的緩和をより一層強化するということに加え、資金供給チャネルの拡充という、いわば質的緩和が加わることで、金融面から構造調整をサポートする力が一段と強まるのではないかと期待している。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

私は今かなりサプライズしている。私は私なりに考えて、かなり思い切って考えてきたが、皆さんが述べられたことがほとんどである。であるから、私なりの考え方を一応話しておきたいと思う。

ここにきて経済情勢が厳しさを増しているが、10月に出した展望レポー



トを大きく変更する必要が出てきたということでは必ずしもないように思う。しかしながら、9月以降オーバーナイト金利に下げ余地があったならば既に何回か引き下げていたかもしれない。全体としてプラスの政策効果は、ある程度の確度を持って予想できる手段が極めて限られている状況のもとでは動き難かったのではないかと思う。緩和姿勢を強めるためにインフレ・ターゲットあるいはプライス・レベル・ターゲットを採用せよとの提案もあるが、実現の手段を持たない状況下では無理との見方は変わらない。現在の政策オプションとしては、基本的には実質上ゼロ金利政策の現状を維持するか、形式的にもゼロ金利政策にするか、あるいは新たな日銀当座預金残高目標を設けるかだと思う。形式的にゼロ金利政策にするということは、事の正否はともかく緩和姿勢の後退と受け取られざるを得ないと思う。そうすると、先程須田委員が述べられたように、現状維持か当預目標の引き上げかの選択になる。实体经济の弱さに加え、金融面にも不安定な動きがみられるなど、デフレ・スパイラルに陥るリスクがより高まっていることを踏まえると、当預目標の引き上げの選択が妥当だと思う。ただ、オーバーナイト金利がほぼゼロに達した後の当預目標の引き上げが、論理的にも実証的にもプラス効果があり、仮に弊害があったとしてもプラス効果の方が大きいことが誰の目にも明らかであれば既に引き上げてきたように思う。これまでのところ、日銀当座預金適用機関に対する所要準備および非適用先の必要当座預金を大幅に超えた日銀当座預金の維持が、長期金利、為替相場、株価にどう影響したのか、またどの位影響したかははっきりしない。金融機関の資産選択に如何なる影響を持ったかもはっきりしない。はっきりしているのは、ターム物金利など短めの金利を引き下げたことである。当然、そこから様々な資産市場に影響を与えたことを推測することはできる。他方、短めの資金の取引市場が不活発になる弊害もみられた。では、さらに当預目標を引き上げることで期待される効果は何か。第一に、そういった所要準備プラス非適用先の必要当座預金額から益々離れた当預目標は、緩和姿勢のより長期に亘る維持を示唆する、言ってみれば緩和の時間軸を伸ばすことになると思う。第二に、第一

の点とも関連して、これまでよりもう少し期間が長い金利も引き下げ、それを通して他の資産市場に影響することが期待される。金融機関やその他企業、個人に如何なる影響を与えるかは未知数である。ただ、未知数だからといって対外的にその効果についてネガティブなことばかり言うのも得策ではないように思う。効果は未知数ながら暫く注視するといった態度をとれば良いのではないかと思う。目標の引き上げ幅については、小さな幅で繰り返すことは避けるべきではないかと考える。また、最近の経験からしても、単なる流動性需要に応えるだけでなく、明らかにそれを上回る額を目標にすべきと考える。大事な点は、緩和姿勢の強化を強くアピールすることである。先程、山口副総裁が10~15兆円という数字をメンションされたが、私はその上の方を考えている。当預目標の大幅引き上げとともに、長期国債の買い切り額を増やすことが望ましいと思う。調節の負担を軽減するといったこともあるが、緩和姿勢を明確化するためでもある。ここでも小出しの増額より3月に決めた範囲内で思い切って増やすことが望ましいと思う。買い切り額の引き上げとなった場合、買い入れ対象を拡げるためにもこれまでのいわゆる「未熟児ルール」が見直せないかの検討を執行部をお願いしたいと思う。発行後1年というのは長すぎるように思うし、それを仮に短縮したからといって引き受け類似行為とは受け取られないように思う。数字的には、私は、4千億円程度の買い切り増額が必要ではないかと現在考えている。後程皆さんとの議論の中で決めていきたいと思う。さらに、企業金融が最近厳しくなりつつあるが、民間金融活動を過度に圧迫しない範囲で何ができるか検討することが必要だと思う。だからといって、即CPや社債の買い切りに飛躍することは適当ではないと思う。それ以外でもCP現先オペの積極活用など、できることはあると思う。またABSはまだ大きなマーケットにはなっていないものの、その発展に資するためにもABCP現先オペやABS担保範囲の拡大はできると思う。最後に、ドルないしドル債を購入することに関しては、この間何度か繰り返しているように、今後とも如何なる状況下でも考えられないということではないが、現在のところ流動性供給手段をドルやドル債を使って多

様化しなければならぬ状況にはなく、現時点でのセンシブルなオプションではないと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

私も一応政策対応した方が今回は宜しいかなと思っている。背景としては言うまでもないことだが、足許の状況はやや下方修正にあると思うが、先行きに関して金融システム周りを中心にリスクが増大しているように思う。これらに対するフォワード・ルッキングな対応ということができれば望ましいという訳である。田谷委員が述べられたような過去からの若干の借金があるという面もあるかもしれない。そのうえでどういう対応が望ましいかと考えてみると、三種類位あり得て、現行のフレームワークで何か動いてみるということ、それから金融システム周りの問題について何か特別の対応を考え得るかどうか、それから全く違うフレームワークでの対応の三種類かと思う。最後については、まだ今回準備ができていないと思うし、良いかどうかも別の問題としてあるから、最初の二つについて議論してみたい。

そのうち金融システム、あるいは企業金融周りについての対応という点に関しては、私も考えついたことは、山口・藤原両副総裁が述べられたことに非常に近いので、それに賛成であると申し上げたいと思う。

現行フレームワークでさらに一段の緩和策が採用できるかどうかという点を次に議論してみたい。これについては、過去半年、あるいは8月以降さらに一段と色々な議論を行ない、なかなか難しい問題が多いということは結果として蓄積されてきたように思う。それを絞れば、当預、あるいは準備預金が操作目標として必ずしも適切なものであるという状況にならないという問題と、短期金利がゼロになってしまうと当預目標をちょっと増大させてもそのプラス効果は非常に小さいという問題の二つが大きいか

と思う。前回会合で、私は、後者については効果を大きくするのであれば、例えば、考えられないような大きな金額程度まで当預目標を上げないといけないというようなやや極端な試算も出してみた。従って、割り切りとしては、ここは何もしないというのも一つの案かと思う。しかし、何かやってみようということで前向きに考えたとすると、これまで多くの方が述べられたような、なるべく高めのところ目標を設定することが、できるのであればやるのが、理屈のうえでは出てくる案かなと思う。分かり易く言ってしまうと、小さく動いたら影響は非常に小さい訳であるから、沢山動くことによって、小さい掛ける沢山はある程度の影響が出てくる可能性がある、ということである。どなたかが言われたように、そこそこ大きい量の増額を行ない、小さな効果の累積で期待に働き掛けるということをしてみたらどうか、ある意味では、このことのみ現行枠組みではまだ試していないという感じがする。小さなことをやっても余り芳しい結果が出なかったということは試したような気がする。

それから、当預目標がもう一つ問題であるという技術的な理由としては、当預、あるいは日銀が供給する資金に対する需要が不安定であるために、目標としてはなかなか使い難いということである。須田委員も言われたように、この不安定性は当面続きそうに思う。こういう場合は、何度も申し上げているように、本来は金利コントロールが筋である。そちらを提案したい感じもあるが、誰も賛成してくれないと思うのでやめておくが、金利コントロールを採れないのであれば、不安定性の中で当預の需要は高くなってもこれ位であるという水準を超えて供給することができれば、今の問題はある程度クリアできる訳である。それでもなお書きを付ける必要はあると思う。ということで、少し高めの、あるいはかなり高めの当預目標をいってみるというのも一つの案かなと思う。逆に、いずれの理由でも中途半端は駄目ということになるような気がする。中途半端では少々増やしても緩和メッセージは送れない可能性が高いし、すぐになお書き発動ということになるような気がする。私は内々では 15 兆円位かなと思っていました。理由は、これまでの当預供給の最大が 14 兆円なので、15 兆

円というとは少しは驚く人がいるかなと思われることである。

さらに、長国買いオペ増額については、皆さんはリザーブ供給をより容易にする補助手段として位置付けられるだろうし、私は長期金利のリスク・プレミアムに直接働き掛ける手段であるということで買いオペ増額を考える可能性もあるかなと思っている。しかし、ここについては二つの方向でリスクがある。一つは、8月のように遠い先のインフレ・リスクを懸念して債券市場が逆方向に反応してしまうというリスクである。これは8月の時がそうだった訳であるが、その後沈静化していったこと等をみると、それ程心配する問題であるかどうかはちょっと疑問である。他方、山口副総裁が言われた点については、ここでさらに長国の金利が下がるということは、金融機関の収益はいよいよ苦しくなるという問題かと思う。ただ、これについても、現行どのような手段を用いて緩和政策を行なうにしても、結局、買われた資産のイールドは下がるという方向にいくし、そこからさらに他のマーケットへ波及していくという効果に我々は期待せざるを得ないと思う。銀行の利鞘問題は深刻ではあるが、これはまた別の手段ないし政策で対応するしかないのかなとも思う。非常に強い意見ではないが、買いオペを増やすということもあり得るかなと思っている。そのうえで、全体としての心配は、高めの資金供給でいった場合に、来年3月までは何とかいけるのではないかということだが、その後どうなるかは極めて不透明であるという心配がある。これについては、かなり大幅に未達が続くということになれば、いよいよ違うフレームワークにシフトせざるを得ないかなという考え方もあり得るかと思うし、あるいはそこについても今から少し手立てを打っておくということであれば、山口副総裁が言われたように、上が15兆円で下が10兆円位というゾーンのターゲットでいくという手もあるかと思う。これはまた皆さんと議論してみたいと思う。以上である。

速水議長

竹中大臣が11時20分頃に席を外されるということなので、ここで発言

をお願いしたいと思う。

#### 竹中経済財政政策担当大臣

勝手な事情で申し訳ない。予算の季節ということで、村上財務副大臣も私も非常にガタガタしておりすみません。手短かに発言をさせて頂く。前回この会合に出席させて頂いて以降、政治が結構色々なことをやっている。12月7日にはご承知のとおりQEが出た。先程少し議論になったが、どうして消費があんなに下がっていて、どうして投資がプラスなんだというようなことは私も感じた。これはご承知だと思うが、その数週間前に昨年度の確認が出ているが、その時点で、1~3月期の季節調整のやり方をできるだけ実態に合わせたいということで修正していて、その季節調整のやり方でやっていったら、ああいう結果が出てしまった。これは統計を作っているのが私達であるから、しっかりと見直していかなければいけないところはあるのだと思っている。その点で、敢えて申し上げると、そういう季節調整の問題等々を考えると、前年同期比で比べて頂くというのが一つの方法であろうかと思う。何だか発展途上国みたいな議論であるが、それでいくとGDPは-0.5%で、消費は-0.2%という数字になり、それがおそらく実感に少し近いのかなと思う。その意味では、経済はやはりリスクを抱えている。しかし今、極端にデフレ・スパイラルの中に入ってしまった、さあ大変だということでもない。しかし、そのリスクは、本当に感じながら議論をしているというところである。そのリスクを感じているからこそ、12月の14日に緊急対応プログラムを取り纏めた。事業費規模として、ほぼ真水の概念で捉えて頂いて結構だが、約4兆円の財政の支出を行なうということである。これは国債が累増している中で、ギリギリの選択をした訳で、需要管理もそれなりにしっかりとやっていきたいという強い意思表示だと捉えて頂きたいと思う。GDPの押し上げ効果は、実質で0.9%で、ほぼ1%位の効果であるので、その点では、繰り返しになるが、現状の財政状況の中では、かなりの判断をした積もりである。それを受けて、さらに中期の財政展望の話をして頂く。前回の考え方について、須

田委員からも少し指摘があったが、いずれにしても財政の規律をきちっと確保しながら、中期的な経済運営をしていくという姿を示すことによつて、市場のエクスペクテイションに対しても正しく働き掛けていきたいということを考えている。その意味では、もう一つは、総合規制改革会議での規制緩和の議論もなされた。この中にはまだまだ批判はあろうかと思うが、教育の分野であるとか都市再生の分野では、今までにない新しい踏み込んだことを、これは宮内議長のリーダーシップで実現しており、政策を総動員しなければいけないという観点から言うと、とにかく少しずつではあるが動かしたという状況である。しかし、こうした中で、今経済が皆さん指摘されたように非常に厳しい状況を迎えている。特に、銀行株の動きや一部の過剰債務を抱えた企業の動き等々というのは、これは、大変厳しいものがあると認識している。経済財政諮問会議で、ある民間議員の方が言われたのは、マクロの政策の仕掛けは何とかギリギリ整ったけれども、しかしこれから、ちょっとした地雷原を歩くような心境であるということで、これはそれなりに適切に表現していると思う。私達はそういう意味で、先程申し上げたように、緊急対応プログラムという名前を付けたのだが、先程これも須田委員が言われたかと思うが、平時の対応モードから、緊急対応のモードに行くという指摘については、金融当局の方でも日銀の方でも、是非、そういう意識を共有のうえ適切な金融政策を採って頂きたいと思っている。今日、実は午後の経済対策閣僚会議で来年度の経済見通しを決定するが、0%の近傍で調整をしている。今年度が約-1%位であるから、その意味では、政策を総動員することで、デフレ・スパイラルに陥ることのないような運用をしていくというシナリオは一応描いているが、大変重要な中身の部分の一つは金融政策であるので、以上申し上げたような点で緊急対応という観点からの一歩踏み込んだ議論をして頂けることを大変期待している次第である。詳細はまた後であるかもしれないが、私は以上である。

(午前 11 時 20 分竹中経済財政政策担当大臣退室)

(午前 11 時 22 分小林内閣府審議官入室)

速水議長

それでは、次は中原伸之委員をお願いします。

中原伸之委員

私は三点提案する。第一は、当預残高を 15 兆円に引き上げる。第二は、プライス・レベル・ターゲティング。第三は外債の購入である。国債オペの増額およびキャップを外すという前々月までの提案については、今回は出さない。国債については、どこまで買い入れを増やせば財政規律喪失という幻想が働くかちょっと不明であるが、現状では既に提案したように 8 千億円程度であれば良いのではないかと考えている。

最初に当預残高 15 兆円への引き上げであるが、これは先程申したように、現在は、デフレ・スパイラルの初期にあり、この年末にかけて、あるいは年度末にかけてデフレ・スパイラルあるいは 2～3 年かけての総決算の始まりだと私は思っているの、そういった中でできるだけの手を金融面から打つ必要がある。デフレを食い止めるために踏み込んだ追加的な対応が必要だと思う。そこで、まず、当預残高を 15 兆円に引き上げる。これは前から縷々申しているが、パッシブな形ではなく一步踏み込んだ形で流動性の需要を上回る数字を目標として掲げるべきである。最近の計算では、年末の予想が大体 12 兆円位になるのではないかという計算があるので、それを上回ってなお書きも活用しなくて済むような数字ということであれば、15 兆円というのが妥当ではなかろうかと考えて提案した。

それから第二は、プライス・レベル・ターゲティングであるが、これはこれまでの基準の期間を改めて 2001 年 7～9 月期をベースとして、実現期間も 1 四半期ずらして 2003 年の 7～9 月期にしたいと考えている。CPI は明示的に目標化して、期間を示すということである。ベース・マネーの増加率を現状から徐々に増やして行ってその経過をみるというふうにする



べきであると思う。

それから第三の提案は外債の提案である。これについては、その後、私も色々と政府の関係部局などにも直接・間接に確かめてきて、現在の結論は次のとおりである。一つは、日銀法第40条第1項に、「日本銀行は、必要に応じ自ら、——中略——、外国為替の売買を行うことができる」、と明定されている以上、必要性がはっきりすれば、外債購入のみならず、外国為替の購入も行なうことができる、ということがはっきりしていると思う。第40条の第1項と第40条の第2項は併存するという解釈である。そしてその一方で、第33条において、通常業務に「国債その他の債券の売買」というのが含まれていて、その中には当然外債が含まれる訳であるので、通常業務として円貨を供給するために外債の売買を行なうことが必要であれば、行ない得るということは明白である。それから二つ目として、外国為替市場の安定ということであるが、その意味するところは、短期的には為替市場の乱高下を抑える、それから、中期的には為替レートがある方向に動く際にその速度を過度に過激なものとならないように抑える、ということにあると思う。私が提案している外債の購入は、毎月決まった金額をコンスタントに購入することを考えているので、一定の水準の為替レートということは独立して行なうことであるから、為替安定目的とは全く異なることは明らかだと思う。それから、第40条第2項にある、「外国為替相場の安定を目的」というケースの間で誤解が起ることを避けるためには、定時定額に行なう訳であり、その都度その都度の為替相場をみて弾力的に行なうということとは対応において違って来る。同時に量的な側面でも違っていて、量的な側面が一つの判断基準となるが、月2~3千億円程度であれば、9月末~10月初めの介入のように、10日間でその1年分に当たる3.2兆円の介入を行なったということに比べ、量的に全く違うということから違いは明白であると思う。いずれにしても、そういった意味において外債の購入というものを試みる時期にきているのではないかと思う。以上である。

## 速水議長

次に、三木委員お願いする。

## 三木委員

まず、金融政策判断であるが、金融市場のリスクというのは、なおデフレ・スパイラルの懸念、それからペイオフ解禁を控えて金融システム不安、これらがなお残っているということである。要するにこれらを防いで合わせ技でデフレ脱却に向けての政策対応として期待形成にかけること、こういう点も考えなければならない。それともう一つの問題は、同時テロによる流動性不安という異常な警戒心を背景とする突発的な流動性需要が高まるリスクは鎮静化してきている、と思っている。このように片方が期待形成にかけなければならない、しかし、いわゆる戦時モード的な情勢は一応過ぎたという状況である。ある意味では、アメリカの例にみられるように、そういう不安を煽るようなことは、その状況がなくなれば平常な形に戻るという形で、アメリカの今の個人消費などの動きなどもそうであろう。金融政策においてもそういう政策を採っていると思うが、これもやはり期待形成にかける点では非常に大事だと思う。いたずらに危ない危ないと不安を煽るのではなくて、そういう状況を踏まえた時に少なくとも戦時モードは外して、いたずらな不安感を除くというタイミングではないかということである。それと同時に、平時モードに復した中での、特に先程申し上げたようなデフレ・スパイラルの問題だとか金融システム不安とかが残っているし、そういう中で、年末、年度末を迎えることになるから、年末、年度末を迎えての流動性不安に機動的に対応することを念頭に置いた金融政策に今回踏切るべきかと思っている。従って、日銀と銀行の間で流動性が空回りするような状態から抜け出して、あくまで金融システムの外にお金が行くような工夫、これを一つ大きく考えなければならないということと、それからもう一つは、この市場の不安感を除去するために日銀はいつでも機動的に流動性を供給する姿勢を継続していることを示すこと、この二つが今大事であろう。従って、今は、当預残高という量

的ターゲットの中では、青天井になっているから、その青天井をある程度通常の政策の方に戻すということを考える場合には、やはり世間が引き締めに繋がるのではないかというような懸念はいささかも感じさせないようにしなければならないと思う。そのためには、やはり日銀が一段の量的緩和に動くということを明確にしなければならない。それから同時に、市場の期待形成にかけるルートを強める工夫、これを合わせて用意する必要がある。そして最後は、こういった諸点を明確な文書として対外的に声明を出すということだろうと思う。そこで具体的には、金融調節方針としては今の当預残高を念頭に置く量的緩和、量的ターゲットをやらざるを得ないと思うが、その場合のやり方としては今言った点を考えると、ピンポイント・ターゲットでいくのか、それともある程度のレンジのゾーンを作っていくのか、それから今のように青天井である金額以上ということで行くのか、こういうことになるのだろうと思う。ただし、いずれの場合にもどうやって札割れが起きないようにそれがやれるかという手段は付けておかなければいけない。いわゆる戦時モードではないが、年度末対応のような緊急モードになったら、これは幾らでも流動性需要がある訳であるから、今でもそうであるが、今の手段で幾らでも取れるということ、そうではない時には一転してちゃんと札割れがないように取って貰える、という調節手段を常に念頭に置いておかななくてはならないと思う。そういう点を考えると、一番望ましいのは、今までの調節実績を念頭に置いて、当預残高を 10 兆円程度ということで調節を行なうと同時に、なお書きを付けて対応するやり方である。今までも全てなお書きの中で、2000 年問題や例の RTGS の問題にも対応してきたし、今回の問題もそういう形の対応をしてきているのだから、なお書きで幾らでも出すということをはっきりさせることが一つの方策としてノーマルな形かと思う。ただ、ここで問題は、金融システム不安については、来年の恐らく 2 月頃が一番問題になってくると思うが、こういうことを考えた時にはある程度のレンジで数字を明示する形でなお書きをやる必要があるかなと思う。そうするとやはり 10~15 兆円というレンジになると思うが、この場合も所詮はなお書きを付けざる

を得ないと思う。場合によっては、20兆円位出さなければいけないこともあり得るから、当然なお書きを付けざるを得ないという意味でなお書きを付ける。なお書きを付けざるを得ないという点であれば、健全な金融調節手段を念頭に置いた時にできるぎりぎりの手段として、どういう手段を考えるのかということの一つ念頭に置かなければならないから、それを考えるとやはり10兆円程度という方が一応望ましい数字になるのかなという感じがしている。二番目の問題としては、こういう手段をどうやって達成するのかということであるが、これについてはやはり長期国債の買い入れをさらに増やすことだと思っている。この買入額の問題については、月にあと一回増やすことになると思うので、それを2千億円でいくのか、3千億円でいくのかという問題がある。その辺のところは今判断しかねているが、いずれにしても増額しない限りは10兆円と言えども、普通のモードの時には恐らくなかなか達成し難いだろうと思っているので、この増額は、その手段として是非今回やらざるを得ないだろうと思っている。それからもう一つは、CPの現先オペを積極的に活用することが必要だろうと思う。買入残高目標として、かつては20兆円位のマーケット規模で、10兆円まではやったことがあるので、少なくとも同じように市場規模の半分程度を目途として、そこまで積極活用していくことを考えたらどうかと思う。それから最後になるが、もう一つは、健全な領域の中での金融政策という中で、ぎりぎりのところまでやるのが今回の主眼であって、決してそれ以上の不健全な領域について今考えなければならない状況ではないと思う。そういう健全な領域の中での金融政策という中で、あと何ができるかということでは、適格担保を緩めることではなくて、その担保範囲の拡大ということを考えた場合にはABS絡みかなという感じがしている。こういった問題について、それ以外に現在の金融調節方針の中で、運用面での工夫がまだあるのかという点、こういった点については、執行部に是非検討してもらいたいと思っている。

速水議長

最後に中原眞委員お願いします。

中原眞委員

皆さんの意見の中に私の言いたいことが相当色々出てきたので簡単に申し上げるが、12月のQE、あるいは短観の結果を見て、何らかの政策変更を行なうべきであるという感じを持っていた。また、先程須田委員が危機モードと言われたが、今回は新しい政策展開を考える必要があると思う。現実にはどういうオプションがあるかということを経済学で考えていけば、当預目標の拡大、長国の買い切り増額、加えて最近の情勢に鑑みて、企業金融の円滑化のための措置・対応と、この三点をやるべきだと考えている。理由として、現在の政策が期待形成にかける部分が多いこと、これは私も全くそのとおりだと思うが、幾つか出た理由に加えてもう一つ申し上げる。3月の量的緩和策は、非常に懐の深いスキームであるだけに、この軸をぶらさないで忠実に忍耐強く追っていくことが大事である。その延長線上にあるとすれば、現在の6兆円以上というような、かなり暫定的、かつ臨時的なディレクティブというのはやはり早く元に戻るべきであり、その意味では一定の数字を明示した量的緩和策に戻るべきである。私は当初、この場では、数字は敢えて申し上げずに皆様の議論を聞かせて頂いたうえで判断したいと思っていた。しかし、幾つもの数字が出ているので敢えて私の感じを申し上げると、今回大幅に当預目標を引き上げるこの意味、インパクトの強さを期待することから言えば、15兆円という数字は必要ではないかと思う。加えて10~15兆円というレンジでどうかという議論もあると思うが、レンジでいく限り従来の6兆円以上と基本的なコンセプトとしては変わらない訳で、何人かの委員の方が言われたが、必要な需要を供給するというスタンスを越えて、流動性供給スタンスを貫くとすれば、ピンポイントで最大限の数字を挙げるべきではないかと思う。ただ、流動性需要が不安定という点で若干の心配がある、あるいは、達成できないことによる信認の問題がある、というのであれば、今まで、なお

書きで上方への機動性を確保したのと同様に、若干の下方への機動性もそれで確保するようなお書きを付けることも可能ではないかと考えている。心理的効果、期待形成となると、やはり出てくる数字そのものにまず大きな意味があるだろうと考えている。それから長期国債の買い切り増額については、やはりインパクトのある数字ということになれば、田谷委員の言われた数字をサポートしたいと思っているが、この辺はテクニカルな事務的な問題もあろうかと思うので、関係局の話も伺った方が良いかなという気はしている。それから大事なことは、効果は不明だがやってみようというスタンスは、少なくとも外には通じない訳で、期待形成にかけるというのはやはり極めて一つの重要な理由でもあるので、そこはきちんと対外的な説明を行なっていく必要があるだろうと思う。それから長期国債の買い切りに伴うマーケットへのインパクトについて、8月のような状況がこないかということだが、これについては私の今受けている感触では、恐らくネガティブなインパクトが大きく出ることはないだろうと期待している。基本的に国債については、財政規律の問題に大きく火が点かない限りは、ボックス相場の中をポジショントークで行ったりきたりするというのが基本的な流れではないかとみている。

それから企業金融の問題については、皆様が言われたとおりで、私も適格担保の早急な拡充が必要だと思うが、重要なことは、もう今月から直ぐにでもCP現先オペの頻度を上げる、量を上げる、ということをやらなければならないと思う。ABSについては須田委員の意見に全く賛成である。

最後に二点申し上げたい。一つ目は外債の問題だが、それについては大分議論が行なわれて、ある種の結論が出かけたような印象も持っているが、財務省の見解は最終的に否定的なものであるかどうか、必ずしも判然としないところもある。公式見解かどうかも分からない。内容的にも新聞報道で判断する限り難しいところにあるように思う。この政策が意味する副作用とかメリット、その他のインプリケーションは十分検討する必要があるが、その前にまず大事なことはテクニカルかつ法律的な問題をきちんと詰めておくことだと思う。流動性供給手段としての意味が否定されない

ということであれば、直ちに採用するか否かは別としても、法律上の問題、これは要すれば財務省に文書による見解を求めるとか、法制局に見解を求めるといふことも検討すべきでないかという気がする。それから二つ目に申し上げたいことは、長期国債買い切りと財政規律の問題である。今後の景気動向次第では、この3月のスキームに則って、長国の買い入れをさらに増加させなくてはならない可能性も考えられるし、この3月のレジームに基づく長国の買い入れ増額が、当座預金のターゲットを達成するための補助的な手段であると同時に、長期金利のリスク・プレミアムの縮小効果を持つことも当然期待している訳で、今後、買い切りの増加ということが財政規律の喪失と市場から受け取られて長期金利が上昇するというような8月の事態、8月は若干私は違うと思っているが、避けなくてはならないと思う。こういうような事態になった場合は、金融政策の裁量も失われる。こういう点では、政府におかれては財政諮問会議で既に色々議論されているが、市場に信認を得るような財政の中長期的展望をコミットルな形で市場に示していく必要があるだろうと思う。また、あくまで非常時対応だとは思いますが、今後のスパイラル的なデフレの進行があれば、3月に定めた銀行券残高のキャップを外すという必要も全く可能性を否定できないということなので、市場の信認を損なわない、失わないために、政府と日銀の間で、ある種のアコードみたいなものを結んでおくことも必要ではないかと考える。

#### 速水議長

それでは、かなり先程議論もしたし、議論の範囲が広いので、ここで私の意見を述べさせて頂きたい。

#### 中原伸之委員

申し訳ないが、企業金融について申し上げるのを忘れてしまったので、一言だけ言わせて下さい。私は現在の状況は、98年の暮れの状況に非常に似てきたと思う。あの時、企業金融についてどうするかということ

で、11月13日の決定会合があって、その時に臨時貸出制度の創設、それから社債等を恒久的な担保とするオペレーションの導入等の議案が出た訳である。私は、その時から全く同じ意見でスタンスを変えていないが、基本的には日本銀行としては、中央銀行として正統的な金融政策を行なうべきであり、民間金融機関の領域に踏み込むような、あるいは踏み込んだというような印象を世間に与えることは好ましくないし、日銀への要求が、リスクのより高いオペレーションへとエスカレートしていく可能性がある、そういうことで反対した。その時に賛成したのは、CP買いオペの残存期間を3か月から1年に拡大することについてであるが、ほかの二点については反対した。今まで出ていることで申し上げますと、CPを買い切る、あるいは社債を買い切るということは、そういった意味で当然好ましくないと思う。社債の担保の範囲を拡大することについても、極めて慎重に行なうべきである。それからABSについては、市場の育成ということであるならば意味があると思うが、これもどちらかといえば限定的かつマージナルなものであって、一定の限られた範囲に止まるのではないかと考える。いずれにしても、日銀の採るべきことは企業金融対策ではなくて、本題的な正統的な金融政策であると思っている。従って、もう一回申し上げますと、CP、社債の買い入れには反対である。担保の拡充についても極めて慎重にやるべきで、ABS等かつてのCPにみられたような市場育成ということであれば意味があると思うが、それもそういった意味に限定されるのではないかと思う。

#### 速水議長

今中原伸之委員が追加されたが、ほかに追加あるいは議論されたいという方がおられたらここで少し議論するが。

#### 山口副総裁

何人かの方から、当座預金供給を引き上げるに当たって、需要を上回る供給を目指すという発言があったと思うが、どういうことか私には良く分



からない。需要を上回って常に供給目標を決め、それを実現できるのであれば良い訳だが、ここで苦勞してきたというのが我々の経験ではないかと思う。もう一つは、長国オペについて、思い切って増やすという提案が出ているが、必要があれば増やすということは過去の決定の中に入っており、それは現在も可能である。さらに増やすことで何を狙うのか、実は余りはっきりしていないのではないか。一つには、当預目標を引き上げるのと同じ意味で、期待形成に働き掛ける意味合いがある。もう一つは、田谷委員と中原眞委員が言われたかと思うが、リスク・プレミアムに働き掛けて利回りを下げることである。これは程度問題で、その方策が変わってくるのではないかと思うが、かなり大きく下がるという判断があるのかどうか。それはやってみないと分からない部分なので、最初から結論を出すことはなかなか難しいと思う。以上、申し上げた二点について、これまで出た議論に若干疑問を持つ。

#### 田谷委員

第一点目、確かに一箇所ではそういう表現を使ったかもしれないが、それ以外のところでは慎重に述べたと思う。要するに準備預金適用先の所要準備プラス非適用先の必要当座預金を超えるということであり、だから、山口副総裁が言われたとおりで、一か所で確かに私はその表現を使ったかもしれないが、その部分は撤回する。

#### 中原眞委員

山口副総裁が言われるとおり、需要と供給が最後は一致するので、需要を上回る供給なんてあり得ないというのは基本的にそのとおりと思う。しかし、もう少し動的なものもあるように感じる。当座預金の中で準備預金として必要な部分、あるいは流動性として必要な部分、それが満足されれば、あとは吸収オペをやるのか。このところ吸収オペも幾つか打ってきているのをみると、かなり高めの金利で吸収しているものもある。最終的に需要と供給が一致するまでに、言葉としては正確ではないかもしれない

が、常時マーケットにそういう供給の圧力を晒しておくという動きがあるように思う。静態的なところで需要と供給が一致したから需要を上回る供給はあり得ない、ということではないだろうと私は考えているが。

#### 山口副総裁

お気持ちは分かる。私はその部分に反対するつもりはない。実際、9月11日以降の経験というのは、もう少し詳しく吟味する必要があるが、我々がこの辺がぎりぎり需要の上限ではないかと思ったレベルが、実は多少ゾーンになっているような感じがなきにしもあらずと思う。このところはもう少しよく検証したうえでないと言えないが、ただ、この問題は、15兆円というレベルにピンポイントで目標を設定した場合、流動性需要が何らかの理由で非常に落ち着いてきた、例えば幸い金融システム不安について色々な手が打たれて、そちらの面からくる流動性需要が落ち着いてきたというようなことが起きた時には、どうするかという問題が直ちに出てくる。先程、田谷委員が言われたように、それは下向きのなお書きで対応すれば良いというのも一案かもしれないが、どうだろうか。その15兆円というのを挟んで、上にも下にも数兆円オーダーの振れというのを我々は想定しておくというような気持ちで良いのかどうか、そういう問題だと思う。

#### 植田委員

これは3月以降ずっと議論してきた点だとある意味では思うが、普通は最終的には常に需要はイコール供給だが、日銀が需要を上回る供給をしようとして、その供給に需要が追い付くために、金利が下がって需要も増えて均衡する訳である。しかし、それは短期の世界で起こり得る余地がほとんどなくなっている中で、さらに出そうとした場合に出せるのか。その場合に、出せたとしたら需要側が追いついてくる訳だが、ではなぜ需要側が資金を持つのかという形で、私も5月位に議論させて頂いたと思う。つまり、一つは、長国買いオペ等をやれば、長期金利が動いて資産価格の体系の一部が動くことによって、流動性に対する需要も増大する可能性がある

という理屈はあり得ると思う。というのも、何にもない中でただ出そうとしたら、向こうがとってくれるのかどうか、これは非常に理論的にも現実にも不透明である。従って、15兆円ピンポイントでやった時には、実際の残高がかなり下回ってしまってどうにもならなくなるという事態が出る可能性はあると思うが、そのリスクは目の前にあるというのをもう少し議論すべきであると思う。

### 三木委員

今の植田委員の話について私も、一つは、やはりその資金需要のニーズにどういう対応をするかという手段が今求められているので、その手段がなかなか健全な政策の範囲内でいくともう限界であるといつて、ではさらにそれ以上ということになると、いわゆる非正統的な方へはみ出さなければならぬのではないかという点、これが今までずっと議論してきた点だろうと思う。今は、そういう正統的、健全な政策の中での手段ということとやれるところまでやるということが、一番必要なことだろう。これが、いたずらな流動性不安を招かないように、つまりシステム不安に繋がらないようにということになるのだろうと思う。これがまさにセントラルバンクあるいは銀行券の信認の問題だろう。今はまだ平時モードだと思う。だから、そういうことを考えた時に、では当預残高をどこまで引き上げるか、量的緩和を徹底的にやるということは期待形成にかけなければいけない訳だから、それを考えた時に、期待形成にかけるときにその期待形成が出てくる場面が、いわゆる戦時モードではないが、通常の平時モードの中での場合と、そういう中でも、今までもそうだが、月末だとか年度末とかそういう時には大きくぱっと振れる訳である。そういう振れる時には、それなりに今まできちっと対応してきたし、今後もそれを一番求められていると思う。その時には、今の普通の調節手段の中でも十分に15兆円でも16兆円でも出せるということになるので、そこを一つ分けて考えておかないと、いたずらに後者の方だけに置いたターゲットを作っても、手段がついていかないということになったら、あっという間に札割れになる。

今のこの時期は、特にシステム不安と皆言っている時だから、札割れになった時の本行に対するクレディビリティというのは、非常に大きくマイナスに効いてくると思う。だから、そのところはどうしても考えざるを得ないと思う。従って、それを今はなお書きで逃げようというのが今までの対応で、それを戦時モードになったので、「以上」という形でやってきた訳だが、金融政策として考えた時に、青天井で「以上」というのはどう考えてもこれはおかしい。やはりそこはどこかで数値を決めなければいけないということを、またそれに踏み切るべき時期にきたと思う。それを入れた時にどう考えるかということで、一つは、今申し上げたように、中長期国債の買い切りを増やすということで、一体どこまでいけるのかということについては、実際に現場を握っている山下金融市場局長の意見を良く聞いてみたい。それからもう一つは、そういう緊急モードに対しては、やりますよということで、今までもやっているし、この最近の調節でも6兆円から14兆円近くまでやったケースがある訳だから、これをやはりなお書きのままに置くのではなくて、もう少し数値化してきちっとやろうということ、これがまた期待形成の安心感に繋がるのではないかということが、最近の大きな動きかなという気がしている。そうするとやはりこのなお書きの数値化というのはどうしても必要かなという感じがしている。だから、そういう意味でレンジという形で10~15兆円ということにしても、所詮なお書きはそこを残しておかないと15兆円でいかないと思う。だからこれは必要である。そうではない時期は、長国の買い切りを2千か3千億円買い増すだけで、10兆円だとこれは十分にいけると私は思う。

植田委員

10~20兆円ならいけるだろう。

三木委員

だから、そこを考えると、やはりレンジとしてなお書きを残すのか、あるいは、そうではなくて10兆円か11兆円か12兆円か分からないが、そ

これは執行部の意見を良く聞いて今の手段の中で、調節の中でいけるところまでの数字を一つ置いておくか。なお書きの方を数値化するという意味は、なお書きについてはこういう状況の時には 15 兆円以上考えるという形で、その 15 兆円という数字を一つここで明示してやるか、という感じが少し今しているが、要は手段である。これはその時々々の経済状況の振れによって出せる時と今の手段で出せない時がこの半年間で大きかった訳だから。

#### 中原眞委員

だから長国の買い切り増額はやはり必要だろう。具体的な数字は分からないが。

#### 三木委員

絶対これはやらなければできない。

#### 中原眞委員

三木委員が言われるように、レンジで示して、なお書きを付けるというのは、ある意味では屋上屋であって、ピンポイントでなお書きを付けるのと何ら変わらないと思う。それから 10~15 兆円というのは、確かに下は上がったが、現実には 10 兆円前後をうろうろしている段階では、上限が無限大から 15 兆円に、一応なお書きが付いたとはいえ、抑えられるという考え方もできる。レンジでなお書きを付けるというのは、従来のディレクティブ、6 兆円以上と余り変わらないという気が私はする。

#### 三木委員

変わらないか。

#### 田谷委員

もう一つ、山口副総裁がなぜ JGB を 4 千億円も増やすのかという質問

だったが、今回の当座預金残高目標の引き上げ、動かすというのは、もうそうそう動かせる訳ではないし、先程、植田委員が15兆円の背景も色々説明されて、それは、ほとんどアグリーで、その一回大きく動かして期待形成に働き掛けることをそれぞれ期待するが、その時、確かにオペレーション上の必要、調節の負担を少なくするということもあるが、やはり長期国債買切オペの増額というのもこれもまさに小幅に何度もできる話ではないと思う。だから、その小さな効果を幾つか集めて期待形成に働き掛けるということを言われた、その一環で、私はそういうことを申し上げた訳である。ただ、4千億円買うと我々が設けたシーリングにもある期間内でぶつかってしまうとか、そういった説明は現場の方にも聞いてみたいと思う。私はまだ今の長国の買い切りがかなり残存期間が短いところに集中して行なわれているという現状からみれば、仮に4千億円増やしたところで、そんなに短期間で私達が設けたシーリングに当たらないのではないかという気がするので、そういうことを申し上げた。

#### 速水議長

ちょうど正午になったが、今日はなるだけ早く、市場が開いているうちに採決の結果を発表したいと思う。先程から、流動性を供給する手法、運営方法について質問もあったので、そういうものを含めて決めておいた方が良いと思うので、執行部に入ってもらって質問を受けてもらいたい。先程から議論になっているCP現先オペ、国債の買い切り増、ABC P、それから運用面でどれ位玉を決めたうえでどういう運用ができていくか、その辺に質問があるかと思うので、どなたでもどうぞ、あるいは執行部から説明することがあったら願います。

#### 増淵理事

私の理解する限りでは、これまでの議論の中で大きな固まりとして、二つ位執行部に問われているかなと思うことがある。その一つは、当座預金の供給について、執行部としてはどのようなことが可能と考えているのか

という問いかけが、一つの固まりとして私はあったように思う。それからもう一つは、広い意味での企業金融的な世界で、色々と議論もあった。そういうことについて直ぐにできることとか、あるいは、政策委員会の決定を要することとか、あるいは、さらに執行部限りで考えているどのような工夫があるのかとか、そういう固まりのことがあったと思う。そういう二つのことがあったと思うので、もし異論がなければ、その二つのことについて執行部としての今できる限りの説明をさせて頂きたいと思うが宜しいか。

速水議長

宜しい。

増淵理事

それでは、まず最初に、当座預金のことについて極く簡単に私から申し上げて、山下金融市場局長からよりテクニカルな点も含めての補足ができればと思う。9月の決定会合以降の当座預金供給の残高は、平均するとおよそ9兆円前後であったと思う。日によっては、一番高い日で、14兆円という残高になった日もあったことは説明したとおりである。こういう需要の、あるいは供給ができた背景として、一つには、テロリストアタック以降の不安定な、あるいは不安心理のもとでの当座預金需要というのは当然あったと思うが、それに加えて私の理解するところでは、9月から市場レートの刻み幅が100分の1%から1000分の1%に拡大されて、市場金利の極く限界的なものであるが、低下余地が生じたということの影響は相当大きかったと思う。これから先について、同じように市場金利の低下余地があるかということ、これは実際問題としてないと言わざるを得ないと思う。そのことを前提として、これから先の当座預金需要がどうなるかということを考えるべきなのだろうと思う。これから先で考えられる特定の日としては、例えば年末日、あるいはその近辺というところでは、委員方が指摘されたとおり、当座預金需要が相当膨らむ可能性がある。相当大きな当座預

金残高にしないと市場が安定しないという蓋然性は非常に高いと思う。そういうような日を除いた時に、安定的にどこまでの需要があるかということについては、正直言ってよく読み切れないと思う。15兆円という数字が出ているが、安定的に15兆円を供給し得るのか、その年末日という特異な日を除いてということについては、少なくとも私は、正直言って自信がないと言わざるを得ないと思う。私から当座預金需要について申し上げられることは以上である。

#### 山下金融市場局長

基本的には、増淵理事の説明と全く同じであるが、テクニカルなことを補足すると、本日段階では9兆円の供給を行なっていて、明日も9兆円なので、仮に明日から15兆円と言われてもそれはとても無理で、15兆円にまで持っていくには、それなりの時間が掛かると思う。年末については、今の段階で段々マーケットが年末モードになってきて、特にレポレートが上がり始めたので、供給せざるを得ないと思っているので、恐らく15兆円位はいくかなという感じである。年末は確かにその位にはいくと思うが、その後については、確かに9月以降、特に大きく変わったのは、外銀が超過準備を持つようになったことと、それから一部都銀がやはり資金繰り不安から持つようになってきていることであり、それらが底上げになっていることは事実だが、だからといって幾らでも供給できるかということそれは違うのではないかと私は思う。特に、11月の積み期は先週終わったが、最終日の先週の金曜日は8兆5千億円しか出さなかったが、それでも0.01%まで下がった。そういう状況なので、要するに、沢山出せば足許のところはジャブジャブになって、そこは要らないという感じが出てくるのは当然である。ただ、当面はなぜオペに皆が参加してくるかということ、一つは儲かるからということと、もう一つは、先が不安なので今は要らないが先の資金は取る、つまり年末や年度末越えは取りたい、というその二つの要素があって初めて成り立つ訳である。ただ、前者については、段々ワールドカーブが沢山出すことによってもっと横になると、幾ら日銀で



0.001%で出しても、要するに運用するチャンスがなくなれば儲からない訳なので、短期の中に入ってこない。だから長いものでやるしかないということになるし、後者については、確かに年末、年度末越えのものについて盛んに打っていけば、ある程度はできるかなという感じは持っているが、それもペイオフが延期になったりとか、ある程度色々な手が打たれてマーケットが落ち着いてくるとそれもなかなか供給できなくなる可能性もある。特に、4月以降はすごく難しいという感じがするので、15兆円といういわば4兆円という所要を遥かに越えたところで、ずっと15兆円を達成せよというところについては、やはり相当自信がないと言わざるを得ないと思う。時々達成できるかもしれないが、それを目途にして一生懸命打って行って、足りない日もあるしある日もあるということで、それでも良いということであれば別だが、常に15兆円達成せよということであるとすれば、やはり相当難しいことが多々起こり得るのでないかというのが私の実感である。

#### 植田委員

私は専門のオペのことは余り分からないが、ある意味で答えが出ないことであろうが、どこまで出せるかという実験みたいなことは必ずしもしていないと思う。つまり、12兆円とか14兆円までいった日はある訳だが、その後回収してきてしまっているのだから、実験をするのであれば、そこまでいった時に、なるべくこのまま走ってみるということをやったらどういう無理が起こるか、札割れはどれ位出るのかというのをみてるのだろう。これは9月以降やっていないと思う。やっているのかもしれないが。

#### 増淵理事

今言われたことについては、100分の1%刻み、オペレートも市場レートも100分の1%刻みという世界では、5月頃にそれが実行されて、その結果も出たということだと思っている。勿論1000分の1%刻みの中ではやられていないと言われれば、それはそうだろうと思う。

## 植田委員

春先の経験は教科書どおりで、金利が一段と低下することによって資金供給が一段とできるようになった。

## 増淵理事

まさにそういうことだと思う。今の当座預金の点についてはさらに議論があろうかと思うが、先にもう一つの問いかけであった、いわば企業金融周りのことについて、極く簡単に申し上げられるだけのことを説明させて頂きたいと思う。まずABS、ABCPの活用という話があって、これらはある部分政策委員会で決定して頂く必要がある。その中で、まずABSの適格範囲の拡大については、現状、99年10月にABSを適格化して以来、リース料債権、クレジット債権、貸付債権、それから社債、を裏付けとするABSを適格対象としている。その後、不動産を裏付けとするABS、それからパス・スルー型の住宅ローン債権を裏付けとするABSの発行が増加していて、これらの不動産と住宅ローン債権を裏付け資産とするABSを適格化することが考えられると思う。その信用度等において、これまで適格化されているものと遜色はないもので、仮に、不動産、住宅ローン債権を裏付けとするABSを適格化すると、担保対象資産としては5千億円程度は増加する。勿論、その後のマーケットの増加ということも期待できるかと思う。これについては、適格担保取扱要領の改正が必要であるし、その他実務的な検討もいるので、もしこういうことをやるべきだということになれば、基本方針のみを本日は決定して頂いて、制度設計の詳細等は、次回以降の決定会合で改めてお諮りすることになるかと思う。それからABCPについても同様に、ABCPは現状2兆円程度の残高があるし、今後も成長が期待されるものである。これを適格担保とする、あるいは、CPなのでCP現先オペの対象とすることは考えられる訳だが、その場合には、適格担保取扱要領およびCPの売戻条件付買入基本要領の改正が必要なので、同様に、基本方針のみを本日は決定して頂いて、制度設計の詳細等は、次回以降の決定会合で改めてお諮りすることが考えら

れると思う。それから、長期国債の買い入れの増額については、これはこれまでも議論があったが、その増額自体は執行部に委ねられていることなので、議論の結果としてあるコンセンサスが得られれば、それに沿って執行部の決定ということで実行が直ちに可能である。それから、CP現先オペの積極活用についても議論の中にあったとおり、かつてのピーク時のCP現先オペの残高に比べれば、現状は相当低い水準に止まっているので、これを積極的に活用することをアナウンスし、CP現先オペの頻度を上げることで、ある程度拡大を図るということは直ちに可能である。その他のオペ、運用面での工夫等、執行部で考えていることはないかということも山口副総裁から問いかけがあった。予めから考えていることで、手形オペのうち全店買入分、これは7月から実施を始めているものであるが、非常にパフォーマンスの良いオペなので、そのオファー頻度を引き上げることをやりたいと予め考えていたので、現状月3回というペースでやっているが、その頻度を引き上げることが直ちに実施可能であるし、これは実施したいと思っている。もう一つ、国債買入オペ、それからCP現先オペ、手形売出等について輪番オペという方式を採用していて、一部のオペ先については、2回に1回しかオファーしないということをやっているが、事務体制が整ってきているので、輪番先についても毎回オファーをするということで、オペのオファー先を事実上拡大するということを考えたいと思っている。これも資金供給力等の強化に資するということで、大体これらのオペのオファー先が30先となっているが、35先から40先に拡大させることができ、これも直ちに実施可能である。取り敢えず私の方から申し上げられることは以上である。

### 三木委員

もう一つ田谷委員が言っていた、「未熟児ルール」みたいなものがあったがあれは何か。

## 増淵理事

「未熟児ルール」は、発行後1年以内の国債は、買い入れ対象から除外するということで、これは昭和42年の私共が国債の買い入れを開始した当初よりそういう扱いをしている。これは、発行後間もないものを買うと実質的に国債引き受けと同じになるのではないかという見方が出てくるのではないかと、そういう見方を排除するためということであったと思うが、1年以内というのは確かに格別理論的な根拠はなく、言わば1年という区切りの良いところで決めたのではないかと思われる。最近では、国債発行の直後から流通市場で活発に売買が行なわれているので、そういう実態を踏まえてどう考えるかということである。これを改めるということに仮になると、それについては国債売買基本要領というものの改正が必要である。これは決定会合マターであるので、仮にであるが、それを改めようということになれば、例えば、この決定会合で改正すると、それで実施するということも勿論可能である。

## 田谷委員

最後のところであるが、中期債と長国オペで買い入れている国債の残存期間別の分布をみると、5年、10年のところはかなり小さくなっている。それはなぜかという、ほかの要因もあるだろうが、やはり10年国債のそういうルールもあると思う。例えば、発行してマーケットができたからすぐ買えというのもおかしいと思うので、例えば1か月とか、あるいは、それでも引き受け類似行為とみられるという意見が強かったら、例えば3か月とか、何かもう少し短くできないかなと、それが長国オペの実施上のちょっと障害になっているのではないかなという印象を私は持っている。

## 須田委員

私も少し短くするという点に関しては良いと思うが、ただ、日銀がすぐ買ってくれるかもしれないといって引き受けに近い可能性というのは、やはり考えなくてはいけないということと、市場としてどれだけ価格

が形成されているかということについて、少し経済学的な実証的な分析を  
やらないと、ちょっとこの問題に答えを出せないなという気がしている。

田谷委員

今マーケット関係者なんかに言わせると、例えば1か月にしても全く問題な  
いと、そういうふうには受け取られないだろうと、そういう価格形成はもう既に  
行なわれているというのが、少なくとも私の聞いている限り大勢意見だと思う。

須田委員

ただ、実際にこの中で議論してからやる方がいいと私は思う。

田谷委員

もしそういう意見であれば、今日結論を出す必要は必ずしもないが、そ  
ういうふうに私は思うということである。

三木委員

要するに、日銀の直接引き受けということに絶対繋がらないように、か  
つ、市場で一遍シャッフルされているということがはっきりしていれば良  
い訳であろう。そこがどういう歯止めがあるかということか。

増淵理事

これはもう委員方の議論次第であるが、今須田委員が言われたよう  
に、それでは実際どうなっているのかということについて、全委員が共通  
のファクトを持ってはおられないかもしれないので、そういうことについ  
て執行部の方からデータ等を出させて頂いたうえで、議論があつて、それ  
でどうするという話の方が、自然の流れなのかなと思われる。

田谷委員

それに今日はかなりサイドイシューなものだから、もうそれ以上これ

は…。

#### 中原眞委員

あわせて入札方法についても、イールドカーブに中立的であるという趣旨でもう少し改善の方法がないか等も一緒に勉強させてもらえればと思う。

#### 増淵理事

もしそういうことであれば、それらのものを宿題として、次回以降の会合までに提出するというにさせて頂ければと思う。

#### 植田委員

当預の方のケリをつけないと決まらないと思う。先程、需要を上回る供給という表現は変だという話になったが、便宜上使うとして、もしも仮に需要を大幅に上回る供給はちょっとできない、自信がない、需要自体は不安定に振れそうであるというのであれば、やはり基本的には目標として使えないということだと思う。あるいは、そういう枠の中で、供給できる非常に上限に近いところにきていて、出せるとしても極く僅かであるという結論になってしまうと思う。それはそれとして、一つは、年末は増やしていけるけれども、年始の資金需給見込みはどうかというのと、4月以降減ってってしまうかもしれないというのが心配だった訳であるが、その問題は、当預目標が、10兆円、12兆円、15兆円で大きな違いがあるのかという辺りは如何か。

#### 山下金融市場局長

1月以降は、資金需給的には不足になるので、その分を補っていかなければならない。であるから、ロール・オーバーだけしていけば、例えば15兆円においてずっとやっていけばいけるということではなくて、例えば10兆円とかそういうものを追加的に供給していかないといけないというこ

とである。

#### 増淵理事

札割れが起こりやすいと思われる。

#### 山下金融市場局長

そういうことである。ロール・オーバーであればある程度繋がる可能性もあるが、やはり新規のオペを打っていくというのはなかなか難しい面があるということが一つある。

#### 植田委員

それを聞いた理由は、妥協案として出すということではないが、頭の中の可能性としては、年末に向けては 15 兆円位を目指してみる。年始にその 15 兆円を今のような環境下で維持できるかどうかの最大限の努力をしてみ、それで 1 月の決定会合でもう少し長期的な当預目標水準について議論するというのもあり得るかなと思ったが、勿論エクスペクティション等に与える影響が小さくなってしまふ。ただ、不安だということには応えられる面が一つある。

#### 増淵理事

これは私共の考えるべきことではないが、仮に、今回 15 兆円という数字が出て、1 月に入ってからやってみた結果どうも無理だなということで、じゃあ 1 月はどういう数字でもいいが 15 兆円を下回る数字だとする場合、これはマーケットその他に与える影響がどうかと思われる。

#### 植田委員

今度は 15 兆円出すということではなくて、年末に向けては大量の資金供給を行なう用意がある、という位の表現に止めるんだと思う。

増淵理事

数字を出さないでということか。

速水議長

それはしかし年末とか年度末、あるいはまたその他に金融不安なんか起こってくる可能性は充分にあると思う。そういう時に思い切って出すということは、どの数字にしてもやはり私は、なお書きが必要だと思う。なお書きで、4兆円、5兆円増えるということは私は決して悪いことではないと思う。年末といってももう10日しかない訳であるから、そんなに長く越えているということは私はないと思う。もうほとんど年越しの手当ては済んでいる訳であるから。

三木委員

年末の分は大体済んでいる。だから問題は来年である。

速水議長

今が9兆円なら、今までは6兆円以上ということでやってきたのだから、それを7割位増やして10兆円にして、なお書きで必要な時には増やしていくというようなことでいけるのではないかと思うが。

植田委員

年度越えのところできくっと減ってしまう不安もある訳だが、それが10~15兆円位の当預目標水準のどこかによって心配の度合いはかなり違うのかという気がする。

山下金融市場局長

であるから、年度末越えの後と言われると、まずペイオフはどうかということとか、金融システムはどうかとか、そういう色々なことがあって、なかなかそこは不透明である。



#### 増淵理事

それは高い数字の方がより困難度が高まるということ以上に申し上げ難いと思う。であるから、非常にざっくりしたものになってしまうので、例えばの話であるが、例えば 10 兆円だということであれば、それは 4 月以降も含めて、フィージビリティは相当程度高かろうと思う。ただし、それも情勢にもよるが、今より確度は相当落ちるかもしれないということは感じる。

#### 中原眞委員

私は 15 兆円と申し上げたが、もちろん不可能な数字を出してやるということは本意ではない。しかし、操作上はやはりピンポイントの方が私はいいのではないかという気もする。なお書きは勿論つけるとして、15 兆円でなければ 12 兆円でもいいかもしれないし、一定の時間をかけて操作可能なものにしていくというのが私の狙いである。もう一つ、札割れを極度に警戒されているようであるが、これだけ量的緩和を進めながら 5 月以降札割れは一回も起きていない。私は、その状態もやややり過ぎではないかと考える。札割れが起きたら絶対に悪いということではないと思う。

#### 山下金融市場局長

札割れ自体はそうであるが、要するに例えば、10 兆円とか言われてそこを達成できないということが、札割れが続くと起こる訳である。

#### 中原眞委員

そこはディレクティブである程度の弾力性を与えておく必要があるだろうと思うが。

#### 三木委員

だけどそこは問題ではないか、中原眞委員。毎日毎日札割れが続いていたら問題ではないか。

### 中原眞委員

毎日が続かない。だが、一回も起きないというのはやり過ぎではないかと思う。

### 増淵理事

札割れ自体は起きても構わないと思うが。

### 三木委員

そこは修正せざるを得ない。今はこういう時期だから、日々の札割れが出るのもうしょうがない。それよりも今大事なのは、ちょっとでも上げていった数字を戻すということにしたら必ず引き締めととられる。これだけは絶対今避けなければならない。だから、上げておいてやはりしょうがないからちょっとまた下げざるを得ない、というような対応は、絶対避けなければならない。ということは、やはりそういう意味で、今の調節手段の中でどこまでやれるんだ、というぎりぎりのところを狙うということだと思う。だから、国債の買い増しはそういう意味で必要だと言っているの、その中で例えば、10兆円なのか11兆円なのか12兆円なのか、その辺の目途を是非一つちょっと聞きたいところである。それが一つと、後は非常事態というのか緊急事態が起きた時は、もうどこだってどんどん出しますということは今までもやってきている。本来はそれも数値化できれば一番いいが、これは読めないからなお書きしかないのかなと思う。

### 中原伸之委員

でもシーリングとの関係はどうなのか。

### 増淵理事

長期国債の買切オペと銀行券の関係であるが、今は毎月6千億円ずつ買切オペをやっている。仮に、毎月8千億円ずつということで2千億円増額した場合、これは銀行券の伸びをどの位と想定するかによる訳だが、仮に

銀行券の伸びが前年比+6%とした場合には、上限に達するのは5年8か月後である。今より毎月2千億円増額した場合には、銀行券の伸びが+6%として5年8か月後に上限に到達する。仮に毎月1兆円、つまり今より4千億円増額した場合には、同じ銀行券+6%で上限に到達するのは2年弱後、2003年の10月という試算値になっている。仮に、銀行券の伸びがその上下に2%ずつずれた場合、銀行券が+4%とした場合には、毎月1兆円を買うとして、1年半後で上限に到達する。

田谷委員

その場合、去年の8月以降、今はオペがかなり残存期間の短いものに頼っているが、それも全部勘案しているのか。

増淵理事

一応償還額は勘案してそういうベースでの試算値である。

速水議長

それではこの辺でちょっと10分休憩して会議を進めていきたいと思う。40分から再開する。

(午後0時29分中断、午後0時41分再開)

速水議長

時間になったので会議を進める。今一番問題が大きいのは当座預金のターゲットをどうするかということだが、もう一度皆さんの感じを聞きたい。執行部が心配しているのは、札割れの可能性がかなりあるということである。そういうことが一般的になるようなことが起こると困ると思うし、レンジでいくのも良いができればピンポイントの方が良いかという感じはするが、この点もう一度順番に意見を聞かせて頂きたい。

## 山口副総裁

先程来皆さんの議論をずっと伺っていて、期待に影響をできるなら与えたいということ、私も含めて考えている。その一方で、流動性需要の不安定さということを見ると、量の多い少ないというのは必ずしも緩和の度合いと比例しないという認識ももう一方で持っている。それからぎりぎりどの程度までなら供給を持続的にし続けることができるのかということについて、これは必ずしも明確な一線を描くことが難しいと、こういう幾つかのことを頭に置きながら議論してきていると思う。そうすると私はピンポイントで決めるというのはなかなか難しいのではないかと思う。もともと6兆円以上という上限を定めないようなマニフェストでやってきたのも、そういうピンポイントの難しさということが一つの理由にあったと思う。幅を決めてもその幅そのものの妥当性というのは、やってみないと分からない訳で、そういう意味では、どういう決め方でも全くパーフェクトという訳にはいかないのかなと思うが、この際、追加的な緩和措置ということで説明するのであれば、現状に比較的近い10兆円とかいう数字では説明ができないと思う。であるから、多少高めめの数字が表現の中に出てくることはやはり必要だと思う。反面、それを実現できないリスクというものも十分認識する必要があると思う。そういう意味で、私は色々頭の中で試行錯誤した結果、やはり冒頭で申し上げた10~15兆円というレンジを考え、ただし、流動性需要が非常に強くなれば数兆円そこから上振れてもそれはやむを得ない。逆に流動性需要が非常に落ち着いてくれば同様に下限をかなり下回ってもそれはやむを得ないというように柔軟性を持たせたレンジということで10~15兆円ということを考えていると思う。後は皆さんの議論を伺ったうえでフレキシブルに対応する。

## 藤原副総裁

10兆円というと、それが程度であれ、以上であれ、現状の9兆円に近い数字であり、景気に対する現状認識を下方修正しかつ何かやった方が良くという私達の気持ちを表わしていないので、それよりアナウンスメント効

果のあるような表現が必要だと思う。それでは12兆円とか15兆円とかいうようなピンポイントで出してどうかということは、それこそ未知の領域であり、今執行部から説明があったように様々な不安な要素もあるので、私は冒頭の金融政策判断ではピンポイントないしレンジの目標値と申し上げたが、この際、山口副総裁の言われたとおり10~15兆円というレンジの方が良いのではないかと考えるに至った。ただ、その場合に、なお書きをどうするか、なお書きが必要か必要ではないか、意味があるのかなのかという議論がもう一つあると思う。なお書きをつけた方が、これまでずっとリザーブ・ターゲティング方式というか、ずっとディレクティブに付けてきた経緯があるので、なお書きというものをこの際なくしてしまうというのも一つの方法であるが、突然説明なしになくしてしまうと、なお書きがなくてもこういう認識であるところで話し合っても世間の方がどう解釈するかということもあるので、その辺はちょっと議論して見る必要があるし、なお書きを残すのであればなお書きの表現ということで色々工夫する余地はあるのではないかと思う。

速水議長

須田委員お願いする。

須田委員

私は先程、現状維持か、あるいはかなり大幅な増額をしたうえでのターゲットということのどちらがいいかは、後で選択すると言っていた。そういった背景というのは、現状維持は上が全然制約がないということであり、だから下手にターゲットを付けて先程も言ったように、なお書きがいつ出るか分からないと言う時に、ターゲットをみながら積まなければいけないという状況、資金を取らなくてはいけないという状況が起こると、却って市場には不安感を与えるのではないかと考えたので、やはり10兆円程度では緩和感を市場には与えないと思っていた。だから、かなり高い方ということだったが、やはり私も来年度に入った時に何が起こるかとい

うことも懸念材料であることも申し上げた。そういうことを考えて、それから執行部に話を聞くと、やはり山口副総裁が言われるように10兆円で止める訳にはいかないし、かといって15兆円ということを主張し続ける訳にはいかないし、そのレンジで出すことが良いと思う。なお書きを付けるかどうかに関しては、どういうふうに15兆円を越えてしまっても構わないよ、あるいは10兆円を下回っても構わないよという、ここの合意だけで良いのか、あるいは何か出した方が良いのかということに関しては、やはりまた皆さんの議論で判断したいと思う。

速水議長

次は田谷委員だが、執行部がかなり札割れの危険性を感じているということは頭の中に入れて頂きたいと思う。田谷委員お願いする。

田谷委員

当初は14兆円か、15兆円ということを考えていたが、執行部はやはりそれは難しいと、自信がないと言っているし、それでもなおかつやるよということでは難しいかなと思っている。従って、10~15兆円、ただし書きはどうするか、ただし書きをなるべくなら入れない方向が良いのではないかと思う。その方が15兆円に意味が出てくると思う。長国の買いは依然として4千億円と私は思っているが、皆さんの意見はかなり2千億円ということなので、間をとって3千億円ということであればぎりぎり私は合意できる水準かなと思う。

速水議長

植田委員お願いする。

植田委員

私もレンジでいくしかないかなと思う。なお書きの方は、付けない方がスマートであるが、やり方としては、上下とも数兆円、数日位のはみ出し

は時々あるものだという感じを滲み出しておいて、もう少し長期化する場合には、決定会合で議論してレンジを変えるのか、あるいは、ややほみ出しが長期化するけれどもそれは放置して、しかしその理由はこういうことである、若干長期化するが一時的な現象なので放置するというように、対外説明を巧くやるという案もあり得るかなと思う。以上。

速水議長

中原伸之委員お願いします。

中原伸之委員

私は先程から申し上げているように、15兆円を提案する。やはりピンポイントでやった方が良くと思うし、それから作れるか作れないかという話であるが、国債の買切オペを毎月4千億増額しても、後2年間持つという執行部の話であるから、私は十分に作れると思うので提案する。

速水議長

三木委員お願いします。

三木委員

今回の問題は、一つは、今の手段の中で後残っている手段は国債の買い増ししかないから、これがぎりぎりその手段を使っていわば通常モードという中で、どこまで出せるかということ、これが一つの大きなポイントだろうと思う。それから二つ目の問題は、流動性不安というか、あるいは金融システム不安というか、いたずらにそういう不安を煽らないような形ということを考えて時に、今の上限がない青天井というのはどう考えてもこれはおかしいと思う。であるから、ここははっきりそういう意味での上限を決めざるを得ない、それが数値化だと思う。その二つを考えていくということと、それから三つ目は、絶対に引き締めにとられるようなことは、これから先の間でも起こっては駄目だということ念頭に置いて、か

つ、量的緩和になるという数字を出していかなければならないだろうと  
思っている。それから四つ目は、これから先の来年になってからの年度末  
を控えての流動性不安というもののレベルが一体どの位あるかというの  
はちょっと分からないが、分からないけれどもそれは必ずあり、15兆円位  
で終わるようなものではないと私は思う。であるから、そこはどうしても  
念頭に置いておかなければならない。この四つを組み合わせなければなら  
ないというので非常に難しいが、そういう中で一番すっきりするのはやは  
りピンポイントでやるのが確かに良いと思う。その時に10兆円なのか11  
兆円、12兆円位まではいけるのかどうかである。そのところが、先程の  
山下局長の話を聞いているとどうも余り確とした自信がない感じであ  
り、ここはやはり後で下がることは絶対あってはいけないということであ  
れば、そのところはいけるところを念頭に置くと、札割れは時々起こる  
のは構わないが、どうしても10兆円位ということになる。しかしそうす  
ると、今申し上げたようにさらに量的緩和をすることを考えた時には、し  
かも青天井という金融調節方針というのは、ディレクティブとしては相応  
しくないということにやっとなったということであるから、そう考える  
と、山口副総裁が言うように、一步前進であるがレンジということでは  
やはりいかざるを得ないのかなと思う。レンジということになれば、やは  
り10~15兆円という間のレンジになると思う。しかし、レンジということに  
なってもそこで一つの上限を画する形になるから、一步前進だなと思う。  
ただ、問題は今まで付けていたなお書きである。このレンジで収まらない  
ケースというのは当然予想されるから、そういう場合には従前同様、日銀  
はきちんと機動的に対応してくれるんだなということをマーケットには  
はっきりさせておかなければいけないから、そういう意味での緊急モード  
というのは必要である。それをどうするかなのだが、そういったなお書き  
という形で従来同様にやるのか、そのところはもうちょっと巧いやり方  
がないのかなという感じがしないでもないで、ここはもう少し皆さんの  
意見を聞いて考えたい。それから、特に執行部からそういう意味での調節  
手段として考えた場合のやり方について、執行部の方の考えもちょっと聞



いてみたいと思う。それから国債の方は、先程の話にあるように、いずれにしても買い増さなければならないから、それを回数で増やすのかそれから総額であるのかという二つの問題があるのだが、先程の話を聞いていたら、要するに、いずれにしても1兆円がマックスという感じであるから、1兆円と8千億円の間にはまると、こういうことだろうと思う。だからその辺は、執行部の方に、今のディレクティブを10~15兆円とした場合に平時モードというのか、普通の時はどうなのかということ念頭に置いた手段として、そこはちょっと執行部の方の意見を聞いてみたいと思う。

速水議長

中原眞委員お願いします。

中原眞委員

私は、量的緩和という3月政策の本質論からいってピンポイントにすべきだとは思っている。しかし、実務的に回らない、あるいは札割れが続出した場合に改めてターゲットを下げられるかといったときに、今の三木委員の意見に私も頷くところがある。また、流動性需要がやはり不安定と言わざるを得ない。外銀の超過準備は暫くは続く、金融システム不安が解消するまでは恐らく続くだろうと思っているが、これも分からないということであれば、10~15兆円という選択は、最終的には止むを得ないと考えている。ただ、一つ運用上の問題としては、従来は6兆円以上というものがディレクティブであり、現実の需要が8~9兆円、場合によっては10兆円あった訳なので、現実の需要にミートするところまでは供給をしてきた訳であるけれども、10兆円以上となると、9兆円、場合によっては8兆5千億円というような状況の時に、下限に結局調節の基準を置いてしまうことにならないかというのが問題ではないかと思う。結局、10兆円べったりというような調節が続いた時には、15兆円という意味は何なのかということにもなるのではないかと思う。そういう意味でいくと、15兆円が無理であれば12兆円でも13兆円でもピンポイントでという考え方もあり得るとは、

思うが、先程申し上げた理由によって、10～15兆円で走り出したうえで、調節上はできるだけ10～15兆円の高いつところに置くという意識で調節をしてもらうというのが解決かなと思う。長国の買い切りは田谷委員から3千億円という話が出て私もそれを支持している。

速水議長

それでは、ちょうど1時になったので昼食を30分で済まして頂きたいと思う。再開後に私が話をさせて頂いて採決に入りたいと思う。それでは1時半に。内容が漏れないように一つお願いする。

(午後1時中断、午後1時31分再開)

速水議長

それでは再開させて頂くが、先程大分議論が出ているので、そういう議論も入れて、私の意見をここで言わせて頂きたいと思う。まず、景気であるが、結論的には先月に比べて判断を慎重化することでいいと思う。確かに景気の悪化テンポはここにきて加速している訳ではないという面はある。例えば、最大のリスク要因と考えている世界的な情報関連需要については、一部には下げ止まりの兆しが出ている。また、これまでの生産調整の効果から情報関連分野の在庫調整もそれなりに進捗している模様と言えよう。一方で、雇用・所得環境の悪化傾向が明確化しているほか、個人消費関連指標の弱さもはっきりしてきたように思う。このように製造業部門の悪化の影響が、個人消費や非製造業部門に本格的に及びつつあると考えられる。このことは、12月短観の幅広い業種で、業況判断の悪化や売上・収益計画の大幅な下方修正がみられたことでも確認できたと思う。以上を踏まえると、10月の展望レポートで想定した標準シナリオから大きく下振れしている情勢ではないが、実体経済は引き続き悪化しているといつてよいと思う。また、先行きのリスク要因として、金融面の情勢変化が目につくことが最近の特徴である。先月後半以降、内外の大手企業の破綻が続いて、金融市場では信用リスクに対する警戒感が高まっていると言えよう。

このために信用力の低い企業、とりわけ中小企業では資金調達環境が厳しくなる方向にあると思う。また、銀行が11月に本年度の不良債権処理の積み増し方針を明らかにした後においても、市場では不良債権問題の解決にはなお時間を要するとの厳しい見方が根強く、銀行株は最安値圏で不安定な動きを続けている。構造改革を進めていく以上、非効率な企業が退出するのは当然のことであるし、問題先に対して銀行が金利面などで貸出条件を厳しくすることも、銀行の収益力の改善に向けた重要なプロセスだと思う。しかしながら、個別企業の問題に止まらず、わが国金融システム全体に対する信認が揺らぐことになると、信用の収縮を通じて、ただでさえ脆弱な日本経済が一段と悪化してしまい、デフレ・スパイラルに陥る危険性が高まる。資金需要の高まる年末や年度末、さらには来年4月のペイオフ解禁を控えて、金融システム不安が高まって、それが実体経済に悪影響を及ぼすことがないかどうか、我々としては細心の注意を持って情勢をみていく必要がある。

こうした状況のもとで金融政策運営であるが、私も本日、委員の方々から提案のあった幾つかの措置を講じることを支持したいと思う。今回は実体経済の悪化への対応という面もさることながら、金融面の動きが実体経済や物価を過度に下押しするリスクに対する措置という視点も重要だと思う。我々としては、金融市場の安定を確保するとともに金融面から景気回復を支援する力を強化することが何よりも必要だと思う。

まず、日銀当座預金の残高の目標については、先程の様々な議論を踏まえて、大勢意見と思われる10~15兆円程度とすることにしたいと思う。これでも、このレンジを上回って急激に資金需要が増大する可能性は否定できないので、こうした事態を弾力的に対処することができるようにするために、なお書きは必要と判断する。また、長国買切オペについても様々な議論があったが、これは執行部判断である月8千億円に増額することとしたいと思う。さらに金融市場を通じた緩和効果浸透のために、オペ、担保面で工夫する余地が幾つかあると思う。何人かの委員の提案や執行部からの説明を整理すると、第一に、低格付けの企業のCP発行環境が悪化し

つつある中で、CP現先オペを現在よりも積極的に活用することが有効であり、CP市場の拡大に繋がっていくと考える。

第二に、ここ数年市場が拡大しているABC PをCP現先オペおよび適格担保に加えていくことが、CP市場の発展をさらに支援することに繋がるものと思う。これはトヨタなども部品メーカーの売掛債権を証券化して市場に売却していくことを既に検討し始めているように聞いている。CP市場の発展をさらに支援することに繋がることは、間違いのないと思う。

第三に、担保として受け入れ可能なABSの範囲を先程も委員の方々から提案があったように、不動産や住宅ローン債権を担保とする商品にまで拡大することが、これらの市場の育成の観点からも適当だと思う。その他に運用面であるが、全店ベースで行なう手形買入のオファー頻度を引き上げていくとか、各オペにおける輪番オファー先方式を改めて、毎回のオファー先数を増やしていくことも各々が小さな措置であっても全体として本行の資金供給力の強化に確実に資するものと言えると思う。以上、決定会合で決定すべきことと執行部に委ねられていること、また直ちに実施可能なことと、準備が整い次第、実施に移すこと、と様々あるが、これらを決定して頂ければ、これらを一括して対外公表していきたいと思う。以上の措置は、金融市場において流動性不安を払拭させる強力な手段であって、金融システム不安を契機とする経済物価への下押し圧力を未然に防ぐ効果が得られるものと考えている。日本銀行としては、このような形で緩和的な金融環境の維持に最大限の努力を続けていく必要があると思う。私としては、そうしたもとの政府および民間において、短期的な痛みを乗り越えて構造改革が進められていくことを強く期待したいと思う。以上である。何か意見があればどうぞ。

### 三木委員

ちょっと増淵理事に確認するが、今の企業金融に対する措置、今回はそれが非常に大事な訳であり、金融システムの外の方に金が回るようなことを考えなければならぬから、その措置ということで今のABSの拡大

の問題が一つある。ABSの拡大で、住宅ローンも結構だし、不動産もいいのだが、不動産といっても単なる土地資産を前提にした債権だとなると、これは問題である。その辺のところはもう少し絞った形で、つまりFRBなどは明らかに設備とかでやっているね。だから、わが方も例えば、設備とかオフィスビルだとかそういう上物付きの土地を含めて、あるいはプロジェクト・ファイナンスだとか、こういったものの適格なものを押し進めるとか、少しそこのところをはっきりさせておかないといけないのではないかと思うがどうか。

速水議長

ABSは、従来は、リース料債権、クレジット債権、社債、企業向け貸付債権を裏付け資産としていたが、これに不動産と住宅ローン債権を裏付け資産とするものまで拡大するように、具体的な検討を始めてもらいたいということである。

三木委員

だから、具体的な検討ならそういう問題をこれから解決するということがか。

速水議長

実務的検討を早急に進めるということである。

三木委員

解決するというにしておいてもらわないといけないと思う。

速水議長

ええ。そういうことである。

三木委員

単純に土地を資産担保として裏付けた債権なんていうのは、こんなのを買ったらとてもえらいことだからね。その辺のところを検討してもらいたい。

増淵理事

本日、基本方針を決定して頂ければ、制度の詳細について検討したうえで、次回以降の決定会合で諮らせて頂く。その中で、ただ今の三木委員の指摘は当然踏まえておく。

三木委員

解決してもらわないといけない。

増淵理事

もともと格付けの非常に高いものしか適格にならない。

三木委員

トリプルAになっているね。

増淵理事

格付けの高いものというのは、自動的に今の三木委員が指摘されたようなものは排除されるというように私は理解している。

三木委員

そう思うのだが、ただ単に不動産なんて言ったのでは分からないからね。そのところを解決してもらいたい。

増淵理事

そういう懸念のないようなものになっていると確信しているが、改めて報告する。

三木委員

それからもう一つ。ABC Pだが、今は、ほとんどが銀行の流動性の補完の形になっていて、それが圧倒的である。2兆円のうち1兆6千億円位がそれであろう。そうじゃないのは、たった4千億円しかないから、これはやはりもう一度そのところを整理しておく必要がある。

増淵理事

その点の整理も含めて改めて報告したい。

三木委員

前回もこの点が非常に引っ掛かった。

増淵理事

そこも整理したうえで諮らせて頂きたいと思う。

三木委員

そこだけ一つ宜しく検討して欲しい。

速水議長

実務的検討を早急に進めて、準備が整い次第、実施に移すということをここで決めて頂ければいい。

三木委員

それで結構である。その後、もう一度決定会合で決定するというところで

あるな。

田谷委員

今、総裁が長期国債の買い切りは、そのオペの負担を軽減するために幾ら買うかというのは、執行部に授權されていると言われたが、それはそれで結構だが、確認を一つしたいと思う。私は先程 3 千億円と申し上げたが全く私の意見が少数意見であるのかちょっと確認させて頂ければと思う。

速水議長

今の月 6 千億円、年間 7 兆 2 千億円を月 2 千億円増やして月 8 千億円にすれば、年間約 10 兆円になる訳であるが、それで私は、まあ上限の銀行券残高までというのがあつし、それ位でみていっていいのではないかと思うが、皆さん 3 千億とここで決めることを希望しておられるのか。これは執行部で決めるマターなのだが。

田谷委員

ただ、私は期待に働きかけるというところでそういうことを先程申し上げたのだが、まだお一人位しか聞いていないのだが、ほかの方も総裁が言われた額で宜しいということであれば、それはそれで致し方ない。

三木委員

これは、私は先程ちょっと確認したけれど、要するにやろうとしても 8 千億～1 兆円の間なんだな。であるから、その間で、ではどういう金額にするのかというのは、一つのこういうスキームは我々で決めなくてはならないが、決めた後の具体的な金額はどうするかというのは、あくまでも調節手段の中の方針ではなくて戦術である。そういう形で執行部に一応授權されているというのが今の姿なので、一応のその大枠のところまでは、我々でスキームと合わせて言わなければならないと思う。であるから、そういう中で、これだけ今度は当預を増やしていくということの中で



考えた時の調節手段で、残るのはこの問題しかない訳であるから、執行部の方でそういういわば普通のモードの時にどこまでこれであれば行けるかという金額、これがやはり一つ大きな要素になるのではないかと思う。そういう意味で、執行部の方の判断として8千億円ということが出てきたということであれば、私はそれを追認したいと思う。

#### 中原伸之委員

要するに、執行部に授権したのも、ボードメンバーに決定会合で意見を言って頂いて、ここで一回採決し直すことは十分可能な訳である。私は2~4千億円の間で増やせばよいと思う。

#### 植田委員

私も2千億円でも3千億円でもある意味では大差ないなという感じが一方にある。もう一つは、大きい方が期待に働き掛ける効果は大きいという面もあると思うが、長国買いオペはドーンとやる場合は、また別の枠組みもあり得るので、まあそれはそれでよいと思う。

#### 速水議長

月8千億円で年間約10兆円ということであるから、銀行券はそんなに増えないであろうから。

#### 中原眞委員

調節目標との兼ね合いもあるかと思うが、目標が10~15兆円でいいのだが、では本当に毎日どの辺で落としていくのか、ここは大事なところだと思う。今までの目標とは違うということを一先程申し上げたが、もし、10兆円べったりということで、今後調節が続くとすれば、今回期待形成に働き掛けるという趣旨で15兆円の数字まで出したことの意味がなくなるだろうと思う。これとの関係で、国債買切オペでは2千億円なのか3千億円なのかという議論も、これはなかなか数字で結び付かない。2千億円また

は3千億円で大差がなければ、むしろインパクト、期待形成を狙って大きい方がいいだろうが、そこは強くこだわるものではない。ただ、私は実際の調節で当預目標をどの辺に持っていくつもりなのか、ここで皆さん何をイメージされているのかというのが、私は読めない。

須田委員

そこはできないというのがこの話だった。

中原眞委員

いや、そうであるけれども、それは例えば10兆円やれば事足りるという調節をやっているのと、今日はもう少し入りそうだから11兆円まで持っていこうとか、あるいは今日は12兆円まで持っていこうと、そのスタンスは随分違うのではないだろうか。

山口副総裁

私はそのレンジの中で、なるべく大きめの方を考えると。

中原眞委員

そういう理解でよいのか。

山口副総裁

努力をするということだと。ただ、努力しても巧くいかない場合もある。

中原眞委員

それはそうである。

山口副総裁

であるから、このフレキシビリティは十分残しておく必要があると思う。ただ、それと長国について2千億円か3千億円かというのはちょっと別問

題である。

#### 三木委員

田谷委員が言われるように、その金額は、執行部に授権されるものであるけれども、大枠の一つの考え方はやはりここで十分に議論していいことであるから、そういう中で最後は、では執行部としてはこれが一番望ましいということで、それが納得できるのであればそれで決めるということになるだろうと思う。むしろここでそういう大枠はやはりきちんと議論しておかないと勝手にやっつけていいのではないからね、これは。

#### 山口副総裁

私は買い増しそのものにリラクタントなので2千億円というので結構である。

#### 須田委員

私も2千億円でよい。

#### 速水議長

6千億円を8千億円に、2千億円も増やすのだから、これだけでもかなり大きな変化である。

#### 田谷委員

そういうことが分かったうえで申し上げたのだが。私も今、中原眞委員が聞かれて、山口副総裁が答えたようなことであれば、2千億円で結構である。要するに10~15兆円のレンジで大きめの方ということであれば。

#### 山口副総裁

当預の調節のことか。

田谷委員

そういうことである。

速水議長

それではこの辺りで、政府から出席されている村上財務副大臣から意見があれば、あるいは提案があれば聞かせて頂きたいと思う。

村上財務副大臣

本当に今日はどうもありがとうございました。本当に思い切った大胆な提案をして頂いて政府としては感謝している。ただ、当初に予定してきた文章が今の現時点で読むとちょっと陳腐なので辛いですが、祝詞奏上の後で10年後の私の意見を言わせて頂きたい。

デフレ・スパイラルに陥ることを回避するためには、政府・日銀が一体となって政策運営を行なっていくということが共通認識となっており、今この時期にできる限りの政策手段を集中投下することが必要である。このような観点から、政府は先般、平成13年度第二次補正予算の編成を行なうこととしたところである。

日本銀行におかれては、前回決定会合の11月29日以降、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ものと考えられる。年末を控え、流動性懸念が生じるのではないかという声も一部聞かれることから、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と考えている。

さらに、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。日本銀行におかれては、デフレ・スパイラルに陥らないように今何をすべきか、政策論議を深めて頂き、機動的な金融政策を運営して頂きたいと考えている。

その際は短期金利がほぼゼロという状況に陥った中で、従来の短期国債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、金融調節に当たり新たな工夫を講じること等により、わが国の経済がデフレ・スパイラ

ルに陥ることを防ぐよう経済により効果のある政策を幅広く検討頂いたことを感謝している。最後は変えました。

ただ、今日は少し須田委員も言われたので、1年間ずっと参加させて頂いて最近感じるのは、本当にありがたいのだが、ただ少し私自身感じているのは、一つはやはり原因とそれに対する対策というものが本当に的確にできているのかなと思う。すなわち何かというと、やはり今の日本の経済の状況は、経済のボーダレス化、グローバル化によって、そのユニクロ化現象だとか、セーフ・ガードの問題とか色々起こっている。それから二つ目に、やはりバブルの崩壊の後、やはり経営者達が責任をきちっととらないで先送りしたために資産デフレと信用収縮が止まらない。だから、先程言われた期末の銀行株や地価の下落が止まらない。それから三つ目に、そのために不良債権処理や景気対策のために、この7年間思いっきり財政出動をした訳である。そのために、大体倍近くの国と地方の借金ができて、非ケインズ効果や実は国債の格付まで下がってしまった。そのうえに実は、少子化、高齢化が急激に進んでいるという四つの原因があった。それに対して、本当にそれぞれの分野で国全体として、きちっとした対応策を考えてきたのかどうか。特に私が考えるのは、先程から中原両委員からも話があったように、要するに第一に最初の経済のボーダレス化、特に経済を簡単に申し上げると、日本の大都市、日本の地域経済、それから中国经济と三極の争いになった時に、尽く中国の元の1人勝ちが起こっている訳である。そういう中で、結局、まず各企業が競争力のあるビジネスモデルというものを本当に真剣に追求してきたのだろうか。だからそれが、先程言われたマネジメントの問題やイノベーションの問題、それから高コスト体質をどうするかということきちっと対応してきていないのではないか。それからまた、第二には不良債権の処理についてもやはり公的資金の投入も含めて、早く金融不安を断てという考え方や、金融機関の競争力の回復を急げということ、それに対して、本当にそれぞれの金融機関が真摯な努力をしてきたのか。それから第三に、我々は財政再建として、こういうものに対して何とか非ケインズ効果を払拭しようとするために一生

懸命努力しているが、残念ながら社会保障の問題も含めて、本当に国民や皆さん方が自分のこととしてどこまで理解してくれているのか、そういう問題がやはりあると思う。それから最後に、今日は有識者の皆さん方だからお聞きしたいのだが、もし本当にデフレというものになるとしたら、そのデフレの原因がどういうところから起こっているのかという分析を、まだ内閣府も含めてどこもやっていない。そういう問題についても、きちっとどういう原因で起こって、それに対してどのようにするのかということを経済戦略としてもうそろそろ考えないといけないと思う。来年はご存知のとおり、4月1日からペイオフの解禁が始まる訳である。第二次補正と、一応OECDの見通しではアメリカ経済が回復するから、秋頃には持ち上がってくるのではないかなというような色々な見方があるが、私は97年や98年以上に酷なのではないかなという気がしている。だから、何を言いたいのかというと、結論は、やはりあらゆる状況を想定して、あらゆる対策を考えて、それについて政策を総動員できるような対策を、政府や日銀やそれぞれの企業が皆で考えることが一番大事なのではないかなと思う。それが残念ながら今は、それぞれの分野で一生懸命考えているが、日本全体としてどのような総合戦略でいくかということは、誰も考えていないのが非常に残念だなと思う。最終的にはやはり総理大臣がそういう不良債権の処理や財政再建や経済の構造改革や産業の空洞化対策、デフレ対策をどの手順でどのスピードでやるかということを経済戦略を考えてもらうしかないと思うが、そのためにやはり今日出席されている皆さん方があらゆる分野で知恵と力を出して頂けたらと思う。

#### 速水議長

ほかに何か意見があればどうぞ。宜しければ議案の取り纏めに入りたいと思う。先程の委員による検討によれば、当面の金融市場調節方針について、10～15兆円程度を目標とするというディレクティブに改めて、合わせて金融市場調節手段の拡充を図っていくという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、中原伸之委員で宜しいか。

私の議案の方は多数の委員の考えを集約して提示した訳だが、宜しいでしょうか。ほかに質問がなければ執行部に読み上げてもらう。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室参事役

中原伸之委員案 3 本と議長案 2 本を読み上げる。中原伸之委員案の 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 7~9 月期平均の消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)のレベル(99.2)を基準として、2003 年 7~9 月期平均の同指数について、その基準レベル(99.2)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 日の決定であるが、読み上げは略させて頂く。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 日の決定文で、この 4. の後の追加である。読み上げは省略させて頂く。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 15 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。」である。

議長案 2 本である。案件は先程総裁が纏められたものを、アイテムを入れて対外公表文を今作成しているが、提出する議案としては、調節方針と ABCP と ABS について基本方針を決めて頂くという 2 本である。1 本目を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。日本銀行当座預金残高が 10～15 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. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。2 本目である。「金融市場調節手段の拡充に関する件。案件。金融市場調節手段の拡充を図る観点から、下記の諸措置を講ずること。対外公表文は別途決定すること。記。1. ABCP を CP 買現先オペの対象および適格担保とするため、実務的検討を早急に進めること。2. 適格担保となる ABS の範囲を拡大するため、実務的検討を早急に進めること。以上。」。である。

速水議長

何か質問、追加的な討議があるか。ないようであれば、中原伸之委員案の 3 本、金融市場調節方針に関する議長案、金融市場調節手段の拡充に関する議長案について順に採決することとするが異議はないか。

中原伸之委員

提案理由を述べて良いか。

速水議長

時間がないのでなるべく簡単をお願いします。

中原伸之委員

最初の第一案については、基準の期間を変えて、2001 年の 7～9 月期の水準に変えた。それでその後 1 四半期ずつずらしたということである。そ



れによって、ベース・ドリフトを排除することで現在の物価レベルを維持しようとする中央銀行のデフレへの阻止の意図を明確にする。それから達成時期を明確に示すということで、評価が国民からできるようにした。

それから次の第二案は、外債だが、これは先程縷々申したとおりだが、供給手段の多様化ということと、供給力の増加という二つの点から、当面は必要ではないとしてもオプションとして持っておくことが適当であると考え。この点、先程も申し上げたが、40条1項によって外国為替の売買を行なうことができ、33条において通常業務に債券の売買が含まれるということなので、当然外債の売買は行なうことができるので、円貨を供給するために外債の買入れを行なうことができると考えられる。それから介入については第40条第2項だが、短期的には乱高下を抑える、長期的には為替レートがある方向に動く際に、その速度を過度なものからモデレートなものにするということなので、毎月決まった金額をコンスタントに買うということなので、そのオペレーションのモード、および量の両面から申して第40条第2項に該当する恐れはないと、この理由から可能である。

それから第三の案は、先程から申し上げているが、景気後退が新しい局面に入って、特に年末から来年の年度末にかけて一段と憂慮される局面に入ってきたので、15兆円程度までピンポイントで引き上げて金融調節を行なう必要があると思われる。以上である。

速水議長

それでは採決に移りたいと思う。中原伸之委員案の3本、金融市場調節方針に関する議長案、金融市場調節手段の拡充に関する議長案について順に採決していきたいと思う。異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは議案を順番に採決する。まず中原伸之委員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

告して下さい。政府からの出席者は暫く退室して頂きたい。

[政府からの出席者退室]

横田政策委員会室長

最初に物価指数ターゲットの議案である。

[中原伸之委員案の1本目「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

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。次に中原伸之委員の金融市場調節方式の変更に関する件、内容は外債の買入れに関する議案について採決す

る。事務局は議案を持ち回って下さい。

[中原伸之委員の2本目「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

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。次に中原伸之委員の金融市場調節方針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決裁を得て下さい。

[中原伸之委員案の3本目「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

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。まず事務局は金融市場調節方針の決定に関する私の議案を持ち回って委員からの決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[議長案「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：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

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。なお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。次に、金融市場調節手段の拡充に関する私の議案を持ち回って委員から決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[議長案「金融市場調節手段の拡充に関する件」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：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

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。なお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、反対ということなので改めてここで反対理由を明確にして下さい。

#### 中原伸之委員

最初のディレクティブだが、四つ程反対理由がある。一つは、10～15兆円という当座預金残高のレンジでは、やはりこれまで同様非常に大きく調節部署の裁量に依存してしまう面が大きい。それから二番目としては、人々の期待を変えろということを見ると、10～15兆円という非常に大きなレンジを示した形は、期待形成に対して却ってマイナスのインパクトが大きいと思う。10兆円という残高はほぼ現状に過ぎない。10兆円にウエイトをかけて市場が受け止めれば、踏み込んだ政策ではないと受け止められる可能性があると思う。三番目の理由は、日本銀行は多少の不確実性があっても危機モードに入りつつある今の局面では、思い切って高い残高をピンポイントで示すべきである。目標とする当預の達成について、完璧性というものは必ずしも求められてはいないのでピンポイントで示すべきだと思う。四番目の理由は、デフレ・スパイラルの初期の状態に入っていると私は判断しているので、現在の経済状況では、10～15兆円という幅を含んだ曖昧な形のディレクティブでは、不十分と受け止められると思う。それからABSの方だが、この点については、私は、98年11月14日の決定会合、99年10月27日の決定会合以来一貫して立場を変えていな

い。理由の一つは、日本銀行は正統的な金融政策手段で金融緩和を行なうべきであって、軽々に企業金融の分野に踏み込むべきではないと思う。それから二番目として、ABSは勿論これから採用する銘柄も金額的にみて規模が小さく、効果が乏しいということを考えると、先程申し上げた限界的な意味しか持たないので反対である。以上である。

速水議長

採決が終了したので政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として、「日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う」という議長案が賛成多数で決定された。さらに、金融市場調節手段の拡充に関する議長案も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。

続いて、対外公表文の検討および決定に移りたいと思う。今回の対外公表文は、ただ今政策委員会で決定した事項と、それに合わせて執行部が実施する事項を纏めて公表するものである。原案が用意されたようなので、事務方から読み上げて下さい。

白川企画室審議役

それでは読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の変更等について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、主たる操作目標である日本銀行当座預金残高を増額するとともに、金融市場調節手段を拡充する措置を講ずることとした(別紙)。2. わが国の景気は広範に悪化しており、先行きについても、当面、厳しい調整が続くものとみられる。こうしたなかで、金融市場では、株価やCP、社債の発行金利について信

用度の違いを反映した格差が広がるなど、金融機関や投資家の姿勢が慎重化している。3. このような動きは、経済・産業面での構造改革や金融システム健全化の途上で避けられない面がある。しかし、そうした動きが行き過ぎ、健全な企業の資金調達環境が厳しくなると、実体経済や物価をさらに下押しすることが懸念される。4. 本日の措置は、こうした点を念頭において、金融市場の安定的な機能を確保し、金融面から景気回復を支援する効果を確実なものとするために講じたものである。5. 日本銀行は、物価の継続的な下落を防止するとともに、日本経済の安定的かつ持続的な成長の基盤を整備するため、今後とも実体経済面の動向や金融市場の状況を注視しつつ、中央銀行としてなし得る最大限の努力を続けていく方針である。以上。」。別紙である。「1. 金融市場調節方針の変更（別添）。日本銀行当座預金残高が10～15兆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. 長期国債買い入れの増額。これまで月6千億円（年7.2兆円）ペースで行ってきた長期国債の買い入れを月8千億円（年9.6兆円）ペースに増額する。3. 金融市場調節手段の拡充。(1) コマーシャルペーパー（CP）、資産担保債券（ABS）の一層の活用。①当面、CP現先オペの積極的活用を図る。②資産担保CP（ABCP）をCP現先オペの対象および適格担保に加えるための実務的検討を早急に進め、準備が整い次第実施に移す。③不動産、住宅ローン債権を裏付け資産とするABSを適格担保に加えるための実務的検討を早急に進め、準備が整い次第実施に移す。なお、従来は、リース料債権、クレジット債権、社債、企業向け貸出債権を裏付け資産とするABSを適格担保の対象としていた。(2) 金融市場調節の運営面の改善。①手形オペ（全店買い入れ）のオファー頻度を引き上げる。②国債買い入れオペ、国債借り入れ（レポ）オペ、CP現先オペ、手形売出において輪番オファーを廃止し、今後、全先に毎回オファーを行う。以上。」。別添の方は省略する。



速水議長

何か意見はあるか。

中原伸之委員

私は反対の立場だが、公平にみた立場から申し上げますと、この最初の3のところ、構造改革というのは経済・産業だけで良いのか。金融はないのか。

白川企画室審議役

勿論広い意味で経済の中には金融も含む。それから、金融システム健全化というところで、特にシングル・アウトして、構造改革を出したつもりではある。金融システムを排除したという意味での経済・産業の構造改革ではなくて、むしろシングル・アウトしたという気持ちである。

中原伸之委員

それで良いのか私はよく分からない。それからもう一つは、次の2ページだが、3. のところの手段の拡充について、(1)の②、③は先程三木委員もメンションがあったが、「準備が整い次第、決定会合の決議を経て、実施に移す」ということではないのか。今日の決議したのもそうである。まず基本方針を検討しようということだから、実施に移すためにワンステップ入らないといけないのではないか。

白川企画室審議役

然り。

増淵理事

書き手の気持ちでは、準備が整い次第というのは、そういうことも全部含めてということだが、もとより決定会合での議論を踏まえてということであるから、「決定会合の議を経て、」と入れることも十分理由がある

し、その方がより正確と言えると思う。

速水議長

通常の政策委員会でも良いのか。

増淵理事

これは決定会合マターである。

三木委員

それと先程から言っているが不動産のところである。不動産とぼんと書いてしまっているから、我々はその積もりでいても外へ出ると、これは間違いなく誤解される。今現在はほとんど不動産を裏付けしたABSは出ていないのではないか。

中原眞委員

基本的にはキャッシュ・フローがついていないものはできない。

三木委員

だから今出ていない。だけど、そこは誤解されるのではないかと思う。

増淵理事

ABSというものについてであれば、そういう意味での誤解は私はないのではないかと思うが。

三木委員

だけど一般の産業界の人だったらどうなのかな。

須田委員

アセットバックだから、それと、今不動産の残高も結構ある。

三木委員

土地そのものである。

須田委員

不動産である。

三木委員

不動産というから、土地そのものというのがあり得るから、それも入るんだなというふうに、皆そう思ってしまう。

増淵理事

キャッシュ・フローを生まない単なる土地だと、アセットバクト・セキュリティにはならない。

三木委員

それを誤解するのではないかと思う。

増淵理事

だから誤解の余地はないと私は思う。

三木委員

大丈夫かな。そこがこの間から気になっていたのだが、大丈夫ならいい。

田谷委員

ないと思う。

須田委員

私もないと思う。

三木委員

これは間違いなくこれから出ていくから、いわゆる上物付き、要するに設備である。工場設備などというのは、どんどんABSになって出ていく。大きなマーケットになる。それは非常にいいのだが。

速水議長

「不動産または」と入れるか。

増淵理事

ここはこれで宜しいと思う。

先程の準備整次第のところについては、多数の支持ということであれば、「決定会合の議を経て、」というのを入れることで宜しいかと思う。

速水議長

両方とも、裏付け資産とするに掛かるのだろう。

増淵理事

今の③のところはこの表現で宜しいのではないのかと思う。

須田委員

今総裁が言われたとおりである。それに掛かる。

山口副総裁

準備が整次第というのは、実施に移すのは、オペ対象あるいは適格担保に加えることを実施に移すという意味か。

増淵理事

現先オペの対象に加える、適格担保に加えることである。

山口副総裁

実施に移すというのは、加えることね。

増淵理事

おかしいですか。

山口副総裁

オペの実行に移るといふことかという気もする。

増淵理事

ただ、実際に入ってくるかどうかは相手先次第ということなので。

山口副総裁

了解した。

田谷委員

2. のところで、「株価やCP、社債の発行金利について信用度の違いを反映した格差」となっているが、確かにCP、社債の発行金利については信用度の違いを反映した格差だが、株価のそういう色々な格差というものが、信用度の違いを反映したという性格かなと思ったが。どういう意味の信用度なのかと思うが。

白川企画室審議役

信用度という言葉が多少なじみにくいという指摘自体は分かるが、しかし結局は、当該企業が、例えば債務超過になっていくのではないかということも信用度だと思う。そういう意味では良いのではないかと思った。

田谷委員

余り正確を期するとぐちゃぐちゃになってしまうのでそのままが良い

か。

増渕理事

当面の業況とか全部入っているのは間違いない。

中原伸之委員

しかし、三木委員の議論は、これは点が打ってあるが、丸の方が良いかもしれない。3. の (1) の③の不動産のところは、点にしてしまうと「不動産を」と、三木委員が言ったように幾らでも読める。不動産がワンプロックとして、住宅ローン債権を裏付け資産云々と、日本語としては幾らでも読めることになってしまう。

増渕理事

なかぼちというのもあるが、不動産がどこに掛かるか分からなくなってしまいか。むしろ入れ替えたらどうか。

中原伸之委員

あるいは、「および」とか。はっきりさせた方が良い。

白川企画室審議役

③は、「住宅ローン債権」、点というのは従来と同じ点で、それから「不動産」とやった場合には、その誤解はなくなるのではないかと思う。

中原伸之委員

それなら良い。

速水議長

その方が良い。

中原伸之委員

そうすれば皆がっかりするだろう。

速水議長

そのほかにあるか。

増淵理事

では直したところを読み上げる。

白川企画室審議役

別紙だが、別紙の 3 の②であるが、最初から読むと、「資産担保CP（ABC P）をCP現先オペの対象および適格担保に加えるための実務的検討を早急に進め、準備が整い次第、決定会合の議を経て、実施に移す。」。同じことが③にも言える。③だが、「住宅ローン債権、不動産を裏付け資産とするABSを適格担保に加えるための実務的検討を早急に進め、準備が整い次第、決定会合の議を経て、実施に移す。」ということである。

速水議長

ほかにあるか。宜しいですね。

[全委員が賛意を表明]

それではこれで異議がないので、事務局は正式な対外公表文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。

[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

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。

中原伸之委員

反対理由は、議決案件で反対したからである。

速水議長

それでは対外公表文については、今から直ちにこれを公表する。なお、対外公表文は執行部で併せて英語に翻訳して公表することとする。

藤原副総裁

会議終了前ですか。

速水議長

会議終了前だが、もう 3 時になってしまうからここでステートメントだけ出させて頂きたいと思う。



雨宮企画室参事役

会議終了前だが、準備が整い次第、直ちに公表ということで宜しいか。

速水議長

準備が整い次第公表で良い。また本件については本日、私が政策委員会を代表して記者会見を行なうので、宜しく了解頂きたい。

#### IV. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次の案件に移る。金融経済月報の検討、採決である。金融経済月報の検討に入りたい。金融経済月報のうちの最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。まず、調査統計局吉田企画役と企画室雨宮参事役から説明してもらおう。

吉田調査統計局企画役

それでは、実体経済部分の方から説明する。まず、12月の月報の総論部分であるが、既に昨日調査統計局長から説明があったように、今月は下方修正させて頂くということで、具体的には、「わが国の景気は、輸出や設備投資の減少に加えて個人消費も弱まるなど、広範に悪化している」としている。先月に比べると下方修正させて頂いている。因みに申し上げると、下方修正は6月以降7か月連続ということになる。「広範に悪化している」という表現は先程の対外公表文と同じである。それから各論部分であるが、主として今月やっていることは、まず個人消費が弱まって内需全般が弱くなっているということを全般に記述しているということ、それから一方で、IT関連の在庫調整等が進んでいるというような面で、明るい動きもないではないということを書くということ、両方に少し工夫している。

具体的には、まず各論のところの個人消費であるが、先月と比べて頂く

と「このところ弱まってきている」ということで、先月に比べて下方修正している。これは4か月連続で消費のところを落としている。それから生産のところに目を転じて頂くと、先月まで在庫調整のところに電子部品というのを入れていたが、今月はそれを取らせて頂き「素材を中心に在庫過剰感がなお強い」という表現に変えている。それから企業収益・業況感のところは少し表現が変わっているが、これは短観の発表を踏まえて「業況感」を入れさせて頂いている。それとのバランスというのもあるので、所得形成に消費者心理の表現も加えさせて頂いた。それから先行きであるが、冒頭の一文のところにアンダーラインが引いてある部分は、先程申し上げたようにITの調整が進んでいるということで、先月に比べて表現を強めさせて頂いている。その後五行分位ずっとアンダーラインがあるが、ここは手短かに申し上げますと、先月までアメリカの個人消費の不振というのをピンポイントでダウンサイド・リスクとして取り上げていたが、むしろ今月は引き続きそういうリスクもあるが、世界経済全体がスローダウンしている中で、そうしたものも扱った方がいいということで、少し表現を工夫させて頂いた。それから次のパラグラフであるが、「輸出環境の不透明感が強く、国内民需が全般に弱まっていく中で」というような表現であるとか、ちょっと飛んで「以上を総合すると、」の中で「わが国の景気が、今後悪化を続けることは避けられないと考えられる」というような表現、それから物価のところにある「景気が悪化を続ける」とあるが、これらは全部、冒頭表現を下方修正したことに伴い、先行きのところもそれに見合うように落とさせて頂いている。それから一点加えさせて頂くと、先行きの真ん中のパラグラフの中に、「情報関連財等での在庫調整進捗に伴って、鉱工業生産の減少テンポは幾分緩まるとしても、経済全体の活動水準が下げ止まるまでには、かなりの時間を要する」という表現があるが、この部分は、先月までは、生産減少に歯止めが掛かるのは情報関連財だという表現になっていたが、今月は見て頂くと「鉱工業生産の減少テンポは幾分緩まる」としているのです、このところは範囲を少し拡げて生産全体をカバーする表現にしている。一方でそうすると「生産活動が全体と

して下げ止まる」という表現が、「生産減少テンポは緩まる」というのとややバッティングする感じがあるので、「経済全体の活動水準が下げ止まる」という表現にさせて頂いた。ここでイメージしているのは、製造業の生産だけではなくて、むしろ非製造業、サービス業を含んだ生産の水準が下げ止まるまでには時間が掛かる、というイメージで表現を工夫している。

最後に物価のところ、物価を巡る環境にアンダーラインがあるのは、これは非鉄等の国際商品市況で、非鉄が少しやや反発した動きもあったということを変えさせて頂いている。実体経済面は以上である。

### 雨宮企画室参事役

金融面であるが、昨日、今日と議論があったような金融環境の判断を踏まえて、ただ、表現がなかなか難しいのは、97～98年程酷くはないが非常にじわじわ限界的に悪くなっていると、その幾つかの特色として例えば、二極化等があるというのを盛り込むのはなかなか難しい問題があり、一応この数か月ワンノッチずつ限界的に厳しい表現にしてきているが、今月も同様の変更を若干細かくさせて頂いている。

まず真ん中の「資金仲介活動をみると」の Paragraph で、これまでは一部で悪いけども全体的には良いという書き方をしていたが、ここは良い企業と悪い企業で若干対照的に書かせて頂いた。それから、CPの発行残高も前年は上回っているが伸び率が鈍化しているという記述を入れさせて頂いた。あと、企業の資金調達コストは、これまでは単に総じてみれば低いということだったが、やはり一部企業で市場調達が上がっているというようなことを踏まえて、そういう表現を入れさせて頂いた。最後の要約の Paragraph も「リスク・テイク姿勢の幾分慎重化」の「幾分」を「さらに」と変え、さらに「中小企業では資金調達環境が厳しくなる」ということも「動きがみられている」という表現から「方向にある」という方向感を示したという変更である。

それから、いつものとおり市況関係で二か所修正をお願いする。上から四つ目の Paragraph の株価であるが、資料を提出した段階では「総じてみ

れば横這い圏内での推移となっている」という表現であったが、資料を提出してからも弱含み、かつ、TOPIXの方をみると990レベルということで、かなり弱い推移であるので、この述語を全部入れ替えさせて頂きたい。具体的には「株価は、最近では弱含みで推移している」ということにさせて頂きたいと思う。それからその一行下の対米ドル相場であるが、これは数字だけの変更であり、「125~126」とあるのを「127~128」に変えさせて頂きたい。それから「最安値近辺」ということでどうなるか少し様子を見ていたが、もう8円台ということなので、「最安値圏」ということで表現させて頂きたいと思う。「最近では127~128円台と本年中の最安値圏で推移している。」以上である。

速水議長

何か意見があればどうぞ。

中原真委員

これで反対ということではないが、若干気付いた点を申し上げたい。「内外の金融・資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて」のところで、「心理面など」が入っているが、最近の資本市場、特に株の低下の状況というのは現実にそのままストレートに企業の財務に影響してくる訳だし、ここで心理面を敢えて強調するのはどうか。これは前回もそんな文言だったので、敢えて今回これで駄目とは言わないが、ここに引っ掛かった。また、「消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格低下を主因に」と、グラフで見るとこの感じは分かるが、「主因」として良いのか。それから、金融面では株の方は弱含みということで既に先に頂いた分から訂正されたのでそれでいいかと思うが、この辺は書ききれないということでもどかしさを感じるということがある。それから同じような点では、下から6、7行目に「企業の資金調達コストは、一部で市場調達金利が上昇する動きもみられるが」ということだが、現実のマーケットでの個々の企業金融を扱っている立場から言うと、ややもうちょっとシリアスな感じに

受け止めている訳である。これもなかなか表現としてこれを正確に表わすことは難しいと思うから、これで反対とは言わないが、意見として一言申し上げる。

速水議長

意見はあるか。

吉田調査統計局企画役

若干コメントさせて頂くと、今の指摘は全くごもっともな面もあり、確かに資本市場等の動きが、企業、家計に影響を与えるのは心理面だけとは限らないし、それ以外のことも起きているのではないかという点については、委員方の議論の中にも話が出ていたので、そのとおりだと思う。恐らくポイントは、「心理面など」ということを加えて敢えてそういう文言を入れるかどうかということだと思う。委員の方々からそういう意見が多ければ、ここのところは何かちょっと別の表現を工夫させて頂かなければいけないなと思っている。

それから、消費者物価の下落については、やはり今までのところ輸入ないし輸入競合品の下落が主因であるという動きは変わっていない。ただ、最近はちょっとだけ輸入ないし輸入競合品のマイナス幅が縮まってくる一方で、そうでないもののマイナス幅がやや拡大しているようにもみえるので、ここのところはよく注意をして、今後また表現を変える必要が出てきたなというふうに皆さんが考えるようになれば、ここは変えていきたいと思っている。

雨宮企画室参事役

金融面での指摘された趣旨は非常によく分かる。我々もなかなかもどかしいと思っており、ある意味で指摘頂いた点が、今の日本の金融環境の難しさを端的に反映していて、一個一個のデータに当たると、金利は上がっているとか、DIがもの凄く急角度に落ちているなというデータが、実は

このデータには出てこない中でミクロには色々な動きがあると思う。また、ヒアリング情報では非常に厳しいという声が出てきていると、それを総合的にどう評価するかという、多分難しい問題があるのだろうと思うが、指摘頂いた点は念頭に置いて、できるだけ事態に遅れないように盛り込むようには努めていきたいと思う。

中原真委員

別に文言をこれで変えて欲しいということを上申している訳ではない。単に気になった点である。

田谷委員

私も金融面はまさに同じようなことで、前も申し上げたことがあるが難しいところがある。一点目だが、確かに「心理面などを通じて」が本当に一番大事なところかという、そこは難しくなっている、これは「内外の金融・資本市場の動きが实体经济に悪影響を及ぼすリスクにも」ということで、これは全部取ってしまったらどうかと私は思う。

植田委員

そうしましょう。

吉田調査統計局企画役

確認であるが、「内外の金融・資本市場の動きが」の後の「企業や家計の心理面などを通じて」の部分を削除させて頂くということで良いか。

速水議長

それで良い。

吉田調査統計局企画役

では読み上げさせて頂く。「そうした中で、内外の金融・資本市場の動

きが实体经济に悪影響を及ぼすリスクにも、引き続き留意が必要である。」と変えさせて頂きたいと思う。

速水議長

ほかはないか。

中原伸之委員

毎度反対で申し訳ないが、デフレ・スパイラル的な状況に入ったと思っているので、基本的な認識がちょっと違うものであるから申し上げる。一つは、やはり拡がりについて書いてあるが、後退のスピードということがどうも十分ではないのではないかとということと、倒産とか失業率とか現在の局面で非常に特徴的な動きが出てきているが、これが余り言及されていない。それから卸売物価の前年比が11月は-1.4%と急速にマイナス幅を拡大している訳で、これでも物価が緩やかな下落傾向を辿ると考えて宜しいのか。私は来年はサービス価格が下がると思っている。それから後は毎度申し上げるが、地方が非常に落ち込んできていて、主因が公共投資だということについては触れられていないといったような点がコメント兼反対理由である。

速水議長

特に説明はないか。いいですね。それではこれで採決したいと思う。

[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

もし反対理由があればお願いします。

#### 中原伸之委員

簡単に申し上げる。一つは、景気動向指数一致C Iから見て、今次局面の動向の特色は調整のスピードの速さであると思うので、拡がりだけではなく後退の速さについて言及すべきである。第二は、倒産、失業率等現局面を表わす非常に特徴的な指標が出ているので、これらに言及した方が宜しいと思う。第三は、先行きのところだが、デフレ・スパイラル的な初期の段階に既に入っていると思うので、先行きについては意見を異にする。それから第四は、地方経済に大きなインパクトを与える公共投資の激しい落ち込みを記述すべきであると思う。第五は、消費者物価に比べて川上により位置する卸売物価の前年比マイナス幅が、10月の-1.1%から11月の-1.4%へと急速に拡大したほか、GDPの推移から見てもデフレギャップが一段と拡大している。そういった中で、先行きの物価は、下落幅を拡大させる可能性が高いと思うので、この本文にある「これらを総じてみれば、当面、物価は緩やかな下落傾向を迎えるものと考えられる」ということ



には反対である。以上である。

速水議長

それでは宜しいですね。ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文して下さい。本件の対外公表については、12月20日木曜日の午後2時に行なう。

V. 議事要旨（11/15～16日開催分）の承認

速水議長

次の案件に移る。前々回会合の議事要旨の承認である。前々回の11月15日、16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]

[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

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、12月25日火曜日の午後2時に公表する。

#### VI. 平成14年1月～6月の金融政策決定会合予定日等の承認

速水議長

それでは最後の案件であるが、先行き半年間の日程の承認をお願いする。来年1月～6月までの半年間について、決定会合開催予定日の承認を頂きたいと思う。この半年分の日程については、既にお配りしてある。一言補足させて頂くと、脚注にあるとおり、来年4月の展望レポートの公表日が、本年10月の時と同様に会合当日の4月30日を予定している。先行き半年間の日程はこれで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。

[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

議事要旨と日程の決裁が完了した。

VII. 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、来年の1月15日および16日に予定している。如才もないことであるが、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する。本日はどうもありがとうございました。

(午後2時54分 閉会)

以上