

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年9月17日

9月18日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

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）

春 英彦（審議委員）

福間年勝（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

(17日 14:00～15:51)

谷口隆義

財務副大臣 (18日 9:01～13:08)

内閣府

小林勇造

内閣府審議官

(17日 14:00～15:51、18日 9:01～13:08)

(執行部からの報告者)

理事

永田俊一

理事

平野英治

理事

白川方明

企画室審議役

山口廣秀

企画室参事役

和田哲郎 (18日 9:01～13:08)

企画室企画第1課長

櫛田誠希

金融市場局長

山本謙三

調査統計局長

早川英男

調査統計局企画役

門間一夫

国際局参事役

高橋 亘

(事務局)

政策委員会室長

橋本泰久

政策委員会室審議役

中山泰男 (18日 9:01～13:08)

政策委員会室政策広報課長

市川信幸 (17日 14:00～15:51)

企画室企画第2課長

吉岡伸泰 (18日 9:01～9:17)

金融市場局金融市場課長

大澤 眞 (18日 9:01～9:17)

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

それではただ今から、金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

はじめに会合の取り進め方について申し上げる。本日は、金融経済情勢に関する執行部からの報告と、関連する質疑応答のセッションとする。明日は 9 時に会議を再開して、まず、執行部から新現先方式による国債オペレーションの導入に必要な基本要領についての報告が行なわれる。その後、本件についての決定を頂きたいと思う。その後は、通常どおり、まず、金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府からの出席の方々の発言、次いで金融市場調節方針の採決と進める。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行い、次いで前回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。また、今回は四半期最後の会合に当たるので、最後に先行き半年間の会合のスケジュールを承認頂きたいと思う。

政府からの出席は、本日は、財務省からは藤井大臣官房総括審議官、内閣府からは小林審議官に出席頂いている。なお、明日は、財務省から谷口副大臣、内閣府からは本日に引き続いて小林審議官が出席される予定と伺っている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提としているので、委員および政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くよう、宜しくお願いする。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。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貰う。白川理事と山本金融市場局長にお願いする。

## 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山本金融市場局長

資料1、2の金融調節の運営実績について、まず報告をする。図表1-1金融調節実績だが、前回決定会合以降、8月それから9月の足許までの当預残高は15兆円程度を維持してきている。金融調節面では札割れが頻発していたが、オペレーションの工夫を行なって、これまでのところ当預残高は15兆円程度を維持してきているということである。来週以降、9月末にかけては、財政資金の方で交付税の払いがかなり大きくなっていくので、我々のオペ負担は今後軽減されていく見通しである。こうした当座預金水準の下で無担保オーバーナイト物コールレートの加重平均値はずっと0.002%と、恒常的に最低水準を記録している。短期金融市場は一言で言うと、資金余剰感が極めて強い展開である。無担コールのマーケットも早朝一番で取引が終わってしまうと、その後は資金出し残り状態のまま1日が終わる日々が繰り返されている。図表1-4最近のオペの結果であるが、手形買入（本店）、CP買現先、国債借入、いわゆるレポであるがこちらの3本のオペについては、ほぼ全てが札割れである。勿論、私共のオペの工夫として当預残高を維持するために、ある意味、札割れを承知のうえで、手を代え品を代え、例えば期日を様々に変えて、オペを大量に連続的に打ち込んでいるという事情がある。例えば、国債借入れのオペについて、9月上旬から約1週間連続的に期日を変えながら様々なものを打って、少しずつオペの応札を拾ってきた。従って、結果的に札割れの頻度は多い、しかし当預残高は維持できているという状態にあり、この点は割り引いてみて頂いた方が良いと思う。全体としてみると、いずれにしても当座預金への需要は弱い状態である。手形買入（全店）も8月初めから年末越えを打ち始めて、8月の半ばには札割れとなった。ただ、足許については、少し応札倍率が上がっている。最近、債券を大量に購入している都銀、あるいは系統といったところが、債券を大量に購入してきた結果としてオペでの資金調達に向かう現象がみられている。ただ、いずれにして

もレートの方をみると、落札レートは0.001%ないし0.002%という水準に止まっている。また、TB、FB、すなわち短国の買い入れであるが、こちらの方はむしろ、札割れが恒常化してきている。短期国債に対する短期金融市場での人気は非常に高く、オペの札が集まり難くなっている状態にある。先週金曜日の短国買入オペは応札倍率が0.18倍と極めて低水準に止まった。いずれにしても、落札決定レート——国債買入は基準レートからの乖離幅を記載してあるので、横並びにみることはできないが、そこを除いた落札決定レート——をみると、吸収オペ、供給オペ全てに共通して0.001%ないし0.002%ということで、極めて資金余剰感の強い状態を反映している。金融機関の方は9月末越え、あるいは年末越えの資金繰りに対して不安感を余り持っていない状態だと思う。因みに担保の方の状況をみると、私共の共通担保に今、差し入れられている金額は大体60兆円強である。このうち、共通担保を利用して実際にオペなどに使われている金額は上の二本の手形買入（全店）と手形買入（本店）、合わせて20兆円プラス8兆円であるので28兆円位、これに日中当座貸越などに一部利用されているので、担保のうち利用されているのが30兆円強である。従って、共通担保のうち、まだ半分が使われていないことになる。このように金融機関の方は担保面でも非常に余裕のある状態が今のところ続いており、こうしたバックグラウンドのもとで銀行の資金繰りに対する不安感が弱いという状態である。

図表2-2 以下金融・為替市場の動向である。図表2-2 短期金利の推移である。短期国債市場、ユーロ円市場とも金利は低水準が続いている。下段の右の方に短期国債レートがあるが、3か月、6か月、1年物、全て0.001%という水準である。最近はやまが、——いわゆるキャッシュ潰しと呼ばれているが——当座預金残高の積み上がりを抑えるために、短期国債の購入に向かっているという話がしばしば聞かれる。あわせて、ユーロ円レートの方も中間期末越えとなる3か月物は、8月の下旬辺りからジリジリと金利が低下して、現在は0.030%という水準まで低下している。図表2-3である。こうした短期金融市場における資金余剰感の強さは、一応、私共

の方では要因は三つあるのではないかと理解している。一つは、日本銀行自身による潤沢な資金の供給である。二つ目は、本年春の定期性預金のペイオフ解禁に伴って、大手行に預金のシフトが起き、従来、資金不足であった大手行が資金不足感を急速に弱めていることである。都市銀行の運用・調達ギャップは、運用金額－調達金額ということで、この分だけ、市場で調達しなければいけない金額ということになるが、昨年度のはじめから都銀は徐々に資産圧縮によって、この運用・調達のギャップを縮めてきた。さらに本年初めに入って、預金シフトが起こって急速に非市場性の調達が増え、運用・調達のギャップがさらに縮んできたということがあつた。足許、若干運用・調達ギャップは元に戻る方向であるが、これは、むしろ最近の状況を眺めて、都銀が短期国債や長期国債の購入を活発化していることの反映であろうかと思う。いずれにしても、トータルとしてみると、都銀の市場性調達への依存度は相当低下してきている。それから三つ目の要因は、最近の決済用預金の全額保護という報道を受け、今年度初め以降、流動性を積み上げてきた地銀などが、流動性保有のニーズを少し弱めてきていることがあつたかと思う。こうした資金余剰感の強まりというのは、先程申し上げた短国およびユーロ円だけではなくて、他の周辺の短期金融市場にも波及している。中段に交付税特会の証書借入のレート、ここではTBとの間のスプレッドのレートを掲げているが、この交付税特会向け貸出にも銀行筋、金融機関が活発に入札をしており、TBとのスプレッドはかなり縮小している。TBと交付税特会の証書との間に流動性にかんがりの差があるが、レートの的には余り差がなくなつてきているのが現状である。CPの発行も全体として、レートは低水準横這い、ないしは下がっている状態である。A-1+最上位銘柄でいうと、最近は恒常的に、例えば3か月物で1bp、0.01%をさらに下回る水準で、0.005%とか0.007%といった水準でCPの発行が行なわれており、短期金融市場全般にこうした資金余剰感の強まりが浸透している。次に、図表2-4 長期金利の推移である。債券市場の方にも、短期金融市場における資金余剰感の強さが、8月以降、じわじわと波及してきた感がある。上段に長期金利のグラフがあ

るが、8月入り後、5年債の利回りがまず大きく下落して、過去最低水準となる0.3%前後の動きとなっている。さらに8月後半以降は10年債も大きく下落し、現在は、1.0%台の水準になっている。こうした背景には、一つは短期金融市場における資金余剰感の強さ、また、決済用預金の全額保護報道を受けて、地銀などがそれまで、流動性を溜め込んでいた分を長期の金融商品、長期債にシフトし始めているという声がよく聞かれるところである。また、バックグラウンドとして、内外の株価の下落、あるいはその背後にある内外の経済情勢の不透明感といったものが、長期金利の低下に寄与しているという指摘もマーケットではなされている。図表2-5 国債流通利回りからみた1年物インプライド・フォワード・レートを試算してみた。1年先の1年物、2年先の1年物といったものをプロットして書いてみた表である。太い実線が最近、昨週の木曜日のカーブ、細い実線が98年10月に10年債の流通利回りが既往ボトムを付けた時のインプライド・フォワード・レートのカーブである。因みに98年10月の10年債の利回りは、この時点では0.74%であったので、今よりさらに低い水準である。しかし、足許の太い実線を見ると、今回の特徴は中短期ゾーンの金利が特に低下し、低水準のところ張り付いていることである。2年先の1年物インプライド・フォワード・レートは、絶対水準から言うと0.25%前後ということである——すなわち、リスク・プレミアムが乗っても0.25%前後ということであるので——、現在の金融緩和状態がかなりの長期に亘って今後も続くというマーケットの見方を織り込んでいる長期金利水準であるということが言える。

図表2-6 株価の動向である。株価は9月に入って下落し、9千円台前半の動きとなっている。出来高が非常に少なく——マーケットでは、買い手不在という言われ方をするが——、その買い手不在の中、海外の株価と連動してジリジリと下がってきた印象である。図表2-7 海外株価との比較で、日米株価の推移である。5月以降の株価の下落局面においては、主にまずアメリカの株価が下がって、あるいは欧米の株価が下がって、その後日本の株価が追随して下がるという傾向があったが、8月以降の下落

は日米の株価がほぼ連動し、軌を一にして下がっている。3月以降、アメリカの株価は主として会計疑惑であるとか、あるいはテロの再発懸念といったことを背景に下落してきた。最近は、これらの要因が後退して、むしろ米国の経済、あるいは欧米の経済のファンダメンタルズそのものが株式市場のテーマになってきている。そうした中であって、輸出主導型の回復という形を展望している日本の経済も埒外ではない、ということで海外株との連動関係が強まっているように窺われる。図表 2-8 株式市場における最近の需給面での動きである。余り目立った動きはないが、海外投資家の動きは引き続き売り越し気味の展開となっている。また、マーケットでは、こうした外人の売りのほかに、銀行による株の売却が、計画に比べて遅れ気味であり、従って中間期末にかけて、銀行がかなり売ってくるのではないかとの思惑から、むしろ買い控えるといった状況である。個人であるとか、あるいは年金筋は、バリュエーションの面で日本の株はまだ買い易いということから、押し目買いの意欲を持っていると言われているが、銀行による持ち合い解消売りの懸念が、マーケットの気分を重たくしている印象である。なお、株式市場は、本日はイラクによる国連査察受け入れ報道があって、大分上がっており、9,500円台を回復している。図表 2-10 信用スプレッドの動きである。このような株価の低迷にもかかわらず、社債や銀行債の信用スプレッドは横這いあるいは縮小と落ち着いた動きをしている。環境面では、株価の低迷であるとか、海外市場における信用スプレッドがワールドコム以来大きく上がって、その後もそう大きくは縮んでいないという状況にあって、日本の方の信用スプレッドは落ち着いているというやや対照的な動きとなっている。先程述べたように、地方の金融機関がかなり活発に債券投資を始めていて、それが社債や銀行債にも向かっている状況である。銀行セクター債の対国債スプレッドであるが、5年物、いわゆる、みずほコーポレートの利付金融債 5年物のスプレッドは 0.6%位——絶対水準としても 0.8%台——とかなり低水準になっている。もっとも、海外投資家中心のクレジット・デフォルト・スワップ・レートの方は、上昇している。こちらの方は、そのまま株価を映している形に

なっており、銀行セクター債の対国債スプレッドの動きと、クレジット・デフォルト・スワップ・レートの動きは極めて対照的になっている。最後に、図表 2-11 為替相場である。為替相場は 7 月まで全般的なドル下落傾向が続いた後、その後はアメリカの会計疑惑の後退、あるいはグローバルな経済の不透明感の強まりを受け、やや方向感に乏しい展開となった。最近専ら 115 円ないし 116 円台での資本筋のドル買い、一方で、120 円台に入ってくると輸出筋がドルを売ってくるという、そういった需給面での要因でレンジ相場を形成するような雰囲気である。もっとも、先週末および今週初の海外市場では、テロ再発懸念が後退する中で、黒田財務官の発言、あるいは本日のイラクによる国連査察受入といったニュースを受けて、ドルが買い戻される展開になっており、ただ今は 122 円台というところまで相場を戻している。以上、短期金融市場の資金余剰感の強まりが、債券市場や信用スプレッドのマーケットにも表れているということ、株価の方は、買い手が少ない中、海外経済の動きに連動する動きが強まっているということを示した。私からの報告は以上である。

#### 速水議長

ただ今の説明について、質問があればどうぞ。

#### 福間委員

市場筋の話としてあるかどうかということをお願いしたいのだが、こういう格好で国債金利の 10 年物が 1% 割れを窺うような水準を、金曜日はちょうど 1% を付けて、結局これでは営業もやり難くなるという囁きは聞こえてきているか。

#### 山本金融市場局長

ALM というか、ともかく収益が上げにくいということはある。であるから、例えば図表 2-5、あるいは図表 2-6 などを見ると分かると思うが、段々と長い物へ移ってきているのが現状である。7 月末位から 8 月の初め



位は、短期金融市場の方で随分、資金余剰感が強まった。その後、8月の前半から中盤にかけては、むしろ中短期債がどんどん買われてきた。しかし、こちらの方も例えば2年債で0.015とか、5年債で0.03という水準まで買われてしまったので、投資する場がなくなり、さらに長期債に向かって、8月の後半からは、7~8年物、10年物と都銀によるデュレーションの長期化が進められた。金利の世界においては、短い物からどんどん長い物へ低下が波及してきたというのが現状である。

福間委員

期末は時価会計をやると、含み益は資本勘定に移すのか。

山本金融市場局長

然り。株はそうである。

福間委員

いや、そうではなくて債券は。

白川理事

然り。

福間委員

そうであるな。それで実現益は売却したものを利益に上げるということだな。ということは、発射台が非常に高くなる訳か、来期は。

白川理事

ALM上やりにくい。要するにインカムが取れないということである。そういう意味では、銀行から期間収益が相当なくなる訳だが、現実には、例えば紙には書いていないが、スワップのレートを見てみると、このところ10年のスワップ逆転幅がまた少しずつ拡大している。そういう意味でや

はり、運用の機会がないから、従ってその一方、決算が恐いという理由でスワップを受けている先もある訳であり、これは分かっているが、しかし、最終的にはそういうミクロの行動の結果として、今のこの金利が出ているということである。そういう意味では困っているかということ、困っているという言い方が良いかどうかは分からないが、それだけ運用の機会がないということだと思う。

福間委員

了解した。

田谷委員

一つ宜しいか。

速水議長

どうぞ。

田谷委員

クレジット・デフォルト・スワップ・レートは上がってきている一方、国内の社債の対国債スプレッドなどは下がってきている。これは内外に若干分断されているのだろうが、海外市場で例えば、マイナスの円転コストがさらにこの足許拡大してきているとか、一般的に日本の金融機関に対する見方が厳しくなっているという兆候はあるのか。

山本金融市場局長

円転コストなどには反映されていない。ほとんど横這いである。明らかにそういう動きがあるのは、クレジット・デフォルト・スワップ・レート位であるが、どうも、このマーケットは銀行株価とほぼ同一、軌を一にして動いている印象がある。専ら銀行株価をそのまま反映している感じである。それ以外のマーケットについては、海外市場ないしは外銀が絡んでい

るところも、ほとんど横這いという状態である。

#### 須田委員

外銀の当預残高が、ここでみる限り少し減っているが、これは余り変化していないと捉えて良いのか。

#### 山本金融市場局長

図表 1-2 に、今日説明を割愛したけれども、日銀当座預金の保有状況がある。9月13日は積み最終日でやや特異な動きをしたので、8月積み期の方をみると、外銀は少し減った。ただ、これは外銀の中に一部、売出手形に積極的に入ってきたところがあるためである。多くの外銀は、0.001%とか0.002%の水準であると、売出手形に入札するのを止めて、そのまま当預に積み上げる傾向があるが、外銀のうち二行ほどが売手の入札に積極的に参加してきて、一部当預を落として売手に入る先があった。その分、8月の積み期は当預が減ったかなという感じである。ただ、9月に入ってから、売出手形に都銀なども一斉に参入してきたので、むしろ外銀は売手になかなか入り難くなってきた。売手へのシェアが落ちてしまい、——9月13日はちょっと特殊だが——9月に入ってから最近、むしろ元の4兆円台へ戻っているというのが最近の外銀の当預残高である。

#### 中原委員

クレジット・デフォルト・スワップだが、株価の動きと軌を一にしているということだが、2月の一番安い株価、銀行株が下がった時と、どうもちょっと何となくややズレがあるように思うが、そもそもクレジット・デフォルト・スワップの指標性というのをどう考えるか。

#### 白川理事

そうだと思う。委員から先程の田谷委員を含めて指摘されたが、そういう意味で、このデリバティブのマーケットの市場の特性というものを割合

集中してヒアリングして聞いているのだが、投資家の違い、国内中心か、海外中心かということであるが、もう一つ例えば、転換社債などが出た後などがそうだが、クレジットの分はこれはこのデフォルト・スワップで外す、しかし一方、そのボラティリティのリスクはこれは取ってくるとか、いろいろとリスクを分解する訳である。そうすると、マーケット自体がそう厚い訳ではないから、非常に需給で振れやすいなという感じはする。そういう意味では、今の指標性ということになってくる訳である。ただ、その場合でも最終的には同じ動きをするはずだということだが、その場合も実は、ややテクニカルな話になるが、例えば社債を使ったレポとかそういったものができれば、最後はアービトラージは効くはずなのだが、日本は社債のレポというのはいないし、そういう意味では、やはり需給に振れやすい面はあるというのが、取り敢えずの印象ではある。ただ、そういう問題意識を持っていることから、さらにこれからまた調べていこうとは思っているが、取り敢えずはそのような感じである。

#### 中原委員

それはマーケットに常時オファー、ビットを出しているようなブローカーがいるのか。

#### 白川理事

然り。これは今は東京マーケットで出している先は、ある有名な外国証券会社と、それから日本の銀行では両サイドで出しているのは1行だけであるが、失礼、これはインスツルメントは違うが、日本の銀行ないし証券会社でも出している先はある。しかし、基本的にはこれは、外国の金融機関である。

#### 速水議長

宜しければ次へ移りたいと思う。では、国際局から海外金融経済の動向について説明して貰う。平野理事と高橋参事役にお願いする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

高橋国際局参事役

それでは、海外経済の動向について説明したいと思う。まず、図表1米国の主要経済指標である。米国については、足許7月、8月の実体経済データが出ているが、先月に比べて明るいものも混じっており、減速はしつつも緩やかな回復というシナリオに沿ったものと考えている。ただし、所得環境の改善や設備投資の回復テンポなどにはやや弱い側面もみられ、先行きについては依然見通しがたい状況にある。マインドを示すデータ、また金融データも先行きを慎重にみており、ダウンサイド・リスクを意識した状態が続いている。まず、図表1の主要指標であるが、概観すると家計支出については、先週末発表された8月の小売売上高は、自動車販売が1,900万台を記録したこともあって好調であった。また、7月のデータであるが、住宅着工も相変わらず強いという状態が続いている。また、企業部門についても、資本財受注が先月落ちた訳だが、7月のデータではこれは回復している。こうした足許の指標にもかかわらず、コンフィデンスやマインド、これは消費者コンフィデンス、それからISMだが、これは弱い指標が続いている。なお、第2四半期の経常収支は赤字幅が拡大し、GDP比5%丁度という状況になっている。図表2個人消費である。8月はクリスマスに次ぐビッグセールス期間ということであり、新学期前のセールス、これが大型販売店などで値引きがあったにもかかわらず、予想を下回るものになったということで、心配もされたが、自動車の好調に支えられ、底固い伸びをした。結果的には住宅関連の家具等が好調であったということである。自動車販売については、株式市場では8月の好調な売上を受けて各社の株価が一時値上がりするという状況があった。しかしながら翌日には反落するという一方で、その持続性については疑問視する向きもある。ただ、ゼロ金利等の販売促進策以外にも、新車効果、RV車の好調、それから免許取得者の増加などの下支え要因も指摘されており、楽観的にみる向きもある。どちらかと言うと、見通し難いのが実情である。一方、住宅着工だ

が、モーゲージ金利の低下を背景に7月も165万戸と高水準の着工が継続している。住宅価格も前年比6.5%と上昇が続いており、住宅関連は低金利が持続する中で、リファイナンスも依然増加している状態が続いている。次に図表3雇用環境である。8月の雇用統計であるが、失業率は低下したが、民間部門の雇用者が-2,000人と4か月振りに減少したという気掛かりな材料がある。内訳では、黒塗りの製造業が減少した他、斜め縞の卸・小売業も減少に転じるなど弱い数字になっている。また、雇用調整の影響ということであろうか、新規失業保険申請件数が、再び40万人以上に上昇している。週労働時間、それから賃金の前年比上昇率であるが、8月は小幅増加したが、7月の減少を取り戻すには至っていない。雇用統計は勿論、振れの大きい統計であることに注意が必要であるが、消費者コンフィデンスの低下には、株価の軟調や先行き不安、政治的情勢の不安等に加え、こうした雇用情勢も、その下落の背景ということ指摘されているところである。次に、図表4設備関連である。資本財受注、これは申し上げたとおり、反転上昇に転じてきつつあるということ、一応前向きに進んでいる。設備投資全体でもGDP統計では、情報化投資を中心に増加に転じてきている。情報化投資以外の機械投資であるが、輸送用機械を除くとGDP統計よりもやや強い数字、表面の数字よりももう少し強い数字もみとれるということである。ただ、設備投資については、その回復ペースが予想を下回るものになっていること、また、先行きについてもやはり、気掛かりな材料がある。先日発表されたブルーチップの最新の見通しであるが、GDP全体では前年比2.3%と変わっていないが、内訳では個人消費が若干上方修正された一方、設備投資は小幅下方修正されている。設備投資の見通しは、月を追う毎に下方修正されているという状況が続いている。また、先行きだが、図表5受注面でISMの新規受注、これは新規受注だけを取り出した指標だが、これが僅かながら50を割り込んだ。新規受注が減ったという企業の割合が増えたということである。GDPベースで確認された企業収益、NIPAベースの企業収益であるが、昨年第3四半期を底に、第4四半期、第1四半期、第2四半期と回復はしていてレベルは高い

訳であるが、2 四半期連続で低下しており、これを懸念する向きもある。こうした中、金融データであるが、図表 6 株価だが、結局、8 月 14 日を越えて一時上昇したが、その後再び軟調に推移しているところである。長期金利であるが、これはさらに低下しており、10 年債の利回りは 9 月上旬には 1963 年以来の 4% 割れということになっている。それから F F 金利先物であるが、前回会合後、地区連銀総裁の利下げ否定示唆や明るい経済指標により、利下げ期待は若干後退したが、その後再び利下げ期待が強まっており、年末までの 25bp の利下げを織り込む先が約半数という形に現在なっている。図表 7 リスク関連であるが、社債のスプレッドは、8 月 14 日以降やや落ち着いてきているところであるが、依然高水準で止まっているという形である。8 月に発表された F R B のシニア・ローン・オフィサー・サーベイであるが、銀行の審査基準、上の真中の段だが、現在でもなお 2 割が引き締める方向にある。大企業について、一番下の表、貸出スプレッドであるが、こちらの方も若干拡大しているということで、やや信用リスクにコンシャスになっているという状況が続いている。以上が米国である。

図表 9 欧州である。欧州の第 2 四半期の GDP が出ている。第 2 四半期は、前期比年率 1.4% と、前期並の数字だが設備投資の減少が続いており、消費の増加も前期の反動増ということであり、内容的には良くないものである。特に設備投資であるが、6 期連続マイナス、特に今回、第 2 四半期でまたマイナス幅を拡大したという形になっている。こうした状況下で企業の景況感、I F O であるが、これも低下している。通常は、先行きが上がったのを現状が追いかけるという動きをする訳だが、今回は結局、現状が先行きに追いつかないまま、先行きが後退したというような形になってしまったということである。欧州は消費が弱いだけに、企業活動が弱まれば再び景気が悪化するという可能性がある。また、銀行貸出の伸びも鈍化してきているというところが気掛かりである。ユーロエリアの対民間貸出伸び率であるが、これは一般的には資金需要の弱まりを反映したものであるという見解が聞かれているが、銀行部門の業況悪化によるものという指

摘もあって、非常に気掛かりなところである。

図表 10 東アジアであるが、東アジアについては、7 月入り後は I T 輸出の減少によって輸出の減少が明確化してきたところである。これは N I E s の輸出である。このような I T 輸出の減少だが、これはある程度事前に予想されていたことだが、今後の動向が米国次第ということになって、米国の景気動向もやや不透明感を増しているだけに予断を許さない状況になっている。生産の状況であるが、これも輸出の減少を受けて生産も鈍化している。一方、内需面だが、ここは韓国を採り上げているが、韓国では個人消費は住宅価格の上昇鈍化や株価下落などのマインドの悪化から、消費の方もやや増加テンポが鈍りつつある。ただ、レベル自身は比較的高めということであるし、設備投資なども機械投資などを中心に増加を続けているということである。このように内需は比較的堅調ではある。ただ、やはり輸出の影響が大きいということで、今後の輸出動向が非常に鍵になるということである。

エマージングについては図表を用意していないが、I M F によるブラジル金融支援後、やや小康状態が続いているが、昨日はちょっと為替がまた安くなったということで、気掛かりな材料があるということで、依然不安定な材料が続いているということである。以上で報告を終わる。

#### 速水議長

質問があればどうぞ。宜しければ次に参る。次は、調査統計局から最近の国内経済情勢について説明を願う。永田理事、早川調査統計局長願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

#### 早川調査統計局長

図表 1 GDP 統計については 8 月末に 4~6 月期の数字が出て、先週二次速報が出た訳だが、GDP については二点申し上げたいことがある。まず一点は、この 1~3 月期、4~6 月期の動きであるが、ご覧のとおり 1~3



月期については、外需がかなりのプラスになった訳だが、内需のマイナスがそれを相殺してしまって、全体でゼロというか、マイナスゼロという姿である。これに対して4~6月期については、引き続き外需がプラスに寄与したことに加えて、内需も若干ではあるがプラス寄与になった。これを具体的に申し上げると、実は設備投資のマイナス幅が縮んだということと、在庫投資についてマイナス寄与からプラス寄与になった。これは正確に言うと、在庫投資はマイナスだが、マイナス幅が縮小したということで、いわばプラス寄与になったというこの二つが主因ではあるが、その結果として内需が少しではあるがプラスになって、全体として前期比0.6%と、モDESTなものではあるが、GDPはプラスになったということである。これまでもこの場の議論で何人かの委員の方から、頭の中でGDPを考えてみると、こういう姿になっているのではなかろうかという話があって、そうであれば経済全体としてほぼ下げ止まりかなという話があったかと思うが、そういったことが事実、数字として出てきたということである。と同時に、二点目、そういう頭の中で考えている数字と、今回実はQEの推計方法が改定されることによって、統計が近いものが出てくるようになったということである。推計方法の細かい体系については、後刻メモ等でお配りさせて頂くので、今日は省略させて頂くが、ご覧のとおりこれまでの我々が思っていた経済のイメージと近いものが数字として出てくるようになったということである。この新しい系列は、あくまで参考系列という形ではあるが、94年から発表されている。例えばここ2、3年ご覧頂いただけでも、例えば99年から2000年にかけては、かなり暫くの間、前期比0.5%を下回る程度の極めて緩慢な回復が続いた後、2000年の半ば位から少しずつ伸び率は上がっていったが、その後ITバブルの崩壊に伴ってガタンと落ちた。その後、マイナス幅が少しずつ縮小してきて今年の前半位で漸く水面に顔を出す位になってきたということで、大体我々がこれまで判断してきた経済の姿と整合的ではないかと思っている。逆に古い系列をご覧頂くと、99年と2000年の間では前期比2%、すなわち年率8%成長があつてみたり、前期比-1.5%位、すなわち年率-6%成長があつてみて、こ

れでは景気のトレンドというのが分かりにくい訳だが、今回、新しい推計法によって統計が大幅に改善されたと私共は思っている。ちなみにこれまで月報等にもGDPの数字は載せなかったが、今回からこれは載せることにして、別に文章には書かないが、何となく日本銀行はどうも新しい統計を歓迎しているらしいなあという雰囲気を出そうと思っている。図表の6輸出については、まず月次でご覧頂くと、6月、7月、明らかに伸び率が鈍化している。ただ、そうはいても、7月の数字の4~6月対比だと前期比2.9%ということで、増加はしている。ただし、増勢は鈍化しているということかと思う。この点については、前月からポイントは、財別に言えば情報関連であり、地域別に言えばアジアだと申し上げているので、それに即して申し上げたいと思う。図表7が情報関連の動きである。4~6月は、情報関連がもの凄い勢いで伸びた後、7月も4~6月対比ではそこそこ増えているということである。ただし、伸び率は鈍化の方向である。実際、そもそも4~6月の異常な伸びというのは、相当程度在庫復元の力によるもので、下の方にご覧頂けるとおり、そのIT関係の最終需要というのは、確かに去年はマイナスであったものがマイナスではなくなってきたということは間違いないが、はっきりとした回復というのは読み取れていない。中段をご覧頂いても、日本の輸出にやや先行する色彩のあるNIEsの輸出については、先程もご紹介があったとおり、情報関連の輸出が7~9月にはかなり鈍化してきている。1四半期位ずれるということをお前提にすると、私共の輸出は7~9月はプラスだろうと思うが、10~12月位になると、横這い圏内となってしまう可能性もあるということで、これがいわば増勢鈍化の方向にあるということだと思う。一方、アジア向けの輸出だが、7月単月の数字を見ると増勢鈍化という形になっている。ただし、私共の企業からのヒアリング情報によると、先程申し上げた情報関連については明らかに増勢鈍化である一方で、アジア向け輸出は必ずしもそうでもないという感じである。例えば、商品市況一つご覧頂いても、鉄鋼だとか化学辺りは国内市場あるいはアジア市場で価格が上がっているということなので、引き合いは相変わらず強いと言われている。ということ

なので、こちらの方は7月の数字はともかく、方向としては増勢が続くということではないかと思っている。そういう意味では、今後、海外景気等次第ではあるが、方向としては4~6月のような急増は期待できない。特に情報関連の伸びが鈍化するであろうが、海外経済が緩やかなりとも回復するのであれば、増加方向は辿るのではないかという感じである。図表の11、輸入については一点だけ述べる。輸入については、7月はかなり増えて、4~6月対比で6.4%と、これは単月で見ると実は輸出よりも伸び率は高い感じになっている。この理由は、下の方の財別をご覧頂くと、素原料と中間財のところでは7月にかなり纏まって輸入が入ったということである。これはなかなかどうしてかということをご説明するのは難しいのだが、そもそも日本の生産は4~6月位にはかなり増加していたので、方向としてはどこかでこの素原料、中間財が入らなければいけなかったのに、4~6月には入らなかった。逆に言うと、その分が纏まって7月に入ったという感じなので、ある意味で、輸入については生産も増える方向の中で、増加方向に転じつつあるのだろうと思っている。ただ、7月の数字は、言わば4~6月の分も纏めて7月に入ったということなので、これが基調ということではなくて、恐らく輸入の増勢はかなりゆっくりしたものだろうと思っている。少し飛んで、話の繋がり上、一気に生産までいきたいと思う。図表の28ページ鉱工業生産については、まさに輸出の動きをそのまま反映したような動きになっていると理解している。ご承知のとおり、4~6月の生産は3.8%とかなり高い伸びになった。今7~9月については、この間7月の生産の確報で上振れたので、実は計算上3.5%の増加と、ほぼ4~6月比等速みたいな計算になっているが、前回は申し上げたとおり、私共の企業からのヒアリングでは、そんなことにはならず、恐らく1%台位まで鈍化する。本当に1%台になるかどうか分からないが、少なくとも3.8%とかという数字に比べると、目に見えて鈍化するというふうに判断している。その理由は、下の方をご覧頂いてもお分かりなのだが、このところやはり電気機械辺りでまた実現率の下振れということが起こっている。先程のITの状況と考えあわせて頂いても、やはり現在の3.5%

という見通しから比べると、かなり伸び率は鈍化するというような形ではないかなと思っている。そうであれば、輸出の動きと大体見合った動きということになる。ちなみに図表 29 財別出荷はこれまで生産財が伸びて最終需要がゆっくりと申し上げたのだが、足許は実はこれまで急速に伸びてきた生産財のところ、特に電子部品辺りで伸び率が少し鈍化しているので、この点でも輸出の動きと見合った動きだろうと思っている。在庫循環はしかなかなり大きくきれいに回っているという形である。言ってみれば、在庫循環の面ではこういう形で、弾みがある程度形成されているということなので、輸出の伸び率の鈍化みたいなものが一時的なものであれば、在庫の力もあって、生産は緩やかな増加基調を維持できるのではないかと考えている。以上のような生産の動きを受けて、次は企業収益である。図表 17 は、法人季報で企業の利益率をみた絵であるが、製造業に関しては大企業、中小企業ともに去年の後半にボトムを打って、かなりはっきりした利益の回復がみられているということである。非製造業は正直言って季節調整が巧くいっていないこともあって、なかなか基調が読み取りにくい動きになっている。ただ、ある意味で現在の日本の経済そのものは、輸出に引っ張られて生産が増えるという展開なので、製造業の収益の回復ははっきりしているが、非製造業はもたもたしているというふうにご覧頂ければ良いのではないかと考えている。例えば証券会社等の見通しを見ても、2002 年の利益については、数か月前の見通しとほぼ同じような見方が維持されているということである。実は、前提条件を見ると、為替の想定が昔は 130 円台だったのが、かなり円高方向に修正されてきている訳だが、他方でご覧頂いたように、4~6 月までの輸出、生産の増加というのは、当初思っていたよりも少し強かったということがあるので、いわば輸出、生産の動きと為替の動きが大体相殺されて、ほぼ当初見ていたとおりの増益が予想されているということになる。中小企業についてもご覧のとおり、動きは鈍いが、どちらかというところ収益は下げ止まりの方向がはっきりしてきているのではないかと考えている。一方、それでは設備投資はどうかということになると、図表 13 である。先程申し上げたように、GDP 統計で

も設備投資はマイナス幅が縮んできているという姿であるが、資本財出荷等の数字を見てもマイナス幅は縮小してきているが、まだ現状完全に下げ止まったというところまではいっていないという姿である。図表 15 先行指標だが、機械受注については、ここ 4 か月、機械受注にしては小幅だが増加していて、何となく少し増えそうかなという感じもするが、建築着工はむしろ 7 月少し落ちているし、機械受注というのは元々振れの大きい数字なので、マイナス見通しの中で 7 月プラスが出たが、これでもってはっきりと設備投資が近い将来に回復してくるというところまで断言できるだけの材料にはならないと思っている。現に私共のヒアリングでも設備投資については、下げ止まりが近いというところは間違いないが、はっきりとした回復かという、それはすぐではないのではないかというのが一般的な見方のようなものである。ちなみに本日 2 時に政策投資銀行から設備投資アンケート調査が発表されていて、これを見ると、前回調査が 2 月で今回調査が 8 月なのだが、製造業が前回調査 -8.2% から今回 -5.6%、非製造業が前回 0.0% から +1.7%、全体が -2.7% から -0.6% ということである。非製造業が私共の短観に比べて少し強めに出ている。これは実はインフラ関係のものが、政策投資銀行の調査には含まれているのでそれが少し強いということで、以前から私共の短観とかよりは強かったのだが、それを除いてみると、これまでの私共の短観等の動きとそう大きくは変わっていない、先程申しげたような設備投資は下げ止まりは近いと思うが、そんなにはっきりとした回復にはすぐにはならないという私共の見方と大体整合的な数字ではないかと、まだ細かいところを見ていないが、取り敢えず評価している。続いて今度は家計部門の方に移りたいと思う。図表 19 である。実は今月一番気になる数字が出ているのは、この個人消費関係で、個人消費についてはご覧のとおり 7 月のところ、この今 7~9 月と書いてあるのは実質的には車以外全部 7 月の数字なのだが、家計調査以外は軒並みマイナスになっているということで、7 月の販売統計は悪かった。図表の 24 だが、これまで私共個人消費について、所得対比で見ると少し頑張っているのではないだろうかということはずっと申し上げてきた。現にこの

絵をご覧頂くと、この1~3月とか特に4~6月辺りは、名目所得に対して名目の販売統計は少し上の方であったということがお分かり頂けるが、7月単月で見ると、ほぼ追い付いてしまったという感じになっていて、この読み方をどう読むか、すなわち所得の弱さに遂に遅れていた個人消費も反応し始めたと考え、今後も消費環境は厳しいので個人消費はかなり弱いとみざるを得ないが、他方で、そうはいつでも7月には異例の台風が二つも来てしまったとか、そういったファクターもあるので、全てが実勢かどうかというところには一定の留保の余地があって、現在の私共の印象は、確かに所得の影響は出てきてはいるが、7月単月は恐らく単月の振れおよび天候要因等で少し悪く出過ぎているのではないかと思っている。例えば、消費者コンフィデンスをみても、月次調査を含めても例えばこの株価が下落し始めた7、8月辺りの月次調査を見ても、特段悪くなっている感じはない。図表19、8月の数字については7月程悪くなかったのではないかとされている。まず、乗用車について8月は前月比で見るとかなりのプラスになった。勿論、7、8月通計ではマイナスであるので決して強くはないが、7月単月の数字はちょっと弱すぎる。それから先程2時半に東京の百貨店の数字が出て、これが前年比で-1.8%ということで、決してよくはないが、前期比で見ると3.1%の増加で、これは7、8月の前期比を見ると-0.7%という感じである。これもやはり車と同じ感じで決して良くはないが、やはり7月単月で一気に所得並に弱くなったと判断するのはちょっと行き過ぎではないかと思っている。いずれにしても、個人消費については現在時点の私共の感じは、やはり基本的に所得環境が悪いので個人消費は弱めの動きをする可能性が高いとは思いますが、7月時点で何か段差を付けて急に悪くなったということでも必ずしもないのではないかと思っている。図表32雇用環境だが、労働市場の労働需給については、概ねこれまで申し上げてきているところから余り大きな変化はない。基本的には、例えば労働需給の図表32をみると、完全失業率については高水準、横這いである。雇用者数については労働力調査のところでマイナス幅が比較的大きく縮んでいる訳だが、毎月勤労統計の常用労働者数はむしろマイ

ナス幅は若干拡大ということで、いわゆる限界雇用の部分の変化はあるだろうが、労調には振れもあるので、全体としてみると雇用者数の減少の基調は変わっていないということだと思っている。さはさりながら、この場でも申し上げているように、所定外労働時間はプラスの方になっているし、新規求人も増えている。あるいはこの図表 32 の下の方にある厚生労働省のアンケート調査を見ても、製造業を中心に雇用の過剰感は縮小してきているということで、ある種標準的な形である、いわゆる労働指標の中の比較的先行的なグループは改善し始めているが、労働指標の中でも遅行色の強いグループは弱いという意味では、ある種標準的な展開となっている。むしろ標準的でないのは、賃金の方で、図表 35 を見ると、夏のボーナスが一応 6、7 月通計で前年比 -8.6% ということで、取り敢えずこの前の冬が -7.3% だったので、8 月の数字が入ってまだ変わる可能性はあるが、去年の冬並の厳しいボーナスになったということである。その結果、所得全体で見ても、かなり大きく抉れていて、こういった影響が個人消費に何がしか表れることは致し方ないということではないかと思っている。他方で、若干計算してみると、労働分配率の調整は比較的早く進んでいるという印象も同時に持っている。逆に言えばその結果、企業収益はそれなりに回復しているという姿ではあるが、足許は家計サイドにかなり負荷をかける形で今調整が進んでいるということになるだろうと思う。最後に図表 38 以降の卸売物価だが、若干複雑な動きをしているので卸売物価を中心にご説明したいと思う。輸入物価については、7 月、3 か月前比でかなり大幅なマイナスになった後、8 月はマイナス幅は縮小したとはいえ、かなりのマイナスになっている。ただ、これは少し前の円高の影響みたいなものが、あるいは少し前の円高および一時期原油価格が落ち着いていたという時期の影響を受けた数字である。こういった流れの中で、国内卸売物価について見ると、足許のところは 8 月単月は横這いだったが、7 月が電力調整で、夏期電力調整後で -0.2% だったので 3 か月前比 -0.2% 弱含みということである。目先も実は夏期電力ではない、要するに電力料金の値下げの動きが相次いで出てくる。既に行なわれたのが 4 月の東京電力、7 月の東北電力だけだが、

9月に中部電力、それから10月は関西電力を始め残り6電力プラス沖縄という形で出てくる。ということを見ると、目先も卸売物価、そういう電力料金の引き下げも含めた意味では弱含みの展開を辿る可能性が高いと思っている。ただ、物価環境という感じでみると、必ずしもそういう電力の値下げみたいな、やや特殊要因なので、必ずしもそうではなくて、図表の37にあるように、国際商品市況はむしろこのところ強めの動きである。勿論、イラクの査察受入れで原油価格が落ち着いてくれば別だが、それまでは原油価格はかなり上がっているし、実はこっそりと穀物が急騰しているということもあって、国際商品市況はかなり上昇している。足許為替レートも、どちらかというところむしろ今度はまた、大したことはないが、やや円安方向になってきているので、輸入物価はひよっとすると先程、この間から上がったたり下がったりで申し訳ないが、下がった後また上がるという可能性もあるということである。図表39国内商品市況を見ても、どちらかというところ、市況絡みは強含みであり、先程申し上げたように鉄とか化学とかアジア市況は強いし、そういった原油価格の上昇の影響等も石油関係等に出てきているので、やや強含み、そういう意味では電力の影響もあるので目先数字面は弱含みだと思うが、ずっと弱いままに展開していくかどうかは必ずしも明らかではない。強い話と弱い話が交錯しているが、卸売物価はそういう状況である。一方、消費者物価についてはもう一言、前年比-1%弱あるいはもっと言えば-0.8%位の動きでマイナス幅がほぼ一定で推移しているということである。

以上で、概ね経済としてはいわゆるIT関係の世界的な在庫復元のもちで、4~6月辺りは輸出、生産が非常に高い伸びになったが、そちらの方はどちらかというところやや伸びが鈍化する展開にはなっている。しかしながら、アジア向けの輸出は全てがそのIT関係というばかりでもないし、そうこうしているうちに企業収益とか、設備投資、設備投資は直ちにプラスとは言わないが、下げ止まりが近いかなというところまでは来た。さきながら、一方で雇用環境が、雇用というのは特に賃金の抑制が相当行なわれているので、消費はなかなか伸び難い、そういう意味では下げ止ま



りという感じははっきりしてきているが、なかなか明確に上向いていく力が見当たらないというような状況になっているのではないかなと思って  
いる。私の説明は以上である。

#### 速水議長

ご質問ございましたらどうぞ。

先程早川調査統計局長が説明された実質GDP、図表1で議長としての感想を言わせて頂く。私共は、ゼロ金利解除というのを2000年8月11日にやった。ちょうどこの真ん中の2000年の7~9月、ずっと上がって来始めたところである。このゼロ金利解除については、宮澤大臣にも当初怒られたが、その後国会でもあんな大ミスをやリ、総裁は責任を取れみたいなことを自民党の先生方から言われたり、随分叩かれたものだが、この表をご覧になれば分かるように、7~9月にはGDPがこうやってぐっと上がってきて、10~12月はさらに上がった後、12月になってITのオーバープロダクションでアメリカが金利を下げて、日本も下げていった。こうして、翌年の3月にゼロ金利に切り替えていったという私共の政策の推移というのは、この表でみる限り間違っていないか、正しかったのではないかと思う。

#### 早川調査統計局長

私が特にコメントすることはないし、政策の是非がGDP統計だけで決まる訳ではないが、前の統計に比べて随分ご覧頂くと滑らかなにはなっているし、当時皆が持っていた景気についてのイメージとかなり近い数字が出てきて、やはり何と言っても、GDP統計というのは、ある種経済全体を総括する数字なので、これが適切に推計されるということは非常に大事である。どうしてもこれまで日本国内の景気論議というのは、GDPが暴れるものなので、皆どうも生産がどうで、雇用がどうで、何とかがどうでと、何かパッチワークで全体像はこうだという語り方をしていたが、ある種こういう形で統計が出てくれば、そういう色々な議論をGDPという形で総

括しつつ議論できるという意味では、大変大きな変化だったのではないか  
とと思っている。

田谷委員

三つ程ある。一つ、日本の消費者コンフィデンスがここの上  
がっているが、どういう要因が考えられるかというのが第一点である。まずそ  
れでお願いしたい。

早川調査統計局長

まずは、実はご覧のとおり一つは例えばこの図表 23 にも出ているが、  
このところ目立っているのは、雇用環境のところは少し改善してきている。  
勿論物価について物価の上がり方が小さくなるというのが、逆にプラスの  
方向に出るので、これは決して良い方向の数字ではないが、数字として寄  
与が一番大きいのは雇用環境である。雇用環境についても決して良いと皆  
が言っているのではなくて、短観もご承知のとおり、悪いが減ると数字が  
改善するのと同じように、この雇用環境についても悪くなるという人が減  
ると数字が改善するという感じで、先程来申し上げているような雇用環境  
について限界部分は少し改善し始めているということが、何がしかここに  
反映されているのではないかと思っている。ただ、東京都の月次の数字、  
これは月次でサンプルは少ないが、そんなに全体と方向感は違わないが、  
この数字を見ると、このところどんどん改善しているというよりは横這い  
になってきているという感じである。ただ、いずれにしても株価の下落等  
の影響が明確にここに出てきて、それがそういうマインド面を通じて個人  
消費を押し下げたというストーリーには必ずしもならないということ  
である。

田谷委員

図表 18 採算 D I、これが先程総裁は GDP の統計はかなり我々の実感に  
合うと言われたが、これはちょっと、こんなだったのかなと。これがどう

してこういうことになるのか。これが実態なのか。

早川調査統計局長

これはやや正確なところは分からない。例えば中小公庫の数字は比較的循環的に動いている感じがするが、その国民生活公庫の数字は、どちらかというと、循環的というよりは本当に長期低迷、長期低落的な動きになっていて、この辺はひよっとするとサンプルの違いかもしれない。それからもう一つは、上の方は、利益が増えている減っていると聞いているが、こっちは黒字か赤字かと聞いている。そういう意味では、例えば黒字企業が黒字を増やしてもこれはこのD Iは良くならなくて、赤字の人がずっと赤字のままであれば駄目である。そういうところも、要するに二極化が進んでいる中では、元々黒字である企業が黒字幅を拡大していても、赤字企業はせいぜい水面下でマイナス幅が縮んでいる程度であるとする、こういう絵になってしまうということかもしれないが正確なところまでは分からない。

田谷委員

最後に図表7アメリカの情報関連の最終財受注だが、これは先程の国際局の情報関連財の設備投資の動きとも、大体一致している動きだな。

早川調査統計局長

概ねそうだと思う。

田谷委員

それで、ここのところ少しこの分野について、やや悲観的な見方が出てきているような気がするが。いわゆる米国における情報関連財需要の動きを捉えるためには、これが一番良い感じなのか。

早川調査統計局長

正直言って、どれが一番という数字はなかなかない。業界の人達も色々な数字を見ながらああでもない、こうでもないと言っている状況で、取り敢えずまず一つは今、こういう具体的な数字ということではなく、業界の話ということでいうと、例えばパソコン一つとってもいわゆるバック・トゥ・スクール需要というのは必ずしも芳しくなかったという感じである。それで少し先程お話があったように、やや弱気が増えているということではないかと思っている。その結果、クリスマス商戦向けの手当ても必ずしも元気が良くないという感じで、やや弱気になっているが、ではクリスマス商戦自体がどうかということになると、当然まだ分からなくて、ここ何年間かクリスマス商戦についての見通しは必ず外れるので、毎回強気でいって駄目だったり、弱気で行って強かったりということなので、結局のところ、今年のクリスマス商戦についての手応えが見えてこない、今現在の少し強気になってみたり弱気になってみたりという動きがはっきりとした姿を取るのには、もう少し時間が掛かるのではないかと思っている。

福間委員

個人消費の中で唯一、尻上りに増加しているのは、図表 21 の通信費であるな。

早川調査統計局長

然り。

福間委員

これだけが上っているのか。

早川調査統計局長

そうである。

福間委員

親に払わしているのか、自分で払っているのかは別にして、だからこの業界は儲かる訳である、要するに。

早川調査統計局長

ご承知のとおり、例えば携帯電話も普及率はほぼ何となく飽和に近いような感じである。新規の加入はそう増えていない。ただ、ご承知のように写メールとかいう類の新しい商品が出て、そうするとあれで一応単価が上がってくるので、そうこうしても結局通信費自体は上方トレンドは変わっていないということのようである。

福間委員

先程のような所得状況の中で、やはり物からサービスへという動きになっている訳か。

早川調査統計局長

食い込んでいると思う。極く最近の数字は余り知らないが、一頃よく業界で言われていたのは、これで一番やられているのはCD、音楽関係。CDとか雑誌とかがこれでやられている。

福間委員

雑誌ね。

早川調査統計局長

特にCDは最近ミリオンセラーがめったに出ないし、雑誌も実は駄目なのだが、そういうのを買う世代がこれにお金を使ってしまうために一番やられているということは言われている。

山口副総裁

先程の労働分配率の調整というのは、雇用の調整と名目賃金の調整と主としてどちらなのか。

早川調査統計局長

やはり名目賃金の調整が主だと思う。勿論雇用もご覧のとおり減ってはいるが、やはり名目賃金の低下の方が大きく効いているということだと思う。勿論、過去との違いということ言えば、人数のところの調整が昔に比べて効くようになってきたということは間違いないが、そうはいつでも金額的にどうかということであれば、やはりボーナスを梃子に使った名目賃金の調整が少し速いかなという感じである。

山口副総裁

アメリカとは違うのか。

早川調査統計局長

それは難しいところである。勿論、過去の日本と比べてという話をする、元々日本はボーナスのところは調整はできる国だった訳だから、過去との違いでどこが違うかということであれば、むしろ人のところ、特に限界労働力を含めた人の調整が速くなったというのが、過去との変化ということではあるが、今時点でも横に例えばアメリカとかと比べれば、それはやはり賃金の調整がこの国は中心であるということである。

田谷委員

しかし賃金の調整が主だが、結局パート化していて、パートはボーナスを数%の人しか貰っていない。それが両方掛け算になっている。

早川調査統計局長

勿論そうである。繰り返しになるが、むしろ時系列をとっての調整パ

ターンの変化ということに注目するのであれば、そういうパートも含め色々な形での雇用形態を含めて、Lのところのフレキシビリティが昔に比べて高まっているということではあると思う。ただ、そうはいつでも例えば夏のボーナスが8%も減るということだから、それはそれで賃金調整の影響が大きいことも間違いないということである。

速水議長

ほかにはないか。それでは次にいきたいと思う。企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。白川理事と山口審議役、願います。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

資料5、クレジット関連の指標であるが、全体としては資金需要が低迷する中で、これまでの基調に特に変化はないということである。民間部門の総資金調達の8月は-2.4%ということである。これまで申し上げてきたが、じわじわとマイナス幅が拡大してきている。こういった動きだということである。そのうち、寄与度ベースの数字だが、前年比で見てもほぼゼロ近傍のところまで実はCP、社債の発行残というのは鈍化してきている。ちなみに8月のCPの発行残が0.0%、社債については+0.1%と、こんな形で直接市場調達は伸びが鈍化してきているということである。そうしたことを反映して民間部門全体の総資金調達の伸びもじわじわとマイナス幅を拡大している状況である。それから上にいって頂いて、銀行貸出の方だが、8月は-2.4ということで、これもこのところ前年比-2.5%前後での推移ということであった訳であるが、そうした流れから特段変化がないという状況である。次に図表2であるが、そうした資金需要の低調というのは、多少後づけてみると、ということで、ここに4~6月の法人季報から取った図表、グラフだが、載せている。全体としては外部資金調達を引き続き抑制しているという姿になる訳だが、対比で設備投資がどういうふうになっているかということでは、比較して

見ると、製造業・大企業にもあるように、キャッシュ・フローは足許この4~6月にかけて増加してきている。その一方で、設備投資の伸びが相対的には低いものに止まっているという感じだということである。製造業・中小企業についてはややキャッシュ・フローもここにきて少し落ちているというような動きであるが、その他、非製造業・大企業、それから非製造業・中小企業、この辺りについてはキャッシュ・フローが伸び、その一方で設備投資が相対的に低調なものに止まっている。その結果として、全体として資金余剰感というか、そういったものが強まり、外部資金への依存というのが出てこない、こういう状況になっているということである。以上がクレジット関連というか、民間の資金調達、銀行の貸出関連ということだが、次に図表3でマネー関連の動きということである。一番上、マネタリーベースの数字だが、8月26.1%ということである。7月が25.1%と若干伸びが6月に比べて鈍化した後、また戻った格好にはなっている。しかし8月、伸びが高まった要因としては、日銀券が、7月12.4%の後、8月14.0%と、若干伸びを高めていて、これは昨年何度も申し上げている話だが、郵貯の大量満期というようなことで、郵便局の方で手許現金を積み上げた。その反動で7月伸び率がダウンし、そういった要因が8月にかけては剥落した。こういったことで見ただけで伸び率が高まっている。この結果としてマネタリーベースが少し伸びを上げているという格好になっている訳である。ただ、実勢としてはその下に日銀当座預金の数字が載せているが、ご承知のとおり、昨年8月当座預金の目標残を増やしているの、実は当座預金の残高の伸び率というのは7月から8月にかけて少し下がってきているという状況である。従って、傾向としてはこれからまた当座預金の残高、9月に入っても昨年思い起こして頂ければお分かりのとおり、少しずつ残高目標を上げていくということだったので、そのようなことからすればマネタリーベースについては傾向的に鈍化の方向と、こんな感じなのかなとみている。ちなみに9月については、今年の9月11日のテロ後の資金供給増というようなことを踏まえると、9月は2割程度まで伸び率が鈍化するかなというようにみている。それからさらに先というこ



とになると、マネタリーベースのうち、85%程度を占める日銀券がどうい  
うふうに動くかと、これによって相当程度左右されるので、何とも言えな  
いというか読みにくいところがある訳だが、一応、当座預金の残高を 15  
兆円と仮定すると、これから先、銀行券の伸びを概ね現状 13~14%位で  
推移すると考えてみた場合には、年末段階にはマネタリーベースの伸びと  
いうのは、前年比 15%程度まで落ちてくるというような感じなのかなと  
みている。以上がマネタリーベースだが、マネーサプライは 8 月 3.5%と  
いうことである。達観してみると、このところ 6 月 3.4%、7 月 3.3%、8  
月 3.5%ということなので、概ね横這い圏内と、細かく言えば色々と要因  
はあるが、大体そんなふうに見て頂ければと思う。それから広義流動性の  
方だが、8 月は 1.5%と前年比 1%台半ばの伸びということで、これまた  
余りこれまでの動きから変わっていないという感じである。各種金融商品  
の内訳であるが、大きな動きを示しているところで申し上げれば、ここも  
またこれまでと特に変わっていない。投資信託の減少、それから金融債の  
減少、その一方で国債・F B といったものの増加といったような姿が一応  
続いているという感じである。次に図表 4 だが、特に広義流動性のうち、  
安全性の高いものへのシフトというのがどんな感じかということだが、安  
全性が高い資産の寄与度は 4 月 8.0%ということで高まった訳だが、8 月  
も寄与度ベースでみる限り 8.0%、7 月は 7.9%ということだったので、  
大体の感じとしてはそろそろ一服かなと、このようにみられるというところ  
である。以上がマネー関連である。次に図表 5 企業金融関連の指標だが、  
前回の会合ではややミックストな、良いものと悪いものと混ざったような  
動きがあるというふうに企業金融関連についてはご報告したところであ  
る。例えば前回ご報告したものの中でいくと、低格付 C P ・社債の発行割  
合について、増加が少し一服してきているというようなことだとか、ある  
いは C P ・社債の発行金利における信用スプレッド、これについても高格  
付先、低格付先ともに改善傾向に少しブレーキが掛かっているかなと、こ  
のような感じのお話も申し上げたところであるが、今月見てみると、まず  
低格付 C P ・社債の発行割合だが、C P の方は、微妙な動きといえれば微

妙な動きだが、4～6月13.7%の後、小幅ではあるが7～8月13.9%ということで、僅かではあるが、増加トレンドを一応維持しているという格好である。それから社債については、4～6月25.4%の後、7～8月27.3%と似たようなことで、同じように若干ながら増加トレンドに復している。それからその下、CP・社債発行金利における信用スプレッドの方だが、細かくみると多少綾はあるということだが、全体としては、例えばCPのA1+格を見れば、0.05から0.03ということであるし、CPの下の方A2格で見ても、0.42から0.39ということなので、全体感としては低下方向のトレンドにあるという感じでみて良いのかなということである。ややそういう中で、少しやや気になる動きというか、なかなか要因がはっきりしないというところがあるのが図表6貸出金利だが、7月の貸出約定平均金利は、実際の数字としては、長期が6月1.698%の後、7月は1.769%ということだし、短期は6月1.548%の後、7月1.705%ということで、少し上昇に転じているという姿である。銀行は確かに貸出利鞘を改善しようという取り組み姿勢を継続している訳だが、今回7月のこの数字の中にそうした動きが現われているというふうにみて良いのかどうかについては、今の段階ではなかなか即断はできないということである。特にこの貸出約定平均金利については、単月の振れがかなり大きいということもあって、私共もろもろのヒアリング情報からはそうした金利の動きを裏付けるような銀行行動の変化、金利のこうした動きの裏付けというのがとれているかどうかというと、必ずしもそうでもないというような状況であって、この辺り、もう少し様子を見てみたいというところである。それから図表7企業金融関連だが、今申し上げたようなこの金融機関の利鞘、貸出姿勢というようなことだが、中程に金融機関の貸出態度というのを載せている。新しい計数は中小企業金融公庫の8月分であるが、7月4.1%の後、8月6%弱、5.9%ということである。若干、緩和方向に向かっているという感じになっているというところである。一方で、企業自身がみている資金繰り判断の方だが、中小企業金融公庫の数字7月-21.5%から-20.0%、それからその下、商中だが-7.4%が-6.5%ということで、共に水面下で

はあるが改善方向と、悪化傾向に一応ブレーキが掛かった状態になっているということである。

それから図表 8 企業倒産関連である。実は 7 月 1,700 件位ということで 6 月からかなりボンと増加した訳だが、8 月はまた少し落ち着いてきているということで、7 月がこういうことだったのでどうなるかと思っていたが、前年対比でも 2% ちょっとというところへ戻ってきたという状況である。以上が通例で説明している金融環境の評価に関わるような資料である。前回の会合でも多少議論になった図表 9 をご説明する。このところ、今日は株価は少し戻っているが、この夏場からの株価の低下というようなものと、実際にその一方で短期金融市場等でかなり資金余剰感が強まって、金融機関の行動としてもかなり落ち着いたものになっている。これはこの春先辺りの動きと随分様子が違うなというような議論があった訳だが、一応それに対する明快な答えということではないが、一応ファクトを並べてみるとどうということになるかということで整理したものである。まず株価の方はご承知のようなことなので、このシャドーが掛かっているのは少し長めにとったものである。昨年 9 月位からこの 3 月位までということなので、真ん中辺りからシャドーの右端位までを見て頂ければと思う。一応こういった局面でこの春先あった訳であるし、それから株価の方はこのところ少し不安定ながら弱い地合いが続いている。その一方で、ではその短期金利の方、これはユーロ円のレートを探っているが、どんな感じでこの春先推移していたかということだが、グラフを見ると一目瞭然で、この 3 月の半ば位がこの時期のピークということであるが、この時点で 0.19% まで一応上昇していった訳である。その一方でこの 8 月から 9 月というのは、直近でも 0.05% ということで、ほぼ横這いという状況になっている。それから社債の信用スプレッドを見て頂くと、この太い線は A 格社債のスプレッドである。それから細い実線は Baa 格ということで、目盛は太い実線の方が左側で細い実線の方は右側なので、そのように見て頂ければと思うが、これまたこの春先にかけてはこのスプレッドが吹き上がるというような状況であった訳だが、この 8 月にかけては横這いというようなことで、

非常に波静かという感じになっている。それから同様の傾向というのは、CPのスプレッドについても見られていて、A2格については、この春、かなり上昇し、それからA1+についても小幅ではあるが強含んだということであったが、ここにきてはCPのそのA2格辺りについてはむしろこのところ環境はさらに良くなるというようなことで、レートは下押しているということであるし、A1+についてはほぼ横這い、段々下げ余地がなくなっている世界ということもあるが、横這い推移に止まっているというところである。これが金利面でみた感じで、一方で中小企業の、これは中小公庫調べということであるが、資金繰り判断DIを見ても、この春先、窮屈感が強まっていったという局面だった訳だが、比較的資金繰りの方は良い方向に向かっている状況である。株価がこの春先と同様の水準のところまで下げてきた。瞬間的には8千円台までつけるところまでいったという中で、実はかなり落ち着いているというのは、このような形で金利面、あるいは企業の資金繰り判断といったところにも見て取れるところである。ではこのバックグラウンドは何なのかというところだが、ここは明快な答えは難しい訳だが、一応参考までという感じで預金の移動状況というのを載せている。少し計数が小さくなるが、昨年12月末とこの春の3月末と直近7月末の数字を載せている。まず3月末だが、これを昨年の末と比べるとどうであったか。預金間の移動ということでみると、これは4月からの定期性預金のペイオフ解禁というようなことを睨んで、流動性預金への定期性預金からのシフト、特に1千万円以上の定期性預金からのシフトというのが当然のことながら顕著にみられたというところである。それから業態間の移動という点でも、ここは%であるが、地銀Ⅱ、信金、信組、でかなりのマイナスといったことであったが、その一方で都銀等へのシフトが出ている。これはかなり個別行毎にみていく必要が本来あるのだろうと思うが、一応業態別にみてもこういった動きが見て取れるということである。では直近、計数的には7月までしか出ていないので、この状況が8月、9月まで継続しているのかどうかというのは、勿論留保して見る必要があるが、一応7月末までの展開ということで見ると、この春先に

起きたような預金間の移動、あるいは業態間の移動というのは、見て取れない。非常に落ち着いた動きになっている。多分、8月、9月アネクドータルな情報からしても、こうした流れというのは特に大きく変わっていないのだろうなと思っているので、この辺りが一つ昨今の、株価が非常に不安定な中で金融市場全体としては落ち着いたものになっている一つのバックグラウンドなのかなと思っている。私の方からの説明は以上である。

速水議長

何かご質問ございましたらどうぞ。

福間委員

先程の一番最後の説明の業態間移動については、大手の方はほとんど勿論関係ないが、信組については15兆円から3兆円落ちたということか。

山口企画室審議役

これは3月末対比、まあそうですね。

福間委員

その比率は大きいね。

山口企画室審議役

15兆円からこの3兆円…、この△3というのは%である。

福間委員

%か。それでは大した動きではないな。

中原委員

これはまあバックグラウンドかもしれないし結果かもしれない。

### 山口副総裁

そうするとこの話は、株価は下がっているが流動性不安は生じていないということですね。なぜ生じていないのかというところがさらにもう一つ知りたくなる訳だが、例えば企業の資金繰り判断などが、年初と逆に動いているという辺りは、景気がそれなりに下げ止まってきているというような実体経済の方に主たる原因があるように見えるし、社債の信用スプレッドについても若干そういうことがある。しかし、ほかに市場の外側から大量の資金供給が行なわれていて、それが金融市場の中では非常に出回っているというようなことがユーロ円とか、金融市場の取引に対しては当然かなり大きな影響を及ぼしているということがある。それから先程の預金の移動状況などが年初頃と違うということについては、不良債権の処理が多少は進展しているとの、パーセプションがあるのかもしれないし、いわゆるペイオフ問題についてある種の措置が講じられているということも効いているのかもしれない。

### 山口企画室審議役

まだ7月末の時点ではちょっとペイオフの話は多分効いていないのだろうと思うが、8月、9月にかけてやはりその決済性預金を保護するというような動きは、これは何がしかインパクトを持っているのだろうと思う。

### 山口副総裁

そうすると今出てきたような幾つかのファクターが背景になって、こういう状況が生まれているということだと思う。残る問題は色々あるが、株価がさらに、もう既にここまで下がってきている訳で、仮にそれがさらに下がり得るリスクを大きく、重要なファクターとして考えた場合に、銀行の資本ポジションのところはやはり脆弱なまま行かざるを得ない。それがさらに流動性の問題にどういうふうに通ね返ってくるのか、そういう問題がまだリスクとして残っている。

## 白川理事

そういうことだろうと思う。今日は金融政策の議論であるが、銀行自身が今は含み益もなくなって、あるいは含み損になっているということで、バッファがほとんどないという状況なので、株価が何らかの外的なショック、それは海外と国内と両方あり得るが、何らかの外的なショックが起きて下がった場合には、そのバッファがないということになってき得ると思う。ただ、現状なぜ今年の1~3月みたいなことが起きていないのかということだと、先程山口企画室審議役が言ったような理由で今山口副総裁が整理されたように一つ目はマクロの景気がそれなりに少し改善し、企業段階ではキャッシュ・フローがそれなりに改善しているということ。それから1~3月のペイオフの動きが一段落し、取り敢えず大手行は元々不足行だが、この不足のポジションが減ってきているということ。そういう意味では資金の偏在がいわば均される要因。それから三つ目に日本銀行の流動性供給が潤沢に行なわれているし、そういう姿勢がマーケットに非常に理解されていること。それから今副総裁が言われた話との関連で、これは仮説の域は出ないが、不良債権の発生ということで見ると、この1~3月は大型倒産が幾つも発生した。あるいは特別検査が行なわれるということ、それに対して今基本的な企業の状況、問題先企業の状況自体が大きく変わっている訳ではないが、しかし現象としては新規の大型倒産が発生している訳ではなくて、多分この上期は信用コストの発生という意味で見れば、多少目に見えるものは今ちょっと発生していない。先程倒産の数字の説明があったが、先々月は少し増えたが、しかしこの上期というところ、それまでのテンポに比べて鈍化傾向にある。そういうことがあるいは表面的には影響している。ただポテンシャルにはバッファがないという状況だから、そういう意味では株価下落のショックにはやはり弱いということだろうと思う。

## 植田委員

図表9の(2)以下の指標の最近の改善は、ペイオフ延期の話の前まで

に大体起こってしまっているよね。ペイオフ解禁延期も大きいかなと思って  
いたが、その辺の影響はどちらかというとな国債の利回りが下がったとい  
うところが中心か。あるいはその周辺も含めて。

白川理事

銀行の行動に則してみると、預貸尻の不足は常にマーケットから資金を  
調達しないとイケない。その不足の幅は大手行に資金が集まった訳だから  
不足幅は減っている訳である。一方、勿論流動性預金でファンディングし  
ているという不安要因はあるが、しかし根っこの不足幅自体が減ってきて  
いる訳である。それはこの1~3月にかけてのペイオフの不安で、それで  
大手行に集まったということがそういう大手行には取り敢えず資金繰り  
的には安定要因も一方であったのだなと。それは銀行の行動という面でも  
そうだし、今おっしゃった国債金利の低下という形でも出ていると思う。

植田委員

法人季報ではちょっと違うが、キャッシュ・フローと設備投資との差が  
少し広がっている。あれはどこにいったのか。データを見た場合、会計的  
にみて、結局負債の削減にいったという常識的な結論でよいのか。

白川理事

とは思うが。

植田委員

公表されたデータでは、はっきりは出ていないのか。

白川理事

この法人季報のベースで数字は綿密なチェックは今手許にないが、後か  
らもし数字のチェックをして違っているようならご報告するが、基本的な  
バランスは今植田委員が言われたようなことだと思う。



福間委員

あと考えられるのは流動性で増やしているということだな、企業が。

白川理事

流動性の運用ですね。

福間委員

だけどメインには負債を落としている。

白川理事

全体のピクチャー大きく変えるという訳ではないと思う。

山口企画室審議役

4～6月の局面では余り出ていない。

速水議長

宜しければ以上で本日の決定会合議事を終了する。明日は午前9時に会合を再開するので宜しくお願いする。予てからお願いしているように、決定会合に対する信認を確保するために、本日の議事内容についても厳正な機密管理に努めて頂くようくれぐれもお願いする。どうもありがとうございます。ありがとうございました。

(午後3時51分中断、18日午前9時1分再開)

Ⅲ. 「『国債の条件付売買基本要領』の制定等」に関する執行部説明と決定  
速水議長

ただ今から、金融政策決定会合を再開する。はじめに、本日の議事のとり進め方について申し上げる。本日はまず、執行部から新現先方式による

国債オペレーションの導入に必要な基本要領の制定について報告がある。そのうえで、本件について決定を頂きたいと思う。そのあとは、いつもの会合と同様に、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、もしあれば、政府からの出席者のご発言、そして金融市場調節方針の決裁と進めて参る。その後、基本的見解の取り纏めを行なって、さらに、前回会合の議事要旨の承認を頂く。最後に、先行き半年間の会合のスケジュールを承認頂きたいと思う。

本日、政府からの出席者として、財務省からは谷口副大臣、内閣府からは小林総括審議官が出席頂いている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は、全て記録することを前提とするという約束であるので、委員およ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宜しくお願いする。

それでは、まず、いわゆる新現先方式による国債オペレーションの導入にあたって必要となる基本要領の制定等について、執行部からの説明を受けた上で、これらについて一括して討議、決定を行ないたいと思う。この新現先方式による国債オペレーションは、市場における取引形態の変化にあわせる形で、現行の短期国債の現先オペおよび国債借入オペを広く国債を対象とする新現先方式によるオペレーションに一本化して、あわせて事務手続きの整備を図るものである。それでは、本件について白川理事および和田企画室参事役に説明をお願いする。

#### 和田企画室参事役

それでは資料7である。現行の短国現先オペおよび国債借入オペ——いわゆるレポ・オペだが——、これに代えて国債を対象とする新現先方式によるオペレーションを導入するというものである。

まず、新現先オペのメリットについてご説明する。第一に、有取税が廃止されたことによって法形式が条件付売買に統一され、いわばグローバルスタンダードに合致したものになる。第二に利付国債、短期国債、以下これはTBとFBだが、この双方を新現先オペの対象とすることによって、

柔軟なオペの実施が可能となる。第三に、国債の時価に掛け目、ヘアカットを付して売買するほか、売買国債を日々値洗いして、価格変動時にマージンコール、これは追加担保の差入または差入担保の返戻の請求ということだが、これを実施することによってリスク管理手段が精緻化するというものである。第四に、売買国債の銘柄差替、サブスティテューションを認めることによって、オペ先の利便性が向上するということである。

それでは新現先オペのスキームの概要である。本日付議する「国債の条件付売買基本要領」の概要は以下のとおりである。なお、現行の短国現先オペおよびレポ・オペの基本要領、国債の売戻条件付買入要領は廃止の扱いとなる。まず、オペの実施店は本店業務局である。オペ対象先は、金融機関、証券会社、証券金融会社、短資業者の中から選定する。売買国債は、利付国債および短期国債、売買期間は6か月以内、売買方式は利回入札方式である。次に売買価格だが、まず買い現先の場合の買入価格は、約定時の国債時価を時価売買価格比率—— $1 + \text{正のヘアカット率}$ だが——、これで除して算出する。この時価売買価格比率というのは、掛け目の逆数であるが、残存期間区分に応じて以下のとおり定めたいと考える。売り現先の場合の売却価格だが、約定時の国債時価を以下の表のような形で時価売買価格比率——この場合は $1 + \text{負のヘアカット率}$ だが——これで除して算出する。なお、買入価格の時価売買価格比率と売却価格の数値が異なっているが、これは本行の債権保全のための措置である。次に(7)の追加担保の受払であるマージンコールだが、本行およびオペ先は、日々、相手方に対して有する与信額を算出して、純与信額、すなわち自己の与信額が相手方の与信額を上回る場合に、その上回った金額についてマージンコールを行なうことができるというものである。担保の種類は利付国債、割引国債および短期国債である。次に担保価格だが、まず受入担保国債の価格は、担保国債の時価に掛け目を乗じて算出する。4ページの上が受入国債の担保の掛け目である。口のところが差入担保の掛け目で、掛け目の数値は下の表にあるとおりである。次に売買国債の銘柄差替、サブスティテューションだが、オペ先または本行は相手方に売却した国債を、異なる

銘柄の国債に差替えることができるというものである。それから決済方法だが、新現先オペの決済は、買現の場合、売現の場合、いずれもRTGS化される。オペ先の選定だが、短国アウトライトオペと新現先オペを一体として選定したいと考えている。第一回目の選定は、来年の7月を目途に行ないたいと考えている。なお、第一回目の選定までの間の経過措置としては、短国アウトライトオペのオペ先は、従来の短国売買先のまま、新現先オペのオペ先は従来の短国売買先と国債借入先を合わせてそのままスライドさせるというものである。こうすると、移行期間の新現先オペの先数は50先となる。

次に選定基本要領の概要だが、本日付議させて頂く「短期国債売買および国債の条件付売買における売買対象先選定基本要領」の概要は、以下のとおりだが、現行の短国売買先および国債借入先の選定基本要領は、先程申し上げた経過措置を講じたうえで廃止の扱いとする。選定要領の内容は、既存のオペ手段についての選定基本要領と同様の枠組みだが、まずオペ先の選定は公募によって行なう。オペ先の要件としては、本店の当預取引先であること、日銀ネットを利用していること、国債振込制度の参加者であること、信用力が十分であること、である。応募先が多数に上った場合には、市場でのプレゼンス等を勘案して選定を実施したいと考えている。オペ先の選定頻度は年一回とする。それからオペ先の遵守事項としては、オペへの積極的な応札、正確な事務処理、本行への情報提供などを明示する。四番目、日本銀行業務方法書の一部変更であるが、新現先オペの導入に伴って、「日本銀行業務方法書」の一部変更を行なって、財務大臣、金融庁長官に届け出を行ないたいと考えている。五番目、その他の改正として、現在各種オペ等の対象先の選定の規定については、本年3月に解散した紀伊預金管理銀行に関する記述を削除し、預金保険法第2条第13項に規定する承継銀行——これはいわゆるブリッジバンクだが——を対象先から除外するということを明示するための改正を行ないたいと思っている。今後の予定だが、本日、「国債の条件付売買基本要領」の制定等をご決定頂いた後は、10月20日に総合運転試験、11月11日に新現先オペの開始、

来年7月頃を目途に、新しい選定基本要領による第一回目のオペ先選定を行ないたいと考えている。それではちょっと飛んで頂いて、11ページ目、付議文である。「案件。金融調節の一層の円滑化を図る観点から、下記の諸措置を講ずること。記。」以下は先程ご説明したもので、重複するので説明は省略させて頂きたいと思う。以上である。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞお願いします。何かご意見ございましたらどうぞ。

福間委員

金融機関のシステム整備はどうか。

和田企画室参事役

徐々に今進んでいるところである。ただ、市中ではまだ新現先方式が必ずしも定着していないのは事実だが、本行がオペを新現先方式に切り替えることによって、そういう方式が浸透していくのではないかというのが市場での声である。

須田委員

これが決まったら、どのように外に出していくように考えているのか。

白川理事

今回の措置は、金融政策上の、要するに金融緩和の一環という訳ではなくて、あくまでも現在のディレクティブを実現するうえでの金融調節手段の技術的な変更である。そしてその先にあるのは、市場での取引形態の変化ということに対応したものである。そういう趣旨で説明することにした。

山口副総裁

私は結構である。

速水議長

宜しいか。それでは、ただ今の説明にご意見がないようなので採決に入りたいと思う。事務局は「国債の条件付売買基本要領」の制定等に関する件、議案を持ち回り、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「国債の条件付売買基本要領」の制定等に関する件の議案を回付、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

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で可決された。

速水議長

それでは可決されたので、本件について本日の会合終了後、執行部から適宜の方法で対外公表させて頂くこととする。

#### IV. 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

それでは次に移る。昨日の執行部からの報告などを踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する検討を行ないたいと思う。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ご意見を頂き、次いで、自由にご討議を頂く。その後で、金融政策運営に関してもう一度順番にご意見を頂戴し、ご討議を頂く。その後政府から出席されている方々から、もしご意見があれば承るという順で進めていく。それでは委員方のご意見を頂くが、ポイントを絞ってご議論頂くため、金融経済情勢、金融政策運営方針、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。各委員のご発言が一通り終わった後に、自由討議の時間を相応に設けているので、各ラウンドの発言時間はできるだけ守るようにお願いする。ではまず、金融経済情勢について、本日は福間委員からお願いする。

福間委員

足許の金融経済情勢だが、昨日の執行部の認識に然程違和感はない。実体経済の動きは、輸出、生産の底固さが継続している。ITならびにIT関連部品はリストッキングが一巡し、予想どおり減速感が明確になってきている。ただし、自動車、素材は快調で、一般機械の輸出も底固く展開している。内需は引き続き低調だが、自動車関連産業、鉄鋼まで含めると自動車用鋼板、あるいはタイヤ、自動車用部品、こういうものが非常に快調である。何も株だけで判断するという訳ではないが、一つのメルクマール

として、本年の高値を付けている銘柄が沢山、自動車関連部品産業の中には出てくるようになった。設備投資については減少幅が小幅化し、回復の兆候が見られる反面、雇用・所得の回復になお時間を要することから、消費回復は不透明になっている。この辺もかねがね執行部が言っておられる点である。ただ、不安要因としては、世界的な株安、および世界的なデフレが拡大することによって、それぞれ日本の軟調な株式市場、デフレ構造に覆い被さっている点が憂慮される。株安は不良債権問題とともに金融機関の体力を弱める姿になっていて、金融システム問題はもはや小手先の先送りでは済まされず、本格的な抜本処理が必要な段階に入ってきているのではないかと思う。本行としては、金融庁など政策当局と知恵を出し、不良債権処理に向けて実効性のある具体的な対応策を提案ないし打ち出す必要があるのではないかと思う。なお、その際、場合によってはこれは直ちにとということではないが、検査監督体制の見直しも過去の10年の反省とともに必要があれば行なうという勇気も持つべきではないかなと思っている。

海外経済については、欧米景気は色々背景となる要因は異なる訳だが、いずれも減速している点に注意が必要だと思う。先程も触れたが、アジアは兼ねて指摘のとおり、米国経済減速にも抵抗力をみせており、緩衝材としての役割が期待される。当面の見通しだが、IT関連については、米国との連動性が強いため、米国景気鈍化とともに日本から対アジア輸出の増勢が鈍化することは十分予想される。しかし一方では、自動車、鉄鋼、化学品を中心に輸出好調が期待され、トータルで見れば対アジア地域向け輸出は今後ともわが国の輸出全体の下支え効果を果たすことが見込まれる。リスク要因としては、イラク問題、石油価格、あるいははいよいよ間近になったブラジルの大統領選挙、ここのところ再び通貨レアルが下落を続けているが、その辺かと思う。以上である。

速水議長

それでは次に、中原委員お願いする。



## 中原委員

わが国の景気の現状については、輸出、生産ともなお増加傾向が続いているという意味で、足許の基調は前回会合時と基本的に変わっていないと判断する。ただ、ここへきて先行きのリスクについての懸念すべき状況が幾つか出ているように思う。具体的には、輸出増加の持続性、それから内需、特に消費の先行きに関する懸念、また企業マインドの一層の慎重化が感じられるようになってきたと思う。その意味で、4月の展望におけるリスク、これが景気回復を後ずれさせる、あるいは回復力を弱める、この可能性を現実には考慮していかななくてはならない状況になりつつあるように思う。昨日の調査統計局の説明の問題意識と同じだが、改めてポイントとして三つ申し上げたいと思う。まず第一は、情報関連財を中心として、輸出の増加に鈍化傾向が出ている。世界経済が全体的に減速傾向を強める中で輸出の持続性がどうかということである。米国向け、欧州向けは減速が明らかである。アジア向け、これも輸出の持続性が内需に頼るところが大きい、今後、米国経済が減速する中で、アジアの内需が独立して好調さを保てるかどうかは、かなり疑問だと思っている。また、このところの輸出の好調さを反映して、鉱工業生産は、4～6月は順調な拡大だったが、7～9月は減速感が出てくるのではないかと懸念している。二番目のポイントは内需であるが、設備投資については先行指標の機械受注がそれなりに好調で、年末から来年度にかけて一応の増加基調に転ずるということは考えられるが、中小企業からの受注が大幅なマイナスが続いているし、外需が減少に転じてきている。それから受注残高そのものも減少が続いている等の懸念材料も無視できないと思う。外需好調によるキャッシュ・フローの改善が出ているが、設備投資とキャッシュ・フローの関連性は薄らぎつつあるように思う。いずれにせよ、設備投資が増加に転ずるとは言いながら、本年度は前年比で大幅なマイナスになる可能性が大きいのではないかとと思う。懸念があるのは、消費の先行きだが、このところ雇用者所得の大幅な落ち込み、それから人事院勧告による

公務員給与引き下げ、医療費等国民負担の増加、さらに税制面で扶養者控除廃止等々、消費者の先行き不安を煽るようなイベントが続く可能性があるということで、来年度にかけて消費に影響が出るのではないかと懸念している。三番目は、企業マインドであるが、これについてはさらなる慎重化がこのところみられると思う。内需中心の企業は回復感が乏しかった訳だが、8月の財務省の景気予測調査でもみられるが、株価の低迷、世界経済の減速傾向、国際政治情勢の不透明さから足許の輸出の好調さとは裏腹に企業マインドが慎重さを増しているように思う。10月の短観の方も、少し心配はしているが、今年度の収益予想は今のところまだ、大手証券会社の予測等、V字型の回復を予想しているが、先般の法人季報でもみられるが、回復はリストラの結果ということで、固定費の削減効果は売上げの減少で相殺され、企業の損益分岐点は余り下がっていない。また労働分配率も若干下がったように思うが、まだ高止まりである。大手電機メーカーの一部でさらなる人員削減の具体的な動きが出ているように、企業のリストラ志向は、ここへきてまた再び強まっているような感じもする。

海外経済は、全体に減速傾向を示す指標が増えていて、折からのこの国際政治面での不透明さ、株価低迷の中で消費者コンフィデンス、企業マインドの悪化を示している指標が増えているように思う。欧州は、ドイツを中心に実体経済の悪化が目立つし、ECBの金融政策も緩和方向への観測が強まっている。アジアも、韓国、シンガポールで消費が若干落ち始めている訳だし、全体に輸出、生産に鈍化傾向が出ている。米国は、住宅と自動車に牽引された個人消費が景気を底支えという構図に変化はないが、低金利、減税に頼る緩やかな回復であって、腰は弱いと言わざるを得ない。GDP予測、企業収益予測とも今のところ余り下方修正は出ていないが、今後、企業部門の自律的な回復がタイミングよくフォローしない限りは、年末にかけて一旦減速という局面は避けられないのではないかと思う。共通して言えるのは、イラク問題をはじめとする国際情勢の不透明さ、株価の低迷、これが今後のシナリオを極めて描きにくくしている訳で、イベント・リスクから生ずる市場の動揺に機動的に対応する政策発動が各国とも

求められているといえるのではないかと思う。

国内金融資本市場については、実体経済の脆弱さ、潜在的な金融システム不安再燃懸念にもかかわらず落ち着いているが、問題は先に送られていると考えられる。ドルの下落の不安については、このところ米国への資本流入が回復していることからやや薄らいでいるが、欧州経済の悪さが目立ちはじめたことの裏返しかもしれない。消去法的な選択ということで、いわば踊り場状態、今後の方向性は不確実ということだと思う。国内株価もいまだ底値確認はできていない。バリュエーションから見ると、底値圏に近いとみているが、今後の企業収益回復の動向如何ではさらなる下押しの懸念も残ると言わざるを得ないと思う。いずれにせよ、実体経済の動きとともに、世界的なイベント・リスクというものが、要因が大きくなっていて、米国市場の動揺を通じてわが国の市場に大きな影響を与えるリスクには十分留意する必要があると思っている。以上である。

速水議長

次に山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

夏にかけての株価の下落によって、ムードは大分厳しくなってきたという訳だが、ここまでの経済指標自体には余り大きな変化は出ていないと思う。調査統計局の全体としてほぼ下げ止まっているという判断に、私も違和感はない。4～6月のGDPは、実質で年率2%台の拡大になった訳だが、現在の7～9月についての大雑把なイメージを組み立ててみると、どうもゼロ成長圏内かなという感じを持っている。輸出の増加は続いている訳だが、純輸出として増加の幅は4～6月よりはるかに小さめになりそうだし、その分4～6月の年率2%成長の分というのがほぼなくなっても不思議はないという位の状況かと思う。ここから先を展望しても、どうも似たようなイメージしかかなか出てこないと思っている。既にご指摘があったが、雇用者所得がかなり明確に減少しているので、消費は弱含みというところか

ら脱するのはなかなか難しい。期によってアップダウンはあると思うが、基本的には弱含みというような動きではなかろうかと思う。設備投資については、先行指標に下げ止まりの動きがみられるが、全体として企業セクターのコンフィデンスが極めて弱い状況なので、投資の増加というのがいつ起きてくるのか、現時点ではなかなか見通し難いと思う。政府需要は引き続き減少していきだろうと思う。そういう中でも、米国経済が緩やかな回復を続けるならば、わが国の輸出は引き続き増加していくということが可能な環境であろうと思うので、こういうことであれば内需の停滞と綱引きとなり、総需要として当面は、概ねゼロ成長圏内かなと、場合によっては若干プラスが出る位かなと思う。いずれにしても、この程度の需給バランスの状況であれば、物価の動きもそう大きくは改善しないだろうとみている。ただし、輸入物価については様々な波乱要因が潜在的にあるので、動き次第ではかなり大きくどちら方向にも動き得る状況かと思っている。大きなリスク・ファクターは、やはり世界的な資本市場の動揺ということではないかと思う。最近、国際会議に幾つか出ていても、そのことの影響、つまりそれが金融システムの様々な部分にロスを生み出していて、一部明確に顕在化している部分もあるが、必ずしもどこにリスクが本当に所在しているのかというのは、よく分からない状況でもあって、それがあつた種のグローバルな金融システムにおける不確実性を生み出していると思う。またもう一つ、最近の議論では、やはり世界的なモノの価格の値下がり、デフレということがかなり意識されてきているとも思う。それらが最近の世界経済の特徴だと思う。そういう中で日本のことを考えた場合に、やはり金融システムが一層、脆弱になりつつあるというのがリスク・ファクターだと思うし、それが景気が下げ止った後、どちらに向かうかという展望に対しても、ダウンサイドのリスクを作り出している状況ではないかと思う。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いする。

## 藤原副総裁

まず、景気情勢だが、輸出と生産が増加を続ける一方で、国内需要が依然として弱い。また、海外経済を巡る不透明感が強いという、その基本的な構図は変わっていないと思う。景気の総括判断については、前月と同様でよいと思う。もう少し詳しくみると、輸出や生産の増加テンポは少し緩やかになってきているが、これは海外の在庫復元の動きが一巡しているということが背景にあって、このことは予想の範囲内の動きであると思う。家計の所得環境については、夏季賞与の大幅な落ち込みや賃金の減少が目立っている。この点を踏まえると、個人消費は目先経済改善の牽引役としては、なかなか期待し難い。他方、設備投資に関しては、先行指標の機械受注が製造業を中心に下げ止まりつつあるように窺われる。この点は、生産の増加が企業収益の回復をもたらし、それがさらに投資の持ち直しに繋がっていくという意味で、弱いながらも循環的な前向きの力が働いていることを示唆しているものと思う。こうした中で、先行きのリスクについての判断が鍵となる訳だが、私共はここ数か月、まず、わが国の輸出環境との関連でアメリカ経済の動向に注目してきた。アメリカ経済については、回復基調はなお維持されているが、その回復テンポは緩やかになってきている。特に株価動向やテロ再発懸念、および中東情勢の緊迫化への恐れなどから、企業や家計のコンフィデンスが悪化している点が気になる。もう一つのリスク要因として、ここにきて国内株価の下落に対する注目度が俄かに高まってきている。わが国の株価は、このところアメリカの株価の動きに連れる形で、不安定な動きを続けてきた。こうした動きについては、確かに米国株価の不安定な動きが会計不信を背景とするものから、アメリカ経済そのものの先行き不透明感を背景とするものに性格をやや変えてきていて、この点がわが国の株価にも反映しているということだと思う。ただ、先程も申し上げたとおり、わが国の実体経済は、緩やかながらも改善傾向にあって、足許の企業収益が回復に転じているということを考えると、最近の国内株価の動きは、やや弱すぎるのではないかとも思える。私

としては、どうも日本経済の構造的な脆弱性を抱え続けていることからくる、何と云うか、漠とした不安感や自信のなさ、さらにはこうした問題に対する政策当局、政策当局の中には日本銀行も含まれるかもしれないが、その政策対応の手詰まり感のようなものが市場の雰囲気悪くしている面があるのではないかと感じられる。このことは、調達金利がゼロの世界で、金融機関や機関投資家、さらには企業の運用資金が安全を求めて、長短期債市場に集まって、長期金利が1.0%台にまで低下していることにも表れているように思える。ただ、株価が下落する一方で、中間期末を直前に控えながら、短期金融市場は全く平静を保っているし、クレジット・スプレッドも概ね落ち着いて推移している。この点は、日本銀行による潤沢な資金供給の効果が表れていると評価して良いのではないかと思う。いずれにしても、株価の水準が既にかなり低いだけに、株価の下落が金融機関経営やマインド面への影響を通じて、实体经济活動の慎重化を招くリスクがあるのは、疑いのないところだと思う。今後の株価動向については、引き続き十分注意してみていく必要があると思う。以上である。

#### 速水議長

次、須田委員、願います。

#### 須田委員

前回会合以降の金融経済情勢については、わが国の経済情勢は全体としてほぼ下げ止まっていること、しかし、下げ止まった後の景気展開が一段とみえにくくなっていること、こうした中で金融市場では、短期市場においては資金余剰感が強く、債券市場では長期金利が低下し、イールドカーブが手前から徐々に潰され、為替市場や企業の資金調達環境は総じて安定している一方、株価は大幅に下落していること、という形で整理できると思う。先行きについては、わが国では当面、国内需要に自律回復を期待できる要素は少なく、従って今後の景気展開はやはり輸出動向、そしてその背後にある海外経済の先行きに大きく依存せざるを得ない。それを見通す

ためには、特に世界的に株価が下落し、軟調に推移しているという現実をどのように理解するかが非常に重要な意味を持つ。米国の株価を巡る環境を見渡すと、春先以降の大幅な下落の一因とみられていた企業会計問題に関する市場の懸念は和らいだ。しかし、資金は株式市場に向かわず、米国の株価は再び軟調に推移している。その理由について、景気の足取りが春先の予想に比べて力強くない中で、企業業績の回復が捗々しくないことが嫌気されているのではないか、など実体経済面から説明する見方もあるようである。確かに、市場参加者による世界経済見通しは下方修正されている。特に米国経済については、7月末の今年第2四半期のGDPの公表を受けて下方修正されている。春先には米国景気の先行きに対する楽観的な見方がみられたが、それも今日では影を潜めている。しかし、米国経済の現状を評価すれば、雇用環境の改善が非常に緩やかなペースに止まっていることや、マインド面での悪化、また機械投資については持ち直しの兆しがみられるものの、設備投資全体では予想よりも回復が遅れていることなど、気掛かりな点もあるが、他方、自動車販売や住宅投資など金利感応度が高い分野を中心に家計支出が底固さを維持している。生産も増加基調を続けている。さらに、長期金利は今年4月以降、低下傾向を辿っているうえ、来年の見通しも急ピッチで低下している。こうした長期金利の低下、あるいは低下予想の拡がりは、今後の自律的な回復を後押しする効果があると期待できる。因みにブルーチップで10年物長期金利の民間見通しを見ると、2003年については4月から6月の時点では5.8%であったが、7月には5.7%、8月には5.3%、9月には5.1%と切り替わっている。こうした中で、米国経済の先行き見通しを同じブルーチップで見ると、回復シナリオは段々と後ずれしているが、現在でも今秋から来年へかけての景気展開には潜在成長率並みのペースを辿るというコンセンサスになっている。要するに、市場参加者も米国経済が、そして世界経済が緩やかではあるものの回復基調を辿るという見方を崩している訳ではない。従って、私自身は世界的な株安について、米国を中心とする世界経済の景気回復の足取りが春先の想定に比べて重くなっているからということでは、必ずしも

十分には説明できないのではないかとみている。このように現在、実体経済と株式市場から得られるメッセージは、相異なる形となっている。常識的にこうした乖離は長期的に亘って続くことはないと考えれば、焦点は、緩やかながらも景気回復基調が続く中で、株価が次第に反転していくのか、あるいは株価の下落が実体経済の悪化を先取りしているのかということになる。現時点では確たることを申し上げることはできないが、本来であれば世界的に金融緩和政策が変更される可能性は当面小さいという見方などを背景に、長期金利が低下していることなど金融面が実体経済を下支える力が強まってきていることなどを勘案すると、株価が次第に反発していくことを基本線に位置付けても差し支えないのではないのではないかと思う。ところが、本来であれば、などと留保した言い方をせざるを得ないのは、ここにきて米国の対イラク攻撃など中東情勢を巡る懸念が強まっているためである。不確実性とは、将来どのような事象が生じるかを正確には予測できない状況を指すが、現在、文字どおり不確実性が高まっている。今後、中東で何が起こるのか、米国が開戦する場合に原油価格がどうなるのか、世界経済に対するデフレ圧力がどの程度どの位の期間続くのかなど、今後の実体経済を見通すうえで重要なファクターであるにも関わらず、誰も予見することはできない。こうした状況が長引くと、株価だけではなく実体経済面でもリスクテイクが慎重化し、経済活動を停滞させる恐れがある。そのため、先行きの景気展開を見通すことが一段と難しくなっており、またそうしたこともあって、このところ世界的に株式市場の地合いが悪化しているものと考えている。景気の先行き不透明感の高まりや、株価下落などについての見方は、ただ今申し上げたとおり、わが国固有の問題というよりも、世界の主要国が直面している難題であると思う。従って、日本を含め先行きがなかなか見通せないという状況が今後も継続する可能性があると思っている。もっとも、わが国には、金融システムの脆弱性という固有の問題もある。今日、金融機関の経営体力は既にかなり疲弊しているので、株価下落が金融システム不安の高まりに直ちに結び付くという構図にある。もとより金融システムの問題は、わが国経済全体の生産



性、効率性が低いという問題と表裏一体の関係であり、文字どおり総合的な政策対応が不可欠である。また、金融システム問題に日本銀行が関与するとしても、それは金融政策の枠組みの中で議論することではないという点も理解している。そのうえで今日、金融政策を運営するうえでも株価の動きがかなり重要な要因になっているので、敢えて私の問題意識を申し上げますと、株価と金融システム問題をできるだけ切り離すこと、つまり、株価下落が金融機関経営に与える影響をできるだけ小さくすることが喫緊の課題であると考えている。以上である。

#### 速水議長

次、田谷委員お願いする。

#### 田谷委員

前回会合以降も、内外市場において株価が不安定な動きを続けている。また、先進諸国の長期金利が顕著に低下した。これらは内外景気の先行き不透明感の強まり、あるいは景気減速懸念の強まりを反映しているように思う。まず、米国だが、景気先行きについての見方に余り変化はないと思う。個人消費、住宅投資の堅調な動きに変化はみられない。株安と関連していると思われる消費者マインドの悪化が、今後家計支出にどう影響してくるかが注目点である。設備投資については、回復方向にあるが、様々な抑制要因もあって、回復のタイミングは後ずれするかもしれない。抑制要因としては、まず、株安があるし、企業が債務削減を優先しつつあること、あるいは資本市場におけるリスク回避志向による資金調達環境の厳しさがある。さらに、ハイテク関連の最終需要が盛り上がり欠けるといったこともある。ところで最近、民間エコノミストの米国経済の成長率予想の数字が今年、来年について下方修正されたが、今年後半からの成長率について慎重な見方が優勢になった訳でもなさそうである。下方修正の主因は、第2四半期までの実績値が想定比かなり低いものであり、その実績値を発射台にそれまでの予想を繋げると低い数字になったということだと思う。

この点は、須田委員と同様の認識である。もっとも、消費にしろ、設備投資にしろ、先行きについて不透明感が高まってきているようである。それに株安もあって、長期金利はかなり下がった。米国の株価であるが、7月末から8月初めの水準が当面のボトムとなるのか、あるいはさらに底値を下げにいくのか、さらに下がるとなった場合、国内需要に対する影響が懸念される。ユーロエリアは、内需の弱い状態が続き、外需も一部に鈍化の兆候があり、米国と比べても冴えない。ユーロの対ドルレートも上昇しない。物価情勢や財政政策に対する縛りなどから、景気対策も難しいのであろう。東アジア諸国では、輸出・生産の増加が続いているが、先行き鈍化の兆しも一部に見られる。そうした兆しの拮がりを見極めたいと思う。一方、中国は、相変わらず輸出・生産が増加を続け、国内需要も好調である。中国がどれ程地域の自律的景気拡大に貢献するかが注目点である。N I E s、A S E A N諸国とも、今年に入ってから株価は冴えないが、テロ後昨年末に向けての上昇分を吐き出すには至っておらず、先進諸国の株価に比べて相対的に堅調な株価を維持している。これは、この地域の相対的に好調な経済パフォーマンスを反映したものだと思う。

国内経済については、個人消費、設備投資、その他の内需の動き、あるいは物価情勢に余り変化がない。ただ、これは皆さんが指摘しているが、雇用・所得情勢がより厳しくなっているようにみえることが、今後消費にどう影響してくるかが注目点のように思う。

最近、株価の下落が注目されている。しかし第一に、日本株だけが下がっているのではない。昨年のテロ事件以来1年、わが国の株価は上げも下げも欧米主要国に比べて相対的に限定的であった。そうはいっても、第二に欧米諸国の株価が7月末ないし8月初めにボトムをつけているのに対して、日本株は今月に入ってから下げている。楽観はできない。第三に、この1年程の間の産業別株価動向を観察すると、このところの日本経済の姿、あるいは問題点が映し出されているようである。この間、下げが大きかったのは、金融関連、不動産、建設である。これは構造改革の遅れと金融不安を反映したものであろう。一方、この間、上げた分野もある。電機、精

密、輸送用機器・機械などである。この間の日本経済が外需依存で来た証しである。株価対策といっても、こうした現実に基づく対策抜きの需給対策だけでは不十分であろう。一言付け加えると、日本株あるいは日本株の最近の下げの大もとである米国株の下げについては、須田委員の見方にかなり一致するところがあるが、ただ一点、まだアメリカの企業収益の数字そのものがまだ信頼できる数字なのかということについての最終的な結論が出ていないと思う。であるから、この点で株価がなかなか上昇しないというところがあると思う。この点だけ若干、私の意見は違う点がある。ただ、それ以外の点はかなり、そのとおりだなという点が多い。以上である。

#### 速水議長

次、植田委員をお願いします。

#### 植田委員

三つ位だけ申し上げたいと思う。その前に全体感としては、足許おおまかに下げ止まりという基調については、変な言い方だが、若干プラスの第2四半期のGDP成長率が、今後、年末にかけて、やや下がっていく可能性がある、そういう意味では、踊り場的な状況であるし、その先どうなるかがよく分からないというところかと思う。その理由のうちの一つは、皆さん言われたように輸出の先行きがもう一つ不透明であるということかと思う。その理由も既に今日、それから過去の会合で議論されたとおりであるが、一つだけ付け加えれば、一部、日本を含むアジアの企業についての我々の比喻で言うと短観みたいな調査を見ると、第4四半期にかけてアジアでの貿易がかなりスローダウンするという結果が幾つか得られているように、ヒアリング結果等を含めて総合的に言えると思う。従って、これは本当にそうかどうか、取り敢えず我々としては、次の短観をよくみてみたいと思う。それから、何人かの方が言われたように、国内では消費に取り敢えず若干の下方屈折の傾向がみえなくもないのが心配である。言う

までもないことだが、例えば、この前の法人季報をみると、売上げはまだ伸びるという状態に至っていない訳である。製造業でやや前期比でプラスになっているという程度だが、全体ではマイナスが継続している。その中でリストラで賃金を大幅にカットすることによって、製造業・大企業を中心に若干の収益が出ているという状況である。従って、そういう中では、若干の収益の上昇が設備投資にすぐ結び付くということはなかなか期待できないだろうし、むしろ、7月に起こったような賃金下落もあって、消費にマイナスの圧力がかかるというマクロバランスになり易いのではないかと思う訳である。ここも8月には若干の回復の兆しがある様だが、全体としてどういう方向にあるのか注意深く見守りたいと思う。

最後に金融資本市場だが、これは前回は私がちょっと申し上げた点だが、全体的に言うと、マネーマーケット、それから国債、それからやや良質のクレジット物、こういったところに資金が集中しているという状況かなと思う。おおまかには理由は二つあると思う。一つは、我々は去年の3月以降、大量の資金供給を行ってきた訳であるが、その全部ではないが、かなりの部分は流動性需要が増大するのをアコモデートしていたという局面、性質のものであったかと思う。過去に起こったこの流動性需要の増大の一部が、ここ数か月大幅に剥落したということではないかなと思う。その理由は、昨日来、指摘があったところであるが、景況感や資金フローの改善であったり、昨年度後半の預金の動きによって、従来の資金不足行に資金が流入し——それだけでマクロの資金需要が減るとするのは理論的には難しいが——やはり底溜り的な予備的な流動性需要が何となく減るという効果があったのかもしれない。さらにペイオフの実質延期というようなこともあり、ここまで非常に高い水準を保ってきた流動性需要が過去数ヶ月位の期間にガクンと減った。定量的に数字を出すのは難しいが、数兆円単位で減ったというイメージではないかと思う。逆に言えば、政策変更はしていないが、数兆円程度の追加の資金供給という量的緩和をやったというふうに見られなくもないと思う。それが、かなりの程度、先程申し上げた真ん中のところ、マネーマーケット、国債、それから格付けの高い

社債、CP等への需要に回っているということである。一方で、景況感は今一つ、あるいは不確実性は高まりつつあるような時期であったし、底流にある金融機関の脆弱性という問題、従って、リスクテイク能力が高くないということ、さらにそれに拍車をかけるようにして、金融機関の負債サイドが定期性から流動性預金に大幅に変わったというようなことがあって、今申し上げたような買われている資産よりもさらにリスクの高い資産、株とかやや低格付のクレジット物、さらには貸出というようなところにはなかなか資金が行き難いという状況にあるのかと思う。そういうことだけを指摘して私の意見を終わる。

速水議長

春委員、お願いします。

春委員

それでは申し上げます。総括的には昨日の執行部の説明や、各委員の発言があったが、春先以降、景気は4月の「展望レポート」を上回るテンポで輸出主導の改善を示してきたが、民需に明確な波及がみられない中で、金融システムや株価の動向、米国経済の動向、あるいは中東情勢といった諸要因が不安定な動きを増しており、不透明感が強まっているというように感じている。具体的に経済指標をみると、4～6月の実質GDPの前期比は+0.6%となり、輸出が大幅に増加したほか、設備投資も減少幅をかなり縮小させている。難しいところだが、私は基本的にその状況は若干の減速はあるとしても続いているのではないかと期待を込めて考えている。そういった意味で、やや期待を含めた幾つかのコメントをさせて頂きたいと思う。実質輸出入の動きを見ると、7月の貿易収支は前期比増加を維持した。設備投資も、7月の資本財出荷は前月から改善した。また、7月の機械受注は4か月連続の前月比増加となり、設備投資は先行指標からみて下げ止まりつつあると判断できるのではないかと思う。鉱工業生産も確報が出て、7月は前年比僅かながらプラスとなったようだが、全国の大口の販

売電力量を見ると、7月は東アジア向けの輸出が堅調だった鉄鋼、化学を中心に前年比+0.4%と余り大きくはないが、18か月振りで前年比がプラスの伸びになっている。8月については、まだ東京のデータしかないが、これは天候・気温要因もあってこれだけでは判断できないが、前年比+3.1%とかなり高い伸びになっているようである。一方、なかなか改善しないのは雇用・所得環境であり、常用雇用者数とか名目賃金とも引き続き厳しくなっているが、またその中で、7月の小売関係の指標は概ね全て低迷したという状況であったが、8月に入って新車登録台数とか東京地区の消費者態度指数など回復の方向を示す指標もあり、低調な株式市況とか厳しい所得環境とかあるが、消費マインド面の改善というのは何とか継続しているのではないかと思っている。次に、日本経済にとってのリスク要因と考えられる米国経済と株式市場について申し上げたいと思う。米国経済については、9月11日のページ・ブックで過去数週間に経済成長が減速したと報告されているように、ペースダウンがはっきりしているようであるが、皆さんも言われたようにダブル・ディップの心配が強まったかと言うと、大方のエコノミストは2002年中2%台の成長を見込んでいる。個人消費についても、先行きやや強気の見方をしている米国系のインベストメントバンクの話聞いたが、二点程、印象に残った点があった。一つ目は家計資産に占める不動産の割合がこのところ上昇して、30%弱という水準になっているけれども、これは90年頃の水準に戻ったというもので、それ以前はもっと高水準だったというような計算をしており、また、年収に比した住宅価格も極めて高い地域というのが限られているということもあって、住宅価格の急落は余り心配しなくてもよいと言っていた。二つ目には米国の可処分所得対比の家計負債額もやや上昇傾向にあって、110%弱の水準のようである。これが日本の場合は130%強であり、これをかなり下回っているので米国経済が借金漬けで、これ以上支出が出せないということでもないのではないかと、ということをやっていた。この辺りの数字は確認というか、裏付けをとっていないので申し訳ないが、明るい指標として印象に残ったということである。また、7月下旬の株式下落の主因と

された会計不信の問題、これもどなたか言われていたが、今後再燃しないとは言えないが、決算内容についての宣誓書が8月14日にほぼ問題なく出揃って、政府も早期に企業改革法を示したということもあり、米国株価は引き続き大きな懸念材料ではあるが、少なくともこの面からの悪影響は一応消化したと考えてよいのではないかと思う。

次に、日本の株式市場だが、これも米国の株安の影響を受けて9月3日、4日と19年振りの安値となり、昨日は相当戻したがまた今日はちょっと下げているようであるが、中間期末に向けて金融機関の決算への悪影響とか、人によっては年末にかけて一段の株安というようなことを心配する向きもあり、これも大きな懸念材料だと思っている。この中で15年度の証券税制改革が、制度が複雑過ぎるというような批判もあって、今、抜本的な見直しが予定されているようだが、是非、個人投資家の株式市場への参加を促すようなものになるように期待したいと思う。また、東証でも上場廃止基準の厳格化に向けての検討を進めており、これも直接金融の裾野の拡大に向けて歓迎したいと思う。また、日経平均がバブル崩壊後の最安値を付けた9月の第1週の投資主体別の売買動向をみると、外国人投資家の売り越しに対して、個人の買い越し額が1,300億円、その前の週の600億円という続けて大幅な買い越しになっているということも注目したいと思う。

最後に最近、金融広報中央委員会が発表された家計の金融資産に対する世論調査だが、今後、保有を増やしたい金融商品が何かという質問に対して、平成12年の調査から14年の調査にかけて預貯金を増やすという回答が38%位だったものが49%と相当上がっている。一方で株式とか公社債投信、信託、株式投資信託、こういった商品が軒並み、増やしたいという割合を減らしているということであり、現実の家計は新しい金融ビジョンで示された直接金融の拡大への道筋と逆の方向へどうも向かっている。大変残念なことであり一層各方面での環境整備が必要なのではないかと思っている。以上である。

速水議長

金融経済情勢について追加的な意見、議論があればここで自由にご発言下さい。政策の方は後にしたいと思う。大体皆さん似たような意見で余り変化がなく、むしろ安定してきているのかと思うが。田谷委員何かありませんか。

田谷委員

今の時点では特にはない。

速水議長

それではここで10分コーヒープレイクにして10時20分から政策問題に入りたいと思う。

(午前10時10分中断、午前10時22分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは金融政策運営方針について意見を承りたいと思う。今回も一人5分程度でお願いします。福間委員からお願いします。

福間委員

金融政策についても、執行部の説明にもあったように量的緩和は十分過ぎる程十分であるというように私も認識している。金融システム問題がなお残る中で、金融機関は特に流動性リスクをほとんど意識しなくても済む状況になっている。かねて量的緩和には二元的効果があるということを申し上げてきたが、一つはご承知のようなCPIの前年比をゼロプラスを目指すということと、もう一つは金融システムの安定に役割を果たすという二つであった。文字どおりその効果が果されているということで、流動性不足による経営破綻懸念ということは大きく後退する姿になっている。市



場では日銀の流動性に対する細かな配慮が大きな安心感になっていて、量的緩和が長期化するという時間軸効果に対する期待感が継続していることから、市場は金融政策に対する信頼感が浸透しているという受け止め方である。こうした動きは、本行と市場との対話が、ある意味ではでき上がってきたということだと思う。ここにきて、銀行が国債購入を加速しているのは、こうした信頼感の強まりが背景の一つになっていると思う。金融機関にとっては、保有国債はいざという時の担保手段としても機能するので、流動性対策にもなる。もう一つは、地銀の一部には、この前も調査局で調べてもらったのであるが、東京で積極的な貸出をやっている。パーセンテージで言うと、相当大きく貸出が伸びている。このような動きにもなっているし、またそれ以下の中小金融機関も国債の購入に前向きになっている。これは、中小金融機関についてはペイオフの完全実施見送りで流動性を抱え込む必要性も後退した表われで、それが主因である。

以上の金融環境を踏まえると、現在の金融調節目標を、なお書き付きではあるが継続することが必要であり、また今のところはこれで十分対応可能な状況ではないかと思っている。ただし、不良債権処理、株式の減損処理等から今後の金融システムの不安が一段と高まる可能性もあり、結果として市場が動揺することも予想される。このことから、いつも申し上げていることであるが、執行部では市場の不安感を招かぬようこれまで同様10～15兆円の当座預金残高の上限近傍の15兆円台を確保するように引き続き努力をお願いしたいと思う。

なお、先月の決定会合で申し上げた点について改めて申し上げる。三つ挙げた。一つは、ロンバート型貸出の公定歩合適用期間の弾力化、オペ期間を現行の6か月から12か月まで延長を図り札割れに備えるという方策である。もう一つは、15兆円を引き上げることであるが、ただ、15兆円を引き上げることについては、今の段階では必要はないのではないかと思うが、ロンバート型貸出の公定歩合適用期間の弾力化、オペ期間を現行の6か月から12か月までの延長を図り、札割れに備えるオプションを拡げることにも必要ではないかと思う。ただ、今は市場の流動性

不安は沈静化しているので本日ここで提案する必要はないと思う。先を考えれば、今から流動性供給のための準備をしておくことが妥当ではないかと思っている。執行部におかれては、そのフィージビリティ、実務面の問題点を整理してもらい、次回以降の会合で議論できたらと思う。

なお、長期国債の買い切り増額については、今月は見送りがベターではないかと思う。先程からの話のように、海外長期金利の低下も手伝って、国債価格は、海外投機筋の積極的な購入もあり、ややバブル的な様相を呈していることから、現状は自然体での相場展開を行なわせることが適当ではないかと思っている。長期金利の低下は、中長期的には、一方では年金の利差損の拡大、生保の収益基盤の一段の悪化というデメリットもあるということも留意しておく必要があると思う。今直ちにこれに焦点を当てるということではなくて、そういうものと並走しているということを入れておく必要があると思う。もう一つ、国債の買い切り増額を今は必要ない、あるいはやるべきではないのではないかということは、今国債の運用益が銀行の非常に大きな収益源の一つになっている。ここで更に長期金利が低下し、国債のロールダウン効果を薄めると、期末評価替えをした場合の来期の発射台が非常に高いところからはじまる。そういう意味では、ALMが非常に難しい、あるいは逆に言うと、リスク・リターンから言うとリスクがかなり増えるということである。期末が接近しているのでここは自然体で買い切り増額については今月は見送った方がよいのではないかと考えている。以上である。

#### 速水議長

先程、聞き落としたので申し訳ないが、東京近辺の貸出が増えているというのは。

#### 福間委員

地銀である。地場が必要がないから。この前考査局で調べてもらったら、もの凄く高い伸び率になっている。金額は元々小さいという要因もあるが。

しかし、それは限界的には都銀との競争でややスプレッドアップを抑制する要因にもなっている。

速水議長

それでは次、中原委員お願いします。

中原委員

先程現況判断で申し上げたとおり、景気は基調として変わっていない。金融市場には不安感が生じていない。言えることは、先行きについてのリスク顕現の可能性が先月に比べるとやや高まってきたというところが実感である。このような状況で追加的な緩和策を講ずるとすれば、景気、物価に対する予防的措置ということになると思うが、一方で、緩やかな回復過程にあるという動態的な表現をもって客観事実として認識する限り、追加緩和のジャスティフィケーションはなかなか難しいと考えている。結論として金融政策は現状維持でよいかと思う。

資産価格への直接介入は最後の手段として、中央銀行の手段としても否定はしないが、現在ではその状況であるとは認識できない。また、現実に流動性の供給が極めて潤沢に行なわれていることは昨日の金融市場局の説明のとおりであって、札割れが続出している中で、技術的にも流動性供給をこれ以上増やすことは難しい。また、ここへきて時間軸効果が強烈に発揮されている現状、長期国債のバブル的様相、こういう中で長期国債の買い切りを増やすということも、またその意味がどこにあるかということも説明し難い状況にあると思う。

今回は、従って政策変更はなし、ただし、基本的見解の中で先行きリスクについて懸念の強まりを指摘することによって時間軸効果の自動延長、この効果を期待できるのではないかというふうに考えている。勿論、今後景気が腰折れするリスクが具体的に確認されるような状況に至った場合の政策のオプションとしては、量的緩和のレジームのもとで、適格担保範囲の拡大、あるいは担保条件の緩和、長期国債の買い切りも含めて考えて

いくべきだと思う。しかし、先行きのリスクを展望すると、今回は、今後の政策転換の余地を残しておくということが妥当かと思う。デフレへの対応で重要なのは、需要を作ることであり、これは、自明の理であって、財政により需要を作り出すことがもしできないということであれば、需要が生まれる環境を作らねばならない。その意味で、不良債権処理は最優先されるべき課題・テーマであると思う。ここにこそ、日銀・政府は一体となった政策発動が求められると思う。以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

金融調節は現状維持で良いと思う。金融市場の中、特に短期金融市場の中では、ほとんどのマネーレートが0.001%あるいは0.002%というところにある訳で、極度に緩んだ状態にあると思う。万一、先行き流動性需要が増えるということがあれば、それに対しては弾力的に応じていけば良いと思う。それから、長期国債についての考え方は、今、福間委員、中原委員が言われたのと同感で、今回そこを変える必要もないと思う。

先般、アメリカCEAのハーバード委員長が訪問されて若干話をしたが、盛んにJGB買い増しということと言われる。色々理屈を聞いてみると、別に何かそれによって効果があるというふうには、——昔は言われていたが——最近は言わないで、買うことのリスクはあるのかという消極的な買い増し論である。リスクはあるのかないのかというのを改めて考えると、リスクはある。それは日銀のバランスシートの中に将来の価格変動リスクを、既に相当大量に蓄積している訳であるが、さらにそれを拡大していくというのがリスクだと思う。既に低金利環境の中で細りつつあるシニョレッジを一体何に使うのがベストなのかということ、金融政策の範疇を越えてもう少し広い観点から、総合的に考えていかなければいけない時期にきているのではないかと思う。

中原委員が一言だけ言われたが、世上言われている株式市場、株価そのものへの関与・介入というようなことは避けたいと思う。あと、技術的に担保適格玉の拡大というようなことは可能な範囲で常に検討しておくべき課題だと思うし、福間委員が言われた手形その他の期間延長というようなことで、将来に向けて資金供給の範囲を拡大する余地を検討してみるとというようなことは結構なことだと思う。当面の金融調節としては現在のやり方を続けるということによいと思う。以上である。

#### 速水議長

次に、藤原副総裁お願いする。

#### 藤原副総裁

先程も言ったように足許の景気動向には大きな変化はみられないが、先行きについては、海外経済の先行き不透明感に加えて、国内株価の不安定な動きとその影響を踏まえると、ダウンサイドのリスクが高まっているということは否定できないと思う。それはまだ現段階ではリスクに止まっており、今ここで先行きの景気見通しを下振れさせるような状況ではないと思う。また、株価下落にも関わらず、金融市場では流動性不安が高まっている訳でもない。逆に、資金余剰感が一段と高まっている状況である。従って、金融政策運営としては、現状維持ということにして今後の動きを注意深く見守っていくということで良いと思う。勿論、今後仮に短期金融市場で流動性需要が増大するような事態になれば、なお書きで対応するなど、機動的に対処するべきであると考えている。

最近、オペ手段多様化の一環として、ETFの買い入れを検討してはどうかという意見があるが、私はこれには反対である。日銀法上、日本銀行がオペにより買い入れることができる資産は手形または債券に限定されていて、ETFの買い入れといったことは想定されていない。また、流動性供給の手段としては、現在、金融機関は国債などの資産を豊富に保有していて、日本銀行が資金供給を行なっていくうえで、買い入れ対象となる資

産が不足しているという状況ではない。従って、現時点では、担保やオペ対象資産の拡充の必要はないと思う。

先程も申し上げたように、株価の低迷が物語っている日本経済の抱える基本的な問題は、金融システムの問題に集約されるような経済の構造的な脆弱性にあると思う。やはり、金融システムの安定を図りながら、税制改革や規制緩和などによって構造問題に思い切り取り組んでいかないと、株価の本格的回復は勿論のこと、経済の持続的な成長も実現し得ないのではないかと思う。金融システムの問題については、日本銀行としてもできることとできないことがあるが、引き続きできることには積極的に取り組んで行くという姿勢が重要だと思う。また、金融政策運営の面でも、こうした問題の関係者の取り組みをサポートするように、潤沢な資金供給を続けるということが、また重要であるということと言うまでもない。

最後だが、今回の決定会合の結果について、とりわけ今回はマーケットや国民からの関心が極めて高くなっているように窺われる。従って、今回の会合の結果については、判断の背景にある金融経済情勢についての認識や、またそのもとでの金融政策面でのスタンス、更には現在の日本経済の抱える基本的課題の克服に向けての取り組みなどについて、改めて丁寧に説明していく必要があると思う。勿論、総裁の記者会見や簡単なステートメント等の方法はいろいろあるが、いずれにしても改めてここで説明することが必要だというふうに考える。以上である。

速水議長

次、須田委員にお願いします。

須田委員

当面の金融政策運営については、先程申し上げた金融経済情勢についての認識を踏まえ、現状維持が適当であると考えている。長国の買い切りも、これまでどおりで良いと思っている。そのうえで、現在の金融緩和政策について幾つか申し上げたいと思う。

最近、株価下落を契機にして、金融政策について追加的な緩和を求める声が高まっている。そこで、何があり得るのであろうかと考えてみたが、なかなか答えは浮かんでこない。現在、日本銀行は当座預金残高を15兆円程度に維持する調節を行なっており、短期金融市場には資金余剰感が漂っている。金融機関は流動性のアベイラビリティについて全く不安を覚えていない。金融市場が不安定化するということがなければ、差し当たりこれ以上の資金需要が出てくるようには思えない。従って、当座預金残高目標を増大させる必要性は感じない。それではマネタリストの言うように、ベースマネーの供給をさらに増加させるということだろうか。しかし、貨幣数量説を単純に当てはめるような量的緩和の効果については、これまでの実績をみる限りかなり疑問に思う。また世の中でも、一部の信奉者を除くと、それを支持する意見はかなり後退しているように見受けられる。ちなみに、米国では、マネーサプライのうちM1の前年比が今年1-3月期が+7.6%増、4-6月が5.9%、7月も5.1%とかなり高めの伸び率を示している。ところが、これまでのところ、米国ではベースマネーの伸び率が高いから先行き景気を心配するに及ばない、大丈夫だとか、あるいは今こそFRBが積極的に金融緩和しベースマネーを増大させるべきであるといった議論は見られない。量的な緩和は必要ない、あるいはほとんど効果がないと考えられるというなら、一体何を追加するのだろうか。日本銀行が金融調節のために何をかうかとか、何を担保にするか、ということに関する議論ということであれば、それは金融緩和というよりもその資産の価格形成に中央銀行が影響を与え得るということに期待しているということになる。これに対しては、どのような状況下にあっても資産価格に働き掛けるような金融政策は行なうべきではないとまでは断言できないが、今の金融経済情勢はそのようなことを考えなければならないような危機的な状況ではない。また、日本銀行が受け入れている担保は十分にあって、半分しか使われていないのが現状なので、担保を拡大する必要はない。最近、日本銀行がETFを適格担保として認める、あるいは買い入れることを検討しては如何かという意見がみられる。これに対する私の答えは、今

申し上げたとおりである。ETFは、そもそも個人投資家向けの商品であって、本行の取引先金融機関や大規模な機関投資家の保有は僅かである。しかも、市場規模は現在1.8兆円に過ぎない。このような市場を相手に日銀が介入すれば、紛れもなく資産価格に働き掛けるためと捉えられるだろう。なお、調節手段が足りないというような状況に陥った時には、私は昨年秋にも申し上げたが、他の金融資産との代替性の程度、財政ディシプリンとの関わり、中立性の確保、あるいは市場の大きさ等の観点から、外債を第一候補に考えたいと思っている。もっとも、これは介入政策との関係が問題になるので独自の判断でできることだとは思っていない。外債購入に関しては、非伝統的でリスクがあるから日本銀行がそれをリジェクトした、と9月13日の講演で黒田財務官が述べている。日本銀行がリジェクトしたということは、それを買うかどうかは日本銀行が決定できるということのように受け取れるが、財務省の判断はそういうことなのだろうか。是非、財務省としての考えをもう一度確認させて頂ければ幸いである。それでは金融政策としてもうできることはないということか、と問われれば、これまでの緩和政策の効果が顕現化するような方策はないか、色々知恵を絞って考えていきたいというのが私の答えである。例えば、資金が中小企業向けに回るような工夫の余地はまだあるのではないかと考えている。いずれにせよ、金融政策としては、現在追加的になし得ることは非常に限られている。むしろ、今日では金融政策決定会合の枠外だが、不良債権処理を加速するうえで、日本銀行として何ができるのか、という論点こそがもっとも重要であり、私自身もギリギリのところまで考え抜かなければならないと思っている。また、株安については、今重要なことは、目先の株価を下支えるという弥縫策ではなく、個人投資家の資金が株式市場に流れるように税制面を含めた環境を整備すること、また先程申し上げたような株価下落を金融システムの安定性に大きな影響を及ぼさないようにすることなど、抜本的な対応策を講ずるべきであると考えている。これについても、日本銀行としてできることはないかを考えていきたいと思う。そして、金融政策以外での日本銀行の行動がこれまでの緩和政策の効果を高め



ることに繋がっていくことを多いに期待したいと思っている。以上である。

速水議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

今までの委員の方々とほぼ同じ意見である。内外景気の先行きに関する不確実性は高まっているが、現時点で国内景気の底這い、そしてその後の緩やかな回復の展望が崩れている訳ではないと思う。また、株価は先週まで軟調を続けたが、金融市場全体としては極めて強い緩和状態となっている。金融政策として採り得る手段が限られていることもあるし、今回は政策としては現状を維持したいと思う。ただ、いかにしたら市場の信認を得られる金融システムの安定化策が採られるのか、その中で日銀として何ができるかを検討することは必要なように思う。一部には、日銀当座預金目標額の引き上げ、あるいは長期国債の買い切り増額、あるいはETFの買い切りないし適格担保化といった思惑、考え方がある。それらと関連してインフレターゲットを採用してはどうかといった考えも一部になくならない。それでは実際の状況はどうだろうか。この点は、先程植田委員がエレガントに話されたが、一応私も同じような意見である。現在、マネーマーケットでは、日銀の潤沢な資金供給、資金の取り手への預金流入、あるいは決済性預金の全額保護による予備的流動性需要の落ち着きなどもあって、資金余剰感が非常に強く、短期金利が全般的に最低水準に貼り付いた状態となっている。またその影響が、長期国債の金利や、CP・社債の利回りにもおよび、金利の全般的な低下に貢献しているようである。一方、資金供給オペで札割れが発生してはいるが、長期国債の買い増しなしに何とか日銀当預残高 15 兆円は維持できている。札割れ対策として、現在、長期国債買切オペの増額をしなければならない状況にはない。それは将来の札割れ対策として、あるいは緩和効果の強化に全く効果がないとは言わないが、現時点ではその必要性が自明ではないように思う。ETFの購入

は、それがPKOとして行なわれるのであれば避けなければならないと思う。ETFを担保に取れないかということについては、やってできないことはないだろうが、これも金額的に非常に小さなものに止まるし、現在その必要性はないように思う。インフレターゲットについては、何度も繰り返して言うとおりに、それを実現する手段を欠いている状況下では、採用は困難と言わざるを得ない。金融緩和を実効あらしめるためには、金融システムの安定化がどうしても必要である。また、それこそが株価が持続的に上昇するための最も重要な条件だと思う。抜本的な金融システムの安定化に向けて何をすべきで、日銀として何ができるか、早急に検討すべきだと思う。以上である。

#### 速水議長

次、植田委員、お願いします。

#### 植田委員

特に皆さんの意見に付け加える新しい点は余りないが、私は、景況感等は将来の不確実性が増しているということもあるので、さらにインフレ率は-1%に近いところで、当面大きく上がっていく気配はないということではあるので、有効な緩和手段があれば打っても良いとは思っている。そのうえでだが、田谷委員も今言われたように、足許をみると、有効かどうか100%の自信はないが、現実に量的緩和をかなり大幅にやったのと同じ状況になっていると思う。分かり易くやや危険に比喩的に申し上げれば、4月以降流動性需要が後退していく中で、仮に何らかの金利ターゲットを用いていたのであれば、流動性の供給量をやや縮小するという政策を採っていたはずである。そうであったとしても、金融緩和の程度は同じであったということかと思う。それに対して、そういう流動性需要が何兆円か縮小したところに対してという意味であるが、実際は何兆円か追加供給をしたという状況にあるので、さらにここでもう一回追加供給をするという必要性は乏しいのではないかと思う。長期金利に関して皆さんが言われたこと

にも同感である。やや違う話だが、株のP K O的なオペレーションをやることの是非について、皆さんが若干のコメントをされたが、私も若干コメントをすると、中央銀行は株を買うということが絶対あり得ないことではないと思う。状況次第かと思う。一つの恐らくある種の必要条件みたいなものは、ファンダメンタルズで決まるような株価水準を——それはどこかというのはえらい難しい訳だが——かなり大幅に下回っているという状況下であれば、さらにほかに金融緩和の手段がない、という時にはあり得るというか、考慮しても良いということかなとも思う。しかし、現状がそうであるという判断は非常にでき難いと思う。二番目に、そうではなしに、とにかく何でもいから株価を上げて景気を良くして欲しいという理由で株を買うとする。そういうことをやると、現状では、収益でも金利でも正当化できない株価の上昇を作り出すということであるから、中央銀行はある種のバブルを積極的に株式市場において作っていくということかと思う。そういうものは、どこかで破裂してしまい、結局役に立たないか、あるいは市場に出回っている株をほとんど買うという事態にならない限り、バブルがサステインできないという状況になってしまい、後者の持つマイナス面は明らかかと思う。あるいはより弱めに、ある程度以下には株を下げないというオペレーションができないのかという問題意識もあるかと思う。しかしこれも言うまでもないことかと思うが、株価が操作されるようになると、株価が本来持っているような経済の実態を映す鏡である、あるいは株価が自由に決まることによって資源配分を効率的にしていくという機能が大幅に損なわれていく。勿論、インデックスを買うということである程度緩和できる訳だが、それでもマイナス面は非常に大きいということかと思う。それからやや観点を変えて、今、流動性供給手段として株式を購入するという必要性は非常に少ないということは皆さんが言われたとおりかと思う。それでも、日本において、株価の下落にこれ程までに注意が集まる最大の理由は、これも何人かの方が色々な形で言われたが、金融システム、特にその中核である銀行がいまだに大量の株を抱えていて、何らかの理由による株価の下落であっても、銀行の資本の問題に直接響い

てきて、金融システム不安に繋がるというルートが存在しているからだと思う。そういうルートが非常に乏しいアメリカ等では、あれ程株価が下がっても金融システム不安だ、株価対策だという声はそれ程上がってこないということからも分かるかと思う。従って、株価の問題ということであれば、このところにメスを入れるというのが採り得る、あるいは採るべき手段の一つということになるかと思う。そういう話もあるが、もう一つ一般的な金融政策の話に戻ると、これまでマネーの量、ベースマネーの量を増やすということをやってきた訳である。ベースマネーは別名ハイパワードマネーというふうに言われる訳だが、私が学生の時に習った先生は、ハイパワードマネーは何でハイパワードかと言うと、一単位のハイパワードマネーを供給した時に、広い意味のマネーとか貸出がその何倍も増えて、その意味でハイパワードであるというふうに習った。嘘だったかもしれないが、仮にそうだとすると、現状はそのハイパワードマネーがハイパワードではなくてローパワードになっている状態であるかと思う。それでもローパワードマネーを沢山出せばという余地はまだゼロではないかもしれないが、むしろローパワードのマネーを何らかの方法でハイパワードに変えていくという方向に注意のポイントを移していった方が有効なのではないか——日本銀行だけでできることは限られている訳だが——と思う次第である。以上。

#### 速水議長

それでは最後に、春委員お願いする。

#### 春委員

現在小泉総理の指示を受けて政府の関係当局が緊急対策を色々検討されている訳であるが、経済財政諮問会議等でも検討されている。

その中で各方面から日銀に対して多様な要請が行なわれているように感じる。具体的に言うと、当座預金目標の拡大とか国債買切オペの増額とか、あるいはETFのようなものをオペの対象に加える、さらにはインフレ

ターゲットの採用といったような要請というか期待があるということに非常に強く感じる。皆さんが言われていることであるが、このうち日銀から金融市場へ資金供給をさらにこの段階で増やさなければいけないかということについては、既に非常に強い資金余剰感があり、また市場にも金融システムに関する直接的な危機感・不安感がみられない現在では色々手法の改善等を進めるとか、あるいはなお書き等の適切な運用ということは当然必要であるが、現在の緩和状態をさらに拡大するということは適当ではないように思う。ただ、この場合、前回の会合でもどなたか言われておられたが、これまで前年比2割台半ばという大幅な伸びになっているマネタリーベースが、今後当座預金残高を15兆円の水準に維持するとすると、前年比伸び率が急速に低下してくる訳である。この点について、日銀の量的緩和に対する姿勢とそのベースマネーの前年比の伸び率をどう考えてどのように説明していくか十分な検討が必要なように思っている。

一方で、インフレターゲットとかETF購入などいわゆるPKOに類する方策については、皆さんも言われておられたが、その効果とか副作用とかを考えれば、さらに慎重な検討を要する課題というふうに思う。

以上から私の意見としては、金融政策運営については現在のディレクティブに基づく量的緩和を維持することであるが、これと並行して根本的な課題である金融機関の不良債権克服や金融システムの安定に向けて日銀としての考え方をもとに政府の関係当局とも協議をした上で日銀として採り得る有効な方策を早急に実施に移すことを考えたいということである。以上である。

#### 速水議長

それではここで一応皆さんの意見を承ったので、私の見解を述べる。まず、経済情勢をみると、最終需要は依然として弱い。社会経済を巡るいわゆる不透明感というものが強い。輸出や生産は増加を続けているといった基本的な構図が続いているように思う。従って、足許の経済情勢については、前月の判断を維持して、「全体としてほぼ下げ止まっている」とする

ことが適当ではないかと思う。

先行きを展望するうえで重要となるのは、海外経済の動向であろうかと思う。米国では、株価の下落が家計や企業のマインド面に何がしかの影響を及ぼしているようにみられる。しかし、家計支出は底固さを維持しているし、生産の回復基調も続いているように思う。勿論、先行きのリスクについては、注意深くみていく必要があると思うが、米国経済の回復シナリオ自体は、維持されているように思う。このように、海外経済の緩やかな回復が続く中で、わが国の景気も今後下げ止まりが次第に明確になっていくものと考えられる。もっとも、海外株価の動きや、在庫復元の動きが一巡しつつあるという情報関連需要の先行き、さらには国際政治情勢などわが国の輸出を巡る環境に強い不透明感があることは事実だと思う。こうしたもとで、国内株価も軟調に推移しているし、後程申し述べるように、その影響が実体経済におよぶリスクについても、注意が必要ではないかと思う。

次に、金融政策運営について申し上げる。日本銀行としては、これまでも、様々な政策の選択肢を排除しないで真摯に検討を行ってきた。こうした金融政策の検討の前提となる景気判断については、先程申し上げたとおり海外経済の緩やかな回復というシナリオ自体は、維持されているし、こうしたもとでわが国でも回復に向けた動きは続いているように思う。現在、本行は、当座預金をターゲットとする政策運営のもとで、流動性を潤沢に供給している訳だが、株価が不安定な地合いを続けて、また中間期末を控える中でも、金融機関の流動性需要には全くと言って良い程変化がみられない。本行の潤沢な流動性供給の方針が市場で理解されていることもあって、流動性調達に関する安心感は、市場に浸透していると思う。金利も長めのものに至るまで、むしろ低下傾向を辿っている。これらの点は、今年2月頃までの状況とは全く異なっているように思う。

以上を踏まえて、当面の金融政策運営については、現在の思い切った金融緩和を継続して、景気回復に向けた動きを金融面からしっかりとサポートしていくという、これまでの方針を続けることが適当と考える。

なお、ここで、昨今の株価の不安定な動きについて、中央銀行としてこれをどう捉え、どのように対処すべきかという問題について、一言申し上げたいと思う。株価が先行きの企業収益に対する見方を反映して決まるものである以上、中央銀行が金融政策の手段を使って株価自体を動かす、コントロールすることは適当でないし可能でもない。このように言ったからといって、私は株価の動向が日本経済にもたらすリスクについて、決して楽観している訳ではない。株価の下落は、金融市場への影響など様々なルートを通じて、経済に影響を及ぼすリスクがある。幸い、本行の潤沢な資金供給のもとで、流動性に関する不安感はほぼ完全に払拭されていると思う。今後とも、株式市場に端を発する場合を含めて、仮に市場で流動性需要が増大するようなことがあれば、中央銀行として機動的に対応していく必要があると思う。日本が他国以上に株価下落の影響に神経質にならざるを得ないという大きな理由は、株価がバブル崩壊後のボトムを更新するもとで、金融機関が株価変動に対してやはり脆弱性を抱えている、その結果として、株価下落が金融機関経営や金融システム全般、ひいては経済全体に影響を及ぼしやすいという点にあると思う。そうだとすると、考えるべきことは、金融機関の抱える株価変動リスクをいかに削減するかという、金融システム面での対応であって、そのことを通じて、金融機関が貸出の増加に取り組みやすい環境を整備していくことであると思う。

最後になったが、他の委員の方からも指摘があったように、本日の決定を巡っては、内外の注目が高くなっている。また、本行の潤沢な資金供給のもとで緩和感が一段と浸透している金融市場の実情、株価動向についての我々の認識、さらには金融システムの安定を図っていくことの重要性などについて、改めて説明し、理解を求めていくことが有益であると思う。このため、賛同を頂ければ、本日の決定に至った考え方を簡潔なステートメントとして对外発表すると同時に、私から記者会見を行なってはどうかと考えている。原稿は後程審議願いたい。私の意見は以上だが、追加的な議論があったらどうぞ行なって欲しい。暫くの間、自由討議をしたいと思う。

不良債権処理は、皆さん、非常に問題であることを認識しているし、私も諮問会議でもそういう発言をしている訳だが、先程中原委員がちょっと最後に触れられた不良債権処理こそ大切だという場合に、大銀行のトップの方々がどのように考えているのか、私共も余り直接話を聞かないので、もし聞かせてもらえるような考え方もあったらお願いしたいと思う。それから、日本経済全体で、この不良債権処理という言葉が決まった言葉のようにになっているが、これも随分中身は広いもので、なかでも金融担当大臣が「今、不良債権の処理はやはり必要ではない」と時に言われたりもされる訳だが、問題はむしろ、膨大な非効率な部門が銀行貸出のもとでほとんど動いていない、というようなケースなどがそのまま残っていることである。去年のさるスーパーの破綻の後始末などをみてもそういう感じがするし、かなり大きな金額がそういう非効率部門に黙って置かれているというようなことも、いわゆる不良債権処理の中で最も早く対策を考えなければならぬ部分ではないかなというような感じがする。そういったことを全部ひっくるめて、不良債権処理が大切だというのは私も全く同感であるし、それではどこからどういうふうに動き出せばいいのか、これはここで議論することではないと思うが、少し感想があれば教えて欲しい。

#### 中原委員

大変難しい質問である。1年半ここに座っているので余り的確な現在の感じを伝えることはできないかもしれないが、銀行のどちらかと言うと、ミクロの立場でこの不良債権問題に対しては大変銀行業界全体がバッティングを受けている中で、言いようもないフラストレーションと反発と、さりとてマクロ的な構造問題の一つとしての不良債権処理という、必要性の自覚という中で悩んでいるというのが現状かと思う。具体的には、不良債権の存在そのものが不況の原因であるという議論、これは大分薄れてきたけれども、現在の不良債権については大分認識が出てきたが、バブルの処理という形での新規不良債権発生から日本経済の大きな構造変革の中でその構造変革を迫られている一部の非効率な、あるいは時代においていか



れる大企業、あるいは中小企業が取り残されていく中で不良債権が発生している。こういう現状についての理解が今までなかなか進んでいなかったということについてそれぞれの銀行が悩んでいる。

それから、もう一つは、銀行のビジネスモデルとして戦後の経済成長の中で、あるいは各国に追い付け追い越せの傾斜的な資源配分の中で、銀行がメインバンク制の中で果たしてきた役割は大きなものがあったはずである。これをいきなり否定して、そういうビジネスモデルを否定する。一方で、不良債権処理を加速せよと。古いビジネスモデルのもとではお客様をいかに長期的な立場からサポートしていくかということが非常に重要視されてきた。それをいきなり否定されたことに対する戸惑いというものがある。これがフラストレーションの一つの要因にはなっていると思う。

それから、三つ目だが、不良債権処理という一面だけでは駄目である。あくまで産業構造の変革、あるいは産業再生の両面作戦が必要である。これも最近になって随分議論が出てきた。このような三つの側面からそれぞれのミクロの経営の立場ではフラストレーションを感じているのだと思う。

これまでの不良債権処理というのは、これは私の個人的な意見だが、大きな市場メカニズムの中で経営者の英知を使って経営能力を引き出しながら時間をかけて解決していこうという手法だったと思う。これにはやはり、どうしても限界がある。やや極端な言い方かもしれないが、個々の銀行のミクロ最適と日本経済のあるいは金融構造の中のマクロ最適が一致しないという面があり得るのだと思う。個々の銀行の立場では、やはり経営を安定させ、長期的な立場から客との関係を維持しながら経営をしていかねばならないのに対して、環境あるいは行政からは早急な処理を迫られる。その中で悩んでいる訳であるが、私はやはり、かなりのインセンティブとそれからそういう処理をしないことに対するネガティブなインセンティブ、これを巧く使い分けながら早期処理をやはり加速していかないといけないのだと思う。日本経済とそれから不良債権の関係については、2年位前に通産省の研究所の方が書かれた「日本経済の罟」という

本があったが、あれはなかなかよく研究された本だと思うが、なかなか分析的な手法で理論的に経済の不況と景気の悪いことと不良債権の関係が巧く説明されていないように思うが、いずれにしてもこの段階で不良債権処理が最大のテーマであり、これを解決すれば需要が出てくるのか、あるいはリスクテイクがはじまるのか。これはそのとおりにはいかないと思う。ただ、この条件を乗り越えない限り、次に向かっての前向きな回転は出ない。その点については、不良債権処理はプライオリティの最も高いテーマであるということに全く同感である。

速水議長

ほかに、意見があったらどうぞ。

山口副総裁

植田委員の発言への質問だが、株式を市場から買う場合について、三つのケース分けで言われて、拝聴していた限りでは最後の結論というのは結局難しいか、あるいはむしろ積極的にやるべきでないか、どちらかではなかったかと。株価対策という意味ではやるべきではないという結論であったというように聞こえたが、そういう受け取り方で良いか。

植田委員

然り。

山口副総裁

これまで日本銀行は株式市場に直接出て行く、民間の株式と関わりを持つということを極力避けるということを基本に考えてきたと思う。その背景を改めて考えてみると、私の極めて個人的な整理に過ぎないが、当然、第一に植田委員の指摘された点であるが、金融政策とはやはり資源配分に対して中立的なところにいるべきであるということがあったと思う。個別性の極めて強い株式というものに、そういう意味で積極的に関わっていく

ことは避けたいということがまずあった。

二つ目には、株価対策と言う意味でどれ位フィージビリティがあるのかということも当然考えたと思う。昭和 40 年に日本共同証券というものがそういう役割を担って出ていった訳であるが、その評価というものは非常に難しいとは思いますが、株価を積極的に吊り上げるという意味では余り成功しなかったというのが一般的な評価ではないかと思う。先程、植田委員が指摘されたように、市場全体を買い上げてしまうという位の積もりでやっていかないと、株価維持、あるいは積極的な吊り上げという意味でのフィージビリティはないと思う。昭和 40 年でさえそうだった訳であるから、現在のように世界の株式市場が繋がったような状態でどういうことになるのかということは、これは新しい問題としてさらに問題を難しくしているのではないかと思う。

そこで大量にというところから、今度は三つ目に日本銀行のバランスシートの中でのリスクの許容度というのか、中央銀行がどれ位の価格変動リスクを引き受けるのか、あるいは信用リスクを引き受けていくことができるのか、適当なのかという問題があると思う。原則として、通常の金融政策の範囲の中では、短期国債とリスクフリーアセットを使っていくというのが中央銀行の最も標準的な手法であり、そういう意味では、信用リスク・価格リスクを極力避けながら、資源配分に対して中立的な政策を打っていくというのが中央銀行の金融政策の元々の姿だと思う。ただ、このところは、やはりそれぞれの中央銀行が置かれた固有の金融環境の中で、対応の仕方というものが様々であるという部分があると思うし、それから就中先程来委員方が指摘されているように、現在の日本の金融システムの極めて特殊な状況を踏まえると、この中で中央銀行がある程度のリスクを承知のうえでどうしても関わらざるを得ない、つまり一国の金融システムを守るために中央銀行として可能な範囲内で関わっていく限度というのはどれ位のものなのかという問題を、やはり避けて通ることはできないと思う。そういう意味で、以上申し上げたことを踏まえたうえでの株式というもののとの関わり方を、この際考えて然るべき局面にきていると思うが、

申し上げた理由で株価対策というところからは少し離れたところで考える必要があるように思う。

#### 田谷委員

相当の大量のオペレーションをしないと株価に影響を与えることはできないのではないかという点だが、昭和40年の証券不況の時、必ずしも株価を引き上げることではなくて、ある水準以下に下がることをディフェンドするというところに目的があったと思う。その当時使った金というのは、時価総額の確か6%だったと思う。現在が300兆円弱だから今のお金に直すと20兆円弱の金で全く下支えができなかったという状態だった。その当時、あとで聞いたところによると、あるトップの証券会社のシェア、その当時確か15~16%だったと思うが、それを全てそういうことに、取引の15%程度の金を使えば何とかなっただかもしれないと一部の人が話していたことはある。そうすると、現在の金額だと40兆円、50兆円という金になる訳である。それこそ相当の金額になると思う。それでもその当時との違いは今、山口副総裁が言われたように国際化していなかった訳であるから、全然環境が違う訳である。であるから、ちょっとやそっとのオペレーションでは全く効かないという状態になっていると思う。

#### 福間委員

釈迦に説法であるが、日本は経済的にみると、あの当時はヤングエコノミーである。要するに、今みたいな成熟経済ではない。万一、株式を購入するとしたら相当長い塩漬け期間があるのだろうなということは考えられる。

#### 山口副総裁

あの時も最初から共同証券なり保有組合なりが最後どういうふうに分散できるかという展望がはじめからあった訳ではない。その後の経済成長

が問題を解決した。それがヤングエコノミーと言われる意味であろう。

福間委員

然り。

山口副総裁

今度それを期待できるかとなると……。

中原委員

ただ、私は現在の市場の一つの大きな不安要因というのは、銀行の保有する株というのが潜在的な売り要因としてあるということがあるが、もう一方で、企業側の持つ株、この持ち合い株構造というものが今、消え去ろうとしている。こういう市場の需給が一時的に大きくアンバランスになる状況を、やはり軟着陸させるために株価維持というよりは、過大な供給に対するマーケットへのプレッシャー、これによる価格の下押し、これが実体経済に与えるダメージ、これを少なくとも和らげ、あるいは分散してそのプレッシャーが出るような施策として、ある種の組織によるそういう持ち合い株の長期のホールドというのは肯定されるだろうと思う。それは中央銀行の政策とは直接関係ないが、金融の面で中央銀行が絡むことはあり得ると思う。基本は大きな経済政策の中の一つだと思うが、それをその株価維持、あるいは人為的にその資源配分を弱めるものということで、大きな一時的な需給ギャップのプレッシャーを和らげるための措置を非難することは私は妥当ではないのではないかと思う。ただ、中央銀行が札を刷って、これを買えば支えるという発想は勿論極めて危険であり、かつ妥当とは思えない。もっとも、深尾先生あたりは60兆円買えと、昨日言われていたが、それ位買えば効くのかなという気はするが。ただ、これは、心理的にはやはり中央銀行が出たとなれば、一時的にはサポートはあると思う。

速水議長

世界的に株が下がっているが、日本の下がり方が最も低い。一桁であるから。けれども銀行の保有株が多いということが日本の株の低下に対するセンシティブな感じを抱かせていることは間違いない。持ち合いが多いという動きは、これは少しずつ減りつつあるとみていいのか。

福間委員

減っている。

速水議長

減りつつあるのか。しかしまだ相当量がある訳だな。

福間委員

だからこそ、経団連としては、自社株消却を求めた訳である。すなわち、商法改正により、利益、資本準備金も振り替えができるような形になった。本年6月末における新商法になって各社消却枠の合計額は確か10兆円強だったと思う。もっともマーケットメカニズムに沿った形でやるには、やはり企業がROE経営を目指す中で持ち合い株が出てくるのを自社株で回収しようではないかというのが原点だった訳である。であるから、持ち合い株という予見があるから、それをどういう形で吸収するかという議論をやって、やはりオーバー・エクイティ・ファイナンスをやったのだから、それを買い取ろうではないかということであった。であるから、そのメカニズムを余り外すと、一挙両得、あるいは三位できることが非常に部分的にしかできない、あるいは効果が出てこないということになりかねない。私は基本はそう考えた方が、日本経済には良いのだろうと思う。不良債権の問題も同じである。企業再生と銀行再生を表裏一体で考えるために私的整理のガイドラインで大いに議論した訳であるが、この株の問題も全く同じだと思う。勿論、企業と銀行が一体的にやっていかないと、なかなか企業は何もやらないと言っていたのではいけないとは思うが。

### 速水議長

戦後の長い時期、やはりオーバーローンがずっと続いて、オーバーローンを通じて日本の経済がここまで大きくなってきたのは間違いない。80年代になって企業が資本を増やしていった。80年代から90年代にかけてである。それで自己資本を増やして、増やした分で借り入れを返したのである。そういう意味でオーバーローンはそこで終わっているが、株のお互いの持ち合いというのは、引き続けている。それはやはり、銀行と企業との長年の付き合い、取引関係というものが残っていて、それを尊重しながら、あるいは、その一つのシンボルの様な形で双方が持っている。特に、銀行の場合は、企業もそうであろうが、今まで含み益だという形で持っていた株というものが、時価評価になるし、株価は下がっていくということで含み損になってしまったという大きな変化によって、株価に対するここ1年の神経質な動きに変わってきたのだと思う。そういうことを無くしていくためには、やはり株の持ち合いというものを減らしていくしかないと思う。それをどういう形でやっていけるのか、その辺のところは、これからの問題だと思うし、やはり株価が下がれば自己資本は減るのであるから、十分でないだけに気になるのは当然のことだと思うし、他の国の民間銀行は株を持っていないのだから、そういうものを段々減らしていくように指導していき、我々も検査や考査で何も効率性のないところへの貸出などは減らしてもらう必要がある。同時に、株も減らしていく方向へリードしていかないと、なかなか新しい貸出を起こしていくとか、前向きにリスクを取っていくというようになっていかないのではないかとということが、かなりはっきり分かってきたような気がする。

### 福間委員

それが、株式買取機構なのである。こういう問題にフットライトを当ててそういうものを作った訳である。

## 須田委員

この問題を考える時に、やはりその株はTier 1の範囲内にもうしなければいけないというルールを決めてしまったということが、要するに民間に任せておくのではなくて、そうしなさいよというふう从上から決めたということがあるから、やはりある程度それに対して政府なりがサポートしていくという姿勢はあって良いのではないかというふうに思う。

## 速水議長

これは今後も引き続き問題になるが、今日のところはこの辺りで止めて、ここで政府からの出席の方々から意見あるいは気付かれたことがあれば一つお願いしたいと思う。谷口副大臣お願いする。

## 谷口財務副大臣

では、はじめに申し述べる。現状の金融政策は、潤沢な資金供給を通じて市場に安心感を与えているが、物価は依然下落しており、デフレの克服には結びついていない。

このことが、デフレ心理を一層深刻なものにしており、こうした状況の中、先週開催された経済財政諮問会議等においても、デフレの克服に向けた政府・日銀一体となった対応の重要性が再認識され、従来からの議論を総括したうえで、より積極的な金融政策に乗り出すべき時期であるとの意見も出されている。

また、金融政策が現状維持のままでは、今後マネタリーベースの伸び率が減少していき、金融緩和姿勢が弱まったと受け止められるのではないかと危惧も示された。

わが国経済が民需主導の自律的な成長を実現するうえで、デフレ克服はこの一両年の経済運営における最重要課題であるとの認識を改めて共有し、日銀におかれても、従来の考え方や枠組みに捕らわれない、実効性のある、思い切った金融政策運営を是非ご検討頂きたいと考えている。

これに付け加えて申し上げると、この申し上げたことにも入っているが、諮問会議においても日銀と政府が一体となって対応すべきだという意見が非常に強い訳である。先程、委員の中からもその話が出ていた。また、今回の決定会



合が9月末を控えた最後の決定会合であるということもある。そういう観点で、国民が非常に興味を持っているこの決定会合である。今さっき申し上げたような、従来の延長線上ではない、市場にサプライズを与えるといったような政策、政府と日銀と一体となった政策変更をお願いをしたいと考えているところである。今現在の消費者物価の動向をみると、前年対比でみると、ほぼ横這いのようだが、前月対比でみると、どうも6月以降下落傾向にあるというような状況があるし、また半年後の物価下落予想の推移ということで、アンケート調査によると、どうも今後物価が下落すると考える方がかなり増えてきているという状況がある訳である。ハンバーガーチェーンの再値下げであるとか、また100円ショップの50円売りといったようなことも出ているようだが、そのような状況の中で、このデフレ対策というのは、非常に重要で、政治の場でもこのようなことが議論されている訳である。そこで、従来から私が申し上げていた、一つは、この去年の3月に量的緩和に転換をされた時に、銀行券発行残高を上限にするといった長期国債の買い切りの上限を設定された訳だが、一つは、このようなこの上限を取り除くといったようなことも必要なのではないか。今、上限までどの程度か詳しくは分からないが、1兆4、5千億円なのか。そういう状況の中で、この上限を取り除くということと、仮に長期国債買入を増額するといった場合には、ある程度の期間において、ある程度のボリュームでこれを買増しをするといったようなことも、私は必要なのではないかと考えている。それと先程からの議論にあった、外債については従来私が申し上げているように、外債の日本銀行の購入というのは、為替介入権、これは財務省が持っているが、これと深くかかわるところで、財務省の中でもそういう意見が非常に強い訳である。私自身が、いわばこの日銀と政府が一体となってやるというようなこの選択肢の一つとしては、置いておく必要があるのではないかというところで、いわばグレーゾーンというような対応に今止めているという状況である。もう一つ、株のことについて、ETFだが、言及をされた。これについては財務省としてはやはり先程から出ているが、日本銀行の、かなりリスクの高い商品を所有すると、保有すると

いったことで、財政状況の健全化という観点で、危惧しているところであるし、ひいてはそれが通貨の信認をこの低下させるといったことについては、財務省としても十分注視をしながら、はっきり申し上げると、非常に危惧を持ちながら考えているということである。また、中央銀行が市場介入するという点については、市場機能を混乱させるといったようなこともあると思うので、財務省として私自身もそのように考えている訳で、そのような観点で申し上げさせて頂きたいと思う。

速水議長

小林内閣府審議官、お願いします。

小林内閣府審議官

まず、景気の基調判断については、本日、月例経済報告等関係閣僚会議において報告されるが、いずれにせよ最近の株価下落等もあり、厳しい経済環境にあることは間違いなく、先行きについては楽観すべきでないと考えている。従って、今後の金融経済情勢については、これまで以上に注意深く見守っていく必要があると考えている。

株価下落等を含む経済情勢については、総裁も出席された9日の第26回経済財政諮問会議において、有識者議員より緊急提言がなされ、デフレ対応策について議論があったところである。今後は既に閣議決定した「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2002」に基づき、「金融システム改革」、「税制改革」をはじめとした構造改革の取り組みを、「より早く、より大きく、より分かり易く」を基本に推進することが重要と考えている。株価など金融・経済動向を注視しつつ、近々総理から示される考え方なども踏まえつつ、経済財政諮問会議でも検討しながら、早急に具体化を進めていく。

デフレ克服に向け、政府・日銀は引き続き一体となって強力かつ総合的な取り組みを行なうこととしており、最近の厳しい経済環境に鑑み、金融緩和効果の創出や金融システムの安定に向けて、さらなる対応が必要だと考えている。日本銀行におかれても、デフレ克服に実効性ある金融政策の

検討、実施をお願いしたいと考えている。

速水議長

それではここで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は、現状維持の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る方がおられましたら願います。それではどなたからもないので、事務局は私の議案を確認のため、もう一度読み上げて欲しい。

[事務局より議案配付]

山口企画室審議役

それでは議長案を読み上げる。「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。」である。

速水議長

多数の委員のお考えを集約した積もりである。特に質問、意見があれば、どうぞ願います。

中原委員

先程議長の方からまた、一部の委員の方も発言があったが、今回非常に市場での関心が高まっていることもあり、政策決定会合の考え方について十分マーケットに説明する、あるいはメモを出すというような話もあったが、実は先程からの議論の中で、ベースマネーを増加させることは意味が

ないという意見も色々出ているし、一方でベースマネーの伸び率が縮小することによる——私もこの意見には非常に関心を持っているのだが——ある種のマネタリーコンディションが引き締め気味に働くということ等色々な意見が出ていて、少なくとも今の量的緩和のスキームそのものを否定するようなところまで結論が出ている訳でもないし、今回動かなかった理由として、現在のレジームが無効であるとか何とか、そういうニュアンスが出ることは一切避けるべきだろうと思うが、現実にはどういうメモを記者会見で出されるのか、執行部で用意されているのだったらそれをちょっとみたいと思う。

#### 速水議長

これが終わった後、次に議論頂く積もりで用意していると思う。

#### 白川理事

もし出す方向になったら、その原案を提出していつもと同じようにそれ自体を決定会合の議決事項にしたいと思う。その時にも説明するが、今、中原委員が言われたようなことを文面では、踏まえている積もりである。

#### 中原委員

それから谷口副大臣の方から、やはり政府の提案に近い線でのご発言だと私は比較的重く受け止めるべきだと思っているが、その辺、今回の決定会合の今の大勢意見について、意見をこれ以上伺う必要はないのか。私はちょっとそういう感じを持っている。

#### 谷口財務副大臣

私が申し上げたことは、大臣もそういう考え方で、短期資金については潤沢に資金供給されているが、中長期資金については、そこはポートフォリオ・リバランス効果といった観点で、この長期国債を買い増しするといった場合には、ある程度のボリュームが必要なのだろう。だから思い

切ったことを行なうといった観点で、この上限を取り外すということは私は是非お願いしたい。

#### 白川理事

一点だけ数字の説明をさせて頂きたい。先程私の聞き間違いかもしれないが、谷口副大臣から長期国債のうちの買いオペ残高が、これが銀行券の上限との関係で枠の余裕が確か1兆円というふうにご指摘を頂いたが、これは数字を申し上げると、この8月末で、銀行券の発行残高は、66.7兆円である。他方、日本銀行の長期国債の保有額、これは54.1兆円である。従って、上限ルールとの関係での枠余裕は、現在12.6兆円、つまり13兆円であって、これは数字の説明だけであるが、13兆円というのが今の状況である。

#### 田谷委員

谷口副大臣が言われたマネタリーベースの伸び率の低下について一部危惧を持っている見方もある、危惧があるということだとか、長期国債の買い切りを増やした方がいいのではないかというご意見だとか、そういうことを含めて、やはり今後まだ相当このポイントは私も議論したいと思うし、していくことになると思う。私はその意向である。

#### 速水議長

今のところは、何か起こったらなお書きによって15兆円にかかわりなく十分出せるということになっているので、私はそれで賄っていけると思う。情勢が少し変わってくればまた別だが、今の情勢だったら何が起こってもなお書きで対応できるのではないかと私は思う。

#### 須田委員

今のような長期金利が1%となるような状況で、これで国債を買ったらでは資金が長期に流れて設備投資が出ていくとかというシナリオは余り

みられない状況で、私はやはり今はそういう話は考慮の中からは、消して良いのではないかと思う。

#### 田谷委員

先程植田委員がマネタリーベース、あるいはハイパワードマネーというのは、ハイパワードではないと言われていたし、山口副総裁が、依然としてハバード委員長がJGBをもっと買ったらということと言われてると、これはIMFも同じようなことを言っているが、やはりそこは全て同じ問題の色々な側面だと思う。それは私も議論していきたいと思っている。

#### 中原委員

長期金利が1%を切る状況で、確かにバブル的であることは間違いないが、マーケットの感覚で言うと、一所懸命今売り場を探しているところ、ポジションを外したいと思っているので、今回の政策決定会合はどういう方向に買い切りを増やす、あるいは増やさない、いずれにしてもいずれかの時点で金利は反転するだろうと思う。当然ながら、キャリーが取れないということで、銀行は収益の点からもギリギリのところまで追い詰められている訳で、どこかでポジションを外して改めて買い場を探すという動きがあるに違いないので、バブルの様相だから長国買い切りを増やせないということは、私もそれに近いことは申し上げたのだが、思っていない。ただ、非常に結局難しいのは、ベースマネーの伸びがマネーサプライの伸びをもたらさない。マネタリストが言っているということは、私の理解ではマネーサプライを増やすということだろうと思う。そうすれば確かに竹中大臣が言われるように、マネーサプライを増やす方法は本当はないのか、ということについてもう一度よく考えてみたいと思っているが、この辺は相当アカデミックな議論が必要なので、私は必ずしも自分自身、できると思っていないのだが、長国買い切りの問題は、田谷委員が言われるとおり、マネタリーベースの伸びと一緒にもう一度改めて私は議論すべきではないかと思う。

速水議長

ただ今の意見は記録に残して、今後機会をみて続けていきたいと思う。一応、ここで、議案の採決を行ないたいと思う。採決をお願いします。政府からの出席の方は恐れ入りますが、別室で暫くお待ち頂きたいと思う。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

それでは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]

採決が終了した。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現状維持が全員一致で決定された。白川理事と金融市場局長は、ここに定められた方針に則って、調節に努めるようこれをもって指示するので願います。なお、決定事項の公表は、会合終了後速やかに行なうこととする。

V. 対外公表文の検討

速水議長

続いて、対外公表文の検討に入りたいと思う。原案を事務方から配って読み上げて下さい。白川理事、山口企画室審議役願います。

山口企画室審議役

それでは読み上げる。「本日の金融政策決定会合における決定について。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、これまでの金融市場調節方針を継続することを決定した。(別添)」。別添を読み上げる。「当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。(全員一致 or 賛成多数)。日本銀行当座預金残高が 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。以上。」次に 2 である。「2. わが国の経済情勢をみると、輸出や生産は増加を続けており、景気は、全体として、ほぼ下げ止まっている。また、日本銀行の潤沢な資金供給のもとで、金融市場は、全般的に極めて落ち着いた動きとなっている。3. ただ、株価は、世界経済を巡る不確実性の増加等を背景に、海外主要市場の株価と同様、不安定な地合いを続けている。株価の下



落は、心理面を通じて企業や家計の支出行動に影響を及ぼし得るだけでなく、現在の金融経済情勢の下では、金融機関の収益・自己資本の減少を通じて、金融市場や金融システムを不安定化させ、経済活動に大きな影響を与える可能性がある。4. 現在、金融機関の流動性需要に変化はみられないが、日本銀行としては、金融市場が不安定な動きとなる惧れがある場合には、これまでと同様、金融政策決定会合で決定した当座預金残高目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う方針である。取引先金融機関は日本銀行に対し、既に十分な量の担保を差し入れている。5. 日本銀行は、今後とも、金融システムの安定に向けた取り組みを含め、日本経済の安定的かつ持続的な成長の基盤を整備するため、中央銀行として最大限の努力を続けていく方針である。以上。」。

速水議長

意見等、あればお願いする。

植田委員

そもそも何のために出すのか。

白川理事

政策変更がなかった場合にもかかわらず、プレスリリースを行なったことが今まで二回あって、一つは99年の9月、不胎化介入云々で論争があった時。それから、もう一つは、ゼロ金利解除の直前の2000年7月、これはそごうの問題があって、あの時は現状維持だった。その二回で、今回仮に出せば三回目である。それで出す主旨だが、金融政策を巡って色々な議論があって、そういう中で、いつもと同じように淡々と従来どおりという紙が出た場合に、日本銀行の考え方、今日のこの場での議論が世の中に十分に伝わらないので、どうしても誤解が生じ得るかなということで、勿論、記者会見はあるが、通常でいくと記者会見まで時間を置くので、そういう意味でエッセンスだけを抽出したものを出してはどうかということであ

る。

#### 中原委員

読んだ中身は非常に淡々としている訳である。淡々とし過ぎているという印象だが、特にこの3. 株価の低迷、あるいは株価の下落についてコメントしているが、これは事実をコメントしているだけであって、これに対して日銀としてどういう関心を寄せているのか、あるいはどういう対応をとり得るのかについて、一切言及していない。それから5. が、デフレ解消という、少なくとも日本全体として最大の緊急の課題について、全くリファアしてない。この二点について私は非常に違和感を覚えるがいかか。

#### 白川理事

今の点は当然の指摘だと思う。この紙の位置付けだが、この紙自体は本日の金融政策決定会合のアクションであるということについての、そういう意味では意図的に、ある意味で禁欲的に淡々と書いている。一方、今委員が言われた点はいずれも重要な論点であるので、これはこの金融政策決定会合での文章ではなくて、また別途の文章で出すという方が適当であると、それが両方が同日に出るという方が良いかなということで、敢えてこのようにした。これは勿論判断である。

#### 中原委員

その別途の文章というのがよく分からないが、少なくとも3. について、株価の下落について、金融政策決定会合で重大な関心を持っているというのは明らかで、それについて金融政策すべきことが何かあるかということについてはかなり否定的な雰囲気だった訳だが、ここについてやはり重大な関心を持っているということ自身はマーケットに伝えるべきではないか。それから、今日の会議の中でデフレという言葉は一回も出なかったように思うので、これは問題かもしれないが、デフレ解消ということはや

やはり 5. の中に、中央銀行の決意としては入れておくべきではないか。

#### 白川理事

そこも含めて判断だと思う。例えば、いつもこういう文章で書く時に、最後は日本銀行はこういうふうにする、政府におかれても云々というのがある訳で、それ自体もちょっと繰り返し出すのも非常に大事なことなのだが、日本銀行が金融政策である種の変更をやって、日本銀行もこういうふうになると、それ以外について、こういうことをやって欲しいということに合わせて言うのも、これは従来採ってきたアプローチである。今回、政策変更していないということで、敢えて淡々としている。これ自体、勿論判断だと思うので、一応私共はこういう案を作ってみたが、委員の方の議論の結果次第ということだと思う。

#### 春委員

やはり 5. だが、この表現だと、今後とも続けていく方針という表現なので、恐らく変わろうという内容は全く含まれていない。もう 1 枚どのような紙が出てくるのか分からないが、金融政策は変えないけれども、こういうことは変えるのだということならまあ、辻褄が合うのだが、今の議論は、金融政策は今までどおりだけど、やはり不良債権とか金融システムについてはさらに踏み込んだ検討をして、政府と一体となって、そういう言葉があったかどうかは分からないが、進めていくという気持ちを皆さんの側は常にあったし、ちょっとどういう紙が出てくるのかという関係はあるが、これだけみると少し不十分ではないかなと思う。

#### 山口企画室審議役

その点の思いは不十分かもしれないが、5. のところで、「日本銀行は、今後とも、金融システムの安定に向けた取り組みを含め」というところに込めた積もりではあるが……。

## 春委員

変わらないのか変わるのかというイメージの問題である。

## 白川理事

金融政策自体について変えるかどうか、つまり今回の決定会合から次回決定会合までについては今日の決定会合で方針を決めて、その先どうなるかというのは、毎回毎回、経済金融情勢を点検しながら決めていく。従って、将来どうかというのはその時また決めるということになる。ただ、日本銀行の構えとしては、金融政策の面では4. について潤沢に資金を供給していくということを改めて言っている。金融システムについては、この紙の上では努力を続けていくということを書いている。金融政策以外の面での対応については、基本的な考え方等々については短い文章で、しかしはっきりと説明するというスタンスをとっている。それ自体について、別途の議論が勿論あり得ると思うので、それ以上私の方からどちらであるべきかということを上げるのは適当でないと思う。

## 中原委員

現政策維持という結果は同じであっても、会議のニュアンスとしては全て巧くいっている、万々歳で現政策維持ということもあるし、当然色々な意味でリスクは出てきているが、やはり足許、つまりリスクの蓋然性についてはまだ不確実である。足許はまだ回復の過程にある。従って、バイアスとしては注意をさらに深める方向に向いているという状況で政策維持ということもある訳で、その辺のニュアンスの差を出そうというために、こういうメモを出そうというのが目的ではないかと思うが、そういう主旨から言うと、このメモの全体のトーンは必ずしも会議のニュアンスを伝えるものではないような気がするが、ほかの方の意見はどうか。

## 山口副総裁

今日は先程の議論では、情勢判断のところについて中原委員が言われた

ところまでは私は届かなかったと思ったが、どうだろうか。

中原委員

それは判断の差ということだが、ただ、例えば3. の表現は、正直言って何を言いたいのか分からないことになるのではないか。

藤原副総裁

まずマーケットは、それからマスコミは現状維持なのに、対外公表文を別途出したことに、従来と違う意味を読み取ろうとすると思う。1. と2. は政策の判断だが、3. のところでこの紙を出す理由は、この「ただ、株価は」というところから、こういう議論があったから紙を出したのだなと受け取るのではないかと思う。3. の、とりわけ「金融システムを不安定化させ、経済活動に大きな影響を与える可能性がある」の中の「可能性がある」ということは、中原委員が言われたボードは関心を持っているということと表現は違うが、そういうことをインプライしている。それを受けた5. の、「金融システムの安定に向けた取り組みを含め」というくんだり、そういうことに大きな関心を持ち、「最大限の努力を続けていく方針である」ということで、全体として一つ的意思表示をしていると受け取れないか。

中原委員

そういう説明を受けるとなるほどそうかとも思うが。

福間委員

非常にエレガントな表現で良い。

須田委員

何もしないのだから余り色々なことを問題だって書く方がおかしいのである。それなのになぜやらないのかということに繋がるので。

### 白川理事

だから私自身の感じだと、これは出すか出さないか、それ自体が判断のポイントで、出すとすれば淡々としたスタイルかなど。金融政策の面では、勿論出さないという選択もあり得ると思うし、そここのところがポイントかなど私自身は思っている。

### 中原委員

ただ3. のところは、これはもう、別に改めて書くまでもなく、これ故に経済に関心を持つ向き、全て同じ意見を持っていると思う。5. は当然のことを言っているに過ぎない。冷たく言えば、そういう印象である。新聞記者はこれを受け取って何か特別なことを感じるかということ、実際感じない、むしろ、何でこんな当たり前のことを書いて出してきたのだろう、と書かれないか。

### 藤原副総裁

なると思うが、まずこの紙を出したということの臨時的な意味を取り、かつその後の日本銀行の態度と相俟って——時間差はどの位あるか分からないが——、判断するのではないかなと思う。ただ、金融政策の決定と金融政策以外のもののアクションとは違う訳なので、そういう点でここはこのように淡々とならざるを得ないような修文になったのだと私は思う。

### 山口副総裁

3. の内容は、中原委員が言われたように極々当たり前のことを書いていると思うが、私は実は逆のこだわりを一時したのだが、政策委員会のステートメントとして株価だけ取り出して言及するということは、これはかなり異例なことだと思う。だから、この3. という一つの項目を挙げて株価の動きとその影響を淡々とではあるが、言及するということは、政策委員会が重大な関心をここに寄せているという問題意識の表明であると私

は受け取った。それから5.で、デフレという言葉が出てきていないというご指摘は非常によく分かるが、先程からの政府代表のお二人にもデフレ克服に向けてということでご指摘を頂いたと思うが、これまでの政策委員会の議論の中でデフレ問題の捉え方というのは、やはり持続的な成長ということを実現して、それがデフレ克服に繋がるという、この論理的な脈絡で議論してきたと思う。だから、持続的な成長の基盤を整備し、それがひいてはデフレ克服に繋がるのだというような言及をすることは可能だと思うが、いきなりデフレというのをここに盛り込むことについては、若干そういう配慮があるかなと思う。春委員が言われた、余りこの、何と云うか、変化というか、改革に向けての意思表示が読み取れないというのは、最大限の努力を続けていくという中で、状況によってAという措置を採る場合もあり、Bというもっとドラスティックな措置を採ることもありという、そういう選択肢を色々抱えた表現が最大限の努力じゃないかなと、私は思ったが、これは日銀に長くいる人間だとそういう思考に陥りやすいのかもしれないので、何か良い表現があれば…。

#### 植田委員

山口副総裁が言われた2番目の点だが、短期的なフィリップス・カーブ的な視点からは言われるとおりだと思うが、日銀法の書き方から言うと、物価の安定を通じて持続的な成長という書き方である。だから、持続的成長のという前にデフレ克服がきても別におかしくはないと思うが…。

#### 中原委員

それからもう一つは、3. 株価の下落、これは前にも議論があったが、「心理面を通じて企業や家計の支出行動に影響を及ぼし得るだけでなく」、株価の下落は、もう実態的に企業のPLを直接ヒットする、今の時価会計のもとである訳なので、心理面だけではない。これは前にも議論があったと思うが、心理面ということを取って入れると、いずれにしても表現の議論であるが、ここにも私はちょっと抵抗を感じる。

植田委員

私も 3. は妙に株価に焦点が当たり過ぎているなというふうに思う。少なくともこの紙だけをみればそう取る。

山口副総裁

これは、ちょっと 3. については両論の意見があるということか。

植田委員

終了後、直ぐに出すのか。

白川理事

出す場合は、通常、決定会合が終わった後、5分経って別添の方と同時に出している。これだけが出ると何だろうかなということで、これとこの紙を同時に出すというのが一応想定した案であるが…。

福間委員

先程からの議論のように、いかようにでもみえるのなら、これは非常に良くできている。エレガントに。余り過激に表現するような問題でもないと思うが。

山口副総裁

この 2 枚目の別添の方だけ出すか、それとも 2 枚とも出すかという問題が先にある訳だが、3. については両論の意見をどのように調和させることができるのか、やや難しい面があるが、今出た指摘を踏まえたような修文をして、この 2 枚目だけではなくて、1 枚目を付けて出すというようなことを考えてはどうかと思うが。



須田委員

ルールとして、先程対外公表文は別途決定するという事でサインした。あの部分というのはもう出すという事を決めたということか。

田谷委員

いや、それはこれである。

山口副総裁

対外公表文として何を出すかということはまだ決めていない。

田谷委員

いつもついている。

須田委員

このこと。

田谷委員

中原委員が言われたように、余りにもタタタツとなっているという印象も一方である。

中原委員

これを受け取って、中央銀行の行動パターンというものを熟知している方はあるいはよく分かってくれるかもしれない。新米の記者、あるいは私みたいな人間が読むと、なぜこれを出したのかなど、全部言われなくても分かっていますよ、という感じではないかなと思うのだが。中央銀行がこういうことに改めてコメントすること自身に意味がある、というところまで読み込めればそうかもしれない。

田谷委員

9月の決定会合前に、一部で長期国債買い切り増額だとか、当預残目標の引き上げだとかETFの買い入れ・担保化、その他の議論というのは相対的にやはりちょっと多かったなという印象はある。例えば、新聞記者の方から掛かってくる電話の量とか、そういうのでみると、やはり今回は多かった。極端に多いかというところでもない。だから判断が色々分かれるのだと思うが、非常にベイグな格好で書かれているのはそういうことに対する一つの我々の答えはここに全部含まれている。例えば、今まで書いていない4.に、「既に十分な量の担保を差し入れている」ということは、そのことを指している訳である。だからそういう意味では、どちらかと言えば出した方がいいのではないかなと私は思う。それと、もし一つ付け加えるならば、その「デフレ克服に向けて」というのは、入れても入れなくても良いと思うが、最後の「最大限の努力を続けていく方針である」と淡々としておいた方がいいのではないかと、私は個人的に思う。

速水議長

原文のままが良いということか。

田谷委員

然り。私はそう思う。

植田委員

PKOが望ましいというふうには思わないというメッセージを送っていない。

福間委員

そういうのが出ると思った。

白川理事

今株価とそういった第3パラグラフと第5パラグラフについて、後から読み上げるが、修文の案を考えてみた。3.の方は、株価の下落はもう少しフルに書くと、勿論色々なルートがあるが、結局は別に心理面だけをシングル・アウトする必要はないということなので、「株価の下落は、企業や家計の支出行動に影響を及ぼし得るだけでなく」、これは今は当たり前の話ではあるが、しかしそういう直接的な影響だけでなく、「金融システム、金融市場を通じて影響がある」という、その二つを書くということにこのメッセージの意味があるのかなと思っている。そういうのはどうかと思う。それから第5パラグラフだが、先程のデフレというか、物価の下落を防止するという主旨を、これは日本銀行自身の気持ちを表すという意味で「日本銀行は、今後とも、物価の継続的下落を防止し、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、金融システムの安定に向けた取り組みを含め、中央銀行として最大限の努力を続けていく方針である」という感じである。これはいつも使っている表現である。政策変更があった時に使っている表現であるが、という表現もある。

山口副総裁

5. は私はそれで良いと思うが、3. について植田委員が言われた……。

植田委員

何となくどぎついですよね。

山口副総裁

含意というのは、ニュアンスというのは出てしまうね。

速水議長

5. はこれで良いですね。今のをもう一回読んで下さい。

白川理事

ちょっとまだ文案自体が固まっていないので、固まったら全部ゆっくりと読み上げる。ちょっと今、そこに至る前の…。

速水議長

3. と2. もか。

白川理事

3. のこの…。

速水議長

3. のこの心理面か。

白川理事

株について、少しどぎつい立場で見た場合は、パラグラフの中で、字数にして、行数にして非常に大きい訳である。これ自体が何か凄くどぎついということになるので、一つは字数を減らすということで、例えば、「金融機関の収益・自己資本の減少を通じて」というのは、ある意味で当たり前のことなので、「現在の金融経済情勢の下では、金融市場や金融システムを不安定化させ」という、いきなりそこへいくというのもあるが、ただ、本質的な問題をそれによって解決する訳でもない…。

山口副総裁

3. を全部取ってしまうと出す意味がなくなる。わざわざ出す必要はない。

中原委員

やはり株価は、今回、金融政策変更の絡みで早くから一番大きなポイントとして書かれている訳だから、それについてリファーしない訳には私は

いかないと思う。

#### 植田委員

まあ、2. に短くくっつけてしまうという手も無きにしも非ず。だから「金融市場は全般的に極めて落ち着いた動きとなっている。ただし、」と言って、3. の前半をかなり短くするか削除してくっつける手もある。

#### 白川理事

そうすると、一つの案だが、2. のパラグラフの後に、同じパラグラフで、「ただ、株価は、」とこの文章がずっと続いて、「不安定な地合いを続けている。株価の下落は、様々なルートを通じて、金融経済や金融システムに大きな影響を与える可能性があり、」と、あと、「注視している」というような文章を入れるかどうかだが、注視ということが、多分今の議論の中で強いということであれば、「大きな影響を与える可能性がある」ということで、ちょっとやや尻切れとんぼみたいな感じはあるが。

#### 山口副総裁

株価の下落が金融システムとか経済活動に大きな影響を与えるということ言えば、それはどうしても株価PKOを考えているのかという、最初そういう連想をもたれることは避けがたい。それからあとは、実際の日本銀行の採る措置、それについての説明でもって行なっていくということしかないかもしれない。この現在の「金融経済情勢の下では」というのは、先程の議論を踏まえると、もう少しストレートに、「金融機関が大きな株価変動リスクを抱えている状況の下では」とかいうふうに、もう少しストレートに言うと、どうだろうか。ここに楔を打つことに意味があるかもしれないというニュアンスを、そういう形で出すということは可能か。

#### 植田委員

禁欲的にいくのであれば、2. のところに続けて、「ただし、不安定な地

合いを続けている株価は、その他の様々なルートに加えて、金融機関の…」と繋げていき、「金融システムを不安定化させる可能性がある点には注意が必要である。」とか、その他のルートは具体的には書かないという手はあるが。それ以上書くのであれば、ほぼ同じになってしまうと思う。

中原委員

私は、その「注意をしている」とか「注視が必要である」というような言葉が一言欲しいという、そんな感じである。それはその、そこまでどぎつく言う必要はないという意見もあると思うので、私は固執しないが。それから、4. の「現在、金融機関の流動性需要に変化はみられないが」というのは、このところ確かに増えてはいない、むしろ流動性需要は減退しているという判断も出ていたが。

植田委員

減っている。

山口副総裁

「流動性需要は落ち着いているが」とするか。

速水議長

「落ち着いている」の方が良いかもしれない。そうしよう。

山口副総裁

3. のところは、今の日本の株価の弱さの一因が世界的な株価調整を背景にしているということは、やはり言うておいた方が良くかなと思うので、私は最初のセンテンスはこのまま残したいと思うが、二番目のセンテンスで、「株価の不安定」、「株価の下落」はか。先程何と言われたのか。

植田委員

「株価の下落は様々なルートに加えて」。

山口副総裁

「様々なルート」、そうですね。「様々なルートを通ずる影響に加え」か。

田谷委員

「様々なルート」というと、間接的なルートも含まれてしまうので、だから、「直接的な影響に加えて」というような感じにした方が良いのではないか。

植田委員

結局、家計の支出行動もかなり間接なところも多いのではないか。コンフィデンスとか。

田谷委員

「様々」というと、金融システムを経由したものをなぜシングル・アウトしたのか分からなくなってしまう。

植田委員

シングル・アウトさせたかったからではないか。

福間委員

しかし企業も銀行と同じように収益に大きな影響を受ける。銀行株が大幅に下がると、大変な影響が出る。

田谷委員

それでは「様々なルートを通じて影響を与えるが」か。

植田委員

まあ良いですか。このまま出すか。

田谷委員

いや、やはりちょっとその惧れはあると思う。確かにPKOだというようにとる、取ろうと思えば取れるので、このままでは。

植田委員

私はこれを出さないことによるリスクは少ないと思う。この紙を出すことによって3. が引き起こすリスクは先程から申し上げている。ただ、それもその他の説明をちゃんと聞けば大事には至らないという判断ではある。何か無責任だが。

速水議長

いずれにしても、「株価の下落は」以下、ちょっと文章が長過ぎる。

植田委員

最後の「経済活動に大きな影響を与える可能性が」というところを取ってしまうのは駄目か。最初の「企業や家計の支出行動に」で既に含まれているので。少しは弱まると思うが。

田谷委員

「不安定化させる可能性がある」と。

植田委員

「可能性がある」で終わりにするか「留意する」ということまで言うか。



速水議長

「不安定化させる可能性がある」。

須田委員

2. とくつつけて議論する話をしているのだったら、ただ「可能性がある」で良いと思う。3. は3. で別という話になっているのか。

植田委員

これはどっちもまだ決まっていない。

速水議長

それではいいですか。「株価の下落は、様々なルートを通じて企業や家計の支出行動に影響を及ぼし得るだけでなく、現在の金融経済情勢の下では、金融機関の収益・自己資本の減少を通じて、金融市場や金融システムを不安定化させる可能性がある。」。

山口企画室審議役

先程山口副総裁から指摘があったのは、「現在の金融経済情勢の下では」というところを、より特定化する形で、「金融機関が大きな株価変動リスクを抱えている下では」というふうにした方が良いのではないかという話もあったが。

藤原副総裁

その点は、「金融機関の収益・自己資本の減少を通じて」を残すのであれば、これでカバーされている。もしこれを取ってその表現に変えるというのはあれだが、私は個人的には明示的過ぎるという印象がある。

白川理事

変更箇所を通して読んでみて…。

藤原副総裁

今向こうで整理して…。

山口副総裁

「現在の金融経済情勢の下では、金融市場や金融システムを不安定化させる可能性がある点に注意が必要である。」と、単純化してはどうか。というのは、金融機関の自己資本という言葉をここで具体的に言うと、直ぐ過小資本的な連想を呼ぶリスクがある。

須田委員

深読みするから。

白川理事

承知した。それでは、ちょっとゆっくり読んでみる。それで今の第3パラグラフを独立にした方がよいか、続けた方がよいかどうかというところはまだ決着がついていないが、一応第3パラグラフ単独でちょっと読んでみる。「ただ、株価は、世界経済を巡る不確実性の増加等を背景に、海外主要市場の株価と同様、不安定な地合いを続けている。株価の下落は、様々なルートを通じて企業や家計の支出行動に影響を及ぼし得るだけでなく、現在の金融経済情勢の下では、金融市場や金融システムを不安定化させる可能性があるため注意が必要である。」。次に4.である。「現在、金融機関の流動性需要は落ち着いているが、」あとは変わらずである。最後に5.だが、「日本銀行は、今後とも、物価の継続的な下落を防止し、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、金融システムの安定に向けた取り組みを含め、中央銀行として最大限の努力を続けていく方針で

ある。」。

速水議長

宜しいか、これで。

白川理事

今の修文をしたものをお回しして、そのうえで。

[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

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

対外公表文については全員一致で採択した。

速水議長

ただ今、政策委員会として、全員一致で本日の決定に関する対外公表文

が決定された。対外公表については、会合終了後、速やかに行なうことにしたいと思う。なお、対外公表文は、執行部で合わせて英語に翻訳して公表することとする。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、宜しく了解願う。

## VI. 金融経済月報の検討

### 速水議長

それでは金融経済月報の検討に入りたいと思う。最初の4ページが本委員会の正式な決定事項になっているので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。まず調査統計局門間企画役と企画室の櫛田課長からポイントを説明して下さい。

### 門間調査統計局企画役

それではいつものようにA3の大きな紙で実体経済の部分からご説明する。冒頭の総論だが、ほぼ前月と同文で、「全体としてほぼ下げ止まっている」という表現である。この「全体としてほぼ下げ止まっている」という表現は7月から使っているので、今回で8月、9月と2か月連続で据え置きということになる。アンダーラインを加えているところは、若干変更しているが、前月は「世界経済を巡る不透明感は増している」という表現を使っていた。今月さらに増しているかどうかというのは、やや微妙ではあるが、いずれにしても、「不透明感は強い」と思われるので、そのように書いてある。それから各論だが、まず設備投資、こちらは「減少テンポは緩やかになってきている」ということで、前月に比べて若干の上方修正である。第2四半期のGDP統計、あるいは法人季報などの事実を踏まえた修文である。それから次の個人消費だが、「弱めの動きを続けている」ということで、基本的な判断は前月と変わっていないが、7月の指標が軒並み悪いということも踏まえて、前月あった「一部には底固さが窺われる」という表現は、今回は取っている。それから純輸出だが、前月は「大幅に増加している」という表現だったが、今月は、若干足許の増勢が鈍化しているこ

とを踏まえて、単に「増加を続けている」としている。鉱工業生産については、前月は「はっきりと持ち直している」に対して、今月は「引き続き増加している」としている。これは、あくまでも表現上の変更ということで、持ち直しという表現は下がっているところから上がってくる過程では非常にそぐう表現なのだが、足許はかなり持ち直して時間が経っているので、素直に「増加している」という表現に変えている。それから企業収益については、法人季報の実績を踏まえて、「企業収益が回復に転じている」というふうに、前月に比べてやや断定的に書いている。雇用・所得環境については、大きな変更はないが、三行目、「夏季賞与が大幅に落ち込む」ということを今回は指摘している。その後の「雇用者所得は明確な減少を続けており、家計の雇用・所得環境は、全体として引き続き厳しい状況にある」というところは基本的な判断は変えていない。

次に先行きのブロックだが、ここは先行きのパスについて、大まかなイメージは今月も前月までと変えていないが、多少色々と修文がある。これは基本的には、輸出とか生産の増勢鈍化という局面が、比較的近い将来に迫ってきているということ踏まえて、若干慎重な言い回しにしているというようなところを少し増やしたということに伴うものである。例えば、一行目の「輸出は」だが、今月は「海外における在庫復元が一服しつつある」ということで、足許既にそういう動きがはじまっていることを書いている。それから三行目の「鉱工業生産も」であるが、ここは前月は「テンポの振れを伴いつつ」という一般的な表現で書いていたが、今月は「増勢が鈍化する局面を伴いつつ」ということで「増勢鈍化」という表現を入れている。それから次のパラグラフの国内需要だが、「公共投資が減少を続ける」と、ここは変わっていない。それからその次に、少し長いアンダーラインがあるが、ここは実は、前月は、民間需要で纏めて書いていたのを、今月は個人消費と設備投資で若干動きが異なってきているということもあって、ここは書き分けてある。「個人消費も、厳しい雇用・所得環境のもとで、当面、弱めの動きを続ける可能性が高い。設備投資は、先行指標の動きなどからみて下げ止まりに向かうとみられるが」と、ここで切っし

まうと、少し下げ止まりから直ぐに上にいくという感じが出てしまうので、その後続けて「後述のとおり世界経済を巡る不透明感が強いことなどから、直ちにはっきりした回復に転じる可能性は低いと考えられる」ということで、少し先行きの慎重さを滲ませた表現を使っている。「ただ、輸出や生産の増加基調が維持されていけば、企業収益の回復傾向も持続し、その好影響が」云々のところは、いわば国内民間需要の波及の過程であって、その辺りのメカニズムについては、これまで同様の表現を使っている。「以上を総合すると、今後わが国の景気は、海外景気の緩やかな回復が持続する中で」ということで、前月はここは、「輸出や生産の増加が企業収益の回復を通じて」ということで、いきなり輸出や生産の増加ということから入ったが、今日は、その足許、少し輸出・生産が鈍化していくというフェーズなので、「海外景気の緩やかな回復」ということをまず基盤にして、ここは書き起こしている。それからその次の「下げ止まりが明確になっていく」というところに、今日は、「次第に」と入れているが、ここも先行き当面輸出・生産が鈍化していくという局面があるので、「次第に」ということを入れて、少し時間の経過があるということをニュアンスとして込めている。そのあとは余り変わっていないが、アンダーラインのところ、ここは、「輸出や生産の増加テンポがいったんは鈍化すると見込まれることなどを念頭に置くと、景気回復への動きがはっきりとしてくるまでには時間がかかる」と考えられる」、ここもやはり足許の生産の増加テンポが鈍化しているということ踏まえた表現である。その後の「また」以下のところが今回非常に議論になったリスク要因の記述だが、前月と大体同じだが、「また、米国をはじめとする世界の株価動向、情報関連需要の先行き」、ここは同じである。その次に今日は、「さらには国際政治情勢や原油価格の動き」というのを入れている。その代わりという訳ではないが、前月あった「ドル相場」というのは、この1か月間、為替相場については安定的にきているのでそれは取っている。その次だが、「輸出環境には強い不透明感が存在している」ということで、これが冒頭の表現に対応している。その次の「そうしたもとで」というところだが、前月は「為替市場を含め内

外の金融・資本市場で」云々とあるが、ここは一般的な金融面のリスクを書いて、余りフォーカスがない書き方だったが、今回はやはり国内株価ということが主な焦点になっていて、しかもそれ以外は比較的落ち着いているということなので、今回は「国内株価も軟調に推移しており、その影響が金融システムや実体経済に及ぶリスクについても、注意が必要である」ところは書いている。

それから最後の物価のブロックだが、ここは大きな変更はない。ただ、二行目だが、足許、輸入物価がまだ3か月前比で下落はしているが、既に国際商品市況は、原油を含めて上昇の動きが出てきているのでその部分を書いている。それに関連して、下から四行目であるが、前月のところを見るとアンダーラインが引いてあるところだが、「輸入物価が下落に転じていることを踏まえると、その影響を受けやすい国内卸売物価は」云々とあるが、今回は、先行き、輸入物価がどこかの時点ではまた反転してくる可能性もあるので、「輸入物価の下落」という表現を取って、単に「国内卸売物価は、当面は弱含みの動きを続ける公算が大きい」と書いている。実体経済部分は以上である。

#### 櫛田企画室企画第1課長

続いて金融部分であるが、金融部分は資料を提出した後、市況面で動きの変化があるので、今修正したものを配ったので、それに基づいて説明したいと思う。金融部分の総論的な部分、これはページの下から五行目、「以上のように」というところで、総論的な判断を書いている。このように、ここにはアンダーラインがない。この状況については、引き続き同じような状況が続いているということである。すなわち、「金融市場の状況を総じてみれば、きわめて緩和的な状況が続いている」。また、企業の資金繰りにも、昨日説明したように、「悪化傾向に歯止めが掛かっている。しかし、信用力の低い企業に対する投資家の姿勢は依然として厳しいほか、民間銀行も慎重な貸出姿勢を維持している。このため、金融機関行動や企業金融の動向には、引き続き十分注意していく必要がある。」と、この部

分は変えていない。そうした下で、今日は、金融市場の市況面を中心に動きがあるので、この点について説明する。まず頭のところから金利の推移のところだが、「こうしたもとで」、三行目だが、「市場では資金余剰感が一段と強まっており」、それで「ターム物金利も低下している」と、これは金融市場において最近資金余剰感が強まっているということは、かなり特徴的な動きなので、ここで明示的にメンションしている。その下の長期国債の流通利回り、これは先月のところの記述を見ると、「1.2%台」での推移だった。その後、かなり金利的には大幅に低下しているので、ここについても、「資金余剰感の一層の強まりに加えて、内外株価の下落もあり、低下傾向を辿った」というようなことで書いてある。その下、株価である。株価については、「一方」のところだが、「株価は、買い手控え気分が強まる中、9月入り後、欧米株価の軟調につれるかたちで下落し、最近では」、修正で「概ね」と入れている。「概ね9千円台前半での動きとなっている」。この趣旨は、昨日、今日と大分相場が動いているので、ここは「概ね」という記述にしている。その次、為替相場であるが、ここは当初は116円～120円でのみみ合い推移を説明した記述だったが、ここ数日間為替が大分動いている。これを淡々と記述する格好で修正している。「円の対米ドル相場は、9月上旬までは全体としてやや方向感に欠ける展開となったが、中旬に下落し、最近では122円～123円で推移している」。当初はこのボックス圏相場でのみみ合いを記述、両要因を挙げて説明していたが、淡々と事実関係を記述するという格好にしている。あと、最後にCP・社債の発行残高の伸びだが、これは昨日ほぼゼロ近傍ということだったので、「前年並みの水準で推移している」という修正である。以上である。

速水議長

意見があればどうぞ。



中原委員

表現の問題でつまらないことなのだが、輸出について先行きのところで二行目、「増加基調自体は続くと考えられる」という表現、一方で一番最後のところで、物価の方の下から二行目、輸出については「強い不透明感が存在している」と、ちょっと落差を感じるのだが、これは大丈夫か。

門間調査統計局企画役

輸出環境のところか。

中原委員

然り。

門間調査統計局企画役

恐らく本日の議論も、基本的には海外経済の景気回復が続いていくと、しかしそれにはかなりのリスクがあるという議論だったと思うが、そのためには、標準シナリオとしてはやはり増加基調は続いていくと。しかし、それには色々なリスクもあって、それを一言で言うと、輸出環境の不透明感が強いということであるということではないかと思うが、如何か。

中原委員

そういうことか。強い不透明感。不透明感があるのは確かだし、緩やかな基調というのはそうなのだが、何か読んでいると落差を感じる。

田谷委員

不透明感と言いたいのか。

中原委員

然り。

田谷委員

強いがちょっと……。

中原委員

ちょっと強すぎる。

田谷委員

ただ先月は、不透明感は「強まってきているように窺われる」として  
いる訳である。

門間調査統計局企画役

然り。

田谷委員

先月よりはちょっと強くなっているのではないか。

中原委員

結構である。

福間委員

この長期国債利回りの記述のところについてであるが、株は良いが、ボ  
ンドインデックスでオペレーションをやっている人達からみたら、海外の  
金利の低下も反映しているとの見方をすると思う。だから国内債について  
は、海外金利の低下も株もあるという記述はどうか。

櫛田企画室企画第1課長

今、資金余剰感という一般的な要因と内外株価と二つ例示を挙げて、  
「もあり」ということにしているが、それに委員の指摘では、海外金利と

いうのも明示的に書き加えて…。

福間委員

それは急激にきたから。だから意外に割高感が出ない。海外金利が下がると。

田谷委員

確かに5月位から連動しているのだろう。長期金利は、下がってきている。全体として、確かに福間委員の言われるように。ただ、株価に反応しているのも事実である。

福間委員

だけど、ボンドインデックスでやっている人達からみれば。

田谷委員

そうである。だから、長くなってしまふのだ。

福間委員

もう一つ要因を加えるということになってしまう。

田谷委員

然り。だけど…。

福間委員

ただ、事実はそうである。

櫛田企画室企画第1課長

そうすると、「資金余剰感の一層の強まりに加えて、海外金利、内外株価の下落もあり」ということだろうか。

速水議長

それを入れておけば間違いない。

櫛田企画室企画第1課長

ではそういうことで。

福間委員

然り。

櫛田企画室企画第1課長

では、もう一度読み上げる。「長期国債流通利回りも、資金余剰感の一層の強まりに加えて、海外金利、内外株価の下落もあり、低下傾向を辿った」。宜しいか。

福間委員

はい。

速水議長

これで宜しいか。ほかにあるか。宜しければ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

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で決裁頂いた。

速水議長

ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は必要があれば、執行部で修文させて頂きたいと思う。なお、本件の対外公表については明日 19 日 14 時に行なう。

VII. 議事要旨（8/8～9 日開催分）の承認

速水議長

次の議事は、前回 8 月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ご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は 9 月 24 日の午後 2 時に公表する。決裁して下さい。

[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

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

決裁を頂いた。

### VIII. 平成 14 年 10 月～15 年 3 月の金融政策決定会合予定日等の承認 速水議長

最後になったが、本年 10 月から来年 3 月までの半年間の決定会合開催予定日の承認を頂きたいと思う。従来 2 月は決定会合を 2 回開催していたが、来年 2 月については、来年 1～3 月期の日程上の様々な特殊事情を勘案して、やむなく 1 回の開催としている。この半年間について既に配っている日程で宜しいか。

[全委員賛意を表明]

田谷委員

当初この2月が1回しかできないということで何とかならないかと色々考えてはみたが、今総裁が言われたように、特殊事情がどうしてもあるということなので、致し方ないと思う。

速水議長

色々と努力をしてくれたようだが。

田谷委員

だから次回、次の半年間でなるべくこういうことがないようにということしていきたいと思う。

速水議長

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。

[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

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

決裁頂いた。

IX. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は終了した。大変遅くなって申し訳ない。次回の金融政策決定会合は、10月10日木曜日、11日金曜日に予定している。ご如才もないことながら、決定会合における議論の内容は、ご自身のご発言も含めて厳に出席者限りとして、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取り扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点から、政府からのご出席の方々も含めて、この場に出席されておられる皆様におかれては、くれぐれも厳正な機密管理に努めて頂くように再度強調して願います。本日はどうも長時間ありがとうございました。

(午後1時8分閉会)

以上