

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年10月10日

10月11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 (10日 14:00～15:46)
	谷口隆義	財務副大臣 (11日 9:00～12:49)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (10日 14:00～15:46、11日 9:00～12:49)

(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
国際局長	堀井昭成

(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 (11日 9:00～12:49)
政策委員会室政策広報課長	市川信幸 (10日 14:00～15:46)
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	山岡浩巳

I. 開会

速水議長

それでは、定刻になったのでただ今より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、金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員方の討議、もしあれば、政府からの出席の方々のご発言、金融市場調節方針の採決と進めて参る。最後に、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なう予定である。政府からの出席は、本日、財務省から藤井大臣官房総括審議官、内閣府からは小林審議官にご出席頂いている。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き小林審議官が出席と伺っている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提としている。委員および政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提にご発言頂くように宜しくお願いする。

II. 金融経済情勢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る。最初に金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と最近の金融為替市場の動向について説明してもらう。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

手許にお配りした資料1、2(追加分)に沿って報告させて頂く。

まず、図表1-1、金融調節の実績の推移である。左端に当座預金残高(実績)がある。前回決定会合以降、ほぼ一貫して15兆円程度の残高を

維持してきた。ただ、9月30日および10月1日の2日間のみ、なお書きの適用によって10~15兆円を上回る当預残高とし、9月30日は18兆5千億円、10月1日は16兆7千億円となっている。9月末日に関して若干詳しく触れると、当日は約3兆円に達する地方交付税の支払があったが、朝方から市場は引き締まった展開となり、オーバーナイトレートはジリジリと上昇する展開となった。これに合わせて、私共も即日の資金供給5千億円を実施したが、結局コールレートの加重平均値は0.067%となり、結果的に補完貸付の利用も3件、1,530億円あった。当日のレート上昇の原因としては、一つは午後に入って一部都銀で外為円決済のシステム障害があったことがあるが、基本的には、一部先がマーケットの予想以上に当座預金残高を抱え込んだことがあった。図表1-3に、日銀当座預金の各業態別の保有状況がある。9月30日の欄をみると、一つは地方銀行が当預残高3兆5,500億円ということで、日頃よりも2兆円近く多い当預残高を持った。結局、地方交付税の受け入れ分は、ほとんど市場に放出されずに当預に滞留した格好である。もう一つは都銀自身であるが、都銀も6兆6千億円ということで、普段より1兆円近く多い残高に達している。6兆6千億円のうち半分ないしは半分以上の残高が一部銀行によって保有された。当該先は資金繰りをかなり堅めにみていたところ、それ以上に資金が集まったと説明をしている。これらの地銀にしても都銀にしても、本来であれば無担コールレートの上昇に対応してマーケットに放出すればコールレートも落ちてくることになるが、両者共通していたのは、9月末日は、自己資本比率を計算する日であるので、自己資本比率に少しでも影響のあるような無担コールへの出しは、行なわないことに最初から決めていたということであった。こうして期末一時点で当預の抱え込みが予想以上に起こったということである。ただ、正に期末一時点の特殊な行動なので、これらの先、地銀も都銀も翌10月1日の朝一番からは資金を大量にマーケットに放出してきて、10月1日のコール市場は一転して朝から0.001%で出し残り状態になった。結果的にみると、期末日だけとってみると非常に繁忙な一日であったけれども、金融市場全体のファンダメンタルな地合いには

変化なしということで、短期金融市場はその後も基本的に資金余剰感の強いマーケットが続いている。図表 1-4 は最近のオペ結果の推移である。欄外にチェックの印を入れているのが 10 月に入ってからのオペである。上の方からチェックの付いているところをみると、手形買入（全店）の平均落札レートが 0.003%、CP 買現先の平均落札レートが 0.002%、国債借入が 0.002%、短国借入が 10 月 1 日 0.002%、10 月 3 日 0.001%ということで、レートの方は非常に落ち着いている。下段の手形売出の方も 9 月 25 日位まで一旦レートが上昇してきたが、その後は安定して 0.001% や 0.002% という水準が付いてきた。ただ、一つだけ付け加えると、今日ちょうど午後 1 時に明日スタートおよび来週初スタートの売出手形を打ったが、このレートが上がっており、平均落札レートは片方が 0.008%、もう片方が 0.004% という水準になっている。株価が下がって、一部都銀が自ら運用を少し抑えてきているのが、少しレートに効いたかなという感じである。まだ、マーケットそのものには影響は出ていないので、明日以降注意をしてみたい。図表 2-1 は、短期金利の動向であるが、今、申し上げたように無担保コールレートのオーバーナイトは、一貫して 0.002% が 10 月以降続いている。また、ユーロ円レートを見ると年末越えとなる 3 か月物、あるいは年度末越えとなってきた 6 か月物も 0.080%、3 か月物 0.030% ということで引き続き落ち着いて推移している。短期国債レートも引き続きいわゆるキャッシュ潰しのための購入意欲が非常に強く、1 年物に至るまで 0.001% ないし 0.002% という最低水準で推移している。図表 2-3 は、国内資本市場および為替市場の動向であるが、一言で申し上げますと、一つは海外株価の下落とその背後にある海外経済情勢の不透明感、もう一つは国内の不良債権処理策とその国内景気に与える影響を巡って、株式、債券、為替市場、いずれも大きな変動をみてきたという感じである。まず、株式市場であるが、9 月一杯は総じて横這いの状態が続いてきたが、10 月入り以降急ピッチで下落して、日経平均で 8,500 円、今年 2 月のボトム時対比でみると、約 1 割方低いところにいる。図表 2-5 は主要国との比較である。最近の日本の株価の動向は、一つは、日

本の不良債権処理を巡る議論が材料視されてはいるが、株価全体としてみると、やはり海外の株価の下落と、これに伴う外人売りの影響が非常に大きいように見受けられる。中段に日本とアメリカの株価を指数化してグラフ化しているが、太い実線、細い線が日本のTOPIXと日経平均、点線の方がNYダウ、NASDAQの動きである。この表を見ると米国の株価は、これまで一貫して下落を続けているのに対して、日本の株価は、一時底固く踏ん張るけれども、最後は海外株価に収斂するという状態が続いてきている。例えば、5月の下旬から6月上旬にかけての動き、あるいは6月の下旬から7月の半ばにかけての動きは、日本株が一時期頑張っただけでその後収斂するという動きである。実は9月以降も全く似たような状況が起こっており、9月中はアメリカの株価は下げながらも、日本の株価は比較的横這い状態が続いてきたが、10月に入って再び収斂するといった状況になっている。一番下の段に主要国株価の騰落率を掲げているが、ピーク対比現在までの騰落率から言うと、日本株は欧米株価に比べればまだ下落率は相対的には小さい状態である。図表2-6は、主体別売買動向である。上の段の一番右の列に、海外投資家の表があるが、週別の単位で見ると、現在、5週連続の売り越しになっている。その二段程上に、四半期毎の計数がある。海外投資家の売りは、7~9月の金額が1兆円を超えてきた。4~6月には、海外投資家が一時期非常に活発に日本株の買い戻しを行ってきたため、かなり巨額の買い越しになっていたが、7~9月の売り越しは、これをほぼ相殺するだけ売ってきている状態である。こうした外人売りは、海外の年金筋およびアメリカの投信と言われているが、基本的には、海外の株価、母国の株価下落を受けて、キャッシュの確保、若しくはリバランスの目的のために、日本の株を売ってきていると言われている。日本のマーケットでも朝方から海外投資家の売りが大量に入ってくるので、国内勢もそれをみては様子見、若しくは若干の追随売りといった状態が続いていて、外人売りが一服するまでは、なかなか積極的に買いに入りにくい雰囲気かと思われる。図表2-7は、業種別の株価動向であるが、不良債権処理を巡る思惑が色濃く投影されるようになってきている。典型的には、

二桁指数がある。いわゆる株価が二桁の低位の銘柄を集めて指数化したものだが、二桁指数の最近1か月の動きは、 -16% ということで、平均の下落率よりもかなり大きくなっている。同じ業種内でも企業によっては、株価が大きく下落する銘柄とほとんど横這い、ないしは、逆に買われている銘柄があり、不良債権処理を巡る思惑が株価に影響を与えている感じである。下の方の段に銀行株の動きがある。銀行株もほぼ同様である。下から二つ目の細かい点線が銀行株価指数の動きであり、銀行株価指数だけを採ってみるとまだ2月のボトムよりも少し高いところにある。ただ、個別銘柄毎に見ると、一部都銀は既に2月のボトム対比2割近く下のところに来ており、こちらも個別銘柄毎にかなり売られる、買われる銘柄がはっきり二極化してきているというのが最近の状況である。株式市場は以上である。図表2-8は、長期金利の推移等である。債券金利の動きだが、前回9月18日、日本銀行の通常会合における決定、および10年国債の入札の不調ということがあり、債券利回りは一時期非常に大きく振れる展開となった。ボラティリティを見ても、非常に大きく上昇した後、現在は大分落ち着いてきた局面である。マーケットは財政赤字拡大の可能性に対する懸念を多少有しつつも、一つは金融市場自体の資金余剰感が引き続き強いこと、もう一つは、内外の株価が下落していることから、全体として10年債でみて 1.1% 台でほぼ安定しつつあるようにみられる。図表2-9中段には、国債流通利回りのインプライド・フォワード・レートが掲げてある。太い実線が昨日の金利から導き出されるインプライド・フォワード・レート、薄い線が前回である。前回の会合以降、少し長期金利が上昇している訳だが、3年先の1年物インプライド・フォワード・レート辺りまでは、ほとんど動かず低位で安定している。やはり金融政策の時間軸効果が長期金利を低位にピン・ダウンしているということであろうかと思われる。図表2-10は、信用スプレッドの動向である。株価は下落、低下しているが、信用スプレッドの方は、これまでのところは総じて安定的に推移している。社債のスプレッドは、日本証券業協会の出す統計の集計方法がこの間二度ほど変わって、連続性が失われ、断絶したりしているが、基本的には社債

の信用スプレッドは横這いという状態である。地域金融機関が引き続き積極的に購入している。一方、銀行セクター債およびクレジット・デフォルト・スワップ・レートを見ると、9月中旬以降はむしろスプレッドが大きく縮小する、あるいはクレジット・デフォルト・スワップ・レートが大きく低下するという状態が続いていた。日本銀行による銀行保有株の買取り構想や、あるいは公的資金投入を巡る憶測が、銀行経営を安定化させる方向で働くのではないかという思惑が入ったものと思われる。ただ、足許、まだこの表に表われてきていないが、銀行セクター債は再びスプレッドがやや拡大気配に移りつつある。株価の下落がマーケットにもう一度警戒感を徐々に持たせ始めているというのが現在の状況である。最後に図表 2-11 は為替相場の動きである。円／ドル相場、および円／ユーロ相場であるが、いずれも対ドル、対ユーロでも円が少し安い展開となってきた。ここでも需給的に特に海外機関投資家による日本株の売り、それに伴う円売り、ドル買い、いわゆるリパトリであるが、リパトリの動き、あるいはわが国機関投資家の外債投資といったものが円を安い方向に少し動かしているとマーケットではみられている。また、材料としては、わが国における不良債権処理を巡るデフレ・インパクトなどを指摘する向きもある。ただ、最近の為替相場は一種の、言葉は悪いが不人気投票的なイメージがあって、米ドルについてはアメリカの株価の動きや、イラク攻撃に対する懸念、あるいはユーロに関してはユーロ経済そのものについての不透明感といったことがある。実際、昨晩はアメリカの株価が大きく下落したことで、円／ドル相場は 124 円から 123 円と 1 円近く再び円高方向に動いており、為替相場の方は不安定な動きがある程度続くかなという感じである。以上で私からの報告とさせて頂く。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。宜しければ次に移る。

次に、国際局から海外経済情勢について説明してもらおう。平野理事と堀井国際局長にお願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

海外経済の現状の評価に関して、前回会合から判明した経済・金融指標に即して報告する。本日配付した手許の資料、決定会合資料3の参考計表（追加分）というものを見て頂きたい。まず、アメリカ経済について図表1の米国の主要経済指標のうち、先月の決定会合以降判明した経済指標は表の上でシャドーが掛かっている部分だが、これを見るとアメリカ景気の強さ弱さを示すものが交錯している様子がみられる。まず、3. 個人消費は8月前月比0.1%と、これは自動車を除くとほとんどフラットという状態であり弱めの数字である。また、7. 消費者コンフィデンスも9月に一段と低下した。一方、設備投資の先行指標である10. 非国防資本財受注だが、これは7月、8月と2か月連続で増加している。これらの趨勢と水準の評価は後でグラフをみながら行なうこととして、今はミックストな指標の説明を続けさせて頂きたいと思う。下に行って13. ISM指数は7月以降株価の下落に歩調を合わせて低下し、製造業については9月に50%を下回った。これは本年1月以来の50ポイント割れである。一方、非製造業については9月に若干戻している。14. 鋳工業生産は8月前月比からマイナスとなったが、これは猛暑に伴い電力生産が伸びた前月の反動減など、一時的な要因による影響が大である。生産を第3四半期で括って左の方をみると、前期比0.9%と、年初来の増加ペースである1%ないし1%弱で推移している。最近判明した計数の中で最も読みにくいのが、この16、17の雇用指標である。雇われる人のサイドの統計である16. 失業統計をみると9月には失業率は低下している。この裏の雇用は増えて失業が減った結果、失業率が低下した形になっている。しかし、雇うサイドの統計である17. 非農業部門雇用者数では雇用が減少している。民間部門だけを見ても4万7千人の減少となっている。この点を少し長い目で見たのが図表2、米国の雇用・個人消費関連動向のグラフである。一番上の実線が失業率であり、右端の8月、9月というところを細かくみると、低下している様子が窺われる。しかし、もうちょっと突き放してみると、失業率は年

初来、横這い圏内の動きと言っているかと思う。中段のグラフで雇用者の動き、折れ線がトータルだがこれを見ると、本年の初めから雇用削減幅が小さくなっていき、年半ばからは増加に転じてきた様子がみえる。ただし、右端の最近に至って頭を垂れている。とりわけ、この内の製造業、棒グラフのシャドーであるが、これは減少幅が一旦かなり年央にかけて縮んだ後、最近再び拡大している。また、左下のグラフには失業保険の申請件数のグラフがあるが、これも最近増加気味である。また、その右、個人消費の一面を示すチェーンストアの統計では、9月以降だれ気味になっている。これらを合わせてみると、気になる動きである。9月の統計は雇用の方は速報ベースであり、来月上方修正される可能性もある訳だが、仮に来月もこのままであるというふうになると、これまでの経済のシナリオ、すなわち在庫調整が一巡して、よって生産が回復し、連れて企業収益も回復し、それが雇用・設備投資の増加に繋がるというメカニズムに関して、黄色信号が点滅しかねないということもあるので、今後とも注意しておきたいと思う。勿論、自動車販売、それから住宅投資は好調を続けているし、その背後にあるモーゲージのリファイナンスも非常に高い水準で続いている。すなわち、金利低下の景気刺激効果というのは続いている訳であり、これは変化がない。従って、現時点で景気拡大のシナリオが崩れたという訳ではないが、念のためにこれを合わせて注意していきたいということである。図表3はアメリカの設備投資関連指標をグラフで示したものである。上のグラフ、これは全て前期比の形にしてあるが、資本財受注と出荷をみると、幾分回復気味の動きがみてとれる。しかし、下の方の建設は——設備投資全体の大体2割であるが——、依然大きなマイナスを示しており、合わせて設備投資全体としてみると、まだ下げ止ったとは言えない状況である。次に図表4で米国株価・金利で金融市場の動向を簡単に申し上げる。株価はこの1か月一段と下落した。アメリカのイラク攻撃の可能性が高まる中で、個別企業の収益実績ないし収益予想が下方修正される度に、これに反応して下げてきた。S & Pで見て、株価はピークの2000年3月のほぼ半値といった状態に落ち込んでいる。この間、長期金利も一段と低下し、

昨日は10年国債の利回りでここにあるように3.567%と、実に1958年以來の低水準を記録した。なお、グラフにはないが、ハイリスクの社債のスプレッドについては、引き続き高水準で推移している。グラフの一番下にFFの先物金利がある。これから市場の金利観をみると、次回11月6日のFOMCでの利下げの可能性がかなりの程度織り込まれている様子が窺われる。

図表5は、ユーロエリアに関する最近の経済指標である。この数か月、経済の基調には変化はみられない。景気は下げ止ったことは下げ止まったが、回復のモメンタムが働き始めたとは、確認できないという状況である。4. 消費者コンフィデンスを見ると、弱い数字が続いているし、設備投資についてはドイツに関して5. 投資財受注というのを見ると、6、7、8月と実は3か月連続でプラスとなっているが、非常に低い水準での僅かのプラスである。またドイツの場合、設備投資の半分強を占める建設は引き続き減少しているので、これを合わせてみると設備投資全体としては引き続き弱含みということだと思ふ。また、この表上に戻ると10. ユーロ製造業PMIは、9月には再び50%を下回った。また、その下の11. 失業率もジリ高傾向にある。この間、13. 消費者物価、HICPの前年比がこのところ2%を上回っている。これは需給緩和の割には基調の部分が低下しない中で、今年の半ばにかけてはエネルギー価格の押し下げ要因があったが、これがここへきて剥落してきているということによるものである。先行きについては、夏の洪水、それから最近の原油価格上昇の影響といったところから、さらに強含む可能性もある。次に金融市場を図表6の欧州株価・金利で見ると、ドイツ、フランスの株価はこのところ一段と下げ足を早めている。9月単月だけを探ると、アメリカの株価が7~8%低下したのに対してドイツのDAXは23%、それからフランスのCACは15%の下落である。2000年のピークから昨日までの下げ幅を計算すると、アメリカのS&Pが先程申し上げたとおり、約50%の低下であるのに対して、DAXは68%ダウン、CACは62%ダウンということである。勿論、株式の構成比などが異なるので、単純に率で比較して良いかには疑問もある

が、それにしてもアメリカのNASDAQなどと比べても、欧州株価のここところの下げは激しいと言っていると思う。特に、金融株の下落が目立つところである。この間、長期金利もかなり低下してきてはいるが、一方で先程申し上げた物価情勢というのにも影響してか、極く最近のところ、この真ん中のグラフの右端のところだが、低下テンポが緩やかになっている。なお、ユーロの先物金利、これは3か月物だが、それから市場の金利観というのをみると、ECBの利下げは今日の理事会ということでは必ずしもないが、年末までに25bpの利下げを織り込んでいる。その後来年後半にかけては、利上げ予想ということになっている。

次に、図表7-1は東アジア諸国・地域の主要経済指標である。夏場よりアジアのIT関連輸出に伸び悩みの動きがみられると報告してきた。ここへきて、この点が一層はっきりしてきている。表の下のところの輸出であるが、韓国の9月の輸出減少というのは季節調整の歪みによる部分があるとみられているが、その下の台湾、香港、シンガポールといった国の輸出が8月ないし9月に減少しているというところがみてとれる。次に図表7-2にいくと、この台湾、シンガポールではそれぞれ4か月、3か月連続で生産が減少している。この間、中国、タイ、マレーシアなどは内需中心に堅調を持続している。

グラフについてはこれで全てだが、最後にブラジルについて若干報告する。先週の日曜日の大統領選挙で野党のルーラ候補が得票率46%となった訳である。このため50%未達だから2位の与党、セーラ候補と10月27日に決選投票となるが、3位以下の候補がルーラ候補に支持表明している。従って、この野党のルーラ候補の大統領就任の予想が強まっている。また、先週は議会選挙というのも同時にあった訳だが、野党ルーラ派は国会の議席数も伸ばしており、こうしたことからブラジルの政局は一段と混迷するのではないかという予想もなされている。このため、国際金融市場では成り行きに一段と神経質になっている。以上を纏めると、これまで報告してきた世界経済のシナリオに沿った動きが今月も続いていると言っていると思うが、同時にこれまで申し上げてきたリスクといったものも十分意識

させる動きが続いているということになるかと思う。私からの報告は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

米国の西海岸のストライキはどのようなになったか。

堀井国際局長

一昨日、大統領の要請を受けてサンフランシスコ地裁がロック・アウトの解除の命令を出した。それで80日間のケーリング・オフというのを置くこととなり、その間はストライキもロック・アウトもない状況で労働交渉が行なわれることと思う。そういうことで、比較的スムーズと言うかスト自体がひどいことにならなかったということで、関係業界は経済的な影響はそれ程大きくないだろうと言っている。

須田委員

クリスマス商戦などに影響を出さずに済むのか。

堀井国際局長

然り。急いで出荷したり、もう入っている物を急いで出したり、あるいは早く船を入れたりして何とか対応できる。何でも一部農産物が腐ったという話があるようではあるが、それ以外についてはいけるのではないかと聞いている。

速水議長

アメリカは、株が下がれば消費が下がるということをグリーンSPANなどは非常に気にしていたが、日本ではそういうことは余りない。アメリカ

ではどうしてそんなに株価と消費が直結するのか。

堀井国際局長

上がる時にもそういうことで、貯蓄率が下がって消費が伸びたと言われている。ただ最近ではむしろモーゲージの金利が下がって、従って古いモーゲージをリタイアして、新しい安い金利でモーゲージを借り直して、その差額をキャッシュ・アウトしたりすることで、要するに事実上キャピタル・ゲインを手にする訳だが、それが支えで消費が強いと言われている。株価の下落の消費押し下げ効果というのは、アメリカの場合まだ表面的には強く出ていないと言っていいかと思う。

速水議長

かなり強く出ていたが、そんなに直接響くものかと思った。その山は大体過ぎたということか。

須田委員

あともう一つ。ファニーメイのデュレーションの問題を解決するという話があって、それに伴って住宅ローンの話だが、その借り易さのコストが上がるというか、そちらの方も問題が起こるのではないかというふうな話を聞いたのだが、その辺りはどうか。

堀井国際局長

ミスマッチ分を調整しようという話は聞いているが、それが住宅ローンのコストにどれだけ跳ねるかはちょっと分からない。

須田委員

何か借り換えコストが上がってくるのではないかという話だったが…。

中原委員

アジアの株は余り下がっていないのか。

堀井国際局長

いや、アメリカ並みだと思う。

中原委員

資金が入っている訳ではないのか。

堀井国際局長

手許にちょっとないが、台湾は3割、シンガポールも15%位、韓国は15%である。それから香港が20%であるから台湾を合わせて大体2割位落ちているので、アメリカの場合とほぼ見合っているのではないだろうか。アメリカの方も、このグラフでみると大体、年初来2割見当落ちている。

中原委員

国際局の資料だと、このロシアの株などというのが随分上がっているが、エマージング・マーケットの株価というのは下がらないのか。

平野理事

一般的な経済情勢からするとロシアは比較的良い、世界三大成長国とも言われている。中国、インド、ロシアと…。

中原委員

上海株も良いのだろう。

平野理事

然り。それから韓国の場合はご案内のように内需が比較的しっかりしているんで、今のところまだ相対的にはましであるという認識がある。その

分だけ多少株価の下落も少ないという説明もできるかと思う。ただ、マーケットそのものは相当ボラティルである。

中原委員

それはそうであろうが、そういうロシアなども国の外から金が入っているのではないか。国の中に蓄積された資金の伸びではないのだろう。

堀井国際局長

キャピタリゼーションは圧倒的に小さいだろうから、株価は1日1割、2割というか数パーセント平気で飛ぶ動きをしているが、なかなかロシアにどういった金が入っているかは…。

平野理事

後程調べてご報告する。ロシアは余り見たことがないので…。

中原委員

でも、この後ろの表を見ているとブラジルとかこういうところは株が下がっていない。

堀井国際局長

いや、ブラジルは下がっている。

中原委員

下がっているのか。

堀井国際局長

ブラジルは37%、トルコも年初来35%落ちている。

中原委員

そうか。

平野理事

ブラジルは通貨が激安になっているのでドル建てに換算するともの凄く落ちている。

中原委員

そういうことか。そうすると日本はドル建てだと余り下がってないのだから、パフォーマンスが良いから。

須田委員

いや、もう下がってきている。

中原委員

下がってはいるが、他の国に比べるとドル建てでは相対的に小さいのではないか。

福間委員

二つ教えて欲しい。一つは特にインベストメント・バンクだが、このところ一段とレイ・オフが増えている。その企業金融との関係。二つ目は401Kをベースとする退職年金の関係、これは特にアメリカの場合、自社株を入れることが多い。マクロ的にはホーム・エクイティ・ローンが今の消費をある程度サポートしている。退職年金は会社によって従業員によって皆違うのだと思うが全部が全部401Kではなくて、確定給付のところもある。これが今度は企業の方の決算に引当金を積まなければならない。例えば、フォードなどは相当積立不足があると言われている。こういう問題も分かる範囲内で良いから教えて欲しい。

堀井国際局長

まず、インベストメント・バンクのレイ・オフと、レイ・オフと言うカリストラと企業金融の関係というのは、直接は余り考えにくい。勿論、このところずっとニューヨークのマーケットの人と話をしている、企業は企業サイドでもの凄く縮みの思考というか、CEOがファイナンスのサイドで変な情報を自分のところから出したくないということで、経理、財務を細かく締め上げているようであり、それが一つ最近の収益をコンサバティブに出している要因であるというふうには言われている。従って、そういうコンサバティブに出てくるものをみて、買う方もやはり、それはなかなかという感じで、そういう回り方を恐らくするのかもしれないが、それが一つ目である。それから二つ目の確定拠出の分でどれだけいわれているかというのは、ちょっとこれも推計を今調べているが、むしろ後者の確定給付の方がやはり多い。それで数か月前にアメリカの政府機関で具体名は忘れたが、その発表でトータルの企業サイドで1,110億ドルのアンダー・ファンディングがあるのではないかとされており、S & P 500の方だけでも730~750億ドル位のアンダー・ファンディングがあるのではないかという推計が出されている。そういうことで1,110億ドルという数字を採ると、円にすると13兆円とかの大きな金額になる。具体的に言えば、福間委員から名前が出たフォードだが、フォードは後で具体的な数字をお持ちするが、大幅なアンダー・ファンディングを抱えていると言われており、その結果、夏場位まではフォードの社債というのは400bp位、これも元々高いのだが、昨日、一昨日時点で見ると600bpという高いスプレッドが付いていて、bpでの商いができないで値段ベースの取引に移りつつあると言われている。

中原委員

アンダー・ファンディングはどの位かけて埋めればいいのか。一遍にやらなくてはならないのだったか。何年間か掛けて良いのか。今は5年位で確かできるのではなかったか。

堀井国際局長

元々ペンションのライアビリティーズというのは、私の理解する限りヴェステッドされた部分である。その人が企業を動いたりしてポータブルになっている分はフルファンディングが要請されている訳だが、それ以外は一定の仮説というか、要するにどれだけが辞めていくか金利がどうなるかなどということ置いて、その分をファンディングしていくという形であるから、そこの元々推計の範囲内というか、いつまでという期限はピシッとは出てこないのではないかと思うが。これも先程の401Kの方の確定拠出の方と合わせて調べ、報告したいと思う。

平野理事

今の福間委員の指摘は国際会議などでもかなり話題になるところである。要するに株価下落の影響がどこに出ているのか、あるいはそのリスクを最終的に誰がとっているのかという問題意識である。まず、銀行自身が負っているリスクは殆どないというか間接的なものである。つまり、リスクは分散しているので、金融市場はこれまで色々なショックに耐えてこられたという見方ができるが、一方でどこかにリスクが蓄積されているのも事実である。そうした観点でみると年金というのは、一番考え易いリスクの蓄積所である。ご指摘のあったようにフォードは話題になっているが、フォードだけではなく幾つかその手の話題がある。また、これはアメリカだけではなく、ヨーロッパ、イギリスにも同じような問題がある。それがマクロ的にどの程度のインプリケーションを持つのかということになると、まだなかなか確たる結論は出し得ないが、注意が必要であるということであろう。

速水議長

アメリカの株、上場株というのを個人はどの位持っているのか。ファンドが随分持っているのだろう。日本では、個人が12~13%、銀行が40%だが。

平野理事

直接保有分だけでも、30%以上だったかと思うが。先程総裁が言われたように、米国では個人の直接、間接の株式保有比率が高いので、株価の下落が個人の資産形成に直接響くというところが日本と大きく違っているのだと思う。

速水議長

宜しければ次へ移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について説明して貰う。永田理事と早川調査統計局長、お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではお手許の資料4の参考計表と本日お配りした追加資料に基づいて説明していきたいと思う。まず最初に図表1、短観の業況判断をご覧頂くと、一番下の中小企業・非製造業で若干悪化はしているが、それを除くと全体として改善が続いている。ただ、これまたご承知のとおり改善のテンポという観点からみると、とりわけ製造業辺りは前回は過去最大の改善だった後、随分改善幅が小さくなったということで、やっぱり製造業のところでは改善テンポが鈍化しているということだったかと思う。その製造業での改善テンポ鈍化の背景と申し上げるのは、もう皆さんご承知のとおり、輸出・生産の伸び率の鈍化ということなので、5ページまでお進み頂いて図表5、輸出のところをご覧頂くと、上の方の絵にあるとおり、実質輸出は第1四半期からとりわけ第2四半期に急増した後、第3四半期は伸びがかなり鈍化しているという姿である。ちなみに輸入も少し伸びているので、差し引きで見るとちょっとマイナス位になっている。この中身が次のページ図表6にあるのでご覧頂くと、まずお気づき頂けるのは、月次で見ると実は6、7月ほぼ横這い位の後、8月はマイナスということで、月次で見るとかなり鈍化している。7~9月を括ってみても、何分前期が7.8%増なので仕方ないといえば仕方ないが、かなりの鈍化となっている。

地域別に見て頂くと、アメリカが若干減少している。ただし、これは後程申し上げるように、一時的な要因だと考えている。一方アジアについては、ご覧頂くと、中国辺りはまだかなり伸びているし、ASEANでもタイなどは相当伸びている。そういう意味では、先程国際局からご紹介があったように、内需中心で回っている経済に対しては輸出は伸びているが、一方でIT関連のウエイトが高いところに向けては、やはり輸出の伸びは鈍化している。下の財別のところを見て頂きたいが、実はこの8月の3%近い減少、あるいは第3四半期の今の1.4%というのは、やや低めに出過ぎているかなと思っている。と申し上げるのは、財別でいくと、まず二段目の自動車は8月に沢山減って、第3四半期はマイナスをつけている。これは先程申し上げたアメリカの話だが、先程来ご紹介があるように、アメリカでの現地販売は好調で、特に日本車はかなりいい。従って、この減少は一時的なものであって自動車輸出は基本的には強いと考えている。それからその上の中間財についても8月にかなり減って、第3四半期の伸びがかなり鈍化している。勿論これには中国向けの鉄鋼セーフガードみたいな話も若干影響はしている。ただ、そうはいっても基本的には今のところ素材関係の引き合いは強くて、市況も強いので、ちょっと数字は今弱いが基調的にはもう少し強いかなと思っている。ただ逆に四番目の情報関連は前々から申し上げているように、第3四半期まではプラスが出ると申し上げて、現に今のところ7、8月までは結構高い数字になっているが、これは既に例えばNIEs諸国の情報関連の輸出がかなり弱くなっているところからお分かりのとおり、これからむしろ下がっていくということである。従って、確かに第3四半期は今のところの1.4%からもう少し高めで着地する可能性はあると思うが、では第4四半期まで眺めてどうかというと、やはり情報関連の減速ということで輸出の増勢については鈍化傾向が続く可能性が高いと考えている。輸入は省略させて頂いて、恐縮だが図表34、生産まで進む。その方が話が簡単なので生産まで一気に参りたいと思う。生産については皆さんご承知のとおり第2四半期前期比3.8%と非常に高い伸びであった。第3四半期はどうかということで、実は前月時点では経済産

業省から出ている予測指数が 3.5%の増加、私共の見通しが 1%台と、ちょっとこうなかなかかけ離れていた訳だが、結局 8 月の速報が出た時点で経済産業省ベースの予測指数の計算が今 2.4%まで下がってきた。私共の見通しは実は若干上に上がってきて 2%弱ということなので、ほぼ収束して大体この辺かなと思っている。とすると、増加ではあるが増加率という観点から見ると前期の 3.8%、これは非常に高い伸びではあるが、それとの対比で半分位になってしまうかなという感じであり、業種別にはもう既に中段の絵でご覧頂けるとおり、電気機械の影響が大きいということである。私共のヒアリングだと第 4 四半期についても企業は慎重で、第 4 四半期も引き続き横這い圏内という見方をしている。2 ページ先の図表 36、在庫循環も一応ご覧頂いておくと、在庫循環的には非常にきれいに回っていて、特に右下のその他生産財、素材辺りはまだ在庫は相当低いところにある。そういう意味では、今後輸出を中心に最終需要が少し弱いという意味では、生産も少し弱い局面に入るが、一種の在庫循環が持つ慣性効果みたいなものは続いているために、本当に最終需要が落ち込んでいけば話は別だが、生産活動は何とか回っていくような地合いにはあるとお考え頂ければ良いと思う。輸出・生産はそういうことで鈍化、では内需はどうかということだが、まず企業設備投資の前提になる企業収益について図表の 12 をご覧下さい。短観の企業収益については、これはカッコ内が前年比ないし修正率だが、ご承知のとおり 9 月調査ではほんの僅かの下方修正になった。特に非製造業の中小企業については、元々増益幅が小さいところに、そこそこの下方修正になっているのでちょっとここは気になるが、それを別にすると、まあ、ほぼ見通しどおりの収益で走っているということかと思う。製造業、大企業辺りは 3 割増益なので、2%位下方修正されてもほぼ見通しどおりと申し上げて良いと思っている。この点、昨日の政府月例経済報告では、全規模全産業の業況判断 D I と利益率を並べて描いて、業況判断の改善テンポが緩やかになっているので収益の改善も下方修正される可能性があるという書き方をされていたが、私はちょっと乱暴だなと思っている。申し上げるまでもなく、短観の業況判断というのは、1 人 1 票で、1 兆円儲

けている企業も利益のない企業も1票である。利益は言うまでもなく1兆円の企業と利益のない企業は比較にならない訳で、そういう意味では短観のD Iと利益は同じようには動かない。ちなみにD Iで言うと、製造業のシェアは1/6、利益金額で言うと母集団推計で中小企業を膨らませて、それで大企業のシェアが半分強という感じであるので、そういう意味では必ずしも一致しないということである。勿論、例えば、今度のクリスマス商戦で情報関連の売上げがやはり弱いということになって、情報関連で利益の下方修正が起こってくれば、それは利益の下方修正が起こってくると思うが、業況判断のD Iを根拠にということであると、ちょっと乱暴だなと私は思っている。ちょっと脱線したがそれを申し上げた後で、では設備投資の方はどうなっているかということで、図表16に参りたいと思う。まず、設備投資の現状ということだが、一番上にある資本財の出荷ないし総供給をご覧頂くと、これはGDP統計も同じだったが、これまでマイナスではあるけれども、マイナス幅が縮んでくるという傾向にあり、一応7、8月段階ではこの資本財出荷、資本財総供給共に若干のプラスになっている。資本財の統計は、これは振れやすい統計なので、これでプラスになったと喜ぶのはちょっと早いと思っているが、まあ、しかしこういうことであれば、大体下げ止まりというところまでは来つつあるのかなと思っている。ご承知のように、GDP統計も新しい推計だとこれがかなり影響する形になってくるので、そのように考えている。ただ、下げ止まりの感じは出てきているが、ではその後、設備投資がすっと上がってくるのかという観点からみると、いや必ずしもそうではないのではないかという感じで、図表18に短観の設備投資計画の絵がある。これもご承知のとおり、確かに中小企業ではそれなりに、これはいつものことだからそれなりの上方修正が行なわれているが、一番利益の増えている大企業・製造業のところで、今日の日経新聞にも同じことが書いてあったが、設備投資の上方修正が行なわれていないということなので、やはり設備投資が下げ止まりから直ぐ簡単に上がってくるという感じにはなっていない。恐縮だが、今日お配りした薄い追加資料で、案の定というか、機械受注が8月の数字が出たら、

これはかなりのマイナスになってしまった。勿論、これは7、8月を均して見ると、製造業、非製造業共に微減程度であるし、これまた先程の資本財出荷以上に毎月暴れる統計なので、これでもって設備投資の下げ止まりも怪しいという程の話ではない。さはさりながら、先程の短観の設備投資計画とこの機械受注を組み合わせて見ると、下げ止まってもそう直ぐには上がってこないという感じがお分かり頂けると思う。恐縮だが、もう一度厚い方にお戻り頂いて、今度は雇用・個人消費の方だが、この点について図表の19をご覧頂くと、まず雇用関係は大きく申し上げると、余り大きな変化は起こっていない。例えば、失業率もまたしても横這いであった。大きな図式として求人が増えているとかそれから残業時間が増えている、その一方で雇用者数が減っているという形も基本的には変わっていないが、もう少し細かく見ると、ちょっと様相が変わりつつある。次に図表20の中段をご覧下さい。これは残業時間とか新規求人が書いてあって、前年比では素直にずっと上がってきている格好になっている。特に右側の新規求人のところをご覧頂きたいが、小さな字で恐縮だが数字で書いてある季調済の3か月前比というのを見ると、製造業で実は伸び率が鈍化してきている。これは、ある種限界部分にかなり反応する数字なので、先程来申し上げている製造業の生産の増加率が鈍化しているというようなところがここに表われてきているということになる。逆に、図表22、雇用者数について、上段の右側のところをご覧頂くと、太い線で労働力調査の雇用者数、細い線で毎月勤労統計の常用労働者数の前年比が書いてある訳だが、ご覧のとおりこれまた振れの大きい数字ではあるが、その振れを考慮しても労働力調査の雇用者数のマイナス幅は縮み始めたなと思う。そういう意味では先程来申し上げているように、大まかに言えば、限界部分はよくなっていて、雇用者数はマイナスなのだがそれぞれの動きが少しずつ変わってきているということである。勿論ご覧のとおり、毎月勤労統計の常用労働者数は、まだマイナス幅は拡大しているから、これはあくまでパートとか非正規を中心とした動きであって、正規雇用の抑制は続いているということである。さらに賃金という観点から見ると、相変わらずショッキ

ングな数字が出続けているのが図表 24、ボーナスで、8月のボーナスも惨澹たる数字が出た。その結果、6~8月の通計で夏季賞与は-10.3%となっている。8月の数字は上方修正される癖があるので、恐らく二桁ではなく何とか一桁にはなるのではないかと、-9.幾つとかにはなるのではないかと、思っているが、それにしても去年の冬が-7.3%だったので、これよりも大きいことはほぼ確定したので、やはり賃金の抑制は相当強い、その結果としては所得の減少はそこそ大きいということであった。では図表 25、個人消費だが、一言で申し上げるとお騒がせしたという感じである。7月の統計が余りにも軒並み悪かったものだから、先程のボーナスの数字と考え合わせて、私共、これはひよっとするとちょっと個人消費のトレンドに変化が出たかなと思って申し上げたが、ご覧のとおり8月の数字は仲間外れの家計調査を除き、軒並みプラスになっている。さらに9月の数字を申し上げますと、唯一出ている自動車については実はかなりの増加になって、自動車は何のことはない、7~9月通計でプラスに出てしまったということである。従って、どうしてこんなふうになったのか、7月の数字の弱さは本当に台風のせいだけなのか、正直いってよく分からないが、いずれにしても何がしかの振れがあったと解釈するしかない。その結果として、図表 29、これも先月は所得と消費の関係について申し上げて、先月時点では所得並に落ちてしまったと申し上げたが、実はそうではなかったというふうになっていて、恐らく9月まで数字が入ってもこういう傾向にはなるうかと思っている。そういう意味で所得が落ちている程には消費は落ちていないということは間違いない。ただ、先程ご紹介したとおり所得の落ちは大きいので、やはり基本的には消費は強いとは考えられないし、さらに次のページの図表 30、消費者コンフィデンスをご覧頂いても、一頃ずっと改善してきたのが最近株価の下落もあってであろうか、ちょっと頭を垂れている。そういう意味では所得の弱さとかういったものを組み合わせて考えると、消費については今のところ基調が大きく変わった訳ではないが、方向としては弱くなるのではないかと、という心配をしつつチェックしていくべきだと思っている。それから物価だが、卸売物価が出たので薄い資料

の図表 37 をご覧頂きたいと思う。中段ちょっと上の方にある卸売物価を
ご覧頂くと、前月比の三角カッコが 8 月が実は前 0 だったのが若干のリバ
イズがあって、 -0.1 になって、その代わりに 9 月が $+0.1$ というこ
どちらにしても 3 か月前比で見ると弱含み圏内の動きが続いている。今月
むしろ動きがあったのは、図表 39、輸入物価である。予想どおりといえ
ば予想どおりだが、ここ何か月間輸入物価は上がったり下がったり、ギッ
タンパソコンでなかなかやっかいだが、春先、凄く上がった後、夏の入り
口にかけて大きく下げ、また今度戻ってきて今 3 か月前比ではほぼ横這い
である。為替が行ったり来たりしているのでその影響が大きいのと、それに
原油の動きが輪をかけているという感じである。方向感から言うと、これ
からまだ高値の原油が入ってくるので、為替も何がしか円安方向なので輸入
物価は上がるということである。以上をご確認して頂いたうえでまた厚い
資料に戻って頂いて、今後の物価の動きを占ううえでの材料を見ておくと、
まず図表 38、国際商品市況については皆さんもご承知のとおりで、中段
にあるように原油価格が高止まっている。高値安定ということなので、先
程申し上げたようにこれが今後輸入物価に跳ねてくるということである。
図表 40、需給環境の絵を見ておくと、上段の設備判断と雇用判断の加重
平均、疑似需給ギャップみたいなものをご覧頂くと、縮小はしているがしか
しマイナスはかなり大きいという姿である。真ん中辺の製商品、サービス
需給判断についても同じような感じで少し改善しているが、改善は捗々し
くない。ただ一番下の販売価格判断というところをご覧頂くと、製造業は
ちょっと改善だが非製造業はむしろちょっと悪化という姿で、需給面から
みると物価の下落が一段と加速するという環境にはないが、さりとてこれ
でもう物価の下落が止まってくるというような材料もないという姿であ
る。従って実を言うと、先程の輸入物価の話があるので単純計算すると、
卸売物価辺りは横這い圏内になってもおかしくないと思うが、実は 9 月は
電力料金の値下げで、これまで東京電力と東北電力があって 9 月に中部電
力が下げている。それに 10 月は残り 6 電力が全部値下げをするというこ
とが既に決まっている。従って、それも勘案するとまだ当面弱含みくらい

かなと思っているが、これは輸入物価の上がり方次第ということにもなるかと思っている。最後に図表 45、消費者物価については、余り申し上げることはない。要するに前年比で見て -0.8% から -0.9% というところでずっと推移している。細かいことを言うと、一頃財の値段のマイナス幅が縮み、それからサービスがちょっと弱いという感じがあったが、それが一本調子で続くものでもなく、最近は一頃財のマイナス幅がまたちょっと拡大、サービスはそうでもないという感じになっている。

計数の説明は以上で全体感について申し上げると、改めて申し上げるまでもなく、冒頭に申し上げた短観のDIが象徴的だが、まあ下げ止まってはいるだろう。しかしそのはっきりした回復というのはなかなかみえてこないというのが全体像だと思う。さらにやや細かいことを申し上げますと、今年のGDPは第1四半期 -0% 、第2四半期 $+0.6\%$ 、微増位であった。大きな意味で年後半もそうは違わないのかなあと思っている。ただ、図式はかなり違って、年前半は去年から引っ張ってきた内需のマイナス、とりわけ設備投資のマイナスと輸出の増加がいわば差し違えて、個人消費はほぼ横這い、全体としては横這い微増という姿であった訳である。これに対して今どうなのかというと、設備投資のマイナスはどうもとれてきた。しかし一方で輸出のプラスもなくなってきた。個人消費はどうも相変わらず横這い圏内である。だから皆ゼロ近傍でというような姿である。経済が何で回っているかということ、いわば在庫循環による慣性だけでふわっと経済は動いているという姿になってしまっているということである。勿論、この今の輸出・生産の弱さは、在庫復元に伴う一時的なファクターなので、海外景気の回復が続けばいずれ輸出がまた増加に転じ、その頃には設備投資もプラスになってくるというシナリオは書ける訳だが、そういう慣性だけでふわっと飛んでいる状態というのは、ショックに弱いことは申し上げるまでもない。そもそも海外景気の回復自体について不透明感は大いし、国内について言えば申し上げるまでもなく、株価がこれだけ下がっているし、そうした中であって今後不良債権処理がどのように進められてそれが株価なり実体経済にどういう影響を及ぼすか、これは勿論プラス面と

マイナス面と両様ある訳だが、そこに注目していく必要がある、こういう状況であろうかと思う。長くなったが私の説明は以上である。

速水議長

ただ今の説明について、ご質問ございましたらどうぞ。

須田委員

今は在庫循環の慣性だけで動いているのか。

早川調査統計局長

ちょっと極端かもしれないが…。

須田委員

でもそれはどの程度と考えたらいいのか。

早川調査統計局長

それは在庫循環の慣性だけというのは、そんなに強いものではないと基本的に考える。私の記憶でもなかなか主要な需要項目が軒並みゼロ近傍ということは滅多にないと思う。今年の前半みたいにこっちはプラスでこっちはマイナスで足すとゼロとか、それは結構今までもなくはなかったが。例えばやや下世話な話だが、例えばそのうちに第3四半期のQE見通しが始まる訳である。そうすると主要な需要項目については符号さえ分からない。純輸出も分からない。それから消費も分からない。設備投資も分からない。どっちに落ちても何とか説明できる。符号が分かっているのは公共投資のマイナスと在庫投資のプラス位で、要するに打線の3、4、5番辺りは何も分からなくて7、8番は分かるという状態である。こんなことは滅多にない状態だと思っている。だから、こういういわば慣性だけで動いている状態なので、ショックが、勿論プラスショックならいいがマイナスショックが入ってくるとそれはやはりなかなか厳しいと申し上げざる

を得ない。

山口副総裁

物価の下落が特に大きくなるのは、供給力も余り伸びないから、需給ギャップに余り変化がないということか。

早川調査統計局長

ということだと思う。基本的には例えば先程ご覧頂いたように、こんなに低い成長であっても、短観の合成D Iみたいなのは僅かながら縮小している。例えば製造業の生産能力指数は実はかなりマイナスになっている訳である。

山口副総裁

マイナスになっているのか。

早川調査統計局長

勿論、だからこの辺はなかなか微妙な話で、技術的な話になるが、資本ストック統計を信じて生産関数を推計すれば、やはり供給力はそれなりに増えているという感じになるが、元々資本ストック統計は怪しいという説が世間では有名な訳で、労働力が全然伸びていない訳だから、供給力の伸びは相当低い可能性は十分あるので、今みたいなことが起こっているのではないかなと取り敢えず思っている。

山口副総裁

能力指数が落ちているというのは設備廃棄が進んでいるということか。

早川調査統計局長

そういうことである。やっぱり今回はそれなりの設備廃棄が行なわれている。ただ、そういう意味でかなり低い成長でも、需給ギャップはやはり

どんどん拡大する訳ではないが、勿論需給ギャップのレベルという点ではそれは十分大きいがあるので、そういう意味では物価についてはまだどこかでさらに弱い数字が出てこないとは限らないということは申し上げるまでもない。

速水議長

生産性も潜在成長率も変わっていないということか。

早川調査統計局長

そこはなかなか難しいところで、これも以前にもそういう議論があったと思うが、潜在成長率ということをする時に、どれ位のタイムスパンを考えているかということにもよると思う。要するに、私共が普通、物価との関係で考える時の潜在成長率というのは、今現在労働力がどれ位増えていて、資本ストックがどれだけ増えていて、それで以って生産性上昇がどれ位あるか、そういう観点から見ると潜在成長率は低いし落ちてきている。ただ、経済計画などをやる時に5年、10年タームの例えば、潜在成長率ということを見ると、それは今我々が持っているリソースを巧く組み合わせた時にどれだけの成長が可能ですかという話なので、その時は例えば、やっぱり2%位はいきたい、巧くやれば無理じゃない、という前提で例えば内閣府は計算されることはあって、それはなかなか実をいうと数字で今幾つであると申し上げられる訳ではないが、日本経済の持っている力を巧く組み合わせていけば、それはそれ位あっても不思議はないと思う。

植田委員

この労調の雇用者数の動きだが、持ち直してきているのは非製造業の方であるが、これは実体経済との関係はどうなのか。

早川調査統計局長

例によって労働力調査の数字というのは、分けていけば分けていく程、

訳の分からない数字が出てくるので、一部変な動き方もしているものだから、まるごと信じてはいない。そうはいつでもここ2、3か月の数字をみていると、マイナスが縮んでいる位の感じまでは言えるのではないかなと思っているし、それから非製造業と製造業というのはある種特にこういう限界部分まで入れると、では人材派遣とかああいうのはどっちに入るのかという議論もある。しかもこれは労働力調査なので、言ってみれば製造業、非製造業という分類も書く人が本人がどう思うかということにもよるので、ちょっと怪しげなところがあって数字は読み難いが、一応そういった、例えば派遣の人は自分が非製造業だと思っている可能性もあるし、働きに行っている場所は製造業であっても、ということもあるので、これらの要因を込み込みで考えると一応マイナス幅が縮んでいる位のことは言えるのかなと思っている。それからもう一つは、常にベースラインとして非製造業は増えている。これは結局、福祉、医療、介護とかはベースラインでずっと増え続けているので、循環的な上乘せがちょっとあると、非製造業は上がった感じに出てくる。ただ、繰り返しになるが、砕けば砕くほど分からなくなる統計なので、数か月溜めてみないと分からない。

速水議長

それでは次に移る。最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらう。白川理事、山口企画室審議役お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

それでは私の方も、お手許の参考資料その2に即して説明する。まず、図表1である。例によってクレジット関連指標の銀行の貸出だが、9月は-2.6%ということで、8月対比幾分マイナス幅を拡大しているという状況である。7~9月で括ってみると、4~6月-2.6%の後、7~9月-2.5%ということなので、概ね-2%台半ばでの推移を続けているということだろうと思うが、単月で見ると今申し上げたように、若干ながらマイナス幅が

拡がっているという姿だということである。それから民間部門総資金調達の方は、9月これまた-2.6%ということで、貸出の方が少し落ちたということをお願いしたが、それを主因にして8月に比べるとマイナス幅が拡大しているという姿である。4~6月が-2.1%、7~9月が-2.4%ということなので、民間部門総資金調達全体としてみると、マイナス幅がじわじわと拡大している、これまでもそういう表現でご説明してきたが、そんな状況が続いているというところである。直接市場調達、CP、社債だが、この表上は寄与度ベースであるが、社債については前年比が9月は+0.1%、8月+0.4%ということで、もう既にほぼゼロ近傍だということは申し上げてきたが、そういう感じでますますゼロに近付いているという姿である。その一方でCPだが、寄与度は勿論決して小さくなく、従って限界的な動きであるが、9月単月だけでとると+3.7%というふうな前年対比伸び率になっている。昨年テロ等の影響があって発行が控えられたというようなことが、今年については逆に裏が出るというか、増加要因となって表われているということである。そんなことで、いずれにしても全体として民間部門総資金調達自体の動きとしては、じわじわとマイナス幅が拡大しているという傾向が続いているということである。それからマネー関連だが、まず上段の表でマネタリーベースは、9月21.4%という前年比である。8月が26.1%ということで、伸び率は鈍化してきているということである。水準については次の表で若干説明するので、取り敢えず前年対比の説明だけ申し上げておくと、全体はそういうことだが、内訳として銀行券の方は、このところの感じで8月14.0%、9月13.5%というような伸び、いずれにしても高い伸びが続いているということである。一方で、日銀当預の方だが、9月は88%ということで、ご記憶のとおり昨年から供給を増やしていくということになっていたもので、その反動が出ており、この面から伸び率が鈍化していくという姿になっている。それから次の表がマネーサプライである。9月3.3%ということで、8月対比非常に微細な動きではあるが若干伸び率が縮まっているように見える。内訳としては、準備預金、CDから現金通貨、預金通貨への動きというのは、一服感が出ているのかな

というようなことで、3%台での推移をこのところ続けているという姿である。それから同じ表の下の広義流動性だが、9月1.4%ということで、7月、8月、9月と少しずつ伸びを下げた格好にはなっているが、均して見ると1%台、1.5%前後のところまで推移しているという感じである。それから広義流動性の内訳としては下の方の表であるが、9月+40.7%と、国債・FB・債券現先のところだが、伸び率は高いが、少しずつ伸び率を低めている感じがあって、寄与度ベースでも国債・FB辺りのプラス寄与というのが少し縮小してきているかなという感じがある。ちょっと説明が前後するが、M2+CDの見通しであるが、7~9月は先程9月3.3%と申し上げたが、この中程の表のM2+CD、一番上の欄だが、7~9月3.3%で一応着地ということで、当初見通しの表現としては+3%前後ということであったが、そういったことになった訳である。10~12月の方だが、去年の10~12月については投資信託からの資金シフトというのがかなりみられた。エンロンを契機として、そうした動きがあって、10~12月についてはその反動が出るということから、多少伸び率を下げるだろうとみている。中心値というか中値的には大体3%ちょっとという位のところなのかなとみている。従って、対外公表するに当たっての表現振りとしては、3%前後というようなことでいいのかなと思っている。ちょっと説明が前後したがそんなところである。それから次のページだが、先程マネタリーベースのところでは鈍化しているということも申し上げたが、一応図表3、対名目GDP対比で見ると、これはもうご承知のとおりだが、直近のところでは、少し頭を打ったという感じはあるが、いずれにしても相当高い水準であって、これまでずっと申し上げてきているように、第二次世界大戦辺りに次ぐ、その時期を除くと歴史的な高水準になっているという状況である。それからマネーサプライについても一応マーシャルのkというか、名目GDP対比をはじめとみると、状況は同じようなことである。マネタリーベースの伸び率の鈍化というのは、先程申し上げたような形で4割台から3割台へ縮小するような形になっているが、水準自体は依然としてかなりのレベルにあるという状況である。それから

次の図表4、CP・社債の発行環境である。まずその低格付けのCP・社債、この辺りの発行環境というか、その辺がどんな感じかという、CPのA2格以下でご覧頂くと、9月はシェアとしては12.5%ということであり、第2四半期辺りの13.7%というところからすると、少し発行シェアが落ちてきているという姿である。それから社債についても9.8%ということであり、やや低調な感じが出ている。株価、あるいは長期金利が9月には多少不安定だったので、この辺りがこうした発行や起債の先送りというところへ出ているのだろうという感じはある。勿論、企業サイドとして無理をしてまで発行する必要はないというような余裕の裏返しであろうかと思うが、こんな形での状況になっている。それから次に信用スプレッドの方だが、9月の方、ざっと下までご覧頂くと、多少スプレッドが縮まっているような動きも見られはするが、全体の感じとしてはこの第2四半期辺りから第3四半期、7~9月にかけての流れというのは、やや第2四半期にかけての信用スプレッドの縮小というような動きが、少し足踏み感が出てきているのかなという感じが読み取れるかと思う。次に図表5、短観から見た企業金融ということで次のページだが、貸出判断DI、それから借入金利、資金繰り判断と三つ並べている。まず貸出態度判断DIの方をご覧頂くと、もう先刻ご承知のとおりであるが、9月については、本当に僅かであるが、企業から見た金融機関の貸出態度というのは、やや厳格化の方向に微妙な動きが出てきている。それから借入金利、二段目のグラフだが、この方も9月をご覧のように6月対比で見ると、金利が上がる方向での動きというのがみられるというところである。それから資金繰り判断の方だが、春先から夏場にかけて6月位までは、資金繰り改善歩調にあった訳だが、この6月から9月にかけてというところでは、その感じに少し一服感が出ている、足踏み感が出ているのかな、といったところである。次に図表6をご覧頂くと、これは業況判断DIとか貸出態度判断の間に明快な関係があるということではないが、ざっくりとした印象をご覧頂くかという積もりで用意したものである。長い目でみると、貸出態度判断DIというのは、業況判断DIに対して概ね先をいく、あるいはパラレルに

動くといったような感じがある訳だが、直近のところで見ると、右端の方である。まず大企業については、この実線が業況判断、それから点線が貸出態度判断ということであるが、業況判断はとにもかくにも改善方向にあるということだが、にもかかわらず企業からみた貸出態度というのは、やはり厳しい方向に流れているということである。それから中小企業についても動きは同様に、業況判断が改善方向にある中で、金融機関の貸出態度というのは、厳しめの方向に出ているという状況である。それから図表7、貸出金利である。先程既に短観で貸出金利の水準判断ということについてはご説明したが、実際に約定平均金利がどのようになっているのかというのをグラフで示したものである。この太い実線が短期の部分であるが、少し下を向いている。ご記憶かどうか、実は7月は、短期の貸出約定平均金利が大きく跳ねた訳である。6月1.55%の後、7月1.71%ということになって、これが何によるものなのかというところはその時点では勿論はつきりしなかったのだが、幾ら何でもここまで金融機関が貸出態度を慎重化させているというふうにはみえないということまで申し上げたかと思う。8月、蓋を開けてみると、8月は1.36%ということで、1.55%、1.71%、1.36%ということで反動落ちということになっている。ただ、実はこの8月については交付税の特別会計向けの貸出というのがかなりのウエイトを占めていて、これが低利貸出なので、その分でやや金利が低めに出過ぎているという感じである。従って、全体感としてはこの短期の金利については概ね横這い、ひよっとすると短観の結果まで織り込んで考えれば若干の強含みといった感じでみているというところである。企業金融についてはCP・社債の発行環境辺りからここまで含めてみると、企業の収益状況の回復度合いが、ペースダウンしているのかなといったこともあるし、それから金融機関サイドの貸出態度も利鞘拡大ということに向けて、相応の努力をしているということなので、ニュアンスとしてはこれまでの感じからちょっと厳しめの方向への動きというのが出ているのかなと、こんな感じでみている。次のページ図表8だが、これは従来付けていなかった表だが、一つ下の、まず量的金融指標と名目GDPの方をご覧頂ければと思う

が、マネタリーベースとM2+CD、それから名目GDPをグラフ化したものである。ここにきてマネタリーベースとM2+CDの乖離がかなり拡がってきているということだし、一方で90年代半ばちょっと過ぎ位までは、名目GDPとM2+CDの乖離もなかった訳だが、その間でも拡がりが出てきているという状況である。具体的に量的緩和に踏み切った今年の3月以降の実態面、金融面、どんな感じで累積的な変化が表われているかというのを示したものが上のグラフである。当座預金残高はご承知のようなことであって、今年の3月と直近時点の比較でいくと、これ位大きく伸びているということである。マネタリーベースの方はこの9月、累積的には33%位の増加ということになる訳だが、マネーサプライの方は5%そこそこの伸びということである。その一方でまず銀行の貸出だが、先程も直近の動きはご説明したが、累積の動きとしてみると-5%、それから鉱工業生産の方は-3.4%ということだし、実質GDPは-2.9%、消費者物価の方もマイナスということで、この辺りへのインパクトというのは明瞭には読み取れないというか、ほとんど読み取れないといった形で動いてきているということである。それから次が図表9、安全資産選好というか、国内の各部門がどういった資産選好に動いているかというのをグラフ化したものである。銀行については現金、それから私共の当座預金、それから国債、交付税特会向け貸出、この辺りを安全資産と定義し、それから生損保の方は国債、現預金、こういったものを安全資産としてグラフを作ったものである。一目瞭然で、下の方のグラフをご覧頂ければ、安全資産比率というのが銀行部門についてはこういった形で上昇しているし、保険会社についても若干過去を振り返ると、ぎくしゃくはあるが、このところの展開としてはそうした方向での動きになっている。特に国内銀行の方をみると、内訳的にはやはり国債のウエイトというのが、かなり高まってきているという姿である。まあ長い目でみればこの間、当然のことながら本行の当座預金のウエイトも上がっているという状況である。それから次のページの図表だが、家計部門と非金融セクターの企業について一応同じようにみてみたものだが、流動性預金、現金、国債、これらがどのように保

有されているかということだが、これまたご覧のとおりで、それぞれ流動性預金のウエイトというのがかなり高くなる中で、安全選好が全体として拮がっているという状況にあるということである。私の方からは以上である。

速水議長

ただ今の説明についてご質問があったらどうぞ。

春委員

図表3について、他の国はどのような感じなのか教えて頂きたい。

白川理事

他の国を申し上げると、どの国もそうだが、マネタリーベースとGDPの比率、これは非常に安定していて、まず日本はここに書いているとおり大体9%位でずっと過去40~50年安定していて、今こういうふうになっている。それから他のG7の国、あるいはユーロエリア、あるいはアメリカ、イギリスをしてみると、大体4%ないし6%、国によって例えばイギリスは確か4%だが、基本的には4%とか6%とか、発射台の数字でずっと安定しているという感じである。

春委員

4%か。

白川理事

例えば、今ちょっと手許にないが、確かイギリスは4%だったか、ユーロは6%とか、その数字はまた後から確認するが、そういう数字で日本より若干低くて、しかしその数字がこのタイムスパンでは安定しているという感じである。

春委員

それはマネタリーベースか。

白川理事

然り。

春委員

今の日本の18%というのは、もの凄く高い訳か。

白川理事

それは勿論、国際比較でもそうである。勿論、エマージングの国というのは多分もう少し高いのかなという感じもするが、先進国でみると、もともと日本は現金選好が非常に高い訳だから数字自体高かった訳だが、その水準が今上がっている。歴史的には、先程山口審議役が申し上げたとおりに非常に高いということである。後から数字をお届けする。

須田委員

安全資産選好の図だが、これはリバランスしていると考えなのか。その他の危険資産の価値が下がっている一方、積極的に安全資産への運用を増やしているのか、単なる評価の問題なのか。ずっと上がっているというのはどのように捉えたらよいのか。

山口企画室審議役

基本的には安全資産選好を強めているということだと思っている。実際に金融部門については当然そうなのだが、家計、あるいはノンバンクの企業というところでみても、この間流動性預金のウエイトをかなり高めるといような感じがあって、一方で金融資産全体が拡大しているかという、当然そういうことは起こっていないので、この流動性預金を中心とするリスクフリー資産への傾斜というのがかなり大きく起こっていると

いうことである。

須田委員

99年からずっと起こっているということか。

白川理事

然り。このグラフ上99年からである。

山口企画室審議役

ちなみに99年の3月末でいくと、この統計上の個人金融資産というのは、1,350兆円位である。この直前の6月末が1,400兆円位である。この間、流動性預金の金額ベースの伸びというのは、110兆円弱から180兆円位と、こういうような伸びである。

白川理事

委員のご質問の趣旨は、こういうふうになってきていることの背景にどのような要因があるのかと、そしてこれをどのように読むのかということだろうかと思うが、大きく分けて安全資産選好が高まる理由は二つあると思う。一つは短期金利が低下していった、短期金利の均衡値が幾らかというのは分からないが、もしこれがゼロよりも低い数字であるとすれば、しかしゼロよりも下には下がり得ないと、そういう中で相対的には短期の資産の魅力が増すということ、言い換えると、安全資産の魅力が高まっていくということ。それからもう一つは、銀行であれ機関投資家であれ、体力が低下をしている。普通であれば短期金利が下がると、その玉突き効果で長期の資産であるとか、あるいは外貨資産であるとか、そういったものに運用がシフトする。しかしそれはある程度体力があってシフトが起こるのだろうと思うが、なかなか十分に体力がないものでリスクが取り難い。相対的には安全資産の魅力がリスクという面から、利回りという面からみても、それからその分散というか、リスク面からみても安全資産の魅力が高まっ

てくるという形で安全資産選好が高まっているのかなというのが一応の仮説ではあるが、ここはまだこの先どういう姿があり得るのかというのは未踏の領域である。

須田委員

最近なら、と置いていたら結構ずっと上昇している。だからその辺が…。

白川理事

そこは先程の二つの要因のうち、体力低下の方はこれはもう少し前から起きていた訳である。それから短期金利の水準をどういうふうに評価するかという時に、文字どおりゼロに近付いたのは比較的最近だが、大きくみれば0.5というのはニアリーであって、その辺がいわゆるゼロ制約に段々直面してくる時期かということとも関連するのだと思う。

福間委員

私は、裏表の関係ではないかと思う。

白川理事

然り。

福間委員

と思うのは、要するに片一方がコアバンク化して、従って企業としては手持ちを持っておかないと危ないということで、このフリーリスクアセットのものを少しでも持って、いざという時に備える。だからやはり両方でバランスシート調整をやっている。

白川理事

そういうことである。

福間委員

これではなかなか景気は良くなりませんし設備投資は出てこない。資金需要も出てこない。どっちかがどっちかを信用しないと。

白川理事

相互に依存しあっているのだと思う。

福間委員

然り。やっぱりもう少しB I S比率がコンファタブルになれば、また多少くるくる回るといふ部分もあると思う。

白川理事

それはキャピタルポジションがもう少し…。

福間委員

然り。銀行がこういう場合に、安全資産選好というのは、やはりキャピタルベースの運用が怖いからこちらの方を高めておく。そうすると、企業というものはそれに対応するといふ、こんな感じである。

速水議長

他にご質問ございませんでしたら以上で本日の議事は終了する。明日は午前9時に会合を開催したいと思う。予めお願いしていることだが、決定会合に対する信認を確保するために、皆様方におかれては、本日の議事内容についても厳正な機密管理に努めて頂くよう、宜しくお願いする。どうもありがとうございました。

(午後3時46分中断、11日午前9時0分再開)

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定 速水議長

それでは定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合を再開する。はじめに、本日の議事のとり進め方について申し上げる。本日はまず、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参る。最後に、基本的見解の取り纏めを行なう予定である。本日、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されている。予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等は、全て記録することを前提としている。委員方および政府からのご出席の方々におかれては、そのことを前提にご発言頂くよう、宜しくお願いする。

それでは、執行部からの報告等を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行ないたいと思うが、その前に、株価が昨日もバブル後の最安値を更新するなど、引き続き不安定な状況にあるので、金融市場局から、その後のマーケット動向について、簡単にアップデートしてもらいたいと思う。

山本金融市場局長

それでは、お手許に簡単な資料を付けている。まず、短期金融市場の方で、少し市場の地合いに変化があるので説明したいと思う。昨日の私の説明の際に、昨日午後打った手形売出レートが少し上がったということを申し上げた。1 ページ目のオペ結果の一番下、資金吸収オペの手形売出、下から1行目および2行目が昨日打った売出手形のオペである。一つが5千億円、本日スタートの2週間もの、もう一つが来週火曜日スタートの2週間ものであった。落札レートを見て頂くと、平均落札レートは片方が0.008%、2本目が0.004%ということである。落札決定レートの方は、本日スタート分が0.020%ということで比較的高めのレートとなった。今回の特徴は、最近の常連であった都銀の二つのグループが応札してこなかったことである。これらの両行は株価が20万円を割ってきたのを眺めて、

万一に備えて資金の運用を抑え目にしてきた感じがある。株価 20 万円というのは、特段の理由がある訳ではないが、資金出し手サイドがある程度警戒を始めるレベルではないかという見方がマーケットにあり、そうした動きが出てくることを懸念して、両行は先取りの資金運用を抑えてきたかな、という感じである。こうした動きは、他の市場にも一部波及している。

次のページにレポ・レートがある。レポ・レートは昨日平均 0.025%、夕刻の最終時点で少し上がって 0.050% で、9 月下旬につけたレートに近いところまできている。こちらの方も、最近では都銀が資金の運用サイドにたってきたため、都銀の資金運用抑制が起こるとレートが上昇するという状況である。ただ、これまでのところ、こうした金利の上昇とかマーケットの不安心理といったものが、短期金融市場全般に拡がっているということではない。無担コールレートの方だが、本日朝一番には 0.005%、0.003% という取引ができていたが、取引一巡後は 0.001% のオファーが出ている状態である。その他、ユーロ円レートの方も、年末越え、年度末越え共に今のところは落ち着いている。短国レートの方も引き続き下限近辺である。ちなみに、昨日都銀両行の株価は、ザラ場で一旦 15 万円台をつけたが、その後は午後に入って急反発して 18 万円ないし 19 万円台で終わっている。このように、株価の動き自体非常に大きな振幅を伴っているため、今後の市場の地合いを見通すことは、非常に難しい。いずれにしても個別の銀行株価の動きに少し神経質になり始めているので、マーケット自体慎重にみていきたいと思っている。

最後に金融為替市場の動向が 3 ページ目にある。大雑把に言うと、債券は買われる方向になっている。1.1% 台前半の動きである。株価は昨日 8,200 円台を一旦つけた後、8,439 円まで反発した。昨日の NY ダウ、アメリカの方も一旦大きく下げたが、ヤフーの決算が良かったこと、あるいは雇用統計が数字としては予想よりも良かったことで大幅に反発して、NY ダウでは、約 247 ドルの反発になっている。為替の方は相対的に落ち着いているということである。以上である。

速水議長

何かご質問がございましたら、どうぞ。

植田委員

短期金融市場で、銀行によってレートが違うといった、昔みられたような現象は今はないのか。

山本金融市場局長

まだ今のところみられていない。

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、討議に入りたいと思う。討議の形式は、いつものように最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、その後自由に討議して頂く。その後、金融政策運営に関してもう一度順番にご意見を頂戴し、ご討議頂く。その後政府からご出席頂いてる方々からご意見があれば承る、という順で進めていく。ポイントを絞って議論頂くために、金融経済情勢、金融政策運営方針の各ラウンドで各一人 5 分程度を目途にして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で、自由討議の時間を相応に設けるので、各ラウンドでのご発言の時間はお守り頂くようお願いする。それでは、金融経済情勢について、本日は中原委員からお願いする。

中原委員

現在、景気の背景にあるのは、世界的な景気回復のテンポの鈍化と先行き不安、それから株式相場下落などの資本市場の不安定化だと思うが、わが国の経済も輸出の持続性と設備投資回復の可能性、この二つを中心に不透明感が強まり始めていると思う。4月の展望との関係でいえば、そこで挙げた五つのリスクの全てについて、リスクシナリオの蓋然性、これが悪い方へ傾いてきたという感じを受けている。特に世界的な株安、今のと

ころ欧米、日本いずれも家計、企業への実態的な影響というのはまだ具体的に確認できていないと思うが、金融セクターの動揺を通じての影響が強まり始めているという点は共通ではないかと思われる。特にわが国の場合は、不良債権処理の加速に伴う、急速な信用収縮のリスクが出てきているのではないかと思う。わが国の実体経済だが、企業部分では8月の鉱工業生産、短観、先日発表された機械受注等を見ると、回復のモメンタムは、ここにきてかなりの低下を示すものとなっているように思う。輸出の増勢の鈍化、これを背景として輸出加工業者の収益計画が下方修正されているし、中小企業、非製造業の業況判断DIは、実績、先行きとも悪化、また機械受注を見ると、単月ではあるが、大企業での国内設備投資先送りの姿勢というのが出てくるのではないかという気がしている。輸出の持続性については、結局アジア向けがどうなるかというのがポイントだと思うが、内需関連の素材が好調とは言っているが、過去の傾向等からみると、やはりITとか半導体の世界的な荷動きが大きく影響していて、これらの商品の特性からいって急速な反転もあり得る。先行きアジア向け輸出の持続性については、増勢テンポが急速に衰えるリスクは否定できないのではないかと思う。個人消費の関連だが、雇用環境の一部に明るいものも出ているのだが、所得環境は引き続き悪化が続いているし、雇用の過剰感もあってなお調整が続けられると思う。消費マインド、これは色々な調査会社でやっていて、まちまちの結果ではあるが、やはり株価の動きからみてもマインドの低下が心配である。消費の先行きもやはり慎重にみるべきだと思う。このようなわが国の内需が結局のところ、やはり米国を中心とした世界経済の動向と、これも世界的な株価の低迷に影響を受けている訳だが、米国経済の家計については、住宅投資が引き続き底固いということ、それから企業の生産活動は緩やかながらまだ拡大傾向を辿っているということで、底固いところが見られているが、消費の中身は金利感応的な需要、自動車、住宅というようなものを除くと、このところ弱めの動きが出始めているし、これからホリデーシーズンの小売の状況などは注意していく必要があるだろうと思う。住宅投資が消費の持続性の要という気がするが、これにつ

いては色々な見方がある、まずデットバードンの相対的な大きさから見ると、懸念が高まっているという一方、持ち家比率とか、あるいはハウジング・アフォーダビリティ・インデックスというようなもので見ると、まだまだ余裕があるというような色々な説があるのだが、どうもよく分からないが、やはり金利が低位安定しているということだろうと思う。これが続けば何とか持つだろうと。いずれにせよ、日本の不動産バブルとは同じアナロジーで考えるべきものではなく、スローダウンはあるけれども、やはり影響は時間を掛けて出てくるような形のものではないかと思う。家計のバランスシートを中期的な立場で見ると、ネットワースの可処分所得に対する比率、これは株価下落によってこのところかなり急速に 80年代後半からの水準まで低下しているようであり、やはり株の影響が大きいのだが、やはり家計・個人消費には、このネットワースの減少がじわじわと出てくることは避けられないとみている。あと、アジアがこここのところ回復テンポが落ちているし、ヨーロッパはややリセッションという懸念も強まってきていて、心配な状況が続いているというところである。国内株価は実態面と比較して、ややセンチメントだけが大きく悪くなっているという、そこにやや乖離が感じられる。実体経済でみると、日経平均が 11,000 円台であった 7 月と比較して、そんな大きなファンダメンタルズの変化はないのだろうと思うが、やはり足許の株価というのは、不良債権処理の加速に伴うデフレ圧力増大と、それから世界的同時株安というようなものが大きく影響しているのだろうと思うが、非居住者の大幅な売り越しが続いていて、まだ下値確認ができないという状況である。いずれ国内要因だけでみれば、不良債権処理の骨組みが明らかになって政府のデフレパッケージが出される段階では、ある程度の落ち着きは出てくるだろうと思うが、せいぜい下げ止まりが限度ではないかと、精一杯ではないかと、実効のある相当強力なデフレ対策が出ないと再びこの失望売りが出るというようなこともあるのではないかと思う。問題は、この世界的な株安をどう判断するかということだが、やはりある種のバブル崩壊ということで、そのグローバル化の中での世界的なデフレ傾向、あるいは資本リターン

低下というようなものが、株価水準に影響しているということから、やはり構造的な株価レベルの変化がやはりどうしても起きるのではないかと思う。米国株式市場が急速な上昇を始めたのは97年で、もうその水準に戻っているが、この間大幅な資本流入があった訳だが、期待収益ベースでPER16倍前後ということで、この限りでは底値圏とは思いますが、イラク問題、あるいは企業収益の回復が現実のものとなってくるまでは、まだこのリスク回避志向は続くのではないかという気がする。私の意見は以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

昨日調査統計局長の方から当面の予想される経済の姿として、主要な民需のコンポーネントをとっても、総需要をとっても、大体ゼロ成長近辺の動きではないかということだったかと思うが、私もそういう感じを持っている。また、ショックに非常に弱い状況であるというような説明もあり、それも同感である。その意味で、今後予想される、あり得るといえるか、システムの外から加わって来たるショックということで考えてみると、三つ目のことが、非常に常識的なことではあるが、あるかなと思う。一つ目は輸出、あるいはその背後にある海外の経済、二つ目はわが国の財政の動向、三つ目が金融システムの動きということであろうと思うが、順に少しずつ申し上げてみる。

第一点の輸出、あるいはその背後にある海外経済の動きということだが、恐らく米国経済は、第3四半期はかなり高めの経済成長を記録したようであるが、第4四半期以後の動きについては、どうもポテンシャル、最近のポテンシャルと言われる3%台前半位の成長にはなかなか届かない可能性が少し強くなってきているかなという状況ではないかと思う。その場合には、失業率がじりっと上昇していく可能性があるし、場合により需給

ギャップが拡大し、物価に下方圧力が掛かるというような可能性を内包している状況ではないかと思う。ただ、それが一気にマイナス成長を含むいわゆるダブルディップ的な動きになっていくのかどうかという点については、そこまで言うだけの材料は今のところ出ていないようにも思う。消費がスローダウンし始めている一方で、設備投資の立ち直りがやはり予想よりも少し先にずれ込みつつあるという状況である。全体としてポテンシャルをやや下回る位の緩やかなプラス成長という位が現在予想される状況ではないかと思う。何らかの理由でダブルディップ的な展開が、あるいはジオポリティカルな大きな動きが出てくれば、この限りにあらずということではないかと思うし、それはわが国にとってもかなり大きなショックとして伝わって来得るということではないかと思う。

第二点のわが国の財政については、余り言うべきことはないが、国、地方とも、支出は当面マイナスを続けるということではないかと思うし、このままいけば、つまり早い段階での補正とか、そういうことがない限り、財政の方からは、当面経済成長に対する援軍は来ないということではないかと思う。来年度については、まだ具体的なイメージを描くのは尚早ではないかと思っている。

最後に第三点目は、金融システムの動き、特に株の大幅な下落ということとをきっかけとして、何か新しい動きが出てくるかどうかということである。現状、まだ流動性不安というような現象こそ生じてはいない訳だが、やはり株の下落、あるいは私共も含めて、最近また議論が深まりつつある不良債権の処理に向けての新たな動きというようなこと、これらをきっかけとして、企業金融に対するプレッシャーが先行き強まっていくリスクというのは、やはりあると認識しておくべきだろうと思う。これが銀行システムの健全化に向けてのプロセスが本格化していく場合の、やむを得ざるマクロ経済に対する副作用ではないかと思うが、ただこれは、一体本当にそういう展開になっていくのかどうかということも含めて、スピード感なり度合いなりというのは、なかなか前もってはよく分からないことではないかと思う。ただ、かつての経験を踏まえると、銀行と企業の取引関係に

変化が出る場合というのは、割合短い期間の中で急速に変化が出てくる場合もあるので、そのことは十分念頭に置いておくべきではないかと思う。以上を纏めてみると、今年度ここまで前半は、日本経済のパフォーマンスが比較的というか、予想よりもやや良かったのではないかと思うが、それは世界的な在庫復元の動き、在庫循環の動き、それから日本の中では消費が比較的下方抵抗力を示したというようなこと、設備投資が循環的に下げ止まりの局面に入ってきたというようなことが背景にあったのではないかと思う。年度後半を展望した場合には、投資の回復というのはまだみえてきていない状況だから、やはり輸出の増勢持続ということに期待をかけるを得ない。しかし、最近の欧米経済の動きを頭に置くと、順調な景気回復に向けての道というのが、やや細くなってきたということではないかなと思う。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

前月以降の経済指標を見ると、短観も含めて特に悪化を示すものもなければ、一方目立った好転を示すものもみられていない。従って景気の総括判断は、基本的には前月の判断を据え置くということで良いかと思う。私なりにスケッチしてみると、まず輸出や生産の増加テンポは緩やかになってきているが、これは予想の範囲内の動きと言えらると思う。企業収益も回復している。しかし、先行きの不透明感などを背景にして、企業の投資意欲はなお高まっていない。設備投資は下げ止まりつつあるとは言っても、収益に比べて回復テンポはかなり緩慢なようである。個人消費については8月以降の指標は7月に比べ持ち直しているものが多く、7月の不振は一時的なものだったようである。もっとも、企業は人件費を抑える姿勢をずっと続けていて、所得環境は引き続き厳しいものがある。従って、目先個人消費に需要を引っ張る役割を期待するということは、まだ難しいだろ

うと思う。以上を纏めてみると、回復に向けた前向きな循環の力は働き続けてはいるが、そのルートは輸出関連の製造業など企業部門を通じた道筋に限られている。さらにこのメカニズム自体が輸出環境の不透明さや企業の支出意欲の弱さといった重石、制約要因を抱えているのではないかと思う。さらに先行きを展望しても、海外経済や内外株価に起因するダウンサイド・リスクに注意していかなければならない状況がずっと続いている。とりわけ、日本の場合は金融システム面での弱さを抱えているので、株価の下落が企業や家計の心理面への影響に加えて、金融面を通じて实体经济に悪影響を及ぼすリスクについては、十分注意していかなければいけないと思う。さらに不良債権処理やペイオフ解禁の延期など、金融システム面を巡っては、かなり急速に情勢が変化していて、その影響についても注意していく必要があると思う。不良債権の処理が今後こういったテンポで進むのかは、銀行や行政サイドの対応次第の面が大きくて、現時点で定かに見通すことは難しいと思う。そのことを踏まえたうえで、その経済への影響や我々としての対応のあり方については、十分に考え方を整理しておく必要があると思う。ここでは経済、金融面への影響に限定して述べてみたいと思う。不良債権問題の克服が日本経済の本格回復のために必要不可欠であるということは、言うまでもないことである。ただし、赤字企業にしても、従業員を抱えて雇用を行なっている訳で、需要を作り出しているということを踏まえると、不良債権処理は短期的には需要を減らす方向に働く可能性が高いと思う。また、金融面でも不良債権処理が中長期的に銀行が貸出に取り組みやすい環境を整備するものではあっても、短期的には償却を通じて貸出やマネーサプライの表面上の数字を下押ししたり、リスクの高い先に向けた貸出スプレッドを引き上げる方向に働く可能性がある。このようにみると、それではそのもとで、不良債権処理の痛みを一段の金融緩和で和らげてはどうかといった、いわば感覚的な表現での議論をとかく招きがちである。しかし、不良債権処理の痛みの本質が、需要の一時的な減少や資源再配分の過程で発生する失業や、企業の整理・淘汰の問題である以上は、これを金融緩和を通じて流動性の面から和らげるといったこ

とは、極めて難しいように思う。この問題については後程また触れたいと思う。取り敢えず以上である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

金融経済情勢を概観すると、現在下げ止まった後、横這い圏内にあるが、その中身を見ると、輸出の増加テンポが鈍化する一方、設備投資が下げ止まりつつある。言い換えれば、早川調査統計局長が言うように、外需と内需のプラス、マイナスが相殺し合ってネットでゼロという状況から、外需と内需がゼロとゼロで足してゼロという状況になりつつある。焦点は、先行きの景気展開、およびそのリスク要因ということになる。わが国では、残念ながら当面、国内需要に自律回復を期待できる要素は乏しく、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に大きく依存せざるを得ない。米国経済について、9月時点の民間コンセンサスを見ると、4月時点に比べて下振れしているが、それでも2003年入り後には、年率3%台半ばの成長軌道に戻るという見方になっている。こうした見方を前提にすれば、わが国の景気も時間は掛かるものの、次第に底固さを増していくという姿を展望できることになる。しかし、こうした標準シナリオは大きな不確実性に覆われている。その一つは、海外経済を巡る不確実性の高まりである。特に米国経済について、個人消費は底固く推移し続けるという見方が標準的だが、雇用環境の改善が遅れ、かつ、株価の逆資産効果が懸念される中で、家計のマインドが慎重化し下振れするリスクがある。また、設備投資については、資本ストック調整の進捗を背景に、徐々に回復に向かうという見方が標準的だが、幅広い業種での企業業績の下方修正、IT関連業種を中心にしたバランスシート調整圧力の増大という財務面の要因などが設備投資を下押しする可能性が懸念される。こうしたリスクが顕現化すれば、結果として生産・雇用が緩やかながらも改善傾

向を続けるという形での前向きの所得循環が想定し難くなる。さらにドイツ経済をはじめとする欧州経済や欧州の金融機関を巡る懸念、ブラジル、アルゼンチン、トルコなどエマージング・マーケットの動向、世界同時株安などに加えて、中東情勢の緊迫化などのショックも海外経済を巡るリスク要因である。もう一つの不確実性は、国内民間需要についてである。元々回復が捗々しくない中で、ここにきてさらに下振れリスクが強まっている。特に株安の背景にある不良債権処理を実施した場合の実体経済面に対する影響が懸念される。改めて申し上げるまでもなく、構造改革や不良債権処理は資源の効率的な配分を促すことによって、中長期的な潜在成長力を高めることを一つの狙いとしていると考えられる。そうした道筋がみえれば、やや長い目で見た成長期待が回復し、それが企業の設備投資を積極化させる可能性も考えられない訳ではない。しかし短期的には、倒産やリストラに伴う失業の増加や設備投資の減少などに伴い、国内民間需要が減少する可能性がある。例えば、昨年6月に内閣府政策統括官が取り纏めた「不良債権処理とその影響について」と題するペーパーでは、主要行の「破綻懸念先」以下の債権・既存分を2年以内に最終処理することによって、職を変えなければならなくなる人は39万人～60万人、失業者は13～19万人と推計している。また諸外国の経験を振り返っても、不良債権処理が進展する局面では、生産活動の縮小や失業率の上昇などが起こり、また、金融市場でも通貨や株価が下落したケースが多くみられる。勿論、諸外国でみられた実体経済・金融両面におけるマイナスの現象は必ずしも不良債権処理の進展のみによるものではないとは思いますが、今後の不良債権処理の進め方を考えるうえで、念頭に置くべきことであると思う。こうした不良債権処理に伴うデフレ・インパクトは、その時の経済状況だけでなく、その進め方によるところが非常に大きいと考えられる。すなわち、最終処理する対象について、主要行の「破綻懸念先」以下のみに止まるのか、あるいは地域金融機関まで含めて、かつ、「その他要注意先」の一部まで含めていくのか、また最終処理にどの程度の期間を見込むのかという点は極めて重要なポイントである。不良債権の最終処理の影響は、問題企業だけに

止まらず、連鎖倒産によって他の企業に波及する可能性がある他、消費マインドの悪化による影響も無視できない場合がある。こうした面に大きく影響するのは、不良債権処理の規模やスピードであると考えられる。さらに不良債権処理が進む中では、企業の経営環境の先行き不透明感が一段と強まり、リスク回避的になり、それが設備投資を抑え、景気の回復力をさらに弱いものにすることが懸念される。現在、企業部門のキャッシュ・フローは大幅な余剰である。それにもかかわらず、設備投資の立ち上がりは鈍く、それが景気の回復になかなか弾みにつかない最大の理由であると考えられる。この設備投資の抑制要因について、政策投資銀行の9月の企業アンケートの結果を見ると、「経営環境の先行き不透明感による様子見」が際立っている。実際に、上場企業について財務格付け別にキャッシュ・フローの用途を見ると、格付けが低い企業ほど設備投資を抑制し、債務返済を優先させている様子が明瞭に窺われる。この背景には、企業の間、現在は資金を調達して設備投資できる環境にあるとしても、将来、返済期日が来るまでの間に信用リスク・プレミアムが拡大すると、銀行借入や社債などのロール・オーバーが困難化するのではないかという懸念が強いことが指摘されている。また不良債権処理が企業金融へ及ぼす影響も懸念される。このように考えると、不良債権処理の進め方、特に最終処理の規模とスピードについては繊細な目配りが不可欠である。できることならば不良債権を一気に抜本的に処理したいと私も思う。それは国民共通の願いである。しかし、先程の内閣府のペーパーの中でも、「不良債権処理の雇用へのインパクトについて、政府は痛みを覚悟のうえ、徹底した最終処理を促す必要があるが、他方で、その結果として発生する失業者については、失業コストの一部を負担する姿勢を明らかにするなど万全なセーフティネットを用意しなければならない」と書かれている。こうした配慮が必要なのは雇用面だけではない。要するに、不良債権問題を抜本的に処理するためには、セーフティネットの整備も含めて、必要になる財政負担は半端な金額では済まないと思う。果たして今日、それだけの財政負担に耐えることができるのかという点を、まずは慎重に検討せざるを得ないと思う。

言い換えれば、不良債権処理の進め方、特に最終処理の規模とスピードは、財政負担の余地次第であるといっても過言ではないと思う。政府には、不良債権処理とセーフティネットなどの対策とのバランスについて、十二分に目配りした政策運営といたずらに不安心理を掻き立てることなく、大胆にして繊細な対外的な物言いを強く期待したいと思っている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

今月に入って以降の内外株価の下落はかなり強烈である。また、先進諸国の長期金利はさらに低下した。前回会合時にも同じことを申し上げたが、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である。

いつものとおり、まず、アメリカの経済情勢だが、緩やかな回復といった大きなピクチャーは変わらないものの、一部弱めの指標が出てきた。住宅だとか自動車販売というのは、需要の先喰いとといった面はあるものの依然好調だが、弱めの雇用関連指標が幾つか出てきたし、ISM製造業指数が下がった。こうしたもとの、株価が大幅に下がったが、最近はこの点は今須田委員も触れられたが、幅広い業種で業績見通しが下方修正されるようになってきたこともあって、ここにきて優良銘柄の下げが目立つ。雇用環境の変調や株安が続いてきたこともあって、消費者コンフィデンス指数が低下傾向にある。長期金利も先程申し上げたようにさらに下がった。米国景気の先行きはより慎重にみななければならない局面に入りつつあると思う。前回会合以降の株価の動きでみると、米国以上に大陸欧州諸国、特にドイツや東アジアにおける韓国、台湾の下げがきついようである。様々な国内要因もあるが、輸出の先行きについての懸念の強まりを反映するところが大きいと思う。東アジア諸国の場合、夏場頃から既に輸出の増加ペースの鈍化傾向がみられる。また、欧州については、株安の銀行、保険、

また企業年金積み立てなどに対する影響が心配である。国内景気については、今年一杯は底這い状態が続きそうである。9月の短観でも、業況感の改善は小幅だった。短観の結果、6月時点からの変化は全体としてもかなり小さいものだった。また、一部に内需の弱さを推測させる内容を含んでいたように思う。主要支出項目を考えても、消費は所得対比ではそこそこ頑張っているようだが弱含みだし、設備投資は下げ止まり、あるいはそれに近いとはいえ上方修正の動きが出てこない。こうした環境下だし、この点も須田委員が詳しくお触れになったが、不良債権処理の加速過程でどういったことが起こってきそうかということについては十分注視したいと思う。

その他、今後については、消費に関連して雇用・所得の先行きが気になるし、設備投資に関連してはやはり現在および近い将来のビジネス環境が環境だけに、8月の機械受注の落ち込みは気になる。さらに株価の下落、そしてその消費者センチメントやビジネスセンチメントへの影響も注目点と思う。国内景気は底這い状態が続きそうだが、下方リスクがあるように思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

実体経済の見方に関しては、既にお話のあった皆さん方と大差ないので、三つだけトピックス的に申し上げてみたいと思う。一番目は皆さん触れられたが、海外の株の動きである。その前提として各国経済を大まかに評価しておくとして、成長率の水準は別にして、数か月前の各国経済に対するエコノミスト等の標準的な見方と比較すると、足許やはりアメリカ、ヨーロッパ中心に若干の下方修正になっているということだと思うし、日本も年度下期についてはそういう感じかと思う。ただ、それに比べると株の動きはやはり弱いとみられる。その理由であるが、恐らく、今年の5月位までの

株の緩やかな下げは、例えばアメリカ経済、特にその企業部門は思った程早くは立ち直らないのではないかという予想を、段々織り込んできたような動きであったのではないかと思う。そして現実に実体経済はそうした動きになってきた訳である。ただその後、足許にかけての下落はもう少し弱いものを織り込んでいるように思う。何人かの方から既に議論があったが、イラクの問題もあるが、ここまでの株価下落が金融システムを含めて経済へさらに悪影響を及ぼしていく、あるいはアメリカの家計部門の支出行動まで今後弱まっていくのではないかといった可能性ではないかと思う。実際個別に見ていくと、ここにきて金融株、あるいは自動車株の下げが目立ってきていて、そういう見方とも符合しているように思う。今後注意深くみたいと思う。二番目に日本の不良債権処理が促進されるのではないかということ、日本の株価、あるいは処理のデフレ圧力というような話である。これも既にご議論があったが、本来、処理が進むという希望がある程度みえてくると、それに伴う、様々なプラスを株式市場は先んじて評価するのではないかという期待も一部にあったように思う。ところが、私が意外だったのは、これまでのところ、そういう動きは確か竹中大臣が金融担当大臣に就任というニュースが流れて、1時間位あっただけと記憶している。やや、なぜかなと考えてしまう現象であったように思う。考えてみると、色々理由はあり得るが、一つ目は例えば処理スキームがまだはっきりみえていない。それから二つ目に、世界的な株安等の悪材料の中にプラス面が埋没してしまっている。それから三つ目に、これは強調されているが、合理的な処理を進めたとしても、経済への悪影響は避けられないというような可能性かと思う。さらに考えてみると、これは藤原副総裁が新しく議論されたことだが、引き当てや最終処理を促進していく時にどうなるかということ、単純に考えればそれはある意味では既に発生しているマイナスを会計的に認識していただけなので、追加的なマイナスはそんなに発生しないという見方もできると思う。それでもマイナスが出るとすれば、一つは引き当て不足等が思ったより大きいということが段々明らかになっていくという可能性。それから、マーケット等はゴーイング・コンサーン

としてのバリューをみていたものが、急に清算価値になるような処理が行なわれていってしまう。つまり、例えば経済が低迷しているために一時的に倒産確率が高くなっているような企業を、長期的にバイアブルでないと誤って殺してしまうような確率はかなりあるのではないかというような懸念である。それから、藤原副総裁がおっしゃったように、実質債務超過企業であったとしても、そこが本当に潰れることによる雇用ひいては消費へのマイナス、こういう辺りかなと思う。いずれにせよ、足許の株価下落、それから不良債権処理促進の動きの影響が、金融システムあるいは企業金融辺りへどういった影響を持っていくかということ、細心の注意を持ってみたいと思う。

最後に昨日議論があった、企画室の資料の中の「安全資産選好」という図の中にあつた面白い数字であるが、すなわちここ3、4年、安全資産比率が高まっている。特に国内銀行の安全資産比率が——実質は国債であるが——、99年をはじめから単調に増加しているという現象である。これをどう説明するか、あるいは理解するかという点だが、99年、2000年は景気の上昇期だったので、——借入需要が強くないという点があつたものの——実態面の弱さだけでは十分説明できないような気がする。一つは昨日も議論があつたように、97年、98年の金融危機を経て、借り手、貸し手共にバランスシート調整の動きを強めた。その起点が99年をはじめ位だつたという解釈はあり得るかと思う。もう一つは、これは仮説の域を出ないが、我々の時間軸効果を強調した政策の影響もあつたかなという気がする。すなわち、足許の短期金利だけではなくて、将来の短期金利についてもある種強いコミットメントを行なうという政策が、時間軸の政策である。それによって中長期の金利の変動幅を抑える効果があつたのではないかなと思う。実際、債券のオプションからいわゆるインプライド・ボラティリティを計算したものをみると、98年の後半からもの凄く高まって、99年の頭にピークを打って、それから短期的なアップアンドダウンはあるが、トレンドとしてはほぼ単調に減少してきている。足許の水準は、97、98年辺りの落ち着いていた時よりもさらに低いところに

ある。こうした効果は、マーケットでは徐々に学習されていったのだと思う。そういうことで、国債はその他の資産に比べるとある意味で安全資産である訳だが、その安全資産度がさらに高まって需要されたという面があるように思う。当然だが、これは金融政策にとっても重要なインプリケーションがあって、我々はそういう形で間接的に中長期金利への関与を強めて、その結果として国債への需要は増加した訳だが、逆にその外への染み出し効果みたいなものは減っていたのかもしれないという感じもしないでもない。ちょっとそこはまだ問題提起程度の話である。以上である。

速水議長

次、春委員お願いします。

春委員

まず全体というか、総論として皆様おっしゃっていることとそれ程違わないが、雇用情勢は引き続き厳しい中で、設備投資の持ち直しはやや緩慢になっている。その中で輸出の増勢が一服して、生産にもやや減速感が出ている。一方では、7月にやや失速の懸念があった消費が8月は持ち直した。また企業マインドも回復のペースは落としながらも、着実に改善を示しているということではないかと思う。これらをみると、現状の判断としては、全体としてほぼ下げ止まっているという前月の判断が現在も基本的には妥当だと思う。ただし、世界的な株式相場下落の中で、19年振りの安値となっている日本の株価動向や米国経済の動向、この二つが景気の、主としてこの二つが先行きの下振れリスクとして大きなものになっているのではないかと思う。

若干重複の点もあるがやや詳しく申し上げさせて頂くと、全体感として9月の短観では、前回急速な改善を示した業況判断が、特に製造業で、今回は小幅な改善に止まった。非製造業の大企業は前回同様小幅改善である。8月の景気先行指数が在庫関係の指数や消費財出荷等の指数の悪化で8か月振りに50%を割り込んだということなどから、改善のテンポが減速し

つつある可能性は否定できないが、基本的に下げ止まりの状態は続いているというように思う。輸出については7、8月の前期比の輸出を見ると、品目別では自動車が、昨日はこれが一時的なものではないかという説明があって、そのとおりかと思うが、マイナスになり、また情報関連財の増加も減速している。当面、そのテンポは鈍化する可能性はあるが、増勢は維持されると思う。生産についても4~6月の高い伸びから7~9月も+2%台の伸びが見込まれており、これもテンポは鈍化するが増勢は維持するということではないかと思う。全国の大口電力、販売電力量を申し上げると、7月に前年比+0.4%と18か月振りに前年比プラスになった訳だが、8月は+2.3%と若干それを拡大しており、特に伸びの大きいのは鉄鋼、化学、機械、非鉄金属といったところである。ただ、その設備の状況を示す契約電力だが、これは東京だけのデータだが、2月以降前年比マイナスになっており、しかもそのマイナス幅が徐々に拡大している傾向がある。トータルとしては、設備の操業度というか稼働率は上がっている訳だが、ストックとしての設備は依然として縮小が続いているということを示しているのではないかと思う。企業収益についても、短観では、製造業大企業で前年比+31%、非製造業大企業は+7.2%と前回対比では若干の下方修正ではあるが、製造業を中心に引き続き大幅な収支改善の見通しとなっている。9月上旬に116円台まで進んだ円高で、輸出企業の収益悪化が懸念されていたが、この懸念も若干低下しているのではないかと思う。このような中で、9月の短観の設備投資だが、製造業大企業は若干の下方修正の-9.2%、非製造業大企業は若干上方修正の-4.2%という慎重な姿勢であり、輸出や生産の増加、企業収益の改善が設備投資の増加に繋がる見通しはまだ明確にはなっていないが、資本財出荷などから徐々に下げ止まっていくという見方でよいのではないかと思う。消費については8月は、家電の他百貨店、スーパーの売上げなど、いずれも前月の不調から一転して持ち直しを示したので、これだけで消費が上向いたということは言えないとは思いますが、7月の停滞が一時的なものという昨日の執行部の説明はそのとおりかと思っている。ただ、雇用関連の指標は一部に若干明るい材料がある訳だが、

引き続き厳しい状況かと思う。

次に、リスク要因として二つ申し上げたいと思うが、一つは、米国経済の先行き、もう一つは世界的な株価の低迷、あるいはそれに引きずられる形での日本の株価の低迷ということかと思う。まず、米国経済、これも先程から話が出ているが、大方のエコノミストは若干のペースダウンがあるとしても、2%台の成長は見込めるとしているようだが、先行きについては、株安に起因する逆資産効果とかイラク攻撃への不安、あるいは自動車以外の消費に陰りがみえていることなど、不安材料も内在している。当面は、緩やかな成長基調が維持されるというふうと思うが、住宅と自動車の消費に支えられている米国の景気が、さらに下振れすることになれば、これは大きなリスクではないか考える。次に、日本の株価動向だが、日銀の株式買取り発表後、一旦上昇した訳だが、10月以降急速かつ大幅な低下で8千円台前半というか半ば位の水準である。株価というのは、企業収益に若干先行して決まるのではないかと思っているが、そういう意味で、9月にある研究所が発表した上場主要企業300社ベースの連結経常利益の見通しをみると、2002年度は+54%であったが、2003年度も+18%と過去最高益を更新するという見通しを持っている。それにもかかわらず、皆さんが言われるように、株価は反応していないということである。その研究所のストラテジストの方から1週間程前に話を聞いたが、これは売上高が伸びない中で、企業収益の源泉がリストラになっている、つまり縮小均衡によるものなので、合成の誤謬を恐れるということではないか聞いた。また、個別企業の株価下落が、当該企業に対する企業間信用を圧縮させて、倒産の引き金になることを恐れているというようなコメントについても、私もそういうことかなと思って聞いた。昨日の説明にもあったが、私は今回の株安の主な原因は、欧米株価の下落に伴って、外人投資家が売っているということにあるのではないかと思っているが、多くの業種でその上位企業の株価と下位企業の株価の差が拡大しているという状況を見ると、やはり国内投資家の方も不良債権の処理の促進等に伴う企業淘汰の激化といった面を強く意識されているのではないかと思う。株価の先行きだ

が、バリュエーションとか、企業収益とか、いわゆる必要条件的なものはそろそろ反転の条件が整っているのではないかと思うが、今後、やはり欧米、特に米国株価の動きとか、それに伴う外人投資家の動向、あるいは10月中に発表される予定のいわゆる緊急対応戦略の内容、特にその中で簡素化が期待される証券税制を含む税制見直しの動き、こういったものにかかっているのではないかと思う。いずれにしても現在進行中の株価下落は当面する大きなリスクというふうに考えている。以上である。

速水議長

最後に、福間委員お願いします。

福間委員

まず、総括的に申し上げますと、日米欧に共通しているポイントは、国によって背景や程度は違うが、資産価格が下落していることである。特に株である。二番目は景気がスローダウンし、デフレの様相が出始めていること。三番目は金融機関の貸出能力の低下、あるいは株安による直接金融への影響でスプレッド・アップから社債発行が難しくなっている、いわゆるクレジット・クランチ的な現象、こういうことが企業、家計のバランスシート調整を伴っていること。この三つのダウンサイド・リスクが共通項ではないかと思う。マインドの面からみると、これも全世界的にといいか、特に日米欧で先月も申したがフィアー・イズ・アンノウ、要するに何が起るか分からないという不安心理が程度には差があるが、皆持っているということである。こういう中で、先程から皆さんご指摘のように、不良債権処理を加速化するという一方で、デフレ対策あるいは企業再生——これは清算型の淘汰ではなくて、ポイントは再建型の再編あるいは企業再生だと思いが——、そういうものがまだ明確でないということで、マインド面でのダウンサイド・リスクが加わっているというのが現在の日本ではないかと思う。日本の実体経済の方は、もうこれは過去何回も申し上げていることだが、業種別にみると今なお好調業種は素材、自動車、造船、プラン

ト等であって、他業界は低迷している。予て言われているように、勝ち組と負け組、首都圏と地方という二極分化も一段と鮮明化しており、景気は全く拮据がみられない。これまで好調であったIT製品、あるいは関連部品については、かつて申し上げたように5月末からオーバー・ブッキング調整が始まっているということだが、これの生産面への影響がスローダウンという格好で出てきているというのが日本経済の全般的なピクチャーではないかと思っている。企業収益については、今月、今週もあったが来週辺りから、中間決算が出てくる。期中予想を変えずに中間数字だけを落とす会社、あるいはこの際、一挙に通年の予想も変える会社、色々あると思うが、ただ言えるのは、株安という評価損の処理というものもあるので、年度見込みはどの程度、短観に比べて下方修正されるかというのを注視したいと思う。先行き内需の低調が継続し、外需がスローダウンしていく可能性が高いため、生産が水平飛行状態になる公算が大きいと思う。外需動向次第では、生産にジクザグ感が出てくる恐れもある。

海外については、できるだけ皆さんが言われたこととはだぶらない格好で申し上げたいと思う。米国であるが、株安の負の遺産、負の効果が色々なところに影響が出てきている。金融機関の不良債権の増加、これは金融機関そのものが株を持っているということではなくて、ご承知のようなエンロンとかワールド・コムとかああいう形で、かなり不良債権が増えており決算を圧迫し始めているということ、年金の引当金不足については、昨日も申し上げたとおりである。三番目は、この損失補填というかIPOストック、日本でも同じようなことがあったが、要するに確実に儲かるような株をマナデートが欲しいために経営者に渡すというような事例、あるいは投信業界においては投資信託のパフォーマンスが非常に悪いということで、ファンド・マネージャーあるいはインベストメント・バンクをクラス・アクションとして訴訟するということが等がみられ、インベストメント・バンクを巡る大衆の持っているイメージが非常に悪くなってきている。このため、このところコマーシャル・バンクとインベストメント・バンクを兼ね備えているシティグループとか、あるいはJPモルガンとか、あ

るいはインベストメント・バンクそのものであるゴールドマン・サックスとかメリルリンチとかが相当人員整理をやってきているということである。従って、私は、こういう背景があるから一般のエクイティ・マインドは非常に低調であると思っている。それに加えて、先程から皆さんご指摘になったように、企業業績が下がっているというようなこともあって、株式についてはむしろ割安感よりは割高感と、むしろ配当利回りという思想が徐々に出てきている。この結果、キャピタル・ゲインは狙えない、配当をとっていくという姿になっており、やはり投資の態度が非常に慎重化しているということである。もう一つ証券界というか、このアカウンティング・スキャンダルを巡って最後に目が入らないところ、もう一つ目玉を入れなければならなかったところがコーポレート・リフォームである。具体的には公認会計士協会をオーバー・サイトする団体、ボディを作ろうということなのだが、実はこれが政局化している。ビッグス氏という機関投資家の方だが、これを会長に指名することに現在のSEC委員長であるピット氏が反対しているということで、共和党と民主党のせめぎあいになっている。これも非常に証券界を巡るクリーン・アップということがなかなか完成しないという印象を与えている。昨日もフィナンシャルタイムズ紙の一面で報じていたが、この調整に入ってかなり長い、なかなか解決しないということである。これがアメリカのインベストメント・バンク問題並びにコーポレート・リフォーム問題の最後の段階でムードが悪い面がまだ残っているということを示し上げた。取り上げた。

欧州に目を転じるとこれは3G、第三世代の携帯電話とか政府保有株の売却の応札、過熱入札ということで大変な金額が入札になって、これが通信業界の過剰債務、金融機関の不良債権という重しになっている。特にドイツの金融界、アリアンツ、具体名はともかくとして、保険会社あるいはドイツの大手の銀行に、ここにきて流動性不安のルーマーまで出るということで、金融資本市場が非常に緊張している。そこで機関投資家等はドイツの内外の株式のキャッシュ化を急いでいる。アメリカとか日本の株をドイツの機関投資家は、流動性問題から急いで売るということで、これが日

本の株安を一段と加速している一つの要因、あるいはアメリカの株安をもたらししている一つの要因と言われている。そういうことで、欧州、アメリカ、日本の金融機関の問題というのは段々と共通の不安要因になってきている。アジアについては、昨日執行部からあったように、台湾、シンガポール等では生産が鈍化ないしマイナスに落ちているが、その他地域では内需堅調であり、米国経済減速の影響をある程度減殺しているということである。ITオンリーの国に比べれば、それ程直接的にマイナスな状況には今のところ行っていないということである。リスク要因としては、皆さんご指摘のように、イラク問題や、昨日もまた最安値をつけているブラジルのリアルに象徴されるように、月末の大統領選の決選投票でルーラ候補がまず勝つだろうということで、ブラジル情勢も緊迫している。一方、国内の金融については、これも短観に表われているように、中小企業で企業金融の逼迫感が出ている。今日の新聞報道や、執行部からの報告にもあるように、銀行が貸出資産売却等を通じて、貸出を減らしているのはBIS規制対応あるいは株安に伴う資本勘定の目減りによるというのはその通りである。確かにディ・レバレッジというか、要するに株が安くなることによって債権の圧縮を図る、いわんや貸出は資金需要がないからやらないという面もあるが、それよりは、企業はそういう銀行の行動を知っているから銀行に金を借りに行かないというような悪循環になっている。要するに企業金融は、中小企業はもちろん大企業も借りないという形で、金融機関に申し込まないという形になっている。中小企業の面で言えば、スプレッド・アップ等の影響もあって、これも過去申し上げたが、民事再生法適用申請によるサドン・デスが9月の中旬から異常に増えている。ということで、この中小企業の倒産件数の増加ということに対応して、ここで申し上げるべき話ではないのかもしれないが、公的金融とかあるいは過去にやった信用保証とか、何らかの対応策があるいは必要になることもあるのではないかと思う。以上である。

速水議長

金融情勢について、皆様のご意見を一巡聞かせて頂いた。追加的なご意見やご討議があれば、ご自由にご発言下さい。金融政策運営については、また後程伺う。

先程の福間委員がおっしゃったドイツのある銀行が米国の株、あるいは日本の株を売っているというのは、いつ頃からか。

福間委員

これは、自国の株が急落してからだから、一番目立ったのは9月の半ば以降ではないか。

植田委員

保険ではないのか。

福間委員

いや、機関投資家だ。

速水議長

銀行でなくてファンドなのか。

福間委員

いや、機関投資家だ。コマーシャルバンクもユニバーサルだから何でもできるが、もちろん彼等もやっている。

速水議長

そうか。

それではここでコーヒーブレイクをとって、25分から再開する。

(午前10時14分中断、午前10時25分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは再開する。皆さんの説明にご意見がないようだったら、この討議を踏まえて当面の金融政策運営について今回もお一人 5 分程度でご意見を伺いたい。もう一度、中原委員から願います。

中原委員

今月は現状維持ということであると思うが、株の下落、景気回復テンポの鈍化、これは企業や消費者のコンフィデンスに確実に影響を与えつつある。また、不良債権処理の取組み強化により、その進め方によってはさらなるデフレ・インパクトが生じる懸念が高い。こういうことを踏まえると、プリエンプティブに何らかの政策変更という考え方もあり得ると思う。しかしながら一方で、株価の下落は実体経済の悪化によるものというよりは、イベント・リスクに対する懸念、世界的な株価の動き、こういう要素が強い訳で、一方で実体経済の景気腰折れの蓋然性についてはまだ不確実である。こういう点で、景気情勢に極めてコーシャスなスタンスをとるべきであると思うが、今回は現状維持で様子を見たいと思う。今後、実体経済面への影響が、現実のものとなるリスクが強くなる場合には、やはり、現在の量的緩和政策の延長線上、またはさらに新しい考えがあり得るのかどうかも含めて、何ができるかを考えて行く必要があると思う。残念ながら量的緩和の実体経済への働き掛け効果、これについては未だ不確実と言わざるを得ない訳だが、一方で景気回復のための必要条件であることは間違いない。根気よく続けていくしかないと思う。いずれにせよ金融政策単独では効果は期待できない、まさに合わせ技が必要なのではないかと思う。また、不良債権処理について日銀として何ができるのか、あるいはその他の政策機関と協力して何ができるのか、これは具体的に考えて行く必要があるだろうと思う。今後の不良債権処理に伴うデフレ圧力がどのようなものになるのか十分注意していくことが必要だが、進め方によっては現在始まっている回復の芽を摘んでしまうということになりかねない。処理のス

スピードやその手法についてバランスのとれた政策運営が望まれると思う。また結局、企業とか銀行の淘汰というのは、最終的には市場が行なう。それが過去の事実でもあるし、そういうことだと思うが、それだけに市場との対話、コミュニケーションには慎重さが必要であると思う。今後急速な信用収縮や失業率増大というようなことも考え得る訳で、必要なセーフティーネットの構築がマストであるが、これを考えると財政面からの対応は不可避という感じを個人的には持っている。政府が何らかの意味のあるデフレ対策を講じる場合、これに対して金融政策で何ができるのかも考えておく必要があると思っている。また、不良債権処理加速に伴う信用収縮、信用プレミアムの拡大、これについては十分留意していく必要がある。潤沢な流動性供給を行なって、システム全体に揺らぎが拡大しないような万全の体制が必要ではないかと思われる。

速水議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

先程は、今後の景気回復に向けての道が少し細くなってきたというところで止めた訳だが、すっかりそういう道が見えなくなってしまった訳でもない状況だと思う。要するに現在は、海外、国内共、非常に不確実性が増してきて、先が極めて読みにくくなっている状況ではないかと思う。そういう中で、先程来皆さん方が指摘された今後の不良資産問題の処理の仕方なり、スピードなりというのが大きなウエイトを持ち始めているということではないかと思う訳であるが、現時点においては、不良資産問題の処理の促進が、実際にはどういうふうに行進していくであろうかということについては、まだ判断できるだけの材料が不足しているように思う。私自身は大事なことは、いわゆる柳沢プランというものがほとんどクレディビリティを失ってしまった状況の中で今日の議論になってきている訳であるから、「こういうことをすれば比較的早い時期に先の展望が明確になっ

てくる」というようなクレディブルなプランを改めて作り直すことができれば、それが最も効果的なことではないかと思う。実際にマクロ経済にどのような副作用を生み出すかということについては、例えば要管理以下の比較的症状の重い債務者を対象にして、さらに措置を強化していくということに止めるのか、それともいわゆる要注意貸出という大きなポートフォリオの固まりに対して、かなりの引き当て強化を求めていくのかということによって、結果は相当違ってくると思われるので、現実的に事を進めるに当たっては、マクロ経済に対する影響も頭に置きながら、しかし銀行システムへの信頼回復にとって、どうしても必要不可欠なことは、やらざるを得ないという両様の発想に立ちながら、最適の解を探っていくべきだと思うし、私共もそういう頭でさらに議論を重ね具体的な提言をできるならばやっていきたいと思う。そういう訳で、今後の状況をこれまで描いてきた将来へ向けてのシナリオに比べ、大きな変化をまだ頭に描きにくい状況であるから、今回は金融調節は現状維持で良いと思う。冒頭、金融市場局の方から極く直近の市場地合いの変化について話しがあった。これは、現在の株式市場の状況のもとで今後どういうふうな展開になっていくのか、ちょっとまだ読みにくい状況だというふうに思う。流動性需要がさらに強まっていき、それがマネーマーケットの金利に圧力をかけるというようなことが続くのであれば、当面はいわゆるなお書きの弾力的な発動によって対応していけば良いかなと思う。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

足許の景気動向に大きな変化がみられない中では、金融政策運営としては、現在の思い切った金融緩和策を続けて経済を下支えしていくことが適当だと思う。そのうえで、現時点における幾つかの私見を申し上げたいと思うが、まず、さらなる追加緩和をしてはどうかといった意見についてで

ある。金融政策の運営はあくまで、経済情勢判断と一体のものでなければならぬということと言うまでもない。確かに、日本経済には、なお明確な回復の動きがみられている訳ではない。様々なダウンサイド・リスクも存在している。しかし、経済の改善の動き自体は続いている訳であるし、海外でも緩やかな回復のシナリオは維持されていると思う。加えて金利がゼロまで達して、また量的緩和の採用以降1年半に亘り、ベースマネーを大きく増やし続けても、経済活動や物価に前向きの動きが及んでいかないという現実がある。従って、一段の緩和といった場合に、その手段がこの先本当にあるのかどうか、またそれが日本経済の再生に本当に寄与するものなのかどうかを真剣に考えてみる必要があると思う。先程の情勢判断のセッションで申し上げたとおり、不良債権処理に伴う痛みとは、短期的な需要の減少や雇用問題、さらには企業の整理淘汰の問題が中心になるのだと思う。従って、これを和らげるにはまず、雇用の流動化に対応した再就職を容易にする雇用対策とか、企業再建法制の一段の整備とか、新規の投資やベンチャーなどをサポートする直接金融市場やプロジェクト・ファイナンスの整備といった項目が重要になると思う。さらには、必要とあれば需要の穴埋め、これは財政もその方法の一つであるが、需要の穴埋めも検討されるべきかもしれない。これに対して、例えばインフレ・ターゲティングといった議論は不良債権処理の痛みを和らげるといった観点からは、かなり本筋を外れているのではないかと私は思う。インフレ・ターゲティングはそもそも金融政策の透明性を高めるための枠組みであって、私共が数年前に物価の問題を研究した際、方法論としては否定しない、今後とも研究を続けるということにしている。しかし、手段やメカニズムの裏付けを欠いたその方式はむしろ弊害が多い、大きいということは、私共もレポートを作成してきた際にコンセンサスになってきているところだと思う。不良債権処理を集中的に進める過程で同時にインフレ目標を設けるということは、政策の方向としてはバラバラといった感じがあるし、目標とメカニズムの乖離という弊害をさらに大きくしていく恐れがある。加えて余程の規模の財政出動でもない限り、この間のインフレ目標の達成は

専ら、インフレ予想の上昇に依存するということになってしまう。しかし仮にインフレ予想が高まる場合、その影響が最も表われやすいのは長期金利の面においてである。現在、長期国債は安全資産選好から買い進まれているが、長期金利が様々なショックに敏感に反応することは最近では先月18日も経験したところである。需要不足が解消されないまま、つまり経済回復の実態が伴わないままに長期金利だけが上がってしまうということになってしまうと、財政や企業の利払い負担を増やすだけではなく、多額の国債を保有する銀行の財務の面にも短期的には大きな影響を及ぼしかねない。金融政策の立場から留意すべきことは先行き株価低迷や不良債権処理が健全な企業のファイナンスに影響を及ぼしたり、企業金融全般の引き締まりに結びつかないようにするということだと思う。また、万が一そうしたリスクが現実のものとなった場合に、我々として如何なる方策を採り得るかについては改めて十分考える必要があると思う。以上である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

当面の金融政策運営については現状維持が適当であると考えている。ところで、政府・日銀が一体となって不良債権処理の促進とデフレ克服に取り組むといった場合に、日銀に何が求められているのだろうかと考えてみた。勿論、金融不安を生じさせないように流動性需要が高まる場合には当座預金残高を増やす。また、企業金融に不安が生じた場合の工夫も幾つか考えられる。不良債権処理に知恵や何らかの形で資金を供給することによって、金融緩和政策のスタンスを変えなくても、より一層の緩和効果を発揮させることができるかもしれない。分からないのは、なぜこのような状況下でインフレ・ターゲットを採用しては如何かという意見が出てくるのかである。なぜこのような疑問を持っているかを、以下では政府・民間金融機関の立場から考えてみたいと思う。

第一に、政策協調の強化を期待する声もあるので財務省の立場からみる。つまり国債管理政策の観点である。先程の植田委員の話の裏側になると思うが、まず現在の政策をこの観点から評価すると、現在の量的緩和政策は金融機関などが中長期国債に投資しやすい環境を見出し、大量の国債発行が円滑に消化される枠組みを提供してきたと捉えることができる。すなわち、現在、金融政策の枠組みの継続に関するコミットメントが強く効いているために、短期金融市場では先程説明があったように株価の大幅な下落によっても少し変調がみられる程度で、日銀による潤沢な資金供給のもとで、全般的な資金余剰感に今のところ変化はない。そして債券市場でも、金融緩和政策の時間軸効果が中短期ゾーンを低位に安定させるうえで、強力なアンカーとなっている。短期国債だけではなく中期国債の発行金利もゼロに接近している。また、金融面にストレスがかかった時期にも、期末・年末越えの金利上昇を抑制し、国債に投資するための安定的な資金供給環境を実現してきた。そこで考えるべきことは、国債管理政策において、現在に比べてより望ましい状況とは何かということである。インフレ・ターゲティングを採用し、かつターゲットが達成されると信じられれば、国債管理政策という観点からみて、現在の望ましい状況を却って損なうリスクは小さくないと思う。現に、日本銀行は、長期国債の買切オペを思い切って増額すべきであると強く主張している経済学者、例えば学習院の岩田先生なのだが、彼も「インフレ・ターゲットを採用する結果として長期名目金利は直ちに上昇するだろう」と述べている。仮に現在、長期名目金利が上昇することになると、最大の純債務主体である政府部門の国債管理政策に支障をきたす恐れがある。それに加えて、企業部門でも、一部の過大債務企業に対する負荷が強まり、それが結局は金融機関に新規不良債権の発生という形でのしかかる。金融機関はキャピタルロスを被り、自己資本が毀損する。つまり、不良債権問題を深刻化させる。これは財政に新たな負担を加えることになりかねない。国債問題を解決するには、インフレがもっとも簡単であるということは分かるが、今の経済状態と不良債権処理の問題を考えると、目標に達するまでの時間は決して短くなく、少なく

とも現状では長期金利を上昇させ、国債市場に不透明感をもたらしかねない政策が、望ましい政策だとはどうしても考えられない。最近、政府内でもインフレ・ターゲティングの採用を期待する声があるなどと報道されているが、それが国債管理政策に及ぼす影響などをどのようにみているのかという点は、非常に気掛かりである。こうした点について、政府のご意見をお聞かせ頂ければありがたく思う。

第二に金融機関の立場から見てみたいと思う。長期金利上昇が不良債権問題に与える当初の影響については今指摘したとおりである。そこで、インフレ・ターゲティングが採られた何年か後の姿を想定してみたいと思う。そのためにはまずどうやってその目標を達成するかについてみておく。金融政策のトランスミッション・メカニズムでは、先程も藤原副総裁が説明されたことであるが、予想が非常に重要な役割を果たすと考えられる。インフレ・ターゲティングについては、それを採用すること自体が直接的にデフレ退治の切り札になるかのように考えることは誤りであると思う。インフレ・ターゲティングが有効に機能するためには、日本銀行がその目標値を達成するための十分な手段を用意していることが不可欠である。伝統的な金融政策のトランスミッション・メカニズムは、短期の政策金利を起点にして、金融資産価格、つまり長期金利や為替レートあるいは株価や資金のアベイラビリティに影響を与え、経済主体の活動に影響を及ぼすと考えられる。しかし今はこうした伝統的な金融政策のトランスミッション・メカニズムが有効に作用しない。しかもそれを多くの市場関係者も認識している。こうした中で、日本銀行が単に目標インフレ率を公表しても、人々のインフレ予想が変化するとは考えられない。従って、インフレ・ターゲティングを採用してそれが達成されるためにはキャピタル・ゲイン性の高い、強い、非伝統的なオペを採用せざるを得ないと思われる。この問題はインフレ・ターゲティングに固有ではない。今の量的緩和政策のフレームワークで一層の金融緩和を続けていく場合にも生じる問題である。このような政策は日銀のバランスシートの健全性にも問題を引き起こすが、金融機関のバランスシートを歪める可能性もある。例えば、今後マネタリー

ベースの前年比伸び率を現在の2割程度に維持するとする。銀行券の伸びが今と大きく変わらないとすると当座預金残高は3年後には今の3倍にまで増加する必要がある。他方、日本の金融部門のバランスシートは、マクロ的にはむしろ縮小する必要があると思う。もしそうだとすると、今の3倍以上の比率で、金融機関が無利子の当座預金に資金を寝かしておかなければならないことになる。このように、金融政策が量的指標の増大を目指すと、銀行の収益性を一段と押し下げかねない。これをどのように考えるか、それが今後進めようとする金融システムの安定化という政策課題に矛盾しないのかという論点をきちんと検討する必要があると思う。いずれにしても「金融緩和を徹底すべきである」とか、「インフレ・ターゲティングを採用すべきである」という主張にしても、「不良債権処理を思い切って加速すべきである」という主張にしても、こうした紋切り型の表現が現在日本経済が置かれている現状の複雑さに対してあまりにも単純すぎるのではないかという戸惑いを覚え、また憂慮している。今後どのような政策をとるのがよいのか幅広い観点から考える必要性を痛感している次第である。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

国内経済情勢は現状底這いに近く、内外株式市場の動きからみても先行き不確実性が強まっていると思う。そうしたもとで、金融機関の不良債権処理が今後どういった展開を辿ることになるかには重大な関心を持って注視したいと思う。今回の政策判断としては、現状維持にしたいと思う。今後のこともあるし、これまでの量的緩和の経験を簡単にレビューしたいと思う。

日銀当座預金残高を主たる政策目標にして以来約1年半経ったが、当初かなり難しいのではないかと考えていた、最近のような残高目標でも何と

か達成できてきた。これは第一に、オペ手段を工夫した、つまり国債の買い切り増額や長めの手形オペを多用したこと。第二に短期金利が極限まで下がったため資金放置の動きが広がったこと。第三に金融システム不安の高まりによる準備需要の増加などによるものである。今後、当預残高を維持するにしろ増加させるにしろ、状況によってはさらなるオペ手段の工夫が必要になるかもしれない。現在の量的緩和レジームは、所要準備比かなり高めの当預残高目標に加えて、いわゆるなお書き、時間軸それに補完貸付制度からなっている。こうしたレジームは第一に、中短期金利の低下と安定、流動性リスク・プレミアムの抑制、そしてそれらを通して金融市場の安定に、ひいては経済情勢の安定に貢献してきた。しかし、第二に金利低下で説明できる以上のポートフォリオの変化、いわゆるポートフォリオ・リバランス効果や期待の変化といったことはこれまでのところあまり観察されなかったのではないか。景気・物価についての見方が変化したようにも思えない。金融機関の資産に占めるリスク資産運用、例えば貸出比率は高まらずかえって低下した。ただ、その低下が量的緩和をしなかった場合と比べてよりマイルドとなったかどうかについてはよく分からない。一方、高めの当預残高が維持されてきたため、資金余剰感が強まりいわゆるキャッシュ潰しにより、特に比較的リスクの小さい資産の利回りには強い低下圧力がかかるようになってきたことも事実である。この間、マネーサプライはGDP対比では相対的に高い伸びを維持してきたが、マネタリーベースの伸び率の大幅な拡大に対応した動きは観察されていない。これは金利低下を通じた第一の効果があったと考えられる一方、第二の効果が余りみられなかったことによるものと考えられる。ポートフォリオ・リバランス効果や期待の変化がほとんど観察されてこなかった一つの背景は、金融機関や機関投資家のリスクテイク能力の低下と安全資産選好の強まりによるものであろう。ポートフォリオ・リバランス効果や期待の変化を引き起こすためには、まず金融機関が不良債権を適切に処理するとともに自己資本を充実することでリスクテイク能力を高めていくことが必要である。不良債権処理の促進を図る一方、量的緩和効果を高めるためにさらに

とり得る手段があるかどうかについて引き続き考えていきたいと思う。以上である。

速水議長

植田委員、お願いします。

植田委員

皆さん言われているように実体経済の方は、プラスのモメンタムがやや弱まりつつあり先行きの不確実性も増してきているところである。しかし高い確率で腰折れというところまではまだいっていないのだと思う。ということなので、今回緩和するとすると、ここまでの株安の金融システムあるいは実体経済への悪影響を懸念して、ということだと思う。しかし、一つには流動性に対する需要が目立って高まってきているという状況ではない。ただ、先程山口副総裁も言われたように、ここ一兩日、やや気になる動きもあるので、これは今後の動きを注視してみたいと思う。また、株安の金融システムへの悪影響という点については、異例ではあるがプルーデンス面で我々なりの対応を別途近々打ち出すところである訳である。金融政策については今日は現状維持で宜しいかと思う。以上である。

速水議長

春委員、お願いします。

春委員

19年ぶりという水準への株価の急速かつ大幅な下落がある訳であるが、中間期末の特別な動きを除いて短期の金融市場は、先程、ここ一日二日、やや懸念される動きがあるという報告があったが、全体としては落ち着いているということではないかと思う。これは必要かつ十分な資金を市場に常に供給するという日銀の姿勢に対する信頼があるということが大きな要素かと思う。そういった意味で、現在の当座預金残高目標は変更せずに、

その上限値に残高を維持するという調節を継続していくということが適当かと考える。また株価のさらなる下落が銀行・金融機関等に与える影響、あるいは不良債権処理の進展が企業に与える影響への懸念等から信用リスクを過度に回避するような動きが発生するような場合には、今回も期末に適用されたなお書き部分を十分に活用する余地があると思う。以上から現在採用しているディレクティブはこれを継続することが適当でないかと思う。

皆さんも触れられたが、現在検討されているデフレ対策、あるいは不良債権処理の問題等に関しては、さらなる量的緩和という要望が聞かれる訳であるが、これまでずっと検討してきた中で、なかなか難しい中ではあるが、日銀としてできることがあるのかどうか、真剣に検討することが必要かと思う。その中で、これも皆さん言われていたが、実効性というものが最も重要かと思うし、さらには株式買取りを発表して以来、いろいろ言われた通貨の信認に対する影響、そういったことも十分考えておく必要があるのではないかと思う。不良債権処理については、近く発表する日銀の考え方をもとに、関係官庁と十分な協議をすることが必要ではないかと思う。また、量的緩和にも関係するが、先月も申し上げたがマネタリーベースの前年比の伸びというのはこれは徐々に鈍化をしてきている訳で、今後も鈍化をせざるを得ないのではないかと思っているが、このマネタリーベースの前年比伸び率が低下することをもって緩和努力が足りないというかそういう見方も出てくる可能性もあろうかと思う。しかし、昨日も話題にしたが、平残で85兆円という水準は対名目GDP比では17~18%ということで、パーセンテージで見れば主要国の3倍以上の水準にあり、これをどう考えるのか。現在の水準が、伸び率とは別に水準として十分なのかどうかよく検討したうえで対外的な結論の仕方なども工夫をする必要があるのではないかと思う。以上である。

速水議長

最後に、福間委員お願いします。

福間委員

結論は現在の調節方針で良いと思うが、8月9日の決定会合で、金融システム不安が高まった際のオプションということで三つのことを申し上げた。一つ目は、当座預金残高の目標水準をもう少し上げて15~20兆円にしたかどうかということ。二つ目は、オペを長期化したかどうかということ。具体的にはオペ期間を1年まで延長したかどうかということをお願いした。三つ目はロンバート貸出の弾力化ということ。現在が金融システム不安かどうかということであるが、やはりペイオフを2年間延ばすということは正常ではないということを確認しておかなければならないし、また、株安が特に具体的には二行にきている。では、なお書きでやる位だったら目標自体を上げたらどうだということだという議論もあると思うが、要するに今の状況は予断を持ってはいけないと思う。それと自己満足してはいけない。我々はこれ以外ないのだということは言うべきではないと思う。こういう非常に厳しい状況であるので、マネタリーコンディションがタイトニングしている、あるいはペイオフの解除が延長されたというこの二つの事実を持ってしても、今までと同じだというのは乱暴過ぎないかと思う。少なくとも、マネーを預かっている中央銀行としては、さらに何かできないかということを検討する、オープンなマインドを持っておかないと危ないのではないかということである。私は今のところ追加的な緩和策は必要ないと思うが、不良債権処理を加速する動きが今後出てくる訳なので、ここは非常事態に入った位の気持ちは持つておかないとならない。今までの連続で物事を考えれば良いというのは、少し気持ちとしては過去に囚われ過ぎてはいないかと思う。これは自分の反省も含めてそう言っている訳である。そういう訳で、今回は8月に申し上げたような追加策が必要な状況に一段と近付いているということと共に、国債の買い切り増額については調節手段が本当になくなった時に考えれば良いということをお願いしたい。今執行部の努力によって15兆円が維持されている訳であるが、これが本当に足りなくなると札割れ連続でどうしようもないという状態になった時に、そこから国債の買い切り増額を考えれば良い。今朝長期国債

の金利は1.1%をつけているが、これは先程から話があるように、我々の調節と今の市場の感覚と時間軸を巡って、あるいは量的緩和の程度を巡って一致しているということであるから、これが乖離しないように注意しながらみていくということだと思う。少し生意気なことを言ったが、やはりこういう時は予断を持ってはいけない、自己満足してもいけない、やはりしっかりと市場に耳を傾けておかないと恐いという面を持っているということを示し上げる。以上である。

速水議長

それでは、ここで私の見解を少し述べさせて頂きたいと思う。

経済情勢だが、個人消費は総じて弱めの動きを続けているし、設備投資も漸く下げ止まりつつあるとはいえ、明確な回復はまだ展望しにくい状況にあると思う。一方で、輸出や生産の増加基調は維持されている。先日公表の短観でも確認されたように、企業の業況感も全体として緩やかながら改善傾向が続いていると思う。このため、景気の総括判断については、前月の判断を維持することで良いと思う。

この間、金融市場では、株価が不安定な動きを続けているにもかかわらず、本行が潤沢な流動性供給を続けている中で、基本的には緩和感の強い状態が維持されている。こうした状況を踏まえると、当面の金融政策運営については、現在の調節方針のもとで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ことが適当と考える。ただ、本日の冒頭に金融市場局に報告を求めたが、株価の下落等をきっかけにして、今後、市場の流動性需要が急激に高まる可能性もないとは言い切れない。このため、日本銀行としては、市場の状況を注視しながら、必要に応じて、「なお書き」を適切かつ機動的に発動して、潤沢な流動性供給を通じて市場の安定に万全を期していく必要があるという点については、改めて強調しておきたいと思う。

次に先行きについてであるが、委員の皆さんからも色々指摘があったように不確実性が高まっていることは確かだと思う。この点は、次回決定会

合における「展望レポート」の策定作業の中でも検討していくことになる訳だが、本日は、足許、特に不透明感を高めている要因を二つ指摘しておきたいと思う。第一に挙げられるのは、米国をはじめとする海外経済の動向と、そのわが国輸出環境への影響である。海外経済については、今のところ「緩やかな回復基調が続く」というシナリオ自体は維持されているとみて良いと思う。先月末から今月の初めにかけて、ワシントンでIMF総会に関連してG7、G10、IMFCと色々な諸会議が開かれ、また色々な総裁方とも話をする機会があったが、世界経済の動きについてIMFで総括的に最後に言われたコーシャスリー・オプティミスティック、警戒しつつも楽観的と、そのコーシャスリーということ強調したいということは、政治情勢、社会情勢等をもみても確かなところだと思う。しかし、鍵を握る米国経済のダウンサイド・リスクについては、これまで考えてきたよりは高まっているように窺われる。オニール財務長官は、企業の会計問題等と言われたのだと思うが、ワースト・イズ・ビハインド・アスと大体、最悪情勢は終わったと——これは主として法的な手が打てたということと言われたかったのだと思うが——、第3四半期はハウジング、自動車などでかなり良いし、第4四半期もそこそこプラスが可能であるというようなことを言っておられた。来年にかけて海外経済の緩やかな回復傾向が続いていけば、現在は慎重な企業の設備投資もいずれ、持ち直していくと考えられるが、果たしてそうしたシナリオが維持されるのかどうか、情勢を注視していく必要があると思う。第二に挙げられるのは、わが国の不良債権処理を巡る動きである。先月、本行が金融システムの安定に向けた新たな取り組みを公表して以降、この問題に対するわが国の取り組み状況は大きく変化しつつあるように思う。政府におかれては、不良債権処理の加速に向けた対策の検討を開始する一方で、不良債権問題が終結するまで、金融システムの安定を確保する観点から、ペイオフの完全解禁時期を2年間延期する方針が示された。こうした中で、わが国の株価は前回会合以降、バブル後最安値を更新するなど、不安定な動きを続けている。この基本的な背景は海外株価の下落であると思うが、極く最近については、それに加え

て、市場の関心が不良債権処理の促進に伴う景気への短期的なマイナスインパクトに向いている側面もあると思う。しかし、こうした取り組みは、金融システムと産業の再生を図るためには不可避であり、より長い目でみれば、持続的かつ安定的な成長の実現に資するものではないかと思う。この点に関連して、我々は間もなく、「不良債権問題の基本的考え方」を公表することになっている。このレポートを通じて、政府を含めた関係者の方々が問題意識を共有すると共に、政府における具体策の検討が早急に進められて、問題解決に向けた実効のある処方箋が示されていくことを期待したいと思う。日本のこういったことについても海外で色々話しを聞いてきたが、まず、

は、日本というのはやはり極めて重要な国であって、米国をはじめ貿易相手国にとっては、不良債権問題への対応も含めて、今後どのように進んでいくかについて、無関心でいる訳にはいかなないと言っておられた。そして、日本は、非効率的なあるいは非生産的な分野から、効率的なあるいは生産的な分野へ資本などの資源を配分し直していくことが、持続的な経済成長を実現するうえで必要であり、自分としては、日本が、こうした過程を経て再び高い成長を実現し、アジアのみならず世界において重要な役割を果たしていくことを期待していると言っておられた。また、大量の資本が非生産的な活動に固定されているという状況の中で、それなりの経済パフォーマンスをこれまで示してこられたことは驚くべきことだと思っているが、政治的なシステムとか構造改革や枠組みの変化の障害となって、色々難しい問題があることも十分理解をしているというようなことを言っておられた。長い間総裁をしておられるある方は、時価制度のもとで株が下がって、銀行の自己資本低下をもたらし、その結果、不良貸出を償却できなくすることに対する日銀の懸念は、自分達も理解できる。今回の処置はアンビシャス・アンド・クリエイティブだと評価してくれた。そして、不良債権への対応として彼がアドバイスしてくれたことは、単なる症状に気をとられることなく、原因をよく考えて手を打っていく必要があるということと、まず、内需拡大を成功させることが必要であるということである。需要は徐々に上がりつつあるようだが、輸出と

いうのはやはり世界的な情勢で変わって行くものであるので、内需を固めていくことが必要だし、財政面からの支援も必要だというようなことを言ってくれていた。IMFのある人は、私からの説明の後で、広範な政策パッケージに繋がっていくなら有益だろう、珍しい措置であるが、不良債権の対策と繋がっていけば有益になる、とにかく構造改革に頼っていくべきだというようなことも言っておられた。

少し余談になったが、いずれにしても我々としては、不良債権処理がどのような方法、スピードで進んでいくのか、そのことが金融資本市場やマクロ経済にどのような影響を与えていくのか、特に金融機関の流動性需要にどのような影響を与えていくのかといった点を注意深く点検しながら、金融政策運営に当たっていく必要があると思う。私の意見は以上であるが、追加的な議論があればどうぞ、何なりと発言頂きたいと思う。

中原委員

インフレターゲットの議論が色々な方から出ていた。藤原副総裁が言われたとおり、物価問題については、かつて大分議論をやったそうだが、私が着任してからはない。先般も、物価問題についてもう一度改めて議論しようというムードがあったのだが、色々な事情で消えている。しかし、藤原副総裁が言われるとおり、金融政策の透明性という点から意味があるという判断があるのであれば、やはり一度議論しておくべきだろうと思う。それから二点目は、これも藤原副総裁と須田委員が言われたが、銀行の国債保有が80兆円を超えるような状況で金利が上がれば、銀行の収益に大きな影響を与えて、不良債権処理を進める動きに逆行するということだが、これはなかなか難しい問題である。80兆円という大きさだけをみると確かにそういう議論は多いし、海外からもそういう心配の声というのが非常に強いが、現実には色々銀行でマイクロベースの話を聞いてみると、先物でヘッジすることで、デュレーションを相当短くしているので、——この前の株式買い取りが発表された時のような極端な価格変動が起きればもう耐えきれない訳だが——ある程度マイルドな変化で徐々に金利が上昇す

る局面というのは、むしろ銀行としては望ましい。勿論、程度問題であるから、2%を超えたり3%とかそういう金利ではとても困るのだろうが、ある程度ポジションを調整しながら金利が上がっていくことは、むしろ好ましいと思っているのではないかと思う。むしろ、銀行の立場で収益を上げるためには、長期金利がある程度の高さで安定してくれることが望ましく、キャリーをとれる状況ができないと困ると、さらに言えば、不良債権処理を進めるために銀行の収益力を付けるのならむしろ、短期金利を上げた方がよいということになる。流動性の預金が増えている訳であるから、短期金利が上がれば確実に収益が上がる。であるから、申し上げたいのは、今後、不良債権処理が進む過程で、銀行の国債保有がどういう財務上の影響を与えるかを、市場局の方できちんと継続的にモニターして頂く必要があるのではないかということ、それが第二点である。それから第三点は、福間委員が言われたとおり、私は「なお書き」の乱用というのは、量的緩和というレジームを事実上形骸化するというか、形骸化してしまっているのかもしれない、実質ゼロ金利に戻るという政策を事実上採ることになる訳であり、そこについてはやはり一定のけじめというか、ディレクティブの仕切りが必要ではないかと、私もその点では福間委員と同じである。以上三点である。

須田委員

今の話について一つだけ伺いたい。「短期金利を上げた方がよい」ということであるが、その場合、企業の側の借入金利が上がる。この影響についての考え方は如何か。

中原委員

勿論、波及効果は色々考えなければいけないと思うが、それは程度問題で、またこれも反論すれば、長期のプライム、大量の借り入れをしているような企業というのは、はっきり言えばゾンビ企業が多い訳である。こういうところはむしろ、淘汰すべきではないかという議論も勿論ある。

須田委員

それは結構ハードランディングである。私はやはり、今、金利を上げて不良債権処理をやっていくというのは、ハードランディング・シナリオを選ぶということではないかと思う。

中原委員

そうであろう。程度問題であるが、国債金利がどこまで上がれば長プラが本当に上がっていくのか、これは長プラのフォーミュラがあるので、そこは勿論一方的な議論はできないと思う。確かにアセット・サイドで、そういう変化が起きた時に、銀行収益がどうかという問題はあるが、恐らく私は、長期金利というか長期国債の金利はある程度のレベルで安定した動きをして貰うことが、銀行としては一番有り難いと思う。であるから時間軸の効果というのは、それなりに大変有り難い効果だと思う。長期金利が1%割れでどんどんさらに下がっていくというようなことになると、銀行の収益への影響はむしろそちらにも出てくると思う。確かに、今回の中間決算などというのは、市場部門の収益で稼いだところが非常に大きい。特に巨額の不良債権処理費用を計上せざるを得ないところは、相当大胆なリスク・ポジションを採っていたという話も聞いているし、デリバティブをやって、フロント・エンドでどんどん稼ぐというようなこともやっているようであるし、長期金利がある程度の高さで安定して貰うということが、銀行にとって今一番有り難いのではないか。

藤原副総裁

今の意見は、特に中原委員は銀行業界の実態をよくご存知で、実務にも通じておられるので、それはもっともなご意見ではないかと思う。私が、長期金利について申したのは、あくまで経済の回復という実体を伴った金利水準であれば、それは問題がないということであって、ご提案のあったように、銀行の国債保有がどういう問題点を孕んでいるかということの研究というか、点検は必要だと思う。それから、最初に言われたインフレー

ション・ターゲティングの次の学習、それも必要だと思う。方式自体は、私共も否定は全然していない訳で、さらに研究を続けていこうということだが、私が先程申し上げた一連の発言は、冒頭に現時点での私見と断ったように、アズ・オブ・ナウの話であるから、今後、方法の研究というのはあらゆる問題について言い得ることだと思う。とかく、モーストリー・コーシャスな中央銀行だから、何か言うとすぐニエツトと聞こえるかもしれないが、少なくとも外から日銀をみてきて、今、日銀にいる私は、福間委員のおっしゃったように予断を持ってはいけないというのと、自己満足に陥ってはいけないというのを自分にも常に言い聞かせている。本当に必要がある場合には、私は西欧の哲学者の「万物は流転する」、東洋の哲学者の「君子は豹変する」、ということ当てはめてもいいのではないかと思うし、従ってこれまでも未知の領域とか未踏の領域に踏み込んでまで政策をやってきたことで、今後とも必要があれば柔軟・弾力的にディスカッションしたうえで対応すべきだという点については同感である。

春委員

やや次元が低いかもしれないが、なお書きと目標の関係についてだが、恐らくこのデフレ対策はかなり長期に亘る可能性があることを考えると、今の目標水準そのものを上げてしまうと、下げる時に非常に難しくなる。何かある度に少しずつ上げていく、それが本当に実効があるのなら勿論それでいいのだが、実効との関係でやはりむやみに上げていくのが本当にいいのかどうか。むしろ、日銀に対する信頼があるのであれば、「なお書き」を使って弾力的に運用するというのも一つの考え方ではないかと思っていたが、今色々ご意見があり、私もよく考えたいと思う。

速水議長

日本のことをよく知っている、かなり経験豊富な長い間総裁をしておられる総裁の一人が言われたのだが、これ以上日本銀行で資金を供給しても、当座預金を増やしても、それはプッシュ・オン・ア・ストリングだと、風

船に紐がくっついていて、引っ張れば動いても、幾ら押したって風船は動きもしないよと、それは周りから見ていてそう思う。金融面から資金量でそういうふうに行っていくというのは、もうここは限度ではないかということを書いておられた。

植田委員

インフレ・ターゲティングの話については、これはやめようと思っていたのだが、混乱させる言い方をすれば、ある意味では我々は既に何割かはインフレ・ターゲティングを実行しているのだと思う。だから、やるやらないという議論はややミスリーディングであって、我々として、現在、中央銀行として通常考えられる手段を用いてできるぎりぎりのインフレ・ターゲティングをしているということだと思う。皆さんがおっしゃっていたことと矛盾しないのだが。そのうえで、そこからさらに大きく逸脱するような手段を用いて、仮に債券市場におけるインフレ期待に影響を与えることができたとすると、目標インフレ次第だが、恐らく長期金利の上昇は急激だろうし、2%位では止まらないような気がする。そこは急激な動きが起こるように思う。

田谷委員

だからその場合、もし意味があるとしたら、インフレ・ターゲットというのは、インフレ期待を高めるというのではなくて、インフレ期待をコントロールするという側面が強くなると思う。

植田委員

しかし、インフレ・ターゲットを採用せよと言っている論者からすれば、インフレ期待を高めて欲しいということではないのか。私がずっと言ってきたのは、期待といっても債券市場参加者のそれと、財・サービスを買う人達のそれはしばしば乖離するものであって、恐らく債券市場は先に動くであろう。そこだけ動いてしまった場合は、最初にややデフレ効果的なもの

のが発生するリスクもあるということである。

山口副総裁

この状況の中で、インフレ期待が本当に出てくる場合というのは、コントロールが極めて難しい形でしか出てこないのではないかと私は思う。それから、福間委員が先程言われた点だが、私はペイオフの2年延期ということのを待つまでもなく、金融システムは正常ではないと思っていた訳だが。

福間委員

勿論そうだ。

山口副総裁

だからこそああいう措置を、株式の買取りを決めたということだと思う。

福間委員

だからそれを認知した訳だな。

山口副総裁

先程非常事態に入ったという認識だとおっしゃったのだが、それは我々自身の措置がある意味で、そういう局面にひょっとしたら入るかもしれない、トリガーを引いてしまうという面もあるのではないかと思う。ただ問題は、これから先、金融政策の議論をする場合のことなのだが、まず私は、金融システムが正常でないという問題に対しては、金融システム対策としてまず打つべきことを打つというのが当然のことだと思う。しかし、金融システムの問題というのが、我が国の実情においては否応なくマクロ経済の動向に影響を与えてしまうというのも事実だと思う。だから、そういう意味で、金融政策上の判断とこれは非常に深い関連を持たざるを得なくなっているし、ここで金融調節上の措置を考える場合には、やはり、金融システムサイドにおいて我々が打とうとしている措置、あるいは

これから政府がひよっとしたら何か打たれるかもしれない措置が、具体的にどういふふうにもマクロ経済に影響を及ぼしていくのかということが、もう少し明確になってくる必要があるのかなと思う。そういうことが明確になる前に、先程福間委員がご指摘のように、株安の影響が一部流動性需要の変化を、ひよっとしたら引き起こしているのかもしれないという、かなりこれは注目すべき変化がマーケットに出てきてしまっている訳である。それに対して、例えば直ちに当預残高目標の引き上げというようなことをやった方がいいのか、福間委員は3つ位のオプションを言われたが、そこに直ちに行く前に、変化が出てきたのはあまりにも昨日今日というまだ極々短い時間しか経っていないので…。

福間委員

だから今日は据え置きで結構だと言っている。

山口副総裁

流動性需要が比較的短い時間の中で元に戻ってしまうのか、それとも流動性需要がちょっと嵩上げされた状態で恒常化していくのかというのは、やはりみた方がいいのではないかというのが私の判断だ。

福間委員

勿論予想だから、金融政策がプロアクティブあるいはプリエンプティブに動くことも、ある側面まで来たら必要になってくると思う。だが、この不良債権問題というのが、——余程の企業再生とかあるいはセーフティネットを張れば別だが——正直言って相当のデフレ圧力が掛かることは確かであろうし、またそれを覚悟でやる訳だ。だからそうした場合に…。

山口副総裁

本当にことがそういうふうになればであろう。

福間委員

動けば、そういうことだ。

山口副総裁

そこが、まだよく分からない。

福間委員

いや、世の中のムードはそうなっている。現に、株が落ちているのは、そういうことだろう。銀行アタックが出てきたことや二桁銘柄の数がわっと増えていることは、その表れであり経済は生き物なのである。私は 10兆円から 15兆円という目標のもとでも、何とか 15兆円台を維持してくれということを随分言ってきて、執行部の方も勿論そういう格好でおやりになっている訳だ。だから、勿論今月末と言われているデフレ対策が発表されてからでいいのだが、本当は同時が一番良いのだが、要すればデフレ対策が出るようなタイミングにあまり遅れないような形でやるのがベストではないかなと思っている。だから、15兆円というのは、今サブスタンス的にはやっている訳である。デフレがさらに深刻になるかもしれないと言った時に、金融面からはきちんとこうやると示すことで、サイコロジカルな影響も必要だ。本命は、金融システム対策の方である。金融政策も機動的に動いたということも、先程から言っているように重要だが、サブスタンスは余り変わっていない。15兆円を維持している訳だから。

山口副総裁

それは、先程春委員が最後に言われたことと若干関係があって、当預目標をさらに積み上げるということが、経済効果として、どれ位実効性を持つのかということをよく考えたうえでの判断になるのだと思う。デフレというのか、成長率がひよっとしたらもっと落ちていく、需給バランスが緩むかもしれない、という問題に対して最も効果的な措置というのは何だろうかということ、本当は私は日本国全体として考えて手を打つというの

が正解だと思う。

福間委員

だから財政も——やれるかどうか分からないが——ある程度そういうものも出るだろう。今度は企業再生が出て来ないとだめである。先程も言ったように、清算型が増えたのでは、これは滅茶苦茶になる訳である。そこで国土交通省、経済産業省等の横の連携も必要だ。勿論、僕は護送船団的な考えというのは余りとりたくないのだが、今ほとんど創業、業を起す方が少なく、廃業あるいは倒産がこのところ随分増えていて、雇用そのものにも影響する。経済を活性化するためにも、何とかバッドポジションを捨ててグッドポジションをとにかく集結する。この努力は今度の政策の中で非常に重要なポイントではないかと思っている。それは金融政策ではない。だが、そういう場合に日銀も参加しているということ——ただ、それは先程から言われるように景気刺激には直接的な影響はないのだが——、企業金融に影響を与えているというのは確かな訳である。先程の景気判断のところで申し上げたように、特に中小企業金融は大変だと思う。だから日銀の量的緩和策をこれだけやっているけれど、経済効果はありませんから、とだけいってしまうのはどうか。勿論、経済効果のある政策をやりたい。そのために、——これも余り言うべきではないかもしれないが——この前も言ったように、ここから中央銀行がやるとしたら、制度金融にかかわる以外ない訳だ。そんなことできない訳でしょう。そうすると公的金融を動かさなくてはいかんということになってしまう訳だ。だからやはり、金融システムを支え、自立的な回復過程を促すような、下支えするような、量的緩和というのはやはり必要だと思う。この辺は、認識の違いだから、あまり議論しても仕方がないと思うが。

山口副総裁

いや、議論するべきだ。大いに議論する必要があると思う。

福間委員

それならば、まず企業金融がどうなっているか、本当に一歩足を外に出
してみてください。

須田委員

企業金融のためには、やれることはあると思っている。量を増やさなく
ても担保の問題にしても、あるいは企業金融の貸出に絡んだ何かもやれる
と思う。

福間委員

だが、コンディションというものがある。マネタリーコンディションを
維持することは必要だ。

須田委員

それは、でも…。

福間委員

マーケット全体を…。

須田委員

十分に需要があれば幾らでも出せばいいと思う。もし政府と一緒にやる
と言った時に、きちっとしたのが出てきたら、それは危機ではなくて、こ
れで一緒にマクロ政策としてやろうということだと思う。その時に私は、
財政支出がかなり出たら、場合によってはそのファイナンスということでは
手助けしなくてはいけないことがあるかもしれないとも思っている。た
だ、いわゆる量的な緩和ということが、一緒にやっていくという時に本当
に意味があるかなという、なかなか…。

福間委員

だから先程も言ったではないか。ターゲットを上げると、おそらく札割れが随分出ると思う。だから、最後の局面では、国債の買い入れを考えればいい、と言ったのはそういうことなのだ。そこで財政と結びつく訳だ。財政法 4 条を引っ張り出してくるのだったら別だが。やはり、私はマーケットの国債を買ってサポートするという以外はないのではないかなと思う。

中原委員

ただ、信用収縮は、もう恐らく竹中大臣が金融担当大臣に就任したニュースと同時に始まっていると思う。

福間委員

出ている。もの凄く出ている。

中原委員

全役員を招集して、下期に向けてリスクアセットの削減、それから自己資本調達のフィージビリティについて大号令をかけていると思う。

福間委員

おっしゃるとおりである。

中原委員

現実に不良債権処理の一部なり何なりが具体的に出てきてから、銀行がどういう行動を起こすかということではなく、今朝もみずほ 10 兆円圧縮が出ているが、もう銀行は、恐らく相当な規模での信用収縮なり貸し渋りを起こすと思う。特に中小企業と一部の業績の芳しくない企業に大きな圧力が掛かることは間違いないと思う。そこをどうするかだと思う。それから、やはり量的緩和の話は、私は三つ効果があって、最初の二つはやはり金利

の低下で、金融システムを安定させたり中長期金利を安定させたという効果はあると思う。三番目の实体经济への効果は、私は効果がないというのではなくて、不確実だとか、——植田委員もそう言われているが——未だ実現していないというスタンスでいる。やはり基本的な効果が認められる以上、これ以外選択の余地がない現状において、金融政策が動いているということは心理的にどれだけの影響をマーケットに与えているか考えるべきである。一部のエコノミストからは、意味のないことをやってる、何をしているんだという批判もあるが、それは本当に一部のエコノミストであって、一般的には日銀の量的目標の拡大に対しては、ある程度の信頼感と日銀が動いてくれたという心理的なサポートを感じているというのは確かだと思う。私は量的緩和は、経済的な意味がないから、もうこれはやめだというのであれば、それに変わるスキームを我々はきちんと作るべきだと思うが、いずれにせよ、今のレジーム上で、量的緩和をとった以上、政治プレッシャーで更なる緩和というのが出てくるとするのは当たり前の話ではある。それを効果がないからといって全く逆戻りするという選択も勿論あるとは思いますが、それができるのかどうかということだ。

植田委員

皆さんが言われるような危機感は、皆さんが持っていると思うが、このうで量を増やすという手段だけに着目すると、まず流動性需要が増えたときに量を増やすということであれば効果ははっきりしている訳だ。マイナスを消すことをやっていこうということについては、議論、意見は分かれていないと思う。取り敢えず足許をみると、先程からやはり話が出ているように、ここ数日間の現象なので、これがどれ位続くのかというのをみる余裕もあるし、急にひどくなればなお書きで対応することもできるし、そういう覚悟は当然のことながら皆さんあるのだと思う。そのうえで、さらにそれを超えて、金融政策としてもっとはっきりと量を示す、ターゲットを増やすということをとるかどうかが次のステップとしてあると思うが、中原委員はそういう政策に対してややフェイヴァラブルな感

じの立場から意見を言われたと思う。しかし、もう少し懐疑的な人もいると思うし、それからフィージビリティがどうか、増やした後、国債の買いオペを場合によっては増やすということで、18兆円なり20兆円なりといった目標を続けられるのかどうかという辺りに対する不安も、何人かの人はお持ちだろうし、そういうことも含めて、次回に向けてまた検討を続けるということではないのだろうか。そこを閉ざしているということでは全くないと思う。

速水議長

おっしゃるとおりだと思う。今日はこの辺で議論を止めて、次回までに情勢の変化をみながらまた深い議論をしたいと思う。ここで政府からの出席者から意見があれば願います。谷口副大臣いかがか。

谷口財務副大臣

現在、日銀は、金融機関に対して潤沢な流動性供給を行なっているが、物価は依然下落をしており、デフレの克服には結びついていない。

こうした状況の中、不良債権処理の加速化に伴うデフレ圧力の緩和のため、一層の金融緩和が必要であるという意見や、金融政策の新しいあり方を含め、柔軟な議論をすべきとの意見も示されている。

我が国経済が民需主導の自律的な成長を実現するうえで、デフレの克服は、この一両年の経済運営において政府・日銀が一体となって取り組むべき最重要課題であるとの認識を改めて共有し、日銀におかれては、金融政策運営についても、流動性供給の質量両面において、従来の考え方や枠組みに捉われない、実効性のある思い切った措置を是非ご検討頂きたいと考えている。

日銀・政策委員会は、9月18日、「金融システムの安定に向けた日本銀行の新たな取り組みについて」を発表し、日銀による金融機関保有株式の購入を検討する旨を表明されている。政府としては、日銀の新たな取り組みによって、株式の持合い構造の解消を通じて経済構造改革が促進されると共に、金融仲介機能の回復などを通じて、現在の金融緩和策の効果がより高まることを期待している。また本件については、こうした効果も含めた

幅広い議論が本会合においてもなされるよう希望している。

なお、本件については、先般来、執行部との間で、日銀法の目的との整合性、株式の買い入れ、管理および処分等の適正な方法、および日銀の財務の健全性との関係を中心に意見交換を行なってきた。本日、成案が得られ、政策委員会において認可申請が議決されるものと承知しているが、財務省として、これまでの議論等を踏まえて、日銀法の趣旨に照らし、適切かつ迅速に対処して参りたいと考えている。

また、先程の議論を聞いていて、福田委員がおっしゃった認識と私は同感である。ここ数日間の株価の状況の変化というのは大変厳しいものがある訳で、日銀あるいは政府が一体となった対策を講ずる必要があると、このように今考えている。また、須田委員がおっしゃったインフレ・ターゲティングであるが、私自身、従来からこのことについては、現状の中でとるということは好ましいとは思っていないし、財務省においてもそういう考え方が大勢である。また、先程田谷委員が言われたポートフォリオ・リバランス効果というような観点だが、現状量的緩和 15 兆円ということで、長期国債の買切りを行った資金がそのまま当預に積み上がっているというような状況の中で、従来から申し上げているように、一定の期間、ある程度のボリュームで長期国債を買い切るということで、一層のポートフォリオ・リバランス効果が発揮できるというような方法を、是非検討して頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

小林審議官、いかがか。

小林内閣府審議官

まず、景気の基調判断であるが、一昨日の月例経済報告等関係閣僚会議において、景気は引き続き一部に緩やかな持ち直しの動きがみられるものの、環境が厳しさを増していると報告した。先月から若干表現を変えているが、判断としては現状維持である。先行きについては、景気は持ち直し

に向かうことが期待されるものの、アメリカ経済等への先行き懸念やわが国の株価の下落など、環境が厳しさを増しており、わが国の最終需要が下押しされる懸念が強まりつつある。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。

政府が「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を早期に具体化する中で、「金融システム改革」、「税制改革」をはじめとした構造改革を加速するための政策強化を行なうためには、総合的な政策を導入する必要があり、10月末を目途に対処策を取り纏めることとしている。特に総理から指示のあった不良債権処理の加速とデフレの克服については、政府・日銀が一体となって強力かつ総合的な取り組みを行なう必要があると考えている。

日本銀行におかれても、従来の政策の枠組みに止まらず、幅広い政策の選択肢の中から、デフレ克服に実効性ある金融政策を検討、実施して頂きたいと考えている。また、先程、須田委員からインフレ・ターゲットの考え方について政府の考え方を聞きたいということがあったが、竹中大臣が——オフィシャルな場ではないと思うが——一つの考え方であるというようなご意見を述べたことは事実だと思うので、後程帰ったらそういうご質問があったということをお伝えしたいと思う。以上である。

速水議長

ありがとうございました。それでは特にご質問があるか。

山口副総裁

先程、谷口副大臣が質問ということではないのだが、日本銀行の株式買い取り措置が、實際上金融緩和の効果を持つのではないかとのご趣旨のことを言われたのではないかと伺いました。私個人がその点についてどう考えているかということだけ、少しコメントさせて頂くと、株式を實際上幾ら買い取ることができるか、逆に言うと銀行が日本銀行に幾ら売ってくるかということ自体、これはやってみないと分からない訳だが、実際に売買が行なわれれば、その分は当然日銀から資金が流れていく訳だから、そ

ういう意味でこれは流動性の追加になることは間違いない。ただ、そういう意味では、例えば特融というような信用供与も日銀からの資金供与という点では全く同じ効果を持っている訳である。しかし特融というものを金融調節の一つとは考えない訳で、それはやはり目的、趣旨というものが通常の金融政策の手段とは大いに違うというところにあるのだらうと思う。そういうふうを考えていくと、今度の株式の買い取り措置の趣旨というのが、株式市場と銀行の持っている株式のポートフォリオとの間の非常に強い連関性を、若干なりとも緩和したいということであり、それに尽きるというふうに政策委員会としては考えた。従って、資金供給の一つの手段であるという意味で、金融政策の一環としてこれを議論するというふうには、私共は考えなかった訳である。私自身は、この問題はこういうふうに理解している。それから政府代表のお二方から、今後の政府としてのデフレ対策の取り纏めということ念頭におかれて、日本銀行も一体になってというお話があった。日銀としてもデフレ克服というか、そういうようなことは日本経済にとって非常に重たい課題であると思っている訳だが、デフレ克服ということは、少なくとも私の理解では、やはり単純にマネタリーベースを増やすとか単純に当座預金目標を引き上げるとかいうことでは、ほとんど効果がないということはかなり程度はつきりしてきていると思う。やはり総需要が何らかの形で増え始め、経済成長率が多少とも上向いていくということによって、需給バランスが改善するというのがもっとも分かり易いデフレ克服への道ではないかと思うし、そのことに対して、政府としてどういう手を打たれるのかということに、非常に関心を持って見守りたいと思っている。以上である。

速水議長

それではこの辺で議案の取り纏めに移りたいと思う。先程の委員方のご検討によると、当面の金融市場調節方針について、現状維持というご意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。他に正式に議案を出されたい方はいらっしゃるか。それでは

どなたからも正式な議案の提出はないようなので、事務局は私の議案を確認のためもう一度読み上げて下さい。

[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させて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が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。」。別添である。「平成14年10月11日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致or賛成多数)。日本銀行当座預金残高が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。」である。

速水議長

私の議案は多数の委員のお考えを集約して提示したものだが、これで宜しいか。その他にご質問、あるいは追加的なご討議があればどうぞ。ないようなら、採決に移りたいと思う。ご異議ないか。

[全委員が賛意を表明]

それではお願いします。政府からの出席者は少しの間ご退席願いたい。

[政府からの出席者退室]

それでは金融市場調節方針に関する議案を採決する。事務局は正式な議案を持ち回って、委員からの決裁を得た後にその結果を報告して下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

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

採決結果をご報告する。賛成9、全員一致である。

速水議長

ありがとうございました。それでは採決が終了したので、政府からの出席者の方をお呼びして下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針として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、これを以って指示とするので願います。なお、決定事項の公表は、会合終了後速やかに行なうこととする。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

次の議題に移る。金融経済月報の検討に入るが、金融経済月報のうち、最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえてご検討をお願いする。調査統計局門間企画役と企画室櫛田第1課長からポイントを説明してもらおう。

門間調査統計局企画役

それではいつものように実体経済の方からご説明する。冒頭の総論の二行だが、表現は前月から変わっているが基本的な判断は変えていない。現状維持ということである。従って、3月から7月まで5か月連続で上方修正の後、8月、9月、10月と3か月連続で据え置きということになる。それでは、三点程表現を変えたところを申し上げたいと思う。一点目は、各論で微妙に修正していることの反映ということなので、まず各論からご覧頂くと、設備投資だが、今月は「下げ止まりつつある」ということで、ここは若干の上方修正である。それから下の方に行って頂いて、輸出とかそのすぐ下の鉱工業生産だが、ここはいずれも増加ではあるが、「テンポの鈍化」あるいは「テンポが幾分緩やか」ということで、「テンポの鈍化」ということを今月は明示的に入れているので、その意味でここは下方修正ということである。総論の方に戻って頂くと、前月までは「国内需要が依然弱く」あるいは「輸出や生産は増加を続けており」という表現が入っていたが、ここはいずれも今の各論の変更を踏まえると、コントラストが前月程は強くないと判断して取らせて頂いた。二点目、そのうえで全体をどう判断するかであるが、輸出・生産は取り敢えず7月、8月まで3四半期

連続で増加であるし、それから短観の業況判断も二回連続で改善しているということで、さすがに「ほぼ下げ止まっている」の「ほぼ」は取っても宜しいのではないかと考えて、今月は「全体として下げ止まっている」としている。三点目、しかしそのうえでやはり足許の指標を見ると、機械受注が8月は単月で落ちているとか、あるいは設備投資の計画も短観等で見ても余り上積みがないといったようなことで、一本調子にここから景気が回復していくという展望ではない。従って、むしろ今月はその部分を文末に持ってきてそこを強調するという形にしたいと思っていて、最後のところ「回復へのはっきりとした動きはみられていない」というのを今月は入れている。なかなか回復へのはっきりとした動きがみられない理由は色々あるが、やはり「世界経済を巡る不透明感の強さ」というのが一番大きいと思っていて、取り敢えずここは前月と同じようにその表現を入れている。あと各論だが、設備投資、輸出、生産は申し上げた。それで一点お断りなのだが、輸出のところ、前月までは「純輸出」という項目の立て方をしていたが、今月は「輸出」にしている。もともと輸出が増えて生産とか国内需要に波及していく。あるいは国内需要から輸入へという、まあ幾つかルートがある訳だが、純輸出という言葉からはじめるという考え方自体が若干不自然な面があって、これは実は前月までも「純輸出」とは書いてはいるが、念頭に置いてあったことは「輸出」の変化であった。それで実際に前月のところをご覧頂くと、生産のところだが、「輸出の増加や」というふうに書いてあって、これは若干端折って書いてあるのだが、月報本体の文章では「こうした輸出の増加や」になっていて、実は「純輸出」を受けながらも「輸出」を念頭に置いてずっと書いてきたという経緯がある。概して「純輸出」と「輸出」は同じ方向に動くので、特にこれで支障はなかったのだが、たまたま今月は7月に相当輸入が増えて、その関連で7月、8月合わせて見ても輸入がかなり増えていて、「純輸出」は足許減少している。そうすると、どうもこの輸出の動きと合わなくなってきたので、この際そうした元々の念頭に置いてあった表現との若干の齟齬と、それから足許の状況というのを踏まえて、この際「輸出」というふうにすっきりと

しようと考えた次第である。ここは判断には変りはないが一応お断りである。それから企業収益・業況感、ここは3か月に一回短観が出るので、今月は該当月ということで、その状況を踏まえて書いている。業況感が改善しているということと、しかしそのテンポは緩やかという二つのことを書いている。雇用・所得環境だが、ほとんど変化はないが、若干細かいところで修文がある。前月までは、所定外労働時間と新規求人、これは合わせて「限界的な部分での改善」と申し上げてきたが、足許新規求人のレベルは上がっているが、動きとしては上の方にはもういっていないほぼ足踏み状況ということで、そこは今月は「所定外労働時間が引き続き増加し、新規求人も堅調に推移している」と分けさせて頂いた。ただ、全体判断は引き続き厳しい状況ということで、雇用・所得環境に関する厳しい認識は変えていない。

次に先行きだが、海外経済が緩やかな回復を続けるという前提を変えていないので、基本シナリオは変わっていない。ただ、年末位にかけて輸出・生産の増加テンポがかなり鈍化するといったような状況に入ってきているので、若干語順をひっくりかえす、例えば輸出のところをご覧頂くと、前月の表現だと、いったん鈍化するとみられるが、増加基調自体は続くとなっていたのを、今月はむしろそれを逆にして、増加基調が続くと考えられるが、当面年末位までは増勢の鈍化傾向が続くと、むしろ増勢鈍化の方を文末にもってきて、そこを強調しているという書き方になっている。生産も同様である。その次の「一方、国内需要」のところだが、ここはほとんどの項目について変更はない。設備投資、アンダーラインが掛かっているが、ここも若干の字句の修正であって、基本的に下げ止まりまではいくが、「直ちにははっきりした回復に転じる可能性は低い」という認識である。ここは変わっていない。その後、「この点、輸出や生産の増加基調が維持される見通しがはっきりとしてくれば、その好影響が国内民間需要へもより明確に及んでいくと期待される」と、前月は「次第に」ということだったが、足許、設備投資が下げ止まりつつあるというところに、これまでの輸出・生産の好影響が何がしか及んできているという足許の実態があ

るので、ここは、この先については「より明確に及んでいく」と変更させて頂いた。「以上を総合すると」であるが、「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、次第に底固さを増していくものと考えられる」。ここは、足許既に下げ止まっているという判断なので、若干玉突きで表現を変更している。

それからその後はほとんど変更がなく、四行目の途中から「また」以下のリスク要因のところだが、また例によって海外要因と国内要因、二つに分けて書いてある。海外要因の方は前月と全く表現を変えていない。「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、さらには国際政治情勢や原油価格」と挙げてある項目は同じである。国内面であるが、ここは本日かなり議論があったが、株価について前月は「軟調」としていたのを、「かなりの下落」ということでより厳しい認識を示している。それから大変沢山議論があったのをこの一行に纏めてあって、「今後、金融機関の不良債権処理がどのように進められ、それが株価や実体経済にどのような影響を及ぼすかについて、注視していく必要がある」と今月は入れている。

物価についてはほとんど変化はないが、輸入物価が足許3か月前比で見て、マイナスが取れてきているので一行目、「原油価格の上昇などを反映して、下げ止まりつつある」というふうにしてある。それから先行きについては、輸入物価が10月位からプラスになる蓋然性が強まってきているので、「上昇に転じていくとみられる」と書いてある。それから下の方のもう一つのアンダーライン、国内卸売物価だが、当面はなお弱含みではあるが、今申し上げた輸入物価次第ではひょっとすると横這い位になるかもしれないという意味を込めて、若干の留保条件をそこに書いているということである。実体経済は以上である。

櫛田企画室企画第1課長

続いて金融面である。金融面については昨日もご説明させて頂いたが、基本的な見方については、株価が今引き続き不安定要因である訳だが、今のところ金融環境を総じてみると、落ち着いているという基本的な見方は

変えている訳ではない。ただ当月は短観結果を踏まえて、限界的にみられている銀行の貸出姿勢の慎重化がやや影響を及ぼしている可能性があるという、ここの部分については記述を変更していることと、これからこの席上で修正させて頂く点も含めてここ数日の株価の下落の影響、この点も多少丁寧に言葉のうえで修正させて頂く。合わせて最後の「以上を踏まえて」というところが総論部分であるが、これまでここはやや端折った纏め方をしてきた部分を、市況部分から含めて全て網羅する格好で、多少「以上を踏まえて」という纏め方にさせて頂いているということである。順次説明させて頂く。

まず、企業金融面で限界的な動きではあるが、やや銀行の貸出姿勢の慎重化などの動きがみられる点である。これは中段の「資金仲介活動をみると」というパートだが、最初に「信用力の低い先に対しては、貸出姿勢を慎重化させている」と、その次に「企業からみた金融機関の貸出態度も幾分ながら厳しさを増す方向にある」と、当月はこのような表現にしている。先月をご覧頂くと、ここは「信用力の低い先に対しては、慎重な貸出姿勢を維持している」と、状態を表す表現である。また「企業からみた金融機関の貸出態度も引き続き厳しい」という表現だったが、先般の9月の短観は、僅かながらではあるが企業からみた貸出態度判断DIが厳しめの方向に動いている。もう一つは、借入金利水準判断も上がっているという状況を踏まえて、「慎重化」という方向を表す言葉、あるいは「幾分ながら厳しさを増す方向にある」という表現に変えさせて頂いている。合わせてちょっと下の方に降りて頂くと、「この間、企業の資金繰り判断は」という点がある。これは基本的に今回の短観の数字は横這いであった。ただ、ここ数回やや改善の方向にあった部分が止っている状況が9月の短観でも確認されている。これまでは、資金繰りについては悪化傾向に歯止めが掛かったということで、これは大企業、中小企業を含む形で表現していた訳だが、当月は、資金繰り判断については「中小企業を中心になお厳しい状況が続いている」というこの側面を前面に出す形にしている。続いて今度は市況面のところへ、上の方である。市況面のところで、「金融面をみ

ると」ということで、「日本銀行が引き続き潤沢な資金供給を続けるもとで」、「ほぼ一貫して」と、ここは語句上の引き続きという状態、継続の状況とかそういう語句的な微修正である。次のところでオーバーナイト金利推移であるが、「オーバーナイト物金利は、9月末日における一時的な上昇を除けば」という、この上昇自体かなりこのところの動きでは特筆すべきことなので、こういった形でリファーしている。その後ターム物金利だが、この案を出させて頂いた時には、「きわめて強い資金余剰感のもと、低水準で安定している」という表現にさせて頂いていたが、ここは、特に先程の金融市場局長からご報告させて頂いた点も含めて注視してみていくべき状況にもあるので、口頭で「きわめて強い資金余剰感のもと」という表現を取らさせて頂きたいと思う。だからここは「また、ターム物金利も、低水準で安定している」という表現にさせて頂きたいと思う。その次である。長期国債流通利回り、ここは淡々と先月以降の動きを書いていて、長期金利については「9月半ば以降振れの大きい展開となり、一時1.3%近傍まで上昇したが」と、この動き自体はかなり大きな動きであったので、この点を触れて「その後は再び低下し、最近では1.1%台で推移している」とこういう状況を説明する流れにしている。その後だが、「この間、民間債と国債との流通利回りスプレッドは、横這い、ないし縮小気味となっている」と表現している。ただこの点も株価が下がってくる中で「ないし縮小気味」ということと今後警戒すべき方向は逆の方向である。現状、これが拡大しているということではないが、警戒すべきは逆の方向なので、ここはスプレッドは横這いとなっているということで、「ないし縮小気味」というのはこの際取らさせて頂きたいと思う。ここは口頭でちょっと恐縮だが読み上げさせて頂く。「国債との流通利回りスプレッドは、横這いとなっている」ということである。その下の段であるが株価である。「株価は、海外機関投資家による日本株の売却持続を背景に欧米株価につれるかたちで再び下落し」、ここでは色々な株価の下落について背景が解説されているが、事実関係に即してみると、やはり海外機関投資家による日本株の大量売却という事実があるので、この点についてリファーさせて頂いて、

あとやはり欧米株価、海外の株価も相当な勢いで落ちているので、ここを前面に出す格好で「欧米株価につれるかたちで再び下落し」という表現である。その次、「最近では8千円台後半での動きとなっている」、ここも口頭で表現を変えさせて頂ければと思う。資料を提出させて頂く時には「後半」ということだったが、一旦8,100円台までいくような相場展開で、本日は8,500円強という数字なので、ここは「最近では8千円台半ばでの動きとなっている」、「後半」という部分を「半ば」ということに変えさせて頂きたいと思う。その次、為替相場だが、為替相場についてもこのところやや動きが出ていて、ここでは「最近では122~124円で推移している」としているが、4円台の推移もあるので、ここも口頭で甚だ恐縮ではあるが、このレンジを「122~125円」と、1円ちょっと修正させて頂ければと思う。市況のところは今、口頭で四点程修正させて頂くことにしたいと思う。最後に纏めの部分である。これは一番最後のパラグラフで「以上を踏まえて」という纏めの部分である。ここは従来に比べて分量が多少増える格好にしている。これは丁寧にそれぞれの金融面の動きをフォローする格好で当月から書くということで、順にご覧頂くと、まず「金融面の動きを総合すると、金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いているほか」、ここも口頭でもう一点だけ修正を加えさせて頂きたいと思う。ここでは「金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いているほか、マネーサプライやマネタリーベースも」と続いているが、今市況面のところで極く足許の動きも踏まえた格好で語句の修正をさせて頂いている関係で、ここは「きわめて」の前に「全体として」、ここは総論判断なので総論の基調判断自体は変えていない。ただ足許の、極く足許の動きもきちんと踏まえた表現にするということで、ここでは「金融市場では全体としてきわめて緩和的な状況が続いているほか」という文章にさせて頂きたいと思う。ここではそういう判断を示した後で、次は量の動きはどうなっているかというのを書き加えていて、「マネーサプライやマネタリーベースも、経済活動との対比で見れば、高めの伸びを維持している」。その後、今度は市況面で最近の特徴を書いているが、「もっとも」というところで、「もっとも、株価が不安定な動き

を続けているほか、長期金利も幾分振れの大きい展開となっている。また、企業金融面をみると、信用力の高い企業は総じて緩和的な調達環境にあるが、信用力の低い企業については投資家の姿勢が依然として厳しく、民間銀行も貸出姿勢を慎重化させている。このため、株価など金融資本市場の動向や金融機関行動、企業金融の状況については、十分注意してみていく必要がある」、ここの文章自体はこれまでも、上段のところで散りばめられていた部分をここへ纏めているということだが、一番最後に「このため」、「十分注意してみていく必要がある」、項目の一つとして、今回は「株価など金融資本市場の動向」というのが入っている。横並びでご覧頂くと、先月は「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」という、二つ例示させて頂いていたが、今回はそれに加えて「株価など金融資本市場の動向」というのを入れさせて頂いている。やや説明が長くなったほか、この場での修正になり、大変分かり難くなったが、こういう表現で今月はどうだろうかという案である。以上である。

速水議長

委員方からご意見ございましたらどうぞ。

中原委員

まず、金融の方の後段の部分で、「マネタリーベースは、伸び率が幾分鈍化しているが、引き続き前年比2割台の高めの伸び」、「高め」という言葉、「大幅な伸び」というのは前回使っているが、「高め」というのは、確かに高い、何に比べて高い、「高め」というのはかなり評価が入ってきてしまう印象を受ける。それからもう一つは、その下の三行目に「経済活動との対比でみれば」、確かにこれは例えば経済成長率はマイナスだが、そういう絶対水準でみれば確かに「対比でみれば」となるが、ここも評価が入ってきているのではないかなと思う。例えばそれはモデルでやるのか知らないが、そういうことをやった訳でもないだろうが、確かにこれだけ伸ばしても効果がないという言い方の裏側としては、「経済活動との対比で

みれば」となるが、もともとここは経済活動の対比でできるだけマネタリーベースを増やしてマネーサプライを増やそうということで、まさに政策目的でやって高めの伸びを維持している訳だから、ここで「経済活動との対比で見れば」という言葉については若干抵抗を感じる。

櫛田企画室企画第1課長

最初のマネタリーベースの「前年比2割台の高めの伸び」ということだが、これは評価が入っているのではないかということだが、これは高めの伸びを評価しているということだろうと思っている。これは先月までは、評価という言葉、どの言葉を使うかという意味での評価が入っているということだが、前月は「大幅な伸び」であったのに対し、その2割台半ばよりは数字的に下がっているものを言葉としてどう表現するかといった時に、「大幅」よりは「高め」という言葉の方が、20%位の伸びを示す言葉として適当ではないのかということである。その場合に、では淡々と2割台の伸びとなっていると、数字だけ書けばどうかという議論もあるかも知れないが、やはりこの「大幅な伸び」が「高めの伸び」に落ちてきているという、ここは前月との推移を考えた場合にこういう表現でいいのではないかということを使わせて頂いた次第である。二つ目の「経済活動との対比で見れば」ということだが、これは確かにマネーサプライとかマネタリーベースをどういうふうにその量を比較するか、伸びを比較するかというのがあるが、これはただ明らかに過去のこの関係、伸びの関係等を踏まえると、明らかにそこは高めの伸びになっているものだから、これは「経済活動との対比で見れば」という、そういう軸のもとで、事実関係をここは記述したということ、そういう考えでこういう言葉を使ったということである。

中原委員

他の方のご意見も伺いたいですが、前段の高めの2割台云々、これは大幅、私はここは淡々と記述すればいい話であって、マネタリーベースその

ものは勿論銀行券というコントロール不可能な部分も入ってはいる訳だが、ここは正に政策のツールなので、ここについてそもそも記述する必要があるのかということもあるが、後段の部分の「経済活動との対比」というのは、これは色々議論が出るところではないだろうか。ここは日銀の政策委員会として「経済活動との対比でみれば、高めの伸び」だからこれで十分だという、こういう認識を共通のものとして持つのであればこういう表現でいいと思う。

櫛田企画室企画第1課長

他の委員の方はいかがか。

中原委員

敢えて前月までに入れていない、こういう言葉を入れることは、マーケットに色々なインプリケーションをもたらす訳だから、それについてきちんとした説明が必要だと思う。

速水議長

GDP比で多いということは事実である。前月に入れていない「経済活動との対比でみれば」ということだから、これでいいのではないかなと思うが、確かにこれだけ読む人は何か政策的な意味があるのかと感ずるかもしれない。

福間委員

この対外的に出していこうとしているのは、GDP比ではないのか。

櫛田企画室企画第1課長

今回説明資料に入れさせて頂いたのは名目GDPである。

須田委員

少なくとも他の国との比較で見たら高いですね。

櫛田企画室企画第1課長

然り。あと、過去のトレンドとの関係で見ても高いということではある。ただ、その持つ意味合いについて、こういう表現を使った場合に多少誤解を呼ぶとか、そういったことであれば、そういう意見が多ければこれは…。

植田委員

ここはいいと思うが、マネタリーベースでもマネーサプライでも、経済活動との対比でみて、量的に非常に沢山出ているということは明らかだと思う。それが緩和政策の結果であるという面も非常に強いということをや淡々とやっているだけで、だからこれでもう十分であるということをや、我々の気持ちとしてここで強く込めるということではないと思うが。

須田委員

私も淡々と読んだのだが、そんなのがあるのか。ただ事実だと私も思ったのだが。

中原委員

「経済活動との対比で見れば」という時に、現実の経済活動というのは何で測るのか。

植田委員

名目GDPということではないか。

中原委員

名目GDPに比べて高い低いという判断は、むしろ名目GDPに比べてもっとマネタリーベースで供給すべきだという議論もあり得るかもしれ

ない。だから、そこについて我々としてそういう判断をしたのであれば、それは私も結構だと思うが。

植田委員

ただ、過去の平時と比べれば高めにもってきたということは事実である。

中原委員

私の議論が現実的過ぎるのかもしれないが、過去の平時、過去と比較してという場合、どこの過去と比較するのか、それは80年代や90年代初頭と比べればそういうことだろう。では直近の過去と比べてどうなのか。

植田委員

勿論それは、足許こうなっている訳である。

須田委員

凄く上がっている。

中原委員

高めというからには比較感がある訳である。

山口企画室審議役

その点については昨日の資料でもご説明したが、マネタリーベース、それからマネーサプライ、共に歴史的にかなり遡って、例えばマネタリーベースについては第二次世界大戦辺りに遡っても、それとの比較でかなり高いということをご説明申し上げた訳だが、そうした水準感に立って、こういう表現でいいのではないかということで、格別何か価値観を加えたという評価ではないということである。

中原委員

敢えて今回こういうものをここに入れる趣旨は何なのか。

櫛田企画室企画第1課長

マネーサプライについて経済活動との対比で見れば、最近こういう表現は、月報の基本的見解では前月まで入っていなかったというのは委員のおっしゃるとおりなのだが、では使ったことはないかという、これは4月の展望レポートではそういった表現を使っている、全く使ったことがないということではない。そこは今申し上げたように、高めの伸びを維持しているから、だからこの先という、そういう評価は入れていない。これを踏まえてどう考えるかというのは、勿論その先のことだというふうに淡々と事実関係としての高めの伸びということで書いた積もりではあるが…。

田谷委員

中原委員がおっしゃるのももっともな点もある。マーケットの人間がこれを見て、どういう印象を持つかという、そういう印象を持つ人はいるだろう。いるだろうが、どうだろうか。だから十分だ、あるいはもっとやるべきだという判断までいっていない訳で、事実の表現ということでいいのではないか。ただ、確かにそういう人はいると思う。

中原委員

前月まで入れていないところを入れるだけに、やはりなぜ入れたのか、どういう判断をしたのか、どういう評価をしているのか、それに当然繋げて考える。

山口企画室審議役

単純に伸び率で見ると少しずつ鈍化していくという状況はある訳だが、そういう中で、では水準感として見てみるとどうか、ということを経史的

に遡ってみるとこうだということを、淡々と書いている訳で、何かそこから政策的にこれ以上の資金供給というか、ターゲットの引き上げ等についての対応は必要ないとか、こういう含意があるというようには全く考えていない。

中原委員

であるから、私が言っているのはそういうふうな含意があるというふうにとられるということである。それは勿論、説明すればいいということかもしれない。それから、高めの伸びというのは、もう今年の初めからずっとそういう伸びは続いている訳であり、今更なぜ入るのか、むしろこの伸び率の鈍化を問題にされはじめている中で、日銀がまた理論武装をはじめたなという印象を与える。

須田委員

それは凄い。

田谷委員

いや、それ位は考える。

櫛田企画室企画第1課長

ただ、これは今後落ちていくと理論武装にならないことも、ここでは先程丁寧に…。

中原委員

どの段階になれば高めの伸びがとれるのか。高めの伸びというのはかなり、ある意味では歴史的といえましょうかもしれないが、一般的な表現である。

櫛田企画室企画第1課長

この纏めの部分については、これまでは上を受ける格好で全ての項目をリファアーしていたかという、多少端折って大まかに括った判断記述にしていたのに対し、今回は、まず金融市場の動きから始めて、金利の動き、量の動き、それと資本市場、債券市場の動き、あと企業金融面の動き、銀行のスタンスと順に説明した。そして最後に、では今後どこを注意してみていくかということについて、ここ2日の動きも余り我々が足許の状況を楽観しているようにみえないような表現で、市況のところも含めて、バランスよくきちんと書いてきた積もりではあるが、マネーサプライ、マネタリーベースの部分が強く、誤解を与えるということであれば…。

速水議長

「引き続き前年比2割台の高めの伸び」の「高めの」はいらないけれども、その下の方の「経済活動との対比で見れば、高めの伸び」というのは、ここで入れてもちっともおかしくないと思う。上を消して下はそのまま残したらどうか。「高め」というのを。

田谷委員

ただ、今、中原委員が言われたのは例えば、マネーサプライベースの伸びがかなり高くて、低くなってきたけれど依然として高いということだと思う。今は事実である。だが、仮に経済の現状があまり変わらない状態で、例えばマネーサプライの伸びが3%台、仮に2%台になったり、あるいはマネタリーベースの伸びが20%程度のところから10%位になっても、ずっとこれを書き続けるのか、いつそれでは落とすのかということにもなると思う。将来は。そうすると、そこの辺りが難しくなるのではないかと思う。却って、例えば「金融市場では極めて緩和的な状況が続いている」。ただ、それだけにして「もっとも株価が不安定な動きを続けているほか」としてもいいかなと思うが。

植田委員

私が察するに、事務局としては、判断とまで言うのであれば、先月までよりは少し踏み込んだ書き方をこのパラグラフでしたいという気持ちがあったのではないか。個別の個所は取り敢えず別にして、全体のスタンスとしてである。その中で先程の個所は、やはり本音としては沢山出している、そのうえで余り効いていないなという事実認識があるのだと思う。その後の政策判断としては、だからもっと出さなくてはいけないというのもあり得るだろうし、やはり駄目なのかなというのもあり得るだろうし、そこはニュートラルというのが裏にある気持ちではないのか。私の気持ちはそうである。

山口企画室審議役

そこまで強くは…。

植田委員

そこまでは強くはないのか。

山口企画室審議役

然り。ただ、事実関係を先程、櫛田企画室企画第1課長から説明したとおり、全体感として割と丁寧に説明しようという中で、マネーサプライ等についても水準感というのを、この時点で、このパラグラフの中で示しておく方が適当だろうというふうに考えた。

櫛田企画室企画第1課長

それと、足許の動きは別として、全体の評価としては、我々は日本銀行が極めて潤沢な資金供給をして、マーケットも落ち着いた状況にあるという判断では、皆さんの認識は一致されているということを前提に考えた場合、それが現象面で何が起きているのかといった時に、金融市場が総じて落ち着いて動いているということを表現するのに、まず、金利のマーケッ

トでどういう推移なのか、ではその裏の側で量のところでどういうことなのかというように、多分、書けるのであれば書いた方が良いということで、書いた訳である。その時に、今植田委員が言われたように、何かを尺度にして十分な供給かどうかという、全くそういう比較衡量がないかと言えば、それは明らかに足りなければ不足しているということだろうが、やはり通常は実体経済活動との対比でその伸びを比較するというのがあるから、それを過去の動きと比べて、ここは高めの伸びを維持しているという位は今と言える状況ということで書いたということである。あとはご判断で、これにどういう意味合い、そうは言ってもその誤解をされるということを重ねるとすると、そういった趣旨も生きないということにひょっとしたらなるのかもしれないので、そこはご判断であるという気はするが、我々の気持ちとしてはそういうことである。

中原委員

修辞学の勉強みたいになるのももう止めるが、ただ、これを読んでいくと、私はこのとおり、「経済活動との対比」という意味、言葉の持つインプリケーションという意味で、色々な議論を巻き起こすなと思う。しかし、多数の皆さんがこれで良いということであれば、私は敢えて反対票を投ずる程の大きなポイントではないとは思う。

藤原副総裁

私も、この「以上を踏まえて」のところを前回に比べて随分丁寧だなという印象で一読した。昨日の執行部の説明を聞いた時に例の棒グラフの表があった。私も時々あれで見て、それから何かマスコミに説明する時も使っているが、非常に分かり易い。経済活動との対比でということを経自身もずっと言ってきたこともあり、私は違和感なく受け取った。だが、マーケットの人がこれまで出てなかったというようなことに着目して気にする人もいるかもしれない。しかし、この類のものは気にし出すときりがなくなって増幅していつてしまうのである。それで、展望レポートの中に一

つこういう見方の基点、基になる点があるとすれば、ここでこうリファーしても、リファーしたというかそれに基づいて記述しても、何でもなくすらすらと読めてしまえると、私個人としては思えるのだが。

速水議長

その上の方の「引き続き前年比2割台の高めの伸びとなっております」については、前回は「前年比2割台の大幅な伸びとなっている」と書いているが、今回はそれだったら、「高めの」はいらないと思う。「引き続き」という言葉が入っているのだから。下の「以上を踏まえて」のところは「全体として緩和的な状況が続いているほか、マネーサプライやマネタリーベースも、経済活動との対比で見れば高めの伸びを維持している」と、これはこれでいいのではないだろうか。だから、上の「高め」は消して、下の「高め」はそのまま活かしたらどうか。

中原委員

別に上は入れてもいいのではないか。私は、下にこだわっている訳なので、これ以上は言わないが。ひねくれた読み方かもしれないが、マーケットは、非常に仔細にみているから、新しく追加された部分というのは相当慎重なワーディングを行なわないといけないと思う。

植田委員

前月との比較ではそういうふうにとられるリスクがあると思うが、色々な形で言ってきていることではあるのではなかろうか。国会答弁を踏まえて。

中原委員

もう一点言うと、高めの伸びと判断をしても、それはもう十分過ぎる伸びを示している。それではこういう状態のまま金融システム不安が高まると、あるいは福間委員がおっしゃるように私もそういうケースがあり得る

と思うが、量的緩和を拡大する。ベースマネーの伸びが前年比では確かに20何%、30%だったのが、10%後半となってきた時に、もうやっぱりこれでは、こんなに落ちてきたという議論をする時に、どこでどういう落とし方をしていくのかという、経済活動との対比において高めというのは、どこが基準なのか、私は自問自答しているうちにエンドレスな議論に入ってくる。でも、それはそんなことに貴重な時間を使えないというのであれば結構である。

田谷委員

そもそもこのセクションをこういうふうに書かれるのは、私は賛成である。あまりに事実だけタッタッタと書くと誰も読まなくなってしまうし、こういうふうになにか記述すると判断というのはどうしても入ってくると思う。ただ、そういう懸念ももっともだなと思うので、私は今回はこれを落としたらどうかなと思う。「依然として」、このところだけ。

櫛田企画室企画第1課長

ここはもし、こういうことについての記述というのは今月だけに限らず、来月以降もやっていく必要があるので、取り敢えず今月からやらなくてはいけないということでも必ずしもない。もし、そこは待つてということであれば、先程田谷委員がおっしゃられたように「緩和的な状況が続いている」で取り敢えず今月は切って、「もっとも」と続けるべきという意見が多ければそれでも宜しいかと思うが、あるいはそのまま原案を活かさせて頂くか、これはどちらかかなと思うが。

春委員

中立ですね。どちらでも良いと思う。

速水議長

原案で宜しいか。ちょっと手を挙げて下さい。原案でいいと思う人。

田谷委員

では結構である。

福間委員

中原委員に言われて、そんな判断が入っているのだったらちょっと考えなければいけないが…。

櫛田企画室企画第1課長

これはもう事実関係の記述である。

白川理事

そういう判断は入っていない。最終的な文章は「このため、株価など金融資本市場の動向や金融機関行動、企業金融の状況については、十分注意してみていく必要がある」。一つ一つみるとプラスマイナス両方向あるが、この最後の議論というのは、この場でも出たように、この後の金融市場が不安定性を増した時には、基本的には政策で当座預金を増やしていくということも十分含意している訳だから、そういう意味でトータルでみれば最後はここに判断が、そういう意味では出るということである。マネタリーベースの方は、そういう意味で、これ自体をもって政策についてどうこうということではない。敢えて言えば、今回もそうだし、過去数回、マネタリーベースについて多少水準の評価をした方がいいのではないかと、今日も春委員からあったが、そういう議論が何人かの委員から、福間委員もおっしゃっていたが、そうしたことも勿論念頭にはあるが、しかしこれ自体は別に政策についての評価では全くない。

櫛田企画室企画第1課長

では原案の形を活かさせて頂くということで宜しいか。

速水議長

それでいこう。他にございませんか。宜しいですね。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決をしたいと思う。事務局は最終的な基本的見解を持ち回って決裁をして下さい。

[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

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

それではただ今ご決裁頂いた基本的見解に沿って後段の背景説明部分

は、必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。本件の対外公表については来週 15 日火曜日の午後 2 時に行なう。

なお、先程申し上げたように、我々は不良債権問題の基本的考え方を追って公表する予定である。本日正式な決定がされて、記者会見という運びになった場合には、その場で本日の金融政策決定についても質問がおよぶ可能性があるので、必要な範囲で金融経済情勢などについての認識を説明したいと考えている。その点、宜しくご了解頂きたいと思う。

V. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は 10 月 30 日水曜日に予定している。なおご如才もないことながら、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含めて厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点から、政府からのご出席の方々も含めこの場に出席されてい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ことを再度強調しておきたいと思う。宜しくお願いする。本日はどうもありがとうございました。

(午後 12 時 49 分閉会)

以 上