

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年10月30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	谷口隆義	財務副大臣（9:00～14:33）
内閣府	小林勇造	内閣府審議官（9:00～14:33）

（執行部からの報告者）

理事	永田俊一
理事	平野英治
理事	白川方明
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎
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
企画室企画第2課長	吉岡伸泰（9:00～9:10）
金融市場局金融市場課長	大澤 眞（9:00～9:10）
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	長井滋人

I. 開会

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開催する。

(午前 9 時開会)

本日は通常の金融経済情勢や政策運営の討議に加えて、「経済・物価の将来展望とリスク評価」、いわゆる「展望レポート」の決定も含めて通常より多くの議事が予定されている。本日の決定が「展望レポート」の内容を含めて国内金融市場において十分消化される時間を確保するために、効率的な議事運営に協力をお願いする。本日はまず、執行部から「手形買入基本要領」の一部改正等に関する説明を行ない、決議を頂きたいと思う。その後、執行部から金融経済情勢に関する報告を行なってもらい、続いて見通し計数を記入した「展望レポート」のドラフト等を配付して簡単に報告してもらおう。次に、委員の方々から金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議を行なって頂く。その際には「展望レポート」のドラフトの内容も踏まえて、やや長い目でみた経済・物価の展望やリスクといった観点からの発言も頂きたいと思う。その後、もしあれば政府から出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたいと思う。その後、展望レポートの採決を行ないたいと思う。最後に前々回の 9 月 17、18 日会合の議事要旨を承認して頂く。

政府からの出席は、本日は財務省から谷口副大臣、内閣府から小林審議官に出席頂いている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としているので、委員および政府からの出席の方々におかれは、そのことを前提に発言頂くよう、宜しく願います。

Ⅱ. 「手形買入基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定

(資料-1)

速水議長

それでは、まず、「手形買入基本要領」の一部改正等に関する件について、執行部から提案があるので決議頂きたいと思う。これは金融市場調節の一層の円滑化を図るために、手形買入における手形期間を6か月から1年以内に延長しようというものである。説明は白川理事と企画室和田参事役をお願いする。

和田企画室参事役

それでは資料1を説明する。まず、措置の概要である。現在、手形買入の期間は「手形買入基本要領」において6か月以内と定められているが、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、これを1年以内に延長するため、「手形買入基本要領」の一部改正を行なって頂きたいと考えている。手形買入の期間については、昨年5月18日の金融政策決定会合において3か月以内から6か月以内に延長されている経緯がある。

その他のオペの期間については、CP買現先が3か月以内、国債を対象とするオペ、具体的には短国買現先、国債借入、新現先オペは、6か月以内となっているが、これらについては現状維持を想定している。なお、本件実施に伴って「業務方法書」の改正が必要である。

2. 検討であるが、長めの資金供給手段を拡充することは、その時々のおペ先の資金ニーズに対応して、当座預金ターゲットを円滑に実現することに資すると思われる。手形買入は、共通担保を根担保としてオペ先が振り出す為替手形を買い入れるものであるために、担保を差し替えることが可能で、比較的長めの資金供給に適していると言えようかと思う。若干、補足すると2001年1月のRTGS移行に伴って、与信・担保システムが稼働する以前は、手形買入は企業振出手形などを担保に一件担保形式で行なっており、表紙手形の期間は担保手形の期間に含まれている必要があった。また、手形期間中の担保の差し替えも行なわない扱いであった。しか

しながらRTGS移行後は、手形買入は、日中当座貸越等と共に、与信・担保システムで管理される共通担保全体を根担保とする与信となっており、こうした問題はクリアされている。

3. 実施日である。この「手形買入基本要領」の一部改正は、本日より実施したいと考えている。付議文である。案件であるが、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、手形買入において買入対象とする手形を、その満期日が買入日の翌日から起算して1年以内に到来するものに変更することとし、そのため下記の諸措置を講ずること。1. 「手形買入基本要領」を別紙1. のとおり一部改正すること。2. 「日本銀行業務方法書」を別紙2. のとおり一部変更すること。

「手形買入基本要領」中一部改正（案）。4. 買入対象。買入先が自己を受取人および支払人として振出し引受を完了した為替手形であって、満期日が買入日の翌日から起算して1年以内に到来するものとする。附則。この一部改正は、平成14年10月30日から実施する。

「日本銀行業務方法書」中一部変更（案）。第十条第二号を横線のとおり改める。以下内容が同じなので省略する。説明は以上である。

速水議長

それではただ今の説明を踏まえて、自由に討議頂きたいと思う。

意見がないようであれば、採決に入りたいと思う。

[全委員が賛意を表明]

事務局は「手形買入基本要領」の一部改正等に関する件について議案を持ち回って、委員から決裁を得た後にその結果を報告して下さい。

[事務局より議案配付]

[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

全員一致で可決された。ただ今決裁頂いた件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で対外公表する。

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

では、金融経済等に関する執行部からの報告に移りたいと思う。最初に金融市場局から、前回会合以降の金融市場調節の実績と最近の金融為替市場の動向について説明をしてもらおう。白川理事と山本金融市場局長に願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-2、3）

山本金融市場局長

それでは本日お配りした資料 2、3 追加分に沿って報告したいと思う。金融調節だが、この間の短期金融市場では、後程述べるが、前回決定直後から銀行株価の下落をきっかけにレポの市場や短期国債の市場などの一部の金利が強含む情勢であった。そうしたもとでの日々の金融調節ということになるが、一番左側の列に、当座預金の残高実績がある。ディレクティブに従って、引き続き一貫して 15 兆円程度の当預残高を維持してきた。ただ、最近の市場地合い、先程申し上げたようにオープンマーケットの金利が強含んでいる市場の地合いを踏まえて、一つは資金供給と吸収の両建てのオペレーションを増やしてきた。もう一つは、即日の資金吸収などに当たっては、マーケットの落ち着き具合を確認してから午後実施するという工夫を行なってきた。朝方の日銀当預残高見込みと追加オペ後という数字がずれているのは、そうした午後になってから吸収した日が何日かあったということである。この結果、無担コールのオーバーナイトレート加重平均値は引き続き 0.002%ないし 0.001%と最低水準で推移している。次に最近のオペ結果の推移である。オペの方のレートは一部マーケットの金利の強含む状態を反映して、ちょうど株価の下落があった 10 月 10 日前後を境に、レートが——オペの決定レート、落札平均レートが——じりじりと上昇してきている。落札決定レートをみると、10 月上旬はほぼ全てのオペで 0.001%という最低水準であったが、その後、例えば手形買入（全店）、直近 10 月 25 日の落札決定レートは 0.030%、手形買入（本店）の方も、昨日実施した 10 月 29 日のオペの落札決定レートは 0.020%、あるいは国債借入、すなわちレポだが、こちらのレートも 0.015%、あるいは短国買入も直近は 0.010%と、いずれのオペも強含んだ落札レートになっている。また吸収サイドも、手形の売り出し、下の方にあるが、日々手形の売り出しを実施する中で、最近の 3 日間、10 月 25 日、28 日、29 日の 3 日間の落札決定レートは、0.040%台まで強含んできている。マーケットの金利の動向へ移る。レポのレート、スポットネクスト、すなわち 2 日後

スタートの翌日物——レポ市場で最も流通量の多いマーケットであるが——あるいは短期国債レートが、ちょうど前回の決定会合前後の株価の下落局面以降、少し上がった状態がみて取れるかと思う。銀行の大手行は、夏場の非常に資金余剰感の強い局面では、この短期国債市場あるいはレポのマーケットで巨額の資金運用をしてきて、極めて大きな運用主体となっていた。これらの先が、10月に入ってから自行の株価の下落を眺めて、万一資金調達面で何らかの影響が出てくる場合に備えて、レポや短期国債市場での運用を抑制しはじめ、慎重な資金繰り運用を行なってきた。こうした資金繰りの変化を反映して、オープン市場の金利が上昇し、幾つか周辺のマーケット、例えば交付税特会や預保の借り入れ証書のレートも、またじり高になっている。ただ、無担コールであるとか、ユーロ円といったインターバンクの市場の金利は、これまでのところ概ね落ち着いて推移している。先程大手行は、慎重な資金繰り運営に転換してきていると申し上げたが、資金調達面で現時点で支障が生じているといったことではない。インターバンク市場での資金調達の方は、各行共、無理することなく運営しており、インターバンクの方の金利は、総じて落ち着いたまま推移している。次の5ページの一番下にユーロ円金先のイールドがある。太い実線が昨日時点の金先イールドカーブである。太い点線が前回会合直前の金先のイールドカーブということで、ユーロ円の先物レートもこれまでのところほぼ横這いで低水準で推移している。以上のように短期の金融市場は、オープン市場も含めて平静さは維持されていると言っていると思うが、株価の動きにはナーバスになってきていて、多少不安定な要素を抱えながら取引が行なわれているということだろうと思う。そもそもの発端である銀行株価自体は、依然低迷を続けているので、注意深くモニターしていく必要があると思っている。7ページにその株価の動きがある。前回の決定会合以降、欧米の株価が急反発する中で、日本の株価はやや取り残された展開になっている。下段のグラフ、シャドーが掛かっているところが前回決定会合直前の10月9日からの上昇率であるが、欧米の株価が10%内外、あるいは10%以上の上昇を示しているのに対して、TOPIX、日経平

均の上昇率は極めて僅かになっている。グラフの中にダイヤモンドの印がある。3月にNYダウがピークをつけてからの下落率であるが、日本のTOPIX、日経平均は共に25%前後の下落率となり、これではほぼNYダウやS&P500と下落率が並んだ格好になる。9ページ、業種別の株価指数の数字で、左側の列が9月30日から足許まで10月入り後の1か月間の株価指数の騰落率である。日経平均株価が7.2%の下落、TOPIXが6.3%の下落という中であって、銀行株は-17.3%ということで、下落率としては上から二番目の大きさになっている。さらに下段が銀行株価の推移のグラフである。薄い線が地銀の株価、細い線がTOPIX全体の動きで、点線が銀行株価指数の動き、太い実線が都銀の株価である。このように、やはり最近のところは特に都銀株の下落ぶりが目立っており、不良債権処理加速策を巡る思惑が都銀の株価に反映されている状態である。債券市場である。一番上の段に、長期国債利回りの推移があるが、債券市場は非常に強い相場展開と言えると思う。9月下旬に日本銀行の銀行保有株の買取りや10年国債入札未達をきっかけとして、債券相場は大きく変動したが、結局足許10年債で1.035%、5年債で0.288%と、9月中旬のボトムの水準までほぼ戻し切った形となっている。この間、ボラティリティは上昇しているので、トータルとしてみると、相場はかなり強い局面にあると言っていると思う。マーケットは、財政赤字拡大のリスクというものに対して、警戒感を非常に強めてはいるが、これまでのところ大幅な財政支出積み増しといった話が出てきていないので、相変わらずの資金運用難の中、銀行、機関投資家が引き続き積極的な国債の買い意欲をみせているという相場展開かと思う。次に、信用スプレッド、クレジット・スプレッドの方の動きだが、一番上の段に社債流通利回りの対国債スプレッドがある。こちらの方は、ほぼ横這いの展開を辿っている。勿論ダブルBといった低格付け銘柄は、水準としては非常に高いところにあるが、高格付け銘柄の方は、買い意欲がかなり強く低い水準にある。一方、銀行セクター債の対国債スプレッドは、個別銘柄でややばらついた格好である。ただ、スプレッドの拡大は一服してきている。一部銘柄はスプレッドは拡大してきたが、

それらも一服となっている。一方、株価の低迷が続いているので、クレジット・デフォルト・スワップ・レートは、上昇した後、高い水準が続いている。最後に為替相場だが、為替相場の方はややレンジ感の強い相場になってきている。秋口以降9月のはじめ位から、——海外のヘッジファンドと言われているが——海外の投資家がドル買い円売りのポジションを作ってきた。しかし、125円の壁が輸出予約などで結構厚かったということで、このところむしろポジションの巻き戻しを図っている。この結果、ドル/円で122円～125円前後、ユーロ/ドルでいくと0.97～0.99といった程度でレンジ感を強めている。わが国の不良債権処理加速策のデフレインパクトや景気の先行き不透明感というものを懸念する見方もあるが、一方で米国経済の先行きそのものに対する不透明感も強いということで、マーケットとしては動きが取りにくいというか、狭いレンジでの動きになってきている。私からの報告は以上である。

速水議長

ただ今の説明について、質問があればどうぞ。

中原委員

先程手形オペの期間延長が決まった訳だが、手形オペで期間と金利との関係というのは、余り直接的な期間の長さによるリスク・プレミアムというものについての考え方がはっきりしていないように思うが、市場というのはどのように手形オペの期間というのをみているのか。

山本金融市場局長

言われるとおり、金利と期間の関係は少し不明確になっている。もう少し金利水準が高い局面では、やはり長いものは金利が高いという傾向があったし、オペの結果としても必ずそういうことになっていた。しかし、最近ではむしろ0.001を軸とするようなオペが続いてきたのと、今やっている5か月、4か月といったところだと、余り差が出てくる感じではなくて、

日々の資金繰りの観点からの影響が出ているのかなという感じである。

中原委員

やはり今度、例えば1年以内ということになると、来年の中間、期末越えのオペも出てくるということになるが、これはやはりマーケットに相当安心感を与えるということになるか。

山本金融市場局長

10月25日に打った手形買入全店5か月物のオペは来年の3月末越えになっている。言われるとおり1年物であれば、さらに中間期末越えまで打てるということになる。銀行の資金繰り次第であるが、やはり長いものを打てるようになれば、その分だけ資金繰りは安心感が出てくると思う。ただ、年度末越えのところは相当意識されていると思うが、中間期末、来年の9月末越えのところまで、どれ位今の段階で意識しているかは、よく分からない。それ程そこで差が出てくるのかは分からない。

山口副総裁

先程、大手行の一部で、レポなどに対する運用を若干慎重化させているという動きを紹介してもらったのだが、そういうところは、それに代わる運用として日銀当座預金を選んでいるということか。

山本金融市場局長

運用を抑えた分をまるごと当預に乗せているという訳ではない。確かに、そういう銀行は少し当預を厚めに積もうかという動きをしている。あるいは、リジッドに所要準備どおりに積まずに、多少は余剰を持ってもいいという運用をしている。ただ、そうした先は、例えばレポを長めに運用する中で、一方でレポで短く調達したりしていたところもあり、運用を押さえた部分の一部は、短めの調達を返済している格好にもなったりしている。

速水議長

ほかにならないようであれば次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。平野理事と堀井国際局長、願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-4）

堀井国際局長

それでは海外経済の現状に関して、10月10日、11日の前回会合から判明した経済・金融市場に即して報告する。本日配付した追加資料を見て欲しい。海外経済を概括して、前回報告した判断を大きく変える材料はないが、気になる動きもある。まず、図表1、アメリカ経済だが、前回会合以降、小売売上、住宅着工、生産、物価等が9月に関して発表された。第3四半期の統計が揃った訳だが、それぞれこれまでの判断を裏付けている。つまり住宅、耐久財消費といったものが低金利を背景に堅調であるが、それ以外の個人消費は幾分弱めである。これに関して今月特に気になる動きを申し上げると、昨日発表された消費者コンフィデンス指数が、79.4と大きく低下した。これで5か月連続の低下である。水準的には9年ぶりの低水準といったところにまできている。それからもう一つ、これは9月の数字ではあるが、非国防資本財受注を見て欲しい。8月の数字自体が下方修正されたうえに、9月もかなりの減少となった。左に目を転じて頂いて、第3四半期で括ってみても、前期比-0.4と微減である。機械投資は下げ止まったものの、その後、依然回復がみられないといった姿がここで読み取れるかと思う。一方、金融市場の動きを図表2で申し上げたいと思う。一番上の株価だが、10月9日を底に、その後かなり回復した。ピークの2000年3月からみると、この10月10日までに、例えばS&Pで申し上げると、半値まで落ちていた訳だが、その後大手ハイテク企業、それから銀行の第3四半期の収益が予想を上回るものであったということが発表されたことを受けて急回復した。昨日まで14%底から戻しているという数字になる。同時にその下、長期金利も反転上昇した。10月9日には、1958年以来の低金利となっていた訳だが、10年物が20日前後には4.25%

まで達した。しかしその後は先程申し上げた弱めの実体経済指標が発表され、これにつれて再び軟化している。直近では4%程度となっている。図表には載せていないが、先行きの住宅着工に影響を及ぼす可能性のあるモーゲージ金利も30年物の固定金利で申し上げますと、10月はじめは大体6.0%程度あったが、最近では6.3%程度まで平均して上昇した水準になっている。この間、この下のグラフで短期金融市場だが、金利の先安感が株の戻り局面で一旦後退した。10月9日から10月21日にかけての上方シフトだが、極く最近では、マクロ経済指標に市場の注目が集まる中で再び利下げ観測が強まっていて、この一番下の実線だが、次回11月6日のFOMCでの利下げ観測が強まっている状況である。アメリカの金融市場でのこうした動き全体を纏めると、10月はじめにあった企業収益と景気が悪化するのではないかという、極端な悪化懸念というのがひとまず緩和した状態にはある。先行きの予想の分布図などを頭に描くと、弱気の端のところでもかなりのファット・テールがあった。その後ファット・テールの部分は薄まったという理解をしている。現に株価のインプライド・ボラティリティとか社債の国債に対するスプレッドなどをこちらで点検してみると、依然高水準ではあるが、一頃に比べて幾分低下している。

図表3、ユーロエリアの実体経済指標に関しては基調に変化がない。つまり景気は下げ止まったが、個人消費、設備投資など内需は依然低調という姿である。このため、一つだけ申し上げますと、9行目の生産を四半期別にみると、第1四半期の0.8から0.3、0.1と伸び悩んでいる様子が窺われる。図表4で欧州の金融市場の動きについて申し上げたいと思う。大陸欧州の株価は米国同様、10月9日を底に一旦急反発した。これは米国の株価の反発に加えて、欧州でもハイテク関連企業の好決算が発表されて、これを好感してのことである。ただし、その後は再び銀行株が売られるなど、アメリカよりは地合いは幾分不安定である。ハイテク株が多いDAXで見ると、ピークの2000年3月からこの10月はじめの底まで7割近く低下した後、その後、昨日の水準は底から16%切り上がった水準ということになっている。この間、その下、長期金利だが、これも一旦目立って上

昇した。しかし、最近では再び低下している。ドイツの長期国債でみると、結局一番底の 4.3%から最近の 4.5%へと水準は切り上がった水準、こういふことである。この間、短期金融市場では利下げ観測が根強い状況である。市場の一部には、米国 FOMC の翌日 7 日の利下げといったものを云々する声もある。

次、図表 5-1 と 2 で東アジアについて簡単に申し上げる。これも基調に変化はない。つまり中国の景気は一行目の GDP にあるように堅調である。一方、シンガポール、台湾といった IT 関連、あるいはその輸出依存の高い経済では、輸出の頭打ちから生産が鈍化している様子が (2) の図表、および次のページの (3) の動きで見て取れるところである。

図表はこれで全てだが、最後にエマージング経済について何点か報告する。まず、多くの地域で欧米株価の動きにつられて、平均的には株価は上昇している。東アジアでは通貨も幾分上昇している。ただし、インドネシア、フィリピンではテロ事件の発生から、株価、通貨とも下落している。次にブラジルだが、先週の日曜日に野党のルーラ・ダ・シルバ候補が大統領選挙に勝った。来年の 1 月から 4 年の任期で大統領に就任することとなったが、ルーラ候補の当選自体は市場では既に織り込み済みで、最近では今後の政策方針、それから閣僚名簿に市場の関心が集まっている。それからアルゼンチンでは、今 IMF の融資の再開交渉、これはなかなか巧くいくかどうか分からないが、IMF 融資を巡る動き、それからトルコでは 11 月 3 日に総選挙があって、これらがそれぞれ市場の注目を集めている。以上、海外の経済、金融市場の動きを概括して、前回会合等で報告してきた海外に関する判断、先行きシナリオを全体を変更する材料は揃っていないが、世界経済の鍵を握るアメリカ経済については、前からも申し上げているが、下方リスクを意識させる動きがこの半月余りの間にまた出てきたという感じである。私からは以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があったらどうぞ。

福間委員

ミシガン大学指数、コンシューマーコンフィデンスのところは、やっぱり株安が背景か。あるいは雇用か。最近レイオフが増えているよね。

堀井国際局長

コンファレンス・ボード自体の発表文というのがついていて、それによると一つは、雇用市場の弱さ、それからもう一つはテロ。テロは例のインドネシアとフィリピンのテロがまた出て、それが意識されている。

福間委員

狙撃事件はニュージャージーか。

堀井国際局長

バージニアである。

福間委員

バージニアか。

堀井国際局長

と言うことで、単箒もりの的な感じで、クリスマス商戦についても気になるというコメントを発表している。株が10月9日までにかかなり落ちてい
る影響についてだが、この統計は母集団5千位、実際集まってくるのは恐らく3千だろうが、10日までに大体半分位回答がきて、20日位までに残り半分といった感じなので、株の部分のリングリング・エフェクトというか、その部分も反映しているのかなという気はしている。

中原委員

自動車は10月相当売れ行きが落ちるとい話が流れているが、何か情報はあるか。

堀井国際局長

この間、日経新聞に北米トヨタ社長の田口さんの記事が出ていたが、強気だった。エコノミストでも色々なことを言う人がいるが、一方ではそろそろガスが切れてきたというか、そういうことを言う人もいるが、大勢は田口さんの意見に近い。

中原委員

日本車が良いということか。

堀井国際局長

全体、ピックアップもそこそこ良いという感じだと思う。やはり低金利を梃子に、これまで金利感応的な自動車などは売れてきた訳だが、そろそろガスが切れたというのは、もう金利がさすがにここまでだろうという人もいるし、それから先程のモーゲージ金利、然程しっかり上がっていないが、下がるのが止るとモーゲージのリファイナンスのメリットは消えていくだろうということから、いずれガスは切れるのではないかという人は、そういうことを根拠にしている。

植田委員

数日前に-25%とかいうのがニュースで出ていなかったか。

中原委員

中間ラップは相当悪いようだ。

速水議長

それでは次に移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事、早川調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-5）

早川調査統計局長

それでは、資料の配布後も数字が結構沢山出たので、今日は追加図表が厚くなっているが、これに基づいて説明したいと思う。何分数字が多いので、主だったところを中心に申し上げたいと思う。まず最初に図表3だが、9月の貿易統計が出ている。これによると、9月の実質輸出は1.1%減少で、この結果7~9月トータルで0.6%の増加、前期が8%近い急増だったので、それと比べるとかなりの急ブレーキが掛かっているという姿である。一方、輸入については、9月も増えて全体で3.3%の増加である。この結果、純輸出というか、ここで実質貿易収支と書いてあるが、これで見ると、第1四半期、第2四半期と急増した後、第3四半期は若干減少という姿になっている。早速だが図表5で輸出の内訳について見てみたいと思う。輸出については正直言って、かなり急ブレーキが掛かっている。とりわけ月次でみると、8月、9月とマイナスがついているので気にならないという嘘になる訳だが、一応現状では増勢鈍化の範囲内だと基本的に考えている。この点、財別のところを見ると、皆が一番心配している情報関連の先行きについては、前から申し上げているとおり、やはり第3四半期は第2四半期の急増と比べれば伸び率は鈍化しているが、それなりの伸びが残っているという感じである。他方、むしろ数字が弱くなってしまったのは、一番上の中間財がほぼ横這い、それから自動車は実はマイナスになっている。業界からのヒアリング情報だと、この二つは比較的強いグループであって、ただ、こうしてみると、このグループは随分前からずっと増加を続けている。従って前年比でみると相当高い伸びだが、季節調整をすると少しマイナスが付いてしまったというような感じと基本的にはみている。現に世界経済も弱いながらも回復を続けており、為替レートも120円台の状況で考えると、輸出の基調がマイナスに転じたと考える材料は乏しいと思っている。さはさりながら、それでは第4四半期の伸び率は高まるのかということになると、これはなかなか難しいと思っている。と申し上げるのも、車は多分プラスになると思う。今アメリカの車の話、ちょっと色々

な話が出ていたが、日本勢はそれなりにまだ強気を維持していて恐らくいけると思う。ただ、問題は情報関連がやっぱり遅れている訳なので、第4四半期に関しては伸び率がさらに鈍化して、恐らく横這い圏内までいってしまうのではないかと考えている。さらに中間財が少しややこしくて、需要は強い。鉄にしても化学にしても、需要は強いし、現に市況は上がっているが、鉄鋼に関して中国のセーフガードの暫定発動が今行なわれているために、需要はともかく、日本の鉄鋼メーカーは当面輸出を抑えるということにしているの、数字としてはそれ程強い数字は出てこないということなので、輸出全体では第4四半期は決して強い数字にはならないと思っている。勿論、鉄なんかは、アメリカと同じで本当にセーフガードをやると、中国自身が困るのではないかという感じがなくはないが、それはそれとして、数字としてはそういうことである。一方、10ページまでお進み頂いて、今度は輸入について見てみると、先程見たように、第2四半期、第3四半期とむしろ伸び率は高まっている感じだが、私共は実勢としていうと、本当は第2四半期がもう少し高く、第3四半期がもう少し低い、あるいは第2四半期が低く出過ぎて第3四半期が強く出過ぎていると思っている。イメージとしては、例えば情報関連なんかは、第1四半期、第2四半期増えて、第3四半期ほぼ横這いということで、イメージどおりだが、ちょっといたずらをしているのが財別にみて上の二つ、素原料と中間財である。これは過去の経験則でいくと、この素原料、中間財というのは、大体国内の生産と同じように動くというのが基本的な動きである。そうすると、第2四半期辺りは本当は相当増えても良かったのに、実はマイナスだったり横這いだったりして、それが遅れて7月辺りにドーンと入ってしまったために、第3四半期の輸入が高くなっているということである。このいたずらの結果、先程申し上げたように純輸出のところで見ると、第2四半期もの凄く増えた後、第3四半期マイナスだが、これは若干輸入の入着のところのいたずらがそういう動きにしているということだろうと思っている。

次に、雇用関連の数字も出ている。雇用については、基本的には従来申し上げている姿に変わりがない。現に失業率はまたしても5.4%と高水準

横這い、有効求人倍率が僅かではあるが 0.55 倍と、ほんの少し改善ということで、これまでの動きに大きな変化はない。ただ、前回も少し申し上げたように、やや細かくみると、これまでは限界部分の改善と根っこが弱いという話をしたが、そこがちょっと変わってきている。例えば、上の方をみると、新規求人、月次の数字は相当振れるので、四半期の三角カッコをみると、第 2 四半期ドーンと増えた後、第 3 四半期は実は少し伸びが鈍化するという姿になっている。他方で労働力調査の雇用者数をみると、これは例えば前年比で 1~3 月、4~6 月と 1%位のマイナスだったのが、7~9 月は 0.1%までマイナスが縮んでいる。前回もこの数字が振れるので、もう少し様子を見たいと申し上げたが、やっぱり 3 か月続いた様子を見ると、やっぱり少しこれで変わってきているのかなと思う。そういう意味では、ある種生産が増加しはじめて 3 四半期になるので、そういう意味では常用雇用は駄目だが、労調ベースの雇用辺りについては、マイナス幅が、あるいは経済が少しずつ暖まりつつあるということを表わしている。他方でしかし、先程の新規求人みたいなものは、逆にいうと生産の増勢が鈍化しているために、増勢は少し鈍化してしまう、そういう微妙な変化が今労働市場に表われているとみて頂ければと思う。下の毎月勤労統計は、8 月の確報が出ているだけなので、ここでは特に大きいのは、下から二段目の特別給与が速報で 3 割減だったのが、確報で 2 割減になったということである。恐縮だが、そのあと少し飛んで頂いて図表の 15 を見ると、この結果、中段にあるように 6 月~8 月を纏めた夏のボーナスというのは、前年比 -9.6%、速報段階では二桁であったが、申し上げたとおり何とか一桁にはなった。ただ言うまでもなく、去年の冬よりもマイナスは大きい訳だから、所得のマイナスは非常に大きいということには全く変化はない。次にそれでは消費の方はどうかということだが、消費はまた一杯出た。一杯出たので一つ一つ説明する代わりに全体として申し上げると、皆さん記憶のように 7 月の個人消費の数字が軒並み悪かった訳である。その後、8 月に全体的に戻った。9 月は個々に色々プラスマイナスあるが、おおまかにいうと、8 月戻った水準で横這いという位の感じである。従って、7~9

月期で括ってみると、勿論車みたいにプラスのもあるが、全体としてみると微減程度ということ、まあ7月のマイナスが戻しきれなくて微減程度ということである。そういう意味では、弱めの動きが続いているという我々の評価と一致した動きであると同時に、一時7月の数字が余りにも悪かったために、所得の影響がいよいよ出てきて、個人消費の基調が変わったのではないかと心配はしたが、そういう訳でもなさそうだとすることも同時に確認できたということだろうと思っている。なお、昨日、上から二つ目の消費水準指数というのが出て、このとおり9月の数字が爆発的に増えている。GDP統計が変わったので、この影響というのは小さくなったが、それでも何がしかこれは影響すると思っている。それはしかし、あくまで数字の話ということで、図表21を見て欲しい。そういうことで、今のところ個人消費は大きな変調が起こっている訳ではないと、取り敢えず思うが、その消費者コンフィデンスの数字を見ると、今回出たのは、一番上の太線の消費者態度指数で、表面上は少し改善しているが、中段のところを見ると、改善の理由というのは、実は物価が上がるという人が減ったということであって、現下の局面では歓迎すべき変化では必ずしもない。そうした中であって、雇用辺りの数字は、一頃改善していたのが少し弱くなっているということなので、恐らく消費者心理の実勢としては、少し下向きということではないかと思っている。この辺の影響については注視していく必要があると思う。

次は生産の動きである。鉱工業生産は昨日発表されて9月の前月比が-0.3%、この結果7~9月では2.1%の着地であった。これまでの経済産業省の予測指数ベースが2.4%、私共の企業調査のヒアリングベースが2%弱だったので、真ん中に落ちたということである。第2四半期の4%近い伸びと比べると、伸び率は鈍化しているが、まあまあ伸びがキープされたということである。この点、下の出荷のところを見ると、実は出荷は第2四半期4.3%の後、1.7%ということである。先程、輸出について第2四半期急増の後、急ブレーキと申し上げたが、内需の方を考えてみると、設備投資のマイナスが恐らく止ってきている。資本財出荷も7~9月

若干プラスで着地したので、そういうこともあって、輸出程ではないけれども出荷のところはもう少し坂がついている訳である。その下の在庫のところをみると、第2四半期在庫が大きく減った。第3四半期は在庫が横這い位であって、いわば在庫がクッションの役割を果たす形で生産のスムーズングが行なわれているということになる。さらに一番下の第3次産業活動指数も実は出ているが、これをみると、例えば第3次産業活動指数にせよ、全産業活動指数にせよ、微増という感じで、7、8月で全産業活動指数は4~6月対比0.8%の増加ということである。GDP統計は新しい推計方法になって、厳密には一致しないが、大まかに考えると、この全産業活動指数と大体同じような動きをすることを考えることができる。そういう意味では、GDPは今年に入ってからゼロから小さなプラスという感じで動いている訳だが、このとおり7~9月も恐らくそういったところで経済は動いていると考えてよいだろうと思っている。なお、生産の先行きについては予測指数0.6%だが、前から申し上げているとおり、私共のヒアリングの数字は横這い圏内ということなので、先程の輸出の動きを反映して当面生産の動きは鈍いだろうと考えている。なお、図表25というのを一応見ると、これは前回も在庫循環が大きく回っていて、いわばこのところで在庫の慣性みたいなものが働いていると申し上げた。先程申し上げたように、輸出が急ブレーキが掛かっているにもかかわらず、こういう在庫の慣性みたいなもので生産活動はスムーズングが行われている。その結果、雇用についても僅かではあるが、少しずつ暖まってきているのは事実だと思う。第4四半期も恐らく基本的には大きな図式に変化はないと思っているが、正直言って設備投資の立ち上がりが遅いことを考えると、輸出はやっぱり年明け位が少し増えてもらわないと、なかなか在庫の慣性というのは、たかだか半年とかそういう話なので、いわば来年位には少し増えてもらわないとなかなか回っていかないということである。そういう意味では、先程国際局からも報告があったように、特に極く最近出たアメリカの数字、例えば資本財受注であるとかあるいはまた先程のコンフィデンス辺りがやっぱり気になるということである。

次にさらに2ページ進んで物価である。物価については大した変化はない。例えばC S P Iはこの表だけで見て欲しい。国内需給要因で見て-1.2%、-1.2%の後、-1.1%ということで、基本的に変化はない。消費者物価については、一応グラフを見て欲しい。図表29を見ると、最近の特徴は、一番上のところで白い公共料金が下に出てきているということである。これは、W P Iの時はいつも3か月前比で見るものだから、電力料金などは前に下げたところが消えていくが、これは前年比なので、どんどん溜まっていくので、10月もさらに溜まっていくという感じになる。ただ、これを除いてみると、実は中段の財が大体2%位の下落で、一番下のサービスがちょうどゼロということで、ほとんど変化がないという状態である。最近ちょっと変化しているのは、2ページ先の東京で見ても分かる通り、中段の財のところの下落幅が実は東京ではかなり縮んでいる。これは必ずしも東京の動きと全国の動きは合わないもので、余りこれではどうこうということではないが、例えば被服辺りのマイナスが10月消えていて、これには前から申し上げているような、いわゆる低価格戦略の一服みたいなものが何がしか影響しているのではないかと思っている。一頃、発泡酒やハンバーガーの値下げで、また値下げ戦略再来という話があったが、どうもあれは二つとも巧くいっていないというのが皆の評価であって、どんどんそういうのが拡がるという雰囲気ではないということである。計数の説明は以上だが、申し上げるまでもなく、今後は近々発表される政府の不良債権処理加速策のもとで、株価、あるいは実体経済にどういう影響が出てくるかということを目を注いでいかなくてはならないという局面であるということである。現時点で、それについて何か申し上げることはほとんどできないが、一応一般論だけ申し上げておくと、不良債権処理の加速自体は、実はそれが企業再生なり産業再生なりというものと一緒に行なわれるのであれば、そんなにマクロ的にももの凄く大きなダメージだとは実は思っていない。他方で、しかしそれが仮にいわゆる銀行サイドの分母対策、信用収縮みたいなものに繋がると、このダメージは大きいというのが、恐らくここ何年間か起こってきたことを振り返っての教訓ではないかと

一応思っている。それとの関連で、資料にはないが、企業金融の現状について若干だけ補足しておきたいと思う。企業金融については、特に大企業からみる限り、基本的には落ち着いているという評価だと思う。97～98年だけではなくて、例えばこの春なんかも株価が大幅に下落する局面では、そのCPとか社債が出し難いという状況になった。しかし先程の市場局からの報告にもあったとおり、今そういうことは起こっていない。その背景としては、まず何といても、今一方で企業のキャッシュ・フローは改善している。他方で設備投資は漸く下げ止まりかな位の感じであるので、循環的にみて今資金需要が一番弱い局面にあるということが一番大きいと思っている。また97～98年以降、企業はコミットメントラインの拡大もやっているし、外貨については、実は外銀からの調達ルートなんかも用意していて、そういう意味での対応が進んでいるという面もあると思っている。しかし、では全く問題ないかということ、いや、必ずしもそうではないと思っていて、例えば資金需要が弱いというのは、それは収益が回復してもなかなか設備投資が出てこないという訳である。それはさらになぜかと考えてみると、勿論それは期待成長率が下がっているとか、あるいは海外経済を含めて先行きの不透明感が大きいという実体要因が主であることは間違いないが、では企業金融面での不安が全く影響していないかということ、やっぱりそうでもないと思っている。これは以前皆さんには説明したことであるが、例えば企業のキャッシュ・フローの使い道というのを格付け別に見てみると、そのダブルA以上の高格付けの企業は、やっぱりそれなりに設備投資をやっている。一方で、トリプルBとかダブルB以下になってしまうと、キャッシュの大半を借金の返済に充てているというのを、前みたと思う。ということは、それはなぜかということ、やはり97～98年の経験が効いているというのが我々の理解である。あの時銀行から借り入れ返済を迫られた一方で、日本にはジャンク債市場なんかない訳だから、CPも社債も止まってしまった訳である。そうすると、企業はいわゆる死んでしまう訳であるので、そういう意味では、それが記憶にあるため、資金を長期に固定したくないという意識がやっぱり働いているということだと

思う。企業サイドには今格付けに対する意識がもの凄く強い訳だが、それもやっぱりそういうところから発生していて、とにかく何だか知らないが、ワンノッチ上げたい。そのためには借金を返すという動きがやっぱり続いているということだと思う。と考えると、貸出が減っているのは資金需要がないからだという説明についても、これは勿論事実である。事実ではあるが、それだけいってしまうと、実はその資金需要の弱さの裏側に、企業サイドが持っている金融機関なり金融市場への不信感みたいなものを見逃してしまうということになってしまうと思う。現に企業に聞いてみると、やはり不信感は結構強い。極く最近では、先程申し上げたように落ち着いているが、やはり不良債権処理、加速の話が出て以来、マーケットは今のところは大丈夫だけど、ちょっとでもおかしくなったら直ぐに緊急対応できるように準備しているよという声がやっぱり聞かれている。以上、どちらかという、我々のヒアリングなので主に大企業であるが、恐らく中小企業まで含めるともっと不安感は強めているのではないかなと思っている。私の説明は以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があったらどうぞ。

最後が少し聞き取れなかったのだが、貸出が減っているのはしょうがないと、むしろ先行きへの不安があって貸出が増えないのだと言われるが、先行きの不安というのは銀行サイドなのか。企業サイドなのか。

早川調査統計局長

繰り返しになるが、資金需要がないから貸出が出ないというのは正しいと思う。ただし、問題はその資金需要がない裏側を考えてみた時にどういふことがあるかという、勿論それは基本的には実体経済の要因の方が大きいと思う。期待成長率は低下しているとか、それからあるいはやっぱり海外生産もあるだろうし、それから要するに海外経済の先行きが分からないというの一番大きいとは思いますが、企業金融面の不安もやっぱり影響し

ている。先程申し上げたように、やっぱり普通設備投資の回収期間というのは、ものによって違うが、3年から5年みたいなのが大体多い訳である。そうすると、3年なり5年なりの間、変なことが起こらないという自信があれば資金を固定して良い訳であるが、3年から5年の間に、97～98年みたいなようなこと、一方における貸し渋り、他方における資本市場の麻痺みたいなことが起こってしまうと、企業はそれで行き詰まってしまうから、やっぱりそこは安全運転をするということである。福間委員が肯いておられるので、多分そうだと思うが、そういうような意識が、私共が企業に話を聞くとやっぱりあるということなので、単純に資金需要がないから出ないのであると言い切ってしまうと、それは事実だが、言い切ってしまうと、若干問題があるということである。90%まで事実だと思うが。

谷口財務副大臣

これは先程言われたように格付けを意識して借金を返済しているということが行き渡っている訳か。

早川調査統計局長

然り。実は、勿論これも本当に良いところ、大雑把に言うと、ダブルA以上の企業は気にしていない。気にしているのは、要するにトリプルB、シングルAという人達が、ダブルBなんか勿論だが、トリプルB、シングルAという辺りが一番ワンノッチ行きたいと、ワンノッチ上へ行くと、相当楽になるという気持ちが企業にある。特にトリプルB辺りにいると、一個上だとどれだけ楽だろうかという気持ちが、金利コストの問題よりも、いざ何か起こった時に出せるか出せないかというので大きいものなので、そうすると、実は日本の上場企業の分布をみると、そのシングルA、トリプルBが一番多い。ダブルA以上というのは少ないし、一番多いところの人達がやっぱり気にしているというのが我々のヒアリングからの印象である。

速水議長

ほかにはないようなら、最後に企画室から、最近の金融環境について説明をしてもらう。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-6）

山口企画室審議役

それでは、まず最初に手許に配っている資料6の方から説明したいと思う。前回会合以降、特段、金融環境については大きな変化はない訳だが、新しく出た数字のうち主なものについて説明したいと思う。資料6の図表12、企業金融関連指標である。ここには企業の資金繰り、それから企業からみた金融機関の貸出態度、この関係の表が上二つに載っている訳だが、この資金繰りのうちの上の方の表だが、国民金融公庫の調査結果が出ており、7~9月、一番下の段だが-34.7%ということであり、国民金融公庫が対象としている零細企業と言っているのだろうと思うが、そうした規模の企業については、資金繰りについて4~6月対比悪化してこのような状況になっているということである。同時に国民金融公庫の方で調べた業況判断によると、業況についても下向きの結果が出ており、ややその辺りも気になるところであるが、このような動きが資金繰りについて出ているということである。一方で、金融機関の貸出態度であるが、これも国民金融公庫の結果が出ており、二番目の表の中程だが、7~9月、これについては4~6月対比ほとんど動きはなくて、特段変化が出ているということにはなっていない。いずれにしても、この図表12ということでは、国民公庫の調査結果が出ており、やや資金繰りについて厳しい、悪化しているというような結果が出ているということである。それから、図表14、主要銀行貸出動向アンケート調査、これは私共のローン・サーベイの結果ということだが、まず、企業の資金需要の動向ということだが、企業全体としては10月は-20%ということである。規模別にみても大企業が-9%、中堅-7%、中小企業向け-17%ということであり、7月との対比では資金需要が水面下であるが、方向としては増える方向への動きになっているとい

うことである。ただ、私共が得ているミクロ情報、それから実際にこうした動きに影響を与えているであろうと思われる要因、一つは社債からの振り替わりといったようなものまで含めて考えると、特段ここにきて資金需要が増えているというような感じではないと受け止めている。やや仔細にみると、このD Iの中で資金需要が増加、あるいはやや増加したというようなところは引き続き皆無であり、従来減少と言っていたところで横這いとする先が増えたというようなことによって、こうした結果が出ているということである。資金需要については以上であり、貸出運営スタンスの方だが、下の方の表であるが、大きな動きはない。大企業向け、中堅、それから中小企業向けいずれについても、積極化というようなことで一応出ているが、ただ具体的にその貸出条件等をみると、引き続き厳しいということなので、これまでの流れがこの辺りについては続いていると、このようにみておいて良いのかなということである。前回決定会合以降、新しく出た指標ということでは以上のとおりであり、冒頭申し上げたとおり、全体の雰囲気というか金融環境を巡る状況というのが変わってきたという感じではないが、国民金融公庫辺りの動きであるとか、先程調査統計局長の説明にもあったようなことを一応頭に置いておく必要があるのかなと、このような感じでみているところである。

実は、追加の資料として資料6、参考計表・その2というのを付けている。問題意識としては、これから不良債権処理が加速するということ言われている訳だが、そうした中で目下のところは、特に企業金融を巡る環境というのは、大きな変化はないが、この辺りどんな感じになってくるかというのを多少みてみようということである。まず、手許の資料の図表1、最近の金融環境と97~98年当時の比較であるが、この手掛りとして、クレジットクラッシュが生じたといわれる97~98年当時と比較して、まずその当時をみてみようということで纏めた表である。まず、シャドーが掛かっているところが、その97年、98年、99年の春先にかけてというようなことになる訳だが、並べているのは短期金利、それからジャパン・プレミアム、CP、社債といったような指標を単純に並べただけということ

あるが、まずその短期金利について見ると、水準自体 1.25%ということであるが、当時の短国レートとの格差ということでは、スプレッドということになるが、1.06%と 100bp を上回るというような状況になっていたということである。この今年の春先にかけての動き、それから直近の感じとの比較というのは右側をみると、この間、スプレッドの差というのはかなり大きいということは一目瞭然である。それから、当時、ジャパン・プレミアムがどんな感じだったかということ、これも 1%というようなことであつたし、最近との格差というのはかなりあるということである。以上が金融機関の調達面ということだが、一方で企業の資金調達ということで見ると、短国レートの格差はほぼ 1%位、CP についてはそのような感じであるし、それから社債の信用スプレッドについても A 格でも 1%ちょっと、それからそれ以下については 1.5 近傍と、このような感じであつた訳である。現在ないしこの春先との比較ということではみてのとおりである。それから、資金繰り判断 DI だが、大企業、中小企業、どんな感じかと言うと、共に水面下であつた。非常に資金繰りはきつみという状況であつた訳である。それから、企業からみた貸出態度判断の方も大企業、中小企業、いずれも悪化方向というか、かなりの水面下とこのような感じの状況であつた訳である。ややピンポイントで見ると、このような感じだが、グラフで多少ビジュアルにその辺りの推移をみようというのが図表 2 以下である。まず、図表 2、信用スプレッド（銀行の短期調達金利）は、銀行の短期の資金調達金利がどうであつたかということであるが、ユーロ円対 TB スプレッド、これは先程ピンポイントで申し上げたが、シャドーの掛かった部分が 97~98 年から 99 年初頭にかけてということだが、みてのとおりであり、かなり跳ね上がっている。それに比べると最近にかけてというのは、かなり落ち着いている状況にある。それから、ジャパン・プレミアムについても、事態は同様である。それから、次に企業の資金調達面がどんな感じであつたかというのは、図表 3、信用スプレッド（CP・社債）である。まず、CP の方、対短国のスプレッドというのは 97 年から 98 年にかけてかなり上がって、その後も多少落ち着いた感じはあるが、

しかし、99年の半ばにかけてかなり高い水準で推移していたと、こんな状況であった訳である。それから社債についても、これはA格、それからそれ以下の格、低格付のものについてもシャドーの時期、同じようにスプレッドが跳ね上がるとこういう状況であった訳であり、金融機関の資金調達面、それから企業の資金調達面、いずれについても97~98年については大きな動揺がみられたという状況であった訳である。そういう中で図表4、資金繰り／貸出態度判断DI（短観）であるが、企業の金繰り、あるいは企業からみた銀行の貸出態度がどんな感じであったかというのがこれである。まず、資金繰り判断の方だが、この97~98年辺りというのは、大企業については水面すれすれという感じではあるが、それでも水面を若干下回るような平均的にはそんな感じのところであったし、中小企業についてはかなり資金繰りがきついという状態にあったということである。それから貸出態度判断の方も、大企業、中小企業、いずれについても銀行の貸出態度は厳しいと、こんな状況であった訳である。昨今、企業の信用リスクをみて格付の高い方については、比較的緩やかな貸出態度に転ずる一方で、格付の厳しいところを中心に貸出態度はきつい、そういった二極化が行なわれている訳だが、当時においては全面的に企業からみた銀行の貸出態度というのは厳しい状況にあった。以上が97~98年の感じということだが、今後不良債権の処理が進む中で、どのような格好になっていくかということだが、今日発表されると言われている竹中大臣のプランがどのようなものになるか、未だはっきりしない訳だが、マグニチュードはよく分からない中でも、方向感というのはある程度出てきているのかなと思う。一つは不良債権処理を加速させるということだろうと思うが、これは言葉を変えると銀行の引き当て強化というようなことが、何がしか拡がっていくのだらうということが一つであるし、それからもう一つは、これは今日の報道等では多少成り行きが注目されるところであるが、繰り延べ税金資産の扱い如何によっては、自己資本の認定というか評価についても厳しい評価、厳しい見方をしていかなざるを得ないと、こういったようなことも出てくるのかなという状況であろうかと思う。そのような中で、これか

らの動きをどうみていくかということだが、まず、97～98年度との比較を頭に置いて、考えておかなければならない点としては、一つはやはり流動性預金について、全額保護措置が存在しているという事実がまずあるということである。勿論、法律が最終的に成立するのかどうかという問題があるが、そういう方向での動きがはっきりとした形で出ているということが一点である。それから、私共、日銀の金融調節の仕方というのも承知のようにジャブジャブになるまで量的緩和を行なっているということであり、こういう中では97～98年当時はターム物金利について跳ね上がるというようなことが起きた訳だが、そうしたことも今の状況ではなかなか起きにくいのかなとそのような環境にあるということである。さらには、金融機関の預貸構造というか、調達構造をみても随分、当時とは違っているという面もある。これについては先程の参考計表のその2の図表1をみると、その図表1の下の方だが、大手行のネット市場性調達額あるいは国債保有額、外貨のインターバンク調達残高、こういったものを並べているが、まず、全体としてこのところ預金超過というような構造に転化してきており、預貸構造が大きく変わってきている訳である。従って、そういう中で市場性調達に依存する度合いというのは、かなり落ちてきている訳だが、見てのとおり97年12月辺りでみると105兆円位になっていたのが、直近でみると43兆というようなことで、大きく縮小しているという事実がある。それから一方で国債の保有額、これは銀行にとってはそれを担保にして資金調達もできるというようなことになる訳だが、見てのとおり当時20兆であったのが50兆を上回るというようなことであり、資金調達面においても担保余力が格段に向上している形に一応なっているということである。以上が円分野であり、一方で、外貨の方を見るとこの間に大手行を中心にして、海外業務を縮小するというような動きが行なわれており、外貨の必要調達額というのも見てのとおり1/3弱位まで圧縮されるというようなことになっており、こうした面から考えてもジャパン・プレミアムが表面化しにくいような状況になっているように見えるということである。従って、97～98年当時との比較ということでいくと、当時は金融

機関の資本制約、それから金融機関の流動性制約、それが両面相俟った形で表われたということだが、今申し上げたように、流動性制約という点で考えると今のようなことであり、直ちにその面からヒッチが起きるといような状況にはないようにみえるということである。ただ他方、資本制約については、先程申し上げたとおり、これから金融庁がどのようにやっていくかということにも依存している面はあるが、やはりその資本制約、表面的には自己資本比率がどうなるかというような問題が生じてくる可能性はやはり否定できないということであるし、この面から金融機関の融資態度といったものに何がしかブレーキが掛かってくるというようになる可能性は否定できないというように感じてみている。そうは言っても、先程申し上げたとおり、金融機関の方では大企業、中堅企業、中小企業いずれの分野についても貸出を絞るといような形に現状なっておらず、信用力に応じての選別姿勢という格好であるので、多分当面のところはこうした選別姿勢が強まってくるというように流れが一つあるのだろうと、そのうえに資本制約が今後の金融庁の対応如何とも絡んで、どの程度のもので加わってくるのかとこんな感じであろうかなと、一応、目下のところ頭の整理をしているということである。少し長くなったが、私の方からの説明は以上である。

速水議長

ただ今の説明について、質問があればどうぞ。

福間委員

この資料6の参考計表だが、ちょっと実感と合わないなど思う。先程、調査統計局長の言った方が企業にとって良く合う部分がある。というのは、状況が違うのは97～98年の危機というのは突然来た訳である。当時は、銀行の流動性対策という面では日銀の調節も今回と全然違っていた。手許の預金がどんどん減ってしまうので貸金を回収していかなければならず、結果として流動性危機が起きた訳である。要するに資金繰りのために貸し

剥しあるいは、貸し渋りが起きたということなのである。これに対し今回はどちらかと言うと、日銀の金融調節が根本的に違うと思っている。であるから、流動性の問題が貸し渋りの発端になることはないという、山口企画室審議役が今言ったとおりである。また、企業側に何が起きているかと言うと、やはり当時の残像感で同じことが起きるのだろうと皆思っているから、もう予め流動性を持っている訳である。企業によって対応は色々ある。一つは金融システムが不安定なところでは企業金融がいつ締められるか分からないので、万一のことがあっても対応できるように流動性を高くするという動きになる。また、借入金を返済してそれで格付を上げて、自分の資金調達というのは自分の信用力でマーケットで調達するという動きも出てくる。これが大企業の行動なのである。もう間接金融にはいけない、できるだけ直接金融でやらなければいけないというこういう思い込みみたいなものが徐々にでき上がって、その結果、あれだけの貸出減少が毎月毎月ここで報告されるように落ちている訳である。であるから、97~98年の恐さが消えていったらまた貸出が正常化するのではないかと思うが、ストレートには、元の姿に帰れなくなっている。

白川理事

今の点だが、先程の早川局長と山口審議役、私共の認識は基本的に同じである。これは取り敢えずその過去と直近の経験を数字でもって比較すると、どういうふうな一応レベル感になっているのかということをもまず検証してみようということである。そうすると、確かに数字の上では、前回に比べて今のところは未だ進行状況が拮がっている訳ではないという数字が一応出てくる訳である。ただこの数字をみるうえで若干の注意が必要だと思う。例えばそのジャパン・プレミアムは典型だが、先程も若干そのニュアンスは言っていたが、表面的には0.01%だが、しかし実質的には外貨、勿論外貨資産自体は圧縮しているし、それから外貨をいざ本格的に調達しようと思うと、勿論プレミアムが付いてできない訳である。そういう意味では実はある種の信用割り当てが起きていて、実は観察される数字という

のは必ずしも実感に合わないという面がある訳である。それからあと貸出に関する、先程元の方の表で説明した色々なアンケートも、これは数字が9月の数字で、直近どうなのかというのは勿論分からないので、そういう意味で、取り敢えずまず数字を押さえてみようと、ただ多少は数字について色々な問題点はあるが、今現実に97～98年と同じことが起きている訳ではない。ただ、底流にあるものは何だろうか、我々が持つべき問題意識は何だろうかと言うと、先程早川局長が言ったような感覚で、私自身、山口審議役も勿論そうだが、みているとそういうことである。

福間委員

なるほど。

谷口財務副大臣

宜しいか。今言われたように、今日もやっているというか竹中プロジェクトによって未だ文章が変わるかもしれないが、巷間伝わっているような税効果会計だとか、厳密な資産査定だとかこういうことが若干の先送りがあっても同じ、そういう想定しているものが例えば入れたとした場合に、金融機関行動が若干今言及されたが、融資態度にブレーキが掛かるとかいうようなこと、現実にそれが行なわれた場合に、どの程度の影響があるのかというようなこと、そのシビアなこれを想定したようなものはないのか。

白川理事

実はこの後のセッションで議論する展望レポートというのが手許にあると思うが、ここで不良債権処理の影響も含めて、一応標準的な見通しを立てている訳である。しかし不良債権処理の展開如何では、さらに景気が下押すこと、あるいは若干上向くこと、両方リスクがそれぞれあると思うので、そういう不良債権処理にかかるリスク要因を今回割合丁寧に書いている。それから定性的な整理——これはまた後から申し上げるが——をしているが、多分副大臣の質問は定量的に幾らかということか。

谷口財務副大臣

厳密なシナリオではなくても、日本銀行のその想定の中である程度の状況は当然ながら想定されていると思うが、それが若干先送りになる可能性があるとしても今考えておられるような状況の中で、どのようなシナリオが考えられるのかというようなことなのだが。

白川理事

ちょっとその展望レポートの方の話になってしまうかもしれないが、不良債権処理、竹中プランで今回大きな方針が示され、これからどういう各論が出てくるか、それからその各論を受けて銀行がどう対応するかということだと思う。就中その対象となる債務者の範囲とか、それから金融機関の取引・付利の方針、企業再生の努力である。それからさらにはそのセーフティネットがどうなるかということがあって、その余りにも前提条件が未だなかなか具体的に定まっていない。そういう意味では勿論、リスクというのを考えて政策をやっていく訳だが、かなり幅があるなという感じであると正直言って申し上げざるを得ないという感じである。ただ、方向としては貸出が当面減る方向へ働いていくのだろうと勿論思っているが。

谷口財務副大臣

逆に言うと、一番大きな問題は自己資本比率だろうと思う。それが仮に今考えて、巷間言われているようなことになるのとどの程度の、例えばその金融機関行動、またそれが企業に与える影響があるのかと、例えば仮にシナリオがあればこれはなかなか採用されるものではないのではないかとというような逆に政治の方への働き掛けも考えられる訳で、そういう観点からも厳密なシナリオはないのかと、こういうことを質問している。

白川理事

厳密なシナリオというのは勿論色々な前提を置くことによって書くが、その前提自体が果たして妥当なのかということが多分、ここでのポイント

トになってくると思う。そういう意味で機械的な計算自体は勿論できる訳だが…。

谷口財務副大臣

一つは、その金融機関の財政状況というか、要するにその漠然と考えてもゴーイング・コンサーンに問題が出てくるような、例えば状況になればこれは大変なことになる訳で、そのようなことにはならないというようなシナリオであれば、それは採用されることはあり得る。だけれども、これをこのままいった時に、ただその融資態度が厳しくなるという程度なのか、それ以上の状況の変化があるのかということである。

白川理事

これは委員方の議論だと思うが、正にそれは政府の不良債権処理加速のプランをどういうふうに肉付けしていくかということにかかっているのだろうと思う。抽象的に不良債権処理の加速によってどういうふうになるかということは、どういうふうに制度を設計していくのかということだ。今、谷口副大臣が言われた例えば、ゴーイング・コンサーンとしての価値が非常に大事であると、それは私自身も強く思うし、そういう意味で健全な企業がゴーイング・コンサーン・バリューを最大限発揮できるような制度の仕組みは何なのかと、そのためにどういうふうな、何と云うか手当てが必要なのかというふうに考えないと、なかなか客観的にどうなのかと、金融機関の事務処理がどうなのかということではなくて、どういうふうにするのかということにかかっているのだろうと思う。

中原委員

この資料をみると 97～98 年のような状況が起こらないというか、あるいはそれに対する耐性ができているということを示すものかとは思いますが。

白川理事

いや、そういう意味では全くない。

中原委員

そういう意味ではないのか。いずれにしても当時とは環境というか、金融機関の財務内容も違うし、それからここには出ていないが企業側のキャッシュ・フローあるいは、レバレッジが低くなっているというような意味で、企業側の対応力もできている。それからコミットメントラインのようなエマージェンシー・ラインとかそういう資金調達の方法もその後完備された。そういう意味ではあるが、今回は私はやはり、不良債権問題で一つやはり考えておかななくてはならないのは、この資本制約は相当大きいのではないかということだ。しかも、言葉は適当かどうか分からないが、この一連の騒動で金融行政に対するいわば安定感、信用、まあ信用を失うとまでは言わないが、やはり手法に対する金融機関側の防御姿勢が一層強まるということはあると思う。従って、ここでは無期限延期になるのか3年延期になるのか分からないが、いずれにしても単純計算だけすればやはり6兆円の十何倍位のTier1の影響が出てくる訳だから、この影響はやはり正に山口審議役が言ったと思うが選別姿勢を強めるという形で相当出てくると思う。

白川理事

もし山口審議役の説明が今回問題がないという印象だとすればそれは本意ではない。それは全くそうではない。むしろ、今起きていることを認識し、今後どういうことが起こり得るかについてチェックポイントを整理したいということである。先程時間の関係で彼は説明を端折ったところはあるが、当時との違いでその良い方向の変化として今、中原委員が言われたような幾つかの話もあるし、悪い方向の話としては、多分当時に比べると、政府の経営が一段と厳しくなっているなということもあるし、そういう意味では、今日も時間の制約で全部申し上げなかったが、そういう意味

では、先行きについての予断を持っているという訳では、これは全くない。

藤原副総裁

追加的に説明されたことについては、これから展望レポートで色々リスクを点検する訳である。とりわけその中で焦点は不良債権処理問題がどういふものかということなのだろう。今、色々議論されているプランなるものがあり、そのエバリュエーションが出ている。それは政治手法としてどうなっていくか未だ分からない。分からないけれどもリスクはその大きさというか、方向にあると、それを想定してこれから私共も何を考えていかなくはないかということの認識の材料として出して頂いたと私は思う。そこでこの黒い網をかけた97~98年のシーズン、それからテロ事件の最近の動向、それがこの定量的なこのグラフによく表われている。そのグラフが今後どのような今度はシャドー掛けの時期がくるかどうか、その際に備えて何を考えるべきか、ということ、この展望レポートの検討のイントロダクションとして説明されたのだろうと受け取った。

白川理事

然り。これは色々な計数をどうしてもマンスリーの計数とか、クォーターリーの計数が多くて、今皆が問題意識を持っているそこに対応したマクロの数字というのは余りない。そうすると今議論していることについてなかなか材料がないなということで、今藤原副総裁が言われたような気持ちを込めて資料を提出した。

速水議長

それでは引き続いて、企画室から「経済・物価の将来展望とリスク評価」について説明して頂きたいと思う。執行部から政策委員見通しが記入されたりバイス版を配付願う。それでは、白川理事、山口企画室審議役お願いする。

5. 経済・物価の将来展望とリスク評価に関する説明

白川理事

お手許に政策委員会メンバーによる見通しの計数の入ったバージョンを今配付した。文章の方は以前資料として配ったものと全く同じである。本文の方の最後のページに委員の見通しがそういう形で入っている。もう既に内容については読んで頂いていると思うので、詳しい説明は省略する。形式は基本的には従来と同じだが、今回は図表を6枚添付して、多少先々のリスクを評価するうえで有用なグラフを付けてみたということが違いである。標準シナリオの方は本文1ページの結論だけ申し上げると、「景気全体としても、下期中は、回復へのはっきりとした動きがみられないまままで推移する可能性が高い」。それから、来年度の標準シナリオだが、「海外経済が緩やかに回復することを前提とすれば、景気は上期から回復に転じると予想される。」と、「その場合でも、海外経済の回復テンポが緩やかであることや、わが国経済の成長期待が弱いもとで過剰債務や過剰雇用といった調整圧力がなお残存することを踏まえると、景気の回復テンポはごく緩やかなものにとどまる可能性が高い。」、「物価については、需給ギャップが縮小しないため、本年度から来年度にかけても、なお緩やかな下落傾向が続くとみられる。」、これが標準シナリオである。

それから4ページのリスク評価の方だが、リスク要因をどういうふう認識するかというのは基本的には過去数回の展望レポートと、そう大きく変わっている訳ではない。今回五つ挙げ、第一が「米国をはじめとする海外経済の動向」、第二が「国内民間需要の回復力」、第三が「不良債権処理とその影響」、それから第四が「財政改革や財政収支の影響」、第五が「金融資本市場の動向」である。今年の春は第一のリスク要因としてまず、国内民間需要の回復力それ自体について、一応回復するというパスは想定しながらも、しかしこれは相当に幅があるというそれ自体を第一のリスク要因にした訳であるが、今回は第一のリスク要因を「海外経済」に変更した。それが一つの大きな違いである。それから、不良債権処理、これは前回も書いてあるが、今回5ページに書いてあるとおり、多少従来に比べて丁寧

に書いてある。この不良債権処理のリスク要因の方の最初のパラグラフは、先般発表した本行の基本的考え方ペーパーの結論部分を修文している。それから、その下のパラグラフは先程ちょっと議論になったが、今後そのプラス、マイナス色々な効果が出て、色々なタイミングで出てくるのだろうが、その過程で債務者の範囲、それから金融機関の取引や付利の方針、それから企業の再生努力あるいは、企業金融や雇用面などでどのようなセーフティネットが整備されるか、こういったものによって要は変わってくるということを書いてある。それからその次のリスク要因である、財政改革、財政収支についても今回、これを一つのリスク要因として多少、従来に比べて幾分であるが丁寧に書いてある。「政府支出の内容や税制が、民間需要の創出に資するようなかたちで見直されれば、景気にも好影響を及ぼす。その一方で、財政支出の減少が続けば、総需要を減少させる要因となる。今後、仮に景気が下振れし税収が減少する場合に、財政政策が景気の自動安定化機能を発揮するかたちで運営されるかどうか、景気の動向を左右することになる。」ということを書いてある。あとは特に申し上げることはない。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。なお、意見や具体的な書き振りなどについては後程何う時間がとってあるので、ここではもし質問があれば何うということにさせていただきます。

宜しければここでコーヒブレイクに入りたいと思う。では先が詰まっているようなので50分までの5分間とする。

(午前10時44分中断、10時50分再開)

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、これまでの報告等を踏まえて、政策委員会として検討を行

なって参りたいと思う。本日は、月の二回目の会合なので、前回会合での経済情勢の判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議したいと思う。

加えて、本日は展望レポートの決定・公表も行なうことになっているので経済や物価についてのやや長い目でみた展望やリスクについても議論をお願いしたいと思う。

討議の形式は、金融経済情勢に関する見解、経済・物価の将来展望とリスク評価、そして当面の金融政策運営に関わる見解、これらを合わせて一人10分程度を目途にして発言して頂きたいと思う。なお、展望レポートの具体的な字句の修正については、最後の採決のところで纏めて行ないたいと思う。

では本日はまず、山口副総裁からお願いします。

山口副総裁

10分位で三つ位のことを駆け足で申し上げたいと思う。

まず、当面の経済情勢であるが、輸出の増勢鈍化傾向がはっきりしてきて、それにつれて生産の伸びも落ちはじめているというのが注目すべき変化だろうと思う。ただこれは、ここまで予想されたことではあり、サプライズという訳ではないと思う。今後は輸出の動きが先程の調査統計局長の説明のように、増勢鈍化という範囲に止まるのかどうか、また不良資産処理のスピードがどのように加速していくのかということを中心に、年度下期から来年度の経済をみていく必要があると思う。その他の指標、雇用指標、物価などの指標が色々出たが、これらについては私は、特に大きな変化というのは認められなかったと思う。総じて言えば、国内民需についてはやや弱含みという動きが続いているし、消費者物価のトレンドにも特に下方屈折の兆しは出ていないと思う。

一方、マーケットの環境については、株価の下落に伴って信用リスクの意識が高まりはじめているというのが、重要な変化だと思う。大手銀行の株価がいわば二極化するにつれて、市場内での資金の流れが鈍くなる傾向

が出はじめていると思う。ただし、ここまでのところは、日本銀行による潤沢な資金供給の効果ということもあって、金融機関の資金繰りが圧迫されはじめているということではないと思う。そういう状況にはまだ程遠いと思う。従って、短期金利に対するプレッシャーもまだ限界的なものに止まっていると思う。この状況に対して何か手を打つべきかどうかというのは、非常に微妙なところではないかと思う。これはいわば、嵐の前の静けさなのかどうかという点であるが、それは今後いわゆる竹中プランというものがどういうふうにファイナライズされていき、実行されていくのかということにかなりの程度かかっているように思う。先程来の話に既に若干出ているが、具体的にどの程度の引き当て強化というのが求められていき、実行されていくのか。また、税効果の圧縮論が正面から提起された以上、大手銀行がそれを強く意識しながら資産圧縮に走り出すということが起きるのかどうか。それから不良資産の処理全体として、どの程度加速がかかるのかということをよくみていく必要があると思う。漠とした信用収縮の予感が拮がっているが、そういう方向性、定性的にみればそういうような動きというのが、あるいはもはや避け難いのかもしれないが、実際の規模とかスピード感については、まだ極めて不透明な状況ではないかと思う。また、行政的な措置如何、例えばいわゆる銀行の国有化というのが何を指すかはともかくとして、国有化というのが大胆に実行されるようなことが起きると、流動性を常に保有している必要性自体がなくなっていく可能性もあるし、金融システムの動きがマネーマーケットの状態にどのように跳ねていくのかということをよくみていく必要があるが、まだ何分材料がかなり不足しているという感じがある。

来年度にかけての展望についてに移りたいと思う。来年度については、内需の自律的成長がまだ捗々しくない状況と予想されるので、海外経済の動向および国内金融システム問題の帰趨如何が、来年度経済を規定する非常に大きなファクターであり続けると思う。その二つとも非常に読みにくい状況で、従来以上に大きな幅で考えておく必要があると思う。そう思うと、来年度について、いわゆる標準シナリオなるものを本当に想定できる

のかどうかという位に見通しが難しいと思うが、議論の便宜上、アメリカ経済については、潜在成長率といわれる3%台前半の成長を実現するには満たないけれども、いわゆるダブルディップで想定されているようなリセッションは回避できるのではないかという位のことを頭に置いている。それから、金融システムなり企業金融の状況については、97、98年のような信用収縮的な動きは回避できるというようなことを想定して議論を進めたいと思うが、そういう仮定のもとでは、第一に輸出の緩やかな増勢、従って生産の緩やかな回復傾向というのは持続するのではないかと思われる。第二に、それを起点にして緩やかな景気回復に向かう力がゆっくりと経済の各方面に波及していくのではないかと思われる。第三に、ただし、この前のモデレートな景気回復、つまり99年から2000年にかけての経験を踏まえると、収益が回復しても賃金の上昇には簡単には波及しない。そういう意味で、消費の回復力は引き続き弱いと考えられる。また、同じく99年から2000年の経験を踏まえると、当時のIT投資のような牽引力を欠く状況では、設備投資の回復力も弱いのではないかと思われる。第四に、物価には引き続き下落圧力がかかり続けると思うが、需給ギャップが更に大きく拡大するということはどうもなさそうなので、消費者物価の基調的な動きは現在の延長線上にあるのではなかろうかと思われ、それに対して診療費の引き上げなどの制度的な変更が、ヘッドラインでみたCPIの下落率を若干緩和する方向に働くのではないかと思う。ということを経験してみると、全体としての動きは昨年から今年、今年から来年へと極く緩やかな回復カーブの延長線上を歩み続ける可能性がもっとも高いのではないかと思われる。それに対するリスク要因としては、やはり米国経済の状態がどうなるかというのが第一だと思うし、第二に、金融システム、不良資産周りの動きは、必ずしもマイナスの作用ばかりではないと思うが、信用収縮的な動きが強く出れば、当然景気の足を引っ張る力が増してくると思う。第三に、米国経済なり金融システムからくるネガティブな影響の顕現度合い如何ではあるが、それが強く出てきた場合に、何がそのショックを和らげるだろうかと考えると、やはり国内では財政しかないのだろうと思

う。そういう意味で、ここまでどちらかと言えばデフレ的な財政運営が行なわれて来たと思うが、歳出なり税制の面で需要刺激的な措置が講じられるかどうかというのも重要なポイントではないかと思う。

最後に、リスク・ファクターとして、以上のような動きに対してマーケット、特に株価、為替相場というのがどのように反応していくかという問題があるかと思う。

時間はもうほぼ使ってしまったのだが、政策として考えられることを極く簡単に申し上げる。本日の政策を考える場合の観点というのは多分三つ位あって、第一に、流動性需要が部分的あるいは限界的にせよ、増えていることに対する対応をどう考えるかという問題である。第二には、予想される不良資産処理の加速ということ、この時点でどの程度念頭に置いて対策を考えるのかということである。それから最後に第三として、いわゆる、これは鉤カッコ付きで表現を使うとすれば「政府とのある種の連携プレーみたいなものをどういうふう意識するか」という、この三つ位の観点があり得るかなと思う。ほかにもあるかもしれないが。第一の流動性需要の限界的な増加に対する対応として、恐らく実務的には、いわゆるなお書きの弾力的な適用ということで、当面は対応できそうな動きであろうと思うが、この際思い切って、当預ターゲットを引き上げて、その範囲の中で流動性需要の増減に応じ、フレキシブルに当預を供給するという事も考えられると思う。引き上げるとすれば、例えばの話だが、今の10~15兆円というものを15~20兆円というようなレンジに変更し、この中で現在の流動性需要の状況を踏まえると、恐らくフルに使う必要はなく、この真ん中辺、あるいは前半位の運営を考えるというのが一つのやり方かなと思うが、また皆様の意見を踏まえて考えたいと思う。それから不良資産問題について、この時点での対応というのは、なかなか難しいと思っている。いわゆる竹中案のレポートの案もまだない訳で、やはりもう少し詳細を踏まえたうえできちんとした影響度を考えて、もう少し具体的なイメージを持ちたいと私自身は思っている。そういう意味で、先程97、98年との比較とか、それから調査統計局長からも解説的な話を承った訳だが、ほかに金

融機関自身が今後どのような貸出の運営を考えているのかというようなことを、是非とも頭に入れておく必要があります、そういう意味では、私は企業金融に対する影響を中心にして、執行部に次回までに、もう少し竹中案の具体的な内容を踏まえたうえでの影響度、考えられる影響度みたいなものを報告してもらい、それに基づき改めて議論してはどうかと思う。最後に政府との連携ということを頭に置いた場合に、これは具体的には恐らく、長期国債の買い増しを考えるのかどうかというような問題になるかと思う。ここまでは、資金供給上必要ならば、さらに国債オペを活用するという方針できている訳で、現在たまたま流動性需要が増えてきていることもあり、資金供給上への対応という意味では、ショート・エンドでの様々なオペレーションを組み立てるということで、十分対応できている状況であろうと思う。そういう意味で、敢えて国債のオペをさらに増やしていくという客観的な理由には乏しいのではないかと思うので、ここまでの方針を再確認すればいいように思うが、ここも皆様方の意見を踏まえて考えてみたいと思う。取り敢えず以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

まず金融経済情勢について、実体経済面では下げ止まりという、これまでの基調判断を変えるような材料はなかったように思う。ただ、私達がそう判断してから既に3か月以上の時間が経過していて、下げ止まりに貢献してきた輸出・生産は、この間に増勢の鈍化が明確になってきている。景気判断は全体として据え置きでも、前向きな部分がより弱まっているだけに、外的なショックに対する脆弱性が高まっている可能性は十分留意しておく必要があると思う。こうした中で金融面では、株価が不安定な動きを続けている点が引き続き大きな懸念材料である。前回会合時と比べれば、幾分持ち直してはいるが、やはりマーケットは不良債権処理の加速策、そ

れから経済対策を固唾を飲んで見守っているという感じで、その分先行きの変動のエネルギーが、マグマのように蓄積されているとも言えると思う。資金市場においても、短国金利やレポ金利といった、いわばリスクフリーの金利が強含んでいる。前回会合の頃から、多少そのような兆候がみられはじめていた訳だが、こうした動きは先行き不安感の高まりや流動性需要の高まりを端的に表わしていると思う。金利の上昇幅自体はまだ小さいものだが、こうした状況が長引くということは、本年4、5月以来のことである。私達としては、金融市場の動向をかなり警戒的にみていく必要があると思う。企業金融面では、足許目立った変化があった訳ではない。しかし、政府の不良債権処理の加速策次第で金融機関の貸出姿勢などに不連続的な変化が生じるリスクがある。また、株価のさらなる下落や金融市場の逼迫感などの強まりなども、信用仲介活動に影響を及ぼす可能性がある。こうしたことから、当面金融面のリスクを細心の注意を持ってみていく必要があると思う。この点については、展望レポートの関係で触れたいと思う。

その展望レポートについてだが、先程の執行部説明のドラフトに大きな違和感はない。総括して言うと、先行き経済が回復に転ずるシナリオ自体は崩れてはいないが、その回復の時期は、私達がこれまで考えていたよりも先延ばしになっている感じだし、リスク要因も強まっているという状況ではないかと思う。ドラフト案では、リスク要因を五つ挙げているが、当面最大のリスク要因は、やはり政府の不良債権処理の加速策がどうなるか、またその金融経済面への影響はどうかという点であろうかと思う。対策の詳細がまだ明らかになっていないので、展望レポートでは概念的な整理しかできていないようだが、具体策の内容次第では、やや大袈裟に言えば、今後の日本経済が辿る道筋も大きく変わってくることもあり得ると思う。この点、株価などの市場動向をみると、不良債権処理の加速に伴う、いわゆる痛みの側面、つまり経済へのマイナスインパクトに焦点が当たってきているようである。こういう局面では、得てして、痛みを避けてやるべきことをやらない、あるいは先送りするといった論調が強まりがち

なのが、従来の日本的風土である。しかし、本来やるべきことを先送りするだけでは、結局経済は活性化しないというのも、これまた従来までの経験が示すとおりである。まず、やるべきこと、すなわちこの場合には不良債権処理はしっかり行ない、そのうえでそこから生ずる痛みに対する政策を実施するという、プライオリティと手順をしっかりと踏まえていくことが必要だと思う。政府の方においてそうした観点から、全体の政策パッケージがどう組み立てられていくかに注目していきたいと思う。同時に痛みに関連してだが、金融面では従来とは不連続な形での信用収縮が生ずる可能性も、ある程度念頭に置いておく必要があると思う。これまでも、金融機関の融資姿勢は、総じて慎重化の方向にあった訳だが、曲がりなりにも、取引先の信用力に応じて、利鞘の引き上げや選別を進めていくという経済合理性の大枠は外れてはいなかった。しかし、仮に自己資本比率の基準割れや流動性の逼迫といった事態が生ずれば、97年から98年頃にかけての同様の広範な信用収縮に至る恐れはある。流動性預金の全額保護、それから危機時の資本注入など、相応の政府ネットが整備されそうな点は、当時との違いはあるが、いずれにしても今後の金融資本市場や企業金融の動向には注意が必要だと思う。日本銀行としても、金融政策運営上、流動性供給や企業金融の面からまだ何か工夫がないかという点は、改めて検討していく必要があると思うが、その点は山口副総裁が言われたのと同感である。

金融政策運営だが、今回は正直言って私自身も非常に悩ましく感じている。その悩ましい所以は、現状の動きの乏しさというか、それから先行きの不確実性の大きさとその間のギャップにあるのではないかと自分では考えている。金融経済情勢の現状という意味では、少なくとも前回会合からは大きな変化があった訳ではない。しかし、下げ止まりという状況が長引くもとで、前向きなモメンタムがやや弱まってきていて、その意味で外的ショックに対しても脆弱さを増してきている。不良債権処理の加速など、先行きの大きな不確実要因を抱えている現状、市場は大きく崩れてはいないが、いつ不安定化してもおかしくない不気味さがそこに流れているのではないかと感じる。こうした中での政策対応には、非常に難しいもの

があるが、目先の不確実性はこれまで以上に高まっているようにも思われるので、ここで一段の緩和に踏み切って、金融市場の安定に万全を期すと同時に、そういった構えを示すということも選択肢たり得るのではないかと思う。私達はこれまでも様々なショックが加わる中で、金融市場の安定を確保して景気の下支えには万全を期してきた。私自身は、これまでの成果をここで損なうリスクは冒せないと考えるが、この点は皆様方の意見ももっと伺っていききたいと思う。それで、仮に追加緩和に踏み切るとすれば、先程山口副総裁が言われたように、当座預金残高の増加幅ははっきり分かりやすいメッセージを出すという意味でも、レンジを思い切って、例えば5兆円程度引き上げることが良いかと思う。それからこれまでは、当座預金残高目標を引き上げる際に、長国買入の増額を行なってきたが、これをどう考えるかということをご皆さんでディスカッションしたいと思う。その必要性で、もし必要があると判断すれば、額という話になってくるが、従来の量的緩和に移行してからのこのフレームワークは、オペレーション上、必要なら買うということになって、執行部にその検討をお願いしながらやってきた経緯がある。だから、必要性と、当座預金残高を引き上げる際に、長国買いオペがどのようなインパクトを与えるか等々について、少し実務的な見解というのも執行部から聞いてみたいと思う。取り敢えず私からは以上である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

金融経済情勢の現状評価および先行きの経済・物価の展望とリスク評価について、執行部の説明に違和感はないが、展望レポートとリスク評価について二点だけコメントしておきたいと思う。

まず第一点は、来年度の米国景気の標準シナリオとリスク要因についてである。米国景気の標準シナリオは緩やかに回復するとなっているが、米

国経済については、元々民間見通しよりも弱めの回復が標準シナリオとして想定されている。それにもかかわらず、第一のリスクは、下振れリスクしか指摘されていない。確かに23日に出されたベージュブックによると、米国経済は低調であるし、経常収支赤字や財政赤字の拡大懸念、設備投資回復の遅れやデフレ懸念、堅調な消費の持続性への疑念などダウンサイド・リスクは多々ある。しかし、自動車や住宅販売が好調である背景に人口要因があることもあって、それらが予想以上の強さで持続する可能性もある。また、経済状況は株価にかなり依存するので、株価の反転が確固としたものとなったら、標準シナリオよりも上振れる可能性も否定できないと思う。もっとも緩やかな回復は曖昧な言葉なので、回復のスピードはかなり幅広く解釈可能である。そうだとしたら、米国経済について敢えて上振れリスクを指摘する必要はないのかもしれない。ただその際に気になるのが、かなり幅広く解釈可能な米国経済の標準シナリオのもとで、日本の景気回復は極く緩やかなものに止まるとしていることである。極く、という言葉がどのような意味を持つかわからないが、米国経済が緩やかな回復の上限のパスを取った場合には、日本の景気は緩やかに回復する可能性があるのではないかと思う。

もう一点は、リスク要因の重要性が非常に高まっているので、先程山口副総裁も言われていたが、標準シナリオは執行部の言うとおりでしても、その蓋然性に余り自信はないというのが正直なところである。このような評価をせざるを得ない背景には、先行きについて全く見通せないという意味での不確実性が高まっていることがある。ここで言葉の定義をさせて頂くと、概念的には不確実性とリスクは区別される。すなわち、不確実性には起こり得る結果とその確率が分かっている場合から、確率が客観的に分からない場合、さらにはどのような結果が生じるかさえ分からない場合まで様々な場合がある。こうした中で事前に確率分布が分かっている不確実性を「リスク」、これに対して、そうした情報が得られない不確実性を「真の不確実性」という形で区別する考え方がある。「真の不確実性」が経済活動に与える影響は非常に大きいと考えられるが、リスク要因にそ

のような要素が増えていると思われる。現在、企業収益が回復する中で設備投資が抑制されているため、企業部門のキャッシュ・フローは大企業も中小企業も大幅な余剰となっている。前回は指摘したが、このような企業活動の背景として、経営環境の先行き不確実性の強まりが極めて大きな影響を及ぼしていると考えられる。企業の投資行動を考えると、リスクであればそれなりに対処できるが、「真の不確実性」に直面すると身動きが取れないということではないかと思う。今回、企業にとってより大きな不確実要因となっているのが不良債権処理とその影響である。最近の不良債権処理のあり方を巡る政府・与党・銀行界の対応などをみていると、引き当て強化とか、繰延べ税金資産の話とか色々出てくるが、どのような結果が生じるかが分からないどころか、そもそも何が行なわれるのかさえ分からないという印象さえ受ける。そのような状況下で、新聞等でそれぞれが勝手にシナリオを描いて導き出している分析結果は、公的資金の必要額にしても不良債権処理額にしても、失業者の発生数にしても千差万別である。この問題は「真の不確実性」そのものであると言っても今のところは過言でないと思う。元々金融機関のバランスシートに集約される形で構造的な調整圧力は残存している。景気の回復力が弱いうえに株価が下落しているだけに、そうした下振れリスクの顕現化する可能性をより警戒的にみておく必要がある。金融機関の体力も疲弊しきっていることを考えると、何らかのきっかけで臨界点を越え、金融システムの動揺、クレジットクランチの再来といった事態に繋がる可能性は否定できない。そこにきて、さらに最近の不良債権処理策を巡る混乱・混迷が続いている訳だから、「真の不確実性」はますます強まっていると考えられる。非常に憂慮すべき事態であると思う。これまでのところ、企業金融について企業からみた貸出態度判断は、ここにきて悪化の度合いを強めている訳ではないようにみられる。また、政府系金融機関、信用保証協会などの新規貸出も減少を続けている。従って、信用リスクが高い企業が民間金融機関から借入が困難になり、政府系などに駆け込むような状況にもなっていない模様である。しかし、企業金融については、大きな変調をきたしていないからといって安堵するこ

とはできないと思う。なぜならば、資金需給の逼迫感が強まらない理由は企業の資金需要が弱いこと、つまり設備投資意欲が冷え込んでいることにあるからである。現在でも少ない設備投資が、このような不確実性によってますます減り、投資が長期に亘って抑制されると、わが国経済の潜在成長力が更に低下し、また、期待成長率の低下が設備投資をさらに抑制させるという形で悪循環に陥る可能性も否めない。こうした観点を踏まえ、貸出態度判断や資金繰り判断などの裏側にある企業の投資行動を十分に注意深く見極めていくことが非常に重要になっていると思う。

次に、金融政策運営について述べたいと思う。まず、短期金融市場に目を向けると、世界的な株安に加えて不良債権処理を巡る混乱を背景に、株式市場が神経質な展開をみせる中で、資金の巡りがさらに幾分鈍くなりつつあるように見受けられる。すなわち地銀などの出し手は、当座預金を抱えることに伴う機会費用はほとんどないため、少しでも不安が高まると運用を手控える。このため、取り手にしてもさざなみ程度の影響がおよんでいる模様である。こうした中で短国レートも前回会合直前の $1/1,000\%$ 程度から足許では $1/100\%$ 程度に上昇しているが、全体としては十分に緩和された状態が確保されていることには変わりはないと思う。ただし、仮にユーロ円レートなどにまで上昇圧力が掛かるとなると、企業の資金調達コストに跳ね返る可能性がある。そこで金融政策運営方針については、基本的に日銀当座預金に対する予備的な需要が高まる場合には、なお書きで対処すれば良いと思うが、当面なお書きが常態化する可能性が高いとすれば、当座預金の目標額の引き上げも考えられない訳ではないと思う。山口副総裁と藤原副総裁も言われていたが、具体的には 15~20 兆円ということが一つの案になると思うが、その際には現在のように上限に張り付かせるというような金融調節を行なうのではなく、あくまでも予備的需要を十分に満たす状態、言い換えれば十分に緩和された状態を確保すれば良いと考えている。つまり、枠の上限を目指して無理に資金供給をする必要はないと思う。今後、株式の買取りがはじまると、それを巡って不毛な非不胎化論が出てくる可能性を懸念しているので、資金供給は需要に合わせて

変動させるのが望ましいと思う。なお、私は今回長期国債の買い切りを増大させる必要はないと思う。そうしなくても、資金供給を増加させることが可能だからである。しかし、山口副総裁も言われたように、協調というものがまたここに出てくるとしたら、もし増やすとしても、これまでどおり私は2千億円が上限だと思っている。なお、本日決定された金融市場調節の一層の円滑化を図るための手形買入期間の延長は、執行部が色々工夫を凝らしてしているということを高く評価したいと思う。また、お二人も言われたが、不良債権処理が加速する場合には、そのマイナス効果を緩和するために企業金融面におけるセーフティネットの整備が重要だと思う。本行としても、企業金融の円滑化に資する施策を検討する必要があると考えている。これまで幾つか案を示して頂いているが、執行部には可能なものは、なるべく早く実現するように準備して頂きたいと思う。ところで、金融政策運営については、実体経済を刺激するという、純粋な金融政策としての政策対応の拡張と金融システムから生じるデフレ圧力を相殺する危機対応、あるいは下支えという二つの側面がある。世の中では従来の枠組みに囚われない、思い切った金融政策を求める声が聞かれるが、それはポートフォリオ・リバランスや期待の変化を通じる景気刺激効果を念頭に置いているとみられる。他方、後者であれば、金融市場における流動性需要の増加に対応して、当座預金残高を引き上げれば良いことになる。一見するとどちらも重要であるということになる訳であるが、両者は短期と長期の間に大きな齟齬を来す恐れがあるように思う。すなわち、予備的需要を十分に満たす場合、言い換えれば十分に緩和された状態を、例えば今後5年間に亘って確保し続けるという期待が定着すると、それと整合的なイールドカーブは、5年物まで金利がほぼゼロでフラットになるはずである。そして国債市場では、今後とも緩やかなデフレ状況が持続し、金利が低い水準で推移する。あるいは金利上昇は回避されるというシナリオが基本的に受け入れられている。また政府も国債の大量消化を図るため、このシナリオを事実上承認し、依存してきたのではないかと思う。ところが仮に、景気刺激効果を積極的に追求し、市場で数年先にインフレ率が上昇す

るという期待が形成されると、2、3年物より長期の金利は期待インフレ率が上乗せされ、現時点のイールドカーブは上向きになる。また前回は指摘したが、仮に現時点でインフレターゲットを採用し、その達成が市場から信認される場合には、長期金利が直ちに上昇するはずである。仮に、現在長期金利が上昇することになると、政府部門ばかりでなく有利子債務残高が過多である企業に対しても、債務負担が高まるはずである。すなわち、現時点でインフレ・ターゲティングの採用を求めることは、不良債権処理において、いわゆるハードランディング・シナリオを選択することにほかならないと考える。世の中では政府・日本銀行が一体となってデフレ克服に取り組むべきであるという声が聞かれる。しかし、インフレ・ターゲティングに関する政府首脳の発言などを見聞きすると、そもそも政府の内部は一体なのかという疑問を感じる。同じことは、金融調節手段の選択に関しても言える。今後、量自体の効果を徹底的に追及していくことが求められた場合は、何を購入していくのかということが非常に重要な論点になる。その際には、日銀のバランスシート管理という面からも、長期国債に限る必然性はなく、外債などの購入も視野に入ってくると思う。また、そうしつつ日銀の信認を維持し続けるためには、リスクに見合うだけの自己資本を自らの判断で増やしていけるようにしておく必要もある。それは納付金にも影響を与えることになる。政府・日本銀行が一体となって、デフレ克服に取り組む前提としてこのような環境整備が必要であるが、政府サイドから断片的であるが、このような環境整備に反対する声がしばしば聞こえてくる。金融政策に下支え以上のことを求めるのであれば、この点でも、是非政府がまず一体となって頂きたいと思う。また、先に述べたような不確実性を少なくしていくために、政府の定める対策の具体的な姿が総合的かつ整合的な形で国民に早急に示されることを期待したいと思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

まず、金融経済情勢について話したいと思う。前回会合以降、欧米、東アジアの株価は反発し、欧米の長期金利は上昇した。しかし、こうしたマーケットの動きは、必ずしも実体経済の見通しが改善したことを反映している訳ではなさそうである。この間、日本の株価は上昇せず、やや取り残された形となったが、実体経済も輸出の増勢鈍化を背景に、概ね底這い状態となっているようである。そうした状況下で、不良債権処理を加速させる具体策を巡って、様々な報道がなされ銀行株が軟調となり、それが金融市場を若干不安定化させる兆しがみられた。世界的な株価の上昇を先導した米国株の反発だが、企業収益の見通しに対する強い懸念が後退したことによるもののようである。株価の反発を受けて、米長期金利も足許、未だ若干下がっているが、一頃に比べれば上昇した。一方、実体経済については、住宅着工を除いて低めの指標が多かったと思う。昨日発表された10月の消費者コンフィデンス指数は急落した。地区連銀経済報告でも9月から10月はじめにかけての経済情勢について、多くの地区で減速や停滞が報告されている。民間の来年の経済成長率見通しも、前回会合時より若干下方修正されている。ユーロエリア経済もドイツを中心として内需が弱く、輸出・生産の伸びが鈍化してきた。東アジアでも、中国を除いて輸出の伸びの鈍化傾向がはっきりしてきた。特に台湾、シンガポールの輸出・生産の鈍化が顕著である。国内経済についても、輸出の伸び率が低下してきたことを背景として、生産の伸び率が低下し、足許ほぼ横這いとなっている。今後、米国を中心とした海外経済が緩やかなりとも拡大基調を維持するとすれば、再び輸出の増加を起点とした景気拡大メカニズムが働くことが期待できると思う。ただ、今日、公表する予定になっている今年度、来年度の経済予測については、私の見方は比較的慎重なものである。政府支出と設備投資について、相対的により慎重にみているためである。個人消費は今後もそこそこ底固く推移するのではないかと思うが、このところ、所得対比でなぜ堅調を維持しているのか検討が必要なように思う。景気後退期におけるラチェット効果なのか、労働力調査などに表われてきている労働

指標の改善傾向、あるいは悪化程度の後退を反映したものなのか、あるいは何らか金融緩和が貢献している面はないのかといったことである。経済の先行きを考えた時、国内最大のリスク要因は、不良債権処理の加速過程で如何なるインパクトがあるかという点である。そのマイナス面を懸念して株価も軟調な地合いとなっている。軟調な株価、特に銀行株の下落が短期金融市場における不安定化の兆しをもたらしてきていることは、先程の執行部からの説明にもあったとおりである。

次に、金融政策運営についてコメントしたいと思う。量的緩和に関するレビューについては、前回会合で触れた。如何にして所要準備を大幅に上回る当座預金残高目標を達成してきたのか、また如何なる効果があったと考えられるかについて、特に付け加える点は今のところない。断定的なことが言える部分は限られているが、量的緩和はそれなりの効果があったと思うし、以下の理由から、ここで当座預金残高目標を引き上げるとともに、長期国債の買い切りを増やすことが適当と考える。現在、景気は足踏み状態になっているし、先行き生産は減速しそうである。株価は不良債権処理の加速によるマイナスインパクトを懸念して軟調である。それが短期金融市場を不安定化させる兆しもある。ただ、今直ぐ日銀として、どうしても何かやらなければならないという状況でもない。政府のデフレ対策や企業再生策を含めた不良債権処理加速策の全貌が、よりはっきりするまで待つというのも一つの考え方である。また今回、日銀として緩和策を採ることは、様々なレベルでの緩和圧力と、日銀側のかなり踏み込んだ発言が報道されてきた中であって、決定会合が形骸化する印象を与えかねないということもある。しかし、不良債権処理の加速は我々が求めていたことである。銀行保有株の買い取りを決め、不良債権問題の考え方を公表したことが、一つの契機となって現在のような状況になり、その他の対策も浮上してきた面がある。時間をおいて対応するよりも、今回できる緩和策を採ることが望ましいと思う。今直ぐ採り得る手段が限定的であるもとで考えれば、当座預金残高目標を、今までの各委員の発言と同じだが、15~20兆円に引き上げ、長期国債の買い切りを4千億円程度増やすことが適当と思う。

長期国債の買い切り増額はこれまでと同様、オペ負担を軽減することと、流動性をそれとより非代替的な資産との交換で供給することによる効果を期待することの二つである。目標額と買い切り増加額については、皆さんと後程議論して、最終的に決めたいと思う。以上である。

速水議長

次に、植田委員をお願いします。

植田委員

海外経済については、特に米国だが、私の印象では、前回会合の少し前位までは、経済に関するデータはやや弱い程度の中で株が大幅に下落していた。その後、直近までは、経済に関するデータは、もう少し悪いものが目立ってきたように思う。この中で株式市場では、むしろ反転の動きがみられたというような印象を持っている。悪いデータとしては、雇用、資本財受注等であるし、さらには自動車販売の先行きについてもやや不透明な状況になっていると思う。これを解釈する一つの方法は、最近の経済は余り好転していないという状況・データを織り込んで、10月はじめまで株価等が下げてきた。ここからの株式市場の動きは、来年はじめ以降の経済について見通す段階に入っているのではないかということだと思う。ただ一応、経済、マーケットとも、下方リスクを意識せざるを得ない状況である。

日本経済については皆さんとほぼ同じなので、簡単に申し上げれば、抽象的に言って、牽引車であった輸出・生産、つまりフロント・エンドのところで弱まりつつある動きがはっきりしてきている。しかし、遅行指標的な部分については未だある程度の強さがみられているということかと思う。しかし、牽引車のところの勢いが減衰してきているので、先行きは不安であるということかと思う。皆さんがコメントされた不良債権問題およびその影響であるが、今日の一部報道等をみると、懸念されていた程にはドラスティックな方向にいかないのではないかなという印象でみて

いる。勿論これは、最終案をみてみないと分からない訳だが、それをどう評価するかだが、私の感じでは、セーフティネット等がきちんと整備されるという条件のもとでは、はっきりした処理の方がアク抜け感が出て良かったのではないかと思う。むしろ、ソフトランディング的なのをどう評価するかと言われると、それ故のある種のデフレ圧力というのも懸念しておかなくてはいけないという気がする。すなわち、株安で実質的な資本の状況が極めて苦しいところへ、いずれにせよある程度の不良債権処理増大の方向感である。さらに先程来少し議論になったように、税効果のところについても、直ちという方向ではないのだろうが、将来どこかでできつくなるという不安感はある。それに加えて、公的資本注入がどう行なわれるのかを、あるいは行なわれるのかどうかということも、必ずしもはっきりしないということになってくると、やはり金融機関が資本不足を避けるための努力の方向に向かうリスクがある。特に資産削減の動きが続きそうだ、あるいは加速するリスクがあるということだと思う。これがリスクをよりとれる主体へ資産を売却するということなら、全体として不健全ではないということだと思うが、いわゆる貸し剥がしのようなことだとマイナスの影響が懸念される。しかもそれが起こるとすると、本当に完全に不良債権化した借り手、あるいは債権に対してというよりは、正常先中位から要注意先上位位の、できれば中長期的にはかなりの確率で生きて欲しいようなところについて起こるリスクがあるのではないかなと思う。これは今のところ、マクロ的に強く顕在化している動きではないと思うが、要注意ということだと思う。

政策については、結論的には緩和するのがよいかと思う。緩和策の内容として、私は田谷委員と同じで当預目標を引き上げるとともに、長国買いオペも適切な額を増やしたらと思う。緩和の視点としては四つあるかと思う。一番目に、皆さん触れられたように、足許、流動性需要が増大しているということ、それから経済の実態面をみると、二番目には、世界経済のダイナミックスがやや不安な方向に動きつつあるということ、それから三番目に、今申し上げた不良債権処理について、スキームは未だ完全にはっ

きりしてはいないが、若干のデフレ圧力、あるいは場合によってはもう少し強いものが懸念される状況でもある。さらに四番目に、皆さんとこれは意見が違うかもしれないが、先程の展望レポートの終わりについている我々の見通しをみると、来年度についても、医療費上昇等の効果を織り込んでも、消費者物価指数の変化率は若干、あるいは今年度と大差ないようなマイナスであるということである。それは何が何でもデフレを止める、あるいは短期間に止められるという状況ではないことは、私はよく分かっている積もりだが、それでもデフレが長期化するという中では、ある程度の手を打つということが、やはり観点としてあり得るのではないかと思う。勿論、この点は、そうであれば常に金融緩和にプレッシャーの方向で働く訳だが、必ずしも微調整をする巧い手段がない中で、時々そういうことのツケを払うような形、さらにフォワード・ルッキングに対応するという観点を取り得るかと思う。そのうえで手段としては、流動性需要の増大に対応するという意味での流動性供給の引き上げ、および一般的な緩和効果を狙うという意味で、当預目標の引き上げプラス、それを容易にするための長期国債買いオペの増額ということ为宜しいかと思う。後者は、我々の公式的なスタンスでは、苦しくなってから、つまり当預目標実現が苦しくなってからやるということでも宜しい訳だが、ここまで金融緩和をやってきた時にセットでやってきたということもあるし、今日は繰り返さないが、裏では込み入った色々な議論もあることなので、私は両方セットでやって宜しいかと思う。一つ懸念は、債券市場では買いオペ増大を織り込んで債券価格が既に上がってしまっているということだが、だからここはちょっと待っていて、後でまたやるというようなファインチューニングは余り考えなくても良いのではないかと私は思っている。政府との連携ということに関しては、勿論重要な視点ではあるが、我々は9月以降、色々な形で先んじてやってきたし、今日も緩和をするということであれば十分な対応をしている——できる範囲であるが——と思うので、むしろ政府の側におかれても、きちんとした対応をして頂きたいということ、日本銀行として出過ぎない範囲で、あるいは総裁に記者会見で言って頂くというような

ことで宜しいのではないかと思う。以上である。

速水議長

次、春委員お願いする。

春委員

それでは私から申し上げる。まず、金融経済情勢とそれから展望とリスク評価について一緒に申し上げて、その後で政策について申し上げたいと思う。現状については、前回会合以来、実体経済面での変化は然程大きなものはないが、先行き不透明感の増大、あるいは金融システム面での安定化策やデフレ対策に関して、その方向が明確でないということについての不安感がある。それが皆さんの話にもあったが、海外株価が反転している中で、日本の株価だけが低迷しているというようなことに繋がっているのではないかと思う。先行きの見通しについて、今年度の標準シナリオとしては、上期は予想を上回る回復、下期はペースダウンということかと思うが、年度では4月の見通しをやや上方修正して、外需を中心に若干のプラス成長を達成するという見方をしている。また、来年度のシナリオは、輸出の減速はあるが、消費、設備投資と内需の回復によって、僅かながらプラス幅を拡大すると、やや期待を込めて想定している。ただ、株価とか米国経済、消費、投資の動向は、皆さん言われたような政府の政策の影響なども、リスクと言うか、不確実性と言った方が正確だと思うが、そういう要素はむしろ増大しているように思う。

若干敷衍して申し上げさせて頂くと、輸出は足許2か月連続前期比マイナスということでテンポは鈍化しているが、前年比では大きなプラスは維持していて、増勢は維持していると言って良いかと思う。来年度、海外経済の回復を受けてプラスは維持すると思うが、米国向けの自動車輸出等は既に高水準となっているので、伸びとしては若干増加する程度ということではないかと思う。生産関連としては設備稼働率が7~8月、これは1~3月、4~6月と続けて順調に上昇しているということが確認できたし、全

国の大口電力の販売電力量でも9月の速報値だが、前年比+2.9%ということで3か月連続のプラス、業種別にみると化学、鉄鋼の伸びが大きい。繊維と窯業・土木、これはセメント業だが、この2業種を除くと全業種が前年比プラスということで、稼働率の上昇を伴いながら生産は増大している。なお、これは前年比である。前月比という意味では、必ずしもずっと伸びているということではない。9月の鉱工業生産指数が前月比-0.3%ということで、これも減速した形になっているが、これは経済産業省の報告にもあるが、総じてみれば緩やかながら上昇傾向にあるということでは宜しいかと思う。なお、設備投資については、今年度はマイナスかと思うが下げ止まりの兆しがみられており、来年度は稼働率の上昇、あるいは企業収益の回復等を受けてプラスに転じるのではないかと考えている。所得・消費については、先程の報告にあったように、7月の消費不振はあったが、8、9月の状況をみると横這い状態の推移が続いているということではないかと思う。この秋の旅行需要は、3連休が増えたということで大変期待されていたが、JTBの発表によると、9月出発分のJTB取扱人員は国内で前年比+20%、海外は昨年はテロの影響で落ち込んでいるが、大体一昨年、2000年並ということで、10月出発分についても好調が持続しているという話もある。所得環境が厳しい中で、消費は今年度概ね横這いの動きかと思うが、来年度は小幅だがプラスの伸びになるのではないかと想定をしている。物価だが、10月、東京地区の速報値では若干下落だが、下落幅が多少縮小したということである。これ以外は余り変化はないと思う。先行きについては、消費者物価、卸売物価とも今年度中はほぼ現状程度下落かと思うが、来年度は若干下落幅が減少するが、前年比マイナスという姿は続くのではないかと思う。

次に標準シナリオに対するリスクとしては、下振れするリスクが私なりに五つ程あるのではないかと思っている。一つ目は、米国経済の失速、二つ目は世界的な株価下落による信用収縮、三つ目は皆さん挙げておられたが、日本の構造改革の進展や不良債権処理に伴うマイナスの側面、またさらにはそれに対する過度の警戒感、四つ目に個人消費・設備投資の予想以

上の萎縮、それから五つ目には、それらの結果として、株や土地価格のさらなる下落、長期金利の上昇といったことかと思う。また、上振れするリスクも三つ程あるのではないかと思うが、一つ目は、米国経済の予想以上の回復進展、二つ目は政府のデフレ対策の進展による株式市場の上昇、これを契機とした経営者・消費者マインドの好転、三つ目にこれまで抑えられていた設備投資の予想以上の回復、そういった上振れのリスクの可能性もあるのではないかと思う。この下振れリスクのうちで、米国経済と日本の株価についてさらに申し上げたいと思う。米国の株価は前回会合以降、反転しているが、これは第3四半期の決算を好感したということかと思う。先行き米国の成長率については、若干ペースダウンはあるにしても、今年度は2%台、来年は3%程度と私は考えているが、先程の報告にもあったように、消費者マインドの低下がみられる中で、米国経済がもし失速するようなことがあると、世界の経済にとってその影響は非常に大きくなるだろうと思う。次に、日本の株価であるが、足許日本の株価だけが弱い状況で8千円台半ばというか、後半の動きになっているが、この株価の下落が今後さらに続くようなことになると、これもその影響は大きいと思う。主な株価の下落の原因は、海外株価の下落に起因する海外投資家の売りとされていたが、それに加えて国内投資家の買いに力がないということが大きいのではないかと思う。これはやはり、基本的には来年度、企業収益が急回復するという見通しを持っているのだが、やはりマーケットがそれに対して疑問を持っていると考えざるを得ないのではないかと思う。その他に色々な政策の方向性が明確ではないということから、投資家心理の落ち込みがあるということかと思う。本日発表と言われているデフレ対策がどう受け止められるか大変気になるところである。先日、証券界の経営者の方何人かと話しをする機会があったが、デフレ対策の中で証券税制の見直しが検討されているけれども、特に一定限度まで、それは1千万円とか2千万円とか言われているが、譲渡益を非課税にするという税制措置が最も有効ではないかというような声が多かったように思う。

次に、当面の金融政策運営について申し上げるが、現状、輸出や生産の

増加基調に陰りがみえて、消費や設備投資の回復が捗々しくない中で、株価下落や政府の対策の方向性が見えにくいというようなことで、短期の金融市場にも微妙な不安定感がみられている。その中で、本日、政府の総合対策の公表が予定されている訳である。このような状況にあるので、本日は、当面の先行き不安心理拡大に対するサポート効果とか、あるいは政府のデフレ対策との相乗効果を期待して、さらなる金融緩和策として当座預金目標の引き上げおよび長期国債買切オペの増額の実施について、この場で検討すべきだと思う。また、市場に対する資金供給能力の引き上げや企業金融の円滑化のために、先程決定した手形買入期間の延長に加えて、適格担保対象の拡大等、それは今日ということではないが、引き続き検討して打ち出していく必要があるのではないかと思う。皆さんが触れられたかもしれないが、日銀による外債やETFの購入とか、いわゆるインフレ・ターゲットを求める声もあるが、これについては、その実効性とか通貨の信認、あるいは先程も話があった長期金利への影響等を考えて、慎重な態度が必要かと思う。以上である。

速水議長

次、福間委員をお願いします。

福間委員

金融経済情勢の方である。先程の執行部の見方に基本的に違和感はないし、皆さん指摘のように、IT関連財の輸出・生産の減速感が出る一方で、自動車、鉄鋼はなお堅調を持続している。昨日発表の9月鉱工業生産がマイナスに転じ、10月予想はプラス、11月はまたマイナスと輸出の鈍化に合わせて残念ながら、生産にジグザグ感が出てきているというのが現状ではないかと思っている。

前回から余り間がないので、今回たまたま福岡へ行ったので出張報告ではなくて、あちらの人達と話した今の景況感のようなものをピックアップしようかと思っている。まず、自動車だが、大手自動車メーカーを訪問し

たが、米国向け輸出が絶好調ということで、足許は期間工採用により、生産能力を超えて120%のフル生産状態を続けている。先行きについても、年内はどう悲観的に考えても現在の生産水準から落ちることは考えられないという位、強気なことを言われていた。鉄については、好調であったアジア向けについては、輸出がやや減ってきているということで、価格維持を狙って、在庫や需給動向を睨みながら慎重な輸出姿勢を続けている。この結果、足許は生産の鈍化があるし、先程執行部から指摘があったように、中国の反ダンピングの動き、取り極めでさらに絞り込むこともある。鉄鋼業界で非常に面白いというか起きているのは、これまで新規設備投資を抑えた結果、ここへきて稼働率、既存の設備の稼働率が非常に高くなっているということである。故障が起これば、ディスラプションが起こる現象が出ている。こうしたもとの、対イラク戦争に備えて、中東諸国の投機的な鋼材備蓄が起きはじめており、また大手造船メーカーの客船火災の影響による突発的な造船財需要の増加もあって、現在では生産が需要に追いつかなくなる懸念も出はじめている。米国ではセーフガードで鋼材価格は高止まりしている。ビッグ3からは、今日の新聞にも報道されていたが、保護主義的貿易政策に対して批判が一段と高まってきている。このように輸出が鈍化しているだけに、内需拡大ということが非常に期待される訳で、財政規律のもと、大きな財政出動はともかくとして、乗数効果の高いもの、国際競争力を付けるもの、また中長期的に必要なものを前倒しでやるというようなことが必要なのではないかというようなことを感じた。金融動向については、不良債権処理の加速化という政府方針のもとで、地場の金融機関あるいは、中小企業の方々から悲鳴が上がっている。地元金融機関からは、今回の大手行の税効果会計の10%ルール、あるいはDCFに基づく資産査定、これは何も地元に影響を与えないようだけれども実はあるのだということをよく認識してくれと言われた。政府の方針が出てきた直後ということもある訳だが、要するに大手行の皺寄せが地場の銀行にくるといふ懸念を持っている。というのは、大手行はスプレッドの引き上げ、融資条件の見直しと併せて、実際は貸出の回収を図るといふ動きが出てきて

いる。そうすると結局は、地場の銀行である我々がそれを埋めなければいけない。従って、結局は主力行の問題が地場にも影響する、地場の金融機関を通じて影響するということである。主力行の条件改訂、あるいは融資を引き上げるというような形で皺寄せがくるということである。また先程、調査統計局長からあったように、地元企業との懇談の場でも、企業に資金需要がないから借りないと言うが、実際はそうではないのだと、企業は何時融資を引き上げられるかも分からないので、銀行から恐くて借りられないのだと本音を言われる方もいらした。いずれにしても、ここで私が感じたのは、主力行と地場銀行、あるいは地場銀行の中でも地銀とそれ以下というようなところで、銀行間の不信感、それから企業と銀行の不信感、企業と企業との不信感、これは企業間信用であるが、こういう形でどうもコンフィデンスが皆、動揺しているというか、これが経済を末端で萎縮させていることで、そういう面ではとにかく不良債権処理等、金融行政の明確化を図ってそういう不安感を払拭することが非常に重要ではないかと思っている。

金融調節だが、これも皆さんもう十分説明されたので、特に理由は申し上げないが、私が一つ迷っているのは、15兆円以上でいった方が良いのか15~20兆円とした方が良いのか、この部分について私は多少迷っているところである。いずれにしても、この当座の目標としては17兆円程度から上げていくというようなことをしないと——これは執行部の意見も聞かねばならないが——動きにくいのかなと思ってはいる。いずれにしても、15~20兆円であれば、なお書きも万々に備えて必要かもしれないということで、15兆円以上であつたら年末需要が突発的に出ようが、弾力的に対応できるということである。手段としては、今日第一議題に出た、手形オペの増強措置に併せて、国債買い切りの増額ということだと思う。皆さん言われたように、足許の資金需要が直ちに強くなったということではないので、月2千億円~3千億円、この辺の金額も皆さんと話したいと思うが、余り多くドンとやると、先程どなたか言われたように、市場が過熱化してくるし、ボラティリティを高めることになるので、将来の金利リ

スクを増大させてしまう。もう一つは、政府の方針を先取りする訳ではないが、いずれ補正が出るかもしれないし、そういう時に本行の資金供給の増額もあるのかないのか、その辺もその時に考えなければいけない。このようなことを考えると、今、大きく踏み出すこと、つまり2千億円、3千億円という思い切った数字を出すことは、今の市場の状況を考えると、相場の過熱感を高めるのではないかと思う。それよりは15兆円～20兆円、あるいは15兆以上という量の目標を挙げて市場にインパクトを与えた方が今のところは良いのではないかと思っている。以上である。

速水議長

最後になったが、中原委員お願いする。

中原委員

景気の現状であるが、月初会合における基本的見解の「全体として下げ止まっているが回復へのはっきりとした動きはみられない」という総括判断の範囲内にあると思う。ただ、大きな流れとして二つ変化があると思っている。一つは、外需依存の景気回復のモメンタムが徐々に息切れしはじめていることである。設備投資、個人消費の内需回復に繋がらないうちに輸出・生産がピークアウトする懸念も高まったのではないかと思う。最近の指標で、余り多く出ていないが鉱工業生産や実質純輸出等、明らかに踊り場に入ってきたことを示唆している。二番目は、このような川上部門の回復持続力への懸念に加えて、不良債権処理の加速が具体化して、信用リスクに対する不安感が高まってきた、そういう状況のもとで、企業収益が必ずしも思うように回復しないというところから、リストラの勢いがまた再び強まっている。雇用・所得環境の厳しさが続いているということで、マインド面で弱気が出てきているように思う。輸出の持続性については、ポイントは米国経済だが、これは今日明日中に重要指標が色々出るが、前回会合以降、企業周り指標もそれから個人消費関連指標も先行きの回復の遅れを示すものが増えてきているように思う。かなりコーシャスにみたい

と思う。それから第二の問題について、特に不良債権処理の加速については、不確実ではあるが銀行の資本制約からくる融資態度の変化は、無視できないと思っている。こうした状況に鑑みると、経済・物価の将来展望とリスク評価における表現の中で「2002年度下期中は回復へのはっきりした動きはみられないままで推移する可能性が高い」、この表現は妥当と思う。わが国の経済は4月の展望時点よりは、外需・生産の立ち上がりはかなり予想よりピッチは速かったが、ここにきて増勢の鈍化は予想していたよりも早くきてしまったと思っている。下期に景気の山を目指して、再び上昇のモメンタムが高まるということは、難しいのではないかと、場合によってはリスクの顕現の度合いによっては、腰折れの危険もあながち否定し難いと思っている。次に2003年度の話であるが、外部環境として世界経済の面では、先進国、途上国ともデフレ傾向が強まっているし、構造問題を抱えているということで、加えて流動的な国際政治情勢のもとでイベント・リスクが高い、外部環境が非常に不安定だと思う。また、国内面でも、不良債権処理、企業リストラ、企業淘汰等の供給面での調整圧力は、むしろ、これから一段と高まるという感じがしている。海外経済の回復を前提に、再び外需中心の緩やかな回復過程というリスク評価の中の標準シナリオそのものは否定はしないが、これが非製造業、あるいは設備投資、個人消費、こういう内需に均霑していく動きは、極めて緩慢なものとなるということは避けられない。こういう中で、不良債権処理や構造改革の過程における政策の舵取りを誤ると、2003年度は再び景気後退局面入りする可能性は捨て切れなと思う。需要のコンポーネントでみると、個人消費について私はやはり、2兆円を超える社会保障負担増加、これを大変心配している。住宅投資は減税と雇用・所得面からの調整圧力というマイナス要因と相殺することで、ほぼ横這いだと思う。設備投資はやはり、かなり悪いのではないか。企業収益の下方修正の懸念がかなり強まっているし、精々良くて2002年度比若干のプラス程度ではないか。輸出の方は外需の回復力次第だが、やはり緩慢で、全体としては、私は2003年はかなり弱めの感じを持っていて、年間を通じてむしろ2002年度比横這い位の感じ

でみておく必要があるのではないかと考えている。物価は下落基調からは脱することは難しい。

それからリスク評価について若干敷衍すると、二つちょっとポイントがあると思うが、一つは、4月の時と比べてという話だが、4月の時挙げたリスクの顕現の蓋然性というのは、今回の方がずっと高いのではないかということである。それからやはり、川上部門、外需を中心とした川上の方の果実が川下に均霑する時間が、4月時点で想定していたシナリオよりもさらに長くなっているということであろうかと思う。特に具体的に懸念しているのは、2003年の個人消費、これについて私は、減税等の財政出動がない限り、かなり影響が出るのではないかという気がしている。それからもう一つは、不良債権の問題だが、不良債権処理の時間軸が縮まって、そのデフレ・インパクト、特に資本制約からくる信用収縮が現実のものとなってきつつあると思う。不良債権処理と産業再生、セーフティネット等も含めた構造改革の動きを一体のものとして捉えていく必要があると思う。こういう点に鑑みると、今回のリスク評価において新しいリスクとして、財政の点が盛り込まれたことと、不良債権処理のリスクを前面に出して、構造改革と一つに纏めたというところは、妥当なリスクの評価の表現だろうと考えている。ただ、敢えて申し上げますと、財政のリスクのところについて、極めて中立的な表現になっているが、今後の金融政策の効果をより高いものとするということ、それから選択の幅を拓けるということを考えて、もう少し減税を含めた財政出動の必要性を前向きに期待したいという感じを私は持っている。また、全てのリスクの顕現の可能性が高まっているということから、この辺の危機感ももう少し書き込んだら良いのではないかという気もした。金融政策だが、今まで申し上げてきたように、景気回復のモメンタムが失われはじめているということ、それから資本市場において金利上昇圧力が出はじめているということ、不良債権処理加速に伴う信用収縮や金融システムの不安定化のリスクが高まっているということ、それに対してプリエンプティブに対応することが必要と思われること、最後に政府の不良債権処理の加速とデフレ対策について、最終案は

未だみえていないが、今日明日中に決定されるということ、これと軌を一にして金融緩和策を打つということで、期待形成面では少なくとも単独の政策に比べて効果は高いと思われること、このような理由から具体的には当座預金目標の引き上げ、それから長期国債の買い切り増額、これは1兆円から1兆4千億円ないし1兆5千億円まで増やすことを提案したいと思う。買い切り増額の金額はやや多いということ、多めにということなのだが、当座預金の目標引き上げ、これは先程から出ているとおり、私も15~20兆円というところかなとは思っているが、実務的にかなりハードルが高いと思われるので、長国買い切りの増額でこれをサポートするということと、やはりある程度の市中へのインパクトを期待するという点からこの辺の数字を狙いたいということである。当座目標については、本来私はピンポイントで示すべきだと思っているが、現在の状況からみると、15~20兆円という幅を持って目標とするしかやむを得ないのではないかと思うが、現在の目標運営と同様に、可能な限り高い水準を狙うということ合意しておく必要があるだろうと思う。それから、なお書きは当然、残す必要があるが、ただ、なお書きによる流動性供給というのは、基本的に量的緩和というレジームから外れるのではないかと私は思っていて、なお書きの援用というのはあくまで、例外的に流動性需要が一時的に高まった場合ということで、その意味からも目標の引き上げが必要だろうと思っている。政策に関連して二つ申し上げたいと思う。一つは財政規律の問題である。当然ながら、財政規律に対する市中の懸念が出てくる可能性はある。今後デフレ加速のリスクを考えると、財政の出動の必要性は高まると思うが、このような中で重要なことはやはり、市中の厳しい監視の目に留意しながら、例えばシ団制の廃止とかストリップス債等々の国債市場改革、これは着実に進めていくことが必要であると思う。不良債権処理については、竹中経済財政政策担当大臣のプロジェクトチームの基本的な考え方、「不良債権処理の査定をタイムリーかつ厳格に行なって資本を充実し、これを通じて資本不足となる銀行が出てきた場合には、公的資本注入」というこの筋書きには、私は誤りはないと思う。ただ、実施のスピードや方法につ

いては、実体経済へのマイナスの影響を十分考慮する必要があると思う。不良債権処理の加速と同時に、雇用者、セーフティネットあるいは、中小企業への資金供給の維持等の総合的な施策が必要である。特にこの中小企業の金融については、金融機関行動のモニタリングとか適格担保の拡大、あるいはアセット・バック・CP、アセット・バック・セキュリティ市場の整備、拡大などを中央銀行としては積極的に関与していくべきであろうと思う。繰り延べ税金資産の問題、これは無期延期となるという報道が出ているが、これで信用圧縮の動きが止まることはないと思う。むしろ、最悪に備えた銀行行動を考えると、できるだけ早くアセットの方の圧縮を進めようという動きが出てくるのではないかと思う。当然ながら、税効果の問題は無税引き当ての対象債権の拡大とか、繰り入れ・繰り延べ期間の延長等のパッケージで議論すべきものだと思う。今回、追加緩和に踏み切るとすれば、今回の緩和が先行きのリスクに対して対応していくものであるということを含めて、デフレ対策、意味のあるデフレ対策が出ることを期待して、政策委員会の声明、あるいは総裁の記者会見等で中央銀行としての姿勢をアピールしていくことが必要ではないかと思っている。以上である。

速水議長

これで終わったが、話を聞いていて大体情勢判断、政策について一致しておられるように思った。一つ国債オペの買い増しについて意見が少し分かれているところもあるし、どの位が良いのかということも未だ纏まっていない。この国債の買いというのは、元々執行部のマターであるが、今回はこういうことで手形の買入期間延長とそれから当座預金と国債買いオペというのを三つにして、一緒にここで決めて発表することが効果的だと思うので、その点を前提にしてちょっと執行部から現場での感覚等について補足説明を願いたいと思う。

白川理事

長国買いオペの増額であるが、これは本席で出た様々な論点を踏まえて検討すべきものであるが、私の方からは純粹に、今総裁から話があったそのマーケットの実務という観点からのみ感じを申し上げたいと思う。結論的には、本席で出た意見と全く同じであり、今の長期国債オペは、資金供給を円滑にしていくという観点でやっている。その資金供給の必要性という観点だけでみると、今、流動性需要が若干高まってくるという地合いであるし、そういう中で短期のオペは一頃のように、札割れが頻発するという状況とは様変わり、今札割れは全く生じていない。そういう意味で、即物的な現時点でのニーズからすると、長期国債オペが今、ないとできないということではない。ただ、今議論があったとおり、当座預金のターゲットをかなり大幅に引き上げるということであると、先々、その短期オペ、先々の金融機関の流動性需要がどういうふうになるか分からないので、そういう意味では円滑にやっていると、フォワード・ルッキングで円滑にやっていると要素を重視すれば長期国債オペを増額した方が良いということになると思う。結論的には、そういう意味では本席で出た両方の要素があるということで、それをどういうふうに判断するかということだと思っている。それからもう一つマーケットへの影響、金利への影響がどうかということである。過去三回、長期国債のオペ増額をしたが、その内、直後の反応という観点だけみると、二回は長期金利が上がって、一回は長期金利が下がったということで、サンプルは三つだから余り一般的な結論は引き出し得ないが、今回マーケットの方では、長期国債のオペ増額ということをかなり織り込んだような形に多分なっていると思う。今回、その長期国債のオペについて、本行が増額をすとかあるいは、しないという何らかのいずれにせよ、その決断をする訳だが、多分直後の反応という面からみると私がここで予測めいたことを言っても直ぐ、直ちに結果が出るので余り言いたくはないのだが、多分、今の状況は非常に需給が締まっているというか、運用機会がないということで結局9月のショックの後も、需給面から皆、運用難から国債を買っている、直後の反応はともかくとし

て、今の状況、つまり長期金利が需給面から締まって金利が下がっているという状況には多分変化はないのではないかと個人的には思う。それからもう一つ、マーケットで今、そうした見方が非常に出ているという訳ではないが、今回の増額の金額如何で、先々銀行券の上限ルールとの関係を色々取り沙汰しているというのも承知のとおりである。現在、毎月1兆円であるが、これを仮に2千億円増額して1.2兆円にした場合に今後どうなるかということである。現在、枠との関係では約13兆円余裕がある。これは銀行券の伸びをどれ位に想定するかにもかかっているんで、これも余り予測に意味はないが、取り敢えず銀行券について、今程度の伸びを想定すると、1.2兆円に増額して先々枠に引っかかるということは今のところないという計算にはなる。ただ、繰り返しになるが銀行券の伸び如何ではある。それから、国債をさらに増やして1.4兆円、あるいは1.5兆円、いろいろな提案があったが、仮にその一番大きい1.5兆円という金額でいくと、銀行券の伸びが仮に今の12%台から8%まで低下すると1年後の2003年10月にこの枠に到達するという計算になる。このことをマーケットがどういうふうに見るかということで、これもまた当然二つの見方があり、基本的には運用難だから、結局国債を買うしかないというふうにみれば長期国債金利は今のような基調を維持するだろうということであるし、これがそうではなくて日本銀行の政策のレジームが先々に変わっていくのだということについて何がしかそういうことが聞かれば、それは何がしかまた影響が出るかもしれない。しかしこれは、いずれも色々なシナリオを考えれば考えられるので、私自身はどっちのシナリオが高いということを示し上げるのではなく、一応、マーケットで言われていることを客観的に並べるとこういうことであるということだと思う。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

もう一回確認させて頂きたい。1.5兆円にして現金の伸び率が年率8%に落ちる場合は2003年10月に上限に達すると言われたか。

白川理事

然り。

福間委員

先程もちよつと言ったように、ターゲットの問題がまた出てくるのかもしれないが、15兆円以上といった場合と、15兆円から20兆円とした場合、いずれにしても中間地点がどこかにないと、いきなり20兆円にはできないだろう。技術的にであるが。

白川理事

これは、私よりも現場で日々苦勞をしている山本局長の方が良いかと思う。もしあれなら後からまた補足して欲しいが、今のマーケットの地合いからすると15兆円を上回って供給していくということは現状で可能である。その際、先々今の需要がどの程度高まっていくか、あるいはそれがどの程度持続するかということであり、私自身は暫くは未だ続くかと思っ
ているが、現場からすると15兆円超でそれで最もふさわしいところでやるということになると、やはり最後は依って立つ基準というのがないと、やはりなかなかこうやり難い、つまり先程の話にもあったが、とにかく量をちゃんとキープするのだと、その数字がXだとすると、Xというその数字をキープするのだということに重点を置いてやれというのであれば、それはそれで勿論できるし、しかし、そうではなくて結局はその短期金融市場で金の回りが良くなっていくのだと、それに重点を置くのだと、それは多分、金利であるとかあるいは金利には必ずしも表われない色々な情報もあるのだろうが、そういうものをみてやれということであれば、それはそれである程度の幅が長く、しかしそうは言ってもということで、そういう意

味でその両方の要素をどの程度に折り合わせをつけるかということで、そういう意味で私共からすると、変な言い方だがマンドートを与えられれば、私たちからすれば勿論その中でやると、ただそれは政策委員会メンバーがどういう状況を実現したいのかということに掛かっていると思う、というのが私の感じである。

速水議長

補足はあるか。

山本金融市場局長

8～9月にしょっちゅう札割れが起こってきたことを前提にある程度長期の、ある程度のタイムスパンでコンスタントに一定の残高を出せということであると、一挙に20なら20を続けるというところまでいくのはちょっと相当苦勞をするだろう、難しいだろうという感じはする。ただ、一方で今の市場の不安心理をある程度抑えていくためには、やはり今よりは2兆円とか3兆円は出す位のイメージではないかというのが実感、手触り感ではある。

中原委員

12月の時にも同じ議論があったが、10兆円から15兆円のどこでも良いからやれというのでは、ディレクティブにならない。現実には適当に考えてという訳にはいかないので、この前の時には私はピンポイントだと思ったが、これは技術的に非常に難しく、今の段階で幾らというのはなかなか難しい、これを達成しろというのは難しいというので、できるだけ高いところを狙うのだという合意があつたのはできたのだと思うが、今度も幅で決めるのであれば、須田委員が言われるように、無理をしないで少しずつ上げていくという形でいくのか、やはり、できるだけオペレーション上技術的に達成可能な高いところを狙って、最終的には20兆円まで持っていくのだという姿勢でやるのかどうかというのは、やはり大きな違いであると思

う。私は後者でやるべきだと思う。

福間委員

私も後者だと思う。ただ、技術的に達成が…。

白川理事

何回か前のこの席でも若干議論になったと思うが、結局段々オペが短期のオペから短期の中でも長いもの、あるいはそういった短期のオペから長期のオペへという形でこう変わってきている。それで多分、短期よりは中期、中期よりは長期の方が資金供給がし易い訳だが、しかし今後当座預金を、例えば将来さらに引き上げていくという時に、どういうオペ手段を使っていくのが日本銀行として良いのかという判断が絡んでいるのだと思う。そういう意味で、それ自体は多分技術的な話ではなくて、今後の政策をどういうふうにするかというその基本的な判断の問題だと、これはちょっと私がこの席で申し上げる話ではなくて、各委員の判断だというふうに思う。

山口副総裁

私は単純な量の引き上げ、量の拡張ということは実態的な効果はないと、全くないと言い切るのは問題かもしれないが、具体的な効用は随分もう低くなってきていると思う。それ自体を目標とするということには慎重に考えたいと思う。ただ、ここでいきなり白川理事が提起された問題に決着を付けるというのは難しいと思うので、私は枠は15~20兆円というふうにしておき、流動性需要はどういうふうに振れるかちょっと読みにくい状況が続くと思うし、金融システムサイドでどういう手が打たれるかということが、敏感に跳ね返ってくる環境になってしまったから、フレキシブルに対応していけば良いと思う。当面は、レンジの中間程度で落ち着かせるということ位が良いのかと思う。これはその両様の解釈が可能なレベルだと思う。

須田委員

私もそちらに賛成したい。

春委員

どなたに伺ったら良いか分からないが、長期国債の買い取りを1兆5千億円に拡大する場合、今のその上限との関係を例えば今日、どういう言い方をするのかということなのだが。

速水議長

1兆5千億円ということだと、少し表現の問題は考えなければいけないことになるのだろうが、私はこれは皆さんの意見の中にも今直ぐやる必要があるかどうかという意見もあったし、急激に増やす必要はないと思う。むしろ、補正予算とか来年度国債、来年度予算とかそういうようなことがまた今後出てくることは間違いない訳であるし、そういうことも今後考えて情勢の変化に対応していくためには、今回は1兆2千億円で良いのではないかと私は思うが。

春委員

1兆2千億円であれば上限との関係は特に触れなくても良い訳か。

中原委員

上限との関係は別に触れる必要は全くない。対外アナウンスメントとしては。

春委員

聞かれれば答えるということか。

中原委員

当然今は未だ余裕がある訳であるから。4千億円でも8%で伸びれば限

度はこないというのが、私が聞いているところだが。

植田委員

まあただ、1兆5千億円までいくと、何も言わなくても、そこはほぼ覚悟を決めたというメッセージを送ることにはなる。

中原委員

印象を与えることはある。それから中間位に決めて15～20兆円として、中間位に決めてというのであれば、ではなお書きというのはどういう意味を持つのか。それだったら中間17兆5千億円をピンポイントで指示すれば良い話であって、私はそこはきちんとディレクティブでやはりやるべきだと思うが。

植田委員

そこはだぶるのはそうだと思う。なお書きと若干…。

中原委員

15～17.5兆円にして17.5兆円を狙うのだったら、私はそれはそれで一つの考え方だと思うが、だったら中間を狙うということを、はっきり、もし対外的に発表するのだとすれば、あるいはしなくても運用上そうすることかもしれないが、それが20兆円という数字をそこに持ち込むことがどういう意味があるのか。

速水議長

これはその中間を狙うというのは、窓口としては直ぐにできることなのか。

山本金融市場局長

現在の足許の資金需要の状況から言えば、仮に17～18兆円位まで持つ

ていくのであれば 1 週間掛からない程度のスパンで持っていく位の感じになるのではないかと思う。

白川理事

現場の方からすると、どういうふうにレンジを決めるか、それ自体も委員の議論であるし、仮にそのレンジで決めるという場合に、マーケットがいつもどの水準かというのをみる訳であるから、私自身は例えば総裁が記者会見で現在のマーケットの状況、流動性需要の先行きについても読みにくいという中で、当面は例えば上を狙うとかそういうことを言って頂いた方が現場としてはやり易いという感じはある。

山口副総裁

私はその程度で良いと思う。

藤原副総裁

前日も 10~15 兆円というレンジを、できるだけその上の方を狙うということを文字で書いて発表していないが、ここでの一種のコンセンサスになってそれをやってきた訳である。今度の場合も、もし仮に 15~20 兆円と文字に出した場合、ここでの合意は中間程度ということにして、当面の合意ということにしておけば、あと 2 週間後に次の政策決定会合もある訳であるし、その次の決定会合もある訳であるから、話し合いのうえでの合意についての見直しというのはディスカッションのうえ可能ではないかと思う。そのニュアンスは時々の総裁会見とか国会答弁の中で、もし質問があれば出していくという方法を取ったらどうであろうか。勿論、中原委員の言われるとおり、理想的に言えばピンポイントでやった方が透明性も何も明確なのだが、実務的な問題とかそれから、その数字の国債買切オペのそれに伴う数字の出方によっては財政との関連や需給の面で問題も生じかねないし、上限撤廃ということも市場に予測を与えるということもあるので、それぞれのことを考えて、ちょっと微温的かもしれないが、文字

面の表現と我々の暗黙の合意というものを、並行してやっていくというのはどうか。

中原委員

ただ、議事要旨にこの前もそれは入っているから、上限をできるだけ高い水準にと。それからその後の審議委員の講演等でもそういう趣旨のことを少なくとも私は言ったし、他の審議委員の方でも言われている方もおられると思う。市場には、できるだけ高いところを狙うのだと、まあ 15 兆円と。現に 15 兆円ということでやってきた。

藤原副総裁

これまでの場合はそうであった。

中原委員

これはもう、市場はそういう了解をしているし、今度 15~20 兆円という目標を出せば、その延長線上では市場としては 20 兆円と、これが最終目標だなという理解はすると思う。

福間委員

であるから、最終目標が 20 兆円なのは勿論良いが、要するにその過程が…。

中原委員

であるから、それは一遍にやってもできないので、ディレクティブはそれはできないから、それは少しずつやればよい。

福間委員

そうである。私はそこのところを申し上げたいだけである。それからもう一つ非常に悩ましいのは、総合デフレ対策が今日本当は出てきてくれた

らよいのだが、まだよく分からない。

速水議長

これはまたちょっと、私共の方が先になったので、問題はデフレ対策の内容もあるし、不良債権処理の加速策というのが企業金融にどういう影響を与えていくかということも、これからウォッチすべきことなのである。それに我々はどう対応していくか。それからもう一つはやはり、企業金融の円滑確保ということが大事なことだと思う。むしろボロワーのサイドのどうやってこれから経済に大きな影響、痛みを与えないで大勢ないしはその顛末をつけていけるのかということ。その辺りのところはこれから中央銀行としてもかなり工夫のいるところで、これは執行部でも少し勉強を、今晚発表される政府の政策を聞いたうえで、そうして頂きたいと思う。まだ意見はあるか。

田谷委員

手形の長期化であるとか、長期国債買い切りを若干増やすというのは、直ぐにオペ負担を大きく軽減する訳ではない。今回仮に 15~20 兆円という目標レンジを与えた場合、直ぐ 20 兆円にできるかどうかちょっとよく分からないし、皆さんどうも合意できそうもないし、取り敢えず 17~18 兆円程度のところを目指して、その間の状況をみて私は判断したいと思う。その時、例えば外に対する言い振りとしては、マーケットの状況、流動性に対する需要の状況をみながら、このレンジの中でどうするか、その動きなどから考えていくということでは宜しいのではないかと思う。もう一つ、その長期国債の買い切りについて、依然として私は 4 千億円の方が良いと思うし、前回当預残高目標を引き上げた時の債券相場とはちょっと違うと思う。そんなに今回はインパクトはないと私は思うのだが、これこそ直ぐにそうかどうかははっきりするのだが、そういうことも考え、先程言った二つの理由からなるべくなら 4 千億円程度増やした方が、緩和スタンスがでるかなというふうに思う。

中原委員

私は4千億円でマーケットのインパクトは、逆に利喰いが出るのではないかと思う。4千億円というのは、ある程度もうかなり織り込んでいると思う。2千億円というスペキュレーションもあるが、増額については、ほぼ織り込み済みだと思う。であるから、このままさらに過熱化するかどうかというと、私はどちらかということ、しないのではないかという感じがしている。それから、当座目標の方は田谷委員の意見も分かるがディレクティブとしてはやはり、幾らを目標に当面やるのかということで、では18兆円あるいは17兆円でやるというディレクティブを現実に加えながら、対外発表は15~20兆円と、それでマーケットの印象はその中でできるだけ高いところを狙うのだということ、結果としてはどんなに高いところを狙って当面走り出しても、1週間やそこらでは17~18兆円しか積み上がらないということがあるかもしれないが、それはその対外説明と我々の中の了解とが違うというのは、やはり透明性の点から問題があるのではないかというふうに思うのだが。

須田委員

それは、総裁が記者会見で言われればそれで済むし、もし…。

中原委員

それであつたら、20兆円と決める必要は私はないと思う。

須田委員

要するにこれから先非常に不確実で、資金需要がどういうふうに動くかというのが読めないということを考えると、私も本当は上限なしでも良いと思うこともあった。しかし、やはりその何か少しずつ増やしていくというイメージなら、やはり上を何かしておかなくてはいけないのかなと思う。そこで、一応上限というのを設ける方向に考えた。もし、やはりピンポイントが良いという意見であれば、先程提案すると言われたのだから、是非

その案を出されたら如何か。

中原委員

いや、であるから、今の場合は難しいだろうから、私は 15~20 兆円のできるだけ高いところを狙うという了解にすべきだと、こういうことで提案しろと言われるなら、提案させて頂く。

山口副総裁

いや、ピンポイントは無理ではないかということで、ずっとこの決定会で議論し続けてきたと理解しているから、今回も無理だと思う。従って、レンジで決めた方が良くと思うが、レンジで決めるのであれば、切りの良い 15~20 兆円というのが適当だと思う。15~17 兆円というレンジもあり得るが、それは 20 兆円で良いのではないか。そしてその真ん中辺で当面調節を試みてみるということの意味は、須田委員が言われたのと私も同じ意見だが、やはり例えば銀行株価がもっと売り込まれたらどういうことが起きるかとか、色々なことを想定してみると、20 兆円位に実際に流動性需要が増えていくことというのは、あながち想定できない訳ではなくて、その場合はそれは流動性を供給して市場を安定化させる努力をした方が良くというふうに思う。そういうマーケット環境の変化が何もないところで、20 兆円目掛けて 20 兆円に最終的には持って行くのだということが、純粹に量の拡張をさらに狙うべきかどうかということについては、もう少し議論が必要だと私は思うから、そういう意味で先程からのような考えを申し上げた。

植田委員

二つあるのだと思う。テクニカルに可能かどうかは別にして、目標としたい水準がどの辺なのかということと、それが大体あった場合にその前後にレンジを本当に設けるのかどうか。前者については 17.5 兆円でも 20 兆円でもテクニカルに可能であれば、私は大差ないと思う。そのうえで後者に

については、フィージビリティに対する不安がある時の一つの対応策として、なお書きは、そもそもあるということである。そのうえでレンジを設けることにどういう意味があるかということだと思うが、一つの解釈は、厳密に言う能力はないが、一時的なリザーブの需要に対する変動に対する対応ということでなお書きやレンジがあると思うが、そういうものの中にも複数の種類があって、なお書きで対応した方がいいものと、もうちょっと緩やかで、簡単にできるレンジの中の微調整というのと、両方あり得るかどうかというのが一つだと思う。ただ、それとは別に、レンジがあってもしかしその上限を常に目指すのだということと余りレンジが必要ないように思うが、目指せてしまうのであれば、というような辺りが論点かと思う。

山口副総裁

レンジの中間位でもし調節を行なうと、仮にの話だが、今回はなお書きをとるということもあり得る。ただ、また復活する可能性がある。

福間委員

然り。

植田委員

年末に、それは…。

福間委員

それが悩ましい。

植田委員

それは突破してしまうのではないか。

福間委員

だから、なお書きはやはり…。

山口副総裁

私はレンジを新しく 15~20 兆円にするのだったら、なお書きを発動する可能性は当面は低いという理解のもとにやはり一応残しておく。

中原委員

私はその量的緩和というレジームのもとでものを考えた場合に、なお書きを乱用し、幅でもってアコモデートしていくという考え方だと、量的緩和のレジームとは、ゼロ金利に戻るならいいが、違ってくると思う。

植田委員

それは理屈のうえではそのとおりだと思う。

中原委員

だから私は理屈だけである。現実にはそれがどういう効果の違いが出るかということについては、私はとても論証する能力もないし恐らく学者の方でも難しいと思うが、ただ、レジームの点から言うと、では必要ならどんどん出すと、そうであれば今の量的緩和というスキームと違うのではないかと。今は量的緩和は明らかにゼロ金利+量的緩和である。

植田委員

だからリジッドに完全な量的緩和でやろうとしたとすると、恐らく一時的なりザープの需要が頻繁にあったり、あるいは大幅にあったりする結果として、出現する金利の変動がちょっと許容範囲を超えるようなものになるという現実的な判断の中で…。

中原委員

それを抑えるためにゼロ金利をやっている訳で…。

植田委員

やってきた訳である。だから、ややはっきりしないスタンスになってしまっているのは言われるとおりでと思う。

田谷委員

ただ、量的緩和レジームを導入した昨年3月の時点で、金利から量へのレジーム変更があるといったとき、私が反対したのはそれで、結局なお書きを書いているということ自身、金利をみている、単純に言えばそういうことなので、だからそのレジームは主たる目標を量に置いている訳で、完全に量のレジームに、完全移行したとは当初から思っていなかったし、そういう理解で私は…。

植田委員

正直に言えば両者の安定性、それぞれにある程度のウエイトを置いたレジームということか。

福間委員

そうだろうね。

植田委員

量だけでいったら、金利が上がったり下がったりする目標になっていたと思う。それは外に対するメッセージとして、却って不透明化してしまったりリスクもあるのではないかなと思う。これは本質的な点だと思うが、取り敢えずどうするかということについては、皆で合意さえしていれば余り本質的な話ではないようにも思うが、如何か。

速水議長

それでは一応15～20兆円ということで如何か。

植田委員

それはそれでいいと思うが、どの辺を目指すのか。

速水議長

それは反対がないようなので、どこを目指すかというのはまたあとで議論するというのでどうか。今日決める訳ではないし。

山口副総裁

今ある程度ガイドラインを出してあげないと、調節できないから。

速水議長

それでは私は 15～20 兆円で当面中間位のところへ当面の目標を置いて今後の動向をみて、必要なら増やしていくということでもいいのではないかなと思う。

福間委員

私は技術的に達成できるのだったらやっぱり 20 兆円だと思う。

速水議長

財政の動き、経済社会の動き、ちょっと先が見にくいところだから。それでスタートしていいのではないかなと思う。

中原委員

財政の話の方は長国の買い切りをどうパッケージさせるかという議論だと思うが、そちらとは私は直接関係ないだろうと思う。だから、対外的に 17 兆 5 千億円ということ、我々の決定会合の議事の中の合意として出すのかどうか。これは完全に出さないのだということになると、これも色々な意味で問題がある。出すとなれば、では、模様をみてまた 20 兆円まで上げるという決定の仕方というのは、これは説明責任のうえからいつ

でも通るか。では、それは改めてまた決定会合を開いて、真ん中辺りで目標を決めてやってきたが、11月の決定会合でこれではやっぱり足りないから、20兆円を目指そうとか、できるだけ高いところを目指そうとか、ということにするのだとすれば、今20兆円出すということ自身が非常に説明責任の点からいっても問題だと思う。できるだけ高いところを狙うというのは、それ自身非常に曖昧かもしれないが、これはこれで技術的な限界を探りながら現場にある程度の権限を委譲したという趣旨では、それなりに意味があるだろうと私は思っている。

山口副総裁

私はそういう理解はしていなかったが、15兆円というのは、実質ゼロ金利を実現するのに多分必要な流動性のレベルであろうと思って、そのレンジの中の最高限を目指してサポートしてきた。技術的にぎりぎりまで目指すということだったのかどうか、今まで10~15兆円というレンジを決め、その中で…。

速水議長

ここでは決めていない。その10~15兆円ということで、15兆円ぎりぎり…。

植田委員

ただ、段々上限ということになった。

山口副総裁

それは皆の理解、共通理解だったと思う。

白川理事

皆さんが上限を狙うと、これは皆さん共通にシェアしたと思う。

山口副総裁

ただ、レンジを作ってもその中でどの辺を目指すという共通の理解さえあれば、当面困らないのではないかと思う。

田谷委員

ただ、私の理解はちょっと山口副総裁と微妙に違うところがあって、確かに実質ゼロ金利を目指すに十分な当預残高目標を持つということは一つあるが、もう一つやはりこういうことをすることの経験を経て、何らかの効果があるかどうかは確認していこうということだったと思う。それがまったくないかということ、私は若干なりとも、前回申し上げたような点であり得ると、そういうことで今一所懸命その他の金融機関の行動だとか、色々なところをみようとしていて、だから確定的なことはまだ言えないが、そのプラス α がないとも断定できていない段階なので、例えば、今の当預目標の運営に関しては、当面真ん中辺りを、17~18兆円を目指すにしても、その間可能でしかもそれなりのメリットがあり得るとすれば、やっぱり高いところをその後目指していきたいというのが今の気持ちである。

山口副総裁

あればですね。

田谷委員

だから前回も申し上げたように、クレジット・スプレッドのところ働き掛けていた可能性はあると。

植田委員

それはまた新しい論点だと思う。だからごちゃごちゃになってしまう。レンジがある時に真ん中を目指すのか、上限を目指すのかということだけに絞れば、はっきりしていればどちらでもいいと思う。真ん中を目指して17.5兆円を目指しておいて、20兆円がいけそうだから20兆円が良いって

なったら、レンジを17.5兆円から22.5兆円に変えてもいい訳ですよ。

福間委員

私はまさにそういう考え方である。

植田委員

だから決めの問題のようにも思う。

田谷委員

それはそれで結構である、私は。

植田委員

そのうえで田谷委員の言われた論点については、そういう効果もあるかもしれないが、これまでこういうことを何回かやってきて、はっきりとはみえないというのも事実だと思う。そしてもう一回やる訳だから、やるからには、勿論ある程度期待している訳だが、分からないかなという正直な気持ちもあって、だからやった後の効果は当然きちっとみて、その後どうするのかというのを一応考えるということだと思う。つまり、17.5兆円にするか20兆円にするかということだと思うが。あるいは20兆円に行きたいけど、不安だからワンステップ17.5兆円をおくかという…。

福間委員

だから、ステップストーンとしてそこを置くかどうか、私はそれはあくまでも技術的な問題であると思っている。それは色々意見があるだろうが。

中原委員

直ぐ明日20兆円にしろというのは、それは当然無理な話で、それは時間を掛けて上げていく訳だ。

植田委員

でも 20 兆円にしておいて、2 週間掛かるというのでも別にそんなにマーケットは騒がないと思う。

中原委員

それはオペレーションの中身はマーケットは非常に良く判断している。どういう方向でオペレーションしているかということについては分かると思う。

福間委員

それだったら 20 兆円の方がインパクトがある。

植田委員

私の不安は 20 兆円は無理かなと、取り敢えず…。

山本金融市場局長

技術的には短期的に 20 に持ち上げることはできると思う。これだけの応札倍率だから。むしろある程度の期間、サステイナブルに 20 を維持できるかどうかについてみると、環境によって違うということと、これまでの経験でいくと、サステイナブルに 20 まで持っていくのは結構苦勞する可能性があるという感じである。

中原委員

だから政策としてはそれは苦勞してもできるだけもっていくということではないのか。

白川理事

そういう意味では繰り返しになるが、取り敢えずは技術的な論点だが、今山本局長が申し上げたように、短期的には確かにできるのであろうが、

ただそれがどの程度続くかということで、その時に難しくなった場合に、その時にとにかく色々な手段を使ってやっていくということをどう考えるかという、それについては私は勿論両論あるので、その両論自体はまさに政策論だから、技術的あるいは実務的に執行部でいわば適宜判断しろということではなくて、それは別に今日決着をつける必要はないが、それはやはり決定の責任を持たれている政策委員会メンバーが議論して、つまり技術論という話ではないのだろうと思う。

植田委員

17.5兆円というのも、18兆円前後を目指すとか、そういうのでは駄目か。

山口副総裁

それでもいいのではないか。

中原委員

では幅を15兆円から18兆円としてしまう訳か。

植田委員

いや、もう幅を取ってしまったでもいいのではないか。18兆円前後。駄目か。

中原委員

だから対外発表は18兆円前後という発表をするのか。

植田委員

その方がクリアである。

中原委員

その方がクリアである。

植田委員

18兆円前後というのは、17～19兆円位のイメージだと思うが。

速水議長

15兆円、20兆円をなしにしてか。

中原委員

そういうことである。

藤原副総裁

レンジではなくてピンポイントという意味ですね。

山口副総裁

ピンポイントでできるか。

中原委員

だから15兆円から20兆円というのをやめる。

山本金融市場局長

勿論前後の読み方で±5千億円とか位であればある程度長い期間は維持できる可能性があると思う。ただ、前も起こったがそれでもなお札割れの問題とか、一方で逆向きになお書きを発動するということはしょっちゅう起こるのだろうと思う。

中原委員

だから私はそれは良いと思う。札割れが出ればそれは札割れが出たんだ

から。ただ、この前の議論が10~15兆円にして何とか上げていって、14兆円まで一旦もっていったが、その後札割れが続出して14兆円も維持できないと。そういう時に、では、目標を15兆円というのを下げて、13兆円にする、あるいは12兆円にするというのは、金融が改めて引き締めに入ったという印象をマーケットに与えかねないから、10~15兆円にしようという議論だったと思う。それで私は、それならピンポイントよりはではそうするかということで賛成したが。

植田委員

だから今は17.5兆円でも多少の心配が残るということである。だからレンジが必要だという場合…。

白川理事

これまでも多分その都度多少心配が残っていて…。

植田委員

結局やってみないと分からない面がかなりあるから…。

白川理事

この1年半を振り返ってみると、色々な金融システム不安が起きたということである。その結果、あるいは短期金融市場の機能が若干低下する。そういう中で需要は確実にアップダウンを繰り返しながらも、段々底上げてきているから、多分今日ここで、先程読んだ展望レポートで、あそこで想定している標準シナリオ、それからリスク・ファクターが多分全て悪い方向に行く可能性がどうもあるのではないかということ、そして私もそういう感じも持つが、そうであれば、多分それが金融市場の流動性になってくるから、そうすると振り返ってみると、それは達成できるというふうになるかもしれないし、先程来の展望レポートの議論というのは、どちらかということとそういうことを皆さん言われたのかなという感じがする。そこ

は繰り返しになるが、技術論ではなくてどういうふうを考えるかということだろうと思う。

植田委員

そうしたらもう、15～20兆円のレンジで真ん中を目指すという了解にしておいて、もっと上へ行けそうであって適切だと思った場合は、また合意して変えるということで良いのではないか。

田谷委員

私もそれで良いと思う。

速水議長

それではその15兆円から20兆円にして、当面この真ん中を狙っていくということで良いか。

中原委員

真ん中で合意をとると、また決定会合でやるのか。

速水議長

ディレクティブには入れないで。

植田委員

ある種目標の変更ですよ。

山口副総裁

それで良い。

須田委員

それで良い。

中原委員

そうするとその目標は対外的には発表すべきだと思う。

植田委員

レンジを変えても良いのではないか。

中原委員

真ん中を狙うということを今日ディレクティブの中で謳って、発表するということか。

速水議長

そういえばこの前もそうであったか。

山口副総裁

説明した方が良い。

中原委員

対外的には18兆円を狙うという説明をするということか。

植田委員

真ん中辺を狙う。

中原委員

真ん中辺を狙う。

山口副総裁

どうだろうか。

速水議長

アメリカのテロ事件の時は、2兆円を出した訳である。

中原委員

それはだけどなお書きだから、当然なお書きでやればいい話ではないのか。なお書きも残ったうえに20兆円という数字をその上に乗せておく意味がどこにあるかということである。

速水議長

なお書きも残す。

中原委員

そういうことだろう。

植田委員

そういうことである。

中原委員

なお書きも残すのか。

白川理事

これは皆さんがどういうふうに議案を提出するかということである。

山口副総裁

私はどちらでも良いと思う。なお書きが嫌いというのならとっても良いと思う。

田谷委員

私は入れておいた方が良いと思う。

中原委員

なお書きをとると不安定になる。

福間委員

不安定になってしまう。

中原委員

やっぱり大変な心理的なインパクトを与えると思う。

山口副総裁

では残しておけばいい。

速水議長

残しておいた方がいい。暮れとか何が起こるか分からないから。それではそういうことで。それからあと、長国買いは1兆2千億円…。

中原委員

すみません。そこは私は反対ということにさせて下さい。私は15兆円から20兆円の高いところを狙うべきだと、17.5兆円で当面運用したうえで、模様をみてあげるといのは、透明性の点からいっても説明責任からいっても問題があると私は思うので、そこは私は反対する。

速水議長

あと長国買、1兆2千億円という説と1兆4千億円という説、分かれているが、それで採決するか。

山口副総裁

採決の対象になるのか。

須田委員

ならない。執行部扱いである。

藤原副総裁

然り。長国は採決の対象にはならない。

田谷委員

ただ、採決の対象に…。

中原委員

私は採決した方がいいと思う。

藤原副総裁

これからは採決の対象にするということか。

田谷委員

今回。

藤原副総裁

然り。

櫛田企画室企画第1課長

技術的に申し上げると、長国を採決の対象にするやり方は二つあると思う。これまでのやり方は、執行部がこれは資金供給の供給力の兼ね合いでこの場でこれ位にすると、レンジを引き上げた時にそういう一応の合意を経て対外公表文に書くので、それで採決するという方法がある。もう一つは、長国だけを取り上げて、その場合には、昨年3月の枠組みとの関係をどういうふうにか考えるのかという整理は必要であるが、その長国だけを単独に採決するという二つの方法がある。これは長国だけを取り上げるの

か、以下今回の緩和策を含めて対外公表文の中で長国を書いて、その公表文について採決をするという、技術的には二つあると思う。

植田委員

これは今までとおりで良さそうである。

須田委員

そう思う。

速水議長

それではそういうことで、私の見解をここで言わせて頂いて宜しいか。前回会合以降、新しく公表された指標をみている限りでは、前回決定した足許の金融経済情勢に関する基本的判断を変更するような材料はなかったと思う。そこで以下では、この後、展望レポートを決定することも踏まえて、先行きの金融経済情勢について私の見解を述べさせて頂く。まず、本年度下期と来年度の経済の標準的なシナリオについては、展望レポートの案で示された姿が良いと思う。ただ、こうした標準的な経済のシナリオが想定どおり実現しないリスクも意識しておく必要があると思う。まず標準シナリオが外需を基点とした回復メカニズムを想定しているだけに、米国経済を中心に海外経済が全体として緩やかな回復を持続するかどうかという点は極めて重要だと思う。この点、米国経済が緩やかに回復を続けながらも株価が不安定な動きを続けていることは気掛かりである。また、外需の回復につれて、国内民間需要が徐々に立ち上がる姿を想定しているが、このタイミングや強さについても、過剰債務や過剰雇用の問題を考えると、幅を持ってみる必要があると思う。また、国内民間需要が力強さに欠ける展開を辿るもとで、今後の財政改革や財政収支の動向も需要の下支えという面で大きな影響を与えると思う。特に成長が下振れした際に、財政政策が市場安定化の機能を発揮する形で運営されるかどうかは非常に重要な論点かと思う。これらの点と並んで、重要なリスク要因は、不良債

権処理の加速がもたらす影響である。日本経済を持続的かつ安定的な成長軌道に戻すためには、不良債権問題の解決は不可欠であることは言うまでもないし、そのための道筋は先般本行が公表した「不良債権問題の基本的な考え方」に示したとおりである。今後不良債権の加速が経済へ与える影響は不良債権処理の進め方やそのスピードによって大きく変わり得ると思う。不良債権処理は、短期的には経済にマイナスインパクトを与えることは覚悟のうえで取り組む必要があるものだが、いずれにしても企業金融やマクロ経済に与える影響については、注意深くモニターする必要があると思う。現在、政府で検討中の不良債権処理の加速策については、様々な議論が行なわれていて、こうした中で株式市場、債券市場や外国為替市場で神経質な動きがみられている。また短期金融市場においても、株価の下落をきっかけにして、金融機関の資金繰りの姿勢が慎重化したことから短期レートやレポレートが強含んできている。オペの応札金利が幾分上昇してきている。幸い、インターバンク市場では本行による潤沢な資金供給のもとで、総じて落ち着いた地合いが維持されてきているが、不良債権処理の進め方を含めて今後の展開次第では、金融機関の流動性需要が高まって、金融市場の円滑な機能や安定性に影響が出てくる可能性がある点には、十分注意が必要だと思う。

金融市場調節方針だが、私は今述べたような足許の金融市場の神経質な動きを踏まえると、当座預金残高の目標値をこれまでの10~15兆円程度から15~20兆円程度に増額することが適当であると思う。またそれに合わせて、円滑な資金供給を行なう観点から、長期国債の買い入れ額を月1兆円ペースから月1兆2千億円程度に増額することが適当であると思う。足許の経済情勢判断に大きな変化はない訳だが、今後金融機関の不良債権処理を加速させることが重要であることを踏まえると、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すことが必要だと思う。こうした観点に立って、ただ今述べたような措置を講ずることが適当だと思う次第である。短期金利がほぼ0%のもとで、どこまで当座預金残高を増額できるかという問題は引き続き存在しているし、また金融機関の流動性需要がど

の程度増加するかということは不確実だと思う。そのためにも目標は、15～20兆円程度と幅をもたせたうえで、当面はその中程の水準を目途としてつつ運営していくのが適当ではないかと思う。最後に、今後の不良債権処理加速の影響については、まだ内容がはっきりせず、見極め難いものがあるが、処理を加速していった場合の企業金融や実体経済への影響は重要なポイントとなってくるだろう。そのため、一つは不良債権処理の加速策が企業金融に与える影響について、どのようにみておけばいいのか、整理していくと共に、もう一つは企業金融の円滑確保のために、中央銀行として一段の工夫を講じる余地がないかどうか、あるいは関係先に有効な働き掛けができないかについて、執行部においてこの二つの点を検討して頂いて、次回会合で報告してもらうことが必要であると思う。

私からは以上だが、これまでの討議を踏まえてさらに何か意見があったらお願いしたいが、時間が1時になってしまって、できることなら市場が閉じる前に発表ができたらと思っているので、お昼が遅くなって申し訳ないが、もう少し続けさせて頂きたいが、宜しいか。ここで財務省の谷口副大臣と内閣府の小林審議官から意見があればお願いする。

谷口財務副大臣

政府は、デフレ克服と民需主導の持続的な経済成長の実現を図っていくため、不良債権処理の加速を含む金融システム安定化策、規制改革、都市再生など構造改革の加速策のほか、雇用・中小企業のセーフティネット拡充策を含む「総合的な対応策」を取り纏めることとしており、併せて、日本銀行においても、従来の枠組みにとらわれない、思い切った金融政策の検討・実施を要請する旨盛り込まれる予定である。

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、物価は依然下落しており、デフレの克服には結びついていない。

デフレの克服は、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、日銀においては不良債権処理の加速に伴う一層のデフレ心理深刻化を覆すような強い政策態度を示すためにも、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とらわれない、実効性のある思い切った金融緩和措置を是非実施して頂きたいと考えている。

私の個人的な考え方を述べさせて頂くと、先程の議論の中でも長国のことが出ていたが、現在の長期国債買切オペのボリュームは月1兆円ペースで、このような状況の中で必ずしもポートフォリオ・リバランスに効果があるといったような意見が少ない訳であり、ポートフォリオ・リバランスを起こすことが非常に難しいと。これを思い切って、例えばこれは私自身の意見であるが、月に2兆円ペースまで増額してはどうか。思い切った長期国債の買い切り増額を行えば、現在の日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高の範囲内という制約を近い将来突き破る可能性がある訳であるが、この制約を例えば平成15年度末、これは平成16年3月末であるが、それまでの間停止する。これは政府の方で、小泉総理が16年3月までに不良債権処理を終えたいということと平仄を合わすという観点で私自身が考えている訳だが、停止をし、その時点で改めて長期国債買い切りのあり方について検討してはどうか。その天井を取り払うといったような状況の中で、効果が出てくるといった場合には、その期間の途中であっても見直しを行なう、というような観点での思い切った政策変更を期待しているところである。

速水議長

ありがとうございました。個人意見を含めてお聞かせ頂いた。それでは、小林審議官お願いします。

小林内閣府審議官

政府は、本日、「総合的な対応策」を取り纏める予定である。この対応策は、不良債権処理を加速することにより、金融仲介機能の速やかな回復を図るとともに、金融および産業の早期再生を図り、金融システムの安定化策の取り組みを強化するものである。政府は不良債権処理の加速を含む「金融システム改革」、「税制改革」、「規制改革」及び「歳出改革」の四本柱の構造改革を

加速するための政策強化を行ない、デフレを克服しながら、民需主導の自律的な経済成長の実現を目指すこととしている。

デフレの克服に向けて、政府・日本銀行は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り、政府の取り組みと併せて、日本銀行においても、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のある金融政策を検討、実施して頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。それでは議案の取り纏めに入る前に何か意見があればどうぞ。

中原委員

少し事務局の方にも伺いたいのだが、議長提案の中で15兆円から20兆円の真ん中ということを言われていて、それから1兆2千億円という提案なので、まず前者についての反対意見というのはどう扱われるのか、提案をした方がいいという、ただ対外的なディレクティブとしては当然15～20兆円しか出ないので、そこはどういう扱いになるのか。それから、国債買い切りの金額の点については、私は4千億円と主張しているが、田谷委員も言われたが、これは対外公表文のポーティングのときに、反対という意見を表示することによって示していくことなのか。

田谷委員

どちらでもいいが。

植田委員

1.2を採決して、否決される可能性もある訳か。

中原委員

1.2は採決しないのでしょうか。対外公表文だと採決されるのか。

植田委員

勿論、そうである。また、ここで新たな提案という手もあるのではないか。

中原委員

この段階でということか。

植田委員

最初から出される手もある。

中原委員

それから真ん中を狙うという点は、これは対外的な公表文の中には入らないのか。

植田委員

難しいか。執行上は。

山口副総裁

公表文の中に書いてもいい。

白川理事

それ自体もここで決める話ではあるが、二つやり方がある。レンジとしてのターゲットを発表して、本日これは政策変更となるから総裁記者会見する。そこで真ん中を狙うというふうにはっきり総裁の方から最初から言って頂くという方法と、それから発表文自体にターゲットはこういう決定をしたと、当面こうであると書く。要するに紙に書くか、あるいは総裁

に記者会見で言ってもらおうというか、その違いである。

植田委員

中原委員は一つ誤解しているのかと思うが、17.5兆円にしたあと20兆円にどこかで変更するかもしれないのだが、何となく変更するのではなく、それは今日と同じ位の重みをもってここで決定して…。

中原委員

それは分かった。分かったのだが、なお書きを置いておいて、かつ20兆円という数字をその間に置くというのはどういう意味があるのか、ということだ。

植田委員

だぶるかもしれないというのは、さっきからちょっと…。

中原委員

ますます政策をわかりにくくするという批判がでる。だからこれで決めてもらうのは結構だが、私の態度をどうやって表明したらいいのか。改めて提案しろというのだと15兆円から20兆円、これは私は賛成だ、そこは賛成だが。これはディレクティブとしては賛成と、ただし議事の中でそういう反対意見があったということを明確に書いて頂ければ私としてはそれで結構だ。

白川理事

議事要旨はいずれにせよ、若干時間が掛かる。勿論これは書かれる訳だが、そのうえでどういう方法かということかと思う。議事要旨には当然書かれる。

山口企画室審議役

対応としては、対外公表文に15兆円から20兆円程度に引き上げる。当面は、その中間位を目標とするというようなものを入れるかどうかというところにかかってくるので、先程理事が申したように、基本的には総裁が記者会見でそのところは明らかにするという対応をとるのだとすれば、今、議論があったように議事要旨の中で中原委員の考え方を明らかにしていくというやり方で十分対応できようかと思う。

山口副総裁

私はその後者の方で十分だと思う。質問されない限り説明しないというのではなく、最初から総裁に説明して頂くことを前提に紙には書かず口頭できちんと説明する。それを変える場合には当然また決定会合できちんと議論するということが良いと思うし、こういうやり方が確かに枠組みとしてどうかという問題が中原委員の言われるようにあるかもしれないが、不透明だとか判りにくいという批判を招く可能性はほとんどないと思うが。

福間委員

だけど、そうすると、20兆円にする時はまたここでやらなくてはならない訳か。

白川理事

次回11月半ばの決定会合で、半ばというのはこれで本当に良いかどうか、20兆円上限を目指した方が良いかどうかということ議論して頂き、またガイダンスを頂き、もしそのガイダンスとして上の方が良いということであれば、それでまた今日と同じ総裁の方が明示的に記者会見で言うということだと思う。

速水議長

当面、半ばを目標に、ということ記者会見で…。

中原委員

それは分からないだろう。何を考えているのか、ということになる。
20兆円という数字にどういう意味を持たせているのか、という疑問が出る。そういう意見であれば私は勿論そういうことで結構だ。

速水議長

なお書きも反対か。

中原委員

なお書きを置くことは必要だと思うし、なお書きを置きながら20兆円という数字を間に置くことがどういう意味を持つのかと。

福間委員

恐いから半分に置いたというのではなく、技術的だから半分に置いたということだ。

速水議長

そういう含みを持っている。

福間委員

技術論を主として、真ん中程度を狙わなければ仕方がないのだろうと思ってそう言っているだけで、あくまでも20兆円である。

山口企画室審議役

ただ、ここのところは正直言って、これは山本局長が専門であるが、実際に17~18兆円にずっと持っていけるのか、それ自体を含めて技術的な問題が全くないかということはあるし、更に20兆円までということになると、そこは不安感があるというのが実情なので、そういう技術的な問題を前提にあくまでも当座のところ、中間辺りを目標にすると申し上げてい

る積もりであり、何か思想信条のようなものがここに絡んで 17~18 兆円にしたいと、こういうことを言っている訳ではない。

福間委員

議論していると段々そっちへ行く。

山口企画室審議役

であるから、総裁の方から発表の際に質問を受けてということではなく、総裁の方から発表の際に当面中間辺りを目標にするということによって頂くと、そういう形にさせて頂く。

速水議長

当面は。当面はその中程の水準を目途に運営していくのが適当であると思う。

梶田企画室企画第1課長

理解としては、なお書きを置く以上、金利が強含めばなお書きも発動するということであるから、当面の目途というのはあくまでも需要がないかもしれない、あるいは調節上困難かもしれないということの目途であって、仮にそれを越えて金利が強含んで需要が膨らむ時には、その了解事項のもとでも 20 兆円までいくのだという、そういうレンジだという理解で、全然難しくないと思うのだが、その辺はどうなのだろうか。それが分からない中で取り敢えずいきなり 20 兆円まで走っていくのではなく、取り敢えず調節上の目途としてそこをみているだけであって、その時にもっと需要があれば 20 兆円までいくのだという、そういう共通の理解でさらに短期的に需要が増えればなお書きを使うのだと、そう理解すればそのように…。

福間委員

私もそう思う。現存のマーケットだ。マーケット需要だ。要するに当預

の需要に応じてやる訳だから、目標を 20 兆円に。

速水議長

それでは、ここで議案の取り纏めに入る。

藤原副総裁

いや、もう一つ、買切オペの額を公表文の中に入れて、公表文全体を投票するのか、それとも公表文に入れる前に額を、コンセンサスというか意志を決めるのかという問題がある。

速水議長

1兆2千億円ではどうしても足りないと思うのか、思う方々についてはこの反対意見ということになるのか。

田谷委員

こうして頂けないか。長国の買い切りは幾らにするというのを決めて頂き、その後全体のステートメントについて採決して頂ければと思う。例えば私は最初は反対かもしれないし、その後賛成ということになるかもしれない。私だけの意見かもしれないが。

山口副総裁

田谷委員はどうしても4千億円でないといけないのか。

田谷委員

というのは、当預目標をそういうことにして真ん中辺りで今までどおりステップワイズで2千億円ずつということでは、何か少し足りないという気がするので、できれば4千億円と思っている。前回はそういうことを言ったかもしれないが。

植田委員

大差がなくはない。

田谷委員

大差はない。

植田委員

大差があるとしたら、銀行券残高に近づいてくるところのイメージから大差があるような気がする。

田谷委員

ただ、これでも現金の伸びが10%程度であれば4年位天井にぶつからないという試算もある。

中原委員

10%で4年か。

山口副総裁

別に2千億円にしてくれ、と言っている訳ではなく、私自身は皆さんが挙げられた買い増しの理由付けというのはいずれも割合簡単に反駁可能だと思っているが、ただ、この件で大きく割れる程の案件でもないなと思うものだから、福間委員も2千億円から3千億円と言われているし、3千億円で皆さんが折り合えるのならそれもいい。絶対4千億円とか5千億円でないといけないというのであれば、反対意見を出して頂いた方が良く思う。

田谷委員

4千億円でなければいけないという訳ではない。

中原委員

意見が分かれても良いのではないか。もう決めたらいいのではないか。
4千億円と2千億円でポーティングすればいい。

田谷委員

今3千億円にしたらというのであれば、それでも良い。

中原委員

何もそこで無理に合わせることはない。

田谷委員

いや、そこでわざわざ私は絶対反対だ、という表明をしなければいけないという必然性は余りない。

中原委員

私は20兆円に近い、できるだけ上限を狙う、高いところを狙うという目標との関係で今回4千億円が妥当だと申し上げた訳で、2千億円から4千億円という決定をここでポーティングするならば、私は4千億円にポーティングしようと思っている。

山口副総裁

であれば、それで宜しいのではないか。

藤原副総裁

多数決で決めたらどうか。

速水議長

先に採決するか。

山口企画室審議役

事務方のイメージとしては、公表文の中に今日お決め頂く事項として、当預の目標引き上げと並んで、その長期国債の買いオペ額の増額というのを入れるということが考えられる対応であって、その公表文について、先程櫛田課長の方から話があったが、イエスかノーか決めて頂くという形で、もし宜しければと思うが…。

速水議長

発表文でこれを入れて。

山口企画室審議役

もし、こちらでの議論が1兆3千億円に増額するという事で、一応対応するという事であればそういう数字を入れてという話になるがその辺は判断による。

速水議長

1兆3千億円にするか。

藤原副総裁

そうではなくて、今出ている意見の中の、この投票して多数の人の数字を公表文に入れるということを決める。

速水議長

それではそういうことで、公表文の中が1兆2千億円でいいという方は挙手を願う。1兆4千億円はお二方。それではこれは多数決で決定させて頂く。1兆2千億円ということで、それで議案を纏めて下さい。

[事務局より議案配付]

私の議案が出たが、あと、他の議案を出す人がいればお願いします。いないようなので、それでは執行部はこれを読んで下さい。

櫛田企画室企画第1課長

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。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。日本銀行当座預金残高が15～20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

速水議長

それではこれで採決に移って宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決に移るので、政府代表の方は席を外して下さい。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

ありがとうございました。では政府からの出席者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について、当座預金残高目標を、現在の 10～15 兆円程度から 15 兆円ないし 20 兆円程度に引き上げることが、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。

続いて対外公表文の作成についてお諮りしたいと思う。まず原案作成のために、多少時間を頂きたいと思うが、何分要るか。

白川理事

5 分で結構だが、ただ展望レポートの数字を変える方がいいれば…。

速水議長

然り。展望レポートの取り纏めに入るが、もし数字を変える希望のある方はこの間に白川理事に申し出て下さい。それでは 1 時 40 分にお集まり

頂きたいと思う。

(午後1時35分中断、午後1時46分再開)

速水議長

先にリスク評価をやるか。

白川理事

申し訳ないが、展望レポートの方を先にはじめさせて頂いて宜しいか。

速水議長

分かった。

白川理事

計数の方は修正はない。

速水議長

「経済物価の将来展望とリスク評価」の取り纏めについて。展望レポートの取り纏めに入るが、執行部は今朝程配付した展望レポートに記載されている政策委員の見通しに変更があるようだったら報告して下さい。これは皆変更はないのか。

白川理事

これは変更はなかった。

速水議長

それでは、展望レポートの公表文の検討に入りたいと思う。先程の議論を踏まえて公表文を検討する。まず読んで頂くのか。

白川理事

いえ、展望レポートはもう既に配付していて、皆さん読んでいるし、それからこれについての若干のコメントがあって、ここでは文章をどういうふうに修正するかということである。私は先程聞いていて、具体的な修正、修文ということではないものも含めて幾つかあって、一つは、標準シナリオというものをそもそも想定できるのだろうか、今回は従来以上に標準シナリオを想定し難いという意見が複数あった。ただ、これは具体的に文章としてはどうこうという話はその中ではなかった。それから須田委員の方から、アメリカ経済について下振れだが上振れリスクも一応両方あり得るのではないかという話、それから景気について、総括判断について「極く緩やか」というその「極く」ということについての話、それから全てのリスクが同時に顕現化する、そういうリスクが高いのではないかという話、それから財政についてもう少し踏み込んでいってはどうか、といった意見があったと認識している。あとは文章について、もし意見があったら言って頂きたい。

田谷委員

だからと言って、こう具体的に、ここを修正するという訳ではない。その是非を今議論しようということか。

白川理事

然り。先程のワーディングは後でお願いします。

田谷委員

分かった。

速水議長

何か意見があればお願いします。

田谷委員

質問だが、6ページ、もうほとんど残っていないが、二行目に「内外の金融資本市場で次第に前向きに評価され始めれば」となっているが、「内外」の「外」とは何か。

白川理事

具体的に日本の、確かに金融機関について海外の株式市場とか、そういう意味では「外」にそれ程大きな意味がある訳ではないが、海外の投資家がどういうふうに評価するかとか、それからこれは敢えて言えばだが、同じ日本の株式、東京だけではなくて勿論海外でも取り引きされているから、そういう意味では、「内外」と書いている訳だが、その「外」に強い意味がある訳ではない。

田谷委員

為替市場で評価されたら円高になってしまうかもしれないと思ったので、要らないのではないかなと思う。

速水議長

不良債権問題については、しかし、海外は随分関心を持っている。

福間委員

然り。

速水議長

どうやってなくしていくか、特に今の自己資本の内容とか。

田谷委員

だから、それがどこに反映されるのかということである。

速水議長

それはだから日本の銀行の信託にかかってくるのではないか。

福間委員

ヘッジファンドの買い戻しではないか。

田谷委員

どこで買うのか。まあ、やめよう。

あと下から三行目のところで、「現在、長期金利は概ね安定しているが」という文章の主語がないのだが。

白川理事

「長期金利は概ね安定しているが」その後、そういう意味では金融機関あるいは機関投資家も含むのだろうが、しかし、経済全体としてという感じで書いてある。ただ、確かに文章上主語がないというのは、言われるとおりではあるが。

山口企画室審議役

直前に「金融機関は多額の国債を保有している」ということなので、一応、金融機関が「金利変動リスクに対して脆弱な面」を有していると、こういうふうに取り上げようかということではあったが。

田谷委員

だから例えば「保有しており、金利変動リスクに対して脆弱な面があることには留意が必要である」とすれば、その問題はないかなと思った。

白川理事

その場合は、「長期金利は概ね安定しているが」というのがやはり残った方がいいと思うので、「また、わが国の国債残高が先進国中最高水準に

達するなかで、現在長期金利は概ね安定しているが、」やや文章の流れが悪いですね。

山口副総裁

「金融機関が金利変動リスクに対して脆弱な面がある」と、一文補ったらどうか。

白川理事

そのようにする。

山口企画室審議役

もう一度読んでみる。「現在、長期金利は概ね安定しているが、金融機関が金利変動リスクに対して脆弱な面があることには留意が必要である」。

白川理事

然り。

山口副総裁

余り大した修正ではないが、標準シナリオというのが本当に成り立つのかということを書いてしまって、何かそういうニュアンスが入れられるかと探してみると、リスク評価の頭のところだが、「以下に述べるような下振れないし上振れの可能性（リスク要因）を、十分に念頭に置いて」とあるが、何て言うかな、「従来にも増して」とか、一語置いておいた方がいいかなと思う。

白川理事

委員のお感じを踏まえて…。

藤原副総裁

ここに「従来にも増して」というのが必要である。

山口企画室審議役

ここは可能性、カッコは読まないが、「可能性を従来にも増して念頭に置いておく」。

白川理事

「従来にも増して十分に」。

山口企画室審議役

「従来にも増して十分に」というと、屋上屋というか、「従来にも増して」でいいような気もするが、いかがか。

山口副総裁

「十分に」はなくてもいい。

山口企画室審議役

「十分に」は要らないか。

速水議長

「従来にも増して念頭に置いておく必要がある」ですか。
ほかにどこかあるか。これで採決して宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

それでは対外公表文の討議に入る。配って下さい。

[対外公表文配付]

山口企画室審議役、読んで下さい。

山口企画室審議役

読み上げる。「2002年10月30日。日本銀行。金融市場調節方針の変更等について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針を変更するとともに、資金供給力を一段と強化する措置を講じることとした。(1) 日本銀行当座預金残高の目標値の引き上

げ。日本銀行当座預金残高の目標値を、これまでの「10～15兆円程度」から、「15～20兆円程度」に引き上げる（別添）。ここで別添を読み上げる。「平成14年10月30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）。日本銀行当座預金残高が15～20兆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。」。1枚目に戻って頂きたい。「(2) 長期国債買い入れの増額。これまで月1兆円ペースで行ってきた長期国債の買い入れを、月1兆2千億円ペースに増額する。(3) 手形買入期間の延長。これまで「6か月以内」としてきた手形買入の期間を「1年以内」に延長する。2. 日本経済の状況をみると、景気は全体として下げ止まっているが、なお、回復へのはっきりとした動きはみられていない。こうした中で、世界経済を巡る不透明感や不良債権処理加速の影響など、景気の先行きを巡る不確実性は強まっており、内外株価も不安定な地合いを続けている。3. 金融面をみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、金融機関の流動性調達を巡る懸念はほぼ払拭された状況が続いている。しかしながら、最近の株価の動向や不良債権処理を巡る不透明感などを背景に、短期金融市場では、ターム物金利の一部が強含むといった、やや不安定な動きもみられている。金融機関の貸出態度も、厳しさを増すことが予想される。4. このような現在および今後予想される経済金融情勢を踏まえ、日本銀行は、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すことによって、金融面から景気回復を支援する効果を確実なものとするのが適当と判断した。5. 日本銀行による潤沢な資金供給が経済の活性化に繋がるためには、銀行の機能強化と並んで、資本市場における資金配分機能の向上等が重要である。そうした観点から、議長は、政府が現在検討を進めている不良債権処理の加速策が企業金融に及ぼす影響について評価するとともに、企業金融の円滑確保のため、日本銀行を含め関係者が一段の工夫を講じる余地がないか

を検討し、次回決定会合までに報告するよう、執行部に指示した。6. 日本銀行は、日本経済を持続的な成長軌道に復帰させ、物価が下落基調から脱却できる状況を実現するため、金融システムの安定に向けた取り組みを含め、今後とも中央銀行として最大限の努力を続けていく方針である。以上。」。

速水議長

意見等あれば、どなたからでもどうぞ。

春委員

質問だが、5. のところの「議長は」という表現があるが、これは今までもこういうのには「議長は」と使っていたのか。

白川理事

去年1月にロンバート型貸出を作る時に、あの時には1月に議長が指示をして2月にその宿題に対して答えを出して決定をしたという、そういうプロセスであった。勿論、前回はそうだから今回もそうという訳ではないが、前回はそうであった。

春委員

「議長は」というのが入り難いかなと思った。

山口企画室審議役

文言としてもその時点で「議長は、執行部に対して以下を指示した」という形で「議長は」という言葉を使っている。

春委員

分かった。

白川理事

あるいはその「議長が」というのが、どこの議長か分かり難いという趣旨であれば…。

春委員

そうそうそう。誰がみるのかにもよるが…。

白川理事

ということであれば「政策委員会議長は」と書いた方が、確かに突然「議長が」とあると、どこからきたのかという感じはあるかもしれない。

植田委員

そこだが、具体的な内容は何があるかと考えてみると、今の時点では、必ずしも皆がもの凄く評価しているものでも、くれるものでもないと思う。良く考えたらまた出てくるかもしれないが、こういう時にこれを出すと、外部の人は取り敢えずはもの凄い期待感を持ってしまうと思う。ここまでして期待感を引っ張る必要があるかなと。むしろリスクの方が高いのではないかなとも思うが…。微妙な…。

山口副総裁

何ができるかを考えると、確かにそういうリスクはあるかもしれない。それとこういうことを具体的に言及した委員がいなかったと思う。

田谷委員

この間の株買取りのイメージが皆、強烈だから。

植田委員

ああいうものが予想されてしまう恐れがある。

福間委員

「企業金融」と書いてあったのではないか。

須田委員

「日本銀行だけではなくて、日本銀行を含め関係者が」と言ってしまうと、大きなことのようにみえるかもしれない。

白川理事

そこはやはりポイントではあると思う。大きな効果を実現できるものがあるのかということ、そういうのが勿論あればとくにやっている訳だから、そういう意味では大きな効果を実現するというものは、客観的にみて、ないのだろうと思う。ただ、日本銀行として先程若干の方が言及されていたが、担保であるとか、ということで、ABSとかそういう面で若干の実務的な工夫がないかと、そうであればそういうものは検討してみてということは勿論あるかもしれない。それから日本銀行を離れて全体の企業金融を円滑にするためにどういうことが必要かと、日本銀行自身できることは勿論ない訳だが、日本銀行が企業金融の面で一定の存在感というのがあるとすれば、実務的に税制であるとか会計であるとか、あるいはその他色々なプラクティスの面で働き掛けをしていくという、そういうことを念頭において「関係者」という言葉を書いている。ただ、この1か月間というのは、次の、2週間強か、この文章ですずっと晒されるので、それをどういうふうに読むかというのは、これは委員の方の判断かと思う。

藤原副総裁

私も今期待を随分持たせすぎているのではないかと言われてみて、前回のアクション等々の比較もあるので、このチャプター、むしろない方が良いのではないかという気もしてきた。

福間委員

ただ、これは企業金融という分野だろうから…。

白川理事

ここで想定しているのは企業金融である。

福間委員

だからそれは前回のあれとはちょっと違うのではないかなと思う。

藤原副総裁

そうですね。前回とは違う…。

福間委員

前回のは対銀行でしょ。

植田委員

そういう意味で同じというのではなくて、なんかインパクトというか…。

福間委員

いや、だから努力してもらうのだ。

植田委員

成算があればという…。

福間委員

中小企業庁でやっているようなものをイメージしている訳ではないのか。

白川理事

例えば、ああいうものもまさに該当する。

福間委員

あれは小さいかもしれないが、意外に…。それとか金融審議会にも日銀は出ている訳だから、直接金融の問題なんかも働き掛けて…。これはまあ、一般論ではあるが。

中原委員

不良債権処理の加速化の中で一番やはり心配しているのは企業金融だから、ここについて何らかのコメントというか、リファーをする必要があるのではないかと思うが、私は「議長が具体的に執行部に指示した」というところ、よくまあここまで言われたとは感心しているが、引き続き検討して努力していくという常套文句で企業金融の円滑化に向けて日銀として何をやれるかという点について、引き続き努力していく位のことは入れても良いのではないかなと私は思っている。

植田委員

読めるのであれば、これは5.の最初の4行位を残して、4行目の終わりのところから「及ぼす影響について注視していくつもりである」とかそういうふうにしてしまえば若干のニュアンスは残るが。

速水議長

5.の3行目の方か。どういうふうに直すのか。

植田委員

まず、「検討を指示した」というのを出すのが良いのかどうか決めて。

山口副総裁

「検討」は指示して頂くとして、対外的に出すのはどうもリスクが大きそうである。

福間委員

証書も担保にするのであろう、そういう格好で段々と担保を。検討中なのだろう、あれなどはどちらかという与企业金融の円滑化には入る。

山口副総裁

そういうことである。

福間委員

未だ決定はしていないが検討されている訳だろう。

山口副総裁

検討した結果、物になりそうだというメニューは全然ない訳ではないと思うが、ここで書いた場合に非常に大きな措置が出てくる期待が余り先行してしまうことのリスクがある。

福間委員

そうか、期待が先行するか。

藤原副総裁

議長が指示したという、如何にも大仰なので、議長は指示したという形にせずに、「企業金融の円滑化のための方策を、日本銀行としても検討を続ける」とか「研究してみる」とかそういうことで述語の方をそう収めればどうか。

山口副総裁

ここを重視しているというニュアンスを残すとすれば、「そうした観点から、議長は」の代わりに、「日本銀行は、」政府がこうこの後、「企業金融に及ぼす影響について注意深く評価していく考えである」とか、ここまで活かすということは考えられる。

白川理事

そういう意味では、一つの選択としては今、山口副総裁が発言されたように「そうした観点から、日本銀行は、政府が現在検討を進めている不良債権処理の加速策が企業金融に及ぼす影響について注意深く評価する」と、先程は「考えである」と申し上げたが、「考え」というのはちょっとあれなので、例えば、「方針である」とかにして、以下を取る。そのうえで、実際にはこのまた 2 週間間に大いに検討をして、実施に移せるものがあったら、それをまたこの場に諮るとするのが選択肢の一つとして考えられるが如何か。

山口企画室審議役

あとはその「評価」だけでいくのか、多少我々も前向きな感じを出すのかということなのだろうと思うが、「企業金融に及ぼす影響について評価するとともに、企業金融の円滑確保のため、一段の工夫を講じる余地がないかを検討していく方針である」というところまで入れるのかどうかという辺りだろうかと思う。

須田委員

今ので良いと思うが。

速水議長

中身が分からないから「期待」でも良いのだろう。「評価」の代わりに「期待するとともに」としても。

藤原副総裁

「影響について期待する」というのは…。

白川理事

これは正に「期待」ではなくて「評価」である。それは先程展望レポートであった「短期」と「長期」、それから、「プラス」と「マイナス」色々な側面があるから、そういう意味では「評価」という感じに近いと思う。

中原委員

混乱する。この「評価」というのは。

白川理事

確かにそうである。実は最初はこれを別の言葉で、なかなかぴったりした言葉がなくて、最初は日本銀行流に言えば「整理」であるが、「整理」はどうも分かりにくいという感じがし、「調べる」というのも何か調査すれば良いという話でもないし、そういう意味でぴったりした言葉がなくて、この「評価」となった。

中原委員

簡単に言ってしまうえば「検討」か。

白川理事

然り。

植田委員

まあ、でも時間もないから、過大な期待のリスクは大したことないと皆が思えばこのままでもよいと思う。

中原委員

私は変えた方が良いと思う。

福間委員

私も変えた方が良いと思う。

須田委員

今、山口企画室審議役が言われたやり方がよいと思う。少し評価して「検討する」とした方が。

山口企画室審議役

一点だけ、我々のこれを書いた気持ちを伝えると、どの程度期待感を持たせるかは別として、我々としても対応を考えるというようなことから、「議長は及ぼす影響について評価する」というような、ある種政府との距離感が印象付けられるような書き方をした訳である。それはまた、その後の我々の対応を予想させるということなので、バランスがとれているかと思っただが、今のような形で割とフラットにいくとすると「及ぼす影響について注視する」とか「みていく」とか、「注視するとともに、企業金融の円滑確保のために」云々というのを付けるかどうかだと思う。

谷口財務副大臣

これは、今日のデフレのところの表文のところ「日銀と一体」という文言が出てくる訳である。そこはやはり、その政府と日銀が一体であるというような観点での話し振りの方が良いのではなかろうか。政府がやっていることを注視するというのではなくて。

速水議長

「評価する」で良いか。

中原委員

「評価」で良いかどうか。

植田委員

プラスのという意味ではない。

中原委員

プラスという意味ではないのであろう。エバリュエイトだろう。

須田委員

影響だから。

白川理事

然り。どういう影響が出てくるかみていくと。

福間委員

エバリュエーションである。

白川理事

然り。

中原委員

アプリシエイトにとられてはちょっとまずい訳である。であるからこれは「影響を」、不良債権処理の加速感そのものはアプリシエイトする訳だが、その影響を冷静に評価するということであろう。

白川理事

然り。

福間委員

然り。

植田委員

そうしたら、少し弱めるためには、「不良債権処理の加速策の影響も含めて企業金融の今後を注視するとともに」とか、そういうのは駄目か。

白川理事

ただ、加速策は諸々色々なところに、ここでは金融政策決定会合で扱うマター以外のこともあるので、できれば「企業金融に及ぼす影響」というふうに特定した方が良くかと。

植田委員

そういう意味で変えたのだが、企業金融の今後が不良債権処理策だけで決まるのではないという意味で入れ替えたのだが。

山口企画室審議役

もう一度、イメージを作って頂くために読み上げる。5. のところである。「日本銀行による潤沢な資金供給が経済の活性化に繋がるためには、銀行の機能強化と並んで、資本市場における資金配分機能の向上等が重要である。そうした観点から、日本銀行は、政府が現在検討を進めている不良債権処理の加速策が企業金融に及ぼす影響について注視するとともに、企業金融の円滑確保のため、一段の工夫を講じる余地がないかを検討していく方針である。」。

福間委員

それで良いと思うが。

中原委員

良いと思う。

速水議長

「日本銀行を含め関係者が」というのを消す訳か。

山口企画室審議役

然り。

藤原副総裁

「政府が現在検討を進めている」の「現在検討を進めている」というところは要らないのではないか。「政府の不良債権処理の加速策」で良いのではないか。現在検討を進めていることは事実だが、あと数時間検討するだけである。

白川理事

然り。

速水議長

「政府の不良債権処理の加速策」か。

山口企画室審議役

「政府の不良債権処理の加速策が企業金融に及ぼす影響について注視するとともに」と。

植田委員

あと、一体感のようなものを入れるとしたら、6. に一言入れられないのか。最後の行の「今後とも、政府と」というふうに。

福間委員

なるほど。

植田委員

入れるとしたら、そこしかないと思うが。

山口副総裁

これで良いのではないかと思うが。

速水議長

「次回決定会合までに報告するよう、執行部に指示した」これも消す訳だな。

山口企画室審議役

然り。

速水議長

「余地がないかを検討する」か。

植田委員

入れるとすれば、「政府とも協調しつつ」というような言葉だが、「協調」という言葉自体が妙な響きを持っている。

白川理事

もう一度読み上げる。

山口企画室審議役

「そうした観点」のところから。「そうした観点から、日本銀行は、政府の不良債権処理の加速策が企業金融に及ぼす影響について注視すると

ともに、企業金融の円滑確保のため、一段の工夫を講じる余地がないかを検討していく方針である。」。

植田委員

そこはそれで良いと思う。私が言ったのは6. の最後の行である。

福間委員

私もあった方が良くと思うが、そうすると、やはり引っ掛かってくるのは独立性なのか。そういうことなのか。

白川理事

協調という言葉とか、その手の言葉は人によって解釈が随分違うものだと思う。

福間委員

そういうことか。

白川理事

そういう意味で、一般的にやはり日本銀行に限らず、中央銀行に関して協調ということについて多少重要な感じは持っているということである。それからもう一つは、今回議論にもあったとおり、日本銀行がどういうふうにする、日本銀行自身が今最大限の努力を進めているし、政府の方も努力をされていて、政府の方が今後どういうことをされるかということについて、今日期待感が幾つか表明されていて、そちらの方はただ、この文章に書くというのは何かどうかなという感じがするので、今回、展望レポートで、リスク要因という形で財政についてメンションして、若干あれでは弱いという面もあろう。しかし、従来に比べれば若干踏み込んで書いている訳である。そういう二つの意味で、私は事務方だが、今の表現の方が良いのかなと思ったが。

谷口財務副大臣

政府から夕刻に出すのは、「政府・日銀が一体となって」とこういうような表現をしている。あとは先程委員の方が言われたように、そういうそれに呼応するような形で表現振りがあった方が良いのではないか。本日は、やはりその決定会合の状況が未だ分からないという状況の中で、書き振りがやはり何パターンか書き込まれているのだろうと思う。

速水議長

「企業金融の円滑確保のため政府と一体となって」とかいうのが、ここに入っても良いか。

谷口財務副大臣

然り。

白川理事

今、日本銀行の方に実は、デフレ対策の文章というのは今時点では未だ全然入っていないという状況であり、その一体となってやる内容というのが、必ずしも我々にとって今、分からないというのが状況である。一般論として勿論、政府も日本銀行も同じ目的、つまり継続的な物価の下落の防止について努力する、この点についてはもう全く議論の余地はない。それこそ日本銀行がしっかりやるべき仕事だと思うが、一体という内容がちょっと今時点で、実は未だペーパーがきていないという状況でもある。

谷口財務副大臣

それはペーパーがくるとかこないとかいう問題ではなく、もっと体裁的なものである。それはやはり、政府と日銀が一体となってやっていくのだ、それだけの努力をするのだということなのである。

白川理事

それはそうである。その点は全く同感である。

植田委員

さらに弱めるとしたら、「協調」という言葉は省いて、「政府とともに」位なのか。

白川理事

皆さんの判断である。

須田委員

それはある意味では、政府もきちんとやって欲しいと要求することになるか。

植田委員

微妙なニュアンスである。

須田委員

逆に、ここで日銀はやることをやるという話と一緒にというのは、この物価…。

植田委員

そういう強い意味が出てしまうということか。

須田委員

然り。その物価下落に対しては、もっと財政とか何とかということを出るよということまで意味しているというふうにとられるとしたらちょっと…。

植田委員

前もそういうふうには、「政府も」というのが入っていた文章も沢山あったのではないかと。

速水議長

「企業金融の円滑確保のため、政府と一体となって」か「政府とともに」尽力する。

白川理事

金融政策ではなくて、金融システム関係ではそういう文章がある。

植田委員

金融政策ではなかったか。

白川理事

これはあったと思うが、私が知る限りではなかったような気がする。念のため後からチェックしてみるが。

田谷委員

私はこのままで良いような気がする。我々は、アクションで示すというそういうことではないか。そういうことを言う必要がある時は、否定はしないが。

谷口財務副大臣

政治のところは、先程から何回も言っているように、政府・日銀が一体ということで、幾度か言っている訳である。そこは日本銀行としてどのように考えられるのかということで、従来から申し上げているように、日本銀行は日本銀行のその独立性があるから、当然そのようなことはわきまえている訳だが、しかし、今、方向が全く違うというようなことは、これは

国益に反するのではないか。その観点から広い意味で日本銀行として、政府として協調性を持ちながらやるというような、表現振りは考えてみたら良いと思うが。

山口企画室審議役

先程読み上げたところは、要するに、政府の不良債権処理の加速策が企業金融に及ぼす影響を注視する。その一方で、日本銀行としては、企業金融の円滑確保のために工夫の余地がないかどうか検討する、こういうようなことで、言わば明示的に言葉にはなっていないが、政府と連携しつつ対応を考えていくのだという、こういう構え、スタンスというのはこの表現から自然と出てくるものだというふうには思っているが。

福間委員

議論は6. であろう。

速水議長

6. に入れるのかだ。

白川理事

政策目的、これは政府と日本銀行が完全に一致していると思い、「日本経済を持続的な成長軌道に復帰」させると、「物価の下落基調」、これも「脱却」をしたいと、それから「金融システムの安定」これもそういう意味で、今の大きな目標について完全に私は一致していると思う。

山口副総裁

今日決定した流動性供給の目標の引き上げと、国債の買い増しということ、これらを発表すれば、私は政府が偶々今日のタイミングで発表を予定しておられる訳であるから、歩調を合わせて日本銀行も行動したなというふうに十分受け取られると思うが。

藤原副総裁

これから出る対策に、「日本銀行と一体となって」という表現が出るかと思うが、これまで、総理が何度も日本銀行と一体となってやるのだということをおられて、その流れの中で、偶々タイミングが今日という日になった。日本銀行は日本銀行の政策決定会合でこういうアクションを起こしたということ述べている訳であるから、それで自然に日本銀行が政府と一緒にやっているというアクションであるということは、自明ではないかと思うが。それから、先程の5. のパラグラフの3行目の「政府の不良債権処理の」とあるのは、前段の方は「政府による」とした方が良いのではないか。

白川理事

そう思う。

中原委員

ただ、6. 政府と「協調」とか「一体となって」とか入れるとまずいことがあるのか。

白川理事

これは繰り返しになるが、委員の方の判断であるので。

須田委員

いや、私はそういうふうに強い意味でも読めるなと思った。

中原委員

政府にプレッシャーをかける形になるということか、それは望むところではないか。

田谷委員

私はこのままで良いと思う。

須田委員

私もこのままで良いと思う。

植田委員

私はやんわり書いた方が良いという程度だったので、どちらかと言えば皆さん強い反対と受け取ったので、それなら結構である。

速水議長

これで良いか。では、これで採決をお願いします。そして直ちに発表して欲しい。もう2時半になる。

[金融市場調節方針の変更等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

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：田谷審議委員

中原審議委員

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 7、反対 2。賛成多数である。なお、反対は田谷委員と中原委員である。

速水議長

反対理由を述べて欲しい。

田谷委員

長期国債の買い切りを 4 千億円にした方が適当だと私は思う。その他の施策については賛成である。以上である。

中原委員

田谷委員と同じである。

速水議長

同じか、分かった。ただ今、政策委員会として対外公表文を賛成多数で決定した。対外公表については、会合終了後直ちに行なうこととする。なお、対外公表文は執行部で合わせて英語に翻訳して公表することとする。本件については、本日、政策委員会を代表して記者会見を行なうので了解願う。

V. 議事要旨（9月17～18日開催分）の承認

速水議長

最後に前々回会合の議事要旨の承認についてお諮りする。前々回、9月17、18日の会合の議事要旨を承認頂きたいと思うが、議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は11月5日火曜日の午後2時に公表することとする。

[議事要旨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

全員一致で決裁頂いた。

VI. 閉会

速水議長

以上で、本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は11月18日月曜日および19日火曜日を予定している。如才もないことながら決定会合における議論の内容は自身の発言も含めて、厳に出席者限りとして頂きたいと思う。決定会合への信認を確保するという観点からも皆さんにおかれては、引き続き厳正な機密管理に努めて頂きたい。

昼食もなしで2時半までやって頂いたおかげで間に合った。本当に遅くまでありがとうございました。

(午後2時33分閉会)

以 上