

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年3月17日（14:00～16:44）

3月18日（9:00～12:22）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）

山口廣秀（副 総 裁）

西村清彦（ 〃 ）

須田美矢子（審議委員）

水野温氏（ 〃 ）

野田忠男（ 〃 ）

中村清次（ 〃 ）

亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 宮内 豊 大臣官房参事官（17日）

竹下 亘 財務副大臣（18日）

内閣府 藤岡文七 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

堀井昭成

理事

井戸清人（17日）

理事

中曾 宏

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

関根敏隆

金融市場局長

外山晴之

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

前田栄治

国際局長

沼波 正

（事務局）

政策委員会室長

大杉和人

政策委員会室企画役

執行謙二

企画局企画役

加藤 毅

企画局企画役

坂本哲也（18日）

企画局企画役

大谷 聡

企画局企画役

中村康治

## I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開く。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営等に関する討議、政府出席者からのご発言、議案取り纏めと採決、それから議事要旨の承認という順番で取り進める。政府出席者のご紹介である。財務省からは、宮内豊大臣官房参事官、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官でいらっしゃる。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向からお願いします。

外山金融市場局長

金融市場局長の外山である。宜しくをお願いします。いつものようにと申し上げるのも何であるが、本日お配りした資料に即してご説明申し上げます。まず、金融調節の運営実績であるが、図表1-1、無担保コール（オーバーナイトレート）は誘導目標近傍の狭いレンジで推移した。図表1-2の当座預金の保有状況をご覧頂くと、先週終了した2月の積み期も潤沢な資金供給を行なったことから、準預先の残高（除くゆうちょ銀行）というところであるが、2月積み期で                      と、1月を                      程度上回る水準と

なった。これは、所要準備額を上回っていて、超過準備の水準は、1月のからさらに増加している。2月の積み期について、業種別にみると、都銀はいずれも所要並みの水準で着地した。メガバンクは、引き続き積みの進捗をしっかりと管理しているということである。これに対して、地銀、第二地銀のところをご覧頂くと、いずれも4,000億円の超過準備を抱えた。また外銀の超過準備も約1.5兆円と極めて高水準となっている。短資や証券会社などの非準預先の当座預金保有も増加している。このようにメガバンク以外の業態については、超過準備の保有に対して受容的な状況が続いているということである。次に、図表1-3をご覧頂くと、2008年10月積み期以降の短期金利の推移である。薄いグレーの線で表わしたレポ・レートは、引き続き振れやすい状況にあるが、足許は誘導目標水準に近い水準で推移している。その背景は、三つ程あると考えている。第一に、資金の取り手の資金調達の進捗、第二に、資金の出し手の運用姿勢、第三に日銀オペである。具体的に申し上げますと、証券会社などの資金の取り手は、短国の発行増加を受けて、在庫が増え出してはいるが、年度末越えのものを含めて期間が長めの日銀オペ等で資金を調達してきていて、足許レポ市場で調達しなければならないという金額は減少して、一部の先では資金を運用する側に回っている。メガバンクなども3月初めの税揚げ日以降、預貸尻の好転などによる余剰資金を積極的にレポ運用している。また、本行も国債買現先オペによる潤沢な資金供給を続けている。こうしたことで、足許のレポ・レートはやや落ち着いて推移している。次に、図表1-4と図表1-5をご覧頂いて、無担コールの市場残高の推移をみると、まず、コール市場全体の規模は、足許約7兆円と低水準が続いている。無担保コールのうち、翌日物市場は図表1-5が示すようにこのところ約2兆円と横這い圏内となっている。都銀が保守的な資金繰りの観点から日銀オペや先日付取引で調達していて、オーバーナイトでの調達が減少しているということである。次に、図表1-6であるが、オペの実施状況の一覧表である。全体としては、年度末越え資金の潤沢な供給、それから金融市場の安定を念頭に置いたオペ運用を続けてきている。具体的には、まず、

共通担保オペを主軸に年度末越え資金を供給してきている。全店、本店オペのうち、T+2で期間が3Mや4Mと表示されているものなどが、年度末越えオペに当たる訳であるが、特に全店オペは、2月20日と25日に今年最長期間となる4マンスのオペを実施している。現在、期日が最も先に来るオペは全店オペの3月6日と12日オファーの3マンスで、期日は6月22日となっている。年度末越えオペの落札レートは、年度末越え調達の進捗を受けて、0.2%台前半から、足許は0.1%台半ばまで低下してきている。また、全店オペで3月5日と13日に末初物オペをかなり先日付で実施した。落札レートは、それぞれ0.25%、0.23%と落ち着いていて、期末に向けた市場の安心感を強める結果となった。本日までにオファーした年度末越えオペは計37本、総額で28.3兆円であって、昨年同時期が26本、20.4兆円であったので、これをかなり上回るペースで供給が続けてきている。次に国債買現先オペである。レポ・レートの不安定な地合いを踏まえて、スポネと1ウィーク物を組み合わせて、2月中旬から下旬までは連日、総額4兆円のオファーを続けてきた。下旬にレートが強含んだ際には、供給額をさらに1兆円引き上げて5兆円とした。その後、レポ・レートが落ち着いてきたので、3~4兆円に減額するなど、市場実勢に応じて弾力的に対応してきている。CPについては、これまでの買入金額が、累計で約2兆円となった。このうち、最近4回は、応札金額がオファー金額に満たない札割れとなった。これは、CPの発行環境が改善して、発行レートが低下して、日銀オペに持ち込むよりも市場で売却した方が有利な銘柄が増えたことが背景にある。また、CP買現先オペも週2回のペースで毎回4,000億円のオファーを続けている。次に、社債買入オペを3月4日に初めて行なった。初回の買入は、大幅な札割れとなった。これは、オペ先における買入対象社債の保有額が少なめであったことや、初回の買入なので様子を見た先もあったことなどが原因と考えられている。さらに、米ドルの資金供給オペであるが、前回の決定会合以降2回オファーした。ドルの調達環境は、足許幾分レートが強含んでいるが、年末に比べれば落ち着いていることから、3マンスのオペは減額ロール・オーバーとなった。

一方、1 マンスは、年度末越えのドル資金繰りがみえてきたところで、保守的にオペで多めに調達する先がみられたことから、増額ロール・オーバーとなった。企業金融支援特別オペであるが、前回決定会合以降、従来から予定していた1 マンスを3 回、前回決定会合で追加した3 マンスを2 回、合計5 回オファーした。引き続き、底堅いニーズがあつて、資金供給残高は、3 月 19 日スタート分を加えると、約 7 兆円となつて、当初目途としていた3 兆円を大きく上回る水準となつている。足許の担保余裕額は約 2 兆円あつて、今後もう少し増える可能性もある。図表 1-8 で、担保の受入れ状況をご覧頂くと、上段の表の3 月に記載しているように、共通担保が3 月直近時点で110.7 兆円、このうち民間債務は9.9 兆円である。短期社債や企業向け証貸債権などが増加している。それから、図表 1-9 であるが、共通担保の110.7 兆円のうち実際に使われているのは、直近時点で43.6 兆円である。使用率は約 39%ということであるが、前月とほぼ同水準である。マクロ的に担保が不足しているという状況にはない。信用判定の状況の表であるが、担保の格付要件を12 月にBBB 格まで緩和したが、足許まで72 先が新たに適格となつている。

次に金融為替市場の動向についてご説明申し上げるが、まず図表 2-1 の短期金利の推移をご覧頂くと、オーバーナイト物については既にご案内申し上げたので、ターム物の金利についてであるが、本行による資金供給策の拡充の効果が出だしてきている。長めのターム物は、引き続き出合いが少ない状況が続いているけれども、年度末越えに目途が立った極く足許では、ユーロ円3 マンスは0.4%位まで低下してきている。ただし、短国のレートは下がる気配をみせていない。発行額が増加していることに加えて、都銀勢の買入姿勢が期末に向けて慎重になっているためとみられる。次に図表 2-2、(1) のグラフに示されているTIBOR-OIS のスプレッドの推移からご覧頂けるように、TIBOR の低下は緩やかなものにとどまっている。TIBOR の水準は、金融機関の相互の信用リスク、流動性リスク、そして金融機関からみた企業の信用リスクといった要素で成り立っているというふうに考えられるが、ユーロ円ターム物の金利が低下

する一方でTIBORの低下幅が小さいということは、とりわけ金融機関からみた企業の信用リスクに対する見方が引き続き慎重であるということを示しているものと思われる。(2)のグラフからは、年度末越えのプレミアムが着実に縮小し、年末越えに比べて低位にとどまっていることが読み取れる。もっとも、前年度末に比べると、プレミアムの水準はなお高いところに位置している。図表2-3であるが、CP市場の動向をみると、CPの発行レートは、a-1格以上で顕著に低下している。a-1+格では、短国アンダーの発行さえみられたところである。本行のCP買入、CP買現先、企業金融支援特別オペが発行環境の改善に大きく寄与したものと考えている。この結果、足許は、買入オペに応札するインセンティブが残らないような低金利で発行される銘柄もあって、先程申し上げたように買入オペの札割れに繋がっている。図表2-4であるが、TEDスプレッド、LIBOR-OISスプレッドの主要国比較をご覧頂くと、円のスプレッドは概ね横這い圏内であるのに対して、米欧では金融機関の財務状況に対する懸念が強まって、再びじわじわとスプレッドが拡大している。図表2-5で、ドル調達プレミアムの推移をご覧頂くと、昨年9月以降総じてスプレッドは縮小傾向にあったが、これも長めのものを中心に再びじわじわと拡大してきている。要因としては、改めて金融機関の経営状況が憂慮されているという側面に加えて、昨年3月に導入された1か月物のレポ・オペが新年入り後は停止されているといったことを挙げる向きもある。

(2)の図表で、ドル転コストのスプレッドをみると、期末要因の影響を受けやすい1か月物を中心に振れの大きい状況が続いている。各国中銀によるドル供給オペによる供給量も減少傾向が止まっている。ただ、邦銀については、ドル資金のアベイラビリティ自体を不安視するといった声は今のところ聞かれていない。図表2-7のフォワード・レートのカーブであるが、前回会合時と比べて上方にシフトしている。また、僅かながら期明け後のレート低下幅が縮小しているように見える。足許のTIBORの低下ペースが極く緩やかなものにとどまっているということを反映したものと思われるが、市場関係者間でも新年度入り後の金利動向の見方が大

大きく二つに分かれているということもあろうかと思う。

次に長期金利の動向であるが、図表 2-8 の (2) のグラフをご覧頂くと、米国、ドイツの長期金利であるが、株安、景況感の悪化による金利低下圧力と需給悪化懸念が交錯していて、図表 2-9 のインプライド・ボラティリティの推移のグラフにあるように、債券市場、特に米国ではボラティリティが非常に高い状況が続いている。図表 2-8 の (1) のグラフに戻って頂いて、我が国の長期金利をご覧頂くと、銀行勢を中心として、年度末を控えた益出し売りがみられる一方で、押し目買いの動きも根強く、狭いレンジ内での動きということになった。ただ、より仔細にみると、図表 2-9 のイールド・カーブの動向の図であるが、イールド・カーブが若干上方にシフトした。図表 2-11 であるが、市場参加者が注目する利回り変動要因の変化をみると、引き続き、利回り低下要因としての景気動向のウエイトが高い訳であるが、足許利回り上昇要因である債券需給が徐々に、しかし着実にウエイトを高めつつあるということである。財政収支の悪化による国債増発のリスクが意識されつつあることを示している。

次に、クレジット市場の動向であるが、図表 2-12、(2)、(3) のグラフをご覧頂くと、米欧の社債市場については、このところスプレッドが大きく縮小してきていたが、極く最近では金融セクターを巡る不透明感から銀行、保険を中心にスプレッドが再び反転拡大してきている。(1) のグラフの国内社債の動向であるが、国内の社債についても高格付銘柄のスプレッドが横這いであるのに対して、低格付銘柄のスプレッドが拡大してきている。企業業績の急速な悪化や発行体の格下げの増加、さらには新興不動産やノンバンクの相次ぐデフォルトを受けて、投資家、証券会社のスタンスがさらに慎重化して、選別姿勢が一段と強まっているということが窺われる。図表 2-13 で CDS プレミアムの推移をみると、我が国の CDS プレミアムは、GDP ショック以降前回会合にかけて急速に拡大した。その後、一時縮小に転じる場面もあったが、国内金融機関によるリスクヘッジ需要などから、再び気配値ベースで大きく拡大するなど神経質な動きとなっている。日本のソブリン CDS もほぼ同様の動

きとなっている。

次に、株式市場であるが、図表 2-14 をご覧頂きたい。米欧日とも米国金融機関の財務状況を巡るニュースに踊らされる格好で、大きく水準を切り下げた後、急回復するというボラティリティの高い展開となった。本邦の株価については、相対的に振れ幅が小さかった訳であるが、これは政府の株価対策や年度末を控えた大口投資家の買い期待が下値を支えたものと説明されている。市場では、日経平均 7,000 円レベルでは、こうした買いがしっかりと入ってくるという期待が定着しているようである。為替は、この間円安方向に振れた訳であるが、為替と株価との相関関係は足許大きく崩れている。図表 2-15 で主体別の売買動向をご覧頂くと、外国人が売り越し、公的年金などがリバランスで買うという大きな構図は不変である。J-REIT の指数の推移をみると、運用利回りの低下見込み等から格付けの高いものを含めて下落をした。

次に、外国為替市場の動向であるが、図表 2-16 をご覧頂きたい。(2) の名目実効為替レートの推移が分かりやすいのだが、大幅なマイナス成長となった GDP の発表などを契機に円安が進行した。それまでに蓄積されたリスク回避資産としての円買いポジションの巻き戻しがこういった動きを加速させた。また、決算期末を控えた、本邦企業の海外拠点からの円買い資金フローが例年に比べて細まっているというフローの要因も円安方向に寄与していると考えられる。もっとも、足許はその反動とも言える円高方向への動きがみられるなど、市場の流動性が薄い中であって値動きの荒い展開となっている。図表 2-18、(2) のリスク・リバーサル動きをご覧頂くと、大きな流れとしては、ドル/円のドルプット超幅が、一頃に比べると大きく縮小していて、その後揺り戻しがあるが、円高ドル安方向の警戒感が低下してきたといった様子が窺われる。図表 2-19 の投機筋のポジションを反映する IMM ポジションであるが、こちらをみても円ロングは概ね解消されている。この間、図表 2-21 であるが、外為証拠金取引をみると、円安進行を眺めて、ドル、ユーロ、ポンド等の通貨で逆張りの的にショートする動きが少しみられているが、円安の相場展開を覆すだけの

大きな動きにはなっていない。なお、先週スイス国民銀行が、政策変更によって為替市場への介入を行なったが、今のところ市場において各国による自国通貨減価競争への懸念が強まっているといった状況はない。

以上を纏めると、年度末を越える資金繰りという点のみに着目すると、相当程度目途が立ってきたという声が強く、大きな混乱なく通過できる可能性が高まってきたというふうに思う。また、CPの発行環境も大きく改善してきている。ただ、問題はその先にあるという声が多く、新年度明けには不確実性が残存している。一つは、米国市場における金融不安である。当局の対応力への信認が動揺していて、これが米国の株式市場やクレジット市場、さらには、我が国市場への一段の悪影響をもたらす可能性には留意しておかなければいけないと思う。今一つは、国内市場において信用リスクに対するセンシティブティが高まってきていて、これが社債市場での二極化やTIBORの下げ渋りを招いていると考えられる。企業の決算に向けて、気が抜けない状況が続くものと考えられる。また、短国やCDSのマーケットでは市場流動性が低下しているという状況が続いてきている。このようにネガティブ・フィードバックが強まる中で、全体として市場の脆弱な状態は当面続いていくというふうに考えられる。今後の市場動向については、引き続き注意深くモニターしていきたいと思う。私からの説明は以上である。

白川議長

それでは、ご質問をどうぞ。

須田委員

CPのマーケットなのだが、日銀の様々な政策に加えて、政策投資銀行も施策を行っている訳であるが、企業サイドはその使い勝手について、政策投資銀行も含めてどういうふうに捉えているのか。最近の札割れ等も含めて、どういうふうにみておいたらよいか。

外山金融市場局長

企業の方は年度末に向けて早めに資金を調達しようということで、例年に比べて相当早め早めにCP発行ができていて、逆に、期末を控えて現在では発行額は多少減少しているという格好である。こうした流れからも分かるように日銀、政投銀の買入れ、あるいはオペによりCPが安心して最終的には買われるということで、流動性が高まったことを受けて、企業が思った段階で発行できるという効果が現われてきていたということだろうと思う。ただ、買入れの適格となっているものと、そうでないものとで、やはり格差というものが残存していて、流動性を高めたという効果はあるが、それ以外のスピルオーバー効果というのは、限界的なものにとどまっているというのが実情だろうというふうに思う。

須田委員

企業サイドで政投銀と日銀とをどういうふうに使っているかというのは分かるのか。

外山金融市場局長

ほぼ適格となっている銘柄は同じようなものであるので、その時々のおペのタイミングなど、条件によって入れてきているということだろうと思う。

野田委員

社債の買入れについては、一回終わっただけなのだが、今後を展望するのに何かサジェスションはあるか。先行きを見通した時に、札割れの状態とか、その辺の推移がどうなるかということについて、何か今のところヒントはあるのか。

外山金融市場局長

まだ一回こなしただけであるので、先程もご説明申し上げたように様子

をみていたという先も多かったのだらうと思う。また、適格としている銘柄について、業者の手許の在庫が初回にはそれ程なかったということで、残念ながら札割れということになった訳である。こうした状況が今後年度末に向けて、それぞれ資金ポジションを固めていく中で変化するということがあれば、手許の在庫を少し抱えるという向きもない訳ではないというふうに思う。

中曽理事

先程もご説明したように、社債では二極化が進んでいると思う。つまり、格付けの高いものについては、従来よりもニーズが強くなっている。我々の社債買切りというのは、格付けの相対的に高いものが対象になっているので、そもそも対象玉がディーラーに残らない。それからもう一つ私達が狙っていたのは、インデックスから溢れてくる投信にはまるようなものである。これも今のところ比較的上手くはまってしまっているみたいなので、二つの意味においてディーラーに在庫が残らない。従って、札割れをする。我が方へ入ってくるものが少ない。こういった状況からみると、我々も最初は、ある程度は初回でもあるので入ってくるかなとも思っていたのだが、今申し上げたような前提があまり変わらないとすると、次回以降もかなりの確度で札割れするかなというふうに見ている。

野田委員

それは、我々のオペレーションの買入れ対象を拡大しろだとか——あるいは残存期間も含めて買入れの対象を拡大しろだとか——という動きの裏腹だという理解はしなくて良い訳か。そこまでの証拠はないというふうに…。

中曽理事

勿論、聞けば買って欲しいと言うに決まっていると思うのだが、ただそこまで強い声ではないのではないのか。

野田委員

それが高まっているという感じは受止めていないか。

中曽理事

ここへきて一段と高まっているという感じはない。要するに社債市場の機能が毀損された状態は続いていると思う。しかし、だから日銀に直ちに拡充して欲しいという声が、ここへきて——元々はあるのだが——さらに強まっているという感じではないのではないか。

西村副総裁

その点で難しいのは、我々がこういったことをやったことによって染み出し効果がちゃんと出ているかどうか。染み出し効果ではなく、逆影響となりある種のラインを引いてしまって、二極化を強めてしまっているというような効果がもしあるとしたらまずいのだが、そういった兆候はあるか。特段そういうことはないというふうに考えて良いか。

中曽理事

そこも、先程外山金融市場局長の説明にあったように両面あるのではないかと思う。つまり、染み出し効果はある。対象銘柄——CPで典型的なのだが——のレートは下がっているし、a-2格のような対象外のものも合わせて下がっている。ただ、下がり方に差があるということである。だから、ここをどう捉えるかであるが、染み出し効果がある一方、低下幅に差があるとすれば、それはやはり、そこに何らかの格差があるという見方もできる。

白川議長

今の染み出しという場合、色々な染み出しが概念的にはある。CPのマーケットで格付けの高い先から低い先への染み出し——今それを議論

している訳であるが——、これだけでなく格付けの高いC P市場の改善が、格付けの高い社債市場の方へ、あるいは銀行貸出の方に向かって、それぞれの市場のプレッシャーが減るという染み出しも概念的には有り得る訳である。前者の染み出しは、今のところあまりしかとはみられない。一方、後者については、両方向、つまり社債の方も銀行貸出の方もそれなりに出ているという評価で良いのか。その辺はどのような感じか。銀行貸出へのプレッシャーがその分減っているとか、C P対比社債市場の方が機能が低下しているのだから無理に社債で調達しなくても良いとか。C Pで圧力が減った分だけ社債の発行が増えているということも、染み出しの向かった先なのではあるが。

中曽理事

これも先程の説明に若干あったと思う。年度末にかけての資金需要が、かなり先行的に調達されてしまっている部分もあるので、結局、C Pの足許の発行も落ち着いてきていると同時に貸出へのシフトも沈静化しつつあるということではないかと思う。従って、預貸が改善する。銀行にとってみると、預金の歩止まりなど、あるいは、NCDの調達が結構増えているということもあるのだと思うが、それがまた短期市場の落ち着きに繋がっているという状態ではないかと思う。そういった意味での染み出しというか、影響はある。

白川議長

そういった意味で染み出しを考えると、C Pの上位格付けから下位格付けへの染み出しだけが全てではなくて、色々な染み出しが有り得るし、なかなかしかとアイデンティファイできないが、それなりには観察されるというふうに見えるということか。

中曽理事

然り。

中村委員

染み出しということについて。CP市場などで投資家の層を厚くするなど、そういった効果というのはCPにあるのか。日銀がそういうことをすることによって、今まで控えていた投資家がCPマーケットに参入しようとするなど、そういった効果というものはあるのか。

中曽理事

投資家ベースが広がるというような動きはないと思う。つまり、全般的にやはりクレジット物については非常に慎重な状態が根っこのところにあって、そこはあまり大きく変わっていないと思う。

水野委員

最後、投信などが入ってきて下がったのだな。

中曽理事

投信は元々投資家ベースの中にあるので、ベースが広がっているという感じはあまりない。

水野委員

あとは、企業金融支援オペの0.1%が凄く効いていて、残高も膨らんで、最後にCPの鞘取りのような取引が出てきた感じがするな。

中曽理事

それは大きいと思う。つまり、a-1+格のようなものは、先程言ったように、短国と逆転する位低くなっている訳であるから、こういったものはCP買切りには持ち込めないで、それはむしろ担保に入れておいて、0.1%で鞘を取るといったようなオペレーションをやっていると思う。

野田委員

汎用性が高い。そういう意味では。

須田委員

株式市場なのだが、今のアメリカの株式市場をどうみるか。あるいはその裏側にある金融機関に対するマインドが変わっている部分に関しては、やはり相当慎重にみていった方が良いという考えなのか。

外山金融市場局長

これだけボラティリティが高いということは、まさにそこを慎重にみておいた方が良いということを書きしているのではないかというふうに思う。日本の色々なマーケットの参加者に聞いてみても、アメリカの影響等を受けて、今後5月から6月にかけて、厳しい局面が来るだろうということで、かなり多くの方がそういうことを言っている。日本の企業業績ということも勿論あるが、加えて米国の金融機関の動向が材料視されている。

中曾理事

注目をして頂きたいのは、株価と同時にCDSのプレミアムが上がっているということである。これは本当は矛盾する動きである。つまり、これを統合的に説明しようとする、銀行が潰れると、株がパーになり、その債権者（クレジット）もロスを被ると、こういうことである。従って、アメリカが幾ら資本注入をしても、シニアの債権者は、もしかしたら銀行が潰れて債権が毀損してしまうかもしれないというような受止め方をしており、それがこのプレミアムの上昇の中には入っていると思うので、むしろそういった意味では、見方というのは一頃よりは深刻化している、そういう面もあるのではないかと思う。

西村副総裁

その場合は、CDSのプロテクションの売りにある説明しがたい要因が

大きいということになる。しかしそもそもそういうストーリーが本当に信用できるかという話であるな。その点はどうか。

中曽理事

勿論そういった面もある。

西村副総裁

少しあまりにも信じがたいような数字が出ているから。

中曽理事

資本注入する時というのは、多分ダイリューションとか株がパーになるとか、そういった意味で株価が落ちるのもある程度当たり前なのだが、普通は、クレジット・スプレッドなど、プレミアムは縮小するはずである。それが全く逆の動きをしているというのは、市場の流動性が薄いという要因を勘案しても、なおやはりおかしいなということである。

水野委員

また、過去、株式市場とクレジット市場では見方が逆で、クレジットがずっと当たっていたということ。株式市場で起こっているのはショートカバーということなのではないか。

野田委員

だが、債務保証がある訳である。それにもかかわらず…。

中曽理事

つまり、それは何かと言うと、国の対応。

野田委員

国の信認が少しというか、かなり落ちてきている。

白川議長

その点については、二つある。つまり、国の本当のフィナンシャルの力がどうかということと、本当にその国にその意思があるのかということの二つである。取り敢えず先進国についてみると、前者というより、国に本当にクレジットを守る意思があるのかという、そちらの方を疑っているということになるのか。一方で、新興国であればそもそも意思があっても能力がないという問題があるが、その辺はどちらなのか。別途の会議で報告したが、B I Sの会議などに出ても、今の金融機関のC D Sの動きからみて、本当に政府は、金融機関の債権者を守る意思があるのか、その辺をもう少し明確にすべきではないかということが随分言われている。当局者は言っているつもりということであろうが、諸々の政治的な流れの中で本当に意思があるのかということなのか、概念的には二段階有り得るのだと思う。

野田委員

あまり複雑に考えないとすると、やはり前者の能力の方を心配していると考える方が自然である。あれだけ保証すると言っているのだから。声を大にして言っていると私は思うが。

水野委員

実際、T A R Pの資金枠では足りないということであるな。

野田委員

将来、今の枠で大丈夫かと言うのは、おっしゃるとおり。取り敢えず、限られた能力だと思っている。

水野委員

米議会は、T A R Pの資金枠を追加することに凄く慎重である。

白川議長

先程の株価とCDSプレミアムの話は、一方でアメリカの株価が足許で少し上がっているということと、CDSのプレミアムが——CDS一般というより、殊に金融機関のCDSプレミアムが——拡大しようとしていることが相矛盾するのではないかという、そういった感じか。一般のCDSというよりは、金融機関のCDSなのだな。

中曽理事

株が今多少上がっているのは、1~3月は少し収益が良くなるのではないか——根拠があるかどうかは分からないが——といった発言に反応している部分は大きい。

西村副総裁

凄く小さなニュースであるな。それにどうしてあれだけ反発するのかというのはいさか理解できない。

水野委員

株が安いからである。1ドル、2ドルのものが30セント上がったということ。

野田委員

それはすなわち裏返すと、買い材料が欲しいということでもある。ここまで下がると。

水野委員

ショートしてカバーして、益出ししてという感じか。ただ、数字が、1ドルの株価が2ドルになった位であるから。

野田委員

買うものがなくなっていることもある。あと、先程為替のところで、スイスの介入の説明があった。聞き漏らしたのかもしれないが、各国の言ってみれば切り下げ競争の動きはないということか。切り下げ競争とまでは言わないまでも。

外山金融市場局長

今後起こるだろうというようなマーケットの見方は、今のところは出ていない。

野田委員

要するに、まさにスピルオーバーしていく可能性はないという。

外山金融市場局長

スイスに加えて他の国もやり出すだろうということは……。

野田委員

今のところみられないな。中東欧が、これで随分助かっている。ポーランドは——私も行ってきたが——スイスフラン建ての住宅ローンが物凄くウエイトが高くて、どこの国のローンだろうと思った位なのだが、やはりそういう状態になっている訳であるな。

外山金融市場局長

それで、東欧の通貨も逆に買われているということが起こっている。

白川議長

他にないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢について、お願いします。

沼波国際局長

それでは、今日お配りした資料-3（参考計表）をご覧頂きたい。米国である。米国経済については、前回会合以降も雇用を筆頭に、住宅、生産、設備投資関連など軒並み暗い指標が続いていて、大幅な悪化を続けているという判断に変更はないが、その中で、1月、2月の小売売上高の動向に注目が集まっているので、この辺を多少お話しさせて頂く。図表1である。

(1) 前月比ベースであるが、私共がみているベースの小売売上高は、太い実線で書いてあるが、1月が前月比+1.7%、2月が+0.5%ということで、2か月連続で増加をしている。(3)の方に別途の統計を載せているが、これをみるとウォルマートを代表とするディスカウントショップの売上増が、小売売上増の主因であるということであるが、それにしてもこの厳しい雇用環境と、家計部門に大きな逆資産効果が働いている中で、2か月連続増加という動向についての解釈は難しいというふうに思う。たまたま、先週G20に副総裁の陪席で行ってきた時に、場外でこの点について話を聞いてみたが、彼らも強いて理由を探せと言われれば、

いるのではないかとか、

しているのだ

はないか、という説明や、

というふう

うにも思えるが、

な見方であった。ただし、1月、2月連続増加であるので、この小売売上高の数字を前提にすると、実質GDPベースの個人消費は——昨年第3、第4四半期と連続で前期比年率-4%前後で動いていた訳であるが——、足許第1四半期については相当マイナス幅が縮小する。あるいは、人によっては、若干のプラスになる可能性もあるというようなことを言っているので、第1四半期の個人消費の数字は、かなりその前に比べると改

善する可能性が出てきたという点には留意が必要だろうと思う。

次に住宅市場である。図表 2 であるが、住宅市場全体の状況は全く改善していない。(1) の住宅着工は引き続き減少していて、1 月は 46 万 6,000 戸ということで、年率は現行統計開始以来最低水準をこれで 4 か月連続で更新している。住宅の販売の方も新築、中古とも引き続き冴えないので、在庫率は新築、中古とも引き続き高止まりという状況で、これも変化はない。それから、図表 3 であるが、これも前に発表された第 4 四半期のモーゲージの延滞、差押え率であるが、プライムも含めて全体に上昇を続けているということであるので、差押え物件が住宅市場に流れ込んで住宅価格に下押し圧力が掛かるといふ今まで続いた状況は当面も解消されそうにないということを示す数字だろうというふうに思う。

それから、図表 4 である。鉱工業生産の動きを過去のリセッション時と比較してみた。昨年夏頃までは、太い実線——今回のリセッションの動き——は、当時思われていた比較的マイルドなリセッションにとどまるといふ想定に沿う、比較的マイルドな落ち方であったが、昨年秋以降の大きな落ち込みにより、現段階での累積減少幅としては、1981、1982 年の深刻なリセッション時を既に上回る水準まで落ちているというところである。それから、また設備投資も調整が深まっていて、(2) のグラフであるが、先行指標である非国防資本財受注（太い実線）は、大幅な落ち込みを続けている。それから、比較的持ち堪えていたと言われていた非居住用建設支出（細い実線）も、商業不動産ローンの貸出基準の急速なタイト化の影響もあって、ここにきて急速に減ってきている。実質 GDP ベースの設備投資は、昨年第 4 四半期は、前期比年率で  $-21.1\%$  というふうに大きく減少したが、こういう数字をみると、当面大幅な落ち込みは避けられないのではないかというふうにみられている。

次に、図表 5 で雇用をご覧頂く。雇用情勢も引き続き大幅に悪化している。雇用者数の景気のピークからの累積減少幅——これは前回もお見せしたが——は、今リセッションに入って 14 か月目になる 2 月段階で、累積 438.4 万人の減少ということで、1981 年の厳しいリセッション時の 242.3

万人の倍近い減少幅になっており、雇用調整の大きさは極めて顕著である。それから、(2) は、過去のリセッション時の失業率のピークを載せているが、現段階では足許 8.1% である。戦後をみると、1981、1982 年のリセッションの時 10.8% というのが一番高く、その次は、1973～1975 年の時の 9.0% というのが一番高いということで、そうやってみると、もう 8.1% というのはそれに次ぐ 3 番目の水準ということである。今、9% 位まで上昇するという見方は非常に多いので、少なくとも 1973～1975 年の時のピーク位までいくという可能性が段々高くなってきているということである。

以上で主要指標を概ねお見せしたが、図表 6 で米国の実質 GDP をみておくと、ご承知のとおり、事前推計の -3.8% から -6.2% に大幅下方改訂になっている。今、ブルーチップの見通しをみると、第 1 四半期は -5.3%、第 2 四半期は -2.0%、その後第 3 四半期から微かにプラスに転じるというふうに、第 3 四半期からプラスに変わるという姿は、今のところの予想としては、ブルーチップをみる限りでは変わっていない。

次に図表 7、欧州経済である。ユーロ圏経済、英国経済、いずれも大幅な悪化を続けているという判断で変更はない。前回会合以降の指標は、ユーロ圏の景気悪化が続いていることを示すものがほとんどである。個別には申し上げないが、例えば、3. ドイツの海外受注はさらに減少幅が広がって、輸出環境の一段の悪化を示唆しているし、それから 4. ドイツの国内投資財受注も減少が持続している。それからユーロエリアの 8. 消費者コンフィデンスは、統計開始以来最低水準更新等々とあって、良い数字はほとんどないという状況である。その中で、唯一と言って良い明るい指標は 7. 新車登録台数であって、前月比 8.0% 増えて 1,000 万台の大台にまた乗っている。これは昨年 12 月以降、各国で順次導入されている環境基準適合車への買い替えに対する補助金支援措置——ドイツは 2,500 ユーロ、フランスは 1,000 ユーロ、イタリアは 1,500 ユーロを 1 台につき補助してもらえる——の効果が出ているという意味で、政策効果で持ち上げられた数字であるとみておくのが良いということだと思う。ただ、唯一

明るい数字ではあるということである。

それから、図表9、中国である。中国については、大幅に減速しているという判断は変えていないが、先行き減速に歯止めが掛かる可能性が少しずつ増してきているのではないかというふうにみている。今回明らかになった1、2月の指標の多くは、前年の旧正月要因と前年の閏年要因という二つが混ざっているの、なかなか解釈が難しいが、仔細にみると減速は収まりつつあることを示唆している指標があちこちにあるのではないかとみている。まず、改善がはっきりしているPMIであるが、全体でみると①の製造業PMIは、2月まで3か月連続で上昇して50近辺の水準にまで回復、それから輸出向けも含めた②新規受注、それから③生産・購入、いずれも3か月連続で改善して、いずれも50前後まで回復してきているということである。これが改善が一番はっきりしている数字である。それから二番目、(2)の工業生産の数字であるが、1、2月の累計でみると+3.8%ということ、12月は+5.7%であったので、それに比べるとかなり落ちたように見えるが、この発表の時に国家统计局は、昨年が閏年であったということを割引いてみると、この+3.8%という伸び率は+5.2%になるのだと公式に言っているの、そういう意味で言うと+5.7%から+5.2%であるから、まあまあ小幅な減速というふうに見える。それから、私共の局で試算した季調済み前期比でみると、閏年要因を調整したベースでは、1~2月の第4四半期対比は-0.1%ということ、ほぼ横這いという試算になる。PMIが生産、受注など50前後まで持ち直してきているので、それと整合的な解釈なのかなと思う。それから、図表10で1.中国の小売売上であるが、1~2月の累計——これは1Qのところに数字を載せている——が前年比+15.2%と、12月が+19.0%であるので、それよりはこれもまた伸びが落ちているように見えるが、これも閏年要因が多少響いているというふうに考えられる。公式にどれだけ響いているかは発表していないが、多少これで伸びが低めに出ているという可能性は考慮した方が良さだろうと思う。それから、ここに数字は載せていないが1~2月の自動車販売の前年比は+2.7%ということ、12

月の-11.6%からプラスに戻った。これは、1月20日から始まった1,600cc以下の自動車の車両取得税を10%から5%に引き下げたという政策措置が多少効いているのではないかとみられている。それから、4. 固定資産投資（当期）の第1四半期——1~2月累計であるが——をみて頂くと、12月の+21.9%から、1~2月は+26.5%ということで、固定資産投資は伸びを拡大させている。それから、9. 人民元貸出増加額であるが、ここでは伸び率で載せているが、増加額で言うと、1月の1.62兆元に続いて、2月も1.07兆元増ということで、2か月連続で1兆元を超える増加を示しているということである。という中で、明らかに弱かったのは5. 輸出であって、1月の-17.5%から2月は-25.7%と、さらに減少幅が拡大している。こうした動きが、生産面にまたネガティブな波及を及ぼすのかどうかという点については、注意してみていく必要があると思っている。なお、7. 消費者物価の2月であるが、前年比マイナスに転化したことが注目を集めている。やはりこれも特殊要因を多少割り引いた方が良いのかもしれない。去年の2月は、雪害——大雪の影響——で野菜の価格が上昇していた。それから、去年の2月は旧正月であったので、旧正月になると色々物の値段が上がるということが起きている。その裏が出ているということもあるので、そういう去年の裏要因で多少下振れするという点を勘案したうえで、この数字はみておいた方が良いというふうに思っている。

次にインドであるが、第4四半期の実質GDPは、第3四半期の+7.6%から+5.3%ということで、大幅に減速している。内訳では、総固定資本形成が大幅に減速していて、海外からの資金流入の縮小が影響したものであるというふうにみられている。なお、ここには載せていないが、インドについても2月の自動車販売がプラスになっている。四輪車でみると、1月が-17.6%、2月が+2.6%ということで、前年比プラスに戻った。これも税金であって、12月に物品税を4%引き下げ、2月にさらに追加で2%引き下げるということで、物品税引き下げの効果が出ているというふうに一般的にはみられているようである。最後に図表11でNIEs、ASEANをみると、第4四半期の各国の実質GDPが出揃ったので、それを項目

別に並べているが、輸出の減少が内需に波及するという形で、総固定資本形成や消費がはっきりと減少に転じているということが判明している。地域別にみると、やはり輸出依存度の高いNIEsの悪化が顕著。ASEANも全体では悪化しているが、インドネシアやフィリピンのようになおゼロないしプラス成長を維持している国がある。輸出依存度の差が多少出ているということであろうと思う。ただし、こういった第4四半期の数字の後、図表12-1で、1月あるいは2月まで数字が出ているところをみると、多少輸出とか生産で勿論悪化はしているのだが、少しペースが落ちているのかなということがみられないこともない国もある。例えば、台湾の輸出は、1月プラスに戻り、2月もほぼ横這い。それから、韓国も2月は船舶の振れが大きいようであるが、かなりのプラスになっているというような数字もあるし、生産でみると、図表12-2、(3)で韓国の1月の生産はプラス、それから台湾の1月の生産はマイナス幅が落ちている。タイも同じということがあるので、ぽつぽつとまだ単月の数字であるが、多少悪化が和らいでいる心配が、NIEs、ASEANにも出てきているということには一応注目しておいた方が良いと思っている。

以上、総合すると、前回会合時以降米欧アジアとも景気の悪化が続いており、この先も当面世界全体として景気悪化が続くとみられ、景気の底打ちのタイミングは未だ見通せないものの、足許の指標を仔細にみると、景気悪化のペースがやや和らぐ兆しを示す指標もあちこちに散見されるということである。米国や中国を中心とする財政面からの景気刺激策の効果や、企業によるこれまでの大幅な減産の効果などによって、こうした動きが今後広がっていくことになるのかどうかという点、目を凝らして今後みていきたいというふうに思っている。私からの報告は以上である。

白川議長

ご質問あるか。

## 須田委員

中国経済について、少し良い指標がみえているが、このまま上がっていくのか、あるいはもう一回落ちてダブルディップになってしまうのか、その鍵は輸出であるのか、それとも政策であるか。

## 沼波国際局長

また、さらに足が引っ張られるとすると、それは輸出の方ではないか。それに政策として、さらに追加で対応するのかどうかということが次のポイントであるが、それは多分対応するのだろうというふうに思っているので、前回も展望の見通しを私共は変えなかった。彼らはある種のベースラインを守るような政策対応をずっとしていくということだと、おっしゃるとおり再度足を引っ張られるリスクは、やはり輸出の方にあるということだと思う。

## 亀崎委員

先程のパートで少し話が出た中東欧——バルトも含むのだが——はかなり今情勢が悪いようだが、ここだけにとどまらず、特に中東欧は欧州のヒンターランドであったということで相当金融機関が貸し込んでいる。ところが、その割には、南米危機の時の米国の対応とか、アジア危機の時の日本の対応とか、そういった危機意識というのが少し薄いのかなと思うのだが、これは中東欧だけのパートの問題ではなくて、大きく欧州の問題——特に欧州の金融機関、さらには輸出など实体经济——として、あまり深刻ではないのかなと思うのだが、その辺の意識や対応についてどういうふうにもみられているのか。

## 沼波国際局長

欧州は当然深刻にみているが、ではそれを欧州として自分達で全て面倒をみななければいけないと思っているかと言うと多分そうではなくて、それはむしろIMFに駆け込んでくださいと。それに現に駆け込んでいる。今

のところIMFはまだ財政余裕はあるので、そういったところには、割と積極的に対応しているということであるから、IMF主導で物事が今進んでいるということだと思う。だから欧州に危機感がないということではなくて、我が身に跳ね返ってくるお話であるので、それは今IMFが対応してくれていて、何とかしようとしているということではないか。

水野委員

東欧について、金融はもう有名な話であるが、自動車の工場の進出が相当あったな。その影響も凄く出ているという感じではないか。だから、ダブルパンチになっているのでは。

西村副総裁

少しマニアックなことを聞いて申し訳ないのだが、当局による中国の生産の数字で、1~2月は前期比-0.1%位とおっしゃったと思うのだが。

沼波国際局長

それは、当局ではなくて、国際局の試算である。

西村副総裁

それでやった場合、前年比だとどうなるか。つまり、閏年修正をやっているのに、中国の国家統計局の+5.2%というのは些か信じがたいので。

沼波国際局長

私共の試算における前年比の数字であるな。今手許にないので、またご報告する。

須田委員

最近フォローしていないのだが、OPECというか、中東産油国の経済というのはどの程度悪化しているのか。要するに、例えば、車の輸出とい

うところからみると、随分落ちているようなのだが、国全体としての成長率とか、そういった部分ではどういう状況にあるのか。

沼波国際局長

前回の展望の時の見通しでもかなりの成長率低下を勿論見込んでいて、当然そういうことが起きているはずなのだが、一方で中東欧と違うところは、沢山溜め込んできた人達がいるので、何か国自体がどうこうなるということはないという意味で言うと、そういう意味の心配は必要ないという状況は変わっていない。

西村副総裁

G20で が、 ——数字が今手許にないのだが——であったか、 を既に入れて、さらにその追加をしており、基本的にはそれが というような発言をされていた。

中村委員

先程、アメリカの消費について、よく分からないという説明があったが、説明資料の中の2月の個人向け貸出が、全体が減っている中、2か月連続で増えているという記述について、これも背景が分からないのか。

沼波国際局長

これも分からない。ひょっとすると、その二つが関係しているのかどうか。小売が良かったことと、個人向け、例えばクレジットカードで買う人が増えたから消費も増え、クレジットカード向けの貸出も増えたということなのかもしれないが、やはりこれもどちらも謎である。どちらもそういった理由だとすれば、それは良い話では勿論あるのだが、全体の貸出は落ちているので、なぜ個人向けだけなのかというのは、謎である。

野田委員

図表 1 の (3) の小売売上のジャンル別というか、セグメント別をみると相当極端であるな。先程の市場ではないが、二極化がはっきりしている。これは、むしろ本格的な回復をネガティブにみた方が良いと理解する方が自然なのかなという気もしないではないのだが、好転している材料として使っているのか、それともそうではない材料で使おうとしているのか。むしろ私は逆にネガティブな方に思えるが。

水野委員

デフレーターを使って何かやっているのではないか。

野田委員

これはディスカウントストアでしか売れていないということであるな。

沼波国際局長

然り。

水野委員

百貨店と高級店の売上状況が非常に悪い。

沼波国際局長

ディスカウントショップでさえ売れないという状況である。

野田委員

ウォルマートは、何とかずっとプラスできている。

須田委員

これは、名目だな。

亀崎委員

安物志向へ走っているということであるな。

沼波国際局長

然り。

西村副総裁

その割にはホールセールクラブもあまり良くない。ホールセールクラブもディスカウントである。基本的にウォルマートの単なる一人勝ちを意味しているような気がする。

沼波国際局長

1970年以降のアメリカのGDPの統計を改めてみてみると、2四半期連続で個人消費の減少というのはあるが、1970年以降、3四半期連続は今までもない。1980年代のあの時でさえ2四半期連続であった。3四半期連続となると、相当減多にないことだというふうに考えると、  
は、  
こういう数字をみるとアメリカの消費者は

なという気もするが、  
というような言い方をしていた。

野田委員

言いたかったのは、ちょっとした振れとか、先程お示しになったアジアなどの数字も相当落ち込んだ後の振れというような見方をしておいた方が良いのかなと、ちょっと悲観的にみているのだが。

沼波国際局長

基本はとても悪いという状況は、もう皆様シェアされているので、そういう中で、そうは言っても多少変化があるかもしれないということを情報としてお伝えしておくのは必要だということで、申し上げている。これをプレイアップしてもう大丈夫だと言うつもりは毛頭ないので、誤解のない

ように。

野田委員

それを理解したうえで、さらに申し上げたつもりである。

白川議長

他にご質問あるか。時間が少し中途半端なのだが、トイレ休憩ということで3時10分に再開する。時間はそんなにないが、3時10分に再開とする。

(15時03分中断、15時10分再開)

白川議長

それでは、決定会合を再開する。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

国内経済情勢の報告をお願いする。

門間調査統計局長

それでは、資料－4（参考計表）、図表1をまずご覧頂きたい。GDP統計であるが、10～12月の2次QEは前期比－3.2%となった。年率で－12.1%である。1次QEの－3.3%、年率－12.7%から僅かに上方修正となったが、大幅なマイナスであることには変わりはない。若干の上方修正の主因は、在庫投資であり、+0.4%ポイントであった寄与度が、+0.5%ポイントへと原材料在庫を中心に上方修正された。ほぼ、イメージどおりであって、特段のサプライズはない。結局、10～12月の日本経済であるが、最終需要が外需を中心に歴史的な落ち込みとなる一方で、在庫が大幅に積み上がったという点が特徴である。そして、1～3月は、最終需要の

大幅な減少が続いていることに加えて、今度は在庫調整も行なわれている。在庫投資というのは、正確にはこの標題にもあるように、民間在庫品増加であるので、仮に在庫調整があまり進まなくて、在庫が増え続けるような場合であっても、その増え方が小さくなりさえすれば、在庫投資の寄与度というのはマイナスになる。しかし、実際には、在庫水準は1～3月に恐らく減少に向かっている可能性が高いので、そうすると在庫投資の寄与度は相当大きなマイナスになるということも有り得る。この後、ご紹介していく最終需要も弱いので、常識的に考えれば1～3月のGDPは、10～12月以上のマイナスになるという可能性が高いのではないかというふうに考えている。今の時点では、どの位マイナスになるかというところはまだ分からないのだが、予想としてではなくて、あくまで数字の関係ということで申し上げますと、1～3月の前期比が10～12月並みの-3.2%となると、2008年度の仕上がりは-2.8%になる。その場合の2009年度へのゲタは、-4.1%となる。それから、仮にであるが、1～3月のマイナス幅が4%位まで拡大するということになると、2008年度の仕上がりはちょうど-3%で、2009年度へのゲタは-4.7%ということになる。

GDP統計は以上であって、以下1月のデータを中心にレビューをしていく。最初に輸出入である。図表5をご覧ください。1月の実質輸出であるが、前月比-15.8%となって、四半期ベースでは、大幅に減少した10～12月からさらに25.6%減少している。春節が、今年は1月中であったことが数字の押し下げに効いているとみられることを考慮する必要があるが、輸出の減少テンポが、1月以降さらに加速していることはほぼ疑う余地がない。実質輸入も、1月の10～12月対比が-10%と漸くはつきりと減少に転じているが、何せ輸出の落ち込み方が激烈であるので、図表6の(2)をご覧くださいと、実質貿易収支は、まさにつるべ落しの状況である。この先、2月、3月のデータを見る必要はあるが、1～3月も純輸出は大幅なマイナスのスタートとなっている。それから、実質輸出の内訳であるが、図表7(1)の地域別、第1四半期の欄をご覧くださいと、どの地域向けも万遍なく2割、3割というオーダーで落ちている。10～12月の特徴は、EU

向けと東アジア向けのハードランディングであった訳であるが、1月はそれらEU向け、東アジア向けが、急速な減少を続けると同時に、米国向けが-33%、その他向けが-22%ということで、この2地域向けの減少幅が大幅に拡大していることが特徴である。当初の米国発のショックが、その次には物作りを中心とする地域を直撃して、そうした負の連鎖が今地球を覆い尽くしているという状況が日本の輸出からみえるということである。この1月の米国向けとその他向けの減少の加速であるが、主として自動車のさらなる落ち込みによるものであって、従って(2)の表で輸出全体の財別をご覧頂くと、自動車関連が前期比-44.6%と特に激しい減少になっている。しかし、他の財も自動車程ではないと言うだけであって、全て激減である。輸出関連は以上である。

次に設備投資にいく。図表14である。この4面グラフのそれぞれ太い実線が設備投資であるが、10~12月の減少が一番大きいのは、(2)の製造業の中堅・中小企業であった。(3)、(4)の非製造業は、特に除くリース業ベース(太い灰色)で見ると、足許の変化は大きくはない。(1)製造業・大企業についても、はっきりと減少し始めているけれども、本格的な減少局面になっていくのは、むしろこれからだと思っている。この点、最近のマイクロ情報でも、年度ベースでみた製造業・大企業の投資計画の見直しは、2008年度はもうあまり間に合わないが、2009年度の絞込みはかなり大幅になるというふうに聞かれている。この点は、4月1日公表予定の短観で、計数的にも確認されていくと考えている。なお、この図表で、キャッシュ・フロー(細い実線)であるが、やはり(1)の製造業・大企業の落ち込み方が尋常ではないということである。投資キャッシュ・フローが急には抑えられない中で、営業キャッシュ・フローが急速に落ち込んで資金繰りにプレッシャーが掛かったという、これまで聞かれてきた話が確認されたということである。これは、10~12月であるが、1~3月はこのキャッシュ・フローがさらに落ちていると想像される。そのことがほぼ予測された昨年末の段階で、企業の予備的な資金需要が強まったというふうを考えるのが適切かと思う。次に設備投資の指標であるが、図表

15 の (1) の資本財総供給で、太い黒実線のベースで数字を申し上げると、1月の10～12月対比が-9.9%、1割の落ち込みである。それから、(2)の稼働率であるが、太い実線が10～12月まで出ているが、この後1月までデータが延びていて、左目盛で68.0まで低下——目盛が足りていないのだが——しているという状況である。それから、図表16の先行指標であるが、(1)の機械受注(太い実線)が、1月が出ていてグラフも伸ばしているが、10～12月対比で-10.1%である。1～3月の見通しは、増加見通しが多分参考にはならないと前回申し上げたが、そのとおり、やはり1～3月も減少が続く蓋然性が高そうである。特に、製造業(細い実線)が、1月の10～12月対比が35%減少している。加工、素材を問わず全業種で減少をしている。なお、この図表の外数であって、ここには書いていないけれども、外需の機械受注の落ち方はもっと凄まじくて、10～12月に前期比34%減少した後、その10～12月対比1月はさらに43%減少している。設備投資の急速な収縮が内外で進行中ということである。一方、(2)の建築着工は意外に持ち堪えていて、民間合計——太い実線——の右端の1月分は、10～12月対比で+11.2%になっている。鉱工業は弱いのだが、1月は非製造業が増加した。非製造業の中身としては、倉庫の増加が目立っている。ただし、これは単月の振れという面もあるとみられるほか、ミクロ情報では不動産や小売の投資意欲は弱まっているので、先行きは非製造業も含めて弱い基調で推移する可能性が高いというふうに見ている。

次に法人季報の企業収益を確認しておくと、図表17、<法人季報・売上高経常利益率>の表の売上高経常利益率であるが、全産業・全規模でみて昨年4～6月の4.01%から2.71%、そして1.76%と急低下をしてきている。特に10～12月は製造業が激しく落ち込んで、中でも製造業・大企業は-0.85%と、現行統計開始以来初の経常段階での赤字に陥っている。このグラフは、図表18のとおりであって、1～3月はさらに赤字が大きくなると予想される。なお、この表にはないが、こうした収益急減の裏返しとして、労働分配率が大きく足許跳ね上がっている。どの位跳ね上がって

いるか参考までに申し上げておくと、法人季報の全産業・全規模ベースでは前回ピークが2001年後半になるが、それが72%を若干超えた水準であり、その後、景気拡大の中で低下をして65%前後で推移していた。それが直近一気に73%近くまで、つまり前回ピークを幾分上回るころまでもう上昇している。1～3月は、これがさらに上昇すると予想される。こうした足許の労働分配率の急上昇は、言うまでもなく、雇用の過剰感の急速な強まりとGDPギャップの大幅な悪化ということの意味するものと考えられる。

企業部門は以上であって、次に家計部門に行く。図表20であるが、1月の指標は需要側でみる限りまずまずの小康状態である。消費水準指数の除く住居等のベースで、1月の10～12月対比が+0.6%、家計消費状況調査が+1.1%ということで、いずれも若干プラスになっている。しかし、乗用車は引き続き大幅なマイナスであるし、商業販売統計の全国百貨店とか旅行、外食は、相変わらず不振である。消費者の節約行動は、引き続き鮮明ということかと思う。意外に堅調なのが、商業販売統計の家電販売であって、1月は、10～12月対比でここには+6.5%と書いてあるが、改訂されて+7.6%と盛り返している。以上、全体で個人消費はどうかというと、図表23(3)の消費包括指数の細い線の右端が、1月の10～12月対比の数字だが-1.2%である。これは主に乗用車の販売不振が効いていて、10～12月よりも若干マイナスが大きくなっている。まだ、1月分だけであるが、ここまでみてきた輸出、設備投資に加えて、この個人消費も1～3月のスタートが弱いということである。ただし、個人消費は、急速に落ち込んでいる訳ではなく、それなりに持ち堪えているという面もなくはない。プラス要因は、やはり価格の下落であって、景気ウォッチャー調査などをみても、ガソリンや灯油の価格下落が消費者マインドの下げ止まりに寄与しているというふうに見られるし、それから全体的な傾向として、やはり価格が安い、ないしは引き下げられているもの——例えば先程の家電とか、それ以外でもアジア向けの格安旅行、あるいはスーパーのプライベートブランド、ファストフード——が、それなりに健闘しているという状況であ

る。一方でマイナス面としては、やはり乗用車とか百貨店など、選択的消費が著しく悪いという状況が続いているし、それから賃金、雇用情勢の悪化の影響がこれから懸念されるということかと思う。個人消費は以上である。

次に住宅にいく。図表 25 であるが、住宅着工の 1 月の総戸数は、年率 95.7 万戸まで減少している。特に分譲や貸家系のうち、ここには示していない内訳の分譲マンション、貸家マンションの減少が大きくなっている。ただ、このところマンションの一戸当たり新規販売価格が、徐々に低下してきていることがデータで確認されているし、アネクドータルには再販業者等により、大幅なディスカウント販売が広がってきている。住宅減税も多少なりとも後押しになっているという声も聞かれ、割安物件を中心にマンションの販売の現場には活気が戻ってきているという状況である。実際に、図表 26 の (2) であるが、細い実線の期末在庫——このグラフの右端は 1 月末なのだが——は、昨日 2 月末のデータが入っていて、右目盛で 1.53 万戸という辺りまで、久方振りにはっきりと減少している。勿論冷静にみると、高水準の在庫が漸く調整が始まったという段階であるので、新規の着工の回復に至るには、まだかなりの時間がかかるけれども、そういう変化は出てきているということかと思う。ただ、GDP ベースの住宅投資は、10~12 月に一旦小幅プラスになったが、1~3 月以降は足許の着工の悪化等を反映して当面はマイナスが続くというふうに考えている。

次に生産である。図表 27 であるが、1 月の生産は確報で若干変わって、前月比 -10.2% になっている。予測指数を繋げた 1~3 月の予測であるが、欄外に -22.4% と書いているが、これが -22.7% になる。ミクロ情報なども加味すると、10~12 月の -12% に続いて、1~3 月はその倍、-25% 位のペースで生産が落ち込むことになりそうである。ただし、第一にその状況というのは、前月の段階で予想されていた姿からあまり変わっておらず、これまで毎月大きなネガティブ・サプライズがあったことからすると、その状況は変わってきているということかと思う。それから、第二にそのことと関連するけれども、3 月の予測指数が単月では小幅プラスになってい

て、このプラスが本当に実現するかどうかは分からないけれども、生産の減少に歯止めが掛かる兆しが数字として初めて出てきているということの意味は小さくないと思う。実際、ミクロ情報でも、在庫調整は着実に進んでいるようであって、4~6月の生産の減少幅が5%以内にまで大幅に縮小するという前月段階の見通しが今月もそのまま維持されている。これは、1~3月からのマイナスのゲタを考えると、4~6月期中では生産は増加に向かうということの意味する数字になる。勿論、その程度については、なお幅を持ってしておく必要はあるが、今月のポイントは、4~6月辺りまでの状況についての企業の見方が、この1か月間で変わらなかった、下方修正されなかったということかと思う。業種別にもほぼ前回申し上げたとおりであって、減産を逸早く進めていた自動車は、5月頃から生産水準がはつきりと上がっていくという想定であるし、4~6月全体でも恐らく自動車はプラスになるということのようである。この間、電子部品・デバイスについては、在庫調整は進み始めたが、4~6月はまだマイナスが残るという予想である。一方、先程も申し上げたけれども、設備投資は内外で今まさに減少が続いているので、その影響を受ける一般機械とか重電は、4~6月も大幅な減少が続くという予想になっている。いずれにしても、これから夏頃にかけて、生産の底入れ感が一旦は出てくるとみられるが、それはあくまでも在庫調整の進展によるものであって、内外の最終需要については、引き続き深い霧の中にある。中国の景気対策の効果についても全くない訳ではないということではあるが、それだけでは力不足という見方が一般的であるし、最大のポイントである欧米の金融の安定化、コンフィデンスの回復、ここがまだ明確にみえてこないというところで、輸出、生産の年後半の動向については、まだかなりの不透明感を持っている先が多いという状況である。生産は以上である。

次に雇用関連にいく。図表 31 をご覧頂きたい。生産や最終需要に比べると雇用のハードデータは1月までみても依然として緩やかな悪化にとどまっている。すなわち、<労働力調査>であるが、雇用者数の1月の前年比が+0.1%とずっとゼロ近傍の動きでほとんど変化がない。また、そ

のことに関係するが、同じ表の完全失業率、これも1月は4.1%と12月対比ではむしろ幾分改善をしている。前月12月に0.5%ポイント上昇して、それが何十年か振りだと大騒ぎされたが、そのデータ自体もご覧のように季節調整替えて均されてしまって、特に四半期ベースでみると、4.0%、4.0%、4.1%と非常に穏やかになっている。ただし、従来から申し上げているように、この労働力調査は、数か月単位で実勢とずれ得るというデータ特性があるので、もう少し気長にみていく必要がある。この点、〈毎月勤労統計〉の常用労働者数の方はもう少し変化がはっきりと出てきている。1月の前年比が+1.0%、12月に比べればあまり変わっていないけれども、7~9月の+1.5%と比べると基調的に伸び率が落ちてきている。内訳も、製造業が1月は-0.5%と明らかに弱くなってきている。今のところ、非製造業の吸収力が効いているので、全体で見れば弱くなり方は緩やかである。この製造業、非製造業の違いについては、実は図表32の新規求人のデータの方も多少特徴があって、(3)の新規求人前年比の業種別内訳をみると、製造業はマイナス幅の拡大が明確になってきているけれども、その一方で建設、卸小売、飲食、サービスについては、求人のマイナス幅が足許むしろ幾分縮小傾向にある。こうした傾向がいつまで続くかは分からないが、取り敢えず足許は、非製造業では求人の減り方が緩やかになるという動きになっていて、その結果、製造、非製造合わせた全体の新規求人のレベルだが、(2)のグラフにあるように、足許の減少ペースが若干緩やかになっている。むしろ、足許の問題は点線で示した求職が急速に増加をしているということであって、数字で申し上げると、1月の求職は前年比+30.7%になっている。こういったペースで求職が増えている以上、この先例え求人が追加的にそんなに減らなくても、ミスマッチ要因等もあって結果的に職がなかなかみつからない人が増えていくという可能性は高いと考えられるので、やはり今後失業率がはっきりと上昇していくという展開を意識していく必要がある。それから、この間、図表33の(3)の所定外労働時間が大幅に減少している点、それからさらに図表35になるが、(1)の所定外給与を中心に賃金の減少傾向が目立ってきて

いる点、といった辺りはほぼ予想された展開である。雇用関連は以上である。

次に物価に行く。図表 37 であるが、国際商品市況については、急落した後、横這い状態が 2、3 か月続いている。多少気になる点を申し上げると、(3) の DRAM が、一旦回復した後再び軟調になってきている。それから、ここにはグラフは掲載していないけれども、鋼材や鉄鉱石のアジア市況、アジアのスポット価格も一時中国の需要増加期待から持ち直していたが、最近は再び軟調である。このように各種素材の需給は、足許なお一進一退で、はっきりと引き締め方向に転じたとは言えない状態にある。ただ、一進一退、つまり均して横這いという状態が続いているので、3 か月前比でみた物価の下落は、止まってきているということである。そこで、図表 38 であるが、輸入物価の 3 か月前比が 2 月は -14.4% までマイナスが縮小してきている。来月の 3 月の 3 か月前比は、為替が幾分円安方向ということがあるので、恐らくゼロにかなり近いところまでマイナスが小さくなっていくという可能性が高いと思う。それを踏まえて、国内企業物価を図表 40 でご覧頂くと、やはりこれも 3 か月前比でみて 2 月は -2.7% までマイナス幅が縮小している。主因は石油製品や非鉄金属のマイナス幅が縮小しているということである。これも、3 月は恐らく -1% 台位まではマイナスが縮小するというふうに見ている。ただし、同時にこの国内企業物価の場合には、国内需給が緩んできているので、鉄鋼・建材関連（縦縞）とか、素材（斜め線）のマイナスが、春以降も残る可能性が高いとみている。10~12 月頃に若干プラスに出ていた機械類（薄いグレー）も足許は自動車部品の値下がり等を中心にプラスが消えてきている。このように C G P I は、国際商品市況急落の影響が抜けてくるここから先も、ある程度マイナスが残っていくというふうと考えている。特に、(1) の前年比では去年の裏もあるから、マイナス幅はこれからむしろ拡大していくという段階にある。

最後に消費者物価であるが、図表 43 である。消費者物価はこれまでのところ概ね想定どおりの展開であって、(1) の直近 1 月の前年比が 0.0%

となっている。除く食料・エネルギー（細い実線）は、 $-0.2\%$ となっているが、その背景となっているのが、(3)の一般サービスのプラス幅縮小である。要因分解をみて頂くと、斜め線のプラス幅が縮小していて、これは主に外国パック旅行と宿泊料である。それに加えて灰色部分の家賃のマイナス幅が拡大をしている。今申し上げた中には、宿泊料のように月々の振れとみられるものもあるが、この先やはり除く食料・エネルギーでみて、プラスになる可能性よりはマイナスを続ける可能性の方が高いというふうに考えている。勿論、そのこと自体も想定範囲内であるので、CPIの先行きについても見方は変わっていない。2月から4月までゼロ近傍ないし若干のマイナス、5月以降ははっきりとマイナスというふうに考えている。

以上、本日申し上げてきたことを総合すると、景気は大幅に悪化をしているというこれまでの現状評価に変化はない。少し先までみても、これまでと基本的には変わらない。エンカレッジな側面としては、在庫調整の進展によって、年央にかけて生産の減少に歯止めが掛かってきそうであるという点がある。逆に設備投資の減少と雇用調整がこれから厳しい局面を迎えていきそうであるということと、年央以降の海外経済の回復シナリオについては、依然として不確実性が大きい、その二点が注意すべき点ということかと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

先程、新規求職申込件数が非常に増えているという説明があったが、その背景はどういうふうに捉えているのか。

門間調査統計局長

三つ位あると思うのだが、一つは、求職の統計と労調がもしかしたら整

合的でないかもしれない。つまり労調は、少し申し上げたが、必ずしも数か月単位では実勢を表わさない局面がある。であるから、実勢としては、今、労調よりも、もしかしたら雇用が悪いかもしれないという点が一点である。それから、二点目は、明らかに確認されていることとして、賃金は低下し始めている。特に所定外が減っているので、亭主の稼ぎが減ったので、私が働きに行くというタイプの女性の労働参加が増えているという点が二つ目。それから三つ目は、期間従業員等でもう2月、3月、4月で職がなくなるということが分かっている人々が、求職を始めているということが結構効いていると思う。現に、職場の上司が、どっちみち仕事がないのだから、求職に専念しても良いという例が結構あると聞かれているので、やはり予備的な失業者のような人達が求職を始めているという可能性が結構高いというふうに見ている。

#### 亀崎委員

日本のGDPの最大の柱である個人消費なのだが、先程お話にあったように1~3月はスタートが弱いけれど、何とか持ち堪えると。また、これからCPIはマイナス、それから国内企業物価もかなりマイナスが続くという中で、自動車重量税の減税だとか、住宅ローンの減税の延長だとか、それから高速道路料金を安くするとか、あと定額給付金など色々な動きが片方である。他方では、先程の企業収益が大幅に悪化して、雇用の過剰感もあって、賃金情勢も厳しいと。ただし、ずっと長い目でみてみると、日本の個人消費というのは、あまり大きな振れがなくきている。それが、今のような物価も下がる中で、この先、やはり振れが大きくなり底堅いものであるのかどうかについて、先程の取り巻く情勢等を踏まえてどうみているのか。

#### 門間調査統計局長

今回は、やはりこの先は下振れリスクの方が大きいのではないかというふうに見ている。勿論おっしゃったように今個人消費を支えているのは、

価格が下落している、あるいは価格を下げる努力を企業がしているということと、それから一部の政策の効果ということかと思うが、それだけでこれから恐らく生じるであろう大量の雇用の減少とか、賃金の減少を十分に食い止められるかどうかというところは、やはり相当ダウンサイドの方をむしろ警戒しながらみていく必要があるという状況かと思っている。単純に言うと、今は民間のエコノミストの見方も 2009 年度の成長率について、4%位マイナスなのではないかという見方が増えてきているので、デフレーターがあまり変わらないとすると、名目でそれ位減る訳である。従って、労働分配率をあまり変えないように企業が行動を採るとすると、やはり雇用者報酬も 4~5%減ってしまうという可能性がある。そういった中で、今申し上げた多少のポジティブな材料がどれ位活かされるかという戦いなので、非常に苦しい戦いである。

中村委員

そうすると今、失業率は 4.1%だが、これから相当失業率が上がっていくというふうにみているのか。

門間調査統計局長

そこは一つには、政策でどれ位雇用を守るかどうかということとも関連すると思う。やはり一番ポイントになるのは、雇用調整助成金をどの位積み増すのかということかと思う。なかなか定量的には、私も答えはないが、現に雇用がどんどん切られていない背景には、取り敢えず企業内失業が増えているという面もあるようである。例えば、労調のデータの中に休業者というのがあるのだが、一応雇用されている——賃金を貰っている——のだけれども仕事はしていないという人が結構増えている。この 1 年間で 20 万人位増えている。それから、あと、働いていても一週間の労働時間が 10 時間を切っているという人も 30 万人位増えている。であるから、50 万人分が本当はもし放っておけば失業していたかもしれないと考えると、それだけで失業率を 0.8%位押し上げるというような数字であるから、失

業率が上がるかどうかということと、それを押しとどめるための雇用維持のための政策的インセンティブをどの程度付けるかと、そのまさにせめぎ合いがこれから起きてくるということかと思う。

西村副総裁

ワークシェアリングは、どの位効果があるか。先程の短時間労働の話は、ある程度ワークシェアリングの試みをやっているというふうにもみえないこともない。

門間調査統計局長

ワークシェアリングというのも非常に制度的にしっかりとしたものがある訳ではないので、取り敢えず今、企業が直ぐにはなかなか雇用をカットできないので、生産の低下に対して時間を縮めている、操業日数を減らしている、止むに止まれずやっているとタイプのものである。であるから、これをどの位持続性があるものにしていけるのか、あるいは安定的にしていけるのかというところは、これは労働組合と企業との合意に基づくところが大きいし、それに加えて、それを政策的に後押しすることができるかどうかということであるので、今のところそこはどのような均衡に落ち着いていくのか、まだみえてはいない。

野田委員

製造業を非製造業がカバーしているとは言いながらも、少なくとも求人などをみても非製造業も減っている訳で、減り方が小さいというだけである。一時非製造業がかなりカバーするのではないかというような見方があったのだが、この足許の急激な景気全体の悪化により、この辺は変化しているのか。

門間調査統計局長

元々非製造業がある程度吸収してくれるのではないかという話は、ミス

マッチを乗り越えて上手く労働が移動すればという話である。その過程が現実に満たされるかどうかというところについては、まだ時間が経っていないから今のところまだみえてきていない。勿論、就業支援とか、それから教育訓練とか色々なことをやろうとしているが、まだその成果が本当に出るかどうかというのは分からない。

野田委員

アネクでは、ほとんど求人しても集まらないという状態にある。

門間調査統計局長

そうである。介護などは典型であるが、そうではないところ——ファミレスとか割と一般的な小売とか飲食——でも、なかなか人が集まらないというケースが結構多い。一つは、まず製造業に勤めていた人達が、本当に諦めきれていない——もう少し時間が経てば、また良くなるかもしれないという希望を捨てていない——ことと、それからまさにミスマッチを解消するための新しい努力とか、あるいは支援とか、そういうものがまだ効果が出てきていないということの両方なので、ここは今後の時間の経過とともにどのように人々が行動していき、それを環境整備も含めて、どのように後押ししていけるかということだと思うが。

須田委員

政府では、色々そのための補助金のようなものを出している。それは、効いていないというのか。

門間調査統計局長

取り敢えず、雇用調整助成金を受けている企業が増えているということであるので、足許のところまでは効いているが、このペースでいくと、とてもではないが予算が足りないということで、まさに補正で付けようとしている訳である。であるから、先程申し上げたけれど、まさにこれから失

業予備軍がどんどん増えていくということと、政府のお財布がどの位潤沢に用意されるかということとのまさに兼ね合いということになってくるので、これもそういう両方のバランスで決まっていくということである。

須田委員

1月分の第3次産業活動指数が予想外にプラスになった中で、雇用のプラス方向というのがやはり医療、福祉という部分だから、そういった意味では少し人がそちらの方に行くようになっているというように思っているのではないかな。

門間調査統計局長

この1か月だけのデータでそこまで言えるかどうか、むしろアネクドータルになかなか人が集まらないという声の方が今のところ大きいように思う。

須田委員

短期ではなくても、そちらの部分というのは、やはり増えていると。

門間調査統計局長

少なくとも国民の意識としては、そちらの方向に今あると思うが、それを実現していける意思とコミットメントが続くかどうかというところがポイントである。

野田委員

労働力調査などをみていると、業種的にはかろうじて増えている業種であるな。

門間調査統計局長

然り。これはトレンドで増えているので。

## 中村委員

日本の生産、輸出が激減しているのだが、確かに海外の消費が減っているということはあるが、大手メーカーにとって、生産の調整を一番やりやすいのが日本であるため、過度に皺寄せがきて、こうした大きな減少になっているということはないのか。例えば、自動車メーカーについてみると、イギリスではせいぜい希望退職を募る位であるほか、米国では日本以上に工場を閉鎖することが難しいようだ。

## 門間調査統計局長

短期的には多少あるかもしれない。やはり、限界的には相当非正規のところではバッファを厚めにしていたので、そこをばっと切ったということ、それから伝統的に日本は時間外を相当バッファで使っているので、今回も相当上手くバッファを使って、人を最低限切らずにここまで持ち堪えてきたという状況があるが、逆に言うと、バッファを使えば落とせる訳である。ということで、相当やはり生産が減らせた背景には、そういったまさにホームカントリーで労働市場の特性なども良く理解しながらある程度対応できたという面はあると思う。ただ、少し長い目でみると、やはり今後1年、2年位の中で、内外で希望退職を募る、あるいは雇用を削減していくという場合に、これはやはり相当海外の方のウエイトが上がってくる可能性が高いと思っているので、短期と中長期でずれるかもしれない。

## 須田委員

調査統計局のメモによると、タイではやはり相当人を切っていくという話もあったので、そういった問題も結構起こってしまうかなど。要するに先進国はできないかもしれないが、結構エマージング諸国では、現地の雇用をかなりの大ききで切っていくという部分がこれから出てくるのかなという。

門間調査統計局長

それは、あると思う。

水野委員

東京商工リサーチの調査があって、この間少しみていたら早期退職者を募集した企業が3月5日現在で81社と、去年1年分に既に達した状況であるから、やはり雇用のところというのは正社員のところも減ってくるという方向でみていた方が良くということだな。

門間調査統計局長

然り。

水野委員

先程、説明を受けたところで、敢えて他の問題がなければ良いのだが、日本のレーバリー・モビリティが進まない理由というのは、ミスマッチの問題が一番大きいのかなと思ってはいるのだが。あとはやはりセーフティネット——職業訓練とか——のところができていないということなのか。

門間調査統計局長

これは、以前説明したようにやはり日本の社会保障の中で就業支援等のレーバリー関連の支出というのは、非常にウェイトが低い。そこにやはりお金をかけていないということが大きいのと、それからこれもずっと言われていることであるが、ある種やはり大企業に残っているシニアリティ・システムの残滓というか、多少中高年を中心に賃金が硬直的であるということもあると思う。

水野委員

だから日本独特な部分が消えてこないとなかなか高まらないと。そうは言いながら、まだ残滓というか残っているな。

門間調査統計局長

そうである。それと、今回の場合は、あくまでもショックが物凄く大きいので、これに対してはなかなか最適なポジションにそう簡単にはいきにくいということは、相当大きいと思う。

西村副総裁

少し一点だけそれに付け加えたいのは、モビリティが低いのは日本だけではなくて、ヨーロッパは特に低い。これに対して、アメリカで良く言われていることは、地域間の移動が多い。だから、同じところで違う職業に入るという意味ではなくて、新しいところにおいて、似た職業に就くという形のモビリティが高いということである。従ってこういった非常に大きなストラクチャルな問題が出てきた時に、上手く調整できるかというのは、これほどこの国も大きな問題で、特に日本だけの問題ではない。

水野委員

それはパネルデータを私は使っていたので、アメリカをみていると地域間の移動が多い。

西村副総裁

要するにどういうことかと言うと、アメリカの場合、今までは地域でばらつきがあったので、逆に言えば、移動することによって上手く乗り越えたのだが、今回のように全体が落ちると非常に厳しい状況になる。

水野委員

全体が悪いとやはり。どこも。国に関わらず。

野田委員

図表 30、生産・出荷・在庫の在庫循環表で、第 1 四半期はもう随分左

の方にいっているのだが、2009年の第3四半期——第2四半期はもう少しまだ悪いのだろうが——辺りでどの位のところまで戻るとみていれば宜しいか。

門間調査統計局長

これは、前年比で書いているので。

野田委員

前年比だから、戻り方がもっと遅くなるということであるな。

門間調査統計局長

然り。逆に言うと、2008年の第4四半期で急に悪くなっているから、そこも前年比にすると、2009年の第4四半期で急に良くなる。ただ、前期比イメージで言うと、やはり第3四半期辺りにある程度良くなるという方向性を一応標準型としては思い描いてはいるのだが、それは、在庫調整が進むということのみによってある程度そうなるということと、それプラス・アルファでやはりその頃から海外の需要が少し出てくるということである。その後者の方については、まだ不確実性が大きいので、そこは依然としてポイントであるということになるが、瞬間風速では、第3四半期辺りにある程度明確に改善していくというイメージを持っている。

野田委員

マイクロヒアリングだけでは、その辺はなかなかみえない。良く聞かれているのは、生産だけであるな。マイクロヒアリングで、我々が聞いているのは、生産だけなので。

門間調査統計局長

数字はそうである。

野田委員

在庫とか、出荷の状態というのは、過去のトレンドから推測するという手法なのか。ヒアリングの中には入っていないということか。

門間調査統計局長

生産とか、生産の計画の背後にある考え方をある種整合的に数値化しているというものである。

白川議長

他にないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、次に金融環境の報告をお願いします。

雨宮企画局長

それでは、資料-5(参考計表)に基づいてご説明する。まず、図表1、家計・企業のインフレ予想であるが、前回会合以降新しく出たデータとしては、(2)消費動向調査から算出した<1年後の予想インフレ率>である。お手許の図表では1月分が1.6%であるが、先週新しいデータが出ていて、2月調査では極く僅かに下がっていて、1.5%ということであるので、足許の物価にラグを持ちながら1年後の予想インフレ率は少しずつ低下しているという状況である。図表2、エコノミスト・市場のインフレ予想で、(1)のESPのフォーキャストであるが、これも時を追うにつれて、段々下方にシフトをしていて、太線の3月調査では、尖っているところ——今年の第3四半期——で-1.98%となっていて、年度で言うと、2009年度が-1.3%、2010年度が-0.3%ということになっている。それから、(4)のインプライド・フォワード・レートの3年から10年、ここのところ段々下がってきたということをご報告しているが、足許では若干反転していて、

足許だけとると横這いの動きということであった。それから、政策金利の評価であるが、図表 3 をご覧頂いて、まず実質コールレートと成長率の比較であるが、(1)の一番右側をご覧頂くと、1年半振りにプラスになった。これは、第 1 四半期のデータとして、コールレート、1、2 月の値であるので 0.1%。C P I はコアでいって 1 月の前年比が 0.0%であるので、実質金利はほぼゼロということで、かつて大分マイナスであったものが、プラス、もしくはゼロの領域に戻ってきた訳である。ただ、まだ GDP トレンドが 1%少しあるので、(2) でご覧頂くと、戻ってきたけれどもまだ緩和的というのが、ここの評価である。一方、これに対して、図表 4 (1) テイラー・ルールで計算したテイラー金利との比較でみると、GDP ギャップが相当効いてくるので、テイラー・ルールが指し示す金利はマイナス、従ってそれとの乖離も大分引き締め方向になっているというのが (2) のグラフである。以上が、政策金利評価である。

企業の資金調達コスト関連であるが、図表 5 をご覧頂きたい。全体としては、貸出金利と C P 金利が明確に下がり、社債金利があまり下がっていないという図である。まず、貸出金利であるが、1 月、短プラが 1.475%と下がっているので、これが段々浸透して行って、約定平均金利をみても短期、長期、それから総合（除く交付税特会向け）をみると、1 月 1.593%ということで、徐々に低下しているという傾向が明らかになっているということかと思う。それから、C P の発行レートであるが、3 か月物以上の平均発行レートをご覧頂いて、12 月の 1.42%から 1 月 0.84%とかなり下がって、2 月も 0.84%で一応横這いである。3 月の上旬 10 日間の平均値を申し上げると、0.12%に続く a - 1 + 格が——先程話題も出ていたが——、-0.04%、a - 1 格の 0.61%に続くものが 0.51%ということでこちらも下がっている。ただし、a - 2 格は——サンプルが少ないのでごくしゃくしているが——、あまり下がっていないという図であるので、少なくとも a - 1 格以上はかなり低下している。a - 1 + 格に至っては、これは実は統計上の問題もあるのだが、マイナスが付いたということである。統計上の問題というのは、算出する時に期間を全部一緒にして平均をとっ

たうえで、TB3か月と比べているので、そういった問題もあって、むしろ逆転が起きているのは一部ということだとは思いますが、それ程CPも低下しているということである。それに対して、社債であるが、これはむしろ若干上がっているようにみえる。ただ、どんどん上がっているということでもない。例えばAAA格で1月の0.33%というのは、これはオール電力であった。これに対して、2月は大分事業会社の発行がラッシュのように増えている訳であって、0.68%というのもAAA格、AA格の有名企業が少し高めのスプレッドで相当発行をしたということの結果上がっているということであった。これらを総括してどういうことかと言うと、図表6であるが、前回言葉でご説明した資料なのであるが、この貸出金利、社債、CPを頭の中でどういうウエイトで加重平均をしてイメージを掴むかという表である(2)をご覧ください。総資金調達コストの内訳の白抜きの凡例のところをご覧くださいと、毎月毎月のグロスの企業の資金調達額の中で如何にCPウエイトが大きいかがというのが分かる訳であるが、CPはカッコにあるとおり11兆円。企業向けCPの残高18兆円が、2か月弱で回っているので、毎月だと11兆円になるということである。社債が大体6,000億円、短期の借入の実行額は10兆円、長期の借入は11兆円であるので、ほぼCPと短期借入と長期借入が同じ割合で、いわば頭の中で合成して、社債を少し付けると平均金利になるというイメージな訳である。それでもって、グラフをご覧くださいと、昨年12月にかけて3か月間、リーマンショック以降は、特にCP金利が上昇したことを受けて相当上がっていた訳であるが、その後、まずCP金利部分の寄与が縮小したということと、政策金利の低下に応じて貸出金利も低下したという要因もあって、加重平均のイメージの企業の調達金利は、1、2月と大分低下したという評価で良いだろうと思う。ただし、資金調達コストを収益率との比較でみると、少し違う図になってきて、図表10の企業の資金調達コストと収益性のグラフで——これはデータが法人季報であるので、実は10～12月までであるし、今申し上げたフローベースではなくて、ストックベースになる訳であるが——、ストックベースでROAと平均支払金利を比べ

ると、今回 10～12 月のデータでは、1998 年の第 4 四半期以来ほぼ 10 年振りに逆転マイナスになって、要するに収益よりも金利が高いという状況になっている。これは、内訳はお示ししていないが、企業規模別にみると、先程門間調査統計局長の方から大企業の収益のひどさという報告があった訳であるが、これも規模別に分類すると、明確にマイナスになっているのはむしろ 10～12 月は大企業である。中堅・中小企業については、10～12 月もまだこの差は緩和方向ということで、大企業でこういった現象が起きたというのが特徴的な動きとなっている。以上が金利面の動きである。

次に資金調達量であるが、図表 11 をご覧頂きたい。＜民間部門総資金調達の内訳＞の民間部門の総資金調達であるが、1 月 1.4%、2 月 1.4% とほぼ横這いである。ただ、下二桁まで申し上げると、1 月が 1.36%、2 月が 1.44% であるので、むしろ若干増加ということである。中身的には、実は銀行の寄与が若干減って、直接市場調達の CP、社債のマイナスが縮まるということで上方向に寄与しているということである。＜民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高＞で銀行計、CP・社債計の伸びをご覧頂くと、銀行貸出が、1 月 4.6% から 2 月 4.4% と、若干伸びを落としている。これは、CP・社債からのシフトの一服ということで伸びを低下させている訳であるが、それに対して、CP・社債の合計は、引き続き前年比はマイナスではあるが、1 月 -2.0% から、2 月 -0.7% とマイナス幅が縮小している。CP であるが、-6.5% から -4.6% と、前年比なので少し分かりにくいのだが、実際の CP の発行残高を申し上げると、結局振り返ってみれば、11 月末がボトムであった。11 月末が 16.5 兆円であった訳であるが、これが 12 月 17.3 兆円、1 月 17.9 兆円、2 月 18.2 兆円という格好で徐々に数字が戻ってきているということである。それから、先程申し上げたとおり、社債は特に高格付け企業については、むしろ活況と言っても良い状態になっていて、＜国内公募社債、転換社債、株式の発行額＞で 2 月の発行額は 6,250 億円ということで、大手自動車、あるいはその系列企業等を中心に相当大量の発行がみられている。スプレッドは 65～75bp とやや高めということであって、企業の調達意欲と投資家の人気

も相俟って相当の活況である。3月も既に大手電機メーカーで4,000億円という調達が発行されているので、2月、3月と額だけみると、社債市場は大きな調達が続くという状況である。

次に、法人季報が出ているので、この間の企業間信用と企業の資金需要について2点ご報告申し上げます。図表16、前回少し話題になった企業間信用であるが、(1)は資金循環統計で企業間信用も含めた貸出、株式等の調達の前年差を要因分解したものであって、一番右の一つの棒線だけが法人季報から企業間信用だけを取って——2008年第4四半期はまだ資金循環が出ていないので——並べたという表である。ざっとご覧頂くとおり、企業間信用は、2006年、2007年までプラスだったものが、2008年から縮小方向にきているということがみて取れる訳であるが、これは別の席でも議論になったが、企業間信用というのは、実際には、企業を全部合計すればちゃらになる訳であるので、こういった格好で企業部門全体としての借入とか、証券発行と並べて議論して良いかどうかというのは、少しインプリケーションが難しいところではある。むしろ企業間信用をみるのであれば、ミクロあるいはセミマクロという格好でセクターに分解してどういう動きが起きているかということを見るべきだと思われる。一つの着眼点として大企業、中堅・中小というふうに規模別に分けて、それぞれの回収期間と支払期間というものが、いわゆるサイトの間隔がどうなっているかをみたのが、(2)と(3)の図である。結論だけ申し上げますと、大企業は最近の動き、最近2008年頃をご覧頂くと、凸凹はしているが、回収、支払期間ともあまり変わっていないのだが、(3)中堅・中小企業については支払期間(太線)が短くなっているというのが特徴点として表われていて、これが世の中でアネクドータルに言われている企業金融が若干きつくなりサイトが短期化しているという動きと呼応しているということである。こうしたことも中小企業金融の厳しさの一つの背景であるというふうに見ている。それから、図表17が、10~12月の法人季報を使った資金需要の動きである。(2)をご覧頂いて、全体としてこの太線でご覧頂くとおり、資金需要は引き続き10~12月まで高めの伸びを続けているという

ことである。この資金需要の伸びの背景で、資金需要をむしろ減らす要因を一つ、増やす要因を三つ申し上げると、まず減らす要因としては、プラスの方に寄与している斜め線の縦棒で示した運転資金である。これは、10～12月はプラスが縮まっている。恐らく原油価格、あるいは原材料価格の低下に伴って、その分原材料コストが低下し、運転資金需要が、これだけみれば低下しているという部分だろうと思う。それに対して、マイナスの方向に出ている黒い部分（キャッシュ・フロー設備投資）は、マイナスが縮まっていて、これはキャッシュ・フローが縮まる中で、むしろ運転資金需要が増える方向で働いている。それから波線（手許資金）であるが、マイナスが縮まるという格好で——手許資金の積み上げというよりも復元と言うべきなのだろうが——、これも資金需要を増やす方向で作用している。それから、プラス部分で、その他（白抜き）が相当増えているが、中身を(3)「その他」の内訳でご覧頂くと、この中でも白抜きの部分、具体的には、特別損益・自己株式消却等の部分が増えている。実は白抜きは、その他のその他であるので、中身がどうかというのは実は良く分からない。ただ、最近のヒアリング情報等を踏まえると、恐らくこの部分は、最近の有価証券の損だとか、それからリストラ費用等が特損に計上されている可能性があるというように考えられる。以上を纏めると、10～12月の企業の資金需要は、恐らく原材料コストの低下に伴って、運転資金需要が低下しているにもかかわらず、三つ位の要因で高い需要が続いている。三つというのは、一つはキャッシュ・フローの低下、もう一つは手許の積み上げ、三つ目が、恐らく有価証券、リストラ費用等の特別損益の増加、こういった要因で資金需要が高止まりしているという状況だろうというふうに思われる。

それから、次が図表 18、アベイラビリティ関係であるが、いつもの公庫等の指標の新しいデータが出ていて、引き続きじわじわ悪くなる方向で動いている。例えば、＜金融機関の貸出態度＞で日本公庫の中小企業分が出ていますが、2月は1.3%というところ、つまり緩和度はほぼゼロまで縮まっているし、＜資金繰りDI＞も凸凹あるが、少しずつ悪化する方向で

動いているということである。それから、図表 21、倒産であるが、2 月 1,318 件で+10.4%ということで、引き続き前年比二桁増ではあるが、12 月から前年比を追って頂くと、+24.2%、+15.8%、+10.4%と若干前年比が縮まっているようにみえる。まだ結論は出ていないが、図表 22 の (1) で倒産の太実線のぎざぎざのグラフをご覧頂くと、2007 年の半ばから倒産件数が段々増えてきて、足許数か月は、減っているとは言い過ぎであるが、若干頭を打ったような感じはある。商工リサーチ等の調査会社では、やはりこれは保証の効果が少し出始めたのではないかという観測が出てきている。ただ、1998 年にあるような特別保証のかなりドラスティックな評価と比べると、マイルドな効果であるということだろうと思う。

それから、最後にマネーであるが、図表 23、マネタリーベースは、2 月 +6.4%と、当座預金の増加を主因に伸びを高めている。〈マネーストック〉であるが、結局 12 月+1.8%から 1 月+2.0%、2 月+2.1%と少しずつ伸びを高めている。これは、4 か月程前にこの場で、若干むしろマネーサプライの伸びが 10 月頃低くなった時に、そもそもマネーと実体経済の関係からいけば正常な関係と言うか、比例的な関係に戻るのか、それとも予備的需要でもって、経済や金融が悪いとまたマネーが増えるという関係にいくのかどちらなのかという議論が行われたが、4 か月経ってみると、どちらかと言うと、予備的需要が増えるという世界にやはりいつているように思われる。それをご覧頂くために、図表 24、(3) でマーシャルの  $k$  をご覧頂くと、この表というのほとんどたまにしか説明しない訳であるが、たまにみると一番右端が異様に急速に高まっているのが分かる。マーシャルの  $k$  をこの図表にある 1995 年からみると、大きく言うと四つ位期間が区切られるように思われる。第 1 期が、1995~1997 年のいわばほぼフラットな時期で、これはいわばマネーサプライと名目 GDP が並行的に動く時期な訳であるが、1998~2002 年は、これが急速に上がり、2003~2007 年はまたフラットな時期が続き、2008 年以降また急速に上がる時期に入るといえるようにみられる。この関係で、図表 26 で(4)のマネー・ギャップをご覧頂くと、そうやってみた場合のマネー・ギャップというのは、ま

たマネーが実体経済活動に比べて多いという方向に一番右端は動いてきている。1970年以降、マネー・ギャップがプラスにきた時期は4つある訳であるが、申し上げるまでもなく、最初の時期は狂乱物価時代、真ん中がバブル時代、三つ目が金融システム不安の時期な訳であって、四つ目が要するに直前の時期に似てきたのかどうかというところかなと思う。

以上を総括すると、金融環境全体としては、明確に良くなっている部分が幾つかある。一つは、CPの発行環境は価格、発行量両面で明確に改善している。社債については評価が難しいところなのだが、量は増えているということだろうと思う。そのうえで、貸出金利も明確に低下している訳である。以上は、プラスの部分であるが、一方で政策金利の緩和力という意味では後退しているし、貸出金利は低下しているが、収益との関係では厳しさを増している、さらにアベイラビリティ指標は引き続き悪化傾向を続けているということで、部分的には好転する部分もあるが、全体としては引き続き厳しい状況が続いているという評価で良いかというふう判断している。以上である。

白川議長

ご質問あるか。

野田委員

先程の企業金融のグラフ——図表16、(3)中堅・中小企業——の見方であるが、グレーの部分というのは必ずしも小さくなっていないな。

雨宮企画局長

然り。差をみると。ただこれは、色々トライアルしている中で出てきたものとみておいて欲しい。

野田委員

先程明確に減少するというのは、買入サイドの方は明確に減少している

のだけれども、それに伴って回収の方も相応に縮まっているという。

雨宮企画局長

とみるか、2008年だけをみると、この差をみても、少し差が開いているようにはみえるとは思いますが。

亀崎委員

企業金融なのだが、資金需要がまだ強く、貸出が伸びてマネーは増加しているが、それでも、資金繰りD Iは悪化している。こうした中、本行がかなり色々なオペレーションで資金を出していつている。しかし、金融機関までは資金が行っても、その先の企業へどこまで行くか。企業金融支援特別オペレーションは、先程7兆円位までもう出したという話であり、非常に結構なことではあるが、もう一步、金融機関から先へ行くような何かオペレーションでの工夫というようなことはできないのか。オペレーションの例えば条件を付すとか、何か、そういう……。

雨宮企画局長

今おっしゃった金融機関の先に行くという行かせ方なのだが、行かせ方として、直接例えば我々が銀行なり証券会社なりオペ先の対象に対して、ある種我々がオペで供給する金をこういうふうにしてくださいということとはできない訳である。そうなると、元々オペレーションでもって企業金融に働き掛けようという考え方は、直接一種の信用割当なり、そういう考え方でやるというよりは、市場環境を良くし、かつ金融機関の貸出余力を解放するという格好で間接的に影響を与えようというのが基本的な考え方なのだろうと思う。それが中央銀行として、市場機能や金融仲介機能を改善強化することによって働き掛けるということであって、直接いわば企業に貸出をしたり直接クレジットに入ることはしないという点なのだろうと思う。そのうえで工夫するとすれば、やはり市場機能を改善させる力あるいは、金融仲介機能を改善させる力を金利面や条件面でどうやって強

化していくかということに絞りながらこの半年ご議論頂いて、ご決定頂いてきたということだというふうに理解している。もう少しいかないものかという気持ちは重々分かるのだが、いっていないかと言うと、例えば先程申し上げたとおり、C P市場が活性化することにより単純に日本銀行がC PオペでC Pを買ってあげている企業が喜んでいるというだけではなく、直接のC P買い取り対象企業以外にC Pで調達できるところが、適格先のみならず a-2 等々も含めて良くなっている。あるいは先程、中曾理事からご説明あったが、市場環境が全体的に良くなることによって、恐らく例えばT I B O Rが若干下がってくるということによって、企業の調達金利は下がってくるという全体としての効果で、少しずつ浸透しているのだろうと思う。ただし、それに対して今の企業がやはり急激な景況の悪化で手許資金を積み上げたいという気持ちと、キャッシュ・フローが非常に急激に下がっているので企業の資金の逼迫感は物凄く強くなっている。それとの対比で考えるとなかなか追い付いていないということだと思うが、効果が出ているかどうかという意味では、多分直接企業部門にそれなりに入っているのではないかと思う。

#### 亀崎委員

環境作りということでは、私も良く分かるのだが、より明確に貸出を増やすという工夫ができないかということである。かつて、平成 10 年であるから 11 年前であるか、企業金融支援のための臨時貸出制度の創設というのが時限的に設置され、実行されている訳である。これは、貸出増加額の半分について特別な優遇金利とするという、かなり直接的な制度である。これはどういう効果があって、またどういう理由で始めて、またどういう理由でやめたのか。

#### 雨宮企画局長

当時は、まさしく先程少し申し上げた 1998 年のクレジット・クランチ期で今以上に銀行の貸出態度が厳しくなり、中小企業を中心に逼迫感が強

まったという中で、実は当時もCP現先オペを7.5兆円まで増やし、そういった市場への働き掛けと同時に、何とか今申し上げた市場だけではなくて、銀行の信用仲介機能を強化できないかということで、考えた手法がそれである。具体的には、担保の半分までを企業金融関係のそれこそ証貸債権とか社債などを持ってくることによって、どちらかと言うと、当時としてはやや低めの金利で流動性を付けてあげるという格好で、いわば企業金融に間接ではあれ、直接結び付けられるようなオペレーションをしようということをやった。実際に行ったことは、年末10～12月の資金繰りを意識して、10～12月に銀行が貸出をしたとしたら、その貸出額の何割までに流動性を付けるという制度をやった。従って、明確に年末の銀行の貸出増加を流動性面から支援すると、その時に特別に企業の担保を使うということであるので、明確に年末越え資金を流動性で助けるという思想でやった。

実は、今回お決め頂いた企業金融支援特別オペというのは、そのオペの発展型であって、アイデアとしてはあの時のそれを使って、もっと発展させたのは大きく言うと三点ある。半分と言わずにとにかく企業金融の道具を持ってきてくださいというふうにして、全部を企業金融担保にしたということが一つ。二つ目は金利面の優遇を今回はオーバーナイトと同じ0.1%という格好で非常に有利な金利を付けたという点。しかも三つ目としては金額無制限にしたということで、むしろ今ご指摘のあった企業金融支援貸出より強力な企業金融支援のオペレーションというふうに位置付けて良いのではないかと、私は思っている。

亀崎委員

この時は、実際に貸出が増えた分の・・・。

雨宮企画局長

事後なのである。要するに事前ではなくて、10～12月に貸出が増えたのであれば、後から流動性を付けてあげるといことなのだが、今回はこ

れから貸出をしていくうえで、例えば担保が入っているからどんどん持ってきてください、それを金額無制限でやるということ、むしろ後押しをする力としては、事後よりは事前と言うか、リアルタイムという部分もあるのだろう。

#### 中曽理事

これは地道にやるしかないのではないかという気がしていて、そういった意味ではこの企業金融支援特別オペは、かなりやはり強力なのではないかと思う。現に最初は、せいぜい3兆円位ではないかと思ったのが、7兆円、担保ももう使い果たすだろうと思ったら、次から次へと入ってくる。多分、その中には新規に組成されているCPだの貸出だのも入っているのだとすると、そういったインセンティブ効果というのは我々が当初思っていたよりも大きいかもしれない。実際、確かにTIBORは高止まってはいるのだが、毎日みていると1bpずつ位は下がって来ている。じわりじわりと。多分今日はTIBORの1か月位のものも0.6%を切ってきているのではないかと思うのだが、じわじわと来ていると。こういったものは各国の中銀も本当に同じような問題意識を持っていて、結局ペイシメントにやるしかない。つまり、どういうことかと言うと、銀行がクレジット・ラインを切るのは1秒で済む訳である。ただ、もう一回与信を回復するというのは、もう一回審査をやり直して、そこからまた貸出を起こしていくというプロセスであるから、どうしても時間がかかる。我々としてはその間は、とにかく地道に環境を整えてあげる、あるいはインセンティブに訴えるというようなやり方を地道に続けていくしかないのではないかとこのように思っている。

#### 野田委員

TIBORの水準もそういった意味では元々そんなに大きく振れるような話ではないのだな。今のようなメカニズムからいって。そういう意味では相当下がっているという評価をした方が良いのではないかと私は思

う。

白川議長

図表 12 に貸出のグラフがあるが、これについていつも感じることは、我々からするともう少し貸出が伸びて欲しいということであり、先程の亀崎委員の感じを多分皆共有していると思う。企業向けの貸出は——欧州もそうであるしアメリカもそうであるが——、今、急速に落ちてきている訳である。一方、日本についてみると、これだけ経済がシャープに落ち込んでいる中で、曲がりなりにも貸出は逆に伸びている。勿論これは政策だけではないとは思いますが、我々の政策も多分寄与しているのだと思う。どこを原点に考えるのかということではあるが、そういった面もあるのかなという気はする。いずれにせよ、どんな工夫が有り得るのか今後とも考えていく必要が——これは明日の議論だろうが——あると思う。

山口副総裁

先程、門間調査統計局長が、この 4～6 月から夏場にかけて生産調整、在庫調整が大山を越え、その後の最終需要がどうなるかによる面はあるが、今までのような急速な調整というのは一応止まるかもしれないということであった。これまで、我々は、非常に激しいキャッシュ・フローの後退に直面している企業をみつつ、色々な対応を採ってきたところであるが、門間調査統計局長の言うシナリオを想定した時に、この夏場頃にかけての企業の資金繰りについてはどう考えておけば良いのか。その場合の資金繰りというのは、銀行の貸出態度とか、社債市場での調達可能性といった要素を考慮しない、いわばアバブ・ザ・ラインとしての資金繰りということなのだが、その辺はどう考えれば良いか。

雨宮企画局長

多分、好転する要因と厳しくなるかもしれない要因と両方あるように思うのだが、それが実は市場のマインドにも多少影響を与えているのではな

いかという気がする。好転する要因から申し上げると、とにかく実際に10～12月に起きたことは、生産と調達をしてしまっただけで、いわばヤードに車がもう乗っていて、それで支払いは全部必要なのに売上が落ちてしまったために、売上が落ちた分が、全部資金繰りのマイナスに効いてきたということなのだろうと思う。それが段々減産が続いていくと、支出と調達が揃って下がってくる。そのギャップが段々縮まっていくという意味では、資金繰りは安定化するし、それだけ採ってみれば運調ギャップが縮まっていく要因だと思う。これが一つ。それから今山口副総裁がおっしゃったような格好である程度生産が回復してきて、一種の不安感が後退するとすると、この10～12月に取り敢えず手許を厚くしようと走って、結果的に合成の誤謬的にヘッジしてしまった要因も後退するという意味では、これへの不安感が後退するため、全体として資金繰りを緩和する要因になると思う。従って、一時的な売上と調達のラグが解消してくるということと、不安感がなくなるという意味では好転する要因だと思う。ただし、実はそれでも実体経済や収益の悪化が続く訳であるので、例えば企業の赤字基調が続くとなると、短期的な資金繰りというよりは基本的な企業の長期的な財務ポジションが悪くなるということで、それが企業の資金繰りにどういう影響を与えるかという問題に変わってくるのだと思う。従って、それが市場のマインドにも影響を与えているのではないかなと思われるのは、CP市場の調達といった短期的な調達については何とか峠を越えつつあるという見解が出る一方で、そもそも社債という長い金の調達が今までは社債で調達できなくてもCPで調達できたから良いという感じできた訳だが、中身の調達が難しいということが、要はボディブローとして企業経営にどういう影響を与えてくるのかというふうに問題が移っていくように思う。

#### 山口副総裁

我々がこれまで行ってきた個別の企業金融支援策の効果は、今までのようには出てこない、あるいは、そういったものを強く期待する環境ではなくなっているとみて良いのか。勿論、株価が急速に下がり、銀行が資本制

約を意識し、その結果として貸出余力がなくなるという事態が生じれば話は別だが、そうした事態は取り敢えず考えないとしたうえでの議論なのだが。

雨宮企画局長

短期的な資金不足なり、手許積み上げで、マーケットなり金融仲介がヒッチすると、それをどうやって緩和するかというフェーズではなくなるのであろう。もう少しファンダメンタルに企業経営の悪さとか収益の悪さをどうやって手当てしてくるのかという世界に多分入るのかもしれない。そうなるとむしろ、低金利の持つ力がどうなのかとか、あるいは総需要をどうやって付けるのかとか、多分政策対応としては、いわゆる資金繰り対策というよりは、もう少しいわゆるオーソドックスなマクロ経済政策——総需要をどう付けるのか——、そういった方に問題がシフトしてくるのかもしれない。ただ、多分アメリカの状況を考えてもある種のショックというか、リスク要因はなくならないので、我々としては資金繰り対策も含めて、厳戒態勢を続けるということなのだろうと思う。

中曽理事

要するに年度末まである程度みえてきたけれど、その先はかなり視界が悪いという状態ではないかと思うが。

水野委員

企業のキャッシュ・フローがどうみても悪い。

雨宮企画局長

それ自身はどんどん悪くなる。

山口副総裁

全体の流れをどういうふうに捉えるかが重要だ。これまで、絆創膏を

色々貼ってきている訳であるが、依然として景気は悪い。これまでのマクロ政策であれば、必要に応じて金利を下げるといった対応も有り得た訳であるが、政策金利の水準が既にここまで低下してきている以上、この面では多くを期待できない。とすれば、この先どういった政策的な対応があり得るかということをそろそろ考え始めなければならないのではないか。それは、企業の資金繰りの展開をどう読むかに結構依存している面がありそうだと思うので、少し質問をさせて頂いた。

#### 中村委員

企業は、4月以降の売上とか予算を策定する際の前提条件の設定に非常に苦慮している。特に、資金繰りの見通しが立てにくい。これまでは、年末、年度末にかけて一時的な資金繰りの逼迫感への対応であったが、今後、中長期的な設備資金が必要になった場合に、資金が容易に調達できるか見通しにくいようだ。

#### 野田委員

短期の金繰りでみると、今のご説明なのだが、中長期の資金の調達サイド、運営サイドの需要と調達をみていくと、明らかに根源的なキャッシュ・インが相当細っている。いわゆる上場企業だけで、恐らく年間、ロットとしては10兆円とか、さらにそれを上回る単位で減っている。これはやはり企業の財務担当者、ないしは財務担当役員にとってみれば、物凄い恐怖である。短期的な金繰りで回せない部分、先行きが読みにくい部分というのは、これ程の恐怖はないと私は経験から理解している。

#### 白川議長

C P・社債市場で若干の改善がみられているが、そもそもどういった時に改善が起こるのか、あるいは悪化が起こるのかということである。振り返ってみると、秋以降、若干の時間のずれはあるが、まずアメリカでC P市場が急速に悪くなり、それから社債も悪くなった。その後、アメリカで

は色々な施策の効果もあり、C Pが若干改善し、それから社債も若干改善してきた。日本も同じように、程度は違うが悪化し、若干の改善があり、相対的には高格付けが改善している。勿論、程度もタイミングも完全には同じではないのだが、機関投資家のポートフォリオなどを考えてみると、結局は色々なマーケットはグローバルにリンクしている。クレジット・マーケットに投資する場合、アメリカのマーケットの動向をみながら、どの程度クレジットの投資をするか、どの程度配分するのかを考えている。一人一人の機関投資家がそこまで考えている訳ではないが、しかしマーケットは最終的にはそういうふうなバランスになっていくのかなという感じがする。そのうえで、今起きている改善というのは、日本銀行の施策による改善も勿論あるし、世界的なクレジット市場でのあるセクターでの改善がミラーイメージのように反映しているという部分もあるような気もする。他のマーケットと違って、クレジットのマーケットについて、グローバルな裁定というのはどの程度働いていると考えて良いのか。観念的には、通常の時期には勿論あるのだろうが、そこはどういうふうに思うか。

#### 中曽理事

難しいが、日本で起きたことをもう一回振り返ってみると、結局C Pにきたというのは、最初はやはり機関投資家の生保とかが、クレジット・リスクに対してリスク回避度合いを急速に強めた。ここは、多分グローバルな動きと軌を一にしている。それがC Pを引受けなくなったので、アベイラビリティが高いと思っていた企業が一斉にC Pの前倒し発行に走ったという、現象的にはそういうことだったと思う。だから、根っこの部分については、やはりグローバルにみたリスク回避姿勢、特にクレジット物、そういったところは多分共通の動きがあるのではないかと思う。対応のところをみると、C P F Fなどが典型だと思うが、恐らくF e dなどが直接的に買うというようなやり方で市場に介入をしてきていた。一方、日本の場合は銀行の機能というのがある程度はまだあった訳であるから、そういったところにむしろ少しインセンティブを訴え掛けるようなやり方で

クレジット市場のサポートをしている。そういう意味では、恐らく対処の方法というのはその国々の状況、つまり間接金融、直接金融の状況に応じて少し差がある部分があるのかなという気がするが、大きな意味では同じような流れの中にあるかと。

白川議長

例えば、トヨタがアメリカのC P市場を使うなどの形で恩恵に与っている部分がある。トヨタからすると、多少アメリカのマーケットの地合いが改善してくると、改善の程度に応じて日本のマーケットで調達する圧力が少し減ってくると思う。特に今回の危機はグローバルな危機であっただけに、投資家サイド、発行体サイド、双方の行動を通じてクレジット・マーケットに裁定が働いてくる面がやはりあるのかなという気も何となくしている。そういった意味では各国のそれぞれの努力が大事だということにもなるのだろうが。

須田委員

勿論あるのだろうとは思いますが、今裁定取引をすること自体、やはりキャピタルが必要になっている状況で、なかなか裁定が起こっていないなど。裁定が実際の取引で起こるというよりも、期待を通じたある程度の裁定行動というのは分かるのだが、なかなか。

白川議長

数字をみても、今みたいな意味での裁定は勿論働かないのだろうが、例えばグローバル企業がどこで調達するかと言うと、やはりアメリカで改善するとその分日本での調達のプレッシャーも少し減るかなと。そういった意味であって、厳密には裁定という言葉で表現されるものではないのだが。

中曽理事

やはりそういうのが起きているのは間違いない。ただ、一方で一つの特

徴というのは、市場分断がかなりある。それが特徴なのではないかと思う。市場流動性が非常に低下して、あらゆるマーケットセグメントで、おっしゃるような裁定、あるいはどこで調達をするかという選択はある程度機能するのだと思うのだが、しかし、それが平時程には機能していないこともこれまた事実なのではないか。例えば、サムライ債がひよっとしたら国内債をクラウドアウトしてしまうのではないか。つまり、それは、典型的にどこで調達するかというアービトラージである。ところが、オーストラリアの二つが出た後はあまり続かない。これは多分市場分断があるからである。つまり、何の市場分断かというところ、これはスワップ市場であると思う。通貨スワップの市場では、大き過ぎる取引は吸収できない。ドル転が難しくなってしまうというところがあるから。

野田委員

ドル転コストが上がっているということか。

中曽理事

然り。多分そういった部分がもう一つの大きな今のグローバルの市場の特徴なのではないかと思う。そういった意味での分断も一方で起きているということだろう。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、最後に金融経済月報の概要について報告をお願いします。

前田調査統計局参事役

まず、実体経済・物価であるが、先程門間調査統計局長から説明があったとおり、当月も景気については、現状が「大幅に悪化している」、先行きは「当面、悪化を続ける可能性が高い」ということで良いのではないかと判断している。これで現状、先行きとも3か月連続で同じ表現というこ

とである。中身もそれ程変えていないが、上から変えた点について、若干補足説明すると、まず、景気の現状のところの生産である。「減少幅はさらに拡大している」ということ自体は前月と同じであるが、その背景として「在庫調整圧力の高まり」ということを加えている。これは足許在庫削減の動きも加わってかなり生産が減ってきているという状況になってきたし、先月までは生産の先行きについて書いていたところで、それが実現してきたということになるかと思う。海外経済については、前月までは「減速」という表現を使っていたが、かなりの地域でマイナス成長になってきているので、「悪化」という表現の方が適切かと思われ、そこは修正している。生産の先行きであるが、「減少を続ける」という点では前月と同じであるが、4～6月にかけて、自動車を中心にマイナス幅が縮小するという姿もみえてきたので、「在庫調整圧力が減衰するにつれて、生産の減少テンポも次第に緩やかになっていく」という表現を当月は加えさせて頂いている。

物価について、現状であるが、国内企業物価、これは前月までは「大幅に下落している」としていたが、下落幅の方は縮小してきているので、「下落を続けている」ということで、「大幅」を取っている。消費者物価の方は実際にゼロになっているので、「ゼロ%まで低下している」というふうにしていく。先行き、国内企業物価であるが、前月までは「国際商品市況の下落」ということを強調していたが、実際には横這いになってきている。ただし、その影響は残るとのことなので、それに応じた表現に変えているということである。私からは以上である。

#### 関根企画局参事役

続いて金融パートであるが、最初の段落の金融市場パートであるが、週末を挟んで株価が大分上昇している。ということなので、いきなり変更である。お手許の資料では「わが国の株価も前月と比べ下落している」と言っているが、因みに前回の決定会合で株価は7,500円、本日でいうと8,000円近くということでもあるので、ここの部分は変更させて頂き、「米欧の

株価が大幅に下落する中、わが国の株価も下落したが、最近では前月を上回る水準まで上昇している」とやや苦しいと思うが、そういう形に変更したいというふうに思っている。続いてターム物のところだが、先程来の話でもTIBORの金利が下がってきているという話もあったが、まだ小幅ということでもあるので、ターム物金利は長期国債金利と併せて、「横ばい圏内の動きを続けている」という形で書かせて頂いている。

続いて金融環境の部分であるが、総括判断に変更はない。資金の調達コストの部分であるが、先月は約定平均金利が12月分までしか利用可能ではなかったために、「低下しているものとみられる」という形でやや回りくどい表現をしていた。今月はデータによって確認されているので、「政策金利引き下げの波及やCP発行市場の改善を受けて、昨年末に比べ低下している」とシンプルに書かせて頂いている。そして企業の資金調達動向の部分であるが、これは先程の企画局長の説明にもあったように、「CP・社債の発行はひとところに比べ回復してきている」ということを言った一方で、「下位格付先の社債発行は依然低い水準にとどまっている」ということを述べた以外は前月と同じである。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

株のところだが、乱高下というか不安定な動きが続いていると言った方が良いのではないか。一言さらっと。欧米の株も不安定なのだが、欧米の株を敢えて評価するならば、上がった、下がったという話よりも、不安定であると言うべきであろう。

西村副総裁

難しいのは、不安定というのは価値判断が入るので。

水野委員

だから、ボラティリティが高いとか、そういう手の話の方が。上がって、下がってというとなんかあまり美しくないなと思って。

関根企画局参事役

おっしゃる気持ちも非常によく分かるのだが、なかなか……。

水野委員

総合判断として、欧米の株価が下がった割に日本の株価は比較的底堅かった訳だな、7,000円を割らなくて。それでこの1週間急速に戻ってきている訳だが。ただ基本的にまだ皆さん先行き下がるとみている訳なので、変動が激しいというボラティリティの話をした方が良さそうな気がする。

関根企画局参事役

おっしゃる趣旨も本当によく分かるのだが、ただ、昨日、一昨日とずっと上がってきている中であって。

水野委員

上がってきているというが、これは反発である。

関根企画局参事役

反発ではあるが。

水野委員

8,000円で上がったとは言わない。

関根企画局参事役

わざわざ我が方から不安定というのを言うかというところがあって、そこは淡々と事実を言うというのが一つのやり方ではないかというふうに

思った次第で。

水野委員

事実というのは今日の時点での事実で、明日はまた変わる。

関根企画局参事役

然り。明日また株価が下がったら、こここのところの表現をまた考えさせて頂きたいと思っているのだが。

野田委員

ここは私の理解——違っているかもしれないが——では、かなり淡々と事実を言ってきているのではないのかなと思う。だから多分マーケットのセンチメントだとか地合いをみる時に、その不安定な地合いが続いているということは多分正しいのだと思うのだが、水準とか動きだけを単純にみると、これまでと同じようなベースで表現した方が良いのかと思う。

水野委員

そうすると、「米欧の株価が大幅に下落する中」というのも、これも最近の動きとは違うな。

関根企画局参事役

それは、米欧の株価が大幅に下落する中で「わが国の株価も下落したが」と、そこに掛けてということである。

水野委員

だけど、欧米も変わってかなり戻ってきている。

関根企画局参事役

然り。そこは戻ってきている。であるから、ここは「わが国の株価も下

落したが」というところで一つのクローズであるということをちょっとみせていかないといけないと思っているのだが。

水野委員

句読点だな。

関根企画局参事役

然り。そういうことである。

水野委員

分かった。拘らないが、美しくないなとちょっと聞いていて思ったので。

関根企画局参事役

ご批判はよく承った。次回また気を付けさせて頂く。

水野委員

金融市場は日々動いているのだから気を付けようがない。

野田委員

しょうがないのである、ここは。

白川議長

他に質問は宜しいか。それでは本日はこれで終了する。明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府、出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願ひする。

(16時44分中断、18日9時00分再開)

白川議長

それでは金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行だが、最初に金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営等に関する討議、政府出席者からのご発言、議案取り纏めと採決、そして最後に2月18、19日開催分の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介であるが財務省からは竹下亘副大臣、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。なお情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后、報道の解禁までの間についてはこの会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それではまず、最初のラウンドでは最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。本日は亀崎委員、山口副総裁、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員の順番である。それでは亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

本年に入り、世界経済は米国のみならず、欧州、新興国、資源国などでも景気悪化や減速がみられ、このところ、世界同時景気後退の状況が鮮明になってきたように窺われる。まず米国は、1～3月期の実質GDP見通しがブルーチップ・ベースで前期比年率-5.3%となっており、昨年10～12月期の-6.2%に続き、大幅な悪化が続いている。懸案の住宅価格は、ケースシラー10都市指数で見ると、昨年12月はピーク比3割近い落ち込みとなっているが、それでも下落テンポは緩やかながら加速しており、下げ止まりの気配は窺われない。着工や販売も、前年比5割前後の大幅マイナスが続いている。ただし、2月の着工と許可件数はともに、久し振りに

前月比でプラスとなったが、これがいわゆるデッド・キャット・バウンス現象なのかどうか、今後その持続性につき注意してみていきたいと思う。企業活動をみると、ISM製造業景況感指数は12月を底として僅かに戻っているが、受注や生産、稼働率は一段と低下している。そのため雇用者数は月60万人以上の減少が続き、失業者数は1948年1月の統計開始以来の1,247万人、失業率は1983年12月以来の8.1%となるなど、雇用情勢は極めて悪化している。こうした中、個人消費については、1月の小売売上高が昨年6月以降初めて前月比でプラスとはなったものの、総じて悪化方向にあるものと思われる。これまでの米国における旺盛な個人消費は、日本を含む各国の輸出増加の牽引役となって世界経済を潤してきたが、現在はこれが逆回転している。そのため、先月可決された景気刺激策が功を奏し、早期に消費が回復することを期待したいところだが、一方では過剰消費を戒める風潮が台頭してきているなど、もはやかつてのような消費スタイルは戻らない可能性もある点には留意すべきと思う。すなわち各国とも、米国の消費に頼らない経済成長モデルを作り上げる必要が出てくるのではないかと思う。

ユーロ圏も、景気は大幅な悪化を続けている。そのため、域内各国とも景気対策を実施しており、ドイツの自動車買い替え促進策のように効果が出ているものもある。ただし、一段の景気下振れリスクが指摘される中でも、追加の景気対策には消極姿勢が目立つ。また、域内金融機関の貸し込みが多い中東欧諸国の支援にも消極的にみえる。こうした中、ユーロ圏が自律的に回復していく力は乏しいことが危惧される。英国も、景気は大幅に悪化している。付加価値税率の引き下げ後、小売売上数量は緩やかに増加しているが、住宅価格の下落が続き、消費者コンフィデンスも底這っており、個人消費の下支え効果の持続性には懐疑的とならざるを得ない。こうした中、BOEはベースマネーの拡大策を発表しているが、その効果については注意深くみていきたいと思う。

中国の景気は、2月の輸出が前年比-25.7%まで落ち込むなど、外需の減少を主因に大きく減速しているように窺われる。もっとも、金融緩和策

と景気刺激策の効果から内需は底固く、2月の人民元貸出は前年比+24.2%増と過去最高を記録し、1~2月の固定資産投資は前年比+26.5%と高水準を維持している。1~2月の生産は、輸出の大幅減にもかかわらず、閏年要因調整後の前年比で+5.2%と、12月の+5.7%から僅かな減速にとどまった。セメントや鋼材が伸びていることから、公共投資の影響が出始めている可能性が高いと思われる。中国経済は、海外景気の悪化による成長鈍化は免れないが、政策主導による内需拡大で、比較的早期の回復が期待できるのではないかと思う。これが日本の輸出に及ぼす影響の大きさは明確ではないが、現地進出した日本企業が多いことを考えれば、その収益回復などにより、日本経済全体に与える好影響は大きいと思う。

日本の景気は、輸出や生産を中心に、大幅悪化を示す指標が引き続き相次いでおり、執行部の見解に異論はない。ただ景気ウォッチャー調査や消費者態度指数が、年明け後2か月連続で改善したほか、製造業で在庫調整の目処が立ちつつあるとの話も聞かれ始めるなど、落ち込みの加速度は低下しつつあるように窺われる。コンポーネントごとにみると、まず輸出は、1月の名目ベース前年比が、各国・地域向けとも二桁の大幅マイナスとなり、全体でも-45.7%と激しく落ち込んだ。2月の上下旬速報は-46.5%と前月とほぼ変わらず、マイナス幅の拡大は止まったようにも思えるが、春節のずれによる押し上げ効果もあるため、下げ止まったかどうかの判断は難しいと思う。設備投資は、企業収益が悪化する中、1月の資本財出荷や機械受注が前年比マイナス幅を一段と拡大するなど、悪化は止まっていない。また、個人消費も、百貨店やスーパーの売上低迷が続き、新車登録台数が一段と落ち込んでおり、全体としてさらに弱まっている。こうした中、1月の鉱工業生産は前月比-10.2%と、ついに二桁マイナスとなった。1~3月では、前期比-20%以上の減産となることは避けられないと思われる。このような大幅減産が発生した背景には、サプライ・チェーン・マネジメントによる需要に即応した生産体制、この機会を利用した適正在庫水準の切り下げ、あるいは資金繰り難による大幅な在庫圧縮などの複合的な要因があるものと思われる。ただ足許では、自動車における在庫圧縮の

進捗といった好材料も聞かれ始めている。このため実際の減産緩和が確認されれば、関連業界でも先行き不透明感は薄らぎ、経済全体としてこれまでの大幅な減産に歯止めが掛かってくるものと期待したいと思う。

物価については、国際商品市況は、昨年末にかけて大きく下げた後、底這いが続いている。今後の推移は見通しがたいものがあるが、金融市場の環境正常化が視野に入ってくるまでは、低迷が続くものと思われる。国内のCPIについては、石油製品価格の下落が続いたことなどから、1月は前年比ゼロ%となった。指数を構成する524品目の中で、価格上昇品目数と価格下落品目数との差は117となお三桁であるが、上昇幅を縮小ないしはマイナス幅を拡大した品目数が、上昇幅を拡大ないしはマイナス幅を縮小した品目数を89も上回っている。また、消費動向調査において、今後の物価の上昇を見込む人の割合（総世帯）は、ピークだった昨年7月の87.5%から、今年2月には53.6%まで大きく低下している。石油製品は原油市況の強含みや円安により、足許やや上昇しているが、昨年対比では大幅なマイナス寄与となっているため、早ければ2月のCPIは、前年比マイナスとなる可能性がある。今後は、年度明けの4月の価格動向から、物価下押し圧力の強さを確認していきたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

海外の金融経済情勢をみると、米国それから欧州の金融機関経営に対する懸念が再び台頭してきている。一頃みられた金融市場を巡る緊張緩和の動きがやや後退している感を持っている。米国と欧州の金融市場におけるターム物金利のスプレッドをみると、前回の決定会合の頃まではリーマン・ブラザーズ破綻前の水準までスプレッドが低下するという状況にあった訳であるが、その後じりじりと上昇してきているという状況である。また、米国、欧州のクレジット市場、資本市場においても、社債の対国債ス

プレッドは、低格付物だけでなく高格付物も拡大している。それから景気や金融システムの先行きに対する悲観的な見方といったものが再び台頭してきたため、今後の財政悪化懸念を背景に一時上昇していたアメリカ、欧州の長期金利は、このところ横這い圏内の動きにとどまっているという状況である。株価についても、金融機関経営に対する懸念、あるいは企業業績が不調であるといったことを背景にして、大幅な下落をみせていたが、株式市況ではここ数日、金融機関決算の情報などを材料に反発している。しかしながら、金融機関経営を巡る環境は、引き続き厳しいだけに、こうした動きが持続するのかどうか、慎重にみておく必要があると理解している。

一方で実体面をみると、海外経済については米欧のみならず、新興国や資源国においても厳しい指標が多くみられている。まず米国経済については住宅市場の調整がなお続いているほか、企業、家計とも、資金調達環境の厳しさや先行きに関する不確実性の高さを背景に支出行動が慎重化している。結果として米国経済は、大幅に悪化しているという状況である。特に雇用環境の悪化は急速であって、これがさらに家計の債務負担の増加に繋がることで、金融システムに対して追加的にマイナスの影響を与えていくリスクが懸念される状況にあるように思っている。欧州経済についても、アメリカと同様、金融機関の与信姿勢のタイト化などを背景に内需が弱くなっており、経済全体としても大きく落ち込んでいるという評価で良いと思う。それから新興国、資源国においては、輸出の減少に加えて、資金の海外流出等に伴う金融環境悪化の影響から、景気の調整がさらに深まっている。特に、欧州の新興国については、欧州の先進国の主要な貿易相手であることに加えて、欧州先進国金融機関のエクスポージャーが高いこともあって、欧州先進国への負の影響がさらに強まらないかどうか、慎重にみていかなければならない局面にあるように思っている。この間、各国の製造業のPMIをみてみると、これまで急落を続けてきたが、このところ下げ止まりないしは上昇に転じている国もみられるといった状況である。特に中国では、大規模な経済対策の効果が現われ始めているとの声

も聞かれている。しかし、これらの材料は、いずれも我々の見通しに既に相当程度織り込み済みのものであって、決してポジティブ・サプライズが生じているというようには受止めていない。むしろ足許までの状況から判断すると、グローバルな金融と実体経済の負の相乗作用はここにきてさらに強まっている。また生産・所得・支出の間のダウンサイド・スパイラルも引き続き強力に進行中であることから、これまでの実体経済の動きとしては下振れている、と判断せざるを得ないと考えている。先行きについては、各国における各種の政策効果により、こうした負の相乗作用や実体経済面でのダウンサイド・スパイラルが減衰していくかどうか焦点ということになるが、現在の負の相乗作用の強さなどを考慮すると、差し当たりは、やはり下振れリスクに相当力点を置いてみていくほうが良いのではないかと思っている。また先行きとの関連で、各国の保護主義的な動きが今後どのように展開していくのかということについても、要注目点である。

次に、我が国経済についてであるが、現状評価としては、大幅に悪化している、ということであろうし、先行きについても、当面、悪化を続ける可能性が高いという判断で良いと思っている。これで1月の中間評価を行って以降、大幅に悪化しているとの評価を3か月続けてきていることになる訳だが、これは1月時点で考えていた中心的なシナリオに比べても、足許までの景気が下振れて推移してきていることを意味している訳である。来月末には、新たな展望レポートを纏めることになる訳だが、足許までの経済指標の下振れだけを考慮しても、2008年度、2009年度の成長率は、相当程度の下方修正となる可能性があることを念頭に置いておく必要があると思っている。輸出については、海外経済の悪化や円高を背景に大幅に減少している。また、企業収益の悪化幅が拡大する中で、設備投資が大きく減少しているほか、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費も弱まっている。こうした動きを反映して、生産は、10～12月期に前期比で1割を超す大幅な減少となった後、1～3月期にはさらに減少幅が拡大して、25%程度のマイナスとなる見通しである。先行きの生産については、なかなか見通しが難しい訳であるが、まず自動車世界的な在庫調整

の進捗を背景に、早ければ5月頃から増産に転じる動きも一部出てきそうである。また、素材産業などでは、自動車には遅れをとるようであるが、夏頃には在庫調整に目処が立つ可能性があるとの情報もある。従って問題は、その後の生産の回復の道筋をどう読んでいくか、ということであろうかと思っている。我が国の生産については、海外経済の最終需要動向次第という面が引き続き強い訳であるが、それが下振れていくことになると、企業の中長期的な成長期待の下方屈折が、やはり避けられなくなってくる可能性が高いように思うし、そうなってくると、さらに大規模な設備の調整、あるいは雇用の調整といった事態が生じてくる可能性も否定できないように思う。こうした可能性も念頭に置きながら、内外経済の動向について、今後も丹念に点検していく必要があると認識している。

次に、我が国の物価についてであるが、消費者物価については、足許までは、ほぼ想定どおりの動きとなっていると思う。先行きの物価を巡る環境を踏まえると、消費者物価は、5月に大幅にマイナスになると思うが、その後もマイナス幅を拡大し、この夏辺りには前年比-2%を上回る水準にまでマイナス幅を広げていくという可能性も小さくないと思っている。この場合の物価下落の主因というのは、勿論昨年上昇した石油製品だとか、あるいは食料品の価格上昇の裏が出るということであるが、需給バランスの悪化による物価下落圧力が徐々に高まっていくということもあるとみられる。そうであるので、家計などの中長期的なインフレ予想が下振れないかどうか——この点についてはこれまでも我々は注意深くみてきたところであるが——、これまで以上にこの点に関して注意を持ってみていく必要があると思っている。

最後に、我が国の金融環境についてであるが、CP・社債市場では、一部に改善がみられるが、全体としては厳しい状態が続いていると思っている。短期の金融市場では、コールレートは極めて低い水準で推移している。しかし実体経済が急速に悪化しているということを考えると、金融の緩和度合いというのは次第に低下してきていると評価して良いのではないかと思う。一方、日本銀行のこれまでの各種の措置の効果もあって、ターム

物の銀行間金利は幾分低下している。またCP・社債市場の発行環境は改善していると言って良いのだろうと思う。しかし、社債の信用スプレッドについては、銘柄の違いによる振れを均してみると、企業業績悪化懸念から上昇しているとみられるし、また低格付先については厳しい起債環境が継続中であるとみて良いのだろうと思う。さらに銀行貸出についても貸出残高は増加しているが、実体経済の急激な落ち込みによる企業業績の悪化や、金融機関のリスク・テイク余力の後退から貸出条件が厳しくなっていることを反映して、金融機関の貸出スタンスが厳しいというように受止めている企業が、中小企業あるいは零細企業を中心に引き続き大幅に増えている状況である。我が国の金融環境については、引き続き相当の注意を持ってみていかなければならない状況が続くと認識している。私からは以上である。

白川議長

それでは須田委員、お願いします。

須田委員

先般の京都での金懇でも、一部の企業から「中国向けの受注に漸く動意が窺われる」とか、「来期の生産計画が漸くみえてきた」といった声が聞かれたが、我が国の景気は全く先が見えないという状態から徐々に底を探る展開に移りつつあるように窺われる。月報の概要についても「在庫調整圧力が減衰するにつれて、生産の減少テンポも次第に緩やかになっていく」との執行部案で特に違和感はない。現在のところこうした前向きな動きは一部にとどまっているし、グローバルな最終需要、つまり世界の成長率見通しについては金融と実体経済の負のフィードバック・ループの強さや政策効果の不透明感もあって、不確実性は引き続き高い状態と言わざるを得ない。従って、公表文「当面の金融政策運営」の経済・物価情勢とリスク要因のパートについては、海外経済が悪化という部分を除いて基本的には前月から変更は必要ないとみているが、このまま景気下げ止まりを窺

わせる指標が増えていき、悪いながらもある程度底がみえてくれば企業活動にも前向きな回転が生まれてくると思われる。以下ではこうした視点から前回会合以降公表された指標をチェックしていく。

まず、米国経済だが、実質GDP成長率は前期について今期も厳しいものになりそうだ。非農業部門雇用者数や失業率など雇用環境の急速な悪化、低調な新車販売台数、家計の純資産残高の減少、住宅ローンの過去最高の延滞、差し押さえ率、消費者コンフィデンスの悪化など消費関連指標には引き続き厳しい指標が続いている。このほか、1月の非居住用建設支出や非国防資本財受注など設備投資関連指標も大幅に減少しており、市場では米国の成長率見通しを下方修正する動きが引き続きみられている。ある格付け会社によると、デフォルトに陥る危険性がもっとも高い米企業が300社近くにのぼり一年前からほぼ倍増とのことであるし、FDIC加盟行の不良債権比率は急上昇し純損益が大幅赤字転化となり、資本制約に起因する信用収縮の影響が全米に拡がりつつあるようだ。一方で、ISM製造業景況感指数や景気先行指標、小売売上高（除く自動車）など、予想対比明るい動きも徐々に増えつつある。小売についてはガソリン価格の下落に伴う実質可処分所得の増加やディスカウントストア等の廉価販売が奏効したとみられるが、そうした動きが持続的なものか、今後期待される減税効果の出方も含め慎重に見極めていく必要がある。住宅市場でも、住宅着工件数が統計開始以来の最低水準を4か月連続で更新するなど大幅な調整が続いてきたが、2月は急増しポジティブ・サプライズとなった。12月のFHFA住宅価格指数（リファイナンスを除く）が10か月振りにプラスに転じるなど、ここにきて下げ止まりの兆しが窺われている。延滞率や差し押さえが増加するもとの、在庫調整はなかなか進まないが、モーゲージ貸出基準の緩和やローン金利の低下を背景に住宅販売がはっきりとしたプラスに転じていけば、在庫調整の進展とともに住宅価格の下げ止まりが次第に明確化してくると期待している。政策対応を間違わなければ米大手銀行の収益は、のれん代償却がかなりあった前期が最悪期となる可能性もあると思うが、資金繰りやCDS市場などをみても、まだまだ金融機関

が実体経済の足を引っ張るのは間違いないので、それを意識しながら景気対策の効果とともにプラスの芽の行方を注意深くみていきたいと思う。

他方、中国だが、PMI指数が3か月連続で上昇しており、また1~2月の都市部固定資産投資が前年比大幅増となったほか、2月の貸出も前年比大幅な伸びとなっており、これまで積極的に打ってきた政策効果が現れつつあることを示唆している。ただ当局者からは、「対外貿易情勢や雇用は厳しい」とか、「生産の回復には今後まだ新たな波乱があるかもしれない」といった慎重な声が聞かれているので、ダブルディップになる可能性も意識しながらプラス面が強まっていくかどうか慎重にみていきたいと思う。

各国政府による積極的な財政パッケージが実行に移される中で、以上のように海外では景気底入れの兆しを窺わせる指標が少しずつ出始めている。もっとも、そうした動きが我が国経済に波及してくる気配は今のところ窺われない。それどころか企業や家計の節約志向が強まる中、外需の弱さが次第に内需に波及し、製造業から非製造業へ、大企業から中小企業へと、より一層広がることが懸念される。具体的に国内の経済指標をみると、まず1月の実質輸出は統計開始以来最大の下げ幅となった。世界経済の大幅な下振れや為替の状況を踏まえると、当面減少が続くとみられる。また1月の資本財総供給も減少幅を拡大させており、1~3月の設備投資はマイナス幅が拡大するとみている。機械受注の民需（除く船舶・電力）は1~3月のプラス転化は難しくなったと言わざるを得ない。企業収益の大幅下方修正のもと、来年度の設備投資計画も大幅下方修正となりそうだ。さらにもっと長いタームでみた場合、世界経済の持続的な成長率は下振れていると考えれば、企業の中長期的な成長期待も予想以上に下振れている可能性がある。その場合、設備投資の減少が思いのほか大幅でかつ長期的なものとなりかねない。弱めの賃金や有効求人倍率の悪化など雇用環境が厳しさを増す中で、乗用車新車登録台数（除く軽自動車）の前年比マイナス幅が拡大するなど個人消費も引き続き低迷を余儀なくされている。不況型企業倒産も増えている。足許、出荷・在庫バランスが悪化している生産

についても、素材を含む幅広い業種で減産が続く結果、1～3月は10～12月にも増して厳しい数字となりそうだ。

こうした中、僅かだが明るい材料もみられている。交易条件の改善が続くもとで、景気ウォッチャー調査の改善や商工中金の景況判断指数が6か月振りにプラスになるなど、マインド指標に下げ止まりの兆しが窺われている。また、1月の第三次産業活動指数も3か月振りの上昇となった。2月の首都圏分譲マンション統計でも在庫が前月末比15%の大幅減となるなど漸く在庫調整に進展がみられ始めており、今後の動向が注目される。こういった動きや今後の景気対策の行方とともに在庫調整の進捗度合いをしっかりと見極めたいと思う。

最後に、物価に関するリスクについて触れておく。物価については、引き続き上振れ、下振れ双方のリスクを意識している。足許では、消費者物価指数の前年比伸び率がマイナスに転化しつつある中で、世界経済が大幅に下振れ、需給バランスが崩れた場合の下振れリスクが相対的に高まっていると思われる。さらに衣料品や家具、家電といった幅広い商品で値下げの動きがみられるなど、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクにも注意が必要である。一方、より中長期的な観点からは、各国による金融緩和や積極的な財政政策がグローバルにインフレ率を高めやすい環境を作り出している点にも留意が必要である。市場でも「資源価格は再び上昇基調に転じる」といった声がこのところ増えている。国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が回復軌道に乗る蓋然性が高まってもなお過度に緩和的な状況が続くようであれば、あるいはそういう予想が高まるのであれば、余剰資金が再び国際商品市場へ流入するなどしてインフレ率を予想以上に高めてしまう可能性があると思っている。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いします。

## 野田委員

金融経済情勢について総括すれば、前回定例会合以降に明らかになった経済指標、調査結果等は、まず世界のほぼ全地域で民間需要が劇的に減退していること、それにより、起点である輸出の急速かつ大幅な減少、生産活動の大幅なスローダウン、企業の所得形成力の低下、家計をも含めた民間経済主体全体の支出行動のはっきりした抑止という循環ルートを通じて、我が国経済が多大な影響を受け、引き続き過去にない速度で悪化していることを明確に示した。1月の中間評価との比較でも、下振れて推移していると判断している。

状況を仔細にみてみたいと思う。まず国際金融資本市場であるが、前回会合以降、米国大手金融機関の経営不安の再燃などから株価が一時大きく下落したほか、各種の信用スプレッドが再び全体として拡大するなど不安定で、緊張は基本的に和らいでいない。この緊張の背後には、実体経済の足許での大きな調整と先行きに対する巨大な不確実性の存在がある。一方、長期金利は、景気刺激および金融安定化のための財政負担の増大が懸念されつつあり、総じて言えば強含んでいるとみている。日本でも、追加的な経済対策について、財源面も含め議論が始まっており、これが長期金利の上昇要因として少しずつ意識され始めている。

海外経済をみると、10～12月期は前期比ベースでみると日米欧の先進国だけでなく、中国・ブラジルといった新興国もマイナス成長となったようだ。先行きの見通しも悪化しており、2009年の世界経済の成長率は戦後初のマイナスになるとの見通しがコンセンサスとなった。一方、2010年以降、金融市場や米国経済の調整が進むにつれて世界経済は全体として持ち直すという見方も支配的ではあるが、目下のところ次に述べる中国を除いて潮目のはっきりとした変化を示唆するデータは示現していない。この間、世界経済の下支えとして期待される中国経済に注目が集まっている。中国のエンジンを、一つに加工貿易を含む世界の工場としての部分と、二つにその他の公共インフラ投資を中心とした内需とに大別してみると、前者は2月の輸出が前年比-25.7%と4か月連続のマイナスとなり、季節要

因もあるがマイナス幅も拡大した一方で、後者の内需関連にはやや明るい動きがみられている。具体的には、PMIの改善、在庫調整の進捗、工業生産の底入れ、銀行貸出の加速等の動きが引き続きみられている。また、インフレ懸念の後退により金融緩和政策の余地も広がっている。もっとも、日本の中国向け輸出の中核となっている加工貿易関連——資本財あるいは中間財——については、中国の内需よりも最終消費地である先進国の影響を大きく受けるため、日本経済全体への直接的な恩恵については、過大な評価は慎んでおいた方が良く考えている。

次に、我が国経済について前回会合以降の動きを整理してみたいと思う。実質輸出は、1月も前月比-15.8%と統計史上最大の減少を記録した。10～12月期の法人季報も公表されたが、売上高経常利益率が7～9月期から大幅に低下した。中でも、製造業・大企業が急激に落ち込み、マイナスへの転落が目立つ。こうした中、設備投資の先行指数である機械受注は、1月は4か月連続の減少となった。ここでも製造業からの受注が前月比-27.4%となり、先行きの設備投資の大幅な減少を示唆するものである。このように、輸出や生産の急減が企業の所得や支出に大きな影響を及ぼしていることが改めて確認できたものである。

続いて、消費についてみると、実質消費支出や自動車販売の減少に象徴されるように、企業部門ほどではないが、弱さが鮮明になっている。雇用は実体経済の悪化度合いとの対比では相対的に持ち堪えてはいるが、新規求職件数の急増などにみられるように、今後遅行的に急速に悪化することが見込まれる。所得面では所定外労働時間が製造業を中心に大幅に低下しており、これを映じた名目賃金の減少を主因に1月の雇用者所得は前年比マイナスに転じた。加えて、株価は安値圏に低迷し、消費者コンフィデンスも下げ止まった感もあるが、積極的な改善を示唆する程の力強さはなく極めて低い水準に止まっており、個人消費は当面弱い動きを続けるものとみざるを得ない。

以上のような内外需要の急速かつ大幅な減少を反映して、生産も屈折的な減少がはっきりしてきた。にもかかわらず、在庫率はさらに上昇した。

予測指数やマイクロ情報等を踏まえると、1～3 月期も統計開始以来最大の減産幅を記録した 10～12 月期をも上回る大幅なマイナスとなり、最終的な生産の回復は、四半期ベースでは 7～9 月期までずれ込む可能性が高いとみている。

続いて物価であるが、1 月のコア C P I は前年比で伸び率ゼロというところまで低下した。市況の影響を受けやすい石油製品の下落や食料の落ち着きが主因という構図は大きくは変わらないが、それ以外の財・サービスについても下落が目についてきた。1 月の上昇品目数は 3 か月連続で減少する一方、下落品目数は 3 か月連続して増加し、上昇品目数と下落品目数の差は昨年 10 月のピーク 167 品目から 1 月は 117 品目まで縮小した。そこで除く食料・エネルギー——いわゆるコアコア——の前年比は -0.2% と、昨年 5 月以来の下落に転じた。リテイラーの値下げ攻勢を示すマイクロ情報はこのところ目立って増えており、引き続き、第一に、足許の急速な需給バランスの悪化が物価形成のダイナミクスにどのような影響を与えるのか、第二に、急速な物価下落が、物価上昇期には比較的しっかりとアンカーされていた中長期的なインフレ期待に対してどう作用するのかという二つの観点から、物価関連データを丹念に点検していきたいと考えている。なお、金融環境については、後半のラウンドで触れたいと思う。私から以上である。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

我が国経済には引き続き大きな収縮圧力が掛かっている。前回の決定会合以降、一番目として企業部門における収益と財務の急速な悪化と、雇用・所得環境の悪化が判明した。前者については、昨年 10～12 月期の法人企業統計調査において、本邦企業が極めて厳しい減収減益局面にあることが確認された。すなわち、全産業の売上高は前年同月比 -11.6% と 4 四

半期連続の前年割れ、かつ統計開始以来初の2桁減収となり、経常利益も同64.1%減と6四半期連続の減益、うち製造業は94.3%減と利益がほぼ吹き飛ぶという姿となった。この分では1~3月期も大幅な減収減益となり、製造業では経常赤字が予想される。また、財務面でもキャッシュ・フローの急減を背景にデット・エクイティ・レシオの上昇、手許流動性比率の低下——これは43年振りの低水準であるが——などがみられた。

雇用・所得環境の悪化についてみると、有効求人倍率が0.67倍と8か月連続で低下するなど労働需給は緩やかながら緩和方向にあり、雇用者所得も毎月勤労統計ベースでも前年割れとなった。雇用情勢は、非正規労働者のみならず正規労働者にとっても厳しさを増している。例えば東京商工リサーチの調査によれば、本年入り後3月初めまでに希望及び早期退職者を募集した上場企業は81社にのぼっており、僅か2か月余りで2008年実績の68社を上回っている。

先行きの見通しだが、新年度以降については在庫調整の進捗で生産の減産ペースは鈍化する一方、企業収益の悪化の影響から設備投資の大幅減少、雇用・所得環境の予想以上の悪化、金融機関の貸出態度の慎重化等が懸念される。すなわち、わが国鉱工業生産は昨年10~12月期の前期比12%減の後、マイクロヒアリングでは1~3月期は25.1%減、4~6月期は3.9%程度の減少が見込まれている。ただ、1月の在庫が前月比-2.0%と5か月振りに減少するなど生産の底入れに向けた在庫調整の進捗の動きもみえる。製造業は足許で最終需要の減少以上のペースで減産しているため、在庫調整が終了すると生産水準は一旦反動増となる可能性がある。もっとも、仮に4~6月期に在庫調整が一巡しても、その後の生産動向は世界需要の回復ペースに依存する。米国と中国が大型インフラ投資を行う中、素材業種はある程度生産と輸出の増加が期待できるが、我が国主力の輸送用機械、電気機械、一般機械を合わせた外需全体の本格的な回復はまだ期待薄である。また、設備投資に関しても昨年10~12月期の法人企業統計調査において、金融・保険業を除く全産業の設備投資額が前年同期比17.3%減と、過去最大のマイナスとなった。業種別には、輸出企業、特に情報通信機械

と輸送用機械での減少幅の大きさが目立っている。2月の工作機械受注の内需をみると前年同月比-86.2%と大幅な減少となり、1月の機械受注(除く電力船舶ベース)でも前月比-3.2%と、現行の調査対象数となった1987年4月以来初の4か月連続の減少となった。とりわけ製造業は前月比-27.4%の大幅減となり、設備投資の抑制姿勢がはっきりとした。

この間、足許みられる明るい材料を挙げると、一番目として、原材料、エネルギー価格下落によって交易条件が改善してきたこと、二番目として、2月の円の実効為替レートが名目ベースで前月比-5.6ポイントと7か月振りに低下したこと、三番目として、一部の家計マインド指標の悪化に歯止めが掛かってきたこと、四番目として、政府が追加経済対策の検討を始めたこと、などを指摘できると思う。

次に、海外情勢についてである。まず米国だが、家計部門のバランスシート調整の深まりと金融セクターの環境悪化とが、2月の決定会合以降の大きな変化といえる。2月のISM製造業指数は2か月連続で上昇したが、企業活動の拡大・縮小の境目を示す50を大幅に下回っていることには変わりない。2月の鉱工業生産は前月比-1.4%と4か月連続のマイナス、鉱工業設備稼働率は70.9と1982年12月以来の低水準となっている。そうした中で1月の新築一戸建て住宅販売は1963年の調査開始以来最低水準に落ち込み、全米20都市の昨年12月のS&Pケース・シラー住宅指数も前年比18.5%減と、2001年の集計開始以来最大の減少幅となっている。労働市場をみても、2月の雇用統計において失業率が前月から0.5%ポイント上昇して8.1%となったほか、雇用者数は昨年12月以来3か月連続で65万人以上の減少を記録した。昨年1月以降の累計の雇用者数の減少は約400万人——正確には406万人なのだが——となるなど雇用情勢は急激な悪化が続いている。

次に、金融面についてコメントすると、巨大化するシティバンクやAIGに対する金融支援策をみると、米国の金融システムが安定性を取り戻すには相当時間がかかると考えざるを得ないと思う。というのも、米国金融当局は、ストレス・テストの結果を踏まえて過小資本行には資本増強や公

的資金注入を求めていく方針である。しかし景気悪化に歯止めがからない段階では、不良債権の金額は確定できず最終的に償却すべき不良債権額はさらに膨らむ可能性が高い。また仮にストレス・テストの結果、大手銀行に必要な追加資本注入が膨らんだ場合、現行のTARPの残高では不足する可能性もある。米議会や米国市民が金融支援策の増額に極めて慎重である中、結局大手米銀は毎期の収益の範囲内で時間をかけながら不良債権を償却する選択肢しかなくなるリスクもあるということである。

中国に目を移すと、私がみる限り経済指標は強弱まだらという評価になる。1～2月累計の経済指標をみると、工業生産は前年同月比+3.8%と昨年12月の+5.7%を下回り、小売売上も+15.2%と昨年12月の同+19%から鈍化している。2月の輸出は前年同月比-25.7%と4か月連続のマイナスとなった。一方、明るい方は、1～2月の都市部の固定資産投資は前年同月比+26.5%となり、公共事業増加の効果といえる。また、2月のM2は前年比+20.5%と1月の+18.8%から加速し、金融緩和効果が窺える。さらに、2月PMIは49.0と3か月連続の上昇となり、中でも輸出受注が1月の33.7から43.4に回復し、新規受注も50.4と50を上回るなど輸出の持ち直しを期待させる内容になった。

ユーロ圏の2月の製造業PMIは33.5と1月の34.4から悪化した。また、ドイツの1月の鉱工業生産は前月比-7.5%、前年同月比では-19.2%もの大幅なマイナスとなった。この間、中・東欧経済は、経常収支赤字や西欧向け輸出の急減などを背景に、資本流出と通貨下落に見舞われているが、こうした事態はユーロ圏の金融経済に対して相応の影響を与えるものと考えられる。このためユーロ圏の情勢については、従来以上に悲観的にみざるを得ないと思う。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁、お願いします。

## 西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢を達観すると、日米欧でコンフィデンス指標の悪化傾向に歯止めが掛かりつつある兆しも窺われるなど、遠くに淡い燭光がみえるように思えるものの、足許から先行きにかけては、厳しい状況がさらに続き下方リスクが大きいという点で、大きな変化はなかったと考えている。実際こうした中で、先週末に開かれたG20の最大の課題は、現在大きく傷ついた金融市場のコンフィデンスの回復をいかに促し、顕在化した金融部門と実物経済の間のネガティブ・フィードバック・ループの回転を止め反転させていくか、という点に集約されていたと言っても過言ではない。国際金融資本市場では、大手金融機関の経営不安が再び強く意識される展開となっている。金融株を中心として米国ダウが一時6,500ドル近傍まで下落し、シティの株も1ドル割れとなった。ドルLIBOR-OISスプレッドも緩やかながらも再び拡大している。欧州の状況も米国と変わらず、情報開示の程度に疑問が残るだけ、コンフィデンスの状況は低いと言える。極く足許では——今日もそうであるが——、金融機関の業績改善を囁し、ショートカバーから株価は幾分値を戻している。しかしこうした業績改善期待も、実体経済に強いストレスが掛かっているもとではその実現に疑問が生じる可能性は無視できない。市場が金融機関に経営体力の改善を求め、そのため一段のディレバレッジが生じ、これが資産価格のさらなる下落を喚起、それがさらに市場を介して金融機関に対して追加的な資本調達を求めさせるといったヴィシヤス・サークルが働いている。これを断ち切れるかは、各国当局における様々な対策にもかかわらず、なお不確実性が高いと言わざるを得ない。さらに最近気になる動きがある。この一両日のAIGのボーナスを巡る動きは、ポピュリズムの傾向が一層明確になっていることを示しているように思う。日本時間昨晚、共和党のグラスリー上院議員は「AIGのボーナスを払った者は、日本のしきたりを見習うべきだ。まず公衆の前で深々と謝罪の頭を垂れ、その後すぐさま辞任するか、自殺すべきだ」というふうに発言している。これは実際に私も発言を聞いていたので本当である。こうした傾向は、各国でみられる。

このため効果的な公的資金の注入を難しくさせ、将来の不安定要因を高めてしまうということに我々は十分注意しなければならないと思う。ただこの間、株価下落をトリガーとするリスク削減の動きと呼応していた、米国・先進国株価と円為替レートあるいはコモディティとの相関関係は、明らかに弱まったように窺われる。これは既往の投機的なポジションの調整が相当程度進捗したことを表しているのかもしれない。もし株式市場の不安定さが他市場に大きな変動を与えるメカニズムが弱まったとすれば、これは改善として評価できるかと思う。

海外経済では米国経済について、住宅販売の低迷と価格下落の歯止めが未だに掛かっていない。住宅着工は確かにポジティブ・サプライズではあったが、そもそもそれは、振れの著しいマルチ・ファミリー・ユニットが2倍近くになったという影響が大きく、シングル・ファミリー・ユニットについては非常に僅かなプラスにしかなくなってない。この点にはやはり十分に注意する必要があると思う。全米規模での住宅価格下落は初めてのことであるだけに、既に一旦底入れを経験した我が国とは異なり、底値感が掴みにくく、ずるずると下落を続けるリスクが高いことには注意する必要があると思う。欧州経済も大幅な悪化を続けている。スペイン等が既にスタビリティ・アンド・グロース・パクトの違反となっている中で、さらなる財政出動の自由度が乏しいほか、中東欧問題も抱える中で、米国よりもダウンサイド・リスクが高いとみられる。エマージング経済も大幅に減速している。輸出が急速に落ち込み、加えて資金が流出し、自国通貨に下落圧力が強まっている国が続出している。加えて先進国の支援能力、体力も弱まっている事を考えるとダウンサイド・リスクが拡大しているように窺われる。G20会合でも自分達が米欧発の金融危機に翻弄されていることによりかなり苛立ちがみられた。ただ中国については、2月は発電量や石炭生産量がやや持ち直すなど財政出動の景気下支え効果が染み出しつつあるように窺われ、G20でも  
との説明が  
から聞かれたところである。

日本経済については、月報概要の「景気は大幅に悪化している」との評

価で違和感はない。ただ、企業サイドでは昨秋以降の内外での在庫積み上がりや生産計画の下方修正に歯止めが掛かりつつあるようにみえるということ、それから消費者コンフィデンス関連指標に下げ止まり感が窺われること、それからGDPと相関の高い道路交通量——統計の公表が遅いため肌感覚のコメントであるが——も、どうも1月から2月初めを底にして増加しているようにみえる、ということなどから、1月までの経済活動の急激な収縮は相当程度収まってきたように窺われ、これは前回会合以降の改善として指摘しておきたいと思う。

最後に、日本の物価情勢だが、調査統計局の見通しに全く違和感はない。このところは全くサプライズが無く推移しているので、今後は変化の兆しがある時に限って意見を申し上げることにする。

白川議長

それでは中村委員、お願いします。

中村委員

前回会合以降に公表された経済指標等をみると、米国の小売売上高や中国のPMIなど、事前の市場予想を上回る指標が一部でみられた。世界経済の大幅かつ急激な悪化の度合いが僅かながらも緩和されつつある兆しとも考えられるが、生産水準や雇用環境、貿易は、引き続き悪化しており、世界経済が戦後最悪の同時不況に陥っている状況に変化はない。昨年3月にベア・スターンズが破綻して以来1年が経過したが、国際金融資本市場の緊張感は総じてみれば高止まっている。米国では、シティグループが事実上の政府管理となったほか、AIGに対する追加資本注入が決定された。欧州の金融機関についても、中東欧のエクスポージャーが毀損する懸念が一段と高まっており、世界経済回復の前提となる金融資本市場の安定には、まだ相当の時間がかかる見込みであり、金融と実体経済の負の循環が続いている。

海外経済であるが、米国では経済全般が引き続き大幅に悪化している。

住宅市場では、住宅価格が下げ止まらず、民間調査会社によると、住宅ローンの借り手の5人に1人に当たる830万人は、借入残高が住宅市場価格を上回っているようだ。また、2月の新築住宅着工販売件数は前年度比8か月振りに増えているが、水準的には低く住宅市場が調整局面を脱するには相応の時間を要するようだ。雇用環境は、2月の非農業部門の雇用者数が、前月比大幅に減少、この4か月で260万人近くの雇用が失われている。失業率も8.1%まで上昇しているほか、新規失業保険申請件数も増加傾向を辿っており、雇用環境は一段と悪化している。こうした中、2月の小売売上高は、市場予想に反し2か月連続で増加したが、自動車販売は前年比41.4%減少しているほか、消費者コンフィデンスは1967年の統計開始以来の最低水準を更新している。住宅や金融資産の目減りや雇用・所得環境の悪化に伴い、個人消費は当面、厳しい状況が続く見通しであり、家計貯蓄率も上昇傾向を辿ると思う。設備投資関連も、1月の非居住用建設支出や非国防資本財受注が大幅に悪化しているほか、鉱工業生産も、前月比-1.4%と4か月連続で減少している。

欧州でも、米国と同様に金融システムと実体経済悪化の負の相乗作用から経済が大幅に悪化している。欧州連合は、経済情勢が急速に悪化している中東欧の加盟国向けに、欧州復興銀行などの国際金融機関経由で総額3兆円の支援計画を公表したが、中東欧諸国は支援規模が充分でないと不満を表明するなど、欧州全体に効果的な財政政策を打出しにくい環境にあり、中東欧諸国からの資金流出の加速に伴う混乱にも注意が必要である。

中国でも、一部の経済指標に改善の兆しが窺われるが、経済は大幅に減速していることが確認された。2月の輸出入は前年比で、いずれもマイナス幅を拡大している。一方、2月の粗鋼生産量は前年比4.9%増加したほか、セメントの生産量は同じく+42.5%と大幅に増加しており、公共投資による経済成長の押し上げが進捗しているようで、積極的な財政政策の成果に期待が集まっている。この間、NIEs、ASEAN諸国においては、輸出が一段と減少しているほか、民間消費も減速傾向を辿っており、経済が大幅に悪化している。

国内経済については、企業は需要の急減に対応して、大幅な生産調整を進めている。1月の鉱工業生産は、3か月連続で過去最大の下落幅となり、2003年半ば頃の水準にまで低下している。生産予測指数をみると、3月には生産が前月比小幅プラスに転じると想定されているが、1～3月の生産前期比は-25%程度と、10～12月を上回る下落となる見通しである。2月の東京電力の販売電力量をみても、全業種で前年を下回っており、2月としては1989年並みの水準まで落ち込んでいる。生産が大幅に低下する中で、第3次産業の活動も弱まってきているほか、設備投資を抑制する動きが広がっている。企業収益の悪化や世界経済の下振れリスクの高まりに加え、金融環境の改善が不透明な中で、設備投資は当面大幅な減少を続けると思われる。大手建設会社からは、液晶や半導体関連をはじめとする製造業からの発注が大幅に減少しているほか、着工済の案件が延期になるケースが増加しているとの話が聞かれる。この間、実質輸出の1月の10～12月対比は-25.6%とマイナス幅がさらに拡大した。地域別、財別にみても、ほとんどの分類で大幅に減少しており、先行きも、海外経済の悪化に伴い、減少を続けると思われる。個人消費は全体として弱まっている。企業からもスーパーにおける客単価の低下や、百貨店では、ついで買いをする客が減少し、来客数が減少しているといった話が聞かれており、家計の節約志向が一層強まっている。企業部門の悪化が、雇用や賃金の悪化を通じて家計部門へも波及し始めていることから、先行きも個人消費は弱まっていく可能性が高いと思われる。消費者物価については、足許、前年比ゼロ%まで低下しているが、今後、石油製品価格の下落に加え、消費者の低価格志向の強まりや、熾烈な企業間競争を背景に、さらに低下し、マイナスになると見込まれる。

企業金融面では、銀行が融資残高を前年比4.4%積み増したほか、トヨタ、パナソニックといった、これまで社債発行を控えていた企業が大口の起債に踏み切ったことや、本行のCP買入れオペが札割れとなるなど、企業の資金調達環境は、年度末を控えているが、昨年12月の異常な緊張感に比べれば幾分緩和されているようだ。もっとも、企業業績の急速な落ち

込みにより、返済余力の悪化している企業の増加や、下位格付先の社債発行が依然として厳しいこと、緊急保証制度が無審査ではないことなどもあり、中小企業を中心とした資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増加しているなど、総じて金融環境は厳しい状態が続いている。実際、倒産件数の増加に歯止めが掛かっていない。私からは以上である。

白川議長

我が国の景気の現状であるが、達観すると、前回の会合と比較して大きくは変わっていないというふうに思った。また後から、文章として議論するが、我が国の景気は大幅に悪化しており、当面悪化を続ける可能性が高いという言葉で表現できるような判断であったと思う。ただこうした判断を裏付ける要素に則して、若干、前回との関係で議論を整理したいと思う。

まず第一の要素である海外経済については、どの地域も全体として厳しくなっており、前回との比較でも、やはり厳しくなっていると思った。私自身も含め何人かの委員が指摘されていたが、一つは金融システム及び金融機関の経営不安が再び強まっていることがやはり懸念材料であるし、それから地域として中東欧の問題が前回も意識されたが、今回はより意識されていると思った。こういう海外経済の悪化の中で輸出が大幅に減少が続けているということである。

第二の要素は内需であるが、これも企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で、弱まってきているということだと思う。先行きを考えた場合にも、これだけの景気の落ち込みが続くと中長期的な期待成長率が下がっていく可能性が意識される。その結果、設備投資の下方修正が行われていく——現にまさに起きているが——、それから雇用の面でもこれまでは雇用をなんとか維持してきたが、雇用が減少していく結果、所得が減り消費がさらに弱まるということも考えられる。そういう意味で内需の面も弱まっているということだと思う。

第三の要素は、金融環境、特に企業金融の環境である。この面ではCP・社債の発行環境が幾分改善しているというプラス材料はあるが、全体とし

ては厳しい状態が続いているという判断だったと思う。前回との比較でもう少し申し上げると、これまではマイナスの材料ばかりで、何がしかのプラス材料というものはほとんどなかった訳であるが、それとの比較でみると今回は——これをどう評価するかは別にして——、材料としては若干のプラス材料があったということである。

ただ、こうした材料も先程の西村副総裁の言葉を借りると、遠くに淡い燭光がみえているけれども、しかし判断としては大きな変化はないということであったが、皆さんも、表現の仕方は違うにせよ基本的にはそういう認識であったと思う。ただ前回との比較で、淡い燭光として皆さんが何を挙げたかを自分なりに整理してみると、多少ダブるが全部で四つ位あると思う。一つは内外で企業がこれだけ大幅な減産を続けているので、少しずつ在庫の調整が進めば、さらに減産が強化されるということは段々なくなってくるということである。減産はまだ続く訳であるが、さらに減産強化というニュースはなくなってきたという意味において、ネガティブ・サプライズが減ってきている。しかし、ポジティブ・サプライズという訳ではないということだと思う。二つ目は、企業金融の面で先程も申し上げたような若干のプラス材料があるということである。三つ目として、海外経済も全体としては前回よりも厳しい判断が示されたと思うが、一部、中国については素材を中心に在庫調整が進んでいて、受注や生産に若干の持ち直しが窺える、あるいはそうした動きと整合性があるかも知れないが、銀行貸出も大幅な増加をしているということである。四番目は、幾つかのマインド指標が改善をしているということであった。ただ、これらはこれだけマイナスの材料が続く中で敢えてプラス材料を挙げればということであるから、皆さんが今これを強調したいということではなかったと思うし、私自身も強調したいということではない。ただ、人間は下がる時も上がる時も、目先の動きにどうしても引っ張られるから、一応こういう変化が起きてきていることだけは意識しておいた方が良くと思う。

今日、皆さんの議論を聞いていて、足許の景気の面で議論をしないといけないような大きな意見の違いがあったとは思わないが、ただ敢えて言え

ば世界の金融システムの現状をどういうふうに理解するかということがある。国内の金融、企業金融の状況については後のセッションでお願いするが、取り敢えず世界の金融システムという面からみると、前回に比べて厳しさを増しているというふうに思う。その拠ってきたところは何だろうかと考え、一つはこれまでも議論をしている金融と実体経済の負の相乗作用というのが止まる気配がなく、強まってきていること。さらに先程の中東欧がそうだが、地域的な広がりもみせているという感じがすること。それから何よりも、金融システムの安定化に向けてしっかり取り組む政治的な意思あるいは政治家の実行力について皆が不確実性を感じていることだろうと思う。先ほどの西村副総裁のA I Gの話ではないが、確かに日本もそうであったが、ポピュリスト的なムードが強まり、なかなかディサインプな政策を採りにくいという局面に今あるという感じがする。そうであれば、若干プラス材料があって株価が反転するということが今起きている訳ではあるが、我々の今日の判断としては世界の金融システムについては決して改善の方向に向かっているのではなくて、むしろ厳しくなっているという判断だったと思うが、そうした判断で基本的にはよろしいか。

後は物価であるが、物価についても特にこれまでと変わった議論ではなかったと思う。消費者物価の前年比は石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して足許は低下している。先行きについては次第に需給バランスの悪化も加わってマイナスになっていくということであった。多くの方が強調されていたが、ポイントは中長期の予想インフレ率が今後どうなっていくかということだと思う。この面ではどちらかというと、需給バランスの悪化からマイナス方向への動きについて警戒的にみるという見方と、足許の一部の国際商品市況の動き、あるいは世界的な金融緩和の動きの継続から、商品市況が再び上昇に向かうという意味での潜在的なインフレ・リスクを意識する見方と、二つがあったかと思うが、いずれにしてもそうした要素を秘めつつ中長期の予想インフレ率をしっかりとみていこうということであったと思う。

#### 水野委員

昨日門間調査統計局長がおっしゃったが、やはり需給ギャップが相当大きくなる。実際、来月の展望レポートで議論するが、ゲタの関係でいっても、来年度5%近いマイナス成長になると、需給ギャップは-4~5%から下手をすると-5~6%ということである。そういった意味では、政府が色々な財政政策を打っても財政政策だけでは埋められない程大きな需給ギャップが残ってしまうということが一つと、あとは、須田委員がおっしゃったような物価については、足許国際商品市況、特に原油価格が少し戻っているということがあるのだが、世界需要の減退が明らかに上回っているというのが、正直な足許の評価だと思う。従って、需給ギャップの現状というファンダメンタルズからすると、物価については、我々はやはり楽観的にというよりは、下がっていく方向にどうしてもバイアスが掛かってしまう。

#### 西村副総裁

今需給ギャップは、計測が非常に難しい状況になっているので、我々が需給ギャップを大きく見過ぎてしまう危険性も若干考えておく必要があるのではないかなという気がする。また中長期的期待や、それから明らかに今、色々な産業構造の調整が起きている訳であるから、そういったところでは潜在成長率がかなり落ちている可能性もある。要するにそう考えるとオーバーエスティメートしている可能性がかなりの確率であるのではないかというふうには思う。ただ、分からないので。

#### 水野委員

ただ、財政刺激策で埋められる程小さくはないということだけ言いたかった。

野田委員

数値的に幾らから幾らの幅というのは、確かに大きくなっているけれども、少なくともギャップが相当広がっているという感じなので。

水野委員

認識だけはシェアできる。

野田委員

場合によっては二桁位になるかもしれないという見方から、西村副総裁がおっしゃるように、潜在成長率の方もどんどん下がってきているということもあるので、 $-4\sim 5\%$ にとどまるという見方もあるだろう。やはり、幅を持ってみるというその幅が大きくなっていることは間違いない。

須田委員

ギャップだけでなく、輸入ペネトレーションが再び話題になるなど、輸入の比率が今高まっている。以前、それが物価にどう影響を与えるかを結構みていた時期があった。それが少し気になる材料としてあるので、その部分もみていく必要があるのではないか。

亀崎委員

例のC P Iの524品目をずっとみてきたが、やはり傾向が少し変わってきた。というのは、前年比で価格が上昇した品目数と価格が下落した品目数の差をみていると、このところずっと上昇価格品目数の方が上回っているが、ここに来て下がってきている。2006年～2007年頃は、上回るといっても20とか30品目程度だったが、段々上がってきて去年の3月には100を上回り、10月には167までいった。ところが1月には117まで下がってしまった。勿論食料、エネルギーが中心だが、それ以外も多い時には60品目位上回っていた。ところが、このそれ以外が1月には25になってしまった。これをみると、これまではエネルギー、食料でかなりのところ

を上げてきて、それ以外もほんの僅かではあるが押し上げてきたことが分かる。しかし、これからは大きく上げてきたエネルギーと食料の裏が出てくるうえに、それ以外も上がらなくなってきたという意味で、今までの傾向とは少し変わってきたなというふうに思っている。

水野委員

コアコアでみると厳しいということであるな。

亀崎委員

コアコアも含めてである。

野田委員

今の数でいくとやはり 1 年位でどんどん増えてきたのが、3 か月位で戻しているということであるな。そういった数字のイメージである。品目差で言うとそうなる。

亀崎委員

品目差で言うと、2006 年の 2 月頃は、下落の方が非常に多かった。いつから上昇品目が多くなったかということ、2006 年 8 月からである。最初は 20 品目などと少なかったのが、段々一貫して上がって、先程申し上げたように 2008 年 10 月に 167 までいった。その後大きく落ち始めた。だから、傾向が少し変わってきたなと思う。

水野委員

世界景気の話なのだが、野田委員が金融懇などでグローバル・インバランスの話をしていて、二つあるとおっしゃっていた。まず、経常赤字国アメリカとアジアなどの経常黒字国の問題と、あとは新興国のバブル崩壊によって、先進国の回復が遅れるということ。この二つが、まさに色々データで裏付けられてきたかなという印象を持っていて、アメリカの過剰消費

や過剰債務が解消されることは一見長い目でみると良いのだが、それが現実的に日本やアジアをみると、輸出が大幅に落ち込んでいるという現実があって、グローバル・インバランスの調整という意味では良いのだが、調整の過程は物凄くしんどいなという感じがしている。敢えて言うとも日本の経常黒字が減ってくるということを考えると、円高がどんどん進んでいくという見方が少し今修正されているのは良くて、円の実効為替レートもそうであるが、ドル／円が98円、ユーロ／円で128円というところをみると、円高が少し一服したという位である。それ以外のところは、どうもアメリカだけではなくて、イギリスの消費も弱いし金融の問題が多分影響している。あと最近のN I E s 諸国向けの輸出、あるいはN I E s 諸国の内需のデータをみていくと、本当に不振で、多分N I E s 全体でゼロにいかないかどうかという感じである。シンガポールも中央銀行のMASが-4.9%成長と言っていたが、最悪7とか8%のマイナス成長になるので、少しインバランスの調整が速いというか、きついというかそのような感じを凄く受けている。

#### 野田委員

問題は、長くかかるだろうと考えているその先に、アメリカの消費がどの程度——どのレベルまで——戻っていくのか。GDPベースでいくと、かつてのように4%とか5%などという率で戻るかどうかというのは、今の状況ではなかなか想像できない。人口の増加などを踏まえると数%ポイントのところまでは戻るにしろ、そこまで本当に戻るかどうかというのは確信が持てないというのは、まさに亀崎委員がおっしゃるとおりだと思う。

#### 亀崎委員

今どちらかと言うと小売売上も、昨日もご説明があったように安物志向を強めるとともに、貯蓄を勧める風潮も段々出てきている。今までの過剰消費が良かったのかということにも、論調が色々出てきているので。

水野委員

反省し過ぎなのである。あの国はどうもあちこちと振れるからな。

亀崎委員

アメリカが、そのようにしょげてしまうとかなり姿が変わってくるという感じがある。どうなるか分からない。

野田委員

その間、新興国が自律的に、純粋なインフラも含めた内需——米欧の輸出ドライブではない部分——でどの程度カバーするかがもう一つの大きなポイントだろうが、それが一頃考えられていたよりも少し遅れるのかな。

水野委員

遅い。弱い。

中村委員

如何にアメリカの消費が大きかったということか。

水野委員

今になってみれば。

中村委員

これに変わるものがあるかというのと、なかなか見当たらない。アメリカでは、個人のバランスシートが傷んでいる訳であるな。借金の方が家のバリューよりも大きくなった訳であるから。

水野委員

同じバブル崩壊あるいは不良債権問題でも、日本では、商業不動産中心

に企業部門の調整が深刻であった訳であるが、アメリカの場合は、住宅投資、それから株価ということで、家計部門が打撃を受けているので、その方が多分GDPに占めるウエイトが大きいということもあって、世界経済全体を凄く下げているという感じを持っている。

#### 西村副総裁

企業が今悪くなりかかっている訳であるから、水野委員が言った相乗作用というのは、これから日本と同じ状況になるということなので、これから加わってくることが怖い。

#### 野田委員

日本の企業は頑張っていたからな。前は。

#### 水野委員

財政政策面もTARPは難しいにしても、第一弾、第二弾と景気刺激策が出てくるだろう。結局日本がやったように景気があまりのスピードで落ち込むことに政治的に耐えられなくて、何回も景気対策が打たれるだろう。ただし、それは落ち込んでいくのを支える位であって、押し上げるまでにはいかない可能性は一応みていく必要があるかなという感じでみている。

#### 須田委員

グローバル・インバランスの問題が起きたらそれを調整するのだという議論が出てくるが、かなり長い期間に亘って、インバランスはずっと持続しているのである。日本についてもGDP比2%でも問題だと言っていた時期から、4%になっても放置されていた時期もある。確かに根本にアメリカの赤字が大き過ぎたということはある。それから、日本とか中国などの黒字が大きかった時のデータをみれば、元々色々なところでインバランス問題があるということは確かだけれど、それに関連して色々なショックが起こっている。1970年代以降をみると、まずオイルショックで、それ

までの日本では投資比率が凄く高かったのが持続不可能になったし、またラテンアメリカで金融危機が起これば、そこも持続的でなくなり、アジア通貨危機でもそうだった。そういった色々なショックで内需が減ると、金融機関は大体貸出先に困ってしまって、資金が色々なところにまた出ていくということをずっと続けてきた。だからインバランスというのは、過去から続いてきた色々なショックの結果ということでもあるので、別に経常収支のインバランスがここにきて出発点として大きな問題を起こしたということではないのではないか。

水野委員

出発点というのではないが、今起きていること。

須田委員

そして、経常収支がもうかなり縮小しないといけないということになってしまうと、グローバル化は何であったのかと。縮小してしまったら、それぞれ閉鎖経済になっていく訳であるから、そうではなくて、やはり経常収支の不均衡は続いていく。従って、ショックが終わった後でも——どうい姿になっているか、先は分からないが——、それが小さくなっていくまで時間をかけて調整が続いていくというものでもないと思う。

水野委員

今回で全部調整するということが言いたかった訳ではなくて、結局アメリカの過剰消費が凄く大きかったなということで、この調整が終わらないと多分、日本、アジアもなかなか回復が厳しいと思う。その中で、アジア、中東の最近のデータをみていると、野田委員が先程おっしゃられた新興国のところの回復が期待程ではなかったというところが、やや誤算だったかなという感じである。

山口副総裁

その点悲観的に考えてはいけませんが、アメリカの過剰消費は確かに問題の一つの原因だと思う。しかし、昨年秋からの半年間を振り返ってみると、行き過ぎは別にアメリカだけで起きていた訳ではない。

水野委員

新興国でも起きていたな。

山口副総裁

然り。しかもそれは消費という形態だけではなくて、設備投資もそうであった。また、アメリカだけではなくて、ヨーロッパやヨーロッパの周辺国、BRICsの国々もそうである。いわば地球規模で起きていた様々な行き過ぎ——これをバブルと言って良いのかどうか非常に難しいところであるが——が現実起きていて、今はその大規模な調整プロセスにあるという認識を持っておく必要があるという気がしている。

従って、アメリカについて何らかの形での調整がみえてくれば、それで曙光がはっきりとみえてくるようになるかと言うと、必ずしもそうではないのではないか。むしろ、地球全体で起きている調整がどういったスピードで収束に向かっていくのかがはっきりしてこない限りは、実は世界経済全体として先がみえてこない可能性が結構高い。しかも、日本は、世界規模での行き過ぎの恩恵を割と強く受けた国であるので、その調整の影響も当然大きく受けているし、その後の立ち上がりも、当然のことながら結構苦労する可能性が高いと考えておくべきではないかという気がする。

水野委員

だから、景気回復の時期が、段々後ずれしてくるリスクを民間エコノミストが少しずつ言い始めたけれども、私としては、半年ずれるだけの問題なのかという思いを持っている。去年の今頃は、今頃回復の兆しがみえて後半回復するという話だったのが、今そういった話から見ると若干トーン

を下げてきているので、また半年経つと違うことを言っているのではないかなという感じがするが。

白川議長

この問題は、各国が政策を考えていくうえでの基本的な経済観というか、そういったものに関わる話だと思う。私自身が、この種の問題で感じることは幾つかあるが、一つは直前山口副総裁がおっしゃっていたけれども、2003～2007年の世界経済の拡大——これをバブルと言うかどうかは別に——は、持続可能なスピードを超える高い成長が長く続いたということだと思う。そうすると、経常収支のインバランスの有無に関わらず、この調整は不可避だというふうに思う。これは後の政策のセッションで何うが、世界的にスイフトにボードにやれば問題が解決するのかというと、勿論スイフトにボードにやれば深い落ち込みは防げる。そういう意味で私はこれは必要だと思うが、既に積み上がった過剰の調整それ自体がなくなる訳ではないから、そこはやはり冷静に考えないと、結局どこかで失望に変わるのだと思う。そういった意味で、経常収支のインバランスの問題というよりは、過剰支出であったというのが第一点。

それから、二つ目に経常収支のインバランスの話である。これは赤字国と黒字国、それぞれに関わるが、まずアメリカについて言うと確かに過剰消費であることは間違いない。ただ、アメリカは今、現実には基軸通貨国であるからアメリカが自発的に消費を減らすというインセンティブは多分ないのだと思う。そういった意味で、あるべき論として消費がもう少し抑えられて、調整を受けた方が良いというのはそのとおりだと思うが、なかなかメカニズムとしてそのようにはいかないと思う。世界経済全体として誰かが国際流動性を提供するという役割を担う訳であるから、現状そういったものがない中で、経済全体のバランスがそう単純にはやはり進まないだろうということである。

それから、もう一つ、赤字国について思うことは——これは良くアメリカが言う議論で私自身は非常に不満に思っていることであるが——、要す

るに黒字国であったエマージング諸国がアメリカに国債を始めとする投資を行い、それが長期金利を下げた結果、アメリカのバブルを生んだという議論が最近良くされているが、これは物凄く不適切な議論だと思う。経済は一般均衡であるから両方に要因があるのであって、中国だけが勿論悪い訳ではないし、アメリカだけが悪い訳でもなく、それが経済のバランスだと思う。そういった中で、何となく経常収支インバランスを都合良く黒字国のせいにするのは、私自身は嫌だなど。しかし、今問われていることは、その問題も然ることながら、やはり過剰支出の後の調整をどうするかという話かなと思う。

水野委員

おっしゃるとおりである。

西村副総裁

少しタイムスケールの話について、G20の議論を少しご紹介すると、  
としてやはり を言う人が多い。  
は、「 」というよう  
なことを言っていた。

須田委員

それはいつから測ってのことか。

西村副総裁

今からやってもそうだと。つまり、  
と、 形であるが。これは  
した意見で、特段それに対して は  
いなかった。要するに、 というようなことを考えてい  
る人は非常に少ない。というか、もうそういった状況ではないというのが、  
少なくとも での だと思う。

水野委員

暗いな。

白川議長

それでは、再開を少し中途半端であるが、10時40分にする。

(10時26分中断、10時40分再開)

白川議長

それでは、再開する。

#### IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。順番は前回同様、亀崎委員から願います。

亀崎委員

年度末を控えた現時点における我が国の金融市場や金融機関の状況は、本行がこれまでに行った様々な施策の効果もあって、比較的落ち着いてきたと判断できる。以下では、まずその背景について述べた後、今後の注目すべきリスク要因と、政策対応について指摘したいと思う。

金融市場をみると、企業金融支援特別オペの頻度引き上げを含む、積極的な年度末越えの資金供給により、本行当座預金残高が大きく積み上がっている。こうした流動性の面での安心感もあって、レポ・レートやCP金利、TIBORなど、やや長めのものを含む短期市場金利は低下している。先日、本行が実施したスポット物による年度末越えオーバーナイト資金供給の入札金利も、期末日としては低いものとなった。また、企業金融支援

特別オペやドル資金供給オペは応札額が減り、CP・社債買入れは札割れとなっている。このような様々な事象から、金融市場は年末時点とは異なり落ち着いてきていると判断している。金融機関については、改正金融機能強化法により、銀行に対する公的資本注入が比較的容易に行えるようになった。また、本行および政府が、銀行保有株式の買取りを再開している。これらについては、利用実績は僅かであるが、一定の安心感には繋がっているものと思われる。さらに、昨日の政策委員会通常会合において方向性を決定した、本行の金融機関に対する劣後特約付貸付の供与についても、より一層の安心感を醸成するものと期待される。

今後のリスク要因としては、まず米国における新たな金融機関関連の問題発生が挙げられる。米国政府は、昨年リーマンショックとTARP法案否決ショックを経て、大規模金融機関を潰さない断固たる姿勢に転じ、金融市場は落ち着いたように思えた。しかし、年明け以降は、不良資産の処理方針を巡る不信感や、シティやバンク・オブ・アメリカの国有化懸念、AIGの大規模な追加損失などから、再び不安定化している。今月末までには、不良資産の規模を確定するための金融機関へのストレス・テストが完了する見込みだが、その結果がどうなるのか、経営が危ういと判断される金融機関が出てくるのか、そしてそれを具体的にどう処理していくのか、依然として不安は大きいと思う。また、中東欧の経済情勢も、大きなリスクである。EU諸国は、金融再生より規制の強化、景気刺激策より財政の健全化といった、目先の危機克服より将来の再発防止策の方に関心があるようにもみえる。そのため、EUは自分の裏庭である中東欧に対する差し迫った危機の意識が、南米危機時の米国、あるいはアジア危機時の日本より低いようにみえる。仮に中東欧が経済破綻した場合、貸し込みの多い欧州金融機関の屋台骨が再び揺らぎ、世界経済全体への影響は計り知れないものと思う。

次に我が国では、景気が一段の下振れリスクを抱える中、今後の企業金融の動向も大きなリスクであると言える。多くの企業は、年度末越え資金の確保には目処をつけたとはいえ、新年度入り後も、売上高の減少が予想

される一方、既往の設備資金、在庫資金やリストラ資金などの支払いが嵩む中で、苦しい資金繰りには変わりがない。そうした中で、景気情勢が一段と下振れた場合、金融機関が資金面での支援をしっかりと行っていくことができるかどうか憂慮されるところである。このようなリスクが存在するもとの、いつ再び、大きな危機が訪れるか分からない。そのため、日本銀行の政策対応も万全なものとしておく必要があり、できるものは最大限積極果敢に実行すべきと考える。現時点においては、残高が多額に上っている短期の資金供給オペ負担を軽減し、円滑な金融調節を行っていくため、長期の安定的な資金供給となる長期国債買入れを増額することが一案であると思う。この点に関して、まずは12月の金融政策決定会合で決定した長期国債買入れ増額の効果について、執行部より意見を求めたいと思う。その上で、野放図な財政ファイナンスとならないよう定めた銀行券発行額見合いの買入れという大原則に、当面抵触しない範囲の買入可能額を提示してもらいたいと思う。その際、次の二点についても、予め考え方を整理しておくことが重要であると思う。一つは、仮に上限に達した場合でも、市場に悪影響を与えないための対応。二つは、景気回復時など、買入れの減額が必要となった際の対応。以上、今回新たに長期国債買入れ増額を実施するという私の案に対し、執行部の意見を聞くとともに、ご出席の方々のご意見も伺いながら、結論を得たいと考えている。なお、次回会合までの金融市場調節方針については、0.1%という現状の十分に低い水準を維持すべきというふうに考える。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

今回は非常に快調なペースで議論が進んでいるような感じがある。私がこのボードメンバーに加わって以来、初めての状況で、ぜひこのペースを大事にしたいと思うので、私の発言はなるべく簡単にしたい。オーバーナ

イト金利の誘導目標については、現状維持で良いと思う。それから、幾つかの柱を立てながら金融政策をやっている訳であるが、やはり企業金融円滑化を支援するというのが引き続きポイントであろうと思う。これまでの各種施策が効果を発揮してきている面もあるので、これらをしっかり実施していくことが重要だと認識している。この間、先程亀崎委員からもお話があったが、長期国債の買入れ増額をどう考えるかということについてであるが、年度明け後も厳しい経済環境というのは続きそうで、金融市場の緊張も続く可能性が高いので、積極的な資金供給を当然行っていかざるを得ない。こうした観点に立った場合に、長国の買入れの増額をどう考えるのか執行部の忌憚のない意見を聞いてみたいと思う。

以上で私の政策に関する考えは終わりということになるが、一点だけ付言しておきたい。前のセッションでも述べたが、我が国においても企業の中長期的な成長期待の下振れ、下方屈折の可能性はやはり無視できなくなっている。一部は既に発生しているのかもしれない。家計等の長い目でみたインフレ予想の下振れのリスクも次第に現実味を帯びてきているのかもしれない。さらに景気悪化と株価の下落が相俟って、金融機関の体力が一段と低下する懸念もあながち否定はできないという状況になってきているように思う。勿論、いたずらに悲観論に傾くことは政策当局としては戒めなければいけない。しかし、仮にそうした難しい局面に遭遇した場合に、我々が持てる政策ツールで対応可能なかどうか、そしてさらに重要なことであるが、そうした事態に立ち至った場合に、我々の現在の政策哲学でもってそうした事態に対処することができるのかどうか、この辺りについてはこれまでも意識してきたことではあるが、これからさらに机上演習するなどして、しっかりと頭の整理を行っておく必要があるのではないかというふうに認識している。私からは以上である。

白川議長

次に須田委員、お願いします。

## 須田委員

最初に、次回決定会合までの金融市場調節方針についてであるが、金融経済情勢に関する前半のラウンドでの議論から、今回も現状維持で良いと思う。以下で述べるように金融資本市場は依然として予断を許さない状況にあり、年度末が近づくにつれてカウンターパーティー・リスクへの意識が予想以上に高まってくる可能性もある。執行部におかれては、引き続き金融機関の資金繰りや市場の動向に細心の注意を払いながら、肌理の細かい調節に努めて頂きたいと思う。

それでは金融資本市場の動向についてであるが、短期金融市場からみておくと、無担保コールレート（オーバーナイト物）は誘導目標近傍で安定的に推移しているほか、ユーロ円など銀行間取引におけるターム物レートも、本行の潤沢な資金供給や資金供給策拡充の効果等から、足許低下傾向にある。CP市場でも、買現先オペや買入れオペ、企業金融支援特別オペが奏効する形で発行環境は大幅に改善し、レートも低下している。一方、債券市場に目を転じると、我が国の長期金利は、狭いレンジでの動きとなっているが、米国の長期金利が財政政策発動に伴う国債増発懸念、政府保証債の発行等から不安定な地合いとなっており、その国内への波及が懸念される。また、国内の非公募地方債の起債が嵩む3月から5月にかけては債券の需給バランスが緩む可能性があり、その面からも長期金利を不安定化させるリスクが高まる可能性がある。先般の京都金懇でも、地方自治体の立場から利払い費の増加に繋がる長期金利の上昇を懸念する声が聞かれたところであるが、長期金利が不安定化すれば、レポ市場にも少なからず影響が及んでくると思われることから、金融調節の観点からも留意が必要である。社債市場でも、2008年度の普通社債発行額は10年振りの高水準となる見込みであるが、企業業績が急速に悪化する中、格下げが急増するとともに公募債のデフォルトが発生するなど、投資家の選別色が強まっている。株式市場でも、日経平均は7,000円近辺をボトムにひとまず反発しているが、依然として海外市場や経済指標、企業業績に振らされる

不安定な地合いが続いている。

なお、企業は年度末越えの資金調達には概ね目途をつけ、年度明け後の資金繰りに関心をシフトさせつつあるが、年度末を越えても安心ができる訳ではない。企業の資金需要は、キャッシュ・インがはっきりと見込めない中、運転資金、リストラやM&A、子会社支援などのため当面高止まる一方で、財務環境が悪化しているからである。他方、日銀のFSR3月号の分析にあるように、我が国の金融システムは全体として安定した状態を維持してきたが、国際金融資本市場における緊張の持続や内外経済環境の変化が、有価証券関係損失の拡大や信用コストの高まり等を通して金融仲介機能、金融システムの頑健性の両面に影響を及ぼしてきている状態である。今後その影響が強まる可能性も否定できない。従って、年度末を越えても市場の緊張が続く可能性が高く、企業金融の円滑化や金融市場の安定を確保するために、新年度に入っても積極的な資金供給を行う必要があると考える。またこの際、長期国債の買入れを、日銀券ルールを保守的にみたらうえて、限度一杯まで増額することが望ましいと思う。そうすることによって、短期資金供給オペの負担を一層軽減し、より肌理の細かい金融調節が可能になると期待している。

ここで長期国債の買入れ増額について、私なりの意見を少し述べておきたいと思う。最初に、いわゆる銀行券ルールを守るべきであるという点である。長国の買入れに際しては、財政支出のファイナンスが目的であってはならないということが大前提であり、そのためにはこれまで採ってきたルールを崩すべきではないと思っている。財政支出のファイナンスが目的であると市場が受止めると、中央銀行の独立性や、国の債務返済に係る能力あるいは返済に対する意思に疑念が生じ、通貨の信認を傷つけ、長期金利の上昇を招く恐れがある。ルールに抵触する可能性が出てきた場合には、事前告知は必要だが、残存期間別配分の見直しも躊躇すべきでない。二つ目は、今回日銀券ルール上、長国の買入れを最大限増額させたと説明することで、このルールのもとでの買入れ増額の余地は基本的にはもうないことを市場と共有することが必要だと思う。三つ目は、仮に銀行券ルールを

逸脱するケースがあり得るとすれば、それは政府と出口を含めてアコードを取り交わす場合のみだという点である。我々の先行き経済の予想が大きく下振れた場合には、我が国の金融経済情勢が異常事態であるという認識を政府とともに共有し、一体となって事に当たる必要がある。逆に言えば、銀行券ルールからの逸脱は、そのような異常事態だからこそ許されるのであり、インフレなど将来予想される弊害に対しても準備をしておくことが重要だと思っている。

最後に、金融政策運営を判断するうえで極めて重要な情報発信について、改めて思うところを述べておきたいと思う。現在、主要中央銀行の政策金利がゼロ金利制約にぶつかり、何らかの意味での量的な緩和が結果的に採られているが、そうはいつでも量的なターゲットを厳密に設けない中であって、どのように市場とコミュニケーションするか、共通の悩みとなっている。そうした中、今回もブラックアウト期間中にかなり踏み込んだ観測報道がなされ、非常に遺憾に思っている。中央銀行の情報発信のスタイルは、国や局面によって様々であるが、日本銀行の金融政策は、金融政策決定会合の場でポーティングによって採決されるので、事前に正確な告知を行うことはできない。事前の観測記事等によって市場に思惑が発生すると、金融市場動向に関する正確な判断が困難となり、適切な政策判断ができなくなる。また、市場の思惑通りに政策が変更されなければ、市場に不要なノイズを発生させることになる。さらに、特定の市場参加者の不当な利益、あるいは不必要な損失に繋がるような事態となれば、法的に問題であるだけでなく、そうした不適切なコミュニケーションによって日本銀行や金融政策に対する信任が損なわれることにもなる。これまでも幾度か、市場との対話の難しさに頭を悩まされてきたが、再び我々のコミュニケーションのあり方が問われているように思われる。今一度、対外発信ルールの趣旨を再確認し、中央銀行としての信任が揺らぐことのないよう情報管理を徹底したうえで、適切な政策判断に向けた十分な議論が行なわれる環境が整うことを切に願っている。以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

野田委員

前半でも点検したとおり、世界の民間需要の急激な収縮が続く中で、我が国経済は、輸出の大幅な減少を起点として、過去にない速度で悪化している。1月の中間評価対比でも、下振れて推移しているというのは申し上げたとおりである。

こうした状況下では、まず現在極限的と考えられる低金利を継続しつつ、その金融緩和効果を最大限に発揮させるべく、引き続き潤沢な流動性供給による金融市場の安定確保、企業金融円滑化にフォーカスした政策を適切に進めていくこと、これが私としては政策運営方針の基本と考えている。従って、金融政策運営方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促すという現在の方針を維持することがまず適当である。短期金融市場の現状をみると、一連の我々の積極的な期越えのオペレーションの効果もあり、資金余剰感が強まる展開となり、ターム物のレートも徐々に低下している。企業の年度末を挟んだ資金調達も、各種オペの効果をはっきりと現われたCP市場の改善等により円滑に進捗している。しかしながら、3月5日に発表された10～12月期の法人季報をみると、国内企業の財務ファンダメンタルズが急速に悪化していることがよく分かる。キャッシュ・フローが大きく減少し、財務レバレッジが拡大——すなわち信用力が低下——している。特に、注意が必要な点は、企業の手許流動性比率が一段と低下し、43年振りの低水準となっているということである。短期借入れは増加しているものの、有価証券を含めた手許流動性は減少している。企業の金繰り面の耐久力が低下していることを意味しており、1～3月期の実体経済のさらなる悪化を踏まえると、年度明け後の企業を取り巻く金融環境は厳しさを増しこそすれ、緩和に向かうことは見通しにくい状態である。

このような状況下、これまでに決定した一連の施策を着実かつ継続的に実行することに加えて、長期国債買入れを増額することによって、長めの資金供給を強化し、短期の資金供給オペレーションの負担を一段と軽減することが適当と考える。もっとも、金融調節の柔軟性を確保する観点からは、銀行券ルールを引き続き遵守する必要があることは言うまでもない。昨年12月に月1.2兆円から1.4兆円に長期国債買入れを増額した後、翌1月から導入した残存期間別による区分別買入れ、いわゆるゾーン別買入れにより、銀行券残高をクリティカルに突破しない買い増し額が、それ以前に比べればより精緻に算定できるようになったと考えられる。その範囲内で、私はざっくりと数千億円とみているが、最大限買入れ額を引き上げることが適当であると考えられるものである。そしてこの際は、増額を何回かに分けて小出しにするという逐次増額は避けて、一気にワンショットで増額することが望ましいとも考える。市場により一層の安心感が醸成されることに繋がるからであり、逆に意義の小さい、乏しい単位を残すことは市場の理解と予見可能性の妨げになりかねないと考えられるからでもある。

ここで留意しておくべき点は、今後、長期国債のさらなる買い増しを求める声が寄せられるというリスクがあることである。本措置の対外説明に当たっては、長期オペは中央銀行の資産の固定化にも繋がるため、その規模が安定的な負債――すなわち償還の必要がない銀行券の発行残高――に見合わないものになるとすれば、資金過不足の変動に合わせて柔軟に金融調節を実施していくことがより難しくなる惧れがあり、その問題を回避する趣旨から踰えることができない矩として銀行券ルールが設定されていること、そしてその枠内で日本銀行が最大限に対応しているのだということを丁寧に説明していく必要があると思う。その他、リスク要因の分析もしようと思っていたが、山口副総裁の意見を踏まえて私の意見はこれで終わりたいと思う。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

短期金融市場では、本行の各種企業金融支援策及び日々の金融市場調節による潤沢な資金供給を受けてターム物金利全体が低下している。予想以上の効果が出ていると評価して良いと思うと同時に、短期金融市場のフェーズは変化してきたかなと試みてみる。

金融機関では、企業金融支援特別オペのメリットを享受するため本行に想定以上の担保を持ち込んできており、3月16日現在オペ残高は6兆9,593億円と当初見込みの2倍以上に膨らんできている。適格担保の残高からみて今後オペ残高は一段と膨らむと見込まれる。最近では、企業金融支援特別オペで調達した資金で短期国庫証券に加え、かつては投資家から敬遠されていた業種や企業のCPを購入する動きがみられる。CPについては政策投資銀行が第二次補正予算の成立後、通常業務に加え危機対応業務でもCP購入を開始したこと、業績悪化や格下げを懸念してCP購入に慎重であった投資信託等が購入を積極化してくることもあるから、さながらCPバブルの様相をみせている。こうした中、市場には企業金融支援特別オペをモンスター・オペと呼ぶ向きもある。

本行は、ターム物金利の低下を促す狙いでこれまで厚めの資金供給を行ってきた。しかし、企業金融支援策が我々の期待以上の効果を発揮しているもとの、目先企業決算が集中するゴールデン・ウィーク前後から5月末までは、現行の金融調節方針及び2月の決定会合で期限を延長した各種オペを継続する姿勢を続けるだけで短期金融市場は安定的に推移すると予想される。本行としても、市場参加者による活発な取引、収益機会を減らすことは本意ではないから、ターム物金利の低下を促すことにはもはやあまり言及する必要はないと思う。むしろ様々な政策の累積的あるいは相乗的な効果を見極める段階にあるといえる。

なお、社債買切りオペやCP買いオペが札割れとなっていることについては、買入れ対象の拡大等を論じる向きもあるが、これは的外れな指摘だと思う。オペの未達は市中金利が十分に低下したことによるものであるし、

導入時に意識したとおりこれらの買いオペはバックストップ、セーフティーネットとして十分に機能を果たしている。足許のC P金利の低下や社債発行額の増加の背後には、そうしたセーフティーネットによる安心感、また各種施策を9月末まで延長した前回決定会合における決定に対する好感があると考えられる。

当面の金融市場調節方針だが、政策金利については現状維持が適切だと思う。一方、国債買切りオペについては、短期の資金供給オペレーションの負担軽減の観点から増額することが適当であると考えている。共通担保資金供給オペをみると、企業決算が集中する5月末以降も潤沢な資金供給を行う姿勢を示しているため、期間を4か月とするといった調節手段が採られている。また、前回の決定会合では企業金融支援に向けた期限付きオペを9月まで延長し、実際には年末までターム物金利の上昇圧力を抑制する方針を打ち出した。このように資金供給の期間を長期化して市場に安心感を与える現在の政策対応の延長線にあるという意味でも、長期国債買切りオペの増額は理にかなっていると思う。

一方、増額幅については、一番目として昨年12月の決定会合でゾーン別の国債買切りオペを導入したため、本行に持ち込まれる国債の平均残存期間の予測可能性が高まったこと、二番目として日銀券発行残高が緩やかに増加していること、三番目に、金融政策運営はできる限りフォワード・ルッキングで行うべきであると同時に本行は極めて厳しい景気判断を現時点でしていることなどから、日銀券発行残高が横這いで推移するという保守的な前提をおいても、いわゆる日銀券ルールに抵触しない範囲で最大限の増額規模を打ち出すことが適切だと思う。私個人のラフな試算によれば、月4,000億円、年間4兆8,000億円位の増額を行うことは可能だと思う。ちなみに今回は2,000億円程度の増加にとどめ、追加景気対策が具体化した後に追加的に2,000億円程度の増加をすることも一案だが、この際一気に月4,000億円程度の増額に踏み切った方が財政のファイナンスをしているといったあらぬ誤解を受けずに済むとも考えている。

さて、本行、FRB、カナダ中銀、イングランド銀行についてスイス国

立銀行も3月12日に誘導金利を0.25%程度に引き下げ、事実上ゼロ金利クラブに参加した。政策金利の引き下げ余地がなくなる中、欧米の中央銀行は、量的緩和政策、FRBに代表される信用緩和政策あるいはそれらのハイブリッドともいえる金融政策運営を模索している。もともと欧米主要国は実体経済と金融の負の相乗作用が勢いを増すもとで、他の選択肢がないため現在の政策運営に追い込まれた感が強い。現行の金融政策の効果はもちろん、その波及メカニズムについても確たる自信がないようにみえる。敢えていえば、大手金融機関のソルベンシーの問題が危惧される中、当面は景気刺激よりも金融システム安定化に注力しているように思う。言い換えると、財政面からの景気刺激策や世界経済の回復によって自国経済が回復するまでの時間稼ぎをしているというようにみえる。海外主要国の中央銀行をみると、まだ本行の金融政策運営は余裕があり節度ある手法で潤沢な流動性供給を行っているように映っているようだ。しかし、我が国も景気刺激策としての金融政策は限界に近づいている。我が国の需給ギャップはGDP比で-5~6%程度まで拡大しているとみられ、財政面から景気刺激策が期待される局面である。もちろん、潤沢な流動性供給によって需給ギャップの縮小に貢献できる政策対応、例えば企業金融支援などは今後も検討を続けていくべきだと思う。さらに言えば、特に景気回復時期が2010年度以降にずれ込むような場合には、中央銀行として政府の財政出動等を側面支援し得る手段——おそらくもう一歩踏み込んだ非伝統的な政策対応ということになると思うが——というものも必要な局面もあるかもしれない。

銀行の資本増強について少しコメントしておきたいと思う。バーゼル銀行監督委員会では、銀行システムにおける自己資本水準の強化が必要との考えに基づき、一番目としてストレス時に取り崩しが可能な資本のバッファの構築を促す、二番目として自己資本の質の強化、三番目として自己資本の枠組みにおけるリスク捕捉の改善、などを検討するとのことである。そうした中で、邦銀のTier I キャピタルは十二分とは言えず、今後株価下落を含む景気の悪化が続いた場合、追加的な資本調達を迫られる

可能性がある。そうなる前に、ある程度コストがかかったとしても事前に資本を十分に蓄積することがその後の投融資戦略、資本政策に柔軟性を持たせるために重要であると考えられる。加えてメガバンクでは海外向け融資の信用リスク管理も大きな課題となってきた。本行による企業金融支援策が想定以上の効果を発揮し、政府与党が財政面からの即効性のある景気刺激策を検討している現在、さらに本行が昨日決定した国際統一基準行への劣後特約付貸付が呼び水効果を発揮して、メガバンクへの政府からTier I キャピタルの予防的注入が具体化すれば、日本経済の先行きに対する海外投資家の見方はポジティブになると思われる。報道等では、本行による株価対策を期待する声が政府与党内ではまだ根強いようだが、我が国の株安は世界的株安の中で発生している。従って、株価対策は、メガバンクへの公的資金注入や我が国の産業構造の転換や成長期待を高める財政面からの刺激策と同時でなければ、その主体が政府系金融機関あるいは本行のいずれであっても効果は期待できない。そうした合わせ技でない限り、むしろ有効なマクロ経済政策運営を打ち出せない政府への不信感から、円安と株安が同時進行する展開になるとの見方が金融市場では大勢であるということをコメントしておきたい。以上である。

白川議長

次に西村副総裁、お願いする。

西村副総裁

私も短くやる。金融経済情勢は、先行きについて若干の好転の兆しの端緒がみえるように思われるほか、全体としてみるならば、現状は大幅に悪化、先行きも悪化が続く可能性が高いという前回会合での判断に沿う形で推移している。従って、緩和的な金融環境を維持し、金融面から経済を下支えするという、今までの政策を堅持するというのが望ましいと考えている。従って次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと考えている。

今まで他の委員方からご指摘のあった長期国債買入増額について考え方を述べたいと思う。金融調節の基本は、短期の資金需給の大きな振れに対処しつつ、物価安定のもとで経済の安定的な成長に対応する長期の安定的な資金を円滑に供給することにあると考える。これは見方を変えると、物価の安定を通じて経済成長に資する、いわゆる成長通貨を供給するということになる。その際に、資産の固定化を回避し、金融調節の機動性を確保するとともに、究極的には通貨の信認を守るために、シンプルで紛れがなく、トランスペアレントなセルフ・インポーズド・ルールとして、銀行券発行高の範囲内に、長期国債の保有高を抑えるという、銀行券ルールを自らに課していると理解している。そして重要なのは、銀行券ルールは、自己規律として、足許の銀行券発行高と長期国債保有高だけではなく、将来に予想される銀行券発行高と長期国債保有高に当てはまるという点である。こうした基本を頭に置いて、我が国経済をみると、今後も厳しい経済情勢を背景に金融市場の緊張が続く可能性が高いことを考えれば、金融市場の安定を確保し、物価の安定を通じて経済成長に資するように積極的な資金供給を行っていくのが適当であると考ええる。1月導入のゾーン別買入れで長期国債満期構成の制御が一部可能になったことを考慮すると、銀行券ルールを堅持する形で長期国債の買入れをワンショットで大幅に増額するのは時宜に適った措置ではないかと考えているので執行部のスタンスを聞きたいと考えている。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

中村委員

日本経済の先行きの見通し並びに、リスク要因の点検については既に複数の委員が述べられたことと重複するので省略する。企業金融についてであるが、足許の3月の年度末資金については、一部の大企業を中心に不測の事態に備えて、前年度よりも大幅に手許資金を積み上げた先もあるよう

であるが、大半の企業は何とか資金繰りの手当てに目途をつけたというのが実態である。4月以降についても、売上の大幅減少によるキャッシュ・フローの不足や、合理化に伴う資金需要などが予想され、先行きの企業金融の環境はさらに厳しくなる可能性が大きいと思う。既に多くの委員が述べられたことであるが、本行がこれまで導入してきた様々な施策を補完し、より潤沢な資金供給を行うために、長めの資金供給となる長期国債の買入れ枠の増額に踏み切るタイミングだと思う。増額の規模については、現在の枠組の中での可能なマックスの範囲とし、執行部において検討して頂きたいと思う。なお、この実行に当たっては、誤解を招くことがないように、この措置が金融政策のオペレーションの一環であり、国債価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではないことを今一度明確にしておく必要があると思う。この様な情勢のもと、金融環境を緩和的なものとし、経済を下支えするとともに、これまでに打ち出してきた企業金融強化策の効果を見極めるためにも、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とすることが適当だと思う。

また、我が国における民間企業の資金調達、伝統的にリスク性資金の出し手が限定的であることも相俟って、間接金融に依存する割合が高い状況に大きな変化はない。このため、企業金融の円滑化のために、金融資本市場の安定化、円滑化を図るとともに、金融機関が金融仲介機能を十分に果たせるよう条件整備を支援する必要がある。この観点から、昨日決定した国際基準行を対象とした資本増強支援策は、金融機関を通じた民間への資金供給のチャンネルを拡充し、緩和的な金融環境を醸成し、厳しい環境下にある日本経済を金融面から支えるための、大変重要な施策だと思う。私からは以上である。

白川議長

幾つかの論点があるが、政策金利については皆さん、据置きということであった。それから長期国債オペについては増額の方角で皆さん発言なさって、後から執行部の意見を聞きたいということであった。

そうした日本銀行の政策の議論に行く前に若干、その前提として金融市場の状況について皆さんのご意見を確認したい、あるいは自分自身の考えを申し上げたい。というのは、今日の記者会見でこの辺り——特に社債の札割れも含めて現状をどういうふうに評価しているのか——を聞かれることになるので、その議論を先にやりたいと思う。つまり、我々の行っている一連の企業金融の円滑化支援措置を全体としてどういうふうに評価するかということである。企業金融の現状あるいは先行きについては厳しい認識が示されたが、他方で足許、若干の改善があることも皆さんの共通の認識であった。若干の改善があるという部分についての評価をどういうふうに整理すれば良いかということであるが、昨日の執行部の報告、今日の前半、後半のラウンドの議論も総合しながら私なりに整理をしてみると以下ようになる。第一に、C Pの買入れであるが、上位格付C Pの発行環境が金利、あるいは量の面で改善をしたということである。第二は、C Pの発行が順便にいく結果、銀行貸出への振り代わり需要というものが減って、その分、銀行の貸出余力が増加する、というか解放されるということである。三つ目は、C Pの発行が順便になり、当該企業の企業金融が円滑化すると、金融機関が認識する企業の信用リスクが低下し、それがT I B O Rの低下にも質的には繋がっているのだろうと思う。四番目は——これは敢えて言えばということで、このルートは多分薄いだろが——、C Pで発行ができるようになれば、その分社債で無理に発行しなくても良いという面も何がしかはあったかもしれないということである。企業金融支援特別オペについては、これは私自身そうであったし、多分皆さんもそうだと思うが、金額が当初の予想を上回っただけではなく企業金融に対する影響も、少なくとも私自身の想定よりは上回っていたという感じがする。社債については——我々の措置としての評価は別にして——、現状、A A格以上の市場は少なくとも量的には改善をしてくれているが、A格以下については改善がみられないという現状である。我々の買入れが社債市場の改善に繋がって欲しいという気持ちはあるが、現状、我々のアクションが直ちに改善に繋がっているという訳ではないかもしれない。ただ

A A格以上の社債の改善というものは、客観情勢の変化もあるだろうが、我々自身のC Pの買入れの効果も全くない訳では多分ないだろうと思うので、過小評価することも適切ではないと思っている。それから、別途の政策であるが銀行保有株式の買取り、あるいは昨日発表した劣後ローン供与もそうだが、これは少なくとも自己資本の面で貸出を抑制しかねない要因を小さくするという意味で、やはりベースのところでは改善効果を持っていると思う。

私は、そういう意味では記者から聞かれた場合には、一個一個の措置も勿論大事であるが、しかし様々な手段の総合的な効果として企業金融全体がどのように変化しているかということに我々はまずは注目している、ということ強調したいと思っている。先程、水野委員からは例えば延長の効果の話もあったが、私自身もそう思っていて、期間延長の話もそうであったし、それから世の中的にはあまり注目されている数字ではないが、毎月みている民間債務の担保の増加額も相当なものだという感じがしている。そういうことを適切に情報発信したいと思っている。ただそう言ったうえで、企業金融の先行きについて、我々は決して楽観している訳ではないということも、しっかり言っていこうと思っている。今の企業金融の支援措置についての評価というのは大筋そんな感じで宜しいか。

このことを申し上げたうえで、リクエストというかラブコールがあった長期国債の増額について少し執行部の方から実務的な観点から見解をお願いします。

雨宮企画局長

それでは幾つかご質問も頂いたので申し上げます。12月の効果はどうかといったことも含めて幾つかご説明させて頂くので、若干お時間を頂きたいと思う。これは申し上げるまでもなく、長期国債の買入れについては、大きく二点の判断基準で考えてきた訳であり、一つは、先程からご議論のあった長期資金の供給という観点からの金融調節上の必要性と、もう一つが銀行券ルールを踏まえた将来の資産、負債の見通しという二点であるの

で、それぞれについて執行部の考えを申し上げる。

まず一点目で、金融調節上の必要性ということであるが、この点で先程亀崎委員からご指摘のあった12月の長国買入れ増額の効果について、どう考えるかという点について申し上げますと、少なくとも長期国債買入れの効果というのは即物的にというか、オペレーショナルには長期資金の安定的な供給により短期オペの負担を軽減するということである。さらに言うと、長めの資金を供給するという格好で、市場のベーシックな安心感を醸成するという部分もあり、あるいはそちらの方が大きいのかもかもしれないが、こちらの方はなかなか計測が難しいところである。取り敢えず今申し上げた短期オペの負担がどの位軽減できるかという点に即して申し上げますと、ずっと減り続けてきた長国残高が1月から増え始めてトレンドが変わり始めたという意味では結構効果があった。具体的には、これまで長国保有残高は2004年位から例の買いオペに入る国債の短期化を主因に残高としてはむしろ減ってきた訳であり、最近で言うと、昨年3月末が46.9兆円だったのが、12月末には41.3兆円まで減ってしまった訳である。この減る傾向は数年続いていたのだが、昨年12月にオペを増額し、そのまま1月にゾーン別を入れたということによって、今3月末の見込みが42.7兆円と、昨年12月末対比でいうと1.3兆円位増える格好になっている。この1.3兆円の中身であるが、オペの増額は物理的に12月に増やしたのは月に2,000億円であるので、単純に3か月で6,000億円であるから、この1.3兆円増えた中身のうち、6,000億円がオペ増額の効果、7,000億円がゾーン別の導入によって、それまで2年程度まで短くなってしまった平均買入れ期間が3年超に少し長くなったということの効果であるので、オペの増額とゾーン別の効果というのはそれなりに出ている。この1.3兆円分だけ、この間1~3月の短期オペの肩を透かした訳である。因みにまだ3月末は見込みであるが、この3か月で短期オペの残高が5.5兆円位増える予定である。従って、5.5兆円位短期オペが増えたのに対して、もしこの長国がなければ、1.3兆円分だけ負担がかかっていた訳であるので、それを軽減していたという効果がある。ということで、ゾーン別買入れの導

入も含めて、長期安定的な資金を供給し、即物的には短期オペの負担を軽減しそれによって長期的な資金供給安心感を醸成するという効果は、それなりにはあるという評価で良いかと思う。

そのうえで、先程来ご議論があったとおり、年度末を超えた後の企業金融面の厳しさが続くという見方のもとで、引き続き積極的な資金供給を通じて市場の安定を図るという観点から、ここで長期の資金の供給を厚くし、むしろできるだけ厚くすることによって、円滑な金融調節を確保するというのは、オペレーショナルにも意味があることだろうと思っている。

二つ目が、銀行券ルールを踏まえ、将来の資産、負債の状況をどうみるかということである。申し上げるまでもなく、これは銀行券の伸びがそもそもどうなっていくのか、それと買入れの平均残存期間はどうなるかといった多くの不確定要素がある訳だが、これも委員からご指摘を幾つか頂いたとおり、この不確定要素のうち、1月にゾーン・コントロールを導入したということで、厳密ではないが、保有額というのは平均残存期間×買入れ額であるので、その残存期間をある程度コントロールできる手段が一つ増えたということである。これも先程亀崎委員の方から天井に当たりそうになった時にどういうことが考えられるのかというご質問があった。今までであると、要するに売買額そのものを変える、つまり天井に当たりそうになったら、買いを減らすか、極端に言ったら売ってしまうという手段しかなかったところ、この平均残存期間にある程度影響を与えるという有力な手段が一つ加わったという点である。そのうえで、そうしたコントロールラビリティの手段が一つ加わったということを前提に、資産、負債の状況を申し上げる。一定の仮定ということで、銀行券は足許 76 兆円、一定のもとでこの後長期国債買入れを増やすとどういうことになるかということ三つのケースで申し上げる。増加させる場合、今はゾーン別コントロールで買っているの、それによって入ってくる国債がどういう期間で入ってくるかというのが、以前のように無手勝流で全然分からないということではないが、そうはいっても、ゾーンの中で短めのものが入るか長いものが入るかによって多少違うので、一応ケースとしてそれぞれ長めの

ものが入ってきた場合と短めなものが入ってきた場合、二ケースずつ考えてイメージを申し上げる。

2,000 億円増額、年間 2.4 兆円増加の場合、短めなものが入ってくると、これはもう天井にはぶつからない。一方、長めのものが入ってくる場合には、多分 7 年先位に天井にぶつかるという感じであるので、2,000 億円の増額であれば、かなりの期間銀行券ルールに抵触しないで買入れを継続することが可能であると言える。

二つ目で、月 4,000 億円、年間 4.8 兆円増額のケースを申し上げると、長めの期間で玉が入ってくると、5 年程度でぶつかる。短めのケースで入ってくると、もうちょっと長くて 9 年で天井に当たるということになる。ここで大事なことは、5 年で天井に当たるケースでも、例えば天井に当たりそうな 1 年位前からゾーン別買入れの構成比を若干変えて、より短いものの方のウェイトを高めるという手段を使うことによって、回避が可能であるということである。因みに、例えば 1 年位前からほぼトレンドがみえてきたということで、今のゾーン別買入れの 1 年以内のウェイトは 33% であるが、これを 50% 位に引き上げることによって回避可能である。

三つ目として、6,000 億円、年間 7.2 兆円のケースを考えると、これは比較的短期にぶつかる。長いもので入ってくると 4 年、短いもので入ってきたとしても 5 年でぶつかるので、もう 6,000 億円になるとほとんど区別なくぶつかる。しかもより重要なことは、このペースでぶつかると、ゾーン別の期間のコントロールでの抑制も結構難しくなる。要するに、多分短いものを 5 割以上にしないとコントロールできないということになる。そうなると、これはもうほとんど長期オペではなくなるという状況になる。

以上を踏まえるとゾーン別も入れてコントローラビリティの手段が一個加わったということ踏まえると、実は 4,000 億円、年間 4.8 兆円の増額まで可能なのではないかと思っており、先程のご議論も踏まえ、また私共としてもこのオペレーションの負担を軽減しつつ厚めの潤沢な資金供給を行っていくという観点から、年間 4.8 兆円の増額が適当ではないかというふうに考えているところである。

そのうえで先程のご議論を踏まえてちょっと留意点を二つばかり申し上げたいのだが、一つは、今申し上げた試算、これは当然極めて不確実性がある訳であり、銀行券の伸びもそうであるし、実はゾーン別の中で本当はその中でどこに入るかによっても違うので、不確実性は大きいということである。やはり我々が念頭に置いておかなければならない不確実性は、銀行券のトレンドからの乖離額が 30 兆円あるということ。これが何らかの拍子で戻ってきた場合には、今申し上げた試算とは別の要因で直ぐに天井にぶつかってしまう。場合によっては売らなくてはいけないというリスクを実は我々は抱えて走っているのだということを押さえておく必要がある。

二つ目は、これは先程来委員方からもご議論があったし、我々も世の中と議論していると時々困ることなのだが、銀行券ルールの意味合いというのは、世の中で必ずしも十分理解されていないなという感じがしている。中には日本銀行が一種の精神規定的に課しているだけであると。従って、日本銀行が勝手に課しているのだから外せば良い的な議論が一部にあると思うのだが、先程ご議論があったとおり、本来、中央銀行のバランスシートの一種の制約からくるそのもとの、金融政策、金融調節を機動的に弾力的に行っていくための前提であるという理解をきちんと浸透させていく必要があるというふうに感じている。以上である。

白川議長

調節方針については、皆さん意見が一致していたので、長期国債の買いオペを中心に追加的なご意見があれば願います。先程の意見表明の中で既に金額を含めておっしゃっている方もいたが、執行部からの説明を踏まえて最終的に見解を述べたいということだと思うので、追加的にご意見があれば。そのうえで議長としてのサマリーをしたいと思う。

亀崎委員

上限に達した場合はどうするのかという私の質問に対しては、ゾーン別

の買入割合を1年前に変えることによって、これを回避できるという可能性が強いという話であったか。

雨宮企画局長

例えばある程度の金額までであれば。

亀崎委員

そこなのであるが、前回、このゾーン別の買入れの割合を導入した時は、市場参加者のヒアリングを通して実施してきた。それを今度、状況をみながら変える時は、市場参加者とのコミュニケーションはやらなくて良いのか。前はそういうヒアリングを通してやった訳だが、その辺はどういうふうに考えたらよいのか。

雨宮企画局長

前回導入した別の意味での予測可能性が必要だということをこれから申し上げる。別の意味というのは、前回初めてゾーン別コントロールを導入した時は、そもそもいわば買入れの仕組みを変える訳なので——これは市場動向にそれなりの影響を与える訳なので——、事前にヒアリングを行ったうえでゾーンの切り方等について、マーケットに対してできるだけ中立な切り方を考えた訳である。この後、あの時もゾーン別のウエイトはできるだけ変えないでいこうということをご説明申し上げたが、これも市場の予測可能性と安定性という観点から恣意的に変えないということが原則なのだろうと思う。そのうえで、先程冒頭委員からご質問のあった、天井にぶつかりそうになった時どうなるのかという対処を考えた場合、手段としては売買額を変えるということと、ゾーンの切り方を変えるということがある訳だが、どちらもポイントは市場の予測可能性を大事にすると。要するに市場をびっくりさせないということなのだろうと思う。従って、ある程度のリード期間をとって——銀行券のある程度の予測もそうは言っても半年経てばみえる訳なので——、こういう状況になったのでこう

いう考え方に基づいてオペレーションを運営していくということをそれなりに市場に理解してもらいながらやる。その時に実際に、この前導入した時と同じようなヒアリングなのかどうかはともかくとして、やはりポイントは、市場の予測可能性を大事にしながらかえていくということだろうと思う。従って、その時に買いを減らすのか、場合によってはどうしようもないスピードで銀行券が戻ってきてしまうので売るのか、あるいはそういう売買というドラスティックな手段を採らずにできるだけゾーンの区分でやるのかといったことも含めて、できるだけ前広な段階でノーティファイしていくということが前提になるだろうと思っている。その時にああいうヒアリングがあるかどうかは、またその時の情勢だと思うが。

#### 亀崎委員

そうなった場合というのは、今説明いただいたような対応をとることで、マーケットが混乱するようなことは起きないという前提であるな。

#### 中曾理事

多分この前市場のヒアリングを通して、我々が一つ決めさせて頂いたことは、具体的な配分の仕方である。市場残高とか市場売買高、あるいはこれまでの国債オペの実際の買入れシェアみたいなものをベースに、各ゾーンをこれだけ買いますという数字を決めた訳で、そこはその市場の方々の意見を聞きながらそういうものにした経緯がある。今回仮に金額を増やす場合、そういった考え方、つまりシェアの配分を大きく変えないのであれば、恐らくその市場へのサプライズはそれ程ないというふうに思うし、歪みという意味でもインパクトはあまりないというふうに考えて良いのではないかと思う。

#### 白川議長

亀崎委員のご質問との関係でいくと、他の条件が同一であれば、ある程度前広にアナウンスしても、一旦決めた期間別をそう変えるのはやはり望

ましくないだろうから、できるだけそれを維持した方が良い。しかし、本当に環境が激変して銀行券がどっと減っていくという時に、我々としてどうするかと問いを立てれば、一応金額とゾーンの両方のパラメーターがあるということだろうと思う。先程の雨宮企画局長の説明の中で——基本的に私もそうだと思うが——、不確実性として、銀行券の話がされた。勿論、銀行券が一番大きな不確実性であるが、もう一つは、今まさに F e d が直面しているように、金融システムに大きな混乱が生じて、別途金融システム絡みの与信をしないといけないという時がある。実は F e d はこの 1 年半位長期国債オペを止めて、それから国債売オペをやって、どんどん国債を減らして行って、代わりに例の T A F とか T A L F とかその手の資産を今どんどん増やしている訳である。将来日本銀行がどういうことをやらないといけないか分からないが、ちょうど日本銀行の 10 年前のバランスシートをみると、今からは考えられないが、実は預金保険機構向け貸付がどっと占めている訳である。そういう時代も僅か 10 年前にはあって、それはそれで勿論非常に大事な政策であったと思うが、それも予め予見できるものではなく、色々な不確実性がある。そういう貸出もある期間やはり固定する訳である。そういう意味で、固定する内容が長期国債での固定もあるし、その種の固定もポテンシャルにはあり得る。そういう不確実性も一応あることはある。ただ、取り敢えず今は、そのことを意識しながら主として銀行券との関係でシミュレーションをやった方が良いと思う。

#### 水野委員

亀崎委員に対する意見として二つあって、一つは日銀券残高を今は横這いでかなり保守的な前提に置いていると思う。銀行券発行残高は、ずっと予想を裏切って増え続けてきた。低金利が続くとこれは横這いではなくて増える可能性もある訳だな。だから減ることばかり考えないで両サイドが有り得るということ。二つ目は、市場へのヒアリングというのもやったが、あれはポジショントークなので、我々は一度決めたものを守っていくということで、取り敢えずは市場の混乱は回避できると思う。中曾理事と全く

同じ意見である。

野田委員

先程おっしゃったゾーン別で何らかの形でいじらざるを得ないという時も、やはり市場の予測可能性をキープするという観点から、それは当然なのだが、厳密な意味での市場中立性——先程雨宮企画局長がちょっと中立性という言葉に触れられたが——の確保というのは難しいのではないか。その説明は、あまりぎりぎり市場の中立性を言ってしまうと何が中立なのだということになりかねないので、ちょっと私は危惧を持っているのだが。時間をかけて、極めてなだらかにやっていくということが唯一今考えられる対応なのかなと。ただその時の激変の状況によるのだろうが。

雨宮企画局長

先程私が中立性という言葉を使ったのは、この前の一回目の導入の時に…。

野田委員

導入にそれを使ったのか。

雨宮企画局長

導入の時はできるだけ、今までやっていたシェアを変えないようにという感覚も入れてシェアを決めたものなので、そう申し上げたのだが、もし仮に銀行券との関係で相当シェアを変えなければいけないとなると、そこはなかなか中立原則とは違うことになる。

野田委員

然り。私もその観点から、今までとは違って、中立性ということはずっと使い続けると、ちょっと誤解を招くかなという意見で申し上げた。

#### 須田委員

少しそのことで気になるのは、基本的には1年以下というのは長国買入れだけれど短期ではないのか。短期と長期という意味では長期国債のウェイトはあまり変えないで、償還期限の短期と長期のウェイトを変えていくという、そういうことが結果的には意識されるということになるのではないかなというふうには思う。

#### 亀崎委員

だから1年以内の短期が大きく増えるようになった。そういう状況はちょっとやはり変である。

#### 山口副総裁

説明を聞いたうえで私の理解は、要するに銀行券横這いの前提のもとで、4,000億円の増額をした場合には、銀行券の天井にぶつかるリスクは、先のことではあっても、ない訳ではない。ただしそれに対してはゾーン別を、微妙にコントロールすることによって激変を起こすことなく一応対応は可能である。それからもう一つは、これまでの銀行券の伸びを前提に考えると、4,000億円の増額を凶ったとしても天井にぶつかるリスクは、ほとんどないと考えて良いかもしれない。仮にあったとしても、ゾーン別を緩やかに調整するだけで良いので、マーケットに対して攪乱的な要素にはならない、つまり、我々のオペレーションを大幅に変更することなく一応の対応は可能だ。こういうふうに理解したのだが、それで良いか。

#### 雨宮企画局長

それは増やすところと、将来天井にぶつかった時でもあるな。天井にぶつかった時に、ある程度事前的に一種の回避行動を取り始めるのだらうと思う。それがマーケットに対して非常に強いインパクトを与えないような、要するに大規模に売りを始めるとか、そういうことをせずに、ある程度の回避行動を始められる位の限度額は逆に言うと4,000億円位だらうとい

うことである。

白川議長

コントロールできるかどうかという話は、技術的な意味でのコントローラビリティと、政策的な意味でのコントローラビリティを、実は分けて考える必要がある。先程亀崎委員からご質問があつて直前に議論したのは、技術的な意味でのコントローラビリティということである。ちょうど船が舵を少し切って暫く経ってからそちらの方へ行く、しかし、舵を切る時点では経済の先行きや日本銀行のバランスシートについて——日本銀行の中ではこうやって議論をして知識を持っているが——、世の中の的には知識はないので、なぜそういうことが必要なのかという議論になりやすい。だからこそ、長期国債オペの問題が非常にセンシティブなイシューでもある訳である。これは技術的な意味での難しさではなくて、果たしてその時にゾーンであれ、買入金額であれ、少し前の段階で舵を切れるかどうか。難しさのほとんどはそちらの方だろう。技術的な意味では、従来に比べると完全ではないが手段を持ったという感じだろうと思うが、我々の先輩がいつも苦労したのは、基本的には技術論ではなく、まさに政策的なコントローラビリティなのだと思う。

山口副総裁

それは、舵を切る必要のない範囲にとどめるべきだということか。

白川議長

そうではなくて、我々自身は技術的な手段があるから大丈夫ということではなく、技術的手段がなければより困るので、技術的なものをきちんと持ったうえで、先々経済の情勢が上にも下にも両方行き得るので、その時に先々のバランスシートをみて、調整の必要があるという時には、少し前の段階で調整——金額かゾーンかは分からないが——をする必要があるということだと思う。そういう意味で、先程の雨宮企画局長の説明は、

4,000億円の増額であれば、取り敢えずリーズナブルな仮定を置いてこれ  
で対応が可能であるということだったと思う。

野田委員

いずれにせよ、調整が必要な時というのは、一番大事なことはやはりモ  
デレーションというか、少し緩やかにやっていくということだろうと思う。  
だから先程の繰り返しになるが、激変の程度によってどうなるか分からな  
いが、1年前と先程おっしゃったが、1年前というのはアプリアリに1年  
前ということではなくて、やはり足許の変化の幅をみながら、早めに対応  
できるところは早めに対応していくということも必要かもしれない。

雨宮企画局長

1年前というのは仮にということで。

野田委員

仮にということだな。

雨宮企画局長

多分激変緩和をどういうふうに行うことができるかとか、半年前に把握でき  
るか、1年前に把握できるか、非常に重要な論点なのだが、多分ある種テ  
クニカルな問題である。問題はその時に——これはなかなか難しい問題だ  
と思うが——、では銀行券がこうなりそうだよということをどの程度上手  
く説明できて見通しができているのであろうか。それともっと重要なのは、  
実は長国オペについては色々なストーリーがあるので、その時経済情勢と  
か物価がどうなっているかによって、やはりある程度景気との関係でなぜ  
減らすのかとか、なぜ短くするのかみたいなことを言う議論が必ず出てく  
る訳なので、それに対して、調節上の必要性をどこまで主張していけるの  
かどうかである。我々はある種そういうところから隔離させるためにこう  
いう位置付けを明確に市場に言っている訳なのだが、世の中の的にはやはり

ある種のマクロ経済政策的な色合いをより付けた議論が行われがちな訳なので、その時の経済情勢との関係でも判断と説明は難しくなるという面が実はあるだろうと思う。

中村委員

今回増額する時に、やはり天井の問題は質問されるだろうし、マーケットに対して説明しなくてはいけない訳だな。

白川議長

後からコミュニケーションの話に行くが、まさに先程中村委員もおっしゃっていたように、その点が非常に大事である。

水野委員

現在想定できる範囲内のシナリオで、4,000億円だったら多分大丈夫だろうとしか言えなくて。

雨宮企画局長

全くあるとも言えないし、全く金輪際ゼロであるとも言えない。

水野委員

それからあと変数として国債発行計画が大幅に変わったりとか、イールド・カーブの形状が変わったりということで、マーケット自体が変わり得るので、だからそういう予測可能性を弱めるものは沢山あるのだが、今考え得るベスト・ゲスであるな。ベスト・フォーキャストと言った方が良いかな。

白川議長

後でまた纏めるが、今までの皆さんの感じだと、まず増額が適切である、それから増額する際には銀行券ルールをしっかりと守る、その銀行券ルール

の中でできるだけ多めにやった方が良いというのが皆さんの最大多数だったと思う。その金額をどうするかということで、先程雨宮企画局長の説明では、事務方としては4,000億円かどうかということであった。先程水野委員からも4,000億円という数字があったが、金額について若干議論した方が良いと思うのだが、他の方はどうか。

須田委員

それで良いと思う。

中曽理事

調節負担がどの位減るかというイメージを持って頂いた方が良いかなと思う。仮に、4,000億円だと最初の1年間で4.8兆円。今の短期オペ残というのは、特にリーマンの後は積み上げているので50兆円を今超えている。従って、最初の1年目で4.8兆円積み上がって増えるとする、これは大体普通のオペが8,000億円級であるから、これを数本減らせるというイメージになると思う。さらに年が進むにつれて積み上がっていく訳なので、4、5年のうちに20兆円位に増えていくとすれば、その分が短期調節の負担を減らすということになり、やはり相応の負担は軽減されると。つまり、全体50兆円なので、このうちの20兆円、あるいはそれをもう少し上回るような部分が代替できると。勿論、時によって準備預金、資金需給で大きく振れるので、そういった時にどうするのだという議論もあり得ると思うが、これは今の日本銀行のデスクの調節、技術力を持ってすれば、例えば短期的に増やして、あるいは売り手を同時並行的に組み合わせるようなことによって、十分対処できるのではないかと思っている。

白川議長

取り敢えず、サマライズしたいと思う。今執行部から調節の実務的な対応として、長期国債の買入れゾーンに関する方針の説明がなされた。具体的には、まず長期資金の供給オペは、本行の先行きのバランスシートの状

況を踏まえて検討することが重要であるが、この点1月に導入した残存期間別買入れによって、長期国債の満期構成を、厳密ではないが、ある程度コントロールすることが可能となっており、銀行券発行高の範囲内に長期国債の保有額を抑えるうえで、新たな手段が加わっているということだった。また、長期の資金供給手段を一層活用するため、長期国債の買入れを増額するとすれば、先行きの本行のバランスシートの状況を踏まえると、具体的な金額としては、現在の年16.8兆円、月1.4兆円のペースから、買入れ額を年4.8兆円増額し、年21.6兆円、月当たり1.8兆円のペースとすることが適当であり、また可能ということだった。以上のような整理で宜しいか。宜しければ買入れ額の増額について、本日の会合終了後に公表される「当面の金融政策運営について」の中に盛り込んだうえでお諮りをしたいと思う。なお、買入れ額を増額することになった場合、残存期間別の買入れ額については、適宜執行部より公表することとしたいと思う。

国債オペの増額のコミュニケーションであるが、これまで皆さんから出たことの繰り返しにもなるが、若干申し上げたいと思う。皆さんが強調されていたように、この措置は国債のファイナンスの円滑化を目的としたものではない。あくまでも金融政策、金融調節の運営上、こうしたやり方が適切であるという判断である。これはもうあまりにも当然ではあるのだが、もし、その金融政策なり、あるいは長国のオペの運営が主として財政ファイナンスの円滑化を目的として運営されるのだというふうに世の中が思うとすると、今度は通貨に対する信認というのが崩れてきて、結果的には、長期国債の発行そのものに対して非常に悪い影響が出てくるということである。今幸い日本は、政府も日本銀行もそうした政策ではなくて、経済の安定に向けて政策を運営しているという信頼感があるから、これだけ国債の発行残高があっても、長期金利が安定して済んでいるが、これが崩れると大変に危ない事態だというふうに思っている。このことは会見とかの場で言うと、なにか教科書を言っているという感じの反応が返ってくることもあるのだが、しかしこれは非常に大事な原則だと思うので、そのことはしっかり言っていこうと思う。

それから、二つ目は、銀行券ルールである。何人かの方もおっしゃっていたが、銀行券ルールは、内部で勝手に定めている精神ルールだといった具合でなかなか理解されていない。これは金融調節一般についてもそうであるが、長国オペについては特になかなか理解を得にくい概念である。そうではあってもこれは丁寧に説明していく努力が必要であり、今日の会見や、皆さん方の色々な講演等でも是非お願いをしたいと思います。

それから、もう一つ、これも時々世の中にある見方として、先程の財政ファイナンスを目的としたものではないということの系でもあるが、これによって長期債の需給が改善する、従って、長期金利が安定するという議論も結構根強くある。しかし、基本的にはそういうことではないと思う。長期の国債金利がどういう水準にあるのかということ考えた場合、基本的には将来の成長率の予想とインフレ率の予想、それからそうしたものに關する不確実性から発生するプレミアムに分解される。この10年間、国債がこれだけ増えているのにもかかわらず、長期金利はそれ程上がっていないが、これを先程の三つの要素に分解して考えた場合、一つは、経済の成長率が低いということでもあるし、物価が上がっていくという感じでもないということであると思うが、もう一つはやはり大きなプレミアムが発生していないということだと思う。単なる需給でいくと、金利はもうとっくに上がってないといけないということだし、もし需給を調節するというのであれば、日本銀行が市場から長期国債を吸い上げるということは、要は政府が発行する長期国債の量を減らして、短期国債の量を増やすことと、機能的には全く同等な訳である。需給からくる長期金利の低下効果というのは、理屈のうえから言っても妥当しない議論だというふうに思う。あまりそういうことを強調して言おうとは思わないが、要は金融調節の円滑な遂行のために、長期国債のオペも活用しているということだと思う。今回ある意味で目一杯増やすだけに、財政ファイナンスであるという誤解を生みかねないので、そこは丁寧に説明する必要があると思っている。

水野委員

そのうえでということだが、多分絶対出てくるのは、今新規財源債が来年度 32～33 兆円発行されて、予想される補正予算の後の税込減という要因と、あと実際に追加国債発行の両方を足して、新規財源債の発行は 40 兆円を超えてくる。そうすると、そうは言っても、ちょうど半分位を日銀が引き受けることになるという議論は必ず出てくると思う。昔、債券アナリスト業界にいた人間だから言えるのであるが、直ぐそういうことを言うアナリストが多い。日本銀行の国債買切りオペの考え方と全然違うのだが、でもこれは根強い。ちょうど半分位になってしまうのだな、今言われている数字からすると。21.6 兆円というのは凄く良い数字だなと言われるかもしれないな。

白川議長

先程の山口副総裁の会議運営からすると少しまずいのだが、もう一点だけ宜しいか。この 1 か月間を振り返ってみると、例えばイングランド銀行が具体的に新しいオペレーションを始めたとか、あるいはスイス国立銀行も新しい措置を発表したということで、改めて各国の政策の体系をどういうふうに認識するのかという議論が高まってきていると思う。前回あるいは前々回の会見でもそうであったが、要するに日本銀行が現在行っている政策を何と呼ぶのか、あるいはどういうふうに概念規定するのかということである。最近我々が説明する時には、三つの柱から成り立っているということを言っている。政策金利の引き下げ、金融市場の安定化確保、それから企業金融の円滑化支援という要素である。この三つの柱を中心に政策を展開しているということであるが、このことをやはり丁寧に言っていくしかないかなという気がする。勿論一言で表わせる言葉がもしあれば非常に望ましいのだが、なかなかそういうものがないという感じがしている。各国の中央銀行のバランスシートをみると、確かに拡大しているのだが、少なくとも当該中央銀行が自らの政策の枠組みを、例えば量的緩和と呼んでいる中央銀行は今のところない。エコノミストがコメントする時に「事

実上の量的緩和」と言うことは勿論あるが、自らはどうもそういうふうには呼んでいない。FRBは例の信用緩和という言葉を使っているが、彼らが行っている政策は全て信用緩和かというところではなくて、他の要素もある訳である。それからBOEも彼ら自身今のところ量的緩和という言葉を使っていないし、スイス国立銀行も使っていない。たまたま私がこういう問題に関心があったので、ある中央銀行の総裁に「例えば量的緩和のように自分達のことを呼んでいるか」と聞いたら、その総裁が言った言葉があまりに印象的で、「少なくとも多くの国民にとって何緩和であってもそれはほとんど関心がないしなかなか理解されにくい。大事なことは、我々自身が物価の安定のもとで持続的な成長を実現するために、一所懸命政策をやっているということを一所懸命説明することが大事だ」ということであった。先程のターミノロジーについて関心があるのは多分金融市場の専門家なのだと思うが、逆に言うと、金融市場の専門家は複雑な要素から構成されることも、十分知っている訳である。そういう意味で、私自身は努力を否定する訳では勿論ないが、なかなか一言で表わせる言葉がないというのが正直なところである。それは今の経済、金融の難しさをそのまま反映しているという気がする。いずれにせよ、どういうふうに金融政策を説明していくかについては、これからも考えてはいきたいと思っている。

#### 水野委員

そのことで、白川議長が前回まさに三つのことを言われて、その三つのうち、最後の二つの政策対応の結果、当預残高が増加して所要準備を超えている状況だということと、あとそもそも量的緩和の定義自体はっきりしていないということを最近言われているが、それを繰り返すことが大切であること。それから前回からの変化だと、BOEがいわゆる量的緩和的な政策を採ってしまって、彼らはマネーサプライを伸ばすことによってデフレ圧力をなくすという言い方をしているので、量的緩和とは言っていないが、クレジット市場の発達度合いは日本とかなり似ていて、非常に貧弱だと考えると、国債を買っていくこと位しかないのかなという感じなので、

そことの違いというのは聞かれるような気がする。そこはもうお任せするが。

白川議長

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。

竹下財務副大臣

経済・金融情勢の現状並びに先行きについては、引き続き非常に厳しいというご判断を皆さん共通の認識としてお持ちであると。政府の方も非常に厳しいという判断を持っているという現状である。政府としては、今第二次補正が成立したので、これの実施を急いでいるところである。国民的な関心は、景気対策よりもむしろ今は定額給付金はいつだという話ばかりになってきているのも事実であるが、予算成立だけではなくて、それを国民の皆様方の手許に届けて使ってもらおうと、これが景気対策である。そして、今もう一つ懸命にやっていることは、来年度予算の年度内成立、新しい年度がスタートする4月1日には使える状態で国民の皆様方の手許に届ける、そのことを何としてもやらねばならないということで、与野党の間で水面上、水面下、様々な話し合いが行われている現状である。一方、もう皆さん方の頭の中には、その後の補正はどうだというお話が必ず出てくるのだが、政府として今補正云々というよりも、一日も早い成立をお願いしているというのが現状である。ただし、麻生太郎自由民主党総裁は、党に対して3年、5年というタームで何ができるか、経済的に今の状況を睨んで何ができるかを真剣に検討するように既に指示を発しているというのが、今の政治の現状である。そういう状況にある訳だが、今日、長期国債の買入れの増額について話を伺っていると、大体ほぼコンセンサスができていけると受止めさせて頂いた。そして、できるだけそれを早く実施して頂きたいと思う次第であると同時に、年度末は正直言って酷い状況にならないで越えそうな状況であるが、越えた後、売上げがないという状況で企業がどんな形で喘いでいくのか、それを財政の面、あるいは金融の面で



[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは、議案と対外公表文を読み上げさせて頂く。まず、1枚目である。金融市場調節方針に関する議長案である。「議長案。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。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。2枚目、当面の金融政策運営について。1. と2. を読み上げた後、3. 以降は前月からの変更点を中心に解説させて頂く。

「2009年3月18日。日本銀行。当面の金融政策運営について。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、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（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 金融市場における年度末越えの資金調達概ね目処がつきつつあるが、年度明け後も、後述するような厳しい金融経済情勢を背景に、市場の緊張が続く可能性が高い。このような状況下、日本銀行は、金融市場の安定を確保するため、引き続き、積極的な資金供給を行っていくことが重要であると判断した。こうした観点から、長期の資金供給手段を一層活用し、円滑な金融調節を行っていくため、長期国債の買入れを以下の通り増額することとした。これまで年16.8兆円（月1.4兆円）ペースで行ってきた長期国債の買入れを、4.8兆円増額し、年21.6兆円（月1.8兆円）ペースで実施する（当月より実施）。」。3. 以降であるが、3.、4. は前月とほとんど変わっていない。変化点を申し上げると、まず3. の1行目、「海外経済の悪化」のところは今まで「海外経済の減速」だったが、昨日ご説明した、あるいはご議論のあったような経済の状況を踏まえて、「減速」を「悪化」に変えている。3行目、金融環境について、これまで全体として「厳しい状態」ということだった

が、ここで「CP・社債市場の発行環境は改善しているものの」という文章を挿入している。それから、物価のところ、「物価面では」と始まる文章の3行目で、「足もと低下しており、今後は、需給バランスの悪化も加わって」というところがある。この「今後は」というのは、先月まで「春頃にかけては」だったが、もう春頃になってしまったので、「今後は」というふうに変えたということである。次に4. のリスク要因は前月から変更はない。そのうえで、最後の5. であるが、これは先程来ご議論のあった3つの柱に基づく政策運営に加えて、昨日通常会合で決定になった件も入れて、全体として中央銀行として施策を記述している。読み上げると、「5. 日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、昨年秋以降これまでの間、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という3つの柱を中心に、様々な措置を実施してきた。また、金融システムの安定を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、昨日は、金融機関向け劣後特約付貸付の供与について検討を開始することを決定した。日本銀行としては、今後とも、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。」。以上である。

白川議長

ご意見はあるか。それでは、議長案の最終案が纏まった。最初に、金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する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：白川総裁

山口副総裁  
西村副総裁  
須田審議委員  
水野審議委員  
野田審議委員  
中村審議委員  
亀崎審議委員

反対：なし  
棄権：なし  
欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

中曾理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[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：白川総裁  
山口副総裁  
西村副総裁  
須田審議委員  
水野審議委員  
野田審議委員  
中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

本対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。それでは、政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致である。

VI. 議事要旨（2月18～19日開催分）の承認

白川議長

それでは、2月18日、19日開催の決定会合議事要旨の承認である。既に配付済みであるが異議はないか。それでは採決をお願いします。

[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：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げます。賛成 8、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は 24 日火曜日の 8 時 50 分に对外公表の予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、4 月 6、7 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆さんにおかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

執行政策委員会室企画役

申し上げます。解禁時刻 12 時 27 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 27 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 22 分閉会)

以 上