

2008年11月25日
日 本 銀 行

総裁記者会見要旨

—— 2008年11月21日（金）
午後3時半から約50分

（問） 今日の政策決定会合を踏まえた日本銀行の景気判断と今後の金融政策の運営方針について、お聞かせ下さい。

（答） 本日の決定会合では、「無担保コールレート・オーバーナイト物を、0.3%前後で推移するよう促す」というこれまでの金融市場調節方針を維持することを全員一致で決定しました。

こうした決定の背景について説明しますと、まず、わが国の景気については、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の減少などから停滞色が強まっており、海外経済の減速が明確化するもとで、当面、こうした状態が続く可能性が高いと判断しました。すなわち、輸出は海外経済の減速を背景に減少しています。企業部門では企業収益が減少を続けており、設備投資は減少しています。家計部門では、雇用者所得の伸び悩みやエネルギー・食料品価格の上昇などから、個人消費は弱めの動きとなっています。また、住宅投資は横這い圏内で推移しています。こうした内外需要のもとで、生産は減少を続けています。

物価面では、除く生鮮食品ベースの消費者物価は、9月の前年比が+2.3%となっていますが、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今後低下していくと予想されます。

わが国経済の先行きについては、やや長い目でみれば物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく可能性が相対的に高いと判断されます。ただし、こうした見通しに関する不確実性は、いつも申し上げている通り非常に高く、世界経済の減速や国際金融資本市場の動揺を踏まえると、回復への条件が整うには相応の時間を要するとみられます。

次に、こうした見通しに関するリスク要因をみると、景気については引

き続き下振れリスクに注意する局面にあると判断しています。

これまでの各国政府や中央銀行による対策を受けて、短期金融市場では幾分改善がみられていますが、国際金融資本市場は依然として強い緊張状態にあります。こうしたもとで、世界経済には下振れるリスクがあります。また、わが国の金融環境についても、中小・零細企業で資金繰りが悪化しているほか、大企業でも市場での資金調達環境が悪化しています。こうした状況が一層厳しさを増す場合には、金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性があります。

物価面については、上振れリスクは以前と比べ小さくなっている一方、景気の下振れリスクが顕現化した場合や国際商品市況がさらに下落した場合には、物価上昇率が一段と低下する可能性があります。

金融政策運営の考え方については、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、適切に金融政策運営を行っていきます。また、国際金融資本市場の動向を注視しつつ、引き続き、金融市場の安定確保に努めていく方針です。

この間、わが国では、国際金融資本市場の動揺の影響から、投資家のリスク回避姿勢が強まっていることを背景に、C P・社債の信用スプレッドが拡大しているほか、C P・社債の発行見送りの動きが広がるなど、市場での資金調達環境が悪化しています。また、中小・零細企業では、資金繰りや金融機関の貸出姿勢が厳しいとする先が増加しています。

こうした状況を踏まえ、本日の会合では、企業金融の動向について詳細に点検するとともに、その円滑化に資するために中央銀行としてどのような対応が適切かについて議論を行いました。この議論を踏まえ、当面、C P現先オペを一層活用していくとともに、民間企業債務の適格担保としての取扱いや民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について速やかに検討・報告するよう、議長である私から執行部に対し指示を行いました。

(問) デフレのリスクについてお伺いします。景気後退に入った米国、ヨーロッパでは、さらに長期的なデフレのトレンドに入ったのではないかという指摘が出ています。日本につきましても、物価動向や最近の経済指標などをみますと、再びデフレの入り口に差し掛かっているのではないかという指摘もあります。この点について総裁の認識をお伺いします。

(答) デフレという言葉を用いたご質問ですが、デフレについて議論する場合、最初にどのような定義で議論するかを明らかにしたほうがいいと思います。デフレという言葉は、少なくとも3通りの意味で使われてきたと理解しています。1つ目は、景気が悪いということをデフレ的だ、といった意味で使う場合であり、2つ目は資産価格が下落していく状態をデフレという言葉で表現した場合、3つ目は物価、なかんずく、消費者物価が下落していく状態をデフレという言葉で表現した場合であり、こうした3つの使われ方があると思います。今のご質問は、景気が悪くなっていくという中で、特に物価の下落に焦点を当てて今後どうなっていくのか、という観点でデフレという言葉を使った質問だと理解してお答え致します。

思い起こしてみますと、各国の物価は、エネルギー・原材料価格の上昇あるいは食料品価格の上昇から、この7月まで非常に上昇してきたわけです。また、(その原因として) 原材料価格等の価格転嫁の動きから各国の物価が上昇してきたわけでもあります。日本でも同様の理由から、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比が+2.4%まで上昇したわけです。先行きについては、先程説明しました通り、国際商品市況が既に下落に転じており、その影響から物価上昇率は低下していくという見通しであり、さらに下振れる可能性もあるとみています。同様に、海外でも物価上昇率が下がる傾向が既にみえ始めています。

政策上どう考えていくかについてですが、いつも強調していることは、物価上昇過程ではセカンド・ラウンド・エフェクト(2次的効果)が発生するかどうか、つまり原材料・輸入品のコストが上昇し、その価格転嫁の動きによってさらに物価が上がっていくかどうか注目しているということであり、この席で何回も申し上げてきました。幸いセカンド・ラウンド・エフェクトは日本において発生してこなかったと理解しております。今後、コスト面で価格が下がる過程で、そのセカンド・ラウンド・エフェクトとしてさらに物価が下落するかどうかは1つの注目点であります。物価を規定する要因は、需給バランス、輸入品のコスト、人々の物価に対する予想——いわゆる予想インフレ率——です。私どもとしては、今後、国内の需給バランスがどのように変化していくか、予想インフレ率がどのように変化していくかを注意してみていきたいと考えています。

(問) 欧米や日本でデフレの兆候というのは、まだみられないと認識されているということで、よろしいのでしょうか。

(答) 物価上昇率が下がっていくかどうかについては、先程説明した通りです。物価上昇率が下落し、これが政策上大きな問題となるかどうかというのが、恐らくご質問の趣旨かと思います。欧米は、資産価格が大きく上昇した後、これが下落する中で債務が残っているという厳しい状況を、過去の日本と同様、この約1年の間に経験したわけであります。先程、デフレについて3つの定義を申し上げましたが、このような大きなバブルが破裂した後の後遺症と言いますか、その影響から、各国とも景気は厳しい局面を迎えており、こうした状況も先程言った（最初の）意味でデフレと呼ばれるのかもしれませんが。それに加えて、物価の下落が原因となって固有の問題を引き起こすかどうかですが、今のところそうした危険が大きいとは思っておりません。ただ、各国の政策当局者は、その可能性も含めて常に経済情勢を点検しているということかと思います。

(問) 先日のワシントンでの金融サミットは大変注目される会議となったわけですが、そのサミットでは、各国が財政・金融両面から景気を下支えしていくことで協調していくことが合意されました。しかしながら、日本銀行の政策余地というのは極めて限られているというように認識せざるを得ません。本日の景気認識は厳しいものでしたが、景気がさらに下押しされた場合、日銀が採れる政策余地はあるのでしょうか。また、どのような判断があり得るのでしょうか。

(答) 私どもは、先行きの金融経済情勢が一段と悪化した場合に中央銀行としてどのような対応が採りうるのかということについて、常に幅広く検討を行っております。本日の会合において、年末、年度末に向けた企業金融の円滑化に資する措置を検討するよう指示したというのもその表れであります。ご質問は、金利水準がこれだけ低い中でどのような施策があり得るのか、という趣旨と理解した上でお答えします。短期金融市場の円滑な機能の確保という観点から考えますと、極めて低い金利水準のもとでは、追加的に金利を引き下げることで様々な問題が生じる可能性があります。特に、現在のように金融市場の

機能低下が問題となっている状況では、この点に関する配慮は一段と重要になってくると思います。先行き具体的にどのような政策対応を採っていくかは、今申し上げた留意点も踏まえつつ、その時々を経済・物価情勢や金融市場動向を踏まえて適切に判断していくという方針であります。

加えて、現在の世界経済の厳しい状況、日本経済の厳しい状況の背景を考えてみたいと思います。これは、2000年代半ば、特に2004年から2007年の数年にわたる高い世界経済の成長の局面で蓄積された様々な不均衡の調整局面を、現在迎えているということだと思います。従って、当分の間厳しい経済情勢が続く可能性が高いとみています。こうした世界経済の動向を反映し、日本経済の回復に向けた条件が整うには相応の時間を要するとみられますし、金融政策によってそのような調整局面を帳消しにするということはできません。経済が深い調整や混乱に陥ることを防ぐ手当てを講じながら、ある程度時間をかけて、回復に向けた基盤を整えていくという基本的な構えが大事であると思っています。

(問) 金融システムについて伺います。銀行の決算が出揃いましたが、日銀が9月に公表した金融システムレポート以降を考えると、金融システムの健全性はかなり後退しているのではないかと思います。総裁は、現行および先行きの金融システムについてどのような認識をお持ちなのか、お聞かせ下さい。

次に、本日の決定でも企業金融にかなり配慮したというか重点を置いた施策を打ち出しているわけですが、最終的に企業金融といいますか、貸出に金融政策が辿り着くまでに、金融システムというのはかなり重要な位置付けにあると思います。現在のように金融システムが後退している中で、日銀の金融政策の効果の波及度合いという点でどのような影響があると考えておられるのか、お聞かせ下さい。

3点目は、テーマが変わりますが、世界的な金融市場および金融機関の監督強化ということがかなり言われています。この監督強化について総裁として何かお考えがあれば、お聞かせ下さい。

(答) まず、金融機関の金融システムの状況についての評価であります。金融機関の中間決算をみると、国内景気の停滞を反映した信用コストの増加や株式関連等有価証券投資での損失から多くの先が減益となったほか、赤字決算と

なった先も少なくありません。また、2008年度通期の決算見通しについても下方修正した先が多いということです。このように、わが国においても国際金融資本市場における緊張の高まりが、株価の下落や信用コストの高まり等を通じて金融機関経営や金融仲介機能に影響を及ぼしつつあると判断しています。ただし、こうした金融機関の損失は、これまでのところ各行の経営体力の範囲内に留まっており、わが国金融システムの安定性は全体としては維持されていると評価しています。ただ、ご指摘の通り、9月の金融システムレポートを出した時点と比べると、明らかに国際金融資本市場の混乱の影響が及んできているとみています。有価証券含み益の減少から、金融機関のリスクテイク余力は、低下していることも事実であり、日本銀行としては今後の資本増強の動きも含め、金融機関の経営動向を引き続き注視していきたいと思っています。

2つ目の金融政策の有効性についての評価であります。ご指摘の通り、金融政策は金融機関、それから金融システムを通じて効果を及ぼしていくものです。したがって、全体として金融機関の体力が低下していると、その分金融政策の効果の波及の程度も弱まるという関係にあります。だからこそ中央銀行は、常日頃から金融システムの安定性・頑健性に強い関心を持っており、そのために考査を行っているというわけです。企業金融との接点について申し上げますと、中央銀行が行い得る基本的な機能としては、流動性を供給することで金融機関が流動性リスクを懸念し貸出を行わないという事態を防ぐという第1のルートがあります。また、色々な企業関係の債務を担保として取ることによって、流動性を供給していくというルートもあります。すなわち、担保として日本銀行が受け取ることで、金融機関全体、あるいは金融システム全体に対して流動性を供給し易くすることによって、貢献するということです。

3つ目の世界的な監督体制の在り方についてであります。これは非常に大きなテーマで、私自身も非常に強い関心を持っています。これは話を始めると大変長くなるので短くお答えしますが、中央銀行という立場から特に関心を持っているのは、いわゆるマクロ・プルーデンスという観点です。個々の金融機関の経営の健全性をしっかり監督していくことはもちろん大事です。しかし、今回起きたことは、金融機関全体あるいは経済・金融システム全体にバブル的な要素があった場合、金融機関全体の健全性が確保できないということが顕現化したということです。このため、金融システム全体と経済の動きの相互作用を意識しながら金融システムの健全性をみていくという観点をより強く

持っていきたいと思っています。また、これは各国の中央銀行、監督当局間の問題意識の1つでもあります。いわゆるプロシクリカリティの問題、つまり金融機関の行動が景気と同じように動いていくという傾向のことをプロシクリカリティと呼んでいます。規制、監督の在り方がそうした傾向を強めることがないかどうか、そうした観点から改めて点検していこうという問題意識が強まっています。そうしたことも含めて非常に重要な問題であると認識しています。短い答えで恐縮ですが、以上です。

（問） 米国の中央銀行では、日本がかつて行った量的緩和を既に行っていると思うのですが、日本でも、そうしたことを将来またしなければならないのでしょうか。それから、量的緩和を行うと短期マーケットの機能がすぐに停止してしまうことになるのでしょうか。それとも、マーケットの機能のある程度活かしながらこうした政策を採ることができるのでしょうか。以上が1点目です。2点目ですが、日本がかつてそうした政策を採ったときは、期待に働きかけるといえるのか、時間軸効果を利用することで効果が上がったと思います。具体的にどうすべきかわからないのですが、金利がここまで低くなっているのです。これ以上はいじらずに、期待に働きかけるような方策を採ることはあり得るのでしょうか。

（答） 先程の質問でもお答えしました通り、中央銀行としては、常に金融経済情勢を点検しながら、最も適切な政策は何かということを考えていくというのが基本的な考え方です。

その上で、まず、量的緩和政策と市場機能の関係についてお答えします。量的緩和政策の効果についての一般的な分析評価については、これまで日本銀行も色々なかたちで申し上げてきましたので本日ここで詳しくは申し上げませんが、金融システム不安が非常に高いときに金融機関の流動性需要に応えるかたちで潤沢な資金供給を行ったことで、金融システムの安定に貢献したと思っています。逆に言うと、金融システム不安が後退した後もなお流動性を潤沢に供給しようとする、逆に金融市場の機能が低下し、金融機関が本当に必要な時に市場から資金調達をできなくなる事態が生じます。その意味で、かつて量的緩和政策を採ったときは、その時の金融経済情勢に照らして最もふさわしいと判断したということだと思います。今後どのような政策があり得るか

については、先程申し上げた通り金融経済情勢をみながら点検をしていくということだと思います。

それから時間軸効果についてのご質問ですが、日本銀行はいわゆるゼロ金利政策の時代と量的緩和政策の時代の2度にわたって、いわゆる時間軸効果を狙った政策を採用しました。量的緩和政策を解除する時に評価した通り、金融経済情勢が好転してくる局面において、日本銀行が低金利またはゼロ金利を続けることを約束することにより、主として中期金利の安定に貢献し経済活動を下支えする効果があったと評価しています。こうした時間軸効果を狙った政策ももちろん1つの方法ですが、中央銀行としては、これから経済が厳しくなっていく時にどのような政策がよいかについては、その時点の金融経済情勢をしっかりと点検して判断すべきことだと思っています。

（問） 今週から当座預金の付利がスタートしたわけですが、その出だしの点検状況についてお聞かせ下さい。

（答） ご質問の通り当座預金付利はまだ始まったばかりですので、評価をするにはまだ時間が足りないという感じがします。現在、金融市場局では、金融機関の当座預金積み上げの動きについて非常に丹念に分析をしています。若干の変化があるかなという気がしていますが、現時点で評価するにはデータと申しますか時間が足りないので時間を頂けますでしょうか。次回の会合でご質問頂ければお答えしたいと思います。

（問） 今回の世界的な金融危機あるいは世界的な不況が1930年代のような大恐慌にまで発展する可能性は小さいと白川総裁はみておられると思いますが、その理由について伺います。また、1930年代のような大恐慌を防ぐための教訓についても伺いできればと思います。

（答） 1930年代の世界経済の落ち込みも、それから現在私どもが直面している世界経済の厳しい状況も、それに先立つ時期においてバブル的な好景気、すなわち経済の高い成長、それから資産価格の大幅な上昇と信用の膨張が続いたという点では共通していると思います。しかし、1930年代は、バブル崩壊後の経済の調整が停滞というレベルを超えて恐慌という状態にまでなったわけで

すが、今回そうした状態になるかどうかということを考えた場合、私は、今回は政策当局の対応が大きく異なっていると思います。

世界大恐慌の時は、足許の状況と比べ少なくとも3点の違いがあると思います。第1は、多くの金融機関の破綻に対して有効な対策が講じられなかったと思います。第2に財政・金融政策も緊縮的に運営されたということです。第3に各国で保護貿易主義が台頭したということです。それと対比する形で今回の政策当局の対応をみると、まず第1に、各国の政府や中央銀行によって、あるいは金融機関自身の努力によって現に様々な対応が進められています。例えば、中央銀行による流動性の供給の枠組みの強化、それから経営が悪化した金融機関に対する公的管理や公的資金の注入、さらには不良資産の買取りといった諸施策が迅速に講じられています。第2に、金融政策面でも各国が緩和に転じているほか、財政政策の面でも対応が採られつつあります。第3に自由貿易体制もしっかり堅持されているということです。この3つの政策当局の対応の違いを考えると、今回は前回のような大恐慌とは異なっていると思います。また、そうしてはいけないということだと思っています。

教訓は何かということですが、只今この3点において政策当局の対応が今回は異なると申し上げましたが、この3点は（教訓として）非常に重要であると思います。それに付け加えてさらに教訓ということを申し上げますと、先程も少し申し上げた通り、大規模なバブルが発生してしまった以上、その調整の過程にはある程度時間がかかるということも冷静に認識しておく必要があると思います。この点を認識しないまま性急な手段に走り、例えば保護貿易主義に走るとか、必要以上に規制が強化されるということになってくると、今度は市場経済あるいはグローバル経済の強みが発揮されなくなり、結果として世界経済全体の成長力の基盤が崩れていくと思います。このことも教訓と言えますか、意識しておくべき点だと思います。

（問） 先程総裁は、世界経済および日本経済に対する認識としていわゆる不均衡を調整している過程にあるとおっしゃった上、この調整を金融政策で帳消しにすることは難しいとおっしゃいました。帳消しにすることがなぜ難しいかについてもう少し詳しくご説明頂ければと思います。

（答） 今回、いわゆるサブプライム住宅ローン問題というかたちで信用バブ

ルの問題が顕現化したわけですが、米国経済が直面している不均衡について考えてみますと、住宅投資が非常に活発であった結果、過剰な住宅在庫が現にあるわけですので、この過剰な住宅ストックの調整を終わらせることが必要になります。この調整が終わるまでの間は住宅価格に下げ圧力がかかり、それが金融システムにもストレスとしてかかることになります。残念なことです。このように住宅をたくさん造り過ぎたことが現にあるので、ある程度これを取り除く調整に時間がかかるわけです。別の次元で言いますと、例えば（米国の）家計の債務比率は——これは色々な方法で計算できますが——過去のトレンドと比較するとかなり高い状況にあります。どのような水準が正常かについて数字では示せませんが、現在、家計の債務が多い状況であるとすれば、貯蓄をすること、言い換えると消費を減らすといった何らかの調整が必要になります。金融政策にできることは、その調整に非常に弾みがついて大きな調整に入っていくことを防ぐことです。このために、もちろん金利政策もそうですし、流動性供給により金融市場、金融システムの安定性を保つことを行います。ただしこれらは深い調整に入っていくことを防ぐための方策であり、根本にある住宅の造り過ぎあるいは家計部門の債務過剰ということ自体を金融政策で帳消しにすることはできないということです。

（問） 景気回復の見通しについて改めてお伺いします。先月末の展望レポートでは、2010年度の成長率が潜在成長率並みに戻るのではないかという認識が出ましたが、先月末以降の動きをみますと、製造業の減産やリストラのほか、F R Bが来年にマイナス成長も有り得るとの認識を示しています。経済の悪化がかなり鮮明になってきているのですが、景気回復の時期や条件について今月に入って新しく感じられている点を教えて下さい。

（答） 今回の公表文にも書いていますが、前回の決定会合と今回の決定会合を比較したときに私どもが特に意識したことが2つあります。1つ目は輸出の評価です。前回までは「頭打ち」という表現を使っていましたが、今回は「減少」という表現を使っています。この背後にあるのは世界経済の減速ないしは停滞ということです。私は、11月上旬にサンパウロで開かれたG20 およびB I Sの一連の会議に出席しましたが、そこでの私の印象は、1ヶ月に1度会っている海外中央銀行の総裁方の発言がこの1ヶ月間で大きく変化したという

ことです。長い中央銀行生活の中でこれほど短期間に变化したことは無かったと言う方が多かったのですが、やはりこの1ヶ月間で世界経済は大きく変化しており、そのことが輸出にも表れていると感じます。

2つ目は金融環境の変化です。これも国際金融資本市場の変化が日本の金融市場に影響しているということですが、今後、このことが実体経済にも影響していくことを十分意識しなければならないと思います。他にも色々な変化がありましたが、景気の面についてはこの2つが前回との比較で特に大きな点であったと思います。

(問) 先程量的緩和の評価について、当時の状況にふさわしいものであり、金融システムの安定に貢献したというお話がありました。これを私なりに解釈すると、量的緩和というものは、あくまでも金融システムの安定に役立つものであり、利下げのような景気刺激効果はあまりないと受け止めました。なおかつ、現在は、5、6年前のように日本の金融システムがガタガタになっている状況ではないので、これから日本銀行の進むべき道は量的緩和のような方向ではなく、本日の決定会合で指示が出たような企業金融の円滑化という別の方向であると、本日の会見を伺って全体的に受け止めました。そのような解釈でよろしいでしょうか。

(答) 中央銀行の仕事をどう考えるかということ、あるいは中央銀行という存在をどう考えるかということに関連しますが、世の中において無利子で負債を発行できるという組織は中央銀行だけです。中央銀行に対して物価の安定、金融システムの安定という目的を与えることにより、中央銀行にそのために必要な権能を与えているわけです。中央銀行は自らの目的に照らして何が最適な政策かを常に考えていく義務があると思います。もちろん各中央銀行は、その時点その時点でおそらくこれが正解かなという仮説は持っていると思いますが、この政策しかないとかこの政策は絶対採らないというように最初から決めている中央銀行があるとすれば、おそらく国民からみてその中央銀行に対して不安を持つことになると思います。その意味において、私は常に中央銀行として何が最適かということを考えていきたいと思っています。今回も、基本的な考え方を申し上げた上で、企業金融の円滑化ということを更に検討を深めて実施していくことが大事だと判断したということです。

(問) 10月末に利下げをしまして、その後翌日物金利は0.3%に下がったのですが、所謂短期市場のターム物金利、例えばTIBORの3か月物をみると利下げ以降ずっと金利が上昇しておりまして、利下げ効果というか金融緩和効果が十分出ていないと思えるのですが、その理由についてどのようにお考えでしょうか。それから、今後の金融調節方針においてターム物金利にどのように配慮するのかお聞かせ下さい。

(答) 今ご質問のあった、オーバーナイトの金利は下がったにも関わらず、ターム物金利が十分に下がらない、場合によっては逆に上がってしまうという現象は、欧米の中央銀行が昨年来、特に今年になってから正に直面している難しい問題であります。TIBORあるいはLIBOR、それからオーバーナイトの金利と政策目標金利との乖離度合いは、他国に比べて日本では非常に小さいと思います。大まかに申しあげますと、その乖離は小さいながらも十分な引き下げ効果が出てこないという面が若干あると思います。これは、中央銀行の間でいつも議論しているテーマですが、欧米では、金融機関の資本制約、あるいは流動性に対する懸念が原因であるという仮説が言われています。日本の場合については、十分な答えを持ち合わせておりませんが、いずれにせよ、中央銀行ができることは、オーバーナイトの政策金利の誘導についての考え方を丁寧に説明していくことであり、流動性の不安を解消するように資金を供給していくことだと思います。日本銀行は、この面で色々な手段を講じております。ターム物のレートと政策金利の乖離が小さいのは、おそらく日本銀行が潤沢に資金供給を行っている、あるいは非常にきめ細かな資金調節の枠組みを持ち、そのもとで調節を行っているからだと思いますが、それでも若干の変化が出ているのだろうと思います。

(問) 株価が下落基調にある中、今朝中川財務・金融担当大臣が、株価を支えていくために日本銀行とも連携して対策を打っていきたいという主旨の発言をされまして、株の買取りなどに関して言及しています。日本銀行の現在の検討状況をお聞かせ下さい。

(答) 前回の会見でお答えした時と基本的な状況は変わっていませんが、繰

り返してご説明します。わが国の金融機関は、2002 年の銀行等株式保有制限法の施行以降、銀行等保有株式取得機構や日本銀行による株式買入れも活用しながら、株式の保有を大幅に圧縮し、株式保有リスクの削減に努めてきたと理解しています。しかしながら、最近の国際金融資本市場の緊張の強まりを受けた極めて不安定な株式市場のもとで、金融機関にとって株式保有リスクへの対応は依然大きな課題になっていると認識しています。

こうした基本認識を踏まえ、日本銀行としても株式保有リスクの削減という観点から関与し得る有効な手立てがあるのかどうかについて慎重に検討を行っているという段階です。

(問) 中長期的な観点での金融資産のリスク管理の在り方についてお伺いします。このところ株式や外国為替が 1 日単位でみても 1 年程度の区切りでみても非常にボラティリティの高い状況が続いており、こうした中、金融機関が資産を運用する上でのリスク管理の在り方が問われているとの議論も専門家の間で聞かれています。こうした状況に関連し、金融機関のリスク管理の現状、あるいは足許の相場が著しく動いている状況を踏まえた上での今後の在り方について見解をお聞かせ下さい。

(答) それは金融機関のリスク管理一般ですか、それとも特定の金融資産を念頭に置いた話ですか。

(問) 特定の資産ではなくて、株式ですとか国債も含めた伝統的な資産の運用という観点での幅広い意味でのリスク管理についてです。

(答) 非常に難しい質問だと思います。この 10 年間、金融機関はリスク管理を強化し、様々な数理的な手法を導入してきたわけですが、昨年の夏以降のサブプライム住宅ローン問題が示すように、これまでの一見高度なリスク管理手法が必ずしも十分にワークしなかったわけです。完全なリスク管理手法を常に持っていれば、そもそもこのような問題は起きないわけですから、リスク管理とはそれ自体が非常に難しい問題だと思います。そのことを申し上げた上で、私が感じることを 2 点申し上げます。

1 つは、まずリスク管理手法の問題以前に、そもそも金融機関として

どのような経営を行い、どれだけリスクを取り、どれだけリターンを取るのかということについての経営判断が1番大きな問題であるということです。サブプライム住宅ローン問題があのような形で顕現化したことを考えると、明らかにレバレッジは拡大していたわけです。レバレッジを拡大しつつ、リスクも認識していたと思いますが、良好な経済環境が続く中で、その良好な経済環境のもとでの様々なパラメータを基にリスクを計算していたということだと思います。これは計算の仕方が悪かったというよりは、そもそも経済や金融を大きくどのようにみていくのかという判断の問題だったと思います。そういう意味で、狭い意味でのリスク管理手法の問題に封じ込めて議論するのは必ずしも適切ではないと思います。（そのような議論の仕方は）逆に言うと、リスク管理手法の欠点を過度に強調してしまうことになるのではないかという気がします。

次に、リスク管理手法それ自体についても色々と改善すべき点があると思います。今日は時間の関係で紹介しませんが、日本銀行が半期毎に公表している金融システムレポートでは、毎回少しずつテーマを変えていますが、リスク管理手法について技術的な観点から色々な問題提起をしています。リスク管理そのものと、その背後にある経営判断あるいは経済に対する見方の両方について、さらに考えていくべき点があると思っています。これは金融機関関係者に対する注文ということだけではなく、マクロの経済政策を行う当局についても同じように当てはまる議論だと思っています。

以 上