

2009年1月23日  
日 本 銀 行

## 総裁記者会見要旨

—— 2009年1月22日（木）  
午後3時半から約65分

（問） 本日の決定会合の結果について、展望レポートの中間レビューも含めてポイントをご説明頂きたいと思います。

（答） 本日の決定会合は、議題が盛り沢山でしたので、少し長くなることをお許し下さい。本日の決定会合では、金融市場調節方針に加え、企業金融円滑化に向けた措置や国債の残存期間別買入れに関しても検討を行いました。

まず、金融市場調節方針については、「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。」というこれまでの方針を維持することを全員一致で決定しました。

さらに、その他の措置に関して、以下のような決定を行いました。

第1に、企業金融円滑化の観点から金融商品の買入れを行うことについて、基本的な考え方の整理を行いました。

企業金融に係る金融商品の買入れは、個別企業の信用リスクを負担するものであり、中央銀行として異例の措置です。こうした点を踏まえ、企業金融円滑化のための金融商品の買入れは、第1に当該金融商品の市場の機能が著しく低下し、これが企業金融全体の逼迫につながっているという状況にあると判断され、第2にそうした状況を改善するために中央銀行として異例の措置を実施することが日本銀行の使命に照らし必要と認められる場合に限り、実施することとしました。

また、買入れを実施するにあたっては、通貨への信認を確保するとともに、長い目でみて市場機能を損なわないようにするという観点から、以下の3点に留意することとしました。先ず、個別企業への恣意的な資金配分となることを回避すること、次に、必要な期間に限り、適切な規模で実施すること、最後に、日本銀行の財務の健全性を確保すること、この3点です。

第2に、こうした基本的な考え方に沿って、企業金融に係る金融商品

の買入れについて、当面の具体的な対応を検討しました。

まず、12月の決定会合で方針を決定したC Pの買入れについては、具体的な内容を決定し、今月中に開始することとしました。その際、A B C Pもあわせて買入れ対象とすることとしました。

具体的な買入れ内容については、日本銀行が担保として適格としているC P、A B C Pであって、かつa-1格相当の格付をもつものを対象とし、下限利回りを設けた入札方式をとることとしました。また、社債償還を含めた年度末にかけての企業の資金調達ニーズに対する受け皿となりうることも踏まえ、総額3兆円を上限として、差当たり本年3月末まで実施することとしました。

さらに、今回の検討の結果、社債市場の機能が足許にかけて大きく低下しており、こうした状況が企業金融全体の逼迫につながっていることを踏まえ、残存期間1年以内の社債の買入れについて、実務的な検討を進めていくことを、議長として執行部に指示しました。

第3に、不動産投資法人、いわゆるJ-REITの発行する投資法人債など、J-REITの債務を適格担保とすることを決定しました。

これは、J-REITが、わが国証券化市場の重要な構成要素である不動産証券化市場の主要な担い手であり、J-REITが発行する投資法人債などの債務が相当の規模に達していることを踏まえた措置であります。

第4に、国債の残存期間別買入れについてであります。12月の決定会合においては、買入れ額を増額するとともに、30年債、変動利付債、物価連動債を買入れ対象に追加し、あわせて残存期間別の買入れを導入することを決定しました。今回の会合ではこれを受けて、まず変動利付債と物価連動債の買入れ方式に関する決定を行いました。また、年間16.8兆円の買入れ額を、固定利付債の3つの残存期間と変動利付債、物価連動債の合計5つの区分にどのように配分するかについて、執行部による検討結果の報告を受けこれを公表することとしました。

こうした一連の決定の背景について、展望レポートの中間評価も含めてご説明します。昨年10月末に展望レポートを公表して以降、国際金融資本市場の動揺が続く中で、米欧のみならず新興国も含めて、海外経済は大幅に減速してきているほか、夏まで高騰していた国際商品市況も大幅に下落してきています。今回の中間評価では、このような日本経済を取り巻く国際的な情勢の

大きな変化も踏まえた上で、先行き 2010 年度までの経済・物価の中心적인見通しとリスク要因について点検を行いました。

まず、中心적인見通しを述べると、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ことです。物価面では、生鮮食品を除くベースの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低下しており、春頃にかけては、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みられます。

さらに 2010 年度までの中心적인見通しとしては、世界経済の見通しにも大きく依存しますが、中長期的な成長期待やインフレ予想が大きく変化しないもとで、2009 年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱するにつれ、わが国経済も持ち直し、物価の下落幅も縮小していく姿を想定しています。こうしたもとで、見通し期間の後半には、物価安定のもとでの持続的な成長経路へ復していく展望が拓けるとみられるものの、このような見通しを巡る不確実性は高いとみています。

こうした見通しを昨年 10 月の展望レポートと比較すると、成長率は、2008 年度、2009 年度ともに大幅に下振れ、マイナス成長となりますが、2010 年度は、1 % 台半ば程度に回復するとみられます。生鮮食品を除くベースの消費者物価は、10 月時点と比べて下振れ、2009 年度には、マイナス 1 % 程度まで下落した後、2010 年度は下落幅を縮小するものと予想されます。

次に、リスク要因については、景気面では、世界的な金融情勢や海外経済の動向に加え、新たに、中長期的な成長期待の低下に伴う設備や雇用の調整圧力、金融と実体経済の負の相乗作用、の 2 点を指摘しました。物価面では、景気の下振れや国際商品市況が下落した場合に加え、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を新たに指摘しています。

昨年 10 月に公表した展望レポートでも指摘した通り、経済・物価の先行き見通しは、極めて不確実性が高いとみています。日本銀行としては、引き続き中心적인見通しとその蓋然性、リスク要因を注意深く点検しながら、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路へ復帰していくために、今後とも中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針であります。

(問) 展望レポートについてですが、2008 年、2009 年と成長率はマイナス、消費者物価もマイナスに転じていくということはデフレ的な状況も視野に

入ってきているのではないかとと思いますが、デフレとの関係でご認識を教えてください。

(答) まず今回の経済・物価の見通しについて、先程は今回の発表内容に則して少し丁寧にご説明しましたが、もう少し別の角度から申し上げたいと思います。

翻ってみると、特に昨年秋以降の世界経済の同時かつ急速な景気後退というのは、経済・金融のグローバル化が進行する下で初めての事態だったと思います。この先の経済の回復の姿を展望すると、グローバル経済の帰趨と密接に絡んでいると思います。グローバル経済は回復しないが日本経済だけは回復するとか、あるいはグローバル経済は回復しているが日本経済だけが落ち込んでいくという姿は考え難く、日本経済の見通しという形で議論しているものの、優れてグローバル経済を議論したという感じだと思います。そうした中で先程の見通しがあるわけです。

物価上昇率の姿は先程申し上げた通りですが、デフレに関するご質問の趣旨は、こうした物価情勢を政策運営上どのように考えるのかということだと思います。デフレという言葉は、いつも申し上げている通り、物価の下落という意味なのか、あるいは資産価格の下落という意味なのか、あるいは景気が悪いということを言っているのか、その辺りを明らかにしないと議論が混乱すると思います。物価の下落という意味で申し上げますと、物価の下落が景気の悪化につながり、それがさらに物価の下落につながるという、いわゆるデフレ・スパイラルが起きるかどうかが懸念すべき最大のポイントだと思います。その際、最も重要な判断材料は、中長期的にみたインフレ予想、先行きの物価上昇率の予想、あるいは中長期的にみた日本経済の成長率がどのようになっているのかという点だと思います。現在のところ、そうした中長期的な物価上昇率の予想が大きく変化したという感じは日本経済についてもありませんし、世界経済についてもありません。しかし、こうした中長期のインフレ予想が、アンカーと言いますか、しっかりと安定したものになっていくのかということについては注意深くみていきたいと思っています。

(問) 今回多岐に亘る企業の資金繰り支援策を発表されているわけですが、一方で金融機関の財務状況、経営というのは日々悪化していると思います。金

融機能強化法があるわけですが、申請している銀行が少ないというか、ありません。日銀の政策の効果を高めるためには、やはり金融機関の資本面での手当てが重要になると思いますが、その辺のご認識を教えてください。

(答) まず日本銀行の政策ということから申し上げますと、積極的な流動性の供給を通じた金融市場の安定、それから様々な企業金融の円滑化に資する措置、政策金利の引き下げということを行ってきました。こうした措置が効果を発揮していくためには、金融政策の効果を媒介する金融機関あるいは投資家の信用仲介機能がしっかり維持されているということが極めて重要であると思います。この点、ご質問の金融機関との関係で申し上げますと、国際金融資本市場の緊張の持続が株価の下落や信用コストの増大を通じて金融機関経営に影響を及ぼしてきており、資本基盤の充実が改めて重要になってきているように思います。ご指摘の金融機能強化法の活用も含めて、今後の金融機関の自己資本充実に向けた動きを日本銀行としても注視していきたいと考えています。

(問) 日本銀行として、このような景気シナリオを描いたということはわかりました。ただ、世間では、人材派遣の問題、高炉が止まっているとか賃金カット、また期待売上収入が増加しそうな感じはありません。日本銀行としては積極的な資金供給をやっているわけですが、所謂流動性の罫に片足を突っ込んでいるのではないのでしょうか。この点についての総裁の見解をお伺いします。また、それと同じことですが、少なくとも無担保コールレートに関しては、これ以上下げてもほとんど意味が無いと考えて良いのでしょうか。

(答) この席でも何度も申し上げますので、少し繰り返しになってしまふことを若干懸念しますが、現在の経済あるいは金融の調整の背景を考えてみますと、これに先立つ2004年から2007年の4年間にかけての世界経済の成長は非常に高かったことが挙げられます。また、この過程で信用の拡張、レバレッジの拡大といった様々な金融面での不均衡が蓄積していったと思います。そうした不均衡が現実には蓄積してしまった以上、その調整にはある程度時間がかかるということだと思います。現在はまさにそのことが起きていると思います。そうした時に中央銀行の対応ということで見ると、基本は流動性の供給ということになりますし、それから、今回の日本銀行の措置もそうですが、個別の金

融市場の機能不全が、全体として金融システムの不安定とか企業金融の逼迫につながっていく場合には、その個別の金融市場に対して適宜の措置を取っていくという政策の体系になってくると思います。

2つ目のコールレートについては、現在、わが国のコールレートは誘導目標金利が0.1%で、現実のコールレートの平均も大体0.1%で推移しています。米国は誘導目標が0～0.25%ですが、このところのフェデラルファンドレートの推移は、少し前までは0.1%前後、足許は0.25%くらいです。いずれにしても、日米のオーバーナイト金利は0.1%前後で推移しているということです。前回のこの席でも申し上げましたが、ここまでオーバーナイトの金利が下がってくると、金融政策という観点から意味のある論点というのは、実質的には、企業が実際に資金調達する少し長めの資金の金利をどのようにして下げていくのかとか、量に関する安心感をどのように確保するのか、ということに移っていると思います。私が出席している海外の様々の中央銀行同士の会合でも、徐々に関心がそちらに移っています。

(問) 今後の景気回復のシナリオは2009年度以降に国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱するという前提になっており、今日も決定会合の中でそのところの議論を尽くしたという話ですが、どのようなメカニズムで世界経済が回復し、日本経済に波及していくのかという点について、もう少し詳しくお聞かせ下さい。

(答) 最初に申し上げたいことは、中心적인見通しは先程申し上げたとおりですが、非常に不確実性が高いということであります。今回の日本銀行の見通しは、日本銀行に固有の見通しというよりは、多くの国際機関、多くの中央銀行の見通しとほぼ共通した今後の経済に関する見通しの上に立っているということであります。そうした比較的多くの人が共有している中心적인シナリオ見通しについて、どのようなメカニズムを想定しているのかということでもあります。1つは、各国において大規模な財政・金融政策を現実展開しているということです。それから、金融システムの面でも、公的資本の注入、資産の買取り、資産から発生する損失に対する保証という様々な措置が講じられてきているということです。さらに、民間の中でも様々な調整がそれなりに進んでいるということです。こうしたことの効果が徐々に実を結んでくると考えら

れ、その時期を申し上げると 2009 年度の後半からということになります。ただ、その場合でも、金融システムが一举に劇的に改善していくということでは多分ないでしょうから、回復のテンポはやはり緩やかになっていくと思います。どこが底であるのかについて中心的な見通しを言うと、先程申し上げたとおりになるということです。

（問） 成長率の見通しについてですが、2 年連続のマイナスで、しかもマイナス幅が戦後最悪の 98 年度より大きくなっています。これは、政府の経済見通しである 0 % と比べて大分乖離があるのですが、そのあたりの整合性をどのようにお考えでしょうか。

（答） 日本銀行の様々な見通しにつきましては、為替相場、株価、国際商品市況など様々な前提条件の置き方によって異なってくる性格のものであり、政策委員の見通しの中央値は先程申し上げたとおりであり、委員の中でももちろんバラツキがあります。それから、政府の見通しは、政府の発表文に書かれているとおり、計数はある程度幅を持って考えられるべきものとされています。これだけ不確実性が大きいわけですので、数字について議論するより、数字の背後にある経済・物価のメカニズムをどう理解するかというのが最も大事だと思います。政府の経済見通しは、2009 年度の日本経済について厳しい状況が続くが、年度後半には低迷を脱していくことが期待されるという見方を示したうえで、先行きの下振れリスクとして世界的な金融情勢や海外経済の動向を指摘しています。こうした経済のメカニズムやリスク要因に対する考え方は日本銀行も同様です。

（問） 先程のデフレの認識ですが、要するにデフレ・スパイラルに陥るような可能性は現時点ではあまり考えられないという認識で良いのでしょうか。

（答） 経済は生き物ですから、経済・物価、金融情勢を毎回の金融政策決定会合で注意深く点検していきたいと思っています。デフレ・スパイラルに陥るかどうかにについては先程も少し触れましたが、2001 年以降の経済情勢を振り返ると、当時もデフレ・スパイラルに陥るかどうかにについて随分議論されました。結果的にその時はデフレ・スパイラルには陥らなかったわけです。何故陥らな

かったのかということ巡って色々な議論がなされていますが、中長期的な予想インフレ率、中長期的な成長期待というものが崩れることがあるかどうかが一番大事なポイントだと思っています。今のご質問との関係では、中長期的な予想インフレ率について丹念に点検していますが、今のところこれが大きく下落するという感じはありません。これが将来どうなるのかについては注意深くみていく必要はありますが、現時点ではデフレ・スパイラルに陥っていくという感じではないと思います。しかし、繰り返しになりますが、注意深くみていきたいと思っています。

(問) CPの買取りについてお聞きします。CPの買取りについてはノンバンク業界が強く要望していたと思うのですが、これはCP発行額の結構な割合をノンバンクが発行していることにあるからだと思います。今回、買入れの色々な条件を決めたわけですが、そのようなノンバンクの資金繰りの改善に資するような内容になったとお考えでしょうか。

(答) 今回、CPの買入れに先立って企業金融に係る金融商品の買入れに関する基本的な考え方を公表しました。そこで明確に謳っているとおり、私どもが買入れる場合というのは、当該金融市場の機能が著しく低下していること、そのことによって企業金融全体が逼迫していることが、一つの重要な判断ポイントです。個別の企業や個別の業界それ自体のために日本銀行がある商品の買入れを行う、行わないといった考え方は採っていません。日本銀行のCPの買入れをある特定の発行体のために行うということは、財務の健全性あるいは中央銀行の中立性という観点からみても望ましくないので、買入れ対象CPの信用度の要件や買入れ総額の上限を設けていますし、特定の企業の信用リスクを集中的に負担することを避ける為の手当てもいくつか行っています。

(問) 今回CP買入れの詳細と残存期間が1年以内の社債の買入れの検討という2つを決定したわけですが、こうした措置に伴う企業の資金繰りの支援効果をどこまで見込んでいるのかお聞かせ下さい。また、今回の措置は異例の措置と位置付けていますが、いわゆる買入れの対象としてCPや社債以外の他の金融商品まで拡大していく考えはあるのでしょうか。



(答) 最初の質問ですが、今回のC P買入れの効果を定量的に示すことはなかなか難しいと思います。ただ、リーマン破綻以降日本のC P市場も急速に変調を来たしてきたわけです。振り返ってみますと、大企業が先々の資金繰りに不安を持つということは、98年の金融危機の後、暫くありませんでした。特に、この4～5年間は非常に緩和的な環境の中で、流動性や資金繰りについて懸念するという状況では全くありませんでした。それが突然手許流動性が枯渇するのではないかという恐怖にとらわれた状況になったわけです。この先、経済・景気が大きく変化し、自分の会社の売上も急速に減少するかもしれないと資金繰りに対して非常に不安が出てくるわけです。統計学の用語で「テール・リスク」と言いますが、確率的には低いけれども、しかし起きた場合には損失が非常に大きいという、そういう事態が自分の身に降りかかるのではないかという恐怖心に駆られるわけです。C Pというのは、そういう時にマーケットで資金を調達する手段でもあるわけです。そのC P市場の機能が大きく低下することに対して、日本銀行が買入れることによってC P市場の機能の回復を側面から支援するということになります。この意味は大きいと思います。12月に日本銀行が買入れ方針を発表した後、日本政策投資銀行の買入れと相俟ってC Pの発行環境が上位格付けを中心に改善してきているということも、そうした効果の大きさを潜在的に示していると思います。

それから、今後他の金融商品に買入れの計画、方針はないかということですが、今回残存1年以内の社債について検討の指示を行い、現時点でこれ以外に買入れを考えているものはありません。私どもとしては、今回発表した基本的な考え方を踏まえ、最終的に日本の経済・金融情勢を踏まえて判断していくということですが、今ポケットに何か入れているというわけではありません。

(問) 先ほど中長期的な予想インフレ率と成長期待が重要なポイントだというお話があり、中長期的な予想インフレ率が大きく下がったという証拠は今のところないということでした。では成長期待についてはどうみていらっしゃるのでしょうか。また、それと関連して、この頃、資本ストック調整や雇用調整が進んでいると思うのですが、潜在成長率についてはこれまで示されていた1.5%～1%台後半に変化はないのかお聞かせ下さい。

(答) 中長期的な成長期待を数量的に把握することは必ずしも容易ではありませんが、例えば大企業の方に、足許新興国での売上が急速に落ちているが、向こう5年という期間で捉えた場合に新興国の成長はもう止まったとみているか、止まったとみている場合、色々な投資案件をこれから減らしていくかとお聞きすると、新興国はまだ成長していくとおっしゃいます。その意味では、中長期的な成長期待は、若干の修正はもちろんあると思いますが、今のところ大きく低下しているということはないと思います。現実には低い成長率が世界的に長く続きますと、人々の中期的な予想成長率も次第に落ちていくでしょうから、そこは注意深くみていく必要がありますが、現時点でこれが大きく落ちているという感じはないと思っています。

それから日本の潜在成長率ですが、ご指摘のとおり従来は1%台半ばから後半という言い方をしていたと思いますが、現実には日本の設備投資が抑制されていくということは、設備面から生産能力もだんだん落ちてくるわけですので、潜在成長率の推定は少し下がってきています。これは色々な前提の置き方如何で変わりますので、あまり細かい数字をお伝えしても適切ではないと思いますが、1%台前半くらいの感じとみています。

(問) 2点お尋ねします。1点目は確認なのですが、先程デフレ・スパイラルを避けなくてはいけないとのお話がありました。これは、デフレ・スパイラルまでいくかどうかは別にして、一時的にはデフレに入ってしまうと日本銀行はみているということでしょうか。それから2点目ですが、世界の中央銀行の間では長めの金利を抑えていくという議論があるとのことでした。今のところ各国では長期金利は低下予想のほうが強いのですが、今後、全世界で国債を大量発行していくと不測のことがないとも限りません。この場合、日本銀行としても長期金利を抑えなければならないという問題意識はあるのでしょうか。あるとすればどういう手段を採り得るのでしょうか。この2点について教えて下さい。

(答) まず、デフレに入ると日本銀行がみているかどうかということですが、何度も同じ話をして大変心苦しいのですが、デフレという言葉は非常に曖昧に使われる言葉だと思っており、私自身はデフレという言葉あまり使わないようにしています。物価、生鮮食品を除くベースの消費者物価指数の下落がこの

あと続くとみているかという問いですと、先程の政策委員の見通しの数字にも出ていますとおり、マイナスを予想しています。ただし、マイナスということだけに着目した場合、日本だけではなく他の先進国でも今年の後半からマイナスになっていくという見通しが少なからずあります。その点からも、それから過去の日本や他の国をみても、物価上昇率がマイナスになる時期は極めて稀というわけではなく、時々起きているわけです。日本の場合でいうと、実はバブルの時ですら消費者物価上昇率はマイナスでした。問題は、物価の下落が原因となって更なる景気の悪化や物価の下落をもたらすかということです。景気が悪くて物価も下落しているということであれば、それは単に景気が悪いということであるので、物価の下落に固有の問題があるかどうかが重要だと思います。先程のデフレ・スパイラルの問題はそういう意味で申し上げたということです。

それから長期金利の話ですが、私の話が舌足らずで申し訳ありませんでしたが、要は短期金利がここまでゼロに近づいてくると、金融政策という面からマクロ経済への働きかけとして何が重要な論点になってくるかという意味で申し上げました。C Pも社債もそうですが、企業の資金調達に係る金融市場が十分に機能しておらず、その結果、景気が更に下押しされるという事態が大なり小なり起きているときに、中央銀行としてどう対応すべきかという意味で申し上げたわけです。長期金利という場合、それが社債の金利か国債の金利かということですが、社債の金利が国債の金利対比スプレッドが大きく乗っているという状態は、今申し上げた企業金融の問題に包含されるものです。長期金利の中で、リスクフリーである国債の金利を政策的に下げていくこと——短期金利の誘導とは別にこれ自体を狙って下げていくこと——、この是非については、中央銀行によって色々な考え方があろうと思います。FOMCでは、この問題について検討していくということが議事要旨で公表されましたが、そういう問題について考えている中央銀行は現にあるわけです。日本銀行自身は今、国債金利自体を下げていくことをターゲットにして政策運営を行っていません。あくまでも、短期金利をほぼゼロにし、そのもとで市場参加者は先々の景気や物価の弱さを見越した結果、現実には長期国債金利が低い状態で今推移しているわけです。我々にとってより重要な課題は、企業金融という面で量についての安心感を出していくことだと思っています。

(問) 日本は潜在成長率が若干下がっているということでしたが、中間レ

ビューをみると、潜在成長率を相当下回る成長が2年間続き、2010年度の見通しも1.5%であるということは、物価に対する下押しの力も相当強いのではないかと思います。それにも関わらず2010年度の消費者物価の中心値の見通しがマイナス0.4%というのは、若干マイナス幅が小さい感じがします。その辺の考えをお聞かせ下さい。また、消費者物価のマイナス0.4%というのは、中長期的な物価の安定の理解の0~2%という範囲を下回っているわけですが、それに対する金融政策の必要性に関してはどのようにお考えでしょうか。

(答) まず、需給ギャップの拡大と物価上昇率の関係についてです。ご質問にあったように成長率はマイナスが続くため、当然需給ギャップが拡大します。需給ギャップと物価上昇率の関係についてはフィリップス曲線と呼ばれています。これを日本経済の過去の長いデータに即して点検すると、実は物価上昇率が非常に高い経済から非常に低い経済に移行するという時には、需給ギャップに応じて物価上昇率も変動するわけですが、先々の物価上昇率に対する期待が比較的変わらないという時には、需給ギャップが変化しても物価上昇率があまり変化していないというのが近年の関係です。そういう意味で、問題は先程から何回か議論になっている中長期的な予想インフレ率が変わるのかどうか、ある種のレジームが変わることがあるかどうかというのがポイントであると思います。過去十数年間のデータからすると、今回の予測について需給ギャップの関係からおかしな数字になっているというわけではありません。ただ、その妥当性を考えるうえでの一つの大きなポイントは、中期的な予想インフレ率がどうかという話であります。

それから、中長期的な物価安定の理解の数字と今回の物価の数字との関係についてです。日本銀行は物価安定の理解という形で出していますが、他の中央銀行も、それぞれ目標とか定義というかたちである種の数字を出しています。そうした数字と実際の予測の数字が上に乖離したり、下に乖離するということはこれまでも起きているわけです。問題は、中長期的な物価安定の理解でありますので、繰り返しになりますが、中長期的にみた予想インフレ率というものが変化するかどうかということが非常に重要であると思っています。ゾーンからはみ出たから、直ちに金融政策上の対応が必要であるということでは必ずしもありません。これは、日本銀行についてということではなく、他の中央銀行についても全く同じような考えで運営されていると私は理解してい

ます。

（問）金融商品の買入れについてですが、今回社債買入れの検討を指示したということに対して、改めて総裁のご認識を教えてください。また、金融商品の買入れについて反対された委員がいらっしゃったようですが、どのような議論が行われたのかについても教えてください。

（答）まず、反対された委員は、社債買入れ検討を公表することは社債市場及び企業金融の動向からみて、時期尚早であるという理由で反対されました。また、今回C P買入れの細目を決定し、社債については検討の指示を行うことにしたわけですが、議論の内容については、詳細は今度発表されます議事要旨をみて頂きたいと思います。

足許、企業金融はかなり窮屈になっており、特に昨年末にかけてそうした状況になったわけです。そうした中で、企業の資金繰りにどのようなことが起きたかといいますと、売上が大きく減り、社債市場で発行ができないということも加わり、結果として銀行貸出が——C Pという手段もありますが——大きく伸び、先月の銀行貸出の伸び率は現行の統計が開始されて以来最高の伸び率となったわけです。

C Pについては、12月にC P買入れを公表して以降、若干の改善がみられており、先程申し上げたテール・リスクとしての流動性不安について、日本銀行として策を講じたと理解しています。1～3月は社債の償還金額はかなり多いのですが、そういう状況で社債の市場がうまく機能せず、社債の発行がうまくいかないという場合には、企業は社債ではなくC Pや銀行借入に切り替えようとするわけです。今企業は、キャッシュを調達したい、流動性を調達したいという状況ですから、どの手段で調達するかは問題ではなく、最終的に流動性を調達できるかどうか重要です。その点に関し日本銀行は、年度末にかけて手を打ったということでもあります。

一方、社債市場の機能は明らかに低下してきており、先々のこの市場の状況や経済の状況のある程度見通した上で、社債市場についても検討したほうが良いと判断したわけです。これは時限措置ではありますが、必ずしも年度末対策だけではなく、もう少し長いものとして、検討したほうが良いとの判断であります。

(問) 先程、長めの金利低下や資金調達の安心感の確保が重要であるという認識を示されたわけですが、今後、経済の下振れリスクが一段と顕在化した場合の政策対応については、利下げという選択肢よりも、やはり企業金融円滑化策といった方向性を検討していくことになるのでしょうか。

(答) 金利には、オーバーナイトから短期、中期、長期というようにイールドカーブがあるわけです。景気の見通しが悪くなってくると、市場ではそれに応じて自律的に中長期の金利が下がっていくものですので、ある意味で自動的に金融緩和効果がビルトインされているというのが金融市場の仕組みだと思っています。

それから、経済が更に悪くなった場合、どのような対応が有り得るのかということですが、今の日本経済の景気の悪化というのは、日本経済単独で悪くなっているということではなく、世界経済全体が急速に悪化しているということですから、日本銀行も含め各国の政策当局が、経済の状況が更に厳しくなっていく時にどのような政策運営をしていくかということは共通の問題だと思っています。先週、バーゼルにおけるB I S（国際決済銀行）総裁会議に出ましたが、各国の置かれた状況は若干異なりますが、経済の状況は驚くほど似ているという感じでした。政策金利の水準も少し前までは随分差がありましたが、今は殆ど差が無くなっていますから、今のご質問は、実はどの中央銀行の総裁にも等しく向けられている質問であります。中央銀行としては、置かれた経済・金融の状況に即して何が一番適切であるかというのを常に考えていきたいということにつきます。

(問) 政府と日銀は昨年末から今年にかけて企業の資金繰り不安を取り除くために様々な政策を採ってきました。この政策の狙いどおりに、銀行から先、特に中堅・中小企業まできちんとお金が流れているか疑問に思うのですが、総裁はどのように考えていらっしゃるのでしょうか。

(答) 企業に対するアンケート調査をみますと、金融機関の貸出態度は厳しくなっているという答えが増えているのはご承知のとおりです。十分にお金が流れているかを考えるときに2つの要素があると思います。まず、これだけ景

気が急速に悪化している中で倒産も増えているわけですから、全体として信用リスクは明らかに高まっていると思います。そうした認識の下では、お金を貸す方は、金融機関であれ企業間信用における企業であれ、他の条件が同一であれば当然与信に対して抑制的になりやすいと思います。ただしこれは、金融機関や企業が一方的に、カウンターパーティー(取引相手)に対して慎重な態度をとっているという面があると思います。

次に、貸出計数の面からみると、実は11月および12月は、現行の統計が開始されて以来最高の伸び率を更新しています。その意味では、金融機関は貸出を減らしているわけではなくむしろ増やしています。この伸び率の寄与度を分解してみると、足許増えているのは大企業向け貸出です。大企業向けが増えているということは、別に大企業の中に資金が留まっているわけではなく、自動車メーカーも電機メーカーもそうですが、大企業の傘下にはたくさんの下請け企業がありますので、企業間信用というかたちで中堅・中小企業に資金が行き渡るということだと思います。ただ繰り返しになりますが、企業が全体として今どのように認識しているかということ、厳しくなっているということだと思います。

(問) 今回、CPとABCPの買入れについて合わせて3兆円という額を出されましたが、この内訳は大体どのようなイメージになるかお聞かせ下さい。

(答) 今回、CPとABCPを合わせて入札を行いますので、CP枠、ABCP枠というような枠を別々に設けているわけではありません。今回、残存期間別に下限レートを設定してオペを行います。ABCPとCPのどちらを持ってくるかはオペ先の金融機関の判断になります。

(問) 手許の資料で、CPの市場規模が大体13兆円、ABCPが4兆円となっていますが、例えばABCPの方が市場での利回りが高いということになりますと、銀行はCPよりもABCPを持ち込む可能性が高くなると思います。それによってABCPの市場の流動性がほとんどなくなるといったような弊害は考えられないのでしょうか。

(答) 実際に金融機関がどれくらい持ち込むかによりますが、利回りという面からみますと、ご質問のようなメカニズムが働く可能性もあると思います。ＡＢＣＰは大企業の発行するＣＰと異なり、中小企業の売掛債権を裏付資産とするものも多いため、中小企業の金融面において、ご指摘のような可能性があるのかもしれませんが。ただ、ＡＢＣＰの市場規模との関係で、ＡＢＣＰ買入れの影響が大きくなり過ぎるのではないかという点は微妙な点だと思います。すなわち、ＣＰの買入れ自体もそうですが——先程ＣＰが 13 兆円とおっしゃいましたが——、日本銀行の買入れが行き過ぎると、——ＣＰの場合、既に政策投資銀行が購入するとした分の 2 兆円もあるわけですから——、当局のアクションによって市場機能を逆に殺してしまうことになるため、非常に難しいバランスを求められていると思っています。

また、ＣＰの買入れの金額の大小をもって、中央銀行の積極性の度合いを測るような議論がないわけではないと思いますが、これは改めるべきだと思います。米国の場合は、ＣＰの市場が日本よりも非常に大きく、資本市場への依存度が非常に高いわけです。一方日本の場合は、資本市場への依存度は低く、企業の銀行借り入れ 4 に対して資本市場調達 は 1 という割合です。米国の場合はほぼその逆です。また、最近のスプレッドの状況をみても、10 月初の段階で、米国では極端にスプレッドが拡大していました。例えば、格付けが a-1 プラスのＣＰのスプレッドは、米国は 10 月の上旬で 3 % 台半ば、日本は 12 月の段階で 0 % 台半ばであります。そういう意味で金額の大小だけでは判断できないわけです。いずれにせよ、こうした異例な措置を行う時にご指摘のような点は常につきまとうわけであり、非常に難しい問題だと思っています。

(問) ＡＢＣＰの市場を殺してしまわないために、1 つの考え方としてはＡＢＣＰの買取り枠を設けるという案もなかったわけではないと思うのですが、そうした措置を講じなかった理由は何かありますでしょうか。

(答) 実際に細部の実務を含めて検討しているスタッフの方ではもっと色々な論点があると思いますが、私の直感でいうと、ある金額を決めるということは、中央銀行が市場の姿を決めてしまう結果になってしまうと思います。買入れを行うこと自体、市場機能に対して中央銀行が介入することになるため、できるだけ市場機能を活かしていくようにいくつかの仕組みを入れているわけ



です。そういう面からすると、C P、A B C Pの両者を合わせてオペを行い、後はオペの参加者が対象を決めていく方がいいと思います。ただし細かい論点があると思いますので、別途スタッフにも聞いて下さい。

(問) 為替について2点お聞きします。各国の経済が同じように悪化している中で、円は、ドル、ユーロ、ポンドの何れに対しても円高傾向が進んでいることをどのように認識しておられますか。また、現在はモノを作ってもなかなか売れませんが、このような傾向が長く続くことが日本経済にとって全体としてプラスかマイナスなのか、考えをお聞かせ下さい。

(答) 為替レートの動向については、私から背景をコメントするというのは、そのもたらす影響も含めて考えますと、あまり好ましくないので、コメントは控えたいと思います。

もっとも、為替レートの変動をどのように考えているのかという質問に対しては、円高の影響、為替レートの変動の影響については常に注意してみているというのが、まずは結論です。今更言うまでもありませんが、円高は確かに短期的には輸出企業に対して非常に大きな影響を与え、そのことは足許の景気悪化のひとつの要因になっていると思います。一方で、円高は、中長期的にみて別の影響をもたらすということも事実です。去年の夏頃までは、原油価格上昇に伴う交易条件の悪化による景気の落ち込みを皆で議論していましたが、円高は交易条件を何がしか改善させる効果を持っています。そのような効果は、少し長い目でみて実現します。また、日本の企業が色々なM&Aを行う、あるいは海外で直接投資などを行う際の採算にもプラスの影響をもたらすわけです。このため、短期の景気下振れ要因と中長期のプラス要因がどのような様相で出てくるかをみていくことになります。いずれにしても、経済は為替だけで決まるわけではなく、最後は全体としての景気の姿ですので、そこは注意深くみているということです。

(問) 米国の新政権が誕生して初めての決定会合となります。大変高い期待値の政権が誕生したわけですが、日本にどのような影響があり、どのような経済政策を期待されますか。次に、来月半ばにその米国新政権下で初めてのG 7が開かれますが、どのような議論を期待しているのでしょうか。為替について議

論されるとお考えでしょうか。

(答) 昨日、米国のオバマ大統領就任の演説をテレビで見ましたが、新政権が誕生してからわずかです。現時点では景気刺激策の案が示されています。これをみると、減税、公共投資、公的扶助、州政府への補助金などが盛り込まれており、2年間で8,250億ドルという大規模な財政政策が想定されているということです。この先、議会での審議を経て法案化のプロセスが順調に進めば、景気刺激策の効果は本年半ば頃から現れてくるとみられ、景気の押し上げに寄与すると考えられます。また、足許の金融市場の下で、金融機関を巡る情勢に変化が出てきているため、金融システム面でさらにどのような施策を講じていくのか、ということも非常に大事であり、私どもとしても期待しているところです。世界の経済、金融がこれだけ難しい状況にあるわけですから、世界最大の経済大国である米国の新大統領には、米国経済の立て直しと、それから世界の金融システムの改革に向けてリーダーシップを是非発揮してほしいと思っています。

また、G7はもう少し先のことです。もちろんこのような経済情勢ですから、世界経済の安定に向けての議論になると思いますが、それ以上具体的なことは時期尚早であり、為替についても同様であります。

以 上