

2009年1月30日  
日本銀行

## 西村副総裁記者会見要旨

—— 2009年1月29日（木）  
午後1時30分から約30分間  
於 宇都宮市

（問） 二点お伺いします。一点目は、本日午前中に開催された栃木県金融経済懇談会での意見交換を踏まえて、栃木県経済の現状をどのようにみえておられるのか、印象に残った出席者の発言と併せてお聞かせ下さい。二点目は、本日の懇談会の基調講演の中で、「金融機関の自己資本の動向が重要なポイント」と指摘されたことに関連してお伺いします。栃木県では、大きな預貸金シェアを持っていた地元の足利銀行が、経営破綻に陥って一時国有化され、その後経営再建が進められていますが、講演で指摘されたことは、足利銀行には当てはまらないということなのでしょうか。

（答） まず最初に、栃木県金融経済懇談会での話題と私の栃木県経済の現状認識についてお話ししたいと思います。本日は、福田栃木県知事、佐藤宇都宮市長、栃木県の金融経済を代表する方々から親しくお話を伺い、非常に率直な意見交換ができたと思っています。出席者の方々からは、「特に昨年11月以降、急速に景況感が悪化している」、というお話を多く頂きました。具体的には、受注の急激な落ち込み、それも昨年11月から月を経るごとに急速かつ大幅に落ち込んでいったことやそれに対応する減産、さらに本年に入って減産の規模が拡大し、雇用調整も始まっている、といったお話も伺いました。また、資金繰りのタイト化といったことについても、踏み込んだお話を伺いました。こうした流れは、全国も同様です。前回の支店長会議でも、各支店から同じような話があったわけですが、栃木県は、特に輸送用機械、電気機械等の製造業の集積が進んでいる「もの

づくり県」と言われているだけに、世界経済の急減速による輸出の大幅な減少が、大きな強いインパクトとして顕れてきていると思います。もっとも、こうした環境の急変に対して、県や市では資金繰り支援や就業支援等の様々な対策を矢継ぎ早に打ち出されており、官民一体となって危機対策に取り組んでおられることが非常によく理解できました。

次に、雇用問題についてですが、セーフティネット対策のみならず、中長期的な戦略と展望をもって、全国トップシェアを誇る医療機器や環境、光関連といった産業振興、さらに、人材の育成に本格的に取り組んでおられるということを伺い、大変印象深いものがありました。最近はや暗い話題が多いのですが、明るい話題もありました。例えば、県内のある工業団地では、食料品や医薬品といった分野で生産が横ばいないしは微減程度で済んでいるといった話や、受注が捌き切れず新工場の建設も考えている企業があったり、観光面でも、他県からの観光客が少しずつ増えていたりとか、新しい取り組みが色々進んでいるというお話も頂き、非常に心強く思った次第です。それから、北関東自動車道が栃木・茨城の両県でつながった効果も非常に重要です。現にその効果が出始めているますが、今後もさらに大きな効果を期待できると思います。栃木県は、「ものづくり」の県でもありますけれども、同時に「観光」の県でもありますので、こういった交通インフラの整備が観光および関連産業に良い影響を及ぼし、今後も効果が期待できる、と出席者の方々は異口同音に指摘しておられました。

二番目のご質問については、データをみるとわかるのですが、足利銀行が特に他の銀行と違った動きをしているというわけではなく、貸出も伸びていますし、全体としてみるならば、他行と比べて何ら遜色はないという印象を持っています。足利銀行も含め、それぞれの銀行の経営者が直面する経営環境を真摯に受止め、今後の発展に向けた戦略を考え、実行に移してきたからだろうと理解しております。

(問) 午前中の基調講演の中で、副総裁は「今後とも最も効果的と考えられる金融政策運営面での対応をとっていく」とおっしゃっていますが、

「最も効果的」というのは具体的にどのような考え方にもとづいた対応なのか、少し詳しくお聞かせ下さい。

(答) おそらくご質問の趣旨は、日本を含めて世界の中央銀行が従来とは異なる非伝統的な金融政策の領域に踏み込んできている中で、日本銀行はどういう考えで政策運営を行っているのか、ということだと思います。政策運営の考え方・表れ方は、それぞれの時期や状況によって変化しますので、色々なバリエーションがあり得ますが、様々な金融・資本市場の機能の度合い、あるいはストレスの度合い、負荷の度合いに応じて、おそらく二つに分けられると思います。

第一の分類は、金融・資本市場が何らかの理由で分断されていて、特定の市場が事実上機能せず、そういう状況で市場間の裁定取引が行われづらくなっているなど、市場機能に著しい不全がみられており、そのために企業金融全体が逼迫状態に陥っているような場合です。これには、現在の米国における住宅金融市場あるいは消費者金融市場の状況も当てはまると思います。第二の分類は、金融・資本市場は相応に機能しており、市場間の裁定も働いており、したがって著しい機能不全はみられていないけれども、いわゆるオーバーナイト金利をターゲットとする金利政策としては、ゼロ金利の制約が効いてくる場合です。

まず、第一の分類における非伝統的な金融政策についてですが、これは市場機能が低下した市場に中央銀行が直接働きかける、つまり、中央銀行が機能の低下した市場で、資産の買い手として市場に参加するということが考えられます。言い換えれば、中央銀行のバランスシートの資産サイドの構成、および量を意図的に変化させるという政策ということです。F E Dでは、これをいわゆる信用緩和（クレジットイー징）と呼んでいますが、F E Dの政策はこの範疇に入ると思います。ただ、資産サイドの政策でとるべき信用緩和の度合いあるいは方法は、市場の機能不全の程度によって異なってくると思います。分かり易い例としては、市場の機能不全が非常に広範囲にわたり、しかも全面的に逼迫感が強いという状況で

す。この場合、短期金融市場だけではなく、長期の金融・資本市場にも大きなストレスがかかっている状況ですので、中央銀行が主要な資産の買い手となるのが適切なケースがあるのだろうと思います。米国の状況を考えると、元々直接金融の役割が大きいほか、米国のC P発行市場において銀行発行のC Pが過半を占めるなど、直接金融に対する依存の度合いが非常に大きいわけです。こういう状況の下で、今のような著しい機能不全が広範囲にみられる場合には、F E Dが現在採用している政策は十分理由がつくことだと思います。

ただ、こうした場合に留意すべき点として、中央銀行がマクロの金融政策の範疇を超えて、個別企業に対するミクロの資源配分に関与することになることが挙げられます。つまり、財政政策の範疇に踏み込むことになるわけです。さらに、中央銀行が信用リスクをとって損失が生じる場合には、納税者への負担が生じることにもなります。したがって、このケースでは、中央銀行は、財政当局との間でリスクの負担、資源配分への関与の度合いなどについて、共通の理解を持つことが重要になります。実際、米国における政策対応は、これらを考慮したうえでの対応と考えられます。

これに対して、日本のように機能不全を起こした市場が比較的限定されており、しかも市場間の代替もある程度機能している状況では、適切な対応は異なります。ご存知のように、日本は、米国などと異なり、市場機能が低下しているC P・社債市場などの直接金融より、間接金融の市場規模が元々はるかに大きいわけです。しかも、市場機能が若干低下した直接金融についても、間接金融への代替がそれなりに機能しています。以上のことから、日本の市場機能不全の範囲や程度というのは、米国に比べれば今のところ限定的であると考えられます。こういう状況において、中央銀行が金融市場に広範囲に介入することは、市場機能を回復させるよりも、残っている市場機能を歪めてしまう可能性の方が大きいと考えられます。こうした観点からすると、中央銀行が購入する資産を短期のものに限り、購入方法も発行体から直接買い入れるのではなく、中央銀行の取引先である金融機関を通じた買い入れとすべきであるという考え方になるわ

けです。無論、購入資産が短期であったとしても、信用リスクに晒されるということについては同様ですので、中央銀行の損失が生じることによる納税者負担の可能性も考慮しなければなりませんし、それが通貨の信認の喪失につながる可能性がある点にも留意しておく必要があると思います。日本銀行における企業金融支援にかかる政策は、こうした考え方にもとづいています。

（問） 先般公表された昨年 12 月 18、19 日の金融政策決定会合の議事要旨によれば、会合の席上、一人の委員から「政策金利をもう一段引き下げるということも選択肢から排除すべきではない」という意見が出されていましたが、この意見に対して副総裁はどういうスタンスでおられるのか、現時点でオーバーナイト金利を引き下げることのメリット・デメリットをどのように考えておられるのか、教えていただけますか。

（答） 決定会合における委員の個別の意見について、私の立場からコメントすることは差し控えさせていただきますが、先ほど、一般論として、「金融政策の考え方には二つのケースがある」と申し上げ、ご質問の点はその第二のケースに対応すると思います。第二のケースとは、金融市場に比較的大きな分断が起きているわけではないけれども、全体としてみるならば、そもそもオーバーナイト金利をターゲットとする仕組みがいわばゼロ金利制約にかかってしまうような状況のこと、と説明しました。この説明を前提にお答えすると、各市場が相応に機能して裁定も働いているが、現在の金利ターゲットであるオーバーナイト金利は、これ以上下げたくても下げることができない状況に達した時は、「そもそもオーバーナイト金利をターゲットとする金利政策は何を目的とするものであったのか」、というところにまで遡って考える必要があると思います。「日本銀行のオペレーションを通じて金利形成に影響を与えていく」というのが目的であるわけです。これに照らせば、「企業が実際に資金調達をしている長めの金利のところに影響を与えていく」というやり方が、やはり望ましいの

ではないかと思います。そのように考えれば、長めの金利に影響を与えていくために、オペレーション面での工夫を考えることが、このようなケースでは有効であると考えられます。例えば、長めの資金供給オペレーションによって、結果として長めの金利に下方圧力がかかるということは、2006 年までの所謂量的緩和の時代の経験からみても明らかなです。もちろん、これは前提なしで常に成立するものではありませんが、状況によっては、これが有効になり得るということです。これは、例示ですけれども、一般的に申し上げれば、長めの金利に影響を与えるということは、「オペレーション面での工夫」ということで考えていくべきであると思います。ただし、量的緩和そのものは必ずしも当初考えていた結果をもたらしたとは言えないと思っております。すなわち、量的緩和は、金融システムの安定性という点では非常に重要な貢献があったわけですが、その他の点についての影響は比較的少なかった、というのが、その後の色々なデータからみる限り、一つの共通的な理解だと考えています。

（問） 最初の質問に戻りますが、栃木県経済をどうみているかという質問への回答の中で、輸送用機械などで世界経済の減速のインパクトが強く出ているというお話でしたが、具体的にどういったところでインパクトをお感じになられたのでしょうか。また、印象的だったのが「人材の育成」ということですが、どのような人材育成が特に印象に残られたのか、合わせてお聞かせ下さい。

（答） まず第一のご質問ですが、加工産業、特に自動車産業および関連産業における受注の落ち込み、そして受注の落ち込みが大幅減産に至るスピードの速さ、さらにそのスピードも月を経るごとに加速するというお話が強く印象に残りました。減産等については報道などでも耳にしましたが、皆様から直接伺うと、やはり大きなインパクトを感じました。

次に、第二のご質問ですが、栃木県は「ものづくり県」であるわけですが、「ものづくり」というのは、実はものをつくる「人」が大事な

わけです。本日の挨拶でも申し上げましたが、ものをつくる「人」こそが、品質を常に向上させる、技術を向上させるわけです。まさに「人」をつくることで、初めてものがつくられるわけであり、人材育成は極めて重要であると思います。また、人材育成の重要性については、本日の金融経済懇談会の出席者の方々からも、「栃木県に進出している企業の方から、『栃木県も“人づくり”をきちんとしていかない限り、今後の発展はなかなか期待できない』といった趣旨の意見を聞くことがある」、との発言がありました。そういうお話も含めて、非常に強く印象に残ったということです。私は日本銀行に来る前は大学教授でありましたので、人材育成というものは、大学、それから高校で本来やらなければならない、と常々思っております。私の理解が正しければ、栃木県は、工業高校、大学など、人材育成面で確固たる基盤を持っておられますので、今後そのポテンシャルを十二分に発揮されていくことを期待しています。

（問） 先ほどのゼロ金利制約についての副総裁のお答えについて、追加的に三点お伺いします。まず、量的緩和自体は、当初考えていた景気刺激という結果はもたらさなかった一方、期間が長めのオペを実施することによって、長めの金利に下方圧力をかけることができたという意味において有効であった、と言いたかったのかどうかということが、一点です。

二点目は、かつての量的緩和のような、当座預金残高をターゲットとしたやり方はアメリカはやらないと言っているほか、日銀も今のところは否定的であると認識していますが、オペレーション面の工夫により、より長めの金利——ターム物金利（3ヶ月なり6ヶ月ものの金利）——をダイレクトにターゲットにすることもあり得るのかどうか、という点です。

三点目として、かつての量的緩和の時は、足の長い資金を供給する一つ的手段として長期国債の買い入れを増額したわけですが、やはり同じように、長めの金利に働きかける工夫として、今後、長期国債の買い入れ額を今の1.4兆円からさらに増やしていくという考えがあるのかどうか、お伺いします。

(答) ご質問の三点は、同様の観点からお答えできると思いますので、一度にまとめてお答えします。まず、オペレーション面で工夫するということは、あくまでもオペレーションによって、長めの金利に対して直接影響を与えるということです。量的緩和の時代に長めの金利が下がったのは、時間軸効果のほか、やはり長めのところに資金を供給することによって、実質的に長めの金利を下げたこともあるわけです。また、中央銀行は、一番短いオーバーナイト金利においては、比較的規模の小さい、参加者が限られたオペレーションによってかなり正確にターゲットを守ることができるわけですが、それが長めの金利となると、期間が長くなることのプレミアムや、個々の企業や金融機関の信用プレミアムといった要素も入ってくるので、どのようなかたちでオペレーションを組んでいくのかということは、それほど簡単に結論が出る話ではありません。私は、現時点において、0.1%というターゲットについては、ゼロ金利制約により 0.1%になっているということではなく、0.1%が最適だから 0.1%になっていると考えております。そういうことから考えれば、長めの金利に働きかけるオペレーションのあり方に関しては、現在は、コンティンジェンシー（不測の事態）に備えて検討するというような段階にあると考えています。

長期国債に関してですが、現在のところ、オペレーションが短期のものに負荷のかかったかたちになっているため、それに対応するために長期国債の買い入れを増加させたというのが先般の措置です。今後、不測の事態に陥り、長めの金利に影響を与えることを考えなくてはならない場合には、全体のオペレーションの仕組みの中で、長期国債の買い入れ増額の問題も考えていくことになるかと思います。

(問) 物価のことで一点お伺いします。先日の中間レビューをみますと、2010 年度において、審議委員見通しの中央値がマイナス 0.4%、レンジでも、下がマイナス 0.6%、上がゼロ%となっており、プラスとみる審議委員は結局、1 人もいません。金融政策の効果が波及するには通常、1 年



から 1 年半ほどかかると認識していますが、2010 年度においても物価がゼロ%ということは、普通考えれば重要な問題かと思います。副総裁はこの点をどのように考えてらっしゃるのでしょうか。

(答) 本日の懇談会の挨拶でも述べましたように、いわゆるデフレスパイラル——この言葉自体、もう少しきちんと定義してから使う必要があると思いますが——という状況が将来起こるのかどうかについて考える時には、やはり、中長期的なインフレーションの期待をきちんと把握する必要があります。単に期待というと抽象的なことになりますが、例えば、人々が価格が下がるという期待の下に、今、買い控えをすとか、また、企業の価格引下げ競争がスパイラル的になり、スパイラルがスパイラルを呼んでしまうような競争になるのかどうか、ということが重要です。仮に 1 年前にここで会見し、同様のお話しをしたとすると、全く違う世界があったわけです。この 1 年間で変わったことは、食品や原油価格のボラティリティが非常に高まったということであり、今後数年間はボラティリティが高い状況を考えておかなければなりません。つい 1 年前までは上方に対する不確実性でしたが、今は下方に対する不確実性であり、しかもそれは非常に高いものとなっています。また、可能性は小さいかもしれませんが、地政学的なリスクから、原油価格が思わぬ方向に動くということもあり得ます。そうした様々な影響が、この 1 年の見通し期間のうちに顕現化するかもしれないということを考えると、当面の物価見通しは、中長期的な期待によるものというよりは、どちらかという、より短いところの期待に左右されるものであらうと考えられます。

したがって、より重要な点は、中長期的な期待、つまり構造的に人々が自分達の行動を変えるような期待を持つかどうかということにあります。今のところ、足もとの幾つかの期待に関するデータをみている限りにおいては、そのような変化は出ていません。比較の問題ではありますが、ここしばらくは、シリアスな問題にならないのかもしれませんが、しかし、かなり長期にわたって物価が下落するというマイナスの状況が続い

た場合、人々の期待に大きな影響を及ぼしてくるかもしれません。しかも、不連続に期待が変化する可能性も有り得るので、十分な注意を払っていかねばなりません。これは、展望レポートのリスク要因のところで、極めて明快に表現されているところでもあります。

以 上