

**機密**

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年10月31日（8:30～13:53）

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 竹下亘 財務副大臣  
内閣府 宮澤洋一 内閣府副大臣

（執行部からの報告者）

理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	山本謙三
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫（8:30～8:53）
企画局参事役	関根敏隆
企画局企画役	加藤毅
金融市场局長	中曾宏
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治（9:16～13:53）
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	坂本哲也（8:30～8:53）
企画局企画役	中村康治
企画局企画役	服部良太

## I. 開会

(8時30分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、展望レポートのほか、当座預金制度の運用見直しについても議論したいと思う。今月8日、日本銀行は当座預金の運用を含め、金融調節面でさらに改善を図る方策について、速やかに検討するとの方針を発表した。執行部による検討の結果、当座預金制度の運用見直しに関する成案が得られたので、その報告を受けるとともに議論したいと思う。本日は、通常の会合よりも議事が多いほか、15時に展望レポートの公表を予定しているので、効率的な議事運営にご協力をお願いする。

本日の議事進行である。第一に、日本銀行当座預金制度の運用の見直しについての執行部の説明。第二に、上記執行部案に関する討議、ご意見があれば政府出席者からのご発言。第三に、金融経済情勢についての執行部報告。第四に、金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議。第五に、政府出席者からのご発言。第六に、金融市場調節方針、当座預金制度の運用の見直し、当座預金への適用金利の決定に関する採決。第七に、展望レポート、基本的見解の取り纏め、採決。第八に、9月29日と10月6日、7日開催の金融政策決定会合の議事要旨の承認である。

政府出席者の紹介である。財務省からは、竹下亘副大臣、内閣府からは宮澤洋一副大臣である。会合でのご発言は、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する。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中斷の際や閉会後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をしたいと思うので、宜しくお願いする。

## II. 日本銀行当座預金制度の運用の見直しについての執行部説明（資料-6）

白川議長

それでは最初に、日本銀行当座預金制度の運用見直しについての執行部説明をお願いする。

鮎瀬企画局参事役

資料は事前にお配りしている資料-6である。題名が「日本銀行当座預金制度の運用の見直しについて」という資料である。宜しいか。それでは、説明させて頂く。本件であるが、今後も必要に応じて積極的な資金供給を行う中で、無担保コールレート（オーバーナイト物）——この資料では「無担保O/Nコールレート」と記している——が本行の誘導目標から下方に乖離することを抑制して、金融調節を円滑に運営する観点から、臨時の措置として、日本銀行の当座預金及び準備預り金への付利を導入したいという案件である。本件は、10月8日の公表文における公表内容を踏まえたものである。

背景について若干付言させて頂く。最近の短期金融市場においては、本行が積極的な資金供給を行う中で、無担保オーバーナイトコールレートに強い低下圧力が掛かる局面がみられている。これまでのところ、こうした局面においても、機動的な資金吸収オペの実施によって、コールレートの誘導には支障は生じていない。ただ、現在の国際金融資本市場における緊張の高まりが続くとみられる中で、今後も積極的な資金供給を行っていくという中では、資金吸収オペによる対応にとどまらず、コールレートの誘導目標からの下方乖離を抑制する手段をさらに整備しておくことが適当と考えられるところである。

そこで、こうした観点から、日本銀行当座預金制度の運用を見直して、当座預金等に付利を行う制度を臨時の措置として導入したいということである。具体的には、積極的な資金供給を行うことを念頭において、コールレートの過度の低下を抑制する手段を早期に整備する方策として、準備

預金制度に基づく所要準備を超える当座預金及び準備預り金——いわゆる超過準備である——に付利を行うこととしたいと考えている。2頁目について、超過準備については、こうした付利によって、それより低い金利での市場運用を行うインセンティブが失われると考えられるところである。この結果、超過準備への付利には無担保オーバーナイトコールレートの変動の下限を画する効果が期待されるところである。ちょうど補完貸付の利率がコールレートの変動の上限を画するのと対になる機能を果たすことが期待される。なお、所要準備については、法律で保有が義務付けられており、積み不足にはペナルティが課せられるということであって、元々誘導目標を下回る金利での運用インセンティブは生じない筋合いにある。こうしたコールレートの変動の下限を画する効果を持つ制度という意味では、別途の手段として、預り金ファシリティという制度がある。これは通常の当座勘定とは別の勘定を設けて、対象先の判断で余剰資金を預入することを認め、これに政策金利よりも低い金利を付すというものであって、海外ではB.O.EあるいはE.C.Bなどこれを設けている中銀も多い制度である。こうしたことの導入することも考えられるところではあるが、この導入には相当の期間を要すると考えられるので、最近の状況に鑑みた当面の対応策という意味では、この手段は取り得ないと考えている。なお、本行が当座預金等に付利を行うことについて、法律との関係では特に制約はないと考えている。

また、日銀当座預金への付利に関するやや長い目でみた制度のあり方という意味では、先程申し上げた預り金ファシリティの実現の可否、あるいは準備預金制度のあり方との関係など検討課題となり得る点があるので、こうした点も踏まえると今回の当座預金への付利の制度は臨時の措置と位置付けて、引き続き今後の取扱いについては検討していくことが適当と考えているところである。

以上を前提として、3.として今回導入したい当座預金への付利制度の骨子である。まず対象先については、準備預金制度の適用先及び準備預金制度の適用先でない先のうち預貯金取扱金融機関、証券会社、証券金融会社、

短資会社とすることが適當と考えている。これは、コールレートの過度の低下を抑制するという目的に照らして、非準預先については、コール市場において資金過不足の調整を行うと考えられる先に限定する趣旨である。

付利対象となる預金額は、先程申し上げたとおり、準預先については、準備預金のうち所要準備を超える超過準備部分である。非準預先については、当座預金の金額全体を付利の対象とする。これは、非準預先については、法律で保有を義務付けられている所要準備が存在しないので、全体に対して付利するという考え方である。

適用利率については、本行が金融市場調節方針においてコールレートの誘導目標として定める水準から本行が別途定めるスプレッドを差し引いた利率とすることを考えている。この本行が定めるスプレッドについては、金融政策決定会合においてお決め頂くことを考えている。また、ややテクニカルな部分であるが、積み期間中にこの利率が変更された場合の取扱いである。これについては、コールレートの目標水準への誘導に支障をきたす事態を回避するうえで、変更の前後の利率のうち最も低い利率を適用するのが適当と考えている。

利息の計算、支払いについては、積み期間中の合計額を対象に積み期中のものを纏めて行うということであって、利息の支払いは事後的に翌々月20日までに行うことを考えている。

また、本制度は臨時の措置であるが、その具体的な実施期間については、今後、年末及び年度末に掛けて資金供給を一層積極化させるといった場面も想定して、本年11月積み期——11月16日から12月15日の準備預金積み期である——から開始し来年3月積み期——3月16日から4月15日の積み期である——への付利をもって終了することではいかがかと考えている。最後に、この当座預金への付利については、日本銀行業務方法書の一部変更が必要となる。

今回お諮りする内容の概要は以上である。これについての付議文は本日追加的に資料-6（追加資料）でお配りさせて頂いている。「(政策委員会付議文)『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』の制定等

に関する件」という資料である。制度の名称については、後程付言させて頂く。1頁が本件の付議文である。「『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』の制定等に関する件。案件。最近における金融資本市場の状況に鑑み、金融調節の一層の円滑化を通じて金融市場の安定確保を図るため、下記の諸措置を講ずること。記。1. 資金供給円滑化のための手段として、当座勘定——これは同時担保受払時決済口と同時決済口を除く——における預り金および準備預り金に対して臨時に付利を行うこととし、これに伴い以下の諸措置を講ずること。(1)『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』を別紙1.のとおり制定すること。(2)『日本銀行業務方法書』を別紙2.のとおり一部変更すること。2.1.の実施にあたり必要となる事項については、『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』4.(1)に定める数値の決定を除き、総裁が定め得る扱いとすること。」この数値についても、後程もう一度付言させて頂く。

2頁にいって、これが基本要領の案である。そこで制度の名称については、先程ご説明したように、この制度は補完貸付制度と対をなす機能を果たすということであって、金融調節のための各種オペを補完する機能を果たすもので、かつ当座預金制度の運用に係る制度ということで、この「補完当座預金制度基本要領」という名称にさせて頂いている。次に、趣旨である。この基本要領は、金融調節の一層の円滑化を通じて金融市場の安定確保を図るため、資金供給円滑化のための手段として、当座勘定における預り金及び準備預り金に対して臨時に付利に関する基本的事項を定めるものとする、ということである。対象先については、以下のいずれかの条件を満たすもののうち、対象先とすることが適当でないと認められる特段の事情がない先ということで、先程ご説明させて頂いた対象先を掲げている。対象預金は先程申し上げている当座預金及び準備預り金である。4.の適用利率については、もう一度読み上げさせて頂くと、「本行が金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準から本行が別に定める数値を差し引いた利率とする。」ということで、この本行が別に定める数値を金融政策決定会合でお

決め頂くということである。(2)は積み期中に変更が生じた場合の取扱いである。5. 利息の計算方法は、積み期ごとに超過準備に対して行うことが記してある。支払方法も先程申し上げたとおりである。最後の 7.において付利の開始及び終了ということで時限を切る規定をおいている。11月積み期から 3月積み期という格好である。附則において、「この基本要領は、本日から実施し、7.に定める付利に係る事務が終了した時点をもって廃止する。」ということである。付利は先程申し上げたように 11月積み期からであるが、取引先との色々な準備等があるので、この基本要領自体は本日から発効させて頂いて、準備に入らせて頂くといった趣旨である。

最後の頁が日本銀行業務方法書の一部変更案であって、当座勘定による預り金、準備預り金について、それぞれこれまでの本則は「預り金には利息を付さない。」と書いてあるが、そこに時限的な但し書きを付して、「当銀行が特に必要と認める場合には、別に定めるところにより利息を付すことができる。」という改正を時限的に行いたいというものである。私の説明は以上である。

### III. 執行部提案に関する討議

白川議長

それでは、ただ今説明があった執行部提案について自由討議としたいと思う。順番は特に指名しないので、ご自由にご発言頂きたい。なお、本件については、後程、金融市場調節方針の決定後に採決を行いたいと思う。また、補完当座預金制度を導入するとした場合は、当座預金への適用金利を決定する必要があるが、当座預金への適用金利の水準については、後程金融市場調節方針と併せて意見を集約のうえ、採決を行いたいと思う。それではどうぞ。

中村委員

年末を控えて付利制度を導入した場合、現在行っている吸収オペは、かなりの部分、必要なくなるのか。それと別次元の話なのか。

### 鮎瀬企画局参事役

先程も、本制度についてオペレーションを補完する制度と申し上げた。今後も資金供給オペ、吸収オペ双方を使いながら、誘導目標水準への誘導を行っていくことになろうかと思う。資金吸収オペ——例えば手形売出オペがある——との違いでいくと、この制度の方が対象先が最終的に広いことと、それから市場の取引時間の全体をカバーしていくことで、手形売出オペと若干違いはある。そういう意味で、最後のバックストップというか、吸収オペで誘導することを前提として、それでも過度の低下圧力が掛かる場合に効果を発揮することになっていくものと考えている。

### 水野委員

当たり前のことであるが、市場機能を殺さないところにレートを設定することが重要だと思うし、これまでどおり肌理細かいオペをやらないといけないと思う。それから、マーケットの目線が金利が上がる方向にあるか、あるいは下がる方向にあるかによって、当然オペのやり方が変わってくると思うので、あくまでも今までどおりの肌理細かいオペとの併用を前提にやって頂きたいと思う。

### 須田委員

技術的なことである。補完貸付と対になる位置付けとおっしゃったが、そうすると対象先などは全く同じような形になっているという理解で良いか。

### 鮎瀬企画局参事役

今回の対象先の決め方については、補完貸付の対象となり得る先と同じ範囲に区切っている。

### 須田委員

この制度は世の中からみると、量的緩和のための手段という言い方をされることが多い。そうではなく、市場金利の下限を設けることによって、より誘導目標金利が守れるようになるのだ、従って、金利水準を守るものであるという説明を上手く行つていかないと誤解を呼ぶ。説明はしっかりと頂きたいと思う。

### 白川議長

この提案は、今まで検討の指示で、まだ内容自体について説明する機会がなかったし、どうしても技術的な案件であるので、確かに理解が浸透していないのが現状であると思う。今日、これが採用されると、3時半からの記者会見で、私からもそのことはしっかりと説明したいと思う。ただ、一回だけで説明が完了するとは思えない。ボードメンバーの情報発信も含めて、そこは十分気をつけないと、趣旨が上手く伝わらないと私も思っている。全く同感である。

### 山口副総裁

この制度の対象先は、準預先と非準預先のうち預貯金取扱金融機関等にするということだが、これらの先はコール市場の取引のどの位のシェアをカバーしているのか、教えて頂きたい。それと、適用利率について、積み期中に変更があった場合には、それらの利率のうち最も低い利率を適用すると書いてあるが、他の考え方はあったのかどうか、教えて頂きたい。

### 鮎瀬企画局参事役

まず、後者からご説明させて頂く。変更があった際にについて、大きく二つ考え方があると思っている。一つは先程申し上げたように最低のところを探るというもの、それからもう一つはその期間の平均的な金利——例えば誘導目標に変更があると、その平均からスプレッドを引くとか、あるいは預金に対する付利金利自体の平均を取るとかしたもの——を探る方式

の二つあろうかと思う。平均方式を探ると、仮に途中で利率の変更があつても——例えば途中で引き下げがあったとする——、その積み期全体に適用される預金に対する付利金利という意味では、その前の段階の高い時期の利率も若干効いてくる。そうすると、誘導目標が引き下げられたにもかかわらず、スプレッドの置き方によっては下限を画すると考えていた預金金利が上に行ってしまうといった事象が生じるということである。こうした事象が生じると、誘導に支障をきたすということで、この最低値を探る方が優れているであろうと考えた次第である。因みに、F e d も準備預金に対する付利を行っているが、F e d の場合にもこの最低値方式を超過準備に対しては採っているところである。

#### 雨宮企画局長

今の山口副総裁のご質問は、参加者がコール市場全体をどの位カバーしているかということであるな。今、手許に正確な数字はないが、この範囲で言うと恐らくほとんど全て、実質的には全ての取引参加者をカバーしていると考えて良いと思う。このスタンディング・ファシリティ、預金ファシリティは各国中銀で大体採用されており、F e d も最近採用した。ところが、F e d の場合にはこれを採用したにもかかわらず、この下限を画する機能が必ずしも上手く働いていないように見える。それはなぜかと言うと、アメリカの場合、フェデラルファンド市場参加者の中に、この制度の対象となっていない大きな出し手がある。これがG S Eである。ご質問の趣旨は、恐らくこういう制度対象外の大きな出し手がいるとバックストップとして効かない可能性があるかもしれないではないか、ということだと思う。その意味では、これはほとんどの市場参加者をカバーしている。従つて、そういう心配は恐らく少ないと考えている。

#### 野田委員

本件については、10月8日の共同声明の中で私共がコミットした話を整齊と実行に移すという意味で、勿論、賛成である。ただ、補完当座預金

制度という名前を冠した以上、また、補完貸付制度と対になっているというご説明からしても、臨時措置の終了により対にならなくなるというのは不自然である。ご説明の中で臨時措置と位置付ける理由は十分理解しているが、恐らく恒久的な制度対応がいずれ必要になってくると思うので、その辺に向けて環境整備も含めて今後努力していく必要があるかと思う。以上である。

白川議長

その他にご質問あるいはご意見はないか。それでは、政府の方から本件についてご意見があればお話を頂きたい。

#### IV. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

特にないようであれば、この件については後程採決を行うとして、次に金融経済情勢についての執行部報告に移りたいと思う。

##### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料一1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向について、金融市場局からお願ひする。

中曾金融市場局長

お手許の資料一1、2（追加）に沿ってご説明する。まず、図表1-1である。無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移である。ちょうど次世代RTGSのカットオーバー直前の10月10日から積み最終日の15日に掛けて幾分上下に振れたが、10月の積み期に入ってからは、誘導目標近傍で安定して推移している。ただ、29日以降は利下げ観測が台頭し、かなり強い低下圧力がコールレートに掛かっている。補完貸付の推移をご覧頂くと、このところ毎日相応の利用実績がある。これは、コール市場で

ネームが嫌われた一部の外資系を中心とした利用が続いているためである。次に図表 1-2、こちらで当座預金残高の状況をご覧頂く。10月の積み期は、申し上げたように、9月積み期に比べると準預の積みの進捗は大分平準化している。ただ、コール市場は神経質な地合いになっていて、従来よりも厚めに当座預金を保有しようとする動きが出ている。例えば、地銀、地銀Ⅱは業績の下方修正あるいは株価の急落を受けて、当座預金残高を所要準備額に比べて厚めに持つようになっている。これらの業態では、このところ手許現金の保有も引き上げているようである。このほか、外銀そして非準預先の系統機関でも、レピュテーション・リスクに備えて、このところ当座預金を厚めに保有しているようである。このように、コール市場の地合いは神経質であるので、メガバンクの短期金融市場での行動も少し慎重になっているようである。例えば、メガは従来レポ市場に先日付で資金を放出して、無担保コール市場で資金を調達してこれをカバーすることが多かつたが、このところ、そうした裁定を控えているようである。このようなメガのレポ市場への資金放出の慎重化が図表 1-3 の 08/4 月積み期以降の短期金利のグラフでレポ・レート（グレー線でお示ししている）の高止まりの背景になっていた、と思っている。レポ・レートは高止まりしていたが、足許、極く直近では利下げ観測の台頭からかなり大きく低下している。

図表 1-4 でコール市場残高の推移をご覧頂くと、市場規模はこのところ縮小傾向にある。これは外銀、外証の調達減が主因である。彼らは調達環境が悪化しているので、円資産を圧縮するなどして市場への依存度を減らしている。このため、コール市場で一頃顕著になっていた外銀、邦銀間の調達レートの二極化は表面的には消えている。ただ、外資系に対するカウンターパーティ・リスクが強く意識される状況は、解消されていない。

続いて、図表 1-6 に行く。この表に即して、去る 14 日に決定された市場安定化確保のための調節上の措置の実施状況についてみていくたいと思う。まず、年末越え資金の供給である。10月 15 日に開始している。具体的には、共通担保（全店）そして（本店）オペの欄で、タームが 2か月

とか3か月などと表示されているのが年末越えの長いオペである。足許までに既に5本、累計5.5兆円供給している。それから、C P等買現先は、16日に3,000億円をオファーした。そして、昨日金額を4,000億円に引き上げて再度オファーしている。当面は、定期的に実施していくつもりである。なお、特則により適格となったA B C Pの受入れは、28日から開始している。国債買現先オペについては、16日以降は変国、物国そして30年債を対象に加えて実施している。先程申し上げたように、レポ市場の機能がやや落ちていることを踏まえて、ほぼ連日でオファーしている。金額も28日、29日の両日は、1回当たりの金額をそれまでの1兆円から1.6兆円に思い切って引き上げたところである。こういったことも、レポ・レートの安定化に繋がっているのではないかと思っている。この結果、このままのペースでいくと、10月末つまり本日には、国債買現先オペの残高が約11兆円、前年に比べると約7倍の規模に達する見込みである。変国などの新たに対象となった債券の持ち込みは、外証などを中心にして全体の約1割弱である。(米ドル資金供給オペ)の欄にドルオペをお示ししている。ドルについては、主要国の中銀と協調した固定金利オペによる供給を21日から開始している。最初の1か月物の固定金利オペでは、総額501億ドルが落札されていて、既に実施した分も合わせると、残高が702億ドルになっている。ドルオペの落札は、主として日系金融機関になっている。外資系は担保制約があるので、これまでのところ落札の総額に占める割合が累計で15%程度にとどまっている。

以下、金融為替市場の動向についてみていく。図表2-1になる。現下の金融市場の特徴は、市場流動性が低下している中で、利下げ観測がやや唐突とも言えるような感じで台頭してきていて、それが各種市場で織り込まれる途上にあるということかと思う。例えば、この表に即して申し上げると、(2)の表で短国レートをご覧頂くと、従来3か月から1年物は、大体0.6%台前半であったが、29日以降は0.4%台へと急低下している。図表2-4に飛んで頂いて、今度は金利観、利下げ観測の状況についてご覧頂く。O I Sレートをご覧頂くと、図表2-4、(1)のグラフで黒棒がお

示しするように、直近では急速に織り込みが進んでいて、本日の決定会合で政策金利が 0.25%引き下げられる確率という点からみると、約 7 割という姿になっている。因みに、コール市場でも昨日辺りからメガバンクのコール市場のビッドが 0.25%辺りに下りてきていて、レートの低下圧力が強くなっている。しかし、市場参加者は必ずしも利下げがあるとも確信し切れていないようであって、ビッドレートの水準もややばらつきがある。つまり、0.25%のうえでばらばらとあるという感じで、必ずしも 0.25%に収斂している訳でもなかった。いずれにしても、全体としてはかなり低下圧力が強まったので、昨日は朝から先程話題に出ていた売手を 3 回断続的にタイミングをみながら打って、合計で即日の売手で 2.2 兆円を吸収して、過度なレートの低下圧力を牽制している。昨日辺りはオーバーナイト・コールの荷重平均レートは 0.478%で、まあまあ近いところで着地させていると思う。恐らく、今日も朝から同じような展開になるのではないかと思っている。

図表 2-2 で、ドルの指標をみておきたいと思う。図表 2-2、(1) のTEDスプレッド、そして (2) のLIBOR-OISスプレッド、そして図表 2-3、(1) 2008 年の年末のプレミアム、いずれもこのところドルについてはスプレッドが縮小してきているので、ドル市場では主要国中銀による固定金利によるドル供給オペの効果がある程度は現われてきているのではないかと評価している。ただ、スプレッド水準は縮まってきたとは言っても水準的にはかなり高いし、足許はやや下げ止まった感じもあるので、なお緊張が解消されたとまではとても言い切れる状況ではないと思っている。

図表 2-6 で、長期金利をご覧頂く。日本の長期金利は、(1) あるいは (2) のグラフをご覧頂いてお分かりになるように、欧米と比べると小幅な変動にとどまっているが、やはり 29 日からは利下げ観測が台頭しており、(1) のグラフでいうと 2 年債とか 5 年債、つまり利下げ観測の影響を受けやすい中短期ゾーンを中心に低下している。ただ、市場の流動性は極めて低い状態が続いているので、図表 2-7 でインプライド・ボラティリティは一頃より下がったとは言え、依然高めの水準にある。また、図表 2-8

の長国先物の値幅・出来高比率の推移のグラフで、流動性を示す一つの指標である先物の値幅・出来高比率の推移をみると、足許でも極めて高い、つまり流動性は低い状態が続いている。各種の金利市場の歪みも相変わらず大きくなっている。図表 2-9、(1) で 15 年変動利付国債の市場価格と理論価格の乖離が依然大きいし、(2) で B E I の推移をみても大きくマイナスに突っ込んだままである。この物國と變國の歪みは、足許、若干是正されたようにみえるが、これは財務省による買入消却の増加であるとか、あるいは年内の発行取止めといった効果が限界的に現われているのではないかとみている。それから、(3) でみたスワップ・スプレッドも、長期あるいは超長期ゾーンが深くマイナスに沈み込んだままになっている。この沈み込んだ幅は、少し前に下へ突っ込んでいるところ——これは 3 月のベア・スターンズ破綻後の市場の状況である——よりも遙かにマイナスの幅が大きい異常な状態が続いている。

図表 2-10、クレジット市場である。まず社債の流通利回りの対国債スプレッドの推移をご覧頂くと、この B B B 格は拡大を続けているが、一つの変化はこれまで比較的安定的に推移していた A 格（薄いグレー線）のスプレッドまで、足許は拡大に転じてきているのが特徴である。全体に流通市場の環境は次第に悪化していく、それが発行市場に伝播しつつあるフェーズかと思っている。図表 2-11 で C D S のプレミアムの推移をご覧頂くと、足許では日本市場のプレミアム（黒太線）が欧米市場以上に急拡大している。これは、日本の市場でウエイトが相応に高い消費者金融銘柄のプレミアムがここへきて急激に上昇していることが背景とみている。

株式市場に行く。図表 2-12 である。欧米株は景気と金融指数の負の相乗効果が働く中で非常に不安定になっているが、日本の株もそうした中で (1) のグラフでお示しするように急落した後、足許は反発している。急落した背景は、第一は世界景気の減速懸念と円高進行に伴う輸出企業の業績の下振れという点、そして第二はヘッジファンドなどの換金売りが盛んに言われている。このため、日経平均は週初の 27 日には終値ベースで

7,162 円と、バブル崩壊後の安値を更新して 26 年振りの低い数字になった。ただ、足許は若干反発している。これは日本の株価は引き続き為替相場に敏感であって、足許、反発、回復してきているのは、利下げ観測の台頭による円安の進行に後押しされた面が強いとみている。主体別売買動向を図表 2-13 でご覧頂くと、外国人は売り越し基調を継続している。ヘッジファンドの換金売りがみられるが、彼らはタイミングも見計らっている。つまり、例えば円高に振れた時など少しでも益が大きくなるタイミングを見計らって売却しているようにみられる。それから、国内勢では、個人は買い越しになっている。特に株が下げ始めた 10 月半ば以降、買い越し幅が拡大している。これをどうみるかだが、既存の個人投資家については、信用取引の評価損がかなり嵩んでいるはずなのであまり動けない。一方で、10 月中旬以降ネット証券の口座開設が著増していて、こういったことからみて株価の急落が新たな個人投資家層を呼び込んでいる可能性もあるかとみている。もう一つ、金融機関のうち信託の買い越し幅が増えているが、これは恐らく中身をみると一つは年金によるリバランスの買い、そしてもう一つが企業の自社株買いといったものがこの中に含まれていると思っている。東証 R E I T 指数は、下落が止まらない。初めて R E I T の破綻があったことは、市場のセンチメントにかなり大きな打撃を与えてしまった形になっていると思う。それから、ボラティリティは、株式市場を巡る不確実性が非常に高いので、随分高い状況が続いている。

図表 2-14、為替相場に行く。まず (2) の名目実効為替レートの推移をご覧頂く。ドルが強く、つまりリスク資産からのリパトリエーションでドルが買われて上昇しているが、黒太線の円はドルよりも強く推移している。円は相対的に経済あるいは金融システムの損傷が小さいとして、いわば消去法的に買われているという面もあるようであって、24 日にはザラ場で 90 円台まで上昇している。ただ、今週の半ば位から米国株価の持ち直し、それから繰り返しになるが、日本での利下げ観測の浮上を契機にリスク回避の姿勢は幾分弱まって円安に振れていて、今朝方対ドルで 98 円台、そして対ユーロでは 126 円から 127 円辺りで動いている。

ただ、いずれにしても為替相場の変動は非常に激しい動きになっている。図表2-16へ行く。ボラティリティをご覧頂きたい。本来、為替市場は流動性が非常に高いはずだが、(1)のグラフでお示しするようにインプライド・ボラティリティは一段と上昇していて、特にドル／円については遡及可能な1995年以降最も高い水準になっている。(2)でリスク・リバーサルもドル／円については、ドルのプットオーバー幅が去年の夏以降最も深くなっていて、円高ドル安方向の警戒感が強まっていることが示されていると思う。円高の流れの背景を資金フローという点からみると、図表2-17、(1-1)のグラフ、IMMポジションである。ここからみる限り、円のロング・ポジションが積み上がっている形跡はあまりみられない。ところが、(2)のグラフで公募追加型株式投信の資金純流入状況の推移をご覧頂くと、一番右端が10月28日までの途中ラップだが、流出超幅がやや拡大してきている。アネクドータル的な情報などからすると、かつて個人投資家が盛んに買っていたグローバル・ソブリンなどが解約されて円に戻されていると類推される。図表2-19、マージン・トレードである。先にみたようにボラティリティが非常に高くなっている。そしてもう一つには高金利通貨諸国の利下げがこのところ行われているので、金利差も縮小している。このため、このグラフでお示ししている高金利通貨に対する円のショート・ポジションは、大方が巻き戻されて縮小してきている。特に、(4)のユーロでは、ショート・ポジションがほとんどなくなっている。円のショート・ポジションの縮小過程が、恐らく全体の流動性が薄い中で円高を加速した面もあったと思う。以上みてきたように、金融市場は各市場とも流動性が大きく低下している。極く極く足許は、リスク・リダクションに歯止めが掛かっているように取り敢えずみえるが、市場は依然脆弱性を内包していて、不安定な状況にあるとみている。私からは以上である。

白川議長

ご意見、ご質問をどうぞ。では、皆様の質問が出る前に私から。日本の

各市場は、どの市場も全体に流動性が下がっているが、その中でも流動性の低下が特に目立つ市場と相対的にはそうでもない市場があると思う。自分自身は、国債市場あるいは金利関連市場の流動性低下が非常に気になる。各市場を比較すると、国債市場、金利関連市場で流動性低下が最も大きく出ているという判断で良いか。また、そうだとすれば、なぜこの市場で流動性が一番低下しているのか。

### 中曾金融市場局長

国債市場ではないかと思っている。まず、申し上げなくてはならないのは、国債市場の流動性が落ちているのは、日本だけではなく、各国もある程度落ちてきていると聞いている。例えば、TIPSのBEIは米国でもマイナスになったと聞いているし、欧州では各国間のスプレッドが広がってしまっていると聞いているので、まず共通した動きではある。その中で、日本の国債市場の流動性が相対的に低下している度合いが大きい。日本の各市場の中でも恐らく国債市場は他の市場に比べて流動性の低下が大きい。それはなぜかというと、私はリーマン破綻の影響が日本では相対的に大きく後遺症として残ってしまっているのだと思う。フェイルの連鎖、そして、これを契機としてカウンターパーティ・リスクが改めて強く意識されるような状況が残っていることが、日本での国債市場の流動性の相対的な低さの一番大きな要因ではないかと思う。

### 水野委員

同じことだが、物国などは最近レポでも取らない先が出てきており、国債とはとても思えないような扱いをされている。証券会社やヘッジファンドがまた倒れると、それを売却して悪い連鎖が起きてしまうこともある。変国は体系の見直しで少し落ち着いてくる兆はあるが、物国は大きいファンドが解約している。

須田委員

今のお話だと、結局どうしたら流動性が戻るのか。まず、フェイルは落ち着いたとみて良いか。

中曾金融市場局長

然り。

須田委員

カウンターパーティ・リスクが原因であるとすると、なかなか戻らないのではないか。

中曾金融市場局長

おっしゃるとおりである。フェイルは、一応一巡している。我々のSLFの発動頻度も落ちてきているので、フェイル自体は減っている。しかし、フェイルしてしまうかもしれない、それが嫌だ、しかもカウンターパーティ・リスクを意識していることが背景にあるので、根っここの部分は、他の市場と同じように、カウンターパーティ・リスクへの警戒感が残存していることだと思う。それから、変国、物国は、色々なところで嫌われている感じが出ている。一つは、金額はそれ程大きくないものの、特に外資系から国債買現先オペに持ち込まれてきているし、もう一つ変化があると思ったのは、うちの担保に結構入ってきている。要するに水野委員がおっしゃったように、変国、物国がレポで使えないでの、であれば取り敢えず日本銀行の共通担保に突っ込んでおこうという感じが特に10月に入ってきてから目立つ。そういうところに表われている。

野田委員

これだけ相対的な問題で円が買われていて、リスク回避が進んでいるとすると、多分キャッシュとか預金になっているはずだが、そうした証拠はみられるか。私には良く見えない。

### 中曾金融市場局長

問題意識は持っているが、どこにそれがあるかは今一つみえにくい。現・預金、あるいはT Bのような形でどこかに滞留している可能性がある。計数的には、我々はまだこれだという確認ができていない。為替相場との関係でいうと、リパトリで相応に引き上げられている部分もあるのかもしれない。結果としては、円高になっている。いずれにしても10月のデータがまた揃ったところで、我々もみていいきたいと思っている。

### 野田委員

微妙な需給だろうと思う。意識的な訳であるから。

### 須田委員

金利の変更予想が今回は利下げだと出てきた時、調節で金利をある程度コントロールしていくことは相当大変なのか。

### 中曾金融市場局長

なかなか大変である。どうやっているか。昨日辺りは、先程申し上げたように売り手による資金吸収を断続的に3回やった。8時半頃からレートが下がっていく感じがみえたので、1回目、朝一番、9時1分位であったと思うが、定例の時刻よりもかなり早めに、まず、どんと1兆5,000億円打った。そうすると、金融機関の行動は、売り手にある程度高めに入れて、今度はそのカバーをコールで思いっきり低く取ることによって鞘を抜いてこようという行動に出てくることがみてくるので、そのカバーを取りにくる辺りを狙って、間髪置かず、次の売り手を打ち込む。そうすると、びっくりして0.5%位にビッドレートが上がる。昨日は繰り返し3回打った。このようにレートが過度に下がらない工夫を色々している。

水野委員

昨日の朝一番はさすがに皆目が覚めて、1兆5,000億円の資金供給で気合が入っていたと評価する先が多かった。ただ、資金供給を増やそうという時に、吸收オペから入るのか、というような声もあるみたいである。

中曾金融市場局長

我々が頂いているディレクティブは、0.5%である。

水野委員

資金供給手段の強化と言いながら、やっていることは吸收か、みたいな声があったようである。

白川議長

他に質問ないか。

## 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、国際局からお願ひする。

沼波国際局長

本日お配りした資料-3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。まず、米国からである。米国経済についての判断を、今回引き下げている。前回の「停滞を続いている」という表現から、「停滞を続ける中、下押し圧力が強まっている」という表現に変更している。前回決定会合以降出た指標は、昨日発表された第3四半期の実質GDPの中で、個人消費が1991年第4四半期以来10数年振りの前期比マイナスになるなど、引き続き景気の悪化を示す指標が目立っている。先日、国際局で米国の自動車市場の現状に関するペーパーをお配りさせて頂いた。その中で、ミシガン大学の消費者サーベイをみると、自動車が買い時でないと考える理由を調査する項目が

あって、その中で高金利、クレジットがタイトという金融面の要因を挙げる人が急増して、いまやガソリンが高いという理由を追い抜いている事実をご紹介させて頂いた。クレジットのタイト化が企業や個人、広く実体経済に影響を及ぼしつつあることを示す非常に分かりやすい例であるということで、ご紹介をさせて頂いた。こうした状況の中で、市場関係者の関心は、米国経済が既にリセッションに入っていることを前提にしたうえで、その長さ、深さがどの程度になるのかという点にいまや移っていると思っている。金融政策については、今月 8 日の臨時 FOMC の 50bp の利下げについて、一昨日さらに 50bp の追加利下げが決定された。ステートメントでは、インフレのアップサイド・リスクに関する表現が削除され、FOMC のリスク・バランスが景気のダウンサイド・リスクにあることが明確になったとみている。

それでは、個別の計数にいく。図表 1、1. 実質 GDP の第 3 四半期の事前推計値は前期比年率で -0.3% であった。内訳は書いていないが、このうち個人消費は -3.1% であった。アメリカの個人消費がこれ程落ち込んだのは随分前である。カーター大統領が消費者信用の直接的なコントロール策を打出して経済が大混乱に陥っていた 1980 年第 2 四半期、個人消費は -8.6% であった。これ以来の落ち込み幅である。このほか、設備投資も減少に転じているし住宅は当然不振が続いているので、第 3 四半期の GDP をみる限り、国内最終需要がほぼ総崩れという感じになっている。それから、7. 消費者コンフィデンスである。10 月 38.0 で、9 月の 61.4 から急低下している。これまで、第一次オイルショック後の 1974 年 12 月の 43.2 が最低であったが、それを抜いて統計開始以来最低の水準になっている。それから、住宅市場の状況は変わっていない。住宅着工の減少、住宅在庫は高水準、住宅価格は引き続き下落という状況に変化はみられない。8. 住宅着工は 3 か月連続の減少になっている。それから、ここに数字は載せていないが、住宅の在庫率は幾分低下したとはいえるが高水準である。新築については、8 月の 11.4 か月分が 9 月は 10.4 か月分、中古は 8 月の 10.6 か月分が 9 月は 9.9 か月分で幾分低下しているが、なお 10

か月近辺の高い水準が続いている。それから、これまでのO F H E O 指数は名前を変えて 9. F H F A 指数になっているが、名前は変わっても引き続き下がっていて、前月比マイナスである。それから、13. 鉱工業生産は 9 月が出ている。この数字は歪んでいて、ハリケーンとボーイング社のストという二つの要因で -2.8% のうちの -2.75% は説明できるので、それを除くと実態は横這いであるが、引き続き弱いということである。16. C P I の 9 月は、ガソリンの低下から総合ベースでは小幅であるが 2 か月連続のマイナス、コアでは前月比伸び率も若干低下して +0.1% になっている。以上、米国である。

図表 2-1、図表 2-2、ユーロ、英国である。欧州経済についての判断も引き下げていて、前回の「減速傾向は強まっている」という表現を「停滞局面にある」という表現に変更している。先行きについても米国同様、クレジット環境のタイト化などから景気下振れのリスクは高まっているとみている。金融政策をみると、E C B は 10 月 8 日に 50bp の緊急利下げを実施したが、トリシェ総裁は先般の講演で次回政策理事会での追加利下げを強く示唆する発言を行っている。マーケットでは、50bp の利下げを次回見込む先が増えてきている。個別の指標である。2. 域外輸出の 8 月は、前月比減少している。それから、ここには載せていないが、製造業 P M I の輸出受注の 10 月は、9 月の 43.6 から 10 月は 38.8 に低下していて、これまでの最低であった 2001 年 10 月の 39.4 を下回って、統計開始以来最低の水準になっている。それから、8. 消費者コンフィデンスの 10 月は -24% と、前月に比べて悪化して 1994 年 1 月以来の低水準になった。それから、10. P M I の 10 月は、製造業が 9 月 45.0 から 10 月は 41.3 と大きく低下して、統計開始以来最低の水準である。同じくサービス業は、48.4 から 46.9 に低下。これは 2001 年 10 月 46.7 以来の低水準である。それから、ここには載せていないが、ドイツの I F O 景況指数の 10 月も低下、9 月の 92.9、10 月は 90.2 ということで、2003 年 5 月以来の低水準になった。12. 消費者物価の 9 月の前年比上昇率は、総合、コア、いずれも前月対比で幾分伸び率が低下している。図表 2-2、英国である。英国経済に

についても、前回の「減速が続いている」という表現から、「停滞局面にあり、下押し圧力が強まっている」と判断を変更している。住宅市場の大幅な調整に加えて、金融面の環境悪化が目立っている。キングBOE総裁は、先般の講演で、英国経済はリセッション入りしつつあると発言している。これを受け市場では、10月8日の50bpの利下げに続き、次回会合での50bpの追加利下げを見込む向きが大半になっている。個別の指標である。

1. 実質GDPの第3四半期は前期比年率-2.0%で、1992年第2四半期以来のマイナスになった。産業別の内訳が出ているが、製造業が2期連続マイナスとなったほか、サービス業も1992年第1四半期以来、初めてのマイナスになっている。それから、6.CPIの9月は電気・ガス料金の値上げが前月に続いており、前年比伸び率は、英國の場合まだ拡大している。それから、最後の7.住宅価格の10月が出ているが、前年比-14.6%で引き続き統計開始以来最大のマイナス幅を更新し続けている。これで、前年比のマイナスは12か月連続になる。

次にアジアである。アジア経済については、図表3-1、1.中国の1.実質GDPの第3四半期が大方の予想を上回る減速、第2四半期の10.1%から9.0%となったのが、前回会合以降では最大のニュースであった。例によって、中国の実質GDPは需要項目別の内訳が発表されないが、少なくとも名目ベースでみると、3.消費財小売売上あるいは4.固定資産投資いずれも第3四半期に入っても引き続き伸びは堅調である。それから、別途公表されている数量ベースの純輸出をみると、輸出よりもむしろ輸入の大幅な減速で数量ベースでみた純輸出はむしろ拡大しているとみられるので、一つずつ潰していくと、GDPがどうしてこれだけ減速したかという理由は今一つはつきりしないとみている。勿論、アネクドータルでは沿岸部の労働集約型輸出企業の倒産、夜逃げが多いという前から聞こえる話に加えて、最近では、住宅市場の調整が少しずつ始まっていて、それに伴つて建設関連資材の減産があちこちで聞かれるという気になる動きは勿論があるので、先行きについては注意が必要だと思っているが、ご承知のとおり、中国はまだ金融・財政面での政策対応の余地が十分あるので、大幅に

減速する可能性は小さいと引き続き考えている。それから、図表 3-2、3. N I E s、A S E A Nである。あまり多くの指標は出ていないが、景気減速を示す指標が増えつつある。例えば、図表 3-2、(1) 実質G D Pでシンガポールである。第3四半期の実質G D Pもマイナスになって、これで2四半期連続のマイナス成長、テクニカル・リセッションに入っている。韓国は、第2四半期の+3.4%から第3四半期+2.3%に減速しており、2004年第3四半期以来の低水準の伸びになっている。物価については、図表 3-3、(5) に消費者物価が出ている。エネルギー・食料品価格の反落を受けて、総合、コアとも前年比で伸び率が低下している国が全体でみれば多いが、韓国はコアの物価上昇率がまだ上がっており、これは主として外食費の値上げであると言われている。

それから、最後に金融市場である。世界的な投資家のリスク回避姿勢の高まりの中で、アジアを含む多くのエマージング諸国で株、為替、債券が大きく売り込まれている。図表 4 に幾つかの国を載せている。特に对外ファイナンス依存度の高い中東欧の新興国については、株価を載せている。幾つかの国において、こうした動きが顕著にみられる。これに対しては、外貨を含む流動性対策あるいは預金保護の拡充などの金融システム安定化策が多くの国で打出されたほか、アイスランド、ウクライナ、ハンガリーなどは IMFからの金融支援を受けることで合意している。また、金融政策面では、中国、韓国、インド、オーストラリア等々で、利下げあるいは準備率の引き下げなどの緩和策が相次いで実施されている。

以上を纏めると、前回会合以来僅か1か月弱であるが、世界経済を巡る環境悪化は一段と明確になっているということである。私からは以上である。

白川議長

ご質問があればどうぞ。

### 西村副総裁

中国について信頼しにくい数字が出ている。一つ気になっているのは、中国の税収がGDPより前にかなり落ち始めていることである。もし税収がある程度信頼できるとすれば、GDP成長率については+9.0%かもしれないが、実態は少なくとも今までみてきたよりかなり弱いのではないかと思う。それは如何か。

### 沼波国際局長

今、西村副総裁がおっしゃったように、なかなか数字が信用できないので、実態が今一つ分からない。ただ、一般的に言われているのは、想定以上に景気の落ち込みが激しい場合には、相当前倒しで政策を打つだろうということである。一つは金融緩和の余地はまだ十分あるし、特に金利以外の窓口指導をまだやっていて、あれが結構効いており金融は結構タイトであると言われている。あれを撤廃するだけで相当効果があるのではないか、と期待されている。それから、減税あるいは公共支出拡大という財政面の措置が早ければ年内にも採られる——早い人は、11月末に打出されると言う人もいる——というので、もし仮に景気がそういう状況にあるとすると、相当アグレッシブな対応を探るとみられている。中国固有の事情として、本当かどうか分からぬが、来年は建国60周年があるので、そういう記念すべき年に経済を落ち込ませることは絶対にしないという見方もある。いずれにしても、仮に早めに景気が落ちていたとすると、早めに政策対応が採られ、何とか盛り返す策を彼らが採るのではないかとみられている。そういう面も含めて、それ程急には落ち込まないのではないかと思っている。

### 亀崎委員

中東、ロシアは今の説明になかった。なぜ中東、ロシアを私が注目しているかと言うと、日本の輸出全体に占める自動車の割合は17.2%もあるが、中東などはこのところ二桁、30%、40%、直近では50%など、

ずっと伸びてきている。ロシアも伸びてきている。日本から中東とロシアへの自動車の輸出を合計すると、アメリカとほとんど同じで金額は三千何百億円を占めている。輸出がずっと落ちてきている中で、中東、ロシアがアメリカと匹敵する位、支えてきている。ところが、中東はサウジも UAE も利下げに動いているし、ロシアはかなり金融混乱になっている。そうなると、これだけ伸びてきた中東、ロシア向けも減速してくるのではないか。要するに、中東、ロシアが今までかなり支えてきた部分に、どう効いてくるのか。

### 沼波国際局長

当然なのだが、これだけ原油が下がってくると、どちらの国にも影響が出ないはずがないので、現におっしゃるとおりの影響が出てくるということである。ただ、前にもご説明したが、ロシアの場合、前のロシア危機のようなことが起きる心配がないと思っているのは、外準の量が全然違う。そういう意味で言うと、今回、少なくともロシアについては、国としての大混乱を心配しなくて良いのは、10 年前と比べれば多分好材料であると思う。ただ、方向として、その影響が落ちていくのは避けられないし、現に起きていることであるので、それが日本の輸出に如実に現われているのは亀崎委員ご指摘のとおりだと思う。

### 水野委員

しかし、この間頂いたレポートで、かつ、私も実際に 9 月にロシアを訪問して聞いたが、原油価格が 60 ドルを割ると歳入不足になっていく。原油価格にとり 60 ドルはクリティカルな水準であり、これ以上下がると少し心配である。

### 野田委員

生産コストの面からも、厳しくなる。

亀崎委員

国家予算は大体その辺でみている。

水野委員

そこでみている。70 幾つとみている。50 を切っていることもあるって、歳入不足に陥るというレポートもある。そうだと思う。

白川議長

この数か月間、金融市場の変化も激しかったが、新興国経済の変化も激しく、IMF 支援に駆け込むケースが急速に増えてきている。先程も紹介があったが、IMF 支援に駆け込む国は、向こう 1、2 か月を考えた場合、先は良く分からぬがどのような感じで増えていくのか、その辺、堀井理事などはご意見があるか。

堀井理事

かなりの数に上っていくと思う。ご承知のとおり、アジアは相対的に良いが、IMF に駆け込むステイグマを恐れている国はアジアにもある。それからラ米である。IMF に駆け込む位ならデット・デフォルトした方が良いなどという国は、政治的あるいは過去の経緯から現にそれを予想して、CDS のスプレッドが数千 bp まで上がっている。従って、実際に駆け込むかどうかはともかく、金融の情勢は非常に急速に悪くなっているのが実態である。さらに付け加えれば、昨今のユーロ安の裏には、そういう国に対するヨーロッパの金融機関のエクスポージャーの多さがあって、そういう意味では、ネガティブ・フィードバックが各国内のみならず国境を越えて進んでいる。というのが、この数週間の特徴かと思う。

須田委員

エマージング・マーケットに关心がある。先程の話では、通貨と株と債券価格が皆下がっていて、それで色々な対策を探っているということで

あつたが、例えば国により利上げもあるし、利下げする例もある。対外債務の問題も含めて、どうやつたら上手くいくか。要するに、そのような対策を探っていて、どうにか収まっているのか。あるいは、そこは全然自分達の対策では上手くいかなくて、結局はIMFにいかざるを得ないのか。資本移動と為替と金融政策のうち、どれを採るのか。どれかは捨てなければならぬという問題も含めて、どうやってこの辺を収めようとしているのか。国による違いは何か。

#### 沼波国際局長

今回、IMFに駆け込もうとしている例えば中東欧の新興国で共通しているのは、元々経常赤字であることに加えて、対外債務はヨーロッパの銀行からの借り入れに頼っていること。ヨーロッパの銀行が資金を引き始めるに一斉に苦しくなるという状況で、かつ外準がほとんどない状況であるので、これは率直に言って、自分で何とかしようとしても、ヨーロッパの銀行が引くなどというリスク・リダクションの動きが収まらない限りは、自分達ではどうにも止められない。ということで、結局駆け込んでしまうということである。コントロールはほとんど及ばないと考えざるを得ないと思う。

#### 白川議長

他はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

#### 白川議長

それでは、国内経済情勢に移る。調査統計局からお願ひする。

#### 門間調査統計局長

ただ今、本日出た指標の資料を配らせて頂くが、それは後程ご説明する。それを含めて、本日は三種類資料を使うので、宜しくお願ひする。最初は、

事前にパッケージでお配りしている中の資料－4（参考計表）を使う。宜しいか。

図表3、図表4で輸出の関連である。図表3、輸出については、9月の実質輸出は前月比-0.5%、7～9月全体では前期比+1.6%で着地した。ただし、4～6月の減少に比べてかなり小幅な増加にとどまる結果となったので、図表4、(1)のグラフの太実線をみて頂くと明らかであるが、もはや増勢鈍化というよりは頭打ちという評価の方が適切であると考えている。図表5で、地域別の動向を確認しておく。第3四半期の列である。米国向けは4四半期連続のマイナスで、とりわけ直近2四半期は大きなマイナスが付いている。EU向け、東アジア向けの頭打ち傾向もはっきりしつつある。1～3月まで勢いがあった中国向けも、4～6月、7～9月と増勢の鈍化は鮮明である。特に単月でご覧頂くと、中国は8月横這いの後、9月は-8.8%で、この辺りは足許の中国経済情勢に関して懸念を強めているミクロ情報とも整合的である。それから、その他地域——中東、ロシア等も入っている——は相対的にまだ伸びが高いが、これも今年1～3月位までの爆発的な勢いがなくなってきたていると思う。それで、輸出の先行きについては、第一に海外情勢がやや急速に足許減速してきていること、第二にこうした状況を反映して、ミクロ情報など後程申し上げる生産予測指標が弱くなっていることがある。それから、第三に円が独歩高であるので、その影響も出てくると考えられる。そういうことを踏まえると、当面、実質輸出は横這いよりは弱い動きになっていくと展望している。輸出は以上である。

次に設備投資、図表13に進んで頂きたいと思う。(1)機械受注である。8月がかなり弱かったために、太実線の右端は7～8月が大きく落ちていて、バッテン印の7～9月の見通しの達成は難しくなってきた。これまで設備投資関連指標の中で機械受注のみが比較的しっかりしていたが、これもついに陥落ということで、設備投資は全般に弱い指標が揃ってきた。減少傾向が鮮明になってきている。それから、図表14、中小企業の設備投資実施割合である。これは足許若干上向いている感じにもみえるが、レベルが低いということで、引き続き低迷という評価で良いと思う。さらに図

表 15 では、中小企業の関係では、もう一つ、中小公庫改め日本政策金融公庫の 2008 年度の中小製造業の設備投資計画がある。(1) の太実線である。2008 年度の計画が +1.9% という数字になっている。元気はないが、これだけみれば決して急に落ち込んでいく感じもないということである。ただし、注意事項として (3) をみて頂くと、灰色の部分が年度の初めからの計画の修正である。今年度は、最近の中では上方修正幅が小さい点がある。それから、黒棒の部分はこれから先、9 月から先行きについて修正されていく部分である。ここはあまり動かないことが多い。しかし、例外もあって、1997 年度——この時は夏から秋に掛けてアジア通貨危機とか、日本の金融危機が起こった——のように状況が急に変化すれば、この後の下方修正も有り得るということであるから、今年度については、1997 年度のようなパターンにならないかどうか、注意してみていく必要があるようだ。設備投資は以上であって、次に図表 19 に進んで頂いて個人消費である。

ここでご覧頂きたいのは商業販売統計であって、小売業販売額（実質）ベースである。数字が確報に変わっている。7~9 月の前期比が -0.9% となっているが、これが -0.8% になっている。ただ、3 期連続でマイナスという状況は変わらない。図表 20、(1) に今の系列のグラフ（灰色の太線）がある。ご覧のように、本年に入ってから減少が続いている状況である。この内訳の計数の中で唯一強いのは、(2) にある家電販売額である。こちらは 7、8 月の猛暑効果の剥落も 9 月はあまり大きくなく、好調を持續している状況である。

次に、国内企業物価にいく。図表 28 へ進んで頂きたい。国内企業物価（C G P I）である。9 月の前月比が -0.4% になっている。そして、その後、国際商品市況の下落と円高が加速しているので、10 月については前月比で 2% 近いマイナスが付いてしまう可能性が高いと思っている。6 月、7 月の急騰分を概ね吐き出す感じになって、10 月の 3か月前比は 2% を超えるマイナス、前年比では +5% を切っていくことになりそうである。その状況と先行きのイメージについて、さらに図表 32、(1) のグラフを

ご覧頂きながらお話を申し上げる。勿論、前提として、この後、商品市況等が横這いという前提を置くが、それで考えると10月は今申し上げたように前年比が+4%台に下がっていく感じであって、これが10~12月であると+3%台、さらに1~3月については+1%台まで低下して、その結果、2008年度全体では+4%台というイメージになる。因みに、その後も商品市況が横這いで推移するならば、2009年度は2008年度の前半が高かったことの裏が出るので、年度全体で1、2%位のマイナスが付く可能性があると思っている。この資料は以上であって、次に本日朝、皆様の席上にあった資料-4（追加図表その1）をご覧頂きたいと思う。

このところ連日、新しい指標が出るから、資料がばらばらで申し訳ない。宜しいか。鉱工業生産の図表である。図表1、鉱工業生産9月の実績が前月比+1.2%であって、その結果、7~9月が-1.2%となっている。3四半期連続のマイナスであるが、我々の想定に比べると、9月の実績はむしろ良く持ち堪えた感じである。しかし、逆に10月、11月の予測指数が極めて弱いということであって、12月を11月と横這いという前提で計算すると、10~12月は欄外にあるように前期比で-4.0%、前年比で-7.0%と急速に落ち込んでいくという予測になっている。前回の会合で申し上げたミクロ情報の足許の急速な悪化が、データ面にも出始めてきたということである。そして、前期比-4.0%という落ち込み方を視覚的に確認すると、図表2になる。（2）をご覧頂くと、右端が-4.0%である。内訳としては、格子縞の輸送機械すなわち自動車の減少が非常に大きくなっている。しかし、それ以外にも縦縞の電子部品・デバイス、斜め格子の電気機械、それから白い部分に含まれている鉄鋼、金属製品、紙パなど、多くの業種で減少が見込まれている。しかも、（3）のグラフにあるように、予測指数はこのところ下方修正の傾向が続いている。それから、ミクロ情報でもまだ確実という訳ではないが、12月の自動車が11月対比横這いでいいけるかどうかは、分からない。むしろ、もっと弱いかもしれないという話も言われ始めているので、4%の減少もさらに弱くなる可能性もあると考えている。それから、在庫循環の確認である。図表4である。上の循環図をご覧頂く

と、まだ浅い調整にみえる。ただし、これはあくまでも7~9月まではそうだったという過去形であって、仮に出荷が、この先、先程の10~12月の生産予測指数と同じように落ちていくとし、横軸の前年比-7%辺りをみて頂くと、次の10~12月の白丸は相当左側へ飛んでいく感じになるので、もはや浅い調整とは言えなくなってくるのも時間の問題かという感じがしている。簡単であるが、この資料は以上である。

次に、先程お配りした（追加図表その2）が本日朝方出た資料である。図表1である。雇用関連で、今月はこれまでの地合いにあまり変化はない。有効求人倍率の9月は0.84倍で、前月対比0.02の下落、このところ緩やかな低下傾向が続いている足許まで低下傾向だが、それが加速している感じでもない状況である。それから、<労働力調査>である。雇用者数の前年比が9月は+0.4%で少し良かったが、逆に前月比でみると-0.3%であるから、可もなく不可もなくというか、引き続きゼロ近傍で推移しているという理解で良いと思う。失業率は9月4.0%である。毎月振れるので、前月対比では若干改善しているが、四半期でご覧頂くと、3.9%、4.0%、4.1%ときれいに少しずつ上がっている感じである。従って、雇用環境は足許までは急速には悪化していないが、じわじわ悪くなっている状況である。

それから、図表2の個人消費の関連である。ここで本日出たのは家計調査であって、GDPに一番関係するのが消費水準指数（実質・除く住居等）である。この9月は結構良かった。3.5%の増加である。この結果、7~9月が-0.6%で、4~6月に比べるとマイナス幅は大分小さくなっている。この数字を前提にすると、まだ良く分からぬが7~9月の個人消費のGDPベースの数字は、若干プラスが付く可能性が高いのではないかと思っている。ゼロ近傍かというイメージであるが、プラスかマイナスかと言われると、GDPベースは若干プラスなのではないかという気が、この数字からはする。これが個人消費であって、次に消費者物価、図表3である。

本日出た消費者物価の全国除く生鮮の9月は、前年比+2.3%である。

10月の東京の除く生鮮が+1.5%であって、いずれもサプライズはない。ほとんど予想どおりである。9月までは、石油製品が前年比で上がっていたので、ほとんど8月と全国は変化がないということである。ただし、東京は石油製品のウエイトが小さいので10月への変化があまり大きくないが、中身をみると石油製品は大きく落ちている。ということで、この後、全国は急速に伸び率が低下していくと考えられる。夏以降の原油価格の下落が10月～12月に掛けて一気に出てくることになるので、恐らく全国は次の10月で前年比+2%を切っていく。11月には+1%強位まで一気に落ちて、12月には+1%を切っていく展開になりそうである。従って、向こう2、3か月の変化は、かなり急速になる。その後も商品市況等が横這いであるならば、1月以降は+0%台後半の動きが暫く続いて、春の終わりから夏に掛けて、マイナスに突っ込んでいく。月によっては1%を超えるマイナスになる可能性も否定できないという計算になる。勿論、今後の商品市況は誰にも分からぬが、少なくとも現時点において、しかも景気情勢と合わせて考えると、物価の上振れリスクを強調すべき状況ではなくなりつつある。逆に、物価が望ましい状態よりも下方に乖離していくリスクが大きくなっていると思っている。指標は以上である。

以上を纏めて若干申し上げておくと、まず、今月は輸出の頭打ち傾向と生産の減少が一段とはっきりしているので、景気の現状については、「停滞している」から「停滞色が強まっている」位に表現をトーンダウンした方が良いと思っている。

それから、最後に当面のGDPに関する計数的なイメージを申し上げると、7～9月については、純輸出は横這い圏内、ひょっとしたらマイナスなのではないかという感じがする。個人消費は若干のプラス、設備投資は恐らくマイナス、在庫は若干のプラスが付くかもしれないが、そういう凸凹を全部均すと、7～9月はトータルでほぼゼロ近傍ではないかと思っている。10～12月については、まだ統計がないので分からぬが、先程の生産の大幅な落ち込みが予測されることを考えると、10～12月については、マイナス成長をある程度覚悟しておく必要があると思っている。その

後、1～3月については、足許の交易条件改善の影響が出てくる可能性もあるし、それから、政府の経済対策も効いてくる可能性もあるが、一方で海外情勢が当面厳しそうであることを考えると、1～3月の成長率が明確にプラスになるとまでは自信を持って言えない。そうすると、そもそも2008年度は、7～9月以降、ずっとゼロでいった場合に年度が+0.2%という計算になるので、今申し上げたようなイメージであると+0.2%は少し苦しいかもしれない。2008年度全体で大体ゼロ近傍位ではないか。少し悪くするとマイナス成長もあり得るという感じかと思っている。そして、取り敢えず2008年度はゼロ成長前後と考えると、その後、2009年度の上期に極く緩やかなプラス成長、下期に潜在成長率並みまで回復する位を想定しても、2009年度全体は0%台前半ないしせいぜい半ば位という感じになる。そして、もし2008年度がもしマイナスになると、マイナスゲタを履いて2009年度に入るので、今申し上げたようなパスで行っても、2009年度は0%前後という感じになる。2008年度、2009年度、2年年度続けて0%からあまり違わない成長率になってしまふ可能性が高まってきていると思う。因みに、10月に入ってから新しい見通しを出した民間の調査機関は10機関あるが、その平均であると2008年度は+0.1%、2009年度は+0.3%という見通しになっている。これが、その後の円高の進行や生産予測指数を踏まえて、今後さらに下方修正されていくのか、あるいは交易条件の改善等をみて少し上方修正になっていくのか、その辺りがまだ良く分からぬ。いずれにしても、そういうイメージであると、潜在成長率を+1.5%として2年間ゼロ成長に近いとすると、ギャップが3%位悪化するという計算になるので、その悪化の度合いは1998年度、1999年度とか、2001年度、2002年度に比べても、決して浅い調整ではないという感じである。この辺り1、2か月前と大分違うことを申し上げているが、それだけ足許の状況の変化が大きいとご理解頂きたいと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

### 水野委員

今言われた数字はイメージどおりなので、個人的には全然違和感がない。調整が深い、浅いという時に、最近、世界的に製造業のデータが非常に悪くなってきていて、先程も亀崎委員からもあったとおり、エマージング諸国の海外需要も相当厳しくなってきている。こういうことを考えると、世界経済の見通し自体は、2008年度と2009年度では、ひょっとしたら2009年度の方がより厳しいことは有り得ないか。まだ、リスクシナリオとしてであるが、2009年度下期に回復がはっきり言えるか。そうなると良いと思っているが、そこが少しあはっきりしない。

### 門間調査統計局長

足許、急速に悪化しているので、どうしてもイメージが下向きになりがちであるが、2009年度下期位のイメージは今の時期では明確に持ちにくくと思う。金融の様々な不安定要因に対して、様々な対策が採られていくので、さすがに1年もすれば、ある程度効いてくることも十分考え得るし、それから新興国が元々持っている強さは生きていると思う。むしろ、2009年の終りよりも足許の悪化の度合いが想定していたよりも少し深くなる可能性が高いのではないかとみている。従って、従来、手前はダウンサイド・リスクがあつて、先にいけばいく程インフレ・リスクもあるという話をしていたが、後者はあまり見方を変える材料はない一方、前者はダウンサイド・リスクが顕在化しつつあるということではないかと考えている。

### 白川議長

他にはないか。

### 亀崎委員

消費者物価については、9月は+2.3%と少し鈍化した。価格上昇品目の数から価格下落品目の数を引いた差について、ずっと前からみているが、

今回、価格上昇した品目が価格下落した品目より 153 も多く、7か月連続、3 桁台で増えてきている。しかも、この 153 品目のうち、食料、エネルギー以外で 54 品目を占めている。直近の成長の具合や例えば円高還元セールなど言っていることを考えてみると、ここのところは数字には表われてこない。ただ、この増加トレンドが 2006 年 8 月からずっと、一貫して続いているところは、やはりみていいかないと云はなければいけない。インデックスというか、数字では大きく出てこないが、物価上昇圧力はずっと続いていると思う。

#### 門間調査統計局長

今おっしゃった中で、150 数品目であるか、そのうちやはり食料が多いことは間違いない。

#### 亀崎委員

然り。食料品は 94 である。

#### 門間調査統計局長

この春位から食料品の価格が上がっている。ただ、足許は穀物市況も相下降している。食料品の価格も前年比で考えるとタイムラグがあるので少し時間が掛かるが、来年の夏位からは下がってくる可能性もある。従つて、今おっしゃったお話で確かに暫くまだ上昇品目の方が多い状態が続くが、それも足許の商品市況全体からすると、時間の問題で段々減ってくる可能性も十分にある。しかし、2、3 年前と比べると、いわゆる当時のデフレ圧力は弱まっていることは事実である、ということは言えると思う。

#### 亀崎委員

食料、エネルギーは 99 であるが、食料以外は 54 もある。しかも、そのところは 40、50、60 とずっと、いまや 54 まで増えてきている。これはエネルギー、食料と違ったもので動いてきている。今の局面では、これが

大きく+2%を超えるなど有り得ないが、このトレンドはずっとみておかなければならないかとは思う。

#### 門間調査統計局長

おっしゃるとおりである。

#### 西村副総裁

二点程。まず、一点は、物価情勢に関しては——特に国際商品市況に関しては——不確実性が物凄く高い。供給のバッファーは極めて小さくなっているので、動く時には非常に激しく動くことがある。その不確実性の大きさについては、我々は十分注意していなければならないことを確認しておきたいと思う。それから、もう一点。GDP上は製造業が非常に景気に敏感なために、我々は製造業をみがちであるが、サービス業は相当大きいことからして、サービス業に関して、今、何か変調がみえることがあるかどうか、お聞きしたい。サービス業のかなりの部分は、どちらかというと人数から推計するケースが多いので、なかなか難しいが、特にサービス業の雇用に関して、何らかの変調がみられるかをお伺いしたい。

#### 門間調査統計局長

急速に落ちている感じは勿論ないが、むしろじわじわ弱くなっている。サービス・内需関連を含めて、足許の交易条件の好転の動きが今後プラス方向に効いてくるのではないかという期待は多少持つてはいるが、今のところ、製造業の下押し圧力からくる下方モメンタムが強いかもしれないのと、そのところはあまり明るい材料は實際にないし、かつ、当面もそこにあまり期待しない方が良いと考えている。

#### 水野委員

その点で、第3次産業指数は地味な統計であるが、7~9月になってから急速に悪くなっている。

門間調査統計局長

第3次産業指数は金融が結構ある。株の取引高などが入っているので、実体以上に振れているところがあるが。

水野委員

あと、不動産、リース、この辺が悪くなってきてている。

須田委員

ガソリンがかなり下がったことによる影響は、何も明確には出ていないのか。

門間調査統計局長

個人消費に対するプラスの影響であるか。足許までのところは、あまり出ている感じはない。勿論、数か月単位でみれば、理論上はある程度出てくるのではないか。しかも、高速料金 1,000 円でどこまでいっても良いといったことがあると、可能性はある。しかし、今、一方で生じている負のモメンタムとどちらが強いかという話になる。足許までのところは、負の側面の方が大きくみえている。むしろ、雇用環境の不安や賃金が上がらない、ボーナスも今年の冬は低下するという見通しであるから、そちらの影響が強い可能性が高いと思っている。

#### 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企画局からお願ひする。

雨宮企画局長

資料-5(参考計表)に基づいて、ご説明申し上げる。今月は計数が必ずしも出ていないものがあるので、新たに出た計数を中心にご説明申し上

げる。まず、図表 1、(2) である。消費動向調査から計算した家計の 1 年後の予想インフレ率の 9 月分が出ている。ご覧頂くとおり、今年の夏をピークに物価の見方が、僅かではあるが、下がってきてているという意味で、人々の物価の見方はこの夏から変化しつつある状況が 9 月も続いているということであった。もう少し中長期的なあるいはマーケットのインフレ期待はどうか、ということである。これはなかなかデータがみにくくなっている。図表 2、(3)、B E I は、先程来ご議論があった流動性の問題でデータが読み取りにくくなっている。これが駄目なので、先々月から (4) インプライド・フォワード・レートで 3 年スタート、7 年物の金利を見るところを始めた。これも厳しくなっていて、1 年から 3 年まで——太実線——は凸凹しながらも横這いだが、3 年スタート 10 年後までのレートは足許振れが非常に大きくなっている。従って、これを相当ディスカウントする必要があるが、達観してみれば横這い圏内かとみている。現段階では、この流動性の低下した市場から意味のある情報を汲み取ろうとすると、相当注意深く考える必要があるだろうと考えている。それから政策金利の評価は特に追加的な指標は出ていないし、銀行貸出の金利——約定平均金利——はまだ出ていない。この後、直接市場に話を移す。

図表 7 で C P の発行金利をご覧頂くと、相当上昇している。(1) のグラフで裸の数字をみても相当上昇しているし、(2) C P 発行スプレッドをご覧頂くと、3 つ全ての格付に亘ってかなり拡大している。直近でいうと、2002 年頃 IT バブル崩壊とその後、エンロン、ワールドコムショックの時におけるスプレッドの拡大幅を超えている。まだ、量の統計が出ていないので、また次回ご報告申し上げるが、恐らく発行量にも影響が出ているだろうとみている。これに対して、図表 8 の社債は (1) の発行水準、(2) のスプレッドも変わっていないように見えるが、これは A 格の発行が止まっていることが原因である。そのため、量をご覧頂く。

図表 10 の民間部門の資金調達の表の <国内公募社債、転換社債、株式の発行額> の国内公募社債計の 10 月——まだ速報である——の発行額をご覧頂くと、3,520 億円と相当少ない。中身は全部 AA 格以上であって、

A格の発行は数か月前から、B B B格の発行は夏場からほとんど停止状態である。10月はA格の発行もなかつた。さらに申し上げれば、3,500億円のうち8割方は電力の発行であつて、その意味で社債の発行環境は10月に続いて相当悪化のピッチが厳しくなつてゐる状況だらうと思う。

アベイラビリティーの指標をご説明申し上げる。図表16である。企業金融関連指標で幾つか新しいD Iが出ている。<金融機関の貸出態度>で、政策金融公庫が発足して、旧中小公庫と旧国民公庫のデータがこういう名前で統合された。(政策公庫)の中小企業と書いてあるのが前の中小公庫のD I、(政策公庫)の小企業と書いてあるのが前の国民公庫のD Iであつて、統計の種類としては全く同じである。今回、小企業——かつての国民公庫の貸出判断D I——の7~9月分が出ている。-23.0%ポイントで引き続き悪化している。<資金繰りD I>の小企業も同様の傾向である。それと、まだ中身を分析していないが、政策公庫の中小企業の10月のデータも昨日出ている。これがかなり悪化ピッチを早めている。数字だけご紹介すると、<金融機関の貸出態度>の中小企業の9月32.7%ポイントに続く10月の数字が23.8%ポイント、それから<資金繰りD I>の政策公庫の中小企業の-5.9%に続く10月の数字が-10.3%である。まだ単月の数字であるので、振れはあるかもしれないが、少しずつ悪くなってきてゐる中小企業を巡る金融環境は、10月、ピッチを早めている可能性がある。

企業倒産の動きである。図表19で9月の倒産の数字をご覧頂くと、件数で1,408件、前年比+34.5%と大きくなつてゐる。何といつても、負債総額が5兆3,625億円と、単月の数字としては戦後二番目の数字である。ただし、ご案内のとおり、リーマン関係の4社が非常に大きいが、リーマン関係4社を除いても、この負債総額は6,667億円、前年比+44.7%で、やはり高めの伸びとなつてゐる。

あとは総合金融指標のうち二点だけ触れさせて頂く。図表21でマネーである。<マネーストック>をご覧頂く。9月の数字が出ている。+2.2%で、全体としてM2は2%強の伸びが続いている地合いに変化はない。先程来話題になつてゐるお金がキャッシュあるいは預金に戻る可能性は十

分あると思っているが、9月の段階ではその動きがみられていない。この後、要注意点かと思っている。

それから、毎回ご報告する必要はないと思っているが、図表 24 で最近採用したファイナンシャル・インバランス指標である。一点だけ (1) の株価ギャップについて。さすがにこれだけ株価の下落が大きいと、やや大きめにトレンドからの乖離が出ていることだけ、ご報告しておく。

以上、まだ計数が今回は断片的であるが、特徴点は三つ位ある。家計の物価の見方が明確に変わりだしていることが一点、それから、社債、CPなどの発行環境がかなり悪化しているといった点が二点目、それと三点目は、まだ単月の指標であるが、企業の資金アベイラビリティーを巡る環境も悪化のスピードを速めている可能性があるということである。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

中村委員

図表 7 に CP の金利が出ているが、金利も然ることながら、特に 10 月に入って、発行自体が非常に難しくほとんどできていない。その分が銀行借入へ向かっている。一方、金融機関はなかなか対応できていないと聞いたりするが、それが実態なのか。

雨宮企画局長

10 月のデータが入っていないから、計数的に確認はできていないが、ヒアリング情報やマーケットからの情報ではそういう話が入っている。一つは、ご指摘のとおり、CP は発行が相当厳しくなっていて、量は減っている。これは 10 月だけではなくて 9 月から始まっていた。従って、今ご指摘のあったとおり、CP、社債から貸出、借入にシフトバックしているのではないかという話はある。因みに、先程ご説明申し上げなかつたが、

図表 10 の<民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高>に貸出の伸びがある。銀行計の9月をご覧頂くと、前年比+2.2%で7月の+2.5%から始まって伸びを少しづつ低めている。7月+2.5%、8月+2.4%、9月+2.2%である。この貸出の動きの中には、一方で原材料価格の低下に伴って運転資金需要の勢いが落ちている反面、CP、社債からシフトバックがあることの両方のプラス・マイナスの結果、こういう数字になっていると聞いている。

### 水野委員

それについて、銀行サイドは却って気持ちが悪いと言っていた。この時期からドロー・ダウンがこれだけ始まっている、年末に向けてCPの発行環境はかなり悪いことを示唆しているので、このまま貸していってはラインを見直さないといけない。ということで、良い会社だといっても、少し貸出を絞っている。だから、貸出が伸びれば良いというものではないと思う。

### 雨宮企画局長

別に伸びれば良いという意味で申し上げた訳ではなくて、今、貸出の動きに、そういうプラス・マイナス両方の要因があることを申し上げた。

### 野田委員

ただ、やはりアネクドータルには、大企業も手許流動性を厚くしようという動きが出てきている。

### 亀崎委員

図表 18 の企業の資金繰りで、小企業の資金繰りが 2005 年位から急速に落ち込んでおり、相当厳しい。ある程度悪いと言ったが、このレベルは深刻ではないか。

### 雨宮企画局長

ご指摘のとおりだと思うが、このグラフでもご覧頂けるとおり、元々中小企業の中でもいわゆる中小企業と零細の差は 1990 年代の終わりから段々段々拡大していて、例えばここで書いてある中小企業は、旧中小公庫・商工中金ベースでも、資金繰りは 1998 年をボトムに結構良くなっている。一時、2006 年位に±0、プラス位までいった。それが悪化している。ここでいう小企業——かつての零細企業、国民公庫の対象先——で言うと、1998 年後もそんなに相対的に良くなっている面もある。その意味では、この 10 年間の産業の構造調整の進み具合の違いという構造的な要因も多分反映されているのだろうと思う。そのうえで、足許ご指摘のとおり、小規模程、環境は厳しくなっていることが追加的に発生しているということだろうと思っている。

### 白川議長

それでは、執行部からの金融経済情勢についての報告はこれで終わり、本日は政府出席者が昨日発表された経済対策などについてご説明下さることである。ここで、政府出席者からご説明をお願いする。

### 竹下財務副大臣

昨日、経済対策が決定され、6 時から麻生総理が記者会見を行った。

その中で、緊急経済対策ということで、「生活対策」という名前で麻生総理はおっしゃったが、経済対策を決定した。具体的には、「生活者の暮らしの安心」、これが第一点。第二点は「金融・経済の安定強化」、そして、第三点は「地方の底力の発揮」、という三つの重点分野に関して、施策を実施することを決めた。まず、「生活者の暮らしの安心」に関しては、家計への緊急支援として、総額 2 兆円規模の生活支援定額給付金の給付等の措置を実施する。また、「金融・経済の安定強化」に関しては、金融機関の資本基盤の強化を通じて、中小企業や地域経済に対する適切な金融仲介機能を発揮するとの観点から、「金融機能の強化のための特別措置に関する

る法律」の活用等の措置を実施する。三つ目、「地方の底力の發揮」に関しては、各種の地域活性化対策や思い切った住宅ローン減税の拡充等を実施する。以上、政府としては、財政、税制、金融法制の整備等あらゆる利用可能な手段を用い、現下の厳しい経済金融情勢に対応して参る所存である。以上である。

白川議長

それでは、内閣府からお願ひする。

宮澤内閣府副大臣

中身については、今、竹下財務副大臣からお話があったとおりである。まず、8月末に一回、「安心実現のための緊急総合対策」を出した。これは中身としては、原油高、資源高、食料高という構造的な物価の変化に対応するものが主眼だった訳だが、その後、今、お話があるような金融状況または実体経済の落ち込みに対応して、昨日、新たな経済対策を「生活対策」という形で決定させて頂いた。こうした対策の速やかな実施を通じて、現下の厳しい経済・金融情勢のもと、金融市場の安定化、経済の下支えを図っていきたいと考えている。

白川議長

ここでコーヒーブレイクを通常であれば10分取るが、議事進行の関係で、10時25分まで6、7分ばかり休憩する。

(10時18分中断、10時25分再開)

白川議長

それでは、金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議を再開したいと思う。

## V. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

白川議長

最初に経済・物価情勢の展望についての執行部の説明をお願いする。

雨宮企画局長

今、頂いた数字を入れて、それに基づいて文章を補充したバージョンをお配り申し上げる。では、これでご説明申し上げる。今のお手許の展望レポートで、最初に数字のご紹介を申し上げる。10 頁、(参考 1) 政策委員の大勢見通しである。2008 年度実質 G D P は  $+0.1 \sim +0.2\%$ 、中央値  $+0.2\%$ 、それから 2009 年度は  $+0.3 \sim +0.7\%$ 、中央値  $0.6\%$ 、2010 年度は  $+1.5 \sim +1.9\%$ 、中央値  $+1.7\%$ であった。7 月時点の見通しと比べると、2008 年度、2009 年度ともかなり大きな下方修正という数字になっている。国内企業物価指数は中央値だけ申し上げる。2008 年度  $+4.6\%$ 、2009 年度  $-0.8\%$ 、2010 年度  $+0.3\%$ である。消費者物価指数(除く生鮮食品)である。これも中央値だけ申し上げると、2008 年度  $+1.6\%$ 、2009 年度は  $0.0\%$ 、2010 年度は  $+0.3\%$ であった。

それから、11 頁(参考 2) のリスク・バランス・チャートである。(1) G D P について大きく言うと、特徴点は二点ある。ご覧頂くと直ちにお分かり頂けるとおり、全体として下方にシフトしていることが一点。それと、左右の分布の形状が、白抜きの前回見通しと比べて、下方はかなり厚めになっているということは、この 2008 年度、2009 年度、2010 年度とも同様である。委員方の見通しのイメージとしては、ただ今の中心見通しに比べても、景気についてはダウンサイド・リスクを重くみておられるという数字かと思う。(2) の C P I については分布が歪んでいるが、中央値との比較でいうと、上下両方あるというイメージを持ちながら、特に 2009 年度については大幅に下方シフトしている数字であった。以上が頂戴した数字のご紹介である。

この後、これに基づいて、文章の補充についてご説明申し上げる。全体としては三点あって、一つは今申し上げた数字。特に成長率のイメージで

2008 年度 +0.2%、2009 年度 +0.6%、2010 年度 +1.7% という数字であると、具体的なパスを伺っている訳でもないが、恐らく 2009 年度半ば位まで停滞色の強い状況が続いて、回復の動きが始まるとしてもその頃前後以降だろう、というイメージが一つ。もう一つは、ダウンサイド・リスクを強めにみておられること。それから、この資料をお配りした後の金融環境等々の新しい計数、状況。この 3 つを中心に文章を補充させて頂いている。

そこで、1 頁の一番下で、シャドーで塗ってあるところが、事前にお配りした文章では点々であったものを頂いた数字を元に補充した部分である。アンダーラインを引いているところが、その後の状況変化等を踏まえて補充したところである。まずシャドーを貼ってある「2009 年度半ば頃までは、停滞色が強い状態が続くと見込まれる」という部分は、今申し上げたような成長率の数字のイメージを文章にしたものである。下の「為替円高」は、その後の状況変化を踏まえて挿入したものである。

2 頁の一番上で「もっとも」以下の 2 行は頂いた数字のイメージからして、ダウンサイド・リスクを強めにみておられるというリスク・バランスの評価を踏まえ、これは取っても良いかと判断した。その下、今度はシャドーの部分で「つれて、成長率が徐々に高まっていく姿が想定されているが、」の後、「その時期は 2009 年度半ば以降となる可能性が高い」は、先程の数字のイメージである。ただ、一点に固定することは難しいので、「半ば以降」という広めの表現を探らせて頂いた。それから、成長率である。

「年度平均でみると、それぞれ 0% 台前半、0% 台半ばで」、2010 年度は「潜在成長率並み」というのは、先程のそれぞれ +0.2%、+0.6%、+1.7% という数字をイメージした表現である。

それから、3 頁の一番下である。これは線が一杯引いてあるが、そんなに大きな変化ではない。今まででは国際金融資本市場の影響が我が国にも及んでいるが、相対的に影響は小さいという言い方であった順番を変えて、相対的に問題は小さく信用スプレッドの水準も低いが、かなり影響は及んできているという格好で、順番を入れ替えた。

4頁に進んで頂いて、上から4行目で、金融機関の貸出態度や投資家の投資姿勢については、これまで企業収益の減少や実体経済の動向という実体経済部門の要因だけを書いていたが、最近の状況を踏まえて「金融機関の信用コストの増加」という表現を入れた。その下、シャドーの貼つてある部分は、また成長率等々の数字の表現である。先程のような成長率の見通しであるので、「当面、成長率が潜在成長率を下回るため、需給バランスは緩和の方向で推移」と書かせて頂いている。その下は、企業物価のところで、「落ち着いた動きとなっていく」というのが先程の数字を踏まえた表現である。

5頁の一番上である。これはCPIのイメージである。それぞれ順番に申し上げると、2008年度中央値+1.6%、2009年度0.0%、2010年度+0.3%というイメージをこのように表現した。

6頁まで進んで頂いて、一番下、「財務内容の悪化を背景に貸出態度が厳しさを増す」と元々あったが、前の見通しの部分、金融環境の評価で金融機関の融資姿勢等について若干コーシャスな姿勢を出した。そことのバランスで、ここが逆に強過ぎるかということで、バランスを取るために取って、一般論的に「貸出態度が厳しさを増す」と変更した方が良いかと考えている。

それから、7頁の下線は輸入物価の動向で、輸入物価あるいは為替の動向を最近の変化を踏まえて加筆した。

8頁のシャドーの部分は、先程来申し上げている成長率、物価の中心シナリオのイメージである。8頁の一番下、やや長めに棒線があるところは、最近の状況を踏まえて、この「金融機関の貸出態度が厳しさを増す場合には、わが国においても、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る」ということで、金融から実体経済への影響については最近の状況を踏まえて加筆した方が良いだろうと判断して入れさせて頂いたものである。

9頁の一番上、「ただし、物価の上振れリスクは、以前と比べると小さくなっていると考えられる」ということで、これは先程来ご説明している

ような物価の状況を踏まえて加筆したものである。ただ、当然、ここで言う物価の上振れリスクは元々段々低くなっているという中心シナリオに對して、それが少し上振れるというリスクであるということである。それから、全体として頂いた見通しがダウンサイド・リスクを強めにみておられるなどを踏まえて、「このほか、やや長い目でみた場合には」という記述は落としているが、これは中程のリスク評価の部分にはあるので、2回書かなくても良いかということで落とした。一方、「以上の2つの柱に基づく点検を踏まえると」ということで全体の評価、すなわち全体として「不確実性は高まっており、実体経済の下振れリスクも大きくなっている」という評価を書かせて頂いたということである。加筆、修正の部分は以上である。

白川議長

文章そのものについては、また後から議論する。

## VII. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは討議に入りたいと思う。本日は、金融経済情勢、展望レポート、次回決定会合までの金融市場調節方針について1ラウンドで、一人7分程度を目途にご発言をお願いする。また、補完当座預金制度の導入や当座預金への適用金利についても、ご意見があればお聞かせ頂ければと思う。本日の順番は須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、山口副総裁である。それでは、須田委員からお願いする。

須田委員

まず展望レポートについてであるが、メインシナリオや上振れ・下振れ要因について背景説明まで含めてみると、基本的に違和感はない。ただ、ボードメンバーは原油価格など、各人それぞれの仮定をもとに具体的な姿を導いていることに加え、経済・物価を取り巻く環境について著しく不確

実性が高まっている中で、特に第一の柱で、成長率が徐々に高まっていく時期について明記することは、政策変更時期に関する思惑を呼びかねないこともあるので、慎重に考えるべきだと思っている。

また、今回の私のメインシナリオは大きく下方修正となつたが、足許の株価、原油価格、為替、海外経済情勢等に応じて前提条件を変え、これまでリスクと捉えてメインシナリオに織り込んでこなかった要因や、金利変更をすべて加味したうえで、最も蓋然性が高いと思われるパスを示したものである。因みに、私は政策金利については市場に織り込まれた金利を参考にし、利下げが行われた後、利上げに転じるというパスを想定している。原油価格も調整の後、上昇に転じるとみている。そして、現時点においては、リスクは上振れ、下振れの両方向に分布しているとみている。ボードメンバーの平均であるリスク・バランス・チャートもプラス、マイナス両方にテールが伸びているから、基本的見解の上振れ・下振れ要因の書き振りは、現在のように下振れ要因の指摘に重点を置くのではなく、例えば背景説明にある海外経済の上振れを追加するなど、両方向の記述が含まれることが望ましいと思っている。

なお、金融政策運営における物価の上振れリスクについてであるが、確かに上振れリスクは以前と比べると小さくなっていると考えられるが、中長期的に私が物価安定と理解するインフレ率は国民の目線からみているので、依然としてゼロ近傍と想定しており、その観点からは物価の上振れリスクを軽視できないと思っている。また、低金利の円がファンディング通貨として使われ、今日、その巻き戻しが急激な円高の一因になっていることを考えると、緩和的な金融環境が続く場合、金融・経済活動や物価の振幅が大きくなる可能性があることには、常に留意しておく必要があると思っている。

ここで、前回定例会合以降出てきた指標で気になる点を、少し詳しくみておきたいと思う。まず米国の金融市場の動向であるが、その混乱は収まる様子をみせていない。米欧を中心にグローバルに株価が乱高下しながら水準を切下げるなか、CDSプレミアムが実体経済の悪化懸念からリーマ

ン破綻時の水準を上回って推移するなど、米国金融資本市場は依然として予断を許さない状況にある。市場の混乱は、通貨や株価などを通じて新興国にまで波及してきている。米国の住宅市場については、中古住宅販売件数の改善など良いニュースもたまにはみられるものの、グローバルなレベルでの景気と金融の負のフィードバックが現実のものとなってきており、家計や企業の支出を制約し、世界の経済成長はやや急速に減速している。

一方、国内の市場も欧米と連動した不安定な動きを強めている。特に、株価についてはバブル後最安値を更新するなど、金融機関のみならず一般企業の決算への影響が懸念される水準にまで急落しており、我が国についても、金融システムは欧米に比べ健全だから大丈夫と胸を張って言える状況ではなくなった。社債市場では起債延期やスプレッドの拡大など、投資家の選別色が強まっている。また、CDSプレミアムも、メーカーや商社等で幅広く拡大がみられ始めており、景気下振れが企業業績や財務に与える影響が広範に意識される証左であると受止めている。経済指標で最もサプライズであったのが鉱工業生産指数の弱さであった。9月は出荷・在庫バランスが明確に悪化し、予測指数を用いた10~12月の生産は2001年のボトムに匹敵する程の深さとなっている。予測指数とはいえ、生産までのリード・タイムが長く、部品メーカーから素材関連まで裾野が広いことから急な生産計画の変更が難しい自動車の減少が目立っていることからすると、ある程度確度の高い数字だとみておいたほうが良さそうである。先程の門間調査統計局長の話だともっと悪いかもしれないということであった。調査統計局のヒアリング情報からも、自動車メーカーの減産は裏付けられている。

こうした生産の弱さは、その背景にある海外需要の下振れをも示唆しているが、9月決算発表によると、これまで比較的好調とされていた建設機械やデジカメなどにまで世界経済減速の影響が出ているようである。こうした企業では、2009年度入り後も慎重にみる向きが少なくなくない。また、商工中金による景況判断指数が1998年10月以来の低い水準まで落ち込むなど、企業マインドが悪化を続けている。交易条件の悪化が漸く止

まったく、そのプラスの効果が出るまでにはまだ時間が掛かりそうである。

以上のように、様々な経済指標を丹念かつ慎重に分析、検討した結果、これまで最も注視してきた国際金融資本市場の混乱と海外景気の落ち込みに伴う国内景気への下振れリスクが、ここにきて急速に顕現化したことは否めず、我が国の景気がこれまでの標準シナリオをトレースできない可能性が高まってきたと言わざるを得ない。急激な株安、円高、欧米金融市場の混乱の新興国市場への波及、金融のより一層のタイト化、不確実性の増大など内外需を通じて実体経済に一段と悪影響を与え、生産・所得・支出の悪循環が始まりつつあるようにも思われる。

こうした点を勘案し、次回会合までの金融政策運営方針については、政策金利の誘導目標を、0.50%前後から0.25%前後へ引き下げるなどを提案したいと思う。4月の会合の際、国際金融資本市場が不安定化の様相を強めていたことを受けて、機動的かつ柔軟な対応が必要な状況かどうかについても、常に意識しておきたいと述べた事がある。その際、併せて、不確実性が大きい状況のもとでは、機動的とは言いながらもある程度リスクが顕現化するまで待って対応すべきとも申し上げた。その理由は、保険としてアグレッシブに利下げを実施しても、リスクが顕現化すると市場は追加利下げを期待して、レート低下を織り込み、利下げが行き過ぎるリスクが高いためである。その意味では、下振れリスクが顕現化し、メインシナリオを大幅に下方修正した今回、機動的に政策対応すべきタイミングであると考えた。国民にとって望ましい持続的な経済成長を実現するために、経済の変動をならすことは重要であり、経済を下支えするために、市場の安定化を図るだけでなく、ここで利下げすることが望ましいと判断した。また、現時点では来年度のコアのCPIがマイナスになる蓋然性が高いと私が想定していることも理由の一つである。

利下げ幅については、現在市場が織り込んでいるのは、最近の変更幅と同じ0.25%である。それと異なる幅にした場合、その理由を問われることになるが、私にはその説明が難しいこと、また今後の金利変更幅について不確実性を高めることになるため、従来どおりの幅が良いと思っている。

また、経済に下振れリスクがある中で、市場に金融政策に対する出尽くし感が出ないよう、お金の流れをよりスムーズにするための工夫など今後も色々と考えていきたいと思う。なお、現在は金融市場の安定化と経済の下支えが金融政策運営にとって最優先課題であるが、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復するという蓋然性が高まった時には、金利水準を速やかに引き上げていくのが、長い目でみれば妥当だと考えている。

最後に資金供給円滑化のための補完当座預金制度についてであるが、賛成する。準備預金への付利は米英欧中央銀行では標準装備となっており、日銀も恒久的なものにすべく準備預金制度の在り方との関係等を検討していくことも大切だと思う。誘導目標とのスプレッドについては、狭いと下限を画する効果は強くなる一方、市場取引が不活発化する可能性があるので、難しい判断を迫られるが、金融市場の安定確保に向けての臨時かつ時限的な措置という位置づけでもあることを念頭に置いて、誘導金利が0.5%の場合は現在の補完貸付金利と同様にスプレッドは0.25%、それよりも金利が低くなった場合にはそれよりも幅を狭くせざるを得ないとと思っている。私は0.25%への利下げが望ましいと思っているので、その場合には、量的緩和政策を解除したときと同様に、0.15%のスプレッドでやむを得ないのではないかと思っている。以上である。

白川議長

野田委員、お願いする。

野田委員

最初に足許の経済・物価情勢を、次に2010年度までの展望を、最後に金融市場調節方針を述べる。まず足許の経済情勢を総括すると、前回会合以降、明らかになった経済指標、調査結果等は、海外経済がほとんどの国、地域で一段の減速あるいは停滞したことを鮮明にし、我が国経済についても停滞色の一層の深まりを裏付けるものであった。まず、金融市場からみ

ると、国際金融資本市場は、金融システム不安が米国から欧州に拡大する中で、極めて不安定な状況を続けており、実体経済との負の相乗作用のリスクはさらに高まった。これを受け、日本国内の金融資本市場も、米欧程ではないとはいえ不安定さが増している。短期金融市場では、市場の機能が低下し、CPクレジット市場ではスプレッドの拡大が進み、起債延期も相次いでいる。為替市場では大きな振れを伴いながら、円高が進行した。さらに、ファンドの換金売り等により株価が急落している。

次に、我が国経済について企業部門から確認すると、実質輸出は4~6月期に前期比-3.3%減少した後、7~9月期は若干の増加にとどまり、ここで頭打ちの状況が明確になった。米国向けが4四半期連続の前期比マイナスとなつたが、もはや米国以外の地域向けにその穴埋めを期待できる状況ではなくなっていることも付け加えなくてはいけない。設備投資については、一致指数である資本財総供給は本年年初から足許の8月に至るまで減少が続いている。先行指数である機械受注の8月分が公表されたが、7~8月は4~6月比-9.6%と鋭角的に落ち込み、設備投資の先行きの減少見通しもはつきりした。家計部門であるが、個人消費については、7~9月の消費水準指数や実質消費支出が4~6月対比で減少するなど、弱めの動きが続いている。以上のような総需要の低下を反映して、生産は弱めの動きを続けている。9月は前月比+1.2%と2か月振りのプラスとなったものの、7~9月期では前期比マイナス幅を拡大させた。予測指標はマイナス幅をさらに拡大させており、ミクロ情報等を勘案すると、10~12月期に続き来年1~3月期も前期比マイナスとなる蓋然性が高まつた。

次に展望レポートであるが、執行部案の標準シナリオについてコメントすれば、前回会合までの決定会合での議論で共有された論点や見通しと、その後の実体経済の下振れ、並びに金融資本・為替市場の動向、就中、急激な株安と円高の影響を十分に踏まえたものであり、基本的に異論はない。そのうえで、2010年度までの経済・物価情勢に係る私の見方をご説明する。まず、海外経済について重要な点だけ述べれば、米欧の金融システムの混乱について、病巣の大元である住宅市場における調整圧力がなお減衰

しておらず、米欧金融機関の資本基盤の脆弱性の問題も対策が講じられたとはいえ、後で述べるように実効面等の不安要素が解消される段階まではなお、程遠いと言わざるを得ない。こうした状況では、レバレッジ解消のプロセスが続き、金融と実体経済の負の相乗作用が一段と強まる可能性が高く、その影響が引き続き多くの国、地域に及ぶことは避けられない。当面、海外経済は全体として減速が続くこととなる。短期での回復を展望するには現時点では無理があり、回復に転じるのは2009年後半以降かとみている。こうした中で、我が国の経済情勢を企業部門から展望すれば、輸出は減少の道を辿ることにならざるを得ない。そうであれば、既往の原材料価格高の影響も残る中で、企業の生産活動や支出活動は弱いものとなる可能性が高いと思う。

次に、家計部門である。個人消費は、企業の支出抑制による名目賃金の低下と小規模企業を中心とした雇用縮小の双方を映じた雇用者所得の伸びの鈍化を背景に足許弱めの動きを続けているが、こうした雇用・所得環境がさらに悪化の方向に向かう可能性が高く、既往のエネルギーや食料品の価格上昇の影響も残ることから、当面、個人消費の回復は期待しがたいとみている。物価を巡る環境をみると、経済成長率が潜在成長率を下回る中、労働や設備といった資源のスラックは拡大の方向で推移することになる。CPIは、石油や穀物などの原材料価格に大きく左右されるが、現時点ではそれらの価格の落ち込みを反映して、徐々に伸び率は低下していく可能性が高いとみている。

次に、中心的な見通しに係るリスク要因について述べる。私は、実体経済面のリスクとして、中心的な見通しを成立させる二つの前提——一つは国際金融市场や米欧の金融システムが安定化に向かい、海外経済が減速ないし停滞局面を脱していくこと、二つに国際商品市況が総じて安定的に推移すること——そのものについてのリスクを、ある意味では大文字のリスクとみており、また、設備投資と雇用の下振れ、それともう一つは金融環境を小文字のリスクとみている。

まず、最大のリスク要因である海外経済についてであるが、米欧は、金

融システムの問題が解消に向かう時期や、その実体経済への影響について尋常ならざる高い不確実性がある。公的資金の注入、不良債権の買い取り、銀行間取引への保証等の対策が講じられたが、問題の本質的解決の緒に就いたという段階であり、不透明な点が幾つか残っている。不透明な点についてはいちいち列挙しないが、これらが全て同時にとは言わないまでも、一つ一つが少しずつでもクリアになれば、それについて市場参加者のリスク回避姿勢が徐々に緩み、極限近くまで低下した国際金融市場の機能の回復、改善に繋がっていくことが期待される。また、米国については——というよりは世界経済については——より長期的かつ本質的な問題として、消費がどの水準まで回復するのか、有り体にいえば、過剰消費とその裏にある過剰債務の調整が進むとすれば、どういうプロセスで進んでいくのかという不確実性がある。また、新興国では、アイスランド、ハンガリー等が深刻な金融危機にみまわれ、IMFへの支援を要請した。5月に私は中東欧に出張したが、欧州新興国の陰の部分として、これまでの成長を金融面で支えてきた欧州先進国からの資金フローが急激に巻き戻されるリスクを実感したと報告したが、不幸なことにこのリスクが顕現化してしまっている。国際金融資本市場の今後の動向次第では、長期的に経常収支が赤字の国などにさらに拡大するリスクを十分に視野に入れておく必要がある。

次に、第2のリスク要因であるエネルギー・原材料価格高である。国際商品市況の反落は、交易条件の好転による所得形成面からの内需の下支えに繋がる、いわば唯一の、とはいえる強力なポジティブな要因であるが、その背景には世界経済の減速があり、我が国の輸出の増勢鈍化ないし減少が先行することに留意しなければならない。先行きは、既往の市況高騰のアクセラレーターとして金融資本市場の混乱が指摘されており、その混乱が依然として収束をみていない状況下、短期的には何かしらのイベントを契機に再び上値を追う展開に戻るリスクには十分に意識しておく必要がある。中長期的には、世界経済が持続可能な水準以上で成長し、国際商品市況が再び高騰するリスクは、より本質的なリスクとして払拭で

きない。

続いて、小文字のリスクであるが、まず設備投資と雇用の下振れリスクに対して注意が益々必要になってきたと感じている。両者の過剰感はなお低水準とはいえ、じわじわと高まっている。数多くのミクロ情報は先の支店長会議でも報告されたところであるが、その後のさらなる株安、円高の進行は企業経営者のマインド面へも大きな負の影響を与えていた可能性は否定できず、企業の成長期待の動向あるいはそれを映じた設備投資や雇用の動向について、従来以上に注意深くみていく必要がある。

二つ目は金融環境である。既に中小、零細企業や建設、不動産といった業種では資金調達環境ははっきりと悪化しているが、ここ許の長期金融市场の混乱と株式市場の急変に伴う有価証券の評価損や景気停滞を反映した信用コストの増加により、一頃とは様変わりに、金融機関の資本制約が地域金融機関はもとより大手金融機関の間にも意識されるに至っている。このほか、信用スプレッドは拡大傾向にあり、金融環境——フィナンシャル・コンディション——が総じて緩和的な状態から引締まり方向へと変化してきていると判断している。景気停滞感の深まりとともに、金融機関の貸出態度がさらに厳しさを増し、金融面から実体経済への下押し圧力が日本でも高まる可能性がある。以上、小文字のリスクについて言及したが、前回会合以降、短期間でこの小文字のポイントが顕著に大きくなつたことは間違いない。

最後に、次回会合までの金融市场調節方針について述べる。これまで申し上げたことを総括すれば、足許の景気の停滞色が一層深まっており、先行きも 2008 年度、2009 年度の経済見通しの中央値がそれぞれゼロ % 前半、ゼロ % 台半ばとなるなど、停滞が続くことが見込まれ、マイナス成長に陥る不確実性や成長経路への復帰が後ずれする可能性も含め、中心シナリオの蓋然性には極めて高い下振れリスクが存在すると言わざるを得ない。株価が大幅に下落するなど、日本の金融市场は不安定さが増し、明らかに市場の機能は低下している。フィナンシャル・コンディションも、先程申し述べたように、総じて緩和的な状態から引締まり方向へと変化してきたと

判断される。一方、物価は、上振れリスクが一頃に比べると小さくなつたことが確認できている。こうした状況では、政策金利を引き下げ、経済活動を最大限サポートすることが適當であると考える。また、その引下げのタイミングとして、積極的な資金供給を行う、さらに言えばプラス金利のもとで大量の資金供給を行うフレームワークを確保するための手段として、当座預金の付利を開始する、その時期と利下げを一にすることは、合わせ技として金融政策の効果を高める観点から意味があるものである。まさに、今日の後に今日なしという考え方である。その引き下げ幅については、0.25%刻みが自然であるが、当座預金への付利という新しい制度の運用との問題を考察する必要がある。すなわち、一つに、期待されるところのコールレートの下限を画する効果をもたらすには、金融機関が準備預金を積むインセンティブを確保する観点から、ゼロ金利ではない一定水準以上が必要となる。二つに、その一方で、誘導目標とのスプレッドが狭ければ、資金を市場放出しない、つまり市場取引が不活発となることに繋がりかねない。これは本末転倒である。三つに、以上の二点が確保される範囲においては、現下の状況を踏まえ、政策金利を最大限引き下げることが望ましいと考えている。これらの観点を満たすものとして、幾つかの選択肢があるが、さらに四つに、補完貸付制度の基準貸付利率は、現下の短期金融市場が不安定な状況下、誘導目標の引き下げ幅を下回らない幅で引き下げることが望ましいこと、五つに、当座預金への適用金利と誘導目標とのスプレッドは、補完貸付制度の貸付利率と誘導目標とのスプレッドと同幅であることがスタート時点では自然ではないかということも勘案して、これらの幾つかの諸要素のぎりぎりの接点として、私は、無担保コールレートの誘導目標を0.2%引き下げ0.3%前後とし、補完貸付制度の基準貸付利率は0.5%、当座預金への適用金利は0.1%とすることが適當であると考えた。ただ今のコリドーの比較については、私は手許でマトリックス表を作つて悩みながら検討した結果である。私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いする。

水野委員

10月初めの決定会合以降に公表された経済指標をみると、輸出、設備投資、生産、個人消費など幅広いコンポーネントで景気がさらに弱い動きを示していることが確認された。諸外国の経済指標をみても、世界経済が一段と減速していることを示唆するものが多かったと思う。我が国の景気は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の頭打ちなどから、停滞色が強まっているとの執行部の判断は適切だと思う。

9月の鉱工業生産は、前月比+1.2%、前年同月比では+0.4%となったことから、7~9月期の生産は前期比-1.2%と3四半期連続の減産となった。先行きについても、製造工業生産予測調査をみると、12月が11月比横這いと仮定すると、10~12月期の生産は前期比-4.0%となる。また、自動車、IT、素材業種等では、年度下期の生産計画の下方修正が相次いでおり、来年1~3月期に掛けて、生産は5四半期連続の減産も予想される展開になってきた。今回の生産調整は、結果的に、2001年の前回景気後退局面を上回る大幅な調整になる可能性ももはや否定できなくなってきたと思う。9月の資本財出荷（除く輸送機械）は前月比+5.3%と4か月振りに増加したが、7~9月期でみれば前期比-5.7%と弱めの動きとなっていること等を踏まえると、7~9月期GDPの設備投資は3四半期連続の前期比マイナスが予想される。

金融環境を評価すると、国際金融資本市場の動搖が我が国にも波及しており、カウンターパーティーに対するリスク認識が急激に高まっている。すなわち、株価が大幅に下落したほか、社債の発行が困難化しており、CPレートも強含んでいる。また、金融機関の融資姿勢も、建設、不動産、ノンバンク、リース等、特定の業種を対象に厳しいスタンスが続いている。このところの株価下落を受け一段と慎重化している。このように、我が国の金融環境は、カウンターパーティーに対するリスク認識の高まりから、

資金の目詰まり、つまり資金のアベイラビリティーに制約が生じていると言える。もっとも、本行の機動的な金融調節もあって、マネーマーケットはターム物取引を含めほぼ正常に機能していると思う。こうした中、10月29日付日経新聞の日銀利下げ検討報道を、中短期債と株式相場は素直に好感したもの、29日当日はF B3か月物で10bp、C Pで5bp程度しか金利は低下しなかった。金融市場の反応をみると、金融システムの安定という観点からは、政策金利の引き下げよりも、資金の目詰まりを解くような流動性供給の強化策の方が有効であると判断することもできる。なお、今後の展開を占ううえで、企業金融の引締まりを招き、設備投資計画や企業収益に悪影響を及ぼさないかが注目されると思う。

10月28日、29日のFOMC声明文をみると、具体的に個人消費の減少、企業設備投資と鉱工業生産の弱まり、海外経済の減速を受けた米国の輸出見通しの悪化など、詳細な説明を加えつつ、経済活動のペースが顕著に減速してきた、としている。また、「金融市場の混乱の激化は、家計や企業が信用を得られる能力を一段と低下させることなどにより、支出を一層抑制させる公算が大きい」という一文が、10月8日の協調利下げ時に続き記述されている。

世界的な実体経済と金融の負の連鎖が深刻化するリスクについて、日本銀行はどの中央銀行よりも早く認識していたが、欧米諸国もさすがに金融危機を目の当たりにして重い腰を上げ、次々と金融機関への公的資金注入に踏み切る等、適切な対応に転じている。しかし、一時的に金融不安は抑えられたとしても、未だに米国やイギリスの住宅価格の下落が続いていることを考えると、今後は、再証券化商品などの不良資産の償却に加え、商業用不動産や各種の企業、家計向けのローンの焦げ付きへの対応という伝統的な不良債権処理がまだ増える局面と判断される。加えて、主要国の景気減速と金融市場のストレスの増加を受けて、新興成長国への悪影響も顕在化しており、一部の国ではIMFやEUからの公的支援を余儀なくされている。日米及びユーロ圏主要国は、これまで好調な新興成長国の景気動向に下支えされていた面が大きかったため、昨年までの好循環メカニズム

が逆回転し始める可能性も警戒しておく必要があると思う。

次に、展望レポートについてコメントする。今回は、世界的に金融ショックの実体経済への影響など、極めて不確実性が高まっている状況下で、2010年度までの2年半という長期の経済・物価動向を見通すというチャレンジングなものである。執行部の原案のリスク要因をみると、経済見通しにおいて、下振れリスクがプレイアップされている感はあるが、景気の先行きに関する不確実性は明らかに下振れ方向に高いと判断される中、当然の帰結であり、執行部案に賛成する。なお、市場参加者も、最近の経済指標の想定以上の悪化に加え、世界的な株価下落をスタート台に先行きの見通しをたてているため、本行の見通しに弱気バイアスが掛かっていると必要以上にみられることはないように思う。

当面の金融市場調節方針であるが、現状維持で良いと思う。確かに景気は停滞感を強めているが、今、問題となっているのは金融システムにおける資金の目詰まりである。従って、まずは、景気を下支えするためにも、政策金利の引き下げより、潤沢な流動性を供給することで市場機能を維持し、レポ金利やターム物金利の上昇や信用スプレッドの拡大を最小限に抑えることに努めることの方が重要であると思う。一案として、最近多くの証券会社が、レポ停止を通告している物価連動国債を期限付きで国債買い切りオペの対象とすることを指摘したいと思う。ただし、我が国経済は停滞色が強まっており、今後、足許の景気判断を景気は悪化していると、さらに下方修正する可能性も高まっていることから、12月短観等をしっかりと分析すべきとも思う。

金融市場では、過去数日の世界的な株価反発は、日銀の利下げ期待を反映したものであるとの見方もあるようであるが、10月以降の世界的な株価下落や円高進行は、投資家からの解約、証券会社からヘアカットの水準を引き上げられたヘッジファンドによるポジション解消や様々な投資家による換金売り——キャッシュ化——によるところが大きいと思われる。金利差やファンダメンタルズを反映したものでないことは、各国の利下げ発表直後の株価反発力が極めて限定的なものにとどまっている

ことからも理解できる。

付利を導入する上での留意点として、二点指摘したいと思う。まず一点目として、何よりも市場機能を殺さないように付利の水準を設定すると同時に、これまで以上に機動的かつ肌理細かくオペを運営すること。金融市場で利下げ期待が強い場合には、付利した水準にコールレート（オーバーナイト物）が張り付くリスクがあるため、必要に応じて資金吸収オペでそうした動きを牽制する必要があること。二点目として、今回の付利導入に関して対外的に説明する際には、金融市場調節方針における誘導目標はあくまでもボードメンバーが決定した無担コールレート（オーバーナイト物）であり、金融市場調節によって、かつてのように低め誘導を行ったり高め誘導を行ったりすることはないことを、当たり前であるが、強調しておくことを指摘したいと思う。

リーマン・ショックと次世代RTGSというイベントがあった9月の積み期は、無担コールレートの日中の底値が0.10～0.15%という日もあったが、当面のイベントを通過して足許では0.3%程度でとどまって、やや落ち着いてきた。そのため、市場機能を殺さないという大原則を考えると、当面の当預付利の水準として、無担保コールレート（オーバーナイト物）マイナス20～25bp程度が適当かと思う。そのうえで、ロンバート金利が75bpであることに鑑み、バランスを考えると、当面は、無担保コールレート（オーバーナイト物）マイナス25bp、すなわち、0.25%に設定することが適切だと思う。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いする。

西村副総裁

経済情勢の実物面について、前回会合では、「海外経済に従来とは異なった不連続な変化の兆しがあり、日本経済にもその影響が及びつつあるようにみえるが、最終判断はハードデータを待ちたい」と述べた。前回会

合からのデータをみると、残念ながら日本経済においても明確に従来のメインシナリオとは不連続な下方シフトが生じたと判断せざるを得ない。

まず、米欧経済の減速が他の新興国に波及し、それが再び米欧経済に波及するという地域間の強い負のフィードバック・ループが働き始めている。また米欧において、住宅市場の急落が負の資産効果を通じて、自動車等他の耐久消費財市場に影響を与え、それが雇用に影響し再び住宅市場を下押しするというように、ここでも負のフィードバック・ループが動きはじめている。このため、日本の輸出に従来予想とは異なるはっきりした下方シフトが起きている。それが意図せざる在庫投資を増加させ、かなりはっきりした生産調整をもたらしている。それが設備投資の先送りの傾向をもたらし、雇用面にも少しづつ影響が出始め、消費の弱めの動きに連なるなど、我が国においても負のフィードバック・ループの影響が出始めていると考えられる。

加えて金融面においても、国際金融市场の動搖が、米欧比比較的安定していた日本市場にも伝播し次第に影響が拡大している。海外金融市场に強く依存した一部産業では、金融緩和環境の変調が以前からみられたが、それが次第に他産業に広がる気配があり、社債の発行環境が全体として厳しくなっている。さらに実物経済の停滞色の強まりに従って、従来から厳しい状況にあった地方の中小企業ではその傾向がさらに強まっていると考えられる。日本においても、金融と実物経済の負のフィードバック・ループが起こる可能性を全く否定できる状況ではなくなってきてている。特に、短期金融市场は十分な注意と適切な対応が必要な状況になっている。2007年以降の国際金融市场の動搖の中で、今まで日本の金融市场では金融機関の流動性の状況が問題になることはなかった。しかし、米欧金融機関の相次ぐ破綻あるいは事実上の破綻の後、特に米欧との繋がりの深い金融機関に対して、流動性の状況に対する疑心暗鬼が拡大し、短期金融市场の機能が著しく低下した状況にある。

これに対し、物価面では国際商品市況が大きく下落している。これは、世界経済の急減速による需要の落ち込みに加え、金融商品化によって上昇

した部分がはげ落ちた面があると考えられる。我が国のエネルギー・食品価格は従来に比べても国際商品市況をより反映するようになってきている。従って、見通し期間という範囲で考えるならば、このまま資源エネルギー価格が安定するなら、インフレ率は比較的速く低下していくと考えられる。ただし、膨大な人口を擁する新興国の非効率な資源利用を考えると、長期的なトレンドとしては上昇リスクを否定することはできない。

以上の現状判断のもとで、2010年までの中心的な見通しとリスク要因を判断した時、展望レポートの記述は概ね異論はない。二点、解釈について付け加えたいと思う。中心的な見通しについて、原案には設備・雇用・債務面での過剰が小さいことから、深い調整には至らないという叙述があつたが、それが削除されたのは適当であると考える。一般に負のフィードバック・ループが働く時には、当初の過剰が小さくとも、かなりの調整になる可能性がある。そして現在の状況を放っておくと、経済活動が大幅に収縮しそれが長期間に亘る厳しい景気後退になる可能性があると考えている。そのため、以下、金融政策運営のところで述べる適切な対策の導入と政策の変更が必要であると考えている。

第二に、上振れ・下振れ要因について、「原油をはじめとする一次産品の価格動向には上下両方向に不確実性が大きい」と記述されているが、同時にその裏にあるエネルギー・原材料価格の著しい構造的なボラティリティの上昇を頭に入れておく必要があると考える。資源市場では、一方で需要側は資源利用が非効率でかつ政治的にも不安定な新興国に重心が移りつつある。他方、供給側では、資源ナショナリズムの高まりや地政学リスクのため供給のバッファーが従来にない程減少している。このため、ちょっとした需要の変動、一部の供給の遮断が、国際価格のかつてない程の大きな変動をもたらす。エネルギー・原材料価格の直近までの急騰と直近の急落はこの状況の現われである。エネルギー・原材料需給のこの状況は今後も引き続くことを考えれば、エネルギー・原材料価格については上振れ・下振れリスクだけではなく、その程度についても従来にない大きなリスクがあることは頭に入れておく必要があると思う。

今般の展望レポートの第一の柱、第二の柱からの自然な判断として、日本経済が大幅に厳しい景気後退に入るのを避け、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくプロセスを支えるためには、緩和的な金融環境の確保を図ることが必要であると考える。しかし、現在、国際金融市場の動搖の影響から、我が国の緩和的な金融環境が全体でみても若干変調の兆しをみせ始めている。さらには、これも国際金融市場の動搖を受けて我が国の短期金融市場の機能が低下し、特に年末、年度末に向けて流動性の面から不安定になる可能性も生じてきている。重要なのはこの二つが現在では独立ではなく、相互に相乗作用が働きつつある点である。もしこの二つが負の方向に相乗作用をもたらすと、日本経済には大きな脅威となると言わざるを得ない。従って、現在、適切な政策はこの両方に対処する政策パッケージでなければならない。

この観点からみると、第一に金融市場調節方針を変更し、無担保コールレート誘導目標を引き下げ、かつ第二に今回導入を決定した補完当座預金制度と基準貸付利率を使うことによって、年末、年度末に向け積極的な資金供給を円滑に行えるように体制を整える政策パッケージが望ましい政策であると考える。その際、現在維持されている市場機能はできるだけ維持する観点から、無担保コールレート誘導目標と、それを囲むコリドーの上限を形成する基準貸付利率と下限を形成する補完当座預金の利率を考える必要があると考える。

現在、国際金融市場の全面的な動搖というかつて経験したことのない状況のもとで、従来の十分低いと考えられていた誘導金利水準にありながら、緩和的な金融環境に変調の兆しがみられる状況にある。そのように考えるならば、従来の0.25%刻みにとらわれることはないと考えられる。他方、市場機能をできるだけ維持するために、ある程度の幅をコリドーにつける必要がある。この二点を勘案するならば、誘導目標を0.3%、上限を切る基準貸付利率が0.5%、下限を切る補完当座預金利率を0.1%とするのが適當ではないかと考えている。以上である。

白川議長

次に中村委員、お願いする。

中村委員

10月6日、7日の金融政策決定会合以降、8日には米欧中銀による協調利下げが実施されたほか、その後も各国において、金融システム安定化策が相次いで公表された。しかし、国際金融資本市場は緊張と混乱が続いている。また、これまででは、市場の混乱は米国を震源に主に先進国において問題が深刻化していたが、足許ではアイスランド、ウクライナ、ハンガリー等の欧州諸国に加え、ブラジルや南アフリカなどエマージング諸国の市場にも影響が拡散しており、世界的な金融危機の様相を強めている。我が国においても、10月以降の株価下落率が主要先進国の中で最大となったり、日経平均株価がバブル崩壊後の最安値を更新した。また、為替市場では円高となり、特に対ユーロで急激に進行、短期金融市場でも、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから、CPの発行スプレッドが急拡大しているほか、資本市場での資金調達環境も悪化している。

海外経済については、執行部の説明に異論ないので省略する。国内の実体経済面である。これまでに公表された経済指標等をみると、景気の停滞が続く中、下押し圧力が一段と強まっている。7~9月の鉱工業生産は3期連続でマイナスとなったほか、先行きの動向を製造工業生産予測調査から窺うと、輸送用機械、鉄鋼、電子部品・デバイスなどにおいて大きめの減産見通しとなっており、企業の生産活動は当面、減少傾向が続く見通しである。輸出についても、7~9月の実質輸出は、前期比+1.6%とこれまでの増加基調が途切れつつある。先行きも、世界経済の減速や為替円高の影響から弱めの推移となる可能性が高まっている。設備投資関連では、8月の機械受注統計が大幅減少するなど、設備投資の減少傾向も明確になった。消費者マインドも引き続き慎重化しており、個人消費も総じて弱めの動きが続いている。足許の我が国の企業金融については、CPを含め資本市場からの調達環境が悪化し、間接金融の依存度が高まっている。先行き

の景気や業績悪化懸念もあり、金融機関の融資姿勢は慎重化しているようで、緩和的な金融環境とは言えなくなっているようである。一方、これまで行ってきたCP現先などの運用を手控え、手許現金を積み上げるなどの対応を通じて、不測の事態に備えようとする企業の動きもあるようである。

続いて展望レポートについてである。結論としては、執行部の原案に異論はない。日本経済の先行きを展望すると、海外経済の減速やこれまでの交易条件の悪化の影響などから、輸出、国内民間需要ともに7月の中間評価時点に比べ、下振れて推移するとみられる。すなわち、我が国経済は、海外経済が金融市场との負の連鎖により、長期に亘って減速し続ける可能性が高いことから、内外の需要減退が調整圧力を高め、当面停滞色の強い状態が続き、その後、海外経済が減速局面を脱するにつれて成長率が徐々に高まっていくと考えられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年度比足許の2%台半ばの水準から低下し、2009年度、2010年度と低水準の経済成長が続き、需給ギャップが縮小しないことから、ゼロ%近傍で推移すると考えられる。

経済・物価情勢を二つの柱に基づいて点検すると、第一の柱、すなわち、経済・物価情勢について最も蓋然性の高いと判断される見通しについては既に述べたとおりである。第二の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検すると、我が国の経済成長はこれまで同様、外需に依存する割合が大きいため、世界経済の動向を見極めていくことが重要である。最近の国際金融資本市場の動搖は、金融面からの実体経済に対する調整圧力を増大させているため、世界経済が一段と減速するリスクが高まっているほか、減速局面を脱して再び加速する時期が見通しにくくなっている。また、これまで世界経済を下支えした要因として意識されてきた新興国・資源国経済の成長期待が減退し、そのことが米欧先進国の景気と金融不安を増幅している点も下振れリスクとして意識される。

以上を踏まえて、今後の金融政策運営の考え方について、2010年度まで見通した表現としては、景気のダウンサイド・リスクが相対的に高いこと

を勘案して、「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」、それらに応じて「機動的に金融政策を行なう」、「特に、当面は」、「経済の下振れリスクに注意を払う必要がある」という原案の記述で良いと思う。

次回会合までの政策運営方針の前提となる金融経済情勢を整理すると、国際金融資本市場における混乱は世界的に拡散しており、各国当局による異例とも言える対応策の導入にもかかわらず、沈静化する兆しが未だ窺われず、最悪期は脱したと言われているが、金融危機やその影響が収束する時期が極めて見通しにくい状況である。こうした世界的な金融危機は、実体経済との負の相乗作用により世界経済を減速させ、ひいては我が国経済の牽引役であった輸出が長期に亘って伸び悩む可能性が高まっており、何らかの景気刺激策が必要な状況である。現在の 0.5% という極めて低い政策金利は、緩和的な金融環境を通じて民間需要を下支えしてきた。しかし、国際的な金融危機を背景にリスク回避姿勢の強まりから金融市場機能が低下していることに加え、リスクプレミアムが上昇していることもあって、企業にとっての資金調達の緩和度合いは後退している。こうした点を勘案して、先行きの経済・物価情勢を展望した場合、物価上昇リスクが抑制されている中、日本経済は、国際的な金融危機の影響などから、足許、長期的な調整局面入りする瀬戸際にあるとも考えられるため、金融システムを安定させるための潤沢な流動性の供給のみならず、あらゆる政策手段を用いて、金融環境をより緩和的なものとし、経済を下支えすることが重要だと思う。このため、次回会合までの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）の誘導水準を 0.25% 引き下げて、平均的にみて 0.25% 前後で推移するよう誘導することが適当だと思う。また、資金供給円滑化のための当座預金制度の運用の見直しに関する執行部提案には賛成である。超過準備預金への付利息について、誘導目標とのスプレッドを 0.15% とし、0.1% とすることが適当だと思う。しかし、先程、野田委員の方から 0.2% という提案があったが、各々の率の設定については総合的な枠組みの中で弾力的に考えたいと思う。私からは以上であ

る。

白川議長

亀崎委員、お願ひする。

亀崎委員

時間が限られているので、足許の金融経済情勢の詳細分析の説明は割愛し、それを踏まえたうえで、金融政策運営方針に絞って述べたいと思う。なお、海外経済が一段と減速する中、日本経済も停滞色が強まっている、という執行部の認識に違和感はない。そこで、経済・物価情勢の先行きを展望すると、当面、景気は一段と下振れ、物価は上昇率が低下するが、その先については、海外景気の持ち直しとともに、景気は緩やかに回復し、物価も極く緩やかな上昇基調に戻る、とのパスをメインシナリオと考えている。このシナリオのもとでのリスク要因としては、景気が想定を超えて悪化する可能性と、物価が想定程下がらない可能性を考えている。このように、これまで同様、リスクは上下双方にあるが、リスクのバランスとしては、明確に景気の下振れ方向にあると考える。この点、今回の展望レポートの執行部案は、こうした見方と概ね整合的であり、特に指摘しなければならない部分はない。以下、景気と物価のリスクについて点検してみる。

まず、景気面のリスクである。米欧先進国については、中央銀行や政府が、大量の流動性供給や金融機関への公的資金注入など、迅速かつ機動的に様々な手を打ち、金融機関の破綻懸念を後退させたことは一定の評価ができる。しかし、問題の根源である米国の住宅価格は一向に下げ止まらず、公的資金による金融機関の不良債権の買い取りも進んでいない。そのため、金融市場の混乱は収まる気配がなく、各経済主体のリスク回避意識の高まりを通じて実体経済に一段と負の圧力が掛かっている。従って、金融と実体経済との悪循環が一段と深まる可能性や、これが好循環へと戻るのに相当時間が掛かる可能性に注意する必要があると思う。経済規模、成長率の高さ、日本との関係において大変重要な中国については、7~9月のGDP

Pが前年比で+9.0%と、高成長ながらもそれまでの二桁成長から大きく減速した。こうした中、人民銀行が一昨日、先月来3度目の利下げを行ったほか、政府が輸出増税還付率の再引き上げや、不動産対策の導入を行うなど、高成長持続に向けた対策を矢継ぎ早に打ち出しているが、これは中国経済が景気下振れリスクを抱えていることが背景にあると考えられる。その他の新興国についてみると、海外資金に経済が過度に依存していたアイスランド、ウクライナ、ハンガリー等一部の欧州諸国が、金融市場における極端なリスク回避行動により、深刻な危機に追い込まれている。金融危機は、同様の問題を抱える南アフリカやパキスタンなど、世界的に伝播し始めている。中東産油国やロシア、アジアNIEsやASEAN諸国は減速しつつも高成長を保っているが、成長が海外資金に大きく依存している点は類似しており、一部の国では資金流出が問題となり始めている。そのため、先進国の景気が想定以上に悪化した場合には、中東、ロシアでは資源価格の一層の急落、アジアでは輸出の急減速が、それぞれ景気の大幅減速に繋がり、資金の国外流出から経済危機へと発展するリスクも念頭に置く必要があると思う。このように、現在の世界では、かつての日本のバブル崩壊やアジア通貨危機などで経験したような困難な問題が、舞台を変え、未曾有の規模で同時発生している。その経済全体への影響は大きいことは間違いないが、程度を計ることは容易ではない。こうした状況下、日本経済は、世界経済が減速する中で輸出が頭打ちとなってきており、加えて円高、株安の影響も踏まえると、想定を上回って景気が悪化し、それも深刻かつ長期に亘る可能性なしとせず、これは非常に大きなリスクであると思う。

次に物価面のリスクである。CPIを構成する521品目の動きをみると、2006年8月以降、上昇品目数は下落品目数を一貫して上回っている。こうした傾向は、食料やエネルギーを除いても同様である。このように多くの品目における値上げは、企業の価格設定行動の変化を示唆している可能性がある。すなわち、これまでコスト上昇に際しても値上げせず、売上数量を維持することで利益を確保していた多くの企業が、国際商品市況など

の大幅上昇により、価格据置では粗利の確保すら難しくなる状況に直面し、売上数量よりも単位当たり目標利益を優先する戦略に転じたものとみられる。そうであれば、多くの企業が既往のコスト上昇分を価格に十分転嫁できず、目標利益率が達成できていないとみられる中、多少のコスト低下では値下げしない、あるいは値上げを続ける可能性がある。消費者の側でも、先行きの物価上昇を見込む人の割合が大多数に上り、また、食品をはじめ多くの品目において、安全に対する意識の高まりから、価格は高くても国内品を選好する消費者が増えている中、価格上昇を許容する意識が高まっている可能性がある。これらを踏まえると、今後、物価の上昇率は低下していくとみられるが、そのパスが想定よりも若干上振れるリスクについても注意する必要があると思う。このように、この先、景気は一段と下振れ、物価の上昇率は低下していくとのメインシナリオのもとで、リスク・バランスは、明らかに物価上振れよりも景気下振れのリスクに偏っていると判断するため、一段の金融緩和を実施し、景気の下支え効果を高めるべきと考える。

従って、次回の金融政策決定会合までの金融市場調節方針として、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、現在の 0.5%から 0.25%ポイント引き下げ、0.25%前後で推移するよう促すのが適当と考える。また、補完貸付の適用金利である基準貸付金利については、0.25%引き下げて 0.5%とするのが適当と考える。なお、本行当座預金等への付利金利については、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準とのスプレッドを 0.15%として、0.1%に設定するのが適当と考える。以上である。

白川議長

山口副総裁、お願いする。

山口副総裁

私からも、現状評価、展望レポート、当面の金融政策運営の三点につい

てお話ししたいと思う。まず、現状評価である。世界の金融経済情勢をみると、ご承知のとおり、国際金融資本市場は全体としてなおストレスの強い状況が続いている。短期金融市場については、各国の政府あるいは中央銀行による市場安定化策の効果もあって、信用スプレッドが一部縮小に転じるなど若干の改善がみられているが、地合はなお神経質である。クレジット市場では社債の対国債スプレッドが高水準を続け、また株価は依然として不安定な状況にあるという認識である。一方で、実体経済面であるが、米欧を中心に減速している。米国経済については、停滞を続ける中で下押し圧力が強まっているという国際局の認識を共有している。それから、企業、家計とも資金調達環境の悪化やあるいは先行きに関する不確実性の高まりから支出活動が慎重化している状況にある。欧州経済についても停滞局面にあるし、アジア経済については中国、インドでは高成長が続いているが、N I E s、A S E A N諸国の景気は増勢が鈍化していると認識している。一方で、日本経済についてみると、輸出は頭打ち傾向が強まっているし、設備投資は機械受注が幅広い業種に亘って減少するなど、減少傾向が明確になっている。それから、個人消費は全体に弱めの動きが続いており、消費者コンフィデンスも一段と慎重化している。この間、生産は減少している。これらを踏まえると我が国経済の現状評価としては、停滞色が強まっているという形で総括判断するのが適当と思っている。

一方で、物価面であるが、今朝発表されたC P I（除く生鮮食品ベース）の前年比は、2.3%の上昇率になった。引き続き、高めの上昇が続いているということだと思う。ただ、先行きについては、エネルギーあるいは食料品の価格の落ち着きといったことから、徐々にプラス幅が縮小していくとみられる。この間、金融環境をみると、C P Iの発行スプレッドが大きく拡大している。それから、社債市場では起債の中止や先送りの動きが続いている。国際金融市場の動搖を受けた投資家のリスク回避姿勢が目立つようになってきているという認識を持っている。

次は展望レポートについてである。全体としては、執行部の原案に異論はない。まず 2010 年度までの中心的なシナリオだが、景気については、

エネルギー・原材料価格高の影響が薄れて海外経済も減速局面を脱するにつれ、成長率は次第に高まっていくであろうと思う。ただ、その時期は2009年度半ば以降となる可能性が高く、当面は停滞色の強い状態が続くと思う。また、物価については経済主体の中長期的なインフレ予想が安定しており、二次的効果が生じる状況ではないこと、需給ギャップや賃金が弱めの動きを続けるとみられることなどを考え合わせると、徐々に低下していくとみられる。こうしたシナリオに対するリスク要因について、展望レポートの原案では、幾つかの項目が掲げられているが、その整理と内容については、特段異論はない。

以上を二つの柱に基づいて点検すると、まず第一の柱であるが、我が国経済は、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という判断で良いであろうと思っている。ただ、こうした見通しについては既に議論が沢山あったところだが、国際金融資本市場あるいは海外経済の状況を踏まえると、不確実性がかなり高まっていると考えられる。また、我が国経済の回復に向けた条件が整うまでにどの位の時間が掛かるかについても、相応の時間をする可能性が高いといった点を念頭においておく必要があろうかと思っている。

次に、第二の柱に基づいてリスク要因をチェックすると、まず景気については、国際金融市場それから海外経済を巡る不確実性があるので下振れリスクが高まっているとみている。加えて、金融機関の貸出態度が一段と厳しさを増す場合には、我が国においても、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ると認識している。一方、物価については、これまで展望レポートなどで指摘してきた上振れリスクは以前より小さくなっていると思っている。むしろ、景気の下振れリスクが顕在化した場合、あるいは国際商品市況がさらに下落した場合など、下振れ方向のリスクを意識しておくべきではないかと考えている。

以上の点検を踏まえると、先行きの金融政策運営については、大枠としてこれまでと同様のスタンスを維持することで良いが、当面は米欧金融システムや国際金融資本市場の動向とその影響を中心に景気の下振れリス

クに注意を払う必要があると思っている。また、市場の緊張が高まる局面においては、中央銀行としてなし得る重要な貢献は流動性供給を通じた金融市場の安定確保であるが、この点は今後とも変わりはないと思っている。低金利による金融緩和効果を最大限に発揮していくためにも、金融市場の安定は重要である。今後とも、市場動向を注視し適切な市場調節を行うことで、金融市場の安定確保に万全を期していくことが大切だと思っている。

最後に、当面の金融政策運営であるが、以上述べたとおり、日本経済は、やや長い目でみると、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく姿が想定される。しかし、こうした見通しに対する不確実性は高く、景気の下振れリスクも大きくなっている。そうした点を踏まえると、この際、政策金利を引き下げ、補完当座預金制度を導入して金融調節面での対応力の強化を図ることにより、緩和的な金融環境の確保を図ることが適当であると考えられる。

具体的には、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導金利を0.2%引き下げ、0.3%前後で推移するよう促すとともに、基準貸付金利を0.25%引き下げ、0.5%とすることが適当と考えている。また、新たな政策金利水準のもとで積極的流動性供給を行うために、補完当座預金制度の適用利率については、誘導金利より0.2%ポイント低い0.1%とすることが適当と考えている。こうした結果として、誘導目標金利と補完貸付金利のスプレッド、それから誘導目標金利と補完当座預金利との間のスプレッドが同率となり、対称性が維持できるので、姿、形としては自然ではないかと考えている。それから、一点付け加えておきたいのが、政策金利の引き下げ幅0.2%についてである。政策金利の水準は既に極めて低い。従って、さらなる金利引き下げを行うにあたっては、金利水準の低下が持つ金融緩和の効果と併せて金利の引き下げが金融市場の機能を阻害し、かえって資金の流れを悪くする可能性についても十分配慮する必要があるよう思う。特に現在のように、金融市場の機能の大幅な低下がみられる局面では、後者の問題——つまり、金利の引き下げが金融市場の機能を阻害して、却って資金の流れを悪化させる可能性があるという問題——の重要性が

一段と増大しているように考えられる。政策金利の引き下げ幅として、0.2%が適当であると私自身判断したのは、今述べたような考え方からである。私からは以上である。

### 白川議長

今回、私の前に7名のご発言があった。この7名のご発言と私自身の考えを混ぜながら、これまでの議論を総括したいと思う。景気の現状判断あるいは先行きの見通しについて、それぞれ大きな差はなかったという感じがする。ただ後々、文章を発表する関係で私なりにサマライズする。一番重要な政策については、後からまた申し上げる。

まず現状評価である。景気面では、米欧を中心とする海外経済の減速を背景に、輸出が頭打ちとなっている。また、既往のエネルギー・原材料価格高に伴う実質購買力の低下を背景に、設備投資や個人消費も弱めの動きとなっている。以上を踏まえると、現状評価としては、日本経済は既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の頭打ちなどから停滞色が強まっていると考えられる。物価面では、消費者物価の前年比は足許2%台半ばと、なお高めの上昇が続いている。しかし、先行きはエネルギー・食料品価格の落ち着きを反映して徐々に低下していくと考えられる。この間、金融環境をみると、我が国の金融資本市場は、欧米に比べると市場流動性の面での問題は小さく、金融資本市場における信用スプレッドの水準も総じて低いことは言えると思う。しかし、短期金融市場では神経質な展開が続いているほか、株価が大幅に下落するなど国際的な金融面での動搖の影響が我が国の金融市场にも波及してきていると思う。

そのうえで2010年度までの展望である。まず、中心的な見通しとリスク要因である。中心的な見通しについて述べると、景気面では来年度半ば頃までは停滞色が強い状態が続くと見込まれる。その後、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ海外経済も減速局面を脱するにつれて成長率が徐々に高まっていく姿が想定されるが、その時期は来年度半ば以降となる可能性が高いと思っている。物価面では中期的なインフレ予想が安定的に

推移するとみられる中、需給ギャップや賃金が弱めの動きを続けるほか、エネルギー・食料品価格の落ち着きを反映し、徐々に低下していくと考えられる。

こうした中心的なシナリオに対する上振れ・下振れ要因の整理としては、原案にあるように、第一に米欧の金融危機の帰趨とその影響、第二に新興国、資源国の動向、第三にエネルギー・原材料価格の動向、第四に企業の成長期待の動向、第五に金融環境の動向を挙げることで良いと思う。また、物価面のリスク要因としては、経済活動の水準に応じて物価が変動するリスクのほかに、物価固有のリスクとしては、第一に家計のインフレ予想や企業の価格設定行動、第二に輸入物価の動向を挙げることが適当だと思う。

二つの柱に基づく点検と金融政策運営方針であるが、第一の柱に則して中心的なシナリオを評価すると、我が国経済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るが、こうした見通しは世界経済の見通しに大きく依存する。世界経済や国際金融資本市場の状況を踏まえると、世界経済全体の調整が進捗し日本経済の回復に向けた条件が整うにはなお相応の時間を要するとみられるほか、見通しに関する不確実性が著しく高まっている点には十分留意する必要があると思う。

次に第二の柱に基づきリスク要因を点検すると、国際金融資本市場、米欧金融システムや海外経済を巡る不確実性など、景気の下振れリスクが高まっていることに注意する必要がある。また、金融機関の貸出態度が厳しさを増す場合には、我が国においても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ることについて留意する必要がある。物価面では、上振れリスクは以前に比べると小さくなっていると考えられる。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、物価上昇率が想定以上に低下する可能性もある。

以上を踏まえ、先行きの金融政策運営としては、これまで同様、経済・物価の見通しとその蓋然性、リスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に政策運営を行うという基本方針を維持しつつ、当面、経済

の下振れリスクに注意を払うべき旨を記述することが必要だと思う。また、適切な金融市場調節を行うことで、金融市場の安定確保に万全を期していく方針を記述することが適當であると思う。

以上を申し上げたうえで当面の金融政策運営については、多少繰り返しになるが、第一に日本経済は当面、停滞色の強い状態が続くとみられること、第二にリスク面では景気の下振れリスクが高まっている一方で物価の上振れリスクは低下しているとみられるため、ここで政策金利を引き下げ、先程議論した金融調節面での対応力の強化と併せて緩和的な金融環境の確保を図ることが適當であるというご意見があった。政策金利については、水野委員は政策金利の据置きというご意見であったが、水野委員を除く委員については政策金利の引き下げ、それから緩和的な金融環境の確保を図ることが適當だというご意見である。

具体的に詳しく申し上げるが、まず金融市場の安定、金融市場の機能を維持することが大事であるという点については、どの委員も同じであった。それから後程、金利水準自体を議論するが、当座預金の付利制度についても全員がご賛成であったと思う。そのうえで、次回決定会合までの調節方針、具体的な当座預金の付利金利、それから補完貸付金利については幾つかのご提案、ご意見があった。これから纏めるが、まず、金利について現状を据置き、現状維持というのが水野委員である。それから誘導目標金利を0.25%引き下げ、0.25%にした方が良いという点においては、須田委員、中村委員、亀崎委員から提案があった。一方、このお三方の間でもスプレッドについては違いがあって、須田委員については上下とも0.15%のスプレッド、それから中村委員については、最終的に、総合的に考えるということを最後に言われたが、ご提案としては±0.15%と…。

中村委員

上は0.25%と。

白川議長

失礼。上は 0.25%で下が 0.15%ということ。

中村委員

0.1%。

白川議長

0.1%になるか。

中村委員

付利の数字である。スプレッドは 0.15%である。

白川議長

0.15%になるな。亀崎委員については、スプレッドは、上が 0.25%のスプレッド、下のほうが 0.15%のスプレッドというご提案であった。中村委員と亀崎委員は同じという理解であるな。

亀崎委員

0.25%と 0.15%だ。

野田委員

中村委員と一緒にあります。

白川議長

同じだな。宜しいか。混乱するので、スプレッド・ベースで全部表現する。誘導目標金利の引き下げ幅を 0.2%と意見を表明されたのが野田委員、西村副総裁それから山口副総裁である。私の意見はまた後から申し上げる。このお三方については、スプレッドは上下とも 0.2%というご提案であった。そういう意味で、今は全部で種類としては 4 種類——私は随分長い間、

決定会合に出ていたが、4種類の提案というか意見が出たのは初めてである——で、これは改めて我々が置かれている現在の厳しい経済の情勢、それから政策金利の水準が非常に低い状況の難しさも反映している。ということで、意見の差が出ること自体、極めて自然だと私は思う。

それで、この議論を考える時にどう整理するかということであるが、現在の経済情勢について厳しいという点については、もう皆様は一致している。そのうえで、金利の引き下げを行った方が良いという委員について考えると、緩和的な金融環境を確保していくことを通じて、経済活動の悪化に対応していくという意味で、政策金利を引き下げた方が良いという要請を皆様が意識している。一方で、市場機能を維持していくことは、元々大事であるが、特に現在のように金融市場が不安定になっていること自体が大きな問題になっている局面では非常に大事であるということであった。その二つの要請を満たすうえで、どのバランスが一番良いのか。非常に細かな小さな世界ではあるが、そういうことを考えた場合に、意見に差があった訳である。

私自身はどう考えているかというと随分考えたが結論的には今回、0.2%引き下げて目標金利を0.3%にする、そのうえでスプレッドを上下とも0.2%として補完貸付金利は0.5%、それから当座預金の下限の金利は0.1%が良いと思った。なぜそうかと言うと、現下の情勢の中で、金利水準を下げることにおいて、我々は経済を少しでもサポートしていく姿勢を示す訳であるが、その時に金利の引き下げによって金融市場の機能がさらに低下してしまうと、本末転倒になってしまうと思う。先程、野田委員が五つの論点を整理されたが、私自身もそう考え、あの整理の仕方に非常に共感を覚えている。それで、この議論をする時に、金融市場の機能度というものに対してどう影響するのか、後から中曾金融市場局長の感じを聞いてみたいと思う。私は議論を聞きながらずっと考えてみたが、二つの論点があると思う。一つは短期金融市場の機能度を規定するものは何なのかという時に、一つは金利の絶対水準の話である。絶対水準が高いときには、そもそもそんな議論をする必要がない。下がってきた場合に、段々ゼロに接近してくると、

機能度が低下してくるという金利の絶対水準の話。それから、もう一つは誘導目標金利との関係で上下それぞれどれ位のスプレッドがあるかということ。この二つがあると思う。後者は例えば日中レートが変動する、その時にいわばキャップを掛けられる訳だから、その分がいわば抑圧されてしまう。あるいは、金融市場参加者間で若干のクレジットの差がある時に、それを抑圧してしまう。そういう度合いが、このコリドーが狭ければ狭い程、大きくなってしまうと思う。そういう意味で、私自身は金利水準の話とそれからスプレッドの話が定性的にはあると思う。これは定的な整理であって、実際のマーケットの状況——これもまた、一般論はあまり言えなくて、現在の状況——の中で、どう判断するのかということだと思う。意見が分かれる中で、中曾金融市場局長としてなかなか言いにくいのかも知れないが、これは大事な論点であるので、市場の状況からみて、私が言っていることと関係なしに、フラットにお願いする。

### 中曾金融市場局長

突然のご指示であるが、水準とスプレッドという二つの要素があるというのは、私自身もそのように思う。この極めて低い金利水準の世界は漸く出てきたばかりの世界で、この前まではそこに住んでいた。今、話を聞きながら経緯を振り返ってみたが、まず水準的には、量的緩和のもとでのゼロ金利である。これは当時よく例えていたと思うが、月面の静かな海である。つまり、マーケットはほとんど何の音もしないのである。1日の非常に早いところで必要な資金を取ってしまった後は、ほとんど市場が動かないという世界だった。それが政策金利が0.25%になり、0.5%になり、まさにそこに水が流れて花が咲いていくように市場が復活していくという例えをよくしていた気がする。やはり、水準というのは一つ大きな要素だと思う。もう少し具体的に言うと、量的緩和当時のように、金利が、ブローカレッジあるいは取引手数料といったものもカバーできないような水準になってしまふと、市場は、今、申し上げたように、死んでしまう部分は確かにあると思う。

それから、今度はスプレッドの部分である。スプレッドも水準的にはある程度あった方が、白川議長がおっしゃったように、色々なクレジットの差が反映しやすくなる。現に今でも0.5%の政策金利であるが、今日議論が出ていたように、その時々によってかなり幅広いレートが分布することがある。言い換えれば、市場はそれぞれの主体の判断に応じて取引が生じているということを通じて、機能するのだと思う。スプレッドは、ある程度幅があった方が良いということだと思う。

因みに今日の話を聞いていると、非常に微細な差、5bp、10bpの差を議論されていると思うが、これはこれで馬鹿にはならない差ではないかと思う。量的緩和の世界では市場が死んでいたと言ったが、朝、一瞬取引が起きる時があって、それはやはり1,000分の1%の水準で動いていた部分はあったと思う。1,000分の1、2、3という差は有意の差と捉えていた部分もあると思う。今5bp位の差で議論されているが、それと比較すれば50倍位の差の話をしている。やはり、これはこれで市場機能にとって有意の差になり得るのではないかと思う。

何が言いたいかというと、金利水準が下がっていくと、ある程度、市場の火の勢いが減ってしまうかもしれない。ただ、工夫することによって、あるいはスプレッドを設けることによって、火種みたいなものは残していくことはできると思う。この市場機能の火種さえ残しておけば、将来またどこかで水準が上がっていく時にはその火がまた大きな勢いを持つことはできるのではないか。市場機能の火種を残しておくことがいずれにせよ大変重要ではないか、という印象を持った。

亀崎委員

今のスプレッドのことで良いか。

白川議長

どうぞ。

### 亀崎委員

資料がある。これは中曾金融市場局長にもご覧頂きたい。この資料は誘導目標水準からの無担保コールO/N金利の乖離を金額と営業日数の両方でみている。この資料は金融市場局からもらったものなので、ここだけにして頂きたい。要はどこまでスプレッドが生じるかという観点からみると、これはリーマン・ショック前とリーマン・ショック後で分けている。リーマン・ショック前でみると、スプレッドが0.15%の場合、本行が市場取引に関与する取引金額は\_\_\_\_\_、営業日数でいくと17.6%。今度はスプレッドが開いて0.25%になるとどうかというと、\_\_\_\_\_と9.0%で、あまり大きな乖離はないが、スプレッドを0.1%に戻すと、これは凄く大きくなる。それぞれ\_\_\_\_\_、42.6%。そういう意味では、0.15%と0.1%のところにかなり大きな差があって、0.15%以上のスプレッドでは然程影響はない。すなわちマーケットを殺すようなことはない。一方、リーマン・ショック以降は大変な勢いで取ってくる。これはもう0.15%であれ、0.2%であれ、ほとんど変わらない。

何を申し上げたいかというと、この本行が市場取引に関与する金額及び営業日数について、スプレッドとの関係をみてみると、0.1%と0.15%の間にかなり大きな臨界点がある。しかし、0.15%から0.2%、0.25%、この辺は然程大きな違いはない。そこでもっての差はあまりないかというのがここから読み取れるのではないかと思う。0.1%みたいな小さなスプレッドは臨界点を割りやすく、本行が資金をこれだけ多く取ってしまうので、これは市場の活性化に繋がらない。ということで、これだけで論ずるのは適当ではないが、0.15%、0.2%、0.25%、この辺になれば然程大きな差がないのではないかということで申し上げた。

### 野田委員

あまり差はないが、有意にはあるな。

### 亀崎委員

それはそうである。ただ、供給オペの補完という意味でどの位の効果があるかということにも関係してくると思う。

### 白川議長

スプレッドは幾らが良いかは勿論非常に悩ましい問題で、F R B も、当初、常識的にはちょっと大き過ぎるかという感じでスタートし、マーケットの機能などを考えて、最終的にはそれを小さくした。私自身が気になるのは、先程の中曾金融市場局長の言葉を借りると、市場の流動性というものはモメンタムにある。一旦取引が細ってくると、最初は小さなものであっても相手がいない、そうすると流動性が急速に低下していく、というのが流動性の非常に面白いところだと思う。そういう意味で、この数字の判断について、見方によっては亀崎委員がおっしゃったように小さいという評価も可能だし、それから、今、野田委員がおっしゃったように、そうはいつても有意に差があるという見方もある。両方の見方はその人が立っているところによって多少違うと思う。ただ、私自身は、そういった流動性の持つダイナミックな性格を考えてみると、この数字よりはかなり大きいと思うし、今後どういうショックが起こるか我々自身が分からないので、この数字に依拠して最初から小さなスプレッドで良いと言うのは、私は恐いという感じがする。市場機能に関する限り、今は当座預金付利の関係で議論したが、金利は上にも下にも変動の幅があり得る訳で、このため先程の組み合わせの中で色々な提案があった。誘導目標金利と上限の間も含めて、最終的にどれ位日中変動し得る余地があるかということも、また大事なポイントだと思う。

### 亀崎委員

0.1%以下はかなり問題があると思うが、0.15%位であれば、というのが一つある。それと、今のこの制度を持っていて、さらに何かがあった場合、幅が物凄くなくなってしまうので、0.1%というのはどうなのかと思

う。

白川議長

他にご意見はあるか。

水野委員

私は少数意見なので、後で反対意見を述べるつもりであるが、その中で参考になればというところがあるので、言わせて頂く。日本銀行は、4月以降、景気判断を下方修正してきて、今回さらに思い切って下方修正したので、それと平仄をとつて政策金利を引き下げるべきではないかという考え方方は非常に理解ができる。実際、個人的にも景気の先行き見通しが日々悪化する中、利下げに踏み切るのも時間の問題かと思っていた。

そのうえで、以下の三点だけ議論に参加させてもらう意味で述べさせてもらう。一点目として、仮に先行きの景気見通しが厳しいという認識を展望レポートで示して今回利下げに踏み切るとしたら、我々として——このことは後で議論するかもしれないが——、次の一手を同時に考えておく必要があると思う。なぜならば、海外経済の失速もあって、年末に向けて景気の先行き見通しをもう一段厳しくみる必要が出てくる可能性があると思う。金融市場はその時は当然追加の金融緩和策の議論が盛り上がり上がるはずであるし、仮に過去の経験からゼロ金利政策に踏み切ることは市場機能の封殺など様々な副作用があり、これを回避すべきとの考えがあるならば、この考え方をボードでシェアしておいた方が——利下げに踏み切る前に議論しておいた方が——良いと思うということ。

二点目として、金融機関の貸出姿勢が慎重化し、C P・社債市場の機能が低下する中、利下げの効果が実体経済に波及するメカニズムははつきりしないというか、先程、山口副総裁もおっしゃられたように、市場がディスファンクションになると、金融緩和、利下げをしても効き方が思ったより大きくならないことがある、ということである。

三点目として、今回は当預付利を導入して、しかも白川議長、副総裁お

二人が言わされたようにオーバーナイト金利を 0.3%、付利を 0.1%と設定した場合には、各市場における金利発見機能を損なうリスクに加え、景気のさらなる悪化を示唆する経済指標が公表されると、追加利下げ期待から無担保コールレート・オーバーナイト物に低下圧力が掛かって、コールレート低下を牽制する資金吸収オペを頻繁に活用せざるを得なくなるリスクが想定される。これらは日々のオペで潤沢に資金供給を行い、各種の市場機能を回復する努力を行ってきたこれまでの本行の流動性供給の強化策——これは前回の決定会合の記者会見でも議長が言わしたことだが——に逆行する懸念もある。あるいは、今回、ゼロ金利への回帰を回避したいという本行の強い意思を打ち出したにもかかわらず、市場の追加利下げ期待に抗することができず、最終的にはゼロ金利や量的緩和に追い込まれてしまうシナリオがある。今回だけではなくて、そう遠くない将来にさらなる経済・金融情勢の悪化が発生することもあるので、それを考えておかないと、先程おっしゃったように流動性の問題もあるが、幅を幾らにしても、マーケットの期待が一旦形成されると、戻すのは凄く苦労することがあると思う。従って、0.15%、0.25%であろうが、皆、次もう一回利下げ策を何か採るのだと思えば、そこに張り付いてしまう訳で、意味があると平時では言えるが、有事になって次の一手をマーケットが織り込んだ時には、実はあまり関係なくなってしまうことがあるということである。

### 山口副総裁

色々な議論の仕方はあると思うが、要するに金融緩和環境の維持あるいは確保ということからすると、まずは絶対水準をどう考えるのかがポイントなのだろうと思う。従って、今の誘導目標を 0.2% 下げて 0.3% にするのか、0.25%まで下げるのか、こここのところの議論がますある。私自身は 0.2% の引き下げを申し上げた。市場機能を維持しながらという思いからは、なるべく絶対金利水準は高めにということになる。一方で、金利引き下げによる金融緩和効果を考えると、なるべく大き目の引き下げ幅ということになる。この二つを同時にぎりぎり満たせるところがどの辺だろうか

と考えたうえでの判断である。0.2%が正しいのか 0.25%が正しいのか、絶対的な意見は勿論ないが、両方のバランスをぎりぎり取る——バランス良くとは言わないが——形での政策対応としては、0.2%下げて 0.3%の誘導目標水準というのが良い頃合なのかと考えた。

### 西村副総裁

それからもう一点。水野委員はそういうつもりでおっしゃられた訳ではないと思うが、量的緩和に追い込まれるとかいうのは望ましくない言い方で、我々はその時点その時点で最も望ましいことをやっているということである。そこだけは確認しておきたかった。

### 水野委員

先程は、そういうことをやられるかもしれないが、ということである。

### 西村副総裁

あともう一点、水野委員のお話で非常に重要な点があった。流動性対策のところである。流動性対策について、私は聞き忘れたのだが、水野委員は国債の買切りのオペの対象を増やすというようなことを…。

### 水野委員

例えばということである。

### 西村副総裁

物国とか変国とかであるか。

### 水野委員

物国である。このマーケットはレポで使えなくなっていて、もう日銀に持ち込むしかない、というか。例えばヘッジファンドがこれで破綻して、それが物国の価格に影響するという負の連鎖があって…ということで、

これも金融システムの安定に資するのではないかと思う。例えば、であるが。

西村副総裁

それについて、私はちょっと心配があって、流動性政策というのは基本的には全体に対しての政策であって、個別・部分的な政策ではまずい、と私は思っている。そうすると、今の物国なり変国も含めてであるが、そういうところに関して特定のところへの対応が市場を助ける意味で市場の歪みをさらに歪めてしまう気がするが、それはどうお考えか。

水野委員

歪みというか、ここは明らかにレポ金利を高止まらせた一つの理由があるので、決済の観点から私は言っているだけである。どこを潰してどこを助けるとか、この商品を助けるとかいう意味ではない。今どこが問題になっているかというと、例えば物国の市場機能が著しく低下しているという意味である。まだ一杯ある。C Pなども今日皆様が言われたように…。

西村副総裁

そうすると、今のように現先でやっている方が自然な感じがする。

水野委員

自然かもしれないが。あと一番自然なのは、買入消却を財務省がやることだな。需給対策ならば、国債の買入消却の増額が適切である。私は需給対策という意味ではなくて、決済や市場機能という観点でそれを言った。

西村副総裁

決済という観点でと。

水野委員

決済という意味で。我々にとって、決済システムを守ることは非常に重要なと思っている。

西村副総裁

意図は分かった。そこに関しては違いが残ったままであるが、意図は分かった。

水野委員

需給対策は日本銀行の仕事ではないと思う。

白川議長

誘導目標金利と補完貸付金利、それから当座預金の付利金利について、それぞれの委員の考え方、それからどの水準が適当であるかということについて、この場で意見が出された。ただ、議長という立場で考えた場合、今4種類の原案があって、それぞれの委員がそれぞれよしなに出された場合、勿論それぞれの意見に従って整齊と賛否を決していくことになるが、これは多少オーケワードだという感じはする。

大切なのは、こういう経済・金融が非常に厳しい時に、日本銀行として我々自身がどういうメッセージを出すかだと思う。そう考えた時に——これは勿論色々な考え方があるので、どれが正しいかという議論から離れて——、多くの方が政策金利をここで引き下げた方が良いという考え方だったので、そのメッセージはきちんと出した方が良い。一方で、市場機能の維持も非常に大事であると皆様がおっしゃっている。それをどういう形で数字で表現するかという時に、差はあるが市場機能に配慮してスプレッドを設定するということも、世の中に対して言っていく必要がある。そうだとすると、最後は勿論皆様のご意見であるが、我々自身が送るべきそういう大きなメッセージに従って、政策委員会として決定して頂く。我々自身、この後、こういう大事な局面でメッセージを言っていくことは非常に大切

だと思う。これは、自分の考えるとおりにやりたいということではなくて、日本銀行は今何が問われているかについて、最終的に焦点を合わせた方が良い。そのうえで、これは各委員が当然ながら独立して判断していくものである。

### 中村委員

先程、山口副総裁がおっしゃられたが、私はゼロ金利は好ましくないと思っているし、0.25%がぎりぎりだと思っている。0.25%はかつて経験した訳で、0.5%から0.25%に引き下げることで申し上げた。0.25%であれば色々な機能がそれなりにワークしていたという思いが私にはあったが、0.25%と0.3%、そこにどんな違いあるのか。先程の付利とは切り離して考えた方が良いと思うが、そこら辺が私は十分理解できていないので説明して欲しい。

### 山口副総裁

かくかくしかじかの違いがあると明確に申し上げるのは、実際問題、難しい。出発点は今の市場機能をどう評価するかに掛かっている面もあると思う。今の市場機能自体が十全にワークしていると考えれば、多様な考え方が出てくるが、私自身は、0.5%の金利水準でも、今海外から押し寄せてくる不安定化の波の中で、日本の短期マーケットの市場機能は既に損なわれつつある状況だと認識している。そのうえに立って金利をどう下げていくかという判断になると、5bpは確かに小さな差でしかないが、0.2%下げておけば、ぎりぎり市場機能を損なう度合いを小さくしながら、緩和効果を維持ないし少しでも高めることができるのではないかという判断である。ただ、0.25%と0.3%で有意な差があるということについて、実際問題、証明することは難しい。

### 野田委員

本当は新しい制度を作ったので、この制度がスタート時点となるべく

ワークするようにしたい。言ってみれば、今、狭い中で議論しているが、本当はもっと広い庭で新しい子供を遊ばせたかった。今は庭が物凄く狭くなっているが、その中でもなるべく新しく生まれる子供には自由に、狭い中でも極力我々が確保できる広さを与えてやりたい。先程、私は五つの整理をしたが、私は市場取引の不活発化の回避を一番重要に思っており、ここにウエイトを置いたということを付け加えたいと思う。

### 水野委員

同じことを思ったので、申し上げる。市場機能を維持することから、金融市場局も同じだと思うが、本来、気持ちとしては1回積み期をこなし、試行運転をして、多分12月の積み期にこの付利を使った効果が漸く出てくるという位の時間間隔だったが、本当にそういう時間軸で許されるのかという感じになってきている、という思いがある。

### 亀崎委員

利下げについて、問題はマーケットあるいは経済に対するメッセージ性だと思う。これを出し惜しみしているとか、みられるべきではない。なぜかと言うと、我々は予想以上のダウンサイド・リスクについて、事前に防ぐために、顕現化を抑制するために、毅然として手を打つのだという姿勢が重要であるからである。そのために私は0.25%と申し上げた。0.2%といった場合、世の中はどうみるかというと、0.2%やったということは小刻みに入った、またあるか、とみる。すなわち、さらなる引き下げの余地があるような印象を与えて小刻みに入れていくと、何か追い込まれながらするするやる、と——そういうことは考えていないが——一般には受止められる危険性がある。0.25%であれば、出し惜しみしたとかいうことではなくて、本当にダウンサイド・リスクを考えて、毅然と手を打ったという金融政策のメッセージが私はあると思う。0.2%だと必ずもう一回0.2%があるという印象を与え、そういう中で追い込まれながらやっていくところに効果がどの位あるか、ということを考えて、0.25%と申し上げた。

**水野委員**

マーケットに居た人間から言うと、日本銀行の人にとって、2001年思い出は凄く苦い思い出だと思う。その頃、ゼロ金利を回避したいという思いで、0.15%とか刻んだ。それは仕方なかったと思う。そういう意味では、0.25%だと0.25%で終わりかという感じがする。しかし、前科があるので、0.3%だと今度0.15%、0.1%どんどん刻みを小さくして、スライス方式でいくことをやりかねないかという思いが、マーケットにはあるようである。

**亀崎委員**

今おっしゃっているのは1999年のことか。

**水野委員**

2001年である。

**亀崎委員**

1999年2月に0.25%から0.15%に下げ、その後ゼロになっている。また、2001年2月は0.25%から0.15%に下げている。この辺が何だか、結局は段々下げていってしまっている。

**水野委員**

然り。

**野田委員**

今日、私が申し上げたかったのは、補完当座預金制度がない時の状態での我々の経験なので、今回はこの制度が新たに加わる。そして、今の皆様のご意見の中では、フロアが0.1%である。このフロアの岩盤の固さは、市場がどう意識するかという問題もある。

西村副総裁

先程も申し上げたが、基本的にはこの二つでセットであることが一番重要な点であって、我々が考えられる最善の政策パッケージを出している形で、全体として捉えて頂けるようにしなくてはいけないというのが我々の立場だ、と私は思う。そういうことから考えれば、5bpの刻みというのはなかなか難しいが、一般的にトレード・オフと考えた時のベスト・トレード・オフがこの辺りかと感じている。

亀崎委員

そういう見解でやると、次の手はないということか。

水野委員

そうなのである。

西村副総裁

次の手はないというのはどういう意味か。

白川議長

どういう意味であるか。

亀崎委員

スプレッドについてセットで入れるということをおっしゃっていると思うが、このセットでやろうとすると、次の段階ではこれ以上打つ手は、なくなる。

西村副総裁

それは、その時点その時点で、またその時の金融情勢による。0.5%でずっと非常に低いところで我々は出発したが、その後の状況のもとでは、

ある種のタイトネスが出てきてしまった。そういうことから考えれば、それに対応する適切な対策を探らなければならないという形でやる訳である。従って、我々がここでやる時も、この現在の状況にコンディショナルな最善のポリシーということである。

### 亀崎委員

よく分かるが、セットで考えることをずっともっていこうとすると、この制度を活用していくには非常に難しい。

### 西村副総裁

申し上げているように、セットそのものが現在の状況に対応した最も望ましいものである。

### 山口副総裁

今の時点ではスプレッドは 0.2% が適當だらうと判断しているが、将来も 0.2% でなければいけないかどうかについてコミットしている訳ではない。それは先々の状況をみながら、場合によってはスプレッドを縮めることもあり得る。

### 亀崎委員

そうすると、スプレッドを縮めるのは、今の 0.15% の限界点を割っていく。今の 0.15% と 0.2% であればかなりの差があるというところから、割らざるを得ない。そうすると、その時、あまり差がないというのか、である。つまり次の段階では付利とのスプレッドがなくなってしまう。

### 山口副総裁

誘導目標の絶対水準との関係もある。誘導目標自体がもっと下がった場合には、スプレッドがどれ位で市場を殺すことになるのか、市場を生かすことになるのかは、今の状況とは違ってくると思う。今の時点では亀崎委

員は 0.15% あれば十分ではないかと、おっしゃられているが。

### 亀崎委員

十分というか、然程問題がないのではないかと。

### 山口副総裁

問題ないと。しかし、絶対水準が下がっていった時には、絶対水準自体において市場機能はかなりの程度殺されているかもしれない。さらに、追加的にスプレッドを設けることによって、市場機能を殺す度合いをどう評価するかという話なので、スプレッドの大きさについては、その時々で判断するしかないと思う。従って、今の時点では、私は 0.3% の誘導目標に対して 0.2%、0.2% の上下のスプレッドでもってバランスがぎりぎり良くて、市場機能もぎりぎり維持できるだろうと言っているだけであって、将来に亘って 0.2% を維持しなくてはいけないかどうかは、コミットしていない。

### 水野委員

山口副総裁が、当時、理事として市場参加者に対して付利の話を説明した時に、マネーマーケットの最前線に近い人程、なぜ付利を今入れることにそんなにこだわるのか、今、マネーマーケットにおいては、本行の金融市場局の金融調節担当とメガバンク大手、地銀については上手くできているのに、なぜ付利を入れることにそれ程こだわるのか、と思ったということだ。付利が前提になっている議論になっているのではないかという懸念が言われていて、あまり評判が良くない。一方、エコノミストに聞いてみると、よく分かるとのことである。そんな感じの温度差がある。賛否両論がある。

### 白川議長

時間が限られている。我々自身、遅くとも午後 2 時には終了しないと間

に合わない。そうすると、この件と展望レポートがあるので、勿論、意見については大いに議論する必要があるが、そのうえで、時間制約も意識しながら、一般的な感想は省いて、最終的に我々自身がどういうアクションを取り、どういうメッセージを送るかにフォーカスして、発言をお願いする。須田委員はまだご発言がなくて、先程ご発言したい感じであったが。

### 須田委員

付利は時限措置である。今は一緒になって議論しているが、基本的には4月になるとなくなってしまう。そういう前提での話なので、私は、この間、本当に政策を行わなくてはならないのだったら、市場機能には目をつぶろうかと考えている。これまでも、一定のレートでドル供給をやっている。あれは市場機能を潰している。従って、何かをやる場合、市場機能を殺す可能性を言い始めると、何もできない。私は、結局、外からみた時にどう捉えられるのか考えることは重要であると思う。今まで政策金利の変更幅は0.25%だと思っていたのである。これを変えると大変シンプルな質問であるが、今度は上げる時はどうやるのだろうかということになる。我々が情報発信していく時に、単なる時期だけではなくて、今度は変更幅まで不確実性を呼んでしまう。従って、やはり25bpが変更幅の最低だというシンプルなメッセージをずっと持っていたい、というのが前からある。前から変更幅の話があった時には、私はずっとそれを言ってきていた。外との対話とか、織り込まれ方とかといった話は重要である。従って政策金利と上下のスプレッドは、それぞれ25bpと上下15bpが良いかと判断したことである。

### 水野委員

同じことであるが、0.3%とすると、OIS自体が次は何bpの利下げか分からなくなるから、LIBOR・OISマーケットから出るサインを私達はもう読めなくなる。その覚悟をまずしなくてはいけない。従って、何を失って何を優先するのかを決めておかなくてはいけないと思う。バラン

スというが、何かを優先しなくてはいけない。その議論だけはやっておいた方が良いか。

### 白川議長

私自身、あまり同じ議論を繰り返したくない。ただ、今、須田委員のおっしゃった件については、ドルの資金市場の流動性低下の度合いと、それから円の資金市場の流動性低下の度合いは、そうはいっても、やはり違がある。ということなので、どの時代にも通用する一般論を私共は、今、展開しているのではなくて、現下のこの日本の円の金融市場で、かつ、この金利水準のもとでの最適な水準を探るという作業をやっていると思う。従って、当然、それは相対的なものだと思う。加えて、水野委員がおっしゃったO I Sの話については、海外の市場で、今、F Fのフューチャーは何を物語っているのか、既に金融市場それ自体の機能も低下したマーケットでは、政策金利の変更を読んでいるのか、あるいは、市場機能のフラクチュエーションを反映して金利が動いているのを読んでいるのか。既に市場機能が低下したマーケットでは、情報価値自体、抽出できない状況になっていると思う。

### 水野委員

日本はアメリカよりは機能が残っていると思うが。

### 白川議長

いずれにせよ、時間の制約がある。議論自体はこれからも大いにしたいが、そのうえで後は具体的な提案としてどうされるかで判断するしかない。色々な議論、それぞれ意見の違い自体が現にあるので、それぞれのご判断に従って、採決していくということでやるしかない、と議長としては思う。ただ繰り返し申し上げるが、皆様、勿論自分の案が一番良いということで、それ位真剣さをもってやっているが、最終的に日本銀行としてこのタイミングで何を送るのかを考えて、この政策委員会としてどういうメッセージ、

どういうアクションを世の中に発表するのかがやはり大事なポイントかと思う。

それでは、金融市場調節方針の変更については、水野委員以外全員が調節方針を変更した方が良いということだった。それから、「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」の制定については、全員がご賛成である。基準貸付利率の変更と当座預金適用利率の決定については、水野委員以外は、金利の水準に違いがあるが、貸付利率の変更は多くの方が変更である。いずれにせよ、利率の決定はしなくてはならない。それから、これらが決定された場合の対外公表文について決定することになる。執行部は、金融市場調節方針の変更、基準貸付利率の変更、当座預金適用利率の決定、対外公表文の文案を作成して頂きたい。それから、「『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』の制定等に関する件」についての付議文は、先程、執行部から説明があったとおりである。調節方針については、水野委員からは現状据え置きの議案提出があるということか。それともこの変更に対する反対意見か。

### 水野委員

一つの案であれば一回反対すれば良いが、三つ出てきたら反対を三回するのは…。どれが適切なのかよく分からないが。白川議長の意を考えると、案を少なくした方が良いかと思うので、皆の案に反対することが良いか。そうしないと、4案、5案になってしまふ。今、出ているのは3案か。

### 白川議長

これは水野委員がご判断する話なので。

### 水野委員

白川議長の気持ちを考えて、あまり案は多くない方が良いと思っている。

白川議長

案が多くない方が良いというか…。

水野委員

分かった。それでは、皆様の意見が複数あるという前提で、現状維持で提出することにする。その方がすっきりする。

雨宮企画局長

議案の作り方でご相談させて頂いても宜しいか。

白川議長

結構である。

雨宮企画局長

オーバーナイトについては0.3%の議長案を作つて、それから0.25%の議案を須田委員、中村委員、亀崎委員の共同提案という格好で作る。それで、水野委員は…。

水野委員

どちらが良いか…。それでは、私は現状維持なので0.5%。正確に言うと現状維持プラス当預付利は0.1%か。

雨宮企画局長

そこは議案としてそれぞれ別々である。従つて、まずオーバーナイトを決めて頂いて。

水野委員

オーバーナイトだな。それではオーバーナイトは現状維持で。

雨宮企画局長

オーバーナイトは、お一人であれば議案を出すこともできるし、反対意見として出すこともできる。

水野委員

では反対にする。その代わり反対理由を明記させて頂きたい。

雨宮企画局長

勿論である。必ず反対の時は反対理由を明記する。それでは、オーバーナイトは二つ議案を作り決めて頂く。その後、補完貸付について議案は二つあって、基本的には 0.5%が多いので議長案を 0.5%で作り、須田委員提案として 0.4%を作るということで。

加藤企画局企画役

最初に調節方針を決定させて頂くが、その決定を経た後に補完貸付の議案をどうするかということもあり得る。この点はどうするか。

雨宮企画局長

一度とにかく政策金利を決めて頂いて、そこでもう一度次の議案を相談させて頂く。それで宜しいか。

加藤企画局企画役

もう一つ。政策金利の議案について、過去の議案の形からすると、どなたかの委員の提案に対して他の委員が賛成を示されるという形と、今であれば須田委員と中村委員と亀崎委員の共同提案という形があるが、それはどういう形が宜しいか。

須田委員

一緒にするか。

加藤企画局企画役

共同提案ということで、了解した。

雨宮企画局長

ここで休憩をとつて頂けるか。

白川議長

どの位掛かるか。10分位か。

加藤企画局企画役

10分あると有り難い。

白川議長

それでは、議案作成のため、今33分であるが、44分位を目途に休憩をとる。

(12時33分中断、12時43分再開)

白川議長

それでは再開する。まずどう採決するか、採決の順番等をもう一回説明する。

[事務局より議案配付]

加藤企画局企画役

今、二つの案をお配りさせて頂いている。一つは須田委員、中村委員、亀崎委員の共同提案のもの。もう一つは議長案である。まず、これらの案を事務局から読み上げさせて頂き、次に採決は、通常どおり、共同提案の

方々のものから採決させて頂く。その後、議長案について採決させて頂く形になる。それから、反対意見については、両案の採決後に、合わせて反対の意見を言って頂く形が良いかと思っている。これを踏まえると政策金利について、どちらかの案かに当然決まるので、そのうえで、基準貸付利率と当預の付利についてどうするかご議論頂いて、それに合わせて議案を作って頂きたいと思っている。

野田委員

これが前提になるのだな。

加藤企画局企画役

然り。それから、念のために申し上げる。これは平成10年6月23日における政策委員会の申し合わせで、可否が同数になった場合には、議長が可否を決する、とされている。そうなった場合はその形で審議を進めさせて頂きたいと思っている。宜しいか。

白川議長

それでは議案を読み上げて頂きたい。

加藤企画局企画役

読み上げさせて頂く。最初に、須田委員・中村委員・亀崎委員案から読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%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。」。これが須田委員・中村委員・亀崎委員案である。次に、議長案である。「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し、公表後直ちに実施すること。記。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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

白川議長

それでは、提案が纏まった。

加藤企画局企画役

ここで決定を頂くので、通常どおり政府からのご発言を。

白川議長

それでは政府の方からご発言をお願いする。

竹下財務副大臣

それでは金融市場調節方針に関する意見を申し上げる。我が国経済は、当面、世界経済が減速する中で、下向きの動きが続くとみられる。消費者物価等については、現在の原油先物価格などの下落傾向が今後反映されていくものと見込まれる。このような状況のもと、先程申し上げたとおり、政府、与党として、昨日思い切ったいわゆる「生活対策」を取り纏めたところである。

日本銀行におかれては、以上の諸情勢を踏まえて、金融面から景気を下支えするよう、適切かつ機動的な金融政策を行って頂きたいと存じている。以上である。

白川議長

内閣府からお願いする。

宮澤内閣府副大臣

経済の現状については、生産が減少していることなどから景気は弱まっており、後退局面にあると考えている。先行きについては、当面、世界経済が減速する中で、下向きの動きが続くとみられる。加えて、アメリカ、

欧州における金融危機の深刻化や、景気の一層の下振れ懸念、株式・為替市場の大幅な変動などから、景気の状況がさらに厳しいものになるリスクが存在することに留意が必要である。物価の動向については、消費者物価は前年比緩やかな上昇にとどまっており、需給ギャップの改善や賃金コストの上昇に足踏みがみられるなど、物価の押し上げ圧力は必ずしも高まっていない。今後の景気の動向と合わせて、物価の動向にも注意が必要である。

今、利下げに関する提案がなされた。現在の厳しい経済金融情勢を踏まえた適切な措置として評価する。また、政府の基本的考え方である国際協調の必要性とも一致するものである。政府と日銀は引き続きマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、民間需要主導の持続的な成長と安定的な物価上昇率を実現させるよう、内外の経済金融動向を注視しつつ、政策運営を行うことが重要である。

日本銀行におかれては、内外の厳しい経済金融情勢のもと、引き続き金融市場の安定性確保に取り組むとともに、政府における生活対策や構造改革への取組みを踏まえ、金融面からしっかりと景気を下支えするよう、適切かつ機動的な金融政策運営を行うよう要望する。

## VII. 議案の採決

白川議長

それでは議決に入りたいと思う。申し訳ないが。

[政府からの出席者退室]

大杉政策委員会室長

宜しいか。それでは、須田委員、中村委員、亀崎委員の提出分の議決を行う。

[須田委員、中村委員、亀崎委員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：須田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

水野審議委員

野田審議委員

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 3、反対 5、反対多数である。

[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

野田審議委員

反対：須田審議委員

水野審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

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 4、反対 4。可否同数なので、日銀法上並びに議事規則の定めに従い、議長が決することになっている。それでは、議長お願ひする。

白川議長

賛成である。

大杉政策委員会室長

それでは賛成多数である。

加藤企画局企画役

反対理由を。

須田委員

反対理由はもう述べているので、結構である。

白川議長

宜しいか。

雨宮企画局長

一旦、政府の方を呼んで頂いて、この後、この決まったオーバーナイトを前提に補完貸付金利をどうするか、それと補完当座預金制度の金利をどうするかをご議論頂いて、そのご議論を踏まえて議案作成を行いたい。

白川議長

そうだな。

大杉政策委員会室長

それではお呼びする。

[政府からの出席者入室]

白川議長

調節方針であるが、賛成多数で、0.3%の調節方針が採択された。

竹下財務副大臣

お伺いする。先程の議論を聞いていたら、3対3対1で最終的に議長が決したという形か。

白川議長

可否同数で議長が…。

竹下財務副大臣

議長が採決したということであるな。

白川議長

然り。

竹下財務副大臣

了解した。

白川議長

それではこの調節方針を前提として、補完貸付金利、それから当座預金の付利の金利についての採決に入る。議長案は補完貸付金利が0.5%、それから当座預金の付利の金利が0.1%である。先程の0.3%の引き下げに反対された方について、どうぞ。

須田委員

これを前提にすれば、議長案に賛成である。

水野委員

私はどういう立場になるのか。

須田委員

これが決まった後、これを…。

水野委員

もう一回考えるのか。

加藤企画局企画役

今、誘導目標が0.3%となった。それを前提に、ロンバートの金利と付利の金利をどうするかをご議論頂いて、議案を作らせて頂きたい。

水野委員

当預付利には賛成しているので、何らかの答えはあるのだな。分かった。

加藤企画局企画役

議案は、議長案として、補完貸付金利は0.5%、当預の付利の金利——これについては、その前にこの制度についての採決を頂くが、それが通ったことを前提として——は0.1%という議案を一本作らせて頂くことで宜しいか。

白川議長

反対があれば反対という形で通して頂いて、後から反対の理由を述べる機会があるようにしたい。

加藤企画局企画役

対外公表文は別途決定ということになっている。そうすると、誘導目標についてはもう決まったので、後は補完貸付の金利と当預付利の金利だけを空欄にした形で公表文を準備させて頂きたいと思うが、それで宜しいか。

白川議長

採決の順番としては、基本要領から入っていく訳だな。それでは…。

加藤企画局企画役

申し訳ないが、議案を作る時間を頂けないか。なるべく早く作るが、10分位掛かってしまうかもしれない。

白川議長

分かった。では皆様、待って頂きたい。

(12時55分中断、13時05分再開)

雨宮企画局長

準備が整ったので、今から三つ議案をお配りする。ただ、三つの前に補完当座預金制度の基本要領の決定があるので、決定案件としては四つある。

[事務局より議案配付]

加藤企画局企画役

手続的なことだけ、最初に申し上げておく。まず、可否同数の時に議長が決するのは日銀法第18条第2項に基づくので、失礼した。

それでは、段取りである。これから用意させて頂いた議長案について、事務局から読み上げさせて頂く。基準貸付利率と付利の利率である。それ

から、先程、補完当座預金制度については、委員は賛成という感じだったので、それを前提として公表文を準備させて頂いている。この議案を全部読み上げさせて頂いた後、まず補完当座預金制度についての基本要領のご決裁を頂き、その後、ロンバートの金利と補完当座預金制度の適用利率をご決裁頂き、それを受け公表文について最終的なご決裁を頂く。このために、今は全員一致、または賛成何となっているが、そこに数字を入れたうえでご決裁を頂く、という段取りになる。宜しくお願ひする。

議案を読み上げさせて頂く。基準貸付利率の関係の議長案から読み上げさせて頂く。「議長案。基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。案件。1. 日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を、下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。基準割引率および基準貸付利率 年0.5%。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

続いて、補完当座預金制度基本要領の適用利率についても読み上げさせて頂く。「議長案。『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』における適用利率の設定に関する件。案件。1. 『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』（平成20年10月31日付政委第 号別紙1.）における、金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準から差し引く数値を、下記のとおりとすること。記。金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準から差し引く数値 0.2%。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

### 雨宮企画局長

それでは、対外公表文を、若干注釈を加えつつ読ませて頂く。「10月31日。日本銀行。金融政策の変更等について。1. 米欧の金融危機に端を発する世界経済の調整は、最近、一層厳しさを増している。こうした状況のもとで、日本経済は、輸出の頭打ちや既往のエネルギー・原材料高の影

響などから、当面、停滞色の強い状態が続くものと見込まれる。物価面では、なお高めの消費者物価上昇率が続いているものの、国際商品市況の低下を反映して、徐々に上昇率は低下していくとみられる。景気・物価に関する先行きのリスクをみると、景気の下振れリスクが高まっている一方で、物価の上振れリスクは以前に比べ低下している。2. 日本銀行は、国際金融資本市場での緊張が著しく高まる状況において、わが国金融市場の安定を確保することが中央銀行としてなし得る重要な貢献であるとの認識のもと、これまで、流動性供給面での様々な措置を、迅速かつ果斷に実施してきた。さらに、本日の政策委員会・金融政策決定会合においては、以下のとおり、政策金利を引き下げるとともに、金融調節面での対応力を強化することを通じて、緩和的な金融環境の確保を図ることが必要と判断した。

(1) 金融市場調節方針の変更（賛成 4 反対 4）。」。注 1 があるので、欄外の注 1 をご覧頂きたい。先程の決である。「賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員。反対：須田委員、水野委員、中村委員、亀崎委員。」ということで、その後、「可否同数のため議長が決した。」と入れさせて頂いている。これは日銀法第 18 条第 2 項で、「委員会の議事は、出席した委員の過半数をもって決する。可否同数のときは、議長が決する。」という条項に基づいて記述したものである。(1) に戻って頂き、「(賛成 4 反対 4。)」の後、「無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を 0.2% 引き下げ、0.3% 前後で推移するよう促す（公表後直ちに実施）。」別添 1 として、いつもの対外公表文が付く形である。続いて、「(2) 基準貸付利率の変更（全員一致または賛成○反対○）。補完貸付については、その適用金利である基準貸付利率を○% 引き下げ、○% とする（公表後直ちに実施）。」ということである。「(3) 補完当座預金制度の導入（全員一致または賛成○反対○）。金融市場の安定を確保する観点から、年末、年度末に向け、積極的な資金供給を一層円滑に行い得るよう、日本銀行当座預金のうち所要準備額を超える金額について利息を付す措置を臨時に導入し、11 月積み期から来年 3 月積み期までの間、実施することとする。適用利率は、○% とする。（別添 2。）」ご決定頂く案ではスプレッドの形で決めて頂く

が、外では非常に分かりにくいので、公表文では全部金利のレベルで書いた方が良いかと考えている。「3. 現在、世界経済は、2000 年代央の数年にわたって蓄積された様々な不均衡の調整局面を迎えており、当分の間、厳しい経済情勢が続く可能性が高い。こうした世界経済の動向を背景に、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る。日本銀行としては、今後とも、緩和的な金融環境の確保を通じて、物価安定の下での持続的成長経路への復帰に向け、最大限の貢献を行っていく方針である。以上。」である。別添 1 は調節方針の文案、別添 2 は「補完当座預金制度の導入について」ということで、今朝方ご説明申し上げた内容を要約して記したものである。私からは以上である。

白川議長

公表文案についてご意見はあるか。

宮澤内閣府副大臣

これについては私が発言しても良いのか。

白川議長

できれば、委員が発言した後でお願いする。

宮澤内閣府副大臣

了解した。

白川議長

特にないか。申し訳なかった。それでは、宮澤内閣府副大臣、お願ひする。

宮澤内閣府副大臣

読み方の問題である。(3) のところで、スプレッドを決定して適用利率

を書くというのは良いと思うが、このまま読むと、3月積み期までの間、適用利率が固定されるように思われてしまう。そこは決定とは違うのではないか、と思っている。

雨宮企画局長

また変更する時は、当然、政策委員会で必要に応じて変更される。

宮澤内閣府副大臣

適用利率は 0.1%なら 0.1%で、3月までやる、と決めている訳ではないのだな。

山口副総裁

積み期の計算は一月ごとにやる。ここでは 0.1%という金利を適用することにしているが、今後、誘導目標金利が変わり、スプレッドが変われば、当然適用金利も変わる。そういう扱いである。

宮澤内閣府副大臣

それが読み取れないのではないかということである。

山口副総裁

これは、現状において適用利率は何%としている、ということなので、変更すべき場合には変更できると考えている。

宮澤内閣府副大臣

そうだと思うが、素直に読むとそれが読めないということを申し上げた訳である。

須田委員

確かに、そうだな。

宮澤内閣府副大臣

この「間、実施することとする。」、それで「適用利率は、」となると。

野田委員

「積み期までの間、実施することとする。」からそのままポーズを置かずには繋がっているから、ここに段落を置いたらどうか。

山口副総裁

副大臣は、多少誤解をされている。ルール上、積み期は一月単位であり、一月ごとに利息を決済することになっている。それから適用利率が変更になった場合には、低い方の金利を適用することも別途のルールで決まっている。従って、ここでいう適用利率は、スタートの段階でこういう利率でスタートするといっているだけで、3月までこのレートが適用されることを決めている訳ではない。

宮澤内閣府副大臣

そうだと思うが。

山口副総裁

例えば、補完貸付金利も一般に期間を定めずに0.5%にするとか、あるいは0.75%にするという格好で決定し、その後、変更があればそこで変えるというやり方である。従って、補完当座預金についての利率の決め方も、補完貸付金利の決め方も、同様になっている。

宮澤内閣府副大臣

全体からみればそうだが、例えば「スタート時の適用利率は」というのが、恐らく正確な書き方なのだろうと思う。

山口副総裁

例えば「(2) の基準貸付利率の変更」というところで、「補完貸付については、その適用金利である基準貸付利率を〇%引き下げ、〇%とする。」としているのと同じである。

宮澤内閣府副大臣

それは、決定がそう書いてあるから、それで良いと思う。しかし、スプレッドで決定しているから、そうではないのではないか、ということを申し上げている。

白川議長

私はこれで構わないと思っているが、今、副大臣が分かりにくいというところは、それ自身について記者会見でも説明する。それから、先程山口副総裁が言ったとおり、他のところも全く同じことである。そういう意味で、ここは適用利率を幾らとすると書いた方が、世の中では分かりやすいと思う。副大臣がおっしゃった誤解が生じるとは思わないが、そこはしっかり言っていこうと思う。

山口副総裁

結局、(1)、(2)、(3) が全体としてあるということである。(1) があつて、そこで誘導目標が決まっている。それで、我々は別途スプレッドを決めている。その差し引き計算として適用利率が出てくる、ということである。

水野委員

別添1で「次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を」と書いており、そういう読み方である。あくまでも次回までのということである。次回開催して変われば変わるということである。

白川議長

他にあるか。宜しいか。それでは採決に入りたいと思う。最初に、「『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』の制定等に関する件」の採決をお願いする。申し訳ないが。

[政府からの出席者退室]

[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。引き続き、ロンバート金利と当預の付利を一緒にお回しする。

[基準割引率および基準貸付利率の変更に関する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

[「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」における  
適用利率の設定に関する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

採決の結果を申し上げる。まず、「基準割引率および基準貸付利率の変

更に関する件」については、賛成 8、全員一致である。次に、「『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』における適用利率の設定に関する件」については、賛成 8、全員一致である。

#### 白川議長

山本理事と金融市場局長には、ここに定めた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示をする。以上の件については、会合終了後、直ちに対外公表することとしたいと思う。このうち、「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」の制定等については、適宜執行部より対外公表することとしたいと思う。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など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。

#### 大杉政策委員会室長

それでは対外公表文の採決をお願いする。

[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。「『金融政策の変更等について』の公表に関する件」については、賛成 8、全員一致である。

白川議長

記者会見で内容を説明する時に、同じ反対でも反対の趣旨が違うので、私から、4人の委員が反対されたこと、このうち1名は現状維持のご意見である、残りお3方については0.25%の引き下げということでのご反対であると説明する。名前は特定しないが、そういう形で申し上げようと思う。どういう理由で反対されたのかという詳しい説明については議事要旨をご覧頂きたい、と申し上げるが、そういう形で宜しいか。それでは政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

全員一致である。

VIII. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決  
白川議長

それでは大分押せ押せになっているが、展望レポートの基本的見解の取り纏めと採決に移りたいと思う。展望レポートの見通し計数——成長率やインフレ率の見通し——及び分布を再提出して頂きたいと思う。今回見通し及び分布の変更を行わない方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付け封筒に入れて頂くようお願いする。

雨宮企画局長

お待たせした。数字を再提出して頂き、再集計の結果、変わるのは一箇所だけである。今お配りした図表4で、実質GDP、2008年度の数字に

ついて、前は中央値が+0.2%であったが+0.1%に今なっている。これだけである。大勢見通しのレンジ、+0.1～+0.2%は変わっていない。数字の変更は一点である。

野田委員

中心値が変わるだけだな。

雨宮企画局長

然り。それからリスク・バランス・チャートが微妙に0.数ミリ変わると思うが、ほとんど同じなので、数字が変わるのはここだけということである。

白川議長

それでは、この展望レポートの文章について、ご意見をお願いする。

須田委員

幾つか意見があったが、私は少数意見のようなので、場合によっては議事要旨に書いて頂くことで結構である。

白川議長

確か、回復の時期について、そこまで特定することについてはどうかという話だな。

須田委員

ただ、質問が一つある。今、金利を下げた。私はマーケットが織り込んでいたから、そのまま下げた姿を書いているが、これについて、どうなっているのかと言われたら、どういう答え方をされるのか。

雨宮企画局長

展望レポートを元々構成した時に色々な考え方があったと思うが、申し上げるまでもなく、政策金利の前提は市場金利を参考にして、委員方それぞれ置かれている。従って、政策金利の特定の前提は置いていないということである。一方で、今日は政策金利を変更したが、その場合の委員方の個々の前提が特定の政策金利のパスというよりは、金融環境全体としてどう仮定するかということだろうと理解している。そうであると、このレポートにあるとおり、緩和的な金融環境が民間需要をサポートするという全体の状況の前提でレポートを作っているので、恐らくそういう意味で大きな構図としての緩和的な金融環境という中に、これも含まれていると解釈して良いのではないかと思うが、如何か。

須田委員

皆様が宜しければ。

雨宮企画局長

その関係で、一つ執行部からご提案である。先程チェックして気が付いた。9頁の下から2番目のパラグラフで、「日本銀行としては、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」の次で、「機動的に金融政策を運営していく」ということである。これはこれで勿論重要な文言である。この「機動的」という言葉は勿論良いが、今日、この金利引き下げをご決定頂くと、極めて低い水準がもっと低くなる訳であり、このままで良いかどうかを考える——この後も中央銀行として色々な対応を考えていく訳だが、それを含めて考える——と、もっと幅広く、例えば「適切に金融政策を運営していく」という表現の方が良いのではないかと思っている。この点、如何か。

水野委員

これは広義の金融政策ではなくて、政策金利をイメージされて読まれる

ということか。

雨宮企画局長

「機動的」であると、ある種の幅の問題として何度も、どんどんやるイメージがある。むしろ「適切に」ということであれば、色々な手段も含めて考えられるであろう。「適切に」ということは適切にということなので。「機動的」という言葉で非常に狭く理解されるよりは良いのではないか。

水野委員

フレキシビリティを確保するということだな。

野田委員

これまでの展望レポートの流れが頭にあれば、確かにこの「機動的に」という文言はちょっと違うな。

雨宮企画局長

ということで、「適切に」に変えさせて頂いた方が良いか。

白川議長

他にご意見はないか。

中村企画局企画役

もう一つである。2頁で、先程再集計させて頂いた時に、GDPの数字は2008年度が+0.2%から+0.1%になった。僅かな変化だが、2頁目の上の方で、2008年度は「0%台前半」となっている。レンジが0.1、0.2と微妙かと思うが、+0.1%でも、この文言は今まで宜しいのか、それとも例えば「0%程度」が宜しいか。

水野委員

0%程度だな。

雨宮企画局長

宜しいか。

白川議長

それ以外はないな。それでは採決に入りたいと思う。

雨宮企画局長

オペレーション・リスク回避のために、確認させて頂く。2頁で「2008年度、2009年度の成長率は、年度平均でみると、それぞれ0%程度、0%台半ば」という変更である。それから、9頁の下から二番目のパラグラフで、「日本銀行としては、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、適切に金融政策を運営していく方針である。」この二箇所で、決裁をお願いする。

白川議長

採決をお願いする。

[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。基本的見解を決定する件、賛成 8、全員一致である。

白川議長

経済・物価情勢の展望、基本的見解は、本日 15 時に對外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は必要に応じて執行部で修正したうえで、11 月 4 日火曜日の 14 時に公表する予定である。公表までの間、これは厳に出席者限りの扱いをお願いする。

#### IX. 議事要旨（9月29日、10月6～7日開催分）の承認

白川議長

それでは、今度は議事要旨 9 月 29 日、10 月 6、7 日開催分の承認である。既に配付しており、異議がないということで宜しいか。それでは採決をお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（9月29日開催分）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

[金融政策決定会合議事要旨（10月6～7日開催分）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。9月29日開催分、10月6、7日開催分、いずれも賛成8、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は、11月6日木曜日の8時50分に对外公表の予定である。

X. 閉会

雨宮企画局長

一点宜しいか。

白川議長

どうぞ。

雨宮企画局長

先程白川議長からお話があった今日の賛否の状況について、記者会見でご説明されるとのことであった。これはそうすべきだと思うが、公表のタイミングで公表文だけ出ていくと、単純に賛成4、反対4だけの情報が出ていく。その時に、この4名の方はこういう提案をしたということを広報から言う方が良いか、それとも記者会見まで待たせるのが良いか。そこをお諮りしたいと思った。

野田委員

この場合、前提として固有名詞は避けるということだな。

白川議長

勿論、固有名詞は避ける。

雨宮企画局長

賛否の固有名詞は公表文で出る。

西村副総裁

どういう反対の仕方をしたのか、ということは…。

野田委員

どういう反対をしたかという。

山口副総裁

非常に固く言えばそのままである。白川議長が記者会見をする時に説明するということではないか。

雨宮企画局長

そこをご確認したい。

野田委員

時間差があって、4名が利下げそのものに…。

須田委員

反対だと思われると。

野田委員

反対と伝わると、市場も空いている時に相当市場に与える影響というか、受止め方が違ってくると思う。

中村委員

利下げに反対したという。

野田委員

そこはやはり誰がとは言わないが、三人の方は…。

亀崎委員

利下げの幅が違ったと。

野田委員

そういう説明をしないと。

山口副総裁

ボードでない人間が説明するということで宜しいのか。

雨宮企画局長

そこである。

野田委員

こういうケースは今後もあり、前例にもなるので、しっかり議論しなくてはいけないと思うが、市場も開いているし会見までの時間差があるので、何らかの形で伝えないといけないと私は思う。

山口副総裁

伝えた方が良いと思う場合と伝えない方が良いと思う場合とは状況による。しかし、この例を一回作るとずっとそのようにしなければならなくなる。

野田委員

従って、慎重に議論しないといけない。

白川議長

そういうことも含めて先程ずっと議論した。勿論指摘があったようなことはあるが、単純に記者会見で私が言うことが一番すっきりして良いと私自身は思う。そういうことも含めて、採決はそれぞれ重みのある話だと私は思っている。

雨宮企画局長

宜しいか。

須田委員

宜しくお願ひする。

竹下財務副大臣

宜しいか。

白川議長

どうぞ。

竹下財務副大臣

一言言い忘れたが、先程、日銀当座預金への付利の導入が決まったが、これは積極的な資金供給のための措置という導入の意図を十分説明して頂くと同時に、これを踏まえて、さらなる積極的な資金供給に努めて頂きたいと思う。以上である。

白川議長

了解した。それでは本日の議案は終了した。次回は、11月20、21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、この場の皆様におかれでは、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するようお願いする。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻1時58分の予定である。

白川議長

解禁時刻が1時58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する。政府出席者におかれでは、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13時53分閉会)

以 上