

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11月20日（14:00～16:33）

11月21日（9:00～12:29）

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 川北 力 大臣官房総括審議官（20日）

竹下 直 財務副大臣（21日）

内閣府 藤岡文七 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	山本謙三
理事（金融市場局長）	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	関根敏隆
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	沼波 正

（事務局）

政策委員会室長	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	加藤 肇
企画局企画役	大谷 聰
企画局企画役	中村康治

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に議案取り纏め、採決、最後に議事要旨の承認である。政府からの出席者のご紹介である。財務省からは川北力大臣官房総括審議官、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入る。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

それでは、最初に金融調節、金融・為替市場動向について、山本理事と中曾理事からお願いする。

中曾理事（金融市场局長）

それでは、お手許の資料-1、2（追加）に沿ってご説明する。まず、図表 1-1、無担保オーバーナイトコールレートは、利下げ後も、そして超過準備に対する付利が開始された11月17日以降も、誘導目標近傍で安定的に推移している。ただ、補完貸付残高は引き続き相応の利用がある。主として外資系によって使われている。図表 1-2 で、当座預金の保有状況で

ある。11月積み期から始めた超過準備への付利はまだ4営業日目であるが、今のところ準備保有姿勢に目立った変化はない。敢えて言うと、地銀の積みが多少厚くなっているようにもみえるが、いずれにしても、もう暫く様子をみないと評価はできないと思う。

図表1-3の08/7月積み期以降の短期金利のグラフで、短期金利の推移をご覧頂く。オーバーナイトコールレートは、先程申し上げたように、誘導目標近傍で推移しているが、その一方で、レポ・レート——グレーの線——は利下げ後も下げ幅が小さく、暫くは補完貸付金利の0.5%近くに張り付いていた。その理由は、メガバンクが外貨資産管理のための円投とかCP代替貸出など他の資産を増やしていることから、レポ市場への放出を抑制していることだと思う。また、メガバンクは、バランスシート制約を相応に意識していると思う。従って、従来やっていたレポに放出してコールで調達するという裁定取引を縮小しているようである。従って、コールレートとレポ・レートが乖離しがちになっていると思う。ただ、グラフをご覧頂くとお分かり頂けるように、極く最近では、レポ・レートは幾分低下してきている。次に無担保コール市場残高の推移を図表1-4でご覧頂く。外銀の調達圧力減少あるいは調達圧縮を主因に、減少傾向を辿っている。このグラフではターム物の内訳はお示ししていないが、長いもの、特に年末越えとなるような2か月物以上のタームの残高がかなり少なくなっているようである。

続いて、図表1-6でオペの実施状況についてお話をしたいと思う。現在は、高止まりするレポ・レートを低下させること、そしてもう一つは、オーバーナイトコールレートのターゲット近傍への誘導といったことを念頭に運営している。まず、レポ・レートの低下である。こちらについては、国債買現先オペを積極化している。具体的には、従来1本1兆円ないし2兆円程度の規模であった国債買現先について、11月13日以降、いわゆるスポットネクスト物とターム物を組み合わせて1日2本合計で3兆円規模、時には3.6兆円にも及ぶ大規模なオペを連日オファーしている。これで、さすがにレポ・レートも足許では幾分低下してきている。一方、

こうした大量供給を行うと準備預金の積みが進捗してしまうので、これを抑制方々オーバーナイトレートをコントロールする観点から、(資金吸收オペ)にするとおり、連日手形売出あるいは国債売現先によって資金を吸収している。市場参加者の一部には、準備預金の付利開始後、日銀はフロア金利の0.1%まで低下を許容するのではないか、それを試してやろうという向きもあった。そうした先が取り下がる局面では、その都度、定刻外でも吸收オペを行うことによって、過度なレートの低下を牽制している。必要であれば、何度でも吸収に入って政策金利の誘導姿勢をはっきりと示しているつもりである。次に、年末越えの資金供給については、11月に入ってからオペの手段として共通担保(全店)そして(本店)オペを合わせた本数を従来の2本から3本以上に増やしている。このペースでいけば、11月末時点での年末越えのオペ残高はほぼ前年並みの約16兆円に達する見通しである。次にCP買現先オペである。11月6日より従来の4,000億円を6,000億円に増額して毎週定期的に木曜日にオファーするようしているが、増額オファーは連続して札割れしている。本日は木曜日であるので、初めての年末越えとなるオペをオファーしているが、札割れは回避している。そんなに応札倍率は高くなかったが、札割れは回避している。最後に、ドル資金供給オペである。(米ドル資金供給オペ)の表にあるように、11月4日に3か月物を440億ドル、そして18日に1か月物を327億ドル、固定金利でそれぞれ供給している。1か月物については、前回10月21日の供給額が501億ドルであったので、それより減少している。ここにはお示ししていないが、同日に行われたECB、バンク・オブ・イングランド、スイス国民銀行のドルオペでも落札額はいずれも10月21日(前回)より低下しているので、ドル資金需要は一頃より鎮静化しつつあるように見える。以上のようなオペ運営の結果、多い日には7本、しかも売り買いが交錯するオペをオファーしていく、オペの実行部隊にとって不安定な市場と対峙する緊迫感に満ちた毎日が続いている。

続いて、図表2-1以降で、金融為替市場の動きをみていく。(2)の表で、ターム物のレートの推移を短国レートについてご覧頂くと、利下げ後

はあまり大きく低下していない。これは、安全資産を求める買い需要がある一方で、レポ・レートの高止まりに引き摺られているという二つの力が交錯していると思う。レポ・レートの高止まりは、図表 2-2 でお示ししているように、CP 市場における発行環境の悪化が背景である。つまり、CP から銀行借入へのシフトが銀行のレポ市場への放出余力を狭めている面があるのでないか、と思っている。次に外貨資金のターム物のレートをご覧頂くと、図表 2-3、(1) TED スプレッド、そして (2) LIBOR-OIS スプレッドは、いずれも縮小してきている。これは特にドルではっきりしている。恐らくドル供給オペが相応の効果を発揮したと思うが、足許ではやや下げ止まっているし、水準的にはなお高いと言えると思う。そういう意味では、引き続き金融機関のバランスシートへの圧力が掛かり続けているのだろうと思う。また、図表 2-4、(1) のグラフで、年末越え、12 月スタートのドルの 1 か月物のフォワードレート——太線でお示ししている——についても、OIS とのスプレッドは縮小しているが、なお水準的には高く、相応の年末越えプレミアムが残存しているとみている。次にマーケットの金利観について、ご覧頂く。図表 2-5、(1) のグラフで直近の OIS レート——黒棒でお示ししている——は、年度末に掛けて低下する姿になっている。これをどう見るかなのだが、20bp の率を利下げ幅としてみた場合、(2) のグラフにあるように、年度末までの利下げの織り込み度は、2 ないし 3 割と読める。ただ、我々が別途行っているオペ先へのヒアリングによると、銀行勢を中心に現状維持の見方が大勢である。他方、アンケート調査などをみると、年明け後 20bp の利下げありとみる向きも相応に存在するので、金利観に多少ばらつきがあるというのが実際のところかと思う。

図表 2-7 に進んで頂いて、長期金利の推移である。まず、(2) のグラフをご覧頂くと、黒太線が日本の長期金利である。これは米欧の長期金利——他の線——の動きに比べれば、かなり小幅な動きになっている。昨日も米欧の債券は金利が大きく低下しているが、その中にあって日本の長期金利を例えば 10 年債——(1) の黒太線——でみると、1.4% 台半ば、昨

日からの変化幅でみると2ないし3bp程度の相対的には極めて小幅な低下にとどまっている。日本では積極的な買い主体を欠いている状態であるので、景気が下振れしている中にあっても金利の低下圧力は然程強まっていないと思う。ただ、市場の流動性は依然低いままだと思う。例えば、図表2-9の長国先物の値幅・出来高比率の推移のグラフでお示した長国先物の値幅・出来高比率は一頃より低下しているが、やはり水準は高いと言えると思う。また、図表2-10でみると、いわゆるディスロケーション——金利の歪み——も解消されていない。例えば、(1)のグラフでお示しするスワップ・スプレッドは超長期ゾーンでは大きくマイナスに突っ込んだままである。こうした動きは日本に限られている訳ではなく、(2)、(3)のグラフにあるように欧米でも超長期ゾーンで同じような傾向が観察される。

次にクレジット市場である。日本のクレジット市場は次第に不安定性が増している感じがする。まず、図表2-11で、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移をご覧頂くと、(1)のグラフにあるように、B B B格のスプレッドの拡大傾向が続いている。また、A格についても高止まりしている。次に図表2-12でCDSのプレミアムについてご覧頂くと、黒太線で示した日本のプレミアムは高水準で、しかも不安定な動きになっている。こうしたクレジット市場の環境悪化の背景には、最終投資家のリスク回避姿勢の強まり、企業業績の悪化——これは収益の下方修正など——、倒産の増加、そして格下げの増加、といったことがあると思う。さらに、証券会社の業績悪化によるマーケット・メーカー機能の低下といった要因も合せて指摘できるかと思う。

図表2-13、株式相場である。まず、(2)と(3)で欧米株価である。金融不安が高まった10月末に、大きく下落している。金融セクターの売りが一巡すると今度は実体経済の悪化に目が向くといいういわゆるネガティブ・フィードバックを反映した極めて不安定な動きになっている。こうした中にあって、(1)でお示ししている日本株も、日経平均ベースでみると、10月27日に7,162円まで下落した。その後、一旦戻しているが、

動きは極めて不安定である。昨日、欧米株価が大きく下げたため、本日は再び8,000円を割る展開になっている。日本株の場合、海外株に振られる要因に加えて、為替相場という変動要因も大きくなっている。また、景気指標面では、7~9月のGDPが上値を抑えているとも言えるかと思う。業種的には、業績を下方修正したトヨタに象徴される輸出企業、不動産、そして今日辺りまた金融セクターの下落幅が大きくなっているように思う。主体別の売買動向を、図表2-14でご覧頂く。まず、外国人で売り越しが続いている。その一方で、個人については、値頃感からの新規の資金が入ってきており模様で、1兆円程度の買い越し基調が続いている。さらに、金融機関のうち信託で結構大きな買い越し超が続いているが、これは恐らく公的年金によるリバランスが中心とみている。東証REIT指数の推移をみると、資金繰り難から引き続き軟調に推移している。

続いて、図表2-15で為替相場にいく。基本的にリスク許容度のメカニズム——あるいはストーリー——で動いているように思う。つまり、海外株——米株——が安くなるとドルと円が買われて、株価が上がるとドルも円も売られるという動きだと思う。10月末に掛けて米株価が大きく下落した際、(1)のグラフにも表われているように、円とドルがユーロに対して買われている。昨日、米株が下落した局面でも、円とドルはともに買われている。このように、ドルと円は同じ方向に動くが、ドルと円を比べると円の方がさらに強い。米株安に対して、ドル/円は円高ドル安といった反応になる。従って、昨日辺りからの米株安で、為替相場は若干円高に振れていて、今95円付近での展開になっている。昨日辺りは97円近くであったが、若干円高方向に振れているということだと思う。流動性が低下していると言ってきたが、それは為替市場も例外ではなく、為替相場の動きも不安定である。図表2-17、(1)のグラフでご覧頂くように、インプライド・ボラティリティは10月末頃に比べれば低下しているが、なおリーマン破綻前の水準を大きく上回っている。また、(2)でリスクリバーサルについてご覧頂くと、ドルのプットオーバー幅はこれまでで一番深い水準まで低下している。つまり、一旦、円高ドル安に振れると、それが急速に進

行するリスクがかなり強く意識されていることをこの指標は示唆していると思う。クロス円相場を図表2-19でご覧を頂くと、基本的にはリスク許容度ストーリーに沿って株価軟調を反映した動きになっている。つまり、高金利通貨がかなり大きく下落をしている局面にあると思う。図表2-20で外為証拠金取引の動向をご覧頂くと、各通貨に対する円のショート・ポジションは随分小さくなつて、ほとんど解消されてきている通貨もある。先程ご覧頂いたように、ボラティリティがかなり高くなっているし、高金利通貨国では利下げも相次いでいるので、円キャリー取引の投資熱は大分冷めできているようにもみえる。

最後に、図表2-21、2-22で、エマ通貨、エマ株、そしてコモディティである。図表2-21、(1)のグラフに表われているように、エマ諸国のうち特にラ米のような資源国の通貨は振れが大きく、通貨安圧力も残存しているように見えるし、(2)のグラフにあるように株価も軟調である。そして、図表2-22でコモディティは、グローバルな景気後退による需要減退予想から原油中心に価格調整が続いている。

以上、みてきたように各国による金融安定化策、そして中央銀行による流動性供給によって、市場の不安心理の急激な増幅は取り敢えず歯止めが掛かっている状況かとは思うが、いわゆる負の相乗効果が作用している中で、国際金融資本市場は依然著しく不安定とみている。その影響から日本においても各金融市场で流動性が低下した状態が続いている。中でもクレジット市場における投資家リスク回避姿勢の強まりなどから、C Pとか社債の発行環境が悪化していて、それが金融機関のレポ市場などへの資金の放出を抑制させるといった経路を通じて、短期金利の形成に変調をきたしている。私からは以上である。

白川議長

ご質問等があれば、どうぞ。

水野委員

中曾理事が冒頭でオーバーナイト物の金利は安定的に推移していると言わされたが、本当はそうではなくて、腕力で強引に安定させていると言った方が正しいと思う。当預付利を導入して以降、まだマーケットの金利観、見方は色々あるので、どうやっていくかを質問したい。白川議長は記者会見で市場機能を大切にするためにスプレッドを20bp取ったと発言したが、市場機能を阻害しかねないオペレーションをいつまでも続けると、それに反するのではないか。コリドーの中で動くようになるということであるが、今、本当にオペの本数が増えている。吸收オペも打っている一方で、流動性供給をやるために付利をした。これにも反すると思う。

そこで、マーケットの金利観が0.3%で暫くいくという見方が定着した時には、多少振幅を許す方向にオペレーションのやり方を変えていくのかどうか。これが一点目である。それから、二点目。CPの買現先をやっているが、レートをみたり相対のレートを色々ヒアリングしていると、簡単に言うと電力会社以外は金利がむしろ上がっている状況である。そういう意味では、所詮、流動性供給に過ぎないCP買現先の限界を感じている。未達も起きている中で、今の金額を増やすなり、肌理細かいやり方で何かやりようがあるのかどうか。この辺はどうか。

中曾理事（金融市场局長）

まず、第一のご質問の点である。我々は元より市場金利を生かした金融調節を行うことを主眼としている。つまり、物日であるとか積みの最終日では相応の金利の振幅があつて当然、と思っている。ただ、先程の説明で申し上げたように、特に準預の超過準備に対する付利が導入されて以降、マーケットの一部には日本銀行の姿勢を試してやろう、みてみようという感じがある。つまり0.1%までドリフト・ダウンさせるのではないかという見方がかなりあったから、ここは我々としてあくまでも誘導目標は0.3%であることをオペのスタンスで示そうと思っている。従って、多少オペの本数が増えている。かたがた、これも先程申し上げたとおり、レポ・

レートが高止まっているから、何とかこれをもう少し落ち着かせようというニーズもある。従って本数が増えている。しかし、そういう動向が終われば——つまり我々の目標は0.3%だという見方が市場に浸透すれば——、市場状況にもよるが、冒頭に申し上げたように、ある程度コリドーの中で振幅するような従来の調節スタンスに戻せれば戻したいと思っている。

水野委員

従来というのはいつか。今まででは付利がなかったから、初めてである。

中曾理事（金融市場局長）

恐らく付利が機能してくると、それこそ大量供給により市場機能がかなり阻害されてレートのコントロール力が失われるような場合は、それが威力を発揮すると思う。それがない場合は、ある程度、金利機能を生かしながらの調節が主体になるのではないか。

水野委員

G C レポ・レートのことは私も凄く気に入っている。そこに配慮すると、コリドーを狭くした結果、どうしても両サイドのオペ——ツイスト・オペと言われている——を頻繁にやらざるを得ないのでないのではないかという感じを私は思っている。そこについては、オペの本数が極端に減るとか金額が減るとかいうイメージはお持ちか。

中曾理事（金融市場局長）

特にこれから年末とか年度末を控えているので、普段の年でもかなり供給額が多くなるし、本数も増えてくる局面である。従って、今直ぐに本数が大幅に減るという局面は期待しにくいかもしれない。そして、第二のご質問のC P 買現先である。発行レートにどの位影響を及ぼし得るものか、というご質問かと思う。これは正直やってみないと分からぬところはあるが、市場にコンタクトしての話などを前提とすると、C P 買現先の残高

がある程度積み上がっていけば、かつ、そのレートが相応に安定したものであれば、そのレートに鞘寄せされる形で銀行がCPを買う、引受けとといったことになる、つまり、発行レートもそれに鞘寄せされる効果が有り得るのではないか、と思っている。ただ、これは実際にやってみないとなかなか分かりにくいというところがあると思う。

水野委員

今の更問になってしまふが、CPのレートが下がらないことは、金融機関の引受け余力自体がなくなっていくことにそもそも問題があつて、オペの問題ではないという気がする。カウンターパーティ・リスク、株価下落によって、金融機関のリスク許容度が落ちているのであり、それをオペで全部賄うのは負担感を金融市場局に掛け過ぎてしまうのではないか。

中曾理事（金融市场局長）

引受け余力が全くないということであれば、そのとおりかもしれない。今の地合いをみてると、必ずしも引受け能力が全く消えてしまった訳ではない、相応に引受けも行われているが、バランスシート制約が多少意識される局面にあると思う。従つて、先程申し上げたようにCP買現先オペの残高をある程度積み上げることによって、ファンディングを順便にしてあげることで、CP市場の機能の回復に少し寄与できるのではないか。

水野委員

ある意味、側面支援ということであるな。

中曾理事（金融市场局長）

然り。

須田委員

オペを積極的に打つて、レポ・レートはかなり落ち着いてきたと思う。

今、社債とかCPが発行できなくなつており、そこを貸出が代替する。それと同様に、レポ市場における流動性の低下を日本銀行のオペで代替している側面があるとみて良いか。

中曾理事（金融市場局長）

結果的には、そういう形になつてゐると思う。レポ・レートが明確に反応し始めたのは、13日以降である。特にスポットネクストのオペを開始し始めたところから、レポ・レートが反応して落ちてきている。ここは市場取引が相当薄くなつていた部分であるので、おっしゃったような市場代替的な役割を、オペがある程度、果たしている面はあると思う。

須田委員

先程の話でクリアでなかつた点だが、我々のディレクティブは加重平均して0.3%である。それを守つて頂くということであつて、それ自体が振れても良いという訳ではない。振ることの意味を間違つてとつてゐる人がいる。日々の加重平均レートが高くても、低くても構わないと思われてゐるという話を聞いたので、そことのギャップが…。

中曾理事（金融市場局長）

元より加重平均である。そういう意味で申し上げた。マーケットの中に0.1%でも良いと思う人が増えれば、当然、加重平均も下へいつてしまふので、そうではないのだというスタンスを示しているつもり。

白川議長

今、国債買現先オペに応じてゐる相手先は、外証が多いのか、それとも日本の証券会社か。

中曾理事（金融市場局長）

大きいのは外証だと思う。一方、レポを資金調達サイドで使つてゐるメ

ガもいる。そういったところも入ってきてている。証券会社——これは外証も邦証も含めて——、そして一部のメガというイメージになると思う。

中村委員

先程、社債、CPのスプレッドについて、業績の先行き不振、不安、それから格下げがきっかけであると同時に、リスク許容度が下がっているという話も要因の一つと言われたと思う。後者の問題は何に起因しているのか。

中曾理事（金融市場局長）

いつ頃から日本でこうなったのかと思って遡ってみると、株価の急激な下落と重なっている。つまり、10月入り後や10月末に掛けて特にということである。やはり株価の下落が効いているのではないか。具体的に言えば、最終投資家には地銀だとか生保だとかがいるから、そういったところの投資行動は、保有する株式の含み損益に影響される。仲介業者——これは証券会社——は元より、そういった最終投資家の業績が悪くなってきた。波及チャネルとしては、株価が大きかったのではないかと思う。

山本理事

銀行の場合には、株価の下落によって自己資本比率が低下することで、リスクテイク余力が縮小することだと思う。ただ、一方で、地銀などでは銀行貸出は相応に伸びている。CP発行額の縮小分は規模の面では銀行貸出により結果的に代替されているので、CPとか社債のマーケットでリスクテイク余力が全くなくなってしまったということではない。株価のインシャルなショックが縮小し、リスクテイク余力がどの位まで戻ってくるかをみながら、これがどれ位発行市場に影響を及ぼすかをみていく段階だと思う。

中曾理事（金融市場局長）

発行体もそういう事態をみて、できれば前倒しで調達しようという感じもあるから、却ってC Pなどは発行が集中してしまっている面があるのかもしれない。

水野委員

それと、C Pの発行体が発行を先延ばしていた面もある。発行レートが高いからレート低下を期待して待っていたら、もっと上がってしまったので、慌ててきている。

須田委員

資金がリスク資産にいかないことは、キャッシュが積み上がっていくということである。それは年末まで続くのか、あるいは年度末まで続くのか。元々、企業はキャッシュ・リッチであったはずなのに、なぜここで急にキャッシュだ、キャッシュだと言うことになったのかが分からぬ、ということが前提にあるが、それは一時的なことなのか、もっと長期間維持されるものなのか。その辺はどうみているか。マーケットに聞いても仕方がないだろうが。

中曾理事（金融市場局長）

これは、それこそ、金融経済情勢次第ではないかと思う。景気についても、金融市場についても不確実性が高い状況が続くのであれば、一つの節目は年末あるいは年度末と言う人が多いとは思うが、状況の劇的な好転がない限り、極めて疑心暗鬼的な感じが残存してしまうのではないかと思う。

白川議長

他にないか。

亀崎委員

米欧について。金融機関が発表する決算を四半期毎にずっとみている。サブプライムローン関連と発表されているエクスポートージャーについては、どの金融機関も明らかに昨年第3四半期位から大幅に減らしてきている——処理してきている——。これが最初言われた時は、IMFなどの試算で1兆5,000億ドル位であったかと思う。それ以外のエクスポートージャー——デリバティブとか各種ローン——は注意書きで出ているが、それが不良債権化してきても、その数字は詳細には分からぬ。そうすると、私はアメリカの住宅価格が下げ止まることが一つの目安だとずっと思っていたが、サブプライム関連以外のローンなり証券化商品が不良債権化していくと、その規模も大きくなるし、買い取ろうとしても期間も長くなる。的確な見方をするのが段々困難になってきたという感じがするが、どうみたら良いか。

中曾理事（金融市場局長）

米国の金融機関——商業銀行など——をみると、おっしゃるように、商業不動産向けとか、消費者向けとか色々貸出しているが、実体経済、特に雇用情勢が悪くなってくると、そういう貸出資産の内容の劣化が進んでいる——不良債権化が進展している——のではないかと思う。実際、消費者ローン——これはオートローン、クレジットカードローン、学生ローンなど——のABSのLIBORスプレッドをみると、引き続き急拡大していて、平時は、50bpとか100bp以下だったが、ものによるが、300～600bp位に拡大している。そういう意味では、劣化が進んでいるし、劣化がサブプライムローン以外のところにも広がってきているということだと思う。

さらに、最近の感じを申し上げると、TARPの措置が十分なのか、という感じが今、出ているのではないかと思う。つまり、一つは、元々やると言っていた不良資産の買い取りがなくなったので、不良債権をバランスシートから切り離すことができないのではないかという点、それから、資本注入はやるようになったが、そもそもネガティブ・フィードバックが進

んでいる中において、資本注入の額が十分なのかどうか。そういった二つの疑念が出てきているのではないかと思う。恐らく、だからこそと言って良いと思うが、米国の金融機関のCDSと株価の動きをみていると、確かに公的支援が入った後は一瞬良くなった。株価が上がったり、プレミアムが下がったりした。しかし、ここへきて、また株価が下がりプレミアムが上がるという感じが出てきているし、その動きが銀行から生保のような他業態にも広がっている感じがする。ネガティブ・フィードバックの中で、悪循環から抜け出しにくい事態に陥りつつあるのではないかと思っている。

白川議長

他にないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、次に海外情勢について、お願いする。

沼波国際局長

資料-3（参考計表）（追加分）——今日お配りした資料——をご覧頂きたい。最初に、図表4、米国経済からご覧頂きたい。米国経済についての判断を今回引き下げている。前回の「停滞を続ける中、下押し圧力が強まっている」という表現を「悪化している」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、後程、ご説明するが、個人消費や雇用関連を中心に最近の景気の悪化が一段と進んでいることを示す指標が目立っている。1. 成長率見通し（ブルーチップ）というグラフは、ブルーチップの四半期毎の米国のGDPの伸び率の見通しを今年の1月時点、7月時点、それから11月時点と並べたものである。一番最近の11月時点をみると、既に第3四半期-0.3%という実績が出ているが、足許の第4四半期、それから来年第1四半期と3四半期連続のマイナス成長が、今、ブルーチップ

でコンセンサスになっている。足許の第4四半期については、このグラフにあるように、3%近い落ち込みが予想されており、かつ一番右の2009年第4四半期をみて頂いても、まだ+2%位の成長率で、一般的に+2%台半ばとみられている潜在成長率にあと1年経っても届かないという図が、ここで描かれている。また、昨日発表になった10月のFOMCの議事要旨をみると、スタッフ、FOMCメンバー双方の景気見通しにおいて、来年前半までマイナス成長が続く見通しが説明されている。仮に米国経済がこうした見通しどおりになるとすると、暫く前まで想定されていた2001年のITバブル崩壊後の軽微なりセッション程度の軽い調整ではなく、どちらかと言えば、1980年代初頭の深刻なりセッションにより近い姿になるのではないかと思う。

こうした暫く前の見通しと今の見通しの見込みの違いの主因は、勿論、個人消費の落ち込みが想定以上に深刻であるということである。その背景には、住宅価格、株価の下落による負の資産効果や雇用環境、所得環境の悪化という二つの要因に加えて、金融市場の混乱が続いている中で自動車ローンやクレジットカードなどの個人向け信用のアベイラビリティーが大きく低下しているという要因が響いていると思っている。こうした意味で言うと、相当前の話であるが、1980年代初頭のリセッションで、当時のボルカー議長の高金利政策に加えて、カーター大統領が1980年3月に打出した個人向け信用の直接的なコントロール策が大きく景気に影響した点と共通点があるのではないか、という気もする。因みに、2.に載せているグラフは、コンシューマー・インストルメント・ローン向け信用の貸出態度に係る長期時系列の統計である。下にいけばいく程、貸出態度がタイト化している。直近の10月調査をみると-47.2%ポイントで、これよりタイト化が酷かったのは、まさに1980年の第2四半期——そこに載っている-79%ポイント——で、これ以来のタイト化が進んでいること、つまり貸出にこれだけ後向きになっているということである。これも、こうした見方を裏付ける一つの数字ではないかと思っている。

それでは、図表1、いつもみている米国の主要経済指標、を個別に

ご説明する。統計開始以来最悪とか最低などという表現が何度か出てきて、なかなかチャレンジングな説明になるのはご容赦頂ければと思う。5. 小売売上高の 10 月である。私共は、自動車、ガソリン、建築資材を除くベースの小売売上をみているが、10 月 -0.5% で、これで 8 月以来 3 か月連続の前月比マイナスになった。私共がみているベースで小売統計が 3 か月連続のマイナスになるのは、統計開始以来初めてである。小売売上高の全部を含んだヘッドライン——よく報道されているヘッドライン——のベースでみると、-2.8% である。これも 1992 年にこの統計を取り始めて以来、最大の落ち込み幅である。それから、6. 自動車販売の 10 月である。9 月の 1,274 万台から 1,080 万台と引き続き大きく減少して、1983 年 2 月の 1,061 万台という数字以来の低水準になった。メーカー、車種を問わず減少傾向にある。GM傘下の自動車ローン会社が貸出基準のタイト化を進めるといった消費者のクレジット環境、オートローンの借入環境が一段と悪化していることの影響も、大きく響いているとみられている。それから、昨日出た 8. 住宅着工の 10 月は 79.1 万戸。これで、前月比でみると、4 か月連続の減少。これまでのボトムは 1991 年 1 月、前々回リセッション時の 79.8 万戸であったので、これをも下回って住宅着工統計開始以来最低の水準になった。住宅着工は歴史的にも相当低い水準で、そろそろ下げ止まるか、そろそろ下げ止まるかとずっとと言われているが、なおそれを下回って落ちていくというなかなか暗いニュースである。因みに、ここには載せていないが、10 月の先行指標とみられている住宅着工認可件数も 78.8 万戸という数字が出て、これも統計開始以来最低の水準になっている。それから、12. ISM 指数の 10 月である。製造業が 9 月の 43.5 から 10 月は 38.9 と大幅に悪化して、これは 1982 年 9 月の 38.8 以来の低水準である。非製造業については、9 月の 50.2 から 44.4 で、これはこの統計が始まって以来最低の水準である。それから、13. 鉱工業生産の 10 月は特殊要因で多少振れていって、前月 -3.7% の後、今月は +1.3% である。9 月にハリケーンとボーイング社のストがあつて減ったものが、またその反動で増えたということで、この二つの要因を除いた実勢を当局が発表した。

これをみると9月は-0.7%、10月は-0.6%で、特殊要因を除いてみると、減少傾向は続いている。15. 非農業部門雇用者数である。9月の-28.4万人に続き-24万人で、大幅な減少が続いている。これで、前月比減少は年初来10か月連続である。9月、10月の減少幅は、前回のリセッション2001年3月～11月の平均、18.1万人を大きく上回っている。製造業がボーイング社のストライキの影響もあってマイナス幅を拡大しているほか、金融業が3か月連続でマイナス幅を拡大している。14. 失業率の10月である。9月の6.1%から10月は6.5%で、大幅に上昇している。これで1994年3月の6.5%以来の高水準で、ITバブル崩壊後のリセッション時のピークである6.3%——これは2003年6月に付けていた——を既に上回っている。勿論、1980年代初のリセッション時のピークは10.8%という二桁の水準である——これは1982年の11月、12月である——ので、これには遠く及ばない。1990年代初めのリセッション時のピークは7.8%である。ここまでまだ距離はあるが、ただ、今後、失業率が8%台近くまで上昇するという見通しはあちこちから出ているので、この距離が縮まることも十分有り得るかと思っている。それから、昨日出た16. CPIの10月である。エネルギー価格の下落を主因に、総合ベースで-1.0%でCPI統計の開始以来最大の下落幅になった。コアベースでも-0.1%で、1982年12月以来久々の前月比マイナスを記録している。コアベースでみると、自動車や衣料品の値引き、あるいは航空運賃、ホテル宿泊料の値下げなどが要因で、前月比マイナスになっている。以上が米国である。

続いて、欧州をご覧頂きたい。ユーロ圏経済についても判断を引き下げている。前回の「停滞局面にある」という表現を「悪化している」に変更している。先行きについても、悪化を続ける見通しであって、米同様クレジットのタイト化、景気の先行きに対する不透明感の高まりなどから、景気下振れのリスクが高まっている。金融政策はご承知のとおり、11月6日のECB政策理事会で50bpの利下げを実施したが、トリシェ総裁は記者会見で75bpの利下げも検討したことを見明らかにしている。また、次回理事会での利下げを排除しないことも明言している。市場関係者の間では、

次回 12 月会合での 50bp の利下げ、さらには、現在 3.25% の政策金利が来年中に 2.0% 位まで下がることを見込んでいる向きが多いようである。

それでは、個別の指標にいく。図表 2-1、ユーロエリアの 1. 実質 GDP の第 3 四半期は -0.8% で、第 2 四半期の -0.7% に続いて 2 四半期連続のマイナスになる。国別には、ドイツも -2.1% で 2 四半期連続のマイナス、マイナス幅で言うと 1996 年第 1 四半期 -3.2% 以来の大きさである。イタリアも -2.0% で 2 期連続のマイナスとなった。一方、フランスは +0.6% でプラス成長に転じているが、全体としては -0.8% である。それから、2. 域外輸出の 9 月は、単月でみると +2.2% と増加になったが、3. ドイツの海外受注をみると、このところ第 2、3 四半期とも減少傾向にあること、それからここに載せていないが、前回ご説明した 10 月の製造業 PMI 輸出受注という数字が 38.5 と統計開始以来最低の水準になっていることを考えると、今月の輸出については、一時的な振れの範囲とみている。4. ドイツの国内投資財受注の 9 月は前月比 -6.3% で、7~9 月を均してみても -3.8%。これで四半期別にみると、3 期連続の減少になっている。6. 小売売上数量は 7~9 月均してみると +0.1% で、3 期連続減少した後、ほぼ横這いと引き続き弱い数字になっている。7. 新車登録台数の 10 月は 1,024 万台で、1997 年 5 月の 985 万台以来の低水準になった。11. 失業率の 9 月は 7.5%、前月から横這いである。国別にみると、フランス、ドイツが低下した一方、スペインは 8 月の 11.5% から 11.9% で引き続き上昇している。12. 消費者物価の 10 月の前年比上昇率は、総合ベースで 9 月の +3.6% から +3.2%、コアベースでも +2.5% から +2.4% で、いずれも低下傾向を続けている。なお、ドイツ最大の労働組合である IG メタルは、11 月 12 日に賃金交渉を妥結した。当初の要求は +8% という 1992 年以降では最大の要求水準であったが、妥結した内容は、年平均の賃上げ率に換算すると——これは民間の推計である——、+3.5% 程度になる。具体的な中身は、今年 11 月から来年 1 月に掛けて一時金を支給する、来年 2 月以降 +2.1% 賃上げ、さらに 5 月以降追加的にさらに +2.1% の賃上げということで、これを均してみると年平均 +3.5% 程度になるということ

である。なお、三つ目に述べた5月以降の追加的な賃上げは経営者側の判断で、来年5月ではなく12月まで延期が可能ということが条件になっている。

次に図表2-2、英国である。英国経済についても、前回の「停滞局面にあり」、「下押し圧力が急速に強まっている」という表現から「悪化している」という判断に引き下げている。BOEは、12日に発表したインフレーション・レポートで、英国経済は本年後半に後退局面入りした可能性が高く、生産活動はさらに減退するとみられると説明している。金融政策をみると、12日の金融政策委員会で市場の予想を大幅に上回る150bpの利下げをしたことはご承知のとおりである。市場関係者の間では、次回会合での追加利下げと現在3%の政策金利の来年中2%未満への金利引き下げを見込む先が多い。個別の指標は沢山は出ていない。3.消費者コンフィデンスの10月は、-35と前月比低下した。5.失業率の10月は3%で、これで4か月連続上昇し、2006年10月以来の水準となっている。それから、4.サービス業PMI活動指数の10月は42.4と9月の46.0から大幅に低下して、1996年7月に統計を取り始めて以来、最低の水準になっている。

次に、アジアである。図表3-1である。アジアについては、中国の10月分の指標が出揃い、生産、輸出、固定資産投資で減速の姿が明らかになってきている。何で比べるかによるが——全て前年比である——、2.生産でみると、第3四半期平均で+13.0%、10月は+8.2%。5.輸出は第3四半期+23.1%、10月単月では+19.2%。それから、4.固定資産投資の当期で、第3四半期+28.7%、10月単月は+24.3%という数字になっている。先進国の景気後退色の強まりに伴って、輸出が減速している中、鉄鋼など一部業種における減産の動きが生産全体の減産に拍車を掛けていることと、最近の不動産市場の調整などから不動産関連などの固定資産投資もやや減速している姿になっていることだと思う。こうした状況から、中国政府は財政支出の拡大、それから貸出総量規制の廃止などの大規模な景気刺激策を先般発表した。その規模は、総額で言うと4兆元、ドルに直すと約5,900億ドル、2007年の名目GDP対比で言うと16%という規模である。財政

支出の中身については、住宅やインフラ投資などの公共投資、企業減税などが中身で、今年第4四半期から2010年までに順次実施される。次の年の経済政策を年末の中央経済工作会议を待たずに決めるのは異例ということだそうで、中国政府の危機感は相当なものであるとみられる。実際、17日に公表された中国人民銀行の第3四半期の金融政策執行報告という四半期毎の報告をみると、一つには適度に緩和した金融政策を実行するということで、これまでのインフレ抑制という文言は削除されている。それから、景気判断については、経済の下方リスクは増大しており、マクロコントロールはさらに複雑な状況に直面しているという表現にし、比較的高い成長を展望するという主旨の表現が主文から削除されるなど、景気判断も明らかに後退している。一方、今回の景気刺激策の実際の効果については、現段階では正直申し上げてはっきりしない。民間では、本年第4四半期の成長率を約1%ポイント位押し上げるのではないか、あるいは2009年、2010年のGDPを1.5%ポイント前後押し上げるのではないかという試算もあるが、いわゆる真水の部分がはっきりしないということもあって、その景気刺激効果については相当の幅を持ってみておく必要があると考えている。中国経済については、前回会合でも申し上げたが、なお政策対応の余地が大きいと思っていることもあるので、現時点では来年についても+8%を大きく切るような景気の急減速は基本シナリオとしては想定していないが、今申し上げたような足許の指標を見る限り、ダウンサイド・リスクは高まっていることも明らかであろうと思うので、従来以上に注意してみたいと思っている。

図表3-2、アジア、その他NIEs、ASEANについては、輸出が急減速する中で、内需も民間消費を中心に弱い動きが目立っている。インフレはエネルギー・食料品価格の下落を受けて低下に転じているので、この面で実質消費の押し上げには寄与しているはずであるが、民間消費が弱い動きになっているのは、輸出を起点とした所得形成メカニズムが弱まっているためだとみている。今月末までに、第3四半期の各国のGDPが出揃うので、そこで改めて全体観を評価したいと思う。

最後に金融市場では、先進国経済の減速が明確化する中で、投資家のリスク回避姿勢が強くなっていて、アジアを含む多くのエマ諸国で株、為替、債券とも反発力に欠ける展開になった。対外債務の大きさなどが嫌気されて、中東欧で下落が目立っているほか、ロシアでは通貨防衛を目標に100bpの利上げが見込まれている。あと、パキスタンなど複数の国が、IMFの支援を仰ぐに至っている。こうした状況から金融政策では、インド、オーストラリア、韓国といった国が追加利下げをこの間実施している。以上、総合すると、前回会合以降の非常に短期間の間にも米欧の景気は着実に悪化の度合いを増しており、その影響がエマージング諸国にも広がってきているというのが景気の現状だと判断している。私からの報告は以上である。

白川議長

ご質問はないか。

西村副総裁

二点程お伺いしたい。一点は、米国である。米国は1990年代の終わりから2000年代の最初に比べて、どちらかと言うと、いわゆるSME—スマール・アンド・ミディアム・サイズド・エンタープライジーズ—の雇用吸収能力が非常に高いと言われていたが、最近の動きは、そちらで厳しさが強く出ているのか、それとも大企業の縮小の度合いが大きいのか、教えて頂ければと思う。それから、もう一点は、中国である。中国の税収の伸びなどをみると、前年比+10%を割っている。発電量をみると、もう+5%位までできている。石炭の生産も落ちているし、輸入額も落ちている。どう考えても、GDPの数字が理解できない。+8%を切ることは多分ないのかもしれないが、実際には相当厳しい状況になっていると思う。この点、如何か。

沼波国際局長

中国の方から先にお答えする。今おっしゃったような数字は、当然、私

共もみている。先程申し上げたように、特に10月に入ってから景気で暗い指標が急に増えてきたこととある種整合的な部分があるので、そういうことを裏付ける材料だと思う。ただ、三つ程申し上げる。

一つは、今おっしゃったような数字がやや下に振れるような特殊な要因がないこともないということである。一つは、税収の落ち込みは、証券取引税の税収が去年の夏頃株価が非常に上がっていたものの裏がちょうど今出ていて、かつ今年の9月から証券取引税の軽減措置を実施しているので、今、税収の中身をみると証券取引税が減っている。ということで、坂が出てしまっているという特殊部分があるのではないか。それが、税収を下に押している。ただ、中をみると法人税の落ち込みも相当厳しいので、それは企業収益が落ちていることの証左であり、景気の実態を反映していると思う。それから、電力消費は夏場の石炭不足で発電したくてもできなかつたところがどの程度響いているのか、あるいは石炭については、オリンピック期間中の輸送が上手くいかなかったせいがどれだけ響いているのか、そういう足許の特殊要因をどれだけ勘案したら良いのか。その辺を割引いた方が良いのかもしれないという気はしている。ただ、冒頭申し上げたように、発電とか石炭とかは生産の落ち方と整合的であるので、その辺はおっしゃったとおり気を付けてみていくべき数字が段々増えてきている。生産も夏場はひょっとするとオリンピックのせいいか、発電のせいいかと言っていたが、結局一過性ではなかったということが何か月か経つと出てきている。他の固定資産投資も今月多少落ちているのは、このまま落ちていくのかどうかなど、従来以上に警戒の目でみていった方が良いと思う。今の西村副総裁のご指摘は、そういうことの裏付けであろうと非常に思う。ということを言つたうえで、あと二つ程申し上げる。

中国は政策対応の余地がなおあると思っている。前回は税収がまだあるので財政面で出やすいことがあると申し上げた。振り返ってみると、中国の今回の景気の調整について、我々は海外景気、輸出の落ち込みに目がいくが、よく考えるとそれだけではなくて、中国自身の政策としてやってきたことの効果が出ててしまっている部分もないことはないと思っている。典

型的な例は、この前撤廃したが、つい最近まで窓口指導をやっていたことである。金融面で結構きついという声を、私も中国に行った時に何度も聞いた。金利を下げる量は回っていないという話も聞いた。それから、最近はほとんど上がっていないが、人民元高を進めてきたのも政府の政策である。それから、労働者の最低賃金を引き上げたのも政府の政策である。こういうものが全部企業に負担となって被さってきたということに、世界景気の後退が加わって、こういう状況ができている。世界景気は中国自身はどうしようもないが、前の三つについては政府で対応する余地があると言えばある。最低賃金を上げたものが下げられるとは思わないが、窓口規制は取り敢えず止めた。また、人民元の上がるペースは今むしろ相当スローダウンさせている。そういう意味で言うと、財政以外にもやるところはまだあるし、金利の水準は勿論まだ高い訳で、そういう意味でも政策対応の余地はまだあるのではないか。というのが、二つ目の留意点だと思っている。

それから、三つ目は横に外れた話になるが、今回のような政府の大規模な対応と実際に景気で起きていることとの間に、多少段差があるのかもしれない、政府がやや過敏に対応している部分があるのかもしれない、という気はしている。これは、中国人のエコノミストから最近聞いた話で、私自身は割と腹にすとんと落ちた。彼女が言うには、自分は景気についてそんなに悲観はしていない。ただ、政策当局者——多分人民銀行の人達も含めてであると思う——と直接話をすると、彼らは物凄く緊張している。なぜかと言うと、幾つかあるだろうが、一つは中国経済が世界経済全体の中に組み込まれて迎える初めての景気調整局面であり、かつ海外をみると軒並み景気が悪化している。という初めての経験をするのに当たり、これはどうなってしまうのだろうかという経験したことのない未知との遭遇に怯えているような気がする。前回のアジア危機の時は、アジアはまだしつかりしていた。そういう意味で言うと、今回、自分達は世界経済にしつかり組み込まれ、自分達以外は相当酷いことになっている状況で、何が起こるか分からないという怖さを相当感じているらしいということ。二つ目は、

多少社会的な側面として、元々社会動乱というか貧富の格差を元にしてあちこちで労働者の不満が昂じて騒動が起きている。そのようなことは前から中国にはあったのだろうが、インターネットがこれだけ発達した時代で隠そうとしてもなかなか隠せない。という状況の中で、これだけ動乱が増えているというのも、彼らにとっては初めての事態である。ここからさらに失業者が増えると、そういう事態が加速され、それがインターネットで全中国に知らされる。そういうことを自分達が上手くコントロールできるのだろうか、という意味で言うと、これもまたある種かつてない事態を迎えている。その二つが主な理由で、彼らは緊張しているので、景気のスローダウンに対して過敏とは言わないが、かなり敏感に反応する度合いが強い。そこで、実際の景気の落ち方に比較して政策対応が多少増幅される部分がある。この説明に私自身は納得した。そういう部分も多少あるかもしれないという意味で、基本はダウンサイド・リスクをよくみていくことであるが、多少誇張される部分があるかないかも含めてよくみていきたいと思っている。

最初のアメリカの失業率の内訳、企業別のところはよく分からぬ。新聞の記事を拾っても、大企業のレイオフは物凄い勢いで増えている。そういう意味で言うと、大企業が目立つが、企業規模を問わずということではないかと思っている。

亀崎委員

中国のダウンサイド・リスクとアジアについて。今まで日本の成長を引っ張ってきた輸出については、アメリカ向けもN A F T A向けも下がっており、前年比マイナスが続いている。E Uも同様である。さらに、10月になってアジア向けが名目で前年比マイナスになってしまった。アジア向けは最後の砦だと思っていたが、アジアトータルで10月に名目-4%となり、その結果、日本の世界トータル向け輸出は-7.7%になった。この中身をみると、中国向けが-0.9%、それからN I E s向けが-9.6%、A S E A N向けだけはかろうじてまだ+3.8%である。A S E A N向けは6

月以降、前年比が+6、18、11、5%と伸びが段々下がってきたが、まだ+3.8%の伸びがある。とにかく、輸出の5割弱を占める中国を含むアジアである。これは本当に希望がなくなっていく兆候なのか。今の話を聞いていると、中国は下振れリスクあるという中で、ASEAN、NIEs辺りの今後はどうか。

沼波国際局長

欧米はこれだけ下振れているし、中国も下振れリスクが増えているということなので、方向として下振れリスクが増えていることは間違いないと思う。12月初に海外経済の展望を説明するので、その作業を現在している。世間の見通しを物凄く大雑把にいうと、今年と来年を比べて、中国は9から8、インドは7から6、NIEs、ASEANが4から3という位の下振れをみている。今のところ、そこから大きく崩れることをメインシナリオにしている訳ではないのではないか。やはりエマージング諸国の基本的な成長力が内需の部分で残っていること、また、アジアについては、金融システムの混乱が欧米に比べて軽微であること。この二つの理由で、そういう想定を置いていると思う。これが崩れていって、さらにもっと下にいくという想定を今置くかどうかという作業をしているが、今のところ、まだそこまではいかないのではないかと思っている。その程度の影響だとういうことがベースシナリオではないか、と思っている。

野田委員

レベルは高いが、下げ幅というか減速幅は先進国と比べてそんなに違わないとも言える。元々水準が高く+5%とか+6%とかみるから、見直し後も+5とか若干迫る位のところにいるが、下げ幅をみると、同じような幅になっていることは要注意である。私は下げ幅で言うべきだと思っている。

沼波国際局長

下げ幅で言うと、もっと大きいのは産油国である。当たり前であるが、

あの辺の国とロシアなどは半分位にはなる。それは元が高いから仕方ないが、そういう意味で言うと、下げ方はそちらの方が大きいと思う。

須田委員

米国経済について。図表4で、ブルーチップの見通しが下方修正されている。私がみていてもそうであるが、今のところ見通しは第4四半期が一番低い。そこから先もっと下方修正され、第1四半期などでもっと悪化するというシナリオはあまりみない。そういうシナリオも出ているか。特に消費が思ったよりもかなり悪いならば、この悪い状態が相当続くのではないか、というシナリオが出ても良いと思う。その点、足許だけを深堀りしているというイメージがあるが、評価はどうか。

沼波国際局長

多分、足許の落ち方のスピードがあまりにも速いので、逆に言うと、来期になってもこのスピードで落ちていくとは、なかなか想定しにくいのではないか。そこまで想定するのは相当悲観的なシナリオを置いていかないといけないが、第1四半期もさらにこのスピードで落ちていくとは思えないという程度の論拠ではないか。例えば、金融市場が来期はさらに悪化すると置くかどうかというと、幾ら何でもこのスピードは続かないだろうという程度の見通しではないかと私自身は思っている。もっと言えば、皆、少し前まで、来年の半ばから少しずつ回復するというシナリオを置いていたが、突き詰めて質問してみると、何か論拠がある訳ではなかった。半年も経てば良くなるだろうという程度以上の論拠は、あの時もなかった。それとほとんど同じような第1四半期ではないか、と正直言って、私自身、思っている。

野田委員

今のことに関連して言えば、昨日、FOMCで出た見通しのばらつきは凄い。焦点定まらずということなので、今の説明に付加して言えば、この

インプリケーションをみた方が良いか、と個人的には思っている。

水野委員

ニューヨークの青木統括役の話では、アナリストにヒアリングすると、言っていることと数字が違う、聞いていると凄く暗い一方、GDP成長率の見通しだけみているとソフトランディングする数字となっている。ただ、底打ちの時期は、皆、第1四半期、第2四半期と予測していたが、今は大体年後半に底打ちするとなっている。これもあと1か月位経つとまた変わるのでないか、という位で、何も根拠がない、とのことである。

西村副総裁

エコノメトリック・モデルをやっている場合、最終的な結論からみていくので、整合的にするにはこうせざるを得ないというところがある。だから、これがどこで変わるかというと、やはり潜在成長率が下方シフトするのかどうか、それをどう見るかということが多分効いてくると思う。それまでは、まださすがにコミットできないということであろう。

白川議長

アメリカの消費者物価指数のヘッドライン上昇率のパスについてだが、これは現に下がり始めているが、マイナスを想定しているエコノミストは、今、どの程度いるのか。

沼波国際局長

CPIの数字は直近の-1.0%が出たばかりなので、まだこれを反映していないと思う。前年比でマイナスというところまで想定している人は、私はあまりみたことがない。

白川議長

分かった。

中村委員

自動車販売の落ち込みがかなり急激になってきている。この先行きはどうか。販売は歴史的にみても非常に低い水準となっているが、さらに落ち込んでいくのか。ガソリン代も安くなってきてているが、車離れはまだまだ続いている状況なのか。

沼波国際局長

確か前回ご紹介した消費者コンフィデンスの中で、車を買わない理由はオートローンとクレジットがタイトになっていることが一番であったが、直近になると、それが二番目になっている。何となく景気が悪い、買い時ではないことが一番になっている。ガソリン価格はどんどん下がっているが、何となくこの景気で車を買えないと思う人が増えている。これを前提とすると、この状態で彼らをエンカレッジする方法、要因はなかなか思い付かない。不安だ、オートローンを借りられない、という二つの理由が重なる状況が暫く続くとみている。

白川議長

他にないか。それでは、時間が中途半端だが、3時20分再開とする。休憩時間が7分位で申し訳ないが、まだあとがあるので。

(15時13分中断、15時20分再開)

白川議長

それでは、再開する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

白川議長

国内経済情勢についてお願いする。

門間調査統計局長

休憩時間中に薄い資料、資料-4（追加図表）を配らせて頂いたが、それからご説明したいと思う。本日、朝方出た10月の通関統計である。図表6、(1)のグラフの中に数字が入っている。10月をご覧頂くと、実質輸出の10月の前月比が-3.1%である。これで3か月連続のマイナスになっている。四半期でみて頂くと、10月の7~9月対比は-3.8%である。一つ、留意点として、従来から申し上げているように、通関統計とデフレーターとで使っている為替相場が違う結果、月中で円高が進む時には実質ベースの数字が強めに出るという傾向がある。この10月はまさにそれが起きた月であって、この7~9月対比で-3.8%という数字は、為替の調整をすると-6%位になる。為替要因が2%強、効いている。ということで、実際にはもう少し弱い数字になっている。そういった統計の性格も念頭に置きながら評価すると、輸出はこれまで頭打ちと言ってきたが、いよいよ減少局面に入ってきたという評価の方が適當かと思う。それから、10月については、ご覧のように輸入も大分強い。この輸入についても、先程の輸出と同様にテクニカルに押し上げられている面があるし、それから内需は弱い。従って、輸入については、足許強いが、これで基調的に増加局面に入ってきたとはみない方が良いと思う。差し当たり、10月について差つ引いてみると、輸出は減って輸入は増えているので、(2)のグラフにあるように実質貿易収支はかなり落ちていて、これはGDPの純輸出にはマイナス要因になる。

それから、図表7に地域別の内訳がある。第4四半期の列をみて頂くと、米国向けはご覧のように5四半期連続のマイナスである。足許はEU向けがかなり大きく落ちている。それから、東アジア向けも弱くて、その中で内訳をご覧頂くと、中国向けが-0.9%で、中国向けもいよいよ頭打ち感がはっきりとしている。足許特に弱いのはNIEs向けであって、-9.0%である。特に韓国、台湾向けが弱い。2時に公表されている統計であるから、まだ中身をよくみていないが、(2)の財別のところで情報閣

連がかなり落ちていることと、韓国向け、台湾向けが弱いことが関連しているのではないかと推測している。それから、その他向けである。その他向けについては、4Qで+1.4%。ここはまだプラスであるが、ここも明らかに伸び率は低下してきていると評価している。輸出は全般的に良いところも伸び率が低下してきて、減少に入ってきているということで、先行きについても海外経済の情勢とかミクロ情報を考えると、これからまだ下落が続していくということかと考えている。この資料は以上である。

それでは、資料-4（参考計表）でご説明する。図表1である。7~9月の1次QEについては、(2)の表でご覧頂くように、前期比-0.1%。これは年率で申し上げると-0.4%である。僅かなマイナスであるから、今後2次QE等でプラスに変わっていく可能性もあるが、取り敢えず現時点では2四半期連続のマイナスになった。2四半期連続のマイナスというのは、2002年以降では初めてである。-0.1%の中身である。設備投資と純輸出がマイナス、個人消費は天候要因もあってプラスという内容であって、特に驚くべき点はない。我々の事前の予想では、大体ゼロ近傍かと思っていたが、どちらかと言えば若干プラスなのではないかと予想していたので、微妙に下振れである。それから、4~6月以前の遡及改訂も含めて評価すると、もう少しはっきりと下振れていて、その結果、この後10~12月、1~3月がともにゼロ成長でいけたとしても、2008年度の成長率は-0.1%という計算になる。そして、実際には、10~12月ははっきりしたマイナス成長になる可能性が高いし、1~3月についてもプラスに転化するという見込みは立っていないので、2008年度がマイナス成長になるという蓋然性はかなり大きくなっていると現時点では判断している。それから、その場合に発生する2008年度から2009年度へのマイナスゲタの大きさ如何によっては、2009年度のプラス成長もなかなか難しくなってきているということかと思う。

図表2である。GDPデフレーターが(1)にある。これは前年比で描いている。右端7~9月は、4~6月と同じく-1.6%である。外需デフレーター——白い部分——が交易条件である。ご覧のように、7~9月までは

前年比で大幅な交易条件の悪化が続いていた。この後、10～12月である。これはこれでまた信じがたいが、恐らく10～12月は輸入物価の急落を反映して、この白い部分がほとんど消えると思う。外需デフレーターのマイナスはほとんどなくなる一方、内需デフレーターのプラスも縮んでくるから微妙であるが、10～12月のGDPデフレーターがプラスに転化する可能性が高まっていると思っている。仮にこれがプラスになると、四半期ベースでも、1997年度——例の消費税である——を除くと14年半振りのプラスになる。(3)のマクロの所得形成も、交易利得——灰色の部分——のマイナスも10～12月はほとんど消えていくと思う。1～3月は前年比ではプラスに転じるかと思っている。しかし、一方で、ここから実質GDP——点々で示している——が、前年比でマイナスが深くなっていくので、トータルでみると、マクロの所得形成はマイナスが続く。つまり、ここから後は、交易条件不況から数量不況へと中身がはっきり変わりながら、所得形成は良くならないかと思う。GDP関連は以上である。

次に設備投資の個別の指標である。ただ、7～9月の数字についてはGDPで尽きているので、10～12月に関する話として図表15に進んで頂く。

(1) 機械受注の10～12月の見通しである。民需——太実線——が7～9月はご覧のように大きく減少したが、その太線に対応する10～12月の見通しはバッテンのc印である。数字で申し上げると、前期比+1.2%である。仮にこのとおり実現しても、均してみれば減少傾向は明らかである。しかも、この見通し調査は毎年4～6月が大きく上振れて、それ以外の四半期は全て下振れる傾向が近年みられる。そのうえ、足許は実態的にも外部環境が悪化しているから、この見通し調査は下振れる可能性が大きそうである。こうした設備投資の弱さの重要な背景となっているのが、言うまでもなく、ここへきての企業収益の悪化である。

図表17にいく。(1)上場企業の収益見通しである。特に①の製造業をご覧頂きたい。中間決算後、11月時点の最新予想で2008年度は-29.9%、約3割の減少予想になっている。その1か月前が灰色線で繋がっている部分であって——菱形のところである——、それに比べて僅か1か月で大幅な

下方修正になっている。ひと月でこれだけ企業の見方が変わるのは、極めて異例である。その業種内訳まではここには掲載していないが、とりわけ加工業種の下方修正が激しくて、2008年度は10月時点における約1割の減益予想から現時点では約4割の減益予想へと急速に変化している。自動車、電機の下方修正が極めて大きいほか、一般機械や素材業種でも化学辺りに下方修正が目立ってきている。②の非製造業は、2008年度の予想が-0.1%とほぼ横這いである。ご覧になりにくいか、10月からの変化は幾分下方修正になっている。これは、原油価格の下落を反映して電力が上方修正になった一方、建設や不動産が下方修正になっていることによるものである。このような収益状況や先行きの需要悪化の見通しを受けて、ミクロ情報では主要企業の2008年度設備投資計画が電機、自動車、化学等を中心に、ここへきて下方修正をはっきり固めつつある。2009年度についても、従来よりも慎重なスタンスで臨むとの声が強くなってきている。それから、あと(2)①、②の中小企業の収益関連のD Iも、ご覧のように一段と悪化していて、とりわけ②の小規模企業のD Iは2001、2002年のボトムの水準に近付きつつある。以上が企業部門であって、個人消費にいく。

図表18である。ここも7~9月の数字はもうあまり申し上げない。1次QEで若干プラスになったということである。以下、10月以降に関する動きをお話する。10月が出ているのは自動車だけであって、ご覧頂くと、とりわけ除く軽が悪くて前年比で-13.4%、10月の7~9月対比で-9.5%になっている。あとはデータがないので、ミクロの話を中心に申し上げる。家電販売の計数は7~9月まではここに出ている。ここまでは前期比+7.2%で強かったが、その後、ミクロ情報等を勘案すると、10月、11月はさすがに息切れ感が出てきているということである。特に携帯電話とデジカメが良くないと言われている。薄型テレビについても、地合いがやや弱くなっているという声が聞かれている。それから、百貨店については、若干ベースが異なる百貨店協会の数字が10月分出ているので、それをご参考までに申し上げておく。まず、この表の全国百貨店売上高の7

～9月の前年比が−3.2%とあるが、百貨店協会ベースでは−3.3%である。それに対応する10月の前年比が−6.8%である。曜日構成とかセール時期等に関する特殊要因は一切ないと聞いているので、実力で悪化している。実際に都内百貨店からヒアリングしても、「10月になってから基調が一段と悪化している」、「消費者マインドが一段と冷え込んでいる」という声が聞かれている。特に百貨店は主力の衣料品が一段と落ち込んでいるほか、宝飾品などの高額商品が株価の下落の影響も恐らくあってシニア層が買いたくないし、円高によって外国人客——とりわけ韓国、香港辺りからの人——がこなくなっているということで、逆風がはっきりと強まっている状況である。当面の見通しについても、「年末商戦は半ば諦めている」とか、「大寒波でもこなければ冬物は駄目だろう」とか、聞かれるコメントも段々投げやりになってきている感じがする。そういうミクロ情報と整合するかのように、図表22の消費者コンフィデンス関連の指標も全般に悪化を続けている。どの指標も2001年、2002年のボトムを下回る指標が増えている。それから、このマインド指標の中身についても、従来の物価の上昇から最近は雇用や収入の先行きに対する不安にウエイトが移ってきてている状況である。個人消費は以上である。

次の住宅は引き続き横這い圏内で特筆すべき変化はない飛ばして、図表25の生産まで進んで頂きたいと思う。と言っても、これもハードデータについて言うと、前回以降の変化としては、9月分が速報から確報に変わったというだけであって、若干変わっているだけである。改めて数字を確認しておく。7～9月の前期比が−1.3%で3四半期連続のマイナス、10～12月は、予測指数を繋げると、欄外にあるように前期比−4.1%である。ただし、予測指数はそれが公表される月の10日頃——つまり今みている数字であると、10月10日頃——までの情報を元に作られている。それから足許もう1か月経っているので、その間のミクロ情報では状況はさらに悪化していく、10～12月の生産は5%近く落ちるのではないかというのが現時点での感触である。前回、10月末会合以降の3週間足らずの間にも、自動車の生産がかなり下方修正になっていて、自動車は10～12月は前期

比で1割を超える減産という見通しであるし、それ以外にも電子部品・デバイス、一般機械、それから素材でも化学、鉄鋼といった辺りの主要業種が軒並み下方修正になっている。さらに1~3月の生産についても、我々のミクロ情報では、前期比2%程度さらに減少するという感触が今のところ得られている。1~3月もマイナスになると、5四半期連続マイナスになって、それは1997年、1998年以来のことになる。また、今申し上げたようなペースで10~12月、1~3月で減少すると、1~3月の生産の前年比のマイナス幅は約1割に達するという計算になる。

このように少し前には想定していなかったような急ピッチで当面の生産が減少しそうであるという状況になってきている基本的な背景は、言うまでもなくここへきての世界的な需要の失速である。それを確認する最初のハードデータが、本日、冒頭に申し上げた輸出の減少であった。さらに、そういう最終需要の減退だけではなく、企業金融面での制約を意識せざるを得ない状況になってきていることも、企業の生産姿勢の慎重化に拍車を掛けているように窺われる。このところ企業の収益そのものが急速に悪化していて、キャッシュ・フローが想定を大きく下回ってきている。そういう中にあって、資金調達環境もCP・社債発行市場の機能が著しく低下していて、金融機関も今のところ貸してくれているが、この先本当に必要な分だけ貸してくれるかどうか分からないという状況であるから、不安感が拭えない。しかも、調達コストも上がってきている。そこで、企業はとにかくキャッシュをできるだけ多めに確保しておきたいということであって、従ってクリスマス商戦という最大の書入れ時に向けても決して無理はしないというスタンスである。たとえ収益機会を逃すことがあったとしても、在庫はなるべく持たないようにしたいというスタンスが鮮明になってきている。このように企業のマインド自体が、資金繰り制約の意識もあって、かなりシュリンクしてきているので、経済は、目先、負のスペイナル的な様相になってくるという可能性も否定はできないと懸念している。以上が生産関連であって、次に雇用関連である。

図表29である。〈職業安定業務統計〉で、有効求人倍率は緩やかな低

下傾向が続いている。<労働力調査>は、雇用者数の前年比がゼロ近傍の動きを続けていて、失業率は振れを伴いつつ緩やかな上昇を続けている。前回会合以降の新しい指標は、<毎月勤労統計>である。名目賃金をみて頂くと、9月の前年比は+0.2%である。四半期でみると、今年の1~3月から+1.6%、+0.7%、+0.2%と伸び率が低下してきている。中身をみると、所定内給与はステイッキーであるからあまり急速には変わらないが、7~9月については所定外給与が-1.4%、特別給与が-1.2%と、いずれもマイナスに転化している。言うまでもなく、生産及び収益の減少を反映した動きと考えられる。それで、先程説明したように、生産の7~9月は前年比-1.4%とまだ小幅なマイナスであったが、10~12月になると前年比で-8%位、1~3月になると前年比1割位のマイナスとなるので、これについて所定外給与のマイナス幅もこの後急速に大きくなっていく可能性が高いと思っている。それから、特別給与についても、大企業の冬のボーナスの中間集計が取り敢えずマイナスである。このまま弱くなっていく可能性が高い。さらに言うと、今期の業績の急速な悪化は、タイムラグを伴って来年夏のボーナスにも反映されていくと考えられる。従って、家計にとっては、たとえ今年の冬は何とか持ち堪えても、来年の夏は貰えないかもしれないという懸念があるので、足許の所得の変化以上にマインドが悪化することも領けるかと考えている。雇用関連は以上で、次に物価である。

まず、商品市況の確認である。図表34をご覧頂きたい。(1)の国際商品指数——太実線——はご覧のように急落である。既に前年をかなり下回る水準まで下落している。円ベースの輸入物価——細実線——は10月まで入っているが、この後、11月、12月とかなりのピッチで低下を続けていくことはほぼ間違いない、10~12月の平均でみて前年を1割近く下回っていくのではないかと考えている。この輸入物価の急速な下落が、最初の方で申し上げたとおり、交易条件には好影響を及ぼしていく一方、C G P IとかC P Iの下押しに今後比較的足早に効いていく。

C G P Iである。図表37を見て頂いて、(1)前年比、<月次>のグラフで伸び率は9月の+6.8%から10月は+4.8%まで大幅に低下している。

それから、(2) の 3か月前比もノーズ・ダイブであって、10月は一気に -2.0%までマイナスになっている。点々の部分に含まれている石油製品とか非鉄の下落が勿論大きいが、それだけではなくて、縦縞の鉄鋼関連も、鉄スクラップの急落からマイナス要因となっている。さらに、来月 11月も単月で大幅な下落が続く見込みであるので、(1) の前年比が 11月は +3%位まで低下して、それから (2) の 3か月前比は恐らくマイナス幅が 4%近くになるのではないかという見通しを持っている。これは、かつてなかったような急激な下落である。その結果として、2008 年度全体の C G P I の前年比は、その先の国際商品市況が横這いだと仮定すると、展望レポートの中央値の+4%台半ばに比べて 1%前後下振れるのではないかと現時点では思っている。

それから、消費者物価である。図表 41 へ進んで頂く。これも 9月の実績は前回ご紹介したので、9月の+2.3%の後、どのように展開していくかという半ばおさらいをもう一回しておく。まず、10月である。+2%を切るか切らないかという辺りだと予想されるが、どちらかと言えば、+2%を若干切る可能性の方が高いと思っている。その後、11月は石油製品が一番大きく落ちる時であって、C P I は+1%近辺まで一気に低下すると考えている。その後、12月には+1%をある程度はっきりと切っていきそうである。つまり、この 2、3か月位の間に C P I 前年比は徐々に低下というよりは、かなり足早に低下するということである。その後、国際商品市況等が横這いと仮定すると、1月以降は暫く小康状態が続くが、次に大きく C P I 前年比が低下するのは今年の裏が出る時である。この表の今年の推移を改めてご覧頂いて、5月、6月、7月が急に上がっている。従つて、来年 5月、6月、7月の辺りが今年の裏が出て、プラスがあつという間に消えて、マイナス幅が拡大していく展開になる可能性がある。それから、2008 年度は、現時点では展望レポートの大勢見通しの+1.5～+1.6%のレンジには入らない——つまり+1.5%よりは少し低くなる——可能性が高まってきている。

ということで、今月、あまりハードデータはなかったので、現状の景気

判断を大きく変える材料は揃っていないと思っている。ただし、本日出た通関統計によって、どうやら輸出は減少し始めたことが確認された。それから、この先、目先の経済情勢については、前回会合時みていたよりも、様々な側面で厳しさが増す蓋然性が強くなっている。とりわけ、製造業を中心に企業の生産姿勢、設備投資姿勢がやや急速にシクリンクしている。また、家計の支出マインドも物価がピークアウトしつつあるにもかかわらず、むしろマインドの冷え込みが強くなっている。海外情勢、金融情勢も合わせて考えると、これから蓄積されていくハードデータは、10~12月のはっきりしたマイナス成長を示唆するものが増えてくるのではないかと思う。また、そのように一旦下向きの圧力が強まってしまうと、来年入り後も少なくともある程度の間は、負のモメンタムが残る可能性が高いと現時点で考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

今日の話を伺っていると、企業の期待成長率に対する見方はどの程度揺らいでいるのか。

門間調査統計局長

これもどのタームを探るかということにもよるが、5年、10年で考えると新興国を中心に世界経済は成長を続けるだろうという見方は変わっていない。ただし、何と言っても足許相当予想外のことが起きているし、かつ、これだけ負のモメンタムが強まってしまうと、2009年も多分駄目だろうという感じはかなり強まっている。従って、今年、来年が駄目になると、2、3年タームでみて平均的な成長率はかなり下振れていると考えられる。2、3年の平均成長率がかなり下振れていことになると、これは設備投資にも相応の影響があると考えている。

亀崎委員

負のモメンタムについて。先月初め位まで日本企業の設備とか雇用とか負債は適正水準にあり過剰感はあまりない、従って、景気が大きく落ち込むリスクは低いとみていた。しかし、今日お話があったように、電機、自動車、一般機械、化学で設備投資の下方修正が相当進んでいる。そうすると企業も既に強いストック過剰感を持ち始めているとみておいた方が良いか。そうだとすれば、今後の景気はストック調整になって、今まで思っていたよりも深い悪化を想定しなければいけなくなる。その辺をどう考えるべきか。

門間調査統計局長

これもストック調整という言い方をするかどうかは定義の問題かもしれないが、足許それから来年位までみた需要が、想定外に急速に落ちている。これが最大の理由である。その需要対比で、今の設備が少し多過ぎるという意味においてはストック調整なのだが、これは元々高過ぎたという意味ではなく、足許の需要の変化があまりにも急速に減ってきてることによるものである。従って、元々日本経済に課題は本当はあって、その調整が始まったということではなくて、元々は健全な状態に近かったが、その後のショックがあまりにも大きかったと理解すべきかと思っている。

水野委員

門間調査統計局長の内容は、企業は非常にディフェンシブにやっているので、逆に言うと在庫があまり積み上がらないだろう、非常に控えめな需要見通しの中で、その分、控えめな生産活動が行われる。そのような感じか。

門間調査統計局長

企業の意識は明らかにそうなのだが、結果的に在庫が本当に積み上がらないかどうかは分からない。

水野委員

それはそうである。需要次第で、意図していなくても在庫の積み上がりが起きるかもしれない。

門間調査統計局長

とにかく需要の減少が非常に速くて、セット・メーカーが需要の減少に直面して部品の発注を減らす。その減らし方がまた半端ではないので、慌てて部品メーカーも減産することを今繰り返している。早めに対応しているつもりでも、結果的には在庫がある程度積み上がってしまうことが起き得る。

水野委員

2008年と2009年の世界経済の見通しについては、2009年は漸くマイナス予想に皆入ってきたところだが、今の状況からすると、恐らく2009年のコンセンサスの成長率見通しは低下していくと思う。そうなると、おっしゃるように生産の数字の置き方も、もう少し控えめになるだろう。先程1~3月まで5四半期連続でマイナスの可能性という話をされたが、今後、データが集まると、来年度に入ってからもかなり慎重にならざるを得ないということは十分あると思う。

門間調査統計局長

その辺りは、先程の沼波国際局長に対するご質問のアメリカと全く同じであって、さすがに半年も続くと底入れするという位しか根拠はない。従って、10~12月に相当落ちて1~3月もある程度落ち、半年もすると、少し底入れしてくるのではないかという位の感触だが。

水野委員

その後の景気次第ということだな。

門間調査統計局長

然り。そこは、今のところ、ミクロで聞いても、誰も明確な答えを持っていない。従って、まさにアメリカ経済を中心とする世界は、その辺りで底に入っていくのではないか、というある種の希望的な展望の下で、取り敢えずそういう絵を描いている状況である。

水野委員

なぜこのようなことを訊いたかと言うと、最近、自動車関連を中心に色々な企業——日本を代表する企業——に聞くと、来年度の計画が固まつていなければならない時期なのに、全く立たない、仮置きでしか置けないということを言っている。これでもひょっとしたら楽観的かもしれないという不安があるという状況は久々だ、とよく聞く。

門間調査統計局長

それは本当にそうだと思う。我々自身もマクロでそういう状態である。個々の企業の方々からは、本当にこのようなことはなかった、数十年間なかつたではないかという話を非常に多く聞いている。先程、1か月で企業収益があれだけ下方修正されたこともなかなかないことである。従って、やはり足許の変化のスピードに対して皆様、戸惑っている状況ではないかと思う。そういうことから言うと、先程のご質問であるが、結果的に在庫が溜まってしまうことも大いに有り得る。そうすると、今のところ取り敢えずディフェンシブにプリエンプティブに生産を減らしている段階だが、どこかでは在庫調整になってくる可能性も十分にあるということかと思う。

野田委員

そういう戸惑いの中でまた戸惑う質問だが、雇用もやはり急激な調整になるのか。今のところ、まだハードには現われていないが、急激な落ち

込みに対し元々遅効性があるので、この辺はどうみていれば良いか。

門間調査統計局長

製造業は急に落ちる可能性がある。労調の雇用者数はずっとゼロ近傍だが、ある意味、ここまで——7~9月まで——は生産を前年比でみると極く緩やかなマイナスであったので、ゼロ近傍でも整合的であった。しかし、先程申し上げたペースで10~12月、1~3月、生産が減少していくということになると、製造業では、ここから半年位、雇用の削減が起こってくるのではないかと予想している。現にアネクドータルにも派遣の契約を打ち切るとか、今日も大手自動車メーカーが派遣契約途中にも関わらず打ち切るというニュースが流れていた。そういった多少足早な調整が始まる可能性が製造業に関してはあるか、と思っている。一方、非製造業は変化がゆっくりであるし、それからむしろ小売とかサービスでは相変わらず人手が足りないと言っているところも多いので、全面的に雇用が削減されていくところまではいかないと思う。しかし、製造業に関しては、かなり大きな変化が起きる可能性はあると思っている。

中村委員

物価について。先程、CGPIにしてもCPIにしても先行き相当下がるということだが、足許をみていると、先取りするような形で、例えばセブン・アンド・アイ・ホールディングスが安売りチェーンを展開したり、また、色々な値下げもある。それに加え、外需が弱いとなると、この先、物価の下押し圧力は相当強くなるかと思うが、その辺はどうか。

門間調査統計局長

そこは、これからまさに慎重に点検していかなければならない分野の一つかと思っている。常識的には国際商品市況はこれだけ下落して、かつ為替も円高気味である。加えて、実体経済も、先程、GDPを冒頭ご説明したが、7~9月は前年比でみると-0.1%である。ということは、潜在成長

率を低めの+1.5%で考えても、この1年間で需給ギャップがマイナス方向にちょうど1.5%位拡大している。さらにここからGDPのマイナスが大きくなっていくということであるから、結局累積すると、GDPギャップが3とか4とかいう数字になる可能性も視野に入ってきてている。そうなると、1997年、1998年とか2001年のボトムとあまり変わらないところまでいってしまう可能性がある。そういう中で、物価の下落圧力を評価していくということであるから、当然その判断は厳しいものになっていくと考えている。

白川議長

他にないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

次に金融環境についてお願ひする。

雨宮企画局長

資料-5(参考計表)、「金融環境の現状評価」でご説明申し上げる。まず、図表1、家計・企業のインフレ予想である。(2)消費動向調査(内閣府)のデータが新しいデータである。ご覧頂くとおり、一番右が10月のデータである。やはり足許の物価状況を反映して低下している。因みに、この予想ピークは7月の+3.6%であったが、10月+3.0%まで低下している。図表2、エコノミスト・市場のインフレ予想である。図表に新しくデータが出ているのが、(1)ESPフォーキャスト調査である。これは11月の直近調査である。太線は10月までと比べて大きく下方修正になっている。先程から話題に出ているが、このエコノミスト調査でも来年の第3四半期には、僅かであるがマイナスという予想になっている。因みに年度を纏めると、2008年度が前年比+1.6%、2009年度が+0.2%という数字になっている。それから、(3)物価連動国債からみたBEIは、引き続

きみにくい状況である。(4) インプライド・フォワード・レートで、3年後から10年後までの感じをみると、これも流動性の問題で少しがたがたしているが、長めのインフレという意味でざつとみれば、見方はあまり変わっていないとみている。以上はインフレ予想の状況である。

それから、政策金利の評価である。これはこれまでのところあまり大きな変化はないが、図表3でそろそろ反転し始めている感じである。ただし、これはCPIのせいである。コールレートはまだ0.5%で計算しており、この後、0.3%で計算するが、先程、門間調査統計局長から説明があったように、CPIの前年比上昇幅が相当縮まってくるので、この辺で反転してくるだろうとみている。以上が政策金利の状況である。

この後、資金調達の状況である。図表5で貸出約定平均金利が8月までしか出ていないので、先程来話題になっているとおり、CP、社債はどうなっているかがポイントになるかと思う。CPのスプレッドあるいは社債のスプレッド両方をご覧頂いても、引き続き10月は拡大傾向であるし、11月に入ってからの旬別ベースのデータをみても、CPはまだ拡大している。図表7でCP発行金利をご覧頂く。(1)の発行金利も相当上昇しているし、

(2)のスプレッドもかなり拡大している。今日、最後に最近の状況の1998、1999年との比較を申し上げるが、このCPのスプレッドは大体1999年と同じ位拡大している。A1+、A1、A2があるが、例えばA1——真ん中の灰色。10月平均である一番右が縦線と繋がってみにくいが——は、平均0.54%である。平均で0.54%になった推移を旬別に申し上げる。10月上旬が0.27%、中旬0.64%、下旬0.77%ときて、このグラフの外になるが11月上旬が0.95%で、まだ拡大している。ということで、CP市場の緊張はまだ続いていると思う。社債は例によって直ぐこの後申し上げるとおり発行がないので、発行スプレッドは横這いのように見える。では、発行がどうなっているかということで、図表10の＜国内公募社債、転換社債、株式の発行額＞をご覧頂く。これは前回の決定会合で速報段階として10月中は電力と極く少数のAAA格企業しか出せていなことを申し上げたが、10月を締めても全く同じであった。さらに11月入り後も発行で

きたのは、電力2社とガスの3社だけであって、引き続き起債については見送りという状況が続いているようである。ただ、全く悪い話ばかりではないと言うか、若干の動きもないではないということを紹介申し上げる。スプレッドが拡大しているので、若干投資妙味が出てきたという面もある。ここでは大体企業の社債の話を申し上げているが、非常に悪くなつた政保債、地方債については、若干発行しやすくなっているという話もある。例えば、東電でスプレッドが0.3%まで乗っているので、それなりに投資家が動き出しているという話もあるし、メーカーが起債を計画し始めているという動きはある。ただ、これが大きな動きになっていくのかどうか、引き続き見守っていく必要があるかと思う。それから、<民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高>の表で、CP、社債の発行残高をみると、これはマイナスになっている。CP、社債は末残で10月-2.1%である。内訳をご覧頂くと、CPは-5.2%。因みに11月上旬末の速報で計算すると、-10%位になっている。社債が-1.3%で、合計で-2.1%になっている。今のところ、このCP、社債の発行額の減少分は銀行借入にシフトしているとのことであって、勿論、個別にはミスマッチはあるだろうが、全体の金額として、このCP、社債の減少額を上回る銀行貸出の増加になっている。銀行貸出の前年比をご覧頂くとおり、9月+2.2%から10月+3.0%と拡大している。この結果、<民間部門総資金調達の内訳>の10月も+0.4%となった。中身をみると、直接市場調達の寄与は+0.1%から-0.1%と0.2%ポイント落ちているが、銀行の寄与が上がるという格好でプラス幅を若干拡大させている。というのがここまでの一図である。以上が量の動きである。

次にアベイラビリティー関係に進む。図表16である。これもこの前の決定会合で数字だけ出たので口頭で申し上げたが、政策公庫のDI調査で10月に入ってかなり急激に悪くなつた数字を掲載している。<金融機関の貸出態度>の政策公庫の中小企業は、10月、23.8%ポイントと9月に比べて急激に悪くなっている。同様のこと<資金繰りDI>でも起きている。これは、企業からみたものである。これを銀行サイドからみた

ローン・サーベイが図表 17 である。細かい動きをこのデータからは読み取りにくい。例えば (2) 貸出運営スタンスは答えるサイドもバイアスがあつてみにくいか、端的に表わしているのは (5) 信用リスク評価のようなところである。これは大企業、中小企業ともに厳しいという方向にきている状況である。以上がアベイラビリティーの動きである。

図表 19 で企業倒産である。<倒産件数・負債総額>で倒産件数の 10 月の数字がある。1,429 件、前年比 +13.4%。負債総額はまた少し大きめで 1 兆円である。大きいものは大和生命の 2,695 億円、それと R E I T のニューシティ・レジデンスの 1,100 億円が入っている。特殊要因を除くと大したことないというよりは、特殊要因そのものがトレンドになっているので、金額がこれだけ大きくなっているのかと思っている。それから、業種別の特徴は今月は特にないが、時々ご紹介している調査企業の倒産の原因別分類で言うと、運転資金の欠如が引き続き多いことが、これまでの特徴である。それから、倒産関係で言うと、10 月 31 日から緊急保証枠の制度がスタートしている。この効果がどの程度 11 月以降出てくるのかは、一つの着目点かと思っている。

次は図表 21 のマネーである。二点だけ申し上げる。大きな傾向は変わっていない。一つは銀行券である。<マネタリーベース>の日銀券発行高の 10 月をご覧頂くと、10 月 +0.8% になっている。これは前申し上げたとおり、昨年のこの頃のゆうちょの手許積み上げの裏が出てくるので、10 月はゼロかマイナスになっているはずであったが、これが +0.8% という予想外の高い伸びになっている。私共の 11 月、12 月の予想も足許の銀行券の出払いをベースに予想すると、11 月 +1.3%、12 月も +1.2% と、高めの銀行券の発行が続くという印象である。銀行券については、なかなか原因を突き止めにくいが、恐らく流動性選好というかリスク回避姿勢の強まりの中で、キャッシュ選好が強まっている可能性もあるということで、まだ即断はできないが、そういう目でみていきたいと思っている。一方、やや解釈しにくいのが預金通貨である。<マネーストック>の M1 の中の預金通貨をご覧頂くと、先程来、お話を出ているとおり、企業のキャッシュ

選好という話はあるが、これでみる限りマイナスが深くなっている。むしろ取り崩しという方向の図になっている。

定例図表は以上であって、今まで申し上げた金融環境が悪化してきていることを、前のクレジット・クランチ危機の 1998 年と比べるとどうかというのを、最後ご覧頂く。図表 25 である。(1) 銀行貸出残高から 1998、1999 年の動向をご覧頂く。1997 年は申し上げるまでもなく、三洋、山一の問題が起きて、1998 年に長銀、日債銀の処理、資本注入第 1 回目、1999 年資本注入の第 2 回目という期間であった。ご覧頂くとおり、1997 年の末からかなり急激に銀行貸出が絞られた。今みても如何に急激な落ち込みかがよく分かる。銀行貸出が絞られたこの時は CP 市場と社債市場は一種黎明期であって、ここから相当 CP、社債の発行にお金がシフトする格好であった。(2) をご覧頂くとおり、CP の発行の伸びはかなり高まった。さらに、(3) 社債発行額もかなり増えた。この頃、1998 年は日本で初めての日本国土開発の普通社債のデフォルトが起きて、ある種格付けに応じた社債の流通市場の形成と流通価格の形成が行われた意味でも黎明期であった。1998 年までは銀行貸出の減少を何とか CP、社債でカバーしたが、1999 年になるとそれも叶わなくなった。さらに銀行貸出の伸びが沈む一方で、CP、社債もカバーできずに全体として信用収縮が進んだというのが、当時であった。それに対して、一番右側で極く足許のイメージだけご覧頂くと、方向が逆であって、CP と社債がむしろマイナスになっているのを、足許までのところは、取り敢えず銀行貸出でカバーしているという図になっている。こういう違いがある。金融環境を議論する時、典型的に出る図表が、この図表 26、(1) 貸出態度判断 D I である。この 1997 年をみると非常に急激に厳しい超が深くなっている。これと比べて、今回、足許は比較的緩やかであるが、それにもかかわらず足許、金融環境の厳しさを訴える声が相当増えている。この背景は、今、申し上げたとおり、まず CP、社債という直接発行市場の厳しさが増大してきていることが一つ、先程、申し上げたとおり、金融機関の貸出態度も足許かなり急速に厳しくなっている可能性があること。この二つのことが背景にあるのではな

いかとみている。ここでご覧頂くとおり、CP、社債のスプレッドのレベルは、1998年末のところは異常な時期であったので、これを除くと、ほぼ1999年位のところまでもうきている。

以上であるが、全体の金融環境を一言で纏める。表紙の目次をご覧頂いて、先々月から始めた構成に基づいて若干整理し直す。目次の1~5までが主たる内容である。最初の2つで、政策金利の水準評価という意味では変える必要はないと思う。実体経済、物価と比べて非常に低いと思う。しかし、3. の資金調達コストで言うと、貸出金利がまだ出ていないが、恐らくCP、社債市場の動向からみると、少しずつ上がり出している可能性があると思う。4. の量は、今申し上げたとおり、CP、社債が落ちているが、貸出が伸びているということで、今のところかつかつでバランスが取れている。しかし、先行きの銀行貸出も含めると不安がある。また、この間の最も大きな変化は、恐らく5. のアベイラビリティーだろうと思う。全体を総合すると、金融環境の判断としては、これまでのような全体として緩和だが一部に変調があるというよりは、全体として緩和の程度は低下しているという評価が適当か、と考えている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

確認である。図表21のマネーストックで先程おっしゃった預金通貨であるが、企業も家計も全部含めてであるな。

雨宮企画局長

然り。

水野委員

ということは、企業が取り崩していると考えて良いか。

雨宮企画局長

預金統計でみても、企業の預金が減っている。

水野委員

だから、家計は流動性選好、企業は取り崩しということであるな。さらに、企業が現金をぴったり抱えているという動きもあるな。それが分かる統計はないか。

雨宮企画局長

さすがにリアル・タイムでキャッシュを企業保有分と家計保有分に分類してみるのは、物凄く難しい。

水野委員

話としては、銀行だけではなく企業も抱えているところがある。

雨宮企画局長

実勢からみると、多分マイナスであったのがこれだけ増えているのは、個人だけではない可能性があるかもしれない。それは、なかなか難しい。

山口副総裁

我が国でも金融と実体経済のネガティブ・フィードバックが作動し始めたと考えて良いか。

雨宮企画局長

今の私の説明だけではなくて、先程、門間調査統計局長からの説明でもあったが、企業行動で金融あるいは資金調達の厳しさが例えば在庫管理面、場合によっては設備投資面で影響を及ぼしているという意味では、やはり及ぼし始めているという目でチェックし始めた方が良いと思っている。逆

に言えば、数か月前まで、サブプライムローンあるいは世界の欧米の金融クライシスの影響は、サブプライムローンの直接のロス等々を念頭に置くと、比較的軽微であった——今でもサブプライムローンに限定すれば比較的軽微なのだろう——が、その間起きたその他の市場の変化——例えば株価の下落の影響等——も含めると、単に外部だけのショックだけできているというよりは、日本の中で、株価の低迷も受けながら、全体としてリスクテイク姿勢の慎重化などが始まっている、それが実体経済にも影響を及ぼしている可能性がある、と思う。先程申し上げたとおり、金融環境の変化で 1998 年と今回は違うということを申し上げたが、実は違うということはあまり意味がないような気もしている。確かに銀行貸出からシュリンクして C P、社債にいったのか、今回のように方向が逆なのかとは違うが、今回 C P、社債からきているのも単に経済主体が金融機関も含めて全体的にリスクテイク能力が落ちてきて、その背景には一種の資本制約みたいなものがあって、それが時差をもって出ているだけの可能性もあるように思っている。

亀崎委員

先程、倒産件数のところで、特殊要因がトレンドになってきたという話で…。

雨宮企画局長

いつもいつも除くと意味がなくなってきたと…。

亀崎委員

そこで運転資金難のケースが特徴である、とおっしゃらなかつたか。この前お伺いした時は、単月で上場企業の 8 件が最大であると…。

雨宮企画局長

然り。

亀崎委員

その時、原因について資金調達の面が特徴となってきた傾向があるかと私がお訊きしたところ、その時はいよいよ業況が主な原因である、との答えであった。これは通常会合でのやりとりだが、今の話と整合性がないと思って気になった。

雨宮企画局長

そもそも倒産の原因是そんなにきれいに分類できるのかどうか、という問題がいつも話題になる。リサーチ会社の分類で大きく言うと、不況型がある。販売不振、売掛金回収難、赤字累積みたいな項目を足して、不況型と言っている。件数ベースで言って、不況型のウエイトは大体恒常に75%である。それで、この75%という構成比はここ数か月あるいはここ数年ほとんど変わっていない。足許も特に上がってない。従って、私は一つ一つ確認していないが、多分、上場企業の倒産もここに分類されているかと思う。残りの25%で、他の要因がそれぞれの局面によって違う動き方をして、例えばドットコムバブル崩壊後は、放漫経営とか赤字倒産みたいなものが増えたりした。この1年間、倒産が増えた中で、大きいのは勿論75%を占めている不況型。しかし、細かい変化としては、恐らく売上が相当落ちる一方、調達コスト、原材料コストが上がって収益が圧迫されてもたなくなつたという運転資金の欠如と称する原因が増えているのが特徴である。それは、今月も同じである。今までそういう格好で交易条件悪化に伴う所得流出というか、コスト上昇で景気が悪くなってきた、それが倒産面でも、どちらかと言うと、運転資金の欠如という格好で現われてきたが、この後、本格的に売上の不振に変わっていくかどうか、という転換点にあるのかもしれないのが問題である。

野田委員

私の経験から言うと、転換点の頃は「これが増える」というのは、分から

なくなる。

雨宮企画局長

資金不足という原因に分類されることが多くなるということだろう。

野田委員

人間の死因でいくと、心不全みたいなものである。最後は、資金不足と言えば間違いない。私はそう理解している。従って、原因そのものについて、大きな流れでみることはあっても、細かい動きをみていてあまり意味がない。特に、このように急激に増えている時、変化の激しい時。

雨宮企画局長

大きな流れでみて割と面白いのは、おっしゃるとおり、不況型が多いという動きはあまり変わらないが、傾向としてみると、若干ドットコムバブル崩壊の時は赤字と答えるものが多く、今は赤字というよりは金がないと答える人が多い、というイメージになると思う。

野田委員

おっしゃるとおりである。

須田委員

先程の金融から実体経済への負のフィードバックの話について。企業はずっと慎重に行動しており、法人季報をみても、キャッシュ・フローと設備投資の差はかなりプラスできている。設備投資に慎重になるのは、先行きがみえないとか不確実だからというのであればよく分かる。しかし、今、短期的に――結果的に短期的かどうかは別にして――C P、社債を発行しがたいことが、設備投資に影響を与えるかについて、元々、非常に慎重にしてきたこと、それからキャッシュ・フローを積み上げてきて有価証券等で持っていたことを考えると、直ぐ金融面から設備投資を抑制するような

格好に直接影響が出ることはないのではないか、という思いもある。その辺はどう判断されているか。

雨宮企画局長

多分、須田委員がご覧になっている法人季報のキャッシュ・フロー分析を幾ら眺めても、そこから答えは容易には出でこないと思う。恐らく、今までの数年間、企業は設備投資をそれなりに増加させてきたのも、手許資金繰り要因はあるとは思う。しかし、確かにおっしゃるとおり、アベイラビリティーが非常に豊富になったので設備投資をしたということはないだろうと思う。ただ、恐らく期待収益率が上がるなり、収益機会があるということで設備投資を増やしてきたが、では逆が真かというと、期待収益率が相当小さくなり、あるいは金利と収益率の関係が悪くなる中で、キャッシュが余っていれば、それを新しい設備投資に回すかというと、多分そうではないと思っている。

中村委員

今まで、投資家は、企業が余分のキャッシュを持っていると、なぜそのような無駄なものを置いているのか、と質してきた。そこで、企業は手許のキャッシュをできるだけ減らし、借金の返済等に充当してきた。ところがＩＲの担当役員の話では、最近、海外投資家も、キャッシュを持っていくことについて、文句を言わなくなってきたとのことである。

野田委員

先程、門間調査統計局長のご説明にもあったとおり、キャッシュ・フローは相当縮まっているので、財務担当からいくと、手許資金が減るのは恐怖感を覚える。従って、どうしても手許に置きたいということになる。借り入れの増加がＣＰの減少を上回っている背後には、恐らくそういう行動がある。9月後半からアネクドータルにも随分聞かれている。そういう動きだろうと思う。

雨宮企画局長

先程申し上げなかつたが、ヒアリング情報でどうして貸出が10月伸びたかというと、一つはCP、社債からのシフトがあるが、それ以上に取り敢えず今借りられるだけ借りておいて、キャッシュを手許に置いておこうという動きはある、と聞いている。ただ、それとマネーストック統計が合わないので、マクロ的にどうなっているのかは解釈が難しいが、それが貸出の増加に現われているという情報はある。

白川議長

この10年間、マネーストックや預金通貨と実体経済ないし金融機関を巡る環境は、本席でも何度も説明を受けているが、逆相関があった。要するに景気が悪くなったり、金融システムに不安が高まると、マネーストックが増える、逆に良くなると、マネーストックが減るということだったと思う。まだ、あまりデータの蓄積がないが、足許、マネーストックや預金通貨は、どちらかと言うと、減る方向にある訳である。そういう意味では、本来の関係に戻りつつあるようにもみえるが、過去2回の金融システムとか景気の悪化時点と今回でビヘイビアが違っているとする仮説はあるか。先行き不安だから予備的需要を高めていくのは今の企業経営者の行動としてよく分かるが、多分2000年のITバブル崩壊後や1998年も同じような感じがあったと思う。

雨宮企画局長

直ちにお答えする材料を持ち合わせてはいないが、足許を除いて、この1年半はマネーストックは徐々に伸び率を高めてきている。この1年半で高めている理由も、一般的に言われているような貨幣数量説的な増え方ではなくて、株価が低迷し安全志向で投信とか株から定期預金に移るという格好である。そういう意味で、今、白川議長がおっしゃった金融や経済の混乱が起きると安全志向に移るという行動様式でマネーが動くという仕

組みから、あまり変わっていないように思う。ただ、今のところM1がどんどん増えているというよりは、定期預金で増えている。足許の現金の増加に表われているように、段々キャッシュあるいはM1で増えるようになると、かつて金融システム不安の時あるいはITバブル崩壊の後にマネーが増えたと同じような現象が起きる可能性は、私は十分あると思う。

白川議長

現金は違うかもしれないが、足許、預金通貨とかマネーストック全体の伸び率は少し下がってきている気もする。それ以前の動きは雨宮企画局長が言ったようになると思うが。

雨宮企画局長

ここは説明が難しいが、下がったようにみえるのは9月、10月である。9月、10月について言うと、よくアnekドータルに言われる材料では、企業は手許を確保したいと思う一方、コスト圧迫の中で手許を取り崩して払っている、どうも取り崩しが強くなっているという説明である。これが、本当にある程度以上は取り崩せない、むしろ手許を厚く持ちだしたと転換するかどうか、ということだと思う。下がり出しても取り敢えずこの2か月という短い間である。

白川議長

他にあるか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要の説明をお願いする。

前田調査統計局参事役

それではA3の紙に沿って、まず、経済・物価からご説明する。今日、

通関統計が出たので、輸出については、お配りした資料から判断を変更した方が良いかと思う。それを含めてご説明する。まず、景気の現状の総括である。「わが国の景気は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の減少などから、停滞色が強まっている。」と、「頭打ち」を「減少」と変えさせて頂ければと思う。1か月前の月報では、「エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから、停滞している。」としている。それに比べると、ここ1か月で輸出、生産の弱さがはつきりしてきたので、判断を下方修正したことになる。一方で、前月末、展望レポート時点で既に「停滞色が強まっている」という判断をしていた。その時にほとんどハードデータは出ていたので、その時の判断からは基本的に現状判断はえていない。その現状のコンポーネントの中身としては、輸出と生産について前月から変えている。「輸出は頭打ち」とあるが、同様に「輸出は減少している」とさせて頂ければと思う。1か月前はまだ「増勢」という言葉が入っていたが、この1か月で輸出についてはかなり変わってしまった。生産は「弱めに推移」とあったが、3四半期連続、しかもはつきりとした減少となってきているので、「減少を続けている」と判断を修正している。

先行きについてである。「当面の景気は、海外経済の減速が明確化するもとで、停滞色の強い状態が続く可能性が高い。」が、当月の案である。前月は、当面は「停滞を続ける」とし、先行きについては、「不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば…緩やかな成長経路に復していく」と書いていた。まず、当面の景気判断として、「停滞色の強い」と少し弱い表現にしている。また、「やや長い目でみれば」というところは今回書いていない。これは、先般、展望レポートが出て、長い目でみた先行きについては不確実性が著しく高いというご見解が出されたので、そういうことを踏まえると、月報ではこの部分については書かない方が良いかという判断である。「停滞色の強い状態が続く」については、展望レポートでの当面の景気判断であり、ハードデータがそれからあまり出ていないということで変えていないが、ここはもしかしたらご議論のあるところかもしれ

ない。コンポーネントである。輸出については、「海外経済の減速や為替円高を背景に、減少が続くとみられる。」と変えさせて頂ければと思う。足許、既に減少と判断を変えているので、「減少が続くとみられる」とさせて頂きたい。あとは、生産である。「生産は減少を続け、目先はそのテンポが速まるとみられる。」としている。「減少が続く」と単純に書く方法もあるが、10~12月、この目先については、相当マイナス幅が拡大するということがあるので、この見方をもっているということについて記述した方が良いだろうという判断で、このような記述をさせて頂いている。

物価は、現状は国内企業物価について、「3か月前比でみて下落に転じている。」と変えている。物価の先行きについては、ここも景気に合わせて、「当面の物価動向についてみると」と、当面の物価についてのみ記述することにしている。国内企業物価は、「下落を続けるとみられる。」。消費者物価の前年比は、「石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、低下していくと予想される。」としている。前月までは、「当面現状程度」それから「徐々に低下」としていたが、ここからかなりはつきりと低下していくことが予想されるので、「徐々に」という表現を取って、「低下していく」としている。私からは以上である。

関根企画局参事役

続いて、金融面である。先月に引き続いて下線なしということである。これは先月から何も変わっていないということではなく、全くその逆である。この間の金融環境の急速な変化を反映しようと、文章を再び大きく修正したことを映じたものである。この結果、先月と同様、変わったところに下線を付そうとすると、ほとんど全てに線を引かなくてはならなくなりみづらいということで、下線を省かせて頂いた。

最初、金融市场のパートである。この1か月間を振り返って、一番大きなイベントは何だったんだろうかと考えると、やはり為替、株価の動きではなかろうかと思う。いつもだと為替・株価の市況表現は市場パートの最後に付けているが、今月は冒頭に持ってきている。「国際金融資本市場の混

乱が続く中、為替相場は先月末にかけて急速に円高が進行し、株価は大幅に下落した。」、その後も「不安定な地合が続いている。」という形で、為替、株価の動きを述べ、それが国際金融資本市場の混乱の影響であることを最初に述べている。

続いて、短期金融市場である。まず、コールレートが0.3%前後で推移している、ディレクティブどおりになっていることを述べたうえで、ただし、「ターム物の銀行間金利や国債レポ市場金利は高止まりを続けるなど、市場参加者がリスク回避姿勢を強めている影響が引き続きみられる。」と述べている。市場パートの最後にある長期国債金利の表現は、前月と同じである。

続いて、金融環境の総括文である。先月は「総じて緩和的な状態が続いている」としていたのを、「中小・零細企業で資金繰りが悪化しているほか、大企業においても市場での資金調達環境が悪化している先が増えるなど、全体として緩和度合いが低下している。」に修正している。中小・零細企業で資金繰りが悪化していることについては、先月でもポイント・アウトしているので、先月との比較でみると、市場での資金調達環境が悪化していること、このため全体として緩和度合いが低下していることにハイライトが付される形になっているかと思う。

続いて、各論部分のパラグラフである。ご確認頂いたように、潜在成長率やティラー・ルールでみて、金利はなお低い水準であるので、先月と同じく「コールレートは、実体経済活動や物価動向との比較でみて低い水準にある。」という先程の企画局長のご説明のとおりである。しかし、「CP・社債の信用スプレッドは拡大しているほか、起債見送りの動きが拡がるなど、市場での資金調達環境は悪化している。」こと、その結果、「CP・社債の発行残高は前年割れとなっている。」と、総括文にある「市場での資金調達環境は悪化している」ことに敷衍した。こうしたCP・社債市場でのストレスは実績でみる限り、銀行貸出の増加でカバーされているので、続く文章では「銀行貸出をみると、大企業向けは、原材料コスト下落に伴い運転資金需要は一服しているものの、CP・社債発行からの振り

替わりを中心に増加している。」としている。ただし、中小・零細企業については、「資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増えており、貸出残高は前年比減少幅を拡大している。」と、総括文にあるように、中小・零細企業では厳しい面があることを述べている。最後のマネーの部分である。M2の10月が前年比で+1.8%と、9月が+2.2%であったことに比べて若干伸びを低めたので、「2%程度の伸び」という形にしている。以上が私からの説明である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

物価のところで、「先行きは」というのはわざとないのか。「先行きは」という表現が今回はないが、これは今回に限ってということか。

前田調査統計局参事役

そういうことではない。元々、実体経済についても、当面の景気はどうで長い目でみると書いていたが、景気についても当面しか書いていないので。

水野委員

それと平仄を合わせたのか。

前田調査統計局参事役

合わせた。勿論、当面というのは先行きの一部である。先行きの中でも数四半期先までという意味である。その当面のことについてのみ書いたということである。

野田委員

従来よりタームが短くなっているという理解はしておいた方が良いのだな。

前田調査統計局参事役

然り。先行きについては不確実性が高いので、物価、景気とも比較的フォーシーアブルなところについて書いている。

白川議長

他にご質問はないか。それでは明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれでは厳正な機密管理をくれぐれもお願ひする。

(16時33分中断、21日9時00分再開)

III. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行である。最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に議案取り纏め、採決、最後に10月14日、10月31日開催分の金融政策決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは竹下亘副大臣、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員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、報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いをしたいと思うので、宜しくお願ひする。それでは、最初の金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。まず、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢について、お一人5分ずつ発言し

て頂き、その後、自由討議としたいと思う。本日は、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、須田委員の順である。それでは、野田委員からお願ひする。

水野委員

一つ確認しても宜しいか。前回の決定会合の時に、議長が会議の終了時刻として2時に拘られた理由は何か。議論を尽くした方がもう少し各委員の意見を収斂できたと思うし、引け前に終わるのは重要だと思うが、2時というのは。マスコミを気にする必要はないし、2時と言う理由が全くよく分からなかった。

白川議長

3時に展望レポートの公表、それから3時半に記者会見という日程を既に公表していたため、それを時間的に意識した。後から考えると、もう少し時間を取りぎりぎりまで議論できたかとも思う。ただ、記者会見の後も公式の予定が入っていたこともあるので、これからはその中でぎりぎり議論が尽くせるようにしたいと思う。

水野委員

少し急かされたという意識があったので。失礼した。

白川議長

それでは、野田委員からお願ひする。

野田委員

金融経済情勢について総括すれば、前回会合以降明らかになった経済指標、調査結果等は、下振れリスクが継続的に顕現化していることを示し、我が国の景気は停滞色をひときわ強めているが、基本的には、停滞色が強

い状態が続くとの 10 月の展望レポートでの整理の範囲内にあると評価している。7~9 月期 G D P (1 次速報) は前期比年率で -0.4% と 2 期連続のマイナスとなり、リーマン破綻前の期間が大宗を占める四半期でも停滞色を既に強めていたことを示した。こうした中、前回会合で実体経済のリスクの一つとして指摘した金融環境については、リスクが拡大した。後で述べるように、日本の金融資本市場の市場としての機能度が全般的に低下し、企業の資金調達環境は引締まり傾向を強めている。

状況をまず金融市场から確認してみたい。国際金融資本市場は、一部に極端なリスク回避姿勢の緩和が観察されるものの、金融システム不安について緊張が続く中で、米欧を中心に著しく不安定な状況を続けている。実体経済の悪化が明確となり、先行きについても悲観的な見方が広がり、これが金融への負の作用をさらに強めている。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っても、不安定さが増し、市場参加者のリスク回避行動や金融機関間の信用収縮が強まっている。短期金融市场では、積極的な国債買現先オペ、C P 現先オペ等により、足許、改善の兆しがみられるものの、レポ市場で流動性が低下し金利が高止まるなど、市場の機能が低下している。直接金融市场では、社債の起債中止・延期が相次ぎ、C P も 10 月の発行は前年同月比およそ 3 割減少し、信用スプレッドは C P 、社債ともに拡大した。株価は、外国人による換金売りが続く中、引き続きバブル崩壊以後の安値圏で不安定な動きが続いている。なお、この金融環境については、後半のパートで少し詳しく述べたいと思う。

続いて、海外経済である。リーマンの破綻以降、レバレッジ解消の動きが一気に進み、企業経営者、消費者のマインドがともに冷え込む中、7~9 月期の G D P は日本だけでなく米欧ともにマイナスとなった。米欧の金融ストレスは、株安や通貨安等を通じて、実体経済への負の相乗作用を伴いつつ、新興国にも波及してきてることも明確になった。また、米国のビッグスリーの経営不安に象徴されるように、実体経済面の大きな波乱要因も強く意識されるに至っている。こうした中、IMF は世界経済見通しを大幅に下方修正し、2009 年の世界経済の成長率を 10 月時点の +3.0% から

+2.2%に引き下げた。その内訳をみると、2009年は米国、ユーロ、日本が揃ってマイナス成長になる見通しになっている。市場が資産にかかるレバレッジ解消、価格下落、投資家からの解約請求といった負のサイクルに突入する中、金融ストレスが深くなり、金融・経済両面における不均衡の是正、バランスシート調整には相応の時間を要するとの見通しが浸透した。

一方、各国の政策対応に目を転じると、前回会合以降、B O E、E C B等が利下げを行った。中国が4兆元もの景気刺激策を公表した。11月14日、15日に開催された金融サミットでは、各国が協調して財政政策により内需拡大策に取り組む方針が打出された。米国でも民主党が減税を含む追加対策を検討しており、どれ位の規模で、いつ実施されるかが注目される。また、米国は10月に公表した不良資産救済プログラム（T A R P）に関し、ポールソン財務長官は同プログラムの当初の目的である流動性の低いモーゲージ関連資産の買い上げを棚上げする意向を表明したが、これは厳格な査定を実施したうえで十分な資本注入を行うとのロジックを放棄するものであり、市場には大きな失望をもたらした。これらも含めて今後打出される一連の政策の実際の効果や、国際商品市況の反落の恩恵も勘案しつつ、どこまで海外経済のダウンサイド・リスクの顕現化が抑えられるか、丹念に点検していく必要があると思う。

次に、我が国経済である。7~9月期G D P（1次速報）では、7年振りの2期連続の前期比マイナスとなり、我が国経済がリーマン破綻前の期間が大宗を占める7~9月期でも停滞色を強めていたことや、外需が景気の下支え役から重石に転じたこと等が確認できた。既往の国際商品市況高騰の影響から交易損失が一段と拡大したが、同市況の夏場以降の下落を映じて、10~12月期以降は交易条件が好転し、所得形成面から強力だが唯一の景気下支え要因となることが期待される。もっとも、市況反落の背景に世界経済の減速があり、それに伴う外需の減少による下押し圧力と交易利得の改善効果との間の打ち消し合いの程度には不確実性が高いと思う。こうした中で、企業部門から点検すると、10月の実質輸出は7~9月期比みて-3.8%と大きく落ち込み、減少が明確になった。設備投資は、7~9

月期のGDP速報は3四半期連続のマイナスとなり、しかもマイナス幅を拡大した。先行指標である機械受注の7~9月は4~6月比-10.4%と鋭角的に落ち込み、機械投資の先行きの減少見通しをはっきりと示した。中間決算発表において、製造業を中心に業績の下方修正が相次いだが、先行きの企業収益は、当面、内外需の数量減や円高の影響などから減少を続ける可能性が高いと思う。加えて、このところの株安、円高は企業経営者のマインド面——企業の成長期待——へも大きな負の影響を与えていた可能性は否定できず、事実、設備投資を下方修正する動きが急速に増加している。

家計部門であるが、7~9月期のGDP速報の民間最終消費支出は、4~6月期の前期比-0.6%減の後、+0.3%となった。均してみれば、弱めの数字と評価できる。乗用車新車登録台数（除く軽）が前期比-9.5%となるなど、米国程ではないとはいえ、自動車販売が目立って弱くなってきたことが特筆される。

また、公共職業安定所による調査によれば、足許、輸出型製造業において派遣、契約社員等の再契約停止——いわゆる派遣切り——が増加している。現にここ数日、これに関する報道も目立っている。また、この冬のボーナスも前年割れとの見方が多く、雇用環境がさらに悪化の方向に向かう可能性が高いことから、差し当たっては個人消費の回復は期待しがたいと言わざるを得ない。なお、4~6月期、7~9月期がともにマイナス成長になったことや、その後、各需要項目が悪化方向にあることを踏まえると、2008年度全体のプラス成長はかなり困難になっており、来年1月の中間評価では下方修正を行う必要が生じてくる可能性が高まったと判断している。

最後に、物価である。川上のCPIについて10月分のデータが公表されたが、前月比でマイナス幅を大きく拡大させ、3か月前比もマイナスに転化した。今後、CPIの前年比ははっきりと低下していく可能性が高く、やや長い目でみれば国際商品市況次第とはいえマイナスに転落するという下振れリスクも視野に入れておく必要があるとみている。私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願ひする。

水野委員

前回のMPM以降に公表された経済指標及び金融市場の動向をみると、我が国の景気は停滞色が強まっているという本行の現状の総括判断をサポートする内容であった。しかし、設備投資、輸出、企業収益は足許急速に悪化している。仮に、日銀短観（12月調査）で企業マインドの慎重化のみならず、企業活動の停滞感がさらに深刻であると判断される場合、12月の現状の総括判断を景気は悪化しているともう一段下方修正すべきかどうか、慎重に議論したいと思う。

7～9月期の実質GDP統計（1次速報）は前期比-0.1%と2四半期連続のマイナスとなった。海外経済の減速傾向が強まる中で、設備投資に加え、外需がマイナス寄与となっている。今後も海外需要が想定以上に弱いことに加え、企業金融の引締まりを受けて本邦企業は生産や設備投資の計画を大幅に下方修正している。10～12月期と2009年1～3月期の実質GDPは前期比マイナスと、4四半期連続のマイナス成長が予想される。この結果、実質GDPは2008年度、2009年度もマイナス成長になる蓋然性が高まったと思う。

海外に目を転じると、米国、ユーロ圏、イギリスが景気後退局面、B R I C s諸国や東欧など新興国と資源国は景気減速局面にある。米国経済への依存度が高い中国と東アジア諸国の景気減速、金融危機の様相を呈する東欧、ロシアの状況を受けて、2009年の世界経済について、従来予想されていた以上に厳しいとの見方が有力となってきた。米国経済は、実体経済と金融の負のフィードバックが顕在化する形で、急速に悪化している。10月のISM指数は、製造業が38.9、非製造業も44.4と前回から大幅に悪化している。また、11月第2週の新規失業保険申請件数は54.2万件と、前週の51.5万人に次いで50万人を超えた。これは、2001年の米国同時テ

口発生時と並ぶ水準まで増加したことになる。米雇用統計の非農業部門雇用者数は9月が28.4万人減と下方修正され、10月も24.0万人減と雇用悪化が続いている。10月の自動車販売も前月比-15.2%の年率1080万台と、4~6月期の同1443万台、7~9月期の同1317万台からさらに減少している。この間、住宅投資も大幅な減少を続けている。米国では、金融危機の余波が企業金融の逼迫に波及し、企業の資金調達コストが急上昇し、企業収益の悪化、設備投資の下方修正や先送りをもたらしている。C.P.、社債の発行市場の低迷など、信用収縮の動きが強まっていると言える。

金融危機の実体経済への波及、浸透はこれからとみられ、景気回復の軌道に復するパスをまだ描きにくい状況に米国はある。米国経済に関する悪いニュースが大半であるが、敢えて良い材料を探すと以下の点が指摘できる。第一にオバマ政権への期待である。第二に、世界各国の金融当局が早期に危機意識を共有した結果、大胆な資金供給が続いていることで、大恐慌や企業倒産ラッシュのリスクは低下したことである。三番目として、ガソリン価格の急低下は大きな減税効果があることである。ガソリン価格については、10セントの低下で120億ドル相当の景気刺激効果があるとも言われており、同価格が現在2.2ドル以下と最高値の半値のレベルまで下がってきていたため、30兆円近い減税効果があるという試算もある。四番目として、インフレ圧力の低下が雇用対策や大胆な金融政策を可能にしていることである。しかし、現状は圧倒的に不況感が勝っており、金融市場では米国の実質GDPは10~12月期が前期比年率-4.0%程度、来年1~3月期が同一-2.0%程度まで低下するとの見方も浮上している。最近の個人消費関連指標の弱さをみると、今年のクリスマス商戦は1953年以来初めて売上げが前年比マイナスに落ち込む可能性が出てきた。ユーロ圏の実質GDPである。4~6月期が前期比年率-0.7%、7~9月期が同一-0.8%と2四半期連続のマイナスとなった。ECBは11月6日、0.5%の追加利下げに踏み切る一方、イングランド銀行は1.5%という歴史的な大幅利下げに踏み切った。この結果、私が危惧していたとおり、10月31日の本行の利下げによる円高圧力を緩和する効果は非常に短期的に終わり、クロス

円取引主導で円ドル相場は前回のMPMの時よりも円高水準となっている。1ドル94円台である。ECB、BOEとともに追加利下げの可能性を示唆しており、世界的に広がりをみせる米国発の金融危機に対して、欧洲サイドの危機感の強さが読み取れる。

G20 があったが、その後、世界的に株式相場は軟調に推移している。この背景は、一つ目として、金融市场のテーマが金融ショックによる実体経済の悪化にシフトしてきたこと、二番目として、欧米主要国は銀行部門への公的資金注入、大幅利下げなど金融安定化策で歩調を合わせたものの、バランスシート調整型不況やグローバル・デフレさえ懸念される中、金融市场はより具体的な追加の金融危機対応策を期待していることが挙げられると思う。各国は、トゥービッグ・トゥーフェイルとみなされる金融機関及び米国のGMに代表される大企業について、経営悪化が深刻化しているにもかかわらず、国益の観点からサポートする姿勢をみせている。ただ、原資も限られる中、各国が適切な対応を迅速に打てるかどうかを注視する緊張感の高い状況が暫く続くと見込まれる。

予ねてより私が指摘しているように、2007年以降、株式相場は景気の先行きに比較的楽観的、クレジット市場は景気の先行きに比較的悲観的なメッセージを出してきた。これまでずっとクレジット市場の見方が正解であったという結果になっている。欧米のクレジット市場ではクレジット・スプレッドが再び拡大傾向にある。我が国でも、欧米の金融ショックの影響が顕在化し始めているとみられる。私は、国際商品市況の反落を主因に、国内企業物価は下落を続け、消費者物価の前年比は低下していくと予想される、という執行部の見通しに違和感はなく賛成である。見掛け上のインフレ圧力の急速な低下のみならず、内需の低迷と国内信用創造の収縮により需給ギャップは拡大し、デフレ圧力が高まってくる可能性があるとみている。

最後に景気循環からみると、企業収益の悪化を受けて企業の財務体質は悪化する局面である。その点を割り引いてみても、欧米の株式相場は下値をトライする可能性が高いと思われる。我が国でも年末に向けて株価下落

やクレジット・スプレッド拡大という展開が予想される。本行としても、企業金融の円滑化に向けた追加的な政策対応は急務ではないかと考えている。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いする。

西村副総裁

前回会合で、世界経済そして日本経済が、それ以前と比べ不連続な下方シフトを示していると述べたが、前回会合以降のハード及びソフト・データは、全体としてこの下方修正した展望レポートの見方に沿う弱いものであった。国際金融市場では、短期資金市場の機能停止状況に対処するため、欧米中央銀行がいわばマーケット・メーカー・オブ・ラストリゾートとして金融仲介機能を果たす行動に出た。そのため、緊張は依然として高いものの一応の落ち着きを示している。しかし、より長いタームの資金市場では緊張は高まったままであり、欧米のノンバンク等では実体経済の悪化を反映して、さらに逼迫の度合いを強めている。欧米市場の逼迫は比較的安定していた日本にも影響を及ぼし、短期金融市場の機能の低下がみられるようになった。前回会合では、0.5%という十分に低い政策金利ではありながら、金融市場の緩和の度合いに変調が広くみられるようになったことから、緩和的金融環境の確保を図るため、フォワード・ルッキングに政策金利を0.3%に引き下げ、補完当座預金制度の導入等金融調節面での対応を探ったと理解している。

世界経済は前回会合以降、下方シフトがさらに明確になってきている。米国経済は、実質GDP伸び率で第3四半期は若干のマイナス成長のうえ、第4四半期はかなり深いマイナス成長、来年第1四半期も急速な回復はなく、それ以降は新政権のステイミュラス・パッケージに依存するが、回復は後ずれするという見方が優勢になりつつある。特に、ノンバンクを含む金融セクターが実体経済の悪化と金融市場の混乱の影響を受けて貸出を

抑制しており、その度合いは過去にあまりみられなかつた程度に達している。欧州でも金融と実体経済の負のフィードバック・ループが次第に目立ちはじめ、景気後退は明確になり、それが新興国にも波及している。特に、資源価格の下落から資源国 の景況感の悪化が目立つ。さらに中国では、GDPに比べて景気にセンシティブな税収や発電量といった指標が大きく低下している。各国政府は大掛かりな財政出動をアナウンスしているが、真水部分がどれ程のものなのかまだ分からないので、今後の推移に注意する必要があると思う。

こうした背景から、現在、日本経済も停滞色を強めている。実質GDP統計の四半期はノイズが大きいので、前年同期比でみる方が良い。第2四半期が対前年同期比+0.7%成長であったのが、第3四半期は-0.1%成長となっている。輸出も生産活動も低下している。世界経済の下方リスクと企業収益低下から、設備投資も下降傾向にある。国際金融市場の動搖の影響は、欧米比小さいとはいえ、金融市場の不安定化の影響は次第に広がりをみせている。構造変化への対処が元々遅れていた産業、地域を中心に、業況判断の低下に伴い中小企業への融資態度に厳しさがみられる。まだ明確ではないが、金融と実物経済の間、業種間、財サービス間の負のフィードバック・ループの兆しもみられることから十分な注意が必要であると考える。さらに、資産価格をみると今年に入って明確な低落傾向が少なくとも首都圏ではみられることに注意したいと思う。首都圏で品質調整済み中古マンション価格指数であるリクルート住宅価格指数をみると、2008年1月頃をピークに、10月現在では約1割弱下落している。因みに、リクルート住宅価格指数は、英国におけるネイションワイド、ハリファックス指数、米国におけるケース・シラー指数に対応する品質調整済み指数である。中古マンション価格は新築の状況に比べて半年程度のラグを持つことを考えると、日本においても過去数年上昇局面にあった地域で、不動産価格の下落がみられることには注意したいと思う。ただし欧米に比べれば、上昇の程度は比較にならない程小さかったこともあり、下落幅もあまり大きなものではない。

最後に物価面である。前々回会合で9月は伸び率が+2.2%前後に低下すると申し上げたが、結果は+2.29%、四捨五入で+2.3%で着地した。若干着地点が高かったのは、物価上昇のモメンタムは、かなり低下したとはいえ、まだ残っているからである。実際、刈込み平均が上昇幅を5bp拡大して+1.07%から+1.12%となっている。先行きをみると、10月東京速報は、CPI——除く生鮮——で9月+1.7%から+1.5%へと上昇幅を縮小した。広範な財、サービスで上昇幅の縮小が出ている。例えば、被服・履物が+1.57%上昇から+0.68%上昇へと伸びを縮め、理容サービスも上昇率が低下した。しかも、この傾向は9月までは需要の弱い地方都市に色濃く出していたが、10月に入って同様の動きが東京だけでなく他の大都市にもみられるようになっている。こうした点を勘案すると、現在時点のベスト・ゲスでは10月はCPI——除く生鮮——伸び率は+1.9%前後に低下すると考えている。そして注意しなければならないのは、11月以降は前年急騰の裏が出て、急速に上昇率が低下することである。特に10月から11月に掛けての変化は大きく、10月+1.9%前後から11月には+1.1%前後へと0.8%ポイントも急降下する可能性が高いと思っている。

その後は、現在の原油価格の落ち着きが持続し、食料品の値上がりが止まり、かつ過去の費用高騰分の価格転嫁の度合いが景気停滞を反映して難しい状況が続くとするならば、12月には+ゼロ%台後半まで低下し、来年4月頃までは+ゼロ%台後半を維持した後、6月にはゼロ近傍まで落ち、7~9月にはさらに一段とマイナス領域に低下、-0%台後半となると考えられる。その後は、来年末からは再びプラス領域に戻り、+ゼロ%台半ばに回復するということになる。景気の下押しが予想以上に価格に影響を及ぼすとすると、これよりも大きな下落になるリスクは小さくない。このように今後インフレ率は大きく低下し、来年には今の資源価格水準でいくとマイナスのインフレ率になるが、それは資源・エネルギー価格の目先の大きなスイングに伴ったものであり、短期的なものであるということに注意しなくてはいけない。金融政策上重要なのは、物価の中長期的なトレンドであり、目先の国際商品市況に振り回されずに、長期トレンドをみ

ていく必要がある。しかも、長期的にみれば、エネルギー・商品価格は大きな不確実性が存在するものの、上昇トレンドにあることもきちんと考慮する必要があると思う。そこで、前回も申し上げたように、重要なのは長期トレンド、それを規定している要因の変化をみていくことの重要性を辛抱強く情報発信することが肝要であろうと考える。以上である。

白川議長

次に中村委員、お願いする。

中村委員

前回決定会合以降、国際金融資本市場は各国中央銀行の流動性供給策や大幅な利下げなどにより事態の一段の悪化は回避されたが、総じて流動性が低く不安定な状態が続いている。短期金融市場では、ターム物を中心に調達金利が高止まっているほか、我が国ではC P 市場や社債市場の機能が低下し、企業が直接、市場から資金を調達することが極めて難しくなり、銀行借り入れにシフトする動きがみられるなど、金融市場混乱の影響が我が国の企業金融にも波及している。

実体経済面では、国内経済は引き続き停滞しているほか、海外経済については、IMFが世界経済見通しを下方修正するなど、金融システムと実体経済の負の連鎖により米欧での景気後退が明確になっている。米国では住宅市場関連の低迷だけでなく、信用収縮に伴い経済全般が悪化している。自動車、ガソリン、建設資材を除いた10月の小売売上高は、前月比-0.5%と3か月連続減少しており、減税効果剥落後の個人消費の悪化傾向に歯止めが掛かっていない。また、新車販売台数についても、9月に大幅に減少した後、10月には減少幅を一段と拡大させ、1983年2月以来、25年振りの水準にまで落ち込んでおり、まさに底割れといった状況で、ビッグスリーに対する議会での救済策の成り行きに注目が集まっている。こうした米国の個人消費を取り巻く環境は、10月の失業率が6.5%まで上昇するなど、雇用環境が足許、急速に悪化しているほか、10月のF R B の銀行貸

出調査をみても金融機関の融資姿勢が一段と引締まっていることや、株価や住宅価格の下落による逆資産効果が顕在化していることなどから、極めて厳しい状況にあり、当面目立った回復は期待できない状態である。

住宅投資については、10月の着工件数が前月比-4.5%と4か月連続のマイナスとなっている。また、10月下旬に利下げが行われたにもかかわらず、モーゲージ金利は高止まっており、住宅市場は改善の兆しが窺われない。企業の生産活動については、10月の鉱工業生産指数が前月の大幅減少の反動から3か月振りに増加に転じたが、基調としては弱い状況が続いている。10月のISM指数が製造業、非製造業ともに歴史的な低水準となるなど、企業マインドの悪化が止まらない。こうした動きを勘案すると、米国経済の成長率が潜在成長率並みまで回復するまでには、相応の時間を要すると考えざるを得ない。

欧洲でも、米国と同様に金融システムと実体経済悪化の負の循環から経済が悪化しており、7~9月のユーロ圏実質GDPは-0.2%と2期連続減少となり、当面停滞する可能性が高い状態である。中国では、10月の工業生産、小売売上総額、輸出はいずれも前年比伸び率が縮小しており、世界経済の低迷を反映して経済は減速傾向にある。政府は成長率が8%以下となることに対して強い危機感を抱いていると言われており、総投資額が約57兆円となる大規模な景気刺激策を公表し、金融緩和策に加えて財政面での対策を打出すなど、減速しつつも高い成長を維持しようとしている。中国が高めの成長を維持することにより、世界経済を下支えするとの期待は大きく、先行きの動向を注意していく必要がある。この間、NIES・ASEAN諸国においては、輸出の減速感が強まる中、内需も民間消費を中心に減速傾向を辿っている。

国内経済については、2008年7~9月期の実質GDP成長率が前期比-0.1%と、7年振りに2四半期連続減少となり、国内経済の停滞色が強まっていることが確認された。需要項目別にみても、輸出の減少を背景に、外需寄与度が-0.2%とマイナス寄与を持続していることに加え、内需では民間設備投資が前期比-1.7%と企業収益の下振れに伴い減少幅が拡大

し、個人消費も同+0.3%と雇用者所得減少を背景に停滞が続くなど、昨年後半に大きく落ち込んでいた住宅投資の反動増以外に牽引力に欠ける状態にある。一方、企業関連では、7~9月の機械受注は前期比-10.4%と大幅な減少となった。10~12月受注見通しは前期比+1.2%と小幅の改善が見込まれているが、世界経済の不透明感の高まりや企業の金融環境のタイト化等もあり、先行きは設備投資計画の凍結や先送りも見込まれ、下振れリスクが高まっている。11月14日までに決算発表を行った金融業を除く東証一部上場企業を対象とした新光総研の集計では、2008年度通期の経常利益見通しは、5割強の企業が事前予想から下方修正した結果、前年比-24.5%——金額にして-8.6兆円——と、大幅な減益が見込まれる。特に、輸送用機器、電気機器、電力・ガスの減益幅が大きく、3業種の減益額に占める割合は約70%となっており、世界経済減速や為替円高の影響を受けた形である。輸出については、10月の実質輸出は前月比-3.1%と減少が明確になった。

物価面では、10月の国内企業物価指数は前年比+4.8%、前月比-1.4%であった。石油・石炭製品や非鉄金属の価格下落などにより低下し、企業物価のピークアウト感が一段と明確となった。消費者物価についても、原油価格が反落した影響によりガソリン価格もピーク時に比べ大幅に低下していることや、消費者の低価格志向が一段と強まっていることもあり、低下基調を続けることが見込まれる。企業金融については、愛媛県での金融経済懇談会の際に各種業界団体から話を伺った。ある金融機関の役員からは、貸し渋りと適正な審査あるいは貸さない親切は一線を画すべきとの発言もあったが、愛媛県では、いわゆる貸し渋りの顕著な動きはみられなかつたようである。しかし、10月以降の経済環境の急速な悪化による業績低迷等を背景に、銀行が融資を絞り込み、年末越えの資金調達がタイト化するのでは、との強い懸念が多くの方より表明された。大企業でも、先行きの資金の逼迫に対する警戒感から、手許流動性を厚めに確保したり、調達の前倒し、資金の調達に際し借入期間を長めにする等の動きに出ている企業が少なくないようである。例えば、既に確保しているコミットメン

ト・ラインによる借入枠は温存し、必要資金を別枠で金融機関から調達するといった動きも聞かれる。また、社債の発行市場では、起債環境が悪化している。CPの発行市場でもa-1フラット以下の格付債に対しては、投資家の購入スタンスが慎重化していることにより、発行スプレッドが大幅に拡大し、発行額を減少させたり、あるいは資金調達を間接金融にシフトする動きがみられる。また、リスク回避と手許流動性確保の観点から、CP現先等での余剰資金の運用を取りやめている企業もあるようで、CP市場の機能を低下させている要因の一つとも考えられる。このように、企業は間接金融の依存度を高め、金融機関に対して借入枠の増額に動いている。

一方、企業からの増枠要請の急増に対して、金融機関は業績悪化や株式市場の低迷に伴う資本制約の懸念もあり、短期資金や借り換えには応じるもの、長期資金や増枠に対しては慎重な対応となっているといった話が多くの企業から聞かれた。大企業が資金確保に動く中、一部では中小・零細企業への必要資金が円滑に行き渡らない懸念もあり、金融環境は全体として緩和度合いが低下しているようである。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

まず、海外経済は、グローバルに減速が明確化してきている。米国については、実質GDPが前期比年率で-0.3%となるなど悪化している。焦点の住宅市場では、依然として低迷が続いている。労働市場では、失業率が6.5%と1994年2月以来の高水準に達しており、新規失業保険申請件数が急増していることからすると、この先7%を超えていく可能性が高いとみられる。こうした中、10月の消費者信頼感指数は1967年の統計開始以来の落ち込みとなっており、自動車販売台数の前年比は1983年2月以来の年率1,080万台となっている。また、小売売上高は7月以降4か月連

続で前月比マイナスとなるなど大きく落ち込んでいる。これから迎えるクリスマス商戦は、相当厳しいものとなると思われる。また、これまで相対的に底堅かった企業部門も、ISM景況感指数は製造業、非製造業とも際立った低水準となり、鉱工業生産や製造業受注などもマイナス基調となっている中、自動車大手が直面している経営不振の先行きには大きな懸念を抱かざるを得ない。加えて、10月の金融機関の商工業向け貸出態度DIをみても、1990年4月の統計開始以来の引締め超となっており、企業に資金が行き届きにくいことも、実体経済に下押し圧力を掛けている。そのため、景気は今後、一段と悪化していくものとみられる。こうした中、オバマ新大統領には、手始めとして、一刻も早く実効性のある規模での景気刺激策により、景気底割れを是非とも回避してもらいたいと思う。

ユーロ圏も、実質GDPの前期比年率が4~6月は-0.7%、7~9月は-0.8%と2四半期連続でマイナスとなるなど、悪化している。先行きも、製造業コンフィデンスの輸出受注、製造業PMI、消費者コンフィデンス、新車登録台数など公表される指標がいずれも悪化しており、景気の一段の落ち込みが想定される。英国についても、7~9月のGDPが前期比でマイナスに転じており、悪化している。住宅価格は下落幅がさらに拡大するなど、米国と状況が似通ってきており、個人消費への影響や金融機関の不良債権の増加などへの懸念が強まっている。欧州については、需要減少と為替の下落がこのところ急速に進んでおり、本年5月以降、前年比がマイナスに転じた日本からの輸出に一層の影響を与える可能性があり、懸念している。

中国については、この7月、景気の強さを示す指標が続く中でも、政府が過熱抑制策を解除したため、実態はかなり悪いのではないかと思っていたが、実際、7~9月のGDPが前年比で+9.0%と、これまでに比べて大きく減速するなど、多くの指標が悪化し始め、金融政策、財政政策は揃って成長重視へと一気に舵を切っている。政府は先日、2010年までに4兆元もの財政支出を行うと発表したが、これを受けた発展改革委員会の張副主任は、今後2年間で全社会の投資総額が40兆元を超えるとの見方を示

した。全社会投資額は2007年に14兆元だったことを踏まえると、2年間で40兆元とは年率40%もの大幅増加を意味する。この数字は、地方政府や国有企业などの投資積み増し分を勘案したと思われるが、それ程大規模な投資を行わなければ、政府は景気減速とそれがもたらす社会不安を抑えられないとみているという背景があると考える。

日本の景気は停滞色が強まっているという執行部の見解に、違和感はない。実質GDPの前期比は4~6月の-0.9%に続き、7~9月も-0.1%と2期連続のマイナスとなった。10月以降も、リーマン破綻をきっかけとした世界的な金融危機が実体経済に下押し圧力を加えていることから、10~12月もマイナス成長となる可能性もあるものとみている。その場合、ITバブル崩壊時以来の3期連続のマイナス成長となる。これまで、短観などを根拠に、設備、雇用、債務は概ね適正水準にあるとみていたが、多くの企業経営者が一様にここへ来て景況感が急速に悪化したとしていることからすると、ストック面での過剰感が強まっている可能性もあるため、今後、景気が深い調整に至る可能性についても留意しなければならなくなってきたと思う。

コンポーネントごとに述べる。最も注目していた輸出については、10月の名目金額の前年比は-7.7%と、2001年12月以来のマイナス幅となつた。地域別にみると、NAFTAやEU向けの大幅減少に加え、10月になって今局面で初めてアジア向けも減少に転じた。アジア向けの減少は、先進国景気の停滞による外需の減速に加えて内需も急減速していることが、ついに影響し始めた可能性がある。また、好調を持続してきた中東、ロシア向けも、輸出金額の半分以上を占める自動車の減速が見込まれる。例えばある自動車メーカーの首脳は、円高による現地販売価格の上昇や業者の外貨資金繰りの悪化、ローン基準の厳格化などから販売は減速しており、在庫の置き場に困り始めているとしていた。このように、これまで日本の景気を支えてきた新興国向けの輸出も大きく減速し、全体として落ち込む可能性も考えねばならなくなってきたのではないかと思う。

輸出の減速を受けて、生産も本年入り後、3四半期連続のマイナスとなっ

たうえ、10月、11月の予測指数も-2%台と大きめのマイナスとなっている。業種別には、電子部品・デバイスや自動車といった産業の裾野の広い加工産業の減産が目立っている。そのため、企業収益についても、国際商品市況の下落は好材料ながら、円高による輸出手取りの減少もあって下方修正が相次ぎ、ここへ来て大幅に下振れている。また、設備投資も計画を先送りする企業が増えてきている。こうしたもとで、企業倒産も件数、金額ともに増加している。これは、建設、不動産など一部業種の業績悪化が主因ではあるが、金融資本市場の混乱の影響で黒字であっても資金繰りが難しくなったことを理由とする先もみられる。これから年末、年度末を迎える中、企業金融の面もしっかりとみていく必要があると考えている。本件については、後半パートで述べたいと思う。

家計の状況をみると、輸出や生産が低迷する中、現在伸び悩んでいる雇用者所得は今後は弱含んでいく可能性を考慮する必要がある。個人消費についても、これまでの重石であったガソリン価格の下落は好材料ながら、一段と弱いものとならざるを得ないと思われる。ただし、1994年以降について民間最終消費支出の前期比の動きをみてみると、消費税導入前の駆け込み需要とその反動減を除けば、前期比で-0.7%から+1.5%の範囲内の小幅な動きにとどまっている。これは、同時期の雇用者報酬が-2.5%から+1.9%まで大きく変動しているのと対照的である。すなわち、余程のことがない限り、日本の個人消費が極端に落ち込むことは避けられるのではないかと思っている。

このように日本経済は厳しい状況にあるが、今こそ今後とも避けられない環境対応や省エネ、省資源に向けた技術開発や投資をすべき、と考える企業は引き続き多くみられる。また、円高、株安の今こそ、海外企業のM&Aを進めようとする先も増加しつつある。このような先行きの成長を見据えた動きの広がりが景気回復の後押しとなり、またその後の飛躍に繋がることを強く期待している。

最後に、物価の今後については、最近の原油価格の大幅下落によりエネルギー価格が大きく低下し、CPIは一時的に前年比でマイナスとなる可

能性もある。しかし、一方では9月のCPIを品目別にみると、価格上昇品目数と価格下落品目数との差は+153と、このところのピークを更新した。これを食料、エネルギーを除くベースでみても+54と引き続き多くの品目で価格が上昇している。また、10月の消費動向調査をみても、引き続き8割以上の回答者が先行きの物価上昇を予想している。こうした中、物価指数のヘッドラインの数字だけでなく、その背後にある企業の価格設定行動や、消費者のインフレ期待、あるいは先程西村副総裁が述べた長期的な消費トレンドについても、今後とも注意していく必要があると考える。以上である。

白川議長

山口副総裁、お願いする。

山口副総裁

私からはポイントのみに絞ってお話をしたいと思う。まず、世界の金融経済情勢である。国際金融資本市場は、全体として引き続きストレスの強い状況にある。このような市場の状況はアメリカとヨーロッパにとどまらず、欧州周辺諸国、ラ米、さらにアジア諸国にも広がる形でグローバルな広がりを見せている。それから、実体面だが、海外経済については米欧を中心と悪化を示す材料が増加している。米国についても、既に各委員からご説明があったとおりであるし、欧州、さらにはアジア経済についても下向きの方向感がはっきりとしてきている。こうしたもとで、実体経済と金融の負の相乗作用は、米国ではさらに強まり、欧州とその周辺諸国でもみられ始めるなど、世界規模での広がりをこの面でもみせつつある。資産価格の下落を出発点とした金融面での負のアクセラレーターは、地域的な広がりとスピードを伴っていて、そういう中で金融・経済の大幅な変動と経済主体のマインド悪化をほぼ世界同時的に引き起こすようになっている。世界経済の先行きを見通すに当たっては、こうした点への留意が不可欠だと認識している。

次に、日本経済についてである。需要項目ごとの動きについては各委員がおっしゃったとおりであろうと思う。先般公表された7~9月の実質GDPもそうした需要の動き、それから生産面の動きに沿ったものと思っている。こうした点を踏まえると、景気の現状評価としては停滞色が強まっているということであろうし、先行きについても当面こうした状態が続く可能性が高いという判断で良いと思う。

次に我が国の金融環境について、少し詳しくみてみたいと思う。CP・社債市場については、既に何人かの方がご指摘になったとおり、信用スプレッドが拡大しているほか、起債の見送りの動きが広がるなど、市場での資金調達環境は悪化しているという評価であろう。投資信託等の投資家の行動をみると、信用リスクに対してより慎重になってきている感じが如実に現われているし、解約リスクに備えてキャッシュ比率を引き上げる形でCPの引き受けスタンスを後退させる動きも広範化している。こうしたことを受け、CPの発行額は減少している。それから、社債についても9月半ば以降、起債の中止あるいは延期の動きが続いている。発行企業は電力など極く一部の高格付けの銘柄に限定されている。ただ、これまでのところ、CP、社債による調達額の減少は銀行貸出でカバーされていることも事実である。より正確には、直接金融の減少を幾分上回る間接金融の増加があるという状況だが、そういったことを認識しておく必要がある。勿論、マクロ的にはそうであっても、個別の企業ごとにはかなりのばらつきがあるので、こうした点に注意は怠れないと思っている。少なくともこれまでのところ、1999年のような大規模な信用収縮が現在起こっているという状況ではないようになっている。勿論、このことは先行きを楽観視して良いということでは決してない。既に我が国においても、実体経済と金融との負の連鎖が作動し始めているようにみられる。それだけに、当面CP・社債市場の動向と併せて、このところの株価下落あるいは倒産の増加などが金融機関の資本制約をどの程度厳しくするか、そして、その結果として金融機関のリスクテイク姿勢にどのような影響を与えるかといった点について、これまで以上に注意してみていく必要があると思っている。

また、こうした状況でもあるので、中央銀行としてどのような対応が必要なのかが重要な論点になるが、その点については次のセッションで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

須田委員、お願ひする。

須田委員

10月の展望レポート以降公表された各種指標には、現在のメインシナリオに修正を迫る程のものはなかった。すなわち、当面は停滞色の強い状態が続くと見込まれるが、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、との見通しが相対的に蓋然性の高いシナリオであるとみている。ただし、リーマン破綻以降、内外ともに実体経済と金融の両面で想定以上のスピードで変化が生じており、先行きの不透明感の高まりは否めない。また足許の冴えない内外経済指標もあって、目先下押し圧力が強まる可能性が高く、下振れ方向へのリスクを意識せざるを得ない状況となっている。欧米経済の下振れの深さや国際金融資本市場の混乱の広がりと、それが新興国等へ与える影響等について、引き続き丹念にチェックしていく必要がある。なお、国内金融環境については次のラウンドで述べたいと思う。

このように、下振れリスクは高まっているが、今のところ景気の総括判断については、前回同様、「停滞色が強まっている」とする執行部案に賛成する。ただ、先行きについて目先厳しさが増す蓋然性が高まっていることを考えると、当面「停滞色の強い状態が続く」ではなく、もう少し厳しさを示唆する表現があればその方が良いのではないかとも思う。これについては、皆様の意見を聞いて判断したいと思う。

以下では、経済の下振れリスクとして気になっているポイントを簡単に示しておく。まず米国経済についてである。公表された各種指標は、今のところ、下振れ気味とはいえ10月展望レポートにおける私の見方に概ね

沿った動きとなっている。10月の雇用統計や失業率、そして週間失業保険申請件数——4週平均——が1983年以来の高さとなるなど、雇用環境の厳しさが示され、10月の小売売上高は比較可能な1992年以降で最大の下げ幅となった。住宅市場についても、11月のN A H B 指数が過去最低水準を更新し、住宅着工も4か月連続で減少し、過去最低水準にまで落ち込んでいる。こうした中、金融資本市場の混乱や与信厳格化が雇用環境やコンフィデンスを一層悪化させ、個人消費を減少させるという姿が、より鮮明な形で数字となって現われてきている。人々、いつかは調整を必要としていた消費であるが、クリスマス商戦は況えないと言われており、先行き弱めの動きがどの程度続くのか、気になるところである。

これまで米国経済を下支えしてきた輸出も、ここにきて幅広い品目で減少しているし、生産についても、10月のISM製造業指数が1982年9月以来の低い水準まで下落している。このように幾つかの経済指標の落ち込みが過去のリセッション時の標準的な深さと遜色ない程度にまで達しているのは事実であり、深刻なリセッションといった見方が広がっている。また、欧州についても、ユーロエリアの実質GDP成長率が2期連続のマイナスとなったほか、消費者コンフィデンスの悪化、自動車を中心とする個人消費の低迷、生産の減少と、米国の景気展開と同じような帰趨を辿りつつある。今のところ、米欧など多くの国で財政政策発動の動きが活発化しつつあるし、市場が落ち着きを取り戻せば、原油価格下落による減税効果が先進諸国の個人消費にポジティブに作用すると考えられるので、米欧経済に対する展望レポート時の見通しを大きく変えてはいないが、IMFやOECDが揃って日米欧の2009年成長率をマイナスと予想する中で、果たして下振れのマグニチュードが想定の範囲内にとどまるのかどうか、金融と実体経済の負の相乗作用がどこまで続くのか、丹念なチェックが必要となっていることは確かである。

さらに前回会合で、国際金融市场の混乱が為替や株価を通じて新興国にまで波及してきていると指摘したが、そうした流れも変わっていない。引き続き市場の不安定な地合いが続くもとで、中東、ラ米、アジアなど急激

な資金流出を通じた新興国経済への影響がどの程度出てくるのか、動きが急であるだけに注視していく必要がある。なお、中国については夏場の落ち込みが一時的な減速かどうかチェックしていたが、回復への動きは今のところみられない。人民銀行金融政策執行報告によると、グローバルな経済、金融市场の動搖の影響が日増しに大きくなっているとしており、これまでより、ダウンサイド・リスクを意識せざるを得ないと思っている。

一方、日本経済である。7~9月の実質GDPは2期連続のマイナスとなった。10月の輸出が減少となり、今年度マイナス成長となる蓋然性が高まっている。7~9月の実質国内総所得の前年比は、交易利得の大幅な減少を背景に直近ボトムの2002年第1四半期を上回るマイナス幅となつた。その後、原油等の国際商品市況が下落に転じていることから、交易条件の悪化による所得形成の下押し圧力は徐々に緩和していくとみられるが、今後はGDPが悪化するため、マクロの所得形成のプラス転化は目先期待できそうにもない。企業や消費者のマインドは、米欧の金融システム不安や海外景気の下振れ等を背景に、依然として悪化を続けており、好転の兆しは窺われていない。こうした中、設備投資の先行指標である機械受注の7~9月の前期比が、1998年4~6月と肩を並べる程の落ち込みとなつた。内閣府による10~12月の予測は微増となっているが、下方修正の可能性が高いとみられる。また、調査統計局のミクロ情報では、幅広い業種で生産や設備投資計画を短期間で大幅下方修正する企業が増えているようである。特に、国内経済全体への波及の大きさという点では、自動車メーカーの動向が気になっている。先般の決算発表で各社とも軒並み収益見通しや販売計画を大幅に下方修正したが、その後も減産強化や雇用調整を図る動きが続いている。このように、先行きの生産、設備投資、雇用環境を巡る不確実性は足許高まっており、短中期的な期待成長率についての見方が慎重化する中で、下押し圧力が増す蓋然性が高まっている。その程度については、来月公表される12月短観などで確認したいと思っている。

最後に、インフレの上振れリスクについてである。WTIが50ドル台まで低下し、10月のCPIが月前比が下落に転じるなど、物価の調整

は想定以上のスピードで進んでおり、目前、インフレの上振れリスクは小さくなっている。しかし、米国の失業率の上昇に比べ、時間当たり賃金が高止まるなど、物価を巡る環境が全て下押し方向にある訳ではない。需給ギャップと物価の関係も不確かである。グローバルには依然として物価が高止まっている国も少なくない。また、原油先物のカーブの形状をみると、先の限月程高くなっている。市場には原油相場の先高観が存在している。特に、グローバルに金融緩和が進むもとでは、再びコモディティに資金が流入してくる可能性も捨てきれない。やや長い目でみれば、再びインフレ圧力が高まるかもしれないという目線を維持しておくことが、中央銀行として重要なことは間違いない。私からは以上である。

白川議長

これまでの議論を総括して発言する前に、先だって出張した時の印象を少し申し上げる。このことはこの後の議論とも関係していると思うので、申し上げたい。ほぼ毎月、上旬末前後に出張しているので、1か月ごとに定点観測的に同じ人がどういうことを言っているか、確認できる。11月上旬末前後にサンパウロでG20、それからBISの一連の会議が行われた。会議の模様等については、既に別途報告しているが、金融政策決定会合の議論との関係で二点だけ印象を申し上げたい。一つは、この1か月間に報告している。

という感じの
発言が 。この1か月間の

という感じが改めました。二つ目は、勿論、これまで金融資本市場の混乱は大きなテーマであったが、金融資本市場の混乱が企業金融に対して影響を与え、そのことが実体経済に影響を与えることについての懸念が 感じがする。 については、それ以前から言われてきたが、従来そうしたことについても、 という感じがした。改めて金融という現象が、金融資本市場だけでなく企業金融とい

う目でみても

あることを感じた。

そういうことを申し上げたうえで、今日の議論の総括である。景気の現状と先行きの評価ということで申し上げたい。我が国の経済については、海外経済の減速を背景に輸出が減少している。企業部門では、これまでのエネルギー・原材料高などを背景に企業収益が減少を続けており、設備投資も減少している。個人消費も弱めの動きとなっている。こうしたもとで生産が減少しており、出荷・在庫バランスは悪化していると思う。7~9月のGDPの1次速報も前期比年率-0.4%で、前期に続いてマイナス成長となった。以上を踏まえると、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減少などから停滞色が強まっており、当面こうした状態が続く可能性が高いと判断できると思う。ただし、現状を表わすのに最もふさわしい言葉が、この停滞色が強まっているという言葉なのか、あるいはより良い言葉があるのか、というご意見が須田委員からあった。これについては、最後公表文の時にまた議論したい。その論点はあると思う。

物価面であるが、消費者物価は前年比でみると、足許は+2%台半ばとなっている。ただ、先行きは石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して低下していくと考えられる。方向としては低下していくということだが、この低下のスピードがかなり速いことはほぼどの委員にも共通したイメージだと受止めた。これも後から政策の方で議論すべきなのかもしれないが、物価の下落をどうみていくのか、西村副総裁、亀崎委員から表現の仕方は若干異なるが、単に表面的な動きではなくて、基調的な動きというか、中長期的な動きをしっかりみていく必要があるという問題提起があった。私もそのように思っている。

それから企業金融である。この企業金融については、何人かの委員から後半パートで議論することを予告されているので、この段階で総括するのは仮締めという感じで正確なものではないが、取り敢えず要約させて頂く。中小・零細企業で資金繰りが悪化しているのは今までそうであったが、大企業においても市場での資金調達環境が悪化している先が増えるなど、全体として緩和度合いが低下していると思う。コールレートは実体経済活

動や物価との比較でみて低い水準にあることには変わりないが、C P、社債の信用スプレッドが拡大しているほか、C P、社債の発行見送りの動きが広がるなど、市場での資金調達環境は悪化している。また、中小・零細企業では、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増えていると思う。後から議論したいが、このC P、社債の発行が減少していることは数字で明らかに確認できる。一方で、貸出がそれをカバーする形で増えて若干のお釣りがある感じであるが、現在のこの動きをどのように評価するのか、つまりなぜC P・社債の発行減少という現象が生じているのか。それから企業全体としてみると、銀行貸出によってそれはカバーできているとみるのか、あるいは、こうした問題の背後にある基本的な要因はどうなのか、さらには、金融システムと実体経済の負の相乗作用が日本ではどの辺の段階にあると考えるかについては、若干後から議論したいと思う。

今後の留意点であるが、リスク要因をみると、国際金融資本市場は依然として強い緊張のもとにあると思う。これまでの各国政府や中央銀行による措置を受けて、短期金融市場では幾分改善がみられているが、社債スプレッド等の信用スプレッドは高水準で推移しており、米欧の金融危機の影響は新興国にも確実に波及してきていると思う。具体的に言うと、米国経済は悪化してきていると思う。金融と実体経済の負の相乗作用が強まりつつあり、先行きの不透明感も強い。欧州経済も悪化する中、景気の下押し圧力が強まっているほか、アジアでも景気減速が明確化していると思う。そうしたことを踏まえると、世界経済には下振れリスクがあるというのが、どの委員にも共通した見解であったと思う。

我が国の金融環境についても、金融機関の貸出姿勢や社債・C P市場の動向など金融環境が一層厳しさを増す場合には、金融から実体経済への下押し圧力が強まる可能性があると思う。この点は、従来からこの会合で勿論意識されていたが、今回は従来以上にこのことが強く意識された発言が多くかったという感じがする。

以上を踏まえると、景気について、我々は既に前回の展望レポート時に見通しを大幅に下方修正しているが、こうした中心的な見通しとの関係で

も、下振れリスクがあるということだと思う。物価面では上振れリスクは以前と比べ小さくなっている一方で、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、物価上昇率が想定している以上に低下する可能性もあると思う。

以上の取り纏めについてご意見があればお聞きしたいと思うし、幾つかの論点についてご意見があれば、お聞かせ願えればと思う。それから、先程申し上げたが、金融については後のパートで発言を予定されている方もいるので、やや中途半端な段階で議論がしにくいということであれば、後からする。むしろ、後からした方が皆様の関係で宜しいかと思うが、それはそれで宜しいか。物価について若干議論しておいた方が良いかと思う。この後、物価上昇率が数字のうえでかなり急速に下がっていくことがほぼ確実にみえている。そうだとすると、我々自身の情報発信も今からそれを想定した言い方にしておいた方が良いと思う。自分自身の経験をみると、この夏場に掛けて消費者物価上昇率がどんどん上がっていった時、特に6月、7月に、記者会見等では、これだけ物価が上がっているのに日本銀行の言い方がやや呑気なのではないかという感じの追及が随分あった。私もそうであったが、前回の消費者物価の上昇は、石油・エネルギーといった原材料価格の上昇に伴う価格転嫁の動きが中心であって、我々はそのセカンド・ラウンド・エフェクトの発生の有無に注目しているということを言ってきた。これから、その逆の巻き戻しの過程が始まってくる。そういう意味で、セカンド・ラウンド・エフェクトは上にも下にも概念的にある話である。セカンド・ラウンド・エフェクトという言葉を使うかどうかは別にして、要は基調的な動きをみていく、つまり人々が中長期的に行動していく時の前提となる物価が大きく上がったり、大きく下がったりということがあるかどうかが決定的に重要だろうと思う。こうした感じの情報発信を意識した方が良いと思う。

水野委員

物価について。マーケットについて言うと、イールド・カーブは、この

ところ欧米日とも長期ゾーンの金利の低下幅が大きい。フラットニングしているということで、グローバル・デフレという言葉を使う方もいるが、いわゆるデフレを織り込む、あるいはディスインフレからデフレのリスクまで織り込む動きが出てきている、というのがマーケットの動きである。株安と金利の低下。今まで株価が下がっても、金利は金融緩和の余地について見方が割れていた。ここにきて、明らかに短期が下がるという見方が大勢となり、短期ゾーンは下がるのは自然である。しかし、それ以上にロング・エンドの金利が下がってきたということは、マーケットの期待インフレ率が相当下がってきてることを意味する。これは留意しておくべきかと思う。

野田委員

中長期的な物価形成についていようと、国際商品市況は除いても、ここまで急激に成長が減速してくると、マクロ的なギャップの面、あるいは資源のスラックの面からみると、先行き——こういう言葉ははっきりと使いたくはないが——、一言で言えばデフレ的な圧力が数か月前あるいは先月よりも明確に強まっていると私は理解しているので、中長期的にみたら、そういう説明もきちんとしていく必要があるだろうと思う。

須田委員

今、西村副総裁や亀崎委員がおっしゃったとおりだと思うが、私は、資源価格による物価調整過程では、もし何か政策を探ったとしても物価には下押し圧力が掛かるため、これをコントロールすることは必ずしもできないと思う。要するに、上昇する過程でもそれを抑えることは望ましくなかつた訳で、ある程度受入れる方が最適であった。だから、今度、下がる過程でも下がることをある程度受入れることが最適な金融政策に繋がるのだと言えば良い、と思う。それから、私が先程発言したとおり、需給ギャップとインフレの関係を考えると、デフレから脱却する前の日本の経済状況においては、もっと物価が下がってもおかしくなかったのにそうな

らなかった。このように、フィリップス・カーブが寝てしまったのか、それともまだ立っているのか、よく分からぬ面もある。従って、思ったよりも下がらないかもしないということも有り得るのではないか。その辺は分からぬ。

野田委員

上がりにくかったから、今度も逆で。

須田委員

然り。今度は、資源価格が下がったとしても、それ程物価が下がらないかもしれないことも有り得る。対外発信については、それを頭に入れながら、中長期的な観点でみていくのが一番クリアという気がする。

亀崎委員

CPIは、現在521品目の動きをそれぞれのウエイトを掛けて計算している。それで前年比+2.何%である。こういう出し方が今の統計であって、これに我々は拠らなければならぬ。CPIを1970年位まで、30年位遡って、毎月毎月どれだけの品目が前年比上がったか、下がったかをみてみると、上がる時はずっと価格上昇品目数が下落品目数を上回る事象が長年続く。一遍上がり出したら、上がったり下がったりしないで、上昇品目数が下落品目数を上回る事象が長年続く。物価の下落過程が長年続くと、反対の事象が長年続いてきた。その観点から最近の動きをみると、2006年8月以降、一貫して今日まで価格上昇品目数が価格下落品目数を上回っている。これはまだ2年少しである。過去は同じ傾向がもっと何年も続いている。しかも、その傾向をみると、2006年8月から2007年3月位までは、価格上昇品目数と価格下落品目数の差は20とか18などであったが、2007年4月以降になると段々増えていって、直近の今年の3月からは118、107、113と一貫して三桁となり、先程申し上げたように9月は153となった。要は上昇し始めたら、上昇品目数が常に多くなって、長年続く。下落であつ

たら、その反対がずっと続く。

物価は長年低下していたが、2006年8月以降、ずっと上昇品目が多くなり、この7か月は上昇品目数が下落品目数を100品目以上上回っている。その中身をみると、エネルギーとか食料が多いだろうと思っていたが、直近はエネルギー以外についても54品目以上も上回っている。どのような品目かと言うと、授業料だとか理髪料——これらはエネルギーとか食料ではない。人件費として考えられるかもしれない——、プロ野球観戦料、女性誌(雑誌)、被服(スーツ、ブラウス、シャツ)、石鹼である。それから、輸入品ではない食料の中でこんなにやすく、だいこん漬。このようなものは、ほとんどエネルギーや原材料に関係ないものである。これらは非常にウエイトが小さい。一方でエネルギーでは電気代は10,000分の100(1%)かもう少し高いウエイトがある。エネルギー関係のガソリン、プロパンガス、灯油、電気代、都市ガス代で7.4%のウエイトを占めている。このほか、デジタル家電などは10,000分の100(1%)であるから、前月比が10%位低下すると、これだけで-0.1%押し下げる。こうした分かりやすいもののほか、なかなかみにくい、ウエイトが小さいもの、しかも購入頻度の高いものがどんどんじわじわ上がってきていることについても見逃せない。これらは、先程申し上げたように、少しずつ少しずつ上がってきて、しかも上昇品目数が多くなっている。過去をみると、そういう事象は長期間続く。こここのところは他のものの動きの中に隠れてはいるが、みておかないといけないと思って、毎月みている。

白川議長

これについては、この後、物価上昇率がどうなっていくかという予測の話と、そういうことを踏まえたうえで政策的にどう考慮するかという二つあると思う。

取り敢えず、ここでは先行きどうなっていくのかを少し申し上げたいと思う。思い出すのは、1998年前後である。あの時、私自身は金融政策に関わっていなかったが、経済が急速に落ち込んでいく、マイナスの需給

ギャップが拡大していくということで、需給ギャップからすると、相当の物価下落が起こるはずだというのが、当時、日本銀行の内部的な判断であった。しかし、物価は下落したが、需給ギャップからインプライされる程には下がらなかつた。なぜ下がらないのかが、あの頃のパズルであった。日本に限らずアメリカもそうであるが、物価上昇率が何によって決まっているかについて、率直に言って、きっちとしたモデルがある訳ではない。そういう意味で丹念にみていくとしか言いようがないが、需給ギャップも勿論一つの要素であろうし、それからコストにしてもそうであろうし、それから人々の予想もあるだろう。物価が、この後、どう下がっていくのかについて、従来以上にしっかりみていく必要があると思う。

それから、政策的な議論については、前回、2000年以降、デフレという言葉を使ってデフレにどう対応するかという形で議論を組み立てることが多かった時のことと思い出すと、デフレという言葉が非常に色々な意味で使われているから、議論がやや曖昧になってしまった。多くの場合、景気が悪いことをデフレという言葉で言い換えている。そうであれば、景気の議論はそれで良いと思うが、資産価格が下がっていることをデフレという言葉で表現することもある。それから明確に一般物価の下落をデフレと捉えて、デフレを議論するケースもある。それが一緒に議論されて色々な議論の混乱の元になったというのが、私の強い思いである。ただ、良かれ悪しかれ、アメリカの消費者物価上昇率がかなり下がっていて、そうすると一般物価の下落という意味でこの下落にどう対応するかという議論がアメリカでまた活発になってくる。そうすると、アメリカの議論に影響されて日本の政策を議論するという構造になることは多分間違いないだろうと思う。そういう意味で、我々自身、最終的には景気と物価をみて判断していくが、物価そのものについて現状分析と予想される政策的な議論を踏まえた我々の情報発信も、いずれ重要になってくるだろう。

西村副総裁

宜しいか。まず、一点。水野委員のところについて。長期金利が下がつ

ているのは欧米で、日本は下がっていない。比較の問題で。

水野委員

この1週間は、いずれも下がっている。

西村副総裁

確かにこの1週間はそうである。しかしそれ長くみるとそうではない。そういうことから考えると、欧米と日本の間で、長期的な物価期待の動きは若干違うのではないかというのが、私の一つの見方である。もしご意見があれば、それをお聞きしたい。

それから、もう一点は、先程の亀崎委員の物価についての話である。物価の変動要因で考えなければいけないのは、非常に大きなラグがあり、しかもラグがインプット、アウトプットの関係を通じて、時間を通じて影響してくることがあることがある。従って、過去、かなり前に起こった物価の上昇が次第に影響を及ぼしてくることがあり得る。従って、前からも申し上げているように、物価の上昇を見る時には、そういった過去のモメンタムがどう影響してくるかを考えなければいけない。そういうことから考えれば、例えば、理容サービスなどが過去のコスト上昇のモメンタムをかなり追っているという形になる。これがどうなっていくか。上がるモメンタムが残っていること、それから、下がるモメンタムがこれから少しずつ出てくること、この双方の関係で複雑な動きをしていく形になる。それから、もう一点。これは完全にマイクロ・マイクロの話になる。電子機器の価格がかなり大きなウエイトを占めている。電子機器は勿論全般的に下がっているが、日本の場合は、下がり方が需給の状況にかなり依存している。特に最近コンピュータの動きをみれば分かるが、米国と日本で価格の動きがかなり違う。そういうことから考えると、電子機器に関して言うならば、下押しの圧力がこれからかなり掛かってくるだろうということについて、考えておいた方が良い。それに関しては、かなり強い下押しの圧力になると思う。そういうことを含め全体を勘案すると、見通しは非常に難

しいが、下押しの圧力がかなり強くなっていくんだろうと考えるのは多分正しい。しかし、その後、長期的にみるならば、先程言った国際的な商品市況の全般的な長期に亘る上昇の影響はかなりライト・モチーフと言うか、底流にくる。ということを考えると、基本的には上昇トレンドを我々はみておく必要があるのではないかと思う。

須田委員

一点だけ。企業がどう価格改定するか、どの位の頻度でやるかという問題もあって、ずっと価格の変動がゼロというか、企業は価格をなかなか変更しなかった。しかし、上昇することに少し慣れてきて、改定の間隔が短くなり、その短い間隔をそのまま下方改定にも当てはめるということになつたら、物価が安定していた時以上に下がるかもしれないという見方もある。これもなかなか分からぬ。事後的に評価するしかないかもしれないが、改定の頻度の問題も物価を考えるうえでは一つの要素だと思ってい

野田委員

それと、もう一点。物価に限らず言えることであるが、先程、白川議長も冒頭指摘されたように、このところの変化が急激で過去経験したことのない変化であるから、物価の問題に限らず、従来そうであったからと言うことから少し距離を置く必要がある。非常に短期的な動きなので、それに本当に惑わされて良いのかという逆の議論もあるが、そのところは常にみておかないといけない。物価についてもそういうことが言える。ついこの間まで企業の価格設定行動には注視が必要だと言っていたが、今度は逆の注視も必要である。今まで、須田委員がご指摘になったように、価格改定のサイクルも含めて注視が必要だと思っていたが、今は逆の方で注視が必要だ。この変化は我々も想定外だっただけに、今後の変化についてもういった注意深さが必要かと思う。

白川議長

全く同感である。

中村委員

逆に今目先の大きな変化をみて、それで判断すると間違えてしまうという気もする。

白川議長

私は物価について既に申し上げたので、実体経済について何かコメントすることはあるか。実体経済に影響する最も大きなファクターである金融については後のセッションで討議するので、それを除いてと言っても難があるが、景気について何かコメントすることはあるか。

水野委員

その前に西村副総裁への答え。まず、日本の場合、金利が下がりにくいのは、GCレートが下がらないからである。二つ目として、この1週間に下がり出したのは、日銀が0.1%の付利を設定して短期金利はこれ以上上げたくないという意思を表示したということで、投資家の目線がロング・エンドにいき始めたことである。では、今までなぜ長期金利が下がらなかつたかは、景気の悪化と需給の悪化——税収が落ちているから——の綱引きであったが、ここにきて景気の悪化の方が勝っているとみ出したということである。この組み合わせだと思う。だから、GCレートが下がり出すと、手前はもう少し下がるが、昨日も今日も、2年債は0.5%台から下がらない。これは、頑張ってオペをやって頂いているが、GCレートの低下は0.4%台前半までが精一杯ことがあると思う。

野田委員

そのスタート台と、その先の長いところとの関連は明確ではないのではないか。

水野委員

そこと、次の政策の変更について、恐らく長い間低金利を続けていきながら、他のオプションでやっていくというところに、皆の期待が移っていく。

野田委員

むしろそちらの方であろうと私は思って。

水野委員

そうである。

野田委員

G C レートそのものが長い金利の高止まりに効果を与えているというのは、少し疑問がある。

水野委員

長期セクターには効果を与えていない。中短期セクターが下がらない理由がそれである。

須田委員

アメリカの金利が下がったことへの連関はどうか。今はそこのところは…。

水野委員

あるが、連関して下がっていくと、日本は金利がなくなってしまう。

須田委員

アメリカも金利が下がったということが、日本の長期金利が下がったと

いう…。

水野委員

勿論ある。あるが、米国では0.3%も下がっている一方、日本ではせいぜいその10分の1しか下がらない。欧米については、おっしゃるように物価——CPI、PPI——の下がり方が、ここへきて日本以上にブルータルになっているので、それによる影響が大変大きいのと、皆様が、何回も言われているが、ネガティブ・フィードバック・ループを本当に意識し始めた相場であること。そこは、欧米が一番大きいのではないか。日本は、ネガティブ・フィードバック・ループかどうか、後で議論するが、そこの入り口なのかどうかという議論はまだ決着がついていないという気がする。

西村副総裁

長期の金利にどういう長期対応を読み込んでいくかは、結構難しい問題である。一つは、特にディスロケーションを強調する場合、長期の金利にあまりインフォメーションがないという考え方がある。そういうことを言い始めると、アメリカもかなりディスロケーションが酷くなってしまっており、これがどの位意味を持っているかが分からなくなってきた。ということで、そこはこれから判断するのは難しいと思う。極く単純にある程度の情報があると考えるとするならば、アメリカはかなり急速に下がってきてている。

水野委員

然り。

西村副総裁

長期インフレ期待が下がってきてている。日本に関してはあまり下がらないなど。

水野委員

それはそうである。

西村副総裁

この一日、二日でどうなるかはまだ分からぬが。

水野委員

ただ、アメリカの2年債の1.0%は、何を織り込んでいるのかがよく分からない。目先を織り込むといつても、もう金利がないから。

白川議長

他にこのパートで追加的なご意見…。

水野委員

景気についてである。大きな流れでデータをみていくと、消費の低迷はあまり変わっていない感じがするが、企業部門を取り巻くデータが軒並み悪いという感じがしている。それから、企業収益の下方修正については、予想されていたとはいえ、かなり大幅に下げてきている。次の短観でもう一段下げるところも含めて考えると、今年度の着地の業績見通しは年初の予想と相当乖離がある非常に珍しい年だと感じる。二点目としては、皆様も言われているように、設備投資計画も短観の過去の例で、最初、上方修正、その後最後に少し下方修正というパターンとかなり違って、既に9月短観辺りから下向き始めている。三点目は、後で議論すると思うが、企業金融のところがどこまで影響しているか。というのが、一つの議論である。

中村委員

先程、色々な委員から出たが、このところの変化、悪化の度合いは非常

に急激で企業経営者もなかなか付いていけないというか、こういうことを経験したことがない。それから、色々な要素が同時にどんどん為替を上げてきているということで、今、かなり戸惑っているのを感じる。

水野委員

然り。どなたかも言われたが、変化のスピードが速いのでそれに惑わされてはいけないという気持ちがありつつ、これだけ下がると企業マインドが悪化しないとみるのは無理であって、昨日も少し話したとおり、本来であつたらもう固まつていなければならぬ来年度の例えば自動車販売計画なども未だに固められない。そういう状況にある。やはり、あまりに足許の変化が大きい。でも、それをどこまで来年までの見通しに反映して良いのか、なかなか決着が付かないということだと思う。

白川議長

それでは、取り敢えず第一セッションは終わって、10時40分に再開したいと思う。

(10時31分中断、10時40分再開)

白川議長

次に、当面の金融政策運営等に関する討議に進みたいと思う。

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。発言順は前回と同様である。それでは、野田委員からお願ひする。

野田委員

まず、次回会合までの金融調節運営方針について述べたいと思う。前半で点検したとおり、我が国経済は基本的には10月の展望レポートでの整理の範囲内で推移していると評価し得る状況にある、と判断している。このため、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.3%前後で推移するよう促すとの方針を維持し、当面は前回会合後の極限的低金利による金融緩和効果を最大限に發揮させるべく、金融市場の安定に格別の意を用いることが何よりも重要であると考える。リスク面では、私が警戒レベルを引き上げているのは、前回会合で小文字のリスクの一つとして指摘し、本日も前半のパートで少し触れた金融環境面でのリスクである。

民間の金融機関での経験を踏まえて若干申し述べれば、ここ1、2か月における株価の急落、特に日経平均株価が一時的とはいえバブル崩壊後の最安値を割り込み6,000円台を覗いたことは、金融機関経営者にとって大袈裟ではなくまさに天が落ちてきたような思いであったと言える。信用コストやその他有価証券の評価損の増加とも相俟って、多くの金融機関は資本制約を強く意識したリスクアセット運営を行なうを得なくなっているものと思われる。前半のパートでも述べたように、CP・社債市場は発行環境が急速に悪化しており、機能不全の様相を呈しかけている。10月までのマクロデータでは、銀行をはじめとする間接金融がその代替機能を相応に果たしているとみて良いと考えられるが、全てには応需し切れていないというミクロ情報も多くある。今後、年末さらには年度末に向けて、金融機関の資本制約は局所局所で資金需要に応じられない事例を増加させるのではないかと懸念され、この企業金融の問題は既に要注意の領域に入り込んだものと判断している。

我々、日本銀行は、金融市場の円滑な機能を維持し安定性を確保するために、これまで逐次金融調節面での改善措置を講じ、それぞれ所期の成果を得てきていると評価しているところである。しかし、只今述べたような状況に鑑み、企業金融の円滑化を含めて金融市場の安定化に一層の万全を期する必要があると考える。就いては、執行部におかれでは、これまで以

上に踏み込んだ金融調節面での改善措置について検討を急ぐことをお願いしたいと思う。

最後に、前回会合における政策変更後の市場の反応について、簡単に触れておきたい。現状維持を支持した委員が半数もあり、利下げはぎりぎりだったとの誤解が極く一時的とはいえ市場に広がった点は、政策決定を正確に市場に伝達するというコミュニケーションの基本からみて極めて残念なことであったと言える。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、投資家からの解約や証券会社からの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換金売りによるところが大きかったと言われている。彼らのポジション解消はほぼ一巡したため、本来ならば歯止めが掛かるはずの日本株安に歯止めが掛からない理由は、企業収益とファンダメンタルズの悪化を反映したものと理解すべきだと思う。

我が国は金融政策、財政政策ともに政策対応余力が乏しい状況にある。ただ、実体経済や金融システムに深刻な影響を与えかねないと判断される場合には、機動力のある中央銀行が金融政策の範疇を時には超えて、マクロ・プルーデンス政策の名目で柔軟な政策対応を余儀なくされることがある。特に、我が国の場合、株式の持ち合い構造からの脱却ができていないため、経済が株価下落に脆弱な体質である。金融機関の保有株式の損益分岐点等を考慮すると、仮に来年3月末の日経平均株価が9,000円を上回っていれば、保有株式の下落に伴う減損処理が発生しても、大半の銀行は資本不足に陥ることはない見込まれる。一方、仮に日経平均株価が8,000円を割り込み7,000円台で暫く推移すると、大幅な減損処理等が発生し、資本不足に陥るまたは資本不足懸念からリスクテイク能力が極端に細る

金融機関が少なくないとみられる。株価が下落すれば、金融機関の融資姿勢は一段と慎重化し、CP、社債などクレジット商品への投資意欲はさらに減退する。事業会社は設備投資計画の先送りのみならず、設備投資計画の下方修正に動くと見込まれる。

今後の株価動向次第では、非金融企業にとってCP、社債の発行コストは上昇し、日本銀行による低金利政策の効果は小さくなってくると思う。また、年度末に掛けて、株式相場の動向によって日本銀行は非伝統的な金融市場調節や政策手段を求められる可能性があると思う。

前回のMPMでは、当預付利を導入し、オーバーナイト金利の変動幅をロンパート・レートの0.5%、当預付利0.1%という40bpの間で推移させるコリドーを設定した。こうした中、10月31日の利下げ以降のマーケットの動きをみると、GCレポ・レートやCP、社債などオープン金利が高止まりする一方、無担保コールレート（オーバーナイト物）は反対に追加利下げ期待から誘導目標を下回りやすい状況が続いている、オペで牽制する必要がある状況が続いている。私が懸念していたように、本行の金融市場調節の負担感はむしろ増しているという現状だと思う。足許の市場調節をみると、従来はせいぜい1日1回の頻度であった資金吸収オペは、11月の積み期に入ってから1日2回が常態化している。言い換えると、当預付利は、コリドーの設定により金融調節の負担を軽減するどころか、金融市場に潤沢な流動性を供給するという本来の趣旨と無担保コールレートを0.3%前後で推移させるという政策委員会のディレクティブを遵守することを同時に達成するために、非常に窮屈な金融市場調節になっている。また、金融機関も本行のオペへの依存度が強まり、無担保コール市場、有担保コール市場ともに取引残高が減少している。総裁が前回のMPM後の記者会見で述べた市場機能に配慮した措置という意味を実感できている短期金融市场のプレーヤーは非常に少ないのが現実である。

一方、オープン・マーケットをみると、CP、社債の発行条件の悪化を受けた発行体が資金調達手段を資本市場から銀行借入れにシフトさせており、シンジケート・ローン、CP、社債など市場型間接金融の市場機能

が著しく低下している。この間、メガバンクは利下げ後もTIBORレートを高めに設定しており、企業向けの貸出金利は低下していない。こうした中、日本銀行はCP現先オペの積極的な活用を明言し、現在は同オペを毎週1回のペースで定期的に実施している。この措置については、CPを引き受ける銀行や流通在庫を抱える証券会社から好感されている。しかし、CP現先オペは所詮流動性対策である。CPレートは、電力会社など優良会社を除き高止まりしている。CP発行体が多少のレート上昇を甘受してもCPの発行に踏み切り始めているが、CP市場は完全な買い手市場になっているため、発行は抑制され気味である。年末に向けて、銀行は短期金融市场への資金の放出に慎重となるものである。それに加え、今年は株価下落リスクが高いため、コール市場への資金放出のみならず、銀行貸出やCP購入はさらに慎重化すると見込まれる。本行が適切な対応に踏み切らない限り、CPの発行残高は減少する可能性が高いと思う。金融市场では、CPレートは銘柄間格差を広げながら上昇傾向を辿り、事業会社は銀行からの借入れへの依存度を強めるとの見方が大勢であるが、銀行も自己資本不足から事業会社の与信に全て応じる訳にはいかないというのが現状である。

前回の決定会合で0.2%の利下げに踏み切った中、もはや政策金利の低下余地は限定的である。金融市场では、本行の次の一手に関心が集まっている。個人的には、当面の金融政策運営の主要課題として、企業金融の円滑化を掲げ、CPの現先オペの積極化に加え、CPの買い切りオペに踏み切ることも検討し、まずはCP市場の機能回復をサポートする姿勢が望ましいと考えている。仮に、CP現先オペを現行の競争入札方式から指し値入札方式に変えてCP現先オペの規模を拡大させた場合、同じ格付けでも投資家から敬遠されているCPの銘柄がまず持ち込まれ、発行レートが安定している優良なCP銘柄の持ち込みは後ずれするはずである。指し値入札のレート次第の面もあるが、指し値入札でクレジットが相対的に悪いCP銘柄が外せれば、銀行にとっては有り難いはずである。しかし、本行にCPを担保に持ち込めて、最終的には銀行のバランスシートにCPは

残ったままであるから、銀行のリスク資産は減らず、事業会社からのCP引き受けに前向きになるとは思えず、CP市場を活性化する切り札にはなり得ないと思う。銀行が資本制約の観点から自らのバランスシートからCPを外すことを本行が後押しするならば、CP現先の頻度を増やすことに加え、CP買い切りに踏み切る必要があると思う。もっとも、仮に本行がCP買い切りに踏み切る場合、本行のバランスシートを極力毀損しないための条件整備が必要となる。個人的には、あくまでも金融危機を回避するための時限措置という大原則を前提としたうえで、「買入れ対象のCP発行体の格付けはA1以上」、「1回の買い切り額は1~2千億円程度とする」、「本行のCPの保有残高は1兆円程度に抑制する」、「一つの発行体のCPの買い切り額の上限を設定する」、「買入れ対象のCPは銀行等が引き受けた後、1週間以上経過したものに限定する」、「金融システム安定化の観点から年度末の株価水準が重要であるため、来年4月までの時限措置」、というルールが一つのメドになるかと思う。もっとも、格付けが非常に悪い企業のCPは買入れ対象にすることはできないため、それらの発行体のCPが益々発行困難となるリスクがあることは念頭に置いておく必要があると思う。

次回のMPMまでの金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。ただし、企業金融の円滑化をサポートする観点から、本行によるCP買い切りオペの導入を含めた具体的なスキームや適格担保の拡大策に関して執行部に指示し、次回のMPM前に臨時決定会合を開催し、流動性供給の強化に向けた第二弾として、CP買い切りオペ導入等を決定することが適切だと思っている。

なお、企業金融の円滑化の第二弾で、バランスシートからCPを外す措置が打出せれば、企業金融を巡る目詰まりの解消に寄与するため、間接的であるが株価の下値をサポートする副次的な効果も期待できる。いずれにせよ、現在の経済指標や金融市場動向をみると、我が国も欧米のネガティブ・フィードバック・ループに巻き込まれてしまった感がある。本行としては、長く、ひょっとして深さもある景気後退にどのように対応していくのか、少し長い目の政策運営を考えておく必要があると思う。足許で株価

の下落幅が大きくなる中、本行としては、民間債務を抱え込むことはしないという従来の哲学にとらわれることなく、マクロ・プルーデンス政策と言われる領域まで踏み込まざるを得なくなる可能性も意識しておく必要があると思う。個人的には、CPなど短期の民間債務の取り入れについては柔軟に対処して良いと考えている。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いする。

西村副総裁

まず、第一の柱から点検するならば、足許日本経済は停滞色がさらに強まっており、かつ、こうした状態が当面続くと考えられ、2週間前の10月展望レポートの中心的な見通しの幅の下限近傍で推移していると言える。物価面では、足許+2%台であるが、先程申し上げたように石油製品価格の下落を反映して、今後急速に伸び率を縮める可能性が高いと思う。従って、物価については、前月発表文の「徐々に低下」という表現はもはや適当ではなく、「徐々に」を取るのが望ましいと考えている。

第二の柱からリスク要因を検討すると、2週間前に比べても欧米経済、特に米国経済の下振れのリスクが高まっていることは否定できない。さらに中国においても、急速に成長率が低下している兆候があり、中国政府の対策が即効性を持って成長の下支えとなるか、不確実性が高い状況である。このように、2週間前と比べても、米欧金融情勢や世界経済の動きから日本経済の下振れのリスクはさらに高まっている。また、直接、間接双方の資金市場でのリスク回避の姿勢が高まり、市場の一部ではその機能が必ずしも十二分に働いていない可能性を示唆する動きもある。これが実体経済に波及して下押し圧力となるリスクにも、十分注意する必要がある。従って、状況は前回公表に比べて、足許、実物面では下限近傍を推移し、物価面では下振れの形で推移しているが、大きく判断を変えるべき状況ではないと思う。しかも、総体とすると、不確実性はさらに増大している。この

ように不確実性の大きな状況では、次回までの金融政策運営方針は現状維持とするのが望ましく、先行きの金融政策運営も引き続き前回と同じ方針で臨むのがふさわしいと考えられる。

最後に、金融市場の一部、特にCPの市場にみられる逼迫について述べたいと思う。中央銀行は、銀行だけではなく、金融システム全体の安定性に対してもレスポンシブルであるべきという考え方方が今般の世界的な金融危機の中で定着してきているように思う。こうした考えのもとでは、CP市場の機能低下は、金融システムの正常な機能発揮という点からみて問題であり、間接金融、直接金融の両論が揃って初めて市場機能が働いていえると考えるべきであると考える。CP市場の機能低下のためCP発行から銀行貸出に代替しているということは、必ずしも望ましい状況ではなく、代替が起きていることで問題なしとはできないと思う。従って、市場機能を回復するための呼び水として、日本銀行が何らかの対策を考えるのは理に適っていると考える。ただ、現在のCP市場の機能低下がどの程度継続的であり、かつ重大なものなのか、つまり全般的で重大な影響を今後の経済活動全般に及ぼし得るものなのかについては、まだ情報が不足している。ということを考えるならば、現在あるCP買現先についてのオペレーションを最大限に活用し、量、頻度、予見可能性の全てで利便性を高めることでCPの市場性の回復をサポートすることが望ましいと考える。

さらには、その効果を確かめながら、例えば民間企業債務の適格担保とする際の取扱を工夫するとか、民間企業債務を担保とする資金供給面のさらなる工夫を考案するなどの追加策を検討すべきであると考える。そして、必要ならばこうした追加策を機動的に投入するという伸縮的な態度が望ましい、と考える。以上である。

白川議長

次に中村委員、お願いする。

中村委員

二つの柱に基づいて経済・物価情勢を点検すると、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、国際金融資本市場の動搖が落ち着く兆しが窺われないことに加え、金融システムと実体経済の負の循環により、海外経済の不透明感が著しく高まっているため、回復の条件が整うまでには相応の時間を要すると思うが、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可能性が相対的に高いと思う。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、米欧をはじめとする世界的な金融危機については、G20首脳が一堂に会して対応策を検討するなど、各国当局が国際的に協調して問題に対処していく枠組みは整いつつある。しかし、レバレッジの巻き戻しやバランスシートの調整により、混乱している市場を沈静化させることができる即効性のある対策は見当たらないだけに、市場の動搖が収束するまでにはまだ時間が掛かると思う。各国中央銀行による流動性供給策等により、ターム物金利の対国債スプレッドが縮小しているほか、米国のCP市場では発行残高が増加するなど幾分の改善がみられるものの、いずれの市場においても中央銀行がリスクをとる形で市場機能を代替しており、本来の市場機能が回復するまでには至っていない。こうした金融市場の動搖が長期化することに伴い、金融と実体経済の負の循環が先進国だけでなく新興国経済にもより大きな悪影響を与えることにも留意する必要がある。

金融環境については、前半部分で申し上げたように、中小・零細企業で資金繰りが悪化している先が増えているほか、大企業においても資本市場での資金調達環境が難しくなった先が増加するなど、全体として緩和度合いが低下している。また、10月以降の経済環境の急速な悪化による業績低迷等を背景に、年末越えの所要資金の調達が逼迫することに不安感を募らせている先が少なくない。こうした先行きに対する懸念の高まりから、先日、愛媛県で開催した金融経済懇談会の席上でも、10月末の利下げに対する評価の表明とともに、緩和的な金融環境が維持されることへの日銀に対

する強い要望が数多く寄せられた。前回の政策決定会合では、金融環境をより緩和的なものとし、経済を下支えるために利下げを行ったが、先行きの経済・物価情勢に加えて、金融環境の動向を見極めるためには、様々なリスク要因について予断を持つことなく丹念に分析していく必要がある。従って、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とすることが適當だと思う。同時に、企業金融が、年末から年度末に掛けて厳しさを増す可能性があることから、社債やCPの発行・流通市場の機能回復や企業金融の円滑化に資するような措置を、日銀として何ができるかを早急に検討し、実施に移す必要があると思う。

最後に、先程、野田委員も触れられたが、前回の金融政策決定会合での決定事項に関する対外発表についてである。総裁の記者会見までの間、市場関係者は利下げに対し四人の委員が反対したと誤解したようであり、コミュニケーションに若干問題を残したのではと危惧している。今後の検討課題として、重要な金融政策決定に際し、同様の事態が発生した場合には、否決された議案についても賛否を公表する等の何らかの工夫を考えたまう。私からは以上である。

白川議長

亀崎委員、お願いする。

亀崎委員

前半パートで述べたとおり、日本の景気は停滞色が一段と強い状況にあるが、前回金融政策決定会合での見通しに概ね沿ったものであるため、次回会合までの金融市場調節方針としては現行方針を維持し、前回会合で決定した政策金利の引き下げが景気に与える効果を見極めるべきであると考える。先行きについては、以下で述べるように、一、世界の金融市場の動向、二、国内金融・資本市場の動向、三、国内のインフレ構造の変化について、注意しながら金融政策運営を行っていく必要があると考える。

まず、世界の金融市場の動向である。米欧先進国では、中央銀行や政府

による様々な施策が、金融市場の流動性を確保し、また金融機関の破綻懸念を後退させた。しかし、問題の根源である米国の住宅価格は下落を続けており、公的資金による金融機関の不良債権の買取りも進んでいない。米国のポールソン財務長官は、不良資産救済プログラムを、その名が示す不良資産の買取りには使わないと明言した。不良債権処理を伴わない資本注入は、日本の1998年初めにおける金融安定化法による21行への1.8兆円のように、思った程の体力強化には繋がらないリスクがある。敢えてこのような方法を探るのは、金融機関の破綻を止めるだけで7千億ドルを使い切ってしまう程事態が深刻であるためだとすれば、根本解決への道のりはかなり遠い可能性がある。新興国については、金融市場における極端なリスク回避行動により、成長資金の海外依存度が高過ぎたアイスランド、ハンガリーなどの欧州の一部諸国や、南アフリカやパキスタンなどで経済危機となっている。現時点では、過去の反省を踏まえて、アジア諸国など外貨準備を意図的に厚めとしている国が多いことや、各国間で緊急時に備えたスワップ協定網が構築されていること、IMFが融資の引き換えとして経済改革を強く求めてはいないこと、先日の金融サミットで、途上国を含む各国が危機を押さえ込むため連携することが力強く宣言されたことなどから、危機が世界中に飛び火するような事態は回避できるのではないかと考えているが、危機は予期せぬことをきっかけに発生することがあるため、注意深くみていく必要があると思う。

第二に、国内金融資本市場の動向である。日本の金融市場は、本行が潤沢に資金供給していることや、外資系金融機関が必要資金を本国調達していることなどから、一頃に比べて落ち着いている。しかし、CP・社債市場では、建設、不動産など一部業種の破綻懸念が極端に嫌気されており、優良企業も含めて新規発行は困難化しつつある。同市場で資金が得られない企業は銀行借入に向かっているが、銀行の信用リスク回避姿勢や資金繰り不安もあって、円滑に進んでいないようだ。そのため、CP、社債、貸出といった企業の資金調達市場における流動性不足を解消することは、喫緊の課題と考えている。

第三に、国内のインフレ構造の変化である。CPIの前年比は低下しているが、先にも述べたとおり、個別品目をみるとまだまだ上昇しているものが多くある。これは、既往の原材料・エネルギー価格の上昇を転嫁する動きなどが続いていることや、それに併せて諸コストを上乗せする動きがあること、中国製品が製造コストの上昇や元高などから値上がりしていることなどが背景となっている可能性がある。また、今後の物価上昇を見込む人の割合も高止まりしている。これは、足許で様々な品目が上昇していることや、安全性の問題から中国製品を忌避する動きが広がっており、価格上昇を仕方がないものとして許容する意識が高まっていることが背景となっている可能性がある。こうした動きが定着しないかも注意する必要があると思う。

以上、日本経済には引き続き上下双方向のリスクがあるが、当面、下方へのリスクがより高い状態にあると考えている。こうした中、下方リスクが顕現化しないか今後とも注意するとともに、必要な際は、可能かつ適切なあらゆる手段を排除しない構えで、金融政策運営に当たっていくべきであると考える。以上である。

白川議長

次に山口副総裁、お願いする。

山口副総裁

前のセッションで述べた金融経済情勢を踏まえると、当面の金融政策運営については現状維持が適当であると思っている。前回利下げを行ったばかりであるので、現時点ではその効果を含めて点検ないしは見守っていくべき段階であると思う。

現在の国内の金融環境であるが、先程も述べたように、金融機関の融資姿勢が慎重化しており、CPI・社債市場においても投資家のリスク回避姿勢が強まっている。勿論、全体として厳しい信用収縮が始まったということではないが、企業の資金調達環境が悪化し始めていることを踏まえると、

既に何人かの委員がご発言されているが、企業金融の円滑化という観点から年末及び年度末に向けて金融調節面で何らかの対応を講じるべきではないかと思っている。振り返ってみると、これまで米欧の金融危機の影響が我が国の金融市场にも及んでくる中で、我々自身、金融調節面で積極的な対応を図ってきた。この先、これらに加えて企業金融の円滑化を支える観点から、さらなる対応を考えるとすれば、まずは、こうした対応を検討するに当たっての我々の基本的な考え方を確認しておくことが大切だと思う。

多分この点についての整理の仕方というのは色々あるのだと思うが、私自身としては二点あると思っている。第一に、企業に対する直接の資金供与は、何よりもまず民間金融機関が担うべき分野であり、仮に何らかの政策対応が求められる場合であっても、政府との役割分担や中央銀行のバランスシートの健全性という観点から、極めて慎重に対応しなければならないと考えている。第二に、企業金融の円滑化のために我々が中央銀行としてなし得る施策の基本は、やはり流動性の分野にあるだろうと思っている。具体的には、民間金融機関に対する流動性供与を通じて民間金融機関の円滑な融資活動を維持することとか、あるいは企業債務を担保に受け入れたり、現先あるいはレポ形式でのオペレーションの対象にすることを通じて、関連の企業債務の流動性向上を図るといった施策である。どちらも我々からすると、流動性という点に着目した対応と思っている。今申し上げたような基本的な考え方を前提にしたうえで、年末に向けての企業金融の円滑化のためのさらなる対応について、急ぎ検討する必要があるのではないかと思っている。

最後に、一言であるが、我々は特に9月以降、金融面から様々な施策を矢継ぎ早に講じてきた。緩和的な金融環境を維持するとともに、金融市场の安定確保が重要であるという強い認識に立って行ってきた一連の措置だと思っている。先程も述べたように、現在、我が国においても、実体経済と金融の負のフィードバックが作動し始めているように思う。その背後に何があるか考えてみると、やはり株安などに伴う金融機関のバランス

シート制約あるいは自己資本制約が存在しているようにみられる。今後そうした制約から金融機関の与信行動が抑えられ、経済活動がさらに下押しされるという可能性もないとはいえない。その場合には、金融機関の自己資本をどのように強化していくかという点が問題解決の直接的な処方箋になると思っている。我々としては、この先の金融経済情勢を点検していくに当たっては、そうしたことも念頭に置いて考えていく必要があるのでないかと思っている。私からは以上である。

白川議長

須田委員、お願ひする。

須田委員

まず、内外金融市場の足許の動向から簡単にみていただきたいと思う。米国では、当局による各種流動性対策やクレジット対策等が奏効する形で、一頃みられた極端なリスク回避姿勢は一旦小康状態となっている。具体的には、T E D スプレッドやL I B O R-O I S スプレッドが縮小傾向を辿っているほか、レポ・レートもFFレートに収斂してきている。また、クレジット市場でも、C P のスプレッドがF e d による買い取りの対象となっているA1格以上で急速に縮小しているほか、社債スプレッドの一段の拡大にも歯止めが掛かっており、バーナンキ議長は18日の下院金融委員会で、「クレジット市場の緊張は依然高いものの、幾分改善の兆候がみられる」と証言している。しかし、我が国の金融システム不安の時がそうであったように、米欧金融機関のバランスシートが抜本的に調整されない限り、本質的な解決には至らないと思われる。実際、金融システム不安が高まる際に典型的にみられるデュレーションの短期化が現在発生しており、先程指摘したT E D スプレッドの縮小やレポ・レートの低下も、オーバーナイト物や短いターム物を中心とする現象のようである。長めのターム物については依然としてスプレッドの高い状態が続いている、特に年末越えについては、年末が近付く程カウンターパーティ・リスクへの意識が高まり、

年末越えプレミアムが一段と拡大していくことも予想される。CDSプレミアムも、足許モノラインや自動車メーカーに対する経営不安等を背景に高水準で不安定な動きを示しているし、株価のボラティリティも歴史的に高いレベルにあるので、市場センチメントの悪化が足許一服しているからといって、警戒を緩めるべきではない。

一方、我が国の金融市場では、CPや社債といったクレジット市場や無担保コール市場のターム物、レポ市場等で、流動性が急速に低下している。10月下旬にかけての株価急落に伴い先行き不確実性が高まる中、MMF、MRFといったファンドや生保、地銀等の投資家がリスク回避的となり、余資の運用を手控える一方で、一般の事業会社が手許現金を厚めにするためCPなどの需要を高めたことが背景にある。やむなく調達手段を銀行借入にシフトさせる企業が増えるなど、年末の資金繰りに対する不透明感が金融機関のみならず一般の事業法人にまで広がっている。連日2兆円を超える国債買現先オペによって、GCレポ・レートは漸く低下する兆しが窺われているが、CP市場や社債市場では格付けの低い企業の発行が事実上ストップしており、改善へ向けた決め手が見当たらないのが実情である。私は10月初の決定会合で、企業金融面で金融調節手段に何か工夫の余地がないか検討する必要があると述べたが、CP市場や社債市場の現状を眺め、そうした気持ちが一層強まっている。因みに、検討する際には重要なポイントが三つあると考えている。一つ目は、金融政策当局として市場の現状を正確に把握するとともに、状況を認識しているという点を市場参加者と共有すること、二つ目は、具体的なアクションを起こすこと、そして、三つ目は、我々の採ったアクションについてきちんと国民に説明ができること、である。

最初の点に関して言えば、市場の安定確保に向けた的確な金融調節を行うためには、金融市場の正確なモニタリングが大前提となる。厳しさを過小評価することも過大評価することも問題である。特に後者については、内外に日本のクレジット・マーケットが深刻であると誤って伝えることに繋がり、かえって不安感を高め問題を悪化させかねない。次に、具体的な

アクションについてである。アクションを起こさなければ事態打開には繋がらない。実際に市場が正常化するよう市場とともに努力している姿を示すことが、日銀も状況をきちんと把握しているのだという市場参加者の認識を高め、それが安心感にも繋がると思う。さて、企業金融の円滑化のために中央銀行としてなし得る重要な貢献は、流動性リスクを小さくすることである。そのためには、現先形式による流動性供給や担保面での工夫による流動性向上が考えられる。例えば現在のCPオペも次第に定例化が明確になるにつれてより効果を発揮するようになると思うが、市場にとってもっと使い勝手の良いものにする工夫を考えて頂けたらと思う。なお、企業金融円滑化のためにクレジット・リスクを直接負担することは財政政策の領域にあるという原則を踏まえ、流動性供給の範囲内でまず手を尽くすことが国民への説明責任を果たすことへの第一歩であると考えている。現在、例えば最高格付けのCPは取引されるなど、直接金融市场の価格メカニズムが完全に機能しなくなっている訳ではなく、企業のコミットメント・ラインの引き出しにもまだ動意はみられず、また企業の財務の健全性が維持されている中で、中小企業金融については信用保証制度が拡充され、金融機関については公的資本注入の枠組みの整備が計画されるなど、財政政策の領域の対策も打たれつつあるので、こういった財政政策の整備と流動性供給政策が相まって、不安心理が後退し、極端な流動性選好は回避され、企業の資金調達環境がマクロ的にみて想定以上に大きく悪化する蓋然性が次第に小さくなっていくのではないかと思っている。勿論、株価の動向に左右される部分もあるので、先行き予断を持たずに警戒的についていく必要はある。

さて、次回会合までの金融調節方針についてである。これまで述べてきたとおり、年末を意識し市場が不安定なもので、経済・物価情勢の先行きについても不確実性が高まっているので、次回会合までの金融政策は現状維持が適当だと思う。今後ともリスク要因を点検しながら、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復する蓋然性が高いかどうかを確認し、それに応じて適切な政策判断を行っていきたいと思う。なお、何度も申し上げる

が、現在、変化のスピードがこれまでになく高いため、年末に掛けて不測の事態が生じる惧れがないか警戒心を持ってみていきたいと思う。金融市場の安定確保へ向けて機動的な対応も視野に入れておきたいと考えている。昨日の中曾理事の言葉を借りると、執行部におかれでは緊迫感に満ちた日々が続いているようであるが、年末に向けてその緊張感を持続して頂いて、アンテナを高く張り巡らし、資金の目詰まりが生じることのないよう、肌理の細かい調節に心掛けて頂きたいと思う。私からは以上である。

白川議長

金融政策運営に関する討議に入る前に、情報発信について、お二人の委員からご発言があった。日本銀行は情報発信について、これまで色々な努力をしてきて随分改善してきているが、同時に、他の中央銀行と同様、色々な問題を抱えていることも事実である。前回の決定会合終了後の賛否の発表の仕方についてもご議論があったが、これは別途機会を捉えて具体的にどのような改善策があり得るのかを考えてみたいと思う。

当面の金融政策運営に関する討議である。第一のセッションで経済の現状、それから留意点について評価したが、これを改めて二つの柱という形で点検してみたいと思う。我が国の経済は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の減少などから停滞色が強まっており、当面こうした状態が続く可能性が高いと思う。先行きについては、やや長い目でみれば物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく姿が想定されるが、我々がいつも強調するとおり、こうしたシナリオに関する不確実性は高いと考えている。次に、第二の柱に基づいて点検すると、米欧の金融情勢や世界経済の動向次第では、我が国経済がさらに下振れるリスクがある。また、金融機関の貸出姿勢やCP・社債市場の動向などの金融環境が一層厳しさを増す場合には、金融面から実体経済面への下押し圧力が強まる可能性がある。物価面では、上振れリスクは以前と比べて小さくなっている一方、景気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。

こうした判断のもとで、調節方針については、私も含めて全員が現状維持というご意見だった。先行きの金融政策運営であるが、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、適切に政策運営を行うという方針を維持することが適當だと思う。特に当面は、米欧の金融システムや国際金融資本市場の動向とその影響など、景気の下振れリスクに注意を払う必要がある。また、国際金融資本市場の動向を注視しつつ年末、年度末に向けた積極的な資金供給など、適切な金融調節を通じて、引き続き金融市場の安定確保に万全を期していくことが重要だと思う。

本日は、今申し上げた当面の金融政策面での対応について、様々なご意見が出された。特に最近のCP・社債市場の動向を踏まえて、企業金融円滑化のための対応という観点から、日本銀行として何ができるか検討することが重要であるというご提案が多くあったと思う。この点について、この後若干議論したいと思うが、最終的には実務の話になるので、議論の前提として実務面も含めて補足があれば、執行部の方から説明して頂きたい。

雨宮企画局長

今、ご議論頂いた企業金融の支援ということで、幾つか出た議論をもとに実務的にどういうことが可能かを簡単に申し上げる。コンセプトとしては——大方の委員のご意見で、まず幾つかあると思うが——、一つは、当然のことながら、企業金融の支援に繋がる調節面の措置ということが一つ目だと思う。二つ目は、ここはご議論のあるところかもしれないが、まずはポイントとしては流動性供給という面でどこまでできるか、流動性供給面で尽くせるところは尽くすということかと思う。具体的には、数名の委員から、民間企業の債務の担保の工夫であるとか、その担保を使った資金供給面の工夫ということを頂いたというのが二つ目だと思う。三つ目は、ほとんど全ての委員が緊急というか、要するに年末、年度末を意識してということで、年度末というと先のように聞こえるが、年度末の金繰りを力

バーするためには、やはり1月、2月位にはスタートできないと意味がないので、そういう意味ではかなり緊急ということである。従って、企業金融支援、流動性支援、緊急という観点からどんなことができるかということを申し上げる。

一つは、具体的にご指摘頂いているが、直ぐにできるものとしては、C Pの現先オペをさらに積極活用することである。実際には集玉の状況もあるので、直ちに明日からということではないが、アナウンスという格好では多分直ぐにできる話である。既に3年振りに再開後、週1回4,000億円というペースを6,000億円に引き上げているので、これを引き続きさらに積極活用することは直ちにできるものとして考えられると思う。

それから年末対応を考えて、1~2週間位でできる担保面の工夫かつ企業金融に結び付くものとしては、社債、企業向けの証貸債権といった企業債務の担保の適格要件を時限的に緩和する方法は考えられると思う。現在、日本銀行のこうした企業債務の適格要件は二つあって、一つは日本銀行の信用判定先であること、もう一つは——細かく分かれているが、概略的に申し上げる——格付けがA格以上であること、という二つである。この格付けのA格をB B B格以上ということで、B B B格まで緩和するのが一つの方法かと思う。効果を申し上げると、恐らく社債でもって4,000億円弱、証貸債権で2兆円強位の担保拡大効果が見込まれる。実際には、例えば証貸債権は手形貸付の形式もあるので、全部が全部ではないが、それなりに担保要因の拡大効果はあると思うし、何といっても企業金融に直接結び付いている意味で、呼び水的な効果もあり得るかと思う。

それから、ご指摘頂いた資金供給面の工夫で、これはもう少し長く時間が掛かるものになると思うが、かつて日本銀行は1998年、1999年のクレジット・クランチ時に導入した方法で、企業金融支援貸出制度あるいは社債等担保オペといったファシリティがあった。これはそれぞれ若干性格や仕組みが違うが、それぞれ社債だとか企業向けの貸出債権を担保に資金供給を行う、当時のオペ、貸出と比べると特別な条件を付与して資金供与を行い、呼び水にする、という工夫だった。今回もこうした経験を生かして、

企業債務を使って資金供給の手段を工夫することが考えられると思う。ただ、当時と公定歩合の体系とかオペとか担保のシステムが全然違うので、恐らくこれを使って何かオペをやる方法を新たに考えるということだろうと思う。これは企業金融に結び付いた調節手段として、意味のある手法だと思うし、ただし、これはさすがにやろうとすると、若干時間は掛かる訳であって、スキームができるだけ早く作ったとしてもスタートはむしろ年度末を意識したものにならざるを得ないと思う。ただ、アナウンスだけでも意味があるのは、こうした制度がいずれ入るよ、ということを前提に銀行も集玉を始める。実際に1998年、1999年にやった時も、アナウンスは1998年の11月に制度の公表をして、実際の導入は特別貸出制度が12月末、社債等担保オペが2月頃だったということもある。そういう意味もあろうかと思う。

ぱっと考えられるもので、当面短期的にやって円滑化を支援するような、しかも短期的にできる工夫として、以上のようなものが考えられるかと思う。

白川議長

これから金融政策の運営方針——これは皆様、現状維持ということだった——、その背後にある幾つかの論点、それから、今、事務方から説明があった企業金融支援について、若干議論したい。最初に前半のセッションでも議論のあった金融システムと実体経済の負の相乗作用の評価について、皆様のご意見を伺いたいと思う。幾つか論点はある。一つは、日本の場合、負の相乗作用は現状どの辺の段階に差し掛かっているかという大きな認識である。勿論、きっちりと数量化できる訳ではないが、今の段階はどの辺にあるのか、入り口に差し掛かっているのか、まだ入っていないのか、あるいはかなり深く入り掛けているのか、という評価である。それから、なぜ現在このような問題が生じているのか。勿論、フィードバックであるので、双方に原因がある。根源的な原因として、先程、山口副総裁から明示的な議論があり、それから野田委員からも言及があつたが、特に

株価下落後の自己資本の不足を金融関係者は相当程度意識していると思う。その辺りの評価についてお聞きしたい。それから、三つ目は、そういうことも踏まえたうえで、当面、C P、社債の減少を貸出の増加で数量的にはカバーしているにせよ、勿論、ミクロ的には色々な問題があろう。その全体としてのカバーの備え方についての評価。少なくともこの辺りは議論しておいた方が良いと思う。何かご意見はあるか。

須田委員

短期のマーケットも含めて市場機能が低下したのは10月20日過ぎ位からと言われた。私も、主因は株価の下落しかないとみている。株価の下落が大きな影響を与えて、自己資本が意識された。一方、アメリカと違って、まず家計が債務超過ではなくて黒字主体であること、また、企業も基本的にはキャッシュの中で設備投資をやってきていることから、金融市場がタイト化した時の企業ないし家計に対する影響という意味では、自己資本が毀損され金融機関のリスク回避姿勢が高くなつたとしても、それが日本の実体経済に与える影響は海外とは違うのではないか。その意味では、深さはそれ程ないだろう。

しかし、企業自身も株価が下がり、本当に急に先行きがみえない状況になってきたということが今回のキーワードだと私は思う。本当に先が分からぬということである。当面、不安感から流動性を持っておきたいという意識も大きいと思うので、ここを上手く抑えてあげたら、もう少し冷静な判断ができるのではないかと思う。ただ、何度も言うように、これから先、株価がどうなるか分からないということがあるので、そこの部分については、予断を持ってはいけない、その先のネガティブ・フィードバック・ループも無視できないと思っている。

中村委員

今、須田委員がおっしゃったように、一番は企業の不安心理である。金融機関は9月は大手企業に対しては必要な資金は幾らでも貸すという姿

勢を示していた。それから、従来、手許流動性を持っていると、外国人株主等から配当金にしろとか投資しろとか言われて、企業は極力圧縮するということをやった。株価の下落や色々な経済情勢の変化もあり、中間決算判明後に銀行等が急に貸出に消極的になった。企業は、今まで手許流動性を絞り、しかも、いつでも借りられると思っていただけに、そうではなくなったということで驚き、色々な先が余裕を持てるように、前倒しで借りたり余分に借りたりしている。それから、今、実態として、発行レートを上げればC Pで調達もできるが、そうであれば間接金融の方が安いという理由で間接金融に頼る面が強いと思う。従って、実際に必要な資金以上に借入ニーズが出てきており、某銀行の人が「企業が希望する借入需要を全部合わせたら大変な金額になる」ということを言っている。そういう意味で、実態以上に色々なものが膨らんでいる。恐怖心とか不安感という面があると思うので、そういう不安心理を少しでも緩和することが非常に大事なことではないかと思う。

野田委員

金融機関の中間決算発表の発表者——すなわち経営トップ——の発言などを並べて読んでみると、実体経済から返ってくるフィードバックが既に始まっているとは言えないまでも、直前に迫っているという危機感が極めてひしひしと伝わってきた、ということが言える。不動産関連の倒産は金融が直接的な原因だし、それが少なくとも上期の信用コストの増加のかなりの部分を占めている。ということで言えば、フィードバックはもう始まっているとも言える。不動産とかそういう特定業種を除いたところのまさに実体経済、実物経済、企業業績といった面からみても、警戒感というか跳ね返ってくるものに備えるという身構え度は、これだけ経験した中でも、過去1990年代の後半に近いものがあるか、感覚的にはそうみている。

水野委員

株価の下落という話は皆様、共通認識であると思う。株価の下落によつ

て企業金融の引締り度合いが高まってくるとした場合には、先程、執行部のお二人からお話をあったが、我々の政策上の対応は一つとかという話ではなくて、ある意味でシークエンスをもって、二段構え、三段構えという形で考えていく必要がある、という感じがする。何もいきなり非伝統的な金融政策をやれ、と私は言うつもりはない。ただ、それでも次にどういうことをしなくてはいけないのか、その都度、現状判断をしてということになる。須田委員に全く同感で、スピードが速いということで、我々の判断も情報収集すると同時に、判断も直ぐやる必要があるという非常に悩ましい状態にある。それから、一つ施策を取ろうとしても現実に規程の変更、準備その他を考えると、年末どころか年度末にも間に合わないこともあります。と考えると、負担感はあるが、相当色々なことを同時に考えておかないといけないかという気はする。

山口副総裁

金融機関の仲介行動は変化してきていると思う。その背後に何があるのかというと、一つは先程申し上げ、また野田委員もおっしゃっていたが、株安ということがある。これに加え、信用コストの増加という事実も結構大きい。その辺りをどう考えるかだが、まだ規模的にはそう大きくないと捉えれば、負の相乗作用は日本では未だ生じていないということになる。反対に、そうではないと捉えることもできる。私自身は信用コストの増加の背景にある倒産の増加や金融市場における信用スプレッドの拡大が持つ意味、といったことをトータルで考えると、日本においても金融と実体経済の負の相乗作用が始まりかけている位の認識は持っておいた方が良いのではないかと思う。勿論、それがこの先どの位のマグニチュードを持つものになるのかについては十分読みきれない。しかし金融機関自身や企業自身が持つ先行きに対する非常に強い不安感がどのように影響していくのかは大きなポイントであり、それが負の相乗作用の增幅要因として働く可能性もないとは言えない。その辺はきちんとみていく必要がある。従って、今の段階で明確な見通しは持てないが、相当マグニチュードが大

きくなる可能性は頭に置いておく必要があるよう思う。

水野委員

ちょっと角度を変えてお話をさせて頂くと、米国は対岸の火になると思うが、本来、財政政策の領域のものを金融政策がやっているのがF e dだと思う。しかし、これからレイム・ダック・セッションを経て、1月20日にオバマ新大統領が就任する間は、どうもF e dは相当頑張らないといけないという感じで、非常に緊張感をもっているとお聞きしている。我々も、竹下財務副大臣がここにいらっしゃるので言いにくいが、金融機能強化法は通して頂きたいし、その他の金融のセーフティー・ネットもないといけない。ねじれ国会の中で法案が通らなかつたら、多分大変な影響がもう一段来ると思う。それを考えて我々は何かしなくてはいけないということではないが。今回、諸外国をみてると、あまりにもスピードが速かったので、政府、政治家の対応がなかなか付いていけなかつた。それから、金融に関して起こった問題は——分かりやすくと須田委員はおっしゃつたが——一般国民に対しては、なかなか分かりにくいというか、説明しにくい部分が多い。この辺を考えていくと、色々な意味で施策を考える時に、ストレス・テストを少々きつめにかけておく必要があるかという気がする。

西村副総裁

宜しいか。山口副総裁と似たようなことを違う言葉で言うようなことになるが、負の相乗作用という場合には、いわば実物面と金融面のフィードバックの他に、信頼というかコンフィデンスの問題が非常に強いということがある。実物と金融——いわば物とお金——でとどまれば良いものが、コンフィデンスのエロージョンというか、コンフィデンスがどんどん低下していく。ということで、それはさらに増幅してしまう訳である。この増幅の部分だけは我々は何としても止めなくてはいけないという考え方が必要なのではないか、と思っている。そういうことから考えれば、流動性は非常に重要な役割を私は果たすと思う。ただし、これが万能薬というか、

これでそもそもお金と実物の間の相乗作用を止めることはできないが、少なくともより悪化させることを止めることはできるのだと思う。一番恐いのは、コンフィデンスのエロージョンというか、信頼の低下の場合は、自己実現的であるということである。この自己実現的——つまり皆が危ないと思うと本当に危なくなってしまうという動き——を、できるだけ止めなくてはならない。今回の金融危機をみている限りにおいては、欧米では実体経済と金融の相乗作用よりも先に、信頼が相互に低下してしまうことが、自己実現的に色々なヒッチをもたらしてきたことがある。ということは、我々は考えていかなくてはならなくて、これに対してできるだけ的確に対処することをしなくてはいけないのではないか、と思っている。

須田委員

今おっしゃったことに本当に賛成である。負の相乗作用といった場合に、我々も実体経済が悪化するに伴って信用リスクが上がっていくという形での金融環境の悪化は、展望レポートの中でもう織り込んでいるので、それ以上のことを今心配しているということだと思う。

白川議長

経済と金融は必ずミラーなので、そういう意味ではいつの世の中も相乗作用が働いていると思う。どういう言葉で表現するかは別であるが、金融機関が何らかの意味で自己資本に関する制約、不足が原因となって、資金需要はあるが貸せない状況になっていくことが、この相乗効果の中で一番気になる部分だと思う。それを別の言葉で言うと、先程、西村副総裁がおっしゃったコンフィデンスにも関連するが、別に規制上の自己資本をどう計算するかという話ではなくて、どれだけ将来収益を稼げる力があるかを現在価値に直したものが自己資本である。そういう意味では、資本といつても良いし、コンフィデンスと言っても良いのかもしれないが、いずれにせよ、自己資本が足らなくなる、あるいは足らなくなるのではないかと強く意識されている状況は、そうではない状況とは明らかに違ってくると思う。

そう考え、中央銀行の対応という面でみると、金融機関自身の流動性不足が原因となってさらに事態が悪化することは防がないといけない。しかし、自己資本の不足それ自体については、中央銀行が自己資本を作り出す力が基本的にはない一方、もしそういう問題があるとすれば、それはそれで真正面から別途対応することを考えないといけない。日本銀行は日本最大のシンクタンクでもあるし、特に金融に強いシンクタンクであるということを自負しているので、そういう意味で多くの委員がおっしゃっているように、現状認識をしっかりとやっていく。それは目先の政策にとっても必要だが、最終的に政府に対してもこういう施策が必要なのではないかと我々からも申し上げることが必要な局面もくるかもしれない。いずれにせよ、そういう意味で問題を大きく捉えると同時に、しかし、その中で責任転嫁ではなくて日本銀行自身が何ができるか、その両方を考えていくという複眼的なアプローチが必要だと思う。

亀崎委員

確かに市場全体で絶対的に資金量がないという訳ではない。不足感があり、やりにくいところは社債市場であり、CP市場である。そこにどのような手があるかというのが、先程の執行部のお話である。例えば、CPは発行しても、その先、資金繰りがどうなるか分からぬという不安があると、金融機関がなかなか引き受けない。そのところについて、定期的にロールオーバーされるということであれば、安心感があるから引き受ける。そういう意味では、絶対的に不足している訳ではないから、先程のCPの現先をもっと手厚く定期的にやり、ロールオーバーできるという安心感を与えてあげることが必要である、と思う。

白川議長

話が企業金融の方に移ってきたので、企業金融の円滑化策について、さらにご意見をお伺いしたいと思う。皆様のご議論を総合し結論を先取りすると、執行部にさらに実務的に検討を深めて、それをできるだけ早くこの

場に出してもらって、そこで決定し実行していくことになると思う。今日のここでの議論は、これから執行部が実務的に検討するうえで、特にガイダンスになるようなものを発言していくと、多分実りがあるかと思う。こうした観点も含めて、追加的なご意見があればお願ひする。

山口副総裁

先程、白川議長から、CP、社債の発行減少と貸出の増加、それを合わせての評価をどう考えておけば良いかという問題提起があった。議論がまた元に戻るような感じで、申し訳ないが、企画局の資料をみると、CP、社債プラス貸出で1998年はまだネット・プラスの状況、つまり企業向けの信用は増加しているという状況だった。ところが、1999年に入ると、急速に状態が変わって、企業が受取れる信用はネット・マイナスになった。このプロセスは、非常に早いスピードで進んだ。今、我々はどういう状態かというと、このCP、社債と貸出を合わせた規模はまだなおプラスであり、大きな信用収縮が起きている状況ではない。しかし、今日も色々な議論があったように、経済の変動、金融面での変動が非常に急であることを考えると、先行きの展開については何が起きるか分からぬという意識も一方で持ちながら考えていく必要があると思っている。

野田委員

全く同感である。

水野委員

全く同感である。それと、白川議長がおっしゃった自己資本の問題——これは野田委員や私が資本制約という言葉で発言させて頂いたことと同じだと思う——がある。今、マーケットにおいて自己資本を増強しようとしても、この株式市場、しかもこの国会の状況でできるかというと、現実的ではない。その中で年末、年度末は非常に大事であると考えた場合、日本銀行ができるることはここまでと、あまり自分で線を引いてしまわない方

が良いかと考える。私は、中央銀行の政策運営に節度は必要だし、財政政策の領域への侵犯はできればしない方が良いと思うが、残念ながら、今回、あまりにも世界経済の環境変化の中で諸外国——特にアメリカにおいて——そういうことをやる国がみられていることを考えると、日本経済もひょっとしたらネガティブ・フィードバック・ループに入ってしまうとすれば、日本銀行も非伝統的な政策までやらないといけないかも知れないという意識は、私には強い。この株価の動きをファンダメンタルズで説明できるのかどうか本当に私は分からぬが、ただ、この株価が続いたら非常に苦しいということは間違いなく言えると思う。従って、先程の繰り返しになるが、年末、年度末に間に合う政策を考えると相当時間がタイトだということを無理を承知で言うが、なるべく幅広いところでやっていかないといけないのでないかという気がする。

野田委員

今、水野委員のお話はかなりの部分共有する。そこで一番重要なのは、先程、須田委員がいみじくもご指摘なさったように、やはり節度と限度があることをまず理解をしてもらい、仮に何らかの措置が出てきた時に、限度との関係でどういう状態なのかと、 국민にきちんと分かるようにしないといけない。

水野委員

然り。

野田委員

国民にということは、結局、政府にもということにもなるのだが、広く理解してもらうことが何よりも重要かと思う。

水野委員

おっしゃるとおりである。

須田委員

先程から自己資本の問題が指摘されている。ただ、マクロでみた時に、今、政府保証を背景に——長い目でみて良いかどうかを別にしても——リスクという観点からみたら、かなりのリスクを銀行から外すことができている。その分よりリスクが取れるようになっている状況にあると考えられる。自己資本は株価の下落できついかもしれないが、マクロでは政府の政策のおかげで改善している面がある。

竹下財務副大臣

政府は、それ程大したことはできていない。懸命にやろうと思っており、例えば、年越し資金については、セーフティネット貸付3兆円、緊急保証枠6兆円、トータル9兆円で、今幾ら動いているかというと、セーフティネット貸付については、まだ3,000億円位のみである。これは特に中小企業対象である。大企業とは状況が違い、金融機関は貸し出さない。明らかに貸し渋り現象が出ている。それは株価下落に伴う自己資本を巡る問題、それから不良債権の問題から、ここへきて中小企業については負の連鎖反応がもうはっきりと——連鎖反応ではなくて先行反応と言って良い位——起きている。これは相当大変だと思う。私達も第二次補正で、トータルでいうと30兆円位の年越し枠を設けて何とか乗り切らなくてはならないと思っているが、年末までに幾ら出していくのか、第二次補正がないと次の分が使えないでの、今、用意している9兆円で年が越せるのかも含めて、大変注意しながらみていかなくてはならない。

それから、株価下落の問題については、今日、財務大臣は、何ができるか日本として検討すると記者会見でお答えになったようであるが、相場のことは相場に任せておけというレベルをもしかしたら超えたのか、あるいは超えつつあるのかという危機感を持っている。

もう一つは、自己資本が足りない金融機関からの申請により公的資金を投入するという法律を、今、国会に提出させて頂いて、衆議院を通って参

議院で審議を頂いているが、これに政局が絡んできて、採決しないと1月5日まで掛かる。60日採決しないという方針を探られたら、1月5日まで国会を延長しなければならない。延長しなければ、その法律は消える。国会を途中で止めたら消える。時間が経てば良いということではなく、国会が続いて2か月ということである。1月5日まで果たして延長する決断が、今の政局の中で政権主導ができるかどうかという問題。では、この問題は景気に関わる問題、あるいは国際金融不安に直結する問題だから与野党で協議しようよ、という空気にはならない。話し合いに応じないという訳なので。これも残念ながら政治が抱える大きなリスクの一つである。アメリカでもそうである。最初に7,000億ドル出すと言った時に駄目とやられて、どんと下がってぎやっとやったという、政治にはそういうリスクは付き物である。ただ、その中で私達は責任を放棄するつもりがない。政権政党、与党として、野党が反対したからできなかつたというのは理由にも何にもならない。できなかつたという結論しかない。そこはもう腹を据えてやらないとなならない、と思っている。汗をかいしているのは事実であるが、なかなか成果が上がらず皆様方にご苦労をかけていることも事実である。

白川議長

私は総裁になってから国会に行くことが当然増えたが、国会で金融政策関係あるいは日本銀行の仕事について色々質問を受け、それに答える度に二つのことをいつも感じる。一つは、新しい日銀法のもとで日本銀行に金融政策の独立性が与えられたが、この責任は本当に重いということである。まさに、物価安定を通じて国民経済の健全な発展に資する——それをどう解釈するかが非常に難しいが——、それに向けての金融政策は日本銀行のこの委員会に任せられている。この責任は非常に大きいといつも感じている。それと同時に、日本銀行がそういう独立性を与えられている、大変な力を法律で認められている、ということは、力の行使は十分説明がつくものでないといけないことも本当に感じる。これは与党と野党で意見が違うということではなくて、色々な委員、先生がご発言になって、その度に自分達

自分がこの目的に照らして十分説明がつくものなのだと胸を張って言えることではなくてはいけないと思っている。この二つのことは、勿論交じるものではないが、前者の観点それから後者の観点ともに大事なことである。身にしみて感じている。今まで皆様がおっしゃっていることを、同じことを、私の言葉で言い換えたのに過ぎないが、そういう気がする。

水野委員

竹下財務副大臣へ質問がある。1月5日まで延長しないと廃案になるのか。

竹下財務副大臣

継続の手続きを取れば継続。

水野委員

通常国会でまたそこから…。

竹下財務副大臣

しかし、参議院は野党が多いので、国会を閉めたらそこで継続の手続きを取らないと思う。参議院で今審議している。衆議院は既に終わっている。

水野委員

最悪、延長せずに廃案が考えられるのだな。

竹下財務副大臣

然り。

水野委員

これはインパクトがかなり大きいな。

白川議長

先程私が申し上げたこと以外にもまだ論点があるかと思うが、何かご意見はないか。

水野委員

先程触れたが、今回の先進国の景気後退は長くひょっとして深さもあるという話だとすると、政策対応も相当腹を据えて、長いタームで考えていいかないといけない。毎回毎回何か手段があれば良いが、政策金利はもうここまで下がっている。そして、今、知恵を出せと言われても、これで何か一発世の中が明るくなるみたいなものもない。どう考えていくのか。例えば、マーケットが利下げや量的緩和をと言うのは勝手だが、やるのはこちらであるので、ちゃんと説明ができることと、実際何をどこまでやらなければいけないかということを、この場で、今、アベイラブルなデータでその都度考えるということになろう。同時に、そういう長いシーケンスを考えないといけない。2009年マイナス成長というG7の成長見通しで、我々の金融政策は相当厳しい状況に直面していると、改めて思う。議論していくといけないといけないという気がする。

須田委員

議論はそうである。しかし、緩和状態を維持するといつても、その時々で状況が違うから、それに対応する必要がある。目詰まりをなくすことでも良い。また、今は例えばCP、社債市場が機能不全に陥っているが、もう少し時間が経てば持ち直すかもしれない。頭の体操として、それぞれの方が考える分には良いが、まだ現実的ではないものをこういうところで議論するのは、生産性があまりない。

水野委員

時間の制約もあるし、ここでなくても良い。なぜかと言うと、自分の経験とか過去の経験がなかなか活きない状況に今回きているか、ということ

を最近思う。無力感というか。それだけである。

白川議長

他にご意見はあるか。現在のCP・社債市場の状況、他には委員方のご意見を踏まえると、年末、年度末に向け、企業金融の円滑化のために対応策を講ずる余地がないかどうかを検討する必要があると思う。企業金融の円滑化に資する観点から、当面、CP現先オペを一層活用していくことが適当と考える。これについては、直ちに行動に移せるということであるので、実施して頂きたいと思う。さらに、民間企業債務の適格担保としての取扱いや民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について、速やかに検討を進め、その結果を決定会合に報告するよう執行部に指示したいと思う。なお、これらの対応については、後程、議論する対外公表文に盛り込んではどうかと考えているが、今、申し上げた方針で宜しいか。

それでは、ここで政府出席者からのご発言をお願いする。竹下財務副大臣からお願いする。

竹下財務副大臣

まず、我が国の経済・物価・金融情勢であるが、経済については、実質GDP成長率の前期比が2四半期連続でマイナスとなるなど弱まってきており、当面、世界経済が減速する中で、下向きの動きが続くと見込まれる。また、欧米の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。物価動向であるが、原油先物価格などの下落を反映して、国内企業物価、消費者物価の上昇率は沈静化している。短期金融市場については、先程から議論になっているCP市場では、発行残高が減少し、低格付け企業の発行金利が上昇するなど、引き続き緊張状態にあり、年末に向けて注意が必要である。さらに、中小企業金融についても肌理細かな配慮をしていく必要があると思っている。

こうした中で、今月15日に開催された「金融・世界経済に関する首脳

会合」では、G 2 0 の首脳が、「我々の精力的な努力を継続し、金融システムの安定に必要なあらゆる追加的措置をとる」、「国内の状況から適切と判断される場合には、金融政策による支援の重要性を認識する」と宣言したところである。

日本銀行におかれでは、バブル崩壊以降の経済金融情勢の中で、本当に苦吟しながら様々な施策を採ってこられたが、そうした経験も踏まえつつ、今後とも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。

前回の金融政策決定会合で、日銀当座預金への付利の臨時的な導入が決定され、今月 16 日から運用が開始されている。日本銀行におかれでは、付利を導入した趣旨を踏まえ、年末に向けて金融機関に一層潤沢な資金供給を行い、金融機関の金融仲介機能の強化や企業の資金繰りの円滑化などに取組む政府の諸施策を支えることで、付利の効果を市場や国民に具体的かつ明確に示して頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

続いて、藤岡内閣府審議官、お願いする。

藤岡内閣府審議官

景気の基調判断については、本日開催される月例経済報告等に関する関係閣僚会議で改めてお示しすることとするが、経済の現状については、輸出が弱い動きになっていることや、生産が減少していることなどから、景気は弱まっており、後退局面にあると認識している。先般公表された平成 20 年 7~9 月の G D P 成長率も、2 四半期連続マイナスとなった。こうした中で、企業の資金繰り状況は悪化している。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く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、消費者物価は石油製

品価格が下落しているものの、基調としては緩やかに上昇している。一方、国内企業物価は下落している。今後については、景気が弱まっており、雇用情勢が悪化しているほか、国際商品市況も下落していることから、景気の動向も合わせて注視が必要である。

政府は、「安心安全のための緊急総合対策」を着実に実行するとともに、10月30日に「生活対策」の策定をしたところであり、本対策による実施により、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。

政府と日本銀行は、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・金融情勢や政府における「生活対策」、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ため、適切かつ機動的な金融政策運営を行うよう要望する。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案及び経済・物価情勢等を含めた対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの文案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは読み上げる。まず、調節の議長案である。「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。

別添の対外公表文である。これまでこの公表文は前月までの見え消し版と最終版をお配りしていたが、今回は前回の展望レポートで基本的な記述が大きく変わったので、線を引くとほとんど全部になってしまって、基本的には展望レポートの記述を前提に、その後の変化、特に今日もご議論になったが金融情勢の変化といった点を中心に変化を加えて書き換えた。こういうものである。全文読み上げさせて頂く。「2008年11月21日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。全員一致または賛成○反対○。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.3%前後で推移するよう促す。2. わが国の景気は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の減少などから停滞色が強まっており、当面、こうした状態が続く可能性が高い。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もと+2%台半ばとなっているが、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、低下していくと予想される。先行きについては、わが国経済は、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。ただし、こうした見通しに関する不確実性は高く、世界経済の減速や国際金融資本市場の動搖を踏まえると、回復への条件が整うには、相応の時間を要するとみられる。3. リスク要因をみると、米欧の金融情勢や世界経済の動向次第では、わが国の景気が更に下振れるリスクがあることに注意する必要がある。また、金融機関の貸出姿勢や社債・CP市場の動向など金融環境が一層厳しさを増す場合には、金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性がある。物価面では、上振れリスクは以前と比べ小さくなっている一方、景気の下振れリスクが顕在化した場合や国際商品市況が更に下落した場合には、物価上昇率が一段と低下する可能性もある。4. 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、適切に金融政策運営を行っていく。また、国際金融資本市場の動向を

注視しつつ、年末、年度末に向けた積極的な資金供給など、適切な金融調節の実施を通じて、引き続き、金融市場の安定確保に努めていく方針である。また、上記の金融環境を踏まえ、企業金融の円滑化に資する観点から、当面、CP現先オペを一層活用していく。さらに、同様の観点から、民間企業債務の適格担保としての取扱いや民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について速やかに検討を行い、その結果を決定会合に報告するよう、議長より執行部に対し、指示がなされた。以上。」である。

白川議長

先程、須田委員からこのパラグラフ2.の「景気は…停滞色が強まっており」というところについて、さらに良い表現があればという話もあったが、そういうことも含めてご意見があつたらお願ひする。

野田委員

下の方の厳しいトーンの方が良いだろうが、適切な表現が浮かばない。私は先程の第一ラウンドの発言で「停滞色をひときわ強めているが」ということを言ったが、それが適切かどうか、全く自信がない。

須田委員

私ももう一步と思いながらどういう言い方が良いのか分からないので、皆様の意見を聞きたいと思う。同じ言葉であってもここで議論していれば共有できるので、それはそれで良いと思っている。

西村副総裁

それは私も全く同じで、「さらに」と私は入れた。ただ、言葉を変えるとそれなりに大きな意味を持つてしまうので、今の時点で変えるのが良いのかどうか、私もまだ分からぬところがある。

水野委員

でも認識としては「さらに」位ではないか。「さらに」は良くないか。長いか。

須田委員

この文章にどう入れるかということなので。

水野委員

「停滞色がさらに強まっており」と。もし入れるのが良いというのだったら。

野田委員

「こうした状態が続く」というのはさらに強まる状態、どんどん強まっていくという状態をいうか。強まること自体の程度が大きくなっているということなので、そこに修飾を付けるかどうかは慎重にやった方が良いのかもしれない。思いは大体皆様一緒だと思うので。

須田委員

思いは共有できているというところで良い。

白川議長

では、それ以外の点で如何か。

水野委員

今の点であるが、三番で一応「金融環境が一層厳しさを増す場合には…下押し圧力が高まる可能性がある」と書いているから良いかもしない。そのバランスで読み直すと良いのではないかと思う。

白川議長

そういう意味では、前回会合以降——展望レポートの会合以降と考えた方が良いか——、どこがどう変化したか、一つ挙げるとすると、この金融面だという理解だったと思うが、それはそれで皆様、良いか。

水野委員

あとは、輸出、生産、設備投資。

白川議長

数字で確認されたが。

雨宮企画局長

そういう意味で、表現上は先程も申し上げたとおり、展望レポートを基本に書いている。そこから文言としてどこが変わっているかと言われると、2. の輸出のこれまでの表現の「頭打ち」を「減少」にしたこと、物価の「徐々に」を取ったこと、今、白川議長からご指摘のあった3. の金融情勢で、さらにリスクがあることをかなり書いた。大きく言うと、この景気・物価・金融情勢である。ということで、この2週間でそれなりに変わっている。

水野委員

かなり変えているな。

野田委員

一番下でさらっと「決定会合」と言って良いのか。

白川議長

臨時会合をここで上手く表現できるかという意味であるか。

野田委員

いや、上は「本日、政策委員会・金融政策決定会合において」とある。単に「決定会合」というのは人口に膾炙しているが、使う時には…。

雨宮企画局長

これはお気持の問題もあり、一番冒頭で「政策委員会・金融政策決定会合」としているので良いかと思っていたが、書くか。

須田委員

最初の文章では2回も書いています。

雨宮企画局長

2回も書いているから3回目も書くか、2回あるから良いだろうとするか。

野田委員

私はこだわらないが。ちょっと目に付いただけで。

白川議長

私も格別に意見はないが。

須田委員

結構である。ここに上手く収まるためには、この方が。

野田委員

重要なポイントだな。

水野委員

次回というのは、もし臨時が間に合えばそこまでということか。

雨宮企画局長

勿論。これは決定会合である。

白川議長

「速やかに」だから。

雨宮企画局長

「速やかに」であるし、先程も申し上げたとおり、年末、年度末に間に合わせようとするとき、次の定例の決定会合が 18 日、19 日なので、そこはちょっと。

竹下財務副大臣

ちょっとお伺いしたい。議長より執行部に対し指示がなされた。こういうことはよくあるのか。それとも極めて異例のことなのか。

白川議長

比較的よくやっている。この検討の指示というのは、この 2 か月間に限ってみても何回かあったし、それから 2001 年の量的緩和に入っていくプロセスだとか、それ以降も少なからずあった。当時、私は検討の指示を受ける方だった。受けすると大変忙しくなるが、これまでよくやっていた。

野田委員

多分、議長が個人でというイメージがあるとお思いになったのかもしれないが、そうではなくて、これはあくまでも政策決定会合全員の意思で決めたということが大前提になっている。ただし、組織的には指示命令系統は全て議長が行うということなので、そういうことである。

白川議長

ここは「議長より」と書いているので。

野田委員

議長が行うという理解である。

白川議長

他にないようだったら、この文章はこれにする。それでは、提案の最終案が纏まつたので、最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[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。賛成 8、全員一致である。

白川議長

それでは、次に对外公表文の採決をお願いする。

水野委員

白川議長、最後のところであるが、「また」以下のところは、これは限定的なものを指しているのか。

白川議長

どこであるか。

水野委員

「また」の後の「さらに、同様の観点から」というところである。さらに幅広いものを含めてということであるか。ここはかなり具体的なことをイメージされて書いているのかどうか。

白川議長

「さらに、同様の観点から、民間企業債務の適格担保としての取扱いや民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について」という具体的なことをここで認めているかということか。

水野委員

然り。

白川議長

先程、何人かの委員から具体的な言及があったが、そうしたことも含めてこれから。

水野委員

いや、もし。

須田委員

先程、雨宮企画局長から説明があったようなことだと思う。

白川議長

然り。

水野委員

あそこ以上のものはないということであるか。どちらに反対しようかと思つて、次回の臨時会合で。決まったものに反対するか、私はちょっと皆様より踏み込んでいるので。これは一般論だったら検討だからこれで良いので、何も文句を言う必要はないが。

山口副総裁

雨宮企画局長が先程説明したことでもあるが、ここに書いてある文言に忠実に理解するということで良いのではないかと思う。従つて、適格担保の取扱い、それから企業債務を担保とする資金供給面の工夫について、何らかの対応があり得るのか考えてもらいたいという指示があったということである。勿論、雨宮企画局長が先程言ったことも一つの例であるし、さらにもう少し幅広く考えて、何らかの案が出てくるのであれば、それも含めても良いということであろう。

水野委員

であるから、そこは今一つの例としてということだな。

雨宮企画局長

そういうつもりで申し上げた。

水野委員

分かった。今日は何も反対することはない。分かった。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

先程の調節方針であるが、山本理事と中曾理事には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始するとともに、ただ今の調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。それでは、政府出席者の方をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

採決は全員一致であった。

VI. 議事要旨（10月14日、10月31日開催分）の承認

白川議長

次に、議事要旨 10月14日、それから 10月31日開催の金融政策決定会合の議事要旨の承認である。議事要旨の案については既に配付済みであるので。

水野委員

宜しいか。自分のところではないが、一回読み直して、こうした方が良いのではないかということで、自分で書いたものがあるので、宜しいか。

白川議長

どうぞ。

水野委員

お配り頂いている資料の 14 頁目のところである。

山口副総裁

何日開催分のものか。

水野委員

10月31日の14頁で「なお」で始まるところである。「本日中に公表することが適當とされた。また」のところに、これはプロが読めば分かると思うが、もし書くのだったら、「市場への配慮等の観点から、対外公表文と同時に公表することについても慎重に検討すべきとの意見もあった」と、

「市場への配慮等の観点から」というのを入れた方が分かりやすいかと思った。先程、後半の部分で議論があったと思うが、コミュニケーション上の問題でもう少しやり方があったのではないかみたいな話のところである。これを入れるべきだと主張された方の念頭にあるのは、恐らく市場への配慮等への観点からだと思うのだが。

野田委員

本来、公表文は全て市場、国民に向けて行うので、そういう意味では全て市場へ、こういう文章ないし我々の発信というのは全て市場に対する配慮なので、わざわざそこに一文入れる必要はないだろうと私は思う。あくまでも市場に向けて発信している訳なので。

水野委員

私が思ったのは、あの時、私の記憶だと野田委員が最初に言われた。マーケットがまだ閉まる前なので。

野田委員

それは確かにそうだが、そういう意味では、特定の市場を敢えてここで言う必要はないのではないかなど。

亀崎委員

この「市場への配慮等の観点から」というのは、先程おっしゃった対外公表文の意味とはちょっと違うと思う。慎重に検討したのは何かという質問に対して回答するとなると、今おっしゃったようなことになる。

水野委員

然り。従って、分かりやすさの観点からということである。もうここまで書いているのだったら、分かりやすく書いた方が良いかと思って。まさに市場が開いている時だから、4対4とのみそのまま出して良いかという

思いは、皆様の中であった方もいるだろう。強かった方もいるし、私は若干あったという程度だが。

山口副総裁

私自身は特にこだわるものではないが、後段に「丁寧に説明しながら公表することが市場の理解を得るうえで適當ということとなった」という箇所に、水野委員のおっしゃっていることが含まれているのではないかという感じがする。

水野委員

なるほど、分かった。

白川議長

宜しいか。それではこの議事要旨の採決をお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（10月14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31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。10月14日分、10月31日分とともに賛成8、
全員一致である。

白川議長

この議事要旨は、27日木曜日8時50分に对外公表の予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、12月18、19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して頂きたい。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻 12 時 34 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 34 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。政府出席者の方におかれでは、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 29 分閉会)

以 上