

**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12月18日（14:00～17:06）

12月19日（9:00～14:00）

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（18日）

竹下 豊 財務副大臣（19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	鮎瀬典夫
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

（19日 9:00～9:26）

（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 純
企画局企画役	坂本哲也
企画局企画役	大谷 聰
企画局企画役	中村康治

（19日 9:00～9:26）

## 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、明日は、大分盛り沢山の議題であるが、第一に民間企業債務を活用した新たなオペレーションに関する基本要領の制定、及び米ドル資金供給オペレーション基本要領の改正に関する執行部説明と決定、第二に金融経済情勢に関する討議、第三に当面の金融政策運営等に関する討議、第四に政府出席者からのご発言、第五に議案取り纏め、採決、第六に11月20日、21日開催分の決定会合議事要旨の承認、最後に2009年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。政府出席者のご紹介であるが、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。宜しくお願いする。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りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向について、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、お手許の追加-1、2（追加）に沿ってご説明する。まず、図

表 1-1 であるが、無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移をご覧頂くと、11 月中は 0.3% を幾分上回って推移した。12 月に入ると、今度は 0.3% を下回る状態が続いている。足許で、誘導目標を下回っているのは、レポ・レートの上昇抑制、あるいは年末越えの資金を大量に供給しているほか、昨日辺りからは利下げ観測も出てきて、足許のオーバーナイトレートに強い下方圧力が掛かっているためである。補完貸付残高についても——これは外資系が中心であるが——、引き続き相応に利用がみられている。図表 1-2、そして 1-3 の 08/7 月積み期以降の当座預金残高の表を使って、当座預金の保有状況をご覧頂く。超過準備に対する付利を開始した 11 月積み期であるが、図表 1-3 の 08/7 月積み期以降の当座預金残高の表でお示しするように準備をかなりフロントロード、前倒しで供給した。この前倒しの程度としては、リーマンの破綻であるとか、あるいは次世代 R T G S の導入があった 9 月積み期に次ぐ、大規模なものとなつた。ただ、積み期後半で資金吸收を積極的に行つたので、図表 1-2 で示すように 11 月積み期の着地の状況は、業態別には第二地銀であるとか、あるいは外銀で幾分超過準備を抱えたけれども、都銀ではほとんどぴったり着地をしている。全体としても超過準備があるが、平残ベースで約 6,000 億円にとどまつていて、これは付利開始前の 10 月の積み期の超過準備が 9,000 億円であったので、それよりもむしろ少なくなっている。従つて、付利開始に伴う金融機関の準備保有行動に目立つた変化はなかつたということだと思う。他方、付利水準である 0.1% を下回るコール取引は、ここではグラフをお示ししていないが、ほとんど観察されなかつたので、この補完当座預金制度はオーバーナイトコールレートの下限を画す機能を発揮したといった評価ができるかと思う。図表 1-3 の 08/7 月積み期以降の短期金利の表で、短期金利の推移をご覧頂く。一つの特徴は、レポ・レートの高止まりである。このグラフ上は、薄いグレーの線でお示ししているが、レポ・レートは利下げ後もかなりしつこい上昇圧力が残つて、補完貸付金利である 0.5% に暫く張り付いていた。その背景は、資金の主たるレポでの出し手であるメガバンクが、貸出だとか、円投の増加からレポ

市場への放出を抑えたことである。普通ならみられる、コールで調達してレポで放出するという裁定行動も、この期間は影を潜めていて、両市場が分断された形になっていた。これに対しては、国債買現先オペにより連日大規模な資金供給を行っており、12月の初め位からはレポ・レートがはつきり低下をしてきている。足許は、スポットネクスト・レートは、0.3%付近まで落ちてきている。このようにメガバンクは、レポ市場での放出を控える一方、コールでの取りも減らしたこともある、図表1-4、あるいは1-5でご覧頂くように、足許はコール市場の残高が減少している。特に、図表1-5の方になるが、翌日物市場でご覧を頂くと、<取り手別>のグラフでグレーでお示しした都銀のオーバーナイトの調達の減り方が目立っている。これは、オペによる大量供給で、足許彼らの余剰感が強まっているほか、極く足許では利下げ観測から積みの進捗を意図的に遅らせていることなども影響しているというふうにみている。このため、オーバーナイトのレートの下落圧力が一段と高まっているということではないかと思っている。

図表1-6でオペの実施状況をご覧頂く。表が全てを物語っているというか、非常に字を小さくしても1頁では収まらなくなつた。それ程、多様なオペの種類と本数を動員して、潤沢な資金供給を行うと同時に、機動的な吸収も行っている。最近のオペ結果の推移(1)の供給サイドで一番本数が多いのは、国債買現先オペである。スポットネクスト物とターム物を組み合わせる形で、一日複数本、12月に入ってからは日々5兆円規模、多い日には5兆6,000億円——これは例えば12月12日であるが、5兆6,000億円——に達する大規模な資金供給を行つた。この結果レポ・レートは下がったということである。次に、CP等買現先オペは、毎週今のところ2回、週に1.2兆円ずつオファーをしている。12月9日以降は全て年末越え物としている。このペースでいけば、年末の残高は4兆円を超えるとみている。年末越えの資金については、今申し上げた国債買現先とCP等買現先に加えて、いわゆる中核的オペである共通担保(全店)、そして同(本店)、これを合わせて行つてはいる。数字であるが、年末越えの現在までの供給総

額——今日時点の残高——は 33 兆円である。一部には、年末越えは足りないのでないのではないかという声もあったようであるが、この金額はかなり前倒しで供給をした去年——去年も結構ハイペースでやったのだが——を上回るハイペースである。因みに、去年の今日時点の残高が 22 兆円であったので、10 兆円以上上回っていることになる。ただ、これだけ潤沢な資金供給をすると、足許手前のところの余剰感が強くなるので、この余剰資金を吸収させるため、最近のオペ結果の推移（2）にお示ししているように、売手による吸收を機動的に行っている。手法としては、いっぺんには抜くことはしないで、主要なプレイヤーの金繩り上、彼らの余剰資金の目途が付くタイミングを見計らいながら一日複数回、多い時は 4 回、オファー額、あるいは締切時間などを弾力的に変えながら吸収を行ってきたところである。実は本日も朝から非常に下落圧力が強くなっていて、既に 3 回吸収オペを実行しているところである。12 月の新積み期に入つてからは、かなりの積み下調節になっているが、なおレートの下方圧力が強いという状況である。年末越えの資金は、かなり仕上げの段階に入っているが、もう少しは供給をしていかなければならぬので、なるべく足許のオーバーナイトレートに下落圧力の掛からない、そういういた供給の仕方を工夫したいと思っている。米ドル資金供給オペであるが、12 月 16 日に今年の最後となるオファーを行つたところである。結果、ここにお示ししているように 279 億ドルの応札があった。これは、ちょうど 1 か月前に供給をした 327 億ドル——この表には入っていないが——からの減額ロールになっている。各国の中銀のドル供給オペに共通にみられることなのだが、このところ落札額が共通して減少していく、ドルの需要は、次第に沈静化しつつあるというふうにみている。

次に、担保に関する一連の措置も採られたので、その効果を概観しておきたいと思う。図表 1-8 で、本行の共通担保の受入れ状況、本行受入担保残高の推移をご覧頂く。共通担保であるが、総計のところをご覧頂くと、ちょうど 9 月が 81.6 兆円であったのが、12 月の直近のところで 94.1 兆円と急増している。その担保の内訳をみていくと、一つは市中のレポ市場

で利用が難しくなっている変動利付国債、そして物価連動国債の差入れが、秋口以降急増している。それから、CP等買現先などの活用強化を受けて、民間債務の差入れも増加している。12月の直近については、この表の民間債務分というところがあるが、5兆円になっている。これは、共通担保分であるので、これにCP等買現先の3.7兆円、これを合わせた合計8.7兆円が、現時点での民間債務受入れ総額になる。図表1-9の1. ABCPの担保適格審査状況の表で、12月末から受入れを開始している特則ABC Pの受入れ状況についてご覧頂くと、既に14銘柄が審査に付されていて、12銘柄が適格化されている。実際の受入れ残高も6,541億円に達している。さらに、2.信用判定の状況の表をみると、BBB格への担保要件の緩和については、この表でお示ししているとおり、公表を契機に新規の信用判定依頼が急増している。直近の12月をご覧頂ければと思う。依頼先は主としてメガバンクなのだが、通常は民間企業債務をあまり活用しない証券会社などからの照会も多数寄せられている。既に、本支店合計でここにあるように52件の信用判定依頼を受けていて、これまでのところ13件を適格化している。これらの新規判定先からの担保の受入れ自体はまだ行われていないが、年末から来年初に掛けて、相応の持込みがあるのではないかと期待をしている。

以下、金融為替市場の動きをみていく。図表2-1であるが、まずターム物のレートである。ユーロ円の金利をご覧頂くと、1か月物がちょうど11月末位から年末越えになっているので、これが上昇して、高止まっているという点がまず指摘できる。それから、短国レートであるが、短国は、メガバンクが年末越え資金の確保のため特に3か月物を換金売りしていた。このため、3か月物のレートはやや高めであったのだが、昨日辺りから利下げ観測がかなり強く、急激にレートが低下をしている点をご覧頂けるかと思う。続いて、図表2-2で、CP市場の動向であるが、投資家の選別姿勢が強いので、(1)のグラフでお示しするようにa-1であるとかa-2銘柄の発行レートが上昇している。他方、銀行のファンディング・コストという面からみると、先程申し上げたようにレポ・レートが低下を

している。レポ・レートについて、CP現先レート——これは民間のCPのファンディングマーケットであるが——も低下をしている。CP現先レートは、金融機関にとってはCPのいわば在庫ファンディング・コストである。そのファンディング・コストであるCP現先レート——このグラフの上では、グレーの部分でお示しした下限のところ——が、足許のところかなり低下をしている。であるから、その気になれば金融機関は、CPを買うことによってかなり大きなマージンを抜ける環境にあることを、このグラフは示している訳である。(2)のグラフで格付け別の発行残高をご覧頂くと、a-1+の方は増加に転じているが、a-1以下は厳しい発行環境が続いている。図表2-4について、ドルについてみておく。ドルについては、図表2-4のグラフの実線でお示ししている1か月のフォワード・レート、それから破線でお示ししたスポットレートも足許に掛けて急低下している。これは、先程オペの部分で申し上げたように、各国中銀によるドル供給オペで年末越え資金需要がある程度充足されつつあることを示していると思っている。続いて、市場の金利観なのだが、図表2-5をご覧頂く。(1)のグラフにお示ししているように、ここ数日OISが低下をしてきている。特に米国の政策金利引き下げ後は、一段と低下をしていて、(1)のグラフにお示ししたように黒い棒でお示しした直近レートは、期先では0.1%まで低下をしている。これは、0.2%の刻み幅としてみた場合の利下げ織り込み度という点からみると、今日の午前中位のOISは、年度末までには、9割位の確率で利下げがあると、そういった見方が織り込まれている水準になっている。これに伴って、図表2-6の(1)ユーロ円金先カーブだが、金利の反転タイミングが遠のくという見方から、期先物が低下していて、黒い太線でお示ししているように、フラット化が進んでいる。

次に長期金利の動向であるが、図表2-7にあるように内外の景況感の悪化から水準が切り下がっている。また、米国の利下げを契機として海外金利が大幅低下している。それにもつれる形で低下をしていると思う。例えば、黒い太線の10年債利回りは、元々1.5%辺りで割合安定していた

のだが、昨日は 1.3% を切るところまで急落をしている。図表 2-8 で、イールド・カーブの変化状況をご覧頂くと、長いところも含めて全ゾーンに亘って低下をしていて、追加的な緩和措置が導入されるかもしれない、そういう市場の見方を反映した姿になっている。それから、図表 2-10 にいって、市場参加者が注目する債券利回り変動要因なのだが、直近のサーベイ結果——右端の棒になる——をみると、景気動向と白抜きの海外金利の注目度が増していて、これらの要因は (2) のグラフにあるようにいずれも金利低下要因として認識をされている。一方、(2) のグラフで太いグレーの線の需給要因は、唯一金利の上昇要因として捉えられている。逆に言えば、需給懸念が何らかの形で剥落すれば、残りは全部金利低下要因となるので、金利の目線が下がる可能性があることを、このサーベイ結果は示していると思う。

続いて、図表 2-11 でクレジット市場である。クレジット市場は、景気あるいは企業業績の急激な悪化が懸念されていて、全般にタイト感が増しているという姿である。流通市場では、投資家のリスク回避姿勢が強くなっていて、証券会社のマーケット・メイク力も低下をしている。このため、(1) のグラフでご覧頂くように社債の流通利回りの対国債スプレッドは、B B B 格のような低格付け銘柄では、さらに拡大している。さらに最近は、B B B 格にとどまらず、グレーの線で示した A 格の社債のスプレッドも拡大ペースが速くなってきているようにみえる。図表 2-12 で C D S のプレミアムの推移をご覧頂くと、黒い太線——日本の市場のプレミアム——は、上昇を続けて、ピークを更新している。背景を一言で言えば、企業業績の下振れ、あるいは資金繰り環境の悪化なのだが、個別銘柄を辿っていくと、従来のノンバンク、あるいは消費者金融といった銘柄に加えて、自動車、電機、一般機械、そういう輸出関連業種のプレミアムもここへきて拡大しているのが特徴だと思う。

次に株価、図表 2-13 にいく。米国の株価 (2) にあるが、不安定なのだが、幾分持ち直し傾向。これはシティの救済、あるいはオバマ新政権への期待、さらに直近で言えば、利下げの効果などが現われていると思うの

だが、これに対して日本の株、(1) のグラフになるが、企業収益の急激な下方修正などを受けて低水準のまま不安定な動きであって、このグラフにあるが、日経平均足許では 8,600 円付近の水準で推移をしている。米国の利下げで米国の株は上昇したのだが、日本株はやはりどうしても円高懸念があるので、それに減殺されてしまう。従って、相場上昇はどうしても抑えられてしまうということだと思っている。図表 2-14 で主体別の売買動向をご覧頂く。外国人が換金売りで売り越し超基調を続けている。買い方では、公的年金のリバランスとみられる信託銀行の買いだとか、事法の自社株買いがみられている。ただ、今申し上げた外国人の売り側も、そして買い側の公的年金、そして事法の自社株買いも最近は、ややピークアウトしているようであって、フローが細ってきてている。年末接近といった要因もあって、出来高が薄くなっているので、相場が振れやすい地合いになっているようにみえる。東証 R E I T 指数の推移であるが、政府支援策に対する期待もあって、足許は幾分戻しているが、やはり金繩り、特に年度内の借換えが上手くいくのだろうかと、そういう懸念が依然として強い状態が続いている。不安定である。

為替相場にいく。図表 2-15 であるが、一頃までは、米国の株が下がるとリスク回避的なドル買いがみられるといったパターンが多かったのだが、最近はそうした、いわゆるリスク許容度要因は、どうも後退しているようにみえる。代わりに表に出てきているのが、ファンダメンタルズ要因、つまり米国景気の後退の長期化あるいは、深刻化懸念がドル売り材料となるという面だとか、あるいは金利差要因にも再び目が向いているような感じがする。実際、このところファンダメンタルズ要因からドルがジリ安となっていたところに、16 日の米国の利下げがあった。これで、米国の株が上昇したのだが、これまでのように円安にはならなかった。これまで、米株高イコール円安ドル高ということだったが、そういうパターンにはならず、むしろ金利差要因から円が買われて、(1) のグラフあるいは＜参考＞の表にあるようにドル／円相場は、87 円台まで円高が進んでいる。一方、同じストーリーからなのだが、ユーロは、元々 11 月半ば位までは、

1.25～1.3 ドル位のレンジ相場だったのだが、足許では主要 3 通貨の中では、相対的に金利が高いことに改めて目が向いているため、急速に強含んでいて、足許では 1.44 ドル辺りまでユーロ高が進んでいる。図表 2-17、インプライド・ボラティリティは、(1) のグラフになるが、緩やかな低下傾向にあるが、リーマン・ショック前の水準を大きく上回っていて、先行きの不透明感が引き続き強いと思う。また、(2) のグラフでお示ししたドル／円のリスク・リバーサルなのだが、プット・オーバー幅は依然深くなっている。これは、一旦円高に振れると、それが急速に進んでしまうかもしれない。そういうリスクが根強く意識されていることを示していると思う。それから、図表 2-19、クロス円相場になるが、9 月から 10 月にキャリーポジションが巻き戻された後は、振れを伴いつつも概ねレンジ圏の動きとなっている。いわゆる、高金利通貨の国も 12 月入り後、利下げが相次いでいて、一つは金利差が縮小している。もう一つは、先程申し上げたようにインプライド・ボラティリティが高いので、円キャリー取引には逆風と言って良いと思う。実際、図表 2-20、証拠金取引の動向をみると、各グラフにあるように、いわゆる対高金利通貨の円ショート・ポジションは、低水準横這いのままになっている。個人投資家の円キャリー取引については、環境が悪くなっている。これに伴って、投資家の姿勢も冷めてきているようにみえる。いずれにしても、全体として円安方向の力が作用しにくい環境かなというふうにみている。

以上のように、内外景気、企業収益の急激な悪化、あるいはこれに対する政策対応の期待を織り込むような形で各金融市場で価格形成が行われている。ただ、投資家のリスク回避姿勢は非常に根強く、市場流動性は全体に低いので、非常に不安定な状態が続いているというふうにみている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

### 亀崎委員

金融調節なのだが、先程お話があつたように大変な対応、かつ多様な調節をやられているということで、金融調節担当の方は大変ご苦労が多い、プレッシャーが高いと思う。ただ、そのうえで質問なのだが、無担保コールレートが12月1日以降一貫して0.3%を下回って、どちらかと言うと0.25%を下回っている状況が続いている訳である。これは、今後年末越え、それから年度末越えを控えて、それを乗り越え、かつ、ターム物の金利も抑える中で、今のこの状態が続くとなると0.3%前後に誘導するという目標から乖離した状態となり、これまでとは少し状況が違うなという感じがする。今後、年度末までを見通しても、こういう状況が続くのか、あるいは0.3%前後で推移するのか。

### 中曾理事（金融市場局長）

まずこれは、乖離をどういうふうに捉えるのかということだと思う。冒頭申し上げたように積み期を全体でみると前半0.3%、後半は0.3%を下回る、こういったパターンがある。もう一つ、乖離の幅なのだが、乖離の幅は確かに一頃よりは大きい。ただ、5、6bpである。因みに、Fedは政策金利が1%の時に0.1%位であった。90bp乖離をしている。それからECBは、現在もなお政策金利から20～30bp下回ったところでEONIAが推移をしていると思うので、その乖離の幅をどうご評価頂くかということもあると思う。

そのうえで、足許なぜ乖離しているか、もう一度整理して申し上げると、一方で供給サイドでは様々なニーズに応えるために、資金供給をしている。一つは、レポ・レートの上昇圧力の抑制、もう一つは長いターム物の資金——つまり、年末越えの資金——の大量供給、そしてこの中にはCP買現先の増額などのようなものも含まれるので、こういったニーズを満たしつつ大量供給をするとタームの手前の短いところには、下方圧力がどうしても出てくる。余剰資金を吸収で抜こうとはしているのだが、抜けきらない部分が、低いレートとして顕現化している状況だと思う。今申し上げた

ような引き続きターム物の資金を潤沢に供給していくことを継続するすれば、ある程度こういった下方圧力というのは、掛かり続けるとみざるを得ないと思う。ただ、一方で年末を越えてくると、一つはメガバンクなどの資金繰りが多少安定化してくるという環境の変化もあるかもしれない。逆に言えば、年度末が接近すれば同じようなことが起きるかもしれない。

そうした中にあって、我々としては調節技術的には、極力タームの資金を供給するけれども、オーバーナイトのところに圧力が掛かりにくいようなさらなる工夫をして対処していきたいと思っている。具体的には、一つは、フォワード・オークションというやり方なのだが、少し長いところ、先日付で例えば年度末、あるいは年末のところをかなり先にオファーをするというやり方にすれば、長めの資金を供給する一方、手前のオーバーナイトへの下方圧力は、回避することができる。こういった一つの工夫のやり方があると思うし、もう一つは先程申し上げた多少メガバンクの金繰りが安定してくるのであれば、——今まではどうしても彼ら自身の金繰りが不安定なので、なかなかタームでは抜けきらなかつたのだが——、ターム物の売り手オペによる吸収というものをもう少し活用する手はあると思う。そういう手段、手法を駆使することによって、ディレクティブに沿った調節運営を我々としてはしたいと思っている。

### 亀崎委員

それは、今までやられていても、こうなったのか。それとも新たにやられる訳か。

### 中曾理事（金融市場局長）

フォワード・オークションのようなものは新たにやることになるし、ターム物売手オペというのは、環境的に今までではやりにくかった。少し状況が変われば、これは使える手段だと思う。それから、レート低下圧力について、極く極く手前のところでは利下げ観測みたいなものがあるけれ

ども、これは大量供給とは少し別の要因ではないかというふうには思っている。

### 水野委員

宜しいか。同じことを私も聞こうと思っていたので、細かいことは繰り返してもらわなくて良いのだが、今、金融調節の現場ではレポ・レートの安定化、それからターム物の安定化に注力している。TIBORがずっと上がってきているためである。それから、足許短期金融市場で資金がじやぶじやぶな状況で、売り手オペで吸収しているという形である。年末と年度末を比べると、過去の経験では年度末の方が必ず資金繰りが苦しくなってくると思う。どうしても金利上昇圧力が掛かってくる。それから、今後ファンダメンタルが悪化し、世界経済に対する見方もどんどん下方修正されていく中で、日本銀行の景気に対する見方も悪化という方向で出していくと、利下げ観測がなくならない可能性が高い。そう考えると、オペへの負担感はむしろ高まるのではないか。ファンダメンタルをベースにマーケットの短期金利の目線が下がってくる場合は如何ともしがたいというふうに思うし、無理をお願いしているのではないかという感じが私などはしているのだが。先程の亀崎委員の質問を整理すると、亀崎委員の質問に対して、マーケットの利下げ期待が強い時には、必ずしも年を越えるとオペに対する負担が若干減るとは言えないのではないかということになる。

### 中曾理事（金融市場局長）

この利下げ観測の部分というのは、これは如何とも仕方がない部分がある訳であるが、多少今オーバーナイトへの下方圧力が非常に本来よりも強く出ている要因を挙げるとすれば、一つは、政策の期待と、もう一つは、多少技術的にはなるのだが、年末要因が特に今年は強い。というのは、年末年始の休みが5日間あるので、最後のところは、6日積みになる。しかも年末最終日は、割と準備の水準を上げるところからスタートする調節の

仕方についているので、メガバンクからすると、どんなに遅れてもそこで一挙に挽回ができる。従って、足許では進捗率を相当遅らせても良いという配慮がある訳である。その分、下方圧力が強くなっている。従って、これが剥落すれば、多少は環境は良くなるのではないかと思っている。ただ、おっしゃったように両建てオペを継続し、潤沢供給を続けていく限りは、ある程度こういう振れ、下方圧力は働き続けるであろう。我々としてやることは最善を尽くして——つまり色々な工夫をしながら——、ディレクティブに沿いたいと、繰り返しになるがそれに尽きる。

#### 須田委員

年末の資金繰りについては、ほぼ峠を越えたというふうにみて良いか。

#### 中曾理事（金融市場局長）

メガなどに関する限りは、峠を越えつつある——中途がつきつつある——ということだと思う。であるから、まだ年末越え供給オペは何本かさらに打たなくてはならないと思う。多分、来週位、来週の半ば位まではそういう仕上げ的な供給をしなければならないだろうと思っている。

#### 水野委員

少し違った視点で言うと、カウンターパーティ・リスクが、年明けに消えるかどうかが問題である。あまり変わらないとすると、なかなか苦労されるのではないかと思う。

#### 中曾理事（金融市場局長）

そうである。これは、ターム物の資金、特に無担保のターム…。

#### 水野委員

ないのではないか…。

中曾理事（金融市場局長）

ターム物レートをどうやって安定化させることができるか、あるいは少し水準的に下げるができるか、というのが我々だけなくて、各国の中央銀行が共通して直面しているなかなか難しい課題だと思う。

野田委員

CPなのだが、図表2-2の裁定行動——その気になれば鞘が抜けるということだが——が入ってくる訳であるな。

中曾理事（金融市場局長）

残高は順調に積み上がってきているので、実際問題としては、どういうCPを彼らが買っているかにもよるが、収益的にはかなり後押ししているのではないか。

野田委員

そういう理解をしているのだな。分かった。つい、悪い方に理解してしまった。

中村委員

投資家のリスクに対する目線が、上がってきているということなのだが、足許12月になってさらに上がってきていることはあるのか。

中曾理事（金融市場局長）

これは、基本的にはやはりリーマン以降はっきりと現われてきたものだと思うし、こういう発行環境の悪さをみてまた一段とリスク・テイク姿勢が萎縮することもあるので、少なくとも良くはなっていないということだと思う。

### 白川議長

担保なのだが、金融市場局長に聞く話か、あるいは金融機構局も担当している山本理事に聞くべき話かもしれないが、全体としての担保の使用状況について、それから個別にみた場合にどうかということについて伺いたい。個別にみた場合に、担保の使用率が凄く上がってきてる先はあるか。その辺の分布も含めてどのようなイメージを持っているか。

### 山本理事

取り敢えず、現状では安心のために日本銀行に入れられるものはできる限り入れておこうと。典型的には変動利付国債、物価連動債は、従来手許に持っていて、レポ市場で使えばということだったのだが、最近はレポ市場で使える量というのはかなり減ってきているので、逆に日本銀行へ差入れておくというビヘイビアを探っているところが多いと思う。それから、証貸債権などでは、やはり資金繰りの安定のために入れておこうということで、積極的に適格をとって入れてきている先がある。このため、徐々に上がってきてしまはるが、そんなに沢山の先で利用率が高いということではない。

### 白川議長

私の記憶では、僅か数か月の間にこれだけ担保の差入れが増えたというのは、過去あまりなかったという感じがする。そういう意味では、明確に金融機関の意識が変わって、とにかく担保を入れておこうという感じになっている。

### 野田委員

白川議長のご質問に全部答えが出たのか。

### 白川議長

個別の先について、100%に近い、あるいは9割位といった凄く担保縛

りがきつい先があるかどうか。勿論、中には差入れ担保の少ない先があるかもしれないけれども、担保繰りに関して、この数字が極めて高い先がどの程度あるのか。

山本理事

それは数的には少ない。

山口副総裁

先程のオペ負担の話に戻るのだが、これは誘導目標を0.3%前後という形で設定しているからオペ負担が高まっているのであり、誘導目標についてレンジの幅を大きく設定すると、オペ負担は小さくなるものなのか。結局、一定程度のレンジに収めたいと考えれば、オペ負担は高まるのではないか。

中曾理事（金融市場局長）

そうである。

山口副総裁

結局我々が誘導目標を設定する中で、これだけ大量の資金供給をするとレンジが広がること自体は、不可避なのではないか。だから、そういうものとして受止めるべきなのではないかという気がするのだが、それはどうか。

中曾理事（金融市場局長）

おっしゃるとおりであるというふうに、私は受止める。

白川議長

明日調節方針を議論するということなので、今私が、意見めいたことを言うと明日の議論になってしまふと思って、実は言わなかつたのだが、今

の山口副総裁の意見とは少し違う角度もあって、要はターム物金利を下げていきたい、上がっているものを下げたいということは、それは量に翻訳すると沢山の量を出すということになる。そうすると、これは別にあるオーバーナイトの金利、目標金利がどの金利水準であれ——もっと高い金利であっても、もっと低い金利であっても——起こる現象である。であるから、その意味において、我々自身がオーバーナイトの金利水準をどの程度にしておいた方が良いかという判断に、やはり基本的には関わる話だろうと思う。つまり、ターム物の金利にある程度影響させたいと思えば、その時には量を出すことになる。その際、オーバーナイトの金利をどうするか。これは要するに幅の問題でなくて、ターゲット金利から離れると気持ち悪いと考えるのであれば、極端な話今でも当座預金の付利金利を0.3%にすれば、その問題はもう基本的に解消する訳である。アメリカのようにGSEがあれば、GSEが沢山出すのだけれど、日本の場合はGSEがない、という話だと思う。であるから、論点をクリアにすると、今言ったような話だろうと思う。

### 水野委員

ただ、市場が景気は悪化するという合理的な見方をして、金利先安觀が生じれば、それがオペに対する新たな負担となって、今カバーされていない話が入ってくるのではないか。

### 白川議長

今、調節技術の方の話をしたが、先程の中曾理事の整理でいくと、一つは調節技術の話であるが、もう一つ政策金利の先行きをマーケットがどう読んでいるのかという話があると思う。マーケットが先行きオーバーナイト金利の誘導目標が下がると思えば、そういう思惑で走る。これは、調節技術の話ではなくて、我々自身がどういうふうに政策金利を誘導するかという話そのものである。

水野委員

あるいはマーケットに対して、そういう見方は違うというメッセージを出すという手もあるか。

白川議長

戦略としてはそうであるが、要するに問題の背景、原因はどこにあるかというのをみた時に、政策金利について市場がどういうふうに思うか。それは結局日本銀行自身が、どういうふうに市場金利——オーバーナイト金利——を誘導するかという政策判断そのものの話と、あとは先程のオーバーナイトだけではなくて、ターム物金利をコントロールしようと思うことに伴う変動の話であって、これはそういった二つのことを追いかけると常に起こる問題だと思う。

須田委員

少し話を変えて、担保の話なのだが、嬉しい悲鳴かもしれないが、かなり申し込みがあって、これだけでも審査をするのにどの位掛かるのか。

中曾理事（金融市場局長）

通常は、B B B格以下のような信用判定依頼だと、1か月である。定性的な情報と定量的なスコアリングモデルを使ったチェックなのだが、今は政策効果をなるべく早く発揮させようとして、人員も多少応援を借りてきて、2週間程度で繰り回せるよう現場では精一杯やっている。

亀崎委員

誘導目標になっている0.3%を維持するために、今こういう状況からまた新たな工夫をされて一生懸命近付けようとすることだが、逆に本来ならば大量に潤滑に供給しなければならないところから削がれるうことになってくると、これは本末転倒である。ディレクティブからずっと離れたままというのはおかしな話であるが、それを守るために本来必要な

供給を削いでいこうとするのは全く趣旨が違ってくる。そういうことではないのだと、ちゃんと出すべきは出しているのかどうなのか。

### 中曾理事（金融市場局長）

結局、幾つかの異なる目的が存在している訳である。一方で、ターム物の供給をやっていかなければならない。あるいは、先程申し上げたレポ、CPと、一言で言えば、これをバランス良くやることに尽くるということだと思う。そういうことが不可能かどうかと言われれば、ここでお決め頂いたような政策効果を発揮していくために、バランス良く資金供給を行っていくことは、ある程度の工夫をすることによって、我々としては可能であると思っている。であるから、一方で出し過ぎて、一方が絞られ過ぎるというようなことがないように、全体の市場の動向などをみながらやっていくことが必要な訳であるが、それはある程度対応していくことができるのではないかと、我々としては考えている。

### 野田委員

先程おっしゃったようにマルチの目的に一つ一つ几帳面にマーケットが求めているのに応じてやっていくと、全体としては、どうしてもそういう状態が起こってくるということだと理解した。もう少し市場にその辺のメカニズムがなぜこうなっているかということを説明していく必要があるのではないかと思う。それによって、ディレクティブの0.3%と足許12月以降の調節が乖離していないということが伝わると思う。そこに——今議論を聞いていて私自身も反省している訳であるが——、もう少し説明があった方が良いのかなと感じた。

### 水野委員

その点に合わせて言うと、マネーマーケットの参加者——短期金融市場のプロ——は、もうそこは理解していると思う。そこから遠い人は、理解していない。

### 野田委員

理解している人が、では誘導目標はどうなのかという議論までしているのかというと、必ずしもそうではないだろうなと私は理解している。

### 水野委員

流動性を潤沢に供給することを記者会見や国会の場で白川議長が話し、そのためにも当預付利を入れてインフラ整備をすると言っている一方で、吸收オペを打ち過ぎではないかということを、マネーマーケットから遠い人は言う訳である。先程のお話を聞いていて、そこに対する説明というのは、何かあっても良いかなという気がした。

### 白川議長

マネーマーケットに遠い人に対して、勿論説明努力はしなければいけない。ただしマネーマーケットに近い人には説明しやすいが、マネーマーケットに遠い人に対して説明するとなかなか難しい…。

### 野田委員

難しいし、我々自身が大変申し訳ないのだが、きっと本当に完全に理解できていたかどうか分からないので、もう一回我々も反省も含めて申し上げた次第である。

### 西村副総裁

先程の野田委員のご質問と関係するのだが、要するにCP市場の色々なところで鞘抜きの抜ける鞘が大分広がってきてているというのがあったが、それに対してCP残高を増やすという動きがあることからすれば、それなりに鞘取りの動きというのは回復しつつあると考えて宜しいか。それとも、やはりまだ依然としてこれは非常に部分的なものであって、全体としてはまだディスロケーションというかアービトラージの回復はあまり進んで

いないということか。

中曾理事（金融市場局長）

結局これは、元々銀行が持っているCPを現先で買い取っている訳である。ここでお示ししているのは、a-1とかa-2も入れているが、銀行が買い取っているものは、多くがa-1+ないし、それに準ずるようなものである。であるから、仮に彼らがa-2などを買って、現先に飛ばしてきたり、これだけのマージンが取れるという構図であるが、恐らく、彼らのリスク・テイク姿勢からすると、割と良いものが中心になっているのではないか。そういう意味では、この図でみる程、非常に大きなマージンを享受しているというよりは、a-1との差異が現実的なところかもしれない。もう一つ技術的なことを申し上げると、恐らく彼らがトレーディング勘定で持っているCPを一時的に現先で投げてきていると思うので、残高がどんどん増えていくかというのは、実はあまりよく分からぬところもある。バンキング勘定の方のCPのファイナンスのために日銀現先を使っている訳では必ずしもないようである。ただ要は、抜けるような環境が具現化しているということだと思う。実は、レポのレートを相当意識したのは、この部分もある。レポ・レートとCP現先レートがかなりスライドをしている。一時は、CP現先レートというのが、相当高い時期もあったが、レポ・レートの低下に伴って、10月、11月位からであろうか、徐々に下がってきてている。レポ・レートを意識して国債買現先オペを多用したというのは、若干そういう意識もあったとご理解を頂ければと思う。

野田委員

今の話をもう少し延長すると、現先オペで裁定の機会が増えたのでその分残高は一部の上位銘柄が増えつつあるが、本質的なリスク・テイク能力は低下しているし、さらに低下し続けているかもしれないと、こういう状態であるな。少なくとも回復はしていないということを示しているという理解だな。

中曾理事（金融市場局長）

言い方を多少えると、銀行のリスク・テイク力がある限りは、これによって収益面から支援効果が相応に出ているということだと思う。従って、そこに訴え掛けることによって、なにがしか拡大効果、銀行の引受け意欲を刺激することができるかもしれないということである。逆に言えば、銀行の引受け能力が非常に制約を受けてしまっている場合にはどうかという問題には、このCP買現先は応えるものではないということである。

水野委員

やはり、バランスシート制約とか、資本制約というものがあって、株がこうした状況になってくるとなかなかリスク・テイク能力が高まるという感じではないので、CPの現先の効果が今一つ上がっていない。CPの発行が増えていないというのは、そういうことなのではないか。なにがしかの効果はあるのだろうが。

中村委員

民間銀行がCPを日銀の現先オペに出さない場合は、どのように活用するのか。高格付けのものしか引き受けないとと思うが、銀行が自分で満期まで抱えるのか。

中曾理事（金融市場局長）

日銀適格になるものを、我々の現先へ持ってきてファイナンスをしているということだと思う。それ以外の部分については、勿論自己資金で持ち切ることはできるのだろうが、いわゆる民間のCP現先市場でファイナンスをしている。そのコストがCP現先レートということになる。

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、海外経済情勢の報告をお願いする。

沼波国際局長

それでは、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。まず、図表1、米国からである。米国経済の総論であるが、悪化を続けている。12月の雇用統計の後に出て、民間の見通しを幾つかみてみると、二つ程共通点があるようみえる。一つは、今足許の第4四半期から来年第1四半期に掛けての成長率の落ち込み幅が以前に比べて大きくなっているということ。足許で言うと、この第4四半期は、前期比年率5、6%のマイナス、第1四半期は、3、4%のマイナスという数字を置いている先が多いようにみえる。それから、もう一つは、来年第3四半期——すなわち来年後半——からプラス成長に転じることを見込んでいる点も共通している。まず、足許の落ち込みが大きくなっているというのは、最近の景気指標の悪化と整合的で当然である。一方、そうであるにも関わらず、来年央からプラス成長を見込んでいる前提としては、当然これまで連銀あるいは財務省が打出してきた様々な金融緩和措置または公的資金投入あるいは、色々な流動性供給策という政策の効果がこれから出てくるという期待がある。加えて、特に最近は来年1月のオバマ政権発足後、早々に打出されると期待されている財政面での大規模な景気刺激策——規模でいうと今色々な数字が飛び交っているが、最大だと1兆ドル位と言っている人もいて、具体的な中身としては、目先は失業保険の給付期間延長、あるいは中間所得者の減税、長い目でみたインフラ投資といった新政権下での財政面からの景気刺激策——の効果が現われるという期待がある。この二つの政策面の効果の合わせ技によって、来年半ばからプラス成長に戻るということを見込んでいる先が多いのではないか。次に、個別の足許の数字の説明に移らせて頂く。図表1である。まず、5. 小売売

上高である。私共は小売売上高全体から自動車、ガソリン、建築資材を除くベースでいつもみているが、3か月連続で減少した後、11月は前月比+0.5%とプラスに転じている。ただこれについては、今日ニューヨーク事務所からきたクリスマス商戦のメモにも書いていたが、サンクス・ギビングの後のいわゆるブラックフライデーというのがクリスマス商戦の幕開けになるが、この値引きが今年はスタートダッシュから極めて大きいということで、消費者がそれに引かれていわば需要の先食いで買い物を早めているだけであるという指摘が多いと思われるので、この数字については、その点を割引いて考えておく必要があると慎重にみている。6. 自動車販売であるが、引き続き減少。1,042万台という11月の数字は、1982年10月の1,014万台以来の低水準になっている。それから、8. 住宅着工であるが、前月が統計開始以来最低になったが、今月11月はそれをさらに下回るということで、住宅着工も、下げ止まる下げ止まると言わながら、引き続き下げ止まらない状況が続いている。62.5万戸という数字は、住宅バブルのピークだった頃——2006年1月が227.3万戸と直近のピークであるが——に比べると既に7割以上(73%)も減少しており、歴史的にみても極めて低い水準である。こういうふうに供給面は引き続き絞られてきているが、住宅の在庫率は、依然高水準である。ここには載せていないが、新築で申し上げると9月が10.9か月分で、10月は11.1か月分、中古では、9月が10.0か月分、10月は10.2か月分ということで、引き続き二桁台の高水準が続いている。なお、連銀が、エージェンシー債、あるいはエージェンシーMBSの購入を発表した効果で、モーゲージの金利はここにきてかなり下がっているが、これがモーゲージの申請件数に与えた影響をみると、リファイナンス——金利の低下を利用して、安い金利で借り替える——は急増しているが、新規購入の申し込みは、最初の週に増えた後は、2週間連続で減っているので、そういう意味で言うと金利の低下が新規の住宅購入の需要に結び付くというところには、まだ至っていないというのが現状である。9. 住宅価格であるが、このFHFA指数、あるいはここに載せていないケース・シラー、いずれをみても9月は前月比マイ

ナスを続け、前年比マイナス幅も拡大している。それから、12. I S M指  
数の11月であるが、製造業は引き続き悪化、非製造業は大幅に悪化とい  
うことで、製造業は、1982年5月以来の低水準、非製造業は、統計開始  
以来の最低水準を更新しているという状況で、足許のサーベイの数字も引  
き続き悪化している。13. 鉱工業生産であるが、前月増加の後、今月  
は-0.6%であるが、これでもなお特殊要因で嵩上げされていて、9月の  
ハリケーン被害からの復旧とか、ボーイング社のスト終結という特殊要因  
が数字を押し上げているので、この特殊要因を除いてみると——これは連  
銀の発表にも載っているが——、実勢では-1.6%ということであるので、  
表面よりもさらに実態は悪いとみられている。15. 11月の雇用統計は、ご  
承知のとおり-53.3万人減ということで、減少幅としては1974年12月  
以来の水準である。それから、14. 11月の失業率は6.7%と、1993年10  
月の6.8%以来の高水準となっている。雇用者数の減少に比べて、失業率  
の上昇の幅が小さいように見えるが、これは11月の労働参加率が、10月  
に比べて低下している——いわゆる仕事を探すのを諦めた人が増えてい  
る——ことによると思われているので、この労働参加率が、仮に10月、  
11月と一定であると仮定すると、失業率は6.7%ではなく7.1%まで上昇  
したという試算も可能である。それから、ここには載っていないが毎週出  
ている新規失業保険申請件数——12月6日週までである——は、上昇を  
続けていて、直近57.3万人と1982年11月以来の高水準で、雇用マーケット  
の悪化は引き続いている。最後に16. C P Iであるが、総合は当然前月  
比大幅低下、コアについては横這いとなって、前年比では+2%というと  
ころまで低下してきている。以上が、米国的主要指標である。

欧洲である。ユーロ圏経済についても悪化しているという判断を変えて  
いない。図表2-1、主な指標で、ユーロエリアの7. 新車登録台数である  
が、前月からさらに減少して964万台ということで、この水準は1997年  
1月以来の低水準である。それから、10. ユーロエリアの製造業P M Iは  
引き続き低下、サービス業P M Iも引き続き低下ということで、いずれも  
統計開始以来の最低水準を更新している。ここには載せていないが、ドイ

ツの I F O 景況感指数も 1993 年 2 月以来の低水準、11 月は 85.8 という数字になっている。また、ここに載せていないが、製造業 PMI の中の輸出受注 PMI というのがあるが、11 月の 31.8、12 月は 30.6 と統計開始以来最低の水準を更新している。特にドイツは、11 月の 28.5 から、12 月は 25.7 と低下していて、輸出の先行きの減少を強く示唆する指標が出ているということである。

図表 2-2、英國である。英國についても、前月同様悪化しているという判断を変えていない。4. サービス業 PMI 事業活動指数、これは引き続き悪化していく 11 月 40.1 ということで、これは統計開始以来最低の水準である。5. 失業率、9 月 2.9%、10 月 3.1%、11 月 3.3% とじわじわと上昇している。ここには載せていないが、11 月の失業者の増加数というのは、前月比 +7.6 万人ということで、1991 年 3 月の 11.9 万人増以来の高い増加数となっている。それから、6. C P I であるが、伸び率が 10 月 +4.5% から 11 月 +4.1% とさらに低下している。B O E のキング総裁は、この局面でみると 3 回目の財務大臣宛オープンレターを提出しているが、その中では来年中（2009 年中）には、インフレ率が、1% を下回る可能性が極めて高いという極めて早いテンポでの物価上昇率低下を見通す発言をしている。

アジアであるが、実は前回会合以降最も変化が大きかったのは、アジア経済であって、欧米の景気悪化の波及がここにきて急速に鮮明になっている。これからご説明する中国の 11 月の輸出の前年比マイナス、工業生産の伸びの大幅鈍化、あるいはインドの 10 月の鉱工業生産の前年比マイナスという数字などは、関係者の間ではやや大袈裟かもしれないが衝撃的な数字と受止められている。こうした指標を受けて、今回、中国、インド、N I E s、A S E A N いずれについても判断を引き下げている。中国、インドについては、今回グラフでお示ししたいと思う。図表 4-1 である。衝撃的と言われている数字の一つであるが、まず 1. 輸出入、11 月の輸出である。10 月の +19.2% から 11 月は一転 -2.2% ということで、マイナスに転じている。中国の輸出がマイナスに転じたのは、I T バブル崩壊後

の2001年6月の-0.6%以来、-2.2%というマイナス幅は、1999年4月の-7.4%以来ということである。まだ、詳しい内訳は分からぬが、輸出の国別内訳では10、11月を均した数字で載せているが、斜め斜線で示した米国とか、レンガ模様で示したEUとか、少し前まではかなりのウエイトを占めていたものが、一番直近でみるとほとんどみえなくなつておる、当然ではあるが、米国やEU向けの輸出の落ち込みが大きいということが改めてお分かり頂けると思う。それから、2.工業生産であるが、これも9月の11.4%、10月8.2%、そして11月は5.4%ということで、とんとんとんと下がつてきておる。輸出の減少を受けて色々な業種で減産の動きが拡大しているとみられる。生産の減速はこれで5か月連続になる。それから、もう一つこの内訳をみると、今回全体の他に、軽工業、重工業と分けたグラフで示しているが、点線で示した重工業の伸び率がここへきて急に下がつていて、10月は7.3%、11月は3.4%と急に下がつておる。11月の軽工業の伸びは、10.1%であったので、軽工業の伸びを重工業が相当下回るという数字になつておるが、一部では注目されている。これについては、軽工業が沿岸部に多いということに比べて、比較的内陸部のウエイトの高いはずの重工業の生産の伸びが落ちているということについて、ひょっとしたら輸出の減少を主因とする沿岸部の景気減速が、実は内陸部の経済にも波及しつつあることを示しているのではないか、というような見方をする人もいる。勿論、この数字だけではそこまでは断定できないが、そういうことを示唆しているかもしれない数字として、一部の人は注目しているようである。この輸出、それから生産の二つの数字が、今回相当注目を浴びた数字である。一方、図表4-2、11月の小売売上であるが、前年比伸び率は10月+22.0%の後、11月は+20.8%ということで多少名目ベースでは落ちておる。ただこの間、CPIの上昇率が大きく低下しておるので、実質ベースでみると伸び率が低下しているかどうかよく分からぬ。あるいは伸び率は、横這いのままかもしれないというふうにみることもできる。今回、全体の中で地域別の伸び率を出してみた。都市消費と都市以外の消費ということで、細い実線が都市を、太いグレーの線が都市以

外を示しているが、これをみると都市部の売上の伸び率が若干低下、一方それ以外の地域の伸び率はほとんど変わっていないということであるので、恐らく株価の下落とか、不動産の低迷というような影響をより受けやすい都市部の伸び率の方が落ちてきているということを示しているのかもしれないというようにみえる。なお、世界的な現象ではあるが、4. 自動車の販売台数をみると、ここにきて中国も落ち込んでいて、乗用車販売——点線で示したもの——でみると、11月は前年比で-10.3%、約1割伸び率が落ちている。それから、図表4-3、5. 11月の固定資産投資であるが、内訳はまだ出でていないが、全体の数字は10月+24.3%、11月+23.7%ということで、若干低下しているが、これもデフレーターで実質化してみると、あまり落ちていないということになるのかもしれない。内訳は、10月までしか分からぬのだが、その内訳をみると、棒グラフの一番右側、黒く塗り潰している不動産のウエイトがやはり落ちてきているということがみてとれる。6. 不動産の価格指数——建物の指数であって、住宅だけではなくて商業用の建物も含んでいるようである——をみると、前年比が急に今下がってきていて、11月でみるとほとんど前年比とんどのところまで上昇率が落ちているので、こうした不動産マーケットの調整が、固定資産投資における住宅部門の伸びの落ちに反映されているということなのかもしれないと思っている。ついでに、図表5、インドの鉱工業生産——先程衝撃的な数字と申し上げた数字であるけれども——をみると、伸び率が9月の+5.5%から10月は-0.4%に下がっている。この一番上のグラフの4.4%というのは、第3四半期の均した数字であるので、単月でみると9月は+5.5%、10月は-0.4%である。インドの鉱工業生産が前年比マイナスになるのは、1993年4月以来約15年振りということである。業種別の内訳は、(参考1)に載せているが、その中でやはり下を向いているのが、点々印で示している機械・自動車——少し前まではかなり上の方にあったが——で、今はマイナスになっている。それから、あと繊維・衣類というのもマイナスになっている。これは、多分輸出向けであろうと思われる所以、この辺のマイナスの寄与が大きいと思われる。自

動車の販売であるが、これもインドも四輪自動車の販売台数を載せているが、10、11月均してみると前年比-22.5%、単月でみると、11月単月は-29.8%、3割減になるので、この辺の自動車の売れ行きの急減が生産に響いているとみられる。以上が、中国、インドの主な数字であるが、少し前に戻って頂いて図表3-1の残りの計数を多少補足する。1.中国であるが、今申し上げた数字以外でみると、まず、7.CPI、これは順調に下がっていて、10月+4.0%から11月は+2.4%と引き続き大きく低下している。それから、9.人民元貸出の前年比伸び率、これはむしろ上昇していて、10月の+14.6%から11月は+16.0%ということで、ご承知のとおり11月に政府による貸出総量規制というのが撤廃されているので、この辺が素直に計数に出ているとみられる。中国については、以上であるが、中国政府が11月に発表した総額4兆元の大規模な景気刺激策、特にそのうちの財政支出については、その効果は直ぐに本格的に出るという訳にはいかず、効果が出るまでには暫く時間が掛かるとみられているので、目先の景気指標は、今申し上げた幾つかの指標のようにやや弱い数字が当面続く可能性が高いという見方が、最近の数字をみた中国の間で急速に強まっているようである。一方、政府としては8%成長を維持という大命題を引き続き掲げているので、今後景気動向を眺めながら個人所得税減税などを含む追加的な景気刺激策を実施すると、これがいずれ景気を下支えするであろうという期待は、引き続き残っている。ただ、いずれにしても中国経済については、ここにきて目先のダウンサイド・リスクが急速に高まっているという点には十分注意をしていきたいと思っている。ということで、中国については、今月の評価としては、減速感が明確になっているという評価に変えている。それから、2.インドについても、減速していると判断を引き下げている。今の鉱工業生産のほか、3.輸入の伸び、これも9月の+43.3%から10月+10.6%と急速に伸びが落ちてきている。内訳がまだ正確に分からぬのだが、他のソースでみていると必ずしも、石油、原油、石油製品、その辺の伸びが落ちているだけではないということのようである。内需の落ち込みを示す指標になるかもしれないのに、ここはもう少し

中身が分かったところでみていきたいと思う。

最後に、図表 3-2 である。3. N I E s、A S E A Nについても減速しているという表現から一段と減速していると下方修正している。(1) の実質G D Pの計数をみて頂くと、第3四半期の実質G D Pが出揃ったが、香港、シンガポールは2四半期連続マイナス、台湾が大幅マイナス成長に転化、その他の国についてもプラスではあるが、軒並み成長率がかなり鈍化している。それから、(2) の輸出のところをみて頂くと、10月以降についても輸出は急減していて、数字の細かいところはご説明しないが、内需も民間消費は減速傾向、総固定資本形成も大幅に減速して、横這い圏内ということであるので、内需についてもかなり減速傾向が目立ってきている。こうした状況でアジアでは、多くの国で金融政策面で、市場の予想を上回る追加利下げが行われてきた。中国、韓国、タイ、台湾、オーストラリア等である。それから財政面でも、インド、韓国、台湾等は刺激策を打ち出している。一方、エマージングの中ではロシアだけが、通貨防衛のために大幅な利上げを実施しているというような状況である。

以上総合すると、前回会合以降、米欧の景気が引き続き悪化を続ける中で、そのエマージング諸国への影響がここにきて急速に顕現化しており、世界経済を巡る状況は一段と深刻なものになってきていると纏めることができると思う。私からの報告は以上である。

#### 野田委員

アメリカも含めて、良い数字がほとんどない中で、そのアメリカで消費者コンフィデンス、この表にあるのと、ミシガン…。

#### 沼波国際局長

これは、コンファランス・ボードである。

#### 野田委員

少し良くなっている。ミシガンと両方良くなっているが、先程の話では、

その他小売売上高が良くなっているのは、ブラックフライデーの影響だろうということであった。先行きの消費者マインドをどう読み取るのかが、若干パズリングなのだが。

### 沼波国際局長

私もその2つがいずれもプラスになったものであるから、中身を色々みようとしたのだが、正直に申し上げて必ずしも判然としない。なぜ、この2つが単月でプラスになったのかについては、もう少し続けてみていいと思うが、引き続き物凄く低いレベルだということは変わっていない。ただ、奈落の底に落ちるように落ちるのは取り敢えず止まったというのは、おっしゃるとおり良いニュースだろうと思うが、背景が今一つよく分からぬなと思っている。

### 野田委員

もう一つ明るいかなと思っていたローンの金利が下がって、ローンの申し込みが殺到するというようなこと——そうしたヘッドラインもあったように思うのだが——については、今のお話を聞いていると、中身をみると必ずしも手放しでは喜べないというか、そういうふうに受止めてはいけないという感じか。

### 沼波国際局長

金利は、物凄い勢いで下がっているが、リファイナンスがぱーんと上がっている。新規購入は、一遍上がって2週間連続で下がっているが、新規の住宅需要に結び付くのは、こちらである。

### 野田委員

でも、リファイナンスが上がっているということは、そこで、最後いわゆる差押えになるというリスクは…。

沼波国際局長

減るとか、あるいは利払いの負担が減るとか。

野田委員

それ 자체は、まだ…。

沼波国際局長

それは、勿論プラスである。それは、おっしゃるとおりである。

須田委員

米国経済が来年の半ば以降、大体プラスの方向へという話をする時に、以前は住宅の調整に段々底がみえてくるという話が一つの要因として挙げられていたと思うのだが、先程の話だとそれがなかった。ということは、そこについては、もっと後ずれするというのがメインのシナリオになっているということか。

沼波国際局長

直近の指標がこれだけ悪くなっていて、それでもなお来年央以降プラスになるというのは、やはり政策面の効果がないと、打ち消し合わない。普通は後ずれするはずなので、どうしてそうならないかというと、やはりオバマの景気刺激策に対する期待が非常に強いという解釈だと私は思っている。

亀崎委員

本来は、住宅価格の下落は、来年央からプラス成長に転じる前に底を打つだろう、止まるだろうということか。

沼波国際局長

前の展望の時に、我々ニューヨーク事務所を通じてアンケートで聞いた

結果を確かお話したと思うのだが、あの時——3か月前——は、年央に止まると言っていたのが、来年末位——だから、下げ止まる時期がむしろ後へ——にずれているという結果であった。そういう意味で言うと住宅についての想定は、前より多分悪くなっている。

### 亀崎委員

にもかかわらず、来年央からは、プラス成長になるだろうというのが変わらないことは不思議だ。

### 沼波国際局長

というのは、そこに1兆ドルだから何らか景気刺激策がくるということと、これまでF e d、財務省がやってきた効果がさすがにマーケットの一部には出てくるだろうということの合わせ技で考えないと、なかなかそれはおっしゃるとおり理解はできないことである。住宅単体だけ取れば、前より当然想定は後ずれしていると思う。今のこの住宅の数字をみると明らかである。

### 須田委員

アメリカの労働参加率の低下なのだが、かつては仕事がないと学校に戻るとか、あるいは自分で仕事をやるというような人などが、結構増えるという話があったけれど、今だと学校へ戻るのもなかなか学資ローンが出ないし、ここで今起業というのもできないだろうと思うと、仕事を諦めた人は失業ではないけれど、本当にそのまま所得がなくなった状態でいると考えた方が良いか。

### 沼波国際局長

まさにおっしゃるとおりだと思う。アメリカの学費は、ご承知のとおり大変高いので、自力でいける人は極めて少ない。スクーデントローンは必須であるが、今おっしゃったような状況であるので、それはまさにご指

摘要のとおりだと思う。

野田委員

中国で、先程みせて頂いたのは、地価であったか。

沼波国際局長

建物。

野田委員

建物の価格。これは、やはり固定資産投資との関連で、総量規制の影響がずっとここに表われてきているという見方が強い。先行き総量規制は解除されて既に数字として表われているが、その影響は、どの位のプラスの効果か。なかなか難しい質問で、お答えしにくいかもしれないが…。

沼波国際局長

今日の北京事務所電にあったが、1軒目の住宅購入時より2軒目の住宅購入時の頭金を上げろという規制も解除しているから、やはり政府は、少しこれは緩めないとまずいと思っていることは確かだと思う。

また、今ちょうど、北京事務所と香港事務所の人が帰ってきてるので、先程話をした。こういった足許の数字をみて民間のエコノミストは中国の来年の成長率を相当ばたばたと引き下げており、8%を7%にしたり6%にしたりという人が結構多い。しかし、むしろ、4兆元を放つておくと——地方政府などはまたはしやいで、多分、どんどん不要な箱物を造っていくというので、中央政府はそういうことはしてはいけないと、今、必死にブレーキを掛ける発言をしているが——、むしろまた過熱するのではないかと心配している人もいるということである。そういうことであるので、あまり悲観一色に振れない方が良いのかもしれない。足許の数字は、素直に受止めるべきだと思うが、来年についてそこまで下げるのかは、もう少し慎重に考えていくたい。現地の情報も少し集めてみたいと思うが、北京にいる

人は少しそういう印象をむしろ持っているという話を先程していた。

水野委員

それは、過剰設備ができるだけで、内需主導の持続型の成長にはならない。

沼波国際局長

もう少し生産的なものを造っていこうと、今、当然、政府は思っている。構造改革も含めて、当然これでやるのだという勢いは政府にはある。ただ、放っておくと地方は相変わらず同じことをするので。

水野委員

だから、本当は一回成長率を下げた方が良い。それで、そのペースを維持する。でもそれが政治的に難しいということか。

沼波国際局長

政治的に舵をきる勇気はないということは変わっていないと思う。

野田委員

もう一つだけ、エクアドルがデフォルトしたが、このマグニチュード、他への影響も含めて、かつての危機との比較等において、どう理解をしておけば良いのか。

沼波国際局長

エクアドルのデフォルト後のCDSスプレッドをみると、上がっているのはベネズエラとアルゼンチンである。ご承知のとおり、エクアドルの大統領は、前の政権が出した債券は違法であると言う大統領であるが、のようなことを言う大統領が沢山世の中にいるとも思えない。思えないのだが、言いそうな人だと市場で思われているのがベネズエラなのである。アルゼン

チソは、2、3か月前に民間の年金基金をむりやり政府に吸収するというような乱暴なことをしたので、あれは政府が危ないのではないかという疑いがずっと今も残っているので、こういう話があると、どうもアルゼンチンには飛ぶようである。しかし、ラ米で言うとその2つだけである。他の欧州やアジアに、特にこれが飛び火しているということではないので、これは極めてアイソレーティッドなケースであるとみている。

### 須田委員

アジアへの波及が今回凄く急速だということについて。一つは輸出だが、お金、金融の方での影響がどの程度か。特にこれだけ急速ということは、資本がアウトフローするという部分からくる影響が考えられるのだが、それはどの程度にみているか。

### 沼波国際局長

前回会合以降でみると、先程の金融市場局の資料にもあったが、エマージングでは、株も通貨もむしろ上がっており、CDSスプレッドは下がっているということである。この間は、アメリカの株価が上がったということによるリスク・リダクションの低下の多少巻き戻し——というと強過ぎるかもしれないが——が起きているので、アジアの通貨も割としっかりとしている。最近問題になっている韓国にしてもしっかりとしている。この1か月について、追加的にマネーフローの面で起きていることは、そういう要因ではない。むしろ、実体経済に集中的に表われているというふうにみていく。

### 野田委員

実体経済に表われているということになると、米欧と同じように逆にフィードバックしていくというリスクがある。そこは須田委員ご指摘のアウトフローに繋がるリスクというのは、全く消えていないということか。

沼波国際局長

それは、常に。然り。

野田委員

この 1 か月で増えてはいない、大きくなつてはいないかも知れないが、変わつてはいないということだな。

中村委員

インド、中国、その他の国で自動車販売が物凄く落ちている。単に、景気の悪化に伴い消費が落ちているのか、あるいは、例えばファイナンスが付かないために買いにくいといった共通の特殊要因はあるのか。

沼波国際局長

金融環境のタイト化という意味で言うと、中国には貸出態度指數みたいなものがあつてみてみたのだが、貸出総量規制を止めたためタイト化していたのが、今、横這い位になっている。中国の場合は、高額所得者が株、不動産でやられてしまつてという部分が大きいと思う。インドについては、今日、香港事務所電もきていたのだが、前からインドは自動車ローンが借りにくくなっているというのが大きいのだと言われている。今日もそういうことが書いてあったが、なぜそうなのか——どうしてインドの金融がそのようにタイトなのかな——、今一つ正直に言って分からぬが、自動車ローン要因を挙げる人が多いようである。

白川議長

全然別の話題なのだが、アメリカの物価上昇率が急速に下がつてゐる。前回も少しそういう議論をしたが、民間の予測だと来年の第 3 四半期が——これはヘッドラインの方であるが——マイナスになつてゐる。そういう目で他国の予測をみてみると、アメリカ以外の国でも前年の裏という要因が勿論大きいのだが、ぽつぽつとマイナスになつてゐる先もある。当

局の方も多分、今、急速に見通しを下方改定しているのだと思う。こういう時に、デフレの危険というものがどの程度海外の当局者で意識されているか。つまり、景気の悪化とは独立した意味で、物価の下落についてどの程度懸念があるのだろうか。それを判断する時に、教科書的には短期的なインフレ率ではなくて、中長期的な予想インフレ率が一番大事だと思うのだが、それを当局者はどうやって判断しているのだろうか。今ブレイク・イーブンをみると日本もひどい状況になっているが、アメリカは今ゼロ位である。これは、実勢かもしれないが、やはり、かなりディスロケーションの影響があるという感じがする。アメリカのようにコアを重視している国であれば、コアの予測の方はマイナスになっていないから、ある程度それが一つのベースになるのだろうが、他の国は必ずしもコアを重視している訳でもなく、そういう国が中長期の予想インフレ率を一体何でみていくのだろうか。また、その方法論は別にして、今、いわゆるデフレのリスクというのをどの程度当局者が懸念しているのか。その辺、何か感じが分かつたら教えて頂きたい。

### 堀井理事

アメリカも、それからカナダも恐らく来年の年央には観察されたインフレ率はマイナスになるだろう。ただ両者とも、白川議長がおっしゃるように、インフレ予想はアンカーされていると一応言っている。従って、直ちにデフレ心理が蔓延して経済の下落圧力をその面から加速するとは、今のところ思っていないというのが、一応の表面の最初の言い方である。ただこれについては、これだけの大きな景気減速、あるいは景気悪化であるから非常に心配は心配であると、そうした下で、日本銀行がかつて行ったような金融政策を含めて、あるいはもっと広い幅の選択肢も含めて検討しているのだということを大体両者は——米、加は——言っている。ヨーロッパについては、まだそれ程の意識が実はなくて、今においても、クレジット・クランチが供給制約なのか、あるいは資金需要自体が景気悪化で無くなっているからかとか、信用リスクが高まっているためかなど、日本で言

えば 1990 年代の半ばから後半にされたような議論をしている段階であつて、デフレの深刻さ、あるいは深刻になるということまでの意識は、米加に比べてかなり低いのではないかと思う。

白川議長

分かった。

西村副総裁

アメリカのインフレについて、コアの部分は、サービス、特に医療のサービスである。日本のアナロジーが効くのか分からぬが、やはり公的部門との関連はあると考えて良いのか。つまり、今、公的部門は財政的に非常にひどい状況で、コストカットをどんどん行つていかなければならぬという状況になっている訳である。それで医療サービス全体——医療関連をコモディティ化することも含めてであるが——に、下押し圧力が掛かると考えることができるような気がするのだが、それについて如何か。というのは、日本において起きたことはまさにそれなので。同じようなことが起こり得るのか。アメリカでは、地方政府のクランチというは何回かあつたけれど、これだけ急速なクランチというのはなかつたので、それが何か影響を及ぼすかもしれないと思っているのだが。つまり、コアのところに關してもマイナスということが有り得るかなという。

沼波国際局長

まだ詳しい内訳をみていないが、少なくとも名目賃金の伸びは、落ちていないどころかむしろじりじり上がっている。そういう意味で言うと、ユニット・レーバー・コストがコアを押し下げているというようなことがまだ起きているとはとても思えなくて、やはりこれはオイルの反落の逆のスピルオーバーということが主因ではないかというふうにみている。

須田委員

先程のデフレの話なのだが、日本がデフレで苦しんでいる時にアメリカもデフレの懸念とか、デフレにならないように頑張るのだとグリーンスパン、それからバーナンキ、2人が騒いだが故に、市場にデフレ懸念が広がったのかもしれないという感想を持った。今そういうことを言うことが、却って世の中に不安心理をもたらしてしまうため、物価の安定しか言わないという、そういったような意識がアメリカにはあるのか。

堀井理事

デフレという言葉を使わない…。

須田委員

デフレ懸念があると言い、それにきっちり対応するのだと言うことが、却って世の中にデフレになるかもしれないという不安を呼んで——バーナンキがその頃、こういう手段があると喚いていた政策について、實際には何もやらなかつたということで、マーケットが失望したこともある訳であるが——、そういうことを言ってしまって、却って人々にデフレ・マインドを植え付けてしまうという、そういうことを心配するというような議論は全然ないのか。

堀井理事

そういうことで正面から議論を聞いたことはないが、今回のFOMCの声明文でもプライス・スタビリティーというのははっきり入っている。であるから、そこは中央銀行の本則に則って、しっかりそこをみていくのだということは、そういう言葉で出しているし、同時にあらゆる手段を尽くすということも言っている。しかもこれは、これで終わりではないというインプリケーションのもとで言っているので、Fedに対する信認を守ろうと、そういう面での余力は、声明からも表われていると思う。ただ、こういう通常の金融政策の領域を出ていく時には、他の色々なところに影響

してくる面があるので——信用リスクをどれまで取るかという問題もあるし、リソース・アロケーションの問題もあるし、市場のファンクショニングの問題も勿論あるだろうし——、そういうところを幅広く検討していくなければならないという議論も出てくる。従って、当然、学者の時になされた、対象を限定した範囲での発言と、それから森羅万象に影響する政策をやっていく時との発言とが変わってくるのは当然のことだと思う。

### 沼波国際局長

F e d の中の見通しがどうなっているか勿論知らないが、民間の見通しをみていると、物価の見通しをコア P C E デフレーターで出している人がいて、来年の後半になると 1 を切るという数字を出している人が出ている。だから、やはりそういうことが微かに視野の中に入っていることは十分有り得るのではないか。そうすると——彼らのいわゆるコンフォートゾーンを切ってしまうということになると——、デフレとは言わないが、それで良いのかという議論にはなるのかもしれない。

### 堀井理事

季節調整済みでいけば、年央にコアの P C E がマイナスになることは、頭の片隅にはおいていると思う。

### 白川議長

これも今日の議論ではないし、アメリカの政策を私達が議論するのもあれなのだが、自分自身が興味を持っているのは、一つはどの指標でみるとせよ、物価上昇率がマイナスになるかどうか、どの程度になるかという事実に関する予測の話であり、もう一つはそういう事態をどの程度いわゆるデフレの危険として認識するか、という話である。前者については、多くの予測が示しているように多分ヘッドラインはマイナスになるのだろう。ただ、これをどの程度にみなすかについては、色々な経験を積んで少し感じが変わってきたいるのかどうか。勿論それはこれからのお話であるが、そ

んなにサンプルが多い訳ではないにせよ、F R B の当局者と話すと、やはり 5 年前に彼らが言っていたこととは、今では少し感じが変わっているというふうに受け取ることもある。なので、そこは興味を持って両方ともみるということである。他にあるか。それでは、時間が少し中途半端になるので、ここで一旦休憩をして、3 時 50 分に再開とする。

(15 時 37 分中断、15 時 49 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

国内経済情勢の報告をお願いする。

門間調査統計局長

それでは、資料－4（参考計表）でご説明したいと思う。まず、図表 1 の短観であるけれども、12 月短観の業況判断、ここへきて急速に悪化をしている。特に、製造業大企業は、第 1 次石油ショック時以来のスピードで悪化をしている。同時に非製造業の落ち方も相当なものである。先行きも一段と悪化する見通しになっていて、企業経営者の目には、景気の底がまだみえていない状況ということである。D I の水準も（2）の非製造業大企業を除いて、過去の深い景気後退のボトム水準に接近しつつある。D I は以上である。

図表 2 の G D P であるが、7～9 月の実質 G D P が 2 次 Q E で下方修正されて、前期比 -0.5%、年率にすると -1.8% である。この結果、この後、10～12 月、1～3 月がゼロ成長でいいても、2008 年度は -0.4% という計算になる。ただし、後程申し上げる生産の記録的な落ち込み等を考えると、10～12 月、1～3 月ともある程度はっきりしたマイナス成長になる蓋然性

が高まっている。例えば、10～12月、1～3月とも-1%、すなわち年率4%位のマイナスということは、覚悟すべき状況になってきていて、その場合であると2008年度は、-1.1%になる。因みに、最近の民間の見通しも2008年度、そしてゲタがマイナスということもあるので2009年度とともに-1%程度を予想するものが増えてきている。仮にそうなれば、累積のマイナス成長幅は、1998年不況や2001年不況よりも大きなものになる。GDPは以上である。

次に図表6に進んで頂いて、輸出であるが、今月は新しい数字が出ていないが、10月が今直近の数字である。前月比が-3.2%、7～9月対比で-3.8%というふうになっているが、これでみてもいよいよ輸出の減少がはっきりしてきているが、これはまだ序の口であって、輸出はこの先大幅な減少となることが予想される。因みに、11月の通関統計は、来週22日に公表予定であるけれども、11月の上・中旬の輸出金額が既に明らかになっていて、前年比-24.7%であった。仮に、11月全体がそのとおり前年比-24.7%で着地した場合であるが、それを11月の実質輸出に変換すると、その前月比は-11.7%になる。10～11月の7～9月対比は-9.3%になる。つまり、輸出が前期比で1割位落ちるという感じになってきている。勿論これはあくまでも、上・中旬までの金額を単純に換算したものであるから、幅を持ってみる必要がある。しかし、合理的な幅を持ってみたとしても、11月の辺りから輸出がかなり落ちてくるという蓋然性は高まっているというふうに考えている。企業から聞かれるミクロ情報でも、やはり海外の環境が11月位から、がくんと悪くなっているという話が多い。財別には勿論自動車が最悪であるが、電子部品・デバイスや建設機械なども状況が急速に悪化していて、さらに鉄鋼など素材の輸出環境も様変わりになってきている。地域別には、米欧の需要の一段の減少に加えて、新興国、最近は資源国も需要に急ブレーキが掛かってきているというふうに聞いている。自動車は、申し上げるまでもないかと思うので、本日は図表11で情報関連の状況を確認しておきたいと思う。(1)が実質輸出の情報関連であって、右端の10月の7～9月対比が大きく落ちている。その背

景として、(2) の全需要というか、世界半導体出荷自体の 10 月の出荷——棒グラフの一番右端——がやや大きく落ちている。細い実線の折れ線グラフが 11 月初めにおける見通しであったが、実は既に 10 月の数字自体がかなり落ちていたということになる。ただし、これは金額ベースであるので、この間の価格の下落も反映されている。業界では、これから 1~3 月に掛けて、2001 年の IT バブル崩壊後並み、あるいはそれ以上にひどくなっていくという観測が強まってきている。(3) の最終製品であるが、これはデータが遅いので、今のところまだ緩やかにしか落ちていないが、唯一 10 月が入っているのは、デジカメ（細い実線）であって、これはやはり 10 月のところで急ブレーキが掛かっている。他の最終製品も 10 月、11 月とデータが揃ってくるに従って、厳しい姿が明らかになってくる可能性が高そうである。それから、輸出面でもう一つ厳しくなっているのは、図表 12 の円高である。ご覧のように、実質実効為替レートの 12 月は 12 日までの平均で指数水準が、123.1 まで上がっている。ここ数日の円高は円の独歩高ではなくて、ドル安であるから実質実効に与える影響は大きくないが、それでも昨日のレートで換算すると 126.0 というところまで上がってきていている。今のところ、世界の需要自体が非常に大きく動いているので、円高のせいで輸出数量が出にくくなっているという明確なミクロ情報は聞かれてはいないけれども、この円高は差し当たり採算面で相当悪化要因になる。さらに、少し長い目でみて数量面にもじわじわとマイナスの影響が出てくるというふうにみるのが自然である。海外経済の急減速という環境変化に円高も加わって、この先輸出の減少幅は大きくなしていくというふうに考えている。

こうした下で、企業収益も悪化が鮮明になってきていて、図表 14 であるが、＜全国短観（12 月）・大企業＞の短観ベースであると、2008 年度の計画は大幅な下方修正になっていて、製造業で前年比 -24.2%、非製造業で -16.7% である。これでも自動車や電機など急速に業況が足許悪化している業種を中心に直近の状況までは織り込みきれていないという可能性が高いと思っている。＜民間調査機関の経常利益（連結ベース）見通し

(2008年12月時点の民間の調査) >——具体的には野村證券と大和総研であるが——では、短観よりもう少し手前の状況まで反映されている可能性はあるけれども、それでも十分に織り込み切れていないというふうに私は思っている。これでみると、製造業は3割を超える減益ということになっていて、いずれも非常に厳しいということである。この調査だと、2009年度も出ていて、現時点では2009年度は——相当これは不確実性が高いので、あまり参考にならないかもしれないが、いずれにしても——、カッコ内の9月調査よりは相当大幅に下方修正になっている。その変化自体は意味がある変化かと思っている。このように企業収益が悪化していて、特に製造業、その中でもとりわけ加工業種の悪化度合いは極めて急速である。内外需要の底入れ、回復への展望が現時点では描けてないために、先行きのキャッシュ・フローに関する不確実性も極めて大きくなっている。そのことは、当然設備投資などの前向きの企業行動に大きくブレーキを掛けことになる。

ということで、設備投資であるが、足許までGDP統計で減少が確認されているので、本日は先行きに繋がりそうな話を中心に申し上げる。図表20、機械受注であるけれども、(1)の機械受注だが、太い線の右端(10月まで)が大きく落ちている。数字で申し上げると、7~9月が前期比-10.4%の後、10月の7~9月対比が-6.1%である。10月の動きは、点線で示した非製造業の落ち込みが主因であって、さらにその主因は携帯電話である。勿論、携帯電話が売れなくなっていること自体、それは別の問題があるのだけれど、設備投資という意味では、非製造業はここまで弱くないとみて良いと思う。しかし、一方、細い実線で示した製造業だが、10月は僅かしか落ちていないが、これはたまたま大型のスポット受注があったということによる面が大きくて、そういった特殊要因がなかった主要業界、例えば自動車、電機、一般機械、この辺りは10月で軒並みはっきりと落ちている。さらにこの統計から1か月位早く出る工作機械受注というのがあるが、ここにはないが数字を申し上げておくと、11月の受注が、季調済み前月比で-39%、前年比-62%と未曾有の落ち込みとなって

いる。約 1 年前に工作機械受注は、史上最高水準になった。それがいまやバブル崩壊後のボトムに一気に接近している。業界でも短期間でこれだけ落ちたという経験はないと言っているが、それもそのはずであって、バブル崩壊の時はピークからボトムまで約 4 年掛かっていたけれども、ほぼそれと同じ落ち幅が、今回は 1 年で起きていて、かつその大半がこの 2 か月であるという状況である。今の状況からすると、10~12 月の機械受注は、やはりかなり落ちていくということを覚悟する必要があると思っている。それから、図表 21 で短観の設備投資計画も改めて確認しておく。2008 年度であるけれども、(1) 製造業大企業は、前回 9 月短観で今回は早くも下方修正が始まり、今回の 12 月短観ではっきりと下方修正がなされた。景気が悪い時には、この後、見込みの 3 月短観でもさらに下方修正ということがよく起こるし、一番右端は、どのみち下に振れるということであるので、今年度はマイナスになることはほぼ間違いないということかと思う。それから、(2) の製造業中小企業であるが、こちらも 12 月短観のところで微妙に下方修正になっているけれども、この時期下に振れるのは 34 年振りである。それから、(3)、(4) の非製造業の足許の変化は、製造業程大きくはないが、元々弱くて、足許も弱いという状況である。設備投資は以上である。

次に個人消費にいく。図表 23 のグラフをご覧頂ければと思う。個人消費の関連で出ているハードデータの 11 月分は、この資料作成時点では乗用車だけであって、ご覧頂くと特に除く軽（太い実線）のベースがひどい状況になっている。数字で申し上げると、右端の 11 月の前年比は -27.9% である。米国のようにオートローンの問題が深刻という訳ではないし、ガソリンも安くなっているので、消費者のマインド自体が相当萎縮してきているというふうに考えざるを得ないと思っている。自動車以外でも、データは 10 月までしかないけれども、家電販売（太い灰色線）も息切れ気味になってきているし、(1) の家計調査関連の指標や商業販売統計もいずれも下向きの動きが続いている。この自動車の次位に弱いのが、図表 24、(1) の百貨店であって、太い黒線の右端の 10 月が前年

比-6.9%とかなり落ち込んでいる。若干ベースが異なる百貨店協会の11月分の数字が先程2時半に出ていて、まだ私ちやんとした資料をみていないのだが、ボードに先程流れていた数字では-6.4%である。10月並みにマイナス幅が大きいということなのだが、実は、11月は休日数が昨年よりも3日多くて、本来11月はかなり強い数字になるはずなのに、10月並みに落ちているということであるから、実勢は10月以上に悪い可能性があると思っている。実際、事前のミクロ情報だと、10月に比べてもさらに落ち込んだのではないかという印象を持っている百貨店が多いよううに聞いている。そのミクロ情報であると、やはり主力の衣料品が落ち込んでいるということに加えて、宝飾等の高額商品が全く出ないということで、12月入り後も回復の兆しはないということである。最近、よく製造業の幹部からは入社以来、30年、40年で初めての経験だという話があるけれども、同じような話が最近は複数の百貨店からも聞かれるようになっている。ということで、非常に百貨店も苦しい状況になっている。ただ、この資料には付けていないけれども、各種の低価格業態では、むしろここにきて売上を伸ばしているところもある。低価格品へのシフトを伴いながら、個人消費全体が一段と弱くなってきているということであるので、家計の生活防衛スタンスがいよいよ明確になってきているということかと思う。その背景は、言うまでもなく、雇用、賃金に関する不安の高まり、それと株価の低迷といったところが大きな要因かと思う。この先、物価の下落が消費者マインドに対して、一定の歯止めの効果を持ち得るとしても、やはり個人消費は当面さらに弱まるというシナリオを中心にみていくべきかと思う。

次に、住宅投資である。図表27をご覧頂きたい。10月の住宅着工であるが、総戸数は年率102.7万戸である。これまで、ほぼ横這いできたが、10月はその水準が1割位切り下がっている。昨年の改正建築基準法の施行が作り出した波があるので、この数字、前期比、前月比がなかなかみにくい。そこで、図表28で、視覚的に確認して頂くと、足許特に弱いのは太い灰色線で示した分譲である。(2)のマンションの販売動向をみても、細

い折れ線で示したマンション在庫が高止まつたまま落ちてこない。この間、棒グラフで示した売却戸数も今のところ下げ止まつたとは言えない状況にあって、在庫調整にはまだ暫くの時間を要すると考えられる。業界では、回復は早くても 2009 年後半ではないかというふうに言われている。従つて、この先の着工も分譲を中心に今までより若干低いレベルで推移していく可能性が高いというふうに考えている。住宅は以上である。

次に生産、図表 29 である。最近における急速な景気の変化を一番明確に確認できるのが、冒頭の短観の業況判断とこの生産である。10 月の生産が、7~9 月対比で -3.6%、これだけでも十分弱いのだが、予測指数を繋げると欄外に書いてあるように 10~12 月は前期比 -8.6% と、現行接続指数で遡れる 1953 年以降初めてのまさに未曾有の落ち込みになる。これだけ変化が速いと、1、2% 位は完全に誤差なので、10~12 月は 1 割落ちるという位かと思う。図表 30 で、その落ち方を視覚的にみて頂くと、まさにこういった感じであって、しかも 10、11、12 月と毎月レベルが下がっていくうえ、業種的にも真っ先に減産が始まった自動車、電機の影響が少し遅れて一般機械とか素材に広がってきてるので、1~3 月の生産も減少が続くことはほぼ避けられない状況になってきている。我々のミクロの積み上げであると、これもまだ相当誤差があると思うが、1~3 月は、10~12 月対比で 5、6% 追加的に減少するという感触になっている。とにかく変化が速いので、それ以上の低下幅になる可能性も十分にある。それをこのグラフに頭の中で延長してみると、1~3 月の生産水準はあつという間に 2001 年のボトム近辺まで落ちていくという感じになる。当然、稼働率が急低下して、需給ギャップは大幅なマイナスという事態になってくる。それと在庫の関係であるが、図表 32、在庫循環を確認しておくと、一番上のぐるぐる回りであるが、ほぼ前回本席で申し上げたような勢いで左の方向に飛んでいる。ただ、前回は、10~12 月でこうなるのではないかと申し上げたのであって、実際には 10 月だけでこうなっているのである。10~12 月を締めくくれば、恐らく左方向は、-10% ラインを突破していくと予想される。さらに、1~3 月は、この左方向の目盛が足りるかどうか

という感じになると予想される。その時の上下の位置、つまり在庫の水準がどの程度抑えられるかというところがポイントである。今、分からぬのだが、それによって、その先の生産の状況が左右されるということになってくる。そこは、不確実性が相当大きいということである。ミクロ情報では、企業は現在年度末頃までの在庫適正化を狙って、急速な減産を行っているということであるので、仮にそれが目論見どおりにいけば、年度末での在庫調整のほぼ完了によって、4~6ヶ月の生産は回復に向かうということに、話としてはなり得る訳である。しかし、通常そういう目論見は、目論見どおりにはいかず、在庫調整の完了時期が、先に延びることが多い。今回もまさに、この生産の減少が、所得、そして内需の減少をもたらす悪循環が始まっていると考えられるし、かつ今、それと同じようなプロセスが世界中で起こってきていると思われる所以、在庫調整の逃げ水現象が起りやすい状態になってきている。実際、企業自身も現時点では、内外需要の先行きについて、全く読めていないという状態であって、とにかく今の需要水準に早く合わせようと必死に減産をしているというのが実態である。以上を踏まえると、生産の減少が1~3ヶ月に止まるかどうかについては、さすがにこれだけ落ちれば止まるだろうというふうに予断を持たずに、細心の注意を払ってみていく必要があるということかと思う。

こうした生産の状況が、負の連鎖を強める次のステップとして懸念されるのが雇用であるが、その計表が次の図表33である。ただし、現時点ではデータが10月分までであって、ここまででみる限り、じわじわ弱くなっているというこれまでのトレンドに特段の変化はなく、悪化のテンポは加速していない。図表33の数字を追うよりも、本日はグラフでざっとみていく。図表34をまずみて頂くと、(1)の有効求人倍率は低下を続けていて、直近はちょうど0.8倍である。低下局面の最初のうちには、例の水増し求人の適正化という要素もあったのに対して、最近は実力で下がっていると思われる所以、実勢としての低下のペースは、幾分速まっていると判断される。一方、完全失業率は、10月は3.7%へと低下したけれども、これ

はデータの振れである可能性が高くて、この後、上昇傾向を辿っていくとみるべきかと思う。図表 35 であるが、(1) 労調の雇用者数（太い実線）も直近の 10 月は僅かにプラスになっているが、これも先程の失業率と同じ統計であるので、恐らく振れである。この後、前年比マイナスに突っ込んでいく可能性が高いと思われる。足許までの生産の動きを一番素直に反映している (3) の所定外労働時間（細い実線）も前年比は既にマイナスであるが、これもこの後、マイナス幅が急速に拡大していくことが予想される。それから、図表 37、名目賃金である。(1) のグラフは、変則四半期で描いてあるので、右端が、9 月、10 月の平均であるが、ここまででみる限り、まだマイナスにはなっていない。所定外給与はさすがにマイナスであるが、所定内給与のプラスで打ち消されている。ただし、賃金も先行きはマイナスになっていく蓋然性が高いと考えている。まず、所定外給与が製造業を中心にマイナス幅を拡大していくことは、先程申し上げたように、まず間違いないと思うし、特別給与も企業収益の悪化を受けて、この後、11 月、12 月、1 月というボーナスシーズンに減少が顕在化してくると考えられる。因みに、日本経済新聞の集計でみると、冬のボーナスの前年比が昨年は +0.71% であったのに対して、本年は -0.80% と 6 年振りのマイナスになっている。さらに言うと、2008 年度の収益の大幅な悪化は、むしろ来年の夏のボーナスにかなり大きく効いてくる可能性が高い。その間、雇用過剰感の高まりから、所定内給与の方も徐々に下押し圧力が掛かってくるということかと思う。それを踏まえると、(3) の雇用者所得であるが、労調ベース（細い実線）でみても、今はまだ何とかぎりぎりプラスであるけれども、この先ある程度はっきりと減少していく可能性が高まっている。そういうこの先の状況について、家計が既に大きな不安を持って受止めているということであるが故に、個人消費が既に足許から一段と弱くなってきてているということかと思う。雇用関連は以上である。

次に物価へいく。国際商品市況とか輸入物価が、大きく下落しているという点は、特に変わってないので、そこを飛ばして、足許の変化がみら

れる図表 41 の国内需給環境を、一応確認しておきたいと思う。先般の短観が主であるが、(1) の短観需給判断 D I は、製造業を中心に需給の引き緩みが明確になっている。それから、(2) の需給ギャップ——白丸で繋げているもので、我々が計算している——は、7~9 月の数字が入っているが、問題はこの後であって、10~12 月以降、先程申し上げたように生産が急減して稼働率が大幅に低下していくということを考えると、10~12 月、1~3 月と前回や前々回のボトムに接近するようなイメージではつきりと低下していく可能性が高まっている。これまでの国際商品市況の下落の影響だけではなくて、国内の基調的な需給環境自体も今後物価押し下げの方向に働く状況になってきているということである。以上、申し上げたうえで、物価指数としては、消費者物価の先行きについてだけ申し上げる。図表 47 をみながら聞いて頂ければと思うが、除く生鮮の前年比の 10 月の実績は、+1.9% であった。伸び率の低下は、予想どおりであった。この後、低下のテンポが速くなっている、次の 11 月の前年比は +1% 前後、12 月は +0.5% を切っていく可能性が高い。それ以降は、原油市況や為替相場にもよるけれども、それらが横這い圏内で推移するとすれば、1~3 月はゼロ近傍、来年 5 月以降ははつきりマイナスという展開になってくることが予想される。

以上、今回のポイントは何と言っても、生産統計や短観で確認された製造業を中心とする急速な情勢の変化ということである。そして、輸出の大幅減少や雇用情勢の一段の悪化などが 10 月までのハードデータでは確認されてはいないけれども、近い将来に確認されていく蓋然性がかなり高いと思う。設備投資、住宅投資、個人消費、そういった内需関連も総じて弱いものが多く、この先内需全体としてさらに弱まっていくと予想される。実体経済と金融の負のフィードバック、そして生産・所得・支出の悪循環というある種典型的な景気悪化の局面に入ってきたと判断されて、その悪循環のモメンタムがこの先さらに強まる可能性をみておく必要があるということである。非常に厳しい情勢である。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

水野委員

需給ギャップであるが、4%内外あるいはそれを超えてしまうかなというところの感じに手許計算ではなるのだが、そのようなイメージか。

門間調査統計局長

その位までいく可能性を視野に入れる必要があると思う。

水野委員

2010年は、マイナスが残るというイメージか。

門間調査統計局長

成長率であるか。

水野委員

ギャップである。

門間調査統計局長

ギャップは残る。つまり、一旦そこまでもし落ちてしまうと、5%位成長しないとなかなかプラスにならないので、1年間では。であるから…。

野田委員

累積ベースであるから。

水野委員

累積ベース。そうすると、物価についての見通しは、2010年度も明るくないということであるな。

門間調査統計局長

暗い。

野田委員

そうはつきりと言われると。

水野委員

私もそう思う。それだけ確認したかった。

亀崎委員

国際商品なのだが、従来は交易条件が悪くて、それが景気の一つの足枷となっていた。しかし、今度は、特にエネルギーに代表されるように急激に下がってきており、他方では円高もあって、その面がプラスに効いてくる訳である。大幅に設備投資や生産が落ちていく中で、これが、どれ位のプラスに効くのかというのを、なかなか難しいと思うのだが、どういうふうに考えれば良いか。

門間調査統計局長

まさに、おっしゃるとおりで、景気に負のモメンタムが働いている間は、そういういた良い環境の変化というものも、なかなかマクロでは感じにくい状況が暫く続くのではないかと思う。実際に物価が下がってきてることに関しては、日本の消費者マインド指数の中でも極く一部足許少しだけ良くなっているのがあって、恐らく、夏に比べるとガソリンが下がっているとか、そういうものが若干の好転とまでは言わないが、若干の反発に影響している可能性がある。消費者は、それはそれで物価が下がれば、多少なりともプラスということかと思う。しかし時々申し上げているし、本日も随分申し上げたが、今、雇用とか賃金の不安の方が遙かに急速に強まっているので、この位の物価の下げ、あるいはそれの効果についての期

待位では、なかなか景気全体を持ち上げるという感じにはなっていかないのではないかと思う。むしろ、良く、円高メリットとか、物価が下がることのメリットなどが言われる局面があるが、大体それというのは、そもそも景気が良い時が多い。バブルの頃だとか、1994年～1995年位の時など、景気回復局面にある時が多い。一旦景気のボトムがはっきりみえて持ち上がっていく時に、物価がまだ落ち着いていれば、それが追加的な支えになると思っておく方が良いのではないかと考えている。

### 須田委員

企業の方などから、こんなことは初めてだとかという話が沢山聞かれて いるが、ずっと長い間日本経済をみて、分析してきた立場からみて、この ことはどういうふうに感じているか。

### 門間調査統計局長

企業の偉い方の方が、私よりもずっと長く会社にいらっしゃるので、当然私にとっても初めての数字である。少し前までは、国際商品市況でちょうど私が入行した1980年代初頃以来というのが多かった。今度は景気の悪さで、その前以来というのが随分増えてきているので、恐らく、白川議長が入行された頃以来という数字が増えてきていると思う。

### 白川議長

私は、昭和48年、49年と支店で産業調査をやっていたから、あの時の物凄い落ち込みというのは、今でも、私の仕事の経験の中では一番大きい。しかし、今回それを上回るもののが出てきた。今の質問と若干関連するのだが、金融システムに関する色々な指標をみた場合に、勿論日本も悪化している訳であるが、数字を表面的にみると日本の悪化というのは、欧米対比まだ良い。しかし、実体経済の方は、欧米というか世界の中でみても決して良い方ではなくて、むしろ悪い方に属している。厳密に比較はできないが、なぜ金融面で一見するイメージと、実体経済面でこれだけ差があるの

かと言うと、典型的には自動車などが典型であるが、この4、5年間日本の経済の回復をリードしてきた産業がまさに落ち込んでいる。グローバル化の下での景気循環の影響を最も受けやすいような構造になっていることの反映というふうに理解して良いか。

### 門間調査統計局長

然り。そこは、おっしゃるとおりだと思う。やはり、特に自動車であるけれども、2004年～2007年の5%を超える世界経済成長の下で、大手の日本の自動車メーカーはほとんど海外で収益を挙げてきた訳である。アメリカで、年によつては7割、8割などという収益を挙げてきた訳であるので、そこで車が売れなくなれば、当然その収益が7割減、8割減になるのは計算上明らかであるし、しかも最後の2年位、とりわけ1年位であるか、中国向けだとか新興国向けに相当出たので、そこもある種世界経済のバブル的な拡大の最後の花であったと、その花のところにわーっと車を押し込んだのだが、結局それが息切れするとあつという間に落ちてしまうということが恐らく今起こっていることなのではないかと思う。その意味では、確かに日本経済そのものの中には、元々はあまり不均衡はなかつたし、かつ金融の痛みも少なかつたのだが、これだけグローバル、一体化していると、恐らく日本の中だけで痛みが多いとか少ないとかいうこと自体に議論として意味があまりなかつたのかもしれない、多少反省を込めて言うとそういうことである。従つて、世界全体の金融マーケット、労働マーケットも含めてかもしれないが、全てが繋がつている中で、たまたま日本は、とりわけ物作りというところに非常に一日の長があつたから、世界的な急拡大の中で、競争力、技術力があつたものは沢山売れていて、一番そこで恩恵を被つたのだけれども、逆に被害もそこが一番大きいということになつてゐるということかと思う。因みに、日本のIIPでは、自動車のウエイトは、部品を含めると15%位あるのだが、アメリカは、それよりは大分小さい。1割ないと言われている。であるから、実は火元のところでは随分特定の会社について大騒ぎしているけれども、マクロ全体というこ

とで言うと、実は火の粉が飛んだ先の日本の方が、自動車バブル崩壊のようなことの影響は大きいというふうにマクロの統計上もなっているということだと思う。

### 白川議長

ということは、逆に言うと、世界経済は、今のような厳しい状況が暫く続くのだろうと思うが、そうは言ってもどこかの段階で、世界経済は回復してくる訳である。その時の回復の恩恵というか、影響については、日本は、逆に相対的に大きいと言えるのだろうか、そこはどういうふうに考えれば良いのか。今からそれを考えてもかなり先のことではあるが…。

### 門間調査統計局長

そこが、まさに元の5%の成長には戻らないと思う。ただし、恐らく最後の2年位の間というのは、日本の大手メーカーは、そういった成長が続くということを半ば前提にして設備投資とか下請けも含めた色々な戦略を練っていたと思う。それをもう一回考え方直さなければならないということに今きているのだと思う。戻るとしてもどの位の持続可能な成長率で戻るのかと、そこが少しまだ見極めきれないということであって、我々も分からぬのだが、恐らくは、かつてのような5%に戻らない。しかし、それが長期平均の4%まで戻ってしまうのか、その中間位——新興国がこれだけ需要が急拡大しているから、長期平均までは戻らないけれども5%までも回復しないというような、その中間のようなところ——で落ち着くのか、その辺りをまさに今後回復していく過程で見極めていくということなのではないかと思う。

### 山口副総裁

ということは、中期的な企業の成長期待というのが、はっきりと下方に屈折している可能性が高いということか。

### 門間調査統計局長

「はっきりと」というところの程度問題が、恐らく今一番見極めが難しいところだと思う。まず一つ言えることは、中長期の成長期待云々を別にしても、とにかく足許のショックがあまりにも大きいので、この短期のショックに対しては、必死に対応しなければならない。これが、恐らく1年位は続く。その後、成長がまた戻ってくる過程において、どこまで戻るのかというところで、恐らくその答えが確かめられていくということだと思う。ただ、はっきりとかどうか分からぬが、少なくともなにがしかば、中長期の期待が下方修正されているというふうに考えるべきかと思う。

### 西村副総裁

二点ある。一点は、そのところなのだが、勿論在庫に関しても非常に効率化が進んでいくと同時に、設備投資のディシジョンに関してかなり早くなっているというのが私の理解なのだが、そういうことから考えると、要するに、今、急速に設備投資がかなり落ちるが、それなりに回復する時は、それなりの対応というのは比較的早いというふうに私は考えているのだが、大体そのような感じで良いのか。

### 門間調査統計局長

そこは、常識的にはそうである。おっしゃるとおりなのである。ただ、そういった常識というのは、まさにここの中長期のトレンドが変わらないというのを前提にしているので、それがどの位変わるのかによって、V字の角度のイメージが相当変わり得るので…。

### 西村副総裁

あと、それからやはりどこが回復するかというか、つまり地域の問題であるな。それが、多分大きく影響するのだろうと思う。

### 門間調査統計局長

地域としては、少なくとも日本の製造業は、欧米から新興国へというふうに舵を切っているので、そこは恐らく大筋としては間違いないのだろうなと思う。ただし新興国自身も、欧米の金融システムがある程度安定しないとその成長率に戻れないということであるとすると、欧米が回復するということと、表裏一体という面も相当大きいということになるので、まさにグローバル需要がどの位のところで回復してくるのかということに尽きると思う。

### 中村委員

今まで設備と雇用に過剰感、余剰感はなかった。ただし需要がここまで2割、3割落ちてくると、既存の設備、雇用でも結局過剰感を抱えるということなのか。

### 門間調査統計局長

これから、抱えることになる。今抱えつつあるということかと思う。先般の短観でも製造業は、足許明確に雇用も設備判断も過剰超の方に向かっていて、先行きもさらに向かうということであった。今のところ非製造業は、そうではないので、そこは取り敢えず救いではあるのだけれど、これも内需が弱まつてくると、非製造業も段々高まつてくるというのが普通なので、来年の半ばに掛けて暫く過剰が拡大していくというふうにみておくのが、一番標準的かなと考えている。そうなってしまうと、先程の西村副総裁へのお答えとも関係するのだけれども、勿論在庫とか設備の圧縮が進み、そのフェーズが終わることによって需要が戻るという面もある一方で、一旦過剰が強まつてしまうと、暫くは直ぐに投資しなくても大丈夫だという面も出てきてしまうので、そのバランスもなかなか評価が難しいかというふうに思う。

### 西村副総裁

もう一点、見通しをお聞きしたいのだが、需給ギャップは、かなり大きくなっているという話と、それからフィリップス・カーブの傾きが、フラットになっているという話などがある。今回のように需給ギャップが非常に大きくネガティブの方向にいくと、やはり比較的小さな動きの時のフィリップス・カーブ的な動きよりかは、もっと一般的なというか、かなり大きな調整があるという形のフィリップス・カーブでみておいた方が良いという、そのようなお考えか。

### 門間調査統計局長

そこがまた非常に難しいところであって、不確実性はあるのだけれど、実はこれまで我々過去 10 年間で議論してきた中で、1999 年と 2001 年——先程の需給ギャップの前 2 回のボトムである——は、事前にはもう少し物価は下がるのではないかという警戒を持っていたのだが、実際には、そんなには物価は下がらなかつた。むしろ、その局面の関係を持って、フィリップス・カーブは、かなり平らであるなというふうな認識が醸成されてきたということであるので、過去の経験則からいくと、この位までいっても、そんなに物価はがくっとは落ちないということだということになる。だが、二度あることは三度あるのか、そうではないのか、よく分からぬし、かつ今回は前回のボトムをさらに切っていく可能性も否定できないので、やはり相当細心の注意を払ってみていくしかないというふうに考へている。

### 白川議長

今のその数字であるが、あの時の私の経験だが、当時ニューヨーク連銀で会議があつて、日本はこれだけ需給ギャップがマイナスとなっているので、標準的にはこれだけ物価が下がる、かなり下がるという説明をしたのを今でもよく覚えている。その時に、本当にそこまで下がるかという議論があったが、結果的には、そこまで下がらなかつた。その点はずつとパズ

ルとして残っている訳であるが、取り敢えず、あの時期の経験については——一般的なフィリップス・カーブのフラット化の話はしているが——、日本銀行の中ではどういうふうに理解されているのか。

### 門間調査統計局長

これは、公式見解はないし、公式ではない見解も実はほとんどないのだが、いわゆる計測などをしてみると——これはほとんど定義によりということであるのだが——、期待インフレ率がかなり安定しているということになる。暫くギャップが深い状態が続いても、なかなか期待インフレ率が変わらないかということであるから、そこがかなりアンカーされているということである。そのアンカーされている理由が、実はよく分からない。日本銀行の「中長期的な物価安定の理解」みたいなものが、非常に効いているのか、あるいはそうではなくて、単純に過去十何年間、日本経済はほぼゼロインフレできている訳であるから、ゼロインフレという状態から抜け出すことに対して、人々はあまり外側の世界をプラス方向にもマイナス方向にもイメージしにくいということなのか、そこははっきりとした結論は実は出でていない。ただ、とにかく、非常にステイッキーであって、需給ギャップがプラス方向にいってもなかなかプラスにならなかつたというのと同じように、マイナス方向もあまり大きくは効かないというのが、これまでの経験ではある。

### 野田委員

先程から、生まれて初めてだとか、仕事についてから初めてだとかいう話が聞かれているが、恐らく深さではなくて、スピード、落ち込むスピード、角度を言っているな。この角度の大きさというのは、今の物価の議論に意味がありそうか。かつてと比べると、そこが相当の差であるな。さらに、深さがどこまでいくかというのは少し不確実ではあるが、足許までのスピードというのは、明らかに場合によっては10倍とか5倍などという。ここは何かインプリケーションはあるのか。

### 門間調査統計局長

そもそもずっとこれも長年の議論があるのだが、需給ギャップの変化が効くのか、あるいはレベルが効くのかという議論はずっとあって、今のところは両方がそれなりに効くのではないかという常識的な答えになっている。そうすると、おっしゃるように足許の急速な変化も多少物価の下落圧力を強める方向に効いていく可能性があるということも意識しながらみていく必要があるのではないか、ということを私も思っている。

### 野田委員

これまで、上がりにくかったということと、若干非対称な状況が有り得べしということだな。

### 門間調査統計局長

そうであるな。

### 須田委員

スピードという意味で、雇用の調整がやはり速くなっていて、非正規雇用者が沢山解雇されているという意味では、雇用の超過がそんなに長く起こらなくて済むというふうに考えて良いのか。

### 門間調査統計局長

そこが、なかなか難しいところがあって、元々日本もそうであるが、別に派遣などという形態でなくとも期間工とか臨時工というのが沢山いた訳である。かつてのまさに白川議長がおっしゃった多分昭和47年、48年の頃も相当な勢いで期間工などは切られたはずである。であるから、スピードそのものが速まったのか、かつそれが派遣という形態の影響なのかというところについては、多少慎重に評価する必要があると思っている。ただ、いずれについても今ショックが大きいので、ショック対比のスピー

ドがそんなに速まってはいないとしても、相当な勢いで製造業の雇用は切られしていくということは間違ひなくて、むしろマクロでみた場合には、それが今のところまだ人手が不足していると平均的には言われている非製造業のところに上手く吸収されていくのかどうか、というところがむしろポイントかなと思っている。ただ、非製造業にしても小売にしてもサービスにしても、これまでずっと人手不足と言っていて、それでも賃金を上げなかつたのは、上げると儲からないからなのである。末端の価格があまり上がらないので、そこまで景気が強くなかったと、今、益々景気が弱くなつてきている中で、賃金を上げて採るというオプションは有り得ない。もし採るとするならば、むしろより低い賃金で採るということになる訳であるので、恐らくそういう製造業から非製造業へというシフトが起こる過程において、むしろ賃金が低下していくということが起こつてくる可能性がある。逆に言うと、これまでよりも安い賃金でも良いというふうに諦めないと、なかなか次の職場がみつけられないということが、マクロでも効いてくるのではないかというふうに思う。

### 野田委員

むしろやはり、門間調査統計局長の悲観論に輪を掛ける訳ではないけれども、製造業から非製造業への影響もやはり従来考えていたよりも極めて速く進んで、我々が期待している非製造業の雇用余力が実は早々にまたしぼんでしまうというリスクの方がどうも私には大きく見える。

### 門間調査統計局長

そこは、常識的にはそうであると思う。今のところミクロで声を拾うと、漸く人が集まってくれるなど、そういう話が多い。しかし、そこを通り越して、多分充足されてむしろ人が余ってしまうと——この前週末の新聞であったか、今年は年末年始、お正月の年賀状配りのアルバイトが去年まで集まらなかつたのが、今年は凄い勢いで集まつていると、このままでいくと定員オーバーなので、むしろ抽選だという話であるので——、凄い

人手不足から一気に余剰という、そういうことが色々なところで起こる可能性がある訳である。

白川議長

他にあるか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境の報告をお願いする。

雨宮企画局長

それでは金融環境の現状評価をご説明する。資料-5(参考計表)である。実体経済、市場環境だけではなく、金融環境もかなり急激に変化している。主要ポイントをご説明した後、最後に若干、金利、量、アベイラビリティという三点からどう評価するかということを纏めたいと思う。

まず、図表1であるが、インフレ予想は当然この足許の物価の低下を受けて段々下がってきており、新しく出てきた指標は、(2) 内閣府の消費動向調査から作った1年後の予想インフレ率であるが、プラスではあるが、ピークの3.6%から直近2.6%まで下がっている。(3) 短観から推計した企業の短期のインフレ予想であるが、これはお配りした後新しい短観が出ており、推計し直したイメージだけ申し上げると、来期の仕入価格の予想インフレ率は、前回短観では17%位であるが、今回推計し直した来期予想は急激に折れ曲がって、0.7%のところまで落ちている。それから、図表2のエコノミストのフォーキャストであるが、(1)のESPフォーキャストで、12月の一番新しい調査は太線であり、これは若干の下方修正、来年の第3四半期のマイナスが0.5%までできているが、2009年度の平均としてはまだ-0.2%といったところである。それから先程来、インフレ予想のアンカーの話が出ているが、これを何でみるか難しい訳だが、(4)のインプライド・フォワード・レートの3年から10年というところである。

が、過去 5 年間大体下がっても実は 1.65%というところでストップが掛かっていた。1.65~2.65%の間で、大体安定的に推移していた訳だが、足許これが 1.545%位で、少し下に下がってきてているようであり、若干注意してみていきたいと考えているところである。

政策金利水準の評価は変わっていない。少し折れ曲がり始めており、この後 C P I の上昇率が下がるにつれて段々緩和程度が縮まってくるだろうというふうにみている。これが図表 3 と図表 4 である。

それから、政策金利よりもむしろ企業の資金調達コストの評価であるが、図表 5 で約定平均金利はまだ 10 月のものまでしか出ていない。約定平均金利の 10 月の数字自体は例えば新規の総合（除く交付税特会向け）をご覧頂いて、10 月 1.752%に、7~9 月をみて頂くと 1.723%、4~6 月 1.757% という推移なので、まだ横這い圏内であるが、実際には足許、後程申し上げるような、特に大企業から銀行への借入れ需要の増加を反映して、スプレッドは上がり始めているというヒアリングの情報がある。かつ、ベースとなる T I B O R も上がっているので、恐らく強含み、上がる気配が貸出金利でもみられているのではないかというふうにみている。それに加えて、C P・社債のレートは明確に上昇しており、例えば、C P のスプレッドをご覧頂くと、a -1+格、a -1 格、a -2 格とも 11 月は、それぞれ 10 月対比上昇している。12 月は年末越えも入っているが、この 11 月のそれぞれの数字の後の 12 月初旬——1 日から 10 日の数字の集計値——も若干上昇しており、例えば、a -1+格の 11 月は +0.35% に対して、12 月初旬は +0.50%。同様に a -1 格の +0.97% に対して、+1.15%。a -2 格の +1.36% に対して、+1.63% ということなので、レートとしてはまだ上がっているということである。それから社債の方であるが、こちらは発行が乏しいので、あまりこの発行レートをみても仕様がないのだが、意外と発行が多くされている A A A 格でみても +0.33% というふうにスプレッドが上がっているので、貸出、市場調達とともに調達金利は少し強含みという評価が適当かと思っている。ではこうした貸出・借入れ金利の動向が、収益と比較してどうかという評価であるが、図表 9 である。これは法人季

報から計算したROAと平均支払金利の比較である。これは実は7~9月までしか出ていないので、足許のデータは入っていない。ただし、7~9月でもROAが相当下がったことによって、(2)の乖離をご覧頂いても、レベル的には大体2003年の第3四半期頃までの緩和幅に縮まっているということである。恐らく10~12月はこのROAが相当下がり、場合によつては平均支払金利が少し上がり始めるという格好で縮まる可能性があるかと思っている。いつもお示ししていないが、これは全企業合計であるが、企業規模別に分解して作ると、やはり中小企業はこの7~9月の段階でもほぼゼロに近づいているので、10~12月は恐らくかなり厳しい面になるのかなと思ってみていうところである。以上が調達コストの評価である。

次に量の評価であるが、図表10であるが、量自体は増えているということである。民間部門総資金調達をご覧頂くと、11月は+0.7%ということで10月よりむしろ伸びを高めているということで、これは専ら銀行貸出の寄与度が+1.5%ポイントから+2.2%ポイントに伸びているということを反映したものである。この背景であるが、二つあって、一つはむしろ直接市場調達のCP、社債が減っているので、ここからの資金シフトが一つ。ただし実際には、資金シフト以上に貸出が増えており、あとは企業が手許流動性の積み増しで借入れを急いでいるという二つの要因から量そのものが増えているということである。それから、<民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高>の銀行計の11月は前年比+4.1%と、それに対してCP・社債合計は-4.2%ということで前年割れが続いているという状況である。なお、社債市場であるが、一時と比べると少なくとも高格付けのものの発行は再開されている。<国内公募社債、転換社債、株式の発行額>で11月の社債のグロスの発行額5,700億円ということであるが、12月は15日までの中間ラップの集計で7,500億円というふうになっている。実はA格は一つしか出ていないので、引き続きAA格以上ではあるのだが、AAA格、AA格についてはむしろスプレッドが広がったことで、投資家の買い意欲が強まっているという面もあり、発行再開の動きは、11月、

12月は比較的広がっているということがある。この後、当然社債市場の注目点は、償還のこぶがくる来年の3月である。この後の毎月の償還金額を申し上げると、この12月が6,582億円であったが、来年の1月が2,980億円、2月が3,100億円、3月が7,543億円ということである。この償還額のうち、A格以下のものが、例えば今申し上げた今月12月の6,582億円のうち1,030億円がA格以下だったのだが、これが来年3月の7,500億円のうち2,047億円がA格以下であるので、3月に向けて厳しい状況が続くということかと思う。以上が量の動きである。

次はアベイラビリティであるが、今回短観で色々な金融環境の調査が出ているのでこれをご覧頂くと、図表16の<金融機関の貸出態度>で、全国短観が12月調査で-6%ポイントということで、久し振りにマイナスが付いたし、大企業もマイナスが付いたということである。それぞれいつ以来かを申し上げると、全国短観全産業の-6%ポイントは、2003年第1四半期の-6%ポイント以来であるし、中小企業の-9%ポイントというのも、これも同じ2003年第1四半期以来なので、合計と中小企業は2001、2002年のボトムから這い上がってきた辺りに戻ったということだが、実は大企業の-4%ポイントというのは、それより以前の1999年第1四半期以来ということであるので、大企業が感じる厳しさというのは、そういう比較で言うと、むしろ中小企業よりある種厳しいとも言える訳である。ただ、これは多分供給が厳しくなるというよりは、先程申し上げたとおり、C P・社債からのシフト、それから手許流動性を厚くするということで、一斉に借入れ需要に走り、そこでさすがに供給が応えられないということで、厳しいと感じていることだろうと思うが、現在起きている動きを非常に特徴的に表わしているということだろうと思う。<資金繰りD I>をご覧頂いても、全国短観はマイナスになった。大企業はまだプラスであるが、引き続き大企業もプラス幅を縮め、中小企業はマイナス幅を拡大しているという状況である。

それから図表19であるが、企業倒産は引き続き前年比プラスである。11月1,277件ということで、前年比+5.3%と引き続きプラスが続いている

る。

マネーであるが、図表 21 でマネタリーベース、マネーストックをご覧頂くと、特に大きな変化はないが、マネタリーベースは引き続き 9 月以降の伸びが段々大きくなるという動きが続いており、11 月は +1.9%。中身的には、銀行券が +1.1% と伸びを高めていることと、日銀当座預金が伸びを高めているのが要因である。マネーの方は、M2 でみて、11 月 +1.7% とほぼ横這いだった。ただし、この 7~9 月の +2.2% と比べると、+1.8%、+1.7% となっているので、評価としては伸び率は幾分低下というふうに評価を変えている。以上が個別の項目である。

最後に、前回からお付けしている 1998 年との比較ということで、図表 25、図表 26 をご覧頂くと、まず図表 25 で 1998 年との比較でいうと、今回は銀行貸出のプラスが大きくなる一方で、CP・社債がマイナスであるという傾向が一層はっきりしてきたというのが一点目の特徴である。もう一つの特徴は、図表 26 の (2) であるが、この CP の発行スプレッドだけとすると、1998 年のクレジット・クランチ時を 11 月は超えたということであるので、市場の厳しさがここにも現われているということかと思う。この二つがこの比較の特徴である。個別のデータは以上である。

以上、金融情勢を、金利、量、アベイラビリティと総括すると、まず、金利面では政策金利は引き続き極めて低いということだと思うが、企業の資金調達コストは直接調達、銀行借入れともに強含む気配がみられるということかと思われる。それから二つ目、量であるが、合計は貸出の増加で増えている訳であるが、これは何か供給が増えて緩和傾向で増えたというよりは、需要が一気に増えたと。特に手許の積み上げで増えているという意味では、金融緩和というよりはむしろ逼迫を表わす量の増加。要するに供給曲線がシフトしたというよりは、需要曲線が右にシフトしたということなので、むしろ金融的には逼迫を表わした量の増加かななど。三番目、アベイラビリティであるが、社債・CP 市場は厳しい状況が続いているほか、短観をみても貸出態度は大企業も含めて厳しくなりつつあるということである。これを前月までと比較すると、前月までは企業の調達金利はほぼ

横這い圏内だったが、これは若干変化している。

量については、前月までは全体としては1998年のような信用縮小というところまではいっていないということでご説明したが、その後、今、量が増えているのはこういう背景であるということを考えると、やはりその中身としては厳しい方の影響が現われた量の増加かとみておいた方が良いように思う。アベイラビリティは明確に変化しているということであるので、全体的に金融環境はかなり急速に厳しい方向に変化しているという評価だと思われる。以上である。

### 白川議長

ご質問はあるか。皆さんの質問が出る前に一つだけ宜しいか。以前に聞くべきだったのだが、改めてなぜCPの発行が難しくなっているのか。先程は投資家のリスク姿勢が慎重化しているという話であったが、投資家というのは基本的には投信だったり保険だったりという機関投資家だと思う。一方で発行する企業の方からは、金利を上げてもなかなか調達ができないという声が聞こえる訳である。しかし、例えば投信を考えてみた場合、リスクに見合ってCPを買うのであれば、どうして金利を上げても投信はCPを買うことを嫌がるのか。投信は毎日毎日値洗いをしている訳だが、そうはいっても、解約ということを考えた場合に、流動性の不安はやはりある。売ろうと思うと勿論相当損を出さなくてはいけないこともあると思う。そういう意味で——勿論信用リスクと流動性リスクは込みではあると思うが——何が一番根源的な理由なのか。リスクで整理すると、投信の価格変動では十分にカバーできないさらなる信用リスクがあるということなのか。

### 雨宮企画局長

多分、白川議長が今整理されたように、比較してどうしてこの行動でこうなるのかということを考えると、流動性リスクではなくて信用リスクではないかと。まず実際にCPが発行しにくいといった時に今までのとこ

ろは両面あって、両面あってというのは、かつて 1998 年がそうだった訳だが、幾ら金利を払っても発行できないという状況までいっているかというと、実は意外ともう少し乗っければ発行できるのだが取り敢えずそこは、という部分があったことは事実なのであろうと思う。それをただ、さすがに 11 月、12 月にある程度金利を出そうということで、若干発行が進んでいるという部分はあろうかと思う。そのうえで、なぜ買えないかというと、実はこれはきちんとした説明ができる訳ではないのだが、元々 CP というのを流通市場が極めて活発な訳ではなくて、何かあった時に途中で売却して金繩りをつけるということを想定して投信が CP を買っているかというと、むしろ流動性リスク対応としては、他のキャッシュなり TB なり FB を中心にしているという方が強いのだろうと思う。その意味では、元々 CP について、流動性がある資産として買っていたというよりは、多分 2 か月、3 か月程度持ち切る、しかし元々短いのでそれ程心配しないで良い、という需要が多分多いのであろうと思う。それが心配で買えないとなると、元々流動性を重視して CP を買っている訳ではないので、流動性が心配で買えないというよりは、やはり信用リスクが中心なのではないかと。ただし、a-1 格の企業の 3 か月の債券でクレジット・リスクが心配だというのに行き過ぎではないかと言われればそういう感じもするが、敢えて分類すると、私はやはり流動性リスクより信用リスクの方が気になっているからではないかという気がする。

### 白川議長

従来は、CP を資金繩り手段としては意識していなかったというのはそうだと思うが、仮に組み込んでいる CP がオーバーナイトでキャッシュ化できるという安心感がもしあれば——少なくともどの程度が流動性リスクでどの程度が信用リスクか分からぬが——流動性の部分は解消されるということになるのか。

雨宮企画局長

それは現先で、あるいは…。

白川議長

今我々がやっているCP現先というのが、もし投信から銀行なり証券を通じて、即オーバーナイトでキャッシュ化できるという安心感に繋がるのであれば、流動性の部分については解消する、しかし信用リスクは解消しないという、そういう整理で良いのか。

雨宮企画局長

そういう整理になると思う。

水野委員

流動性対策をやっている訳なので、そこは少しほは緩和して。

雨宮企画局長

まあそうだな。

野田委員

そういう意味で、アメリカの今の状況とは大分違うということだな。アメリカはやはり流動性要素というのは相当あった。すなわち高格付けも動かなくなってしまった。

水野委員

マーケットが壊れていると。

野田委員

マーケットが壊れているアメリカとは大分違うな。元々CPの深みが違うということであるな。

雨宮企画局長

そうである。C P の場合アメリカと日本の場合構成が違うので。

野田委員

成熟度が違うということか。

雨宮企画局長

アメリカも元々実はC P というのは流通はそれ程活発ではない。

野田委員

セカンダリーはな。

雨宮企画局長

セカンダリーは実は元々活発ではないのだが、多分アメリカと日本のC P 市場の最大の構図の違いは、金融機関のウエイトではないかと思うのだが。アメリカの場合には、実は半分以上金融機関である。今回C P 市場が壊れてしまったのは、まずは金融機関に対するクレジット懸念から始まったという部分が相当あるように思うのだが。

水野委員

そうであるな。まさにC P もそうであるし、それからR E I T などもそうであるな。金融機関にすごく依存した体制のままになっているのだな。だからその金融機関が傷むと…。

雨宮企画局長

それからもう一つは、C P が発行しにくい時には——C P には正確には引き受け先別統計というのではないのだが——、実は機関投資家やM M F 以外に銀行が持っている部分も相当多いので、銀行がこれ以上は保有できな

くなるということも相当大きい。

野田委員

そういう意味ではアメリカと一緒にだな。

雨宮企画局長

アメリカの場合は、CPそのもののクレジットの問題があるので。

野田委員

そのものか。

白川議長

他にご質問はないか。

## 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についての提案である。

前田調査統計局参事役

それではまず、経済物価のところからご説明する。先程、門間調査統計局長から説明があったとおり、情勢が急激に変化しているので景気の総括判断については、現状、先行きとも大幅に修正している。従って、色々ご意見、ご議論があろうかと思うが私共の案について説明させて頂く。

まず現状の総括判断であるが、「わが国の景気は悪化している」というふうにしており、前月までの「停滞色が強まっている」からさらに弱い表現としている。「悪化している」という表現を使うのは、2001年12月～2002年3月、この時は「悪化している」ないしは「悪化を続けていく」という表現をしていたので、それ以来となる。因みに、その前は1998年7月～1998年11月という時に使っていた。

コンポーネントについてご説明するが、輸出は「減少している」ということで変わっていない。これは新たな通関統計が出ていないということである。「企業収益は減少を続けており、企業の業況感も悪化している」ということであるが、これは短観が出たので書いている。ちなみに9月短観の時は「さらに慎重化」という表現を使っていたのでそれより弱い表現、ちなみに業況感が「悪化」という表現は2001年の12月以来ということになる。設備投資は「減少」ということで変わっていない。個人消費であるが、「雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっている」というふうにしている。前月までは、雇用者所得の伸び悩みや物価上昇などから「弱めの動き」としている。物価高の影響が結構効いているというような書き方をしていたが、当月は雇用・所得環境の厳しさということを背景に「弱まっている」と、弱さがもう一段大きくなっているというような表現にしている。住宅、公共投資は変わっていない。生産であるが、「大幅に減少している」ということであり、これも2002年1月以来の「大幅」という表現を加えたということになる。景気が悪化しているというふうに今回変えたのは、経済の成長率あるいは経済活動の水準がともにはっきりしたマイナスになってきたということで、このように変わっているということである。

先行きであるが、「景気は、当面、悪化のテンポが速まる可能性が高い」というふうにしている。これは今後、輸出の減少幅が拡大し、それを起点に金融面の影響もあって、これから春頃にかけて、負の循環が加速していくだろうというふうに考えているので、このような表現にさせて頂いている。輸出であるが、「海外経済の一段の減速や為替円高を背景に、大幅に減少するとみられる」と、この「大幅」という表現を付けている。国内民間需要も、「企業の収益や資金調達環境が悪化し、雇用・所得環境も厳しさを増すもとで、さらに弱まっていく可能性が高い」としている。前月は「弱めに推移」と書いていたのでここも下方修正しているし、また、資金調達の厳しさということをその背景の一つとして挙げている。公共投資は「低調に推移する」ということで、前月までは「減少傾向をたどる」としていたので、ここはむしろ少し上の方に変わっているのだが、これはこれが

ら各種の対策があつて減っていくというよりも、低水準、横這いということになろうかと思われる所以「低調に推移する」としている。生産であるが、「以上の需要動向と在庫調整圧力を背景に、生産は大幅な減少を続けるとみられる」としている。

物価であるが、現状のところだけ変えている。国内企業物価であるが、「大幅に下落している」ということで、「大幅に」という表現を加えている。消費者物価については「前年比は+2%程度となっており、石油製品価格の下落を主因にプラス幅が縮小している」と、これまで比較的高いというようなことを強調するような表現であったが当月は「プラス幅が縮小している」ということを強調する表現に変えている。私からは以上である。

#### 関根企画局参事役

続いて金融パートであるが、まず金融市场のところであるが、先程ご議論があったがコールレートのところであるが、「0.3%前後で推移している」と、概ねディレクティブどおりに推移していることをまず述べさせて頂いている。続いて「ターム物の銀行間金利は強含んでいる」ということを述べた後、市況表現であるが、為替は円高、株価は上昇ということである。ただし長国の方であるが、昨日位から1.3%を割り込む水準にまで低下しているので、ここの部分は変更させて頂いて「長期国債金利は低下している」という形に変更させて頂きたいというふうに考えている。

続いて金融環境の部分である。続く二つのパラグラフであるが、こちらの方は、今しがた雨宮企画局長の方から纏めさせて頂いたとおりである。極く簡単に振り返らせて頂くと、まず、最初の総括文のところであるが金融環境の全体としては「厳しい方向に急速に変化している」と、前回は「全体として緩和度合いが低下している」というところから、さらに厳しいという形に変更させて頂いている。その理由であるがCP・社債市場での資金調達環境が悪化しているほか、中小零細企業に加えて大企業でも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。これはアベイラビリティという言葉をより平易な言葉に置き換えさせて頂いた次第であ

る。ということで、「厳しい方向に急速に変化している」ということである。

続く各論の部分は今申し上げたことをパラフレーズしているものである。まず、最初のところではコールレートが実体経済、物価動向との比較でみて「低い水準にある」、これは前月と変わっていない。続いて企業の資金調達コストのところは先程説明にもあったが、CP・社債の信用スプレッドが拡大していること、また銀行貸出の方でもちょっとスプレッドが拡大しているという話もあるので、「このところ強含む気配が窺われる」という形にしている。続いて量の部分であるが、CP・社債の発行残高は前年水準を下回っていて、銀行貸出の方は増えていると、こちらの方は、若干表現は異なっているが前月の判断と変わっていない。最後、続く文であるが「そうしたもとでも、大企業も含めて、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、これはアベイラビリティが低下していることを付言したものである。最後の最後の文であるが「マネーストックの伸びは幾分低下している」と、こういうことである。私からは以上である。

白川議長

この説明について何かご質問はあるか。

須田委員

一点。金融のところを、言葉遣いなのだが、ターム物の銀行間金利が「高止まりを続ける」というのが先月で、今月が「強含んでいる」と書いてあるのだが、この違いは。

関根企画局参事役

実際のところ例えば、ターム物のユーロ円TIBORでみると、前月の決定会合で0.83位だったのが、今月例えば12月17日時点でみると0.91まで上昇している。ということしていくと、上がっているところに

ちょっとストレスを置いた方が良いかなと思う次第である。

### 亀崎委員

金融のところで、オーバーナイト物コールレートなのだが、「0.3%前後で推移している」というのは、従来はこういう感じを持っていたのだが、先程のお話で12月1日以降一貫して0.3%を下回って、直近は0.25を下回って0.22みたいな状況を、0.3%前後というのちちょっと乖離があるような気がするのだが。

### 関根企画局参事役

確かに、その前後という言葉というのには客観的な基準というものはないので、やや主観的な判断が入ってしまうというところがあるが、一応、過去の例ということで因みに申し上げると、9月22日に10bp下回るということがあった。その時は、当時の誘導目標水準の0.5%から10bp下回っていたが、月報上は「0.5%前後で推移している」とさせて頂いた。今回はおっしゃられるように0.22までなので8bpは乖離しているということになるのだが、それよりは少し小さいということは言えるのだが、それは言ってもといふことも含めてややちょっと主観的な判断は入っているということは否めないかなというふうには思っている。

### 水野委員

前回、その時は瞬間だったのではないか。

### 関根企画局参事役

然り。その前日が6bp外れていて10bpで、その後はまた元に戻ったと。

### 水野委員

今回は12月入ってコンスタントに下回っているということだな。

関根企画局参事役

然り。

亀崎委員

9月22日に一時的に10bp乖離したのを、「前後で推移している」と言るのは良い。今のようにずっと乖離して推移しているのを「0.3%前後」と言うのは何か違和感があるのだが。どうしてこれを忠実に言えないのか。

関根企画局参事役

こここのところはディレクティブとの関係もあるので色々と難しい判断もあるのだが、繰り返しになってしまふのだが、前後というところにはやはり主観的な判断が入っているのは否めないかと思う。私共スタッフとしては、やはり審議委員の方々が、皆さん「前後」というのは如何なものかというご議論であれば当然、そのことは考慮に入れなければならないかなというふうには思うのだが、取り敢えず私共の方からのプロポーザルとしては「前後」という中で読めることではないかということで判断させて頂いている。

山口副総裁

今の関根企画局参事役の答えに尽きる訳だが、結局のところ明日、我々のレベルでどういう議論をしていくのか、経済・金融情勢、市場調節について我々がどのように評価するのか、と絡んでいるのだと思う。それと切り離して今ここで文章表現をどうするかということについてだけ議論する意味があまりないように感じるのだが。

野田委員

そのとおりだろう。

白川議長

明日、金融調節の方針を議論する時に、今日、若干の議論もあったのでそれを踏まえて、また、このことも意識しながら議論することにしたい。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、この場の皆さんにおかれでは厳正な機密管理をくれぐれもお願いする。

(17時06分中断、19日9時00分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、最初に企業金融支援特別オペレーションの実施について、日本政策投資銀行をCP現先オペ等の対象先とする件及び米ドル資金供給オペレーションの期限延長について、に関する執行部説明と決定である。第二に金融経済情勢に関する討議、第三に当面の金融政策運営等に関する討議、第四に政府出席者からのご発言、第五に議案取り纏め、採決、第六に11月20日、21日開催分の決定会合の議事要旨の承認、そして最後に2009年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。政府出席者の紹介である。財務省は竹下亘副大臣、内閣府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、宜しくお願いする。

III. 「民間企業債務を活用した新たなオペレーション」に係る基本要領の制定及び「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の改正等に関する執行部説明と決定（資料-7、8、9）

白川議長

それでは、「企業金融支援特別オペレーションの実施について」、「日本政策投資銀行をC P現先オペ等の対象とする件」、及び「米ドル資金供給オペレーションの期限延長について」に関する執行部説明をお願いする。

鮎瀬企画局参事役

それでは、説明をさせて頂く。本日、追加で配布させて頂いている資料を使って説明させて頂く。まず資料一七（追加資料）、「企業金融支援特別オペレーションの実施について」である。本件であるが、12月2日の金融政策決定会合において骨子を決定して頂いた「民間企業債務を活用した新たなオペレーション」を具体化するために、基本要領を制定して頂くというものである。

そこで、1.をご覧頂くと、第一に12月2日決定の骨子に基づいて、このオペレーションを実施するために必要な基本的事項を定める「企業金融支援特別オペレーション基本要領」を制定して頂く。オペの名称は「企業金融支援特別オペレーション」というようにさせて頂いている。この基本要領の内容であるが、骨子に沿って規定を詳細化している。また、利息の徴収について、後取りの方法——これは共通担保オペと同様であるが——を採用している。後程、内容については基本要領そのものをご覧頂きながら説明をさせて頂く。第二に、このオペレーションの対象先の選定に関する基本事項を定める「企業金融支援特別オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を制定して頂く。オペの対象先であるが、共通担保オペ（全店貸付）の対象先のうち、希望先ということである。これらについても、後程選定基本要領そのものをご覧頂きながらご説明させて頂く。また今後の取り運びであるが、これらの基本要領をご決定頂いたならば、本日より実施させて頂き、対象先の選定等を行い、来年1月8日から本オペのオファーを開始する予定である。また本件ご決定頂いたならば、決定内容を執行部において公表させて頂きたいと思っているが、その際、オペの実施スケジュールについても、後程ご覧頂く（別紙）の内容を公表した

いと思っている。3 頁にある（別紙）がこの新たなオペの実施スケジュールである。1月 8 日にオファーを開始して、1月から 3 月に掛け各月 2 回ずつオファーして、エンドは全て 4 月中に置かせて頂くというスケジュールである。

4 頁が本件の付議文である。「『企業金融支援特別オペレーション基本要領』の制定等に関する件。案件。最近の企業金融情勢を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、下記の諸措置を講ずること。記。1. 『企業金融支援特別オペレーション基本要領』を別紙 1. のとおり制定すること。2. 『企業金融支援特別オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領』を別紙 2. のとおり制定すること。」である。別紙 1. が基本要領の案である。1. の趣旨では、先般、骨子を決定して頂いた際にも説明させて頂いているこのオペの位置付け、基本的な内容を記している。2. 貸付店は、本店または支店。3. 貸付対象先は、預貯金取扱い金融機関、証券会社にあたる金融商品取引業者、証券金融会社、短資業者のうち別に定めるところにより選定した先である。4. 貸付方式は電子貸付という方式によって、5. 貸付期間は、貸付の都度決定する 3 か月以内の期間、ただし 4 月 30 日を越えないということである。6. 貸付利率は、誘導目標である無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準の貸付期間中における平均ということで、利息は後取りの方法とすることを定めている。また、7. 貸付先、貸付金額であるが、貸付対象先からこのオペに応札してきた先を貸付先として、これから申し上げる 8. の限度額の範囲内では貸付先の希望額を全額供給していくという仕組みである。貸付限度額は、総額には制限を設けない。ただし貸付先ごとの貸付限度額は、共通担保として差入れられている社債、短期社債、保証付短期外債、手形、コマーシャル・ペーパー——資産担保コマーシャル・ペーパーは除いている——及び企業に対する証書貸付債権の担保価額相当額の合計額とする。但し書きは、確認的に規定をしていて、貸付実行時に担保余裕額が全体としてきちんとなければならないということを定めている。また、9. 貸付日その他貸付実行に必要な具体

的事項については、金融市場の情勢等を勘案して貸付の都度決定するということである。10. 担保は適格担保を根担保として差入れさせる方式である。(附則) で本要領は 21 年 4 月 30 日をもって廃止ということを定めている。

次に、別紙 2. が対象先選定基本要領であって、2. のところにあるように、共通担保資金供給オペレーション全店貸付方式の対象先から対象先となることを希望する先を公募して、応じてきた先を選定するというものである。また、他のオペレーションと同様に、3. のところでは対象先の遵守事項などを規定している。他のオペとほぼ同様の規定である。これについても、本日より実施し、4 月 30 日をもって廃止という取扱いである。企業金融支援特別オペレーションについては以上である。

#### 白川議長

採決は、後から一括して行うが、案件ごとに質疑応答した方が多分良いので、まずこの件について質疑をお願いする。

#### 水野委員

一つ確認をさせて頂きたい。貸付をしたというアナウンスメントは特にしない訳であるな。貸付先にだけ分かるという形か。このオペレーションは、金額あるいはどこに貸すかということが一般には分からぬのか。

#### 鮎瀬企画局参事役

どこに貸したかということを公表することは考えていないが、オペの結果については他のオペと同様である。

#### 中曾理事（金融市場局長）

オペレーション形式である。

水野委員

通常のであるな。

中曾理事（金融市場局長）

然り。そういうイメージになる。

山口副総裁

このオペの実施について、既にアナウンスしている訳であるが、金融機関等からの問い合わせというか、ある種期待というのは既に現われているのか。

中曾理事（金融市場局長）

昨日、私の方からご説明したように担保の差入れがかなり新規の先も含めて多いというのは、そういった期待——担保を使える訳であるから——も含まれているというふうにみている。

須田委員

8. の貸付限度額のところの「貸付実行時点における当該貸付先が差入れている共通担保の担保余裕額相当額を超えることはできない」という説明が私にはよく理解できないのであるが。

鮎瀬企画局参事役

確認的に入れているが、例えば担保全体が 1,000 入っていたとする。それで民間企業債務が 500 入っていたという場合に、単に 500 の範囲内と考えると、500 借りられるようにみえるが、仮に他のオペ等で既に 1,000 のうち 600 を使ってしまっていると、民間企業債務のところで 100 食い込んでしまうので、それは 500 ではなくて 400 であるということを、当然と言えば当然なのだが、一応誤解のないように確認しているというものである。

白川議長

他にないようであれば、採決は後にして、二番目をお願いする。

鮎瀬企画局参事役

資料番号が前後して恐縮だが、本日お配りさせて頂いている資料-9である。「日本政策投資銀行をCP現先オペ等の対象先とする件」である。

本件であるが、今般、政府の方針を受けてCP買い取りを開始する日本政策投資銀行より、CPを担保とする日本銀行のオペへの参加要望が寄せられていて、これを受けて同行をCP現先オペ等の対象先に加えるため、所要の措置を講じるというものである。このCPを担保とする日本銀行のオペへの参加要望であるが、具体的にはCP現先オペ、共通担保オペ全店貸付方式、それから先程ご説明させて頂いた、企業金融支援特別オペレーションへの参加要望を寄せてきているところである。

そこで、2.の部分であるが、日本政策投資銀行による今般のCP買い取りの趣旨に照らして、これらのオペの基本要領に対する時限的な特則を定めることによって、同行がこのCP買い取り業務を実施している期間中、これらのオペへの参加を可能にすることにしたいと考えている。特則の制定が必要となるのは、現在これらのオペの基本要領、ないし骨子では対象先の範囲を預貯金取扱い金融機関、証券会社、証券金融会社、短資業者としているので、日本政策投資銀行が対象先の範囲に含まれていないということによるものである。また、3.のところであるが、「日本銀行業務方法書」においても、これらのオペの対象先の範囲を規定する条文があるので、それについても一部変更の必要がある。

これらの特則の制定、業務方法書の一部変更をご決定頂いたならば、本日より実施させて頂いて、その場合、日本政策投資銀行のオペへの参加については、先方と話をしているところでは、来年1月頃からという見通しである。また本件の決定内容も、執行部において公表させて頂ければというふうに思う。

2頁が本件の付議文である。「『株式会社日本政策投資銀行との金融市

場調節に係る諸取引の取扱いに関する特則』の制定等に関する件。案件。最近の企業金融情勢を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、株式会社日本政策投資銀行が、株式会社日本政策金融公庫法第2条第5号に定める危機対応業務またはこれに関連する業務として実施するコマーシャル・ペーパーの買取業務を支援するための時限措置として、下記の諸措置を講ずること。」記書きとして、1.は特則を別紙1.のとおり制定すること、2.は「日本銀行業務方法書」の一部変更である。

3 頁目別紙1.が特則の案である。大きく三つのことを決めている。1.の部分であるが、株式会社日本政策投資銀行について、(1)～(3)に掲げるそれぞれのオペの基本要領が定めている対象先に選定されるための条件について、日本政策投資銀行がこれらの条件を満たすものとみなすというようにする。これらの基本要領で定めている本来の条件は、先程説明資料で申し上げた預貯金取扱い金融機関等の範囲を定めているが、日本政策投資銀行はこれらの範囲に含まれているとみなすということである。第二に、2.の部分であるが、日本政策投資銀行から実際にこれらのオペの対象先になりたいというような正式な希望が出された場合には、各オペの対象先選定基本要領を適用せずに、4頁の(1)～(3)にお示しした要件を満たすことを、オペ対象先の選定条件とするということである。(1)～(3)の要件であるが、各オペの対象先選定基本要領の定める基本的要件とほぼ同じであるが、例えばC P現先オペではC P流通市場におけるプレゼンス基準というようなものがあるが、これは課さない形としている。また、各オペについて積極的応札義務というものを基本要領では課す形になっているが、ここではその定めも除いてある。3.であるが、こちらの方は要件を満たさなくなった場合等に対象先から除外できるというような措置を規定したものであって、通常の対象先と同様である。また、附則において、この特則は本日から実施し、日本政策投資銀行のC P買い取り業務の終了日をもって廃止するというように時限性を定めている。別紙2.が「日本銀行業務方法書」の一部変更案であって、第九条の三が共通担保オペに

関する規定、第十一条がCP現先オペに関する規定であるが、それぞれ相手方の部分に「その他の者」というものを挿入させて頂くということである。附則では、先程の特則の附則と同じ時限を定めている。本件は以上である。

白川議長

本件について、質疑をお願いする。

須田委員

これはCP買い取り業務をやっている期間とそれに関するものだけに参加するということか。要するに、CP買い取り業務には関わらず一般的なオペに参加していくということはないということか。

鮎瀬企画局参事役

関わらずというか…。

須田委員

CP買い取りのファンディングのために入ってくる訳であるな。

鮎瀬企画局参事役

然り。そういう趣旨であるが、ただお金に色が付いていないという意味では、いちいち資金の流れを追っていくということではないが、当然、先方との間の認識はこのCP買い取り業務を行うために、そのCPを担保として使えるオペに参加してくるということである。

中曾理事（金融市場局長）

彼らがCP入手するのは、彼ら自身の買い取りしかないはずであるので、基本的にはこれにくつづいているというふうにみて頂いて良いと思う。

水野委員

我々が受入れている担保の要件を満たすというのは、C P現先オペの要件と同じか。

鮎瀬企画局参事役

担保要件については、特に特則を設けていないので、我々の方の担保適格要件をそのまま適用していくということである。

白川議長

他にないようであれば、三番目の案件をお願いする。

鮎瀬企画局参事役

それでは、資料-8 の追加資料である。「米ドル資金供給オペレーションの期限延長について」である。宜しいか。本件であるが、米ドル資金供給オペレーション（ドル供給オペ）の実施期限の延長を行うために所要の措置を講じて頂くというものである。

背景の横棒のところであるが、最近の米ドル市場の状況を踏まえて、米国連邦準備制度、イングランド銀行、欧州中央銀行、スイス国民銀行では、年内早期に本行との足並みを揃える形で、来年2月、3月におけるドル供給オペの実施スケジュールを公表したいと考えているところである。市場参加者の間で、2月、3月にエンドを迎える既往のオペのロールオーバーの取扱いがどのようになるかということについて非常に関心が高いということを踏まえたものである。こうした2月、3月におけるドル供給オペの実施スケジュールを公表することになると、その場合ドル供給オペの資金供給期間の最長が3か月であるので——3か月もののオペを引き続き実施するということであると——、そのエンドが来年4月末を越えてくるということである。そこで、2. にあるようにこれに対応するためドル供給オペの実施期限を延長することとして、米ドル資金供給オペレーション基本要領の有効期限——これは平成21年4月30日とされて

いるが——について、「平成 21 年 4 月 30 日以前の日を貸付日とする貸付けの取扱いについては、なお従前の例による」という文言を追加して、実施期限を延ばすということを考えている。対象先選定基本要領についても、同様の措置を探りたいと思っている。

また 2 頁の 3. のところであるが、ドル供給オペに係るドル資金調達のためにニューヨーク連銀との間で締結している為替スワップ取極についても、有効期限の 21 年 4 月 30 日を引出可能期限というようにして、そのために取極要綱の一部改正を行いたいと考えている。

今後の予定としては、これらの基本要領の改正等をご決定頂いたならば、本日より実施させて頂きたいと考えている。また本件の公表であるが、先程申し上げた来年 2 月、3 月のドル供給オペのスケジュールについて、海外の中銀と同時に公表することが適當と考えられる点を踏まえて、この実施スケジュールの公表と合わせて、この決定も執行部から公表させて顶くことにしたい。公表時間であるが、ニューヨーク時間の 19 日午前 8 時、日本時間で言うと本日の午後 10 時頃公表を予定している。

3 頁目が本件の付議文である。「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』の一部改正等に関する件。案件。最近における米ドル市場の状況を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、金融市场の安定確保を図るため、下記の諸措置を講ずること。」記書きとして、1. 基本要領の一部改正、2. 対象先選定基本要領の一部改正、3. 為替スワップ取極要綱の一部改正であって、4 頁以下、別紙 1. ~別紙 3. のとおり先程ご説明させて頂いた内容をアンダーラインのようにそれぞれ追加をさせて頂くというものである。

白川議長

質疑はないか。それでは、三つの案件を一括して採決をしたいと思う。

[「企業金融支援特別オペレーション基本要領」の制定等に関する議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田委員

水野委員

野田委員

中村委員

亀崎委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[「株式会社日本政策投資銀行との金融市場調節に係る諸取引の取扱いに関する特則」の制定等に関する議案について事務局より決裁文書を回付、

各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田委員

水野委員

野田委員

中村委員

亀崎委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等に関する議案  
について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田委員

水野委員

野田委員

中村委員

亀崎委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは、採決の結果を申し上げる。第一の案件、「『企業金融支援特別オペレーション基本要領』の制定等に関する件」、第二案件「『株式会社日本政策投資銀行との金融市場調節に係る諸取引の取扱いに関する特則』の制定等に関する件」、第三案件「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』の一部改正等に関する件」、三案件とも賛成 8、全員一致である。

白川議長

それでは、企業金融支援特別オペレーション、及び日本政策投資銀行を C P 現先オペ等の対象先とする件については、本日金融政策決定会合終了後、執行部から対外公表することとする。また、米ドル資金供給オペレーションの期限延長については、各国中央銀行と同時に本日午後 10 時に公表することとする。各国中央銀行との関係もあるので、公表までの間、厳正な機密管理をお願いする。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、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、自由討議とする。昨日の執行部の報告もそうであったが、皆さんも間違いなく現在の金融経済情勢は非常に厳しいというご認識だと思うが、現在のこの厳しい経済情勢の基本的な性格とか背景とかについて、従来もそうであるがより突っ込んで議論してみたいと思っている。意見表明の順番であるが、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、野田委員の順番である。それでは水野委員お願いする。

水野委員

前回の金融政策決定会合以降に公表された国内の経済指標やミクロ情報から、一、我が国経済は悪化に転じ、欧米諸国と同様、ネガティブ・フィードバック・ループに陥った可能性が高い、二、雇用・所得環境の悪化から家計部門の消費支出行動が慎重化している、と判断される。また、企業・家計部門の景況感は日々悪化していると思う。

生産面をみると、10月の鉱工業生産は前月比-3.1%、製造工業の予測指数は11月が前月比-6.4%、12月が同一-2.9%と大幅減産の継続が見込まれ、仮に予測指数どおりとなれば、10~12月期の生産は前期比-8.6%と未曾有の落ち込みとなる。調査統計局によるミクロヒアリングでも、10~12月期は前期比-9.1%、来年1~3月期は同一-6.6%と、1~3月期も大幅減産が継続する見通しである。今回の特徴は、海外での急激な販売減少によって流通在庫が大幅に増加し、輸送機械、電子部品・デバイス、一般機械という主力の加工業種のいずれもが大幅減産を余儀なくされていることである。自動車をはじめとする加工業種の減産の結果、鉄鋼、非鉄金属、化学など素材業種でも意図せざる在庫積み上がりが発生している。こうした大幅減産にもかかわらず、クリスマス商戦の不調もあり国内外の出

荷の落ち込みに減産が追いついていない。

次に日銀短観（12月調査）についてであるが、製造業を中心とする企業マインドの急速な悪化と、急激な需要減少を背景とした設備、雇用の過剰転化が目を引く。大企業の業況判断DIは、製造業が-24%ポイント、非製造業は-9%ポイントと、それぞれ9月調査比-21%ポイント、-10%ポイントという大幅な悪化となった。中小企業も、製造業、非製造業ともに-29%ポイントと悪い超が継続している。先行きについても、大企業は、製造業が-36%ポイント、非製造業が-14%ポイントと大幅な悪い超が継続するとの予測となった。また、雇用人員判断DIと生産・営業用設備判断DIの過剰超幅が業種、規模を問わず急激に拡大する下で、マクロの需給ギャップの代理変数といえる短観加重平均DIは、供給が需要を明確に超過した状態になった。全規模全産業の雇用人員判断DIは+4%ポイント、9月調査比では+6%ポイントの過剰化であるが、先行き予測も+8%ポイントと過剰超幅が拡大する見通しである。一方、生産・営業用設備判断DIの過剰超幅は全規模全産業で+8%ポイントとなり、先行き予測も12月調査比+2%ポイントと拡大傾向が続く見通しである。この間、設備投資計画——これは土地投資額を含むベースであるが——をみると、2008年度は全規模全産業ベースでは前年度比-2.8%と9月調査比-1.5%ポイントの下方修正とマイナス幅が拡大した。大企業製造業は同一-3.1%ポイントの下方修正ながら、前年度比+2.4%と小幅なプラスが維持されていることは、業況判断DIの大幅な悪化を考慮すると意外感がある。しかし、一、国内外の需要減少、二、想定を上回る為替円高が継続することで、2008年度の製造業大企業の経常利益（連結ベース）は最終的に、4割程度の減益になると見込まれる。また、企業金融を取り巻く環境の悪化、企業経営者の成長期待の下方屈折を受けて、各社の中期経営計画は修正され、2008年度の設備投資計画も2009年度への先送りではなく取り止めとなる案件も増えそうだ。加えて生産・営業用設備判断DIの過剰超も踏まると、3月短観では2008年度の設備投資計画の下方修正、及び初めて公表される2009年度の設備投資計画は相当弱い数字になると予想される。

9月短観がリーマン・ショック後の金融市場の混乱を十分に反映しなかつた一方、12月短観は9月中旬以降の世界的な金融資本市場の混乱、それを受けた企業の経営環境の悪化を比較的素直に反映したものと言える。しかし、経済・金融情勢の悪化は日々強まっており、最近の減産の広がりと深まり、設備投資の先送り、企業金融の引き締まり、円の実効為替相場の上昇については、十分には反映されていないと考えられる。このため、次回3月短観では、12月短観の業況判断D I の3月予測の数字に示唆されている以上に、経営環境がさらに悪化する可能性がある。

次に、海外に目を転じると、米国では、雇用・所得環境が一段と悪化し、個人消費は減少に転じている。11月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比53.3万人減少と1974年12月以来の大幅な減少を記録し、市場予想よりも遙かに弱い数字となった。過去2か月分も合計で19.9万人下方修正されたため、3か月移動平均でみた雇用者数の減少幅は41.9万人と、10月分の当初発表時点の21.7万人減の倍近くに拡大している。失業率も6.7%と、10月の6.5%からさらに上昇した。こうしたもとで、11月の小売売上高は前月比-1.8%と5か月連続の減少となった。コア小売売上高は前月比+0.5%と4か月振りにプラスとなつたが、これも、サンクス・ギビング明けのセールにおける極端な値引きなどを割り引かなければならぬ数字である。その他の主要統計をみると、10月の耐久財新規受注は前月比-6.2%のマイナス、設備投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）も、同一-5.0%と前月の同一-3.4%に続き、大幅なマイナスとなった。住宅部門についてであるが、10月の新築住宅販売件数も、前月比-5.3%の43.3万戸と、1991年1月以来17年9か月振りの低水準となった。販売と在庫の比率は11.1か月と9月の10.9か月からさらに上昇している。金融危機の実体経済への波及、浸透はこれからとみられ、米国が景気回復の軌道に復するパスはまだ描きにくい状況だと思う。世界経済の低迷は、少なくとも2009年前半まで続くと見込まれ、最悪の場合、2009年末まで底打ち感が出ない可能性がある。主要国の大手金融機関は、一、プロシクリカルな性格を持つバーゼルIIの縛り——いわゆるバランス

シート制約であるが——、二、与信先のデフォルト・リスクの高まり、三、資本制約によるリスク許容度の低下、四、流動性制約、などから与信スタンスを積極化するまで相当時間が掛かると見込まれる。各国は、金融機関への公的資金注入など金融システム安定化策を打出しているものの、いわゆるカウンターパーティ・リスクを完全には払拭できないため、短期金融市場とクレジット市場は緊張感の高い状況が続くと見込まれる。一方、株式市場は景気回復を先取りする傾向にあるが、収益のV字回復が期待できる極く一部の企業を除き、基本的には振れの大きい展開が続きそうである。

こうした海外の経済、金融市場動向の展望をも踏まえると、日本銀行としては、一、コンフィデンスを含めた企業・家計部門の下支え、二、金融市場における流動性確保、三、企業金融のタイト感の緩和、四、為替円高圧力への歯止めなど、いわゆる財政政策の領域と言われる分野まで踏み込んだ政策対応を探る準備を怠れない状況が続くことを念頭におく必要がありそうである。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁、お願いする。

西村副総裁

前回会合以降、世界経済そして日本経済の状況は急速に悪化した。国際金融資本市場では、米当局が米国シティ・グループに対する問題資産のいわゆるリング・フェンスを伴う踏み込んだ追加性支援を決めたことや、エージェンシー債等の買い取りファシリティ——T A L F——の創設など、F e d がいわばリスクを探ることで不安心理の増幅こそ抑えられている。しかし改善の兆しはまだ窺われているとは思わない。米国では3か月ものT B レートが時にマイナスをつける等、年末要因があるにせよ、安全資産志向が鮮明化している。また為替市場では、前回会合以降、円を除く主要通貨に対するドル高基調が反転した。これは、F e d が一昨日のF O M C で実質的にゼロ金利レジームに移行し、時間軸とみられる表現を導入、

さらに長期国債の大幅な買入れによるイールド・カーブへの直接的な働き掛けの可能性を打出したことの影響が多いと思う。これは暫く様子をみなければならないが、こうした Fed の金利レジームからリスクを積極的にとっていくバランスシート拡大レジームへの明確なシフトが、財政赤字の拡大と相俟ってドルへの信認の低下、そして国際金融市場のさらなる緊張に繋がらないかどうか慎重にみていく必要があると考えている。

この間、我が国の市場動向については、株価が前述の為替レートの影響を強く受けやすく不安定な地合いにあるほか、金融市場でのディスロケーションが鮮明化している。クレジット市場では投資家のリスク回避姿勢が強まる中、発行環境が著しくタイト化している。短期金融市場では直接金融市場の機能低下が波及する形でターム物金利が強含んでいる。

世界経済は前回会合以降、同時的な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 伸び率で足許第 4 四半期はマイナス成長の度合いが前回会合時の予想よりもさらに増加している。住宅市場では、在庫が高水準で推移するとともに、住宅価格の下落のテンポに大きな変化は窺われず、その一方、新設住宅着工件数は、11 月は年率 62 万戸まで大幅減少するなど、悪化テンポに歯止めが掛かる兆しはまだない。新政権が打出すニューディール以来となるステイミュラス・パッケージも、住宅セクターで生じた過剰在庫を大型公共投資で吸収するような形にとどまる可能性もなきにしもあらずである。原油価格の大幅下落といった所得効果も、雇用環境の悪化、ホームエクイティーの一段の減少、消費者クレジットのタイト化に減殺され、大きなプラス効果は当面期待できないかもしれない。欧州経済は金融と実体の負のフィードバックループが強まっており、景気は悪化している。新興国でも減速感が明確化している。特に中国では、これまで前年比 20~30% 増であった税収、同じく 10~20% 増だった発電量が極く足許ではついに前年比マイナスに転じているほか、輸入に至っては極く足許では前年比 -20% 弱と大きく落ち込んでいる。公式統計では GDP でみると以上に景気が足許減速していると考えるのが実態ではないかと思う。このような形で世界的な金融の収縮と同時に、世界的な経済活動、

貿易の収縮が起きていることに注意しなければならないと思う。

このように金融市場並びに金融システムの機能低下ないし不全、海外経済の大幅減速を受けて、日本経済も急速に後退の度合いを強めている。輸出も生産活動も足許は急角度で低下しているとみられる。世界経済の下方リスクの高まりと企業収益低下から、12月短観でも確認されたように設備投資も減少傾向が鮮明になってきている。また12月短観で雇用の過剰感が特に製造業で明確に高まっていることが確認されたが、こうした雇用・所得環境の悪化が、今後、個人消費にどのような下押し圧力となるのか、それがネガティブ・フィードバック・ループの大きさを規定する一つの要因だというふうに考えている。

最後に物価動向であるが、前回通常会合で10月はCPI（除く生鮮）伸び率は1.9%と申し上げ、そのとおりになったが——これは皆さん、大体ほとんど合っているので私が言うまでのことではないのだが——、重要なのはそれまであった上昇のモメンタムがほぼ消滅したという点である。先行きであるが11月が恐らく1.0~0.9%前後、12月は0.4~0.3%前後に落ちるというのが現時点でのベスト・ゲスだと考えている。その後は、もし原油価格の低下の度合いが足許の低いレベルで続き、かつ価格の需要低下への感応性が従来程度であるならば、2~3月頃にゼロからマイナスの領域となり、6月以降-1%台後半と深いマイナスになるというふうになる。その後の回復はもし経済情勢に改善が埗々しくないとすると、2009年度末もまだマイナス領域の状態となると考えられる。

以上を纏めると、まず第一の柱からみると、世界経済で金融、実体経済、そして世界の地域間の負の相乗作用が明確になっており、景気は足許急速に悪化し、かつ暫くは厳しさを増す状況であるというふうに考える。物価の上昇率は足許急速に低下しており、その傾向は、来年半ばまでは続くと考えられる。これは原油の価格に全面的に依存するが、今のところではそういうふうに考えられる。その後物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく時期については後ずれの可能性を含め、不確実性が極めて高い状況である。また第二の柱からリスク要因を検討すると、前回通常会合に比べ

ても世界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と思う。以上である。

白川議長

それでは中村委員、お願いする。

中村委員

11月20、21日の決定会合以降に公表された指標をみると、国内外ともに経済活動が歴史的にみても極めて低い水準まで落ち込んでいることを示しており、金融システムと実体経済の負の循環から景気が急速に悪化していることが確認された。海外経済の急激な減速により、2002年以降の我が国経済成長を牽引してきた自動車や電気機械といった主力産業の業績が大幅に悪化しており、先行きについても、さらに悪化する見通しである。牽引役であったこれらの主力産業が一転して逆回転を始めたため、我が国経済の減速の振幅が増幅され、足許の鋭角的な景気の悪化に繋がっているとも考えられる。こうした中、各国政府や中央銀行は景気浮揚や国際金融資本市場の機能回復のための金融・財政政策を相次いで打出し、景気を下支えしようとしているが、世界経済が回復するには少なくとも2~3年を要するといった見方が増えており、先行きの不透明感が一段と高まっている。

海外経済についてであるが米国では住宅関連市場の低迷だけではなく、信用収縮に伴い経済全般が一段と悪化している。住宅関連では、11月の住宅着工件数は年率換算で62万5,000戸となり、5か月連続で減少した。住宅価格の下落も続いている、9月のS&Pケース・シラー住宅価格指数(20都市)は、前年比-17.4%と下落幅を拡大させたほか、全ての都市の指数が低下している。個人消費についても、11月の新車販売台数が、10月に引き続き前年比-36.3%と大幅に減少し、記録的な不振が続いている。また、11月の小売売上高については、前月比+0.5%となっているが、これは水野委員が触れられたように実態を表わしているものではないと思わ

れる。金融環境に改善がみられないことに加え、11月の非農業部門の雇用者数が前月比 53.3 万人減少したように雇用環境が急速に悪化している中では、先行きの個人消費が減少を続ける可能性が高いと考えられる。企業の生産活動については、11月の鉱工業生産指数が減少したほか、設備稼働率指数が9月以降、75～76%程度で推移しており、生産面での減速が顕著になっている。11月のISM景況感指数は、製造業、非製造業ともに歴史的な低水準であった10月の水準をさらに下回り、企業マインドの悪化が止まらない。また、このところ米国経済を下支えしていた輸出についても、増勢が鈍化しており、内需だけでなく外需の悪化も明確になりつつある。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にまで回復するには、相応の時間を要すると考えざるを得ないが、オバマ新政権の財政政策に期待が高まっている。欧州でも、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、10月のユーロエリアの鉱工業生産や小売売上高数量が減少したほか、製造業とサービス業のPMIはともに悪化している。中国では、経済の減速が明確になっている。11月の小売売上高は前年比+20.8%と引き続き高い水準を維持しているが、11月の輸出は前年比-2.2%と、2001年6月以来初めて減少に転じた。先日、意見交換した中国広州に進出している日系企業の経営者からも、9～10月を境に急速に受注環境が悪化したとの話が聞かれており、世界経済減速の影響が中国にも及んだ結果だと思う。先行きの中国経済については、IMF専務理事が2009年の成長率は5%台まで減速する可能性があることを指摘するなど、悲観的な見方がある一方、中国政府は4兆元規模の財政政策により成長率が8%以下となることを回避するとの見方もあり、見極めがたい状況にある。いずれにしても、中国が高めの成長を維持することにより、世界経済が回復基調に復するとの期待が大きいため、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、輸出が急減しており、経済が一段と減速している。

国内経済については、12月短観が公表となり、概ね事前の市場予想どおりの結果となったため、株価や為替相場への影響は限定的であったが、大

企業製造業の業況判断DIが74年8月以来となる下落幅を記録するなど、経済情勢が大幅に悪化していることを示すものだった。短観以外の指標をみても、10月の鉱工業生産や機械受注が、7~9月対比それぞれ3.6%、6.1%減少するなど、生産や設備投資が大幅に減少していることが確認された。また、建設業の経営者からも、受注のキャンセルや納期の先送りの要請が相次いでいるとの声が聞かれており、当面、設備投資は大幅に減少すると思われる。家計関連では、これまで堅調であった家電販売も増勢がピークアウトしているほか、11月の乗用車新車登録台数（除く軽）は前年比27.9%の大幅減少となった。また、小売業の経営者からは家計の節約志向が足許一段と強まっており、例えば、外食から中食、さらに内食へのシフトがより鮮明になっているとの声も聞かれる。

企業金融面では、大方の企業は、年末越えの資金繰りに目途を付けつつあるようだが、CP・社債の発行市場は機能が低下した状態が続いている。高格付企業でも高めの金利での資金調達を余儀なくされているほか、一部の業種や企業については、発行金利を引き上げても市場から資金を調達できないといった異常な状態に陥っており、起債環境は改善していない。また、起債できたとしても、これまで主要な購入先であった投信や生保、銀行等の機関投資家のリスク回避姿勢が高まっていることから、発行額の減額や期間の短縮を余儀なくされる事例が増加しているとの声も聞かれる。金融機関からの資金調達についても、企業は、先行きの業績の悪化や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、資本市場からのシフト、借入期間の長期化等、間接金融の依存度を高めている。11月の民間銀行貸出額も、前年比+4.1%と大きく上昇した。一方、企業の資金需要の急増に対して、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、資本増強を進めているものの、全てには応需できていないようである。このため、中小・零細企業だけでなく、大企業でも資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとみる先が増加しており、企業にとっての金融環境は全体として厳しい方向に急速に変化している。特に、年度末越えの資金繰りに対する警戒感は、相当高まっている

ようであり、企業活動に対する悪影響が危惧される。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員、お願ひする。

亀崎委員

まず、金融経済情勢について述べる。海外経済は、前回会合以降も一段と減速が明確になってきている。米国については、NBERが昨年12月からの景気後退を認定したが、11月のISM景況感指数が製造業、非製造業とも30台まで低下するなど足許では悪化の度合いが一段と増している。この指数はGDPと相関が高いと言われているため、第4四半期のGDPは大きなマイナスとなる公算が高いと思われる。焦点の住宅市場であるが、金利低下により新規のローン契約が増加してはいるが依然として価格低下と、着工、販売の減少傾向が続いている。労働市場では、失業率が6.7%と1993年10月以来の高水準に達しており、今後は1980年代前半以来の8%台となる、との予想もみられ始めている。こうした中、クリスマス商戦については、値下げ販売によって出足は好調であったが、足許では、着地はかなり弱いのではないかという見方が出てきている。この間、金融機関は不良資産の償却を進めており、サブプライム関連をはじめとする証券化商品等のエクスポージャーは縮小している。しかし、通常の住宅ローンや商工ローン等を含む全体の不良債権比率は上昇を続けており、貸出姿勢は厳格化している。従って、金融機関のリスク・テイク能力が落ちている現状では、金利低下の効果が経済に波及しにくく金融と実体経済との負の連鎖が断ち切れない状況にあると思う。今後は、金融機関への資本注入に加えて不良債権の早期処理に繋がる施策と、実体経済を支える大型の景気刺激策の早期実施が望まれる。なお、米国ビッグ3の経営危機については、日本の部品メーカーなどへの波及が懸念され、日本の景気への影響という面からも大変憂慮している。ユーロ圏も、実質GDPが2四半期連続でマイナスとなるなど、悪化している。公表される景気指標は、鉱工業生

産や新車登録台数などのハードデータや、各種のコンフィデンス指数など、いずれも悪化を示すものばかりであり、今後も一段と景気が落ち込む可能性が高いと思う。こうした中、EUが域内全体で2,000億ユーロの景気刺激策を提案し、これを受けた国別の施策として、フランスが260億ユーロの追加策を発表した。英国も、住宅価格が大幅に下落し、景気も悪化の一途を辿っている。英国では、異常な状況では異常な手段が必要であるとして付加価値税率の引き下げを含む総額200億ポンドの景気刺激策が、いち早く発表されている。中国については、輸出と生産の減速が、景気全体を押し下げているものとみられる。金融、財政総動員での政策対応は、経済指標からみられる以上に実態が悪化している可能性がある点に注意しなければならないと思われる。先月発表された2年間で4兆元の景気刺激策であるが、これについては真水が少ない、詳細が明らかでない、等の批判も聞かれるが、消費、投資といった内需が大きく落ち込む前に手を打とうとしている点、他国の政策対比で効果は大きいのではないかと期待している。

日本の景気は、昨日も報告があったが、多くの指標が何十年来あるいは統計開始以来の下落という実体経済の悪化を示しており、悪化しているという執行部の見解に違和感はない。12月短観をみると、製造業大企業の業況判断指数が1974年8月短観以来の大幅悪化となるなど景況感は急速に悪化しており、製造業の在庫判断、設備判断、雇用判断とも、過剰超幅が大きく増している。これまで、日本の過剰ストックは大きくないと判断していたが、フローフェードの悪化により過剰感が急速に強まっているため、今後はその調整から景気が一段と大きく悪化していく可能性についても考慮しなければならないというふうに思う。コンポーネントごとにみてみると、10月の名目輸出は、米国向け、欧州向けに加えて、頼みの綱であったアジア向けも、ASEAN向けは辛うじてプラスを保っているが、中国向けやNIES向けの減少を受け、トータルではマイナスに転じてしまったことについては大きなショックである。外需の減少を受けて、鉱工業生産も、10~12月の前期比は、1953年の統計開始以来の大幅マイナスとな

りそうである。これはエレクトロニクス関連に加えて、自動車が世界的な販売不振に陥っていること、それに伴って工作機械や、鉄鋼など素材も大幅減産に踏み切ったことが同時に影響したためとみられる。加えて、企業倒産も、件数、金額ともに一段と増加する中、雇用・所得環境は厳しさを増している。そのため、個人消費も弱まっている。日本企業が需要減少に対して素早く減産対応している点は、その後の在庫調整負担を軽減する点、個別企業にとっては望ましいと思う。しかし、こうした動きは、合成の誤謬により景気をスパイラル的に悪化させ、下請け企業の経営や、雇用、家計に対する負担が短期間でより大きなものとなってしまう。この点に関し、政府による緊急保証制度など様々なセーフティネットとともに、本行の企業金融支援策の効果についてしっかりとみていきたいと思う。このように日本経済は未曾有の大変厳しい状況にあるが、この機会を捉えて将来に亘って必要な環境対応や省エネ、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少なくない。例えば、家電メーカーによる家庭用燃料電池の研究開発や、電力会社による太陽光発電所の建設計画、不振を極めている自動車でも、炭素繊維などを利用したボディの軽量化とか高強度化とか、電池性能の向上をベースとした電気自動車やプラグイン・ハイブリッド車などの実用化に向けた投資などは続いている。また、円高、株安の今こそ、海外企業のM&Aを進める先も、様々な業種でみられている。先行きの成長を見据えたこのような動きが、この先グローバル・コンペティションにおいて、競争優位性を発揮していくことを期待したいと思う。

最後に物価については、原油価格がWTIで40ドル前後と、2004～2005年のレベルまで大きく下落していることから、大きな下押し圧力が掛かっている。CPIは、需給ギャップの拡大もあって、来年半ばには一時的にマイナスとなる可能性がある。しかし一方で、10月のCPIについても、価格上昇品目数と価格下落品目数との差は+167と、このところのピークをさらに更新し続けている。これを食料、エネルギーを除くベースでみても+55と、引き続き多くの品目で価格が上昇を続けている。また、11月の消費動向調査をみても、依然として7割以上の回答者が先行きの物価上

昇を予想している。こうした中で、物価指数の背後にある企業の価格設定行動、あるいは消費者のインフレ期待については、今後とも目配りをしていくことが必要であるというふうに考える。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願ひする。

山口副総裁

まず、国際金融資本市場と海外経済の状況からお話したいと思う。既にご発言になられた委員方と重なる部分が多いだろうと思うので、私からはポイントのみお話したい。まず第一点目であるが、アメリカとヨーロッパの金融危機というのはアジア、それから中・東欧、ラ米等の新興国にも波及し、世界的な金融危機の様相を呈してきているということである。それから二つ目は、新興国でも米欧の景気悪化に伴う輸出面への影響だけでなく、国際金融資本市場の動搖が内需にも波及する形で景気減速が明確化しており、結果として世界的に景気が後退しているという状況であるということである。それから三つ目は、金融危機の広がりと景気悪化のスピードが極めて早いということ。そして、こうした急激な悪化方向への変化は、これまで経験したことのない事態だけに先行きへの不透明感が高まっており、それがまた一段の景気悪化をもたらしているということである。これらを簡単に要約すると、金融と実体経済の負のスパイラルと生産・所得・支出の下方スパイラルの二つが世界規模でほぼ同時に進行しつつある状況、と捉えることができると思っている。しかも最近についてみると、経済主体のコンフィデンスの大幅な悪化を伴いながら、実体経済面での下方スパイラルが急速に進み始めていると認識している。先行きは、今申し上げたような実体面のスパイラルが、また金融との負のスパイラルを引き起こして、より大きなスパイラルが形成され始める可能性が小さくないと思っている。

次に我が国経済についてみると、今述べたような世界規模での二つのス

ペイラルが我が国においても進行中である。特に今回の短観でも確認されたところであるが、企業マインドの萎縮が大幅であり、そうしたもとで輸出の減少を起点とする生産・所得・支出の下方スパイラルが目立つようになっている。すなわち、10月の生産をみてみると、ご承知のように大幅な減少となった訳であるが、出荷・在庫バランスは大きく悪化している。企業収益も減少を続けているし、こうした中で雇用者所得は伸び悩んでいる。設備投資をみても企業収益の減少とか景況感の悪化を背景に、また後程述べるが金融環境が厳しい方向に急速に変化している中で、設備投資は減少している。個人消費も弱まっている。先行きについては世界経済が一段と減速し、二重のスパイラルが進行する形で輸出がさらに減少し、それが内需を一段と下押しすることが予想される。こうしたもとで企業の先行きの期待成長率がどうなるかということであるが、当面は非常に大きな短期ショックに見舞われているということであり、企業の期待成長率は限りなく低下していると思うが、それが短期的なショックを乗り越えていく中で、長い目でみての期待成長率にどのように繋がっていくのか、この辺りが大きな注目点だというふうに思っている。この間、物価についてはコアの消費者物価でみてこの先早いペースで前年比上昇率を縮小させていく見通しだろうと思っている。

次に我が国の金融環境であるが、このところ企業の資金調達環境については金利面、それからアベイラビリティ面、両面が全体として厳しい方向に急速に変化していると思っている。CP・社債の信用スプレッドが拡大しているし、金融機関の貸出金利は上昇している模様であり、企業の資金調達コストは全体として強含んでいると思っている。またアベイラビリティの面をみると、CP・社債の発行の減少が続いているということであるし、企業からみた金融機関の貸出姿勢は今回の短観で、大企業まで厳しい超ということになった訳であり、そういったことにみられるようにアベイラビリティ面での厳しさが増していると思う。このような企業を巡る金融環境の厳しさは信用スプレッドの拡大にもみられるように、政策金利引き下げの効果が実体経済に浸透しにくい状態が続いていること、いわば企

業金融面でのパイプに目詰まりが生じていることを示唆しているようだ。こうしたもとで企業は収益状況の悪化を眺め、先行きへの不透明感も強めながら設備投資等の支出計画を下方修正する動きをみせ始めている。我が国でも金融と実体経済の負の連鎖が始まっているということであろうと思う。それだけに今後、金融環境がさらに厳しさを増すことがないか、注意深くみていく必要があると思っている。

第二の柱による点検ということで言うと、今申したような金融環境とも相俟って、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長パスに復していく姿を現時点では自信を持っては描きにくくなっているように思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは須田委員、お願ひする。

須田委員

最初に、月報の概要についてであるが特に違和感はない。11月の会合後公表された内外の厳しい経済指標や、円高のさらなる進行、幅広い業種での減産強化、雇用調整や設備投資先送りの動き等を踏まえると、市場や企業の調整スピードは想定以上に速く、実物経済面での負の循環メカニズムが急速に強まっている。需給ギャップのマイナス幅がはっきりと拡大し、経済成長が前年比でみてはっきりとマイナスとなったことを踏まえると、景気が悪化しているとの表現は適切だと思う。また先行きについても、2008年度後半にかけて世界経済の下振れや円高進行等を背景に、輸出、生産、設備投資などの企業活動が一段と下振れる可能性が高いと思われる所以、目先、景気悪化の厳しさが増す蓋然性が高いと言わざるを得ない。金融市場については次のラウンドで述べることにして、以下では、今回の景気判断を引き下げるうえでポイントとなった主な経済指標について、簡単に整理しておく。

まず海外経済について、米国では足許、雇用環境は想定以上に悪化して

いるようである。11月非農業部門雇用者数が1974年12月以来の大幅な減少となったほか、失業率も上昇した。新規失業保険申請件数も多く、失業率は8%台まで上昇するとの見方が増えているようだ。こうした厳しい雇用環境に加え、家計の純資産残高の過去最大の減少や、低調な消費者マインド、消費者信用残の減少などもあって消費は減少しており、クリスマス商戦は期待できそうもない。また、11月のISM景況感指数も、製造業が1982年5月以来、非製造業は統計開始以来の水準まで下落している。住宅販売は減少傾向に歯止めが掛かる兆しもみられるが、差し押さえも多く、在庫は高水準で住宅価格の下落がまだ止まる兆しはみえず、底入れ感が出るのは来年半ばよりも後ずれすると考えてみていた方が良さそうだ。欧州についても、ユーロエリアの経済情勢は、11月の製造業PMI、輸出受注が統計開始以来の最低水準を更新するなど、輸出、生産を中心に急速に下振れている。中東欧がユーロ経済の足を引っ張る存在になりつつあり、ドイツの海外受注をみると、2か月連続で二桁の前年割れとなっているし、鉱工業生産指数も前年比マイナス幅を拡大している。また、消費者コンフィデンスが悪化を続けているもとで、10月の自動車を除く小売売上数量が前月比-0.8%と減少している。一方、アジアで悪化が目立つのは、NIEs、ASEANである。特に台湾と韓国の11月の輸出は二割を超える前年割れとなったほか、生産指数も月を追うごとにマイナス幅を拡大させている。また、中国でも11月の輸出がそれまでの前年比二桁増から2.2%減少へ急落したほか、工業生産も前年比プラス幅を急速に縮小している。中国の在庫調整は非常に大きく、中国の下振れリスクをも意識しない訳にはいかない。以上のように、世界経済をみると、金融システムの動搖が続く中、クレジットのタイト化や新興国からの資金の流出の影響もあって、先進国経済の悪化や新興国経済の減速感は強まっている。特に新興国への波及は中東など資源国も含めてここにきて急速に進んでおり、世界全体で金融と実体経済の負の相乗作用が広がっている。世界に蓄積された不均衡、例えば持続不可能な高成長、不動産バブル、レバレッジの拡大などの調整にはかなりの時間が必要となりそうである。世銀は来年の世界貿易

は 25 年余りで初めて減少するとの予測を出している。世界の自動車販売も大きく減少しており、生産調整はグローバルにまだまだ続きそうだ。海外経済の足許のこういった指標から、我が国の輸出を取り巻く環境は暫く厳しい状況が続くと言わざるを得ない。今後の日本経済のパスは輸出の前提となる海外経済の先行きに大きく依存しているが、中でも米国経済がどのようにボトムアウトしていくかが鍵を握っている。米国経済の先行きについては、市場では 2009 年後半にはプラス成長に転じるとの見方が引き続き大勢であるが、そうした見通しに共通していることは、これまでの積極的な金融政策の効果と新政権による財政パッケージに対する期待が前提となっているという点である。この前提が外れた場合の反動には怖いものがあるが、現時点では、私自身も、米国経済のリバウンドのきっかけとして、政策効果の発現とそれを先取りした株価の反発に期待している。実際、11 月 28 日までの週の住宅ローン申請指指数が F e d による MBS 買入れプログラムを受けたモーゲージ金利の低下に大きく反応したのも、米国株価が 11 月雇用統計の大幅な悪化に対してネガティブな反応を示さなかつたのも、既にこうした政策効果に対する期待が市場の底流に存在していることの現われだとみることもできる。株価の下値が堅くなれば、次第にマーケット・センチメントも改善していくと期待できる。また、中国に関しても、固定資産投資の堅調や人民元貸出の伸び率拡大などが足許窺われており、4 兆元に上る景気刺激策や貸出総量規制の撤廃の影響がどのようなタイミングで、どの程度景気浮揚に寄与してくるのか、注目されるところである。

一方、日本経済については、実質輸出の明確な減少と目先一段の下振れリスク、12 月短観における景況感の大幅悪化と収益及び設備投資の下方修正、雇用所得環境が厳しさを増す中で、マインドの悪化もあって自動車販売をはじめとする個人消費の下振れ、生産活動のさらなる落ち込みなど、11 月の会合以降公表された指標によって、足許の景気が急速に悪化している姿が鮮明となっている。まず、10 月の実質輸出であるが、欧米や N I E s 向けの減少が響き、前月比 -3.2% と減少幅を拡大させた。ただし

11月の自動車販売が米国に加えてユーロエリアでも二桁を超える大幅な落ち込みとなったことや、1ドル80円台まで円高が進行していること等から、目先一段と減少幅が拡大する可能性がある。また設備投資もはつきりと減少している。12月短観では、業況判断DIが事前の予想どおり大幅な悪化となるとともに、設備判断DIが過剰超幅を拡大させる中、2008年度設備投資（ソフトウェア除く、土地投資額含む）は、大企業が2002年度以来のマイナスに下方修正されたほか、中小企業も前年比-11.6%と、この時期としては1999年度並みの低い水準にとどまっている。11月の乗用車新車登録台数（含む軽自動車）も、前年比-18.9%の大きな落ち込みとなった。家計調査の消費水準指数や家計消費状況調査の支出総額も、10月はともに減少した。この間、企業の生産活動は、輸送用機械や電子部品・デバイスといった加工業種のみならず、素材業種にまで減産強化の動きが広がっており、10～12月は過去最大のマイナス幅となる公算が高くなっている。出荷・在庫バランスが足許崩れていることから、在庫調整圧力は今後も暫く続く可能性が高く、生産は1～3月もマイナス圏内で推移するとみている。経済成長は今年度も来年度もマイナスの可能性が高くなっている。

以上のように、マクロの経済指標が軒並み悪化する中、インフレの上振れリスクは一段と小さくなっている。むしろデフレ懸念の声が聞かれるようになっている。私は元々来年度の消費者物価コアはマイナスを想定していたが、その幅はもっと大きくなりそうだ。しかしながら、グローバルに金融緩和が進むもとでは、コモディティに再び資金が流入してくる可能性も捨てきれないし、OPEC総会で大量減産に踏み切ることが決定され、原油先物相場には先高観が徐々に高まりつつある。世界経済がいつピックアップしていくのか不透明感が強いもとで、インフレの上振れリスクを過度に意識する必要はないと思うが、市場は時として予想を超えたスピードで変化する。やや長い目でみれば、再びインフレ圧力が高まるかも知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であるという意識には変わりはない。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いする。

野田委員

金融経済情勢について総括すれば、前回定例会合以降、明らかになった経済指標、調査結果等は、先進国のみならず新興国に至るまで、ほぼ全地域で民間需要が急激に減退していることを明確に示している。我が国も例外ではなく、10月の展望レポートで指摘されたダウンサイド・リスク要因のほとんどが継続的に顕現化しており、生産・所得・支出は負の循環に陥ったことが明確となった。景気は急速に悪化していると判断している。

状況を仔細にみると、国際金融資本市場は、中央銀行による潤沢な資金供給やアメリカの場合、FEDによるエージェンシー債等の買い取りファシリティ創設等を映じて短期資金や住宅ローンの金利が低下しているものの、それ以外は目立った改善はみられず、むしろクレジットのスプレッドは拡大が続くなど金融システム不安に係る緊張が続いている。リーマンの破綻以降、金融セクターにおいて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、実体経済も落ち込んだ。米欧では、米国の雇用統計が市場予想よりもはるかに悪い結果となるなど、実体経済の屈折的な悪化を鮮明に示すデータの発表が相次ぎ、先行きについても悲観的な見方が広がっている。これが金融への負の作用をさらに強めるという悪循環が続いている。中国、インド、NIES、ASEANの輸出が揃って前年比マイナスに転じるなど、新興国経済の減速も明確となり、世界経済は、中東等の資源国とともに、下支え役を失いつつある。負の相乗作用は先進国経済と新興国経済との間にもみられるようになったと言える。海外経済は、米国のビッグスリーの経営不安、あるいはファンダメンタルズが脆弱な新興国から資金が流出するリスクといった火薬庫も抱えており、引き続き日本経済に影響を与える最大のリスク要因と指摘せざるを得ない。

次に、我が国経済であるが、企業部門からみてみると、短観や法人季報は、その他の発表されたデータやミクロ情報等と整合的であり、その点、意外感はなかったが、改めて景気の悪化、それも急角度の悪化を裏付けるものであった。企業収益が内外需の数量減や円高の影響等を受け減少する中、業況感は押し並べて悪化し、特に大企業製造業で顕著であった。その中でも、自動車は、過去に例のない急速なペースで悪化しており、世界的な総需要の急速な減退を極めて象徴的に示していると言える。また、設備の余剰感が急速に高まった。雇用も、過去の景気後退局面との対比では、なお比較的低い水準にあるとは言えるが、過剰感は製造業を中心に急速に上昇し、全ての規模で過剰超に転じた。私は9月の決定会合で、日本経済の先行きについて深刻な調整にはならないとの見方の前提、すなわち、企業部門が、負債とともに設備、雇用に大きな調整圧力を抱えていないということ、に対する下振れのリスクに初めて言及したが、総需要の予想以上の減少を受けて、不幸にもそれが僅か3か月で顕現化しつつある。今後の総需要等の落ち込みの程度次第ではあるが、収益の圧迫によるキャッシュ・フローの減少との相乗作用により、設備や雇用の過剰感がさらに高まり、設備投資や採用が大幅に落ち込むリスクを真剣に考えるフェーズに入ったとみている。家計部門も、弱い動きが目立つ。11月は乗用車新車登録台数(除く軽)であるが、これが前年比3割近く減少したが、その他、家電販売等のアネクドータルな情報を踏まえると、個人消費も11月は鋭角的な落ち込みが懸念されるところである。基本的には、企業の支出抑制と雇用の縮小の双方を映じた雇用者所得の伸びの鈍化とそれに伴うマインドの悪化が背景にある。派遣・契約社員等の再契約停止、いわゆる派遣切りも製造業を中心にさらに増加している。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、個人消費の回復は相当の期間、期待しがたいと言わざるを得ない。以上のような総需要の低下を反映して、生産は大幅に減少している。予測指標をベースに算出すると10~12月期は7~9月期対比で-8.6%と統計史上最大のマイナス幅となり、その後も来年1~3月期はミクロ情報

等を踏まえると結果的に5期連続で前期比マイナスとなる可能性が高くなっている。大半の業種で減産が行われ、特に輸送機械、電子部品・デバイス、一般機械という日本の主力加工業種が大幅な減産見通しを示している。こうした中、出荷・在庫バランスは崩れており、資本財や耐久消費財では調整圧力も急速に高まっている。

続いて物価であるが、10月のコアCPIは、前年比+1.9%と伸びは一段と低下した。今後も、夏場以降の国際商品市況の下落を映じて、伸び率はさらに急ピッチで低下していく可能性が高いと思う。リテイラーの価格設定行動をみても、一部の大手スーパー等で、食料品など生活必需品の値下げに踏み切る動きがみられ始めた。国際商品市況次第とはいえ、コアCPIが来年の早い時期にマイナスに転落する可能性は高くなっている。需給ギャップのマイナス幅拡大も明確になりつつあり、この面からも物価に関して下振れリスクに警戒が怠れなくなってきたと考えている。

最後に、金融環境について述べる。本行のCP等買現先オペの増額により、CP市場の需給は幾らか和らぐ局面もあったが、市場参加者のリスク回避姿勢は一段と強まっており、社債も含めて直接金融市场の発行環境は厳しい状況が続いている。その代替機能を期待される間接金融も、信用コストの増加や株安等により、全体として資本制約を強く意識したリスクアセント運営を余儀なくされており、局所局所で資金需要に応じられない事例が増加している。大企業でも、資金調達環境の悪化を、設備投資を下方修正する理由の一つに挙げる企業がみられるようになった。いよいよ我が国でも一部金融市场の機能不全が企業活動に悪影響を及ぼしていることが明確となり、米欧のように金融と実体経済の負の相乗効果が一段と高まっていくリスクを十分に意識しなければならない状況に至ったと判断している。なお、こうした状況に対する我々の対応策の検討の必要性については、後半のパートで述べたいと思う。以上から、執行部の月報の概要の表現には基本的には異論はない。私からは以上である。

## 白川議長

第一のパートで景気・物価に関する認識について各委員からご説明があつたが、非常に似ているというか大きな違いは基本的ではないという感じがする。従来はこのラウンドで、私がそれなりに要約していたが、今回は皆さんの基本的な認識、つまり経済の状況が非常に厳しいということ、ネガティブ・フィードバック・ループが働いているということ、企業金融が悪化しているということ、そういう点について一致していた。そういう意味では今回は敢えて要約はせずに、第二ラウンドで二つの柱に基づく点検を行うので、その時に一括して行った方が良いと思う。

私自身、格別新しいことがある訳ではないが、改めて思うことは、それにしてもこの急速な景気悪化がなぜ生じたのだろうかということである。我々自身の景気の判断も短期間に停滞、停滞色が強まる、今回は悪化という方向で考えている訳であるが、この急速な変化がなぜ生じたのか。いつも申し上げているが、これは日本銀行だけでなく海外の中央銀行もそうであるし国際機関もそうであるし、企業経営者も皆、過去30年とか40年とかのワーキングライフの中で、それこそ経験がなかったと言っている訳である。

背後にあるのは、色々な整理の仕方があるだろうが、世界経済の急速な悪化、しかもどの地域も急速に悪化している訳だが、その大きな背景を考えた場合に、何人もの委員の方がおっしゃっていたが、金融システムと実体経済の負の相乗作用がアメリカとか欧州とかいう、各国の各地域の中で起きているだけでなくて、それが世界的な規模で作用し始めているということだろうと思う。新興国について言うと、当初は先進国向けの輸出の減少という形で景気がやや減速するということであったが、足許では欧米先進国の銀行の貸出抑制であるとか、あるいは国際金融資本市場混乱の直接、間接の影響から内需にも影響が及んできていると思う。またそのことが先進国の経済にも影響を及ぼし始めているということだと思う。先程山口副総裁が二つのスパイラルということをおっしゃっていたが、色々な整理が考えられると思うが、正にそういうことが今起きている。ここしばらくは、

相当厳しい状況が続くと多くの方が覚悟されているように思ったし、私自身もそういう覚悟、そういう認識を持っている。

それからなぜ急速に悪化したのかということのもう一つの理由として、——これは必ずしももう一つではなくて、系なのかも知れないが——、これも何人もの委員が触れていたが、やはり不安心理が非常に高まっているという気がする。百年に一回という言葉に代表されるように、滅多に、今まで経験したことのないようなことが起きている、それがしかも短期間でどこでも起きているということであるから、当然、不安心理が非常に高まってくるし、防衛意識的な心理、行動が広がってくるということだと思う。例えば自己資本を考えてみると、アメリカの金融機関に対して公的資本を注入して、当初は、あの金額というのが相当大きな金額のように映った訳だが、しかし今はこの金額で本当に足りるのかという感じが広がっている。勿論、本当のところは分からぬが。自己資本が足らないのではないか、あるいは今後足らなくなるのではないかということで、自己資本の積み増しをしないといけないという意識が働いていると思う。それから流動性の面でも何が起こるかわからぬから流動性を積み増す必要がある。それから在庫の面でも、取り敢えず、極力スリムになっていこうということで、先程のネガティブ・フィードバック・ループの系ではあるが、不安心理が相当に増幅しているという気もする。

いずれにせよ、こう問題を整理したからといって直ちに解決策が整理される訳ではないが、どういう性格の問題が起きているのかということについて、やはり認識を深めておく必要があると改めて思った。これは答えがある訳ではないし、色々な整理が可能であるから、今ここで共通の整理をしたいということではないが、その辺についてもしご意見があつたらお聞かせ願えればと思う。企業金融関係については若干議論したい点もあったが、先程、須田委員は企業金融については後半のパートで発言されるとおっしゃっているので、後半の方で企業金融については議論をしたいと思う。

西村副総裁

宜しいか。あまり抽象的な話になっていけないのだが、いくつか問題点がある。一つはグローバリゼーションによって、ウェブ・オブ・トレードというか、単純にキャスケイドでトレードが起きるのではなくて、相互に乗り入れる形で起きている点である。加えて、典型的な例が中国だが、過去の経済発展の多くが段階を追って発展していくタイプだったのと対照的に、同時に全ての段階で発展するというスタイルである。そのために段階型発展で、キャスケイドの場合は、地域産業がずれながら時間を通じて落ちていくのに対して、同時発展でウェブ・オブ・トレードの場合は、地域・産業を選ばず突然シーズアップ (seize up) してしまう訳である。そういう状況が恐らく、今回の場合に金融に関して凄く起きたうえに、同時に実は実体経済にも起きた。分かり難いかもしれないで言い換えると、部品関係のものもキャスケード型では下請け、孫請けという形だが、ウェブ・オブ・トレード型では相互に同レベルで補完関係、つまり相互に影響しているという関係がある。この部分の影響がやはり今回大きかったのが特徴だと思う。

それから、もう一点は、これは私は本当に驚いたのだが、直接金融がこれだけバルネラブルであるということは、やはり全く想定していなかった。これは直接金融の新しい動きが、先程のウェブ・オブ・トレードの形になっていたことと関係すると言えるかもしれない。逆に古いスタイルだと言われていた間接金融が然は然りながらもやはり安定したアンカーとしての動きをしたというのは、極めて特徴的な事態だったと思う。金融はやはりショートタームとロングタームのミスマッチでやるのが基本形だから、直接金融が上手く機能するためには、コンフィデンスの問題が当然入ってくる。そのコンフィデンスが、先程のウェブ・オブ・トレードのところで、急速に崩壊してしまった。その時、対照的に間接金融は、踏みとどまることができた。その裏ではやはり長期的な顧客関係が、預金というものが極めて重要な役割を果たした。このことは、今後我々が金融機関に対して色々なことを考えることに関してもやはり考えていくべきではないかと。

### 須田委員

やはり今回のスピードの速さというのは、IT化というか、生産調整の速さに象徴される。この間、 のデジカメ工場をみにいったのだが、30分毎に部品がどういうふうに足りないかチェックしながら注文していくという、その位のタイムスパンで行動できるようになっていた。またインターネットを通じてマインドがグローバルと一緒に動いてしまっている。中国の内陸の話もよくあるが、昔私がアメリカのミッドウェストにいた時、世界のことなど一切関係ないと、自分達の村の話しかしなかったという時代があったのだが、多分今はミッドウェストでもグローバルなことに関心があるのだろう。

### 水野委員

ないと思うけれど。

### 須田委員

ないか。消費にしても、あるいは不安心理にしてもそれが全部世界中を駆け巡っていくという、そういった要因も大きな影響を与えたというふうに思っている。それから、先程も言ったが、やはり中国の世界に占めるウエイトが大きくなった時の一次產品に対する買い占めと、それから買い控えの影響というか、結局今回の問題も一次產品が大きく上がった、下がったという状況がある。その生産に対して洗練されたガバナンスがあるのか分からぬ部分、企業としての適正在庫をどれだけ持つかというような、そういうところにはまだいっていないということが、世界に対するウエイトが大きくなっているが故に、非常にグローバルに悪影響を与えたなどというふうに思っている。

### 野田委員

今おっしゃった情報化と在庫等との関係について付言すると、よく電機

メーカーの方が、在庫調整に関してサプライチェーン・マネジメントが、前回、前々回の時に比べて相当進んでいると指摘し、これまでずっと良い時は、それを誇りにされてきた。須田委員がご指摘になったように、サプライチェーン・マネジメントがあまりにも効率化し過ぎてしまって、悪くなつた時の調整力が——先程、亀崎委員が合成の誤謬とおっしゃったけれども——速くなつた。それが、今回の特徴的なスピード、落ち込みの速さの一つの理由になっているだろうと思う。対応が早いということは、全体としてみると、問題の先延ばしにはならないかもしれないが、やはり影響を大きくしてしまう。これはかつての景気後退時との決定的な違いだらうと思う。

### 亀崎委員

先程、白川議長がグローバリゼーションということをおっしゃって、世界各国で金融システムと実体経済の負の相乗作用が起きていたと。私はこのグローバリゼーションというのが、今回、日本に関しては最も大きく響いてきていると、数字をみても思う。昨年の末位からアメリカ向けの輸出がまず、減速を始め、EU向けが今年の夏位——5月、6月位から——減速をし始め、中国を含むアジア向け、これが何とか持ちこたえると思っていたところ、ついに10月にマイナスになってしまった。今まで日本の成長を牽引していたのは、専ら輸出であったが、ここへきて全方位マイナスになってしまったために、今はもう出口がないということとなった。従つて、このグローバリゼーションが良い面もあったけれども、そういう意味では非常に厳しい現実になつてしまつて。輸出に依存していただけにコントロールできない、という点が非常に大きい。

### 白川議長

今回、景気後退のスピードや性格に随分大きな変化があった訳であるが、世界経済、従つて日本経済も当面厳しい状態が続くという認識を持つてると先程申し上げた。同時に、こういうことが起きたということは、この

後どこかの段階でいざれは来る景気回復のメカニズムも前と同じではないということだと思う。それは、必ずしも景気回復のスピードが速いということを自動的に言っているのではないが、前と同じメカニズムで景気回復があるかどうかについてもよく分からぬ。今直ぐの課題ではないが、常にそのことはやはり意識しておかないと、落ちる時も認識が遅れるけれども、回復する時も認識が遅れる可能性は大いにあると思う。そのことも、やはり頭の片隅には入れておいた方が良いと思う。

### 野田委員

ただ、その点で一つだけ。落ちる時と回復する時が、対称的かどうかについては、必ずしも違う…。

### 白川議長

そういう意味ではなくて、メカニズムということである。つまり、先程の在庫管理のサプライ・チェーン・マネジメントの話は、落ちる時に最終需要の影響が直ぐ出てきたという話であった。しかも、先程のウェブ・オブ・トレードで、拡大されてどんどん落ちてきたということである。今度、増えて拡大していく時には、どのような形になるのだろうか。急速に増えるとは思わないが、どういう形になるのか、その時も先程のキャスケイドではなくて、ウェブ・オブ・トレードで増えるのかどうか。

### 西村副総裁

この場合、先程のＩＴと関係するのだが、やはり特にサプライ・チェーン・マネジメントも結局のところ確率モデルを使うことが多い。そして、確率モデルの基になるデータは結局過去のデータである。そうすると今回のようにかなり大きな形で色々な問題が生じた時、データそしてサプライ・チェーン・マネジメントそのものにもやはり相当大きな影響を与えると思う。もし、システムが同じであったとしても、上がってくる時は、下がる時と同じ形で上がるよりかは、もう少しあなりリスクをみた形で上

がっていく可能性が強いと思う。

### 野田委員

やはり、あと生産資源の確保というのが、縮小調整する時と拡大調整する時と大分違う。そこは、大いに違うので、むしろ非対称だと。

### 山口副総裁

一点宜しいか。今起きているのは世界規模での有効需要不足と金融機関の自己資本不足ということだろうと思う。問題はグローバルに広がっている一方で、対応は各国別にやらざるを得ないということなので事態が各国毎に深刻度を増すと、多分採られる政策というのは、全体としては過剰な政策が採られがちだろうという気がする。結果として、必要以上の需要創出であり、必要以上の資本注入であるということになってくるのではないかと思っている。先のことを考えるにはまだ少し早いのかもしれないが、そのことの持つ意味というのは、やはり我々としては、常に考えておく必要があるという気がしている。

### 中村委員

とすると、色々補助金合戦、自動車などにも出てきているが、そういうことが起こり得る。それから、例えばウォルマートが世界中の全てのメーカーを相手に商売しているように、世界はがっちりがんじがらめに絡み合っているため、日本だけ良くなるということは、有り得ない。ただし、今は、米国から中国に商品を発注しても1か月以内に米国の店頭で商品を販売できる程物流が早くなっていることから、逆に言えば良くなる時は早いのかもしれないが。

### 水野委員

当たり前のことなのだが、一言だけ言っておくと、山口副総裁と中村委員が言ったことと合わせると、政府の介入が増えてくることが、保護主義

にならぬようするということを再認識するということ。あと、金融面について言えば、いわゆるバーゼルⅡの見直しを巡る議論もそうだが、ただでさえプロシクリカリティがある訳で、それに加えて金融の規制が甘かったということでさらに規制強化が行われてしまうと、戻る時にまた問題が起きてしまう。この規制の部分については良い面も悪い面もあるので、運用の弾力性がないと。規制を強化すること自体は、金融イノベーションを否定することとも繋がり兼ねないので、ここは凄く慎重にやらないといけない。我々は金融の規制当局ではないのだが、間接的で良いから意見を述べていった方が良いのではないかという感じはする。

白川議長

では、ここで少し休憩を取って、10時50分に再開する。

(10時40分中断、10時50分再開)

## V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、決定会合を再開する。このラウンドでは、次回決定会合までの金融調節運営方針について、お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議とする。既に、第一ラウンドの議論で非常に厳しい金融の情勢認識が示された訳である。どういうふうな政策対応が日本銀行として可能か、望ましいかというのは非常に難しい問題であるし、当然これまでこの席で議論しても勿論それぞれ微妙な意見の差があった。こういう問題の厳しさに対して、従来以上に皆さんの率直な意見をお伺いして、そのうえで私は日本銀行としてどのようなメッセージを送ることが一番ふさわしいのか、それからそれが日本の経済に最も貢献するのかという一点に照らして改めて議論していきたいと思っている。それでは、先程と同じ順番でお願いする。最初は水野委員である。

## 水野委員

世界経済は、米欧景気の悪化を主因に足許急減速している。こうした異常な状態がグローバルな広がりをみせている背景には、一番目として金融市場の混乱が実体経済に悪影響を及ぼすネガティブ・フィードバック・ループが顕現化するもとで、二番目として、各国の財政、金融政策が結果的に後手に回っていることなどがあると思う。このような状況の中でF e dは、12月16日開催のF O M Cで、政策金利であるF F 金利の誘導目標を、従来の1%からゼロ～0.25%のレンジに引き下げ、実質的にゼロ金利政策に突入した。また、弱い経済指標は、当面F F 金利の超低水準を正当化するだろうとの表現を盛り込むことで、いわゆる時間軸効果を持たせる表現も盛り込んでいる。さらに、利下げ余地がなくなったことから、F O M Cの今後の焦点は、F R Bのバランスシートを高水準に維持することを通じ、金融市场の機能を支え、実体経済を刺激することであると明示されている。これは、量的緩和政策への扉を開いたとも言え、F R Bは米国の経済と金融機能の回復に役立つと判断される場合、民間債務の担保を受入れたり、買入れたりする。すなわち、必要ならば積極的にバランスシートを拡大し、クレジット・リスクを探る方針を示したと言える。政府による金融機関への公的資金注入に加え、F R Bのバランスシートの積極的活用、という二つの政策手段を組み合わることによって、米国は金融危機を乗り越えようとしていると思う。

次に、我が国の経済情勢をみると、最近の経済指標の悪化振りは、景気に急ブレーキが掛かり、深い景気後退局面に入る可能性が出てきたことを示唆していると思う。2008年度、2009年度の実質G D P成長率はそれぞれ前年比-1.5%程度と大きなマイナス成長になる可能性もあると思う。調査統計局によれば、需給ギャップは2009年度には-4%を超え、2010年度もかなりのマイナスが残る見通しである。このため、原油など国際商品市況や為替レートが現行水準にとどまる前提をおくと、コアC P Iの前年度比上昇率は2009年度、2010年度と2年連続でマイナスになる蓋然性が高まってきたと言える。こうした中で、政府、与党の一部からは財政規

律を損なっても現在は景気刺激策を優先すべきであるという発言が日増しに強まっており、ねじれ国会で重要法案成立に時間を要することもあって、相対的に機動力がある日本銀行に対して、本来ならば財政政策に属する政策発動を期待する声が高まっている。一方、債券市場においては、我が国の政府債務残高のGDP比は先進国の中で最も高いグループに属する中にあって、財政規律が損なわれるリスク、国債需給の悪化に対する懸念がある。

本行が財政政策の領域と言われる政策を発動する場合には、本来ならば、対外的に説明できるロジック、それからエグジット・ポリシー——出口戦略であるが——について時間を掛けてしっかり検討すべきである。しかし、欧米主要国の金融危機がさらに深刻化する可能性が指摘される中にあって、我が国もいわゆるネガティブ・フィードバック・ループに陥ったと判断されるもとでは、時間的な余裕も限られており、相当踏み込んだ政策対応を打出さざるを得なくなっているように思う。

そこで、今後の金融政策運営についてであるが、考え方を整理すると、一番目としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を引き下げる。二番目としては、金融市場調節の目標をターム物金利に変更して、その低下を促す。三番目として、国債買い切りオペを増額する。四番目として、信用リスクをとる施策に踏み切る、という四つの追加緩和策が頭の体操として考えられる。このうち、今回私としては、利下げ、国債買い切りオペの増額、そして、私が11月の決定会合以降二度に亘ってお話をしているCPの買い取りを提案したいと思う。

まず国債買い切りオペについてであるが、日銀券発行残高——これは、11月末残で76.6兆円——と本行の長期国債保有残高——同じく43.8兆円であるが——、その乖離幅は30兆円を越える水準が常態化している。これは、我が国金融市场の安定にとって懸念材料となり得るほか、本行の金融市场調節に過度な負担をもたらしている。10月31日の利下げによって、日銀券発行残高は前年同月比+1%程度の伸びを続けることが想定され、両者の乖離は今後さらに拡大する可能性がある。従って、金融市场の

安定確保と調節負担の軽減を図るために、国債買い切りオペを月1兆2千億円から月1兆4千億円へ増額することを提案したいと思う。また最近、本行に残存期間が1年未満という極端に短い国債が持ち込まれるケースが増えている。そのため、かねてより執行部が検討していたそうであるが、1年未満、1年超～10年未満、10年超、という三つ程度のゾーンを設定して、ゾーン別買入れを導入することを検討することが適切なタイミングと言える。

なお、30年国債は国債買い切りオペの対象から排除する特段の理由はないが、40年国債については、本行の保有国債の平均残存年限を極端に長期化させるリスクがあることに加え、発行残高が十分な規模とは言えないため、買入れ対象に加えることは時期尚早だと思う。

一方、物価連動国債、15年変動利付国債も国債買い切りオペの対象に加えることが適切だと思うが、利付国債と入札方式が異なるため、利付国債の買入れ枠とは別枠で管理する必要があると思う。なお、物価連動国債については、国債発行当局が買入れ償却を大幅に増額すると同時に、新規発行を現在見合させており、市場残高が減少傾向にある。本行が物価連動国債を買入れ対象に加えた場合、国債買い切りオペの中立性の原則を遵守できない可能性があるため、発行当局に対して、物価連動国債の将来像について事前に確認しておく必要があると思う。

次に、CP買取りについてコメントする。本行はCP現先オペを積極的に活用しているが、CPレートは電力会社など優良企業を除き高止まりしている。このところ、発行体は多少のレート上昇を甘受しても発行に踏み切り始めているが、完全な買手市場になっているため、発行は減少気味である。この間、銀行の貸出動向をみると、11月の貸出は、特殊要因調整後で前年比+4.1%となり、集計を始めた1998年10月以来、最高の伸び率となった。CPの発行が減少していることに鑑みると、大企業を中心に直接金融から間接金融——すなわち、CP・社債から銀行貸出ということであるが——にシフトしていることが読み取れる。こうした中で、中小・零細企業向けの貸出がクラウド・アウトされている可能性がある。

年末に向けて、金融機関は、短期金融市場への資金の放出に慎重になる傾向がある。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購入にさらに慎重化する可能性が、年度末に向けて見込まれる。本行が適切な対応に踏み切らない限り、CPの発行残高が減少し、中小・零細企業向け貸出がクラウド・アウトされる状況が続くよう思う。なお、本日決定する事項ではないが、買入対象のCPの格付けについては、本行のバランスシートの毀損リスクと政策効果のバランスを考慮すると、個人的には、a-1以上とすることが適切だと今の時点では考えている。

最後に、金利政策についてコメントする。まず、金融政策運営の枠組みに則り、第一の柱の観点から言うと、一番目として、景気の先行き見通しは悪化のテンポが速まる可能性が高く、二番目として、需給ギャップは足許マイナスに転じ、先行きもマイナス幅がさらに拡大する蓋然性が高いとみている。他方、金融環境については、全体として厳しい方向に急速に変化しており、こうした状況が当面続く可能性が高いとみている。

次に、第二の柱の観点からみると、我が国経済はネガティブ・フィードバック・ループに陥り、景気の最悪期は来年1~3月期以降になる可能性が高まっており、悪化局面が当初想定よりも長引く可能性がでてきた。また物価面では、需給ギャップのマイナスが2010年度もかなりの幅で残ることが見込まれており、デフレのリスクが生じている可能性がある。

当面の金融市場調節方針であるが、経済・物価の先行き見通しがはっきりと下振れている中、この際、政策金利を引き下げることが自然であり、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0.1%前後で推移するように促すことを提案したいと思う。また、ロンバート金利を0.2%引き下げ0.3%に、そして、当預付利の金利水準をゼロ%に引き下げるこことが適當だと思う。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いする。

## 西村副総裁

現在、日本の企業金融の重要な一翼を担う直接金融市場の一部に、市場機能の大きな低下がみられる。本年初より、国際金融市場の動搖から金融部門の一部で資金を引き揚げる動きが生じ、一部業種への信用供与が細っていたところ、秋口以降、米欧金融システムの動搖の深刻化の余波から、さらにその傾向が業種を越えて広がりをみせてきた。加えて、投資信託等の直接金融市場での主要な投資家が資産価格下落に伴う様々な理由で投資に一斉に慎重となつたため、CP市場や社債市場の一部にストレスが生じた。加えて11月以降の景気の急激な後退は、信用リスクに対する姿勢を直接金融、間接金融ともに一層慎重化させた一方、今後のキャッシュ・フローの減少懸念で、広範に企業の流動性需要を大きく増加させた。こうした中、リスクプレミアムの高まり、アベイラビリティの低下の双方で、企業金融の一翼を担う直接金融市場にストレスが著しく高まり、さらには間接金融の市場にもストレスを掛ける状況となっている。そして、著しい不確実性の増加から、過度ともみえる反応がみられることも否定できない。

前回通常会合でも述べたが、中央銀行は銀行だけでなく、金融システム全体の安定性に対してもリеспンシブルであるべきという考え方が今般の世界的な金融危機の中で定着していると思う。現在の直接金融市場の一部での著しい市場機能の低下は、金融システムの正常な機能発揮という点からみて問題があり、間接金融、直接金融の両輪が揃って初めて市場機能が働いていると考えるべきであろうと思う。つまり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。特にCP市場の厳しい状況を考え、今後、年度末に向けて、企業金融が一段と厳しさを増す可能性が高いことを考えると、時限措置として、CPの買い切りの形での買入れを実施するのは時宜を得た措置と考えている。CPの他にも、社債等その他の企業金融関連の金融商品についても、対応を速やかに検討するのが望ましいと考えている。

しかしながら、オペを通じた流動性供給とは異なり、このような形で中央銀行が企業金融に関わる直接商品を買い切るということは、個別企業の信用リスクに直接晒される異例の対応に踏み切ることである。信用リスクが顕現し、中央銀行のバランスシートが毀損するような事態が生じると、その対処を巡っては中央銀行の独立性に対する疑念が生じる可能性もあり、その場合は中央銀行の発行する通貨の信認の確保にも悪影響が出てくるかもしれない。そのため、政府との関係を含め、どのような対応が必要か慎重に検討しなければならないと考えている。

また、我が国金融市场の安定確保という観点から、日本銀行では秋口以降、様々な措置を講じてきたが、積極的な資金供給をより円滑に行う体制をさらに整えるために、長期国債の買入増額を検討する時期に至ったと考えている。現在、長期国債買入れを月 1.2 兆円、年間 14.4 兆円行っているが、その買入国債の内訳をみると、こここのところ残存期間の分布が短期に偏っており、そのため短期の資金供給オペレーションの負担が増大する形になっている。こうした負担を軽減するためには、長めの資金供給となる長期国債買入れを増額することが適当であると考える。具体的には、過去の経緯を参考すると、月 2,000 億円程度増額して、月に 1.4 兆円、年間 16.8 兆円とするのが妥当な線であろうと思っている。その際、問題の一環が買入国債の残存期間の分布にあることを考えると、残存期間が極端に短期化するとか長期化するとかに偏らないように、適当なゾーン別の買入方式を検討する必要があると思う。さらには、過去に買入対象の範囲を広げてきた経緯に鑑みると、今回買入対象として 30 年債、変動利付国債及び物価連動国債を追加するのが適当であろうと考える。

次に、次回までの金融政策運営方針について述べたい。金融経済情勢に関する討議で述べたように、日本経済の状況は大きく悪化した。日本銀行はこうした事態の変化もリスクシナリオとして想定し、金融市场の安定を確保するために 10 月会合での政策金利の変更後も、様々な措置を講じて積極的な資金供給を行い、潤沢な流動性が市場に確保されるよう努めてきたと理解している。今会合において議論されるべきと私の考える措置も、

こうした流動性を潤沢に供給していく政策の一環である。しかしながら、事態の悪化は急速で、前々回会合に既に十分低いと考えられた 0.5%から 0.3%へとオーバーナイト政策金利を引き下げたにもかかわらず、金融市場全般に金融緩和の程度が急速に減じているようにみえる。従って、既に述べた潤沢な流動性供給に加えて、金融政策の面からも、金融市場調節方針を変更し、無担保コールレート誘導目標を 0.3%から 0.1%に引き下げ、緩和的な金融環境の確保を図ることが必要であると考えている。これに従って、補完貸付金利は 0.2%引き下げ 0.3%とするが、補完当座預金の基準金利については 0.1%に据え置くのが適当と考えている。

一点追加しておきたいと思う。現在、日本経済の状況はオーバーナイト政策金利が十分に低いにもかかわらず、ターム物の金利が高止まる、強含むという状況にあり、かつ市場でのディスロケーションの状況が強く、そのため金融緩和の度合いが減じているという点にある。とするならば、政策としてターム物金利に対する働きかけを明確にして、ターム物金利を下げるという努力を通じて緩和的な金融環境の確保を図ることが必要になる可能性がある。こうした点を含め、原点に立ち返った検討が今後必要になってくるのではないかというふうに考えている。以上である。

白川議長

中村委員、お願ひする。

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従来からの見通しについては、不確実性が高まっている。また、回復の条件が整う時期についても、後ずれする可能性が高いと思う。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、各国当局が新たな施策を公表するなど、対応を続けている。例えば、FOMCは、米国

の経済情勢が悪化しており、市場金利の実勢に合わせて政策金利をゼロ～0.25%のターゲット・レンジとして引き下げた。また、F e d のバランスシートを高水準の規模で維持するような手段も用いて、金融市場の機能を支援し、経済を刺激していくことを政策の主眼とすることも明らかにした。F e d 並びに財務省は、昨年来、様々な思い切った措置により金融市場機能の改善に努めているが、未だ機能の大きな改善には至っていない状況である。レバレッジの解消や、毀損したバランスシートの調整により混乱している金融市場に対する即効性のある対策が見当たらないだけに、市場の動搖が収束するまでには、相応の時間が掛かるものと見込まれる。国際金融資本市場の動搖が長期化するもとでは、金融システムと実体経済の負の循環により海外経済が一段と減速する可能性が高いことに加え、円高の影響もあり、我が国の輸出が大幅に減少することが見込まれる。また、内需も企業収益や資金調達環境が悪化し、雇用、所得環境も厳しさを増す中、さらに弱まっていく可能性が高く、当面、我が国経済の悪化のスピードは速まる可能性が高く、下振れリスクが高い状況である。特に、最近の急激な経営環境の悪化から、最悪の事態に備えて、生産、雇用、設備投資等の調整に取り組んでいる企業が多く、結果として我が国経済が一時的にせよ大きく悪化する可能性も念頭に置く必要がある。

我が国の経済情勢は、まさに緊急事態とも言える状況下にある。金融資本市場やクレジット市場の機能も低下しており、前半のパートでも述べたように、企業金融も一部で目詰まりを起こしており、さらなる金融緩和策を含めた早急な対応策が求められている。このため、次回会合までの金融市場調節方針は、先程西村副総裁がおっしゃったように、無担保コールレートの目標金利並びに基準貸付利率をそれぞれ0.2%引き下げ、誘導目標金利と補完当座預金制度の適用利率とのスプレッドをゼロとし、付利の利率を0.1%とするとともに、12月2日の決定会合で決定した企業金融円滑化のための対応策を、さらに補完、拡大できる措置を検討し、速やかに実施に移す必要があると思う。足許の金融経済情勢は、緊急事態であるとの認識のもと、高格付けのC P 等の買入れや担保としての株式の受入れ、

資金供給手段としての国債買入れの増額等、日本銀行が中央銀行として取り得る信用リスクの許容範囲内で、対応可能な措置を実施することが肝要だと思う。金融資本市場全体が引き続き動搖していることもあり、年末越えや年度末越えの資金調達環境は、再び混乱する可能性もある。このため、金融市场局の皆さんには大変ご苦労が多いとは思うが、引き続き機動的なオペ運営により、市場の安定に努めてもらいたいと思う。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、世界及び日本の景気は悪化している。こうした中で、今後注目すべき点は、世界の金融・経済対策の方向性である。これまでの数年間、世界景気は、金融機関がリスクを取って実体経済に資金を供給したことにより、力強く拡大してきたが、足許では、この動きが急に逆回転し始めたことにより、景気も急速に悪化方向に向かっている。これを何とか押し止め、再び順回転に戻すことができるは、この局面でもリスクを取ることができる国際機関や各国政府であると思う。しかし、現在必要な施策がなかなか出揃わないことは、景気の底割れに繋がりかねない大きなリスクである。

必要な施策の第一は、米欧金融機関からの不良債権の切り離しである。金融市场の崩壊や大手金融機関の破綻の危機は、各国政府、中央銀行のリスク負担によるセーフティネットの構築や、多額の公的資金の投入でしのいでいる。限られた予算の中で金融機関を支えるには、レバレッジの掛かった資産サイドよりも、資本サイドを強化する方が有効ではあるが、資産の劣化が進む中では根本的な解決にはならないと思う。かといって一齊に処理すれば、市場や実体経済がもたない。そのため、長期的視野を持って処理に臨める政府関与が必要ではないかと思う。

必要な施策の第二は、直接、景気悪化を止めることである。まずはマクロの景気刺激策で、政府による大規模な景気刺激策が必要である。中国の4兆元をはじめ、EUの2,000億ユーロなどの大型施策は心強いと思う。米国オバマ新大統領の経済再生計画、日本の生活防衛のための緊急対策などにも期待したいと思う。次にミクロの企業対策で、市場において、弱い企業が順に狙い打ちされるようなスケープゴート探しを止めなければならない。米国議会で自動車大手の救済策が纏まらない現状は、自動車業界のみならず、他産業や他の国にも不安を広げている点、憂慮している。何らかの打開策が採られ、市場全体を覆う疑心暗鬼の連鎖を晴らすことを希望したいと思う。

加えて国際協力で、新興国における経済危機の連鎖を断ち切らねばならないと思う。IMFをはじめとする国際機関や、先進各国の支援が求められる。こうした中、先日発表された、日中韓でのスワップ網の拡充については評価されて良いと思う。

こうした中で、日本についてみると、金融機関対策については、経営の安定とリスク・テイク能力の回復に向けて、金融機能強化法の改正案が成立した。また、景気刺激策については、10月の生活対策、12月の生活防衛のための緊急対策などが打出された。本行についても、リーマン破綻以降、連日の大量資金供給に始まり、ドル資金供給オペの創設・拡充、国債現先オペの拡充、CP現先オペの積極活用、年末越え資金の積極供給、政策金利の0.5%から0.3%への引き下げ、補完当座預金制度の創設を通じた調節対応力の強化、さらには民間債務の適格担保範囲の拡大、また民間企業債務を利用した新型オペの導入など、様々な施策を矢継ぎ早に打出してきた。とはいっても、まだ市場の緊張感は払拭できていないのも事実である。本行は今後とも、先行きを見通しながら、必要かつ可能な施策を考え、時間を置かずに打てる手を素早く打っていかなければならぬのではないかと思う。まずは、市場流動性について、必要量をしっかりと供給していくことが何より重要であると思う。例えば、長期国債買入れの増額は、市場流動性をより潤沢にするとともに、短期の現先オペによる資金供給負担を減らす

こともできる良策だというふうに思う。

また、信用リスクを採らねばならない施策についても、あらゆる可能性を排除せずに検討すべきである。例えば、CPの買い切りについては検討すべきであるが、先程西村副総裁がご指摘のとおり、その際には、国民財産である本行資産を毀損しないよう十分配慮し、適切な仕組みを整えることが肝要であると思う。また、日本の景気が悪化局面に入り、今後さらにその度合いを深めていく可能性については前半パートで確認した訳であるが、そのような状況にあっては金利政策についても、躊躇なくそれに対応していくのは、本行の責務であるというふうに思う。そこで、次回会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0.2%引き下げ、0.1%前後とするべきだと考える。また補完貸付制度における基準貸付金利は0.3%、補完当座預金制度における適用利率は0.1%とすべきと考える。英国のブラウン首相の言葉を借りれば、まさに「Extraordinary times require extraordinary action」であると思う。やらねばならないことを、過去にこだわらず白紙から考え、強い信念のもとで、迅速かつ積極果敢に手を打つことが、今、本行が日本経済に求められていることであるというふうに考える。以上である。

白川議長

次は山口副総裁、お願いする。

山口副総裁

先程のセッションで、私の方で述べた金融経済情勢に関する認識というのを踏まえると、当面の金融政策の選択肢としては、二つ考えられるであろうと思う。一つは、政策金利の引き下げということであるし、もう一つは企業金融面での目詰まり対応措置を講ずるということである。これらに加えて金融調節の円滑化のための工夫として、長期国債買いオペの増額といったこともあると思っている。

まず、最初に長国オペの増額から考え方を整理しておきたいと思う。既

に委員方が発言されておられることとかなり重なるとは思うが、現在銀行券の発行残高というのは高水準で推移しているが、一方で本行が保有している長期国債は減少している。結果として、金融調節面では短期のオペレーションの負担が高まっているという状況である。特に潤沢な資金供給を行う中で、円滑な金融調節を実施していこうという場合には、短期のオペの負担を可能な限り軽減し、長期国債の買入れを増額することが効果的だとみられる。その際、単に長国のオペレーションを従来と同じような形で増額するということではなくて、市場規模の拡大に併せて、買入対象の国債の多様化を図っていくということも必要なのではないかと思う。また、買入国債の残存期間は既にかなり短くなっている。こうした残存期間について、将来いずれかの時点での極端に短期化あるいは長期化することも有り得る訳であるが、こうした事態を避けるために残存期間別の買入れを行うことも考えて良いのではないかというように思っている。このあたりは既に多くの委員が指摘されているところである。

次に、政策金利の引き下げである。先程、私の方から述べた訳であるが、日本経済の先行きについても、不確実性が高まっている。はっきり言えば下振れのリスクが高まっているという状況にある。そういう中で、政策金利を引き下げることには、一定の合理性があるというように考えている。ただ、企業金融面に目詰まりが生じて、政策金利引き下げの効果が実体経済に浸透しにくい状態が続いているというような状況を考えると、まずこうした点の解決に寄与し得る策を講じたいところである。例えば、企業金融の円滑化に資する措置をさらに進めるといったことが考えられる。以前の決定会合でも申し上げたが、個別企業の信用リスクについては第一義的には民間金融機関が負担すべきものであり、仮に日本銀行が信用リスクを取るとしても、政府との役割分担であるとか、あるいは我々自身のバランスシートの健全性といった観点を踏まえていく必要があると思う。そのうえで、その時々の金融経済情勢をよくよく見極めて、十分周到な対応を図っていくことが基本だと思っている。

翻つて、現在の企業を巡る金融環境をみてみると、急速に厳しい方向に

変化しているというふうに思っているし、そういう中にあっては、中央銀行が異例の措置にまで踏み込むことがある程度許される状況にあるようと思われる。例えば、先程来議論が出ているがC Pの買い取りなどによつて企業金融の円滑化に貢献していくことを考えても良いのではないかと思っている。ただし、こうした施策を実行する際には、中央銀行としてどの範囲の金融資産を買い取るべきか、しかもどの程度の期間買い取るのか、こうした論点がある。さらに中央銀行の財務の健全性というのを疎かにはできないので、それを確保するために政府との間でどのような議論が有り得るのかも含めて対応を考えていく必要があるということだろうと思っている。従つて、これらの点を含めて、早急に検討を進める必要があると思っている。

悩ましいのは、先程も少し触れたが、現時点での政策金利の引き下げまで行うかどうかということである。現在の我が国の金融資本市場をみてみると、随所で機能低下、ないし目詰まりがみられるようになっている。そうしたもので、オーバーナイトコール市場について、我々自身の手で市場機能をさらに低下させてしまうということで良いのかどうか、要するに金融資本市場全般において、機能低下ないし目詰まりの度合いが中央銀行自身の手によって広がるということをどこまで許容するのかという問題が一つあろうかと思う。それから、これは先程も述べたことであるが、そうした政策金利の引き下げが実際問題として、どの程度の効果を期待できるのか、この点についても目詰まりが生じている中でなかなか判断が難しい。さらに、政策金利を引き下げる以上、現実に起きている問題の核心に迫ることでないと意味がない訳であるが、オーバーナイト金利の引き下げということで、そうした核心に迫る対応になり得るのかといった点についてもやや気になるところである。むしろ、高止まりを続けているターム物レートに直接働きかけるような金利政策を目指すというのが本来、我々として採るべき政策の構えではないかという気もしている。勿論、この点について日本銀行内での議論というのはまだ十分ではないし、これからさらなる検討を行っていく必要があるとは思うが、いずれにしてもそんな点

を含めて金利引き下げについては、我々自身として頭の整理をしなければならない問題点があろうかというふうに思っている。

さらに、金融政策の効果が現われるには、相応の時間が掛かるということであって、そうしたことを考えると、政策の一つ一つの効果をある程度確かめながら、次の政策の発動を行っていくというのが中央銀行として基本的な政策の遂行の仕方であろうと思っている。そういう中で、こうした手順を踏むことなく、様々な策とともに金利引き下げまで一挙に打出していくことが適當なのかどうか、この点についても若干の気掛かりが残ることである。

こうした点を踏まえると、正直言って、金利引き下げには多少躊躇せざるを得ない面があるというのが私の率直なところである。勿論、今申し上げたような判断と、このところの金融経済情勢の急速な変化に対して、果斷に対応していかなければならぬという中央銀行に課せられた責務との狭間で考え方方が揺れているというのが率直なところである。従って、後程皆さん方の議論も参考にさせて頂きながら、私自身のスタンスを固めたいというふうに思っている。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、内外金融市場の状況から簡単に整理しておく。米国では、シティ・グループに対する大規模な公的支援や、F e dによるエージェンシー債等の買取ファシリティの創設といった踏み込んだ施策が奏功し、投資家の極端なリスク回避姿勢は小康を保っている。こうした中、我が国の金融市場をやや詳しくみてみると、まず短期金融市場では、レポや銀行間ターム物取引を中心に神経質な地合いとなっている。すなわち、起債が困難化しているC Pからの振り替わりにより銀行貸出が増加する中、邦銀などが資金調達姿勢を前傾化させる一方で、出し手は年末を睨んで放出姿勢を慎重化

させており、G C レポ・レートやユーロ円ターム物レートは強含み易い不安定な地合いとなっている。また、レポ市場の機能低下によるファンディング負担を背景に、短国レートも高止まっている。逆に、国債買現先オペをはじめとするターム物オペを通じた積極的な資金供給に伴い、無担保コールレート（オーバナイト物）には強い低下圧力が働いている。

他方、クレジット市場に目を向けてみると、C P 市場では、C P 等買現先オペの積極化に伴って、現先レートは足許低下しているが、年末を控え投資家の選別姿勢が強まる中、C P の発行レートは上昇基調を続けている。社債についても、事業法人の起債がAA格以上にほぼ限定されているほか、スプレッドも米欧に比べれば低いレベルながら、大幅に拡大している。C D S プレミアムも、年末、年度末における企業の資金繰りが懸念されるもとで、既往ピークを上回って推移している。

企業では、業績悪化に伴って営業キャッシュ・フローが減少傾向を辿つており、先行き不透明感から年末、年度末資金の早期確保に走っているようである。その際、C P や社債から銀行貸出へのシフトが窺われていることは、先程も述べたとおりである。銀行サイドでは、貸出増加や株価下落や業績悪化による自己資本制約のもと、資金確保に万全を期す構えのことであり、こうした企業や銀行による資金需要の高まりを背景に、銀行間取引やクレジット市場ではストレスが高まりやすい状況にある。年末越えの資金調達については既にほぼ目途がついたとの見方もあるが、昨年の9月末のように、年末が近づ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急に拡大することも予想される。株価のボラティリティも引き続き高いレベルにあるし、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。

このように全体として厳しい方向に急速に変化している金融環境のもとで、現在、金融と実体経済の負のフィードバック懸念が強まっている。我々は10月末に政策金利を引き下げた訳であるが、その後の経済指標をみる限り、金融経済情勢はむしろ悪化傾向を強めている。今回、再び景気判断を現状、先行きとも下方修正し、我が国の景気が標準シナリオをト

レースできない可能性が高まり、このままでは物価安定のもとでの持続的な成長への回帰がかなり後ずれする可能性が高いとみている。それゆえ、ここで機動的に政策対応に踏み切ることが望ましいと思う。これが我々が採用しているフォワード・ルッキングな金融政策運営の基本であると考えている。従って、次回会合までの金融政策運営方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促す。また補完貸付について、その適用金利である基準貸付利率を0.2%引き下げ0.3%とすることを提案したいと思う。

また、昨日の執行部の説明にあったように、金融市場の全体としての安定確保のために、オペ負担が高まっている。従って、短期の資金供給オペの負担を軽減するため、長めの資金供給となる長期国債の買入れを増額することが望ましいと思う。増額の幅は、銀行券ルールの観点から、月2,000億円であれば問題ないと考えられる。

なお、買入対象国債については、市場の中立性の確保や市場規模などからみて、30年債、変動利付国債、物価連動国債を追加することが望ましいと思う。また執行部においては、長期資産と負債の見合い及び資産の流動性確保の必要性からみて、買入国債の残存期間が極端に短期化したり長期化しないように、残存期間別の買入方式を考えて頂きたいと思う。また金融市場の安定確保や企業金融の円滑化に向けた措置として、CP買入れを含めた企業金融面での追加措置の導入を検討して頂きたいと思う。CP市場については、a-1格以下については年末越えを希望しながら年内もののロールを強いられる銘柄もあるなど、厳しい発行環境が続いているが、問題は年度末越えであり、さらにハードルが高いとの声が聞こえてくる。従って、時限的にCP買入れについて考えたいと思う。これは個別企業の信用リスクを負担することになるものであるが、結果的に財政政策の分野に足を踏み入れることになり、異例の対応となる。特にそれが大規模なものになる程財政政策に近い性格を有することになることを明確に意識する必要がある。また買入れによる相対価格の変更が市場の新たな非効率性をもたらさないように、つまり優遇効果が市場機能のゆがみ是正以上に

なってはいけない。財務の健全性と通貨の信認を確保することも必要である。

以上のようなことを考慮に入れて、最小コストで最大効果が発揮できるよう、執行部にはC Pの買入対象範囲や実施期間について考えて頂きたいと思う。また年度末に向けて企業金融全般に一段と厳しさを増す恐れがあるので、C Pだけでなくその他どのような対応が可能かについても考えて頂きたいと思う。なお、C Pの買い取りについては、原則賛成であるが、以上のような観点から、具体的な買入スキームが市場に介入し過ぎてリスク負担が大き過ぎると判断した場合には、賛成しかねることを前もって申し添えておく。また財政政策の分野に足を踏み入れることになるので、こういった対策についてはしっかりと説明責任を果たす必要があると思っている。

以上のように、ここで、円滑な資金供給、市場の安定化や企業金融の目詰まりを解消するための思い切った策を講じることに加え、利下げをすれば、それら施策の効果がより強まり、トータルで物価安定での持続的な成長に資すると考えている。

最後になるが、今後の政策をどのように説明していくかについては非常にむずかしい問題が残っていると思う。私は、今後緩和効果はより長い金利やリスクプレミアムに働きかけていくことで示されると思っているが、そのためにはバランスシートを拡大することが必要条件ではなく、資産構成を変えることによっても実現可能だと思っている。当分バランスシートを拡大せざるを得ないF e dと違い、我々はバランスシートの大きさを緩和のメルクマールにすることはない。世の中では、F e d式だとか元の日銀タイプの量的緩和かといった議論があるが、それとは全く違うということをしっかりと説明していく必要があるし、そのうえで緩和度合いについて市場とどう対話していくべきなのか、これから考えていきたいと思っている。以上である。

白川議長

野田委員、お願ひする。

野田委員

皆さんが金利政策、利下げについて言及されているので、リスク認識については省略して、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。前半パートで認識された我が国経済の現状と先行きについては、先程皆さんと共有できたところであるが、こうした状況を認識しつつも、さらにこうした状況下であっても、私としては、市場機能維持の観点からみて、既に極限的と考えられる現在の低金利による金融緩和効果を最大限に発揮させるべく、金融市場の安定確保にフォーカスした政策を適切に進めていくことが引き続き何よりも重要と考える。これは、前回の定例会合でも申し上げたとおりである。従って、金融政策運営方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.3%前後で推移するよう促すとの現状維持の方針を維持したいと思う。

敢えて意図的かつクリアにもう少し付言すると、一つとして、そもそも先程申し上げたとおり、繰り返しになるが、極限的な低金利にあるということであって、無担保コールレートの利下げ効果は極めて限定的になっているということである。二つ目に、市場機能が低下している中で、場合によってはそれをさらに低下させる可能性があるような政策は避けたいということである。もう一つ申し上げれば、コールレート（オーバーナイト物）を引き下げるも、現在市場の機能低下の影響が最も及んでいると考えられるターム物の金利は、引き続き相対的に高止まることが懸念される。従って、仮に利下げが急務だとすれば、このターム物にターゲットをあてた金融政策あるいは金利政策を優先的に考えるべきであるということである。

そこで、優先すべき金融市場の安定、そのための流動性供給の問題を整理すると、我々が取り組む課題は大きく二つに整理されると思う。一つは、目詰まりを起こしている個別の金融市場にフォーカスした対策の策定で

あり、二つは流動性供給オペレーションの機動性の向上である。

まず、第一に、目詰まりを起こしている個別の金融市場にフォーカスした対策の策定であるが、現在の日本の金融市場の現状を一言で言えば、金融市場に全体として必要な流動性の総量を供給する手段に不足はないが、金融機関のリスク・テイク余力の縮小から、市場間の裁定が十分に働くかず、個別市場における目詰まりが解消しない状況にある。これに対して我々は、前回12月2日の臨時会合でも、企業金融円滑化のための金融調節面での対応を決定したばかりである。その場で私が共感を覚える考え方として引用したコーンF R B副議長の講演に敢えて再び言及したいと思う。すなわち、「市場機能が崩壊し、システム・リスクが受け入れがたいレベルまで高まった時などの極めて異例の状況を除き、中央銀行は、民間の信用配分に掛かる判断から距離を置くべきである」というものである。現在がそうした異例の状況であるということは断じがたいものがあるが、これまで米欧のリスクを説明する言葉であった金融・実体経済の負の相乗効果というものは、いよいよ我が国でも一部金融市場の機能不全が企業活動に悪影響を及ぼしていることが明確になり、今や実体経済の想像を超えた急速な悪化が金融環境に及ぶ負の影響の大きさに十分に注意を払わなければならぬ状況に至ったと判断している。支払能力がある企業まで流動性不足に陥る程に危機が拡大するのを待つ訳にはいかない状況に差し掛かりつつあると判断するものである。直接金融市場における目詰まりを緩和、解消するために、さらに何をすべきか、中央銀行として何が可能かについて、一つに適格担保の範囲のさらなる拡充、それは勿論のことであるが、もう一つ、コマーシャル・ペーパーを含めて、個別クレジット資産の買い取りまで視野に入れて、さらに検討を重ねることが必要になったと私も考えている。後者のクレジット資産の買い取り、すなわち信用リスク・テイクの検討に当たっては、既に前回の決定会合でも指摘され、本日も複数の委員のご発言にもあるように、一つに本行のバランスシートの健全性の問題、それとともに、二つに国の財政政策ゾーンとの兼ね合いという二つの論点を中心に、十分な検討、整理を行うことが重要である。なお、もう一つ申

し添えると、これらの流動性対策というものは、あくまでも、いわば時間を買う政策であり、本来的には金融機関が資本を強化することによってリスク・テイク余力を回復させることが強く求められるということは、言うまでもない。

流動性供給に掛かる第二の課題は、流動性供給のオペレーションの機動性の向上である。近年、銀行券が増加する一方で、買入国債のデュレーションの短期化等により長期国債残高が減少していることから、両者の乖離が拡大し、短期オペ残高が大幅に増加している。また、このところは、短期金融市场でカウンターパーティ・リスクが強く意識される状況が続いているため、大量の資金を供給する必要がある一方で、オーバーナイト金利が誘導目標から下方に乖離し続けることを回避する必要があることから、資金供給オペと資金吸收オペを煩雑かつ芸術的に組み合わせるアロバティックなオペ運営となっている。長期国債買入れの増額により、資金供給面の根雪を作り、オペレーションの負担を減らしていくことが適当であると考える次第である。増額の規模の検討に当たっては、いわゆる銀行券ルールに従い、長期国債買入れの残高が日銀券残高を上回ることがないように配慮する必要があり、その観点からみれば、月当たり 1.4 兆円程度への増額は妥当と言える。また、市場規模が相応に拡大している 30 年債、15 年変動利付債、物価変動債を買入れの対象国債に加えることについても適当と考える。その際、銀行券ルールへの抵触を回避するためには、中長期的にみて市場の価格形成に中立的になるように配慮しつつも、残存期間をコントロールする何らかの枠組みを導入することも併せて必要であると考える。私からは以上である。

### 白川議長

それでは、最初に当面の金融政策運営に関する議論の前提である、第一の柱、第二の柱に基づく点検の結果について、金融経済情勢に関する議論も踏まえながら行いたいと思う。まず、第一の柱であるが、我が国の経済は海外経済の減速により輸出が減少していることに加え、企業収益や家計

の雇用、所得環境が悪化する中で、内需も弱まっていると思われる。また、我が国の金融環境をみると、全体として厳しい方向に急速に変化している。これらを背景に、我が国の景気は悪化しており、当面厳しさを増す可能性が高いと考えられる。一方、物価面では、消費者物価の前年比は足許+2%程度となっているが、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。経済・物価の先行きについては、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくという見通しに関する不確実性は一段と高くなっている。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、我が国経済の回復に向けた条件が整うには、相応の時間を要するとみられる。

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、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強まる可能性がある。物価面では、景気の下振れリスクが顕現化した場合や国際商品市況がさらに下落した場合には、物価上昇率が想定以上に低下する可能性もあるということである。以上が第一、第二の柱の点検結果である。もし、この要約にご異論があればまた後から言って頂きたい。恐らく、先程の皆様の感じはこういうことであったかと思う。

政策対応の在り方について議論を移したいと思う。先程、私自身が冒頭申し上げたように、経済・金融情勢が非常に厳しい中で、政策について色々な考え方があるのはある意味で当然のことだと思う。当たり前の話であるが、日本銀行は金融政策運営について独立性を与えられている。それだけに、非常に責任が重い訳である。物価の安定と金融システムの安定という目的に照らして考えていくという思いは皆共通であるから、そのもとで今日どういうメッセージを送るのか、それからどういうアクションをとっていくのかということを考えてみる。取り敢えず、項目別に、これまで意見を表明された委員の方の大よその感じを申し上げると、政策金利については、山口副総裁と野田委員以外は政策金利を0.1%に引き下げる

いうことであった。補完貸付金利と補完当座預金金利については、水野委員については補完当座預金金利はゼロというお話であったが、利下げと言われた方は0.1%ということであった。いずれにせよ山口副総裁と野田委員以外については、政策金利の引き下げ、山口副総裁については一定の合理性はあるが、幾つかの論点を挙げられて、最終的にはこれから議論をしてみたいというお話であった。それから、野田委員は、0.3%で現状据え置きという話で、取り敢えずそれが意見の分布状況である。

企業金融の面で一步踏み出し、結果として信用リスクを負担することになる行動——C Pということであるが——、これについては表現の仕方が若干それぞれ違ったが、皆さんがそういう方向をサポートされていたというふうに思う。長国の買入増額、あるいは対象の追加、それから期間別管理、これについてはどなたも賛成ということである。取り敢えず、その三つのアイテムについてはそういうことであった。

これから議論に入りたいのだが、私自身が議長としてこれから結論を引き出す時に、やや総論的な話になるが、どんなことを感じるかということである。振り返ってみると、例えば量的緩和を開始した2001年3月のように、今回はターニングポイントになる決定会合かなという感じがする。非常に厳しい経済の情勢に対して、中央銀行として成し得る最大限の貢献をしたいという当然の要請がある。一方で、過去の経験からすると、中央銀行に対する過大な期待、あるいは過大な要請というものが出来やすかったということもこれまでの幾多の歴史が示すとおりである。結果として、それが後々問題を引き起こすこともなかった訳ではない。いずれにせよ、私自身は結果として日本の経済にしっかり貢献することを冷静に考えて、判断をしなくてはいけないというのがまず基本だと思う。

その時に、私が強く意識することは、日本銀行が全体としてどういう金融政策の基本戦略を持って臨んでいるのかということである。それを我々自身がはっきり共有し、そのことが世の中にもはっきり説明されていくということが大事だと思う。そういう面で、F R B、E C Bそれから日本銀行の三つの中央銀行がサブプライムローン問題以降、どういうふうな金融

政策の基本戦略に臨んできたのかということを改めて整理して、自分達の位置を確認してみたいと思う。

やってきたことを分ければ、大きく言えば三つのグループに分かれると思う。一つは、金融市場の安定を図るということである。これは潤沢な流動性供給を行う、様々なオペを導入することを含めて、潤沢な資金供給を行うことを通じて金融市場の安定をしっかりと確保することである。二つ目は、政策金利を引き下げるということである。三つ目は、企業金融に働きかけていく、あるいはもう少し広く個別の金融市場に働きかけるというふうに言った方が良いかもしれない。こういうふうに整理した場合に、日本銀行は潤沢な流動性供給を行い、政策金利について0.2%の引き下げを行い、企業金融についてはC P現先の積極活用、企業債務担保の範囲拡大、あるいは企業金融支援特別オペを始めとして、様々な措置を講じてきたということである。この三つを今までやってきた訳である。

F R Bはどうかというと、F R Bは最初の潤沢な流動性供給を通じて、市場の安定を図るということは勿論やってきた。それから、政策金利も大きく引き下げてきて、先般の措置に至って、今誘導目標が0~0.25%というところまで下がってきた。企業金融あるいは個別金融市場対策については、今様々な施策を大規模に展開をしていることはご承知のとおりでありし、その中には信用リスクを負担するというアクションも含んでいる。欧洲中央銀行はどうかというと、潤沢な流動性供給を行って市場安定を図っている。政策金利は、F R B程引き下げている訳ではないが、引き下げてきた。企業金融の面では、担保の範囲を拡大することを通じて企業金融にも貢献しているが、買い切りは行っていない。

これから日本銀行がどちらの方向に踏み出していくのかであるが、この後の議論は一つ一つのアイテムについて順番に議論するというよりは、まず最初に全部の体系について大よそ議論したうえで、そのうえで各テーマについてどういうアクションをとるかということを議論した方が良いのだろうと思う。そういう面でF R Bの今回の措置をみた時に、どういうふうに日本にはみえるかということを先にお話した方が良いかと思う。今回、

誘導目標金利は0~0.25%にした訳であるが、これは実勢を追認したという感じに近いのだと思うが、今回私が興味深いと思ったのは、F R Bが当座預金の付利金利を0.25%にしたうえで、この水準で暫く続けると言つたことである。つまり、もしF R Bは望めばこの金利をさらに積極的に引き下げることは可能であったが、そこまではやらなかつた。実際には今G S Eがマーケットに出している分だけ、F F レートは下がつてゐるが、逆に言うと今のF F レートというのはそういうマイナーな市場であつて、実際に金融機関が資金を運用する時には、この0.25%のフロアが掛かつていて、それ以下で運用するインセンティブはないので、F e dは0.25%で止めたということだと思う。いずれにせよ、達観してみればゼロ金利に近い世界で、その中でどこで止めたかということである。

一方、量の拡大の方であるが、これは先程須田委員の方からもご説明があつたが、かつての日本銀行と異なつて、当座預金の量を積極的に拡大して、マクロ的な景気刺激効果を狙うという意味での量的拡大はとつていな。あくまでも金融市场の安定化策あるいは、個別金融市场対策の結果としてアセットが増え、その結果として当座預金が増えてくるという性格の措置をこれからやつていくという、そういう政策体系になつてゐる。日本銀行が今後どちらの方向に進んでいくか、あるいはどの方向を特に強化していくかということになるが、最初の潤沢な流動性供給は従来もそうであつたし、これからも変わらないというのが皆さん的一致した意見であろうと思う。

政策金利については、これはこの後議論を深めたいと思うが、取り敢えず論点だけ申し上げると、一つはオーバーナイトのコールレートの金利を下げることが景気に対してどの程度刺激効果を持つか、言い換えると景気というか経済活動全体に対して持つプラスの効果をどういうふうに評価するかというのが第一点である。第二点は、市場機能を日本銀行のアクションによって低下させることをどう考えるか。これは勿論、バランスの問題ではあるが、それをどう考えるかというのが二つ目の論点である。多少その議論の系かもしれないが、今特に問題になつてゐるのが、ターム

物金利の高止まりだとすれば、働き掛けるべき金利はターム物金利ではないか、この辺をどう考えるのかということである。それから四番目は、今ここで議論しているのは、金融市場に関するプロであるが、プロの世界では分かるロジックが世の中全体にはなかなか分かりにくくなってくる。その結果、日本銀行のメッセージが伝わりにくくなうことへの配慮も現実的には必要である。そういうことを諸々考えたうえで、最終的に皆さんには微妙なバランスの中でお考えになって、意見を表明されたのかなと受止めた。自分自身もそういうことであると考えている。この後また議論するが、議論の結果としてそれぞれの方が方針を変えるというのも勿論結構な訳であるから、取り敢えずここは論点だけ示して、これから真剣に議論したいと思う。

それから、企業金融の関係であるが、これは中央銀行として異例の措置であると皆さんおっしゃっていたと思う。これを今まで先進国の中銀でやったところというのは、大昔は分からぬが戦後ということで考えてみると、日本銀行がA B C P を買い切ったとか、あるいは金融政策ではないが、銀行保有株式を買い切ったというのが最近では初めてで、その後今度はF R B が実質的にリスクを取る買い切りに踏み切った訳である。それ程異例の措置であって、欧州中央銀行は現状採っていない。私自身は、経済の情勢の厳しさを考えると、異例の分野ではあるが、踏み出すことは必要だというふうに思っている。その時に、ほぼ全員の方がおっしゃったが、これは中央銀行の財務の健全性、ひいては通貨への信認ということについて、影響のあり得る問題で非常に根源的な問題であるから、これについてしっかりとと考えたうえで、決定をしていくことが不可欠だと思う。これは後の方で言うべきかもしれないが、財務の健全性については、なかなか理解がされにくい概念である。得てして、財務の健全性というのは中央銀行が庭先を綺麗にするために言っているというふうに揶揄するような言い方も少なからずみられる訳である。しかし、もし財務の健全性が重要でなければ、今回F R B があれだけ信用補完措置を探るとか、あるいは政府に對して損失補填を求めるということはない訳で、彼ら自身が財務の健全性

を意識しているからこそ、ああいうことを採っている。仮に、中央銀行の財務の健全性について疑念が生じた場合に、結局素朴な意味で円に対する信認が失われるということも勿論あるし、中央銀行が財政的に政府に依存せざるを得なくなってくるというパーセプションが生まれれば、そのことによって金融政策に関する皆の予想が変わってしまう。その結果通貨の信認にも悪影響が及ぶ。だからこそ、どの中央銀行も財務の健全性——普段は声高には叫んでいないが——を、ベースとして非常に大事だと思っている話である。今回、CPの買入れを行うことについて皆さん賛成し、私も賛成なのであるが、これは十分に説明責任は果たしていかなければいけないと思う。その説明責任として、CPを買うことがどういう形で金融市場の改善あるいは経済の改善に繋がっていくのかということについて、しっかりととした説明がないといけないと思う。勿論CPを買えば、買ってもらった企業は喜ぶが、それは日本銀行の目的ではない訳であるから、このことがどういうルートを通じて改善に繋がるのかということについてしっかりと考え方を整理しないといけない。単純に出て行くという話ではないと思う。

後から議論したい点の一つとして、CPの買入れについてどういう意味合いを求めていくのかという——私に若干の仮説はあるが——、そのことは整理しておかないといけないと思う。長国オペについては、皆さん意見が一致していて、特に私が付け加えることもない。これを今後実行する場合には、最大のポイントは、世の中に対してなぜ長国オペを増額するかということについて誤解のないように説明をしていくということだと思う。先程多くの方がおっしゃったように、長めの資金供給をやることを通じて、短期のオペへの負担を軽減していくということでこれは金融調節上の理由であって、非常に素直なロジックである。このことは、なかなか専門家以外の人には理解されにくいと思うので、誤解のないように説明していくというのがこの件については最大のポイントかなと思う。

以上、私の方から申し上げたが、これから議論に入る前にCP買入れに関する件について、事務方の方から何か追加的に説明があったら

この段階でお願いする。そのうえで、先程挙げた論点についての議論に入りたいと思う。

### 雨宮企画局長

では今ご議論のあった国債の買い切りとCPの買入れ等について、若干色々と技術的な側面から補足させて頂く。ほとんど論点は委員から出た論点の補足であるが、まず国債買い切りの関係で、額は大体委員方から出た金額は月1.4兆円、2,000億円増額ということだったと思うが、銀行券の上限との関係を申し上げると、今足許が大体銀行券75兆円に対して、長国42兆円で比率は56%ということである。これを2,000億円増やして、5年後一定の仮定においてこの保有比率がどうなるかを求めると、大体8割位、79%と。過去1995年～2000年位の安定している時期は大体80%であるので、銀行券上限という関係でもちようど按配の良いところかなという感じがする。ただし、一定の前提のもとで、と申し上げたのが買入れの平均残存期間であり、これもご議論があったとおり、非常に足許短期化している。因みに国債の残存期間は、市中の平均は6.2年であるが、私共が持っている保有残高の平均は5.3年であるが、この上期だけに限って言うと1.9年と非常に短期化している訳である。この問題であるが、長期安定的な資金供給というのと少し中身が変わってきてているという問題がある一方、これも委員からご指摘があったとおり、仮にここで例えば30年債や変国といったより長期のものを買い取り始めると、これが沢山入ってくると逆に長期化するというリスクがあるので、これを全体として一定範囲内に抑えるという格好で、ご議論のあったゾーン別というのは有効な手法だと思うし、付け加えると、これはイギリス、アメリカも採用している手法である。ただ、このゾーン別を考える時に非常に難しいことは、特定の年限の金利コントロールという誤解を避けるようにするという意味では最も分かりやすい格好で極端に長いもの、極端に短いものは避けようということで、枠の切り方としては、これも水野委員からお話があったが、1年、1年～10年、10年超という辺りが良いところかなというふうに考え

る。それと、最後に債券の追加の関係で、30年債、変国、物国の中の話があつた。これまで新しく債券種類を追加した時には残高等を参考にこの流動性が高いものということで行ってきており、例えば5年債を追加した時の残高は当時16兆円、20年債を追加した時は12兆円の残高だった。ただ今、30年債が16兆円、変国が44兆円、物国が約10兆円の残高となっており、そういう意味でもそれぞれは追加し得るかなということである。

それから、技術的なことで申し上げると、仮に増額そのものは直ちに開始できるが、このゾーン別コントロール、期間別とそれからもう一つ債券の追加の方で申し上げると、この変国、物国というのは、これは入札の方式が通常と全く異なる。通常の債券は金利入札であるが、これについては、価格入札をするということで、全く違うボックスを作ることになるので、この債券の追加と残存期間別の乖離については若干の検討期間——検討の期間というのは私共内部の検討期間と市場参加者との意見交換ということも含めて——を頂戴して検討させて頂ければと思う。

クレジット商品の方はあまりテクニカルに申し上げることはなく、例えばコマーシャル・ペーパーで申し上げると、テクニカルに申し上げれば、日本銀行は先程白川議長からお話をあったように、ABC買入れ実施実績があるし、オペ手段は非常に整っているので、多分やり方は何らかの手段はあろうかと思う。問題はご指摘のあったとおり、異例の手段という中で信用補完の仕組みをオペの中にどうやって組み込んでいくかといった辺りが課題になるのかなと思う。そのうえで、他のものも含めて検討した中で挙がった課題として、こういうものについてどの範囲でどの期間で本行財務の健全性をどのように考えていくかというのは、これはむしろお時間を頂いて検討させて頂きたいと思っている。以上である。

### 白川議長

それでは、先程整理した政策金利の関係、それから信用リスクを負担することになる政策、それから長國、この三つは連関しているが、他の二つの問題も意識しながら、政策金利について追加的にご意見を頂きたい

と思う。どなたからでも結構である。

### 水野委員

政策金利引き下げの基本的な考え方は——私は先程適切であるではなくて自然であるという言い方をしたが——、第一の柱、第二の柱に照らして考えると、第一の柱について言えば、足許、先行きともに景気判断をかなり下方修正している。それから第二の柱については、そのうえでさらに下振れリスクが高いと言っている。勿論、金利が高い時と低い時では、政策効果というのは違うが、景気判断との整合性、あるいは我々の量的緩和解除後の枠組みとの整合性からすると、素直に政策金利を下げた方が自然であるというのがまず第一点目である。二点目は、効果と副作用。必ず薬には効果があると同時に副作用があるというように、これが薬かはともかく、特に副作用があったかどうか。10月31日の利下げの後、カウンターパーティ・リスクが高まっていたということもあったし、それから我々の利下げ幅が0.2%と非常に小さかった——今回も0.2%ということが今提案されている訳だが——ということもあって、ターム物金利は下がらなかつた。ターム物金利を下げるためにどういうふうにしたら良いかという工夫がいる。ターム物金利に直接働き掛けるオペを打つというのも一つあるのだが、なかなかこれは技術的に難しいし、直ぐには纏まらない。ただ今回、短観の結果とFedの利下げを受けて利下げの思惑が高まったことから、ターム物金利が若干低下してきている。それから三点目として、先程白川議長もおっしゃられたとおり、金利政策というのはラグをもって効いてくる。利下げの効果がないというのは——小さいということは言っても良いが——、金融政策を否定してしまうことになるし、全くないということはない。少なくともターム物金利を含め、市場金利全体を押し下げる一定の効果は期待できるのではないかということは言えるのではないかと。

それ以上積極的なものがあるかというと、それ以上のものはないかもしれないが、副作用があるかということを考えると、今回は目詰まり対策を

一緒にやる訳なので。私は10月31日の時は利下げに一人反対したのだが、あの時は目詰まり対策が先であって利下げではないと、今日、野田委員が言われたこととちょっと似ているが、今回はセットでやるということなので、特に目詰まり対策を頑張るという前提で、金利を下げるということが、我々の景気判断の認識が厳しいのだということを伝えるには非常に——先程白川議長が言わされたように——、国民に対して分かりやすいのではないかと、そういうふうに思っている。

### 須田委員

私も、今の水野委員の言われたことと結構似ている。例えば、企業金融であっても、今日決めた企業金融支援特別オペレーションを一定金利でやるとしたら、ターム物金利にもある程度の影響は出てくる。一つ出すだけではだめかもしれないが、全体で政策効果をみていくというのが、パッケージで出すことの持つ意味だと思う。私としては、オーバーナイト金利は0.1%というところで下限が切られていて、それ以上は下がらないということを共有できると思っている。そうすると、もう少し長いところの金利にどう影響を与えていくかということに、我々の関心を移すことができると思う。そういう意味では、今やつてしまったら——やつてしまったらというのはおかしいが——、Fedについては、どういう訳か0~0.25%でゼロ金利と皆さんのが受止めているし、私はFedと日本銀行とではやり方は違うと思っているが、でも色々な資産を購入するという話も一緒に出てきて、そして金利も同じような水準にとなつたら、もうオーバーナイト金利の話ではないのだな、ということに素直に移れるような気がする。この点も今が一つのタイミングではないかなということであった。

私も市場機能の低下は気にしているが、資金をどんどん出していかなくてはならないといった時、あるいは一定レートでオペを行うといった時、中央銀行が民間を代替するという意味では、それはやはり市場機能を壊しているのである。レートが低いから市場を壊すのであって、一定レートでやるもののは違うのだ、と言っても、なかなか私自身も理解できない。0.1%

という下限は絶対守るということであるならば、量的緩和でやった時のような、取引費用も出せないようなひどい金利を生じさせて短期金融市場機能を全く潰してしまう——コール市場残高は最低 5 兆円位までいったと思うが——可能性は、なくて済むのではないか。資金を出すことが大事だと言った時には、やはりそちらを重視して市場機能を——ある程度守られるということを前提に——、少し潰すのはしょうがないと思う。ただ戻していく時には、市場機能を重視しながら早く戻すのだということを、強く主張したいと思っている。今緩和してアグレッシブに効果が出るようにとやっていくと、きっと今度はそれから戻る時には、早く戻れると私は思っているので、そういった意味では、今、利下げがした方が…。

### 亀崎委員

私も全く同感で、私が 0.1% を提案したことは、その先があるということではなくて、これは白川議長が常々おっしゃっているように、市場金利を殺してはいけない。すなわち、無担保での資金調達の場は残しておくと。これは死守しなければいけない一線だと思う。ただし、0.3% で死守するかというと、これは非常に難しく、死守するのは 0.1% だろうと私としては思う。0.1% をゼロまでもっていったらこれは市場機能がなくなる。これは我々としては絶対避けなくてはいけない。今回の F e d も 0~0.25% としたが 0.25% は付利する訳なので、ゼロではない訳である。今回どうしてこういう思いに至ったかというと、前回の展望レポートで、2009 年度の成長率は我々 +0.6% とみた訳だが、今では +0.6% ではなくて急に悪化して、恐らく来年はマイナスになるだろうとみている。それ程非常に急激に悪化しているが、もう少しみたら状況が変わるかというと、そうではなく益々悪化するだろうと思う。今日も厳しさが増すという中において、何もしないのか。やはりこの際は総動員として、やるという決意をやはりみせる。ただし、その次は、0.1% の次はゼロだよ、量的緩和だよ、ということではないと、我々はここでしっかりと腹を固めていかなくてはならないと強く思う。

### 中村委員

私は今回利下げの提案をしたのは、やはり皆さんおっしゃったように、現状の経済の見通しは非常に厳しいし、なおかつ時間を追うごとにさらに厳しくなっている。日銀ができることは、状況が変われば色々あるかもしれないが、景気を下支えするためには、今の時点でできることは全部やってしまうことが必要ではないか。亀崎委員もおっしゃったが、今までにこういう事態なので、できるメニューは全部出していくということが必要であり、そういうことから提案した次第である。なお、私は0.1%をさらにゼロに引き下げる、本当に市場機能を無くすことになるので、これ以上の利下げはあり得ないと思っている。

### 白川議長

今オーバーナイト金利について話が集中したが、この問題を議論する時にターム物の金利を抜きには議論できない訳である。勿論オーバーナイトの金利に意味がないということはないが、今のこの情勢ではより意味があるのはターム物のレートにどう働き掛けていくかということになる。この点について、全員ではないがかなりの数の人が、ターム物の金利への働きについてもう少し勉強していきたいという問題意識を表明されたが、それはそういう理解で宜しいか。私自身もずっとこの問題について考えて行きつ戻りつしているが、これはしっかりと考えてみる価値のある話だと思う。あと、その時の論点として、ターム物でのオペについて、こういう案であればできそうだという結論が、今我々がとるアクションとの関係で具合の悪いことがあるかどうか。無いという議論も可能であるし、あるという議論も両方可能のような気もするが。ターム物の話はオーバーナイトの金利引き下げとオアの関係ではなくて両方とも検討していくという、そういう感じなのか。その辺は例えば野田委員はどういう感じであるか。

### 野田委員

私は先程敢えてクリアにしてと申し上げたのは、まさに先程の白川議長の整理に繋がっている訳だが、ターム物にやはり働き掛けねば——恐らく実務の経験の深い方からも意見は求めたいと思うが——、オーバーナイトは必然的に、ターム物もやはりある一定のところで調節していくと、オーバーナイトの方もかなり下がってくる。そうすると、オーバーナイトそのものの誘導目標と、ターム物の目標は多分両立しないだろうと。そういう意味でいくと、ターム物がやはり我々はターゲットとして重要であるという認識が共有されるのであれば、その時点で——勿論実行までは若干時間が必要かもしれないが——、オーバーナイトそのものの誘導目標としての意義というのが相当薄れるだろうという理解のもとに先程ああいう整理をしたということである。

### 水野委員

白川議長の教科書にあるようにスイスの中央銀行がターム物金利の誘導を行っており、今回ゼロから 0.5% という形にした。そこに二つ位インプリケーションがあって、一つは幅を持たせているということ、それから、ターム物に働き掛けるということについて、努力するけど必ずしもできないという若干の難しさを含めているから幅を持たしているのかなと私なりに解釈している。日本には T I B O R の 3M が銀行間市場ではターム物の基準になっているが、これは無担保の世界であって、我々は有担保のオペを打っている訳である。だから有担保のオペを打ったとしても、銀行が無担保の金利を絶対に下げないと言えば下がってこない。実際にターム物金利に働き掛ける時に何をするのか、対象は L I B O R なのかユーロ円 T I B O R なのかという問題もあるであろう。それからオペで何ができるかを考えると、今回、色々な措置を探るけれども、銀行はバランスシートの制約から絶対に貸したくないと言って敢えて高めの金利を付けているから金利が下がらない。それをなだめるようなことしかできない訳で、やはりピンポイントでは無理なのだろう。今、我々は 0.3% 前後としているが、やはり

スイスなどをみていると幅を持っている。またターム物とは何か、何となくふわっとしていて、3か月LIBORなのかなというふうに聞いているが、私自身もまだクリアではない。それから我々がターム物金利に働きかける政策を行うとした場合、3か月なのか6か月なのか。どこまでいくのかというのは、今度は債券市場との関係でイールド・カーブを潰すことが良いのか悪いのかという論点に繋がる。キャリーを取れなくなってしまうので、誘導目標をターム物に移す時はそれなりに銀行収益を圧迫するということからすると、かなり人気のない政策になる可能性があるな。そういう意味では、金融市場の機能低下の度合いに応じて誘導目標をオーバーナイト金利からターム物金利に移していくって、本当に機能不全に陥ったらターム物に切り換えるという手はあるが、機能が残っている間はまだオーバーナイト物に目標を置きながらターム物の研究を続けていくという形の方が良いのかなと。市場機能は、まだ完全に死んでいないと私は思っているので。

### 西村副総裁

おっしゃることはよく分かるのだが、純粹に考えれば、基本的にイールド・カーブのどこを抑えるかという話になるので、そうすると、例えば一点を抑えようとすると、他の点を抑える自由度はない。だからそういう意味で、もしマーケットのディスロケーションがあるような時は、おっしゃるようなことが多分起こるかもしれないが、基本的には二つのターゲットを抑えるというのは無理で、敢えてやろうとすると物凄く奇妙なことをやらなければならない。そう考えると、どういう形でターム物に影響を与えるかという問題については、これはまだ何をターゲットにするかという形でまだちょっと生煮えの部分があるので検討しなくてはいけない。基本的に我々は、オーバーナイトのところでヒッチが起きているというよりかは、若干長いところでヒッチが起きているとみていると考えているなら、そのところにターゲットを置いていくというスタンスを共有するという形で、今後できるだけ早い段階で検討するという形が一番自然かなと思う。

水野委員

そういう意味では、今日出ている政策、前回臨時会合で打出した政策も含めて、ある意味でターム物に対する意識があるということはプロの方は分かっている訳なので、その方向性をどこまで出すかということは白川議長の記者会見で上手く説明してもらうというのが今日のところだと思う。

山口副総裁

ちょっと宜しいか。利下げに賛成の方々から幾つかお話があったと思うが、最初に水野委員がターム物の話で終わられたのでその点からお話をしたい。野田委員、それから西村副総裁も言われたことと絡むのだが、一番の問題はオーバーナイトの金利を 0.1%にピンダウンしてしまった後に、ターム物金利の誘導をやることについて、ある種の難しさがないのかどうかということである。両端——二点——を決める訳にはいかないのである。普通考えられるのは、ターム物金利についてある誘導目標を決めたら、オーバーナイトの金利については決めないと調節自体が成立しない。その時に 0.1%より上がることも許容しなくてはならないが、ターム物について下げた時に超短期については上がるという事態をどういうふうに説明するのか、そういう問題が生じないかどうかについて考える必要もある。

水野委員

必ず上がるだろうか。

山口副総裁

上がるということもあり得る。

水野委員

まあそうだな。

## 山口副総裁

それについてどういうふうに頭の整理をされるのかということが一つ。それからもう一つは、これはある種の感覚論であろうと思うが、パッケージとしてやる方が良い、あるいはできることを全部やるという発想というのは、どういうことなのだろうかということである。要するにこれは先程も私は申し上げたが、政策についてはできれば一つ一つの効果をある程度確認したい。企業金融に働きかける政策であれ、あるいはマクロの経済に影響を与える金利政策であれ、それぞれについてどういう効果が近未来において発生し得るかについて、一定の予測をしたうえでその効果が実現したかどうかを確認するというのが政策当局としては必要な構えだと思う。様々な政策対応を同時にやってしまうことによって、その効果の測定が難しくなるという事態をどのように考えるのかということである。

それからもう一つは、私自身やや論理が矛盾しているところがあって、利下げをすべきかすべきでないか悩んでいるということである。0.1%の政策金利は、考え方としては理解できるのだが、本当にそれで良いのだろうか。我々が想定しているような金融経済情勢の悪化が暫くの間続くと考えると、今度の政策で多分打ち止めということにはならない。企業金融面への介入の度合いも強めていかざるを得なくなるかもしれない。これは市場機能に対してマイナスのインパクトを与えるということになる訳だが、できればその度合いを低めたい。そのために、オーバーナイトのコール市場について、多少ともその機能を残しておくようなぎりぎりの工夫が必要ではないか。勿論0.3%の政策金利と0.1%との間で有意な差があるのかという問題はあるが、先行きを考えると残せるものであれば残しておきたいという、漠然とした気持ちが強い。

それからもう一点だけ。12月のこの時期に利下げまでやらなければならないという情勢認識でよいのかどうか今一つよく分からない。私自身は1月についてもオープンに考えているし、色々な対応は1月にも可能だと思っている。12月に企業金融絡みの買い切り、それから長国の買増しに

加えて、利下げまでしなくてはいけない理由はどこにあるのだろうか。

亀崎委員

今の効果を確認していくという点と、12月にやらなければならぬという点である。従来から金融政策の金利の効果というのはタイムラグがあるとされている。1年とか、少なくとも半年とかみなくてはいけないが、私はそれをやつたら手遅れだと思う。今の時点で効果を確認すると半年から1年待たなくてはならないが、その間に益々経済は悪化していく。それから、先程も申し上げたように、+0.6%という見通しをマイナスに引き下げる事になるであろうということが、ほぼ皆さん共通している時に、できることを精一杯やる——もう分かった時点で素直に手を打っていく——というのが、我々に与えられている責任ではないかというふうに思う。従って、逆に言うと1月までなぜ待たなくてはいけないのか。1月になつてから改善するのか。

山口副総裁

そういうことを申し上げている訳ではない。

亀崎委員

であるから、私が申し上げているのは、効果を確認することと、なぜ今でなくて1月かということとは、同じような理由でもって疑問だということである。私は0.1%は死守しなくてはいけないと思っているのだが、今全てのことをやって、先行き何をやるのかと。その先はどうするのかというと、一段の流動性の供給、あるいは信用リスクをとっていくとか、長めの金利に対してアプローチするかとか、そういう違ったステージの政策を考えていくのではないかと思う。私は0.3%で市場機能が殺されるということは言い切れないが、ゼロにしたら殺されるとは言える。そこで、私は0.1%だったら踏ん張れる理由はあるというふうに思っている。

## 水野委員

山口副総裁に対して私なりの答えを簡単にそれぞれ答えさせて頂きたい。まず一つ目であるが、私はターム物金利に意識があつて、今直ぐできることはオペを色々な形で打つということだと思う。今日、利下げを提案した中で私は当預付利をゼロにすると言った。だからターム物金利の低下を促す場合、オーバーナイト物金利はゼロまで下がってしまうこともあるだろうと。だからそこで0.1%を死守するのではなくて、ターム物に意識があるからゼロにしたのである。ここでの0.1%は私なりに大変考えた。

それから二番目は、パッケージである必要はないということだが、完璧なパッケージではないが、単品でやるよりは説明しやすいかと。今回は、後でステートメントの話になった時に、利下げするしないの話があつて、それから輪番オペの話があつて、クレジット・リスクの話があつて、色々な意味で日銀の考え方があつて、パッケージというよりも方向感はある程度出せるかなという感じがする。

三番目として、ゼロ金利のところについては、私はこれは前もやつたことがあるし、それから退出することの苦労も知っているので、できれば避けたいという気持ちはある意味では白川議長に近いかも知れない。ただ、ゼロ金利を絶対に避けなくてはいけないという気持ちは持ちつつも、これは金融経済情勢次第であるので私は否定しない。

それから四番目、12月の時期はどうかという話は亀崎委員にかなり近いのだが、残念ながら前回決めたことも今回決めることも細かいテクニカルな話を詰める作業時間を考えると、結局実施は1月、2月になってくる。そのことを考えると、実は今決めておかないと結局年度末対策にはならないということである。だからこれは半分しか答えていないが、技術的に詰めなくてはいけないことは、今後我々の政策のメニューが多くなる——想像するとあるが——ということを考えると、ある程度前倒しにやっていかないといけない。それから景気認識がさらに悪いということを、この2か月間で我々が説明できない程悪くなつた訳であるから、今は——これは私の表現だけではなくて、時々中央銀行の方が使うのだが——、やり過ぎ

るリスクを取った方が躊躇するリスクを取るよりも良いのではないかと、それ位のネガティブ・フィードバック・ループのリスクがある訳なので、ループを断ち切るのはそういう覚悟が必要だという、そういうふうに私は答えるべきだと思う。

### 中村委員

山口副総裁は、この際できることは何でもやるというのはどういうことかとおっしゃったが、確かに通常の時であればそういうことであるが、何人かの方がおっしゃったが、今は金融機関も含め、企業にこれから先どうなるかという不安心理が物凄く醸成されている。だから各企業は必要以上のお金を調達しようとしており、それが全体に対して悪さをしている。今回、できることを全てやった後、先行き何もできないかと言えば、情勢が変わればまた色々な対応があると思うので、現時点できることはやはりやっておいた方が、企業などの不安心理を少しでも和らげることに役立つのではないかと思う。

### 白川議長

先程亀崎委員の言い方では0.1%で死守であったか、須田委員はこれで金利の議論は終わりにしたいという発想、中村委員もそういう趣旨の話をされていたが、私自身この問題についてどういう感想を持つかというと、一般的な金融市場の市場機能という意味ではなく、限定して短期金融市場の市場機能という意味で、ゼロあるいは極限的なゼロの弊害というのは非常に大きかったと思う。市場機能の低下というのは色々な理由があるが、私自身が感じたことのうち一つは、先程須田委員がおっしゃったことと絡んでいる。須田委員は上げる方はそっと上げると、機動的に上げるとおっしゃっていたが、私の経験でいくと、いわゆるゼロ金利環境——ゼロと0.1で差異は勿論あるが——の弊害の一つとして、人もいないラインもないということで市場取引を支えるもうもうのインフラが壊れている。そうすると、ゼロ金利状態から脱却することによって金融市场、金融システム

が不安定化するというリスクを加味しながらやらなければならぬので、景気、物価の判断からしてこの時が最適だと思うタイミングに比べてゼロ金利からの脱却が遅れる訳である。であるから、ゼロ金利から脱却する時に機動的にというのは、気分としては分かるのだが、そこが実は短期金融市場の機能低下の一つの大きな側面だというふうに私は思う。ただそのうえで、それを上回るメリットを考えるという話だと思う。

それからもう一つ、死守云々であるが——他の表現でも良いのだが——、私自身もその気持ちはシェアしている。ただ、振り返って日本のゼロ金利政策それから量的緩和政策を考えると、やはりそういう感情あるいは論理はなかなか世の中の理解を得にくかったという感じがする。量的緩和政策をやってみて、完全な検証はできないがリーズナブルな検証は今できている訳である。つまり量をがんがん増やしてもそれ自体として景気、物価に対する刺激効果はゼロとは言えないけれども、ほとんど観察されなかつた。しかし当時はほとんど理解されなかつたし、今でもまだ理解されているとは思えない。ここではかなりの程度理解されていると思うが。そういう意味で、死守するという、そういう構え自体は非常に大事だと思う。問題は、全体として我々がどういう政策思想でやっているのかということがはつきり分からないと、日本銀行のやっていることがずるずるなし崩し的に変化していくと捉えられてしまう。そういう意味で、冒頭挙げた三つに関して、どういう政策体系で我々が今この問題にアドレスしようとしているのかをはつきりさせないといけない気がする。そのことをしっかりと議論したうえで、決まったら、それを日本銀行として一つのトーンで明確に発信していくということだと思う。そういう意味で、たまたま死守という言葉が一番使いやすかつたので、そういう感想を持った。

### 亀崎委員

そこのところなのだが、やはり今度は逆に論理を分かって頂くその努力が我々の責務ではないかと思う。金利をゼロにするとお金の出し手がなくなるが、本行にあっても、担保がなければ貸せない。このように、金融市

場機能はなくなるのですよと、それで良いのですかと。こうした理解を逆に求める責務がある。それで私は死守と言っている訳である。今の0.3%を死守するというのは、私には非常に難しいところがあるのだが、0.1%になれば、0.1%の次はもうないということを、マーケットにも、国民にも分かつてもらう努力をすることが、今度は逆に我々の責務となるのではないかと思う。

### 野田委員

我々は補完当座預金制度を導入した訳で、既に死守すべき0.1%というのは一応もう出ている訳である。であるから、問題はオーバーナイトの足許の0.3%の効果はどうなのかということに事実上近いと思う。そういう意味からいくと、私はもう0.3%も皆さんの提案されている数字も、それからみるとそこを敢えて一番喫緊の課題というか、皆さんの共通認識でもっているターム物を、時期はともかくとして、可能な限り可及的速やかにやるという前提でいけば、この時点で今のオーバーナイトの誘導レートそのものに手を付ける意味合いというのは極めて薄いのではないかと。0.1%というのは変わらない訳なので。まさにそういうことであって、敢えて言えば、現レジームにおける死守すべきところは0.3%であると。それでフロアは0.1%だという考え方である。それは既に私は10月31日の時点でそういう腹を固めており、その時点で次の手について私の頭の中では思いを巡らしていた。ターム物も然り、今日他に提案があったというか、ご意見のあったものも然りであって、それをまさに総合的に考えるということだけど、それを同時に出すという意味で総合的ではなくて、やはり前にも申し上げたように、物には順番があるという考え方のもとに、自分の頭を整理していくことだと思う。基本的に本質的に皆さんのご意見と全く違うということではないが、敢えて議論をクリアするために、申し上げた。

水野委員

野田委員、私が0.3%に反対した時、野田委員と同じことを言った。すなわち、今は目詰まり解消の方が大事だと。私からすると0.5%も0.3%も超低金利なのである。ただ、平時においてという前提である。今は有事のフェーズに入ったかなというのがあって、だから世の中でタカ派と言われている人間が…。

野田委員

そういう意味では全く理解できないということではない。

水野委員

それからあと、須田委員の気持ちと全く同感なのであるが、上げる時は速やかにというが上げる時はなかなか速やかに上げられないのだな、政治的な環境を受けて。

須田委員

そういうことではなくて。

水野委員

そうではなくて、インフラの問題であるな。

須田委員

然り。

水野委員

それも含めて、私が今回凄く感じているのは、カナダ中央銀行は、実際効果があるとは思わないが、思い切って下げている。下げる金利がある国は良いなという気持ちがあって。我々というのはやはり上げる時には理解を得にくい。なぜかと言うと、今できることがまだあるだろうと言わ

れるが、金利のところは本当は少ない。0.2%下げてどう上げるのかということを説明するのが。これが0.5%だともっと説明しやすいところがあるので。あとは最後に、経済情勢に合わせて金利を上げたり下げたりすることが適切だということは、これも凄く大事なことだと。

白川議長

上げる必要がある時はこの場で議論してそれはしっかりと上げると。先程申し上げたのはそういうことではなくて…。

水野委員

分かる。金利以外の話だな。

白川議長

そういうことは、我々にとっての本来の政策の観点からみて具合が悪いかどうかと、そういう趣旨で。

水野委員

それはよく分かる。

野田委員

利上げもそうであるが、今までやってきたこと、それからこれからやろうとしていること、まだ全く議論されていないことも含めて、出口というのは実は問題で、なかなか今度は出にくくなる。出たくても出にくくなるということは避けたいという気持ちがある。それは全く同じレベルの議論だと思う。

水野委員

エグジット・ポリシー(出口戦略)を今同時に考えた方が良いのだが、出口戦略を考える余裕がない程景気が悪化しているということなのか

なという感じがする。でも、皆さんも出口戦略は考えているのだな。

須田委員

一応は出口を決めながら、駄目だったら…。

水野委員

考えている。今ここで決めないが今皆あると思っているので、そこは。

須田委員

市場が死んでしまうというのはやはり、取引費用も…。

白川議長

勿論言っていることは分かる。

須田委員

まあ 0.1%あれば大丈夫だというのだったら、前みたいに死んでしまうということはないのではないかなど。少し生きていれば動き出すことができるのかなど。

野田委員

程度問題だな、それは。

西村副総裁

要するに非可逆性の問題があって、一旦何かやって暫くするとそれが正当化されてしまうと元に戻すのが凄く大変になる。少しでも生かす殺さずというか、やはり生きているということ自体が非常に重要だということ、これはある。

山口副総裁

0.1%を前提としながら、大量の資金供給を日本銀行がやっていくとマーケットはその時点では機能しなくなるのである。

須田委員

だから大量に供給するということをとっている限りは、相当マーケットの機能を潰してしまうというふうにも元々…。

山口副総裁

勿論そうである。

須田委員

そうだからということが前提にある。

水野委員

ターム物だったらなおさらだな。多分、オペの本数を増やすなければいけなくなってくるから。

山口副総裁

だからどの位ターム物金利の誘導に対してスティックするかという問題がある。

水野委員

固定にすれば良いか。しかし、るべきやり方はそうではないかも知れないが。

白川議長

先程も出たが、スイスの運営は——私は精緻に毎日みている訳ではなく、時々思い出した時という具合であるが——、相当フレキシブルな調節であ

る。オーバーナイトの金利もそうである。私自身、先程から皆さんの意見を聞いていると、オーバーナイト0.1%というのが多い。先程のターム物の論点を出したうえで0.1%が良いというのが今の感じであるということは認識しているのだが、先々の政策運営をやっていく時に、もし皆さんがターム物を考えるのであれば、今回の0.1%がやはり障害になってしまわないかどうか。理屈のうえでは我々がその気になればできる訳だが、実際上、一旦そういう状況が現じてしまったらなかなか難しいという気はしている。

#### 須田委員

ちょっとよく分からぬのだが、その0.1%が障害になるというのはどういう意味であるか。

#### 白川議長

これは、ターム物のオペをどういうふうに打つかということに勿論絡むが、あるいは補完貸付金利をどういう水準に設定するかということにも絡んでいる。

#### 須田委員

だからターム物にもう少しシフトしたら、やはりもう一回考え直すのだと思う。

#### 白川議長

勿論理屈のうえではそうである。ただ現実問題として理屈のとおりにできるかということ。毎回我々がレジームを選べればそれが一番良いのだが。

#### 須田委員

でも基本は、今この付利は時限措置なので。これはそのままずっとということで考えている訳ではない。中長期的にもう一回しっかり考えていく必

要があると思うが、今はこの供給のために…。

山口副総裁

どなたに確認したら良いか分からぬが、ちょっと確認をしたい。私流に整理すると、オーバーナイト金利について0.2%下げれば、景気に対してもなにがしかのプラス効果はあるだろうと思う。そのなにがしかの効果に期待して、やはり政策金利を下げるべきだということだろうか。また、現在、経済主体のマインドの萎縮が非常に大きな問題になっているので、我々が金利を下げるこことによって、中央銀行のスタンスをアナウンスすることができ、そうしたことを通ずる心理面への効果も期待できるということなのだろう。

水野委員

アナウンスメント効果だけではなくて、ターム物金利も含めて、市中金利全体をなにがしか押し下げる効果があるだろう。期待ではなくて、これはあるのである、実際に。

須田委員

この企業金融支援オペだったら…。

水野委員

足許を下げれば効くので絶対に。このセットでやれば。

山口副総裁

私が繰り返し言うのはそこなのである。申し訳ないのだが、絶対に効くというと、ある種の信仰みたいな話になってしまう。

水野委員

いや、信仰ではない。適切にオペを打つ訳なので。

山口副総裁

オペを打っても実際にどういう金利になるのか見定めながらそのオペレーションの効果というのを確認していくべきであろう。

水野委員

ではどういうことで前回、賛成されたのか。

山口副総裁

私はターム物金利を誘導するというような発想はまだ持っていない。

白川議長

企業金融支援ということだな。

水野委員

そうか。企業金融支援という観点だな。

山口副総裁

然り。勿論頭の中で考えれば、おっしゃるような効果は否定はできない。ただ、効果があるはずだと決めて掛かることについて、私はやはり若干の抵抗がある。もし本当にそういう政策をするのだとすれば、亀崎委員の言うように何かの政策についてその効果の確認に半年待つ必要はない訳で、我々は1週間でも2週間でもその効果の出方を色々な形で測ろうとする。何も12月を外したからといって、その次は半年先だということまで言っているつもりはない。私は効果を見極めたいという部分がある。ただ、今水野委員がおっしゃられたことからすると、効果があるはずだというのは、期待としては分かるのだが、本当にそうなのかについても、確認する余裕が全くないのかという議論も一緒に行わないといけないと思う。

### 亀崎委員

コストを、あるいは効果を測るということを言えば、0.5%から0.3%に下げたことも同じことである。0.5%と0.3%はコストとしてどれだけ差があるのだと、私はその時思った。しかしながら、本行が持っている責務の中で、国民、企業が物凄く今苦しんでいる、未曾有の苦しみの中にあり、本行もできる限りのことはやるのだということ。これはやはり一緒にやってやるのだということ。日本銀行だけは別のところにいるのかと思われるようなことは、避けなければならない。できることは何かということ、私はゼロにしようというのではないのである。0.1%まではできるだろうということで言っている。

### 野田委員

それはだからもう続いているのである。

### 水野委員

アナウンスメント効果があるという認識は共有しているとして、山口副総裁のおっしゃることにもっと答えると、大なり小なり日本も金融システム不安が出てきていて、金融機能が低下している中で、通常のルートを通じた利下げによる金融緩和効果というのは小さくなっていることは認められる。ただ、効果がないということも逆に言えないのではないかという程度である。

### 須田委員

効果を、実体経済までということではなくて、例えば資産価格にどう影響を与えるか。それも効果だということであれば、普通、金融政策が為替に効いてきて、つまり介入ではなくて金融政策の方が為替に効いてくるというふうに私は思っている。それはほんの僅かであっても効き得ると思っている。

野田委員

その効果というのは、なかなか…。

須田委員

だから効果があるかないかという、そういう…。

野田委員

やはり我々は短期的な効果と中長期的な効果を考えなくてはいけない訳で、恐らく短期的にみればアナウンスメント効果も含めて効果があると言つて良いと思う。全くないとは言い切れない。ただし、山口副総裁がおっしゃっているように、何がしか、水野委員もおっしゃっているように、それは小さいであろうと。そうするとやはり私が申し上げたように、デメリットも水野委員のおっしゃる副作用の方もやはり視野に入れると、全体としてこの時点で今色々な施策をぞくぞくと出して、まだ出したもので実行していないものもある中で、今日のこの時点でやる必要はあるのだろうかと。それと先程方々申し上げたターム物の問題がある。これはもう多分意見は堂堂巡りで、皆さんのおっしゃっていることも私は全く理解していない訳ではないので。それを前提に申し上げている。

水野委員

私はこういう時は金融政策の枠組みに戻った方が良いと思うのだが。「新たな金融政策の枠組み」——新たなどいっても、2006年3月から大分時間が経ったが——、白川議長が作られたという。そうではないな、ボーディメンバーが決めた…。

須田委員

我々が作ったのである。

### 水野委員

失礼した。ボードメンバーが作った「新たな金融政策の枠組み」に基づくと、第一、第二の柱の整理を先程白川議長からして頂いたが、あの整理でいくと、何もしないよりは利下げをした方が自然に思えたのである。今月か来月かというのはそこまでは私は明確には言えないが、来月でも恐らく私の景気の見方はもっと悲観的になっていると思う。11月分のデータは——日本はまだ新車販売程度しか出てないが——、生産、家計調査全部出てきたら多分悪い。12月も多分悪い。と考えると、来月も景気判断についてここではあまり明るい話はしていないだろうと想像できるので、今でも同じだなという具合である。

### 亀崎委員

効果ということであるが、金融政策は直接的に為替をターゲットにする訳ではないのであるが、例えば最近ドイツ連銀の総裁が下げないと言った途端にユーロ高になり、それでまた直ぐ撤回する、といったことが起きた。このように、結果として為替にも影響してくる。金融政策は為替を狙って行う訳ではないが、私は現実問題として、為替にも副次的な影響というか何というか分からぬが、そういうものがあるのではないかと思う。

### 野田委員

時間のタイムホライズンがどうかということもある訳である。白川議長が何かおっしゃったら必ず反応するのと一緒にである。

### 白川議長

もうそろそろ皆さんの意見がある程度——思いのたけを言ったがどうか分からぬが——相当出たなという感じはする。自分なりに後から総括するが、一点だけ、アナウンスメント効果について、私自身も先程幾つか論点を挙げた。今まで国民に対して分かりやすいメッセージということが言われてきたが、その時に、私はこのアナウンスメント効果という言葉

に対して実は心理的には抵抗感がある。というのは、アナウンスメント効果ということを言い始めると、最後は全て気合いだという気分になってしまふ。やはりリーズナブルな手段を取つて、それがリーズナブルに効果があるということについて、我々なりに感覚がないと全部そういう精神論になつてしまふから、中央銀行の行動に説得力がなくなつてしまふ。そういう意味でアナウンスメント効果を私は否定はしないが、ただあまりそれを強調するのもどうかなという位の感じである。

### 水野委員

総裁記者会見では、アナウンスメント効果を狙つてというのは言わない方が良い。

### 白川議長

勿論言わない。今日のご議論を踏まえて、一応ここで中締めをすると、政策金利については、後で私が議長として提案する時には——色々な意見の微妙な差はあったが——、コールの誘導目標については0.1%、補完貸付金利は0.3%、補完当座預金金利については、水野委員はゼロという話であったが、議長としては0.1%というのを提案したいと思う。なお、ターム物金利の件については、確実に成算があるということでは必ずしもないが、検討をして、その結果、今の枠組みについても、もう一回見直した方が良いという時に——それが本当に可能かどうかについては分からぬが——そうしたことでも意識しながら検討する。それから、この先の金利については、勿論中央銀行である以上、絶対ないとか絶対にあるということは言ってはいけないと私は思うが——水野委員はそうではなかつたが——、大方の委員の気持ちとしては、0.1%というのが下限であるという気分というか、そういう政策観を持ちながら、皆さん考えているというふうに理解した。それで皆さん、もしお疲れになっているのであればここで休憩を。もしまだやれるようであれば良いが、如何か。私自身は疲れていないが。

野田委員

疲れたが続けよう。

水野委員

あとは何があるのか。

白川議長

あとはCPについて、これは大変また重たい話なので。細かい話はこれから検討する訳であるし、そこを今詰めようという訳ではない。ただ、今日自分自身が記者会見に臨む、あるいはこの後色々な場で説明を求められる時に、幾つかのことはやはりある程度理解を持っておいた方が良いと思う。そのうちの一つは、一番分かりやすいのはCPであるが、CPを日本銀行が買うということはどういう意味においてプラスを生むのかということである。これはふわっと説明すればふわっとできるが、ふわっとした説明ではなくて正確にどういう意味でプラスなのかということである。

私なりに考えると、従来、銀行なり証券なり、引き受けをしていた人がなかなか引き受けをしないというのは、一つは自己資本の不足である。金融機関全体として必ずしも不足している訳ではなくても、少なくともそのトレーディング部門に配分されている自己資本が十分でなくて、その結果、予想されるリスクを考えた場合になかなか引き受けできないというふうな気分になっている。そうだとすると、日本銀行がCPを買うとその分だけの資本開放効果は銀行なり証券についてあるだろう。ただ、その銀行が助かったということだけでは意味はないので、そのことが次に市場自体の改善に繋がっていくことを期待する訳である。

それから、もう一つは、自己資本について難しく言わなくても、取り敢えず皆が買わなくて金利が非常に上がっている、つまりディストレスト・プライスが付いているような時に、今付いている金利だとCPを発行しない。しかし、ある程度ファンダメンタルを反映した金利はそれよりも低い。

そうした場合、中間にある金利で中央銀行が買うことによって価格が発見できる。一旦価格が発見されれば、それが弾みとなって——弾みというのは私は本当は使いたくないのだが——、何かそういうことがもしあるとすれば、それは改善に繋がるというふうに思う。

外に説明する時に難しい説明をする訳ではないが、精神論でCPを買えば市場が潤うという話ではないということはしっかりと考えていく必要があると思う。そこは皆さんどういうふうに考えられているか。

#### 中村委員

日銀がCPを買うことにより、これまでCPを買っていたが、足許、手控えている投資家等のリスク回避姿勢を弱め、日銀が買うのだったら、という流れに繋げができるかも知れない。それから、高格付けの企業は、CPが発行できなくなると、銀行から資金調達することになり、その分、銀行の融資枠を減らしてしまう。日銀のCP買入れにより高格付け企業のCPが発行できるようになれば、それだけ銀行の融資枠に余裕ができ、中小企業にも融資が回ることに繋がるのではないかと思う。

#### 水野委員

今の話、先程私もちょっと言ったが、大企業が直接金融から間接金融にシフトすることによって、中小・零細企業が銀行貸出の面でクラウド・アウトされている部分がなにがしかあると。貸出余力を銀行に持たせる、あるいはCPの買入れ余力を持たせる意味では、白川議長の言葉を私なりの言葉で言うと、動機付けというか、呼び水効果みたいなことはあるのではないかと思う。二番目については。

#### 須田委員

かつてABC-Pを買った時にそれを全然知らない人が少し関心を持つて、日銀が買うのだったらといったことがあった。今、やはり投資家のセンチメントが凄く悪くなっていて、もし日本銀行が買うということになれ

ばそういう人達のセンチメントは改善するというふうには思う。多分これだけ世の中の人が買って欲しいと日銀に言っているということは、やはり日銀が買うと、もう少し市場の流動性も高まっていくというふうにプロも思っているのかなと考えながら言っているのだが、その裏付けはA B C Pの時の、それを買ったが故に少し市場を育てることができたという、あの経験がやはり背景にある。

### 野田委員

センチメントを改善することは、白川議長がおっしゃったことと通じている。勿論C Pに限らずこういう金融商品に介入していくこと、市場にある種介入していくことは——恐らくその他の商品であっても——、そこで今、市場の機能が麻痺している、価格発見能力が落ちていることがある。そこへのサポートであるからこそ、新しい価格へ移っていく——すなわち恐らく金利が下がっていく、価格は上がっていく——、ということになるのだと思う。それは恐らく場合によっては、もっと進めていかなくてはならない問題についても、全て同じようなことが言えるのだと思う。アメリカが当初やろうとしていたことも、まさにそこだったように思う。

### 須田委員

それとあとはA B C Pの時もそう思ったのだが、買う量はそれ程大したものではなくて、やはり日本銀行がそれを買ったということの持つ意味が大きい。

### 野田委員

またアナウンスメント効果になってしまう。そうではないと思うが。

### 須田委員

少しでも価格発見はできるし。

西村副総裁

それはアナウンスメント効果とは言わない。

水野委員

価格発見効果。

西村副総裁

基本的に言えば、私の言葉で言えば、ナイト流不確実性が非常に高い時に、この不確実性を振り切ってしまう人がいるということが局面転換のかなり大きなきっかけになるのである。そういう意味での効果はある。その時に重要な点というのは、その人間がクレディブルであって、かつディストレスト価格とファンダメンタルズ価格の大きな幅の真中で買える、そういう目利きであるということは、どうしても必要になってくる。実は我々は目利きかどうかは極めて難しい問題ではあるが、できるだけその形に努力して持っていくというのが、我々が市場機能をサポートするということで重要だと私は思う。

水野委員

価格発見機能ということを曲解している方が、今西村副総裁が言われたことで理解されると一番良いのだが。日本銀行が買い支えるとか日本銀行が金利を低下させるためにCP市場に介入するのだと、そういう誤解がないためにも。一つの効果の測り方という意味で——外に言うことではないと思うが——、CPの取引が増えるとか、あるいはCPの発行残高が増えていくとか、あるいはa-1、a-2、a-1+とそれぞれ勿論スペックがあって良いのだが、それがある程度リーズナブルなところにカウンターパーティ・リスクがあると言いながら落ち着いてくるかとか、何かこう判断基準を——先程もちょっと山口副総裁がおっしゃられたことだが——、政策の効果を考える時に、ちょっと持っていた方が良いのではないかなど

いう気がした。

野田委員

アメリカでもやはり最後行き詰ったように、プライシングがどうかと  
いうのは極めてクリティカルと思う。

山口副総裁

白川議長が言われたのは結局CPを買う狙いということなのだろうと思  
うが、金融機関のバランスシートから我々が買い取るといつても間接的  
には、企業金融を行うということであるし、もう少しストレートに言うと、  
政策金融をやるということに近くなる訳である。このことについて、民間  
の金融機関はどういうふうに考えているのかが非常に大事で、我々はどん  
どんやると宣言をして、彼らが喜ぶかというと必ずしも喜ばないのではないか。  
彼らのポートフォリオの一部を肩代わる部分とそうではない部分と  
について、自ずと線引きがあるのではないかという気がする。今回我々が  
CPを買うというのは、勿論プライシングに跳ねる訳だが、金融機関が取  
ろうとしているリスクの肩代わりをするということなので、それで空いて  
きたリスクについては、民間の金融機関自身は何らかの形で、企業か消費  
者か分からぬが、リスクを取る行動というのに繋げてもらわないと、単  
にリスクを肩代わってもらって良かったという話ではないだろうと思う。  
そういう我々の考え方を市場やパブリックに向けてきちんと発信してい  
く必要があるし、それから金融機関との間で考え方を共有しておく必要が  
あると思う。このことは我々がCPをどんどん買うという際に、ある種抑  
止力にもなるし、市場の許容範囲をマーケット参加者から聞き出せるとい  
うことにもなる。そういう意味で、金融機関との接点をきちんと持つて、  
彼らとの考え方の共有をしっかりやる必要があるという気がする。

水野委員

そうだな。それからちょっと視点が変わるので、年度末に掛けて、特

にメガバンクは、株価がどこまで下がるかというストレステストの水準をかなり下げてきている。そうすると、今買っているよりもっと買わなくなる、リスクを取らなくなる可能性があるので。これ以上リスク回避の姿勢を進ませないための保険にもなるかと思っている。

### 野田委員

今メガバンクを中心としてまさにそういう考えで、足許では山口副総裁のおっしゃるような金融機関とのコンペティティブな関係ということであって、これがある程度市場が落ち着いた時に、まさにコンフリクトというか、コンペティティブになってしまふ。これもある種、出口の問題である。今はそういう心配はほとんどないが。

### 白川議長

今日、会見の時に、CP買入れについての具体的なイメージを聞かれると思う。具体的なイメージはこれから検討する訳だが、その時には、これまでそれなりに言ってきたが、FRBがとったCP買入れの意味合いを、しっかりと説明した方が良いと思っている。それはマーケットの状態が改善すれば自然とCPが中央銀行に買ってもらわなくて済むようなメカニズムがビルトインされているということだと思うが、ただ、それを言い過ぎると今度は、そもそも誰もこのプランを利用しないので、そういう意味では中央銀行による価格の発見それ自体が極めて重要なのであるが、その微妙なバランスの中でFRBがやってきているというのを上手く説明できればと思っている。

### 水野委員

価格発見機能があるということは、アメリカと違ってCP市場が完全な機能不全になっている訳ではないということであるな。そこが大事だと思う。

## 白川議長

いずれにせよ、相當なことに踏み出そうとしているという認識は、皆さん当然お持ちのことであると思う。我々が接する人は金融機関とか大企業が中心で、その世界で自分達の感覚ができているので、ある意味では感覚が麻痺している訳である。一般の国民のレベルでいくと、日本銀行が企業のCPを直接買うということは、普通の国民からすると相当に違った感情を持っていると思う。その感情には決して合理性がない訳ではない。そういう意味で、我々自身、これは1月に向けてであるが、相当によく考えてそのうえで目的に照らして設計するという覚悟を決めたというのが多分皆さんのが共通の思いだと思う。それで長国については特に議論するつもりがなかったので、取り敢えず私が意見集約をさせて頂く。それで宜しいか。まだ何かあるか。

調節方針については先程申し上げたので、長国買入れの増額決定と、買入れ対象国債の追加、ゾーン別買入れの検討指示の方であるが、まず長期国債の買入れについて、委員の皆さんのご意見を整理すると次の二つだったと思う。第一は、短期の資金供給オペレーションの負担を軽減するため、長めの資金供給となる長期国債の買入れ額を増額することが適當ということで意見が一致した。具体的な金額としては、本行の資産、負債の状況や過去の増額も参考にすると、現在の年14.4兆円、月1.2兆円のペースから年16.8兆円、月1.4兆円のペースに増額することが適當ということであった。第二に、買入れ増額に併せて、買入対象国債を追加することとし、30年債、変動利付国債及び物価連動国債を加えることが適當ではないかということであった。また対象国債を追加する場合、買入国債の残存期間が極端に短期化あるいは長期化する可能性がある。これを避けるため、残存期間別の買入れ方式を導入することが適當とのご意見だった。ただ、これらの措置については、実務的な検討が必要なので、できるだけ速やかに検討を行うよう、執行部に対し検討を指示したいと思う。

次に、企業金融の円滑化に向けた措置であるが、多くの皆さんの意見は、今後年度末に向けて、企業金融が一段と厳しさを増す惧れがあるというこ

とを踏まえると、時限的に、CPの買入れを実施することが適當というものだった。また、それとともに、社債や株式などの企業金融にかかるその他の金融商品についても対応を検討する必要があることから、それらについての検討を執行部に対して指示するというご意見だった。ただ、これらの措置は、結果的に個別企業の信用リスクを負担することになるものなので、中央銀行としては異例の対応となる。この点を踏まえ、中央銀行としてどの範囲でどの程度の期間行うことが必要かつ適當か、また、中央銀行の財務の健全性と通貨に対する信認を確保するためにはどのような対応が必要かについて、政府との関係を含めて、検討する必要があるのでないかということだった。これらの点についてはそれぞれ大事な検討ポイントというふうに思う。

以上のような整理で宜しいか。それでは以上の点について対外公表文の形で取り纏め、本日の会合終了後に速やかに公表したいと思う。

#### 野田委員

一点だけ宜しいか。先程の長国の買入れ買増しで、ゾーンの話があったが、その区分けそのものは明示されるのか、されないのでないのか。検討に委ねるのか。その点をはっきりして頂きたい。

#### 白川議長

それは今回は期間、1年以下、1年超から10年以下、10年超についてであるが、このゾーン区分については今日公表する。そうしないとスペキュレーションが生まれるので、本日公表の中で公表するということを考えている。

#### 水野委員

ただ、実施はまだであるな。

白川議長

実施はできるだけ速やかに検討してもらってるので、増額の分は即できるが、ゾーン別買入れの方は。

それではお待たせした。政府出席者からのご発言を頂きたいと思う。

竹下財務副大臣

皆様方とともに景気の現状、特に世界の金融、実体経済を取り巻く景気の現状、悪化のスピードが物凄いスピードでやってきているという共通の認識のうえに私共も勿論立っているし、政府としては第一次補正、第二次補正、来年度本予算を一体のものとして、麻生総理がおっしゃっているように、まずは景気だということに特化した予算編成を今進めており、明日内示の予定、もうほぼ固まりつつある。第一次、第二次補正、来年度本予算で、GDP比で言うと、ほぼ2%の需要創出に当たる財政資金を突っ込んで参る。本予算については、88兆数千億円とこれまで最大規模に——これは良いことか悪いことは別として——、残念ながらならざるを得ない状況になっており、優先をして景気に取り組んでいくというのが実態である。

そういう中で今日、皆さんのご議論を聞いていて、例えば先程から出ていたCPの買入れ、リスクを日本銀行として取るという方向の決断をされようとしていること、あるいは長期国債の買増しをされようとしていることは、大変時宜にかなったことであるので、早急に実行して頂きたいということを改めてお願いさせて頂く次第である。

それから金利の水準におかれても、白川議長はこれから正式に提案される訳だが、日本銀行としてもこれまでバブルの崩壊以降、日本発のいわゆる金融不安という大恐慌を起こさないのだという強い意志の中で、色々なことをやってこられた経験を、世界の中で唯一持っているのが日本銀行であるので、こうした経験を踏まえたうえで、今回はアメリカ発であるが、世界恐慌を起こさないぞというところは同じだと私共は思うので、ぜひ金融面でも十分な下支えをして頂くことを、心からお願いをする次第である。

以上である。

白川議長

それでは、藤岡内閣府審議官、お願いする。

藤岡内閣府審議官

経済の現状については、輸出及び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。また、先行きであるが、世界的な金融危機の深刻化や、世界景気の一層の下振れ懸念などからさらに厳しくなる惧れがある。こうしたことを踏まえて、本日公表した「平成21年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」においては、21年度の実質成長率は0.0%程度のゼロ成長と見込んでいる。また、物価は下落に転じると見込んでいる。デフレ圧力が高まるリスクもあるとみている。

政府は、本日取り纏めた「生活防衛のための緊急対策」に基づき、20年度第二次補正予算及び21年度予算において、果斷な対策を実施することとしている。特に年末を控え、雇用問題及び企業の資金繰り確保を最重要課題として万全を期すこととしている。

総理は先般、日本銀行におかれでは、市場への潤沢な流動性供給のための施策を実施するよう期待すると申し上げた。日本銀行におかれでは、内外の厳しい経済・金融情勢のもと、政府における政策取組みや経済の展望を踏まえ、政府とマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、適切かつ機動的な金融政策により、経済を下支えして頂くよう要望する。

先程、議長の方からご提案のあった政策金利の利下げに関しては、現在の厳しい経済・金融情勢を踏まえた適切な措置として評価する。また政府の基本的考え方である国際協調の必要性とも一致するものであると考えている。またご提案のあった、CPの買い取り措置については、前回決定会合で決定した民間企業債務を活用した新しいオペレーションと併せ、急速に厳しいものとなっている企業金融の円滑化の観点から速やかに実施して頂くことが重要であると考えている。以上である。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは議案の取り纏めに入りたいと思う。金融市場調節方針の変更、基準貸付利率の変更、補完当座預金制度の適用利率の決定に関する議案、それから金融調節手段に係る追加措置に関する対外公表文及び経済・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の用意をお願いする。

雨宮企画局長

議案取り纏めの関係で、野田委員と水野委員は他に議案の提出はされるか。

野田委員

出さない。

水野委員

補完当預のか。では私は出す。何もしないと 0%となるのか。

雨宮企画局長

否。それは反対されて反対意見を議事要旨に載せられれば。

水野委員

それで結構である。

[事務局より議案配付]

白川議長

宜しいか。

## 雨宮企画局長

それでは、冒頭から読み上げさせて頂く。一番上が金融市場調節方針の決定に関する件である。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%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。2枚目が基準貸付利率、基準割引率、補完貸付利率の件である。議長案である。「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。案件。1. 日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率を、下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。基準割引率および基準貸付利率 年0.3%。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。3枚目が補完当預の付利の決定である。こちらのスプレッドの格好でのご決定であるので、でき上がりの水準は今と同じ。仮に調節方針の誘導目標が決定されると同じということである。議長案である。「補完当座預金制度に係る適用利率の決定に関する件。案件。1. 『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』における、金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準から差し引く数値を下記のとおりとすること。記。金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準から差し引く数値 0%。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。この後は本日の政策変更関係の対外公表文であるが、いつものステートメントの格好の金利政策に係る部分と別紙という格好で金融調節手段に係る追加措置との組み合わせになっている。まず一つ目、金融政策の変更についてであるが、読み上げさせて頂く。「2008年12月19日。日本銀行。金融政策の変更について。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、以下のとおり、政策金利を引き下げることを決定した。また、別紙のとおり、『金融調節手段に係る追加措置』

を決定した（全員一致または賛成○反対○）。(1) 金融市場調節方針の変更（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）の誘導目標を 0.2% 引き下げ、0.1% 前後で推移するよう促す（公表後直ちに実施）。(2) 基準貸付利率の変更（全員一致または賛成○反対○）。補完貸付については、その適用金利である基準貸付利率を 0.2% 引き下げ、0.3% とする（公表後直ちに実施）。(3) 補完当座預金制度の適用利率（全員一致または賛成○反対○）。補完当座預金制度の適用利率については、0.1% とする（公表後直ちに実施）。」。これは前回と同様スプレッドではなく水準で表記しているということである。「2.」以下が通常のステートメント、上記の政策決定のバックグラウンドになる背景説明である。

「わが国の経済情勢をみると、海外経済の減速により輸出が減少していることに加え、企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で、内需も弱まっている。金融環境をみると、全体として厳しい方向に急速に変化している。これらを背景に、わが国の景気は悪化しており、当面、厳しさを増す可能性が高い。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% 程度となっているが、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。経済・物価の先行きについては、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく、との見通しに関する不確実性は高まっている。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、わが国経済の回復に向けた条件が整うには、相応の時間を要するとみられる。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、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、わが国経済が、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくために、今後とも、中央銀行としてなし得る最大限の貢献を行っていく方針である。また、民間金融機関に対

しては、低金利環境や様々な金融調節面での諸措置を最大限活用し、適切な対応をとられることを強く期待している。以上。」である。別添は決定文であるので、読み上げは省略させて頂く。別紙、金融調節手段に係る追加措置である。「2008年12月19日。日本銀行。金融調節手段に係る追加措置について。日本銀行は、本日の政策金利の引き下げに併せ、極めて低い政策金利の効果が、金融市場や企業金融に十分浸透していくよう、金融調節手段に係る追加措置を行うことが必要と判断した。具体的には、以下の通り、長期国債の買入れに係る措置に加え、企業金融の円滑化に向けた措置を講じることとした。

1. 長期国債の買入れに係る措置。短期の資金供給オペレーションの負担を軽減するため、長めの資金供給となる長期国債の買入れを増額することとし、併せて買入対象国債の追加を行う。(1) 長期国債買入れの増額。これまで年14.4兆円(月1.2兆円)ペースで行ってきた長期国債の買入れを、年16.8兆円(月1.4兆円)ペースに増額する(当月より実施)。(2) 買入対象国債の追加、残存期間別買入れの実施。買入対象国債に、30年債、変動利付国債および物価連動国債を追加する。また、買入国債の残存期間が極端に短期化あるいは長期化することを避けるため、残存期間別の買入れ方式(残存1年以下、1年超から10年以下、10年超区分)を導入する。これらの措置については、実務的な検討を行い、できるだけ速やかに成案を得るよう、議長から執行部に対し指示した。

2. 企業金融の円滑化に向けた措置。(1) 企業金融支援特別オペレーションの決定。」。これは既に決まっているので「全員一致」で後程記載する。「12月2日の金融政策決定会合で導入することとした『民間企業債務を活用した新たなオペレーション』について、『企業金融支援特別オペレーション基本要領』等を決定した。同オペレーションは、来年1月8日より実施する。」。「別添」はスケジュールである。「(2) CP買入れを含めた企業金融面での追加措置の導入・検討。今後、年度末に向けて企業金融が一段と厳しさを増すおそれがあることを踏まえ、時限的に、CPの買入れ(買切り方式)を実施することとする。それとともに、企業金融に係るその他の金融商品についても対応を検討することとし、それらの検討結果を

できるだけ速やかに金融政策決定会合に報告するよう、議長から執行部に対し指示した。これらの措置は、結果的に個別企業の信用リスクを負担することになるものであり、中央銀行としては異例の対応となる。この点を踏まえ、議長からは、中央銀行としてどの範囲でどの程度の期間行うことが必要かつ適当か、また、中央銀行の財務の健全性と通貨に対する信認を確保するために、政府との関係も含めどのような対応が必要か、といった点からの検討を求めた。(3) C P 買現先オペ等の対象先への日本政策投資銀行の追加。」。これは「全員一致」である。「日本政策投資銀行が、政府の方針を受けて、時限的にC P の買入れ業務を開始する方針にあることを踏まえ、同行をC P 買現先オペ等の対象先とすることとした。以上。」である。「別添」はスケジュールである。

#### 白川議長

今の議案のうち、「金融政策の変更について」、この文章について、ご意見はあるか。

#### 野田委員

宜しいか。「金融政策の変更について」のステートメントの 2. に「持続的な成長経路に復していくとの見通しに関する不確実性は高まっている。」と書かれ、その後に「相応の時間をする」とあるが、わざわざ時間を二度言っているのか、それとも物価安定のもと持続的な成長経路に復していくということ自体が不確実なのか。前者であるとすれば、だぶっているような気もするし、後者であるとすると、それはちょっと我々の理解と違うし、時間の概念がなかなか入れにくいのでそういう問題もあるのだが。素直に読むと何となくもう持続的な成長経路に戻っていくのとかなり危ないね、かなり不確かだね、というように読めはしないか。私はここは時間という意味では不確実だし、それから戻り方なども不確実だということは言えるのだが、戻っていくこと自体について皆さんの見方が違う訳ではないだろうということで、そうだとすると後の文章が…。

須田委員

政策をやったということも含めると、ちょっときついな。

野田委員

ずっと読むと、きつい。その次のことを言っているから、何かここの二つを繋げる工夫が必要である。

雨宮企画局長

実はこの表現を、「見通しに関する不確実性が高まっている」という表現を入れた前々回も非常に似たようなご議論を頂いて、その結果、その時にご議論頂いて決まった文章は、「復していく可能性が相対的に高いと判断される。」——当時はまだ相対的に高いという文章が残っていたので——で切って、「ただし、こうした見通しに関する不確実性は高く、…相応の時間をする」というふうに、文章を区切って、不確実性は高くという表現で、一応不確実性というのは時間のことと言っているのだというふうに前回は付けたのである。それを今回切ったものであるから、また…。

野田委員

切らなければ良い。ちょっと長くなるが。

雨宮企画局長

これもちょっと長くなるが繋げるか。

野田委員

その方が時間のことをここで言っているのだということが分かりやすい。

雨宮企画局長

そうすると、不確実性は高く、相応の時間を要するということで、時期とかのことを言っているのだと。

野田委員

そこにフォーカスされるので。

雨宮企画局長

ではそれで。

白川議長

「金融政策の変更について」は他にないか。ではないようであれば、次の「金融調節手段に係る追加措置について」、ご意見があれば。

須田委員

2. (2) の文章であるが、さっと読んだ時に、「また、中央銀行の財務の健全性と通貨に対する信認を確保するために」と言った時に「政府との関係も含めどのような対応が必要か」とくつ付いていると、もっと前も含めてということになるのか。簡単に言うと、「含め、」が良いかなということだが。どのような対応がというのが…。

山口副総裁

そこにも政府との関係が係るということか。

須田委員

然り。

白川議長

「政府との関係も含めどのような対応が必要か」のところを…要する

に「含め」を入れたい訳だな。

雨宮企画局長

須田委員のおっしゃるのは、政府との関係も含めた対応というのは、その前のどの範囲のどの期間でやるかまで政府との関係も含めて検討してしまうのかと、そういうことであるな。あくまで、政府との関係も含めて検討するのは、この財務の話だけである。そういうご趣旨であるな。

山口副総裁

「必要かつ適当か、また」と「対応が必要か」と分けているので、「必要かつ適当か」と並列なのは、「対応が必要か」ということである。

須田委員

大丈夫か。

野田委員

そうだな。「どのような対応が必要か」。

雨宮企画局長

むしろ「、」を入れない方が良いのではないか。

白川議長

そうだな。それではこのままで良いな。他にあるか。

雨宮企画局長

読み上げは宜しいか。修正文の読み上げだけ行う。では手許で直して照合する。「金融政策の変更について」の文章の一番下から3行目の「経済・物価の」から読み上げると、「経済・物価の先行きについては、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、わが国経済の回復に向けた条件が整うには、相応の時間を要するとみられる。」である。ではそれで今から準備をする。議案が整うまで少しお待ち頂きたい。

白川議長

議長提案の最終案が纏まった。最初に、金融市場調節方針の変更、続いて、基準貸付利率の変更と補完当座預金制度の適用利率の決定、その次に、金融調節手段に係る追加措置についての対外公表文案、最後に、金融政策の変更についての対外公表文案の採決を行う。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

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：野田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それではまず、金融市場調節方針の決定に関する件、賛成 7、反対 1、賛成多数である。反対は野田委員である。

白川議長

野田委員、反対理由の表明はもう宜しいか。

野田委員

先程整理させて頂いた。それ以上のものはない。

白川議長

それでは次に、基準貸付利率及び補完当座預金制度の適用利率に関する議長案の採決をお願いする。

[基準割引率および基準貸付利率の変更に関する議長の議案について  
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[補完当座預金制度に係る適用利率の決定に関する議長の議案について  
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：水野審議委員

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げる。「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件」、賛成 8、全員一致である。次に、「補完当座預金制度に係る適用利率の決定に関する件」、賛成 7、反対 1、賛成多数である。反対は水野委員である。

白川議長

水野委員は反対意見はあるか。

水野委員

議事要旨を作成する時に申し上げる。

白川議長

分かった。山本理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿つ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し

て頂きたい。事務局は、企業金融支援特別オペレーションに関する採決の結果及び日本政策投資銀行をC P現先オペ等の対象先とする件に関する採決の結果を入れた「金融調節手段に係る追加措置について」の対外公文の議案を作成して頂きたい。

大杉政策委員会室長

議長、採決を宜しいか。

白川議長

お願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。「金融調節手段に係る追加措置について」の公表に関する件、賛成8、全員一致である。

白川議長

本対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。

大杉政策委員会室長

採決を宜しいか。

白川議長

お願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。「金融政策の変更について」の公表に関する件、賛成 8、全員一致である。

白川議長

本対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。それでは、政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

金融市場調節方針と、補完当座預金制度の適用利率の件については、賛成多数である。あとは全員一致であった。

VII. 議事要旨（11月20～21日開催分）及び2009年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

白川議長

それでは議事要旨の承認である。11月20日、21日分の承認であるが、既に中身は確認頂いているということで宜しいか。

竹下財務副大臣

先程の賛成多数というのは、人数はどういう比率だったのか。

白川議長

先程であるか。一人だけ反対である。全員で8名いるので、7対1である。

竹下財務副大臣

分かった。

白川議長

それから、2009年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認を併せて採決を行いたいと思う。

[金融政策決定会合議事要旨（11月20～21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

[2009年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等について  
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げる。金融政策決定会合の議事要旨に関する件、賛成 8、全員一致である。2009 年 1 月～12 月の金融政策決定会合の開催予定日等に関する件、賛成 8、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は 25 日木曜日の 8 時 50 分に对外公表の予定である。日程については、本日会合終了後速やかに公表する。

### VIII. 閉会

白川議長

以上で長い本日の決定会合の議案を全て終了した。次回は、1 月 21、22 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、この場の皆さんにおかれでは、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

もう暫くお待ち頂きたい。準備がまだ整っていないので。

申し上げる。解禁時刻 14 時 05 分である。

白川議長

解禁時刻が 14 時 05 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。

(14 時 00 分閉会)

以 上