

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年1月21日（14:00～17:17）

1月22日（8:30～13:38）

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（21日）

竹下 亘 財務副大臣（22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（22日）

企画局参事役

関根敏隆

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

前田栄治

国際局長

沼波 正

（事務局）

政策委員会室長

大杉和人

政策委員会室企画役

執行謙二

企画局企画役

加藤 毅

企画局企画役

坂本哲也（22日）

企画局企画役

中村康治

企画局企画役

奥野聡雄

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、盛り沢山であるが、一応全部申し上げる。最初に「長期国債買入れにおける対象国債の追加および残存期間等区分別買入れについて」、「割引短期国債および政府短期証券の統合発行に伴う『短期国債売買基本要領』の一部改正等の対応について」に関する執行部説明と決定、第二に「企業金融面での追加措置に関する考え方」、「コマーシャル・ペーパー等の買入れの実施について」、「不動産投資法人債の適格担保化等について」に関する執行部説明、第三に金融経済情勢に関する討議、第四に当面の金融政策運営等に関する討議、第五に政府出席者からのご発言、第六に金融市場調節方針、「企業金融面での追加措置に関する考え方」、「コマーシャル・ペーパー等の買入れの実施について」、「不動産投資法人債の適格担保化等について」に関する議案取り纏めと採決、第七に対外公表文の取り纏めと採決、第八に12月2日と12月18日、19日開催の金融政策決定会合の議事要旨の承認、第九に2009年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等の変更の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、川北力大臣官房総括審議官、内閣府からは、藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に移りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料一、二）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向について、お願いする。

中曾理事（金融市場局長）

それでは、お手許の資料－1、2（追加）に沿ってご説明を申し上げます。まず、図表 1－1、無担保オーバーナイトコールレートは、誘導目標近傍で推移をしている。補完当座預金制度が有効に機能していて、0.1%がフロアになっている。資金の出し手にとっては、0.1%に短資の仲介手数料の 2bp を上乗せした 0.12%というのが、目線になっている。続いて、図表 1－2 で当座預金の保有状況をご覧頂くと、前積み期の 12 月積み期は、年末越えの資金供給を潤沢に行って、大幅な積み上調整を行った。この結果、12 月の積み期の準預先の準備預金の残高は、表にあるように 10.1 兆円になっている。これは、所要準備を約 3 兆円上回る。超過準備の額としては、ゼロ金利解除後最大であって、11 月の積み期の超過準備の約 5 倍に相当する。どのような業態が超過準備を持ったかということだが、都銀の中でも 2 行が積み最終日前に積み終えている。その他、地銀、地銀Ⅱ、外銀、の辺りが超過準備を抱えた。超過準備は、地銀と地銀Ⅱがそれぞれ約 4,000 億円、外銀が約 9,000 億円というような大きさになっている。潤沢供給を行った一方、金融機関サイドでも当座預金付利で超過準備保有の機会費用が低下したことが背景と思うが、年末などの特殊要因がない今積み期の 1 月積み期に金融機関の超過準備の保有行動が元に戻るのか、あるいはこのまま超過準備保有に受容的になるのか、注目していきたいと思っている。図表 1－3 の 2008 年 7 月積み期以降の短期金利のグラフで短期金利の推移をご覧頂くと、グレーの太線——GCレポ・レート——の動きが大分ふらふらしている。前回の決定会合以降暫くは、補完貸付金利の 0.3% 近くの高めの水準で推移していたのだが、メガバンクが年末資金繰りに目途を付けて、資金放出に転じた年末以降は急速に低下している。そこで、国債買現先オペを減らしたところ、途端に今度はレートが上昇に転じてしまうということであって、こうした動きに象徴されているようにレポ市場は資金の出し手の運用姿勢、あるいはオペ次第といったことで金利が振れる不安定な地合いが続いている。図表 1－4 は、年末の状況であるが、年末は全くのノンイベントであった。潤沢な資金供給を行った結果、ほとんどの先

が前日までに年末越えの資金の調達に目途を付けていたので、年末日のオーバーナイトレートは0.103%と極めて落ち着いた水準で越年した。

図表1-5と1-6で、無担コール市場の残高の推移をご覧頂く。一見して明らかであるが、市場規模は、縮小している。年末時点の市場全体の規模は6.5兆円と2005年9月以来の低い水準になっている。図表1-6は、翌日物の市場規模をお示ししたものであるが、特徴はシャドーを掛けた部分——都銀等——が低い水準になったことである。減少しているということである。これは、大手行が、年末にかけて主としてオペでターム資金を調達してこれを準備預金に積み上げるといった保守的な資金繰り運営を行い、オーバーナイトコールの調達を抑制したことが背景である。

図表1-7は、オペの運営状況である。前回12月の決定会合以降は、市場の安定に配慮しつつ、年末越えの資金を潤沢に供給するために工夫を重ねながら調節運営を行った。共通担保オペは、通常のタームオペに加えて全店オペで、T+5とかT+4の長い先日付年末越えオペ、いわゆるフォワード・オプションを行った。それから、CPの買現先であるが、年内は1回当たり3,000億円ないし6,000億円のオファーを継続した。この結果、年末のオペ残高は、4.3兆円に達した。これに伴って、CPの現先レートも低下した。年明け後は、オファー額を4,000億円にして、エンド日に合わせてロール・オーバーしている。それから、国債買現先オペであるが、レポ・レートの抑制も念頭において、スポットネクスト、1週間物を組み合わせてオファーを継続している。レポ・レートは先程申し上げたように根強い上昇圧力があるのだが、オペでレートを潰し過ぎると今度は資金の出し手の放出意欲を削ぐことにもなるので、市場の状況をみながらスポットネクスト物についてはオファー額を微調整——増やしたり、減らしたり——しながら運営をしているというところである。今申し上げた各種オペを通じた年末越えのオペの総額は、結局39.7兆円であって、去年の32.7兆円を上回った。調節上、次の節目は年度末になる。共通担保（本店）オペでは、1月5日に、初めての年度末越えオペとして、早速8,000億円を

オファーした。去年の初めての年度末越えオペが、1月17日であったので、今年はそれよりも2週間程早いことになる。その後も、昨日までで合計で今年は8本、7.3兆円の年度末越え資金を供給している。去年の同時期は、2本、1.6兆円であったので、それよりかなり多いペースになっている。図表1-7は吸収サイドであるが、年明け後は進捗し過ぎた——すなわち潤沢な供給を行った結果進捗した——準備預金の積みみをコントロールするために、ターム物と即日物の売り手オペを併用して吸収をしたところである。それから、米ドルオペであるが、1か月物と3か月物、1本ずつオファーしたが、ドルの資金調達環境は好転しているようであって、いずれも前回の金額と比べると減額ロールになっている。例えば、3か月物の156億ドルは200億ドルからの減額ロールになっているし、1か月物の159億ドルは279億ドルからの減額ロールになっている。他の国の中銀のドルオペにも同じような傾向が表われているようである。企業金融支援特別オペについては、1月8日と20日の2回オファーしていて、それぞれ1.2兆円の応札があった。相応に好調な応札とみている。対象となる民間企業債務担保の余裕額は、なお3.3兆円あるので、残り4回のオペでも相応の応札があるものと期待している。

図表1-9の担保の受入れ状況をご説明したいと思う。一応、上のグラフの共通担保受入総額の表で、直近1月16日時点での残高は96.6兆円である。年末に比べるとやや減少しているが、傾向としては増加傾向を続けている。中身をみると、社債であるとか企業向けの証貸債権など民間債務の増加が主因である。共通担保に含まれる民間債務は、全部で総額6.4兆円である。これに、(参考)計表にあるCP買現先オペの3.7兆円を足したものが適格民間債務担保の合計額になるのだが、足許では、足すと10兆円を突破している。因みに、9月末が合計が4.1兆円であったので、3か月間、約2.5倍に増加したことになる。図表1-10の共通担保使用状況を見ると、使用額は、直近が36.9兆円である。これは先程みた受入総額で割った使用率に換算すると、38%になる。であるから、マクロ的な担保繰りには余裕があるが、個々の金融機関でみると、中には使用率が上昇し

てきている先もある。7割位に達しているところもある。2.信用判定の状況の表が、信用判定状況である。先に担保の格付要件をBBB格まで緩和した後、新規の信用判定依頼が数多く寄せられていて、表にあるように12月には39先、1月足許まで10先、合計これまで49先が新たに適格となっている。現在、カッコの中にあるように、29件の審査案件をなお抱えている。これら新規適格先から既に331億円の担保が差入れられていて、今後、支援特別オペなどの担保として追加的な差入れがあると予想している。

続いて、図表2-1以降は、金融為替市場である。図表2-1の(2)の表のターム物のレートの推移において、無担取引であるユーロ円レートについてご覧を頂くと、全タームで大きく下がってきているが、特に1か月物の低下幅が大きくなっている。12月半ば頃は、0.88%であったのが、足許は0.3%というところまで大きく落ちている。これに比べて3か月物以上の長いタームの物では、下落幅が相対的に小幅にとどまっている。やはりこうした長いゾーンでは、なお、カウンターパーティ・リスクが相応に意識されていることが背景とと思っている。長めのところでは、下がり方が小さいということである。図表2-2、CP市場、(1)であるが、CP市場の市場環境は、このところ幾分改善していると言って良いと思う。日本銀行の買入れ開始による需給改善というのが織り込まれていることもあって、このグラフにあるようにa-1+格（黒太線）は、発行レートがTIBOR——シャドーの上限——を下回るようになってきているし、a-1格以下についても、TIBORとのスプレッドが縮小している。それから、CP現先レート——このシャドーの下限——も低下していて、ファンディング環境も改善していることがみて取れる。ただ、a-1格以下については、発行レート水準自体が依然リーマン破綻前よりも高めであるし、(2)のグラフが示すように発行残の回復も限界的なものにとどまっている。図表2-3のターム物のレートについて、TEDスプレッドとLIBOR-OISスプレッドをご覧頂くと、各国とも潤沢な資金供給を中銀が行ったため、各通貨とも年末を挟んで縮小傾向が続いている。水準的にも

日本円（黒太線）に接近してきている。図表 2-4 で、今の動きのうち、特に（1）のドルLIBOR-OISスプレッドについて、右側のグラフをご覧頂くと、スポット物（破線）のレートが足許大きく低下してきていて、リーマン破綻前の水準まで戻ってきている。これに対して、期先物（実線）のフォワード・レートになると依然高止まりをしていて、先行きについては、なお緊張感が払拭されていないように見える。日本の国内の金利観であるが、図表 2-5（1）のグラフでOISレートをご覧頂くと、黒棒でお示しするように、最近では期先物も含めてずっと 0.1%に張り付いており、政策金利は当分据え置かれるという市場の予想が反映されているとみている。

続いて、図表 2-7、長期金利の推移をご覧頂くと、欧米では、（2）のグラフのとおり、グローバルな景気悪化という金利低下要因と財政バランスの悪化という上昇要因が交錯して、かなりボラタイルな動きになっている。日本の長期金利は、これにつられて動いている面はあるが、日銀による長国買い切り増額が金利押し下げに寄与していると言われている。この結果、（1）のグラフの 10 年債利回り（黒太線）は、年末にかけて一旦は 1.2%台割れとなった——これは量的緩和以来である——が、足許では 1.2%台前半で推移している。イールド・カーブは、変化幅を図表 2-8 の真ん中のグラフでご覧頂くと、利下げ要因のほかに、景況感がはっきりと悪くなってきていることから、全ゾーンに亘って低下している。そうした意味で投資家の金利水準に対する目線は、明らかに下がってきてはいるが、邦銀などの投資家のリスク許容度はあまり大きくなく、リスク許容度は下がっているので、ポジションの積み増しの意欲は然程ないとみている。図表 2-10、市場参加者の注目する債券利回り変動要因であるが、直近のサーベイ結果を（1）のグラフでご覧頂くと、景気動向——黒く塗り潰した部分——に対する注目度が増していて、それを（2）のグラフでご覧頂くと破線で示されているが、破線がかなり下の方にあるので、かなり強い金利低下要因として認識されている。

続いて、図表 2-11 のクレジット市場の動向をみる。まず、（1）のグラ

フで社債流通利回りの対国債スプレッドの推移をご覧頂くと、右のグラフに表われているが、B B B格だけではなくて、足許はA格社債のスプレッドもじわじわと拡大をしてきている。これは、最終投資家やマーケットメーカーである証券会社のリスクテイク姿勢が萎縮したままであることが背景とみている。海外との対比では、(3)のグラフのとおり、B B B格社債について比べてみるとかなり特徴が出ているのだが、欧米では、米国自動車業界、あるいは金融機関に対する政府の支援策というものが好感されていて、スプレッドが縮小しているのに対して、日本（黒太線）では、拡大を続けているという対照的な姿になっている。社債市場について、一つ注意を要する点であると最近思っているのは、海外の金融機関がそれぞれの国の政府による保証プログラムを活用して円建て債の発行に次々と踏み切っているということである。既に、政府保証付きのユーロ円債の発行は、我々が認識しているだけで12月以降2,000億円を超えている。また、月内には外国金融機関が政府保証付サムライ債を公募発行する予定と聞いている。こうした政府保証付サムライ債は、A A A格でありながら、国内社債よりもかなりスプレッドが厚くなるというふうに見込まれているので、国内投資家にとっては、かなり魅力的になるはずである。逆から見れば、国内発行体にとっては、強力な発行競争相手の出現を意味するので、今後国内発行体にとっては、発行環境が厳しくなる可能性があるともみている。次に、図表2-12でC D Sのプレミアムの推移をご覧頂くと、日本（黒太線）のプレミアムが高止まっている。これは、トヨタの営業赤字見通しに象徴されるような企業業績の悪化懸念、そして年度末の企業金融を巡る不確実性、そうしたものが市場で意識されているとみている。

続いて、図表2-13、株価である。まず、米欧株価について、(2)および(3)のグラフをご覧頂くと、年初にかけて一旦盛り上がっている。これは、オバマ新政権の打出す経済対策への期待からこの年初にかけて上昇したのだが、結局景気悪化懸念あるいは金融不安などの要因からそんなに長続きせずに反落してしまった。特に今週に入ってから——特に昨日、一昨日辺りから——、欧米金融機関の経営不安が再燃するということがあつ

て、銀行株を中心にかなり大きく下げている。特に、欧米銀行の個別の株価では、一日の下げが2割以上に及ぶような銘柄もあった。昨日は、オバマ新大統領就任式にもかかわらず、ダウが300ドル以上も下げている。日本株も、基本的にはこれにつれたような動きになっていて、年初にかけて一旦は日経平均9,000円台を回復したが、直ぐに反落して足許今日は8,000円を割っている。欧米株の方は、金融株が主導して落ちているのだが、日本株については、円高不安が付きまとうということもあって輸出企業の業績下方修正懸念が強い。このことが、市場のセンチメント改善を阻んでいるようにみえる。図表2-14、主体別の売買動向をご覧頂くと、外国人が売り越しを続けて、結局2008年を通じた売り越し額は3.7兆円となっており、年間での売り越しとなるのは、2000年の2.3兆円の売り越し以来となる。このように外国人の売り越しが続いているが、足許では、現金化のためのいわゆるフォーストセリングは、ほぼ一巡しつつあるとみている。この間、個人は売り越しを継続している。一方、買い方では、年金のリバランスとみられる信託の買いであるとか、事業法人の自社株買いの流れが続いてはいるのだが、その額は次第に細ってきているようにみえる。東証REIT指数の推移であるが、政府による不動産REIT向け緊急支援構想などで、下支えはされているようであるが、金融機関の姿勢は依然厳しいということがあるし、この間流動化系不動産会社の倒産といったこともあって、これらが市場のセンチメントにダメージを与えている。このためREIT指数は、軟調に推移している。

図表2-15、為替相場の推移である。この間のドル円為替相場を動かす要因は、足許では再びと言って良いと思うが、リスク許容度になっていると感じている。つまり、リスク許容度が増すと円が売られて、許容度が低下すると円が買われるというパターンである。先程も申し上げたようにオバマ新政権への期待が膨らんで、年初、株価が上昇した時、つまりリスク許容度が増した際には、円安が94円近くまで進んだのは、このメカニズムによるとみている。であるから、その後株が反落した時には、これに伴って円が買い戻された。ただ、こうした時には低金利通貨になってしまったドルも同

じようなパターンで特にレパトリのドル買いというものが入ってきて、ドル買いになる。つまり、リスク許容度が低下する時は、円もドルも買われるけれども、その円とドルを比べてみると、円の方がさらにドルよりも強いということであるので、ドル／円相場からみると円高・ドル安ということになる訳である。ということもあって、足許では 89 円台とやや円高・ドル安傾向に振れている。この辺りは、(2) の名目実効為替レートの高相場の推移に表われていて、足許では円、そしてドルの順に強くなっていて、一番弱いのがユーロ（薄いグレー）である。ユーロについては、追加利下げ観測があるということもあるし、図表 2-16 の (2) のグラフで、四角で囲んで記載をしているが、色々な悪い材料がある。景気の悪化、金融不安、そして一部の国——スペイン——の格付けの引き下げなど、いわゆるファンダメンタルズ上弱い材料がぞくぞく出てきているので、ユーロは、対ドルではこのグラフにあるように 1.28 ドル台、そして対円では、(1) のグラフのとおり、115 円台まで安くなっている。図表 2-17、インプライド・ボラティリティをご覧頂くと、(1) のグラフのとおり、ドル／円、ユーロ／ドルとも、一頃よりは低下しているが、依然リーマン破綻前の水準を大きく上回っている。また、ボラティリティが高いということと、市場流動性が回復しないということも、今各国の為替市場に共通にみられる特徴である。為替相場の行方は、もとより読みにくいのであるが、どちらの方向への圧力が高いのかということを考えるため、まず図表 2-18 の (1-1) の円の IMM のポジションをご覧頂くと、ネットロングポジションに傾いている。ただ、最近のドル／円相場をみていると、確かに冒頭申し上げたように、株が下がった時は円高に振れがちなのだが、振れる度合い、強さ——あるいは一挙に円を押し上げる力と言っても良いと思うのだが——、そうしたものは一頃ほどは強くなってきているような感じを持つ。この点、図表 2-17 の (2) のリスク・リバーサルグラフをご覧頂くと、ドル／円については、ドルのプット・オーバー幅がなお深く、円高警戒感は根強いのだが、極く足許ではプット・オーバー幅が縮小してきている、そういったこととも整合的なものかもしれない。つまり、圧力は

あるのだけれど、少し一頃よりは強くなくなってきたということかもしれない。それから、グラフ上は何もお示ししていないが、最近我々のヒアリングからすると、これは実体経済上、輸出が急激に落ち込んでいることと関連していると思うのだが、実需という点からみても、輸出予約のドル売りフローが縮小してきているようである。次に、円安方向の流れであるが、図表 2-20 の外為証拠金取引の動向についてご覧頂くと、足許新規に円のショート・ポジションを形成するような動きは極めて限定的なようである。つまり、個人投資家の円キャリー取引に対する投資スタンスは、沈静化しているように窺える。以上総合してみると、ドル/円相場については、少なくとも足許に限ってということになると思うが、円高あるいは円安のいずれの方向への圧力も大きくは蓄積されていないように見える。ただ、少し視線を延ばしてしまうと、米国経済の今後の動向次第といったところもあるので、方向自体はなかなか読みにくいとは思いますが、足許はどちら方向にも圧力は大きくないというふうに見ている。

最後に、図表 2-21 で、エマ株と通貨の動きをみると、(1) のグラフでお示したエマ諸国の通貨、そして (2) のグラフでお示したエマ諸国の株は、ともに低迷が続いているのだが、下落ペースが足許ではやや一服しているように見える。特に、ラ米のいわゆる資源国通貨の急落に一旦歯止めが掛かっているのが、(1) のグラフに表われていると思う。これは、コモディティ価格が、年初にかけて一時小反発したことが背景であるが、実際、図表 2-22 で、最近のコモディティの価格の動向をみていると、世界的な需給後退懸念から価格調整は続いているが、極く足許ではリーマンの破綻後に逃避していたと言われていた投資性の資金が少し戻ってきているような感じもあって、つまりリスク削減の動きが、一時的かもしれないが、少し一服しているように見える。こうしたことは、(1) のグラフで言えば、原油（黒太線）などのコモディティの価格が年初にかけて一時的に反発したことが背景と言える。

以上、みてきたように、この間、中銀による潤沢な資金供給を受けて、懸念されていた年末年始は各国ともノンイベントで通過した。そして、マ

ネーマーケットなど一部の市場では、年明け後、状況が好転をしているように見える。しかしながら、グローバル市場全体でみると、株価に典型的に表われていると思うが、金融不安が払拭されたとは言いがたく、いわゆる経済と金融の負の相乗効果作用が働く中で、市場は非常に脆弱な状態が続いているとみている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

為替についてなのだが、市場流動性が回復していないという背景と、先程おっしゃられたとおり、短期的には円レートはどちらに動くかよく分からないということのようであるが、長い目でみると円高という人が多いような気がするが、如何か。

中曽理事（金融市場局長）

方向性を出すと外れた時に困るので、方向性は言いにくい。ただ恐らくやはりプット・オーバーになっていることにみられるように、方向は円高を警戒する、あるいは一旦円高が進むと加速するかもしれない。そのようなセンチメントが、リスク・リバーサルに表われている市場のセンチメントと言って良いと思う。恐らく背景は、やはり米国の金融不安、あるいは景気が思うようにピックアップしてこない中でドル安が進む。フロー的に言えば、今はレパトリでドルが買い戻されているのだが、いつまでもレパトリの資金が入り続けることもないだろうと、こういったものが最終的に一巡した時に、仮にファンダメンタルズ要因がその時点であまり良くなければ、方向としては円高ドル安であろうというふうにする人が多いと。

中村委員

図表 1-2 の準備預金のところだが、大幅に積み上がっている。これは、

超過準備に付利されるため、積み上げた方が有利だからなのか。あるいは、市場で運用した方が高い金利をもらえるのに何か別の要因があって0.1%の金利で積み上げているのか。どちらなのか。

中曽理事（金融市場局長）

やはり、0.1%で付利をしているので、0.1%以下でのコール市場の取引というのは、ほとんどなくなっている。極めて厳密に言うと、この付利を受けない準備預金制度の対象外にある投信だとか生保が、0.1%を下回るレートでオファーをしているので、少額はあるのだが、取引が極めて少なくなっている。中村委員の表現を借りれば0.1%でおいておけば、良いという考え方が特に先程冒頭に申し上げたような、地銀、地銀Ⅱ、そして外銀、この辺で割と強くなっているような感じはする。ということで、その部分では市場がやや不活発になっているのは事実なのだが、ただ一方で全部死んでもいないと思う。というのは、多少金利が上がったような場合、例えば図表 1-1 でいうと、14日とか15日は、0.13%まで上がって、この日は取引規模が増えた。それまでオーバーナイトの取引は2兆円を切るようなこともあったのだが、確か1.3%に乗せた日は2兆3,000億円ないし2兆5,000億円位まで取引が拡大しているので、やはり少し金利が動く取引も拡大するというようなところはあると思う。市場参加者というのは、やはり、ある程度経済合理性に則って行動しているとみて良いのではないかと思う。

亀崎委員

その点なのだが、図表 1-5、1-6 にもあるように、超過準備額が増えるとともに、市場残高が急減している。金融市場の機能の維持ということをお我々はずっと言ってきたが、今おっしゃったようなことがまだ起きているということは、この機能が維持されているという状況であるということだろう。ただ、今後、金融市場の機能が損なわれていくかどうかということは、どういうところをみていけば良いのか。市場残高は物凄く減っ

てはきている。そういった意味では、かつてよりも機能が活発であるとは言にくい。しかし、今の状況は、先程のご説明のように少し動いたりもしているのですが、まだ金融機能は維持されている。今後とも維持していくかどうかは、どういう状況を見ていけば良いのか。機能ということはどう考えれば良いのか。

中曾理事（金融市場局長）

やはり一つは、今付利をしているような金利水準をどう考えるか。どう考えるかというのは、この金利水準が市場インセンティブを維持できるような水準なのかどうかというのが一つのポイントだと思う。もう少し具体的に言うと、出し手の立場から言うと、0.1%で資金を市場に放出してもなお、それが先程ブローカレッジと申し上げたが、そうしたコスト、手数料、さらに言えばトレーダーの給料といったものを取引継続によって回収できるかどうかというのが、一つのポイントになると思う。この点は、実は多くの国が今ゼロ金利に接近してくる中で、共通に問題意識として念頭においている点の一つだというふうに聞いている。それが一つ。もう一つはコリドーの幅である。今日本で言えば基準貸付利率との幅、これが20bpある訳である。言い方を変えれば、この20bpの中で金利が伸縮できる、すなわち息をできる空間があるということであるので、これをどの位の幅で維持していくことができるかというのも、一つのポイントだと思う。因みに、ECBは、明日から始まる積み期で、コリドーが従来は±50bpであったのだが、これを±100bpに引き上げている。難しい決断だったと思うのだが、広げることによって、やはり中央銀行の市場代替に依存する度合いを何とか減らそうと、なるべく市場で取引をさせようと、言い換えれば中央銀行のファシリティを使うコストを上げて、上げることによって市場取引を促進しようということだというふうに思う。難しい決断だったかなと思うのは、±100bpにコリドーを広げることによって、下の方は、今政策金利が2%であるから、フロアは1%になる。政策金利が2%に対して、1%になるのだが、一方で固定金利で大量供給を行っているのでは、恐

らく明日以降の積み期で注目しているのだけれど、かなりオーバーナイトには下方圧力が掛かって、オーバーナイトのレートのEONIAは1%に接近してくる、つまり、政策金利からの乖離幅は、かなり今よりも広がっていってしまうかもしれない。そういうコストは彼らも認識していると思うのだが、一方で市場機能を何とか維持できないかという、こういったバランスの中での決断であったのだろうと類推している。

須田委員

今の話と関係するが、アメリカのFFのオーバーナイトが、このところ上がってきて、0.25%までできてしまった。これは、何が起きているのか。

中曽理事（金融市場局長）

これは、よく分からない。よく分からないという意味は、ニューヨーク事務所電などをみると、これは国債の供給が増えるので、いわゆる在庫ファンディングコストが上昇して、これがFFに跳ねているのだろうというふうに言っている。ただ、これについては、我々自身はまだ確認ができていない。勿論、アメリカのFFも、国債の発行日など、日によっては結構振れるので、もう少し長い期間みていかないとはっきりしたことは分からないと思うが、言われているようなことは今申し上げたような点であると理解している。

水野委員

先程、為替も含めて色々話してくれたのだが、今日誕生したオバマ政権の経済対策を入れなければ、一応、10月スタートの2009年財政年度の財政赤字見通しが1兆2,000億ドルである。だから、下手すると2兆ドル位の財政赤字ということで、とんでもない数字になる。ご覧のとおり、財政も金融も総動員で、それでおっしゃるとおりだと思うのだが、景気が回復する目途が立てられれば良いのだが、目途が立たなければそのコスト

だけが残ってしまって、経常収支の赤字もまだ少し景気が悪いから縮小したとは言え、相当大きな「双子の赤字」が残ってしまう訳である。円の要因というよりもドルの要因、あと、ユーロがまだ金利が下がる可能性があるということになると、ユーロとドルに対しては、比較の問題であるが、どうしても円が強くなりやすい状態というのがあるのではないかというのは、そのとおりだと思う。その点で非常に難しいのは、財政規律よりも、今はまずは景気回復だという話でやっているのだが、ドル相場に対する関心というのは、多分優先順位としては下がってきているような感じがしていて、結果としてドルが今ここにいるという感じである。おっしゃっているように、ドル／円の低下や、ユーロ／円ということも含めた実効レートの高というのはいさぐさ大きなリスクであると思っている。対ユーロも対ポンドも含めてであるが、実効レートでの円相場という意味では、もう少し円高の方にみえているのではないか。

中曾理事（金融市場局長）

あくまで、為替相場というのは相対的なものであるから、押し並べて他の国の主要通貨は、積極的に買われる材料というのがあるかないか。余程劇的に経済パフォーマンスが好転する、あるいは金融システム不安が急速に解消されるというようなことがないと、買い材料というのはいさぐさ出ないと思う。そういった訳で、よく言われることであるが、消去法的に円に目が向きやすくなっているというのは、ご指摘のとおりだと思う。

野田委員

少し短期市場の方に戻りたい。図表 2-1 で先程ご説明頂いたが、ターム物が下がりにくい理由として、カウンターパーティ・リスクがまだ強く意識されている状態に変わりはないというのはよく分かるが、敢えて言えば、その他にどういったメカニズムが年明け後需給関係で作用しているのかを教えてください。それから、私も少し勉強不足で申し訳ないが、量的にどの位のターム物が動いているのかについて、指標はあるか。

中曾理事（金融市場局長）

まず、ターム物の下がりにくい背景というのは——繰り返しになってしまいが、後段のご質問とも関係すると思うのだが——、やはりカウンターパーティ・クレジット・リスクが、長ければ長いところ程、意識されやすいので、こうした領域ではやはり基本的に取引が少なくなっているということであると思う。定量的には、よく分からない。例えば、ユーロ円でも長いところで3か月以上の取引ができるというのは、極めてボリューム的にも小さいし、頻度も低いと思う。我々はレートを注視しているが、出来高の状況というの、毎日聞くようにしているのだが、実はそう頻繁に長いところできている訳ではない。もう一つは、いわゆる無担レートの中でも、例えば、ユーロ円とTIBORあるいはLIBORとは、多少性格が違う。TIBOR、LIBORというのはレファレンス・レートになるのでよりスティッキーな感じがする。つまり、彼らがこのレートなら貸すというレートなので、これは個別の銀行のいわば経営方針のようなものも関係してくる。こうしたレートをみていると、下がり方というのは、いわゆるユーロ円などのような実際の取引レートと比べると、遅い、あるいは下がりにくい、そういう特性があるのではないかと思う。だから、一つはレファレンス性、カウンターパーティ・クレジット・リスク、そして基本的にはこの分野でまだまだ実際の取引が少なく、海外も同様であるが、多くの部分が中央銀行に代替されている。こういう世界である。

水野委員

それに加えて、同じことを裏側で言っているだけなのだが、金融機関の資本制約というのがあって、なかなか出せないというところがある。TIBORをなぜ下げないのかと聞くと、下げたくないというか、今貸出を増やしたくないという意味もあって、その裏側にあるのが多分資本不足、資本制約ということだと思うのだが、これは実は欧米も含めて共通しているのではないかなと思う。潜在的には資本が足りないのではないかと皆思っ

て懐疑的にみているためということが、一つあるのではないかと思うのだが。

山本理事

直接的に資本制約が意識されているというよりも、やはりまだ3月末越え、企業の年度末の資金需要を完全に銀行自身を読みきれていないというか……。

水野委員

日本のことか。

山本理事

日本についてである。3月末越えのレートの出し方、特にTIBORに対する提示の仕方というのは、非常に慎重であるという感じがする。

野田委員

そういう意味でいくと、年度末越えの資金需要——先程レートで少しご説明があったかもしれないし、まだオペレーションが始まったばかりで、分からないかもしれないが——はどのような感じか。去年あるいは最近の年末、年度末越えに比べて、スタート地点は少し違うが、年度末の資金に対する需要というのは、どのような感じか。今の時点でインプリケーションはあるか。

中曽理事（金融市場局長）

結論から言うと、現時点ではまだ判断が難しいなと思っている。確かに企業金融支援特別オペは好調に応札されているが、やはり金利が0.1%というところが、相当魅力的に映っていると思うので、これで盛り上がっている部分があると思う。であるから、必ずしも年度末資金需要が物凄く強いからだというふうに思っている訳ではないかもしれないの

で、これは、あと4回程残っている落札状況を引き続きみていく必要があると思っている。であるから、そういった意味では、企業金融支援特別オペは一つの有効な物差しになると思うが、2回だけやった現時点では、なおまだ十分に判断はできないと思っている。それから、もう一つは、それ以外のオペレートも我々着目しており、先程申し上げた年度末越えのオペの金利なのだが……。

野田委員

図表1-7であるな。

中曽理事（金融市場局長）

割と低いとは言える。この長いものである。であるから、0.19%とか……。

野田委員

0.18%とか。

中曽理事（金融市場局長）

そういう水準である。これをどうみるか。これは政策金利から8bp位しかない。年度末越えのプレミアムが乗っているはずなのだが、それにしても低いではないかというふうにも思えるのだが。これもある意味で、今のお答えと共通しているのだが、決して特異なことではない。やはり去年をみても、去年の年度末越えオペを開始した当初というのは、割とレートの乖離幅は似たようなものであった。ところが、段々年度末越えが接近してきて、本当にその資金需要の目途が付いてくると、急速に上昇していて、最終的には基準貸付金利にくっ付いていくようなレベルまで上がっていったというのが去年のパターンなので、そういうふうになるかどうか、これはもう少しみていく必要があると思う。いずれにしても今の段階では、まだ年度末の資金需要の強さというのは、なかなか判断が下しにくいと思

う。

野田委員

もう一つだけ教えて欲しい。資金供給オペと企業金融支援特別オペについて、銀行、金融機関のビヘイビアとしては、どう使い分けていくか、どちらをプリファードするのかなど、何か傾向を掴んでいるか。

中曽理事（金融市場局長）

はっきり使い分けている感じはない。個別性にもよるのだが、例えば、企業金融支援特別オペの準備ができていないメガもあるのだが、そうしたところは取り敢えず普通のオペで入って、年度末越えを取っておく。あるいは、かなり企業金融に特化しているような銀行であれば、かなり企業金融支援特別オペを使っている。であるから、やはり個別の特性による。あるいは担保繰りにもよると思う。民間債務を結構多く持っている銀行というのは、企業金融支援特別オペを使う割合が増えているように思うので、ざっくり言えば、全体としては、個別行では、結果として偏った使い方になっているようなところもある。

野田委員

いずれ、そうは言っても企業担保が、最後の段階で余ってきているとして、なおかつ年度末資金が必要だとすれば、当然企業金融支援特別オペのファシリティを使ってくる。今のところ、まだ始まった段階——2回終わった段階——で、まだ様子を見ているというか担保繰り、資金繰りをみている。こういった状況だと理解して良いか。

中曽理事（金融市場局長）

そうである。であるから、定性的に言えば、適格担保、日銀に預けている企業金融支援特別オペの対象となるような民間債務、適格担保がある限りは、当然金利が低い限りにおいて、これを優先するであろうと、そこがイグゾーストしてきた、なくなってきたら普通のオペに入っていくという

ことではないかと思う。

野田委員

先程の話では、今のところアローアンスがまだ3兆円強あるということ
でよいか。

中曾理事（金融市場局長）

然り。まだ、準備ができていないところもあるので、これは多分入って
くると思うし、この3.3兆円というのも今後適格担保がどんどん入って
くれば余裕が広がっていくと思うし、新規判定依頼先があれだけ多いから、
これはもう少し増えていく可能性があると思う。

西村副総裁

話が少し飛んで申し訳ないが、また最後に戻って商品のところであるが、
リスクテイクがある程度みられるというが、これは、いわゆるインデック
スの人達なのか、それとも昔からいる人達が動いたというのか、それはど
ういうふうに。インデックスの人達とは、簡単に言えば、年金だとか、そ
ういう人達がある程度戻ってきているのかということなのだが…。

中曾理事（金融市場局長）

これは、もとより確かめようがないが、これは本当にヒアリングベース
なのであるが、我々が聞いているのは、一旦リーマンの破綻の後、逃げて
いた人達が戻っているという意味で、インデックスも含めた元々いる投資
家、そういった人達が一時的に戻ってきているのではないかと——これは
定性的なヒアリングベースでの話であるが——、そのように聞いている。

西村副総裁

極端に新しい動きという訳ではなく、そのままの形で戻ってきているの
か。

中曾理事（金融市場局長）

然り。

山口副総裁

社債市場のことであるが、格付けにもよるけれども、達観して言えば、市場環境的には発行量も大分落ちているし、それからスプレッドも広がっている。しかもこの2月、3月と社債の償還がかなりのロットでやって来る。こういう状況にある訳であるが、去年の暮れにかけてのCP市場の混乱というか、CP市場のタイト化、そのもとでの発行環境の悪化を眺めた発行体の慌て振りと比較すると、社債市場においては、発行体の落ち着きというのが、当面のところ感じられる。そうした去年の暮れにかけてのCPの動きと、今のところの社債市場における発行体の動きの違いというのは、どこからきているのか。あるいは、そもそも私の感じ方自体が少しおかしいということか。

中曾理事（金融市場局長）

そのようなことはなくて、多分幾つかあると思うのだが、一つは、やはりフローの発行額でみると、恐らくCPの方が遥かに大きい部分がある。もう一つ、CPというのは、最後の抛り所なのだと思う。つまり、社債は発行環境が悪いと借り換えしにくくなるのだが、その際取り敢えずその状況をみたら、逃げ方が幾つかある訳である。減額するということもあると思うが、CPで取り敢えず泳ぐとか、銀行借入で泳ぐなど、そういうことができる訳である。ところが、今のような整理の仕方だと、CPは最後の抛り所になるから、これが出せなくなると本当に困ってしまうほか、かたがたワンショットも大きいので、そういったところの違いというのはあると思う。勿論、年度末にかけてある程度調達の前倒しに進んでいるというところが全体としてはあるのかもしれない。それから、もう一つは、私の説明の中でも申し上げたが、今取り敢えず何となく小康状態になって

いるのだが、テイル・イベント的なこと、つまり先程申し上げたのは、サムライ債がぼんと出てくることとか、あるいは株価が大きく下げってしまうこと——これは、社債の投資家のリスク許容度をさらに下げってしまうことであるが——、そうしたことまで想定しているかどうか、ということではないか。現時点はそこまで大きく考慮に入れていないことが、おっしゃったような相対的な落ち着いたようなことに表われているのではないか。

須田委員

今のサムライ債のところなのだが、一種のクラウド・アウトが起こるのではないかということであるが、サムライ債には、保証が付いているので、リスクはないのではないか。

中曽理事（金融市場局長）

政府の保証を信じれば、リスクはない。

須田委員

それを言い始めると切りがないが、一応保証が付いているので、それでもクラウド・アウトがおこるということであれば、要するにポートフォリオ全体を増やすという方向ではなくて、安全資産に入れ替える、つまりポートフォリオの中でシェアを奪い合うということになる。そうだとすれば、政府が手を出していくことの問題はより大きくなる。その辺はどうみているか。

中曽理事（金融市場局長）

もとより、最終投資家のリスク許容度が、伸縮的に大きくなるような正常な状態であれば良いのだと思うが、今申し上げたように金融市場における不安感、不確実性がかなり高いから、元々リスク許容度がそんなに大きくないか、あるいは、拡大していくことが望みがたい。そうであれば、こういったサムライ債が出てくれば安全でスプレッドも相当高いものであ

るから、限られた投資余力は、恐らくそうしたものに向かうというのが自然なのではないか。その代わりに、やはりおっしゃったようなクラウド・アウトが起きるリスクがあるのではないかと思う。

野田委員

そもそもスプレッドを厚くしないと調達できないということは、市場原理から、どのように説明されるのか。こうした不安定の中でリスク・アペタイトが小さいので、とにかく調達することが優先であるから、市場の実勢を無視して、政府保証付きのAAA格よりも、スプレッドを大きく出すということか。ビヘイビアをどのように理解すれば良いか。

中曽理事（金融市場局長）

そうした面もあるかもしれないが、逆に言えば日本のスプレッドがこれまで薄過ぎるといふところもあるのかもしれない。彼らからすると、極く普通のL+60~70bp 位付けても構わないというふうに思っているのだとすれば——日本のこれまでの感じであると、例えば地方債であると、L+フラットとかマイナス位で出せているので——、やや日本のスプレッドが縮み過ぎていたということと、一方で海外の発行体というのは、ある程度スプレッドを厚めにしても調達しておきたいということと、両面あるのではないかと。

野田委員

いずれにしても、こういった混乱期で、一時的に極めて裁定余力が小さい時期に間隙を縫って発行するという理解で良いか。普通は有り得ない。

中曽理事（金融市場局長）

要は、日本の市場というのは、相対的には、アベイラビリティはなお高いということに着目して、こういった起債ラッシュとまでは言わないが、起債が起きようになっているのではないかなと思う。

白川議長

今の現象であるが、リーマン破綻以前から日本の市場は相対的に安定していたから、サムライ債もそこそこ出ていた。少し気になっているのは、それぞれの金融機関がどこで出そうかと言う時に、政府が保証することによって、従来に比べて政府保証債を日本で発行する意欲を高めているのか、あるいは、比例配分的にしているのか。多分その辺の情報は、集めにくいかもしれないけれども、その辺の感じというのはあるか。

中曽理事（金融市場局長）

どういう配分をしているのかは、分からない。ただ、日本の市場が相対的に痛みが少ないというようなコンセプトはあるのではないかと。非常に共有されていると思う。それから、やはりリーマンの後、サムライ債というのはずっと死んでいた訳である。全然起債がなかった訳であるが、政府保証のスキームというのが、機能を開始していて、つまり使われ始めていて、その効果、影響がいよいよ出始めているということではないかと思う。ただ、その配分というのは、今一つ我々から良くみえないけれども、なにがしか、やはり日本が意識されている部分があるのかなという気はするのだが。

白川議長

先週出たB I Sでの民間CEOとの会合では、保証それ自体は必要なことなのだが、副作用として、色々な歪みが出ているという話が随分出ていた。日本でもそういったような形で起きているのではないかと思う。それから、もう一点、図表2-11の低格付社債について、先程中曽理事から説明があったが、信用スプレッドは日本では水準的には他国比低いが、足許の方向は逆を向いているという話であった。今までは少なくとも向きが違っていたことはなく、程度が違いながら、しかし方向としては大体同じように動いていた訳である。足許のこの違いというのは、どういうふうに

解釈すれば良いか。

中曽理事（金融市場局長）

これは、要因としては、やはり一つは事業体で言えば、米国自動車業界が一応ベールアウトされる。そして、金融機関もベールアウトされる。これは、はっきり予算措置が財源措置も含めてみえてきているからだと思う。このようにキャピタル・インジェクションがなされるようになると、株は希薄化されるか、あるいはもしかすると国有化されたりしてパーになってしまうかもしれないということで、下落する。一方で、シニアの部分——クレジット、債券——は、回収が保証される訳であるから、当然このプレミアム、スプレッドとかは、落ちていく。そういった自然な動きなのではないかというふうに見ている。一方、それが日本というのは、じわじわと拡大を続けているということではないかと思う。

白川議長

自動車は聞いているが、金融機関が発行するシニア債も、ここの信用スプレッドには、全てギャランティの結果が反映されているということか。

中曽理事（金融市場局長）

然り。

須田委員

新年になって、欧米のクレジット市場が、今一時的かもしれないけれども、少し好転して、ハイイールド債なども少し良くなっているという議論もあるから、そういうこととも関係しているとみて良いか。

中曽理事（金融市場局長）

そうである。シニアの領域の投資家であれば多少安心材料が増えたということと言える訳である。

白川議長

他にないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢について、お願いします。

沼波国際局長

それでは、配付資料、資料－3（参考計表）（追加分）という本日お配りした計表をご覧頂きたい。まず、図表 1、米国である。米国全体の判断であるが、米国経済についての判断は、前回の「悪化している」から、「大幅に悪化している」に判断を引き下げている。理由は幾つかあるが、一つは、ご承知のとおりクリスマス商戦が不振に終わって、昨年第 4 四半期の個人消費もその前の期に続いて大幅な減少が見込まれること。また、鉱工業生産は大幅減産が続き、雇用情勢も悪化を続けていること。三つ目に、住宅市場も、後程ご説明するが、足許さらに悪化していること。四番目として、F e d の各種支援措置にもかかわらず、クレジット市場の状況は——多少改善はみられるが——、なお少々大きく大きな改善はみられず、いわゆるネガティブ・フィードバック・ループからの脱出の展望がなかなか開けないというようなことが、判断引き下げの背景である。昨年第 4 四半期の実質 GDP の実績については、前期比年率で 5～6%のマイナスを見込む先が多く、足許今年第 1 四半期についてもこのマイナス幅が大きくは縮まらないのではないかとみる向きが増えているようである。ただし、オバマ新政権による財政面からの景気刺激策に対する期待は、なお強く、これまでの金融面からの各種措置の効果と合わせて、今年の後半には、プラス成長に復帰するという大方の見通しは、今のところまだ変わっていないという状況である。まず、今回は、グラフから先にご覧頂きたいと思う。図表 4 をご覧頂きたい。まず、注目のクリスマス商戦の結果であるが、ご

承知のとおり、極めて不調に終わっている。具体的には、(1) のグラフであるが、国際ショッピングセンター評議会というところが取り纏めている、主要 30 数社の小売店の売上高の 11 月、12 月平均の前年比であるが、ここに示しているように、統計が取れる 1970 年以来初めて前年比でマイナスという結果に終わっている。それから、(2) のグラフであるが、こちらは、週間チェーンストア統計、毎週毎週の売上の前年比をみているが、いわゆるブラックフライデーを含む一番最初の週は、かなり高い前年比で始まったが、その中盤以降どんどんマイナスに落ち込んでいって、結果として失速してしまったという状況が極めてよく分かるグラフであって、いずれにしてもクリスマス商戦は、不調に終わったということが極めて明らかである。それから、住宅の販売状況などを少し詳しく今回みてみたいと思う。図表 5 である。黒い太線が新築の住宅販売、細い太線が中古の住宅販売である。ご覧になってお分かりになるように、新築の方は、じりじりじりじりと引き続き販売が下げ止まらないという傾向が今も続いている。一方、中古については、つい最近までは、実は 2008 年に入ってからは大体月間 500 万戸前後のところで横這いで推移していた。私共の表現でも、中古販売については下げ止まりの兆しがみられるという表現を暫く使っていた。しかし残念ながら 11 月になってこれがぐっと落ち込んで、前月比で言うと大体約 9%位落ち、水準で言うと 450 万戸位のところに落ちてしまった。ということで、安定の兆し云々という表現を今回は実は外したが、こういうことで、暫く落ちていていた中古販売も再び落ち込んでしまったということで、これは、さらに住宅市場が悪化していると先程申し上げた背景である。これを住宅の在庫とか、在庫率でみると、どういったことになっているかというと、図表 6 のとおり、(1) 新築の方は、一戸建てをみると、在庫の件数自体は、実はレベルとしては減っている。住宅着工がずっと減っているのだから、住宅の在庫自体も減ってきているのだが、図表 5 にあるように販売がいつまでも下げ止まらないものであるから、在庫率でみると、じりじりと引き続き上がっているという状況である。一方、中古の方は、先程のグラフでみたように、つい最近までは販売自体は横這

いで推移していたのだが、在庫がちっともレベルとして減らないということで、在庫率がじりじり上がっているという状況になっている。在庫率が、なかなか下がらない、あるいは上がってしまうという状況になっているが、この中古の在庫については、やはりいわゆるサブプライムが返せなくて差押えにあった住宅が中古市場に雪崩れ込んできて、なかなか在庫のレベルが下がらないということが大きな背景にあると、言われている。ということで、背景は多少異なるが、新築、中古とも在庫率という意味でみると、図表の中に数字が書いてあるように、11月で言うと、いずれも11か月を超える高いレベルが続いていて、従って住宅価格に対する下げ圧力は、一向に収まらないという状況が続いているし、目先まだ当分続くだろうとみられているということである。その中で、図表7であるが、住宅関連で唯一、やや明るい材料としてよく取り上げられるのが、モーゲージの金利がここに来て、急激に下がっているということである。背景は、勿論FRBがエージェンシー債、あるいはエージェンシーMBSを買入れるというプログラムを昨年11月に発表し、そして、年が明けて実際に買入れを始めたということである。(1)のグラフでみると、10月の末に6.5%であったモーゲージの金利——これは30年固定の金利である——が、一番直近1月9日週では4.9%と5%を切り、約1.5%も急低下しているということである。この結果として、(2)をみると、モーゲージのアプリケーションの指数であるが、この点線でみられるように、リファイナンス、借り換えのアプリケーションは、相当大きく増加している。一方、実線の方——これは、実際に借り換えではなくて新規に住宅を買う場合のアプリケーション——であるが、この購入指数も、はっきりと上昇傾向という訳ではないが、秋のボトムに比べると水準としては多少切上がっている。ただ、リファイナンスの大幅増加に比べると、まだまだ上がり方は少ないということであるので、これが現実の住宅需要の増加に結び付くところまでは、まだなかなか至っていないであろう。仮に申請をしても弾かれてしまうケースも多いと言われているので——これは申請の件数であるから——、実際にアクセプトされた数はまだ少ないということか

もしれない。従って、唯一明るい面ではあるが、実需に結び付いてというふうには、まだなかなかいってはいないだろうと思う。ということで、図表 1、米国主要経済指標の計表に戻って頂く。あと、個別の指標を若干ご説明する。まず、5. 小売売上高である。私共は、自動車、ガソリン、建築資材を除くベースでみているが、12 月は、先程申し上げたようなクリスマス商戦の状況であるので、前月比-1.4%ということで、大幅に減少している。この減少幅は、同時多発テロ直後の 2001 年 9 月が-1.7%であったので、それ以来の大きな減少ということになる。それから、6. 新車販売台数の 12 月は、11 月が非常に低くて 1,042 万台と 1982 年 10 月以来の低水準であったことに比べれば、多少は増えているが、依然低水準であることには、変わりはない。一部メーカーの自動車金融会社が、ローン供与の条件を多少緩和したというようなことが若干はプラスに響いたのかもしれないが、低調であることには変わりはないということである。それから、7. 消費者コンフィデンスの 12 月であるが、前月に一旦上昇した後、再び大幅に低下して 38.0 と 1967 年の統計開始以来最低の水準を更新している。それから、住宅については、先程詳しく申し上げたが、8. 住宅着工について触れると、11 月は前月からさらに 18.9%減少して、62 万 5,000 戸と、これも現行統計を開始した 1950 年以來の最低水準を 2 か月連続で更新しており、住宅着工についても、下げ止まる、下げ止まると言われながら、引き続きなお落ち込んでいるという状況である。それから、住宅価格として 9. FHFA を載せているが、ここに載っていないケース・シラーでも、FHFA でみても前月比マイナスという状況に変わりはなく、前年比マイナス幅が拡大しているという状況も変わっていない。ケース・シラーの 10 大都市でみると、10 月の前年比が-19.1%であった。直近のピークが、2006 年 6 月であったので、そのピークとの対比でみると-25%であり、25%下がっているところのレベルが 10 月のケース・シラーの指数であった。それから、設備投資関連の指標であるが、10. 非国防資本財受注は、11 月単月では、若干増えているが、四半期で均してみると減少を続けている。それから、ここには載せていないが、設備投資関連で非居住

用建設支出というのものもある。これは、なかなか一時まで調子が良かったのだが、最近さすがに減速してきて、前期比で見ると、昨年4～6月が+4.9%、7～9月が+1.9%、それから10～11月平均が7～9月対比で+1.6%ということで、明らかに減速してきている。内訳をみると、特に個人消費の不振の影響で、ショッピングモールなどの商業用の施設の建設の減少が目立つというのが、最近の特徴である。それから、13. 鉱工業生産の12月であるが、2か月連続で大幅に減少した。12月の前年比をみると、-7.4%ということで、1975年10月の-7.5%以来の大幅な減少幅になる。四半期ベースの前期比で見ると、3期連続での減少であって、かつ第2四半期、-0.9%、第3四半期-2.3%、第4四半期-3.0%ということで期を追う毎に減少幅が拡大しているというのも特徴である。12. I S M指数の12月であるが、製造業が引き続き悪化、11月の36.2から12月32.4ということで、このレベルは、非常に深いリセッションがあった1980年6月の33.3以来の低水準である。非製造業は、前月が統計開始以来最低、それよりは若干は上昇しているが、依然改善悪化の分岐点である50を大きく下回っているという状況には変化はない。それから、15. 非農業部門雇用者数の12月は、大幅な減少を続けている。また、10月、11月の実績はそれぞれ大きく下方改訂されていて、10月改訂前は32万人の減少であったが、改訂後は42.3万人、11月は53.3万人減少のはずが、改訂後は58.4万人ということで、前々月、前月も下方改訂されている。業種別にみると、製造業、建設業がマイナス幅をさらに拡大、小売業もマイナス幅を縮小させたが、大幅なマイナスを続けているということである。14. 失業率であるが、11月6.8%の後、12月7.2%ということで、引き続き上昇を続けていて、この7.2%というレベルは1993年1月の7.3%以来ということで、引き続き上昇傾向は変わっていないということである。最後に、16. 消費者物価の12月であるが、これで8月以降、ヘッドラインは、5か月連続で下落している。前年比上昇率も大きく減速していて、12月は前年比+0.1%ということで、ヘッドラインの前年比上昇率としては1955年8月-0.4%以来の低水準である。コアベースでは、2か月連続で、前月比

ほぼ横這い、前年比上昇率は2%を切って、12月は+1.8%というレベルまで下がってきている。以上、米国である。

図表2をご覧頂く。欧州である。ユーロ圏経済に関する判断も「悪化している」から、「大幅に悪化している」に下方修正している。特に、後程申し上げるが、前回会合時まではまだどちらかと言えば横這い圏内程度であった輸出が、ここにきて急減しているということを反映した判断の変更である。まず、1. ドイツの実質GDPの2008年の年間が出ています。前年比では、+1.0%ということになった。1年間全体が出ていますので、第4四半期も出るはずなのだが、なぜか直ぐには出ない。不思議なことであるが。ただ統計当局は、10~12月のドイツ実質GDPは前期比年率で、-6~-8%の大幅なマイナス成長になるという見通しを出している。それから、今申し上げたように輸出は急速に減少している。11月のユーロエリアの域外輸出は、10月の前月比-2.8%から、11月は-4.7%ということで、減少幅がさらに拡大した。ここには載せていないが、輸出の地域別の内訳をみると、10、11月平均の7~9月対比でみているが、ロシア向けが-11.2%、非EUの欧州——中東欧であるが——が-9.1%ということで、こういったロシアや中東欧向けの輸出の減少が特に目立つということである。ここには載せていないが、個別の国で、ドイツの輸出は、10月が-0.6%のあと、11月は-10.6%ということで、大幅に減少幅を拡大している。フランスの輸出は、11月まで8月から4か月連続で減少ということで、減少傾向が続いているということである。3. ドイツの海外受注の11月であるが、昨年1~3月以降3四半期連続で減少し、足許も引き続き大幅な減少となっている。それから、ここには載せていないが12月のユーロエリアの製造業PMIの輸出受注という数字は、統計開始以来最低の水準というのを12月まで3か月連続で更新している。因みに、11月は31.8、12月は29.6という数字で、輸出関連の計数はこのように軒並み悪い数字が出てきているということである。ユーロエリアの6. 小売売上数量の11月は、単月でみると、クリスマスセールの前倒しの影響で若干増加しているが、10、11月を均してみると、7~9月対比ではマイナスということである。

ある。それから、ユーロエリアの 8. 消費者コンフィデンスの 12 月は、大幅に悪化し、11 月 -25%、12 月 -30% ということで、1985 年の統計開始以来最低の水準を記録している。それから、ユーロエリアの 10. PMI の 12 月は、製造業、非製造業ともに前月比低下している。それから、ここには載せていないが、12 月のドイツの I F O の景況感指数というのも、11 月 85.8 から 12 月 82.6 と低下して、東西ドイツ統合ベースの統計開始以来では、最低の水準を記録している。ユーロエリアの 11. 失業率は、これで 4 か月連続の上昇で、11 月 7.8% になった。国別は、ここには載せていないが、スペインが 10 月の 12.8% から 11 月の 13.4% と一段と失業率が上昇している。フランスも 8 月 7.7%、9 月 7.8%、10 月 7.8%、11 月 7.9% ということでじりじりと上昇しているということである。ユーロエリアの主要経済指標の最後の 12. 消費者物価であるが、前年比上昇率は、11 月 +2.1% からさらに低下して、12 月 +1.6% ということになった。コアベースの前年比上昇率もこれで 4 か月連続の低下ということである。以上、ユーロエリアである。

図表 2-2、英国である。第 3 四半期の実質 GDP の 2 次推計値が出て、1 次推計値が -2.0%、2 次推計値が -2.6% ということで、大幅に下方改訂されている。純輸出と総固定資本形成の下方改訂が主因。今回判明した住宅投資は、前期比減少に転じて——7~9 月で前期比年率 -16.9% の大幅な減少になっている——、これで最大の減少幅になった。それから、2. 小売売上数量の 11 月は、小幅に増えているが、これもユーロエリアと同様、クリスマスセールの前倒しの効果ではないかと言われている。それから、4. サービス業 PMI 指数の 12 月は、統計開始 (1996 年) 以来最低水準となった前月とほぼ同じ低い水準である。6. 消費者物価であるが、11 月はガソリン価格等の下落を主因に低下、さらに 12 月には、バリュー・アディド・タックス引き下げの影響なども加わって、前年比 +3.1% と大きく低下している。BOE のキング総裁は、12 月 15 日に財務大臣に出したオープンレターの中で、2009 年についてインフレ目標を 1% 強下回る水準までインフレ率は低下する可能性が非常に高いというような見出しを出して

いる。最後に、7.住宅価格の12月である。前年比マイナス幅が引き続き拡大している。ピークであった2007年10月に比べると、これで17.1%の下落ということになり、住宅価格のレベルとしては、2005年3月位のレベルまで戻ってきているという状況である。

最後に、アジアである。図表3-1をご覧頂きたい。1.中国については、主要な統計がまだ出ていない。第4四半期のGDPは、明日の午前中に発表の予定である。公表された指標の中では、5.輸出が11月に7年半振りに前年比マイナスになった後、12月も前年比マイナス幅が拡大して、輸出が引き続き落ち込んでいるということが確認されている。それから、明日公表される第4四半期のGDPを含めて、目先は経済の減速が明確に確認されるような厳しい指標が相次いで発表される可能性はあるというふうにみている。因みに、エコノミストのアンケート調査をみると、第4四半期のGDPの前年比伸び率の予想は、6%台という予想が多いようである。一方、9.人民元の貸出は、11月前年比16.0%から12月18.8%ということで、政府による貸出促進策の効果がみえ始めているというふうにみている。4兆元の政府の景気刺激策のうち、地方政府の大型プロジェクトに対する融資が増えているという見方もある。また、中国にもPMI指数というものがあるが、これは12月が9月以来の前月比プラスになったとか、あるいは、北京事務所の情報によれば、鉄鋼などでは多少在庫調整が進んできて、一部の品目については2月渡し分について値上げが発表されたというような話もぽつぽつとは聞こえているので、暗い話ばかりでもないという気もする。今後については、景気刺激策の効果が具体的にいつ頃からどのような形で出てくるのかという点が最大の注目点であろうと思う。現地からは、政府のスタンスを受けて、地方政府が開発案件を大量に持ち込んできているといった話も上がってきている。それから、在庫調整の進展具合を評価するうえでは、旧正月明けの色々な経済指標、あるいは現地情報に注目していきたいと思う。

次の2.インドであるが、インドについては、減速しているという判断を先月変えたが、公表された11月の鉱工業生産は、それを裏付ける結果

とみている。前月比マイナスからプラスに戻したが、その伸びは弱く、均してみると前年比+1%ということで、前期から大幅に減速している。それから、また 3. 輸入の伸びは大幅に鈍化していて、勿論原油価格下落の効果もあるが、内需の伸び悩みも寄与しているとみている。最後に、図表 3-2、N I E s、A S E A Nである。N I E s、A S E A Nについては、「一段と減速している」という表現から、今回は「停滞している」と、下方に修正している。先月、ご報告したとおり、第 3 四半期の GDP 伸び率は、N I E s のうち台湾、香港、シンガポールがマイナスになるなど、弱い結果であった。これに A S E A N 4 か国を足して加重平均してみると、第 3 四半期の成長率は、この地域で大体ゼロ近傍まで落ちたとみているが、10~12 月は、個別の指標をみると、むしろ加重平均でみるとマイナス成長に落ち込んだのではないかとみている。因みにシンガポールだけ第 4 四半期の GDP が発表されている。これで、3 四半期連続のマイナス成長かつ、第 4 四半期は-16.9%という大幅なマイナスになっている。これを受けてシンガポール政府は、今年の年間成長率見通しを当初の-1~-2%という数字から-2~-5%へと引き下げている。個別の指標を詳しくはご説明しないが、(2) の輸出のところにあるように、韓国、台湾の 12 月の輸出が出ているが、11 月が前月比で-20%という大幅な減少の後、さすがにそれ程大きくはないが、引き続き減少が続いているということである。それから、図表 3-3、生産、内需、この辺の数字を載せているが、例えば (3) の生産関連の中で、韓国、台湾の 11 月の生産は、輸出の減少を映じて前月比 10%を超えるマイナスに落ち込んでいる。そのほか、内需関連でも三角印があちこちに目立っていて、弱い指標が続いているということである。

以上、総合すると、前回会合以降、米欧の景気は引き続き悪化を続ける中で、エマージング諸国への波及も一段と明確になってきているということで、世界経済の景気悪化の度合いはさらに深刻なものになっていると判断している。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

亀崎委員

今お話があったように世界経済の同時悪化という状況の中で、詰まるところ、世界経済の回復は、アメリカ経済の本格的な回復なしにはなかなか難しいと思う。そのアメリカ経済は、オバマ大統領が計画している2年間で8,250億ドルという財政政策は、財政支出が2年間で5,500億ドル、減税が2,750億ドルである。また、雇用も2年間で数百万人創出していくとしている。財政政策の規模は、これはこれでアメリカのGDPの5%位の金額と、かなり大きいと思う。一方で、この前の米州統括役の話にもあったように金融機関が抱えている商品は、幅広く劣化が進んでいる。サブプライム関連だけでなく、その他のものも含め、どんどん劣化している。それに対して、バッドバンクを設立するかなど、色々議論がまだなされている。金融機関がそういう状況にあり、なかなか実体経済に有効な働き掛けができないような状態が続いていく、といったことを前提に、先程の今年後半はプラス成長に復する、というお話をされたのか。そういったシナリオをどのように考えているのか。この2年間の大きな財政政策が一時的には支えるけれど、金融機関の方がずっとこういった状況にあり、改善に時間が掛かるようであれば、なかなか経済全体を引っ張っていくことができず、本格的に戻らないのではないか。

沼波国際局長

民間のエコノミストの見通しで——金融機関の状況とか、マーケットの状況をどこまで、どういうふうに織り込んでいるか、なかなか彼らも明示的にそこは書いていないものがほとんどであるのだが——、多分金融機関を巡る状況が、これからさらにどんどん悪化していくということを織り込むと、なかなか年央からプラスに戻るといった絵は描きにくいというふうと思う。今位のレベルが続き、年の後半にはやはり少しマーケットの状況が

改善するのではないかと——それはF e dの色々な支援策によって、去年までに比べると、多少年初からマーケットの緊張が和らいでいるということ踏まえて——、こういう状況が少しずつ浸透していくということを前提にしないと、それはおっしゃるとおりなかなか年の後半にプラスというのは、景気刺激策だけでは描けないというふうに思うので、そこは正直に言って、彼らも自信がない。あるいは改善することを期待するという前提のうえで、そういった見通しを置いているのだというふうに私自身は思う。

亀崎委員

金融機関の不良資産の処理をバッドバンクで行うのか、どうするのかというのは、これはずっと議論されている状況で、時間だけが過ぎていく。戦後のアメリカの景気後退期間というのは、最長16か月である。これを、更新するのは間違いないのだけど、今のような金融機関の状況が続くと、これだけ大きな財政政策を行っても、もっと長く続いていきはしないか。財政政策の内訳をみると、インフラ整備900億ドルとか、低所得世帯の光熱費補助60億ドルとか、科学技術振興160億ドル、教育関連1,400億ドル、それから失業者、低所得者への公的扶助1,200億ドルなどと並んでいるが、これらがずっと支えていく訳にはいかないだろう。やはり、これらに加え、金融機関が実体経済をしっかりと支えていく形にならないと、こういった政策も効果が薄れるのではないかと思う。

沼波国際局長

オバマ大統領の景気刺激策が無かりせば、勿論事態はさらに悪化していく訳である。そこで何とか底割れを防いでいる間に全体の環境が改善するというのを期待するという以上のことは、政府もなかなか手の打ちようがないのではないかという気はする。

野田委員

今、金額だけをみれば、GDP比幾らというのは、勝手に弾ける訳であ

る。実質的に効果として、どれだけ影響するかというのは、これから具体策ないしは、タイムスケジュール、タイムテーブルなどをみないと分からない。ただ、民間の予想にしる、今後 I M F から見通しのリバイス版が出てくると言われているが、そういったものも、こういった効果をどこまで織り込んでいるかが極めて分かりにくい。そういった意味では、国際局が先日示して頂いた少し先行きの見通しのリバイスも、やはり財政の効果はかなり下目にみているとみて良いか。

沼波国際局長

相当保守的にみているつもりである。今度 C E A の委員長になるローマー氏は、確か 2010 年第 4 四半期で 3%位押し上げるといような数字を置いていると思うが、景気刺激策の中身の個人減税とか公共支出に充てる金額、あるいは上昇効果を含めて私もかなり保守的にみているつもりである。そこまで押し上げるといのは、我々の見通しでは置いていない。

須田委員

消費者物価について。日本も含めて、減速といつか上昇幅の低下のスピードといのは結構速いなという部分があるのだが、F e d などデフレ懸念を少し意識しているという話があつて、その時にインフレ期待がどうかということなのだが如何か。それとそういったことがあるから消費を控えたり、もう少し待つ姿勢とかといふことで、消費に影響を与えるといふようなことが、今問題視されているのか。それとも、やはりインフレ期待は維持されているから、消費者物価の伸び率は下がっているけれど、そこは金融政策のプラス効果にもなるからといふことで、むしろプラスにみているのか、その辺の消費者物価の見方といふのは、どういふふうにみていけば良いか。

沼波国際局長

インフレ期待の数字は、足許だけみると勿論ほとんど動いていない。多

少、ガソリンが下がった分、少しは下がっているかなという程度であるので、この前の米州統括役の話にあったように、やはり Fedにとってみるとコンフォートゾーンを下回るかもしれないということについては、かなり現実として起こる蓋然性を考え、そこについて危機感を持っている。そこは多分事実だろうというふうに思うので、それは彼らも真剣にその可能性と対応について考えているのではないかというふうに思う。あまり、プラスの効果という感じはなかなか。

須田委員

でも物価が下がっているからプラスの効果ということも…。

沼波国際局長

むしろさらに下がっていくリスクの方を考えているというふうに。

須田委員

それは、バンク・オブ・イングランドも同じか。キング総裁は、1%よりも下がれば、今度はまた下振れについてレターを書かなくてはならないということになるが、そういう意味では、やはりディスインフレの問題というのは、相当意識しているというふうに考えて良いか。

沼波国際局長

バリュー・アディド・タックスが今年末にまた上がるという税率による特殊要因が、多少誇張している部分があると思う。それをディスカウントしておかないとという気はする。

野田委員

この間のFOMCの声明文では、どこまで細かく議論されたかは不明であるが、あくまでインフレ期待という、中長期的なものをみているので、

足許の動きにそう左右されているという感じはしない。

沼波国際局長

中長期的な期待は動くということはないであろうということ、当然彼らとしては確保したい。

中村委員

明るい材料として図表 7 のモーゲージ金利が、5%を割って非常に安いということであるが、申請件数は多いものの、実際の実行は、半分とか1/3位しかないという話もある。住宅金利が下がっている中での実際のアベイラビリティは、どうなのか。

沼波国際局長

四半期毎の F e d の例のシニアローン・オフィサー・サーベイが、まだ出ていない。前回の数字をみるだけではほとんどの金融機関がタイト化したということであるので、その状況がその後そんなに大きく緩和の方に行くとはとても思えない。そういうことを考えると、申請しても却下されるという可能性は、現状でもあまり大きく変わっていないのではないかと思う。アベイラビリティが大きく改善したというふうには、なかなか思えないというのは、そのとおりであると思う。

水野委員

いわゆるネガティブ・フィードバックループという話になった時に、最近凄く気にしているのは、輸出が輸入とともに世界中軒並み弱くなってきているということである。アジア、中国、それからエマージングアジアも、弱くなっている。日本もご多分に漏れず、ここにきて輸入はもう少し落ちても良いという調査統計局の意見であるが、輸出は本当に大幅に減少という評価になっている。こういう状況の中で、冒頭どなたかがご質問されたが、2009年が最悪でそこから2010年に戻るといったシナリオに対して、今

出ているデータからなぜ言えるのか。特に金融のところも堀井理事の出張レポートにも書いてあったが、まさにまだ不良資産をバランスシートに残したまま資本注入だけを行っているという状況を考えると、日本の経験からいって、まだステージとしてはファイナル・ステージに近いとは決して言えないということだと思う。そうすると、実体経済のデータ、特に物の動きを示す財・サービスの動きを示す貿易収支の動きと、あと金融機関の不良債権処理、今後商業銀行の普通のローンの償却も増えていくと考えると、まだ楽観的になれないという、かなり悲観的な数字をこの間国際局は出されたけれども、あれになれば良いなという位のことで、少し深さも長さもまだ不確定要素がかなり高いなという感じでみている。この輸出のデータの落ち方は、アジア、中国について、特に特殊要因がないというふうにみて良いか。

沼波国際局長

特殊要因は、特にない。

水野委員

ただ弱いのか。

沼波国際局長

然り。

白川議長

最近よく、輸出が出ない理由の一つとして、トレード・クレジットとか、あるいはL/Cの話色々な人がしている。海外のL/Cの状況について、多少アネクドータルでも、あるいはデータの的にでも把握できるものは何かあるか。

沼波国際局長

私自身は、みたことがない。

白川議長

私も注意はしているが、ないな。

沼波国際局長

少し気を付けて。

白川議長

別に今家捜ししろと言っている訳ではないが。

野田委員

昔は、L／Cの接受額とか。

白川議長

出していたな。昔はあれをずっとみていたが。もうあれはなくなったから。

野田委員

あれは、ないのだな。

中村委員

L／C決済は、限定的となってきた。

白川議長

私達が銀行に入った頃、L／Cの接受高が輸出の先行指標で、ずっとみていたけれど。

水野委員

アメリカに対する輸出の受注指数なども弱いな。ここにきて、第4四半期にきてぐっと落ちたという感じがむしろ外需のところでみえるので。

沼波国際局長

遅れてきて、その辺の指標が今どっと出てきているものであるから、極めてよく分かる。

水野委員

あとは…。

沼波国際局長

生産であるか。

水野委員

生産統計は、軒並みぼろぼろの数字で、年率にすると、どこも-10%を超えている。なかなかみたことがない状況である。戻る時のきっかけというものが、財政政策というだけであると、なぜか弱い。

須田委員

一つは中国ではないか。中国の調整については、前から言っているが、少し動き始めた、荷動きがみられるようになった。その大きな調整、在庫調整に財政も関わってくるが、中国はもう少し早く動くということはあって、それで貿易にも影響するということがあるのではないか。

水野委員

個人的には、中国には物凄く弱気である。なぜかと言うと、農村部で相当雇用を生み出さなければならぬと考えると、日本の輸出の面からみると、建機とか最新のものがなかなか伸びないという話である。だから成長

センターが生産性が高いセクターではなく、そういうところにお金がばらまかれている。インフラ投資は行われて成長率は上がるが、質が良くないのではないかという気がしている。数字は出ると思う。それなりに、7%とか8%とか。でも、皆さん何となく政府が8%と言っているから8%と数字をおいているだけで、それ以上のことを聞くと、あまり教えてくれない。中国サイドからも。

沼波国際局長

そうである。その中国の成長率が高まっても、それが例えば日本からの輸出に結び付くような種類のものなのかどうか。

水野委員

あるいは、そのサステナビリティの話と。

須田委員

それから、別に輸出でなくても良い。向こうで収益が出れば構わないので、それぞれそこから再投資が出てくるから。

野田委員

これは、やはり独り言に近いのだが、前日も議論したとおり、ここまで急激に、本当に突然であるのは、この間の議論を経ても、なお不可解なところは残る。年率でこのように大きくなる。瞬間風速でこの数字で示しているよりも大きいものがあるだろうから。独り言である。

水野委員

企業が相当早く対応していると言いながら、需要がそれ以上に落ちているという状況であろう。日本などをよくみても。となると、なかなか今国際局が描いている絵も、まだなかなか。2010年の絵がそのような姿に本当になって欲しいのだが、どういった数字を……。あくまでも、後半

ある程度下げ止まらないと達成できない訳である。

白川議長

他にないか。それでは、3時50分に再開する。

(15時42分中断、15時50分再開)

白川議長

それでは再開する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

国内経済情勢について、お願いします。

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。図表5の輸出入関連からであるが、12月の通関統計は、実は明日の朝出るが、実質輸出入という形に加工されて公表するのは午後になるので、今回の会合には間に合わない。従って、今回はこの11月分までのデータで現状評価をせざるを得ないということになる。10～11月の輸出の7～9月対比は－10.7%と大幅な落ち込みになっている。他方、輸入が10～11月で＋2.0%と幾分増加しているので、その差である実質貿易収支は、図表6の(2)にグラフがあるが、とてつもない落ち方になっているということである。先程申し上げたように、12月分は今回間に合わないのだが、12月上中旬までの情報からみる限り、10～12月の着地で事態が改善する可能性は高くなくて、むしろどちらかという実質貿易収支の減少幅はさらに幾分拡大するという可能性の方が高いように思う。その場合、10～12月は、純輸出だけで、実質GDP前期比に対する寄与度が、ざっくり申し上げて－3%位になってしまう可能性がある。年率ではない、念のため。そういうオーダー

で純輸出は今落ちているという状況である。輸出の中身であるが、図表 7 になるが、(1) 地域別をみて頂くと、第 4 四半期の欄であるが、米国向け -7.4% とマイナス幅は拡大している。ただし、米国向けそのものは 2006 年の終わりからずっとマイナスであり、2008 年の第 2 四半期位からは大きめのマイナスが続いているということなので、勿論足許それがさらにひどくなっているという変化はあるのだが、変化の大きさという意味では米国向け以外の方が劇的である。例えば、中国向けがずっとプラスだったものが、突然 -9.7% とか、N I E s 向けが -15.8% まで落ちているとか、それから、その他向け——主に資源国向けであるが——は、一頃物凄い勢いで増えていたが、足許 -5.3% ということになっている。従って、この秋以降の輸出の急減は、きっかけは勿論米国発の金融ショックであるが、むしろ新興国、資源国経済が過熱状態から一気にハードランディングに至っているということの影響の方が大きいということになる。この新興国、資源国は今から振り返ってみると、2007 年の後半以降、当時米国とはデカップリングしているという言われ方をしながら加速した訳だが、その再加速が結果的には余分な火薬をたっぷり詰め込むことになって、そこに金融ショックがきたということだと思う。それがハードランディングに繋がっているということではないかと認識している。差し当たり輸出は 1~3 月も大幅な減少が続く蓋然性が高い。その後の展開はまだみえてきていない。先程もご議論があったような、米国や中国の各種の対策によって、年央位から世界経済が下げ止まりに向かうという、これが比較的広くみられる見方なので、それを前提にすれば日本の輸出もそれに沿った展開になると一応期待されるが、現時点でそれはあくまでも期待の域を出ないということであるし、ましてやその後の回復ペースについては、全く分からないというのが正直なところである。足許のところ少し分かる話をすると、輸出について今お話をしたが、実はこの 10~12 月については、サプライズはむしろ輸入の方にあると私は思っている。図表 12 をみて頂きたいが、輸入を (2) の財別でみて頂くと、第 4 四半期のところだが、とりわけ素原料が $+5.5\%$ とか、中間財が $+6.1\%$ とか、この辺りは生産が 1 割以上も

落ちるという中であっては明らかに入り過ぎている。それから情報関連なども、-4.2%とマイナスなのだが、これも情報関連の輸出の方は16%落ちているので、輸入の方は落ち方が非常に小さい。こうした輸入の表面上の底堅さは恐らく実体の変化があまりにも急激だったがために、企業による原材料調達の削減が間に合わなかったということによる面が大きいと思っている。そうであるとする、この10~12月は原材料在庫はかなり溜まっているはずである。その調整のために、1~3月の輸入はかなり大きく落ちるのではないかと、一応予想している。従って、1~3月は輸出の大幅な減少が続いても輸入がそれ以上大きく減少するというのも十分考えられるので、純輸出でいうと、先程10~12月はとんでもなくマイナスになると申し上げたが、逆に1~3月は純輸出の減少テンポが相当緩やかになる、ないしはむしろ反動増になるという可能性すらあるというふうに見ている。ということで輸出入は以上である。

次に設備投資について、図表14であるが、(1)の資本財総供給はみてのとおり大幅な減少が続いている。(2)の太い実線の稼働率であるが、このグラフの右端は10月までしか入っていないが、これの指数水準だと97.7——左目盛であるが——、その後11月分が出ており、11月単月では88.5というところまで落ちている。12月の生産予測指数が前月比-8%であるから、12月の稼働率がこの2001年の終わり頃のボトムを超えて落ちていくということはほぼ間違いない。恐らくこの80の目盛りに行くか行かないかというところ位まで12月は落ちて、そこからさらに1~3月も落ちるといふ展開になっていきそうである。そういう稼働率の見込みからすると、細い実線の製造業の設備判断D. I.、先行きの企業の予測というところも、3月の短観では下振れる公算が大きいというふうになっている。このように設備過剰感が急速に強まっているので、現在環境とか省エネ関連、そういう成長性が広く認識されている分野を除いて、能力増強投資はほぼ全面ストップという感じになってきている。実際、先行指標の落ち方がここへきて一段と急速になっており、図表15の(1)機械受注であるが、太実線の右側は一応10~11月まで入っており、

そうすると 2002 年初めのボトムまで一気に落ちているということになっている。ただ、足許変化が大きいので、11 月の単月の数字だけ申し上げると、右側の目盛でみて、2.25 というところまで 11 月は落ちている。目盛圏外まで落ちているということである。さらに 12 月分の工作機械受注が 11 月比でさらに落ちているので、この機械受注の減少傾向も恐らくまだ止まっていない。こうした先行指標からみて、設備投資の減少はむしろこれからが本番であって、年度ベースではゲタの関係もあるので、2008 年度よりも 2009 年度の方が減少幅が相当大きくなる可能性が高い。ミクロ情報でも自動車や電機を中心に、2009 年度の設備投資はがくっと落ちることになるという声が聞かれている。

その辺りは 3 月短観で確認していくということになる。こういう設備投資とも関係するので、企業収益を確認しておく。図表 17 になるが、これも非常にドラスティックであり、(1) 大企業の製造業をご覧頂きたいのだが、前回 12 月見通しから今回 1 月にかけて、わずか 1 か月間で大幅な下方修正ということになっており、2008 年度は -55.5% まで減益見通し幅が拡大している。因みに加工と素材の区別を申し上げておくと、素材が -34.2%、加工が -73.7% というふうになっており、特に自動車は -94.9% である。でもまだ黒字ということなのでもっと下方修正になるのではないかというふうに私は思っている。因みに製造業・大企業の経常利益であるが、2007 年度のレベルが大体 20 兆円弱位あった。それが半分以下になるということなので、約 10 兆円というオーダーで収益が吹っ飛んでいるということになる。しかもその飛び方が、三角印の 9 月時点ではあまり減らないと思っていたのが、この僅か 3、4 か月でもって 10 兆円吹っ飛ぶということに急になった訳であり、そういうオーダーで営業キャッシュ・フローに突然狂いが生じているというのが足許の状況である。このことこそが昨年末が近づくにつれて、大企業の資金繰りが苦しくなってきたということの基本的な背景になっているというふうに考えられる。そして、今回の収益見通しもこの事態の悪化を完全に織り込みきれていないというふうに思っているので、さすがに今回のような急激な下方修正は

もうないだろうけれども、それでもまだ追加的に下方修正になる可能性は十分にある。当然年度末の資金繰りについても不確実性の大きい状態が続いているということである。それから自社の収益だけではなくて、取引先もかなり不安定になってきているので、そこから影響を受けるという惧れもある。実際、昨年末近く取引先からの入金遅延が複数発生して、実は年末越えは肝を冷やしていたという企業もあったということなので、不測の事態に備えて、今後も予防的に手許の資金を厚く置いておきたいとか、いざという時に機動的に資金が取れるようなCPマーケットの正常化を望むという声が非常に強いというのが今の状況である。それから次に中小企業であるが、(2)、①の図表であるが、それ程急に悪くなっていないようにもみえるが、実はこれは3か月移動平均で描いていることによる面もあり、足許変化が大きいので、右端の単月の直近値を申し上げておくと、まず黒い太線の「黒字」－「赤字」というところのDIは+5.3%ポイントまで落ちている。それから灰色の太線の「増加」－「減少」のDIの方は-38.1%ポイントということで、実は2001年末のボトムももう下回っているという状況になっている。当然利益がどんどん減っていくと赤字になるので、この灰色線は黒線に先行するという関係があり、灰色線からすると黒い線の方も近々マイナス、つまり赤字超に落ちていくのは時間の問題であって、赤字超幅もかなり深くなる可能性があるということかと思っている。それから、②の採算DI、こちらも3か月移動平均ではなくて直近単月で申し上げると、-22.2%ポイントということで、これも目盛圏外にもうなっている。先日、支店長会議でも、中小企業は、大企業程急速に悪化していないのではないかという問題意識で議論が若干あったが、まず第一に、足許の変化という意味においては、大企業対中小企業というよりは、むしろ製造業対非製造業と、そのコントラストはある。因みに、(1)の大企業も実は非製造業についてはそれ程落ちていないということがある。一方で第二に、大企業対中小企業という問題の立て方で考える場合にはレベルがやはり問題であって、中小企業の業況、例えば短観を思い出して頂くと、非製造業も含めて、むしろ非製造業こそ、短観ですっとDIが悪化してきていて、レベルが相

当低いところに足許さらに一段の下落圧力が加わっているということなので、やはり中小企業、非製造業も含めて相当状況が厳しいというふうにみておくべきだと思う。足許原材料価格の高騰が収まってきたのでその面は救いであるが、当面は少なくとも年度末にかけてはさらに厳しくなる可能性が高いというように考えている。企業関連の話は以上である。

次に、家計関連に行く。図表 18 をご覧頂くと、個人消費は乗用車とか高額商品が大きく落ちているという状況に今月も変化はない。全国百貨店売上高は、11 月の前年比が -6.4% とあるが、それに続いて 12 月の数字——これは百貨店協会ベースであるので若干不連続であるが——が前年比 -9.4% という歴史的な落ち込みになっている。百貨店と一口にいても結構多様性がある、都内百貨店からのヒアリングでは、浅草や新宿の一部店舗のように高級感があまりなくて庶民派の店舗はマイナス幅が小さい。その一方で、高額商品が目玉の銀座地区は惨憺たる状況ということで、やはり高額商品中心に相当悪いという感じがある。それから実は今回多くの店舗が通常 1 月のクリアランスセールを前倒しして 12 月からやっているが、そういう一定の下支えがあったにもかかわらず、先程申し上げたような歴史的に弱い数字であったということで、むしろ 1 月入り後は、初売りも惨敗だし、12 月に前倒しした反動も出ているということで、1 月は 12 月よりも一段と悪化しているという声が聞かれている。ただし、個人消費全体が全部そこまで悪いということではなくて、図表 21 をみて頂きたいのだが、(3) に GDP ベースに近い細い実線の消費包括指数、これはまだ 10~11 月分までであるが、その試算を載せている。数字を申し上げますと、前期比で -0.5% である。マイナスではあるが、この程度のマイナスは過去に何回もあるので、企業部門のように急速に家計が悪化しているという訳では今のところない。ただ、この 10~11 月は家計調査がたまたま底堅かったかもしれない、統計の振れかもしれないという点は多少注意をする必要がある。図表 22 であるが、相変わらずコンフィデンスは非常に悪化しているということであり、様々なマイクロ情報からも消費者の生活防衛意識が強まっている、あるいは価格に対して敏感になっている

という声が強く聞かれている。これらの背景は勿論株価の低迷が長引いていることとか、とりわけここに来ての変化としては、やはり雇用、賃金の先行き不安の高まりというのが大きそうである。以上を踏まえると、個人消費は物価下落という追い風もあるにはあるが、この先も弱い状態が続く、あるいは一段と弱まっていくという可能性が高いとみておくべきだと思う。

家計を取り巻く環境のこういった厳しさは、どうも足許住宅投資の方にも影響を及ぼしつつあるという感じがしていて、図表 23 であるが、住宅着工の総戸数、11 月は 95.4 万戸ということで再びかなり落ちてきている。元々低迷しているマンションに加えて、足許は持家もちょっと弱いという感じになってきている。図表 24 の (2) の細かい実線、マンションの在庫であるが、このマンションの在庫も高止まりが解消される兆しはみえてきていない。これだけ在庫があるので、当然価格下落期待が強くて、そのうえ所得環境が悪化してきているので、買い控えが一段と強まっている模様である。都内のマンション業者からは相当割安な価格を設定しなおしても、消費者の食いつきが鈍っているというような話も聞かれおり、在庫調整には今から 1 年半位、つまり 2010 年半ば位まで掛かるのではないかという話も聞かれている。以上が住宅である。

次に鉱工業生産、図表 25 であるが、若干計数が改訂されている。主な変更点だけ申し上げておくと、生産は 11 月の前月比 -8.1% と書いているが、これは -8.4% へと改訂されている。その結果、脚注の 1. のところであるが、2 行目、予測指数を繋げた 10~12 月が -11.4% になる。その下 3 行目が、1~3 月前期比 -10.3% というふうになる。このような細かい計数改訂を申し上げて意味がない位激しい落ち込み方をしている。ミクロ情報でもまだ追加減産の動きが止まっていないので、実際にはこの予測指数の数字以上に落ち込むという可能性が高いというふうに見ている。財別に出荷の状況を確認しておきたいが、図表 27 のとおり、やはり足許非常に弱いのは (2) の資本財と耐久消費財である。この二つが非常に弱くなっており、やはり輸出とか設備投資に関連するところが一番弱い

ということになっている。建設財についても、住宅、設備投資、輸出と関連需要が全部弱いので、足許また落ちてきているという状況である。他方で唯一、非耐久消費財、ここだけは何とかまだ持ちこたえているかなというセクターになっている。図表 28 であるが、在庫循環図は、当然のことながら深い調整局面に入ってきている。循環図でみて、既に前回 I T バブル崩壊局面よりも大きな調整になってきている。1~3 月の出荷は恐らく前年比で 2 割位落ちてくるので、左方向の目盛は全然足りないということになりそうである。業種別にも全て悪化しており、とりわけここきての変化が大きいのは、(6) のその他生産財。これは鉄鋼などの素材である。自動車等の加工業種がいち早く減産を開始したが、少し素材が遅れ気味になっており、鉄鋼はそれで相当在庫が溜まっているということで、鉄鋼等の 1~3 月の減産強化幅はかなり大きなものになりそうである。こうした在庫調整、生産減少の動きがいつまで続くのかということについては、現時点ではメーカーもなお確たる展望を持ち合わせていない。自動車メーカーでも通常暦年のグローバル販売の計画を前年の末に作るのだが、それがまだできていない。3 月位までにできればなあというのが今の状況である。それから、一般機械メーカーでは先程の機械受注が今激しく落ちているので、フラットパネルディスプレイの製造装置などは受注がもうない、ゼロである、ということであるから、今ある手持ちの仕事がなくなってしまうと、むしろ 4~6 月以降生産が減っていくと、そういう業界もある。それから建設機械メーカーは、ここは先程議論があった中国に期待していて、春節が明けた 2 月、3 月位に中国からの受注が入ってくるのではないかと、希望を相当強く持っている。逆に言うと期待が裏切られると、在庫調整が 3 月で終わらない、4~6 月以降も生産が減ると、そういう関係になっているというふうに言っている。ということなので、生産については、さすがに 1~3 月ほどの減少テンポが 4~6 月以降も続く可能性は低いと思うが、4~6 月でも下げ止まらないという位の認識をベースに考えていく必要があるというふうに考えている。以上が生産である。

次に雇用であるが、図表 29 である。まずここも若干数字の改訂がある。

毎月勤労統計については、11月分の速報が記載されているが、確報が出ている。常用労働者数は1.0%で変わらない。名目賃金は、前年比-1.9%が-0.7%へ上方修正になっている。内訳で特別給与が-23.2%とあるが、これが-3.8%へ大幅に上方修正になっている。しかし冬のボーナス全体としては12月が9割以上を占めるので、それをみないと基調判断はできない。そして、ボーナスに関してはむしろ先程ご覧頂いた収益が今期非常に悪化しているので、それが反映される今年の夏、これがかなり落ちるといことが予想されており、そのことが足許の消費者マインドにも影響している可能性が高いというふうに考えている。それから図表30で有効求人倍率、こちらは明確な低下傾向に入ってきた。太い実線の失業率はまだ上がっていないが、恐らくこれも時間の問題であって、早ければ次の12月、遅くとも年度末頃にははっきりと上昇に転じる可能性が高いというふうに思っている。図表31であるが、(1)の太い実線の労働力調査の雇用者数も、今の失業率と同じ統計なので今のところまだ減ってはいない。前年比ゼロ近傍で推移している。しかし、(3)の所定外労働時間をご覧頂くと、主に製造業を中心にこのところ急速に減少している。太い実線の所定外のレベルそのものがまだ前回2001年ボトム辺りに比べると結構高いので、恐らくこれがバッファーになって雇用がまだ減っていないという面があると思う。ただし、この所定外も本当に恐らく時間の問題であって、あつという間にこの数字も下がってきて、それと同時に雇用が減り始めるということが恐らく向こう2、3か月以内に起こってくるというふうに考えられる。

雇用、賃金は以上で、最後に物価について、申し上げる。図表34であるが、国際商品市況は大幅な下落が続いた後、足許はさすがに下げ止まりつつある気配がみられる。(3)、(4)の半導体市況もこれはまだ相当大きく採算を割れているが、一応これまでの大幅減産によって下げ止まってきてはいる。それからここには掲載していないが、アジアの市場における鉄鋼とか基礎化学製品、そういう素材の市況も下げ止まり、ないしは鉄鋼辺りは一部持ち直しに転じているものもあるということであって、その背景

として、中国での在庫調整が進んできたという見方がある。ただし、以上申し上げてきたいずれについても、需要の先行きにはなお相当不透明感があるので、いずれの市況についても当面上値は重い展開が続くというふうに予想される。そのもとで、次の図表 37 の国内企業物価であるが、(2) の 3 か月前比は大幅なマイナス、それから (1) の前年比は 12 月 1.1% までプラスが縮小してきている。その後四半期ベースでは 1~3 月から前年比がマイナスになっていくと思われる。そして 2008 年度全体では +3% 強位で着地するのではないかなというふうに思っている。2009 年度については、国際商品市況が緩やかに上昇し始めるという前提を置いて -5~6% 位とみておくのが現段階では合理的かと思う。それから消費者物価であるが、消費者物価はもっともサプライズが少ない、ほぼ完全に予想どおりにプラス幅が縮小してきているという状況であり、図表 40、(1) の右側、11 月は前年比 +1.0% ということである。12 月はこれが +0.3% 前後まで縮小して、1 月以降は概ねゼロ近傍。5 月以降ははっきりマイナスという展開になっていく可能性が高いと考えている。年度で申し上げますと、2008 年度は +1% 強で着地する蓋然性が高く、2009 年度はその裏が出て、-1% 程度になるとみておくのが一応合理的かと思っている。

以上色々本日また申し上げてきたが、一言で総合すると、景気は大幅に悪化しているということである。そしてこの 10~12 月の実質 GDP がかなり激しい落ち込みになるのではないかと予想される。冒頭に申し上げたように、純輸出の寄与だけで -3% 位になりそうということであるし、それに加えて設備投資とか個人消費もマイナスの可能性が高いので、最終需要だけでみる限り、かつてなかったようなマイナスになるという可能性が十分にある。ただ同時に私は、実態的には在庫が結構増えているので、在庫のプラス寄与が相当大きくなって、最終需要のマイナス分を大分相殺するのではないかとというふうに一応考えている。それは、製品在庫の積み上がりもあるが、輸入が増えていて生産が大きく落ち込んでいるということを見ると、原材料在庫が結構増えているはずなのである。ただ留意点は、この原材料在庫のきちんとした推計というのは法人季報統計が使われ

る2次QEまで待たなければならないということである。つまり、一次QE段階では純輸出の大幅減少がストレートに出てしまって、GDPがとんでもないマイナスになるという可能性がある。ただ、その場合も、2次QEの段階で在庫の増加が反映されて、その段階で上方修正されるということになるのではないかと予想している。その在庫が何とも読めないのが、今から2次QE後の姿を予想することは難しいが、全くアプローチを変えて、逆に生産面から考えると、生産が1割強減少する訳である。製造業のGDPに対する付加価値ウェイトが2割位なので、単純計算でその部分だけでGDPが2%強位落ちるということになる。非製造業はちょっと分からないのだが、足許の第3次産業活動指数等々からみてほぼ横這いと取り敢えず考えておくと、やはりGDPベースでみて10～12月期は2次QE後の姿でみて、2%位落ちるという位のことは考えておく方が良いというふうに思っている。1～3月もやはり生産面から考えると2%位落ちるということなので、GDPが仮に10～12月、1～3月ともに前期比-2%でいくとすると、2008年度全体は-1.9%になる。この場合、2009年度へのゲタが-2.6%もあり、それを前提に計算すると、2009年度の上期がゼロ成長位、2009年度の下期は年率2%位の比較的しっかりとしたりバウンドになるというふうに想定をおいても、2009年度全体は2%を少し超えるマイナスになってしまう。であるから、多少希望を込めてみても、2年度連続で2%位でマイナス成長というちょっと前までは考えていなかったようなシナリオが現実味を帯びつつあるということかと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

水野委員

もう生産の話は分かったので、今度は雇用のところだが、先程おっしゃったように、今日私もみていて、11月の製造業の所定外労働時間が

ー20.6%であった。非正規の話が注目されているが、労働時間の減少という形でかなり雇用調整が進んでいて、その次、多分正社員の早期退職みたいな話が出てくる可能性がある。それからあと夏のボーナスとかを考え、雇用者所得という概念でみていくと、労調ベースだと今ゼロ近傍とっているが、数字をおいていくと、むしろマイナスになってくるということになるか。

門間調査統計局長

勿論そうである。

水野委員

そうすると、今、調査統計局の若手と話をして——私もそれ以上自信がないのであるが——、消費がゼロというふうに仮定して置いているのであるが、ここが腰折れするとさらに厳しいという感じなのか。生産から雇用へきて、消費が、家計調査なので何とも言えないが、ゼロ以上を想定できるかが分からないのだが。

門間調査統計局長

10～12月期か。ではなくて2009年度か。

水野委員

2009年度という意味である。ただ、雇用者所得という意味ではもうかなり逆循環に入っている。

門間調査統計局長

雇用者所得は恐らく相当マイナスになると思う。ただ、一方で物価が下がるので、実質ベースでみると所得はそれ程下がらないというのは若干救いになるということ位しか実は希望はない。

水野委員

消費が引っ張っていくという絵は描けないなという感じがあって。

門間調査統計局長

消費が引っ張っていくということはなくて、落ち込みを少し和らげるということにむしろ役割を期待するかどうかということが論点になるかということかと思う。

水野委員

だから私は今フラットにみているのだが、それ以上のものは、上にもっていくという理由は何かあるか。

門間調査統計局長

上にもっていく理由はない。であるから、下にもっていかない理由を作るのがむしろ大変な位であり、だからそこは先程申し上げたような物価が下落しているとか、それから個人消費については、なんだかんだ言って、ある種の慣性が働くとか、あともう一個結構重要なのは、やはり株価がこれ以上落ちないということも比較的重要であって、非勤労者世帯というのは、2005年、2006年に相当消費が増えたが、あの時はやはり株価が良かったとか、足許落ちてきているのも、やはり株価が影響している可能性が高いと思っているので、株価がこれ以上下落しないと。

水野委員

ただ、あの時は、配当性向で上がった訳であるが、今回は配当が増えるというのがなかなか期待できないかなと思うし、利子所得も、この低金利政策では期待できない。そうすると労働所得以外のところがなかなか増えていかない。2005年、2006年のような期待ができないのではないかなと。

門間調査統計局長

であるから、上がる方は最初から私はあまり議論していない。株価がこれ以上落ちないというのがないと、個人消費が崩れてしまう可能性が高いということなので、先程私が申し上げたような数字のイメージというのは、株価は低水準だけどそこそこ安定すると。それから景気全体も 2009 年度の半ば位から底入れ感が少し出てくると。その位を想定してやっと -2% 位と、そういうイメージになるのではないかということをお願いした。

水野委員

先程言われたよりも強い数字は作りにくいのだが、弱い数字は幾らでも出てくるので。ただ消費が落ちなければ作れないのだな、多分。

門間調査統計局長

もう一つは設備投資がどこまで落ちるかというのは、これはなかなかまだブラックカードになっていて、とにかく能増投資はほとんどストップという感じなのだが、さらにやはり今のような資金繰りというか、多少資金調達環境が不安定な事態が続いていくということになると、更新投資とかそういったところも少し広げて金を使うものは一切切っていくというふうに広がっていく可能性もあるので、その辺りもまだ十分読み切れていないということと、さらに申し上げますと、やはり 2009 年の半ばか後半位で底が一旦入るようなことが起きたとしても、その段階で 2010 年以降の世界経済についてどういう展望を描けるのかということで設備投資の立ち上げが随分変わってくる。

水野委員

そうだな。確かに設備廃棄という動きも出てくるかもしれない。

中村委員

それは雇用にも絡んでくるのか。

門間調査統計局長

雇用にも勿論絡んでくる。

中村委員

先行きをどうみるかによって。

門間調査統計局長

実は、雇用は、これも本当に悲観的にみようと思うと、相当落ちてしまうという絵も描き得て、因みに、これまで過去 10 数年間にマイナス成長というのが日本経済では 2 回あった。1998 年度は -1.5% だったが、あの時は労調の雇用者数の落ち方が 1998 年度が -0.7% で、1999 年度が -0.5% だったか。要するにトータルで 1.2% 位落ちている。GDP と同じ位落ちている訳である。それから 2001 年度の GDP の落ち方が -0.8% だったが、この時もやはり 2001 年度と 2002 年度を合わせると、雇用の落ち方が -0.8% 位なのである。であるから、普通のパターンだと大体 GDP と同じ位雇用者数が落ちるということになるので、そのパターンを当て嵌めてしまうと、今回は雇用者数が 2 年間で実は 4% も落ちるということになる。さすがに今回そこまでは落ちないのではないかというふうに一応みてはいる。それは一つには、1998 年度とか 2001 年度に比べると、非製造業の雇用の不足感が強いということもあるので、一旦製造業から切られても、非製造業が吸収してくれるというところにある程度期待している訳である。それでも GDP がそれ程増えないというのは、やはり非製造業の方が生産性が低い訳なので、自動車を作っていた人が介護にいても GDP が増えないけど雇用は一人だということなので。そういうメカニズムが働くので、GDP が減っても雇用がその割には減らないということが今回起きるのではないかということが、一応想定の中にはある。

水野委員

私の中では中国経済が同じかなと思っている。雇用は増えるけど必ずしも上がらないというのは。

野田委員

今の自動車の話は、消費に結び付けて考えると、先程門間調査統計局長がおっしゃった消費というのはある種、慣性が働くし、粘着性もあるのかなという感じがするのだが、過去の自動車がある程度売れていた、あるいは前年比で増加していたというのが7、8年前までであった。そういったところの経験値があって、その後は回復期があったということや、先程の高額商品が売れていないということを考えると、ちょっと消費が過去のパターンだと何とか頑張ってくれるだろうという見通し、勿論企業部門の落ち込みを助けることには当然ならないにしろ、むしろやはり少し目にみえて足を引っ張るという考え方というのは、自動車、高額商品のところで出てくるのかなという考え方も成り立つように思うのだが。

門間調査統計局長

慣性と申し上げたのは若干ミスリーディングだったかもしれないが、自動車は多分売れないであろう。いわゆる選択的消費とか不要不急の消費はもう今ばっさり切られているので、これは当面上がってくる展望は描きにくい。慣性と申し上げたのは、人間普通に生きていくのにやはり最低限必要な消費というのは存在しているので、それは売れていくだろうということである。あとそれに加えて、今当面輸出がなかなか大きくは回復しないかもしれないということになると、企業サイドも2年も3年も手をこまねいてだまっている訳ではないので、何らかの国内需要の喚起策ということを出してくるはずなので、なにがしかの消費者ニーズに合ったものを出してくるのではないかなという、多少そういう内生的なメカニズムを考えたいうえで、個人消費はある程度持ちこたえるという想定なのである。そうすると、金融資産などは急にぐっと減る訳ではないので、高齢者等はや

はり今のこういう状況とは関係なく一定の消費はし続けられるので、そういう部分に供給サイドの製品開発が上手く合えば、消費はそこそこ持ちこたえ得るということかと思っている。

水野委員

本当に消費を落とすと簡単に3%超のマイナスになるので、簡単に崩れてきてしまうので。

門間調査統計局長

いわゆるマクロモデル的にいうと、そういうメカニズムになってしまう。つまり生産が減って、所得が減って、それが直ちに個人消費の頭を抑えていくということになっていくのだが、これもマクロモデルでもちょっと違ったマクロモデルを使うと、将来の所得があまり大きく変わらなければ、足許の雇用も多少減ったとしてもあまり今の消費に影響がないということになる。その意味では、やはり期待成長率をどういうふうにかというところが結構重要で、今がくっと落ちているが2年後、3年後にはまた少し回復して、「またボーナスが上がるのだ」、「いつか回復するよ」ということを頭に置きながら今の状況を耐え忍ぶという消費者がもし多ければ、それ程消費は落ちないということだし、「もうこれで世界の終わりだ」という感じになってしまうと、がくっときてしまうということである。前者のケインズ型モデルというのは、「この世の終わりだ」というシナリオであるが、これは極端ではあるので、どこかの中間にあるということだと思う。

須田委員

設備投資を資本ストック循環でみた時に、足許の企業ヒアリングでどんどん後ずれさせるということであるならば、調査統計局が想定していたよりももっと今は弱くなっているというふうに見た方が良いということか。

門間調査統計局長

正直申し上げて、1、2 か月前に想定していたよりはやはり弱い。とりわけ 2009 年度は相当下振れる可能性がある。足許の機械受注の落ちというのはさすがに想定外で、ここまで急速に落ちてくるとは思っていなかった。それが実際にミクロでもある程度裏が取れていて、2009 年度は相当落とすということになってきているので、2009 年度は本当に消費が持ちこたえてくれないと相当大幅な GDP のマイナスということも考え得るということかと思う。

水野委員

今日凄く勉強になったのは、キャッシュ・フローが 10 兆円位で、キャッシュ・フローの範囲内で設備投資をする企業がまだ多いということである。そこが伸びないということは設備投資が相当頭を抑えられた状態が来年度も続くという話で、そういう意味では、確かに下もまだ固まらないということであるな。

門間調査統計局長

然り。

中村委員

今は、取り敢えず適正在庫水準まで在庫を減らすことが優先で、その先のはなかなか考えにくいという状況ではないか。

門間調査統計局長

おっしゃるとおりである。取り敢えず企業は今設備投資がストップしているという状態であって、そこから先は考えられていない。

中村委員

先行きどのレベルまで需要が戻るかは分からないから。

門間調査統計局長

まず、とにかく生産計画、その前提となる海外を含めた需要の動向をどのように見極めるかということが今一番の課題で、それに関連して、資金繰りと雇用である。そこまでが重要 이슈 であって、設備投資はその後考えようという、そういう感じになっている。

水野委員

最近の生産計画のミクロ・ヒアリングで今後の見通しを教えてくださいと言うと、逆にまずマクロ見通しを教えてくださいと言われるのだな。そこが決まらないから決められないという話を聞く。

野田委員

先程おっしゃった期待成長率というのは、勿論設備投資、個人にも企業にも支出行動に影響するというのは全くそのとおりののだが、足許これだけ落ちていて、今言っているのはあくまでも中長期的な期待成長率ということで、この辺というのは、理由は分かりやすく頭で理解していてもなかなかぴたっとどの位落ちこむのかというのが分からない。これは多分事後的にしか分からないのかなと思うのだが、その辺はどのようにして観察をすべきなのか。期待インフレ率も似たようなところがあるのかと思うのだが。

門間調査統計局長

観察はできない。ただ、バブル崩壊の時というのはそれまでの 4、5% 成長から 2% 成長へという、要するにポイント差でいうと 2、3% ポイント位の中長期的な成長率の違い、断層ができた訳である。今回そこまでのことは考えなくても良いのではないかというふうに一応考えてはいる。つまり、元々 1% 台後半というふうを考えていて、それが 2、3% ポイント落ちるということになると、日本経済のこれからはマイナスだということま

で考える訳なので、そこまでは考えなくても良いのではないかなと思って
いる。何せ人口が減少する国なので、そういう国でグローバル経済も暫く
は駄目で、かつそこに依存する形態から内需にもうちょっとシフトしよう
と、しかしその内需の打開策がみえてこないということになると、5年、
10年はともかくとして、ここ2、3年位は本当にゼロ成長に近いような状
況からなかなか脱し切れないという可能性は否定できない。2、3年とい
うタームは今もこの時点から考えると結構長いタームであるので、今の消
費行動に影響を与えるのに50年、100年考えるのではなくて、2、3年位
の先のことを考えながら、その頃の暮らし向きはどうかなということを入
れながら、今これを買っても良いかなとか、家を買っても良いかなとか考
える訳である。そう考えると、やはり今後2、3年位は日本経済は相当弱
いかかもしれないというような感じが出てきてしまうと、それが自己実
現的に2009年、2010年位を相当弱くしてしまうという可能性はあるとい
うことで、そこは大きなイシューだと思う。

山口副総裁

4月以降、年度が変わった辺りから、設備投資の調整が本格化するとい
うことだが、企業が期待成長率を相当下振れさせながら先行きの設備投資
を考えるのとそうでないのとで随分違った感じになると思うが、その辺は
いつ頃から現われてくるのか。ある種の分岐点というか、その辺はどのよ
うにみておいた方が良いのか。

門間調査統計局長

それはむしろ循環的に底が入った後だと思う。底が入るまでは取り敢え
ず増投資はストップと、意思決定はそこで止まってしまっている。取り
敢えず稼働率はがーんと落ちる訳なので、取り敢えず必要ない。その後、
どういう分野の需要がどの位伸びるだろうかという分野とセットにして
ある種戦略をもう一回練り直していくというフェーズが、一旦スタビライ
ズした後出てくるので、それが出てくるのは今年の後半とか年度の後半と

かそういうタイミングではないか。

山口副総裁

仮に海外経済が今年の後半以降ピックアップするというか上向きになるということを前提にすると、企業は先行きをいつ頃読めるようになってくるのだろうか。4月以降には少なくともある程度みえてくるのか。

門間調査統計局長

4月は無理であろう。

山口副総裁

では4~6月というのが、先行きを占ううえで一つ大きなキーポイントになるというような、そういう感じはあるのか。

門間調査統計局長

色々な段階があって、むしろこの4~6月位というのは雇用にどこまで手を付けるかというところで一つ大きな意思決定の段階がくるのではないかというふうに思っている。やはり海外経済がそもそも下げ止まるかどうか、あるいは下げ止まってもどの位のペースで上がっていくのかということについて、ある程度4月位になると、やはり4~6月まできても駄目だったかとか、やはり年央になったら少し良くなってきたなという、そういう感覚は少し掴めると思う。それによって、もうちょっと雇用を維持しても良いと考えるか、やはりそこでリストラに手を付けていくかという意思決定というのが、恐らく今年の半ば位にあり得るのではないかと思っている。そこを越えたうえで、さらにその後どの位成長期待が高まっていくのかということによって、その後の設備投資の回復テンポは決まっていくと。あるいはさらに落とすかどうかという意思決定がなされていくということなので、今山口副総裁がおっしゃったような企業の期待成長率に関する見方をどういうふうに考えていくのかというのは、やはり年度の後半に

なるのではないか。

水野委員

かなり遅行するのだろうか。稼働率水準がこれだけ低い訳なので。別に何もしなくても増産をちょっとすれば良い訳なので。

門間調査統計局長

然り。

白川議長

国際局に聞くべきなのか、あるいは調査統計局に聞くべきか分からないが、労働市場の調整という面で言うと、雇用者数は——労調と毎勤で若干違うが——、現状絶対数が減っている訳ではない。しかしアメリカの方では何百万と減っている。一方、名目賃金の方は、結構マイナスになっていて、伸び率の低下という意味では随分大きい。アメリカの方は、正確な数字は覚えていないが、そこまで一人当たり賃金が下がっている訳ではないと思う。賃金コスト全体の調整という意味では、急激な生産の落ち込みに対して、日米に結果として違いが出てくるのか。要するにWを変えるかLを変えるかという違いはあるが、大してあまり変わらないとみるのか。グローバルの急速な減速の中で、その辺はどんなふうなイメージなのか。

門間調査統計局長

これはある種伝統的な日米の雇用調整の違いがやはり出てきているという感じではないかと思う。元々、日本はなかなか雇用に手を付けなくて、時間外で調整をし、ある種元々多少ワークシェア的などところがある訳である。なるべく雇用を維持して賃金をカットする、ボーナスでバッファーを出してそこをカットするという、まさにそれがここから半年位落ちていくのだが、ただ今回、要調整幅自体がとても大きいので、恐らく日本も比較的速やかに雇用の方も減っていくのではないかというようにみている。

白川議長

その場合に、 $W \times L$ の積の雇用者所得でみた調整は、従来の調整と比べてどうみておけば良いか。先程、雇用者数については、結局GDPの落ち方と同じように減っているという話があったが、今回雇用者数も減る、賃金も減るとなると、雇用者所得の落ち方はもっと急激になると考えるのか、そこはどんなふうか。

門間調査統計局長

それもまた最終的には期待成長率によってしまうのだが、企業が実は過去も、かつ今回も労働分配率はあまり上げないようにしようというような努力をする。であるから、企業収益ががっと減っている以上、もし雇用を切らないのだったら、その分相当ボーナスを減らすとか、ワークシェア的に短縮をして一人一人の賃金を下げるとかということをしてくるはずである。その結果、それが十分な人件費の抑制に繋がるかどうかというのは、その後の企業収益の回復テンポによってくる。バブル期の後なぜ過剰雇用ができてしまったかということ、あの時はあれだけ大きな成長率の屈折というのを企業は認識できていなくて、人件費をこのままにしておけばまあ良いかなと思っていたのが、結果的に全然成長が上がってこなかったのも、労働分配率が高止まりしてしまったということがある。であるから、今回もまさに中長期的な成長率が本当にゼロとかマイナスになってしまえば、今の落とし方では足りなかったということに事後的になるという話だし、逆に来年位から回復してくれば、比較的モデレートな落とし方でも来年位には労働分配率は元に戻ってくると、そういうことになるので、まさに最終的には中長期的なところまで考えないと話は閉じないということになる。

白川議長

分かった。

山口副総裁

先程門間調査統計局長が整理したような企業を巡る環境の見通しだとすると、企業の資金繰りというのは、年度を越えても暫くの間は、かなり慎重さを維持するというか、資金繰りが結構きつい状態が続き得ると。従ってそれを頭に置きながら、ある種防衛的な発想もあって、キャッシュ・ポジションその他の積み上げという行動が続くというふうにみておいて良いというふうになるのか。

門間調査統計局長

さらに大きく積み増すかどうかは分からないが、というのは、やはりいわゆる資金調達環境の変化としては11月位が一番大きかったと思う。まさに生産がわっと落ちて、キャッシュ・フローが途端に入ってこなくなったというあの局面なので。あの変化の大きさに比べると、ここから後の変化というのはそう大きくないとは思う。さりとて状況はあまり改善しない可能性が高い。つまり、年度末を越えたからそれで一安心ということではなくて——まあちょっと安心するかもしれないが——、やはりその後も節目節目で資金繰りについては懸念が生じやすい状態が続く。従って、その間いざという時には資金が取れるかどうかということがずっと 이슈になっていくということになるのではないかと思う。

野田委員

調査統計局の資金繰りのマイクロ・ヒアリングを拝見したら、今のご説明に近いのだが、やはり10～12月、特に10、11月辺りは相当狼狽してしまったという感じが伝わる。今は相当その狼狽から解き放たれて、一応先をかなり見通せる状態の中で行動して行こうという、そういう感じに私は読んだが、まさにそういう感じなのか。

門間調査統計局長

今やはりCPマーケットが少し改善してきているというのは、これが一番グッドニュースなのである。今回色々聞いてみて分かったのは、本当にCPというのを彼らは大事にしているのだなということである。やはりいざという時に金が取れるかどうかというのは非常に重要なのである。ある種のコンティンジェンシーがちゃんと機能するかどうかということが、企業の安心感にとって非常に大事だということが、今回のこの2、3か月の変化をみて改めて分かった。逆に言うと、そのメモにも書いていたが、今多少まさに日銀の買切りオペに対する期待もこめてCPマーケットがかなり改善しているという面もあるように認識されている面もあるので、期待は裏切って欲しくないということのようである。

野田委員

そのとおりである。

中村委員

逆にそのCPマーケットがああいう昨年末のような事態に陥ること、あまりCPばかりに頼ると恐いなと認識した企業もあるようである。

門間調査統計局長

そうである。

亀崎委員

このマイクロ・ヒアリングによると、CPについてはかなり充実しているし、良いと好評なのだが、社債について、「当面はCP等へのシフトで対応可能とする先が多く、現時点で本行の買入れを具体的に要望する声は少ない」とか、「1～3月に社債の償還を迎える企業では社債の借り換えを断念し、CPや銀行借入で資金調達するとの対応策を、固めつつある先が多い」としている。これをみると、CPは大変歓迎され

ているが、社債までは考えていない。それは先程の設備の方の調整があるので、現時点では暫く設備資金——社債は長期で必要になるので——は必要ないということか。その辺の関連をどういうふうに考えたら良いのか。

門間調査統計局長

CPのマーケットは大事だということはこれはもう皆さんそうであるが、社債については事態が好転したらしたに越したことがないというのは当たり前なので、それも比較的異口同音に実はおっしゃっている。つまり、今社債にある種あまり期待していないというか、今の時点ではどっちみち発行できないのだったら、その中で銀行から借り入れるか、CPで発行するか、何か考えていかななくてはならないというのが今の企業の置かれている状況であって、社債は、はなからあまり期待していない。逆に言うと、期待を裏切るようなポジティブ・プレゼントを上げれば、それはそれで喜んでくれるということかもしれない。

亀崎委員

そうかな。むしろ先程の話では、今は設備投資を控える状況であって、設備投資をどうするかは今年の後半位から漸く目鼻がついてくるかどうかというような状況だとしていた。メモを読むと、企業は、別に今はCPで回せば良いのだと考えているように思う。

門間調査統計局長

そこは個別企業にも多少よる。確かに数からいうと、おっしゃったような企業が比較的多いかもしれないが、中には社債を発行したいのだが、この環境では発行できないから暫くは様子を見てようというところもそれなりにある。であるから、この今の発行環境が好転しないでいつまでも発行できないということになると、それは困ったことになるなという意識は比較的多くの企業は持っている。

中村委員

こういう金融環境下にあるため、企業はできれば長めのお金を取りたいようである。しかし、取れないからCPで繋いでいるのではないか。

野田委員

12月の初旬まで、要するに社債も駄目で、CPもどんどん市場が細っていく中で相当慌てたが、CPの機能が相当回復してきた。現に金利なども想像しない位下がってしまった。先程中曾理事もおっしゃったように、やはり最後の抛り所なのである。これは長期と短期というように年間の資金調達ベースでは当然そういう調達を考えるが、こういう市場が逼迫している時は長期も短期も資金担当者にとってはない訳で、とにかく借りられれば取り敢えずは安心という状態が今の状態だと思う。

水野委員

ロールができればな。

門間調査統計局長

ただ、企業のニーズも多様なので、多様なチャネルが安定的に機能するかどうかが結構重要だと思う。

野田委員

それは勿論そうである。それが中長期的になかなか機能が回復しないと、別の方面からのパスでの混乱というか、タイト化が起こってくると思う。

白川議長

他にないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境をお願いします。

雨宮企画局長

それでは、資料-5で、金融環境の現状評価である。金融環境、社債とかC Pが沢山出ているが、資料-5(参考計表)、金融環境の現状評価の参考計表からご説明申し上げます。まず、図表1、これも先程から話題が出ているが、中長期的な物価上昇予想がどうなっているかというインフレ予想であるが、まず、図表1で、新しいデータとして(1)の生活意識に関するアンケートと(2)の内閣府の消費動向調査をみていく。(1)生活意識に関するアンケート調査で、現在の実感インフレ率と今後1年の予想インフレ率等を採ると、9月調査に比べて12月調査は横這いであった。順番は少し入れ繰るが、(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——これも実はお手許の図表は11月までであって、その後12月分も出ているので補足すると——、11月のデータは2.6%という数字なのだが、その後12月は2.2%ということなので、これは下がってはいるのだが、まだ2.2%と割りと高めの数字と、こういうことになっている。これに対して、(1)で、数か月前から採用し出した、生活意識に関するアンケートをカールソン・パーキン法で推計したものだとして、これはやはり下がっていて、例えば、今後1年間の予想インフレ率(黒い線)であるが、これは足許0.4%というところまで下がっているということである。先程来、やはり話題になっている中長期的なインフレ予想という意味では——米印の点線なのだが——、今後5年間の予想インフレ率、これがこのデータで分析する限り、2006年以降大体1%前後で比較的安定しているということなので、今のところ中長期的な予想インフレ率が大きく変わっているということを示唆するような材料は直近のデータでも一応出ていないということだろうと思う。だが、よくみると、右端0.82%なのだが、少し下がり出しているのかどうか、少し微妙なところという段階である

うと思う。これは、2006年からウェルアンカードという感じであった。同じようなことが、図表2の(4)の例のインプライド・フォワード・レート、3年後から10年後という方をご覧頂くと——細い方であるが——、これも実は過去5、6年、2%前後のウェルアンカードであった訳であるし、これもそこからまだ外れているという答えを出すには尚早であるが、足許やはり少し下がり出しているのかどうか、微妙なところという状況である。中長期的な予想インフレ率がどうなるのかという判断が、重要な局面になっているという感じがする。それから、新しいデータで(1)のESPフォーキャスト、エコノミストの予想をみると、これは1月調査(太実線)で、やはり前月から物価は下方修正になっているが、年度で括ると2008年度が+1.3%、2009年度が-0.6%ということであるので、先程の門間調査統計局長の説からすると、まだ追いついていないということかもしれない。

いずれにせよ、このようにインフレ率、あるいは実際のインフレ予想が下がってきたということは、実質金利の評価にも影響を与える訳であって、図表3でまず、政策金利の評価というところに移ると、この図表3で実質コールレートと潜在成長率、あるいはトレンド成長率との比較で緩和程度をみると、(2)の表にあるとおり第3四半期で最も大きく緩和的になった後、急角度でこの緩和の程度が縮まり出しているという状況にある。これは、第4四半期、まだ速報で入れているのだが、第3四半期から第4四半期にかけての曲がり方の主因は専らCPIであって、CPIのプラス幅が縮まった結果、実質金利が上がるという格好で戻っている訳なのだが、これは、この後、半年あるいは1年どう展開するかということを見ると、恐らくCPI要因で計算上の実質金利が上がるということに加えて、先程門間調査統計局長から説明あったとおり、相当実質の成長率が落ちるということで——ここでは、HPフィルタのトレンドを採っている訳であるが——、トレンドの成長率も相当落ちる、あるいはその裏側にある訳であるが、一種の日本経済の潜在成長率も落ちていくというふうに考えると、成長率とCPIの両面から縮まっていくということだろうと思う。今年の

夏位を例えばイメージして、仮にトレンド成長率、あるいは潜在成長率が1%少しであると考えて、CPIが-1%を超えるとオーバーナイトの実質金利はちょうど+1%位になるので、ほぼ差はゼロということであるので、この夏に向かって急角度で曲がった後、ゼロに向かって段々縮まっていくという、こういったことだろうと思う。現段階の評価としては、政策金利は、名目的には非常に低く、大幅に悪化している実体経済との関係では、勿論緩和的ではあるのだが、緩和の程度は縮小し始めているということだろうと思っている。図表4で、テイラー・ルールとの乖離で計算した水準評価もほぼ同じことが言えるというふうに思う。

こうした政策金利を元に、では出来上がりの企業の資金調達コストはどうなっているかというのが、図表5以降なのだが、今日は別添でその2ということで、追加の資料-5（参考計表・その2）をお配りしているので、これをご覧頂きたい。図表1、これは、いつもの資金調達コスト関連指標を少し市場金利とか、あるいは短プラも含めて並べてみたものである。全体としてこの間、無担保コールレートは、約40bp下がっている訳である。それに即応して下がっているものをみると、3か月物の短国の10月から1月の変化をご覧頂くと-0.41%、それと東京レポも-0.4%ということで、これは割ときっちり40bp下がっている世界であるし、長めの5年債、10年債も——これは景況感の悪化で、ある種、自然な時間軸ということかもしれないが——、それなりに下がっているということである。さらに、CPIは、先程から議論に出ているように、むしろ非常に大きく下がっている訳であって、これは政策効果が金利の引き下げとオペ——オペの予告というか——の両面に出ているということだろうと思う。短プラ、長プラも相当下がっているので、こうしてみると、この間政策金利の低下に対して、ほぼそれに即応して担保付の市場金利は40bp下がっている。その他のものも下がっている。下がっていないものが二つ程あり、明確なのはTIBORと社債であって——両方とも一種のクレジット物なのだろうが——、TIBORはご覧のとおり高止まり、むしろ12月までは上昇、社債は流通利回りを取ったが、A格以下はむしろ上がっているということであるの

で、この二つが明確に政策金利に即応した動きになっていないということがみて取れるということである。そのうえで、12月までのデータを中心に、この間、企業の資金調達がどうなっているかというのを評価すると、これはプラス、マイナス両要因があって、少し難しくなっているように思う。簡単に上げ下げの要因を整理すると、まず貸出金利の世界で言うと、今申し上げたとおりの、短プラはとにかく、これはきっちり40bp下がっている訳で、全貸出のシェアは、今や1割とはいえ、これは確実に下がっている。この間、長期金利も下がっているのだから、これも下げる要因である。これに対して、上げる要因としては、12月まではTIBORがとにかく上がっていたということで、スプレッド貸しの基準が上がっていたということと、もう一つは、ヒアリング情報によると、この間、銀行貸出に資金需要が殺到し、相当スプレッド上げが交渉されているということであるので、スプレッドそのものも上げに寄与しているかもしれないということが言える。

それから、市場金利は、12月までは社債・CPとも上がっていた。ということであるから、以上の上げ、下げの要因を含めると、12月までは、政策金利の引き下げに伴う貸出金利の引き下げ要因はあるものの、全体としては、概ね横這いの世界かなということだろうと思う。ただし、更年後、市場金利、特にCPが落ち着き始めているので、このまま落ち着いていけば、場合によっては低下という可能性も出てくるのかなと思うが、いずれにせよ、年度末に向けてこれも非常に不透明な地合いかなというように思う。いつもと違う表であるが、資金調達コスト関連は、以上である。

資料-5（参考計表）の方に戻って頂くと、次は、量の評価であるが、図表10の〈民間部門総資金調達の内訳〉で、これも先程から話題が出ているが、CP・社債がマイナスなのに対して、銀行借入がプラスということで、結果的には銀行借入のプラスが勝る格好で12月の総資金調達は1.1%とむしろプラス幅を拡大させている。CP・社債からのシフト以上に手許資金の前倒し確保で借入が出ていて、全体としての資金調達はむしろプラス幅を拡大している。〈民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高〉

で、銀行の貸出をご覧頂くと、12月は、4.6%ということで、11月対比さらに伸びを高めたという格好になる。それから、社債市場の動向を〈国内公募社債、転換社債、株式の発行額〉でご覧頂くと、12月の発行額は、表面上7,795億円で少し大きかったのだが、実は証券会社系の発行が3,800億円ばかりあって、これを除くと3,000億円強ということで、決して事業会社として発行が多い訳ではなかった。そのうえで、特徴を四点ばかり申し上げると、一つは、これも先程AA格も駄目であるというご指摘があったが、そのとおりであって、12月はA格の起債は一社しかなく、やはり引き続きA格でも出にくいという状況があるというのが一点目である。それから、二点目は、これはここになって強く出てきた動きであるが、減額発行の動きが広がっているということである。これは実はAA格の優良企業も含めて、当初目論んだ金額が発行できなかったということが、何件か起きているということで、減額発行が起きているということが二番目。それと、三点目の最近の特徴は、個人向けの社債が増えているということであって、恐らく発行市場における状況が良くないことを踏まえて、ここでスプレッドを高くするよりは——実は個人向け社債は、手数料まで含めると、高金利社債発行と経済効果があまり変わらない訳であるが——、個人向けに振り替えているという動きが多いというのが、三番目である。それから、四番目に、先程海外政府保証サムライ債の話が出ていたが、この後、実はこの他、生保債、地方債も増えると思われていて、それも含めて社債市場の逼迫を懸念する声は、業者には多いということだろうと思う。

図表12で、銀行貸出の特徴的な動きだけ少しご覧頂くと、(2)の月次で〈企業規模別、月次〉、〈資金用途別、月次〉をご覧頂くと、企業規模別にいうと、何と云っても大企業がずっとプラスになっている。それから、資金用途として、運転資金であるので、これも大企業を中心に手許の積み上げを行っているということが表われているということだろうと思う。以上が量の動きである。ただし、後程マネーのところでも申し上げるが、積み上げた結果、預金やマネーが増えているかと言うと、増え方は特に変わっ

ていないので、ここをどう考えるのかというのは、お金の循環という意味ではポイントになる。

その前にアベイラビリティだけざっとご覧頂くと、図表 16 で金融機関の貸出態度、資金繰り D I では、政策公庫、それから商工中金の新しいデータが出ている。＜金融機関の貸出態度＞で、政策公庫の中小企業分、旧中小公庫分であるが、12 月 10.0%ポイントということで、引き続き緩和の度合いが縮まっている。＜資金繰り D I ＞も政策公庫、商工中金ともマイナス幅を拡大しているということで、引き続きアベイラビリティは、厳しい方向に動いているということである。それから、企業倒産、図表 19 であるが、＜倒産件数・負債総額＞、12 月、1,362 件で、前年比 24% ということで、引き続き増加傾向を辿っているということである。因みに、2008 年が終わって、2008 年の倒産件数の特徴を 3 点ばかり申し上げると、2007 年、1,174 件とあるが、これは要するに 12 で割った月で均した月平均の数字であるので、2007 年は、これを 12 倍して 14,091 件だった訳であるが、この 2007 年の 14,091 件に続く、2008 年の実績は 15,646 件、11% 増と、こういうことであった。15,646 件というのは、2003 年以来の高水準になったというのが一つの特徴である。それから、二つ目に、負債総額は 12 兆円となって、これは前年比倍増となった。倍増となった最大の中身は、当然リーマン関連 4 社の約 5 兆円である訳だが、これを除いても、前年比 +30% という負債総額の増加になった。あと、これはしばしばメディアでも報道された特徴であるが、上場企業の倒産が 33 件と、これは戦後最多になったという特徴がある。以上が、倒産の動向である。

それから、最後に今少し触れたマネーの動きで、図表 21 である。マネタリーベースは、11 月、12 月と伸びを若干高めて 1.9%、1.8% という 2% 弱の伸びが続いていて、伸びを高めている主たる内容は、日銀当座預金の増加ということである。＜マネーストック＞は、ご覧頂くとおり、M2 でみて、10 月、11 月、12 月とぴったり 1.8% の伸びで変わっていないので、民間資金調達伸び率を高めているということと一見矛盾する訳である。これがなぜかというのは、完全に突き止められている訳ではないが、図表

23 (1) のM2のバランスシート分解でみると、まずマネーサプライを下げる方で寄与しているのは、灰色の一番上に乗っている部分の海外要因で、海外要因の縮小でもって、マネーの減少、プラス幅縮小の方に寄与しているというのはみて取れる。その縮小を黒い民間資金調達のプラスと、それから財政要因がこの後、マネーを増やす、要するに赤字が増えるという方向で働いているので、財政要因と民間資金調達要因がプラス幅を拡大して、相殺してほぼ横這いになっていると、こういう絵になっている訳である。その意味で日本経済で起きている、いわば所得が流出して、それを借入、民間資金調達で補っているという絵が出ているのかなと思う。ただし、それで話が閉じないのは、この数か月その他要因がまたマイナスの方にどんどん出てきていて、資金シフトが誤差な訳であって、資金シフトで説明しようとする、今預金から危険資産に資金が出ていくとは到底思えない。従って、その他要因が説明できないという穴は残るのだが、財政、海外、民間資金調達で、資金調達は増えているのにマネーが増えない、あるいは、マクロとしての手許が増えていないのは、基本的には海外に流出していると、こういうことなのだろうと思うということである。

以上が、個別の説明であるが、当月の金融環境全体として申し上げると、好材料としては、短期的には、12月、1月と比べるとやはりCP市場の環境が好転しているという好材料があるし、政策金利の引き下げの効果は、それなりに浸透しているという好材料はある。しかし、数か月単位でみると、今申し上げた政策金利の効果も実体経済の悪化テンポと比べると、やはり緩和程度は後退しているということ、それからアベイラビリティは、引き続き悪化しているということ、それと民間調査統計局長から報告のあったとおり、企業の資金繰り状況は、むしろ悪化する方向であるということを経合すると、やはり全体としては、残念ながら金融環境はまだ厳しさを増しているというように思う。以上である。

須田委員

社債発行について、市場機能が不全だというのがあつただけけれど、鉄鋼会社か何処かの起債を皆さんがみていて、そしてそれが上手くいくかどうか市場に影響を与えるかというようなことをみていたのだが、マーケット的にはそういったことか。

雨宮企画局長

そういったことは、あろうかと思う。今、須田委員がおっしゃつた 12 月は、ある一社の起債が上手くいくかどうか皆みていて、やはりかなりの減額発行になつた訳であつて、1/4 位になつた。これをみて今社債市場にいかうとすると上手くいかないか、あるいは相当のスプレッドが乗るのであれば考え直そうという動きがあると思う。ただ、それも先程から話題が出ていふとおり、取り敢えず社債発行をしなくても CP か借入に逃げられるということがあつるので、これ自身が企業の悲鳴に結び付いていないのは、逃げ道があるということだと思ふ。そのことと、社債市場という長期資金市場の機能が上手くいっていないこととは別といふか、結局、社債の調達は、必ずしも新規の設備投資だけではなくて、根っこの長期資金を転がしているということもあつるので、それを繋げないといふ一種のロール・オーバー・リスクを感じる時、及ぼす影響は、じわじわとはあり得るのだからと思ふ。今起きていることは、取り敢えずは、あるいは年度末について言えば、CP で逃げられるといふ安心感があるといふことなのだが、これがこのままずっと続くかどうかといふと、やはり金融面から何らかの格好で企業活動に影響を与えるだろうといふのは、先程門間調査統計局長からご説明のあつたとおりだと思ふ。

白川議長

他にはないか。

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の報告をお願いします。

前田調査統計局参事役

それではまず、実体経済、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が、まず現状の総括としては「わが国の景気は大幅に悪化している」ということで、前月は「悪化している」ということであったので、それに「大幅に」という表現を加えている。これは主に輸出、生産、設備、これの減少幅が前月時点に比べてもさらに大きなものとなったということ踏まえた修正である。因みに、前月ご説明したが「悪化」という表現は、1998年並びに2001年という時に使っていたが、この「大幅に悪化」というのは今回が初めてということになる。項目別には、今申し上げた輸出、生産、設備の辺りの表現を前月から変えているということである。もう一点、住宅であるが、前月までは「横ばい圏内」としていたが、当月は「住宅投資を新設住宅着工戸数で見ると、再び減少している」というようにしている。これは投資ベースではなお横這いかと思うが、それに若干先行する着工戸数、これについて足許減少が再び目立ってきているということ踏まえて、このように変えた方が適切かというふうに判断した。景気の先行きであるが、「当面、悪化を続ける可能性が高い」ということである。これは年央位までをみた場合に悪化が続くというように考えている。ただ、悪化のテンポについては、足許かなり急であるが、年央位までをみた場合に、場合によって、生産なりの減少のペースが緩んでくるということも十分あるので、ペースについては記述せず、「悪化を続ける」ということが適切かというふうに判断している。次に物価であるが、まず物価の現状について、国内企業物価は変えていない。消費者物価については、「石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きなどを反映して、プラス幅が縮小している」というようにしている。前月との変化点は二点あり、まず前年比の具体的な水準については、当月は書いていない。これ

は前月までは2%以上ということのでかなり高かったので加えていたが、当月は加えていない。もう一つは、プラス幅縮小の背景として「食料品価格の落ち着き」という表現を加えており、これは食料品についても前年比上昇幅が頭打ちになってきたということ踏まえたものである。物価の先行きについては、前月まで書いていなかった表現としては、需給緩和の影響である。やはり需給緩和がかなり急速であるので、物価の変化の背景として、国内企業物価、C P I とも需給緩和ということ背景の一つとして加えている。国内企業物価のところについては、「製品需給の緩和」という表現を加えている。消費者物価については、「経済全体の需給バランスの悪化」という表現を加えており、さらに消費者物価については、先行き「マイナスになっていく」という表現も今月は加えている。私の方からは以上である。

関根企画局参事役

続いて金融パートである。金融パートはここ数か月、大幅に修正を繰り返しており、下線を敢えて割愛させて頂いていたが、当月は主な変更部分に下線を付すことができるまでには落ち着いてきたといった感じである。とは言ってもまだ変更部分は多いので、下線部だけをピックアップすることとはせず、当月の表現をなぞる形でご説明させて頂ければと思う。内容的には先程の中曾理事、雨宮企画局長のご説明を反映させたものであるが、それをどういった形で織り込んだかということをご確認頂ければと思う。まず市況パートの方であるが、最初のところではコールレートが政策金利の引き下げ以降 0.1%前後で推移していることを述べた後、「こうした政策金利の引下げや年末資金需要の一服」、さらには各種の政策対応の影響もあって、レポ金利やC P の金利が低下していることを述べている。ただしそうは言っても、ターム物の銀行間金利は高止まりを続けているために、金融市場が完全に安定を取り戻した訳ではないということも付言している。残りの市況部分であるが、本日、少し株価が落ちてきているので、このままであれば、株価のところだけは前月と変わらずという形ではなく、

「株価は前月と比べ下落しているが、円の対ドル相場および長期国債金利は前月と概ね同じ水準となっている」というような形に変更させて頂きたいと思っている。これは明日の市況等もみて適宜反映させていきたい。続いて金融環境の総括部分であるが、こちらは先程説明があったとおり、今月については「厳しさが増している」とさせて頂いている。先月が「厳しい方向に急速に変化している」、先々月が「全体として緩和度合いが低下している」とさせて頂いていたので、厳しい方向に一つ一つ、総括判断を変更した形になっている。続く段落で、こうした総括判断の背景という形で四点を挙げている。一つ目は、コールレートの水準評価であって、これも先程のご説明にあったが、「きわめて低い水準にあるが、大幅に悪化している実体経済活動との比較でみると、緩和度合いは低下している」ということである。二つ目は、企業の資金調達コストであるが、政策金利の引き下げがあったにもかかわらず、「全体としては、横ばい圏内で推移している」ということである。三つ目は、これはここ1、2か月変わっていないが、CP・社債の発行残高が減少していること、四つ目であるが、銀行貸出は伸びを高めているものの、最後のところであるが、「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」といった形でアベイラビリティが低下している、こういった四点である。最後のマネーについては、このところ前年比1.8%で推移しているので、月報では「2%程度」という形で書かせて頂いている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

一点良いか。金融のところであるが、レポの金利は「このところ低下」というふうに書いてあるのだが、レポは結構、足許振れたりなどしている。だから「このところ低下」というと、本当の足許のイメージであるが、これをどういうふうを読むのか。

関根企画局参事役

ここはむしろ、「このところ」と書いて、前回決定会合以降ということイメージしている。12月にも一回低下しているが、それも含めての「このところ」である。一回上がってまた下がってという、その時間をスペシファイするのが難しいため、少々曖昧な表現をここは使わせて頂いている。「このところ」とは何だろうとやや書きづらかったのは事実なのだが、まさにそういったところを、かえって逆に曖昧な形に書かせて頂いているところがある。

水野委員

政策金利を下げたので下がるのは当たり前であるが、という素朴な質問とあと、「低下している」というのは、レポ市場の側からすると最近振れているな、という感じであるのだが、何かもう少し良いアイデアはないか、明日まで。ぴたっとくる何か、確かに言われてみると。

関根企画局参事役

ただし、先程の雨宮企画局長の方の説明にあったとおり、振れているところを強調するのかどうかということもあるのだが。

水野委員

だから前月との比較において、ということ。

関根企画局参事役

ちょうど政策金利の引き下げ幅と同じ位、レポ・レートも下がっていると、ちょっとこういったところでサマライズするところで、どちらにフォーカスを置いた書き方をするかというところだったのだが。

水野委員

前月との比較だったら良いと思うのだが、ただ「このところ」というところが前月比かなと。「下がった」と言っても良いのではないか、ある程度。

関根企画局参事役

国債レポ市場金利は低下している。

水野委員

前回に比べて下がっている。

関根企画局参事役

前月に比べてと。

水野委員

下がっている訳だ。振れている、というのはごく足許の話なのであって。

関根企画局参事役

そう。ここは…。

水野委員

当たり前で「下がっている」と。前回からは下がっている訳だから。

関根企画局参事役

分かった。それであれば、こちらの方はご報告するという形になるかどうかは、また。でも「このところ」について少し考えさせて頂きたい、ということで。一応、こちらは決定事項ではないので。

水野委員

感想である。

関根企画局参事役

コメントを反映させて頂くということで。

水野委員

独り言ということで。

野田委員

今まではやはり、ここは大体、前月との対比である。だからはっきりした方が良いということであるな。

白川議長

他にないか。それでは、明日は、午前 8 時 30 分に再開する。決定会合への信認を確保する観点から政府出席の方々も含め、この場の皆さんにおかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。

(17 時 17 分中断、22 日 8 時 30 分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日は、盛り沢山の議題であるが、改めて申し上げますと、最初に、「長期国債買入れにおける対象国債の追加および残存期間等区分別買入れについて」、「割引短期国債および政府短期証券の統合発行に伴う『短期国債売買基本要領』の一部改正等の対応について」に関する執行部説明と決定。第二に、「企業金融面での追加措置に関する考え方」、「コマーシャル・ペーパー等の買入れの実施について」、「不動産投資法人債の適格担保化等について」に関する執行部説明。

第三に、金融経済情勢に関する討議。第四に、当面の金融政策運営等に関する討議。第五に、政府出席者からのご発言。第六に、金融市場調節方針、「企業金融面での追加措置に関する考え方」、「コマーシャル・ペーパー等の買入れの実施について」、「不動産投資法人債の適格担保化等について」に関する議案取り纏めと採決。第七に、対外公表文の取り纏め、採決。第八に、12月2日及び12月18・19日開催の決定会合の議事要旨の承認。そして最後に、2009年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日等の変更の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは竹下亘副大臣、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官である。会合中でのご発言は、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たうえで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断の際や閉会后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としたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 「国債売買基本要領の一部改正等」、「割引短期国債および政府短期証券の統合発行に伴う『短期国債売買基本要領』の一部改正等の対応について」に関する執行部説明と決定（資料－7、10）

白川議長

それではまず、「長期国債買入れにおける対象国債の追加および残存期間等区分別買入れについて」と「割引短期国債および政府短期証券の統合発行に伴う『短期国債売買基本要領』の一部改正等の対応について」を執行部から説明して頂く。二つの案件を説明して頂いたうえで、一括して質疑応答と採決を行いたいと思う。

鮎瀬企画局参事役

それでは、説明させて頂く。まず、本日配らせて頂いている追加資料の中での資料－7（追加資料）である。「長期国債買入れにおける対象国債の

追加および残存期間等区分別買入れについて」である。本件であるが、「1. 経緯」の部分にあるように、昨年12月18・19日の金融政策決定会合において、長期国債の買入れの増額——これは月額1.2兆円から1.4兆円ということであるが——が決定されて、併せてできるだけ速やかに、買入対象国債の追加——30年債、変動利付債、物価連動債の追加——を行うほか、残存期間別の買入れ方式——残存1年以下、1年超10年以下、10年超の区分によるもの——を導入するという方針が決定されている。この際、残存期間別の買入れ方式については、買入国債の残存期間の極端な短期化あるいは長期化を避けるという趣旨での導入である。本件は、これを受けて、「国債売買基本要領」の一部改正を行うとともに、残存期間等による区分別買入れについて、執行部において成案を得たので、これをご報告させて頂くというものである。

まず、2.のところの「国債売買基本要領」の一部改正であるが、買入対象国債として、変動利付債、物価連動債を追加することに伴って、これらの買入れについては、従来の利回り較差入札ではなく、価格較差入札方式というものを採る必要があるので、これについて「国債売買基本要領」の一部改正を行うというものである。次に、3.の部分であるが、残存期間等による区分別買入れの運営方針である。昨年12月の金融政策決定会合においては、長期国債買入れの増額について、「本行の長期国債保有残高が銀行券発行残高を上回らない」といういわゆる銀行券ルールが長期的にも満たされるという条件のもとで、買入れ額を年16.8兆円ペースとするということが決定されている。今回、残存期間別の買入れ方式を導入するに当たっても、こうした考え方、買入れ額を前提として、買入国債の平均残存期間について、これまでの実績である4年程度を想定していくことが適当と考えている。この際、長期的にみた長期国債保有額は、65兆円から70兆円程度を想定しているということである。そのうえで、区分別買入れの具体的運営であるが、これについてはオペ対象先から寄せられた意見なども勘案して、固定利付債の残存期間別区分並びに変動利付債、物価連動債の各区分について、ここの表にお示ししたような買入れ額を配分することが適当と考え

ている。執行部においてこのように設定することとしたいというように考えている。この表の金額であるが、これは年間ベースで示しているが、月当たりで申し上げると、残存期間1年以下が月当たり4,600億円、1年～10年が8,000億円、10年～30年が750億円、そして変動利付債は月当たり500億円、物価連動債は月当たり150億円といった規模になっている。こうした配分の基本的考え方であるが、変動利付債、物価連動債について市場売買高、発行残高の利付国債全体に占めるシェアなどを勘案して配分し、固定利付債の残存期間別買入れ額については、これまでの本行の買入実績を勘案して配分しているというものである。また、こうした区分、区分別の買入れ額であるが、定期的な見直しは行わずに、平均残存期間の推移等を見ながら必要と判断される場合に限って変更するという扱いを考えている。これは、市場参加者の予測可能性に配慮するというものである。

上記を踏まえて、長期国債の買入れの当面の運営に関しては、執行部から、これから申し上げる別紙のような公表を致したいと思っており、また区分別買入れは本年2月初からの開始ということにしたいと考えている。次頁から見開きで、公表を考えている（別紙）というのを示している。従来から決定を頂いている買入総額あるいは買入対象国債等に加えて、区分別の買入金額、また買入頻度は、従来と同じ月4回であるが、1回については2区分のオファーというようなことを、取り纏めて公表することとしたいと思っている。また、右側の付という部分があるが、この公表文に添付する形で、月次の長期国債の買入れの運営について具体的に示したいというように考えている。このように、1年～10年のところは毎月の4回のオファーにおいて、全部オファーをする。また、残存期間が1年以下、残存期間10年超のところはそれぞれ、月2回、1回というようなペース。また、変動利付債、物価連動債については、買入れ額が相対的に少額であるので、隔月のオファーというものを考えているところである。

「国債売買基本要領」の一部改正等に関する付議文である。「『国債売買基本要領』の一部改正等に関する件。案件。平成20年12月18・19日の政策委員会・金融政策決定会合において、長期国債の買入れに関し、買

入対象国債への変動利付国債および物価連動国債の追加が決定されたことに伴い、下記の諸措置を講ずること。」記。1.として「国債売買基本要領」の一部改正、2.として「日本銀行業務方法書」の一部変更である。6頁目から、別紙1.として、「国債売買基本要領」に変動利付債、物価連動債についての価格較差入札に関して定めを追加していくというものである。別紙2.が「日本銀行業務方法書」であるが、国債売買の対象として、変動利付債、物価連動債を追加するというものである。

続いて、次の案件を説明させて頂く。資料-10（追加資料）である。「割引短期国債および政府短期証券の統合発行に伴う『短期国債売買基本要領』の一部改正等の対応について」である。本件であるが、背景のところにあるように現在、「割引短期国債」——いわゆるTB——、それから「政府短期証券」——FB——として発行されている証券について、本年2月より単一の新たな名称である国庫短期証券として、これらが発行される予定である。これに伴って、現在、割引短期国債、政府短期証券に関する規定を含んでいるオペ、担保に関する諸規程において、所要の措置を講じるというものである。2頁にいて、対応であるが、新たに発行される「国庫短期証券」については、「割引短期国債」、「政府短期証券」から名称は変わるが、商品属性、取引実務上の取り扱いに変更はない。従って、本行のオペ、担保に係る取扱いも現行から変更の必要はないが、関連規程において、「割引短期国債」、「政府短期証券」を併せて「国庫短期証券」と呼称するとともに、これに伴う技術的な条項整備を行うということで一部改正を行うこととさせて頂く。改正の対象となる規程は、以下に示したようなオペ関係規程、担保関係規程、業務方法書である。

本件付議文である。「『短期国債売買基本要領』の一部改正等に関する件。案件。『割引短期国債』および『政府短期証券』が『国庫短期証券』として統合発行されることに伴い、下記の諸措置を講ずること。」記。1.として別紙1.から8.までの基本要領の一部改正である。また、2.として「日本銀行業務方法書」の一部変更ということである。それぞれの改正案、全ての説明というのは省略させて頂くが、例として別紙1.の「短期国債

売買基本要領」というのがあるが、従来この規程では、割引短期国債と政府短期証券を合わせた呼称として短期国債という名称を使っていたが、これを国庫短期証券という名称に変更する。従って、規程名も「短期国債売買基本要領」から「国庫短期証券売買基本要領」に変更するというものである。別紙 2. 以下は同趣旨の改正を各オペ関係規程について加えるというものであるが、16 頁に飛んで頂いて、別紙 8. は「適格担保取扱基本要領」の一部改正案を示している。「適格担保取扱基本要領」では、これまで割引短期国債を含めた国債というカテゴリーとそれから政府短期証券というカテゴリーを別に扱ってきているが、これを規程の中では割引短期国債を除く国債とそれから今回の新たな名称である国庫短期証券、こういった括りで規程を整理していくという技術的な改正を行っている。「適格担保取扱基本要領」の担保の種類及び担保価格、また 18 頁には担保の種類ごとの適格基準、こういったものについてただ今申し上げた趣旨の改正を加えていくというものである。20 頁、別紙 9. が「日本銀行業務方法書」の一部変更案であって、これも同趣旨の改正である。駆け足で恐縮であるが、私からは以上である。

白川議長

後者の案件の方は、読み替えであって実質的にはあまりないかと思うが、二つの案件を一括して質疑を行いたいと思う。どなたからでも結構である。

水野委員

最初の方の案件で、基本要領の 6 頁目のところであるが、変動利付国債と物価連動国債それぞれにつき、「発行後 1 年以内のものうち」と書いてあるが、昨年 11 月にもう発行を停止していて、2009 年度の発行計画でも下期まで発行されないということになっている。あと、「発行年限別」というのは何を指すのか。

鮎瀬企画局参事役

まず、発行後1年以内のものというのは、現実に、仮に現状ないとしても発行が再開されればということであって、それから発行年限別というのは、現状は変動利付債は15年しかない。物価連動債は10年ということであるが、法令上は他の年限も出得るということであるので、きちんとそれを受止められる格好で上の方の通常の利付国債と同じ規定振りにしてあるということである。

水野委員

最初の方の質問は、発行されない場合はどういうふうに考えるのか。一応、今発行予定になっているが、発行されない可能性も大きいと市場では言われている。この時はどういうふうにするのか。1年以内ではないからもう対象になるということなのか。

鮎瀬企画局参事役

いずれにしても、従来発行されてきた物は、発行後1年を超えるとこれに引っ掛からないので、当然買入れの対象になる。

水野委員

だから、もうOKということであるな。

鮎瀬企画局参事役

然り。こういう発行1年以内のものがある場合には、これを直近2銘柄除くという趣旨である。

水野委員

了解した。

須田委員

質問である。今の長期国債買入れの話で、2頁で定期的な見直しは行わないというところの、どういうものを判断材料とするのかというところで、ここでは、「買入国債の平均残存期間の推移等」というように一つしか書いていないのだが、この「等」には何が含まれるのか。

鮎瀬企画局参事役

ここで書かせて頂いている、平均残存期間の方は今回の趣旨があまり短期化しない、あまり長期化しないということであるので、そこをきちんとみていくということである。「等」と付けさせて頂いたのは、我々の買入れ方式で買入れをした際に、何か市場での取引状況とか、そういったところについて我々が予想できなかつたような影響が出る——例えば買入れ額の多寡によって何らかの市場へのインパクトが生じたりする——というようなことがあるとすれば、そういう場合にも見直しの契機にはなり得るのかな、ということも考えながら「等」というのを付けさせて頂いている。また、そのような影響が出ないようなものとして設定しているつもりではあるが、可能性として、というのはある。

須田委員

銀行券の発行の変化とかといったことはどういう扱いになるのか。もし減少するというか、それが単純に結びつくと……。

鮎瀬企画局参事役

銀行券発行ルールとの関係でも、かなりこれは保守的に置いているつもりではあるが、委員ご指摘のとおり、仮にそれとの問題が生じるような場合には、これの割り振りだけで済む話なのか、全体の総額についてのご議論もして頂くことになるのか、ということはある。

須田委員

それは「等」には入っていないのか。

鮎瀬企画局参事役

申し訳ない。曖昧ではあるが、仮に銀行券ルールとの関係で割り振りだけで何らか関係してくるとすれば、そこも考えるということであるが、その場合には、恐らくこの買入れの平均残存期間の面がそこに響いているということではないかと思っている。

野田委員

技術的には、割り振りだけでも可能な場合もあるということであるな。

鮎瀬企画局参事役

然り。ただ、その場合には平均残存期間も恐らく変わってくると思う。

野田委員

市場に与える影響というのも、勿論勘案しながらということであるな。もう一つ単純な二番目の方であるが、割引短期国債とか政府短期証券は、一般名称としては残っているという考え方なのだな。固有名詞はなくなったが。

鮎瀬企画局参事役

法令上の区分としては、当然こういったものが手を加えられていないので残っているということである。従って、一定額発行されると、この内の幾ら分というのは、どちらの法令によるもの、ということである。

野田委員

法令は残っているが、名称だけ変えたというのが本質的な話であるな。

鮎瀬企画局参事役

同じ年限だと、取引上の商品性としては同じになるので、統一の名称を付したという考え方である。

野田委員

分かった。有難う。

水野委員

今議論することではないかもしれないが、物価連動債については、発行額が買入償却をどんどん増やすことによってかなり減ってくるのが、来年度にかけて、その先も予想されている。その時はまた見直すということは、当然あり得るということであるな。将来の話だが。買入れ対象にすることに対して全く異議はないのだが。

鮎瀬企画局参事役

現在、今回割り振りをさせて頂いている買入れ額というのはかなり抑え目の金額になっていると考えていて、当面この金額で何か市場に攪乱的な要因が生じるということは考えていないが、万が一そういったことが生じていけば見直しもあり得る。

白川議長

規程上の扱いはこれで結構だと思うが、おっしゃっているのは別の話で、このゾーン別の買入れを行うことに伴って、現在のマーケットに対してどういうふうな影響が出るかということである。今——これは日本に限らず世界中そうなのだが——、国債市場においてディスロケーションが期間別、あるいは商品別に生じている訳である。本来であれば、民間市場で裁定が働くのが、今はなかなか働かないようになっている。今回、ゾーン別買入れをやる——つまり日本銀行が中立に買う——ということによって、たまたま今民間で不足しているあるセクターのアービトラージが中央銀行に

よってなされる。つまり、結果として——全体の水準に対するインプリケーションはあまりないと思うが——、イールド・カーブが定性的にはスムーズになるという効果は多少は期待できるのか、あるいはそれはあまり期待できないのか。

中曽理事（金融市場局長）

これでスムーズにできるかどうかというところの効果というのは、今ひとつよく分からない。ただ、ディスロケーションが起きているということとの関係で申し上げますと、民間金融機関からオペ先 38 先のうち 26 先位から答えを貰っていて、その先の中には特に長いゾーン——つまり、生保とか年金が関わっているようなところ——というのは、彼らは買い主体でいるので、そこに日本銀行が新たに入ってくることによって、需給がタイト化して、結果的に元々流動性が薄くなっているところへ、多少金利に低下圧力が働き過ぎるのではないかという声があったのは事実であるが、我々はそれも勘案して、この買入れ額の配分というのは作っているつもりであるので、そういう意味で市場中立性には相当配慮した割り振りになっていると思うし、その限りにおいて、流動性をどの程度これによって付加できるかどうかは分からないが、これを損なうというような感じにはなっていないというように思う。

白川議長

長いもののレートが下がることを期待しているということではなくて、全体としてマーケット・ニュートラルであるので、定量的にはたいしたことはないと思うのだが。売られすぎているセクターについては若干金利が下がって、逆のセクターは金利が上がってというふうに、そういうゾーン間に何か……。

中曽理事（金融市場局長）

定性的にはスムーズ化、あるいは市場流動性全体としてはサポートする

方向にはあるのではないかと、というようには思っている。特に、短いところは時々異常に需給が緩くなるような場合もあるので、全体として少しスムーズアウトするような効果はあるのではないかと思う。

水野委員

議長がおっしゃったことに対する私の懸念というのは、今カウンターパーティ・リスクというのが意識されていて、スワップ市場が壊れた時にどうなのかということがあって、T Lの спреッドは長期ゾーンがこの数か月相当歪んでいるのだが、その歪みを修正する人達が今一番いなくなってきたという、そういう部分がある。今回の振れとはまた少し違うと思う。

須田委員

中立的という意味であるが、歪みがあれば歪みをそのまま残すという意味で中立という立場なのか、それを修正しようというのが市場中立であるとするならば、そういった立場なのか、この場合どちらなのか。

中曽理事（金融市場局長）

そもそも歪みの度合いを定量的に把握することが難しいし、そこをプロアクティブに是正していこうというのではなくて、中立性というのはあくまでも過去の買入実績とか市場売買のシェアなどからみて、我々の買い自体が歪みの原因にならないように配慮しているという意味での中立性である。

白川議長

そういう意味であるということをして誤解があるので私はそこは凄く気になっている。他にないか。なければ採決をお願いします。

〔「国債売買基本要領」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

〔「短期国債売買基本要領」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。「国債売買基本要領」の一部改正等に関する件及び「短期国債売買基本要領」の一部改正等に関する件、いずれも賛成 8、全員一致である。

白川議長

以上の二つの案件については、本日、金融政策決定会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。なお、執行部説明の中にあった「長期国債買入れにおける対象国債の追加及び残存期間別買入れ」については、会合終了後適宜執行部から対外公表することとする。

IV. 「企業金融面での追加措置に関する考え方」、「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領の制定等」、「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等」に関する執行部説明（資料－8、9、11）

白川議長

次に、前回 12 月の決定会合で執行部に対し指示を行った「企業金融面での追加措置に関する考え方」、「コマーシャル・ペーパー等の買入れの実施について」、また併せて追加案件として、「不動産投資法人債の適格担保化等について」を執行部から説明して頂く。なお、これらの案件については、執行部からの説明後、説明に対する質問、確認の時間を取るが、検討自体は経済・物価情勢や金融環境の評価を踏まえたうえで行う必要があるため、金融政策運営方針に関するラウンドにおいて議論をしたいと思います。

鮎瀬企画局参事役

それでは説明させて頂く。まず、資料－8（追加資料）「企業金融面での追加措置に関する考え方」である。本件であるが、「1. 経緯」にあるように昨年 12 月 18、19 日の金融政策決定会合において、CP 買入れを含めた

企業金融面での追加措置について検討の指示を頂いている。具体的には、CP買入れのほか、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——これはどの範囲でどの程度の期間行うことが必要かつ適切かといった点である——。第二に、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うことを検討する、こういった指示を頂いている。この指示に基づく検討結果を報告させて頂くという位置付けである。検討の結果として、2.の部分にあるように企業金融円滑化の観点から、企業金融に係る金融商品の買入れを行う場合の基本的な考え方というものを整理させて頂いている。以下、説明させて頂く。

まず、企業金融に係る金融商品の買入れの性格についてどのように認識するかという点である。企業金融に係る金融商品の買入れについては、与信の裏付けとなる担保とする場合に比べて、個別先の信用リスクを負担する度合いが高いと考えられる。このため、損失発生を通じて納税者の負担を生じさせる可能性が相対的に高い。また、個別企業に対するミクロ的な資源配分への関与が深まるという特徴を持っている。さらに、他の政策手段に比べて、損失発生により日本銀行の財務の健全性を損なう恐れ、ひいては通貨や金融政策の信認を損なう恐れが相対的に高いというように考えられる。こうした点を踏まえると、企業金融に係る金融商品の買入れは、中央銀行の政策手段としては異例の措置と位置付けられ、そのように位置付けたうえで、実施の可否や方法を検討する必要があるというように考えている。そうした前提のもとで、実施の必要性に関する判断であるが、日本銀行が企業金融円滑化の観点から、こうした金融商品の買入れを実施するのは、次のような場合に限られるというように考えている。第一に、金融商品の市場金利が発行企業の実態如何にかかわらず全体として高騰する、あるいは当該金融商品の市場取引が成立しにくい状態が継続するというような市場機能の著しい低下が生じており、かつこれが企業金融全体の逼迫に繋がっていること、そうした状況の存在である。そして、こうした状況を改善するため、次に説明させて頂くような諸点に十分留意したうえで

で、異例の措置として金融商品の買入れを実施することが日本銀行の使命に照らして必要と認められたということが前提になろうかと考えている。

そこで、企業金融円滑化の観点からこうした商品の買入れを実施する場合の留意すべき事項であるが、三点程あろうかと思っている。まず、第一に、個別企業への恣意的な資金配分となることを回避すること。このためには、例えば発行体からの直接買入れではなく、日本銀行の取引先を通じた買入れとすることであるとか、あるいは入札方式による買入れとすることなど、適切な買入れ方式を採用する必要があるかと思っている。第二に、必要な期間に限り適切な規模で実施することである。必要な期間に限るという観点からは、実施期限あるいは何らかの終了の条件というものを設けることが必要と考えている。また、日本銀行の買入れへの過度の依存によって市場機能の一層の低下といった事態が生じないよう適切な規模で実施する必要があるかと思っている。こうした観点から、市場機能の回復に応じて利用のインセンティブが低下をしていくような仕組みとするなど、適切な規模、円滑な終了に資するような買入れ方式を採用するということが考えられるかと思っている。第三に、日本銀行の財務の健全性を確保することである。こうした金融商品の買入れが、他の政策手段に比べ、損失発生の可能性が高いということを踏まえて、信用リスクを適切に管理する必要がある。こうした観点からは、金融商品の信用度や残存期間に関し一定の制限を設ける、買入れ総額に限度を設ける、あるいはまた特定企業の信用リスクの集中的な負担を回避する、といったことが必要になろうかと思う。さらに、こうした信用リスクの管理に加え、日本銀行の決算において、損失が生じた場合の処理や自己資本の確保を適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していくことが必要であるというように考えている。こうした考え方については、政府の理解を求めていくことが適当であるというように考えている。

以上が基本的な考え方であるが、3. のところで、基本的な考え方を踏まえた具体的な対応であるが、当面、以下の対応を採ることが考えられるかと思っている。第一に、既に実施の方針が決定されているCPの買入れと併

せて、ABC Pの買入れを実施することが考えられる。これらについては、基本的な考え方に沿った買入れスキームを定めて、速やかに実行に移すことが適当と考えている。これらの買入れスキームを定める基本要領については、後程ご説明をさせて頂く。また、②の部分であるが、CP、ABC Pの買入れに加えて、社債の買入れについて、実務的な検討を行い、速やかに成案を得ることとしてはどうかというように考えている。社債市場であるが、一部の高格付銘柄を除いて、クレジット・スプレッドの拡大、発行の困難化という状態が続いていて、市場機能が著しく低下している。またこうした社債市場の機能低下は、CP市場、銀行借入れ等を含めた企業金融全体の逼迫に繋がっているというようにみられる状況である。こうした中で、社債の買入れであるが、例えば証券会社による社債引受け、投資家の社債購入を促進して、社債市場の機能改善を後押しする、あるいは金融機関の貸出余力などを拡大するといった効果を通じて、企業金融全体の円滑化に寄与し得るというように考えられる。ただ、他方では日本銀行の財務の健全性確保との関係において、社債となるとCPより長い期間信用リスクを引受けるということになるので、例えば社債の残存期間を1年以内に限定するといったことなどによって信用リスクを適切に管理する必要があるというように考えているところである。この資料については以上である。

続けて説明させて頂く。次に、資料-9(追加資料)「コマーシャル・ペーパー等の買入れの実施について」である。本件であるが、コマーシャル・ペーパー等の買入れを実施するため、「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領」の制定等、所要の措置を講じるというものである。まず1.の部分で、CP等買入れの基本的事項を定める「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領」の新たな制定であるが、CP等買入れに係る基本的事項は、次のとおりである。まず、買入対象はCP及びABC Pであって、本行の適格担保となっているもので、かつa-1格相当の格付要件というものを課すことを考えている。また、既発行で残存期間3か月以内のものということにしたいと考えている。ただ、買入対象とすることが適当でないと認め

られる特段の事情がある銘柄は除くことができるようにしたいと思っており、これは例えば a-1 格の格付けを既に受けていても、クレジット・ウォッチでネガティブに指定されているような銘柄については、除外するといったことを想定したものである。買入れであるが、これは後程ご説明する買入対象先選定基本要領によって具体的な定めを置くことになるが、C P 現先オペの対象先及び本店管下の共通担保オペ先——これは、共通担保オペ本店方式の取引先とそれから共通担保オペ全店方式の本店管下の取引先が含まれる——から希望する先と致したいと考えている。

次に、買入れ方式であるが、残存期間別の区分ごとに、市場実勢等を勘案した下限利回りを設けて、その下限利回りからの利回り較差を入札に付してコンベンショナル方式で決定するということを考えている。この下限利回りであるが、執行部において、無担保コールレートの誘導目標に過去の市場実勢等を勘案したターム・スプレッド、クレジット・スプレッドを上乗せした水準に設定をするということを考えている。この水準については、足許の非常に市場機能が低下しているもとの市場レートよりは有利、ただ市場の機能が平常時に戻ると、その市場レートよりは不利となるような水準への設定を考えている。現在、具体的には 1 か月以内ではコールレートの誘導目標+20bp、1 か月超 3 か月以内のものについては、誘導目標+30bp としたいというように考えている。次に、2 頁目の買入限度額であるが、買入総額は 3 兆円を上限とする。また 1 発行体当たりの限度額として 1,000 億円という上限を設けることを考えている。この買入総額であるが、現在の市場機能低下の是正であるとか、あるいは年度末にかけては社債償還を含む資金調達ニーズ、こういったものが C P 市場に入ってくるということも考えられるので、これへの対応のためにある程度の規模を確保するということをまず考えている。ただ、他方で市場への過度の介入を避けるという観点も重要であろうかと思っている。またその際、日本政策投資銀行が 2 兆円の買入れを行うということであるので、そうした買入れ額も勘案している。こうしたことを勘案して、3 兆円という金額を置いている。また、信用リスク管理の観点から、こうした買入総額に加えて、発

行体別の買入限度額を設定するということである。さらにこれに加えて、それぞれの対象先について、ある時点での発行残高の 25%を超えて買入れを行った発行体については、償還により買入残高がその金額を下回るまで買入れ対象から除外するといったことで信用リスクの集中をできるだけ回避するという仕組みにしたいと考えている。また買入実施の期限であるが、年度末対応ということで 2009 年 3 月 31 日までという時限措置というように考えている。ただ、この実施期限については、今後の企業金融全体の動向如何によっては、現在既に実施している他の時限措置と併せて、実施期限の延長といったことが検討課題となることもあり得るというように考えている。

2. であるが、買入対象先選定基本要領である。先程申し上げたオペの対象先というのを定めるために、この選定基本要領というものを制定させて頂く。またこれには、他のオペの場合と同様、対象先の遵守事項を定めるということである。3. として業務方法書についても一部変更の必要が生じる。こうしたことをご決定頂いたならば、それぞれの基本要領は本日より実施して、そのうえで準備を進め、1 月 30 日にはなんとか第 1 回目のオファーを行いたいというように考えているところである。また、本件ご決定を頂いたならば、基本要領は分りづらい部分があるので、別紙のような形で概要を対外公表したいというように考えている。4 頁が本件の政策委員会付議文である。「『コマーシャル・ペーパー等買入基本要領』の制定等に関する件。案件。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、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、コマーシャル・ペーパー等の買入れを実施するため、下記の諸措置を講ずること。」記。1. として、「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領」の制定。2. として、「コマーシャル・ペーパー等買入における買入対象先選定基本要領」の制定。3. として、「日本銀行業務方法書」の一部変更である。別紙 1. が、「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領」であって、先程説明資料にてご説明させて頂いた事項を基本要領として定めている。

別紙 2. が買入対象先選定基本要領であって、2. の部分で先程申し上げたオペ対象先の範囲を定めている。また、3. では他のオペと同様に対象先の遵守事項を定めている。10 頁目別紙 3. が「日本銀行業務方法書」の一部変更であって、コマーシャル・ペーパー等の買入れについて新たな規定を追加するということである。偶々、第十六条の削除というところがあるので、ここにこれをはめ込んでいる。現在、規定のない条項が残っているところにはめ込むということを考えている。本件は以上である。

続いて、本日新たにお配りさせて頂いている資料-11「不動産投資法人債の適格担保化等について」である。本件であるが、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、不動産証券化市場の機能の向上と金融市場の安定確保に資する観点から、不動産投資法人——いわゆる J-REIT と言われるものであるが——の発行する投資法人債等を適格担保とするため、所要の措置を講じるというものである。背景の部分、不動産投資法人であるが、我が国証券化市場の重要な構成要素である不動産証券化市場の主要な担い手として活動をしている。また、この投資法人の発行する投資法人債、投資法人の証書・手形による借入れというのは、相当規模に達しているということである。こうした点を踏まえて、同投資法人の投資法人債等の債務を適格担保化してはどうかというのが本件である。そこで具体的な対応であるが、2. のところをご覧頂きたい。不動産投資法人が発行する投資法人債・CP、同投資法人が振り出す手形、同投資法人に対する証書貸付債権を適格担保とするため、「適格担保取扱基本要領」等を一部改正致したいと思っている。またこれに併せて、この不動産投資法人が発行するCPについて、CP買現先オペの対象とするため、「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」等の一部を改正するという事を考えている。なお、企業金融支援特別オペ、それから先程説明させて頂いたCP買入れについては、この不動産投資法人の上記債務は対象としないという扱いを考えている。そこで、適格基準であるが、不動産投資法人の債務については、既に本行が適格担保としてきている企業債務とSPC等を通じたABS・ABCPの中間的な性格を持つというふうに考えており、これを踏ま

えて適格基準を設定したいと考えている。2頁の上の表であるが、基本的にはこの不動産投資法人債のところにあるように、AA格相当以上の格付を取得していること等、発行投資法人の信用力その他の事情を勘案して、本行が適格と認める公募投資法人債であることといった適格要件を立て、この「その他の事情」というところについては、例えば連帯保証をしている企業がある場合には、当該企業がA格相当以上の格付を取得しているなど、その信用力についてもその他の事情として勘案するというを考えている。不動産投資法人に対する証書貸付債権についても、残存期間の限定というのを他の証書貸付債権と同様に課すこと以外は、投資法人債と同様である。また、真ん中の欄は手形、CP等であるが、これは基本要領上は一般企業の手形、CP等と同じように発行投資法人の信用力その他の事情を勘案して、本行が適格と認めるものであること、こうした適格要件を立てたいと思っているが、具体的な目線としては、先程申し上げた不動産投資法人債と同様に、債務者格付ないし長期債格付において、AA格相当以上を取得しているといったようなことを援用していきたいというように考えている。また、これらの債務に係る担保掛け目であるが、これについては他の適格担保と同様の手法によって、いわゆる担保割れ頻度を1%程度に押さえるという考え方のもとで、具体的な水準を設定している。この表にお示ししたような水準である。本件、ご決定を頂いた場合には、「3. 今後の取り扱い」の部分であるが、2月半ばの実施を目途に準備を進めていくというように考えている。4頁が、本件政策委員会付議文である。『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件。案件。金融調節の一層の円滑化を図る観点から、不動産投資法人債、短期不動産投資法人債、不動産投資法人が振出す手形、不動産投資法人コマーシャル・ペーパーおよび不動産投資法人に対する証書貸付債権を適格担保とし、また、短期不動産投資法人債および不動産投資法人コマーシャル・ペーパーをコマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入の対象とするため、下記の諸措置を講ずること。」記。1. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正、2. 「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」の一部改正、5. 「日

本銀行業務方法書」の一部変更については、不動産投資法人債等を適格担保等に加えるための改正である。それから、3.「企業金融支援特別オペレーション基本要領」、4.「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領」については、不動産投資法人が発行するコマーシャル・ペーパーがこれらに入らないということを明確化するための改正ということを行っている。別紙1. 以下がただ今申し上げた基本要領等の改正案であって、内容は申し上げたとおりであるので、説明は省略させて頂く。

白川議長

質問はあるか。

須田委員

まず、企業金融面での追加措置に関する考え方の(3)の②のところなのだが、実施期限とかあるいは終了の条件を設けるという部分と、それからなるべく円滑な終了に資するような買入れ方法を検討していくという部分について、どういう終わり方をするのか。それから、今CPについて延長を検討する可能性もあるというお話もあったが、実施期限が限られているというのであればそれも分かるが、今、CPの期限延長も考えるのであれば、期限だけではなくてあるいは終了の条件も設けなくてはいけないのではないかという気もするが、この最初の終了条件、実施期限のどちらかを設けるといことと、それからあとは期限とどちらが制約になるかという質問になる。例えば、オペで札割れがどんどん続いてしまった場合どうするのか。ここの部分の期限を切るという意味が、私自身よく分からない。

鮎瀬企画局参事役

ご指摘頂いた点については、色々なやり方があると思う。ここで想定しているのは、まず今回我々が行っている時限措置のようにきちんと時限を切っている場合には、通常やはり必要最低限のところでは時限を切って頂い

ていると思っているので、基本的にはそこで切るというのが原則的な対応かと思う。そのような期限を設定してあるということだと思っている。ただ、確定期限ということで設けるのが良いのか、それとも終了の条件という格好で設けるのが良いのか、それはまたそれぞれの措置の性格によって違いがあるかもしれないということで、これは両方排除しないような書き方をさせて頂いた。それから、実施期限を設けている時に、仮に買入れ方式の工夫などで実際に市場機能が先に回復してきたという場合には、一つの考え方は——実施期限というのは必要最小限として切っておいたけれども、我々の想定よりさらに早く効果が現われたということで——、札割れをするのであればそのまま放っておいて構わない——あるいはオフアをしない——、ということも考えられる。または、ただ明確化するという観点で実施期限を置いていたが、必要がなくなったと思うので止めるということを変更してご決定を頂くとか、そこは色々な方法があるのかなと思っているが、期限を設けた時は、やはりそこで終わるとというのが原則であるというように思っている。

亀崎委員

どちらかと言うと、期限を設けていた方がやりやすいであろう。それが難しければ、条件を設けておいて、色々状況をみながら、切っても良い。そうでないとなかなかやりにくい。

鮎瀬企画局参事役

おっしゃられるような点があろうかと思う。やはり明確に実施期限というものがあると市場参加者にとっても、予測可能性という意味でも良い点があるかと思っている。

中曾理事（金融市場局長）

結局、市場の状況をよくみながら判断していくということになるし、その意味で定点的に期限がきた時に判断するというタイミングが提供され

ているという意味では、期限があった方が良くと思う。そして、インセンティブが低下していくような仕組みが導入されている訳であるが、そこもよくみていくということだと思う。今、須田委員がCPに言及されたので例えばという話で申し上げると、鮎瀬企画局参事役が言ったように期限前でも札割れになっていくような場合もある。それは市場が好転してきているという証左になると思うし、逆に期限が近づいた場合でもどんどん入ってくるような場合がある。それは市場がまだ機能が不全な状態にあり続けているということを示唆していると思うのだが、結局その辺はよくみながらということだと思うし、あとアメリカのCPFFも同じような状況にあると思う。例えば札割れがする、あるいは入ってこなくなった場合でも、これはよくみる必要があると思う。つまり、仕組みが存在すること自体がバックストップとして機能しているような部分もあるので、そういった面も含めてよく期限ごとに市場を点検していくということではないかと思う。

中村委員

若干矛盾するのだが、期限が切られているということは利用者にとってみれば、期限がきたら自動的に終わるということである。状況が変わらなければ延長するというニュアンスも、導入する時にマーケットに対して伝えるのか。

中曾理事（金融市場局長）

多分関係する質問などが色々出てくると思うので、そういった時は申し上げたような趣旨のことをコミュニケーションしていくということではないかと思う。

須田委員

今度はコマーシャル・ペーパーの方なのだが、言葉の意味である。買入対象で、既発行ということの意味は何なのか。

鮎瀬企画局参事役

オファーをする段階では、既に発行されているということを考えている。いわば、オペに対して我々が新発債を事実上引受けるという形にならないようにする、実際にお金を払う時には既に既発債として存在しているものを対象としていく、というのが宜しいのではないかと思った次第である。勿論、事実上私どものオペに向けて色々な発行スケジュールというのが組まれるということも有り得ようかとは思いますが、その発行企業から直接我々が引受けるというものではないということは、明確化しておきたいということである。

須田委員

買入れる前に発行されていれば、一応既発行ということになるのか。

鮎瀬企画局参事役

オファーの日に既に発行されているということである。

野田委員

ということは、前日までにということか。

坂本企画局企画役

いや、オファー日も含めてということである。

白川議長

ということは、実際普通のCPは従来T+2で原則やっているから、最低限二日、その間に間があるということになる訳だな。

須田委員

あともう一つ。このCPで足許の市場レートよりは有利、平時の市場

レートよりは不利となるようにということで、20bps、30bps というお話だったが、レベル感を少し教えて頂きたい。今の状態であれば、どの程度の割合が有利で、平時であればどの程度なのか。

中曽理事（金融市場局長）

レベル感であるが、まずもう一度概念整理をさせて頂くと、20bps、30bps という中にはターム・スプレッド——具体的にいうと、政策金利と東京レポ・レートはリスクフリーなので、その間に入っているのはターム・スプレッドであろう——にクレジット・スプレッドを上乗せしたというのが20ないし30のコンポーネントである。次に、20、30と算出する時に、リーマンの前と後は市場が断絶を起こしているの、リーマンの前を正常な状態、リーマンの後を非常に状況が悪化した状態、というようにして色々線を引っ張ってシミュレーションをやってみた。CPは毎年大体同じような感じであるが、例えば、残存1か月つまり20bpsの方であると、リーマンショック後に発行レートが下限利回りを上回る、つまり日本銀行の方が有利にできている割合というのは、8割位である。リーマンショック前で発行レートが下限レートを上回るのは、2割位というイメージになる。今申し上げたのは1か月物なのだが、3か月も似たような感じになっている。水準としては良い水準かなと思うし、もう一つ付言をすると、我々は過去の企業のデフォルト率で、一番高かったデフォルト率よりはスプレッドが上回ってはいけなかったのだが、過去の一番高いデフォルト率が1か月物で言うと2001年の15bps、3か月物だと26bpsであるので、いずれも我々のスプレッドが上回っている。そういった意味でも保守的かなというふうに考えている。

白川議長

実際に今の20、30でやった場合に、勿論入札でやる訳であるが、どのような入り方になるのか。今の段階での想像を言うとどのようなものか。

中曾理事（金融市場局長）

やはり利回り較差にするため、市場で安く売られているリスクが相対的に高いと思われているようなものから入ってくることになるだろう、と思う。であるから、そういった銘柄がある業種などに偏っている場合には、結果としてそういう業種に偏るリスクはあると思う。だからこそ、金額制限を設けたり、あるいは一企業当たりの上限を 25%にするとか、そういうような予防措置も併せて導入したという次第である。

白川議長

例えば、相対的に市場での評価が低い A という企業があるとして、その企業の CP はどのオペ先を通じてやってくるのだろうか。その A という企業の CP は比較的メインのアンダーライターにも行くであろうし、あるいは色々なところを経由して、その段階である程度競争のメカニズムが働いて、そのうえでまたうちに入札をするという感じになる訳か。

中曾理事（金融市場局長）

然り。どこから入ってくるかは、複数から入ってくる可能性は十分にあり、見方を変えると、これをうまく管理していかななくてはならないということである。どこから入ってくるのか分からないので、実務上、25%以内を維持するというのは、それなりに大変だと思う。であるから、25%を超えたらその段階でストップするという、そういうような管理の仕方を実務的には考えている。

野田委員

念のためだが、それは一旦 25%を超えるということはある訳だな。

鮎瀬企画局参事役

然り。これは元々 25% で全部抑えようとする、とても入札実務上間に合わない。それこそ、T+2 というところがもっと伸びていってしまうと

ということにもなりかねないので、そこは一旦超えさせて頂くのは許容させて頂いて、そのうえで…。

水野委員

償還によって戻れば、また買い上げるとここに書いてある。

白川議長

中身の議論は後からするが、本件に関して技術的な意味でのご質問は他にないか。

水野委員

技術的なことで、オファー日程等とあるが、これからCP現先とどのように使い分けていかれるのか。コマーシャル・ペーパーの買入れのオファー日程等というところである。これを出すこと自体は予測可能性が高まり良いのだが、それとCP現先はどのような組み合わせになっていくのか。

中曽理事（金融市場局長）

これは、日程を決めるつもりである。つまり、CP現先と企業金融支援特別オペはいずれも企業支援型のオペであるので、ある意味で重ならないように、オファーの日程というのは予め決めて、これも対外的にみえるようにしておいた方が、オペ先も集玉などがやりやすいのではないかと思っている。

野田委員

そういう意味では、ここではオファーの日程というのは、CP現先オペ、企業金融支援特別オペとバッティングしない形で決めていくという意味だな。

中曽理事（金融市場局長）

然り。1回のオファー3,000億円位を10回する。途中、償還があるのでその場合は予備日などを入れておいて、そういう日程の組み方にしたいと思っている。

白川議長

先程の長国買入れも一回で二つやる。3月はオペの数が飛躍的に増えることになる。

野田委員

この3,000億円というのは取り敢えずもうフィックスしてしまうということか。今おっしゃったように、調整のためにもう少し増やすとか、あるいは減らすということは、今のところ考えていないのか。

中曽理事（金融市場局長）

取り敢えず、3,000億円で10回位やっていこうかなと思っている。

野田委員

それで大丈夫そうなのか。今言ったように、またさらに追加でやるということはあり得るのか。

鮎瀬企画局参事役

一応、今回の公表文で、オファー日程等の部分には状況に応じて変更があり得るということで、増やすケース、減らすケース、可能性としては両方あり得るということイメージさせて頂いている。

野田委員

了解した。

白川議長

他にないか。

V. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、これから金融経済情勢に関する討議に移る。これに先立って、執行部より、政策委員の見通し計数と分布について、説明をお願いする。

雨宮企画局長

それでは、今頂戴した経済・物価見通しとリスク・バランス・チャートの数字とグラフ、チャートのイメージをご説明する。まず、大勢見通しである。シャドーを付しているのが前回展望レポート 10 月時点の見通しであるので、これと主に三角括弧内の中央値を中心にご説明申し上げますと、実質 GDP 成長率であるが、2008 年度、2009 年度両年に亘って相当大幅な下方修正の数字になっており、2008 年度が -1.8%、2009 年度が -2.0% ということである。2010 年度についても、下方修正ではあるが、中央値でみて、+1.7% から +1.5% ということなので、下方修正幅は小さめということである。国内企業物価指数であるが、こちらは専ら 2009 年度を中心に大きめの下方修正になっている。消費者物価指数であるが、こちらは 2009 年度が 0.0% から -1.1%、2010 年度が +0.3% から -0.4% という下方修正になっていて、この中央値でみる限り、2009 年度 -1.1% のマイナスの後、2010 年度もまだ少しマイナスが残る、こういう数字である。

次に、リスク・バランス・チャートであるが、何点か特徴を申し上げると、まず、(1) の実質 GDP 成長率であるが、これはもう当然 2008 年度、2009 年度に亘り、全般的に左の方、下方にシフトしているということと、特に 2009 年度については、左側、下方が厚めになっているということがある。それから、(2) の消費者物価指数のリスク・バランス・チャートであるが、これも全般的に大きく下方にシフトしている。このリスク・バラ

ンス・チャートのもう一つの特徴は、C P Iについて、2009 年度、2010 年度は、白抜きのグラフ、前回の分布はどちらかというところ、上方が厚かった。当時はまだ原油価格、原材料価格がどうなるか分からない、また上がるかもしれないというリスクを踏まえて、どちらかというところ右側の方が厚かったのだが、今度頂いたチャートはどちらかというところ左の方が厚い、その意味では、2009 年度、2010 年度についてもほんの少しではあるが、下方リスクの方が厚いチャートになっている、というのが前回との相違である。数字とチャートのご説明は以上である。

白川議長

何か質問はあるか。

それではまず、最初のラウンドでは最近の金融経済情勢及び中間評価について、お一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日は、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、水野委員の順番である。それでは、西村副総裁から願います。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢をみると、国際金融資本市場は昨年末までのパニックに近い状況に比べ、落ち着きの兆しがある。インターバンク市場を中心とする短期金融資本市場は、L I B O R - O I S スプレッドがドルを中心にスポット物でかなり縮小している。各国政府が打出した公的資金の注入、銀行債務の保証等の施策が、コーディネーションが十分でないための混乱がみられるものの、ある程度功を奏していると考えられる。ただ中長期の金融資本市場は、かなりの範囲で依然として市場機能が停止あるいはそれに近い状況が続いている。中央銀行がそのバランスシートを拡大し市場に参加したところでは、当該市場及びそれと高い代替性のある市場で市場機能の回復の兆しがある。しかし、まだ他の市場へ波及していないと考えられる。今後実体経済の急速な落ち込みが金融資本市場へのフィードバックを呼び、特に欧米金融資本市場がさらに脆弱になる可能性

が残っている。日本の金融資本市場も足許若干の落ち着きはあるが、今後の実体経済悪化から生じる流動性懸念は消えず、さらにウェブ・オブ・トレードの連関から欧米金融資本市場の変調が日本の金融資本市場に大きな影響を与える可能性も否定できない。こうした中、株式市場も為替市場も不安定な状態が続いている。

海外経済をみると、米国経済には足許従来とは異なる深刻な景気後退となる兆候がみられる。第一に、雇用調整状況をみると、企業が長期的成長率見込を大幅に下げつつあるように見える。実質GDPは、2008年第4四半期、2009年第1四半期でともに年率 $-5\sim 6\%$ と予想されているが、対応する雇用面の落ち込みは急速であり、12月には失業率が7.2%に達した。実体面の落ち込みがラグを置かず、同程度に雇用減に結びついている点が特徴である。過去50年の経済循環では、雇用は生産の動きにラグを伴いかつ生産よりは緩やかに変化するということが一般的であった。雇用調整にはハイアリング、ファイアリングともにコストが掛かり、かつ下降期間が比較的短く、その後に成長が見込まれるという経験則のもとで余剰人員を抱え込む——いわゆるレイバー・ホーディング——が合理的であったためと説明されている。これに対し、今般ラグがなくかつ同程度に雇用調整が進んでいることは、下降期が相当長い、さらにその後の成長が見込まれない、のどちらかあるいは双方を企業が予想していることを示唆している。

第二に、資産価格の下落が、住宅価格から商業用不動産価格へと広がると同時に、下落幅に歯止めが掛からない状況であるということである。エコノミスト予想では、住宅価格はあと10数%下落で止まるというのが支配的だが、それは過去数十年のGDPと住宅資産価値額の年平均や、アフォーダビリティの平均からの類推に基づいている。それは雇用調整に示唆された企業の深刻な見直し下方修正に比べて楽観的に過ぎるようにも見える。同種の議論が日本のバブル崩壊期の時にあり、予想が結局外れてしまったということを思い出さざるを得ない。さらに日本の場合は、不動産価格の下落に伴うバランスシートの傷は、家計は比較的浅く、もっぱら

企業に大きな影響をもたらす不良資産化した。米国では、今までは不動産価格下落の影響は家計のバランスシートを傷めていたが、今後企業のバランスシートも傷めていくことが予想され、企業と家計のバランスシートの傷みの間に、負の相乗作用が働く危険性も高まっている。足許はこのように実体経済の急速な悪化と、企業、家計の長期期待の急速な悪化が負の相乗作用を起こしているが、しかし今後オバマ新政権の施策が企業、家計の長期期待——これはいわば企業のアニマル・スピリット、家計のスペンディング・スピリットというものだと思うが——を嵩上げする効果が期待されている。

欧州経済、新興国経済もおしなべて状況が大きく悪化している。欧州では、輸出の急ピッチな減少に加え、設備投資、個人消費も減少し、後退モメンタムが強まっている。欧州委員会が先日発表した経済見通しでは、ユーロ圏の成長率は、2009年は-1.9%と大幅マイナス、2010年も+0.4%の低成長にとどまる姿となっている。中国ほか新興国についても、減速が鮮明になっている。中国については、景気の実態をよりタイムリーかつ正確に反映しているとみられている税収、発電量、輸入額といった指標が11月以降大幅な前年比マイナスになっている。ただし、11月に貸出総量規制が廃止されたことにより、足許、銀行貸出が猛烈な勢いで増加していることや、12月下旬以降、建設機械の稼働率が上昇しているとのアネクドタルな情報などからすると、地方を中心にインフラ関連投資がかなり積極化されているとみられるところもある。こうした動きが今後広がりを見せると景気下支え効果をもたらすので、引き続き注意する必要がある。

日本経済も、欧州と同様に負のモメンタムが強まり、景気は大幅に悪化している。輸出が近来にない急角度で減少し、設備投資も減少テンポが強まっている。輸出、設備投資の落ち込み程ではないが、個人消費も雇用所得環境の悪化を背景とした消費者の節約志向、買い控えの動きの中で弱まっている。こうした内外需動向を受け、生産は2009年第1四半期も前期に続いて大幅減少となる可能性が高いと思われる。

今後の見通しを左右する二つの要素について言及したいと思う。第一に、

先日の支店長会議報告では、今まで好調であった輸出や大企業製造業への依存が高い地域程、景況感の落ち込みが急ピッチであった。これに対し、毎月勤労統計で見ると、中小企業でも労働投入は落ち込んでいるが、大企業での激しい落ち込み程ではない。従って、海外発の負のモメンタムに対する中小、非製造業のレジリエンシーがどのようにみられるか、が一つのポイントだと思う。第二に、マスコミ報道により相当程度増幅されているとみられる、家計ならびに企業マインドの萎縮をどの程度緩和できるかということも、一つのポイントだろうと思う。現在は、不安の相乗作用が無用に負の相乗作用を強めているように思える点が気掛かりである。

今後の物価動向であるが、CPIは12月は恐らく0.3~0.4%上昇、1月は0.1~0.2%上昇となった後、昨年原油価格高騰の裏から今年半に深いマイナスになることが予想されている。その後マイナス幅が縮小するものの、大幅な景気後退による需給ギャップの悪化が持続することから2010年度にかけてマイナス圏に残る公算が高いと思われる。以上の点を勘案すると、中間評価としては、成長率は2008年度、2009年度とも10月展望レポート時点対比で大幅下振れ、かつ二年連続のマイナス成長、CPIインフレ率は2009年度を中心に下振れ、また2010年度内まで前年比マイナスが続くと考えられる可能性が高いと思う。しかし各国の財政政策の効果もあり、見通し後半には物価安定のもとでの持続的成長経路へ戻る道への次第に明らかになると考えるのがメインシナリオであるが、不確実性は極めて高いということを入れる必要があると思う。リスク要因として従来から述べている要因に加えて、足許の経済活動の急速な縮小が、特に企業の成長期待、インフレ期待を低下させ、これが負の循環メカニズムをさらに増幅させる可能性、そして何らかの要因で金融環境がさらに悪化する場合、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性にも言及する必要があると思う。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

中村委員

前回会合後に公表された指標は、いずれも国内外ともに経済活動が大幅に減速していることを示しており、金融システムと実体経済の負の相乗作用から景気が急速かつ大幅に悪化していることが確認された。特に、生産面では、先進諸国のみならず、中国、ロシア、豪州、中東における自動車販売状況の急激な悪化を受けて、日を追うごとに自動車の減産幅が世界的に拡大するなど、2008年第4四半期以降、各国とも極めて厳しい経済状況に直面している。こうした中、各国中央銀行の大幅利下げ等の金融緩和策により、LIBOR等の短めのターム物金利はリーマン破綻直後のレベルにまで低下しているものの、長めのクレジット・スプレッド等は依然として高水準であり、企業や個人の調達コストには改善がみられない。また、米欧の金融機関では、経済の悪化に伴う信用コストの増加に加え、保有する証券化商品等の予想を上回る損失拡大のため、業績が回復する目途が立っておらず、金融機関の信用仲介のメカニズムは引き続き毀損したままである。このような世界の金融経済情勢が回復するまでには、まだ相当の時間を要すると見込まれる。

米国では、経済全般が大幅に悪化している。1月のブルーチップのコンセンサス予想は、2008年第4四半期以降の実質GDP成長率は前期比年率で-5.2%、-3.3%と大幅な悪化を見込んでいる。住宅市場では、販売件数、価格ともに前月を下回っており、底を打つ兆しが全く窺われない。この間、Fedの介入によりモーゲージ金利は、歴史的にも非常に低い5%台割れの水準まで低下しているが、モーゲージ・ローンの新規借入申請件数はあまり増加していない。一方、ローンの借換申請件数は急増しているが、金融機関の融資姿勢の厳格化や、債務者の信用力や返済能力が低下しているため、実際に借換融資が実行されたのは、申請件数のうち3分の1から半分程度にとどまっているとの一部報道もある。こうした状況を勘案すると、差し押さえ防止策等も検討されているようであるが、住宅市場は当面、調整を継続すると思われる。個人消費についても、自動車、ガソリ

ン、建設資材を除いた12月の小売売上高は、前月比1.4%減少し、クリスマス商戦は極めて不調であった。12月の非農業部門の雇用者数が前月比52万4千人減少し、失業率が7.2%まで上昇するなど、雇用環境が急速に悪化している中では、先行きも個人消費が減少を続ける可能性が高いと考えられる。米国のロサンゼルス、ロングビーチ港での昨年12月の荷揚げコンテナ貨物の取扱量は、前年比-19.2%と前月の-11.5%より減少幅が拡大しており、消費の先行きの一段の弱さを示唆しているとも考えられる。輸出や企業部門の悪化も目立っており、米国経済が回復に転じるためには、検討中の大型の景気刺激策関連法案が早期に成立し、その効果が顕現化すると同時に、金融機関のバランスシートを健全化することが必要である。金融機関を取り巻く環境についても、BOAが政府から追加的な支援を受けるほか、シティはグループ内の事業分割に追い込まれるなど、厳しい状況が続いている。

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相乗作用から経済が大幅に悪化しており、特に欧州経済を牽引してきたドイツの輸出が11月に前月比-10.6%と急減した。内需も個人消費、設備投資、住宅投資ともに減少している。先行きも、外需依存度が高い中で、主要な輸出先である中東欧諸国やロシアの経済が一段と減速することに伴う下振れリスクが大きいと考えられる。中国では、経済の減速が明確になっている。12月の輸出は前年比-2.8%、輸入も同-21.3%と、いずれも前月からマイナス幅を拡大した。一方、貸出総量規制の撤廃といった政府による貸出促進策が奏効し、12月の貸出は前月比18.8%増加しており、内需の押し上げに繋がっていると考えられる。先行きの中国経済については、2009年の成長率が5%台まで減速すると見込む向きがある一方、中国政府は4兆元規模の財政政策により8%以上の成長を維持するとの見方も強く、見極め難い状況にある。いずれにしても、中国の高めの経済成長維持が、世界経済回復の牽引役との期待が大きいだけに、先行きの動向を注意して見ていく必要がある。この間、NIEs、ASEAN諸国においては、輸出が急減しているほか、民間消費も減速傾向を辿っており、経済が停滞して

いる。国内経済については、支店長会議でほとんどの地域で景気が急速に悪化していることが報告された。経済指標をみても、10～11月の実質輸出が7～9月対比10.7%減少したほか、機械受注や鋁工業生産も、それぞれ13.7%、7.4%減少するなど、輸出や設備投資、生産が大幅に減少している。海外経済が全体として一段と減速しているため、輸出は先行きも減少を続けると見込まれる。海運会社の話では、同社の12月の完成車の海外向け輸送実績は、前年比5割減となり、各自動車メーカーは3月末までに海外の在庫水準適正化を目標としているようである。なお、同社では100隻強の自動車専用船のうち、4分の1相当をスクラップ化や停船、備船解約により間引くとともに、船舶の減速運行により輸送量の急減に対応しているとのことであった。設備投資は、内外需要の悪化による稼働率の低下に加え、企業収益の減少や資金調達環境の逼迫により、先行きも大幅に減少を続け、生産も当面、大幅な減少を続けると思われる。家計関連では、12月の乗用車新車登録台数は前年比-22.8%の大幅減少となったほか、家電販売額も11月に幾分持ち直したものの、これまでの増勢に比べると弱さがみられ、個人消費全体でも雇用環境が厳しさを増す中で弱まっている。

企業金融面では、昨年12月は、銀行が融資残高を大手行で前年比+4.8%、地方銀行で同+4.9%と大幅に積み増したこともあり、多くの企業では年末の資金繰りに大きな問題もなく対応できたようである。また、政策投資銀行がCPの買取りを始めたことや、本行がCP買入れの検討を公表したことなどから、CPの発行レートが低下するなど、一時期の緊張感の高まりは幾分緩和されている。もっとも、社債の利回りスプレッドは拡大したままであり、発行規模や発行条件が調整できないために、発行計画に延期や見送りとなる案件が散見されるなど、起債環境の正常化には程遠い状況である。足許では、企業業績が急速に悪化しており、金融機関にとっても業績の悪化や、資本制約の懸念から、融資姿勢の慎重化が継続している。これから年度末に向けて、企業の資金調達環境が再び逼迫する懸念もあり、引き続き注意が必要である。私からは以上である。

白川議長

亀崎委員、お願いします。

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している。米国は、景気後退局面入り後 14 か月となるが、ISM 製造業景況感指数がさらに落ち込むなど、引き続き景気悪化の途上にあるとみられるため、戦後最長の景気後退期間である 16 か月を超える可能性は高いというふうに考えている。住宅市場では、先月は、金利低下の効果でローン契約が増加している点に期待したが、実際には借り換え中心で、着工や販売の改善には結びついていないようである。そのため、住宅価格の大幅下落にも歯止めが掛かっている。また労働市場では、多くの業種で人員削減が進み、12月の失業率は1993年1月以来の7.2%へと急上昇した。こうした中、個人消費は、懸念どおりクリスマス商戦は不発に終わり、10～12月期の小売売上高は前年比-7.2%と、1968年の統計開始以来最大のマイナス幅を記録するなど、大きく悪化している。

金融面をみると、FRBの大幅な金利引下げやリスク資産の買取り策、政府の金融機関への資本注入、新政権への期待などから、市場取引は幾分落ち着いてきているように窺われる。しかし、景気が一段と悪化する中、リスクテイク能力が回復する状況には程遠く、金融と実体経済の負の連鎖は深刻さを増している。こうした中で一昨日、大統領に就任したオバマ氏は、短期的には景気回復、長期的には競争力向上に向けた成長戦略に注力するとしており、経済再生に向けた力強いリーダーシップが期待できると思う。2年間で8,000億ドルを超えるとみられる予算の早期成立と実行が望まれる。

ユーロ圏も、昨年の秋以降、輸出や生産が前年比10%前後の大幅マイナスを示すなど、景気悪化が加速している。英国も、住宅価格の大幅下落が続いており、小売売上やサービス関連指標などが悪化している。欧州の景気変調は米国対比で遅かっただけに、これから悪化が増してくることが

懸念される。これに対し、各国が計画している大型景気刺激策には期待したいと思う。実際、先月より始まった英国の付加価値税率の引き下げは、消費者コンフィデンスを僅かながら改善させたようであり、今後の動向に注目したいというふうに思う。

中国については、小売売上高や固定資産投資は前年比 2 割の増加が続いているものの、輸出や生産については、秋口以降それまでの前年比二桁増から急ブレーキがかかり、特に輸出は 11 月、12 月ともマイナスに落ち込んでいる。このため、2008 年 10～12 月期の実質 GDP は相当程度、減速したと思われる。こうした状況を受け、中国政府は、金融、財政、総動員で素早く政策対応している。内需の火が消える前に各種の政策を打出したことが奏効したためか、銀行貸出の伸びが拡大している。今後は、4 兆元の景気刺激策が本格的な支出に結びつき、また人民銀行の易綱副総裁が昨年末に述べたとおり、企業の在庫調整がこの 1～3 月期に終了して、早期に景気が底打ちすることを期待したいと思う。

日本の景気は、大幅に悪化しているという執行部の見解はそのとおりであると思う。各種の統計は、過去例をみない大幅な悪化を示しており、また支店長会議では各支店長が異口同音に景気悪化の実例報告をし、実際、さくらレポートの景気判断も全地域悪化していることから、今後の展開に極めて厳しいものを感じている。これは、バブル崩壊以降、各企業は需要減少にストック調整が追いつかない経験を何度も経た結果、実需の減少を上回る速度で調整を行い、過剰ストックの蓄積を回避しようとしている面もあるかと思う。しかし、こうした行動は、減産が減産を呼んで、全体としてみれば必要以上に景気を悪化させ、底のみえない状況に自ら落とし入れている可能性がある点、警戒してみていきたいと思う。

コンポーネントごとにみると、まず輸出は、11 月の前年比が、米国、欧州、アジア、中東、ロシアの各国、地域のいずれもマイナスとなり、全体で -26.7% と大幅減少となった。価格下落や円高の影響もあろうと思われるが、数量指数も -22.2% であり、世界同時での景気減速、悪化の影響を受けた需要減少が主因といえる。設備投資も、11 月の機械受注が前年

比 3 割近い大幅マイナスとなり、今後の大幅な計画下方修正が予想される。また、個人消費も、百貨店やスーパーの売上高の減少基調が続いているうえ、10～12 月の新車登録台数が前年比 2 割強の落ち込みとなるなど、一段と弱まっている。

こうした大幅な内外需要の同時かつ急速な減少のもと、鉱工業生産も、10～12 月、1～3 月ともに前期比で二桁減少と、未曾有の規模とスピードでの減少が予想される。電気・電子機器や自動車など最終財の需要が世界的に落ち込む中、鉄鋼、化学品や電子部品、工作機械等、関連する生産財や資本財を含め、我が国が得意とする産業が、軒並み大幅な生産調整を強いられている。

もっとも、先日の支店長会議において、欧米に比べて相対的に技術力や体力のある日本企業は、こうした厳しい状況をむしろチャンスと捉えて、次の成長戦略を考えている事例が聞かれたのは心強いことであった。例えば企業関連では、原発向け鋼材の増産、太陽光発電設備やリチウムイオン電池の開発、半導体の後工程への参入、農業活性化に資するビジネスの推進、研究開発を聖域としての積極投資など、金融機関関連では、企業間の M&A 仲介への注力や、動産担保融資等による貸し広げなど、様々な取組みの実例報告があった。こうした活力ある企業行動は、来るべき景気回復局面での競争力向上に繋がるものと考えられる。

物価については、国際商品市況は、さすがに一本調子の下げではなくなってきたものの、原油価格は 30～40 ドル/バレル台と、低水準で推移している。こうした中、円高もあって、国内の物価に強い下押し圧力が掛かっている。仮に原油市況や為替相場が現在程度の水準で推移すれば、C P I（除く生鮮）の前年比は、ガソリン価格のマイナス寄与を主因に、早晚マイナスに転化するものとみられる。しかし、11 月の C P I（除く生鮮）も、構成する 521 品目の中で、価格上昇品目数と価格下落品目数との差は、なお +165 と三桁を続けている。食料やエネルギー以外でも +53 であり、引き続き多くの品目で価格が上昇している状況に変化はない。また、12 月の消費動向調査の結果をみても、依然として 7 割近い回

答者が先行きの物価上昇を予想している。そのため、ウエイトや価格変動の大きな品目の動きだけではなく、ウエイトの低い品目も含めた全体の動きに目配りし、物価指数の背後にある企業の価格設定行動や、消費者のインフレ期待について、引き続きチェックしていくべきと考えている。

以上のことから、今月の展望レポートの中間評価においては、イメージとしては2009年度は、GDPは大幅マイナス成長、CPIは石油製品を中心とした下落、2010年度は、GDPはプラス成長、CPIはゼロ近傍と想定した。以上である。

白川議長

山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

今回の会合では、中間評価も行うのでやや長めの視点も意識しつつポイントを絞って発言させて頂きたいと思う。まず国際金融資本市場と海外経済の状況についてであるが、厳しいという認識に異論はない。国際金融資本市場をみると、米欧を中心に強い緊張状態が依然続いているし、また海外経済については世界的な耐久消費財の減少などを背景に、著しく減速している状況にあるという認識である。この間、足許ではグローバルな規模での金融と実体経済の負の相乗作用が一段と強まっている点に特に注意が必要だと考えている。米欧においては、金融機関や投資家のリスクテイク能力が大きく低下するもとので、景気がさらに悪化している。また新興国、資源国でも米欧の景気悪化による輸出の減少に加えて、資金の海外流出等にもともなう金融環境の悪化によって減速傾向が強まっている。しかし、先行きの世界経済をやや長い目でみると、米国住宅市場における調整もいずれ進展することであるだろうし、また各国における財政と金融両面からの政策対応による金融不安の後退といったことも考えられるので、来年度後半以降、減速局面を脱していくと想定されるとみている。もっとも、今程述べたように金融と実体経済の負の相乗作用が米欧のみならず、新興国な

どにも幅広く波及している状況にあるだけに、先行きを巡る不確実性はかなり高いと考えている。

次に、我が国の経済情勢であるが、最近の経済指標が示すように、輸出や生産は過去に例のない急速かつ大幅な落ち込みをみせている。そしてこれが起点となって、設備投資や個人消費が減少しているということである。今後は、遅行指標である雇用面にもはっきりとした悪化の姿が現われてくるのではないかとみている。こうした点を踏まえると、現状我が国の景気は大幅に悪化しており、当面悪化を続ける可能性が高いということだと思っている。我が国については、数か月前まで設備や雇用面での過剰は小さく、金融システムも相対的に安定しているというようにされていた訳であるが、それにも関わらず、米欧と同様に、あるいは見方によってはそれ以上に、景気の急速な悪化に直面しているということである。これについては、日本経済が過去数年、自動車等の耐久消費財や資本財を中心とするグローバルな需要の拡大を前提とした成長メカニズムあるいは成長モデルを構築してきたことが背景にあるというように思われる。先般の支店長会議では、過去の景気後退局面とやや異なって小支店の景気認識よりはむしろ本店とか大阪、名古屋支店の景気認識が厳しかったという印象であった。輸出関連の製造業を中心に、より大きな影響が出ていることの現われと受止めたところである。そうであるとすれば、先行きの景気回復メカニズムも国際金融資本市場が安定を取り戻し、海外経済が回復に向うことが前提となるということだろうと思っている。そうした前提が整えば、交易条件が既に改善してきているうえに、生産調整が大幅かつスピーディに行われているということであるだけに、前向きの循環がいずれ見え始めるといことであろうと思う。我が国経済が持ち直すのは、前回展望レポートの想定よりは後ずれし、来年度後半以降とならざるを得ないように思うが、2010年度には潜在成長率並みの水準まで回復するのではないかとこのようにみている。

以上のような想定の後背にある重要な前提というのは、企業が抱くやや長い目でみた成長期待が大きくは下方屈折しないということであり、この

点に先行きのシナリオに関する大きなリスクが内在していると思っている。企業の成長期待に影響を与える要素は、勿論多様であるが、当面米国経済回復の前提となる米国の金融システム、金融市場の安定回復がいつ頃みえてくるのか。中国をはじめとする新興国の景気再加速の時期がいつ訪れ、回復のペースがどの程度かといった点が言うまでもなく重要である。さらに、我が国の経済構造との関連では、ここ数年我が国が築いてきた耐久消費財とか資本財の生産とその輸出に傾斜した成長のメカニズムというものが回復後の世界経済の成長メカニズムとの関係で何らかの修正を迫られることがないのかどうか。そしてそうした辺りについていつ頃見通せるようになるのかといった点が特に大事だと思っている。企業の成長期待の動静を正確に把握することは勿論難しい訳であるが、企業の設備投資スタンスであるとかあるいは雇用マインドといったことについてのミクロ情報などを手掛かりにしながら、注意深くみていく必要があるというように考えている。

次に消費者物価であるが、10月の展望レポートとの比較では、下振れることになり、来年度に前年比-1%程度まで大きく下落し、その後景気の回復に連れて下落幅を縮小させていくとみている。ただし、先行き需給ギャップが積み上がるということを想定すると、2010年度もなお若干のマイナスが残るとみている。こうした見通しでは、物価見通しが相当の期間に亘って物価安定の理解の範囲に収まらないということになる訳である。こうした物価情勢にあるだけに、人々の物価観が下振れ、実際の物価をさらに下押すことにならないかが当面の注目点だと思っている。そしてこのような物価の見通しを踏まえると、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく展望が開けるまでにはなお相応の時間を要することになると考えている。金融環境については次のセッションに譲ることとして、私からは以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

まず 10 月展望レポートの中間評価であるが、成長率、物価とも大幅に下方修正した。12 月会合において利下げを判断した時点で、金融と実体経済の負のフィードバックを背景とするグローバル経済の同時的落ち込みや、それに伴う輸出や生産の急激な下振れ、さらには物価安定のもとでの持続的な成長への回帰が後ずれする可能性を既に織り込んでいたので、今回の想定は、それを前回会合以降明らかになった幾つかの指標も踏まえながら、具体的に数値化したものということになる。ただし、フリーフォールといった例えが示すように、足許の急激な景気の落ち込みは我々や市場が想定していた以上に激しいものであり、また依然として底がはっきりとみえない状況にあるので、改訂後も不確実性が高く、下振れリスクをかなり含んでいると言わざるを得ない。

こうしたもとの、月報の概要については、特に違和感はない。内外の経済指標が厳しさを増すなかで、政策効果やコンフィデンスの回復などを含め、先行きに関する不確実性は確実に高まっており、予断を持つことなくシナリオの蓋然性を注意深く点検していく必要がある。

以下では、前回会合以降に公表された指標のうち、下振れリスクを高めているものに焦点を当て、そのポイントを簡潔に整理してみたいと思う。最初に海外経済であるが、米国では金融と実体経済の負の相乗作用を断ち切るべく様々な対策が打たれているが、効果はまだみえない。最近の非農業部門就業者数の大幅な減少、失業率の上昇など、引き続き雇用環境の悪化が続いているし、消費者信頼感指数も非常に低くなっている。こうした中、クリスマス商戦は低調に終わり、また新車販売も前月比ベースでは 4 か月振りにプラスに転じたが、依然として前年を 3 割以上下回る低い水準で推移していることに変わりはない。金融のタイト化、保有資産の減少のもと、今後家計部門が貯蓄率を上昇させて過剰債務の調整に動き出すのかどうか、今後の消費動向を占ううえでは重要なポイントだと思っている。住宅については下げ止まりの兆しのみえていた中古住宅販売が大きく減

少し、在庫が高止まるもとの、住宅価格の下落に歯止めは掛かっておらず、底入れの兆候を示す材料が少しずつでも増えていくという状況になかなか行き着かない。金融機関の決算内容は失望の連続で、この面での底打ち感もなかなか出てきそうにない。ただ、自動車についてはローンの条件緩和もあってリース向けに動意がみられるほか、住宅市場ではモーゲージ金利が大幅に低下するなど、明るい兆しもなくはない。新政権による政策効果への期待も込めて、米国経済は2009年後半には上昇に転じ、2010年後半にかけて上昇幅を拡大させていくとの見方を崩していないが、市場では、足許2009年の成長率見通しを下方修正する動きがみられているのも事実であり、以上のような回復パスが維持可能かどうか、実体経済と金融の両方を引き続き注意深くみていく必要があると思っている。

ユーロエリアについては、輸出、設備投資、消費といった民間部門のすべての需要コンポーネントで悪化傾向が顕現化している。消費者コンフィデンスも大幅な悪化が続いている。金融機関の不良債権問題について、まだ隠れている部分がかかなりある可能性があるし、政策対応力という面でも一つの国ではない難しさがある。また、ロシアや中東欧では資本流出が深刻化しており、ユーロエリアへの悪影響が懸念される。ユーロ経済の先行き懸念はユーロ安に現われているとも言える。アジアでも景気減速感が強まっている。NIEs、ASEANでは輸出が2割を上回る減少となり、生産もマイナス幅を拡大させている。中国でも、輸出の急減、全国70都市不動産価格指数の前年比下落、工業生産の伸びの鈍化、企業景気指数の落ち込みなど、景況感の悪化が目立っている。足許の銀行貸出の伸びをみると政策効果は期待できるとも思うが、在庫調整の幅が大きい国であることもあって、下振れる可能性も無視できない。なお、自国回帰や様々な形をとった保護主義の動きも世界経済の下振れリスクとみている。

以上のような世界経済の急減速を背景に、我が国経済のメインエンジンである輸出は、足許大幅な減少を余儀なくされている。11月の実質輸出をみると、前月比14.5%の減少と、遡及可能な1975年5月以降、最大の下落幅を記録した。12月についても、厳しい結果が予想される。今後為替

レートの変動も気になるが、輸出全体を下支えしてきた新興国向けは、現地経済情勢の悪化に伴う需要の減少だけでなく、貿易信用という金融面からも少なからず影響が出ている可能性がある。

こうしたメインエンジンの急ブレーキは、我が国の企業活動に大きな影響を及ぼしている。10～12月の鉱工業生産は統計開始以来、初めて二桁減となる見通しである。ただし、それでも出荷の減少に減産ペースが追い付いていかないのが実情であり、素材を含めた幅広い業種で出荷在庫バランスが大きく悪化している。こうしたことから、1～3月の減産幅はむしろ拡大する可能性が出てきている。予想を上回るグローバル需要の落ち込みが、ここにきて在庫調整の長期化リスクを高めており、留意が必要である。そのもとで企業収益の下方修正も大幅となり、設備投資の下振れも想定以上に大きくなりそうである。実際、11月の機械受注（民需、除く船舶、電力）や12月の工作機械受注の大幅減少は、ともに設備投資の大幅下振れを示唆している。こうした動きが企業の成長期待や潜在成長率の下振れを伴うものか気になるところであるが、その可能性は小さくないかもしれない。このように潜在的な成長力が低下しているとすれば、設備投資の減少幅は予想以上に大きく、かつ調整期間も長引く可能性がある。また、帝国データバンクによるアンケート調査では、製造業の3割が今年入り後の雇用調整を検討しているとのことである。倒産の増加もあって、雇用環境が雇用者の数、賃金の両面から今後一段と悪化するものと想定される。こうした中、コンフィデンス指標も記録的な悪化が続いている。雇用不安や株安が消費をより一層弱いものにする可能性も否めない。価格下落期待が耐久財消費や住宅購入を後ずれさせる可能性もある。また昨日の説明にあったように、我が国の金融環境は厳しさが増しており、それと実体経済との相乗作用も気になるところである。

以上のように、マクロの経済状況が悪化を続けるなかで、足許インフレ・リスクよりもデフレ・リスクの方を指摘する声が増えつつある。私自身も、2009年、2010年度の消費者物価をマイナスとしている。確かに、最近の急激なエネルギー・食料品価格の下落は想定以上である。しかしな

がら、今後、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が正常化していくにつれて、マイナス幅は徐々に縮小していくとみている。むしろ、グローバルな金融緩和状態が長期化するとか、資源の需給バランスに焦点が戻るようなことがあれば、投機資金が再びコモディティへ流入することは十分考えられる。市場からもそうしたことを見越してロングポジションを積み上げる動きが窺われているとの声が聞かれているし、実際、原油先物取引のネットポジションも、このところプラスの状態が続いている。世界経済の先行きに不透明感が強いもとの、差し当たってはインフレ・リスクを過度に意識する必要はないと思われるが、やや長い目でみれば、再びインフレ圧力が高まるかもしれないという目線を常に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何ら変わりはない。このようにインフレ率の変動する状況下、インフレ期待の安定化の重要性も繰り返し述べていく必要があると思っている。以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すれば、前回定例会合以降に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、世界の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た。2007年までの数年間、外需の拡大にほぼ全面的に依存して景気の回復と拡大を果たしてきた我が国経済にとって、この世界経済の減退のインパクトは、少なくともリーマン・ブラザーズの破綻以降、足許までは、他の先進国に勝るとも劣らない大きいものであった。この輸出の崩落とも言える大幅な減少を起点として生産も大幅な減産が実施され、それが企業の所得形成を急速に弱め、家計も含めた民間全体の支出行動のはっきりした抑止に繋がっており、実体経済は過去にない速度で不連続的に縮小していることが明確になった。国際金融資本市場は、中央銀行による金融政策および潤

沢な資金供給、各国政府の財政出動への期待の高まり等を映じて、株式をはじめとするリスク資産価格が一旦幾分持ち直したものの、実体経済の悪化と金融機関の損失拡大が再び意識され反落するなど、全体として著しく不安定な状況であることに変わりはない。こうした中、同時不況、シンクロナイゼーションの様相を深めている世界経済については、今後、数四半期、減速が続き、その後緩やかに回復していくとの見通しの大筋は変わらないが、一頃よりは足許、目先の減速幅は大きく、回復のタイミングも後ずれするとの見方が増えつつある。その背景としては、2002年以降の世界同時好況の間に蓄積された様々な不均衡の大きさが時間の経過とともに少しずつ明確になりつつあること、それにつれて、実体経済と金融、地域間という双方で負の相乗作用が強まっていること、がある。

また、金融という面から整理すれば、既に繰り返し指摘されているように、今回の金融不安の根底にある、米欧を中心とした金融機関のバランスシートに対する懸念が一向に払拭されず、従って資本の脆弱性の問題に解決の出口が見えないことがある。

一方で、各国の財政政策への期待は高まっているが、現時点では、その効果は不確実性が高いという整理にならざるを得ない。特に、世界中の注目の的である米国の再生・再投資法案の内容が公表されたが、今後、議会での審議を経て決定されるものであり、その効果の十分性——例えば止まらない雇用の喪失と資産の減少や信用収縮等により底割れに対する抵抗力を失ったかにみえる米国の個人消費をどれ程下支えする力を持つのかどうか——を見極めるには時期尚早と言わざるを得ない。

次に、我が国経済について前回会合以降の動きを整理したいと思う。実質輸出は冒頭にも述べた世界経済同時縮小の影響が11月に一気に顕在化した様相を示した。前月比-14.5%と統計開始以来最大の減少を記録した。地域別にも財別にも押し並べて二桁のマイナスとなったことも、そのことを端的に示している。先行きであるが、グローバル需要の回復には時間を要するということは既に述べたとおりである。海外経済の悪化とそれに伴う輸出の急減は、企業の支出マインドにも大きな負のインパクトを与えて

いることが明らかになった。設備投資の一致指数である資本財総供給、先行指数である機械受注ともに、11月は二桁の大幅な減少となった。投資の見送りや繰り延べのマイクロ情報は枚挙に暇がなく、今後も経済見通しの悪化がはっきりしていく中で、クレジット・タイトニングの影響も加味すれば、今後、数四半期は回復は見込みにくいと思う。

続いて、11月までの消費についてみると、家計調査結果は横這い圏内を保ったものの、その他は総じて弱さが目立つ。12月も、ウエイトの大きい自動車販売（含む軽）は前年同月比-17.3%と一頃では考えられない落ち込みとなったほか、その他にも販売は厳しいとするマイクロ情報に事欠かない。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や株価の低迷、それに加えて、派遣・契約社員等の再契約停止——いわゆる「派遣切り」——の過剰報道も少なからず影響しているとみられる消費者マインドの悪化が背景にある。今後、家計部門は従来よりも重い負担を強いられた形となることが予想されるため、貯蓄率の低下による下支えを織り込んでも、個人消費は当面、弱い動きを続けるものとみざるを得ない。

以上のような内外需要の急速かつ大幅な減少を反映して、生産も屈折的に減少している。11月の生産は統計開始以来最大の減少を記録したが、こうした大幅な減産にもかかわらず、在庫率は急上昇しており、総需要の急減に減産が追いつかない姿となっている。マイクロ情報等を踏まえると、この1~3月期は5期連続の前期比マイナス、しかも10~12月期に劣らない二桁のマイナス幅となる可能性が高くなっている。

続いて、物価であるが、11月のコアCPIの前年比のプラス幅は10月から0.9%ポイントの大幅な縮小をした。この縮小は、エネルギー価格の寄与度が0.82%ポイントから0.04%ポイントまで一挙に下落したことでその大半が説明できる。当面の物価は、昨年度までの物価上昇要因、すなわちエネルギー・食料品価格上昇の剥落という構図は基本的には変わらず、コアCPIの前年比は年央には-1%を大きく下回る水準に下落することが見込まれる。今後の物価をみるうえで重要なことは、一つに

このところの急速な需給バランスの悪化が、物価形成のダイナミクスにどの程度の影響を与えるか。二つに、急速な物価下落が、物価上昇期には比較的しっかりとアンカーされていた中長期的なインフレ期待に対してどう作用するのかである。目先数四半期の物価関連指標から目が離せない。

金融環境については、次のパートで述べることにしたい。最後に、金融経済月報概要の表現については、これまで申し述べた経済物価情勢に係る私の見方や中間評価と整合的であり、特段違和感はない。私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

既に多くのメンバーが経済、物価の現状と先行き見通しについて言及されているので、重複を避ける意味でも、私からは今後の経済・物価情勢を考えるうえで、重要と判断しているポイントについてコメントしたいと思う。全部で五つになる。

第一に、今回の世界的な経済の調整については、循環的なものではなく、構造的なものであるということを認識しなければいけないということである。サブプライムローン問題の本質は不良債権問題であり、我が国の不良債権問題が発生した 1990 年代は、まず企業部門が打撃を受けたが、今回のケースでは、資産価格上昇を起点とした過剰債務、過剰消費を抱えていた米国の家計部門が打撃を受けた。米国の家計部門は GDP の 7 割を占めているため、住宅・株式バブル崩壊に伴う資産デフレの影響は深刻である。最近では、不良債権処理を迫られる結果、民間金融機関は資本不足とバランスシート制約に直面している。その結果、企業部門は CP・社債等のリファイナンスが困難となり、設備投資抑制や雇用削減を強化している。このような、欧米経済を中心とする金融、家計部門のデレバレッジによる景気の下押し圧力は、コンセンサスよりも大きくなる可能性が高いと思う。

また、金融危機を克服した後も、欧米の金融セクターの資金仲介機能は、今回のクレジット・バブル崩壊前よりも低下すると見込まれる。そのため、企業、家計の資金調達コストは高くなり、潜在成長率も低下する可能性が高いと思う。また、最近の新興諸国の輸出、生産関連の経済指標の急激な悪化は、過去数年間の高成長を支えたものが、住宅価格上昇を背景にした米国の過剰消費であったことを示唆している。従って、世界全体の金融経済情勢を大きく捉えると、米欧の金融危機が新興国にも波及し、世界的に金融と実体経済の負の相乗作用が生じていることになる。既往のエネルギー・食料品価格の下落による実質購買力の回復というポジティブな要因は、金融ショックによる悪影響を相殺するには力不足だと思う。また、減産など供給サイドの調整スピードも速いのだが、世界的な総需要ショックによる需要減少の大きさはそれを上回る。勿論、輸出依存度が高い我が国においてもこうしたグローバルな調整に巻き込まれざるを得ない。11月の製造工業の稼働率指数は前月比-9.4%と大幅に低下する一方、生産能力指数は同+0.4%と増加した。今後、輸出企業中心に過剰供給構造を抜本的に修正する動きが予想される。製造業では、能力増強投資の凍結の動きがみえるが、設備投資削減はむしろ今後本格化すると思われる。雇用調整も厳しさを増すと見込まれる。この結果、我が国の潜在成長率は、調査統計局の想定している、1.0%台前半ないし半ばに低下していく可能性が高いと思う。

さて、第二のポイントは、こうした我が国の雇用情勢に対する懸念、それによる個人消費の腰折れリスクについてである。報道等では、非正規雇用の削減が注目されているが、最近の雇用関連統計をみると、正社員も所定外労働時間や賞与の減少によって雇用者所得が減少に転じている。雇用調整は、製造業から非製造業に広がりを見せるはずである。また、今後の雇用調整は賃金面にとどまらず、人員削減の動きが早期退職者の募集などの踏み込んだ施策の拡大、企業倒産に伴う非自発的な雇用減少という形で深刻化するリスクがある。家計の消費支出行動は既に節約志向を強めているが、雇用・所得環境が一段と悪化すれば、個人消費が腰折れするリスク

は否定できなくなってくるのではないだろうか。

第三に、中国が本当に高成長を維持できるのかという点である。政策当局は、主に財政刺激策で何とか8%程度の成長を維持しようとしているが、沿岸部で失業した出稼ぎ労働者は、内陸の農村地帯に戻っているだけに、政治的には、成長産業を支援するよりも、内陸部での生産性の低い分野で雇用を創出することを目指すはずである。その結果、マクロ的な過剰雇用、過剰設備の問題が放置されてしまうリスク、我が国の中国向けの一般機械、建機の輸出の低迷が長引くリスクなどが懸念される。また、中国は低賃金、低コストを背景に世界の工場として経済発展をしてきたが、これまでの、また今後予想される外資系企業による設備廃棄——工場やオフィスの閉鎖等であるが——や雇用削減の動きが過小評価されている可能性があると思う。ちなみに、東アジア全体でも、中国の沿岸部、シンガポール、香港など経済のグローバル化が進展し、金融セクターのウエイトが大きい国、地域の景気減速が目立つことは、今回の欧米の金融危機の深刻さを裏付けていると思う。

第四に、ヒト、モノ、カネの往来が縮み出しているということである。我が国の貿易統計をみると、輸出入の数量指数、実質指数のどちらも減少傾向となっている。また、中国の12月の貿易統計によると、先程も亀崎委員からあったが、輸出入ともに2か月連続でマイナスを記録した。昨年10月まで、輸出入ともに前年比2割弱のプラスを維持していたことを考えると、世界が一変した感がある。また、輸入についても11月の-17.9%から12月は-21.3%と二桁のマイナスが継続している。メディアあるいはエコノミストは、貿易収支に注目しがちであるが、輸出額と輸入額を足した貿易額の落ち込みは目を見張るものがある。輸出の急減は各国共通の現象である。これは、内需減速が輸入減少に繋がり、相手国の輸出減少をもたらし、世界同時の景気減速に繋がるという、いわゆる負の連鎖が生じている可能性を示唆している。そのように考えると、海運市況の暴落や、国際商品相場の下落は当然であると言える。グローバルな証券投資も縮小気味である。投資銀行によるレバレッジを活用した収益拡大モデルの崩壊、

バランスシート制約等を背景とした商業銀行における貸出余力の低下など、主要国の大手金融機関の金融仲介能力の低下は、世界経済の拡大の障害になっている。

第五に、世界経済が安定成長軌道に復帰するまでの時間が、我々が想定しているよりも長くなる可能性があることである。主要国企業の成長期待は、少なくとも新興国の景気再拡大が始まるまでは低下するリスクがあり、設備投資計画の縮小やM&A活動も低迷するリスクが高い状況である。また、金融ショックによる資金繰り悪化がその動きに拍車を掛けることも見逃せない。このため、悪いシナリオとしては、米国の景気回復の後ずれ、財政赤字拡大によって長期金利が上昇するリスク、米ドルが下落するリスクなどを指摘できる。中間評価に関しては、先程執行部の方から集計した紙が配られているとおりのシナリオで良いかと思うが、どちらかと言うと景気、物価についても下振れリスクが見通し期間中に高い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

第一のラウンドでは、中間評価月でもあるので第一の柱に基づく点検と第二の柱に基づく点検について、取り敢えず中間的総括を試みたいと思う。ただし、企業金融については、重要なテーマであるので後のラウンドで触れることにしたいと思う。若干の整理をしたうえで、幾つか議論したい点を提起させて頂こうと思う。全体として、定性的な判断としては大きな違いはなかったと思うが、景気の現状については、我が国の景気は大幅に悪化しており、当面悪化を続ける可能性が高いというのがほぼ一致した判断だと思うし、私自身もそういうふうに思っている。その背後には色々な理由がある訳であるが、大きく分けると第一に海外経済の減速により輸出は大幅に減少しているということ。第二に、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。それから金融環境が厳しさを増しているということであったと思う。物価についても、皆さんのトーンは殆ど同じであったが、前年比は石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着き

を反映して、足許は低下している。春頃にかけては需給バランスの悪化も加わって、マイナスに転化していくということであったと思う。問題は先行きであるが、より不確実性が高い。その中で敢えて中心的な見通しを政策委員会メンバーとして出すということであると、2009年度の後半以降、我が国経済は持ち直して物価の下落幅も縮小していく姿を一応想定している。つまり、見通し期間の後半には物価安定のもとでの持続的成長へ復していく展望が開けるが、不確実性が高いということであったと思う。ただし、この見通しについては色々な前提がある。色々な整理の仕方が可能だとは思いますが、クルーシャルな前提としては、一つは中長期的な成長期待あるいはインフレ予想というのが大きくは変化しないということ。それから二つ目には、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻す。三つ目には、海外経済が減速局面を脱するということであったと思う。この前提というか、こうした考え方について、後から若干論点を提起したいと思っている。

それから第二の柱に基づく点検であるが、景気についてはどなたも下振れリスクの方を懸念されているということであったと思うし、私自身もそうである。それを少し要因分解すると、世界的な金融情勢の悪化や海外経済の下振れが第一である。それから、第二に企業の中長期的な成長期待の低下による設備や雇用の調整圧力の増大ということ。第三には、金融と実体経済のマイナスの相乗作用の強まりということであったと思う。物価を巡るリスクについては、多くの方が下振れ方向のリスクを懸念されているということであった。ただし、須田委員の方からは、勿論下振れリスクも意識するけれど、同時に中央銀行としては当然足許の商品市況も考えると、上振れリスクも常に意識しておく必要があるというご指摘があった。

一応、こういうふう整理したうえで、私自身が若干お聞きしたい点、議論したいと思うことは、グローバル経済についての見方である。これだけ世界同時不況になっている訳であるから、世界の景気を離れて日本経済自体が単独に改善していくというのは有り得ない訳であるし、逆もないと思う。そういう意味で、このグローバルの見通しについて改めて若干議論

してみたいと思う。日本銀行の今回の見通しに限らず、国際機関にしても、各中央銀行の見通しにしても、2009年の後半というか終わり頃から徐々に回復していくというのを一応標準形にしている訳であるが、その根拠は一体何なのか。私自身、その見通しにチャレンジしている訳ではないのだが、一応露骨に言ってみるとどういうことであるのか、ということである。一つは、これだけ金融財政政策を拡張方向でやっているのでもいずれその効果が出てくるというのが第一である。それから、二つ目は現在の景気を大きく引っ張っているのは金融システムの問題であるので、その金融システムの面について色々な面での対策が採られてきている。やがてはその結果、金融システムは安定を取り戻していくということだと思う。三つ目は、様々な調整が現在進行している。例えば、生産もこれだけ急激に落としてきているし、まだまだ調整は終わっていないが、住宅もあれだけアメリカで販売件数が落ちてきており、色々な意味で調整は進捗している。市場内部、民間内部での調整が進んでいくということである。そういうことを考えると、標準形としては2009年の終わり位には、底を打つ——ただしその後の回復は緩やかである——というのは常識的な見通しであるし、私自身異論がある訳ではないが、本当にそれに落とし穴はないのかということを一応議論しておく価値はあると思う。

それから、第二の柱で考えた場合、景気が大きく下振れるリスクがあるかどうかであるが、私自身色々な場でよく聞かれるのは、29年型の不況はないのかということである。それに対しては、その可能性は小さいといつも言っているし、私自身も結論的にはそうだと思っているが、その論拠をもう一度点検してみたいと思う。通常、29年型がないというのは、第一は金融機関の破綻に対して有効な対策を各国の政府、中央銀行が講じてきている。そこが大きな違いだということである。これは確かにそうだと思う。流動性の供給という意味でもそうであるし、それから公的資金の注入もそうであるし、民間金融機関も色々な努力をしてきていると思う。ただ、敢えてそれに対して反対の議論をしようと思うと、今回確かにマネーサプライは29年以降のアメリカのように3割落ちるということはなかつ

たが、現代版のマネーサプライというか現時点で何がそれに対応するのかということを考えてみると、リーマン破綻以降のデリバティブ市場を含めて、色々な金融市場の混乱を考えてみると、実は既に相当のことが現に起きてしまっているということは言える訳であるから、その第一の論拠であまり能天気と言っているのもどうかという気も頭の片隅ではいつもしている。それから、29 年型ではないという第二の理由は、今回財政金融政策は拡張方向で運営されているが、前回は緊縮方向であったということである。これは大きな観察としてはそうだとは思うのだが、ただ今回多くの中央銀行がゼロ金利に直面している、あるいはもう間もなくゼロに接近してくるという状況である。信用スプレッドは基本的に高止まっているということで、確かに通常の意味であれば緩和的な金融政策が効果をなかなか発揮できていないというのが今の状況であろうと思う。また、財政も確かに拡張方向で運営されているが、市場の落ち込みに比べて本当に拡張方向なのかという議論をすると、そうではないという議論もあるいは可能かもしれない。ここにも落とし穴がないかどうか。それから三つ目に考えられているのは、前回は保護貿易主義が台頭したが、今回はそうではないということである。しかしこれも、自動車に代表されるように各国形を変えた保護主義をやっている訳であるから、そこもそう無邪気には言えないという感じもする。ただ、結論として私は 29 年型だというように言うつもりは全くないのだが、ただ一応点検はして、これは答えが出る訳ではないが、一応どんな風に考えているか点検しておくべきである。結局今は日本経済を議論する時にはグローバル経済を議論するということだろうと思うので、若干それについてお聞きしたいというふうに思う。

水野委員

先程、今言われたことに対して答えたつもりではいたのだが、まず第一に、最近強く思うのは、2003 年後半から 4、5 年、世界経済は拡大しているけれども、金融セクターの果たした役割というのは、凄く大きかったということである。逆に言うと、アメリカが典型であるが、経済全体がレ

バレッジで高い成長を上げてきたということなので、元の水準に、例えば生産・支出・所得が戻るのに、本当に戻るのかどうかも含めて、相当時間が掛かるのではないかということを感じなければならぬ。あと、BRICsがあるから大丈夫と、これもよく聞かれた議論であるが、結局先程も言ったが、アメリカ経済の過剰消費があったからBRICsが輸出主導で成長できたという面がある。それから、デモグラフィーを考えると、BRICsの中で、中国、ロシアというのは高齢化社会なのである。ロシアは、人口減少を実際に行っているということを見ると、本当にBRICsの成長期待というのは、数年前のように戻るのかどうかということ。それから、財政政策拡張もそれはそれで正しい政策、処方箋なのだと思うが、特に財政がどこかで健全化しなければいけないという点に対しては、そのコストも払うということであるから、その時は景気に対して下押し圧力が掛かってくるであろう。また、金融についても、これもどこかで戻さなければならぬということを見ると、やはり2007年まで順調にきたあの世界が再現されるとみるのは、少し無理があるかなという感じはする。

野田委員

先程調整もいずれというふうに白川議長がおっしゃったけれども、先程も少し申し上げたとおり、このギャップというのが実は4年間ないし、5年間で積み上げられたものというのは、思いの外大きかった。それを計量的にどうかと言うと、これから色々検証してみる必要がある本当に大きな問題だと思う。特に、やはりアメリカの過剰消費、その裏にある過剰債務の積み上がりというのは、やはり大きい。それで、前から私が申し上げているように、デカップリングと言われていたのが幻想だったというのは、まさにそのとおりで、アメリカ発というところ、グローバルの中でもまずやはりアメリカは本当にどうなのというところに議論をまず絞るのがやはり必要である。その調整というのは、私はなかなか計量的にみられないのだけれども、段々段々不安が増してきている。ここは、本当に色々な施策がまだ実際ほとんど何の効果も表わしていないから、余計大きくみえ

るということもあるのかもしれないけれども、この効果が出てくれば、ある程度、然程でもなかったなということに、あるいはなれば良いなと思っているのだけれども、そこがなかなか見通せない。申し訳ないけれども。

白川議長

野田委員がおっしゃったように、皆の心の中で不安が少しずつ大きくなっていて、ただ、あまり大きな声で言うのが適当ではないという気持ちもあり、結果として、各国当局の見通しが若干楽観バイアスを持ってはいないかということが多分多くの方が気にしているのだと思う。これは、後半の政策運営の体系というか政策運営の哲学をどう考えるのかということも密接に絡んでいる。つまり、今色々な形で、何とか理由をつけていこうということは、短期的な落ち込みを防ぐという意味では必要なのだけれども、しかし、それは最終的に必要な調整の完了時期を遅らせるという話であるから、それは必ずしもどちらが良いということかではなくて、最終的に社会の選択ということに多分なるのであろう。そうした問題に今各国の当局は、直面しているという感じが個人的にはしている。

須田委員

グローバル経済をどうやってみていくかと言った時に、皆さんおっしゃるように色々世界が変わっていて、どこが変わっているかと問われれば、やはりエマージングの諸国が出てきて、それが強くなってきている点である。その中で、前のようにリーダーがいて、コアの人がいて、例えば為替政策でもコアのメンバーだけである程度世界を作っていくということは、まずできなくなった。どういう調整にしてもバードンシェアにしても凄く難しくなった。そういうことがあるから余計、合成の誤謬が出てくるようなことになっているのだと思う。それから、やはり何だかんだと言っても、私は今保護主義を凄く気にしている。先程水野委員がおっしゃったけれども——前回も私が言ったけれども——、世銀がここ 20 数年来で初めて世界貿易が縮小するのではないかという予想を出しており、それが与

える影響というのは凄く大きいと思っている。保護主義が関税だけではなくて、色々な形を採っている。昔は通貨切下げ競争であり、高関税であったのだが、それが目に見えるから、国境のところで対応すれば良かったのに、日本の前の構造調整問題ではないが、この中でイコールフットィングで、皆で競争しようというのは、凄く難しくなったという感じがする。だから、世界経済がこうして相互依存になった時に、本当にグローバルでみていくことの難しさという意味では、先行きに一杯問題があるなと思って、今、凄く私は悲観的にみている。29 年型との関係では、今、日本も少し問題になっていることだけれど、セーフティネットがどれだけ用意されているかということがある。それが前にはなかった訳である。あれだけ失業者が一杯並んでという状況を見せられていると、日本でも今回日比谷公園でどうこうというのをみせられるだけで、凄く不安心理が高まることになるので、そこは、やはり今は基本的にはセーフティネットがあるということが、大きな不安材料を引き起こさないできている背景にあるということだと思う。

亀崎委員

グローバル化と同時に、お金（マネー）、これ自体が、非常に実体経済への影響を強めている。本来ならばマネーというのは実体経済の潤滑油であるべきものだが、実体経済の中で、むしろリスク・アペタイトをもって儲けようとして走っていく。例えば、WT I については、NYMEX という非常に小さな金額の市場に、ヘッジファンド等の色々なお金が、それまでの取引額を超えるような物凄い金額で入っていった。こうした動きは、明らかに価格を押し上げていく。昨年 1 月、原油価格が 100 ドルの頃、30 ドル、40 ドル分は投機マネーによるものではないかと言われていたが、その後あっという間に 147 ドルまで上がっていった。この動きはほとんど投機マネーによるものである。また、お金が余っているから、サブプライムローンなどで色々な金融商品を作って、それで需要を喚起していこうというようなことも行われた。私は、今回の経済変動は、

やはり基本的にはお金が過剰にあるために、それ自体が起こした問題なのではないかと思う。そう考えてみると、グローバル経済の中で、景気が回復に向うためには、財政政策も勿論必要なのだが、根本的なところは、先程山口副総裁がおっしゃったとおり、金融システムの安定が重要だということはあると思う。米国のTARP（トラブルド・アセット・レリーフ・プログラム）資金の7,000億ドルのうち、最初の3,500億ドルは、金融機関への公的資金の注入ではなくて不良債権の買取りであったはずであるが、これを全くやっていない。不良債権を早くバランスシートから切り離していかないと、実体経済に対してのお金が回らない。これが進んでいないので、国際機関の世界経済見通しは、2009年は最初4.3%位であったGDP成長率がどんどんどんどん下がって、0.6%位になってしまった。これは、やはり何と言っても金融機関の不良債権処理がなかなか進んでいかないため、アメリカ経済の回復時期がずっと後ずれしていることによるものだ。従って、私はTARPの3,500億ドルを使って、早く不良債権を切り離していくということをやらないと、まだまだ後ずれするのではないかと思っている。

野田委員

先程私が申し上げた調整というのは、金融機関のバランスシートのことである。今おっしゃったバランスシートの調整というのも大きくなっている。

中村委員

2002年とか2003年位から世界の貿易と自動車の生産が急拡大してきた。また、従来はあった金融面からの制約がほとんどなくなり、もう資金調達のことは心配しなくて良いということで拡大してきた。そのバブルがはじけて、今調整しているのだが、色々なものがやはりまた2002年とか2003年のレベルまで戻らないと調整は終わらないのではないか。そういう意味では、調整に相当時間が掛かるという気がしてならない。

白川議長

あと、もう一点論点として、物価であるが、多くの人がおっしゃったように、下振れリスクについて特に注意を要するということである。私自身もそうだと思う。問題は、物価が下がるという意味ではデフレなのだが、いわゆるデフレで心配なのは、多少曖昧な言葉なのだが、デフレ・スパイラルに陥るかどうかなということだと思う。この点では、ほとんどの方がおっしゃったように、中長期的な予想インフレ率というか、要するに物価安定のアンカーがちゃんと保たれているかが非常に大事だと思うし、その観点から中期的な予想インフレ率の動きについてしっかりみていくということが大事だと思う。それで、2000年度以降、改めて消費者物価指数の推移を、旧ベースであるが、当時利用していたベースでみると、2000年度は-0.6%、2001年度が-0.8%、2002年度が-0.8%だった。若干違いがあるが、今回我々が出そうとしている物価上昇率と割合似ている訳である。当時は、デフレ・スパイラルに陥るかどうかなということが関心事だった。結果的には、景気は確かに厳しかったが、物価の下落が原因となって、さらに景気が落ち込むという意味でのデフレ・スパイラルには陥らなかったというのが一般的な解釈だと思う。先だって、の幹部が来たが、その時の大きな問題意識の一つは、日本は前回デフレ・スパイラルに陥らなかった理由をどういうふうに理解すれば良いのかについてであった。何人かで議論したのだが、非常に真剣に聞いてきていた。今答えが出ている訳ではないが、少なくともデフレ・スパイラルを議論する時の論拠に即して議論すると、幾つかの論拠があると思う。一つは日本の場合、賃金が伸縮的であるということだったと思う。賃金が下方硬直的であると、企業にとって賃金コストが調整しきれないから、結果としてさらに景気が悪化するということである。一つはその可能性。しかし一番大きいのは、中長期的な成長率、期待成長率がそれ程落ちなかった、つまり、足許確かにマイナス成長にはなったが向こう5年、10年を考えて日本経済がずっとマイナス成長でいくかといえ、そこまでは悲観しなかったと

ということだと思う。それから、物価の下落幅も確かに足許-1%位になった訳であるが、どんどん物価が下がっていくという訳ではないということで、そうすると潜在成長率、期待成長率と、それから実質金利の関係で逆転現象が起きなかったということだと思う。それだけに、中長期的な期待成長率、あるいは中長期的な予想インフレ率の動きというのは——なかなか掴み所のないものではあるが——、そういうものをみていくということは、やはりクルーシャルに大事だと思う。今回前回と同じように避けられるかどうかということを見ていく時のポイントとして、皆さんがおっしゃったことだが、そういう中長期的な予想インフレ率、成長率は、やはり大事である。このことは対外的な情報発信の時に非常に重要になってくる訳である。デフレではないか、デフレ・スパイラルではないかという時に、我々自身、一方でそういったことについて十分意識は持っているということは言う必要があるが、他方で、非常に心配であるという意識は持っているけれども、しかしデフレ・スパイラルになっていくというメッセージについては、現状そういった判断はしていないし、そのバランスをとった情報発信というのが、大事であると思っている。

水野委員

同じことをポジティブに言うと、企業が過去2回、三つの過剰と言われたことの反省もあって、非常に短期的に減産をして、過剰債務、過剰雇用、過剰設備、これを持たないようにしようとしている。これをスピーディにやればやるほど、実は短期的なデフレ圧力が掛かる訳である。それが良いか悪いかというのは、価値観の問題もある。今企業は少なくともこのグローバルな景気拡大見通し、あるいは成長期待をやや下方修正していて、短期的にはそういう圧力が掛かりやすい。けれども、結果的にその成長期待が大きく下がらずに済めば、多分デフレ・スパイラルになることは避けられるのかなと、そういう言い方なのだろうというふうに私は思っている。先程白川議長がおっしゃったアメリカの話の皆さんがされているので……。今アメリカは、リフレ政策を採っていると私は思っている。ブッシュ政権

というのが何だったかと言うと、要は資本主義と小さな政府だった訳であるが、デフレあるいは景気の失速を避けるためにオバマ政権が誕生してやろうしているのは、大きな政府とF e dのバランスシートを活用した効果的な政策をやるという、この組み合わせになってくる訳なので、多分デフレを避けようとした政策を採ってくる。ただ、これは結果的にはエグジツトのところで、相当大変だろう、我々の量的緩和よりももっと大変だろうなというのは想像に難くないという感じがする。

須田委員

先程の白川議長の話とほとんど同じなのだが、クルーグマンが日本に対してかなりマネーを出してインフレにしろと極端な議論をした時、彼の頭にあった前提は、日本の均衡実質金利がマイナスであるということであった。それを裏返して言えば、期待成長率が高ければ彼の議論というのは、そもそも起こらなかった。それからやはり白川議長もよく言われているように、本当にデフレと経済ないしは物価とが悪循環していくという時には、資産デフレというかそちらの方で。そういう意味では、今の日本は、その調整圧力はそんなにないということは——すなわち調整しなくてはならない債務があまりないということは——、デフレ・スパイラルに日本経済を陥らせる可能性はかつて心配した程にはないという議論はできる。

山口副総裁

先程おっしゃられていた世界経済との関係でいくと、二つ問題が提起された訳である。それについて言うと、変化のスピードがグローバルにみて非常に速いということと、それから世界経済が、これは大恐慌の時と比べても当然そうなのだが、現状非常に多極化し、グローバル化しているということである。この二つの点をしっかりと踏まえておく必要があるという気がする。変化のスピードが速いというのは、当然のことながら、ベクトルの向きとしては適切な対応であっても、必要な時に必要かつ十分な政策が採られるかどうかを保証しないという意味で、政策対応が非常に難しく

なるということである。それから世界経済自体が非常に多極化してきているということは、その時々で適切な対応を各国が確実に採り得るのかどうかについて、難しさを伴うということだと思う。この辺りについて、悲観的に考えると、世界経済の回復の時期については、やはり慎重に考えざるを得ないということになる。大恐慌時代と比較しても、やはりかなり大きな問題を抱えている可能性があるというふうに考えるべきではないか。金融システムの安定回復ということだけとっては、これは白川議長自身ずつとされていることではあるが、実体経済と金融の負の相乗作用が進んでいる中では、不良債権の規模自体なかなか確定できない。仮に確定できたとしても、政治のプロセスとして必要かつ十分な政策を打出すことが出来るのかどうか、国民の意識がそういうことを是認する方向で動くのかどうかという、非常に大きな問題を抱えているように思う。従って、変化のスピードが速い中で、実体経済と金融の負の相乗作用も非常に速く進み、そのために、必要な施策を十分に適切なタイミングで打つことが難しいという状況があるように思う。この辺りを考えてみると、正しいが後手に回り続ける政策の効果と、ゆっくりと進む誤った政策の効果をどのように比較し、評価するのかという、非常に微妙な問題もあるという気がしている。大恐慌当時よりは今の方が我々の政策当局の情勢認識も的確であるし、政策対応力も向上していると言い切れるのかどうか、その結果として、当時のように経済情勢が悪化することはないとみていて良いのかどうか、この辺りについてはやはり慎重であるべきではないかと私自身は思っている。

水野委員

山口副総裁の言うことはそのとおりだと思うのだが、今回の欧米の金融危機の影響がより深刻で長いという期待が政策当局に出れば出る程、政治には国民感情というものが入ってくるので、対応が非常に近視眼的になるというか、例えば今、欧米をしてみると、金融機関のバランスシートを政府と中央銀行が丸抱えするというようなことがまだ起きている訳である。それをやっていない日本については、金融機関がややハンディキャップを

負うことになる。これは今度は、金融の規制をどうするかという話も含めて色々な問題をはらんでくるので、白川議長が何回も言われている形を変えた保護主義というか、これが起きてくる可能性がある。おっしゃるとおり、今非常に問題が深刻になっていたが故に、どういう手を各国が出しているのか、それはベストソリューションかどうかというのは、事後的にしかならない。政治的に国民感情的にベストなソリューションというのはとにかく出血止めであるから、ややオーバーシュート気味になってしまう可能性はある。

野田委員

それから、グローバル化と山口副総裁が整理されたが、やはりどうしても自分の庭をきれいにするということは、では他の庭がきれいになるかと言うと、必ず相対的なものだから、そこはやはりやられている。まさに近隣窮乏で、昨日金融市場局から説明のあったサムライ債などが、まさにその最たる例だと私などは思うのだが、そういったものが、各地色々なところで既に起こっている。だから、なかなかグローバル化で成長してきたのが、そこが完全に今、逆に我々にとっては、一つの足枷になっているというか、火薬庫になっている。

白川議長

そういう気がする。

西村副総裁

マークトウェインの「History never repeats itself, But often rhymes.」という言葉があるが、1929年型の不況、例えば先程言った保護主義というのが、明らかに今、全く違う形で金融市場を通じたある種の保護主義というか歪み——保護主義というのは歪みであるから——が生じてきているということがある。そういうことから考えれば、1929年と比べて、ある面においては、リングフェンスされている訳であるけれども、ある面においては、

1929 年にはなかった大きな危険性をはらんでいるという形になる。私の個人的な思いつきの段階であるが、恐らくかなり我々のメインシナリオの形でいくのだろうが、メインシナリオの先がどうなっていくかというところ、要するに 2010 年以降を展望して何が起こるかと言うと、ちょうど前回の減税の時のダブル型のディップであるというまさにその形になってきている訳である。そうやってきた時に、選挙民のペイシェンスがどこまで続くかという問題がやはり大きな問題になってきて、経済政策というのはやはりポリティカルな要素が極めて大きくなってくる。そういったことを我々は考えて、やはり政策を考えなければならない。優れて経済政策がポリティカルになってくるということを考えなければならないのではないかなと思っている。それから、もう一点は、今はその話は出てこなかったのだが、ジオポリティカルな要素というのは極めて強くて、特にイスラムにおける人口の爆発と、それからその他の国における中国も含めてであるが人口の減少ということが、世界に関して非常に大きなストレスを与えているということは、変えられない事実である。ということは、どうなるかと言うと、ちょっとしたことで、非常に大きな変動が生じ、価格面に影響を及ぼすということであるから、今回の場合で言えば我々はあまりインフレに関して上振れのことについてはあまり述べてはいないのだが、実はジオポリティカルには、非常に大きな上振れのリスクもなくなった訳ではないということである。中東に関してもそうであるし、それから中国に関しても場合によっては、ちょっとした中国の動きによって、特に資源価格が大きく変動することが十分に考えられるということから、そういった意味でのテイル・リスクということも十分考えていかなければいけない。そういう中で、しかしコーディネーションが上手くいっていない、単純な意味で上手くいかない時に各国がどういう形でフォローするか、その時にできるだけ最悪のベガー・マイ・ネイバーだけはやはり避けていかなければいけない、そういうセカンドベストの世界に、我々入っているというところを頭に入れてやはり行動していかなければならないし、我々は情報発信していかなければならないのではないかなというふうに考えている。

白川議長

それでは、取り敢えず、第一ラウンドをここで終わって、再開は 11 時 15 分でお願いします。

(11 時 05 分中断、11 時 15 分再開)

白川議長

それでは再開する。

VI. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針および先程、執行部より説明のあった企業金融面での措置についてお一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。順番は前回と同様である。では西村副総裁お願いします。

西村副総裁

現在、前回政策変更の効果がそれなりに出つつあるように思われるが、不確実性は大きい状況である。効果を見極めると言う点からみても次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと考えている。

次に今後の金融政策の考え方について述べ、それに関連付ける形で、「企業金融面での追加措置に関する考え方」と「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領の制定等の概要」についての意見を述べたいと思う。まず平時、つまり金融資本市場で市場機能が十分に機能している時は、短期・長期の市場間、リスクの異なる資産市場間で、様々な裁定取引がなされ、リスク無しで投機的な利益を得ることが事実上不可能な金利体系が実現されている。イールド・カーブは時間軸でこの金利体系を表したものである。中央銀行は平時には、オペレーションで、イールド・カーブの始点であるインターバンク市場のオー

バーナイト金利を操作し、イールド・カーブ全体に影響を与える。これが金利政策である。その際、金融資本市場の市場機能を歪ませず各種裁定取引に歪みが生じないようにする中立性の原則が重要である。これに対し非常時であるが、概念的に二つに分けて考えた方が分かりやすいと思う。それに対応して非常時の金融政策、いわゆる非伝統的な金融政策も二つに分けて考える必要があると思う。第一分類の非常時は、金融資本市場が何らかの理由で分断され、特定の市場が事実上消滅したり、市場間の裁定取引が消滅したりして、市場機能に著しい不全がみられ、企業金融全体が強い逼迫の状態に陥っている状態である。これは企業金融だけでなく住宅金融全体とか、消費者金融全体についても、機能不全から逼迫している場合は、この非常時に当てはまる。これに対する非伝統的な金融政策として、市場機能が低下した市場に直接働き掛ける、つまり機能が低下した市場で、資産の買い手として市場に参加することが考えられる。これは中央銀行のバランスシートの資産サイドの構成、量を変化させる、という資産サイドポリシーとすることができる。アメリカのF e dの言う信用緩和、クレジット・イージングはこのことを指していると考えられる。この場合、機能不全の程度によって適切な対処は異なると考える。まず、機能不全が広範囲に亘り全面的な逼迫の状況では、短期金融市場だけでなく、長期金融資本市場でも主要な買い手となるのが適切な場合があり得る。実際、平時に直接金融の役割が遥かに大きかったところに、その直接金融市場で著しい機能不全が広範にみられる米国のような場合は、こうした状況にあると考えられる。この場合は、中央銀行はマクロ金融政策という範疇を越えて、個別企業に対するミクロ的資源配分への関与を深めることになる。従って財政政策の範疇に踏み込むことになる。さらに信用リスクを直接に負担することは、損失発生を通じ納税者への負担を生じさせるリスクを伴う。従って中央銀行は、財政当局との間でリスク負担、資源配分への関与の程度で共通の理解を持って、こうした資産サイドポリシーを遂行する必要がある。実際、米国においてはそのように政策が実行されているというように考える。これに対し、機能不全を起こした市場が比較的限定され、市場間の代

替もある程度起きている状況では、適切な対処は異なる。日本では、間接金融に比べて現在、機能不全が起きていると考えられるCP市場や社債市場は規模的には小さい状況にある。しかも現在直接金融から間接金融への代替が広範に起こっているということを考えれば、日本の市場機能不全の範囲、程度は米国に比べれば、今のところ限定的であると考えるのが自然だと思う。この場合中央銀行が、短期金融市場のみならず、長期金融資本市場に広範に介入するのは市場機能を回復させるよりも、残っている市場機能を歪めてしまう危険性がある。それを避ける、つまり個別企業への恣意的な資源配分となるのを避け、かつ買い手としての中央銀行への依存が長期化することを避けるためには、まず購入する資産を短期とし、かつ発行体から直接買入れるのではなく、中央銀行の取引先である金融機関等から買入れるということにすべきであろうと考える。さらに短期であったとしても信用リスクに晒されることになるのであるから、中央銀行の損失発生により納税者負担が生じ、通貨の信認を損なう可能性があるため、損失が生じた場合の処理や自己資本の確保について政府のご理解を頂きたいというふうに思う。このような視点からみれば、企業金融面での追加措置に関する考え方には違和感はない。

さらに、CP等買入れの概要についても、買入対象、買入対象先、買入額、期限等、適切な対応であると考えられる。さらにCP市場に加え、社債市場の一部での機能低下がみられることを考慮すると、このCP等買入れに加えて、社債の買入れを行うことを検討するのが適切であると考えられる。買入対象については、現在のところ金融市場全体をみた場合、市場機能の不全が米国等に比べて限定的であるということを考えるならば、残存期間一年以内の社債とするのが適当であるというふうに考える。

さて今まで第一分類の非常時、つまり金融資本市場の市場機能不全の状態について考えてきた。これに対し第二分類の非常時は、各市場は相応に機能し裁定も働きイールド・カーブも不全さは然程みられないが、通常のオーバーナイト金利政策がゼロバウンドに阻まれて機能しなくなる場合がある。ここで重要なのは、イールド・カーブを下方にどのようにシフ

トさせるかという点であり、その達成手段は伝統的な資金供給オペレーションである。長めの資金供給オペレーションによって、結果として長めの金利に下方圧力が掛かり、イールド・カーブの下方シフトが生じるということは、2006年までのいわゆる量的緩和の時代の経験から明らかである。これは資金供給、つまり中央銀行のバランスシートの負債側に注目した負債サイドポリシーと言える。伝統的な資金供給オペレーションを通じて、中央銀行の政策態度を示すのは比較的容易である。それは、どの長さのところで、どのレートの仕上がりを入れて、主たる資金供給をするか、ということを示すことができる。過去の量的緩和の場合の当座預金ターゲットは、この負債サイドポリシーであり、みえやすいという利点はあった。しかし当座預金の量は、どの長さのところで、どのレートの仕上がりを入れて、主たる資金供給をするか、という中央銀行の政策意図をも表すには十分とは言いがたかったと思う。なぜなら銀行行動の変化によって当座預金の量と、どの長さのところで、どのレートの仕上がりを入れて、主たる資金供給をするか、という政策意図との関係は時期によって大きく変化したからである。従って、負債サイドポリシーは、先程から申し上げているとおり、どの長さのところでどのレートの仕上がりを入れて主たる資金供給をするか、という政策態度を明確にするということがポイントであろうというふうに考える。その際、オーバーナイトターゲットはその重要性を大きく減ずることになる。非常時が続くと考えられる今後の金融政策について、以上資産サイドポリシーまたは負債サイドポリシーのどちらに軸足を置くべきかという問いが為されるが、これは事態がどのように展開していくかによると思う。一方で、金融資本市場にストレスがあり、市場機能が大きく低下し、機能低下市場に直接働き掛けることが適切であるという場合には、資産サイドポリシーが重要になる。しかし市場機能が不全な場合には、特定市場への働き掛けが全体にどのような影響を与えるのか不確実性が大きい。従って、資産サイドポリシーでは、中央銀行の政策態度をコミュニケーションするのが難しいことに留意する必要がある。他方、ゼロバウンドに制約された時、負債サイドポリシーで

はオペレーションで企業の資金調達が行われる長めの資金市場で緩和の実を挙げようとする。オペレーションでそれを行うのでコミュニケーションポリシーの点からは金融政策のスタンスが比較的分かりやすいが、金融資本市場で市場機能が低下しているような状況では効果的ではない場合がある。従って資産サイド、負債サイドポリシーは金融市場の状況に応じて上手く組み合わせていくのが望ましいと考えている。

最後に、適格担保を広げる点について意見を述べたいと思う。資産流動化市場の整備を視野に入れ、ABSやABCPを適格担保としてきた経緯、J-REIT市場が資産流動化市場の一翼を担ってきたこと、そしてJ-REIT市場も十分なトラッキングレコードが得られる歴史を持ってきたということから考えて、J-REIT投資法人債、CP、手形およびJ-REIT向け証書貸付債権を他債務の適格担保の要件と整合的な要件のもとで、適格担保として受入れるのが適当であるというふうに考える。これは非常時のポリシーではなくて、特別な非常時に抱えたポリシーでもなくて、平常時にも考えるべき恒久的な措置として考えるのが適当であるというふうに考えられる。以上である。

白川議長

それでは中村委員、お願いします。

中村委員

前半のパートで申し述べるべきだったのだが、二つの柱に基づいた経済・物価情勢の点検について少し述べたいと思う。まず、第一の柱、すなわち経済・物価情勢については、最も蓋然性の高いと判断される見通しについては、昨年10月の展望レポートでの想定に比べると、2008年度、2009年度の成長率は大幅に下方修正となり、マイナス成長になると見込まれる。また、2010年度については、1%台半ば程度には回復するとみられる。物価については国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）は、ともに見通しに比べて2009年度を中心に下振れると予想される。これは海外経済の減

速により、輸出が大幅に減少していることに加え、企業収益や雇用環境の悪化に伴い内需も弱まっており、景気が大幅に悪化しているためである。例えば足許の生産や設備投資は 2003 年頃の水準にまで落ち込んでいる。国際金融資本市場の混乱は未だに収束していないことから、金融面から実体経済に対する調整圧力が強い状況が続いている。また、先進国の最終需要が急速に減少していることから、世界経済は当面減速する可能性が高く、日本経済も悪化を続けると思われる。

第二の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえて、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、各国当局が政策金利を大幅に引き下げるほか、不良資産買取機構の設置が検討され始めるなど、新たな対応も模索されている。しかしながら、国際金融資本市場では、クレジット・スプレッドが高水準で推移するなど、依然として不安定な状態にあり、長期化した場合は、実体経済の悪化を増幅させ、大きなリスク要因となる。また、企業経営者の多くが世界的な経営環境の急激な悪化を背景に、将来に対する成長の展望を持ってないまま、自社の生き残りを賭けて、設備の削減や大幅な雇用調整等の縮小均衡を目指した場合、我が国全体としては、民間需要の減速に伴う景気の下振れリスクとなりかねない。前回の金融政策決定会合では、市場機能を維持しながら極力金融環境を緩和的なものとし、経済を下支えるために、0.2%の利下げを行った。従って先行きの経済・物価情勢に加えて、金融環境の動向を見極めるためには、様々なリスク要因について予断を持つことなく丹念に分析していく必要がある。

従って、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持とすることが適当だと思う。また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に対応していく必要がある。すなわち企業が実際に調達する金利の上昇を抑制することや、資金調達環境の緊張感を軽減することが肝要だと思う。

続いて執行部から説明ならびに提案のあった問題について私の考え方を述べたいと思う。企業金融面での追加措置に関する考え方については、

執行部の考え方に基本的に異存はない。社債の問題についてであるが、前半のパートでも述べたように社債の利回りスプレッドは拡大したままであり、現在の社債市場は機能が著しく低下しており、本年3月末に向けての借換債の起債環境も厳しくなっている。金融機関から日銀が社債を買取る制度の導入により、社債市場の機能の改善を少しでも図るとともに、金融機関の新規社債やCPの引受け余力の拡大や融資枠の拡大を支援し、企業金融の円滑化を図るべきと思う。ただし、信用リスク管理の観点からは、対象となる社債の残存期間を1年以内に限定することが、中央銀行として適切な対応と考える。具体的な実施方法等については、執行部に検討を委ねたいと思う。CP買入スキームについてであるが、買入れ額の上限は、CPならびにABC Pの残額推移が17~20兆円前後あることや市場に対する影響を勘案して、3兆円で適当だと考える。その他の買入条件等については執行部案に賛成である。J-REIT市場の支援、育成に関してであるが、不動産投資法人の発行した投資法人債やCP等はこれまで本行で担保として受入れていなかった。しかしながら信用度や市場性等を勘案して、適格性を満たすものについては適格担保として我が国の不動産証券化市場の健全な育成を支援し、金融市場の多様化と活性化を図ることは有意義と考える。その際の考え、担保として取ることに賛成である。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

前半パートで述べたとおり、世界および日本の景気は悪化している。現在は、各経済主体が過度に身構えることもあり景気がスパイラル的に悪化する状況に陥っていると思う。こうした流れに積極的に対抗できるのは、長期的視野でリスクを取ることでできる公的機関の役割が大きいというふう思う。まず、各国政府がいつどのような景気刺激策を採るかが重要

である。先程、山口副総裁より各国が適切な対応を採れるかがキーであるというご指摘があったが、正にそのとおりであると思う。前半でも述べたとおり、いち早く景気刺激策を決定した中国では、僅かながらもその効果の兆しがみられ始めている。これが兆しだけで終わらないかどうかは、まだ見ていかなければいけないと思う。また米国をはじめとするその他の国の施策がいかにスピーディーに実施されていくのか、これが今後の焦点である。景気拡大期に計画された民間企業の投資案件が完全に白紙となる前に、先行きに希望が持てる施策が打出され、実行に移されていくかが、景気底入れの時期やその後の回復の強さを決めるものとなると思う。

次に、金融市場の安定や金融機関の信用力をいかに回復していくかである。各国中央銀行とも既に大規模な金融緩和を実施しているが、その効果が実体経済に上手く浸透するよう、金融市場や金融機関を平時の状態に戻していかなければならない。まずは、本行も含めた中央銀行が市場の安定化のためにできる施策を考え、それを迅速かつ果敢に遂行していく必要がある。また、公的資金による金融機関の信用回復も急務である。米欧では、政府が金融機関への資本注入や債務保証といったバランスシートの右側の強化策を実施しており、一段の情勢悪化に歯止めを掛けている。しかし、未だ回復に至らないのはバランスシートの左側の強化、すなわち不良資産の問題解決が進んでいないことにある。しばらく前までその経営が不安視されていたUBSは体力のあるうちに不良資産の簿価引下げを行ったため、SNBが一段の減価リスクが低下したとみて不良資産を買い取って最終処理を進めたことは評価できる。一方、その他の欧米金融機関については、未だに資産価値の底がみえないため、各国とも公的資金での資産買取りには二の足を踏んでおり、米国のTARPによる特定投資プログラムや資産保証プログラム、英国の政府保証スキームのように、資産をオンバランスのまま一定程度保証するのがやっとなのである。UBSのような施策は、現在の金融機関の体力や市場環境のもとでは難しい面もあるが、足許一部で浮上している不良資産を買取るバッド・バンク構想など、最終処理に繋がるような策を、是非とも進めていくよう各当事者の果敢な対応に期待したい

と思う。

こうした中で、本行としても中央銀行としてなし得る最大限の貢献を行っていく必要がある。これまで本行は、リーマン破綻直後における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・年度末越え資金の積極供給、政策金利の0.5%から0.1%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、民間企業債務の適格担保範囲の拡大、企業金融支援特別オペの創設・実施など、職員の知恵と献身的な努力のもと、様々な施策を実行してきた。

そして、次の施策はCPの買入れである。本施策はこれまでのものとは異なり、個別の民間企業の信用リスクを直接引受ける点で財政政策に近く、中央銀行としては異例中の異例の策であるが、金融市場安定化、企業金融全般の円滑化のため、必要と考える。ただし、個別企業の破綻で、国民財産である本行資産を毀損させてはならないため、リスクは最小限に抑え、仮に損失が発生しても適切にカバーできる仕組みを設ける必要がある。また異例であり、かつ平時には市場機能を喪失させる施策でもあるため、いつまでも企業が本行に依存しないよう、適切な出口戦略を考えておく必要がある。この点について、企業金融面での追加措置に関する考え方に關する執行部案は適切であり、今後の指針となるものと考え。これに則って、CP買入れに關する執行部提案は、市場機能を活かすため、コンベンショナル方式の入札としていること、リスクを抑えるため、対象はa-1格相当の残存3か月以内のもの、1先当たり限度額は1千億円、全体の買入総額は3兆円と限定していること、リスクをカバーするため、最低応札利率を設定していること、市場回復時には自然と本行依存から脱却させるため、最低応札利率をやや高めに設定していることなどから評価できるものと考え。

投資法人債の適格担保化については、各金融・資本市場の健全性確保を通じた金融機能全体の強化という観点から妥当なものと考えが、通常の企業債務とは異なり、本行の信用判定の精度が不透明な点については、留

意する必要がある。この点について、執行部案は、通常の企業債務より保守的なAA格相当以上としてリスクを限定していることから、適切であると評価できる。今後とも、個別の金融市場の動向をつぶさにチェックして問題点を洗い出し、可能であり、かつ必要で効果も高ければ、積極果敢に施策を打出していく必要がある。目先は、CPとリスク面での差が比較的小さい、償還期限一年以内の短い社債について、執行部案にあったとおり検討する必要があると思う。その際には、今回のCP買入れのように、あくまで緊急避難的措置として、安易な本行依存が広がらないような仕組みを取り入れることが要諦であると思う。

なお、次回会合までの金融市場調節方針については、0.1%という現状の十分に低い水準を維持すべきと考える。以上である。

白川議長

山口副総裁、お願いする。

山口副総裁

まず金融環境の現状について確認しておきたいと思う。短期金融市場をみると、ターム物の銀行間金利は依然高止まりを続けている。企業の資金調達コストについては、貸出金利が若干低下した一方で、CP・社債の信用スプレッドは拡大した状態が続いているということであり、政策金利引き下げの効果というのはクレジット物を中心にして必ずしも十分浸透していない状況に見受けられる。アベイラビリティ一面であるが、CP・社債の発行残高は投資家の選別姿勢が強まるもとの前年水準を下回っており、資金繰りや金融機関の貸出姿勢が厳しいとする企業が増えている状況である。従って、金融環境については企業金融面での目詰まりを伴いつつ、全体として厳しさが増しているという評価だろうと思う。その一方で先程のパートで述べたように、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していくといった展望が開けるには、なお相応の時間を要するというふうに考えられる。

そういう状況にあるだけに、我々としてはこれまでの金利引き下げの効果を最大限に引き出すためにも、企業金融面での目詰まりを可能な限り解消するような方策を講じていくことが必要だと考えている。我々は既に担保の適格要件の緩和を進めてきており、そのうえで今回CPの買入れにまで踏み込もうとしていることを考えると、まずは中央銀行として金融商品の買入れを行う場合の基本的な考え方を整理しておくことが肝要だと思う。この点、会合の冒頭で示された執行部の案は周到に考え抜かれた内容であり、違和感はない。ただ、確認の意味を込めて二点、述べておきたいと思う。一つは我々が介入する市場についてであるが、市場機能が著しく低下しているということだけで介入していくことが適切なかどうかという点である。我々としては介入する市場を一つ一つ積み上げていくことがかえって、全体としての資金配分を歪める可能性があるということを中心に念頭に置いておく必要があると思う。そういう意味では企業金融全体の状況如何ということをつつもチェックすることが極めて重要であり、個別市場の動向はそれ自体としては実はあまり大きな問題にはならないということをよく念頭に置いておくべきではないかと思う。この点が一つである。それからもう一点は、日本銀行の財務の健全性に関してである。中央銀行の財務の健全性は通貨への信認を確保するうえで非常に大事な点である。金融商品の買入れは、言うまでもなく損失発生リスクが相対的に高い訳である。従って、こうした措置にまで踏み込むことが必要であるとしても、損失発生を極力回避し得るよう、買入れ方法やリスク管理について様々な工夫を行うことが不可欠だと思っている。ただそのうえで、なお損失が発生することもないとは言えないと思っている。その場合にどのような形で、我々の財務の健全性を確保していくのか、この点は我々の決算対応と直接関係してくるだけに、剰余金の処分のあり方や自己資本面での対応の方法などについて、政府との間で理解を共有しておくことが是非とも必要な点だと思っている。この点を二つ目として付け加えておきたいと思う。以上、買入れに当たっての基本的な考え方について、補足させて頂いた。

次に金融商品の買入れに関する具体的な措置について述べたいと思う。最初にCPの買入れのスキームについてであるが、執行部の提案どおりで良いと思っている。なお、買入総額ということであるが、幾つか考えておくべき要素があると思っている。一つはCPだけでなく、今回はABCPも買入対象としているということがある。それからもう一つは社債償還を含めて年度末にかけての企業の資金調達ニーズの受け皿にもなる可能性があるといった面である。それからもう一点は、同時に市場への過度の介入はなるべく回避したいということである。こういった点を考慮すると、なかなか数字をぴたっと決めるだけの根拠はないのだが、3兆円を上限とするということが良いのではないかと考えている。それから二番目の措置であるが、私自身は社債の買入れについても前向きに考えてはどうかと思っている。確かに企業からのヒアリング情報によると、この年度末に向けて企業の資金繰りということに限ると、CPの発行あるいは銀行借入でそれなりに賄えるという企業が少なくないように思われる。現に、我々に対しても年末にかけてのCPの買いオペ要求とは随分違って、社債の買いオペの実施を求める差し迫った声というのは正直言ってそれ程は聞こえてきていない。しかし、社債市場の状況を見てみると発行段階や流通段階でのスプレッドの大幅な拡大、それから発行可能企業の偏りといったような形で市場機能の低下がはっきりと現れているように思われる。そしてまた、このことが全体としての企業金融逼迫の一因となっているようにも思われる。従って、社債市場の機能回復を促し、それがまた企業金融の逼迫を多少とも緩和することになる措置として、我々が適切な範囲で社債を買入れることも許容されるのではないかと考えている。勿論、社債の買入れについては個別企業の信用リスクを負担することになる点で、CP買入れと同様、中央銀行としては異例な措置である。その点を踏まえたうえで、買入対象とする社債を残存期間1年以内の短期のものに限定し、その他の細目は今後、執行部において入念に検討してもらおうということにしているかどうか、というふうに思っている。なお、残存1年以内の社債を買入れることの効果であるが、執行部の説明ペーパーにもあるように、様々なルート

を通じて企業金融の円滑化、企業金融全般の円滑化にも資するというように考えられる措置ではないかと考えている。以上が当面、企業金融面で必要と考えられる措置ということであるが、この他、検討の対象となっているJ-REIT投資法人の債券、それからCP、それから同法人に対する証貸債権などの適格担保化についても執行部提案のとおりで良いと思う。理由は既に委員方が発言されているので繰り返さない。

最後に金融市場調節方針についてであるが、これまでの二回の利下げの効果を見守るという観点からも現状維持で良いと思う。ただその一方で、前回の決定会合でも議論になったところであるが、ターム物金利への働き掛けということに関しては我々のオペの面でどのような対応が適切なのか、こうした点について引き続き検討していく必要があるというふうに思っている。私からは以上である。

白川議長

それから須田委員、お願いします。

須田委員

最初に、次回決定会合までの金融市場調節方針についてであるが、前半パートの議論から、現状維持で良いと思っている。市場では、カウンターパーティ・リスクが引き続き意識されるなか、レポ・レートが上振れしやすい不安定な地合いにあるほか、ターム・プレミアムも高止まったまま推移している。加えて内外経済情勢の変化のスピードが予想以上に速く、企業金融を取り巻く環境も劇的に変化している。経済環境の悪化を受けて営業キャッシュ・フローが予想以上に減少し、例年以上に資金調達ニーズを高めている企業も少なくない。ちょっとしたイベントで市場のセンチメントは急激に変化することもある。執行部におかれては、引き続き金融機関の資金繰りや市場の動向に目を配りながら、そして市場機能も意識しながら、肌目細かい調節に努めて頂きたいと思う。

次に「企業金融面での追加措置に関する考え方」、そのうち「基本的な考

え方を踏まえた対応」というところは除いて、基本的にこのような考え方で良いと思っている。ここで私が強調しておきたいのは、こうした金融商品の買入れが中央銀行の政策手段としては異例の措置であり、やむを得ない場合における時限的な措置でなくてはならない、ということである。前回会合において、そのような考え方が明記されていたからこそCP買入れに原則賛成とした。ただし、買入れの必要性の可否は、企業金融の環境や具体的なスキームによって異なるから、実際にCP買入れに賛成するかどうかは、具体的な仕組みが出来た時の企業金融環境と併せて判断する、としたところである。企業金融に係る金融商品の買入れは、中央銀行の政策手段としては異例の措置であるから、発動するには国民に対して十分にアカウンタブルな事由と丁寧なコミュニケーションが必要となる。その意味では、資料－8（追加資料）の2.（2）、実施の必要性に関する判断で指摘されている二つのポイントは重要だが、ただこれは買入れを行なうための必要条件でしかない。実際には、（1）で謳っている企業金融に係る金融商品の買入れの性格に照らして買入れを行うことが適切かどうか、エグジットの方法と併せて慎重に検討して判断する必要がある。買入れの必要条件を満たせば、何でも購入して良いというものではない。

こうした観点から、CPと社債について考えてみたいと思う。まず実施の必要性に関する判断については、企業金融全体が逼迫しているかどうかを判断する明確な基準がある訳ではないが、貸出がCP・社債の減少を相殺する以上に増えているということなどから、足許は企業金融全体が逼迫した状況とは判断していない。年度末にかけて資金需要や銀行の自己資本制約がどの程度となるか不確実な状況にある中での企業金融環境の足許の落ち着き方向への動きは、政策投資銀行のCP買入れに加え、日銀のCP買現先オペの積極的な活用や企業金融支援特別オペといった流動性供給オペまでで達成可能であったのかもしれないが、我々が前回会合でCP買入れ実施を表明したことも一役かっている可能性も否定はできない。社債市場の機能不全が企業金融全体の逼迫に繋がっていないのも、CPで取

り敢えず繋ぐことができるという安心感による可能性もある。このようにCP買入れに対する期待は大きく、かつ既に市場に織り込まれており、冷静に必要性をゼロから判断する状況ではなく、むしろ、それを見送った時の市場に与える悪影響の方が気になる。他方、社債についても、買入れは証券会社の引受け余力、投資家の投資余力、金融機関の貸出余力を通じた市場機能の改善効果をなにごしか想定はできる。従って、買入資産内容や状況によっては、今後、買入れの必要性の条件を満たす程環境が悪化していく可能性もある。もっとも、買入れの必要条件を満たしているからといって、何でも無条件に購入して良いのではなく、実施に当たって留意する事項を慎重に吟味して、買入れの枠組みを定め、そのうえで買入れの要否を判断する必要がある。CPの場合、いざとなれば日本銀行が買ってくれるというアナウンスメント効果が大きいと思われ、私としては市場が混乱した時のバックストップという位置付けでも十分だと考えてきたのだが、執行部が検討されているように、年度末を期限とし、適格要件を課し、既発行かつ残存期間を3か月以内と短くし、市場が正常化すれば日本銀行に売却するインセンティブが薄れるようなレート設定とすることで、スムーズなエグジットにも配慮されているのであれば、許容の範囲内だと考えている。

社債についても、期限や適格要件を課し、例えば残存1年未満というように期間を短く設定し、市場機能が回復するにつれて日本銀行に売却するインセンティブが薄れるようなレート設定が可能であるならば、買入対象とすることを絶対的に否定するつもりはない。ただし、買入れたとしても、現時点では市場機能に与える効果がどの程度あるのか疑問が残る。それでは、残存期間を2年、3年と長くすれば良いかという、確かに市場機能に対するインパクトは大きくなるが、今度は日本銀行の財務の健全性という観点からの問題が大きくなる。要するに、市場環境が予想以上に悪化し、仮に買入対象債券の残存期間が短くても市場機能の回復に十分資すると判断されるような事態になれば、そういった社債を買入対象とすることにも意味はあると考えられるが、現在はそのような状況ではない、というの

が私の現時点での判断であり、従って現時点での買入れは望ましくないと思っている。このように考えているので、現時点で買入れを公表すると市場が買入れを織り込んでしまううえ、CPの場合と同様に、後に企業金融環境等を勘案して必要性を厳密に判断することが難しくなる。また、モラルハザードも生じさせかねない。CP市場についてはそういったような言及も一部みられている。社債市場の場合、企業金融の最後の砦としてCP市場があるので、検討は必要性の条件を満たす蓋然性が高いと判断してからでも遅くないと考えている。また社債市場の機能回復には時間が掛かるので、市場介入からエグジットまで、かなり時間が掛かる可能性があるという点からも、買入れの決定には慎重になる必要があると考えている。また、残存期間を1年に区切る意味も必ずしも明確ではない。ところで、企業金融を巡って最近の観測記事は目に余るものがあるが、そうした観測記事が不要な市場の思惑に繋がれば、金融機関のみならず事業法人の資金繰りにまで大きな影響を及ぼしかねない。情報発信のあり方や情報管理には細心の注意を払う必要があると思っている。

続いて、不動産投資法人、J-REIT債の適格担保化に関してだが、担保にすること自体は賛成だが、特定の業種に対する関与と受止められるリスクが高いこと、現時点で決定すると業界の要請に応えたと受取られる可能性があること、などから、もう少し待つて決定した方が良いと考えている。ただ対話によってこういった誤解を生じさせない自信があるというのであれば、市場整備、育成、ないしは市場の再構築という観点からここで決定することに絶対反対という訳ではない。

最後に、今回2010年度までインフレが中心値でマイナス予想となったことで、利上げの織り込みが今後後ずれする可能性がある。先程も述べたように、グローバルな金融緩和の持続はインフレ・リスクを高めるので、金融政策はフォワード・ルッキングに行うということと、交易条件の悪化の場合と同様の議論で、交易条件改善による物価下落を緩和政策で対処するという事は必ずしも望ましくないということを、市場に対してきちんと述べていく必要があると思っている。以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

野田委員

まず、次回会合までの金融調節運営方針について述べる。前半で点検したとおり、世界の民間需要が急激に減退する中で、我が国経済は、輸出の大幅な減少を起点として過去にない速度で不連続的に悪化している。こうした状況下では、極限的と考えられる現在の低金利を維持しつつ、その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一義的な問題であると考えている。従って、金融政策運営方針については、現在の方針、「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」を維持することが適当であると考えている。

そこで以下、金融市場の安定確保の観点から、最初に企業金融の円滑化、次に短期金融市場の課題の順番で述べたいと思う。まず、企業金融に目を向けると、直接金融市場の発行環境は厳しい状況が続いている。CP市場では、本行の買切り決定などが市場機能の回復期待を高めたことや、年末越えに目処が立ったことにより、発行レートが低下するなど、改善の動きが見られている。しかしながら、発行残高は引き続き低水準にとどまっているなど、全体としては依然タイトな状況が続いている。また、社債市場では、投資家のリスク回避姿勢が根強い中で、A格以下の一般事業法人の起債がほぼ停止した状態が続いているほか、起債スプレッドもじりじり拡大するなど、発行環境の厳しい状況が続いている。さらに、これら直接金融を補完する機能が期待される間接金融においては、金融機関全体として、資本制約を強く意識したリスク・アセット運営姿勢が鮮明になってきており、局所局所で資金需要に応じない事例も増加している。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、あるいは繰り延べるといふ理由の一つに挙げる企業が少なからずみられており、今後、我が国でも

金融と実体経済の負の相乗作用が一段と強まっていくリスクをさらに意識しなければならない状況になっている。こうした状況にあっては、前回会合で導入を決定した企業金融面での追加措置を適切な形で速やかに実行に移すことが最重要課題である。

まず、「企業金融面での追加措置に関する考え方」であるが、先程の執行部の説明で基本的に違和感はない。市場機能が著しく低下し、本行の買入れが必要不可欠な場合に限り行うという異例中の異例の措置であるとの位置付けは、まさにその通りである。スキーム設定の留意点としては、まず市場機能を尊重しつつ、緩和効果を引き出すとのコンセプト、いわゆるバックストップとの位置付けで諸々の条件を設定することが重要であり、その意味ではスキームの実施期間や規模への配慮は欠かせない。また、日本銀行の財務の健全性の確保や個別企業への恣意的な資金配分の回避といった観点も重要であることは言うまでもない。次に、具体的にCP買入スキームであるが、先程のバックストップとの位置付けを踏まえれば、一つに最低応札利回りを平時の市場レートよりは明確に高く、一方で足許の市場レートよりは低く設定すること、二つに、3月末までの時限措置という執行部案、これにも違和感はない。買入れの上限額であるが、市場への過度の介入を避け、市場機能のさらなる低下を生じさせない規模を予め想定することは容易ではないが、報道先行などにより市場の目線が既に2兆円というふうになっている——これは須田委員も指摘されているとおり、誠に遺憾なことではあるが——ことをベースラインとして、またこの後述べる社債市場からの振替の受皿を相応に確保しておくことが望ましいことも踏まえて、3兆円とするのが適当ではないかと考える。また、本行の財務の健全性を確保する観点から、対象をa-1格相当以上としたうえで、1発行体当たりの買入限度額を設けることも極めて適当である。

続いて、社債の買入れについてである。先程、社債の発行市場の状況について触れたが、発行額の急減、スプレッドの拡大といった事象が広範に見受けられ、これは正に特定企業の基礎的な信用条件の悪化だけでは説明できないような状況と言えよう。市場機能の自律的な回復が困難な状況で

は、CP同様に、市場の目詰まり解消に我々が手を貸さざるを得ないのではないかと考えている。本来は、これまでの一連の企業金融円滑化のための政策の効果、特に企業の長短資金繰りの最終尻に対する受皿として使われるCP市場が、本行のCP買切り実施を受けてどの程度回復するかをきちんと見極めたいところではあるが、年度末を間近に控えているため、本日の会合で社債買入れの方向性を議論したうえで、スキーム実施に向けた詳細を詰めていく手順が適当であると考え。ただ、社債はCPに比べてハイリスクである。そういう意味では社債の買入れは、いわば異例中の異例、そのまた異例、ということになる。両者のリスク特性の差異は期間にあることは言うまでもないことであり、信用リスク管理上の観点と、短期商品であるCP買取りとの整合性から、残存期間1年以下のものに限定するのが適当であろう。ただし、社債の1年以下の市場の需要については、市場の需要が比較的旺盛であり新たに日銀がここに参入するということには、市場参加者を締め出すというようリスクもある。そういったことも含め、また社債買入れの実質的効果ということに思いを馳せた場合、1年超の買入れもあり得べし、という点を私は留保しておきたいというふうに思う。

企業金融関連の最後に、不動産投資法人債等の適格担保化については、先程来、他の委員の方と同意見であるので省略させて頂く。

次に、短期金融市場の課題について述べたいと思う。前回会合以降の短期金融市場の状況をみると、コール取引の規模が一段と縮小した。年末要因も影響しているものと思われるが、市場機能が大幅に低下した、との評価が市場関係者から聞かれている。補完当座預金制度の適用金利と誘導目標金利とのスプレッドがゼロになったことにより、金融機関が資金を市場に放出するインセンティブを失い、市場での運用を控え、安全性の高い日銀の当座預金に資金を放置する金融機関が増えている結果であると考えられる。ただ、市場機能は低下したとはいえ誘導目標金利がゼロではないということに加えて、金融市場局の市場機能を何とか残しておきたいというオペレーション上の努力もあり、一定の機能は残っていると評価できる。

市場機能は、金融機関の日常の業務体制や人材に支えられている面も大きい
ため、一旦停止すると再構築には時間が掛かる。金融市場の起点である
無担保コール市場における市場機能の種火は大切に守っていきたいと改
めて感じている次第である。続いて、ターム物金利についてみると、前回
会合以降、利下げを受けて金利の絶対水準自体は低下したものの、ユーロ
円レートの3か月、6か月物の対誘導目標スプレッドは依然としてリーマン
破綻以前の水準を上回っている。LIBOR-OISスプレッドの1か
月物フォワード・レートも、利下げ以降も高止まりした状態が続いており、
カウンターパーティ・リスクへの警戒感が根強いことが分かる。前回会合
でも指摘させて頂いたが、市場流動性が収縮しているターム物市場へ如何
に働き掛けていくかは、企業金融支援と並んで重要な課題というふうに認
識している。引き続き検討を深めて参りたいと考えている次第である。私
からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

米国とユーロ圏の2009年の実質GDP成長率は-2%程度という予想
が大勢となってきた。我が国についても、生産に急ブレーキが掛かり、輸
出と設備投資が大幅に減少し、雇用・所得環境が厳しさを増す中、先行き
個人消費も腰折れするリスクがあるということから、2009年度は欧米と
同程度ないしそれを超えるマイナス成長に陥る可能性も否定できないと
思う。また、需給ギャップのマイナス幅から判断すると、2009年度、2010
年度の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年度比上昇率について大
きな下押し圧力が掛かる蓋然性が高いと言える。こうした経済展望に加え、
我が国でも足許で経済指標が急激な悪化をみせていることを考えると、本
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、企業金融の逼迫感の緩和、四、円高、

株安の同時進行の回避など、いわゆる本来なら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の準備が怠れないということを念頭におく必要があると思う。今後の金融政策運営における、より具体的な検討課題としては、第一に、適格担保をどこまで拡大するのか、第二に、民間企業債務をどこまで購入するのか、第三に、どのようにしてターム物金利の低下を促すか、そして第四に、国債買切りオペをどこまで増額するか、といった点が挙げられると思うが、以下、本日の議論と関係のある三つについて見解を述べたいと思う。

まずは適格担保の拡大についてである。私の念頭にあるのは、不動産投資法人、J-REIT債と上場株式である。本日の執行部提案にあるようにJ-REITは、現在、投資物件やスポンサー企業、配当利回りによって三極化していると言われている。J-REITの資金調達をみると、公募増資や投資法人債の発行は困難であり、第三者割当増資も戦略的提携を除いて選択肢とはならず、事実上、銀行借入れが唯一のファイナンス手段となっている。しかし、本邦金融機関の融資姿勢が急速に厳格化している状況下、信用力の高いスポンサー企業がバックにいるJ-REIT、すなわち三極化しているうちの上位のグループまでもがリファイナンスに腐心しているのが現状である。J-REITが不動産流動化市場の一翼を担っているという点を念頭に、J-REITへの資金供給の円滑化を図る目的で発行する投資法人債、CP、手形、J-REIT向け証書貸付債権を本行の適格担保とするという執行部の提案に賛成する。他方、民間金融機関が本行のオペレーションに積極的に応札できるように、技術的な問題がクリアされ次第、上場株式についても本行の適格担保として認めることも検討すべきであると思うし、その考え方に賛成である。持合い株式がかえって重荷となっている金融機関が多いだけに、多少ヘア・カットが厳しくても上場株式の適格担保化を期待する声は多いというのが現状だと思う。

次に、民間企業債務の買切り対象の拡大についてコメントする。前回の決定会合でCPの買切りを決定し、本日具体的スキームが決まる予定である。今回の決定会合で示された執行部案では、景気判断を、現状は「大幅

に悪化」、先行きについても「当面、悪化を続ける可能性が高い」と一段と下方修正している中、二の矢として社債の買切りを検討することになっているが、違和感はない。ただし、社債の買入れに踏み切る場合には、その政策の目的、位置付けを整理し、対外的に丁寧に説明していく必要があると思う。個人的には、昨年 11 月の決定会合で C P 買切りについての私の案をお示した時点から、C P の買入れを、資金の目詰まり対策、及び年末あるいは年度末対策と位置付けてきた。仮に、社債を買入れ対象にする場合、これを、年度末を越えた金融市場安定化策であること、また、政策意図は市場機能が低下している金融商品を買入れることで、その市場の機能回復を促すことにあると対外的に説明していくことが必要だと思う。このような整理は、現在の F R B の基本的な考え方と相通じるものがある。すなわち、F e d は機能不全に陥っている様々なクレジット関連市場に必要な応じて介入し、自らバランスシートの一時的拡大を容認し、市場機能の回復を目指す金融システム対策——クレジット・イー징ング・ポリシー（信用緩和政策）——を採用していると判断できる。また、クレジット市場の機能回復や金融システムの安定を通じて、景気の基盤を整えることを目指していると思う。ただし、一つ指摘したい点がある。社債を買入れる対象に加える場合、際限なく民間企業債務の購入を期待する声が高まってしまうリスクがあるので、まずは残存期間 1 年未満の社債を対象とすることが適当だと思う。この点は野田委員に近い考えである。

さて三つ目のどのようにしてターム物金利の低下を促すかについてであるが、大手行は保有株式の評価損を計上したうえに、今後は景気悪化に伴い、貸出債権の償却、引当が一段と膨らんでくる可能性が高いことから、自己資本の十分性について相当気に掛けているのが実情であると思う。1 か月を超えるユーロ円 T I B O R レートが高止まりしている主因は、金融機関がバランスシート制約に直面していること、安易に信用リスクを取れないと考えていることがあると思われる。この状況を解消するためには、増資や改正金融機能強化法の活用を通じた自己資本の増強が不可欠だと思う。仮に日本銀行が、固定金利でターム物の資金供給オペを適格担保の

範囲内で無制限に打っても、バランスシート拡大を抑制したい大手銀行は、期間 3 か月以上のT I B O Rレートの引下げには消極的なままであると思う。すなわち、ターム物金利へ働き掛ける手法については、民間銀行の資本政策の動きを勘案しながら、具体的な検討を進めていく構えが必要だと思う。

最後に、当面の金融調節方針であるが、現状維持で良いと思う。また、もう既に述べているが、本日の冒頭で執行部から説明があった各種提案については、賛成の立場である。以上である。

白川議長

それでは最初に皆さんのご意見を集約して、それから若干の私自身の感想と論点を申し上げたいと思う。まず金融政策の運営、調節方針であるが、これについては全員が現状維持であるということである。

それから現在の金融環境を踏まえると企業金融の円滑化に向けた措置を実施していく、着実に実施していくことが重要という意見が多かったと思う。それから何人かの委員は長めの金利への働き掛けを強めていくことについて検討が引き続き必要であるということだったと思う。取り敢えず金融政策運営についての議論をポイント的に集約するとそういうことであるが、後から議論をしたいと思っていることは、日本銀行が現在行っている、それから今後行おうとしている政策全体の体系をどんなふうに整理していくのかということである。F e dの使っている言葉でいくとクオンティタティブ・イーディングでなくてクレジット・イーディングであると、それはそれで一つのF e dの整理であるし、つい、おとといか昨日か、イングランド銀行のマービン・キング総裁も彼らの政策の説明を行っていたが、どのような政策体系として我々の政策を理解するのかということである。それから企業金融の措置に関する議論であるが、まず最初に、企業金融に係る金融商品の買入れに関する基本的な考え方についてである。各委員、その表現の仕方は異なるが、考え方それ自体については皆さん賛成であると受止めた。改めてポイントの部分だけ申し上げますと、金融商品の買入れ

は民間企業の個別の信用リスクを負担する度合いが高く、損失発生を通じて納税者負担を生じさせる可能性が相対的に高い、異例の措置である。財政政策に接近するということである。施策の必要性を判断するポイントとしては、第一に市場機能が著しく低下し、企業金融全体の逼迫に繋がっていることということである。ここではその市場機能が著しく低下しているということは、勿論必要条件の一つであるが、しかしそれが企業金融全体の逼迫に繋がっているという判断がここには介在するのだということだと思う。少しでも機能が低下した個別のマーケットに日本銀行が一つずつ出て行くということではなくて、あくまでも最後は企業金融という段階で捉えていくのだということである。それから二つ目のポイントは、日本銀行が当該金融商品の買入れを行うことが必要と認められることということである。留意点としては第一に個別企業への恣意的な資金配分を回避すること、第二に必要な期間、適切な規模での実施、言い換えると市場が中央銀行に過度に依存することを回避するということである。三つ目は日本銀行の財務の健全性の確保ということである。

次に各論の方だが、CPの買入れについては、皆さん賛成であるということ、買入対象としてはCPおよびABC P、a-1格相当の格付け、最低入札金利の設定、適切な信用リスクのコントロールが必要ということである。これは具体的には発行体別の買入上限の設定も含む話である。それから買入総額については、ABC Pを含め上限3兆円とするということであったと思う。社債の買入れについては、須田委員が1年以内の買入れについて検討の指示を出すことについて現時点では反対であるということであった。そういう意味では大方の委員は賛成であるということであった。その際のポイントとしては、一つ目に社債市場の機能は著しく低下している、そして企業金融の影響に鑑み、一定の条件のもとで社債を買入れることが適当であるということである。二つ目は中央銀行の流動性供給を活かした市場改善策として、残存期間1年以内の社債を買入れるということである。三つ目は執行部に対し詳細について検討を行い、成案を得るように指示をしたいということであったと思う。四番目に不動産投資法人J

—REITの、投資法人債の適格担保化であるが、須田委員については、「対話に自信があるというのであれば」という留保条件が付いたが、「であれば」ということも含めていくと、皆さん、適格担保化に賛成である。自信がなければ、一部の方が反対だということであった。これは不動産証券化市場の機能の向上と金融市場の安定確保に資する観点から投資法人債を適格担保とすることが適当であるということだったと思う。それから社債とABSの中間形態であることに鑑み、適切な適格基準を採用することが適当だというご意見だというふうに思う。

そう整理をしたうえで、私自身の意見を若干申し上げながら議論をしたいと思う。まず、今日必ずしも何か結論を出そうとか、あるいは出せるという性格のものではないが、我々自身が常に考えながら政策をしていくということで一つの議論のきっかけである。まず、クオンティタティブ・イーディングかクレジット・イーディングかという議論に入る前に、第一ラウンドの議論でも行ったが、今、調整自体は、これは不可避であると思う。振り返ってみると2004年から2007年の世界経済の拡大のもとで蓄積された不均衡あるいはもっと長い不均衡かもしれないというのは、当初我々が思った以上にどうやら大きいものであるという感覚を、多くの人々が——この場だけではなくて多分世界の当局者も——持っていると思う。そういう中で、色々な刺激策の持つそもそもの意味を考えると、需要を作って取り敢えず景気の後退をなんとか防いでいくということは、これは短期的には必要である。しかし、これは一方で大きな意味での調整期間を長くするということも同時に伴っている訳である。そのバランスとしてどういうふうに考えるのか、本当のところ良いのかということであるが、これはそもそも、どういうタイプのイーディングが行われるにせよ、最も根源的な問題としてまずあるというふうに思う。しかしここについては、今何か結論を出すという話ではない。

それから先程のクレジット・イーディングの話であるが、日米の比較を念頭に置きながら、あるいはイギリスとか欧州中央銀行もそうであるが、ある程度主要国の中央銀行との比較を念頭に置きながら整理をしてみると、

オーバーナイトの金利については、ほぼゼロに近い水準にあるということである。だからこそ、どういう政策体系をこれから指向するのかということが論点になっている訳である。この前バーナンキ議長が講演をして、負債サイドか資産サイドかという整理の仕方をした。取り敢えずあれは整理としては分かりやすいのだが、多少ミスリーディングかなという感じがしている。これはこの前、支店長会議で堀井理事も言っていたが、いずれにせよバランスシートは左右バランスしているので、資産か負債かという言い方であるか、第一のアプローチとして、流動性を供給することによって経済を刺激できるというアプローチに立つのか、あるいは個別金融市場の何らかの意味での機能不全に対応していくことによって対応するというアプローチに立つのか、ということだろうと思う。そう理解をしたうえで、後者をクレジット・イーディングと定義した場合、F e dはクレジット・イーディングという方向だと言っている訳である。本当のところそうなのかについては、私はよく分からない。ではクレジット・イーディングという政策をどう考えるのかだが、これはあくまでも機能が低下した個別市場への介入であり、代替である訳であるから、それ自体として全体を嵩上げしていくという話では元々ないのだと思う。もし、F e dの政策それ自体で嵩上げ出来るということは、それはむしろ中央銀行が積極的にその市場機能を低下させていくという話であるから、これはむしろネットでみるとマイナスが大きいという話である。従って、基本的には低下した市場をなんとか元に復していくというのが多分基本的な整理なのではないかという感じはする。そういうふうに見ると、F e dがクレジット・イーディングに本格的に入り始めた10月の初めの状況というのは、それはもう凄まじい状況であったという感じが改めてする。昨日も改めて、当時の数字をみていたのだが、例えばコマーシャル・ペーパーにしてもスプレッドが異様に拡大しているし、発行期間も、大体、数日間というC Pしか出せないという状況であったし、それからC P市場それ自体が銀行貸出と比べて相対的に能力が大きいということだから、そういう中でF e dがクレ

ジット・イーディングであると言うのは、その表現が適切であるかどうかは別として、感覚としてはよく分かる気はする。我々自身は、F e d に比べてどの辺に位置しているのかというと、先程何人かの委員も触れられたが、やはり日本の金融市場は機能が低下してきているとはいっても、米国ほど機能がずたずたに低下したという訳ではないのだろうと思う。ただ、このクレジット・イーディングという言葉はどう考えるのかというのは、やはり論点だと思う。そう申し上げたうえで、もう一つ、今度はクレジット・イーディングという方向ではなくて、それと多少は関連するが少し長めの金利にどう働き掛けていくのか——これはリスクフリーの金利をどう下げていくのかということが中心になると思うが——も論点としては残っている訳である。いずれにせよ、われわれ自身が行っている政策について、どうこれを整理し今後どう考えるか、これは今日結論を出す訳ではないし、F e d についても結局手探りでやっていて後から自分達の手をどう説明するかということでああいうふうに説明しようというのが多分現実の姿であろうと思う。ただコミュニケーション上は、では日本銀行はどういう形で金融政策を運営しているのか、ということはやはり問われ続ける問題であるから、このことは常に考えながら個別の政策を行っていく必要があると思う。ここは感想である。もし論点があれば後から言って頂きたいと思う。

それから、企業金融に関する原則、基本的な考え方の発表であるが、私もこの考え方について基本的に賛成である。こうした考え方をしっかり持ち、説明するということが非常に重要であるというふうに思う。どうしても経済、あるいは金融市場が混乱すると中央銀行に何でもやってくれという感じになってきて、確かにやることは、短期的にはそれなりにプラスというかマイナスを消すという形でプラスは生む訳だが、しかし長期的にみてマイナスになるという事態を避ける必要がある。それだけにしっかりとした原理原則を持っておく必要があると思う。この点で我々自身はどういう原則を持っているかということ

考えた場合に、まずLLRに関する四原則を既に持っている訳である。つまり金融機関に対して特融、実質的に担保のない融資を行う時の四原則を掲げている訳である。我々は、金融機関に対して審査を行い、それから普段モニタリングを行って相対的に状況を把握できる先について、ああいう原則を持っている訳である。今回我々が行う政策の対象となる企業に対して——短期ということではあるが——、別に審査を行っている訳ではない。そういう先に対してリスクを取るということだから、その原則を考える時には、LLR四原則との関係もやはり頭のどこかで意識しておく必要があると思う。この点、私自身の若干の考えはあるのだが、執行部の方からLLRの四原則とこの基本的考え方とはどういうふうに対応しているのか、どこが違ってどこが同じなのか、それについてちょっと整理をして頂けると有り難い。

雨宮企画局長

今であるか。

白川議長

然り。

雨宮企画局長

それではLLRの四原則との比較で今朝方説明したこの基本的な考え方をどう整理するかというのを幾つかのポイントで申し上げる。まず、LLRの四原則をもう一度整理させて頂くと、一つは、システミックリスクがあること、それから必要不可欠であること——この場合、この不可欠というのは非常に重要な訳であるが——、それから、モラルハザード防止の観点から関係者の責任の明確化が図られるなど、適切な対応が講じられること、四番目が、日本銀行自身の財務の健全性維持に配慮すること、ということである。この四原則が、どういう状況であればやるのか、その場合にどういう対応が講じられなければいけないのか、という大きな基本原

則と留意事項という構成からできているという点では、今回の基本的な考え方と似たような作りになっている。

そのうえで、このLLRの四原則と今回の考え方にどういう違いがあるかということは何点か申し上げると、まず一つ目は必要性の判断であるが、このシステムリスクの顕現化については、LLRを出せる主体が基本的には中央銀行一つであるということで、この不可欠性の判断ということの絶対基準がいわば持てる訳である。それに対して、これは先程からご議論があるとおり、例えばCP、社債等の金融商品に中央銀行が入るという場合の必要性の判断というのは若干質が違うところがある。というのは、先程からご議論があるとおり、ある種こういうリスクテイクをする主体としては、他に例えば政府系金融機関も含めて、政府の政策の領域もある訳であるので、この担う主体が本来的に中央銀行しかないという性格ではない訳である。そのうえで、必要性をいわば我々としては整理しなければいけない訳であり、その中で考えて幾つかの原則として、市場機能の著しい低下、それが企業金融の逼迫に繋がっているということと、また、中央銀行の目的に照らして必要であること、という表現をとっている。これは例えば事態の進展のスピード等によって、他に実は適切な主体があったとしても、ここで中央銀行の目的を達成するためには、やはり中央銀行は異例の政策を採らなければいけないということを決められる——判断できる——という幾つかの条件を、整理してみたというのが今回の特徴である。そのうえで、モラルハザードの防止という部分は、今回の考え方では、必要な期間に限り適切な規模で実施するという過度の仲介の抑止、それから恣意的な資金配分の回避といったことで対応しているし、この財務の健全性維持に配慮というのは今回同じであるので、そういう意味で政策手段としての性格付けの違いということが大きな部分かなというふうに考えている。

白川議長

自分自身——先程もちよっと申し上げたが——、LLRのシステム

リスクの顕現化に対応する部分として、今回、個別の金融市場が機能低下したから直ちに日本銀行が介入するというのではなくて、あくまでも企業金融の円滑化に資するということだと思う。最終的に企業金融が円滑に回っているのであれば、直ちに中央銀行がその市場に入ることではないのだと思う。今回、社債市場が機能低下しても、例えば仮にCP市場が十分に機能している、あるいは銀行貸出が十分機能していれば、直ちに社債市場に入らないといけないということではなくて、あくまでも最後、企業金融がどうなのかが大事だと思う。我々は今回、CP市場がまだ十分に機能していなくて、この結果、企業金融全体が円滑化を欠く可能性があるというふうに判断して、そういう時には入っていくということで、企業金融の円滑化ということが非常に大事なポイントだと思う。

それから先程の不可欠性であるが、雨宮企画局長が説明したことと私は同じである。要は財政政策に近くなる、つまり、財政政策に近いということは政府が行っても良いのではないかという議論との関係をどう考えるかという話だと思う。今こういう施策を発表している中央銀行というか国は3つある。アメリカ、それから先般のイギリス、それから日本。この3つの国がどういう区分けになっているかということを考えてみると、こういう整理ができるのかなと思う。まず、イギリスについては、CPそれから社債、つまり短期の商品、長期の商品について、基本的に損益は政府が負担をするという形で先般発表した訳である。BOEが今後なにがしかやる可能性はあるが、一応この前発表したのは短期、長期は政府が行うということである。次にアメリカであるが、CPについては、十分な信用補完を施したうえで、FRBが買入れるということなので、最終的にもシロスが発生した場合には、FRBが負担するということである。長期の商品はどうかというと、政府が保証している証券であるMBSあるいはエージェンシー債については、損失が発生した場合には政府が当然損失を負担する。それから今度2月から始まる消費者ローン等を担保とするABS、これについては、例のTARPで負担するということであり、政府が負担することになっている訳である。言い換えれば、短期は最終的にはFRBで、長

期は政府で負担するというふうになっている訳である。今回、我々が考えている多数の案というのは、C Pは財務の健全性について配慮したうえで、最終的に信用リスクを負担する可能性があるという意味においては、これは中央銀行が負担をしていることになる。一部、政策投資銀行については、政府——これは政府というのかどうかだが——も負担する。社債1年未満ということは、これは短期という意味では、今回中央銀行が負担することについて検討してみようということになる。これは取り敢えず3つの国がどういうふうに分業しているかということについてのファクトに関する整理である。しかし、実際に、これを綺麗に整理できる訳ではなくて、経済・金融の状況が本当に悪くなった場合にどうするのかということ、これは一方で意識しないといけない訳である。それから、その時にどの程度政府が機動的に動けるのか、動くのかということも関連して、最終的に中央銀行が非常に難しいところは、経済・金融の安定にやはり責任を持つというところで、ぎりぎりどういう判断があり得るのかと。先程野田委員が1年超を自分は排除しないというのは、多分そういう意味かなと、私は勝手に解釈した。

野田委員

そのとおりである。

白川議長

財政の世界に入っていった場合は、短期的には、勿論事態の改善に繋がる。しかし一方で、長期的にみて大きなマイナスに繋がる可能性も秘めている訳である。私がC Pの買入れとか、あるいは社債の買入れについて、この秋からずっと考えていたのは、こういう行動というのは、一回やると人々の気分にも明確に意識されるので、行動の原理それ自体が変わってしまう。そういうことも含めて、どういう制度設計が良いのかについてよくよく考えて、しかしそのうえで最後は現実の経済とを照らし合わせて作業する必要がある。今日はここで別に結論を出すという必要はないのだが、3

つの国の対応をみていると、それぞれ色々なことを考えながら対応しているなという感じがした。

それから、長くなって恐縮だが、CPについては、皆賛成だったので、私の方から特に強調したいと思うのは、今日記者会見をする時に記者から出てくるのは、なぜもっと思い切って長期の資産を買わないのかという議論——逆の議論も出てくるが——だと思う。その時に、財務の健全性の面からみて日本銀行が十分リスクをとれないから1年以内にしたのだという、そういうネガティブな言い方ではなくて、今最終的に企業は何が一番心配かというところとキャッシュが調達できなくなってくるという不安感だと思う。その不安感に対して応えるという意味において、CPというのがこの時点ではもっとも有効であるということで、できるだけポジティブに言っていきたいと思っている。先程の執行部の説明にもあったが、3兆円の金額の決定には社債の償還分と社債市場の機能不全に対応してCPに逃げていく分にも応えている訳であるが、そうしたことはしっかり説明していく必要があると思った。色々長く申し上げたが、以上が私の感想である。

ちょっとパートに分けて議論した方が良いかもしれないが、政策体系の方は一番最後にして、基本的な考え方について、皆さんこれで賛成ということだったので特にないかもしれないが、敢えてもう一回強調しておきたいという点があったらどうぞ。

水野委員

私も先程言わせて頂いたが、実体経済の深刻度が増しているという状況を考えると、CPと社債、どちらかというところと年度末対策からもうちょっと長めのことを、CPでとどまるのではなくて、例えば社債というものも含めて考えるということは当然あって然るべきである。それから目詰まり対策というよりも市場機能がディスファンクションになっているところに入っていくということ、逆に言うと、BISのマーケット委員会の

と議論すると、ある意味で一步クレジットに銀行の人が入っていったと

ころだと思う。だからそういう意味では、CPと社債のところの整理で、ただ単純に社債だという時に、非連続の部分と連続の部分が両方あると思うので。私はどちらかというところ景気判断の面から社債まで必要なのかという感じが正直あったのが、社債も否定できなくなってきた背景には、一番ベースとなるのは、実体経済それから金融環境の悪化というのがあるのだということが凄くあるし、それから社債までいった時には、リスクも当然大きくなる訳なので、そこをどうやってやるかということで、そこは三原則、今回議論してやったというところを、先程白川議長がおっしゃられたように、両サイドの議論の質問が今日出てくると思うので、本当に答えて頂かないと。市場参加者は皆利害が必ずしも一致していないので、全員100%どこをみても賛成するという人はいないので。それだけである。

須田委員

これをみて、買入れの必要性の原則のところ、個々の市場ではなくて全体でみていくのであるというのが非常に重要だと思うのだが、それをどう判断するかというのが難しく。結局、私は今はそうなっているとはみられないというふうに判断したのだが、それは人それぞれだから、そうすると、これがなかなか基準のような、基準ではないようなということが少し。

野田委員

その判断もバックワードだと。これだけ負の相乗作用が思った以上にスピーディに進んでいるという中で、先行きはやはり最悪のことを考えながらやっていくという必要があるな。まさに全体が本当にどうなのかという判断というのは、バックワードでみると、年末越えも終わったということで、今、かなり楽な状態なのだが。では、さて年度末をみる時にどういう姿が予想されるかということも常に——フォワード・ルッキングという程フォワード・ルッキングではないのだが——考えていかなくてはいけない。そこがポイントだと私は思う、全体でみる場合は。個別はよく分かるのだ

が。

須田委員

やはり先に——CPもそうであるが——、買うということが出てしまうと、それで織り込まれて、そしてマーケットもそれに反応するということになる、実際に逼迫度合いをどうやって測るのか。実際に自分が決めようとした時には既に織り込まれてしまったので、今回もし日本銀行がやらなくても、政策投資銀行の買入れ、それから日銀によるそのファイナンス、それから新しい企業金融支援オペ、そういったものでひょっとしたら同じような状況だったかもしれない。でもそれを検証できないのである、もう。

野田委員

だからその場合に、全くやらないリスクとやり過ぎるリスクというのをやはり考える必要がある。コストという意味で。

須田委員

だからこそCPはやっていくということだと思う。社債はそれ程急を要しない——CPで転がせる——ので、もう少し必要性ということが分かって、それに見合った形で。要するに、クレジット物や、より長いものに出ていくといった時の説明責任というのはあると、私は思っているので、よりしっかり説明できるような状況で決めたいし、社債はその時になって出ていってもまだ間に合うのではないかというふうに判断している。これから先あるという可能性は否定していないのである。年度末でもその先でも。しかし、今はそういう状況だと思っていないので。決定と判断はなるべく近付けないと。でないと織り込まれてまた分からなくなるのである。私は今必要だと思わないのだが、こう公表したら直ぐに織り込まれて、もう社債が買われるからということを前提にマーケットが反応してしまうので、必要性をどう判断するかというのが凄く難しくなる。

野田委員

私も悩んで、須田委員がそうおっしゃるだろうという前提に先程意見を申し上げた訳ではないのであるが、先程申し上げたように、それ程時間がないなど。本来であれば私も申し上げたように、これまでの一連の措置、それから就中今回のCPの買入れ、この間のアナウンスメント効果に続いて、今回実施した時の効果というのを見極めたうえで、ステップ・バイ・ステップでやるというのが多分シーケンシングだと思う。その時間と今の少しフォワード・ルッキングでみた時の状況を、一部リスクを織り込んでみると、今それから前回の発表でなにがしかCP以外のものをという思わせ振りの発表だったということも踏まえると、何もしないという方のネガティブ・サプライズの方がまた逆に——それは須田委員も別のところで指摘されているように——ある。そういう諸々のことも考えたということである、私は。

山口副総裁

全体としての企業の資金繰りはどうかというのが決定的に重要で、これが今緩和された状態なのかどうかということがポイントになる。年末を越えた今の時点でそのようにみえるだけなのかもしれない。流れとして考えた時に、企業に入ってくるキャッシュ・フローは明らかに減少しているし、そういう中で企業は全体として柔軟に資金調達をできる状態にはないということであろう。そういう認識のもとで、どこの市場にどういう問題が生じているかということを見ながら、その市場に介入することが適切かどうかを判断することが必要である。社債市場の機能がどうかということに加えて、全体としての企業金融がどうなっているかということが重要である。須田委員のおっしゃられることについて、私一つよく分からないのは、企業の全体としての金繰り感というのは今緩和しているというふうにみているのかどうかということなのだが、如何か。

須田委員

いや、全然。緩和しているということではなくて、今がそれだけ逼迫しているという判断をするかということ。これは企業金融全体の逼迫に繋がっているというのが必要条件になっているので。だからその判断が、当面はC Pで繋げられればそれで対応可能だということなので。

山口副総裁

いわばビロウ・ザ・ラインとアバブ・ザ・ラインという話であって、そういう観点に立って、企業の資金の流れをどう考えるのかということである。この点、企業が苦しい状態にあるということははっきりしているのではないか。

須田委員

でもこれからは反対に、原材料価格が下がり、それから設備投資も落ちていくという中で、資金需要もまた減っていくという。特にC Pは運転資金なので、その部分がこれから減っていく。勿論後ろ向きで需要が増えるという可能性もあるからそこら辺も分からないのである。ちょっと先をみたら私は不確実だと思っているのである。だからこそ、これから先、私自身の判断ではやることも全然否定していないのである。ただ、決定と発表をくっ付けるということの大事さを意識しているのである。それは先に織り込まれてしまうから。

山口副総裁

織り込まれても、例えば、社債市場で機能が回復したこと自体がポイントではなくて、企業の金繰りそのものがどういうふうになっているかということがポイントなのである。

須田委員

私が10月、11月に思ったのは、本当に金繰りが問題なのだろうかとい

うことであった。日銀が買うと言っただけでこれだけ落ち着いたというのは、ある意味凄く不安心理があって、恐怖感とかそういったものが大きかったのでは。キャッシュ・フロー——史上最高益からの潤沢なキャッシュ・フロー——が、ある日突然もうこれから先なくなるというようなことを想定した時の不安心理が凄く大きかったから、だからいざとなったら買ってもらえるよ、ということになった時に、緊迫感というのが随分落ちたのではないかなというふうに判断している。

亀崎委員

昨日もお話があったように、企業は、年度末までは社債発行環境は非常に悪いから、CPなり銀行貸出でやろうという形でなんとかしている。しかし、今のこの世界経済の状態、それから金融市場の状態が、その後改善していくかということ、日本は米欧程ではなくても、ちょっとなかなか改善しにくいなと思うのである。そうすると、社債発行環境もそう簡単に改善しないだろう。そうであれば、先程からもずっと議論されているように、如何にスピーディに施策を打っていくかということになってくる。どうせ先行きは環境が改善しないままであろうから、外部からは、段々段々もうやってくれよ、やってくれよと言われるようになってくると思うが、そのように追い込まれてからでは、私は駄目だと思う。社債発行環境が改善しないということが続くのであれば、もう今からやるべきではないかと思う。

須田委員

いや、それは例えばベア・スターンズの時でも、その時には発行できなかったけど4月になったら倍発行できた。だから社債発行者というのはある程度タイムスパンをもって、いつなら発行できるかということを考えながらやっているということなので。これから先企業金融周りがどうなるかという、これだけ低金利のもとでも、基本的には企業の財務というのは引き続き不安心理が大きいから、どこかで有価証券のロスを持っていることに間違いはないなと思っているので。そういう意味では、これから先

落ち着いたら、本当に企業金融、要するに資金需要がどれだけ出るのか、供給制約がどれだけか、銀行の自己資本の規制がどういうふうに影響を与えるのか、そういうこともよく分からないのである。

亀崎委員

私はこの1、2か月で落ち着くとは思わないし、しかも企業の設備投資計画は年度が明けて、予算計画を発表する5月位、その辺で出てくる。であるから、それまでに、今の社債発行環境が改善するかというと、私はこれは非常に考えにくいと思う。

須田委員

クレジットリスクを取るということは、やはり野田委員ではないが、異例中の異例で、またその異例だということに、我々一度入り込んでしまうと、やはり今度そこへ入ることに対して、本当にこれは中央銀行の異例の措置だという判断に少し慣れが生じてしまわないかということを私はいつも気にしている。そういう意味では、常に企業金融がどうなっていくのだろうかということを、そして本当に悪くなった時には私はやるのが遅れるとは今思っていないので、そこは……。

山口副総裁

須田委員としてはもう少し状況を見極めるべきだと考えておられるということではないか。

白川議長

そういう感じだな。

須田委員

そうである。

白川議長

そういう意味で大きな哲学の違いということではなくて、多少フォワード・ルッキングにみた時に、よりシリアスにみるかどうかということ。それは勿論当然結論の差はあると思うので、そういうものとして。先程私が全体としてと言ったのは、ファジーな言葉でやっていくということではなくて、むしろある市場が悪いから直ぐ入っていくという短絡的なアプローチはとらないよという意味で、全体というのが大事だということである。そのうえで全体的な企業金融環境の評価というのは、勿論難しいのだが、それは先行きの物価とか景気をみるのもやはり同じように難しい。しかしそのうえで、将来を見据えて判断していくという作業だろうと思う。そういう意味で、今別に将来について結論を出す訳では全くないのだが、やはり今の議論が示すように、公的当局が介入することが必要かどうかということと、それを中央銀行がやるのが適当かどうかというのは、実は同じである必要はないということを改めて強調しておきたいと思う。これは財政政策にやはり近くなって——財政政策そのものではないが——、最終的には個別企業の信用リスクをとって損失が発生するという、そしてそれは最終的には納税者に影響を与えるということ、それからもう一つは、中央銀行に期待されている中立性というものからやはり段々逸れていくということ、だと思う。私自身はいわゆる財務の健全性という言葉について、これは一言で言う時にこの言葉しかないから使う訳だが、財務の健全性という言葉ではなかなか上手く捉えきれない論点だと思っていて、中央銀行が仮に債務超過にならなくても、損失が発生するという事は、結局それはどこか特定の企業が出しているCPなり社債でロスが発生することなので、中立的に政策を運営している中央銀行に対する素朴な信頼感というのを、やはり崩していくという可能性がある訳である。今はそういう議論はほとんどないが、一旦もしロスが出たら、たちどころにそういう議論が澎湃として起こるというのが目にみえている。そういうのも含めて、財務の健全性とかあるいは通貨に対する信認という言葉を使っていると思うのだが、我々自身が対外的に情報発信する時に、どうしても日本銀行

は、庭先綺麗論を言っているというふうに言われがちだとか、あるいはそういうふうには議論をしたがっている人が結構多いという中で、情報発信はやはり難しいという気がしている。そういう意味で、そういう悩みの中で、ぎりぎりどこまでやるのが適切かという話であるが、今後とも点検しながら考えていきたいと思う。

野田委員

一つだけ。先程の白川議長の日米への区分整理は確かにそのとおりだが、中央銀行の歴史だとか、あるいはその国の民主主義のいわゆる民度、それから中央銀行と政府との関係とか、それぞれ非常に大きな彼我の差があるので、それは一応捨象したうえでということを一言だけ言っておく。

白川議長

私の言外の意味は、まさに野田委員のおっしゃったことと・・・。

野田委員

蛇足であった。申し訳ない。

白川議長

いや、蛇足ではない。

須田委員

でも独立性という意味もそれに関わってくるので。

野田委員

そのとおりである。

白川議長

あと、投資法人債とかについては、もう先程の意見で、集約した点でご

異論ないということで特に宜しいか。それでは、ここで政府からの出席者方にご発言を頂きたいと思う。竹下財務副大臣、お願いします。

竹下財務副大臣

先程から財務の健全性というお話が出ている。日本銀行の皆さん方が単に財務だけではなくて、先程白川議長がお話になられたように、存在そのものに割と近い受止め方で信用リスクというものを取るということの重さというものを皆さんが認識していらっしゃることを、しっかりと受止めさせて頂くし、現実にもそうしたリスクが顕現化した際は、財務省としては、決算上の対策として具体的にお話をする機会もあるので、日本銀行としっかりと協議をしたうえで対応させて頂きたいと、このように思っている。

白川議長

内閣府からお願いします。

藤岡内閣府審議官

経済の現状については、輸出及び生産が極めて大幅に減少していることなどから、景気は急速に悪化している。先行きであるが、当面悪化が続くとみられ、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、株式・為替市場の大幅な変動の影響など、景気をさらに下押しするリスクが存在することに留意が必要と考えている。政府は、当面、景気対策を最優先で進めることとしており、「生活対策」及び「生活防衛のための緊急対策」を実施するための、平成20年度第二次補正予算及び21年度予算を国会に提出した。また、今月19日に閣議決定した「経済財政の中長期方針と10年展望」に基づき、財政健全化の取組みを進めつつ、世界の経済・金融情勢の変化を受け、状況に応じて、果敢な対応を機動的かつ弾力的に行うこととしている。日本銀行におかれては、内外の厳しい経済・金融情勢のもと、政府における政策取組みや、本日も示された厳しい展望レポートを踏まえて、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運営により、経済を下支えして頂くよう要望する。本日議題となったコマーシャル・ペーパー買入れ等の企業金融の円滑化手段は、企業の資金繰り状況が悪化していることから、適切な措置であると考えている。今後、年度末に向け、資金供給が滞ることがないように、企業金融の動向を肌理細かく点検し、今回の措置を含め、これまでに導入した各般の企業金融の円滑化のための措置を適切に実施して頂くことを要望する。以上である。

竹下財務副大臣

ちょっと宜しいか。

白川議長

どうぞ。

竹下財務副大臣

経済情勢のお話からさせて頂くと、皆さん方が非常に厳しい判断、それから物価の見通しもマイナスということをお皆さん方が認識をしていらっしゃるように執行部、委員とも大変厳しい状況認識をしていらっしゃると思っております。政府も、月例経済報告でご承知のとおり、表現は「急速に悪化している」か「大幅に悪化している」という違いはあるが、厳しいという判断においてはまさに一致していると思う。

日本銀行におかれては、バブルの崩壊以降のデフレ状況に対処するため、様々な施策をこれまでも採ってこられた。その経験を踏まえて、今後とも金融面から景気を下支えして頂くよう、機動的かつ適切な金融政策を行って頂きたいと思う次第である。また、CPの買切りオペの実施などの措置については、様々な議論があったが、年度末に向けて金融環境が一段と厳しくなるリスクというものが捨象できないという中であるので、政府としては、高くこの措置を評価させて頂く。

また、今回、決定あるいは採用に至らなかった措置についても、可及的

速やかに、早期に実現をして頂きたいというのが正直なお願いである。それから、今回の様々な提案についても、政府としては、金融政策決定会合のご判断を尊重していきたいと、こう思っている。以上である。

VII. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、次に、金融市場調節方針、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」、「『コマーシャル・ペーパー等買入基本要領』の制定等に関する件」、不動産投資法人債の適格担保化等に伴う「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件」の4つの議案の取り纏め、採決を行いたいと思う。執行部は議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げをお願いします。

雨宮企画局長

それでは順番に、一番上が、金融市場調節方針、二番目が、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」、三番目が、「『コマーシャル・ペーパー等買入基本要領』の制定等に関する件」、四番目が、「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件」と、この4本の議案がお手許に届いているはずであるので、一番上の二つを読み上げさせて頂く。まず一つ目である。「金融市場調節方針の決定に関する件」の議長案である。「案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%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。二つ目が、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」という、これは対外公表文であるが、これは今朝方ご説明申し上げご議論を頂いた、考え方のペーパーの性格以下の文章をそのまま転記したうえで、冒頭7行の導入部

分を付け加えたという構成である。従って、標題と冒頭7行を読み上げさせて頂くと、「2009年1月22日。日本銀行。企業金融に係る金融商品の買入れについて。日本銀行は、本日、CP買入れを含む企業金融面での追加措置について検討し、企業金融円滑化の観点から企業金融に係る金融商品の買入れを行うことについて、基本的な考え方を下記の通り整理した。そのうえで、こうした考え方にに基づき、①CPおよびABCPの買入れを別紙の内容により今月中に開始することとしたほか、②残存期間1年以内の社債の買入れについて、実務的な検討を行い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。」ということを入れ、「1.」以下は再掲である。そのうえで、3頁目の別紙であるが、「コマーシャル・ペーパー等買入れの概要」という概要ペーパーを添付したと、こういう作りである。それから、3枚目、4枚目は、「『コマーシャル・ペーパー等買入基本要領』の制定等に関する件」と「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件」は今朝方ご説明した内容のうちの決定事項の部分をそのまま抜書きしたものであるので、読み上げは省略させて頂く。以上である。

白川議長

それでは最初に金融市場調節方針、次に、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」、続いて、「『コマーシャル・ペーパー等買入基本要領』の制定等に関する件」、最後に、不動産投資法人債の適格担保化等に伴う「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件」の順に採決を行う。恐縮であるが。

[政府からの出席者退室]

大杉政策委員会室長

それでは、金融市場調節方針から願います。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁
山口副総裁
西村副総裁
須田審議委員
水野審議委員
野田審議委員
中村審議委員
亀崎審議委員

反対：なし
棄権：なし
欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

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って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を始めて頂きたい。次に、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」、に関する採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁
山口副総裁
西村副総裁
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：須田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 7、反対 1、賛成多数である。反対は須田委員である。

白川議長

反対理由についてはもう宜しいか。

須田委員

結構である。

白川議長

分かった。次に、「『コマーシャル・ペーパー等買入基本要領』の制定等に関する件」の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

次に、不動産投資法人債の適格担保化等に伴う「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件」の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

以上の案件については、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。それでは、政府出席者を呼んで頂きたい。

[政府からの出席者入室]

白川議長

四つ採決を行ったが、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」という基本的な考え方であるが、これは賛成多数、反対1であった。残り三件については、全員一致の賛成である。それでは次に、委員方は成長率やインフレ率の見通し及び分布をご提出頂きたい。集計及びこれを踏まえた公表文作成のため、暫く休憩をとる。事務局は準備を進めて頂きたい。今1時10分なので、1時20分に再開する。政府出席者の方におかれては、その間控室でお待ち頂いても結構である。

(13時10分中断、13時20分再開)

白川議長

再開する。それでは、対外公表文の取り纏めに入りたいと思う。執行部は先程決定した調節方針、企業金融に係る措置等と中間評価を含めた経済・物価情勢等を盛り込んだ対外公表文案の配付をお願いする。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

頂いた見通しの計数は変更がなかったので、今お配りしたステートメントにお付けした見通しの数字とリスク・バランス・チャートも、先程ご説明したものと全く同じである。そのうえで文章を読み上げるが、今回は中間評価が入るので、10月と文章が大分変わるため見え消し形式にはな

りにくいので、そのまま最終版を配付させて頂いているので、若干前回からの変化も踏まえながら読み上げさせて頂く。「2009年1月22日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。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. 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大幅に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、厳しさが増している。これらを背景に、わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して足もと低下しており、春頃にかけては、需給バランスの悪化も加わって、マイナスになっていくとみられる。景気・物価の先行きについては、2010年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待やインフレ予想が大きく変化しないもとの、2009年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱するにつれ、わが国経済も持ち直し、物価の下落幅も縮小していく姿が想定される。こうした下で、見通し期間の後半には、物価安定のもとの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられるものの、このような見通しを巡る不確実性は高い。」。若干変更点をコメントさせて頂くと、パラグラフ2の1行目の輸出であるが、「減少」の前に「大幅に」というのが入っている点である。それからその2行下、金融環境であるが、前月まで「厳しい方向に急速に変化」という表現だったものが、「厳しさが増している」になっている。その後は申し上げるまでもなく、景気は「悪化」の前に「大幅に」が付いて、「大幅に悪化」という部分である。それからその2行下、消費者物価の動向であるが、12月までは「低下していく」と、先行きも低下予想だった訳だが、今回は、足許「低下しており」、春頃にかけては「マイナスになっていく」という表現を付け加えている。その後の「景気・物価の先行きについては」以下は頂いた資料とこの前のご

議論を踏まえて新しく書いている部分であり、後程のリスク要因との関係で申し上げると、今回この成長期待、インフレ予想という言葉を導入したのは新しい表現である。

それでは、見通しの評価にあって、「3.」である。「昨年10月の『展望レポート』で示した見通しに比べると、2008年度、2009年度の成長率は大幅に下振れ、マイナス成長となると予想される。2010年度の成長率については、1%台半ば程度に回復するとみられる。物価について、国内企業物価は、見通しに比べて下振れ、特に2009年度の下振れ幅が大きくなると予想される。また、消費者物価（除く生鮮食品）も、見通しに比べて下振れ、2009年度には-1%程度まで下落した後、2010年度には下落幅を縮小させるものと予想される。」。

次に、「4.」でリスク要因である。「リスク要因をみると、世界的な金融情勢や海外経済の動向次第では、わが国の景気が下振れるリスクがあることに注意する必要がある。また、企業の中長期的な成長期待が低下し、設備や雇用の調整圧力が高まることを通じて、国内民間需要が一層下振れるリスクもある。金融環境が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り、金融と実体経済の負の相乗作用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在化した場合や国際商品市況が下落した場合には、物価上昇率が一段と低下する可能性もある。この場合、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクに注意する必要がある。」。これは12月と比べると、まず2行目で、リスクは12月前の段階でも1行目、2行目のリスクは指摘していた訳だが、今回この「企業の中長期的な成長期待が低下し」、「国内民間需要が一層下振れるリスクもある」というパラグラフを入れた部分、それからその2行下、金融面から実体経済への下押し圧力は元々指摘していたが、今回この「負の相乗作用」という表現を使った点が二つ目。三つ目は、一番下の行で、インフレ予想「下振れるリスク」に言及したという点が主たる変更点である。

最後「5.」である。「日本銀行は、金融面からわが国経済を支えるため、昨年秋以降、政策金利の引き下げに加え、積極的な流動性供給や企業金融

の円滑化に向けた様々な措置を実施してきた。本日、日本銀行は、企業金融に係る金融商品の買入れについての考え方を整理し、コマーシャル・ペーパー買入れの具体的な方法のほか、社債買入れに関する検討を行うことなどを決定した（別紙参照）。日本銀行としては、今後とも、経済・物価の見通しとその蓋然性、リスク要因を丹念に点検しながら、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、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。以上。」である。その後は、参考1と参考2が見通し計表とリスク・バランス・チャート。一番最後に別紙として、本日の措置が色々あるので、一覧性のある格好で纏めておくということで、別紙、「本日の措置について」というのを添付している、という構成にしている。以上である。

白川議長

数字の方は、これはチャートも変わらなかったということだな。

雨宮企画局長

然り。

白川議長

対外公表文について、ご意見はあるか。ないようであれば、採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員
中村審議委員
亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。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。

VIII. 議事要旨（12月2日、12月18、19日開催分）及び2009年1月～12月金融政策決定会合の開催予定日等の変更の承認

白川議長

次に、12月2日それから12月18、19日開催の決定会合の議事要旨の承認である。これについては、既に皆さん目を通されていると思うが、宜しいか。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変更の承認である。議事要旨2本、それから日程の分を纏めて採決を行う。

[金融政策決定会合議事要旨（12月2日開催分）について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁
須田審議委員
水野審議委員
野田審議委員
中村審議委員
亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[金融政策決定会合議事要旨（12月18、19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の変更について
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ます。12月2日開催分の議事要旨及び12月18、19日開催の議事要旨、及び金融政策決定会合の開催予定日等の変更に関する件、3件とも、賛成8、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は27日火曜日の8時50分に対外公表の予定である。日程については、本日の会合終了後速やかに公表する。

IX. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、2月18、19日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆さんにおかれては、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

まだ準備ができていないので、もう暫くお待ち頂きたい。
申し上げる。解禁時刻 1 時 43 分である。

白川議長

解禁時刻が 1 時 43 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します。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13 時 38 分閉会)

以 上