

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年2月18日（14:00～16:54）

2月19日（9:00～13:47）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）

山口廣秀（副 総 裁）

西村清彦（ 〃 ）

須田美矢子（審議委員）

水野温氏（ 〃 ）

野田忠男（ 〃 ）

中村清次（ 〃 ）

亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 川北 力 大臣官房総括審議官（18日）

竹下 亘 財務副大臣（19日）

内閣府 藤岡文七 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

理事

山本謙三

理事（金融市場局長）

中曾 宏

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

鮎瀬典夫（19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（18日、19日10:18～  
13:47）

企画局企画役

坂本哲也（19日）

企画局企画役

奥野聡雄

企画局企画役

服部良太

## 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報告である。明日は、盛り沢山のテーマがあるが、一応読み上げる。第一に、「『政府保証付短期債券』の適格担保化等について」、「国債補完供給における対象国債の追加について」に関する執行部説明と決定である。第二は、「社債の買入れの実施について」、「各種時限措置の期限延長について」、「企業金融支援特別オペの強化・延長について」に関する執行部の説明である。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、「社債の買入れの実施について」、「各種時限措置の期限延長について」、対外公表文に関する議案取り纏めと採決、最後に、1月21日、22日開催の金融政策決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。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します。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向についてお願いします。

中曾理事（金融市場局長）

では、お手許の資料－1、2（追加）に沿ってご説明をする。まず、図表 1－1 である。無担コール（オーバーナイトレート）であるが、誘導目標近傍の狭いレンジで推移をしている。続いて、図表 1－2 で、当座預金の保有状況をご覧頂くと、ちょうど、先週の金曜日に終わった 1 月積み期は潤沢な資金供給を行ったので、準預先の残高は、この表の 1 月積み期にあるように 10.3 兆円であった。これは、所要準備を 3.2 兆円上回る。超過準備が 3.2 兆円ということになる。この超過準備の金額は、12 月積み期の超過準備 3 兆円を上回る。1 月積み期について業態別にみると、都銀は、ほぼ所要並みの水準で着地している。このことからみて、メガバンクは今のところ付利されても超過準備は持たないという基本方針を堅持しているようである。これに対して、地銀では約 2,000 億円、地銀Ⅱでは約 4,000 億円の超過準備を抱えている。また、外銀の超過準備は約 1 兆円を超える大きな規模となっている。このほか、短資などの一部の非準預先の当座預金保有も増加している。このように、メガ以外の業態は、超過準備保有に対して、やや受容的になっているとみている。図表 1－3、08/10 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。薄いグレーの太線でお示したレポ・レートをご覧頂くと、引き続き振れやすい地合いになっている。その要因は、三つあると思っている。第一に、短国の発行が増えているということである。例えば、3 か月物の一回当たりの発行額は、12 月が 4.5 兆円であったが、足許、現在は 5.1 兆円に増えている。それから、第二が、資金の出し手の運用姿勢、特にメガバンクである。そして、第三が、日本銀行のオペの姿勢ということである。1 月末から 2 月の初めにかけてややレポ・レートが一時高止まったことについては、短国増発に伴う需給悪化懸念が広がったことであるとか、メガバンクなどの資金の出し手の運用姿勢が 2 月の初めの税揚げを控えて慎重化していたということが背景とみている。従って、税揚げが通過した後は、メガがレポ運用——資金の運用——を積極化したほか、日本銀行も国債買現先オペによる潤沢な資金供給を続けたため、レポ・レートは低下しており、足許で

は0.1%台半ばで推移をしている。図表1-4と1-5でコール市場の残高の推移をご覧頂く。図表1-4でお示したコール市場全体の規模は、ずっと低下をしてきており、足許は7兆円である。この結果、ここでお示していないが、有担コール市場は9兆円程あるので、規模が逆転している。無担コールのうち、翌日物市場は、図表1-5にあるように、このところ約2兆円で横這いで推移している。背景をみると、都銀が保守的な資金繰り運営をしているため、オーバーナイトでの調達額が減っていることが、このグレーの部分でご覧頂けるかと思うし、外銀（ポツポツ印）は、そもそも彼らの要調達額が圧縮されていることに加えて、足許では円転への依存度を高めているため、コール市場での取り手としてのプレゼンスは、ほとんど消えかけているといった状況である。

図表1-6、オペの運営状況をご覧頂く。全体としては、年度末越え資金の潤沢な供給と金融市場の安定を念頭においたオペ運営を行っている。具体的には、まず、共通担保（全店）、共通担保（本店）オペを主軸に年度末越えの資金を供給した。この共通担保（全店）、共通担保（本店）オペのうち、T+2で、2か月とか3か月と表示されているのが年度末越えのオペである。因みに、現在一番足の長いオペは、この共通担保（本店）オペの欄の2月17日オファーのT+2、3か月、8,000億円であり、これがゴールデンウィークを越えた5月の中旬がエンドになっている。これらの年度末越えオペの落札レートは、決定ベースで見ると、大体0.2%台の前半となっていて、そんなにまだ高くはなっていないとみている。そして、今日までオファーした年度末越えオペの供給は、本数16本、金額は14.3兆円であり、これは昨年同時期に比べて約2倍になっている。かなり前倒しに年度末資金供給を行ってきた結果である。それから、国債買現先オペは、大変本数が多くなっているが、こちらはレポ・レートの高止まりを受けて、基本的にはスポットネクスト物と1週間物を組み合わせて、1月下旬から2月の初めまでは、連日総額で5兆円、毎日オファーしていた。ただ、その後は、先程申し上げたようにレポ・レートが落ち着いてきているので、足許は2本合わせて4兆円毎日オファーしている。市場実勢に応

じて伸縮的に対応しているところである。そして、短国オペ——国庫短期証券買入と書いてあるが——は、週 1 回、4,000 億円のペースで現在オファーをしている。さらに、CP 等買入とあるが、CP については、1 月 30 日から買入れを開始している。これまで、4 回の買入れを行っているが、各回とも応札倍率 2 倍を超える堅調な応札で、4 回目のオペが資金化をされると、残高は、今 7,700 億円になっているが、これが 1 兆円を突破する。CP オペは、発行体別の限度額管理などをマニュアルで行っているので、オファーから結果公表までほぼ終日かかるという極めて労働集約的なオペになっている。また、CP の買現先オペも、今週 2 回のペースで各 4,000 億円オファーを継続している。このように買切りと現先オペのいわば合わせ技で、発行環境、それからファンディング・コストの両面から CP 市場の機能改善を後押ししているところである。国債買入オペは、2 月よりゾーン別買入れを開始している。それから、米ドル資金供給オペについては、前回決定会合以降 2 回オファーをしているが、ドルの調達環境が足許はグローバルに好転しているということを背景に、落札額は減少傾向にある。そして最後に、企業金融支援特別オペであるが、これまで 3 回オファーしている。毎回応札額が増加をしてきており、資金供給総残高は既に 3.9 兆円程になっている。現時点での担保余裕額は、約 2.6 兆円になっている。堅調な応札状況からみて、このオペも先程申し上げた CP オペなどと合わせて企業金融の円滑化に貢献しているのではないかと考えている。図表 1-8 で、担保の受入れ状況をみておきたいと思う。この表に記載があるように、2 月の直近時における共通担保の受入れ総額は 100.9 兆円である。このうち、民間債務は 7.3 兆円と増加をしてきている。民間債務の内訳をみると、社債であるとか企業向け証貸債権などが増加をしている。この共通担保総額の 100.9 兆円のうち、実際に使われているのはどの位かと言うと、図表 1-9 の共通担保使用状況の表の 2 月にあるように、37.1 兆円が使われている。使用率にすると 37%になる。個別行の中には使用率が高いところもあるが、この数字からみると、マクロ的にみれば担保が不足している状況ではない。それから、2. の信用判定

の状況であるが、担保の格付要件をBBB格に緩和した12月以降足許まで、39+20+5で64先が新たに適格になっている。なお、カッコの中にあるように、10先が審査中である。ただ、審査中という意味では、これがいわば残った最後の在庫であって、新規の信用判定依頼数はピークアウトをしたとみている。因みに、担保適格要件緩和に伴う民間債務担保のこれまでの受入れ実績、増加実績であるが、緩和にかかる部分は全体として2,000億円に達している。

以下、金融・為替市場の動きをみていきたいと思う。図表2-1、ターム物のレートの動きである。まず短国レートであるが、先程申し上げた発行増に伴う需給悪化懸念から、特に3か月物が上昇して、2月の初め頃に0.3%辺りまで上昇したが、その後は、日銀オペなどでレポ・レートが低下したことから、足許は0.2%台半ばまで低下している。一方、無担タームレートについて、ユーロ円ではなくてTIBORをお示ししている図表2-2で、TIBORレートをOISとのスプレッドでご覧頂いている。まず(1)のグラフで、スポット・レートについてみて頂くと、黒太線の1か月の短いターム物は、12月の利下げ後低下をしてきているが、3か月、6か月のような長いターム物については高止まっている。次に、こうした長いターム物については、年度末要因もあるというふうに思うので、(2)のグラフでフォワード・レートをご覧頂く。フォワード・レートのうちの細い実線——2か月先スタートの1か月物のレート——は、1月末のところで年度末要因がぐんと剥落して低下している。ただ、これが剥落した後も、水準的には0.7%位であるから、期明け後も依然TIBORが高止まりする可能性を示唆しているとみている。図表2-3でCP市場の動向をご覧頂く。市場環境は幾分落ち着きを取り戻しているとみている。すなわち、(1)のグラフをご覧頂くと、黒太線のa-1+格の発行レートは、TIBORを下回る水準まで下がってきていて、実際、リーマンの破綻前の水準よりも低くなっている。また、破線のa-1格の発行レートも年末にかけて低下した後は、横這っている。それから、CPファイナンス・レートである、CP現先レートも緩やかな低下傾向にある。

さらに、(2) のグラフで発行残高をご覧頂いても破線の a-1 格の発行残高が、このところ幾分回復してきている様子をご覧頂けると思う。次に、他の通貨のターム物レートの推移についてみておきたいと思う。図表 2-4 の (1) でお示しした TED スプレッド、そして (2) でお示しした LIBOR-OIS スプレッドとも、通貨的にはドル、ユーロとも縮小傾向が鈍化していて、細線のポンドは若干上昇に転じている。このうちのドルについて、図表 2-5 の (1) の 2008~2009 年のグラフをご覧頂くと、破線のスポット・レートは足許かなり低下をしてきているが、実線の 3 月スタートあるいは 6 月スタートのフォワード・レートは、下がってはいるが下がり方が鈍くなっているし、特に期先物、例えば図表における太い方の 6 月スタート物については、あまり下がっていない。期先物については高止まっているということが言えるかと思う。図表 2-6 の (1) のグラフで円の OIS のレートをご覧頂くと、こちらは期先物まで含めてべったりと 0.1% であって、市場では当面政策金利は据え置かれるだろうという見方が定着しているように見える。

続いて、図表 2-8 の長期金利をご覧頂く。長期金利は、欧米では (2) のグラフになるが、景況感の悪化と国債増発懸念とが交錯して不安定な動きになっている。特に昨日の米国市場では、またフライト・トゥ・クオリティの動きから、長期金利が大きく低下している。景況感の悪化、そして金融不安の再燃といったことが材料になっているようである。日本の長期金利もそれにつられてきている面もあるが、(1) のグラフをご覧頂くと、相対的に振れ幅は小さくなっている。日本においても、景気の大幅悪化というのは債券の買い材料であるが、一方、年度末が接近をしているので、銀行等が益出しの売却も行っている。こうした力が交錯して、結局 10 年債は、黒太線でお示しするように、足許 1.2% 台の半ばであり、レンジ的には 1.2~1.4% の中でこのところ推移をしてきている。図表 2-11 市場参加者が注目する債券利回りの変動要因について、直近のサーベイ結果をご覧頂くと、右端の棒が示すように黒い部分の景気動向に対する注目度が依然高くなっている。また、グレーの部分の債券需給の注目

度もこのところ膨らんできている。この債券需給については、(2)のグラフをご覧頂くと、太いグレーの線でお示ししているように、唯一の金利上昇要因として認識されている。そして、その度合いがこのところ幾分高まっているように見える。これは、もしかしたら我が国においても国債増発に対する警戒感が少し出てきていることを示しているのかもしれないと読んでいい。図表 2-12、クレジット市場であるが、まず(1)の右側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、BBB格が上昇する一方、A格が縮んでいるようにも見える。みえると申し上げたのは、一部の銘柄がA格からBBB格へ入れ替わる銘柄入替えという技術的な要因があったことによるもので、実勢はBBB格、そしてA格とも拡大傾向を続けている。一方、黒太線のAA格、すなわち高格付け銘柄については、これは投資需要が底堅く、スプレッドは低位で横這って安定している。このように、日本では低格付け銘柄のスプレッドが拡大を続けているのだが、これは、(3)のグラフでお示ししているように、欧米ではこのスプレッドがむしろこのところずっと縮小傾向を辿っていることとは、対照的になっている。こうしたコントラストであるが、実はCDSの市場では一段と顕著になっている。図表 2-13の(1)のグラフをご覧頂くと、黒太線の日本のCDSプレミアムは、足許まさに急拡大を遂げていて、昨日は一挙に550bpsを突破している。プレミアムの拡大に底流している基本的な背景は、幾つかある。三つ位挙げておきたいと思うが、第一は、国内企業の業績悪化、格下げが、従来は、消費者金融、建設、不動産と、こういった銘柄であったのだが、これが自動車とか電機とか、そういった製造業まで裾野が急速に広がっているという点。そして第二は、これを受けて、特に日本の金融機関について言われているようなことであるが、貸出ポートフォリオをヘッジするためにプロテクションの買いをこのところ急速に進めているということである。そして、第三に、その裏側と言える訳であるが、リスクを一方で取るプロテクションのセラーが、一部のヘッジファンドなどに限られていること、つまり市場が非常に薄くなっているということが挙げられると思う。これが基本的な要因

ではあるが、しかしそれにしても、昨日の拡大ピッチはやや異常ではないかと思っている。そこで、関連の市場の動きをみってみる。(2) ソブリンCDSの推移だが、足許の動きをご覧頂くと、ソブリンCDS市場は、黒太線の日本のプレミアムがまさに企業のCDSプレミアムと軌を一にして昨日急上昇して、一挙に125bps 辺りまで駆け上がっている。こうした非常に急な動きには、先程申し上げた企業業績の悪化という要因に加えて、やはり4~9月のGDPの悪さであるとか、あるいは政治的不安定さを背景とした日本の政策遂行能力への疑問などの材料も嫌気されて、いわば日本売りの様相を呈した面もあるのではないかとみている。また、こうしたCDS市場の緊張が、追加的な株売り圧力を生み出しているようにも思う。

図表2-14、株であるが、日本株は元々製造業、輸出産業への依存度が高いために、グローバルな景気悪化の直撃を受けていた訳で、従って米欧株に比べてもパフォーマンスが悪く、年初来の下落率が相対的に大きかった訳である。そうした中で、昨日は、為替は円安になっていたのだが、円安が進んだのにもかかわらず、これまでのパターンからするとやや妙な動きであるが、日経平均は、昨日下落して年初来のボトムを更新しているし、本日もその流れを受けて、特に昨日米国株がさらに下落しているので、日本株も今日はさらに軟調に推移している。円安なのに輸出企業の株の反応は鈍かったということである。業績の悪さに市場の目が向いているということが恐らく一因かと思うが、輸出企業、特に電機は、足許は鋭角的に業績が悪化している。こうした電機における企業業績の急激な悪化を映じて、図表2-15の予想PERの推移のグラフにあるように、日本株のPERがこのところ急上昇している。PERには色々な測り方があるのだが、TOPIXベースで先行き12か月の予想EPSを用いたPER(黒太線)は、足許は約20倍に向かって上昇を続けている。これを今度は当期EPS——ほぼ実績となっている収益率——を用いて計算をすると、細実線でお示ししているが、100倍まで急上昇するという極端な姿になっている。いずれにしても、こうしたPERの高さが、バリュエーションの面からみ

ても割高感、つまり日本株にもう一段の調整があり得るといような悲観論の根拠になっているのではないかと思う。ただ、バリュエーションで気を付けなければならないのは、測り方によって色々あると、例えば、PBRであるとか、イールド・スプレッドであるとか、PER以外の指標もあるので、そうしたものも合わせてみる必要があるという点は、足しておきたいと思う。それから、図表2-15の主体別売買動向をご覧頂くと、外国人による売りは一旦収まりかけていたのだが、足許では再び増加している。欧州の年金筋などが売り始めたのではないかと市場では言われている。一方で、金融機関のうち、信託、これは恐らく年金のリバランス買いと思われるが、その信託の買い越しが続いている。東証REIT指数の推移であるが、全体としては横這いである。ここでは内訳をお示ししていないが、格付別にみると、日銀の担保適格となったAA格を境に、価格の二極化が進んでいるようである。

今度は為替市場であるが、図表2-16、前回決定会合以降の動きという意味では、各主要通貨とも概ね横這いである。ドル／円相場は、(1)のグラフあるいは<参考>の表にあるように、90円を挟んだ動きになっているが、昨日からはやや円安に傾いていて、足許では92円台の半ばで推移している。ただ、円安と言っても、対ドルでの円安であって、実はユーロなど他の通貨に対してみると、むしろ円は強くなっている。であるから、この円安は対ドルでの円安である。それでもこれまでは、海外株が昨日のように下がるとドルに対しても円は高くなっていたのだが、昨日は、米株が大分安くなったにもかかわらず、円高ではなくて円安に振れた訳である。これまでとは少し異なる動きをしているのであるが、これはなぜかと言うと、恐らくやはり日本のファンダメンタルズの悪さ——GDPに象徴されるが——などに、改めて海外市場参加者の目が向かったということ映じた変化ではないかなと思っている。つまり、日本の市場参加者には、GDPの数字というのは、概ね予想の範囲内であったのだが、海外の市場参加者にとっては、やはりファンダメンタルズに不安を抱かせるに十分、衝撃を与えるには十分な大きさのものだったというような点があるのかなと

思う。この結果、セーフ・ヘイブンとしては、従来、円は最強通貨であったけれども、昨日みる限りは、この地位をドルに明け渡したということではないかと思う。実際、ドルの動きをみてみると、昨日辺りの動きというのは、円を含めて全通貨に対してドルは高くなっている。こうした動きを反映してかとも思うが、図表 2-18 の (2) のグラフでドル/円のリスク・リバーサルをご覧頂くと、足許ではプット・オーバー幅が縮小していて、円の先高警戒感が修正されつつある状況にある。ただ、どうやら現時点で円高、円安いずれかの方向にポジションが大きく傾いている訳ではなさそうであって、この点は、図表 2-19 の (1-1) のグラフ、円の IMM のポジションに大きな変化がないことにも表われているし、図表 2-21 で外為証拠金取引の動向をみても、円のショート・ポジションに、そんなに大きな変化は表われていない。ただ、(5) のグラフにあるが、ちょうどポンドが反発した局面を捉えて、逆張りのようにポンド売り、円買いポジションが 2 月の初めに造成されている。ちょうど下向きにグラフが突き出ているところであるが、こうしたところに表われているように、いわゆるマージン・トレーダーにとっては、動きづらい状況ではあると思うが、完全に眠ってはいない。つまり相場の綾を捉えて、利に聡く動く面は残っているように思う。

以上、市場の動きであるが、最後に少し全体を振り返ってみると、足許にかけては、対ドルで円が売られ円安になっている。しかし円安にもかかわらず、株も売り込まれている。そしてソブリンも含めた CDS プレミアムが急拡大している。このように、市場では、日本の債券以外は、皆売られている展開であって、市場は非常にナーバスな状況になっている。申し上げたように、海外株安で円がドルに対して安くなる、あるいは円安でも日本株が下がるというのは、リーマンの破綻後はみられなかったパターンである。また、ソブリンを含む CDS のプレミアムの拡大もあまりに急ピッチであり、この点も気になるところである。こうした点が、一時的なものにとどまるのか、あるいは新たなモメンタムを持って、新たな方向へ相場が転換する兆しなのか、この辺は良く見極めていく必要があると思っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

水野委員

今のお話に絡めて言うと、今までユーロが売られても、スイス・フランが買われていたというようなセーフ・ヘイブン通貨がなくなったという口振りで言われている。アジア通貨が売られても、円は別だという話であったが、GDP統計から変わったという話である。先程テクニカルな話として、ソブリンCDSとか、iTraxx の話をされたけれども、あとは、日本の政策発動余力が凄く小さくなってきていて、ファンダメンタルズとして需給ギャップが大きい割に実際に対応能力がないということもかなり理解されてきた。GDP統計から色々な分析がされて、日本が今まで金融の面で欧米の金融危機からやや乖離されていた話から、巻き込まれてきたという話に変わってきていることを、私は聞くことが多い。それと、おっしゃっている今起きていることは、まだ一時的だと思うのだが、ただ少なくとも良い円安ではなくて、悪い円安である。株が下がっているからということと、もう一つの理由は、図表2-19のユーロのショート・ポジションが溜まっていないことである。まだ円／ユーロのショート、ユーロ売りというのが出てくるので、長い意味での特に欧州通貨が売られて円とドルと一緒に強くなっている流れは変わっていないのだけれど、ただ円に対する見方が少し日本人以外の方は驚いたと、そういった感じではないか。一番嫌なのは、二つあって、一つは日本の個別企業の格付、レーティング・アクションが凄く早いということである。特に一部のグループ会社、総合電機の格付け動向は非常に悪い。それで、株価も今度は、業績面から買えなくなってきたということになる。それからあと、先程言った、政策の発動余力の問題というのが二つあって、一時的な円高懸念がなくなったのだが、そうは言いながらも市場はアメリカがやはり主役なのだともまだ思っている。今為替市場は、何かこれと言って決め手がない中で動いているの

で、この1週間私がみていると、日本に対する評価だけが下がったのかなという判断なのだが。今まで少し良くみられていたものだから、日本人は理解していると思うのだが、おっしゃられているように外国人とシェアされてしまったということであると思う。

#### 須田委員

今のご発言は、意見ということで良いか。CDSスプレッドは、GDPが発表される前から、日本企業の部分が上がっていて、その時のメモによると、海外の方は、企業に保証を色々付けて、要するに政府がお金を出すようになってきているから、そことの比較では、日本の企業は、不利になっているという要因もあるというような分析もみられたのだが、いずれにせよソブリンCDSも含めて一体プレイヤーは誰なのかというところが気になるのだが。

#### 中曾理事（金融市場局長）

まず、日本のiTraxxは、市場レポートの中にも書いたと思うが、元々プロシクリカルに振れやすい要素が構造的に入っている。ディフェンシブが少ないとか、格付けの低い企業が個別には多いとか、だから元々振れやすい。そこに海外の企業が政府の関与を受けているような要素もあるので、余計そういった部分が現われやすいというところがあると思う。それから、市場流動性が低いということである。プレイヤーであるが、特にGDPが拡大を続けてきた局面で、やはり言われているのは——これは先程申し上げたが——、業績悪化が非常に進む中で、クレジット・ポートフォリオを持っている人、典型的には、銀行では貸出を多く抱えている先、それから証券会社では社債を若干在庫に持っている先などが、プロテクションを一生懸命買って、リスクを売っている。ただ、リスクを取る人が、おっしゃるように、非常に限られている訳である。それは、本当に一部のヘッジファンドなどのようなことがプレイヤーとしては言われている。この需給のミスマッチが、特に今の日本の足許では大きく影響が出ているのではないか

というふうに思う。

須田委員

ということは、やっているのは本邦ということか。

中曽理事（金融市場局長）

プロテクションの買いは本邦。ただ、リスクを取っている人は、海外が中心ではないかと思う。

須田委員

ソブリンは。

中曽理事（金融市場局長）

多分ソブリンも同じようである。ただ、ソブリンになると、誰が買っているかというのはもう少し広いかもしれない。つまり、ここへきてプレミアムが急拡大しているのは、GDPの数字が世界を一周している中で、急速に上がってきているので、大丈夫なのかという感じを持った海外の市場参加者が、改めてリスクを売っている——プロテクションを買っている——ということかもしれない。ソブリンCDSの背景というのは、国が潰れるとは思っていないのだと思うが、要は、日本国債——アンダーライティング資産——の格下げがあるのではないかという疑念が一つの背景にある。それからもう一つは、国債の市場流動性がさらに低下してしまうのではないかという部分もあると思う。それから、三番目は、リスク管理上、ソブリンリスク管理というのをやっている。昔、量的緩和の頃にもあったと思うが、要するに日本銀行に対してもリスクを割当てるというのがあったから、改めてリスク管理上のソブリンリスクの管理というのがもう一度思い出されている部分もあるかもしれない。従って、プレイヤーという意味では、ソブリンと企業は、多少違うかもしれない。

#### 亀崎委員

先程の説明の日銀当座預金の保有状況で、超過準備が3.2兆円ということであるが、これは昨年12月から急激に増えてきた訳である。一方では、無担コール市場残高が、急激に減ってきている。これは、付利の問題もあるが、一方では、年越え、それから年度末越えのオペで随分供給されていることがあると思うが、年末越えで多く出された後は、資金吸収を結構やっておられたか。

#### 中曽理事（金融市場局長）

年末の時は、そうである。

#### 亀崎委員

ところが、年度末越えというのは、まだ今あるけれども、先程のこの図をみても、1月に吸収オペは1回だけである。吸収オペというのは、今後どのような考え方でやっていかれるのか。年度末越え、及び年度を越えてからの双方についてどういう。

#### 中曽理事（金融市場局長）

吸収オペの考え方であるが、まず、オーバーナイトのレートは、おっしゃったように補完当座預金制度が、非常に良く機能しているので、0.1%でとどまっている。従って、今、レートの低下を抑制する観点から即日売りで吸収するという必要はない。一方、大量供給をするから、準備預金の積みというのは、進捗しやすくなる筋合いであるので、この進捗をコントロールするという観点から行う売手——典型的にはタームでやる売手になると思う——のニーズは引き続きあるというふうに思っている。現に、そうした観点から過去にはやったことがある。ところが、今次局面では、今おっしゃったように、売手は一回だけしかやっていない。これはなぜかと言うと、今申し上げたような積み進捗をコントロールする観点からもする必要はなかったからである。これは、先程ご説明したように、

メガはまだ自己規律が働いていて、要はぴったり着地をする——つまりブタ積みをしたくない、超過準備を保有したくないという方針を、都銀は堅持している——ので、彼らがこういった方針で準備預金管理をする限りは、あまり進捗管理的な売手をする必要はない。さらに申し上げると、結局、超過準備を抱えていたのは、メガ以外の業態である。証券会社なども含めてであるが、これらの吸収をしようとする、レートが上がってしまう部分がある。つまり、証券会社から吸い上げるので、彼らのファンディング・コストが上がってしまう。そうすると、レポ・レートが上がる、短期レートが上がる、ということを通じて、ターム物のレートに上昇圧力が掛かりやすくなってしまうので、そういった意味からもタームの売手がやややりにくい部分がある。従って、今後ということになるが、大量供給をして都銀がブタ積みをして構わないというようなことになると、つまりレートが非常に潰れて、彼らの運用意欲が削がれて、もうブタ積みしても仕方がないというふうに思われるような状況になると、やや逆説的ではあるのだが、タームの売手による吸収が威力を発揮するということになるかもしれない。

亀崎委員

それは、年度末越えについてか。

中曽理事（金融市場局長）

それは、これから大量供給していく中で、どこまでタームのレートが潰れていくか。そして、どこまでそうした中でメガバンクが特にブタ積みを回避しようと思いつけるかということだと思う。そうした要因に左右される。言い方を換えれば、都銀の放出意欲を減殺しない一方、タームのレートにも配慮したようなバランスを取りながら——つまり市場の実勢をみながら——、実際にはオペ運営をしていくことが、これから年度末にかけては一層必要になるかと思っている。

亀崎委員

外銀の1兆円の超過準備を吸収する必要性はない訳であるな。

中曽理事（金融市場局長）

先程、外銀がとりわけ大きいので少し申し上げたが、ご覧頂くとお分かりになるように、証券とか短資とかあるいはこの中に入っていないような個別の銀行と、結構固まって超過準備が発生している。

須田委員

超過準備のところで、先程、ブタ積みに近い話があったが、量的緩和に近付いたなという感じがしたのは、最終的に短資に溜まっているということとか、外銀の場合には円転コストがマイナスになり、そうすると運用としてリザーブに置いて、0.1%でも結構鞘取りができるからという意味では、収益等に対して鈍感になっているということではなくて、逆にきちっと収益を取るという意味で積んでしまっている部分というのも結構あるのではないかということとか。

中曽理事（金融市場局長）

それは、おっしゃるとおりである。今、外銀が非常に高いのは、須田委員がおっしゃったような部分がある。つまり、先程オペのお話の中でドルの供給オペの落札額が少し低下していると申し上げた。これは、恐らくその分市場代替が行われ、市場へ資金の取引が戻っているのだと思う。市場で取れるようになってきている。元々、主要中銀のオペというのは、市場対比やや高めになっているので、オペから市場調達へなにがしかシフトしている。そうすると、局面によってはドルの需要が強くなって、それが円転コストの低下に繋がっている。だから外銀の中では、その局面を捉えて大きく円転をして、それで須田委員がおっしゃったようにブタ積みをして鞘をしっかりと抜くというようなオペレーションをやっている。だからその限りにおいては、量的緩和と少し似ているのだが——ただ、当時は日本の銀

行の信用が悪いという部分があった訳であるが——、今回本当に市場のレートの綾を狙って円転しているという部分があると思うし、もう一つ、今回は0.1%であるので、これは結構大きくて、実は今外銀の話をしたけれども、0.1%であるから、0.1%ならば運用したいという人は、それでもやはりいる。それで、先程市場が随分縮小していると申し上げたが、多少誇張されている部分があるのかなと思う。つまり、ブローカレッジが今2bpである。従って、出し手、あるいは取り手もそうであるが、2bpは省きたいと、払いたくないという人はDDへシフトする。であるから、DDも一緒にみても、実はそんなに減っていないという見方もできる。つまり、DDのところも合わせてみると、市場規模の減り方というのは、そんなにドラスティックでは実はない。そこは、やはり0.1%というバックストップ、あるいは出し手からみるとまだ運用収益がコストをカバーできるという部分がやはり大きいのではないかとみている。

白川議長

外銀の裁定取引という場合、前回との違いでいくと、外銀は今、全体的にバランスシートの内容が悪くなっている。色々な比率を考えると、こうしたせこい裁定というのは、アメリカで一時FFレートが随分下がって、裁定が働かない、バランスシートを使いたくないという状況がみられたように、今回は、外銀の状況がそうである限りは、そんなには、外銀は持てないのではないかという気もするのだが、どうか。

中曾理事（金融市場局長）

そうである。勿論外銀の中には、信用問題を抱えているところもあるので、それは別のインセンティブで恒常的に厚めに積んでおきたいというのがあると思うが、そうでない限りは、おっしゃったように、どんどん大きくなるようなメカニズムはあまりないのではないかなと思うが。

白川議長

日本売りに関連して、二つ質問がある。ソブリンのCDSで、図表2-13で右下にグラフがあるが、2004年の一番悪い頃は日本のCDSのプレミアムは、どれ位まで上がっているか。これは振れやすいものだから、微細な差にあまり意味はないとは思いますが、前回のピークをもう超えたような感じなのか。

中曽理事（金融市場局長）

iTraxxもそうであるが、完全にピークを更新した。

白川議長

ソブリンCDSであるが。

中曽理事（金融市場局長）

ソブリンCDSも。

白川議長

それからもう一つは、社債、特に格付けの低い社債についてであるが、先程日本のスプレッドが上がったことについて欧米と動きが違うという説明があり、それはそれで良く分かる。だが、アメリカとか欧州をみると、スプレッドが下がってきているのは、そうは言っても今一つ腑に落ちないところがある。足許、日本のGDP程ではないが、ドイツも含めて、相当落ちてきており、彼らからするとやはりショッキングなニュースとして受取られている訳である。企業業績も悪くなってきている。しかし、このスプレッドの方は、少し縮小している。ここはどういうふうに考えれば良いか。

中曽理事（金融市場局長）

確かにやや自分でもよく分からないところがあって、縮みかけた当初は、

最初の第1ラウンドの自動車業界のベイルアウトとか、銀行業界への政府の関与があったのだが、それが材料になっていた。しかし、縮小し続けているというところが今一つ良く分からなくて、これは分からないことを前提に言うと、現に欧州も米国もインベストメント・グレードの社債の発行というのは増えている。つまり需要が付いてきている。これは政府保証の付いていないものも発行できているので、需要が付いてきている。そういうことも、後半は反映しているのであるが、ただ、なぜここへきて発行が増えて消化されているかというのは、今一つ良く分からないところがある。良く言われているのは、リーマン・ショックの後、多少投資を手控えていた待機資金が、取り敢えず出てきているのではないかということである。いずれにしても、サステイナブルなものかどうかというのは、少しまだ判断はしにくいし、ファンダメンタルズが劇的に改善している訳でもないということからみると、持続するというのもなかなか考えにくいと思っている。

白川議長

分かった。

中村委員

先程メガバンクは、超過準備を積んでいないということなのだが、それは収益機会を放棄してまでやっていないのか、もっと有利な運用があるからやっていないのか。

中曽理事（金融市場局長）

両面あると思う。今であると、彼らは、やはり短国とかレポでの運用を結構している。そうすると0.1%よりは有利であるので、トランザクション・コストを加味しても、今位の市場のレート水準であれば、運用した方が得ということがあると思う。そして、もう一つは、やはりぴったり着地をすることに対する美学というものがあるのではないかと思う。現場のデ

スクの担当者としては、どの位近いところでぴったり着地させるかということが、やはり一つの目標になっているように思うし、さらに言えば、そういった文化、プラクティスがなおメガの間では——横並びと言えばそれまでかもしれないが——、意識されている。今回も超過準備の数字を出してみると、メガの間では、意外に各行とも超過準備が少ないと言っている。そこに現われているように、非常に隣をみているというところがあると思うので、そういった文化、そこはまだ維持されているという部分もあると思う。

野田委員

そうは言っても、やはり運用。短国レポの方がそれなりに抜ける。

中曽理事（金融市場局長）

そうである、勿論。だから、そこが潰れてくるとどうなるか分からないということを先程申し上げたつもりである。

野田委員

一義的には、そうだろうと思う。先程、ターニングポイントになるかもしれないということで、極めて注目しなければいけない株安と為替の関係であるが、オーソドックスに言えば、株安と円安というのは、平行なのである。これまでリスク・テイク能力の問題で逆に動いていた。だから、オーソドックスに戻るという意味では、今までが逆に極端であったということで理解をしていた方が良いのか。

中曽理事（金融市場局長）

そうである。株安、円安というのは、コンシステントではある。要するに、10年前はそういった局面もあったが、しかし先程申し上げたように、リーマンの後は株が下がると円が買われるという局面だったと思う。であるから、全く以前にみたこともないようなパターンに戻るのかもしれない

という意味ではなくて、リーマンの後に暫く続いていたようなメカニズムが変わるのか変わらないのかということだと思う。ただ、いずれにしても、これは昨日、今日の動きなので、本当に転換点になるのかどうか、良くみていく必要があるとは思いますが、しかし、ファンダメンタルのところに対する、特に海外の目がこの一両日位で一段と厳しくなっているというのは、間違いないと思う。

白川議長

他にないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済情勢をお願いする。

沼波国際局長

それでは、本日追加でお配りした資料-3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。まず、図表 1、アメリカからである。アメリカの判断については、大幅に悪化しているという従来からの判断を変更していない。図表 1 の (2)、アメリカの第 4 四半期実質 GDP は、ご承知のとおり、前期比年率-3.8%と 2 期連続のマイナス成長になった。今回、個人消費、住宅投資に加えて、設備投資が相当落ち込んでいるというのも特徴であるが、全体の-3.8%というのは、多分市場の予想よりはかなり良い数字で、それはひたすら在庫投資が思いがけず 1.3%も押し上げに寄与しているということで減少幅が減ったということが主因であるとみられている。その後出た 12 月の在庫統計、あるいは貿易収支などを勘案すると——また、今マーケットのレポートを色々みていると——、-3.8%は結局-5%位に下方改訂されるというふうに見方がほとんどのようである。それから、この前通った大統領が署名したばかりの 7,870 億ドルのフィスカル・スティミュラスについての評価は、まだ正直に言って

マーケットも消化難であるが、今のところ意外に支出のタイミングが早いと、CBOが7,870億ドルのうちの5,840億ドルと全体の74%位を2010年9月末までに支出するという見通しを出している。これは、市場が従来みていたよりはやや速いペースの支出であるということで、どちらかと言うとポジティブに今のところ評価されているということのようであるが、具体的にこれにどの位の押し上げ効果があるのかということについては、まだマーケットの分析も出揃っていない。私共、来月（3月）に3か月に一度の展望（見通し）をするので、その時にその点について詳しくご説明差し上げたいと思う。それから、図表2の住宅をみて頂くと、住宅の状況は引き続き芳しくない。住宅の在庫は、新築一戸建てについては、住宅着工が引き続き統計開始以来最低になったにもかかわらず、在庫率としては増えている。中古については、販売が前月大きく下がった後、少し今回は反動で増えている分もあって、在庫率は多少下がっているが、高水準の範囲内ということで、ここに注目する必要はない。むしろ、図表3であるが、前月住宅関連で唯一明るいニュースだと申し上げたモーゲージ金利の低下、それに伴うモーゲージの申請の件数の増加というのは、今は逆になくなってしまっていて、アメリカの国債の金利——足許少し下がっているが、一時上昇していた——を映じて、モーゲージの金利は、一時5%を切っていたのが、また今5.3%位までに戻っている。これに敏感に反応する形で、モーゲージのアプリケーションも、新規購入も一時相当増えていたリファイナンスもがくっとここで落ちているということであるので、そういった意味で言うと、住宅関連で唯一明るいニュースと前月申し上げたものは、もう今月は逆にってしまったというのが、住宅市場の状況である。それから、図表4の雇用関連をみると、雇用の毎月の減り方はご承知のとおりである。景気のピークからどれだけ今減っているかというのを累積の減少幅で並べてみたのが、(1)のグラフである。今ちょうど、2007年12月にリセッションに入ってから13か月目の1月の数字がそこであるが、一番太いのは今回のリセッションの減り方である。点線が1980年代初め、つまり1981～1982年の

非常に厳しかったリセッションの時であるが、減り方としては相当今回の方が大きい。このレベルは、今累計で 357 万人の減少ということである。前々回のリセッションの時の 13 か月目は 224 万人の減少であるので、100 万人以上今回の方が減少幅が大きい。357 万人というのは、たまたまオバマ大統領が今回のフィスカル・ステイミュラスで 357 万人雇用と言っているのにほとんど該当する数字で、偶然とも思えないのだが、一応そういう位の差はある。ただ、勿論母集団が増えているので、雇用者数の減り方、減少率という意味で (2) をみてみると、13 か月のところで、ほとんど前々回リセッションと減少率という意味では一緒である。減少幅という比較的政治的に注目されるような数字が良く出るが、減少率では相当違っていて、減少率ではまだ前々回リセッション並みという状況だということである。それから、図表 5、雇用統計の中身でもう少しみると、先行指標であるが、新規失業保険申請件数がまた引き続き最近も増えているので、先行きも悪化する可能性は相当高い。それから (3)、この間の平均総労働時間（週平均）が相当、特に製造業がぐっと下がってきているので、失業と労働時間の減少と両面合わせて個人所得に効いてくるということが、ここから読み取れると思う。図表 6、主要指標、大体申し上げたが、一つだけこの中でややパズリングだと思われたのが、5. 小売売上高であって、前月比で言うと +1.2%、前月比プラスになるのは昨年 6 月以来久し振りである。これは皆首を傾げていて、クリスマスセールの後でも、大幅なディスカウントセールをやっているということが響いて効いているのだろうという位の説明しか逆に言うとなかなかつかない。こういった伸びは、今後とも続くとは思えないというような解釈は、多分一般的であろうと思う。米国は、以上である。

図表 7-1、ユーロエリアであるが、ユーロの第 4 四半期の GDP が出ている。前期比年率で -5.8% ということで、1995 年の第 1 四半期にこのベースで採り始めてから、最大のマイナス幅になった。国別でみると、ドイツの -8.2% というのも、これも東西ドイツ統一以来最大のマイナス。フランスもマイナス、イタリア、スペインもここには載っていないが全て

マイナスである。需要項目別の内訳は、まだユーロ圏は公表されていないが、フランスが公表されていて、それをみると総固定資本形成と純輸出のマイナスが寄与している。ドイツについては、数字は出ていないが、統計当局の発表文をみると、やはり総固定資本形成と純輸出のマイナスがあるということであるので、ユーロ全体としても恐らくそういったことであろうと思われる。アメリカとの比較でみると、設備投資の落ち込みは共通である一方、ヨーロッパは、やはり純輸出の落ち込みが大きい。米国は、むしろ住宅に加えて個人消費が減少しているということが特徴であると思う。ここで、先程申し上げたように、米国が仮に-5%程度に下方改訂され、ユーロがこのような数字、それから図表 7-2 にあるが、イギリスも-5.9%であるので、それをみると、大体第 4 四半期は、英米欧、押し並べて-5~-6%位のマイナスになった。そういう意味では、日本だけは、第 4 四半期は突出して悪いということになるという結果が、横並びの数字であろうと思う。ユーロ圏で唯一改善しているのは 10. PMI であって、製造業、非製造業ともに若干改善している。ここに載せていないが、ドイツの I F O の景況感指数も、1 月は 12 月に比べて若干改善しているので、景況感のところだけ僅かに改善しているというのが、ユーロエリアの唯一の前進ということである。図表 7-2、イギリスも引き続き大幅に悪化している。第 4 四半期の GDP は-5.9%ということで、1980 年第 2 四半期の-7.2%以来の大きなマイナスになっている。

図表 11-1、アジアである。中国については、GDP が第 4 四半期前年比+6.8%ということで、大幅に減速しているという判断に前回はしているし、当面低めの成長が続くと思うが、幾つか個別の指標をみると、昨年末以降やや明るい指標が出ているので、ご紹介させて頂く。まず図表 8 であるが、(1) 鉱工業生産は、急速に伸びが落ちていたが、12 月は 11 月に比べてやや持ち直して、11 月+5.4%、12 月は+5.7%である。業種別の寄与度をみると、黒く塗っている鉄鋼・非鉄金属の 11 月のマイナスは、12 月には僅かであるがプラスの方に振れている。(2) の在庫の業種別寄与度をみても、黒く塗っている鉄鋼・非鉄金属のところの在庫の積み上が

りが減ってきているということが確認できる。それから、(3) が固定資産投資である。全体の伸びは、少し 12 月は落ちているが、中身を見ると、黒く塗っている鉄道とか高速道路などという、例の 4 兆元大プロジェクトに絡むものが、早くも少し出てきているというふうに読み取れるような数字が出ている。それから図表 9、中国の PMI であるが、(1) 製造業 PMI は、ここにあるように 12 月、1 月と 2 か月連続でまだ 50 は下回っているが改善方向に動いている。それから、(2) 在庫をみると、完成品の在庫が減少に転じているということ、それから (3) 受注のところをみると、新規受注がまだ 50 を下回っているが、方向としては 2 か月連続で持ち直している。最後に図表 10 であるが、新規貸出増加額が、1 月は 1.6 兆元ということで、単月で 2008 年、去年 1 年間の増加額 4.9 兆元の 1/3 を稼いでしまったという点も注目されている。中国の銀行員の勤務成績は、年間に稼ぐ貸出利息額で判断されるそうである。当然 1 月に貸した方が得に決まっているので季節性があるのだが、そうは言ってもこの伸びは少しどうかというふうに言われている。私は、たまたま先週北京に行っていたが、政府系のシンクタンクの幹部の話を聞くと、やはり年末から多少雰囲気は良くなっているようであるということと、随分 4 兆元の効果が早く出てきているように見えるという人もいるということであった。北京事務所の話を聞いても、こういう認識は、現地では比較的共有されているようである。

最後に、図表 11-1 以降のアジアであるが、特に目立つのは図表 11-2 の N I E s、ASEAN である。今月から「停滞している」から「悪化している」へ判断を変えているが、特に輸出依存度の高い N I E s 諸国の落ち込みが激しくて、(1) 韓国の第 4 四半期の実質 GDP は、前期比年率 -20.8% という大幅な落ち込み、(2) にある 1 月の輸出も、韓国、台湾は、旧正月要因もあるが、それぞれ統計開始以来最低の前年比 3 割とか 4 割の減少といった数字になっている。それから、図表 11-3 をみて頂くと、個別には申し上げないが、生産、個人消費、設備投資関連でもマイナスが目立っており、弱い指標が相次いでいるということである。

最後に、エマージング全体の金融を少しみて頂く。図表 12 に為替と株

を載せているが、(1)の①をみると、黒い部分は年初来の変化幅であるが、欧州周辺国の為替の下落が目立つ。この辺りの通貨は結構売られていて、特に今年に入ってから売られているということが目につく。これは何度か国際局のペーパーでお知らせしているが、元々こういう国は、経常赤字が大きくて、対外債務依存度が高いという脆弱な体質であったが、このところ彼らが主として輸出していた欧州、ユーロ先進国あるいはロシア向けの輸出が当然落ち込んでいるということ、それから、リスク・リダクションの動きの中で、外資がこういった国から引き揚げを始めていて、例えばこれまで外資が入っていたので活況を呈していた商業用不動産の価格が下落するというようなことが起きていること、こういう国は外貨建ての借入比率が高いので、為替が落ちてくるとその負担がどんどん膨らんでいくというようなことが起きているということ、そうしたことが要因となって、相当今売られ続けているというふうに言われている。それから、こういう国、特に欧州周辺国は、国内の銀行の中での資産シェアをみると、外銀が7、8割とほとんどが外銀ということであって、特に欧州先進国の銀行がこの辺りのマーケットを占めている。従って、こういう銀行がお金を引き揚げるということが、またさらにこれらの国の状況を悪化させている。逆にこういう国の状況が悪化することで、そういうところにある銀行の業績が悪くなって、昨日、ムーディーズが引き下げを検討しているというニュースが響いているということで、景気と銀行のシステムがボーダーを越えて、お互いに影響し合っているということが、今ここでは起きているということである。図表 13 であるが、数字を一々申し上げないが、ロシアについても最近非常に成長率が落ちていて、オイルがこれだけ落ちていると仕方がないのだが、(2)にあるように貿易収支は、黒と赤のかつかつのところまで黒字が落ちているし、GDPの成長率も急速に落ちていて、IMFの見通しでは、今年はマイナス成長になるのではないかとみられている。こうした中で、ルーブル買い支えのために相当外準を使っているので、一時相当あった外準が今4,000億ドルを切ってきている。まだ水準は相当高いので、急に何か起きるということではないだろうが、かなり色々

な圧力が今ロシアあるいは中東諸国には掛かってきているということがこのところ目立つというところを、最後にご紹介させて頂いた。私からは以上である。

白川議長

質問はあるか。

亀崎委員

アメリカの住宅市場について先程お話があったが、住宅価格の下げ止まりについては、予測が段々段々後ずれ後ずれになってきている。ところが、ムーディーズの最近のエコノミストの見方が出ているが、アメリカのハウジング・マーケットは、2009年の第4四半期にボトムアウトするだろうという言い方で説明している。代表的なケース・シラー指数（10大都市）をしてみると、2006年の6月がピークであった訳であるが、それから、前月比が2007年9月頃までずっと、0.1%、0.2%、0.3%のような前月比1%以下の緩やかな形で少しずつ少しずつ下がってきた。ところが、2007年のサブプライムローン問題が顕現化した後は、2008年の3月頃まで、2%を超えて、-2.8%とか何とかずっと下がってきた。その後、昨年春には、-1.5%とか-1.3%のマイナスと、少し小康状態であったが、昨年の9月、10月、11月と-1.9%、-2%強、-2%強とずっと大きく下がってきている。ムーディーズの見方があったので、仮に直近の2%ないし2%を超える下落が続くとすると、いつピーク比マイナス40%になるかをみてみたところ、2009年の9月になる。勿論、下がり方は分からないので何とも言えないのだが、今のペースで下がっていくと、ピーク比マイナス50%になるのは、2010年の6月である。これは何とも言えないのだが、探りようがないので、こういう珍しい見方が出たので、何か国際局の方でこういったアメリカの住宅価格の下落についての情報とか分析とかお持ちかなと思って。

沼波国際局長

3か月毎の展望の度に、毎回ニューヨーク事務所をお願いして、同じエコノミストに定点観測でいつボトムを打つと思うか、いつも聞いてもらっているが、確か前は、2009年末というふうに言っていたはずである。その前は、2009年の中央などと言っていたので、3か月经ったら半年先へずれたという記憶がある。今回また同じことをするので、その結果は来月ご紹介するが、私が色々なものをみている限りは、今年はもう無理と言っている人が今のところほとんどであるので、今ご紹介させて頂いたのは、割と楽観的な方の人ではないかと思っている。色々な指標をみているが、残念ながら何か改善を示唆するのさえほとんどみつからないというのが、多分現状ではないかと思っている。

須田委員

回復をどのように定義するかは別にして、つまり、これまでは年の後半と言ってきたが——ブルーチップをみると、まだ一応そういった姿をしているのだが——、話としては今年は無理というのが、段々増えているということなのか。

沼波国際局長

住宅についてであるか。

須田委員

住宅ではなくて、経済。住宅は後ずれしても政策の効果等があるから、経済については、まだ年半ば、後半にはという考え方の方が強いのであるか。

沼波国際局長

年の後半にプラスに戻るであろうというのは、多分まだ多数説だというように思う。特に、今回のフィスカル・パッケージが出てみて——詳細は

これからなのであろうが、時々出ているのをみると——、第2四半期、第3四半期を、それが無かりせばという状態に比べて、3%位押し上げるのではないかという位の効果は少なくともあるようであるので、そういう意味での押し上げ効果というのは、少なくとも暫くの間出てくるはずであるので、その間に色々なものの調整が済んで、これがなくなった時にまたどんと落ちるということになるのか、ならないのかというのを多分これから見極めていく。そういう意味で言うと、目先の成長率の数字だけ言えば、財政の効果が確実に出てくるはずであるので、ずっとマイナスが年内続くというのは、相当悲観的な見方なのかなという気はしている。

野田委員

ブルーチップもどこまで織り込んでいるのか良く分からないため、何とも言えない。IMFなどは、完全に織り込んでいないとか、前提がちゃんとはっきりしている。

沼波国際局長

ブルーチップは、多分多少は織り込んでいると思う。全く織り込まないというのは、あまり現実的ではないと思うが。

白川議長

アジアのGDPは、韓国とシンガポールが日本をさらに上回るような凄まじい勢いで落ちている訳であるが、電機とか自動車のウエイトが比較的高い国として、例えば電機のウエイトが高い台湾とか、あるいはタイとか、この辺りのGDPの第4四半期というのは、こういう凄まじい落ち込みと言われているのか。

沼波国際局長

台湾、香港は、どの位凄まじいか分からないが、多分マイナスになると

思う。

白川議長

マイナスは勿論。それは、二桁マイナスか。

沼波国際局長

それは、十分あり得ると思う。タイがそこまでいくかどうかというのは、少しまだ良く分からない。

西村副総裁

タイは、この間お話ししたのだが、そこまで悪くはなかった。データを持っていらっしゃるかどうかわからないが、それ程強く下がるということではなく、韓国、シンガポール、日本とは少し距離を置いたようなお話であった。

白川議長

日本のあれだけシャープな落ち込みの性格を考えていくうえで、こういった国のGDPの落ち方に多少関心があった。

堀井理事

あと、ヨーロッパでもドイツがやはり一番落ち方が激しい。そういう意味で、グローバル市場を相手に輸出を活発にしてきた国のGDPがやはり落ちている。その程度に応じて。

白川議長

そのような感じがする。

他はないか。それでは、10分休憩することにして、3時25分に再開する。

(15時14分中断、15時25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

資料を二つ使わせて頂く。最初に本日お配りしてある資料－4（追加図表）という資料で、GDP統計についてご説明したいと思う。最初に、図表1の方をみて頂いて、10～12月の1次QEは、前期比－3.3%、年率で申し上げると－12.7%であった。前年比では－4.6%になる。(2)の表で前期比の寄与度をみて頂くと、全体で－3.3%のうち、純輸出だけで－3.0%である。輸出片道の寄与－2.6%に加えて、内需減少にもかかわらず輸入が増加してマイナス寄与となったことが、GDPの下押しに拍車を掛けた。内需では、設備投資が－0.8%とかなり弱くなってきている。一方、個人消費は、－0.2%ということで弱いことは弱いのだが、思っていた程は弱くなかったかなという印象である。財はかなり落ちているが、サービスが底堅く推移している。一方で、プラス寄与の項目は、住宅と在庫と公的需要の三つであって、特に在庫のプラス寄与が0.4%と大きい。全体として、サプライズはほとんどない。一点、前回は申し上げた留意点を改めて申し上げておくと、10～12月は在庫の変動が大きいので、原材料在庫や仕掛品在庫に関する追加情報が反映される2次QEについて、今回はいつも以上に注目をしたいと思う。方向としては、上方改訂の可能性が高いと一応みている。図表2の(1)、GDPデフレーターであるが、以前から申し上げているように、10～12月のところで一気に前年比プラスになった。+0.9%である。これは、消費税の引き上げの影響があった1997

年度中を除くと、14年半振りのプラスということになる。内訳をみて頂くと一目瞭然であるが、物価の基調を表わす内需デフレーターの方はむしろプラス寄与の縮小がはっきりとしていて、一方で交易条件を表わす外需デフレーターが7～9月までの大幅な悪化から10～12月は一気に改善に転じているということである。従って、(3)のマクロの所得に対する交易利得の寄与が、10～12月はプラスに転化している。しかし、それよりもご覧のようにGDP自体の落ち込みが遥かに大きいので、折れ線で示したGDIの前年比が-4.3%、それから海外収益も減少しているので、GNIでは-4.7%と大幅な減少になっている。次の1～3月の展望であるが、まだGDPの推計に使われるデータが何も出ていないので確たることは言えないけれども、後程申し上げるように、生産の減少幅がさらに拡大する、しかも、かなり大きく拡大する蓋然性が高いということ踏まえると、1～3月のGDPは、10～12月よりも前期比のマイナス幅が大きくなると思われるのが自然だと思う。因みに、1～3月が10～12月と同じように前期比-3.3%となった場合であるが、まず、1～3月自体の前年比は-7.4%になる。それから、2008年度の仕上がりは-3.0%、2009年度へのゲタが-4.3%、2009暦年については、4～6月以降ゼロ成長と仮定して-6.1%ということになる。勿論、10～12月の2次QEの改訂状況も含めて、数字はかなり幅を持ってみておく必要があるが、いずれにしてもこれまでの常識からは離れた領域で物事を考えなければならなくなっているということかと思う。このような10～12月のGDPは、金融危機の震源であるアメリカを遥かに上回る急速な減少であるが、その主因は言うまでもなく、輸出、生産の急減少である。そこで、この資料はこれだけにして、残りの説明は、まず輸出から入るが、いつもの資料-4(参考計表)、図表7をご覧くださいながら、起こっていることに少し接近をしてみたいと思う。

資料-4(参考計表)の図表7に、実質輸出の内訳の表がある。(1)の地域別の表をご覧くださいと、アメリカ向けについては、元々ずっとマイナスを続けていて、10～12月は、それがさらに深くなったという程度の変化であったとも言えるが、EU向けからその下までずっと大幅なマイナスに

なっていて、しかも変化ということによって、それまでプラス基調だったものが突然1、2割減るといふ劇的な変化になっている。つまり、10月以降の世界経済の特徴を一言で言うと、アメリカ以外の地域のハードランディングであり、とりわけアジアを中心とする新興国、資源国のハードランディング振りが激しいということになる。この点、図表10の(2)に世界半導体出荷のグラフがあるが、10～12月の実績の11月時点の見通しからの大幅な下振れぶりに改めて驚かされるけれども、今回の特徴は、点々で示したアジア——ここには中国も入っているが——の寄与が非常に大きいという点がある。2001年のITバブル崩壊の時は、米国のマイナス寄与も結構あったのだが、結局その後2000年代の大きな変化として、エレクトロニクスを中心にアジアが世界の工場の役割を強め、しかも半導体の用途がコンピュータや通信関連だけではなくて、家電、自動車、一般機械等へと大きく広がった。そこへ、今回のように耐久財の消費や、設備投資に世界規模でショックが加わると、その衝撃をアジアが一番まともに受けて、日本のエレクトロニクス産業もそこに巻き込まれざるを得なかったということかと思う。因みに、アジアが世界の工場であるという点について、この資料にはないが、各国のGDPに占める製造業の付加価値ウェイトについて2005年時点で比較可能な数字があるので、幾つか申し上げてみたいと思う。アメリカは製造業のウェイトが12%しかなく、イギリスも2004年であるが14%しかない。これに対してアジアは、中国が40%、タイが34%、韓国が28%、シンガポール27%と軒並み高く、日本もいつも申し上げているように20%とアメリカの倍近い訳である。因みに、大陸欧州は、ドイツが24%と高めであるのに対して、フランスは13%と低いということで、幅が結構ある。それから、これもこの資料には付けていないのだが、より細かい比較を日米について申し上げますと、日本では、自動車、電気機械類、一般機械、この今世界で最も急速に落ちている3業種で鉱工業生産全体の約5割を占めているのに対して、アメリカではこれら3業種のウェイトが2割程度に過ぎない。結局、個人消費が落ちても、アメリカでは輸入が大きく減って生産の減り方は薄められてしまって、生

産がまともに減るのは、日本を含むアジアという世界的な分業構造になっているということである。こういう産業構造の違いが、アメリカ以上に今の日本の経済収縮が激しいものになっている基本的な背景であるということ、今月の金融経済月報のボックスで纏めておいたのも、ご参考までに申し上げておく。さらに、そういう産業構造とは一応別の問題として、円の独歩高も、日本の輸出、生産の落ち込みの大きいもう一つの背景になっていると考えられる。図表 11 の (1)、実質実効レートであるが、指数レベルが 91.2 であった 2007 年夏に比べると、既に約 4 割円高になっている。この変動幅であるが、グラフの左の方のプラザ合意の時に、94.8 から 130 前後まで円高になっているのにほぼ匹敵する変化である。仮に、この先現状程度の円高水準が維持されれば、必ずや企業行動に影響が出てくるというふうに思う。採算面への影響はもう出ている訳であるが、数量面への効果は時間をかけて出てくる部分もあるので、先行き世界経済が回復に向かう局面が来ても、日本の企業は海外生産で対応して国内生産は抑制を続ける、その結果、日本の景気回復が遅れるという可能性も念頭に置いておく必要があると思っている。ただし、当面の焦点は、やはり何と言っても、世界需要がいつ下げ止まるのかということであるが、この点、ミクロ情報では、1~3 月はまだ輸出は大幅な減少を続ける可能性が高いということである。来週、1 月の通関統計が出る。例年この時期は、春節の影響で振れるので、1 月分だけでなかなか基調は見極めにくいと思うが、差し当たり上中旬の状況からすると、1 月は輸出の落ち込みがさらに加速している可能性があるともみている。一方、若干プラスの方向の話も申し上げておくと、半導体については、世界的な大幅減産と一部海外企業の破綻などが需給バランス上プラスに働いて、市況が下げ止まってきている。それから、鉄鋼とか化学といった素材関連に関しても、中国の需要に持ち直らし動きがみられている。このように、海外環境の急速な悪化には、歯止めが掛かる兆しも極く断片的ながらみられ始めているということである。小さな変化かもしれないが、変化は変化ということかと思う。そうした動きが、今後どの位明確になっていくのかということであるが、今は加

工業種のウエイトがやはり大きいので、その辺りの状況を申し上げておくと、自動車については、在庫調整が4~6月辺りで目途が付いていくのではないかと今みられているけれども、正直、全般的に言えば、今のところメーカーの手応えはあまりなくて、不確実性は依然として大きいということである。そうは言っても、悲観方向に過度に振れることなく、冷静にみていきたいという局面かと思っている。この間、輸入の方についても若干触れておく。図表12であるが、輸出の大幅な減少に対して、輸入は、10~12月が前期比+0.5%ということであって、これは、輸出や内需、生産等の動きから考えると、明らかに輸入が強過ぎると思う。(2)の財別をご覧頂くと、強いのは、素原料と中間財と食料品である。強い理由が完全に分かっている訳ではないが、一応、次の三つのことが起きていると考えている。第一に、原油や食料品については、昨年夏の市況高騰局面でやや買い控えが一旦生じて、その後反動増となっている側面がありそうである。しかも、実際には、まだ高値の分が入着している段階なのに、デフレーターの方は早く下がってしまっているので、実質輸入が統計上強く出ているという要因も多少ある。これらは、一時的な要因であるから、1~3月以降は剥落する可能性が高いとみている。それから、輸入が強い第二の理由として、10~12月以降の急速な減産に対して、原材料の調達の抑制が間に合っていない側面がある。そうであると、これも1~3月以降は、原材料在庫の圧縮の動きが強まって、輸入が減らされていくということになるはずである。ただし、ヒアリングしてみると、鉄鉱石とか石炭のように、長期契約のものはそれ程柔軟に引き取り量を圧縮できないため、輸入原材料全体として、今後どの程度のペースで圧縮されていくのかということについては、不確実性が大きいと思っている。それから、円高が輸入になにがしかプラスに効いている可能性があるということかと思っている。纏めると、輸入は、1~3月以降、内需、生産の減少にこれまでの一時的要因の剥落もあって、減少すると予想しているけれども、長期契約の存在とか、円高の影響を考えるとそのペースには不確実性が大きいということかと思う。

輸出入は、以上であって、次に企業関連に行く。図表 14 を開いて頂きたいと思う。(2) の太い実線の稼働率指数であるが、右端が今 10~11 月の平均までグラフを描いているが、その後 12 月分が出ていて、10~12 月平均で左目盛で 88.1 になっている。12 月単月では、78.1 と、目盛圏外まで下落している。後程申し上げる 1~3 月の生産見通しから推し量れば、稼働率指数がこの先 70 を割り込んでいくという可能性が考えられる。こういうことで、図表 15 の設備投資の先行指標であるが、まず (1) の機械受注 (太実線) であるが、10~12 月は前期比-16.7%と 2 四半期連続で二桁の減少となっている。1~3 月の見通し (×c 印) は、前期比+4.1%になっている。ただし、この見通しはあまり当てにできないとみている。第一に、景気後退局面では、元々下振れ傾向がある。それから第二に、その点と関係するが、この見通し調査は、調査時点が 12 月下旬であって、その時点では、中間決算時、つまり 10 月とか 11 月時点の見通しをそのまま答えている企業が少なくなかった模様である。このようにならかなりタイムラグがある見通しであるので、特にこういった局面では、大きく下振れる可能性もあるということかと思う。それから、(2) の建築着工については、太い実線の 10~12 月が前期比-7.7%であって、これも減少は減少であるが、細い実線の鉱工業用を中心に、意外に底堅いというふうにもみえる。ただし、この統計は、着工の申請をして確認が下りた分が全部機械的に計上される。実際のところは、景気後退期には、確認が下りても着工を繰り延べる、あるいは既に工事に掛かっている案件が途中で中断されるというケースが増えるので、こういう局面では、この統計は、設備投資の先行指標としては強めに過剰に出過ぎている可能性が高いというふうに考えている。それから、企業収益を確認しておく。図表 18 の (1)、上場企業の収益の①が製造業であって、2008 年度の経常利益見通しが-69.8%である。これに対応する前回 1 月時点の分は、図表からは消してしまったが、-55.5%であったので、またこの 1 か月間でかなりの下方修正になっている。素材と加工の別を申し上げておくと、素材が-42.6%、加工が-92.9%ということである。今回は特に電機の下方向修正が大きいと

ということであって、電機は経常赤字の見通しになっている。なお、これは野村証券の調べであるが、日経調べでは減益幅はもっと大きく、製造業全体で経常利益が8割を超える減益予想、最終利益は赤字予想となっている。こうした急速な収益悪化のインプリケーションを二つ申し上げておく。一点目は、キャッシュインの急速な減少にキャッシュアウトの抑制がまだ追い付いていないので、外部資金需要が依然として強いということである。確かに、予防的な資金調達を早めに始めてきたこととか、何と云ってもC/P市場が落ち着きを取り戻しているのも、年度末資金には目途が付きつつあるという企業が増えている。ただし、営業キャッシュ・フローの悪化はペースダウンしつつも今暫く続く見込みであるので、新年度入り後も外部資金ニーズが強い状態が続くそうである。それから、二点目であるが、この表から明らかなように、2009年度の収益も2008年度からさらに半減するという非常に厳しい見通しになってきている。そのため、2010年度は変化率で+180%などとなっても収益レベルはご覧のように2001年度とあまり変わらない。そういう話になってきているので、企業の中長期的な成長期待も既にある程度はつきりと下振れてきているというふうに受止めるべきかと思う。それに加えて、これだけフローの収益が悪化してくると、さすがに自己資本比率の低下など、バランスシート面でも一部の企業では調整圧力が強まってきている。こうした中長期的な成長期待の低下、バランスシートの悪化によって、この先設備投資や人件費の圧縮がいよいよ本格化していく可能性が高いということかと思う。

企業部門は以上であって、次に家計に行く。図表20であるが、個人消費は、前月までの状況とあまり変わっていない。すなわち、急速に落ち込んでいる訳ではないけれども、全体として弱く、特に(2)の乗用車など、高額品が大きく落ち込んでいるという状況に変わりはない。灰色の家電販売も、上昇トレンドは明らかに頭打ちになってきているし、これでも相当価格を値引きして売っているということであるので、量販店及びメーカーの採算はかなり苦しくなっているということのようである。図表21であるが、(1)のグラフ、百貨店も直近12月が前年比-9.6%と落ち込ん

でいて、都内百貨店からのヒアリング情報では、1月も12月と同じ位の前年比マイナス、さらに2月に入ってからその状況にあまり変化はみられないということである。この間、これも若干明るいニュースの方に属するのかもしれないけれども、図表23のとおり、消費者コンフィデンスは、明るいという程でもないが、足許、指標によっては、下げ止まりの兆しもみられるという位の変化があるということである。それが、本物かどうかはまだ分からないけれども、どうやらガソリン等の価格の下落が消費者マインドを幾分下支えする方向で働き始めたようである。勿論そうは言っても、雇用、賃金情勢は今後悪化していくので、個人消費については、当面弱い状態が続く、ないしさらに弱まるリスクが大きいというふうにみておくべきかと思う。次の住宅については、ほとんど変化がないので、説明を割愛する。

図表26の鉱工業生産であるが、10～12月の生産の前期比は、確報で若干変わっていて、-12.0%になっている。そして1～3月は、在庫調整圧力の高まりもあって、生産はさらに大幅な落ち込みになりそうである。欄外に書いてある数字も若干変わっていて、前期比-20.4%というのが予測指数から出てきている数字である。前年比の方は変わらない。こういう数字だと、製造業がGDPの2割と申し上げたので、機械的に計算すれば、この製造業の変化だけで1～3月の実質GDPを前期比で約4%、年率であればその4倍、前年比で約7%押し下げるという計算になる。それから、図表27、(3)の予測指数の修正状況であるが、これも気になっているのだが、グラフの灰色部分の予測修正率（1回目の予測から2回目の予測への変化率）と白い部分の実現率（2回目の予測から実績への修正率）のいずれも、ご覧のように大幅なマイナスであるだけでなく、月を追ってマイナス幅がなお拡大傾向にある。こういった予測指数の足許の特徴やマイクロ情報等を踏まえると、1～3月の生産のマイナス幅は、先程申し上げた-20.4%では済まない可能性も十分念頭に置いておくべきかと思う。4～6月については、まだ非常に不確実性が高いのだが、自動車は、先程申し上げたように、今のところ4～6月中に在庫調整の目途が付きそうな

ので、5月、6月辺りから生産水準を引き上げるという青写真を一応描いている。ただし最終的には、その時の内外の販売動向に左右されるので、なお不確実性が大きい。また、エレクトロニクス関連とか、少し遅れて減産が始まった鉄鋼等については、在庫調整は自動車以上に長引きそうという感触である。一般機械については、中国の建設機械需要が今のところ期待程は出ていないということであるし、それから内外の設備投資向けは減少が続くので、これらを踏まえると、全体としては、4～6月の生産は、自動車の在庫調整の進展を主因に急低下局面からは抜け出す可能性が高いと思うが、全体としてプラスに転化するのはなかなか難しそうである。せいぜい、全体で下げ止まり感が出てきて、7～9月以降回復していくという展望を持ち得る状況になるかどうかという辺りに目線を置いてみていきたいと考えている。差し当たり、次の生産統計で、先程の予測指数の修正状況がどの位緩やかになっていくのかという辺りにまずは注目したいと考えている。

それから、次に雇用関連に行く。図表 31 であるが、12月までの雇用関連データは、報道等から受けるイメージ程はまだ悪化していない。この点、(1) 太い実線の失業率が12月に随分上がって、4.4%と0.5%ポイントも上がっているけれども、ご覧のように10月、11月が随分低かったという面もあるので、振れという面もあると思う。みて頂けるように、2007年後半から緩やかなトレンドの上昇があり、その範囲内の動きかと思っている。それから、同じ統計の図表 32 の労働力調査の雇用者数であるが、そういうことであるので、あまりこちらでも悪化はしてはいない。ご覧のように、足許まで前年比ゼロで推移をしている。しかし、10月以降の生産の落ち込みをはっきりと反映しているデータが一つだけあって、それが(3)の所定外労働時間である。太い実線が水準であって、ここは全産業で示しているが、製造業だけでは、既に2001年のボトムを下回ってきている。少し前まで、製造現場は繁忙感が強くて、所定外労働時間が随分あったので削減余地が豊富にあったのだが、それが早くも使い果たされてきた感があるので、やはりここから先は雇用調整がデータ面からも確認されて

いく局面になっていく可能性が高いというふうに考えている。この間、賃金面は、徐々にであるが、弱さが現われ始めていて、図表 34 の (1) の名目賃金の右端のグラフは、12 月の単月のデータが入っており、前年比 $-1.4\%$ となっているが、本日の確報で $-0.8\%$ に上方改訂されている。大勢は変わらないということかと思う。黒い部分の所定外給与が減少しているほか、白い部分の特別給与が、確報で少し縮まっているが、それでも減少が始まっているということである。しかも以前から申し上げているように、今期の企業業績の大幅悪化の影響は、むしろ次の夏のボーナスに出てくると思っている。所定内給与については、足許まだ減少の仕方が非常に小さいけれども、これもこの先操業日数の短縮等も含めて、結果的にワークシェアリング的に下がっていく可能性が高いと思っている。この先の雇用、賃金情勢が、どの程度悪化するか、そしてその個人消費への影響がどうかということについては、極めて注意深くみていく必要があると考えている。

雇用、賃金は以上で、最後に物価であるが、図表 36 の国際商品市況は、大幅に下落した後、足許は横這いの展開になっている。従って、輸入物価、国内企業物価についても、急低下局面からは、間もなく抜け出していくと思う。図表 39 の国内企業物価の動きをご覧頂くと、(2) の 3 か月前比は、直近 1 月で $-4.1\%$ と大幅なマイナスが続いている。しかしながら、前月比では実は低下に歯止めが掛かってきているので、2 月の 3 か月前比は恐らくマイナス幅が 2% 台に縮小するとみている。しかし、(1) の前年比は、1 月に $-0.2\%$ と約 5 年振りにマイナスとなって、この後マイナス幅が拡大していくというふうにみている。そして、その動きは、消費者物価の前年比にも反映されていくということなので、図表 42 の (1) のグラフであるが、直近 12 月の消費者物価が $+0.2\%$ と既にかなりゼロに接近してきている。この後、1 月以降は、ゼロ近傍、どちらかと言えばマイナスの領域で推移をして、5 月以降はマイナス幅が拡大していく蓋然性が高いとみている。このことは、石油製品や食料品の動きだけから予想できることであるが、それに加えて景気悪化に伴う需給面からの下押し圧力も強まってい

くという可能性が高いことに注意が必要である。

以上、本日申し上げてきたことを総合して一言で申し上げると、景気は大幅に悪化しているという前月と同じような評価になるかと思う。この後、1～3 月まで生産やGDPが大きなマイナスになることはほぼ確実であつて、焦点は 4～6 月以降の展開になる。プラス方向で注目すべきポイントとしては、内外の在庫調整の進展状況と各国の各種政策対応の効果、その二つかと思う。一方、マイナス面で留意すべきポイントは、企業の中長期的な成長期待が下振れつつあるとみられる中で、設備投資と人件費の圧縮が第 2 ラウンドの悪循環をもたらす可能性と、それから株価下落等が金融・実体の負の相乗作用をさらに強める可能性、その二点かと思っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

水野委員

非常に分かりやすい説明を有り難う。ただ、企業部門の調整で、家計にいくところの蓋然性と、それからそのタイミング、ここについてみていくところは、何をみていけば良いか。今のところは、雇用が悪化している、非常に雇用調整が早くて、正規雇用から非正規雇用という動きがアネクではみえていて、データでも今後みえてくるだろうという期待はできるのだが、その大きさ、マグニチュードについてはなかなか統計でまだみえない訳である。そこは何かどういうところをみて……。

門間調査統計局長

それは、毎月の統計をみていくしかないと思っている。少なくとも、足許まで所定外労働時間はだーっと下がっているので、恐らくやはり 1～3 月のどこかでは、雇用の減少がはっきりしてくるのではないかと常識的には思う。それを確認していくということと、それから賃金については、ま

さにこの1～3月は相当生産が減るので、ここで多少ワークシェア的に所定内も含めて賃金が下がっていくのかどうか、その辺りがポイントだと思う。

水野委員

今日おっしゃったように毎勤の確報が出て、製造業、5人以上のベースの所定外労働時間が-30%である。ただ、全産業ベースでみると、まだ-11%のところであるため、残業代のところもかなり効いてきているのかなという感じではあるが、全体をみると、何とか今のところ-0.8%で止まっている。しかし、おっしゃったように夏のボーナスがほとんど期待を持ってないというのが、今の状況である。日本の場合、雇用統計を今まで遅行的にみて良かった——アメリカに比べてであるが——と思っていたのだが、この頃の企業の対応をみていると、とにかく労働分配率を上げる余裕がないというか、上げない方向で非常に厳しい対応をしているということなので、少し早めに出てくるのかどうか、その辺の感触を。

門間調査統計局長

早め、遅めというのは、何を基準にして言うかがとても難しい。本来調整すべき幅に対してとすれば、今回の調整は極めて遅い。つまり、生産がこれだけだ一と落ちている訳であるから、正規雇用も本当は切らなければならないという位の幅なのに、むしろ非常に切り方が遅いし、労働分配率は今実は物凄く上がってしまっている。

水野委員

まだ対応が遅くなっているということか。

門間調査統計局長

対応が遅くなっているというよりは、企業の対応自体は、恐らく昔に比

べれば早くはなっているのだろうが、それ以上に足許の変化のスピードの方が非常に激しいので、とても追い付かないという状況である。であるから、今回は、足許はむしろまだ雇用の悪化がみえていないが、恐らくここからはかなりのペースで悪化する可能性が高くなる。問題は、仮に夏以降生産が回復して、少し景気が持ち上がっていくという局面になっても、需給ギャップがうんと開いているから、暫く過剰雇用が残ってしまう可能性があるということである。従って、2009年度、2010年度と相当程度長い期間に亘って、賃金とか雇用への下押し圧力が強まる可能性が強いと、むしろその心配をしておく必要があると思っている。

#### 須田委員

輸入がなかなかまだ落ちてこないということについてなのだが、先程おっしゃった契約の問題とか、あるいは多分為替レート評価の問題とかあると思うのだが、他の国に比べてやはり日本の落ち方が非常に小さいというのは、どういうことか。一つは、契約の話では、中東に行った時、日本は契約をしっかりと守るのだが、他の国は簡単に切ってしまうと。中国の受注のキャンセルとかみていると、そういう可能性があるのかなという思いもしたのだが、他の国との対比でみたら、そういった理由で説明可能か。

#### 門間調査統計局長

そういう日本的な文化、忠誠心だけからそういうふうに見えるかどうかというところは、なかなか私も即断できないのだが、まず図表 12、先程の図表をみて頂いて気が付くことは、これだけグローバル化しても何だかんだ言って、日本は輸入に占める素材のウェイトが高い。素原料は、原油とか鉄鉱石、石炭が大きいのだが、原油は基本的に発電とか運輸である。そこは、生産量は落ちていない。であるから、生産との違いで言うと、そういった面があるということと、それから鉄鉱石、石炭については、実はヒアリングしてみると、もしキャンセルをすると法外な違約金が取られるらしい。他の国もそういった契約になっているか分からないけれども、そ

ういった契約に日本はなっているので、違約金を払う位であったら、高値で引き取ってしまった方がまだましであるという感じもあるらしい。ここから先は、多少推測になるが、昨年（2008年）の初めの頃というのは、とにかく資源不足で、鉄鉱石も石炭も足りなくなるのではないかという大変な状況であった訳である。一方で、高炉メーカーは、自動車メーカーに対して3万円値上げを要求している。その見返りとして、安定供給を必ず果たすからという非常に強い約束をした訳であるが、そのために逆に、鉄鉱石、石炭の安定供給をきちっと確保するために多少不利な契約をした可能性もある。そこまでは、少し裏が取れていないが、いずれにしてもなかなかキャンセルできないような契約になっているということのようである。

西村副総裁

中国は、スポットが多いな。日本は長期契約が多い。

門間調査統計局長

であるから、スポットが大きいとやはり安定供給というところに多少不安が出てくるので、そこはかなり契約の段階で安定的なものにしたのが、今裏目になっている可能性があるということかもしれない。

野田委員

それでもかなり現地にとどめるように、現地在庫で残すようにという努力はしている。けれども、やはり入ってきているということなのだ。現地のヤードも大変になっている。

門間調査統計局長

こちらのヤードも随分溜まっているらしい。

#### 西村副総裁

水野委員の件であるが、アメリカのデータをみると非常に分かりやすい。アメリカのデータは、「海外経済・国際金融の現状評価」図表一覧（追加分）における図表4であるが、あるところまでは比較的落ち方が少なく、急に落ちている訳である。要するに、水準でもても累積変化でもても、やはり9か月とかその辺のところまでは、レーバー・ホールディングは、ある程度まで保たれている。それ以降は、完全に崩落状態。これは、やはりアメリカの場合も——私は、前回アメリカは全て雇用にきているというふうに申し上げたのだが——、これだけみているとやはりそうではなくて、ある程度は持っていたが、ここで持ち切れなくなった。日本でも多分同じことで、半年とかそれ位すると持ち切れなくなってどっと出てくるという可能性がある。それが、一番怖い。

#### 野田委員

遅行的と言われるのが、まさにそういう行動なのだろう。急に大きく出てくる。

#### 水野委員

そのシナリオで数字を弾いてみると、とんでもない数字になるので、色々なことが起きているのだろうなということが想像に難くないのだが。GDPの予想をずっと作っていくと、家計部門をマイナスに置くと、とんでもない数字になる。もう既になっている。-6%とか。

#### 門間調査統計局長

先程から申し上げている生産という比較的ハードなデータから考えただけでも、相当1~3月に落ちるので、ゲタは-4%台になってしまう可能性が高い。

水野委員

−5%という数字は軽く出る。−6%というと手が震えてくるのだが。調査統計局でも、年度でゼロを一応入れている。分からないからと言うか、そこは、家計調査だからということで。そこを落とすと、2009年度GDPは、相当厳しい数字が想定される。

門間調査統計局長

それから、ゲタが−4%以上あるからと言って——これもそれにマイナス $\alpha$ を付けて、さらに大きくするという見込みの人が多いのだが——、そういうふうにはばかり考えるのもどうかなと思っていて、まさに自動車が4~6月中に在庫調整の分だけで結構上がる可能性があるというように、年の後半にかけては生産の反発力というのがどの位出てくるのか、そこはまだ未知数だと思う。普通に考えると、ある程度強いものがあり得るので、2009年度の後半位は、結構瞬間風速的には高い成長率になって、ゲタは大きかったけれども、結果的にその分位で済んだなということになる可能性は高いのではないかというように思っているので、ゲタからさらに落とすというふうには考える必要もないのではないか。

水野委員

いや、落としはしない。消費が先程言ったようなストーリーを描くと、まだ遅れているという話。雇用が。

門間調査統計局長

一方で、その生産に対応するのが、在庫調整を今世界中でやっているの、結局輸出も増え始める。アジア向けなどを中心に、輸出も多分年の後半位には増え始めると思う。普通に考えれば構成は大きく変わると思うが、2009年度は、企業部門の回復が始まるけれども、一方で家計はむしろ弱くなっていくので、トータルではやはりかなり弱い数字でも、おっしゃった程は弱くないということなのではないかというふうに思っている。

野田委員

やはり、10～12月、1～3月の落ち込みの幅、それと恐らくそれから出てくるゲタの大きさに少し先行きの目がかすむと言うか、そういったところには気を付けなければいけないのかなと思っている。それは、急回復が必ずあるという楽観論ではなくて、普通に考えると相当な在庫調整を物凄い勢いでやっている訳である。アメリカの自動車もそうである。トヨタも、今の売上から言えば、アメリカの車は25年ないしは30年近くこれから乗っていく計算になると言っている。さすがに、アメリカの車はそこまで良くないだろうというような話もあるので、やはりどこかで元に戻るかどうかは別として、かなりのところまでは戻っていくという、それがポイントはいつかということなのだろうが、早晩という言葉が正しいかどうか分からないが、戻っていくということを前提にやはり物を考えないと少し間違えるのかなという気もしないでもない。

門間調査統計局長

少なくとも、最終需要がこれ以上下振れなければ、在庫調整は大方の業種で夏位には目途が付いていくと思うので、年の後半は生産が増えていくというフェーズになると思う。であるから、問題は最終需要がさらに下振れるかどうかということで、そこには先程申し上げた第2ラウンドの悪循環がどうなるかということと、それから政策効果に対する失望が出るかどうかということである。

野田委員

そうした中で、そういった方向にいけば、先程おっしゃった中長期的な成長期待というところが、そういうもので少し戻るのかどうかというのも一つのポイントだと思う。それと、中長期的な成長期待をみる時に、今まで我々は特に資本ストック循環などを全産業的にみていたが、今のショックが輸出でほとんど説明できるとすると、輸出型の製造業というセグメン

トで設備投資をみていかなければならないのかなと思う。

#### 門間調査統計局長

どんどん分解していくと、どんどんデータが粗くなるので、何業のストックというのは、なかなか測るのが大変である。分析が難しくなるということがあるのだが、概念的には、おっしゃったように、恐らく起こっていることは、製造業、とりわけ輸出業種の中長期的な成長期待の下振れというのが起こっていると思う。一方で、内需産業の上振れは恐らく起こっていないので、トータルで潜在成長率が少し下がっているということになっているのだと思う。ただ、一旦中長期的な期待が下振れてまた上がるというよりは、むしろ今後の回復局面の回復の度合いをみながら、トータルで徐々に下げていくというような感じになるのではないかなと思っていて。さすがに、まだ今の段階で、例えば研究開発とか、新製品開発投資とかそこまで絞り込むというところはあまりない。取り敢えず、能増投資は、全部ストップだ、延期だということなのだが、新製品を作っていくための投資というのはまだやっていくということだし、それから雇用も目一杯引っ張って行って、でも例えばこれから1年経っても、2年経っても回復してこないということになると、その段階でこういうものも含めた期待の下振れが起こってくる可能性があるということかと思う。

#### 中村委員

雇用を守るということになると、各企業賃下げというのを早い段階でやってくる可能性があるな。

#### 門間調査統計局長

とにかく、労働分配率は、今もう瞬間的に相当上がってしまっているし、1~3月もさらにGDPがどんと下がると、またそこで上がるから、実は2002年とか2001年位のレベルにまでもう直ぐに戻っていきそうな雰囲気である。であるから、相当な調整圧力になるので、おっしゃったように雇

用が切れないのであれば、もうとにかくボーナスは夏はが一んと減らすし、それから所定内もなるべく色々な工夫をしながら減らしていくということになっていかざるを得ないのではないかと思う。

須田委員

上振れる要因として、もしということなのであるが、不確実性が減って、少し下落スピードが収まってきて先が大分みえるようになった時に、不安心理というのが少し減ったら——自動車のメモをみた時に、そうすると需要が増えるかもしれないという調査統計局の説明があったのだが——、そのところはどの程度の大きさか。

門間調査統計局長

日本は元々、国内は恒常的に下降トレンドであるので、なかなか大きな回復は期待しにくいかもしれない。ただ、最近出た低価格のハイブリッドの受注が結構増えているということもあるので、やはりトレンドに先んじた物を出せば消費者はある程度付いてくるという可能性があって、そこをどの位できるかということと、それから海外は何と言っても新興国の潜在需要が相当大きいので、そこはまだ依然として期待しているメーカーは多いと思う。まだ、2007年までのペースでは伸びないというところを認識した段階であって、これから数年経ってもアメリカはだめかもしれないが、新興国は潜在需要が結構強いので、そこに向けて、少なくとも世界的に金融が一応安定してきて、オートローンなど普通に付くというようになっていくと、一定程度新興国マーケットは開拓できるのではないかという認識を持っているというふうに思う。

山口副総裁

先程、企業のバランスシートの話があったが、これから先企業のバランスシート調整は、どのような格好で出てくる可能性があるのか。

門間調査統計局長

何かバブル期の崩壊の時と違って、持っていたアセットの価格がうんと下がってしまったという話ではないので、そういうものを調整しなければいけないというのとは少し違う。今起きていることは、キャッシュ・フローが低下して、一部の企業はかなり赤字になって、その結果、自己資本比率が低下をし、債務・エクイティ比率が上がってしまっているということである。であるから、取り敢えずそういう企業がやろうとしていることは、エクイティの充実である。その次に、コストの削減を皮切りに、収益の改善を図るということである。そのところに、不要不急の設備投資をカットする、雇用を圧縮していくというのが入っていくので、これはオーバーオールの上とかエクイティ調達との関係で決まってくるけれども、そういう他の部分があまりうまくいかないと、結果的に雇用などに沢山皺が寄っていくというふうにならざるを得ないということなのではないか。

山口副総裁

債務・エクイティ比率については、ずっと低いという認識できたが、最近の調整プロセスの結果として、やはり債務の比率が高過ぎるという感じになってきているのだとすると、債務の圧縮という格好で現われる可能性はあるのか。

門間調査統計局長

今債務の圧縮はできない。とにかく、お金は少しでも欲しいので、今はできない。であるから、必要となるキャッシュの圧縮ということになる。まさに設備投資をカットするなど、それを今懸命にやっている。それに加えて、エクイティが調達できるのであれば、なるべくしたいという、今そういった段階であると思うので、むしろ債務はまだ貸してくれるのであれば欲しいという段階ではないか。

野田委員

そういった意味で一番やはり我々として知っておかないといけないことの一つは、今の説明をもう少し延ばすと、格付である。企業格付の低下が、今後どの位増えてくるのか。当然そうなる色々なところで調達面の障害が大きくなる訳である。企業金融環境が一番クリティカルであると私は思っている。

山口副総裁

結局、企業部門全体としてのバランスシート圧縮が必要になってくるとすると、その裏側として金融機関のバランスシートの圧縮も早晚必要になってくるというふうに考えておくということか。

門間調査統計局長

然り。今まさに金融機関がそういった企業の資金需要に全部は応えられないということは、もう自分の資本制約の中では十分に応えられないようなリスクテイクのニーズがあるということである。リスクテイクに対するニーズがあるということなので、そこはそういうふうに連関している訳である。あとそれは、金融機関自身が、自己資本を充実させて、リスクテイクのキャパシティを増やせるかどうかということと、それから企業自身が、債務の格付がどんどん下がっていく前に、ビジネスモデルの転換を図って、それ程リスクが大きくない借り手として存続し得るかどうかということだと思う。であるから、金融機関、企業、両面で様々な対応策というのが本質的な形で上手く行われていくのか、あるいはそこが上手くいかなくて追い込まれてしまって、かなりネガティブな反応になっていくのかということなのではないか。

白川議長

先程のデットと、今の山口副総裁のデット・エクイティレシオについて、ターゲットと比較して現実の値が上下どちらなのかということ踏まえ

て、その調整をどうするかという議論——これは今現実には起きている話であるが——と、そもそもターゲットとなるデット・エクイティレシオについての考え方自体が、今回の経験を経て、また変わってくるということなのか。つまりずっとビナインな環境が続いてきて、デットをもっと増やして有効にレバレッジを効かさなければいけないというのが少し前まであって、それとの比較でみて、日本の企業は十分デットをかましていないという議論があった訳である。だが、この4~5年をみていると、非常にビナインであった訳であり、デット・エクイティレシオ自体のターゲットが実は低かったということも同時に起きているのか。

#### 門間調査統計局長

日本企業は、もう少し長いスパンの過渡期も同時に今経験しつつあるので、未だにやはりもう少しデット・エクイティレシオを高めても良いのではないかという感じのトレンドでいる企業もいる。元々数年前はほとんど借金がなくて、まだデットを増やす過程にあるという企業もあるので、そういう企業は結果的に今位がちょうど良いのかもしれない。逆にこの数年間で、相当思い切った、今おっしゃったようなROEを上げるためにレバレッジを上げていくという戦略を採った企業は、特に今需要が急減している業界の企業は、大変な状況になってきている訳である。そういったところは、まさにデット・エクイティレシオのターゲットレベル自体を下げていく方向を今後展望していくということになるのではないか。彼らは、まだそこまではっきりとは中期計画などで言っていないのだが、多分そうなってくると思う。

#### 白川議長

基本的に資本市場は、アービトラージが効く訳であるから、それは、日本の企業だけではなくて、世界的にそういう認識が変わっていくということなのか。

#### 門間調査統計局長

恐らくそこはとても難しく、おっしゃったように、そこになるととても深遠でかつ難しい議論になってしまうので、私も全部閉じた形では話ができないと思うが、結局、I R上他のグローバル企業に負けないためにR O Eを上げなければならないというプレッシャーが働き続けると、やはりターゲットのデット・エクイティレシオというものをそんなに下げられない。ということは、I Rあるいは投資家全般を取り巻く規制も含めた投資環境そのものが、そういう短期の利益を追求するというところにプライオリティを置く状態が、どの位続くのかということにかなり帰着するのではないか。つまり、リスクを十分勘案しないでリターンを得ようとするということについては相当規制が掛かるとか、結果的に金融機関からなかなか借りられなくなるなど、ある種の大きなフレームワークが変わってくれば、投資家自身の目線も変わってきて、結果的に企業のビヘイビアも変わっていくということなので、大卒のところの企業のコーポレートガバナンスがどうなっていくかということ、世界的な規模で考えていかなければならないという話になっていくのではないかと思う。

#### 白川議長

その意味では、バーゼルⅡのまさに自己資本の議論、勿論経済資本と規制資本とは違うとは言え、やはり関係してくるという話である。

#### 西村副総裁

アメリカでも上手くいっていない会社というのは、ほとんどの場合、金融が絡んだ会社が多い。だから、やはりその問題はかなり根本的な問題として出てくる。

#### 野田委員

ただ、2003年以降の景気回復、業績向上、回復時に概して言えることは、その業績回復に見合っただebtを増やすという戦略を採った企業とい

うのは、比較的少ない。そういった意味では、財務体質というのは、一頃に比べれば極めて強いという状況は変わっていないので、そういう意味では、今のショックには、急激なショックというのを別とすれば、かつてよりは強いというのは、もう間違いなく言える。

#### 門間調査統計局長

繰り返しになるが、要するにバブル崩壊の時と違って、どこの企業もアセット・サイドがやられているという話ではないので、そこは違う。であるから、今申し上げている話も非常に個別企業でばらつきがある。依然として健全な企業からやはり相当厳しくなっている企業まで、相当ばらつきがある。従って、むしろそういった個別企業の話になっていくと思うが、そうは言ってもバランスシートの調整圧力がなかった状況に比べると、一部出てきているということは、マクロにもある程度影響があるということかと思う。

#### 中村委員

むしろ、一般論で言えば、やはりバランスシートの改善を日本企業は、随分やってきた。デット・エクイティレシオをどうやって減らすか、どうやって借金を減らすかについて真剣に取り組んできた。これも合理化であり、合理化をやるにはやはり体力がいる。だから、合理化できる企業とできない企業の間でまた二極化が起こってくる可能性があると思う。

#### 山口副総裁

結局、期待成長率に見合ったバランスシートの大きさないしデット・エクイティレシオが意識されていて、それが見直しの対象になってくるとすると、実物だけではなくて、デットも含めての見直しということにならざるを得ない。まさに第2ラウンドに入っていくかどうかということであるが、そうなった場合には、日本は、全体としてはレバレッジを効かせてはいなかったにもかかわらず、結果的にレバレッジが効いていたことになっ

てしまう。従って、結果論としてレバレッジの巻き戻しが必要になる可能性があるかと、こう考えておけば良いということか。

門間調査統計局長

そうである。それをプラス期待成長率との関係で言えば、アセット・サイズである。そのものが少し大き過ぎたかもしれないということなので、そういった調整と考える方が良い部分があるかもしれない。

白川議長

別に今日という訳ではないのだが、少し長めの企業の財務構造の動きについて説明して頂きたい。

門間調査統計局長

ステップ・バイ・ステップで。

水野委員

変化は激しいので、来年はこのようなことを言っていないかも。

白川議長

先程何か。

野田委員

大丈夫だ。

#### 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、金融環境の資料-5（参考計表）である。まず、図表1の家計・企業のインフレ予想であるが、新しいデータは（2）の消費動向調査による1年後の予想インフレ率であって、これは実際の物価上昇率の下落の後を追う格好で下がってきている。一番右端が1月調査である。+1.6%とまだプラスではあるが、1.6%位まで下がってきているということである。それから図表2で、（1）のESP、エコノミストの調査であるが、これは直近の2月の調査が入っており、太線で示している。これもCPIの見通しが大分下方修正になっている。年度毎に申し上げると、2009年度-1.1%、2010年度も今回の調査で初めてマイナスになって-0.1%ということであるので、一応エコノミストの調査も2009年度、2010年度と2年連続マイナスという見通しになっている。それから、（4）のインプライド・フォワード・レートであるが、これは今しがた議論のあった成長期待との関係で非常に読みにくくなっていると思っている。元々、人々あるいはマーケットのインフレ期待をここで何とかみられるのではないかと、いった時には、長期的には実質成長期待はそう大きく変わらないだろうという前提がある。そうした前提のもとで、この3年後から10年後までのインプライド・フォワード・レートの変化というのは、インフレ期待の変動に対応しているのではないかという仮説に基づいてこれをみてきている訳である。ところが、もし仮に今中長期的な実質成長期待の方も変わっているとすると、これは分離することは難しくなるということである。因みに極く最近の変化をみると、1年後から3年後までの太実線のインプライド・フォワード・レートはあまり変わっていないのに、3年後から10年後までの長期の方は、過去の系列でみるとむしろより安定していたものが下がってきている訳で、これがインフレ予想の低下なのか、実質期待成長率の低下なのか、あるいは一時的な動きなのか、判別は難しくなっていると思っている。以上がインフレ予想である。

図表3の政策金利水準の評価であるが、これは、事前資料をお配りした後、GDP統計が新たに出ているので、それを元に作り直した表を本日別

途お手許にお配りしている。企画局の「金融環境の現状評価」（参考計表・その2）という2枚紙、1頁目が実質コールレートと潜在成長率の比較、2頁目がテイラー・ルールである。この棒線は、一番右端が1～3月の暫定値の推計になっている。10～12月のGDP実績がこの少し左側の黒点であるが、それを幾つかの横這い仮定の元で1～3月の暫定値を出したものである。いずれにせよ、1頁（1）の実質コールレートと成長率を比べると、まず実質コールレートの方は、物価がほぼ0.1%とゼロに近づいていく分だけ実質コールレートのマイナス幅も縮まってきているということであるので、この両者の差でみた乖離幅も縮まってきている。非常に大きく変化したのは、2頁目のテイラー・ルールの試算値であり、例えば（1）で、太実線のコアCPIを使ったテイラー・ルールをみると、かなりマイナスの方に突っ込み始めているということである。この1四半期でどうしてこんなに変わったかということ、大きく言うと理由は二つあって、一つは、先程来説明のあった10～12月のGDPのマイナス成長で、10～12月のGDPギャップが相当深くなっているということである。これは、簡便法で計算しているが、テイラー・ルール計算上のマイナスのGDPギャップは-4.4%という計算になっているので、これが一点。もう一つは、CPIそのものが、7～9月と10～12月を比べると1%強上昇幅が縮まっている点である。こうした二つの要因で相当下がっているという格好になっているということなので、それぞれ簡便計算ではあるが、全体として、実体経済や物価上昇率の関係でみたこの政策金利の持つ緩和の程度というのは、引き続き縮小しているという評価だと思う。

次は、（参考計表）に戻って頂いて、実際の資金調達コストの評価である。図表5で資金調達コストをご覧頂くと、前月までは資金調達コストの全体としての評価は、どうも下がっているもの、下がりにくいもの、色々あって横這いという評価である。今月に関しては、留保条件はあるものの、低下という評価で良いと思っている。貸出、CP、社債という順番で申し上げると、貸出金利は、10～12月が纏めて出ているが、約定平均金利で短期の除く交付税特会向けをご覧頂くと、10～12月の平均で1.687%とい

うことで、7～9月に比べて低下し、長期を含めた除く交付税特会向けの総合も低下している。さらに、足許どうなっているかについてはデータがないが、ウエイトは小さいとはいえ、短期プライムレートでも10～12月1.675%の後、1月が1.475%になっているということから考えれば、恐らくどちらかというとは低くなる方向だとみて良いかと思われる。ただし、後程ご覧頂くが、スプレッドは拡大方向であるので、政策金利の低下幅と比べればその効果は相殺されているということだろう。同じことがCP・社債にも言えて、CPのレートは1月になって全体として明確に下がっている。CP発行レート（3か月物）であるが、12月が1.42%だったものが、1月平均で0.84%ということで、これは下がっている。さらに、実は社債の発行レートも、出来上がりベースでみると、1月は若干下がっている。これは元々ベースとなる長期金利が下がっているからで、いずれにせよ、CPはかなり大きめに、社債は幾分下がっているということである。貸出・CP・社債とも低下しているということだが、中身をスプレッドで評価すると、まずこのCPのスプレッドをご覧頂くと、a-1+格はほぼリーマン・ショック前に戻っているが、a-1格、a-2格は引き続き大きい。さらに社債にいくと、スプレッドは、AAA格でもまだかなり大きいという格好なので、全体的にまだ非常に大きいという状況である。それぞれのスプレッドを図で確認すると、図表6の(2)がスプレッド貸出のスプレッドである。これは非常に凸凹しているのでみにくいのだが、＜長期＞のスプレッドは、2008年央以降ちょっと上昇トレンドがあるように見えるし、＜短期＞も足許若干高くなっているように見える。これはヒアリング情報とも整合的である。それから、図表7の(2)がCPのスプレッドであるが、11月、12月に向けて一旦大きく拡大した後、1月は縮小している。太実線のa-1+格はほぼリーマン・ショック前に戻っているが、a-1格、a-2格はまだ全然戻っていないというのが図からご覧頂ける。図表8の(2)は社債のスプレッドであるが、凸凹してはいるが、AAA格からA格までそれぞれスプレッドそのものは皆まだ拡大方向にある。従って、全体として、出来上がりの資金調達コストは低下しているものの、スプレッド

レッドは背景としてかなり高止まっている、あるいは拡大していて、その意味で金融緩和効果は、その分は減殺されているという評価だろうと思う。以上が金利の評価である。

次に資金調達量であるが、図表 10 をご覧頂きたい。民間部門総資金調達は、1 月は+1.4%ということで、12 月の+1.1%から引き続きプラス幅を拡大させている。この拡大した主因は、ご案内のとおり銀行貸出であり、寄与度で+2.6%ポイントから+2.8%ポイントとなっている。銀行貸出の中身を<民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高>でご覧頂くと、特殊要因調整後で12月+4.6%、1月も+4.6%と高い伸びが続いている。中身は都銀が+4.8%から+4.4%と若干伸び率を低めており、これは12月のCP・社債からのシフトがさすがに1月は一服しているということであるが、伸び率は引き続き高いということである。それから地銀も+4.9%から+5.4%と伸びを高めているが、この中身としては、中小企業の運転資金の増加（需要の増加）のほか、保証付きの貸出の増加というのもあるようである。いずれにせよ、貸出の伸びは続いているということである。量の話で、CP・社債の前年比であるが、CPをご覧頂くと、12月-11.4%から1月は-6.5%となって、少しマイナス幅が縮まっている。ただ、これは前年比であって、この間のCP市場の変化は分かりにくいと思うので、CPの月末の発行残高をトレースしてみると、CPの場合は金融機関発行分もあるのでそれを除いた企業発行分とABC Pの発行分だけでみた場合、リーマン・ショック直後の9月末には18.6兆円あった。この18.6兆円が2か月で2兆円落ちて、11月には16.5兆円まで急激に落ちた訳である。これが政策投資銀行のCP買入れ、本行のCP買入れと現先オペの増加等に刺激されて12月から戻り出し、12月末には17.3兆円、1月末は17.9兆円となった。前年比ではまだマイナスで、そのマイナス幅が縮まっているということであるが、2兆円落ちた後、1.4兆円回復しつつあるという状況である。CP市場は、アメリカの場合には、CPFFを除くと本当にアメリカのCP市場は回復しているのかという議論があるが、日本の場合には、幾つかの政策効果からいえば、気付け薬を

付けた結果、1月以前の公的当局の買入れ額というのは、本行が1月末に一回目で2,000億円、多分政策投資銀行もその程度だとすると、それを上回って一応規模は拡大したということだろうと思われる。ただし、繰り返しになるが、格付の低い方はまだ極めて厳しいということだろうと思う。それから〈国内公募社債、転換社債、株式の発行額〉における社債の状況であるが、1月は4,690億円と、12月と比べてかなり減少しているが、12月は金融法人の発行が非常に嵩んだので、それを除くとほぼ同じ位の発行が続いているということだろう。社債市場の特徴について、前月四点申し上げたが、その四点のうち今月変わっていないのが三点、ちょっと変わったのが一点あるので、それを申し上げる。まず一つ目、これは変わっていないのだが、11月と比べて、事業体の発行が若干戻っている。AA格クラスの発行は増え出しているが、引き続きA格の発行はほとんどないということである。これは前月と変わっていない。それから二点目、発行の中でも個人向けの発行が少し増えているということを前月特徴で申し上げたが、1月も数件個人向けがあり、これも変わっていない。三点目、ここは前月と変わったところである。12月の特徴では相当減額発行が多かった訳だが、今月は——多分これは一時的だと思うが——逆に増額発行がみられている。これは先程中曾理事からのご報告にもあったが、恐らく今まで待機していたお金が若干社債に戻ってきたという部分もあるかもしれないし、少し大きな機関投資家が買いを入れた部分もあって、増額発行が増えたと思われる。四点目として、今後の社債市場の需給に対する見方である。懸念材料が幾つかあって、生保債、地方債、サムライ債の発行が増えるということが一つと、この後償還が増えるということであるが、市場関係者としては引き続き非常に慎重な見方が多いということ、この点は前月までと変わらない。因みに社債の償還であるが、3月が多いというのはかなり人口に膾炙してきている訳だが、実は4月、5月、6月も多くて、1~3月合計と4~6月合計を比べると、1~3月合計の償還額1兆3,700億円に対して、4~6月の償還額は1兆8,300億円なので、実は4~6月の方が多いという状況である。

アベイラビリティ関係の指標である。図表 16 で、中小企業、小企業の D I が今月出ているが、引き続きゆっくりと悪い方向で動いている。因みに<金融機関の貸出態度>でみると、1 月は日本公庫の中小企業で 7.0%ポイントであるし、小企業——かつての国民公庫の零細企業——の 10~12 月が-28.1%ポイントという格好で引き続き悪化している。図でイメージをご覧頂くと、図表 18 で (1) 企業からみた金融機関の貸出態度、(2) 企業の資金繰りは<短観>でも、<日本公庫>や<日本公庫・商工中金>のデータでも、大体イメージ、水準感覚では、2001 年から 2002 年の I T バブルとエンロン・ショックの後のボトムに近付きつつあるものの、1998 年のクレジット・クランチ期よりはまだ良いという状況であるが、今申し上げた零細企業に限っていうと、<日本公庫・商工中金>の灰色の線では、足許既に 2002 年のボトムを割り込んで、1998 年のいわゆるクレジット・クランチ期とほぼ同じ位まで悪化しているという特徴が分かる。図表 19、企業倒産関連指標であるが、1 月は倒産件数が 1,360 件と前年比 +15.8%で大体 1 割ペースの増加が続いているという状況は変わらない。業種別では、ほぼ満遍なく増えており、あまり大きな特徴はなかった。

次に、マネー関連指標である。図表 21<マネタリーベース>をご覧頂くと、1 月のマネタリーベースの伸びは、当座預金の増加が 4 割に達しているということで、+3.9%ということである。この+3.9%という伸びそのものは量的緩和時代の後半、2005 年 1 月以来の伸びということになる。それから、マネタリーベースの中で日銀券の発行高の前年比は、12 月、1 月と急減しているように見える。+0.5%、+0.4%ということであるが、これは恐らくゆうちょがこの正月に、全銀システムとのリンクのために A T M を休業して、その結果銀行券を減らしたということが主因だろうと思う。今のところ 2 月の予想は+1.0%なので、1%内外の成長が続いているという状況は変わっていないと考えている。マネーストックは、大きな動きはないので説明は省略させて頂く。

各項目は以上であり、全体の金融環境の評価をここで取り纏めさせて頂く。いつものとおり四項目——政策金利、資金調達コスト、量、アベイラ

ビリティ——で前月との比較で整理させて頂くと、まず政策金利の評価という意味では、先程申し上げたとおり、大幅なマイナスのGDPと比べるとやはり引き続き悪化方向だと考えられる。次に、企業の資金調達コストは、貸出・CPともに明らかに改善している。三つ目、量の評価は、銀行貸出が引き続きCP・社債のマイナスをカバーするということで、前月と同じである。アベイラビリティは、CPは恐らく改善という評価で良いと思うが、社債はあまり変わらない。借入れについては、量は増えているものの、企業からみた銀行の貸出態度は厳しくなっているという方向なので、これは悪化ということである。先月までは、これらの項目ほとんどが悪化だった訳だが、それと比べると当月は悪化方向と改善方向の両方がある。従って、金融環境の評価としては、これまでは厳しさが増すという評価だったが、厳しい状態が続いている——決して改善はしていないので、全体としては厳しい状態が続いている——という評価で良いのではないかと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

質問というか確認であるが、図表13、社債とCPの発行の話なのだが、社債については、先程から聞いている限り、地方債の発行が増えるからというものもあるが、格下げされる前に早く出していきたいというものもあるようである。

雨宮企画局長

そうかもしれない。

水野委員

特に企業にとってA格からBBB格に落ちてしまうのは凄く嫌なので。

雨宮企画局長

だからそのAA格の企業が増えているのは、その前に出しておきたいという。

水野委員

そういうのもあるみたいである。ここは市場情報である。だからそれはちょっと置いておいて、聞いたかったのは、政策投資銀行が買入れているCPというのは、私が聞いているのは3,800億円位だが、第二次補正予算が非常に遅かったということで、我々の買入れ規模が1兆円とするとその1/3位しか買っていないという感じなのだが、この表の中で出てこない部分で相対でCPがかなり出ていると思う。だから、実勢の発行額はよくみえないので。

雨宮企画局長

もっと増えているという。

水野委員

恥ずかしいから公表しないという企業、特にリース系とかノンバンク系とかが、少し相対で出している。相対なのでみえない。だからここに出ている部分があるので、金額を公表データで見ると実態と少し違うかなという気がする。金利が上がっても良いから出したいと、相対でやるとレートが上がるのである。ただアベイラビリティが欲しいから出したいという人があったという感じを受けている。だからほとんど戻っているのではないか。

雨宮企画局長

そういう意味では、実はCPは1月末の残高の評価という意味では、日本銀行の買入れもまだ1月末の段階では、例の一回目が1月30日に2,200

億円程度だったので、それを含めても、量としてはやはり幾分増えたという評価で良いのだろうと思う。

水野委員

大分戻って効果が出ているのではないかという気がする、我々のやった政策が。

雨宮企画局長

ただ、恐らく a -1+格中心だということだろう。

水野委員

あと両方あるのではないか、a -1 格の下位の企業、すなわち、投資家から敬遠されやすい企業が相対で出している。

雨宮企画局長

評価は、アメリカと比較すると幾つかあって、量がまずアメリカの場合の C P F F を除くと、増えているのか増えていないのかわかりにくい状態と比べると、日本は増えている。日本の場合には、実はこれはヒアリング情報であるが、a -2 格の企業も、全体として市場の機能が少し戻った結果、出しやすくなっているという声が聞かれている。そういう意味で、アメリカと日本はすっきりと分けて記述してしまうと、アメリカはマーケットが完全に死んでしまっているものに対して F e d が出て仲介しているが、これに対して、日本は、まだ生きているマーケットや企業に対して気付け薬を入れてあげたら、そこそこ効いたということかもしれない。

水野委員

その表現が一番良いと思う。気付け薬というのが。

野田委員

先程の社債の発行で少額発行が出て、それは多分一時的だろうということだった。

雨宮企画局長

社債に対する投資家の買い意欲は、少し戻ってはいるようである。やはり11月、12月と比べて、一つはそれなりにスプレッドは上がってきているので、投資妙味が出てきているということと、さすがに様子見をしていた機関投資家が今月に入って若干戻っているという要因があると思う。ただし、この増額発行が何件かあったことの内容は、大きく言うと、機関投資家が戻ってきたという要因と、非常に大きな機関投資家がここで社債の買いをスタートしたという、やや特殊要因があるので、このまま量の改善が続くということではないだろうと思う。

野田委員

あとサムライ債などのクラウド・アウトの問題があるが、これは引き続き増えているのか。先月お聞きした辺りから傾向的には増えているのか。

中曾理事（金融市場局長）

まず、ユーロ円債も政府保証債としてやはり引き続き出ている。次に、政府保証サムライボンドも2件出ている。合計で3,500億円位ではないか。多分これがスプレッド的にもかなりAAA格にしては妙味があったから人気を博しているのだが、これに続く発行というのが豪州とか欧州の金融機関から出てくるのであろうというふうに言われているので、そこは国内の事業債発行主体とバッティングするのではないか。

須田委員

多分それは事実だと思うのだが、この話について聞いてみると、大手行は分けているというか、国債と事業債は取扱う部門が違うので、その

バッティングはないという話も聞いている。ただ地方の銀行にいくと取扱いと一緒にいるのでクラウド・アウトするかもしれないという話も聞いたのだが。

中曽理事（金融市場局長）

サムライボンドについては、いずれにせよ、これは国内債という意味では分けているところもあると思うが、分けて…。

水野委員

分けていないところもある。

中曽理事（金融市場局長）

要するに、国内債という範疇で投資対象になり得るところも相応にあるので、その限りではやはり。

雨宮企画局長

社債の場合は、投資家は、銀行も勿論持っているのだが、地銀以下のところと、あとはインデックス運用をするような機関投資家が多い。機関投資家は、恐らくスプレッドをみてAAA格で60bp だったら買うというような感じはある。

野田委員

60 幾つだったな。

山口副総裁

最近の企業間信用というのは、どういう状況になっているのか。

雨宮企画局長

持っているイメージを話せと言われれば直ぐ話せるのだが、数字をみな

から申し上げた方が良くと思う。企業間信用という場合は、正確に統計として取れるのは、法人季報ベースで、売掛金と受取手形あるいは買掛金と支払手形、これをどちらかで取る訳であり、企業金融の逼迫あるいは状況をみるうえで大事な指標だと思う。今、企業間信用残高をみると、急減している。因みに数字だけ申し上げると——これはグラフをみながら申し上げるので正確なところではないのだが——、今申し上げた支払手形と買掛金というふうにとってみた企業間信用は、やはり 2002 年以降の景気回復期で相当拡大しており、一番高いところで、多分 2006 年辺りは前年比+10%位増えたという形になっている。この+10%が一昨年、2007 年の半ば位から段々縮み出していて、2008 年になってマイナスに転化して、一番直近は——データが今年の 7~9 月なのだが——、ここでは-10%ということになっている。この企業間信用残高というのは、全体として企業の売上高と非常に似たような動きをしており、その意味では全体の景気とほぼ平行に、同時指标的に動いているが、足許若干気になる点は、売上高の落ち込み以上に企業間信用残高が落ちている形跡がある。これが、もう一つ実はお互い信用に対して敏感になっている、警戒感を強めているということかもしれないが、これが企業間信用あるいは企業の感じている資金繰りの厳しさをさらに一段と増している一因になっている可能性があるように思われる。

野田委員

サイトが短くなっているということだな。

雨宮企画局長

そういうことである。

白川議長

企業間信用は、マクロでみると、大企業は与信超になり中小企業は受信超になっているということか。

雨宮企画局長

必ずしもそうはならない。グロスで残高の前年比をとっているので、大企業が与信超で——業態によっては商社のように与信超になっているところもあるが——、大企業、中小企業でどちらかの超過になっているという感じではないと思う。因みに、今申し上げた企業間信用の残高の変化でいうと、大企業と比べて中小企業の方がはるかにマイナス幅が大きくなっているので、多分大企業からみてサイトの短期化等々を要求されているということではないかと思う。売上げと比べて、企業間信用が落ちる程度をみても、やはり中小企業の方が足許ちょっと厳しくなっているという状況である。

野田委員

これまで景気が少し良い時は、大企業から中小企業への企業間信用を縮めても縮められたのだが、これから縮めると死命を制してしまうことになるので、これからはどうかという問題がある。一方で、優良な企業系列の下請けというか系列企業では、企業間信用がむしろ今広がっているというアネクドタルな動きはあるのではないか。

雨宮企画局長

然り。

白川議長

今は、データの的には10～12月は確認できないが、例えばトヨタに代表されるように、非常に業績が悪くなっていて、取り敢えず大企業の段階で資金を調達してそれを色々な形で関連会社に資金を供給していくというバランスがどの程度上手くいっているかということである。

野田委員

それがマクロでどうなっているかというのはちょっと分からないが。

雨宮企画局長

マクロ的な数字をみる限り、今出た特定企業のグループ内ではそういうことが起きているであろうが、全体としてはやはりむしろ収縮が進んでいるのではないかなと思う。

水野委員

この辺の数字は取れないよな。

雨宮企画局長

少なくともマイクロデータは取れない。

山口副総裁

今持っているデータベースからすると、信用残高というのは実額でどの位なのか。

雨宮企画局長

実額では、申し上げられない。伸び率とトレンドからの乖離なので。

野田委員

恐らく 10~12 月などではデータを法人季報から出しても、月数などでやると訳が分からなくなってくるかもしれないな。急激に売上げが落ち込んでいたりするから。残高そのものは恐らく減っているのだけれども、それがどの程度売上げとの対比でトレンドから乖離しているのかというのは、なかなかみえにくくなるかもしれないな。

川北財務省大臣官房総括審議官

一言だけ。先程、政投銀のCP購入について言及があったので、現在の政府の取組みについてちょっとご説明させて頂く。先般、平成20年度の第二次補正予算が通ったので、日本政策金融公庫法上の指定金融機関として、具体的には政投銀が危機対応業務としてCPを買取るということで、これは2月末に実施できるように今準備を進めている。このスキームは、政策金融公庫の方で短期の政府保証債——実際にはコマーシャル・ペーパーなのだが——を出して資金を調達し、それを政投銀に貸し付け、政投銀がそれを財源にしてコマーシャル・ペーパーを買取るというものである。先程お話が出た、既に政投銀が購入しているのは、通常業務としてこれの先駆けとしてやっているということで、政策金融に則ったものは、2月末に本格実施ということになる。この政策金融の措置の支援ということもあり、昨年12月の決定会合で、政投銀をCP買現先オペ等の対象とすることを決定して頂いており、早速対応して頂けたことに私共感謝しているところである。今般、公庫が公庫CPを出すことになるので、これまたそれを金融機関が有するという形になってくる。こちらの方の取扱いについてもぜひご配慮を頂きたいというふうに思っている。

私共は引き続き、日本銀行と協調しつつ、こうした金融市場の安定化に取り組んでいるので、宜しく願います。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは最後に金融経済月報の概要についてのご説明をお願いします。

前田調査統計局参事役

それではまず実体経済からである。実体経済の方は、現状の総括判断が「景気は大幅に悪化している」、先行きは「当面、悪化を続ける可能性が高い」ということで、ともに前月と同じ判断とさせて頂いている。当月は、先程門間調査統計局長からも説明があったとおり、10～12月のデータが

揃って、特に生産、GDPが極めて弱い数字となったが、これは前月時点ではほぼ見込んでいたものであるということであり、そういったデータは大幅に悪化しているという判断を裏付けた内容というふうに考えている。細かい点で一点、企業収益のところにアンダーラインが引いてある。これまで「悪化を続けており」としていたが、相当減益幅が広がっているので、「企業収益の悪化幅は拡大しており」というふうに変えている。物価についても、基本的に前月と大きくは変わらない訳であるが、消費者物価について若干の修正をしている。消費者物価の現状は、前月までは「プラス幅が縮小している」ということだったが、もうかなりゼロに近いところまで縮小しているので、「ゼロ%近くまで縮小している」としている。となると、先行きも既にゼロになっているので、前月まで付けていた「さらに低下し」という表現を取って、シンプルに「マイナスになっていくと予想される」というふうにしていく。私からは以上である。

#### 関根企画局参事役

続いて金融パートである。最初の段落の金融市場のところであるが、まず最初に、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、レポ金利が振れやすい動きとなっていることと、ターム物の銀行間金利が高止まりを続けていることを述べている。残りの市況表現のところであるが、昨日から少し市況が動いているので、この相場であれば、為替は円安、株価は下落という形で修正していきたいと思っている。最終的なところは明日の相場もみながら判断させて頂きたいと考えている。

金融環境の方であるが、こちらの方のご説明は先程企画局長からの説明に尽きるので詳細は省かせて頂く。全体は「厳しい状態が続いている」ということであるし、その理由のところ、四つということであるが、まずコールレートのところ——政策金利の水準であるが——は、「大幅に悪化している实体经济活動との比較で見ると、緩和度合いは低下している」と、前月と変わらずである。資金調達コストの方は良くなっているということで、

信用スプレッドは多くの先で広がった状態が続いているものの、資金調達コストの方は「低下している」ということを述べている。第三文のところ——量のところ——では、各種の政策対応もあって、CP発行には一部に改善の動きがみられるうえ、銀行貸出の方は「高い伸びを続けている」とし、それに続く文章では、アベイラビリティがちょっと厳しいところが残っているということであり、「下位格付先のCP・社債発行は前年割れを続けているほか、中小企業を中心に資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増加している。」としている。以上を括って、厳しい状態が続いているということである。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。それでは明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から政府出席の方々も含め、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。

(16時54分中断、19日9時00分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行の説明であるが、最初に「『政府保証付短期債券』の適格担保化等について」、「国債補完供給における対象国債の追加について」に関する執行部説明と決定である。第二に、「社債の買入れの実施について」、「各種時限措置の期限延長について」、「企業金融支援特別オペの強化・延長について」に関する執行部説明である。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、「社債の買入れの実施について」、「各種時限措置の期限延長について」、対外公表文に関する議案の取り纏めと採決になる。第七に、1月21日、22日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは竹下亘副大臣、内閣府からは藤岡文七内

閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、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. 「『政府保証付短期債券』の適格担保化等について」、「国債補完供給における対象国債の追加について」に関する執行部説明と決定(資料-8、9)

白川議長

それでは、まず「『政府保証付短期債券』の適格担保化等について」と次に「国債補完供給における対象国債の追加について」、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、採決を行いたいと思う。

鮎瀬企画局参事役

それでは、説明をさせて頂く。本日お配りしている資料-9(追加資料)「『政府保証付短期債券』の適格担保化等について」から説明する。宜しいか。本件であるが、政府保証付CPが発行されることになったことを受けて、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、これを適格担保及びCP現先オペの対象資産とするために所要の措置を講じるというものである。背景であるが、今般、日本政策金融公庫が、CP買取業務を危機対応業務として実施する日本政策投資銀行への貸付を行うために、その原資を政府保証付きの短期社債(政府保証付CP)の発行により調達することとなった。政府保証付CPの発行は今回が初めてであり、これを適格担保等にしたいということである。そこで、2.であるが、政府保証付CPについては、信用力に問題がないほか、市場性についても民間のCPに劣らないというように考えられるので、これを適格担保とすることが適当と考え

ている。また、CP現先オペについては、その対象資産はこれまで適格担保の範囲と一致させてきているので、政府保証付CPについても、同じ扱いとすることが適当というように考えている。なお、この政府保証付CPであるが、企業金融支援特別オペ及びCP買入れの対象とはしないという扱いを考えている。そこで、これらの措置を行うために、「適格担保取扱基本要領」等を一部改正し、この要領における担保の種類として、「政府保証付短期債券」という種類を新設したいと考えている。また、CP現先オペについては、「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」等を一部改正するということである。

2頁に行って、この政府保証付短期債券の適格基準であるが、囲みにお示ししているように、「短期社債または本行がこれに準ずると認める短期債券であること」また、「発行日から償還期日までの期間が1年以内のものであること」ということを要件として、政府保証付きの短期債券を適格担保化するということである。また、担保掛け目であるが、民間企業発行のCPなどと同じように、額面に対して掛け目を乗じて担保価額を算出するという扱いとして、97%という掛け目を考えている。本件、ご決定を頂いたならば、日本政策金融公庫が政府保証付CPを初回発行する2月25日から実施することとさせて頂きたいと考えている。

3頁目が本件の付議文である。「『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、政府保証付短期債券を適格担保とし、また、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。」。記書きとして、1.が「適格担保取扱基本要領」の一部改正、2.が「1.の一部改正の実施を条件に、『適格担保取扱基本要領』4.(3)の定めにかかわらず、株式会社日本政策金融公庫が発行する政府保証付短期社債については、同基本要領別表1に定める政府保証付短期債券に該当するものとして適格担保とすること」。この2.の定めであるが、「適格担保基本要領」4.(3)においては、国債等一部のものを除いては、取引先から適格性判定の依頼を受けて、適格性判定を行うということが定められているが、今回の日本政策金融公

庫の発行する政府保証付CPについては、そうした取引先からのアクションを待つことなく、適格であるという判定を下したいということである。3.として、「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、4.として「日本銀行業務方法書」の一部変更である。4頁以下が具体的な改正内容であるが、先程ご説明させて頂いた内容をそれぞれ定めているので、この場では省略をさせて頂く。本件は以上である。

続いて、次の案件もご説明させて頂く。資料-8（追加資料）、本日お配りしている資料で、「国債補完供給における対象国債の追加について」である。宜しいか。本件であるが、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債、資金決済の円滑確保にも資するとの観点から、国債補完供給の対象に、30年債、変動利付国債、物価連動国債を追加したいというものである。この、国債補完供給であるが、市場において個別の国債の一時的な需給の逼迫というものが生じた場合に、本行が保有国債の範囲内で、現先方式でこの国債を供給するという制度である。背景にあるように、現在、この国債補完供給——SLFと略称しているが——においては、30年債、変動利付債、物価連動債は対象となっていない。他方で、本行はこの2月から、これらの国債を国債買入の対象としていて、今後こうした国債を本行が日常的に保有するということが見込まれるところである。こうした状況のもとで、市場参加者からは需給の一時的な逼迫に備えて、これらの国債もSLFの対象に加えてほしいという声が聞かれるところである。そこで、対応であるが、これらの国債をSLFの対象にするために、基本要領の一部改正を行い、時価売却価格比率というものをこれらの国債についても設定したいということである。この時価売却価格比率の水準であるが、これらの国債は既に一般的な国債現先オペの対象にはなっているので、その国債現先オペにおける売却の場合の時価売却価格比率と同じものをこのSLFにおいても適用するということである。2頁目がその具体的な水準であって、一般的な国債については、30年超のところを追加して、変動利付国債、物価連動国債についてはこれを新設するということである。これについては、ご決定を頂いたならば、2月20日からの実施というこ

とを考えている。

3 頁目以下が本件の付議文で、「『補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領』の一部改正に関する件。金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債および資金決済の円滑確保にも資するとの観点から、『補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領』を別紙のとおり一部改正すること。」である。4 頁以下では先程ご説明をさせて頂いた時価売却価格比率を定めさせて頂いている。本件については以上である。

白川議長

それでは、最初に「政府保証付短期債券」についてご意見はないか。

須田委員

これは恒久措置として行われる一方で、背景として書いてあることが元々危機対応業務を実施する日本政策投資銀行への貸出ということなので、そことのリンクはどうなるのかがよく分からないのだが。

鮎瀬企画局参事役

今回、これを適格担保化したいというように考えた契機は、あくまでもこの日本政策金融公庫が初めて危機対応業務の原資を出すために、政府保証付CPを発行するということであるが、恒久措置としての趣旨は——現在具体的な案件がみえている訳ではないが——、同じような形で政府保証がされたCPが出てきた場合には、やはり一般的に考えて信用力には問題がないということにある。特に、譲渡制限とかそうした特殊なものが付けられていない限りは、市場性においても問題はないということであるので、枠としては恒久的な措置として適格担保化することによかろうと考えた次第である。

白川議長

二つ目の「国債補完供給における対象国債の追加について」へのご質問、ご意見はあるか。

ないようであれば、二つの案件を一括して採決を行いたいと思う。

〔「適格担保取扱基本要領」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

〔「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」  
の一部改正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

それでは採決の結果を申し上げます。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件」、及び「『補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領』の一部改正に関する件」、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。

IV. 「社債の買入れの実施について」、「各種時限措置の期限延長について」、「企業金融支援特別オペの強化・延長について」に関する執行部説明（資料－7、10、11）

白川議長

それでは、次の案件である。まず、前回1月の決定会合で、検討を指示した社債の買入れに関し、執行部より「社債の買入れの実施について」を説明して頂く。次に、「各種時限措置の期限延長について」の説明をして頂く。またこれに関連するものとして、執行部より「企業金融支援特別オペの強化・延長について」の説明をして頂く。なお、これらについては執行部からの説明の後、説明に関する質問、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したいと思う。それでは  
願います。

#### 鮎瀬企画局参事役

それでは、社債の買入れについてまずご説明させて頂く。資料-7（追加資料）の本日お配りさせて頂いている資料で「社債の買入れの実施について」である。宜しいか。本件であるが、社債の買入れを実施するため、「社債買入基本要領」の制定等、所要の措置を講じるというものであって、本件は1月21、22日の金融政策決定会合における検討指示に基づくものである。1.の「社債買入基本要領」の制定であるが、社債買入れを実施するために必要な基本的事項を定めるものとして、この基本要領を新たに制定するということである。そこで、社債買入れに係る基本的事項であるが、以下のとおりとしてはいかがかというように考えている。まず、買入対象であるが、本行の担保適格である社債のうち、格付けがA格相当以上のものであって、買入日の属する月の月末日において残存期間が1年以内であるものというようにしてはいかがかと考えている。この、「月末日において残存期間が1年以内であるもの」という定め方であるが、投資家と証券会社の間で残存期間1年以内となる直前の銘柄について、毎月定例的な売買がなされているという取引実態があるようであるので、これを踏まえたものである。また、横棒にあるように、買入対象とすることが適当でないと思われる特段の事情がある銘柄は、買入対象から除きたいと考えている。これは、CP買入れの際と同様、格付において、例えばクレジット・ウォッチ・ネガティブというような扱いとなったものについては、これを除くということを想定している。次に、買入対象先であるが、後程申し上げる選定基本要領において、本店管下の共通担保オペ先のうち希望する先に定めたいと考えている。また、買入方式であるが、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、その利回りからの利回り格差を入札させて、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。下限利回りについては、執行部において——これはCP買入れと同様の考え方に基づいて——無担保コールレートの誘導目標に一定のスプレッドを上乗せした水準に設定したいと考えている。また、この水準は、足許の市場レートよりは有利になるように、また市場が平時に戻った場合の市場レートよりは不利となるような水準に設定したいと考えている。具体的な水準案であるが、6か月以内の社債については、誘導目標+40bps、それから6か月超のものについては、誘導目標+60bpsとしてはいかがかと考えている。また、買入限度額であるが、買入総額の上限は1兆円、また1発行体当たりの限度額は500億円としてはいかがかと考えている。買入総額については、この社債市場の残高のうち1年以内のところでは約5兆円の残高があるので、そうしたものを勘案して1兆円という規模を考えている。これは、市場機能の著しい低下の影響を是正するという目的と、それから市場への過度の介入を避けるという両面を考えての数字である。また、1発行体当たりの限度額の500億円については、信用リスク管理の観点からこのような制限を設けてはどうかというものである。さらに、下の横棒の後半の方であるが、いわゆる25%ルールについてもCPと同様の制限を設けたいと考えている。次に、買入実施の期限であるが、2009年9月30日までにしてはいかがかと考えている。これは、社債による資金調達の特性に配慮して、半年程度の実施期限を確保することとしてはどうかという考え方である。

次に、「社債買入における買入対象先選定基本要領」であるが、先程申し上げたオペ対象先の選定を行うために必要な基本事項を定めるための基本要領である。これにおいては、オペの対象先の範囲のほか、他のオペと同様、対象先の遵守事項などを定めさせて頂く。

また、本件の実施に伴い、日本銀行業務方法書においても一部変更の必要がある。これらについて、ご決定を頂いた場合には、本日より規程、基本要領等は実施をし、そのうえで3月4日に第1回目のオファーを行ってはどうかというふうに考えているところであって、またこの社債買入れの概要について、3頁目にお示しした、別紙のような形で概要を対外公表し

たいと考えている。このうち、6.のオファー日程等であるが、当面3回目までのオファー日程を公表し、1回当たりのオファー額は当面のものとして1,500億円という数字を出したいと考えている。また、第4回目以降のオファー日程等は先行き改めて公表という扱いにしたいと考えている。

4頁目に行って、先程申し上げた内容についての付議文である。「『社債買入基本要領』の制定等に関する件。案件。適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、下記の諸措置を講ずること。」。記書きとして、1.「社債買入基本要領」の制定、2.「社債買入における買入対象先選定基本要領」の制定、3.「日本銀行業務方法書」の一部変更であって、5頁以下で先程ご説明させて頂いた内容を基本要領の形に纏めている。読み上げは省略させて頂いて、10頁目に行って頂いて、別紙3.の「日本銀行業務方法書」の一部変更案であって、「第十六条の二」というものを新設して、社債の買入れについて規定をするということである。本件については以上である。

続いて、「各種時限措置の期限延長について」ということで、本日お配りさせて頂いている資料-10（追加資料）である。宜しいか。本件、経緯から説明させて頂く。本行は昨年秋以降、年末、年度末に向けての金融市場の安定確保、企業金融の円滑化のために、時限措置を各種導入してきている。この①～⑥にお示しした時限措置であって、これらは本年3月～4月にかけて、それぞれ当初予定の期限を迎えることとなっている。なお、この横棒の部分であるが、このうち①のドル供給オペ関係については、本年2月3日、米国連邦準備制度と各国中央銀行がドル・スワップ取極を10月30日まで延長している。その際、本行も次回の金融政策決定会合——この金融政策決定会合であるが——で延長について検討する旨を公表したところである。2.の時限措置の期限延長に関する考え方であるが、まずドル供給オペ関係については、各国と同様、本年10月30日まで期限を延長することが適当と考えている。それ以外の時限措置であるが、これらについても足許の金融市場の動向、企業金融の状況に照らして、現時点で延長を決定することが適当ではないかというように考えている。これに

については、新年度入り後の資金調達、新年度入り後のロールオーバーの可否への懸念から、年度末越えの資金調達環境が一層厳しくなる可能性というものもあって、こうしたことを回避する観点から現時点で延長を決定してはどうかという判断である。なお、これらの延長後の期限設定であるが、先行き多くの企業の間期末となる9月末にかけての金融市場の安定確保、企業金融の円滑化を図るという観点から、9月末越えの資金供給を長めの3か月ものまで実施できるよう、各措置の延長を行ってはどうかというように考えている。その場合の各措置の新たな期限であるが、この2頁目上の方にお示ししたような期限設定が考えられるところである。また、その際企業金融支援特別オペの新たな期限については、資金供給の実施期限、オペの実施期限という形で設定することとしてはどうかと考えている。また、この企業金融支援特別オペについては、後程企画局長の方から改めて説明を致したいというふうに考えている。3.であるが、ただ今申し上げたような形での期限延長を行う場合には、以下の基本要領の一部改正などが必要となる。お示ししているような基本要領、それから一部の措置については、「日本銀行業務方法書」の一部変更の有効期限も延長する必要がある。

4頁以下が本件を一括して付議させて頂く形で作成している付議文である。「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正等に関する件。案件。最近の金融資本市場の情勢に鑑み、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、下記の諸措置を講ずること。」。記書きとして、以下では一部改正を行う必要がある各基本要領、または日本銀行業務方法書等を制定順に並べている。6頁以下が具体的な改正内容であるが、読み上げは省略させて頂いて、13頁に別紙8.として「企業金融支援特別オペレーション基本要領」の一部改正案をお示ししている。趣旨書きの中では、これまで年度末越えの資金供給という趣旨が入っていたところを、「年度末越え」という部分を削除しており、また、貸付期間については、3か月以内の期間としたうえで、返済期限をこの4月末までに合せていたが、この但し書きを

削除する形にしている。また、附則において、期限を9月30日まで延ばしたうえで、但し書きを追加することによって、この期限がオペの実施期限であるという形にさせて頂いている。私からの説明は以上である。

雨宮企画局長

それでは、続いてお手許の本日追加した資料-11、「企業金融支援特別オペの強化・延長について」という資料に基づいてご説明申し上げます。ただ今ご説明申し上げたとおり、この企業金融支援特別オペは、時限延長としてお諮りしたい訳であるが、それとともにこのオペを強化することをお諮りしたい。まず、「狙い」であるが、昨年12月の決定会合以降、追加的な金融政策の対応として、ここにあるような議論がなされてきた。企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すとともに、企業の資金調達に関する安心感を確保するための政策手段としては、どのようなものが考えられるかというご議論が行われてきた。その際、企業が実際に資金調達を行う際のレートとして、取り敢えず念頭に置かれるものは、次の「考え方」にあるとおり、スプレッド貸出等のベースとなるTIBORが一つの例になる。しかし、このTIBORについては、まずTIBORのバックにある無担保ターム物の取引量が非常に少なく、その結果、TIBORそのものは実際の取引レートではないといえる。さらにクレジット・リスクそのものを直接コントロールすることはできないといったことを考えると、TIBORそのものを丁度オーバーナイトのように直接の操作目標とすることは難しいし、適当でもないと考えられる。そうなると、これまでの日本銀行の持つ様々なオペ手段、流動性供給手段を動員して、このようなTIBORというか、TIBORに代表されるような銀行貸出のベースレートに働き掛けるということを考える訳であるが、この場合、TIBORあるいはベースレートが持っている性格を考えると、どのようなリスクにどのように働き掛けるかということが問題になると思われる。TIBORの高止まりの中には、恐らく流動性リスクがあるであろうし、インターバンク・レートであるので、インターバンク、銀行同士のカウンター

パーティー・リスクがある。純粹なインターバンク・レートであれば、実は基本的には流動性と銀行間のクレジット・リスクでほぼ尽きる訳であるが、このTIBORの場合には、貸出金利のベースレートという性格があるために、恐らく銀行が認識している企業のクレジット・リスクが性格として入っているという、複雑な性格を持っているだろうと思われる。従って、このうちのどれに働き掛けるかということであるが、それぞれを定量的に把握することは大変難しいが、今申し上げた三つのリスク要因のうち、特にTIBORを提示する銀行間では、この銀行間のクレジット・リスクが大きいという状況は日本ではないだろうと考えられる。そうすると、やはりこの「①流動性リスク」と「③銀行が認識している企業のクレジット・リスク」が大きいのではないかと考えられる。

それぞれに、ある程度影響を及ぼし得るオペ手段としては、この企業金融支援特別オペが考えられる訳であって、ここでこの期間の延長とともに、この機能を強化するということが考えられるのではないかとということである。ご案内のとおり、企業金融支援特別オペ開始後、既に、規模、担保の差し入れとも非常に積極的に活用されており、規模は既に3兆9,000億円で、当初、3兆円程度ということで始めた訳であるがそれを既に超えているし、実際の企業担保の差し入れ額も11月末は3.9兆円からスタートした訳であるが、足許既に2月末で7.3兆円に拡大するという格好である。これを使って冒頭に申し上げたようなやや長めの金利の低下を促し、企業の資金調達に関する安心感を確保するということが可能ではないかということである。具体的には、その下にあるとおり、金利水準は引き続き0.1%の固定で、オファー頻度はこれまで月2回であったが、これを原則週1回に引き上げ、毎週オファーする一種の常設ファシリティーのような格好にしてはどうか。それから、タームであるが、今は全部いわば期越えということで4月にエンドを設定しているので、1月スタートから徐々にタームが短くなる格好になる訳であるが、これを3か月物に固定し、そのうえで期限を延長するということである。これにより、いわば非常に低利の固定金利で期間3か月の資金を、安定的に無制限に供給できる手段が整

うということになる。そのうえで、仮に本件を公表するとしたら、これは市場参加者の資金繰りの安定、あるいは企業の資金繰りの安定に期するということであるので、やはりスケジュールをできるだけ長期的に公表したいというように考えている。

この資料の一番最後の別紙であるが、上半分は今ご説明したような強化、延長案であって、下に沢山スケジュールが書いてあるが、これは金融市場局の方で今後のスケジュール、色々な資金需給を勘案したうえで、取り敢えず5月いっぱいまでフィックスして頂いたものである。こうしたものも併せて公表するというのが、オペの性格上適切ではないかと考えているということである。私からの説明は以上である。

白川議長

質問はあるか。本件に関する討議はまた後のラウンドで行う。

## V. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは次のテーマに移る。金融経済情勢に関する討議である。まず、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日は中村委員、亀崎委員、山口副総裁、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁の順である。それでは中村委員からお願いする。

中村委員

先進各国の2008年第4四半期GDP成長率は個人消費、設備投資、輸出等の急激な縮小から、我が国が前期比年率で-12.7%、米国-3.8%、ユーロ圏-5.8%、英国-5.9%と大幅な落ち込みとなっており、戦後最悪の世界同時不況に陥っていることが確認された。この1~3月期についても、在庫の積み上がりを解消すべく、世界各地で大幅な生産調整が行われているほか、過去に例をみない規模で貿易量も減少しており、厳しい経済

状況に直面している。こうした中、各国当局が導入してきた施策により、金融市場の緊張感は幾分後退したが、米欧では国債増発懸念の強まりなどから長期金利が上昇傾向にあるほか、長めのクレジット・スプレッド等は依然として高水準にあり、企業や個人の借入環境には改善がみられず、金融と実体経済の負の循環に陥っている。また、金融市場全般でリスク回避姿勢の高まりに大きな変化が窺われない中で、スペインやギリシャ、アイルランドなど欧州周辺国の国債利回りの対独スプレッドが拡大、また中圏の通貨も下落しており、注意が必要である。14日のG7では共同声明に国内需要と雇用創出を刺激するため、各国が財政政策を前倒しし、迅速に実施することが盛り込まれ、各国政府の対応に期待が集まっているが、世界の金融経済情勢が回復するまでには、まだ相応の時間を要すると考えられる。

米国では、経済全般が大幅に悪化している。住宅市場では、1月住宅着工件数が46万6,000戸と、前月比-16.8%と7か月連続の減少となり、12月の新築・中古物件の販売価格もともに前月を下回っている。こうした状況を勘案すると、昨日、差し押さえ防止策を含む包括的住宅対策が発表されたが、住宅市場は当面、調整局面を脱することは難しいのではないかとと思われる。個人消費についても、自動車、ガソリン、建設資材を除いた1月の小売売上高は、市場予想に反し前月比1.2%増加したが、自動車販売は前月比36.5%減少しており、購入に際してのローンが取得できない消費者が多く、販売回復の目途は立っていない。雇用環境は、1月の非農業部門の雇用者数が、前月比59万8,000人減少し、失業率が7.6%まで上昇するなど、急速に悪化しており、個人のバランスシートも毀損していることにより、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。12月の輸出は前月比-6.0%、前年比でも-8.4%と減少傾向にあるほか、10~12月期の非国防資本財受注は前年比-9.7%と大幅な減少に転じるなど、設備投資関連の悪化も目立っており、米国経済が回復に転じるには、先日成立した景気対策法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。欧州でも、米国と同様に金融シ

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いる。内需も、個人消費、設備投資、住宅投資は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していることから、下振れリスクが大きいと考えられる。中国でも、経済は大幅に減速している。1月の輸出は前年比-17.5%、輸入も同-43.1%と、春節の影響を勘案する必要があるが、いずれも前月からマイナス幅を拡大した。一方、4兆元規模の財政政策や貸出促進策により、12月の発電量は11月に比べ前月比マイナス幅を縮小している。また、在庫調整により止まっていたブラジルからの鉄鉱石の輸入が再開され、海運市況が強含んでいるほか、中小製鉄所の稼働率が上がっている模様であり、内需中心に相応の成長を維持していく兆しも窺われる。ただし、公共投資による経済成長の押し上げは、海外経済への波及効果が限定的と考えられるため、中国が、世界経済回復の牽引役となり得るか、先行きの動向を注意してみていく必要がある。この間、NIEs、ASEAN諸国においては、IT関連財の輸出が一段と減少していることなどから引き続き急減しているほか、民間消費も減速傾向を辿っており、経済が悪化している。

国内経済については、16日に公表された我が国の2008年第4四半期の実質GDP成長率は、設備投資と外需が大幅に減少したことから、急低下した。特に、我が国の鉱工業生産に占めるウエイトが高く、輸出比率を大きく高めてきた輸送機械、一般機械、電気機械の輸出が大幅に減少したことが、これらの産業だけでなく他産業の減産へと波及し、国内生産を大幅に押し下げている。企業業績は、2月16日までに決算発表を行った金融業を除く東証一部上場企業を対象とした新光総研の集計では、2009年3月期の通期経常利益見通しでは14兆400億円と、前年比-60.8%と悪化している。1~3月期の経常利益見通しに限っては、多くの業種が赤字に転落し、全産業では-2兆3,000億円と前年同期比9兆6,000億円程度的大幅減益見通しとなっており、2010年度の業績悪化が懸念される。企業は国内外における需要の急減を受けて積み上がった在庫の削減を最優先としているため、力づくで生産調整を進めている。12月の鉱工業生産は、前月比-9.8%と、

2 か月連続で過去最大の下落幅となった。鉱工業生産予測指数をもとに、1～3月の生産水準を予測すると、前期比-20.4%と引き続き大幅な減産が見込まれるが、企業経営者や調査統計局のマイクロ・ヒアリング情報によれば、生産調整の動きは6月頃まで続く可能性が高いと思われる。需要の急回復が望めない環境下では、企業は設備投資を抑制せざるを得ず、設備投資の一致指標とされる資本財総供給は、10～12月期は前期比6.3%減少した。企業からは、昨年前半に取り組んだ生産能力増強のための投資案件を中断したといった話だけではなく、工場の統廃合等を公表する先もみられており、設備投資は当面、停滞を続けると思われる。個人消費関連では、1月の乗用車新車登録台数が前年比-28.0%の大幅減少となったほか、12月の実質家電販売額も前月比5.9%減少しており、全体として弱まっている。また、企業部門の悪化が、非自発的離職者数の増加や、所定外給与のマイナス幅拡大、特別給与の減少など、雇用や賃金環境の悪化を通じて家計部門へも波及し始めていることから、消費マインドは引き続き歴史的な低水準で推移しており、先行きの消費動向が懸念される。

物価面では、12月のコアCPIが前年比0.2%と前月から大きく上昇率が低下した。消費者物価では、購入頻度9回以上の品目の価格が前年比-0.1%となるなど、幅広い品目で価格の上昇が鈍化している。また企業物価では、石油・石炭製品の下落率が拡大したことに加え、非鉄金属、スクラップ類などが引き続き大きなマイナスとなっていることが影響し、1月の国内企業物価は昨年比0.2%下落した。消費者物価については、今後、石油製品価格の下落に加え、生活防衛意識の高まりから、消費者の物価に対する一段の厳しさや、流通業等の熾烈な企業間競争を背景に、さらに低下し、マイナスになると見込まれる。企業金融については、後半のパートで述べたいと思う。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

海外経済は、前回会合以降も減速が続いている。まず、米国は、昨年10～12月期の実質GDPが前期比年率で-3.8%と、1982年1～3月期以来の大幅悪化となるなど、景気悪化が加速している。懸案の住宅価格は、ケースシラーの10都市指数でみると、このところ前月比2%前後で下落しており、直近の11月には2006年6月のピーク対比で-26.6%の落ち込みとなった。仮にピーク比-4割が底だとした場合、毎月-2%ずつ、この下落でも、今年の9月まで下落が続くこととなる。しかし、-4割で底を打つかどうかも定かでない中、先安懸念は強く、着工や販売の件数は、ローン金利の低下にもかかわらず、1960年前後の統計開始以来の最低水準を更新してなお、底打ちの兆候はみられていない。企業関連でも、製造業受注や鉱工業生産が悪化の度合いを強め、設備稼働率は低下している。そのため雇用者数も、昨年11月以降、月60万人ペースでの削減が続いており、1月の失業率は1992年9月以来の7.6%へと上昇した。今後も、新規失業保険申請件数が1982年以来となる週当たり60万件を超える中、一段と雇用削減ペースが早まり、失業率は1980年代前半以来の8%超えとなる可能性は高いと思われる。こうした中、個人消費は低迷している。このような状況下、敢えて好材料を探せば、1月のシニアローンオフィサー・サーベイにおける銀行の貸出態度DIや、ISM製造業景況感指数、小売売上高などが、9月以降初めて、僅かながらも改善したことが挙げられる。これらは、景気悪化の加速度の鈍化を示してはいるが、底入れに繋がる動きとはまだ判断できないと思う。今後は、オバマ新政権の7,872億ドルに上る景気刺激策に期待しながらも、警戒を怠らずに丁寧に各指標をみていくこととしたいと思う。ユーロ圏も、昨秋以降、輸出や生産が大幅に悪化しており、昨年10～12月期の実質GDPは前期比年率-5.8%と景気悪化が加速している。ドイツでは、自動車の買替え支援策により小型車需要が伸びたとの話があるほか、IFOやZEW——センター・フォー・ヨーロピアン・エコノミック・リサーチ——の業況指数も先行きの改善を示しているが、一時的なものである可能性を否定できない。

英国も、昨年10～12月期の実質GDPは前期比年率-5.9%と、1980年4～6月期以来の大幅悪化となった。付加価値税率の引き下げなどにより、12月の小売売上数量が改善したことは朗報だが、消費者コンフィデンス指数は12月の改善の後、1月には再び悪化したほか、住宅価格の下落も続いていることから、景気は一段と悪化する方向にあるものと思う。中国については、昨年10～12月期の実質GDPが前年比6.8%と、2001年10～12月期以来の低成長となった。ただ、累次の金融緩和策と、昨年末からスタートした景気刺激策の効果が相俟って、12月、1月と、大幅に銀行貸出が伸びている。また12月の工業生産は11月対比で僅かながら改善しており、足許でも、鉄鋼生産が回復しているとか、石炭の輸出余力がなくなった、などとの話も聞かれる。さらには、春節休暇中の小売売上や観光収入もまずまずの好調だったと言われている。このような動きが景気底入れに繋がるかどうかはなお見極めが必要だが、中国は、日本にとって最大の輸出相手国でもあるため、その帰趨については高い関心を持って注視していきたいと思う。

日本の景気は、引き続き各種の統計が未曾有の悪化を続けており、10～12月期の実質GDPも、前期比年率で-12.7%と非常に大きなマイナスとなり、大幅な悪化が続いていることから、執行部の見解に異論はない。コンポーネントごとにみると、まず輸出は、12月の名目ベース前年比が、米国、欧州、アジア、中東、ロシアの各国・地域向けのいずれも二桁のマイナスとなり、全体で-35.0%と信じられないほどの大幅減少となった。価格下落や円高の影響もあるが、数量ベースでも-29.9%と大きなマイナス幅である。設備投資も、企業の新規投資への慎重姿勢を背景に、12月の資本財出荷が前年比-22.1%と大幅な落ち込みとなっている。また、個人消費も、百貨店やスーパーなどの弱い動きが続いているうえ、新車登録台数が一段と落ち込んでおり、全体として一段と弱まっている。大幅な需要減少のもと、12月の鉱工業生産は前月比-9.8%、前年比では-20.8%と、こちらも大きなマイナス幅となった。1、2月の予測指数もマイナスが続いており、1～3月には前期比-2割超、前年比でも-3割超の落ち込

みが予想される。これを受けて、設備投資や雇用は今後一段と削減される可能性がある。また、消費もさらに弱まっていくと思われる。このように、経済の輸出依存度が高く、また産業連関構造が製造業を中心に厚みのある我が国は、海外景気の影響が増幅されやすいため、欧米以上の景気悪化を余儀なくされているものと思われる。

物価については、国際商品市況は、昨年後半に大きく下げた後、年明け後は比較的安定した推移となっている。今後については、世界景気減速を受けた一段の需要減少が考えられる一方、中国での早魃を受けた穀物の供給減少なども考えられるため、その方向性を見極めるのは難しい状況にある。国内のCPI（除く生鮮）については、石油製品価格の下落を主因に、12月は前年比0.2%と、7、8月に付けた直近ピークの2.4%から急速に伸び率を縮小した。指数を構成する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+148と3桁を続けている。しかし上昇幅が縮小した品目が増え始めているのも事実である。また、消費動向調査において、今後の物価の上昇を見込む人の割合（総世帯ベース）は、今年1月には57.0%と、昨年7月の87.5%から大きく低下している。今後についても、石油製品のマイナス寄与が続くことから、早晚、CPIは前年比マイナスとなるものとみられる。ただ、エネルギー関連以外では、原材料価格の高騰を理由に、今局面で悲願の値上げを達成した企業が、簡単に値下げに転換するのかどうか、また、これまでの市況上昇、景気拡大局面において、賃金上昇を伴う二次的波及効果がみられなかった一方で、現在のような市況下落、景気悪化局面において、その逆である二次的なマイナス効果、デフレ・スパイラルが発生するのかどうか、こうした点について、引き続き丹念に確認していくことが重要と考えている。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

## 山口副総裁

グローバルな金融経済情勢をみると、まず、金融資本市場については幾分緊張感が和らいでいるということだろうと思う。ただ依然としてストレスの強い状況であることには変わりはないという認識である。クレジット市場、資本市場に目を向けてみると社債の対国債スプレッドは、低格付物を中心になお高めの水準で推移している。株価も、米国の新政権への期待から上昇する場面もあったが、経済指標の悪化や企業業績の不調などを背景に、低調な動きが続いている状況である。この間、ターム物金利のスプレッドは、リーマン・ブラザーズ破綻前の水準まで低下した後、横這いということであり、一頃に比べ改善している状況がみてとれる。こうした中で、本年に入って以降、特に米国において、長期金利が上昇傾向を辿っている点が気になるところである。これは年末にかけて質への逃避といったことから、やや下がり過ぎていた分の反動という面もあるとみているが、各国政府による各種対応の結果として国債増発懸念というのがグローバルに広がりつつあるし、それが特に米国において燻っているということが大きな背景になっているとみられる。こういった傾向が続くと金融面から下押し圧力が高まってくるリスクがある訳であって、この点、十分注意しておく必要があるのではないかと考えている。

実体面をみると、海外経済についてはアメリカとヨーロッパを中心に大幅な悪化を示す指標が多い。昨年の10～12月期の実質GDPについては、米国、ユーロエリア、イギリスのいずれも大幅な前期比マイナスである。米国経済については、住宅市場の調整がなお続いている。企業・家計ともに、資金調達環境が厳しいということ、それから先行きに関する不確実性が高いといったことを背景にして、支出行動が慎重化している。全体としてアメリカの景気は大幅に悪化していると思う。欧州経済についても、アメリカと同様、金融機関の与信姿勢のタイト化といったことを背景に内需が弱く、全体としても大きく落ち込んでいるといった景気状況である。それから新興国、資源国については、今申し上げたようなアメリカとヨーロッパの景気悪化の影響から輸出の減少がはっきりしてきているし、また、

資金が海外に流出することに伴って金融環境が悪化している影響も加わるかたちで、景気の調整が深まっている。今申し上げたように、足許ではグローバルにみて、金融と実体経済の負の相乗作用が強まっているが、同時に生産・所得・支出の間での通常のダウンサイドのスパイラルも進行中であり、ダウンサイドに向けてのスパイラル的な動きは様々なかたちで発生している状況だろうと思う。こうしたことなので先行きを見通しても、当面、目立った回復というのは見込みがたいというような認識にある。

次に、日本経済についてであるが、現状評価としては大幅に悪化しているということであろうし、先行きについても、当面悪化を続ける可能性が高いという判断で良いだろうと思っている。輸出については、海外経済の減速や円高を背景に大幅に減少している。設備投資についても企業収益が悪化を続ける中で大きく減少している。個人消費も厳しい雇用・所得環境の中で弱まっているという状況である。これらの動きを反映して、昨年10～12月期には、生産が前期比で1割を超える大幅な減少となった。今週公表された実質GDPも前期比年率で1割を超す大幅なマイナスであり、昨年秋以降の世界経済混乱の震源地であるアメリカとヨーロッパに比べても、大幅な落ち込みとなった。これについてはなかなか分析が難しい面は勿論ある訳であるが、取り敢えず、一昨年末までの我が国の景気拡大が、グローバルな高成長と円安の進行を背景にして、輸出主導で達成されてきたことの裏が想定以上のマグニチュードで我が国経済に現われてきているということであろうと認識している。先行きを考えても、そういう事情を踏まえると、海外経済の動向次第という面が非常に大きく、その分我が国経済の先行きについて不確実性が高いということを改めて念頭に置いておく必要があると思っている。

最後に、我が国の金融環境についてであるが、一言で言うと厳しい状態が続いているということになるだろうと思う。短期の金融市場をみると、コールレートは極めて低い水準で推移しているが、実体経済が急速に悪化しているため、緩和度合いということではいくと、低下しているという評価になるだろうと思う。それからターム物の銀行間金利については、このとこ

る幾分下がっているが、なお高止まりを続けている。企業の資金調達コストをみると、貸出金利とかC P・社債の発行レートは低下している。ただ、C P・社債の信用スプレッドは引き続き拡大した状態にあるし、これまでの政策金利の引き下げの効果はその分減殺されているとみて良いのではないかと思っている。また、アベイラビリティに関しては、C Pの発行については、本行のC P買入れの効果もあって、残高の減少に歯止めが掛かってきている。従って、落ち着きを取り戻しつつあるようにみえる。ただ、下位の格付先については厳しい状況が続くなど、発行環境が十分に回復してきたとまでは言えない状況かと認識している。社債の起債環境については、発行額が前年を下回る水準で推移している。なお厳しい状況が続いているということであろうと思っている。銀行貸出についても、貸出残高は増加を続けているが、実体経済の急激な落ち込みによる企業業績の悪化や金融機関のリスク・テイク余力の後退から貸出条件が厳しくなっていることを反映して、貸出スタンスが厳しいとする先が大幅に増えている状況である。こうした金融環境の厳しさを踏まえて、我々としてさらにどういう対応が考えられるかということが問題になる訳であるが、この点については次のラウンドで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは須田委員、お願いします。

須田委員

我が国の景気について、先日発表された 10～12 月期の実質GDPは、1974年 1～3 月期に次ぐ戦後二番目の落ち込みとなった。また、鉱工業生産指数をはじめ、多くの経済指標が 1～3 月期以降も厳しい経済状況が続くことを示唆している。従って、月報の概要については執行部案で特に異論はない。私の今年度、来年度の成長率見通しは、数字上では足許下振れているものの、来年度後半以降、景気が持ち直していくというシナリオを、不確実性が高いとはいえ、現時点では維持している。ただ、回復時期の後

ずれを意識しつつも、10～12 月期のような急速で大幅な落ち込みがいつまでも続くとは考えられないので、国際金融資本市場の改善の兆しや、海外経済が大幅な減速局面を脱する兆しが窺われないか、そういった目線で各種指標を点検していくことが重要であると思っている。それでは、前回会合以降公表された指標を簡単にチェックしていく。海外経済では 10～12 月期の数字がかなり出揃ったが、欧米先進国の実質 GDP 成長率は想定どおり大幅に悪化した。アジアについては N I E s だけでなく中国でも前期比マイナス成長が示唆されるなど、弱さが目立った。今年に入ってから雇用環境はグローバルに悪化しており、消費者コンフィデンスも悪化が目立つ。米国では新車販売も年率 1,000 万台を割り込み、住宅市場の底入れの兆しもなかなか確認できない。また、主要金融機関の決算も不冴えであり、先行きに対する不透明感、不安心理が世界中に広がっている。こうした中、米国では、今年の成長率見通しを下方修正する動きが続いている。ブルーチップで確認すると、前期比でみて 2009 年後半にかけてプラス成長に転じるという姿は維持されつつも、2009 年 10～12 月期の前年比でみた成長率は下方修正され、マイナス幅が拡大している。このように市場の見方が足許かなり慎重化している中で、経済指標には、I S M 景況感指数や小売売上高など、悪い指標ながら市場予想比ポジティブ・サプライズとなる指標がみられるようになってきている。調整が続く住宅市場でも、中古住宅販売保留指数の下落を受けて減少すると予想されていた中古住宅販売が前期比増加となり、住宅在庫も低下している。差し押さえ物件の格安販売が影響したとの声が聞かれているが、モーゲージ貸出基準が大幅に緩和し、ローン金利も低下するもとの、住宅着工件数が大幅に減少し、住宅価格の調整を伴いながら中古住宅販売が増加するというパターンが今後も続けば、在庫調整のさらなる進展が期待できる。この間、国債に逃避していた投資家が社債市場に戻りつつあるとの声も聞かれており、実際、1 月の社債発行は大幅に増加している。今後は 17 日に成立した大型景気対策の効果も期待できる。もっともこの効果については、適切なタイミングで実施できるか、効果の大きさや持続性はどの程度かなど、不確かな部

分も大きく、また、金融支援策や住宅差し押さえ対策については、金融のタイト化が続いているもとで、金融から実体経済への悪影響がどの程度弱められることになるのか定かではない。ビッグ3問題の先行き懸念もなかなか拭えない。このように、足許では霧の深い状況が続いており、なかなか不安心理が解消されないが、前向きな指標が増えていけば、市場参加者による成長率見通しの下方修正もやがては止まり、先行きの回復パスに対する不確実性は次第に薄らいでいくと考えられる。ユーロエリアについては1月の製造業PMIには輸出受注や完成品在庫など改善の動きもなくはなかったのだが、ロシアや中東欧経済、金融市場の動向とそれが欧州経済、金融機関に与える影響が依然として気掛かりである。またアジアでは、中国のPMI指数、上海株価など回復を示唆する指標が幾つか散見される。財政支出の急拡大や銀行貸出の大幅増加など、政策効果が徐々に現われつつあるとみられる。バルチック・ドライ指数が足許、急反発していることも中国向けの荷動きが回復していることを裏付けている。さらに農村部の家電促進策や自動車、鉄鋼等に対する産業支援策など、景気刺激策が次々と打出されている。ただ、不動産市場や雇用環境の悪化、高級品の販売不振、対内直接投資の減少など気になる点もあるので、中国経済の回復の度合いについては、春節の影響もあるため、もう少し様子を見て判断したいと思っている。なお、海外経済の回復が日本経済に与える影響を考える時、各国の景気対策がやや保護主義的な色彩を帯びている点は気掛かりである。また急激な円高の先行き如何では、今後海外景気が回復したとしても、海外への生産シフトから日本の輸出が思いのほか増加していかないリスクも意識しておく必要があるかもしれない。

次に我が国経済については、10~12月期の実質GDPが市場予想の範囲内であったとはいえ、内外に少なからずショックを与えたようである。日本の落ち込みが相対的に大きくなった理由としては月報のボックスに示されているように、欧米に比べ、今回大きなショックを受けた自動車、電気機械、一般機械の3業種のウエイトが生産・輸出において高く、かつ部品や素材の国内調達比率が高いうえに円の急騰に襲われたことが影響し

ていると考えられる。このようなメインエンジンである輸出業種の急激な落ち込みが、関連企業の売上や収益を急減させ、先行きに対する不安感が急速に高まったことから、企業は資金確保といった後ろ向きの行動に走らざるを得なかった。世界の持続的な成長率が下方修正される中、企業の成長期待や潜在成長率は下振れている可能性が高く、設備投資は今後厳しさを増していくと思われる。住宅投資も1～3月期以降、再び減少する可能性が高いほか、実質輸出も海外景気の減速と為替円高により暫く回復は見込めそうにない。この間、10～12月期の鉱工業生産の大幅落ち込みにもかかわらず、出荷の減少に追いついていないのが実情であり、素材を含めた幅広い業種で減産が強化される結果、1～3月期の減少幅は10～12月期を上回る見込みである。交易条件の改善が続くもとで、景気ウォッチャー調査や消費者態度指数がプラスに転じるなど、一部に明るい兆しも見受けられるが、雇用環境が激しさを増す中で、1月の新車登録台数が大幅な落ち込みを示すとともに個人消費も引き続き低迷している。雇用については、これまで企業は時間外労働時間の調整などで対応してきたと言えるが、今後は人数、賃金などの面で雇用調整がいよいよ本格化する可能性が高くなっており、消費の低迷は今後も続きそうだ。先行き不安感を解消させる材料が国内に見出せない中、当面は輸出環境とともに在庫調整がいつ終了するか、その兆候を探していきたいと思っている。

最後に物価について触れておきたいと思う。12月のCPI（除く生鮮）前年比は+0.2%と伸び率を大幅に縮小した。また国内企業物価指数は-0.2%と、2003年12月以来5年振りにマイナスとなった。こうした動き自体は想定範囲内である。現時点では来年度、再来年度ともに、私は物価下落を想定しているので、物価下落が続くという意味ではデフレを想定していることになるが、どの程度の物価下落となるかは、需給ギャップやインフレ期待、資源価格や為替レートなどにもよるので、かなり不確実である。もっとも、デット・デフレーションに陥り、デフレ・スパイラルが発生するような状況には至っていない。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、物価のマイナス幅は徐々

に縮小していくとみている。グローバルに金融緩和政策が採られている中で、今後とも投機資金が再びコモディティへ流入するようなことはないか、より長い目でみて人々のインフレ期待が上振れるような兆しが窺われな  
いかなど、インフレ・ファイターとしての目線を維持しつつ、各種指標を  
チェックしていきたいと思っている。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いします。

野田委員

前回定例会合以降、明らかになった経済指標、調査結果等は、昨年10～  
12月期に米欧日が揃って大幅なマイナス成長に転落したことに象徴され  
るとおり、世界経済のほぼ全地域で民間需要が劇的に減退していること、  
そして、それにより我が国経済が、一つは起点である輸出の急速かつ大幅  
な減少、二つに生産活動の大幅なスローダウン、三つに企業の所得形成力  
の低下、四つに家計も含めた民間経済主体全体の支出行動のはっきりした  
抑止という循環ルートを通じて多大な影響を受け、過去にない速度で不連  
続的に悪化していることを明確に示した。従って、執行部の月報の概要に、  
特に異存はない。

状況をもう少し仔細にみたいと思う。まず国際金融資本市場であるが、  
各種の信用スプレッドは依然として高水準で推移しており、市場の緊張は  
基本的には和らいでいない。日米独の株価は、米国の金融安定化策の公表  
後、対策への失望売りもあり弱含んでいる。一方、米欧で長期金利の上昇  
が目立ち始めた。大規模な金融安定化、及び景気対策による財政負担の増  
大が強く意識されているためとみられ、これが実体経済へのダウンサイド  
のリスク要因として浮かび上がってきた。また、目先、米国におけるオバ  
マ新政権への期待の剥落、あるいは景気と金融安定化という二つの対策へ  
の失望から、米国の株価等が一段と下落し、それらにつられるかたちで日  
本の株価等がさらに下に向かうリスクも決して小さくはなく、金融資本市

場から益々目が離せなくなっている。金融市場の安定に関しては、米政府が不良債権買取りのための官民共同の投資ファンドの設立等の対策を盛り込んだ新たな金融安定化策を 10 日に発表し、資産査定を厳格に行うことを含め、メニューを揃え、示したということは一つの前進である。しかしながら、新たな官民投資ファンドというスキームの導入が不良債権の買取価格をどのように決めるのかという難問解決にどう繋がるのか不透明である。この点について F R B のバーナンキ議長の下院公聴会での答弁、つまり今回のプランは「民間のアセットマネージャーが利潤最大化分析に基づいて資産購入を行うという重要な要素を含んでいると評価し、真の市場価格によって市場取引が回復し、市場の価格発見機能を取り戻す可能性がある」と指摘したと伝えられているが、それもなお、説得性に欠けるといふふうに思われる。この点については、もともとの根拠法である昨年 10 月の緊急経済安定化法が成立して以来の 이슈であっただけに、市場の失望は大きいものがあった。然は然りながら、具体策が示されるまでにはまだ時間がかかりそうだが、なお希望を持って詳細を待ちたいというふうに思う。こうした中、世界経済は急速かつ同時という特性を備えた景気悪化に見舞われている。10～12 月期の実質 GDP をみると、先進国経済はいずれも大幅なマイナスとなり、中国をはじめとする新興国経済の成長も大幅に減速した。先行きの見通しも悪化しており、IMF は 1 月に世界経済の成長率の見通しを、2009 年は戦後最低の 0.5% まで下方修正し、なお、未確認であるが今後、近い将来さらに下方修正するという報道も散見される。注目のアメリカの再生・再投資法が 17 日に成立した。大型減税や公共事業を柱とする総額 7,870 億ドルの過去に例のない大規模な景気刺激策である。また、昨日には 750 億ドル規模の住宅支援・差し押さえ対策も発表された。また中国では、4 兆元の景気刺激策が実行に移されつつある中、昨年末以降、銀行貸出の加速、在庫調整の進捗、工業生産の底入れ、PMI の改善等々、内需関連にやや明るい動きが見られている。このように世界経済の回復の見通しとタイミングは、今や、米国や中国に限らず各国の財政政策の実行とその強さ次第だと言っても過言ではなく、こ

の点はグローバルな実体経済と相応の期待を織り込みつつある金融資本市場に新たな不確実性を提供するリスク要因として注視していく必要があると思う。

次に、我が国経済について前回会合以降の動きを整理すると、10～12月期の実質GDP一次速報値は前期比年率-12.7%となった。第一次石油危機の影響を受けた1974年以来、約35年振りの大きな落ち込みである。同じ期の米国の-3.8%、ユーロ圏の-5.8%を大きく下回った。我が国が目立って大きい景気後退を余儀なくされたのは、月報のボックスに詳しく分析されているところであるが、要すれば日本経済の2002年以降の回復、拡大がグローバル需要及び輸出の増加に相対的に大きく依存していたことにある。グローバル需要の増加を円安環境という追い風に、帆を上手く上げたことによって、輸出が大幅に増加し、それとともに、輸出型製造業を中心に設備投資も拡大し、それが起点となった好循環が数年に亘り続いたが、グローバル需要の急減に伴い、循環が突然大きく逆回転を始めたということであろう。その実質輸出は10～12月期は前期比-15.2%と統計史上最大の減少を記録した。一方、設備投資の先行指数である機械受注の10～12月期は大幅な減少となった。投資の見送りや繰り延べのミ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、数四半期は、回復は見込みにくいと考えるのが自然であろう。中長期的にも企業の期待成長率が低下している可能性が小さくなく、この点十分に注視していく必要がある。消費についてみると、自動車販売や百貨店販売高の大幅減が象徴しているが、その弱さが明確になってきた。12月の失業率も大幅に上昇し、同月の雇用者所得が賞与の減少を主因に前年比マイナスに転じるなど、消費を取り巻く環境の悪化も目立つ。加えて、株価は安値圏に低迷し、消費者のマインドも極めて低い水準まで落ち込んでおり、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。10～12月期は統計開始以来最大の減産幅となったが、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いていない姿となっている。予測指数やマイクロ情報等を踏まえると、この1～3月期は10～12月期をも上回る大幅なマイナスとなり、生産調整は4～6月期以降までずれ込む可能性が高いと思われる。最後に物価であるが、12月のコアCPIの前年比のプラス幅は前月から-0.8%ポイントの大幅な縮小をみた。当面は、昨年度までの物価上昇要因、すなわちエネルギー、食料品価格の上昇の裏が出るかたちとなり、コアCPIの前年比は年央には-1%を大きく下回る水準まで下落し、その後は下落幅を縮小させていくとみている。物価に関しては引き続き、二つのチェックポイントが重要であると考えている。すなわち、一つは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のか、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、この二点である。前者のチェックポイントに関して少し気になる動きは、1月の東京都区部の食料及びエネルギーを除く総合指数が、前年比-0.3%、前月比では調整前で-1.1%と大きく下落したことである。このコアCPIの上昇品目数と下落品目数の差をみても、ピークである今年の+116から+60まで半減しており、トレンドの変化を感じざるを得ない。需給バランスの悪化を背景に、価格引き上げの動きが一服し、一方で価格引き下げがエネルギーや食料品以外の財・サービスにも広がり始めている可能性がある。今後、全国ベースの物価でも同様の動きとなるのかどうかなど、物価関連指標を丹念に点検していきたいと思う。なお金融環境については、後半のパートで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは水野委員、お願いします。

水野委員

まず全体観であるが、昨年10～12月期のG3の実質GDPと生産をみ

ると、世界経済が未曾有の同時不況に陥っていることが改めて確認できる。鉱工業生産については、我が国は前期比 $-12.0\%$ 、米国は $-3.2\%$ 、ユーロ圏は除く建設ベースで $-5.1\%$ と、惨憺たる数字だった。因みに、世界の生産基地である中国の対内直接投資は、1月 $-32.6\%$ で4か月連続の前年割れとなったが、これなど国際資金フローの現状を象徴している。すなわち前回の決定会合でコメントしたように、ヒト、モノ、カネの往来が減少し、世界全体で内需減速、輸入減少、相手国の輸出減少、世界同時の景気減速という縮小均衡の圧力が掛かっていると思う。我が国の10~12月の実質GDPが第一次オイルショック時の1974年1~3月期以来の大幅減少となった主因は、世界経済の急収縮を受けて輸出が前期比 $-13.9\%$ と大幅に減少し、外需寄与度が $-3.0\%$ ポイントと過去最大のマイナス幅となったことである。輸出激減の悪影響は、生産・所得・支出の負の循環メカニズムを通じて国内需要にも波及しており、民間設備投資は前期比 $-5.3\%$ 、民間最終消費も $-0.4\%$ とマイナスとなった。今後のGDPを考えるに当たり、鉱工業生産の確報をみると、昨年10~12月期の前期比 $-12.0\%$ に続き、ミクロ・ヒアリングベースでは1~3月期は前期比 $-22.6\%$ 、マイナス幅が2倍に膨らむ見通しである。1~3月期は在庫の寄与度がマイナスに転じる可能性もあることから、実質GDP成長率は、昨年10~12月と同程度か、それ以上の大幅マイナスとなると見込まれる。仮に外需のマイナス寄与度が縮小しても、設備投資の減少幅は今後拡大すると見込まれる。2009年度にかけての成長のゲタは $-3\%$ 台後半から $-4\%$ 台前半となりそうだからその結果、2009年度の実質GDPは前年度比 $-4.0\%$ から $-5.0\%$ という、大きなマイナスになる可能性が出てきた。

企業収益と企業行動についてコメントしたいと思う。この間、企業収益の悪化幅は拡大してきており、野村証券による上場・公開企業を対象とした調査（2月調査）によると経常利益見通しは昨年12月調査から大幅に下振れており、特に製造業においては、2009年3月期は前年度比 $-69.8\%$ 、2010年3月期は同 $-53.8\%$ もの大幅な減益見通しとなっている。連続減

益見通しの背景には、世界同時不況による需要減退のマイナスの影響が、国際商品市況の下落による交易条件の改善効果を上回るとの想定がある。また、景気の悪化にどこで歯止めが掛かるか不透明感が強いと思う。例えば、IT業界からは、「今回のIT需要の急落は、デジタル家電、携帯電話、自動車、パソコンなど幅広い最終製品の需要不振が、地域的に広がっている。米国のIT業界という局所的な調整であった2001年、2002年のIT不況時よりも深刻である。」との声が聞こえてくるが、そのような状況のもとで、目前に迫った2009年度の経営計画の策定が遅々として進まないとする企業は珍しくない。直下型の需要の落ち込みとキャッシュ・フローの劇的な悪化、為替円高が続く可能性を受け、今後、輸出企業中心に供給構造の抜本的修正に着手するであろうことは想像に難くない。それはまず、能力増強投資を凍結し、必要最低限の更新投資のみを行う姿勢として顕在化すると思われる。また、雇用調整は製造業から非製造業へとといった面的な広がりのみならず、早期退職者の募集などの踏み込んだ施策への拡大というかたちで深さを伴うことが考えられる。調査統計局によれば、我が国経済の潜在成長率は1%台前半まで低下したと判断されるとのことだ。実際のところ、企業経営者が過剰在庫の圧縮に加え、2009年度を待たずに過剰投資と過剰雇用の削減に着手していることを考えると、我々が懸念していた企業の成長期待の下方屈折は既に発生していると思われる。過去の景気後退局面では、労働分配率が上昇したため個人消費の腰折れは回避された。しかし今回の景気後退局面では、足許こそ減産に雇用調整が大きく遅れているため労働分配率が上昇しているが、今後企業はそれを押し下げる努力をみせると予想される中、雇用者所得が減少し、消費が底割れするリスクに対する警戒は怠れない。

2月16日に発表されたQE以後、日本のソブリンCDSプレミアムが突出して急騰したり、あるいはiTraxxの日本の投資適格級のプレミアムが500bpsを超えるなど異常な水準まで拡大している。取引の薄いマーケットなので、一時的な動きかどうかはチェックする必要はあるが、この背景には海外において、我が国の急速な景気悪化、政局不透明感、巨額な

政府債務残高への関心が高まっていることがあると思う。足許の対ドルでの円安進行も素直に好感できない。

次に、海外経済についてコメントする。米国については、1月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比-59.8万人となり、失業率は7.6%と前回の7.2%から上昇した。1月の小売売上高は、GDPの消費の基礎統計となっていない自動車と建設資材、価格変動が大きいガソリンの三項目を除いたベース（コアのコアベース）でみると、前月比+1.2%と増加に転じたが、昨年10~12月期の同-1.7%の反動の範囲内と言える。1月の米国内自動車販売台数は前年同月比-36.5%、季節調整済み年率換算の販売台数は982万台と1,000万台の大台をついに割り込んだ。供給サイドをみると、生産や設備投資の弱さが目立つ。米国の1月の鉱工業生産は前月比-1.8%、12月は同-2.4%と下方修正されている。設備投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）でみても、10~12月期は前期比-9.9%と大幅なマイナスになっている。また、1月の住宅着工件数は、何人かの方がコメントしたが、年率46.6万户と統計が開始された1959年以来で最低となった。この間、米国では新金融安定化策が発表され、追加景気対策も2月13日に米議会を通過した。しかし、前者については金融システムの安定化に向けた具体性と実効性が疑問視され、後者については雇用創出力など景気刺激効果に対する疑問を呈する声が出ている。次に、中国では、金融緩和の効果で昨年12月から人民元貸出やマネーサプライ（M2）が増加に転じた。また在庫調整の進捗、公共事業の前倒し実施の効果がみえる。中国経済の先行きについては、輸出が回復する時期が不透明なことに加え、農民工の失業問題など雇用・所得環境の悪化、不動産市況の低迷など、先行きに予断を許さないが、財政面からの景気刺激効果と金融緩和の効果から、内需の下振れリスクは限定的なものになるとみられる。もっとも、欧米の金融危機によって世界同時不況に陥っている中、どの国にとっても、かつての不良債権問題に直面した我が国のような輸出主導型の景気回復は期待薄だと思う。米国について言えば、ファンダメンタルズがまだ悪化している中、金融機関と家計部門は大規模なバラ

ンスシート調整を余儀なくされると予想される。今後、需給ギャップがどこまで拡大するか読み切れない状況である。オバマ政権は確かに大規模な景気対策を纏めたが、米国が直面する問題が複雑かつ深刻なため、十分な規模の対策かどうかの判断はまだ早計だと思う。また中国についても財政面の景気刺激策の効果を評価するには十分な判断材料が揃っていない。一方、N I E s の経済の失速が鮮明となってきた。また欧州主要国の金融機関は、欧米、ロシアに対するエクスポージャーが小さくないだけに、ユーロ圏経済の先行きについても厳しくみざるを得ない。また、欧州へのエクスポージャーが多いアジアの金融機関もあるので、最近の韓国ウォンや韓国株の調整のように、東アジア諸国の株式及び通貨に対する調整圧力については注意が必要だと思う。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の発表データはQ E を含め予想通り大幅な悪化を示すものであった。既に発言された委員と現状判断と先行き見通しを共有しているので、以下では三つのリスクに絞って意見を述べたいと思う。第一は、2009 年度半からの回復シナリオが楽観的に過ぎるリスクである。シナリオは海外経済、特に中国と米国の回復を一つの条件としていると思う。しかしまず中国であるが、12 月、1 月と銀行融資が急伸、鉄鋼等の原材料在庫に動きがあり、幾つかの財政政策の速やかな実施、高官からの楽観的な発言等で急回復の期待が高いのであるが、比較的信頼できるハードデータをみていると、12 月も前年同月比で発電量は 11 月同様-7%、石炭生産量はとうとう+0.7%まで落ち、1 月輸入額は-43%という状況である。インフラ関連の稼働状況も、アネクドータル・エビデンスでは、必ずしも回復を示すものばかりではない。労働、資本ともに輸出主導からインフラ主導へのスムーズな転換が可能なのかが問われていると考えられる。次に

米国であるが、特に P P I F、民間の資金を取り入れ金融機関からトクシク・アセットを買入れ、プライス・ファインディング機能を回復し、かつ金融機関からバッド・アセットを分離させようとする動きが実際にワーカブルかどうか問題であろうと思う。価格付けの問題は既に野田委員から議論されているので、ここではプライベート・マネーがこのスキームに本当に乗ってくるか、ということを考えたい。ヘッジファンド・プライベート・エクイティ業界ではレバレッジを効かせるビジネスモデルが崩壊し、ある関係者によればピーク時の 30%まで業界が収縮すると考えられている。苦境にあるものだけではなく、十分な資金を持っているものも現在はサイドラインにおり、同業者が潰れるのを待っているような状況である。ここでジレンマが生じる。プライベート・マネーを入れるためにガバメント・マネーを使った大きなレバレッジを認めるとすると、パブリック・マネーで銀行を救済するどころか、投機を助長したと非難される可能性が高い。しかしレバレッジを認めないとプライベート・マネーは入ってこない。この辺のところも考慮し、P P I Fプランは意図的にアンビギュアスになっていると思われるが、その成否はまだ分からないとしか言いようがない。中国、米国ともに不確実性が大きく、見通しも揺れざるを得ない状況である。

第二に、今度は逆に将来の落ち込みを過大にみるリスクである。これに関連して、今までずっと悪い悪いばかりだったので、少し、ほんの少しだが良い話題を出したいと思うが、急速な悪化が進み、底がみえないようにみえる日本経済であるが、不動産市場、そしてマンション市場については底打ちの気配、あるいは底を見出す気配が出てきていることを指摘したいと思う。米国のケースシラー・インデックス、英国のネーションワイドやハリファックスインデックスと比較可能な品質調整済み住宅価格指数として、中古マンション指数である R R P I インデックスがある。それをみると首都圏では昨年 1 月をピークに下落に転じ、12 月にはピーク時 10%超の下落となったが、今年 1 月には横這いに転じている。関西圏においても同種の傾向がみられる。さらには、マンションの在庫が増加する中で、

ある程度の思い切った値下げをすると完売する傾向が出てきている。某大手マンション業者は、懸賞付き販売で売れ残り在庫を相当数圧縮することに成功している。また、購入には繋がらないものの、マンションのモデルルーム来場者は、減少はしていない。欧米の住宅市場では、底値がみえない、そしてその底値にいつ到達するか分からないということが最大の懸念である。これに対し日本の場合は、バブルの崩壊後 10 年という期間がかかったものの、主要な市場で底値をみており、その後の経過をみても底値からの上昇の程度はそれ程大きくない。従って住宅の買い手にとってはある程度の底値感というものがあり、それに実勢が近くなると需要が顕在化するように思われる。今後、将来雇用の予想、将来所得の予想が急速に、大幅に下振れることがなければ、それ程遠くなく不動産市場、住宅市場の底打ちがみられる可能性がある。そのためにも雇用・所得予想の大きな下振れを起こさないような迅速な対策を考える必要があると考える。

第三は、短期的にもインフレのリスクが去ったとは言えない点である。国際商品市況において、これまで連動してきた石油価格と穀物価格、特に大豆価格に変化が生じていることに注意する必要があると思う。石油は世界的な需要の減退から W T I で 40 ドル割れの状況が続いており、また W T I の指標性には若干の疑義があるものの、弱含んだ状態が続いていることに変わりはない。最大石油輸出国の当局者は、今年末も良くてこの水準、場合によっては一時 30 ドル割れもあると示唆している。他方、穀物価格、特に大豆は南半球の日照り、渇水から上昇しており、直近ではアルゼンチンで降雨があるという天気予報から若干戻してはいるものの、強含んでいる。これを南米当局者は、石油価格と穀物価格がデカップルし始めた、と表現している。さらには中国北部での日照り、渇水が報道されている。こうした中、ばら積み船の市況回復がみられるが、その理由に中国の穀物輸入の回復が挙げられている。こうした状況を考えると穀物価格については、現在底打ちからの回復傾向が続く、あるいは世界の天候の状況次第では上昇する可能性も否定できない。リスク要因としては頭に入れておく必要があると考える。最後に日本の物価情勢だが、前回会合で 12 月全国 C P I

(除く生鮮食品)の予測は前年同月比 0.3~0.4%と申し上げたが、実績は予想の範囲で 0.286%だった。しかし指数四捨五入のテクニカルな要因で 0.2%となった。1月であるが、1月速報値が利用可能な地域をみると、大都市圏の上昇率がプラスであるのに対し、その他の地域ではかなりのマイナスとなっている。これが相殺しあって、ベスト・ケースで1月は-0.1~0.0%、2月は 0.0~+0.1%というようになると思われる。その後は既に説明した石油価格と穀物価格の動きに大きく依存して決まるが、現状と大きく変わらないとすると、8月に大きく低下して-2%を超えた後、次第にマイナス幅を縮小するというシナリオに変化はないと考える。以上である。

白川議長

前回の決定会合以降、発表された日本経済、景気に関する数字は、もう言葉を失うような悪い数字だった訳であるが、我々自身の景気判断との関係でいくと、前回の決定会合で既に相当に見通しを下方に修正していたから、その見通しとの関係では、予想どおり非常に悪かったなという感じだと思う。第一の柱に基づく点検については前回、中間評価を行い、その時の感じと今回皆さんのご意見を聞いていても、それから私自身もそうだが、変わっていないので、敢えてこの場では繰り返さない。

後から、対外公表文の時にそれを確認する作業を行うが——私自身も若干の感想を申し上げたいのだが——、一つは今後の世界経済をどうみるかということである。日本経済を考えるうえで圧倒的に大きな要因は世界経済にあるので、結局は、日本経済の先行きは世界経済の先行きをどう考えるかということに、かなりの程度収斂する問題だろうと思う。何せ一年前の段階で、私自身もそうであるが、現在の姿を予測した訳ではないから、我々自身が足許みているこの予測も、結果的にはこれが楽観的だったという可能性もあるし、逆に言うと逆の可能性もあって、足許の動きに過度に引っ張られたということにもなり得るものである。そういう意味で定性的に上下の可能性をもう一回点検してみたいと思うのだが、今、国際機関、それから多くの中央銀行が依拠している標準的な見通しというのは、微妙

な差はあるが 2009 年の終わり位から回復をしていくということなのだろうと思う。現状この見通しに積極的に反論していただくだけの材料もないが、積極的にこれを擁護する材料もないというのが多分、多くの人の気持ちだろうと思う。いずれにせよ、2009 年の終わり頃から回復をしてくると想定する場合の論拠として挙げられるものは、三つ位あると思う。一つはこれだけの生産調整をやっている以上、どこかで調整が終わり反転をしていくということである。これは確かに定性的にはそのとおりだと思う。ただこれは今日多くの方も言及されたが、こうしたストーリーは基本的に中長期的な成長期待は変わらない、そのもとでインプライされている均衡値にやがては収斂していくということであるが、しかしこれだけ成長率が落ちてくると中長期的な成長期待それ自体が下方修正する可能性が起きるし、そうなる設備とか雇用の面で修正が起きてくる。これは日本経済もそうであるが、世界経済全体としてもそうだと思う。そうした可能性があることを意識しなければいけないだろうと思う。つまり、生産・在庫調整によるプラスと、しかし、その深い調整に伴って中長期の期待値自体が下方修正されるリスクである。二つ目の論拠は、これだけ積極的な金融財政政策を発動している以上、どこかで効果が出てくるという議論である。これも定性的にはそのとおりだと思うが、ただ仔細に点検してみるとこれも色々な意味で留保条件が必要だと思っている。まず金融政策であるが、確かに金利水準自体は世界的に非常に下がってきている訳だが、現在の金融システムの状況を考えると、それ自体で積極的に有効需要を創出する力があるというふうにはなかなか思いにくいという感じがする。現状行っているのは、バーナンキ議長の言葉によると、クレジット・イージングということなのだが、これも要するに機能が壊れた市場に対して、それを何とか補修していこうという、つまりマイナスを何とか消していこうという作業であるから、これも有効需要創出では必ずしもないと思う。それでは財政政策はどうかということであるが、短期的には有効需要を作る効果は明らかにあると思う。そういう意味では期待がある。従って、先行きの景気回復について、この財政の発動に期待をするというのは、論拠があると思う。た

だ同時に、この席でも何度も申し上げていることであるが、現在の大幅な景気の落ち込みは、過去のように持続可能なスピードを超える成長の結果、色々な過剰が蓄積されたその分の修正過程であるから、過剰自体が財政による有効需要の創出で解消するものではない。そういう意味では、財政政策によって一時的な景気回復局面は出てくるかもしれないが、その後はどうなのかというと、先程の中長期的な成長期待という問題に大分収斂してくる可能性もあるかなと思う。個人的には、財政による有効需要の創出は短期的には明らかに効果があるだろう、しかし、その後、景気がぐずぐずと後退していく可能性も、やはり意識しておいた方が良いのかなという感じでみている。三つ目の根拠は、極端に高まった不確実性の後退ということだと思う。最近、ケインズの復活みたいな感じがしているが、ケインズの言葉で言うとアニマル・スピリットが今極端に萎縮している訳であるが、そのアニマル・スピリットが少しずつ回復してくるということだと思う。確かにその可能性はある。ここまで不確実性が高まった以上、どこかで自然に、ある程度慣れてきて、不確実性が後退してくるという面はあるのかなという気はする。ただいずれにしてもこれは決め打ちは出来ない。こんなことを自分自身は感じている。

今度は、世界経済全体の姿をどういうふうに想定するにせよ、足許、日本の景気の落ち込みが非常に大きいことをどのように理解するかということである。この点については多くの委員から意見の表明があったが、私も特に変わった意見がある訳ではなく、全く同じである。改めて自分の言葉で言ってみると、今回、世界を見渡してGDPという面で景気の落ち込みが異様に大きい国はどこかということ、日本であり、韓国であり、シンガポールである。それから先進国の中では日本ほどではないが、ドイツの落ち込みが大きいということであったと思う。これは現在起きている景気のシャープな後退の性格を物語っていると思うが、日本のシャープな落ち込みについては二つ理由が考えられる。一つは産業構造、二つ目は為替レートである。まず、産業構造であるが、よく一般的には日本の外需依存の体質という言い方がされるが、この外需依存の体質という言い方自体は多少、

曖昧だという感じがしている。外需依存度を仮に輸出依存度と定義した場合、日本は決して高い国ではない。正確にはグローバル経済の落ち込みの影響を受けやすい産業構造であったということだと思う。具体的には輸出の減少というかたちで影響を受けやすい製造業のウエイトが高いこと、製造業の中でも自動車、電機、一般機械といった、今回最も落ち込みの大きかった業種の構成割合が高いということだろうと思う。この点は、韓国とかシンガポールのGDPの落ち込みがあれだけ大きいということと同じ話だと思う。それから自動車は裾野が広いということだろうと思う。二番目の為替レートの方であるが、昨日の調査統計局長の説明にあるように、実質実効為替レートの上昇というのは、プラザ合意以降の動きに匹敵するようなスピードになっている。ただし、韓国をみると、ウォン安があれだけ進んだにもかかわらず、日本以上の落ち込みをしていることから判断すると、勿論為替レートは影響はしているが、私自身は、先程申し上げた経済構造、産業構造の影響の方が足許では大きいのかなという感じがしている。ただ、これは昨日の門間調査統計局長の説明の中にもあったが、将来どこかの時点でグローバル経済の回復がある時に、日本の回復のタイミングにはこの為替レートの問題が影響してくるという感じはしている。もし現状並みの円高水準が続いていると、グローバルな需要は回復するがその中で相対的に採算の良いところで生産をし、輸出をしていこうという企業の意思決定を考えると日本の回復は相対的に遅れるということの意味する訳だから、為替レートの問題は、足許も然ることながら、先々の問題を考えていくうえでも重要かなという感じがしている。

先程皆さんの議論を聞いている時、幾つかの点について若干皆さんの感じをお聞きしたいと思ったことがある。一つは、世界的な長期金利の上昇の影響をどうみるかということである。何人かの方が触れられたが、確かに足許、長期国債の金利が少し上がってきている訳だが、そのことが世界景気に対して悪い影響を与えていくという可能性は、否定できないと思う。ただ一方で、極く最近まで信用スプレッドが大きく拡大した背景は、安全資産である国債に皆がラッシュをしたということだったと思う。足許

の信用スプレッドの何がしかの改善は、そういう意味での質への逃避現象が少し改善をしているということだと思ふから、そういう意味では国債金利がベンチ・マークとなっている国債金利が動いて、それに信用スプレッドが乗って企業の調達コストが決まってくると考えるのが本当に良いのかどうか。結局は仕上りの社債なりCPの調達コストがどうなっているのかをみた方が良いのかなと。つまり長期国債、リスク・フリー金利の部分と信用スプレッドの部分というふうに分けて考えることが今、なかなか難しい情勢なのかなという気もするが、そこは自分自身もどちらなのかなといつも考える論点である。それから二つ目に、今日、別に答えを出す話ではないが、デフレ・スパイラルのリスクとか、あるいはデット・デフレーションのリスクをどの程度に意識しておく必要があるかということである。先程、須田委員の方からはデット・デフレーションの危険は今ないというふうにおっしゃっていて、あと何人かの方が、多少、足許の動きをみているとやはり気になる動きのように受取ったようなご発言もあった。要するに、色々な要素があるのだと思うが、これについても、もし議論、ご意見がありましたらお聞きしたいと思う。それから三番目は、これもなかなか答えが出る話ではないが、中長期的な成長期待が多少下がってきているという感じは多分皆さんに共通した見方であると思うが、これについてさらに何かご意見があったらと思う。取り敢えず私の方からは以上である。

#### 水野委員

白川議長が今言われたことは、皆関連していて、恐らく、中長期的な成長期待が下がっているとすれば、ソブリンの利回りが上がってくることというのは、特にG3については、あまり心配する必要はなく一時的なものだと思って良いと思う。成長期待が上がっていれば、あるいはインフレ期待が上がっていれば良いのだが、どちらかと言えば下がっている、あるいは、どちらかと言えばデフレを意識している国が多いということを考えて、少し違うのではないかと。心配いらぬかなと。あと、もう一つ、クレジット市場の機能低下、金融機関の資本制約、バランスシート制約がある

中で、本当にリスクを取った投資行動が出てくるかと言うと、出てこなくて、やはり安全資産に行くだろうということだと思う。あと、よくフィナンシャルタイムズが好きな言葉で、グリードとフィアーとどちらが強いのかというのが、金融市場で言われて、明らかに今はフィアーの方が強い訳で、グリードのところにいる人は、去年全滅していて、今少し静かにしている。大手のアセットマネジメントは、ヘッジファンドではないけれども、聞くともう政府保証債、あるいは政府が保証しているテリトリーだけで今年勝負して、とにかくリスクをミニマイズしながら、サバイブする年だと、そのようなことを言っている人が何人かいた。そう考えると、政府債務が対GDPで相当上がっており、今まで何回もそのことを言われたのに、1.2%という、日本の10年債利回りをみれば、あまり心配はいらないのかなという気がする。しかも、格付も下がっているから、下がることを経験して、戻ってこういった状況にあるので、ソブリンのボンドについて、あまり心配はいらないかなという気がする。ただ、先程言ったように、G3以外のところはまた別であって、気になることを二つ挙げると、一点目は、欧州各国におけるソブリン債のスプレッドの拡大、ここにきて急になっている。特に、ドイツ、その他の国。ドイツは今決して財政状況も良くない。それと東欧のリスク、これが実はアジアからヨーロッパの金融機関へのエクスポージャーも含めて考えると、東欧のリスクというのは、ヨーロッパそれからあとアジア全体に掛かってくるので、今爆弾があるとしたら、東欧、ロシア、この辺が少し気になるところである。

須田委員

水野委員に聞きたいのだが、金利で心配という場合、どういった意味を持って心配というのか。

水野委員

コントロールできないところに上がってくるような状況ではなくて——マーケットだから、当然ある材料に反応するのだが——、ファンダ

メンタルズに沿ったところにいずれは戻ってくるという意味では心配していないということである。

須田委員

だから、例えば、1.2%であれば心配ではないなど、先程そのような…。

水野委員

金利のことを水準ではなくて、いわゆるコントロールできないところに、あるいはファンダメンタルズで説明できないところにいってしまうことはないだろうと。もう少しふわっとした議論である。

須田委員

長期金利については、私も最近これをどうやって捉えたら良いかと考えている。というのは、やはり最近の財政プレミアムの話、つまり財政支出が出る度に、金利が上がるようになった時に、本当に国債とのスプレッドで、民間企業の債券の議論をするということに、意味があるのだろうか、どこを基準にすれば良いのだろうかというのが、凄く気になっている。だから、ソブリンのCDSではないけれども、政府保証債と言っても、それ自身が、また一つのリスク、例えばアメリカ国債が本当にAAA格でいられるのかというような話も含めて、やはり政府が付いているからということ自体もなかなか財政の拡大が続く中では、マーケットの見方も揺れ動いてしまう可能性もあるのかなというふうには思うが。

水野委員

そこは、否定も全くしないのだが、アメリカのソブリンの債券価格が急落するというのは、投資のベンチマークが何もなくなってしまうということになるのではないか。要は、フライト・トゥ・キャッシュ、それぞれ自国の通貨のキャッシュに戻るということなので、まさに保護主義的な動きというか、国内に全部お金が返ってくるということなので。財政赤字が膨

らむと言いながら、逆に民間の方の経常収支の赤字が減ると同時に、民間のデットも減ってくる訳である。今、バランスシート調整しているから、そういった意味では、政府の赤字と民間の貯蓄と考えると、日本の場合は、民間の貯蓄でファイナンスができた。アメリカは、できないで心配だというのは、そのとおりののだが、ただアメリカの方も民間の貯蓄が少しずつ改善はしてきているという感じであるから、バランスシート調整の中、そういった意味では、ある程度、経済合理的な動きは出ているのではないかなという気がする。

#### 西村副総裁

水野委員の少し前の議論が良く分からなかったのだが、もし海外長期金利が単純に成長率の期待と結びついた実質利子率、それから物価上昇率の和であるとする、海外長期金利が上昇し、かつ中長期的な成長期待が落ちるということは、インフレ期待が生じているということになる。そうすると、この結論と足許のインフレ期待等の動きをみていると、必ずしも一致していない。とすると水野委員的に言えば、心配いらぬのではなく、かなり心配な状況ではないかという気がする。

#### 水野委員

もうかつて、何回もみてきているので。日本のマーケットも含めて、アメリカでも何回も、ヨーロッパも何回もこのようなことが起きているので、最後は、ファンダメンタルズに戻るというのを学習しているので言っているのだが。流動性プレミアムと、それからあと不確実性のプレミアムは、常にどこのマーケットもあって、その不確実性が高いところがやはり何らかのシグナルが出ている訳で、アメリカの10年債利回りが2%から3%に動いた訳である。この1か月、2か月の間。これを説明できるファンダメンタルズはない、はっきり言って。ここは、マーケットはオーバーボートの修正があったという話で、それ位の調整はある。だから、そこは何と言うか、私にとっては、それ位は調整の範囲内という感じである。1%位。

#### 須田委員

もう一つ、聞いておきたいのだが、国債市場の流動性も低下している中で、長期金利に占める流動性プレミアムというのは、今どういうふうに捉えたら…。

#### 水野委員

あると思う。だから、財務省などにも私は中長期的な利払い費を最小化するデット・マネジメント・ポリシーをお願いしているのだが。今一番流動性が高いマーケットというのは——本来一番発行当局が心配するのだが——、超長期のところである。リアルマネー、年金のお金が必ず入ってくるから。銀行の人達が、今非常にリスク許容度が低くなってきているので、中央銀行が低金利を続けるからといって、あまり中短期債を——F Bを含めてどんどん出している——出していくというのは多分違うのだろうと思う。やはり、それを裏返すと、発行当局がやらなければいけないことは、最後はファンダメンタルズ、潜在成長率、あるいは期待成長率に帰着するという基本に基づいて発行していくのが一番である。

#### 中村委員

中長期的な成長期待ということなのだが、足許では在庫が積み上がっており、とにかく在庫調整しなければならず、調整が終わってもどのような水準に経済が戻るのか不確実性が強いことも事実である。一方では経営者は損益分岐点の引き下げや合理化の中でも、研究開発とか、人材育成には手を付けず、また、予備的な面もあるが、M&A等に良い案件があれば、積極的に取組むためにも手許流動性を厚めに持っておきたいという先も少なくない。我が国は少子高齢化社会を迎えているが、アメリカも含め新興国を中心に世界の人口は増えており、将来に亘ってグローバル経済は確実に発展するし、市場拡大に対する経営者の期待は失われてはいないと思う。

物価の問題については、原油や鉱物資源の価格について、若干オーバーシュートというか、下げ過ぎではないかと思われる。少なくとも 60 ドルとか、そういった水準まで戻らないことには、新しい油田の開発もできなくなり、いずれ戻ると考えられる。

#### 亀崎委員

デフレの問題であるが、一つは期待インフレ率からどうかということ、それから需給要因がどうか、もう一つは市況がどうかというところがあると思うのだが、期待インフレ率は先程少し申し上げたように、直近では、少し下がってきている。需給要因については、需給ギャップは拡大していると思うのだが、では物とかサービスの需要が供給を下回っているから物価が下落しているかということ、必ずしもそうではない。上昇局面では、それこそマヨネーズからコーン油から、サランラップから紙からと随分上昇したが、まだ今その逆のことが起きているといった状況ではないし、それから価格上昇品目数から価格下落品目数を差し引いた値というのは、まだ 148 もある。ところが、その中でこの 11 月、12 月に変わってきたことは、価格の上昇幅が拡大している品目数がずっと減ってきて、むしろ価格の上昇幅が縮小している方が増えてきている。ここには、少し違いが出てきているなというふうに思う。もう一つの市況要因であるが、これは先程少しお話があったように、特にエネルギー、原材料である。これが昨年夏に 2% を超えるところまで押し上げた訳であるが、今は W T I が 34 ドルとか、非常に低いところにある。適正な価格としての大方の見方は、60 ドル前後と言われているため、そこへ向けて上がっていけば、これはむしろ上振れ要因になっていく。こうした中で、今なぜデフレが気になるかと言うと、企業収益が物凄く落ち込んでくると、それで賃金が下がるのではないか、賃金が下がれば、消費が減るのではないかという見方からである。しかし、日本の場合、賃金は、ある程度回復過程においても、グローバル競争の中においては、なかなか上げられなかった。逆に今、簡単に賃金が下げられるかということ、一つだけ気になるのは、ワークシェアリングが広まってい

くかもしれないということである。これは、実質的な賃金の引き下げになるので、消費意欲を削ぎ、そうすると生産も縮小していく可能性がある。しかし、日本の場合、生産の縮小は、どちらかと言うと、国内要因というよりは、グローバルな意味での需給の方が大きな影響があると思う。このように、これまでのC P Iの大きな動きは、エネルギーとか国際商品が大きく左右してきていると言える。この前の中間評価でもC P Iは、2009年度は、-1.1%だし、来年度（2010年度）は、-0.4%としているのは、こうした商品市況の変動を加味して考えていると思うので、今現在デフレ・スパイラルが起きるとい状況ではないというふうに判断している。

#### 須田委員

デフレ・スパイラルかどうかということに関しては、2006年の前まではずっとC P Iの前年比はマイナスだった訳であるが、その間需給ギャップが拡大している割に、物価が想定よりも落ちなかった。その状況をみていくと、財の価格はかなり調整しているのだが、サービスがあまり動かなかった。サービスの価格は、結構、サービス産業の所定内賃金と関係があって、そしてそこがあまり下がるというようなことがなくて、サービス価格がかなり安定的であった。だから、このことを考えるとサービス価格がどうなるのだろうか、要するに、サービス産業の所定内賃金がどうなるのだろうかという点を私は凄く気にしている。前回の経験から言うと、そこが安定的であれば、どんどん物価が下がって行くということにならないのではないか。勿論インフレ期待とか色々あるから断定はできないが、一つの要因として、そこが鍵になるかなと思いい注意深く、みていきたいと思っている。

#### 西村副総裁

全くそのとおりである。もう一つ重要な点は、G D Pに占めるサービスの割合というのが非常に大きいということである。日本の場合、C P Iのサービスの場合は家賃の占める割合、G D P的にみても帰属家賃の占める割合が、非常に大きいので、その部分がどう動くかということである。

前回、実はC P Iがかなり下がっていった時期というのは、家賃が下がっていった時期にちょうど対応するので、この影響がどの位出てくるかということが重要で、実はこれはかなり大きい。家賃の価格というのは、少しラグがあるが、かなりの程度やはり物件価格にかなり依存するので、簡単に言えば、これも日本の場合もやはりアメリカと同様で、資産価格の動きが最終的にどうなるかということに多分大きく依存してくるのだろうというふうに思う。私は、あまり下がるとは考えにくいので、今のところデフレ・スパイラルというようなことが起こるという可能性は、比較的少ないのではないかとこのように考えている。

#### 野田委員

今の議論における、帰属家賃が下がるということと、我々の期待インフレとの相関関係は、それ程強くないと私は思う。

#### 西村副総裁

我々がインフレ期待と言う場合には、要するに市場で取引されている財・サービスの価格上昇期待のことを言う。、帰属家賃といえども、数値は市場の家賃に基づくので——非常に薄い市場ではあるが、その動きが実は帰属家賃に影響してくるということで——、やはり市場に非常に大きく影響される訳である。その意味で、やはり資産市場の状況、特に住宅市場の状況というのは、かなり慎重にみていかなければいけないということにはなる。

#### 水野委員

西村副総裁にお聞きしたいところなのだが、最近C S P Iが凄く下がってきていて、物流関係のところは良く理解できるので良いのだが、不動産の賃料のところと、あとは広告のところとか、少し弱い動きが出てきて、広告なども今の企業業績を考えると減ってくる、まだ下がり続けてくる。中長期的ということになると、インフレ期待が、多分あまり下らない、

変わらないだろうと思っているのだが、短期的にみると、C S P Iの動きは、日銀が大昔にC S P Iを出す時にC P Iの先行指標的なところもあると言ったことを考えていくと、少し最近弱いなという感じがして。

西村副総裁

C S P Iの場合は、コーポレートなので簡単に言えば、オフィスの賃料の話になる。それが弱い。オフィスという商業用不動産の価格も動くので、それに対応してC S P Iの賃料も動く。

水野委員

少し言い方が悪いが、B to Bの世界が、B to Cに波及してこないかなということなのであるが。

西村副総裁

オフィスの賃料と住宅の賃料は少し遠い。それよりも、オフィスの賃料は、どちらかと言うと、企業の収益というのと大きく絡んでいる。その意味で、企業部門全体の動きということに絡む。オフィス賃料はだからそういった意味での指標という性格があるということはあると思う。

野田委員

需給バランスの悪化が最終的にセカンド・ラウンド・エフェクトの方に繋がるかどうかという意味では、今はもう確かに拡大して、さらにもう少し拡大するというのは、もうかなり蓋然性が高いのだが、その間、そのカーブはどこまで続くか。従って、先程の最初の議論になって、やはり世界経済がいつ回復してくるのかという、需給ギャップの瞬間的な大きさというのは、それが10を超えようが、超えなかりょうが、やはりこの図で書けば、需給ギャップの面積であるな。これがどの位大きくなるかによって、やはりここのインフレ期待にしろ、あるいは勿論賃金にしろ、大きく影響してくる訳で、最後は、鶏と卵の関係ではないが、そこに帰ってくるというこ

とである。

白川議長

今、野田委員がおっしゃった感覚に私は近いのだが、デフレ・スパイラルの議論をこういう場で行う時や、記者会見などの場で質問を受けた時にいつも幾つかのジレンマというか感じている点がある。まずデフレ・スパイラルの危険はあるかと問われた時に、エコノミスト風に答えようと思うと、まず大事なことは、中長期的な物価についてアンカーされるかどうか、中長期的な予想インフレ率がどうかというのが大事であるというのが、最も教科書的な答えである。勿論これは間違えではないとは思いますが、それでは中長期的な予想インフレ率をどうやって把握しているのですかと言われた時に、これは感覚としてあるいは概念としては非常に重要であるが、日本を含めてどの国でもそういったものをきっちり捉える数字がある訳ではない。その周辺を色々ぐるぐる回っている数字はあるけれども、そういった数字がある訳ではない。しかし、今度エコノミスト的な答え方を少し一旦離れて、過去一世紀以上、色々な世界のデフレの歴史をみた場合に、我々自身がデフレに対して心配しているのは、要するに経済活動の急激な落ち込みに繋がっていくことを懸念している訳である。そういった意味で、いわゆるデフレが経済活動の大幅な下落をもたらしたケースというのは、実は歴史的なエピソードとしては実はあまり多くはない。あるのは、もうほとんどが 1930 年代に集中していて、他の多くは、シャープな落ち込みに対応している訳ではない。そうすると、シャープな落ち込みというのはどういった時に起きているかと言うと、これまたほとんど多くの場合には、金融システムが崩壊した時である。そうすると、経済が大きく縮小し、中長期的な成長期待自体が落ちてしまうということだと思う。そういった意味では、これは鶏が先か卵が先かというところがあるのだが、最後はやはり感覚としてあるのは、中長期的な成長期待が大きく崩れるかどうか——多少の崩れがあっても——そこなのだろうと思う。それを物価の方で言えば、中長期的な予想インフレ率であるが、それを規定するものは、

多分中長期的な成長期待が崩れていないかということなのではないかという気がしている。

野田委員

今言った、短期的かつシャープなダウンターンに対して敏感に反応するというのは、そのとおりである。ただ、それは相対価格の変化に対応するというのは当然あるのだが、それが本当に中長期的という意味で、何もかも買い控えてしまうと、あるいは企業が売り急ぐ、すなわち、逆に言えば、価格を下げる、そういったスパイラルという意味でのデフレ・スパイラルという意味では、今はまだその風景を想像するという感じは全く持っていない。

山口副総裁

白川議長が言われた三つのことは、いずれも難しいのだが、デフレ・スパイラルの話と中長期的な成長期待の話というのは、状況の推移をもう少しみていかないと答えは出せないのだろうと思う。デフレ・スパイラルに陥る可能性がないかと言えばそれは否定できないし、中長期的な成長期待についても大きく下方屈折する可能性がないかと言えば、それも否定できないのだろうと思う。

最初に言われた金利の話は、我々のこのところの政策とも絡むのだが、要するに金利が発するシグナルが何を意味しているのかが、段々分からなくなってきた。CP市場に介入するという決断をしたのは、そこに何らかの歪みが生じ、それが企業金融全体としてのタイト化に繋がっていると判断したからである。スプレッドに着目すると、それが分かりやすかったということだ。今回の社債の議論も、判断の仕方としては同じなのだが、リスクフリーと目される国債金利の動きをどう評価するかが、実は一番難しい。リスクがフリーかどうか分からなくなってきたということである。バーナンキ議長が随分早い段階から国債市場に介入すると言いながら決断を下し切れていないのは、財政との関係その他色々考えてのことと思う

が、実は何を目的とする施策なのかがはっきりしないからではないか。長期金利を抑え込むためなのか、それとも、長期債市場に介入することを通じて量を拡大しようとしているのか。しかしその点は、実質的な金利への働き掛けにしても、インフレ期待への働き掛けにしても、合理的に説明することがなかなか難しいということに、やはり帰着しそうな感じがする。これから先、わが国の財政がどういった出方をしてくるのか分からないが、いずれにしても長期金利が上がりそうになれば、日銀が買いオペを増やせば良いといった議論が直ぐに出てきそう。買いオペを増やすとすると、我々として何を狙う政策なのか説明できなければならない。長期金利が、合理的に形成されているのであれば、我々が長国の買いオペをやったところで、成長期待が変わる訳でもないし、インフレ期待が変わる訳でもない。我々の行動が何を目的とするのか、合理的な説明が難しいということになる。しかしそうであっても何らかのアクションを採る必要があるとすれば、それはどういうことなのか。長期のリスクフリーの金利に我々が手を付けなければならない可能性が出てくるとすると、説明は非常に難しく、単純なことではないような気がしている。

#### 水野委員

山口副総裁が今言ったバーナンキ議長、やるやると言いながらなかなか国債を買わない。彼が今まで言ってきたことは、機能不全に陥っているクレジット市場に介入して、その機能改善を促すということで、その時に、多分、念頭にあるのはモーゲージ金利であり、モーゲージ金利を下げるうえで、ひょっとしたらトレジャリーの購入が役立つかもしれない。ただ、トレジャリーマーケットの参加者に対して、余程明確な説明を最初にやっておかないと、これは何を狙った政策対応であるのか分からないということになってくる。しかも財政が未曾有に悪化してくるので、今後どうなるのかというのは、一つ大きな注目点である。あと、市場にいた人間からすると、輪番オペをどう位置付けるかというのは、日本銀行の説明というのは、昔は成長通貨の供給という言い方をされていて、量的緩和政策のところ

で、少し変化をきたしたような形になった。一番難しかったのは、長めの金利への働き掛けという時の長い物とは、何を指すのだというところで、相当議論が分かれてしまったので、やはりそこは日銀がコントロールできるテリトリーではないということを書いておかないと。需給に対するなにがしかの効果はないとは言えないのだけれども、直接的にコントロールできるものでもないし、コントロールすべきものでもないというか、できないのだと思う。正直に言うと。そこは、明確にしておかないと、今後日銀がさぼっているみたいな議論が、某新聞に出てきてしまうなという感じが。

#### 山口副総裁

水野委員がおっしゃられたことはある意味で技術的な側面という感じがする。私が申し上げたかったのは、前回白川議長が言われたことでもあるのだが、我々がやろうとしている政策を体系としてどう位置付けるのかということである。それに対しては、なかなか答えが出ない。オーバーナイトの金利はここまできてしまっているし、ターム物に働き掛けると言っても、所詮やれることには制約がある。そうすると、我々の政策をどういう合理的な枠組みの中で整理していくのか、そしてそうしたフレームワークの中での閉じた議論を前提にして、今の長期金利をどう評価するのか、あるいは世界の長期金利をどう評価するのか、こういった話になるのではないかという気がする。

#### 水野委員

極く簡単に言わせて頂くと、私の理解では、平時であれば、金融政策が波及するだろうメカニズムが機能せず、何らかの障害が起こっているマーケットに対して、今我々が手を差し伸べているという感じであるが、長期金利に直接何か働き掛けるつもりまでではないのだと思う。しかし、今後、それがあつかうという、そういったことであるか。

山口副総裁

そこまで私は言っていない。

水野委員

そこまで言っていない。

山口副総裁

然り。

西村副総裁

今の点なのだが、難しいのは、こういったところである。例えば市場機能が、残っているところと残っていないところがある場合、全体の中のある一部で市場機能が残っているかという話と、全体をみた時の市場機能が残っているかどうかという話の差である。ある特定の市場、例えば国債の市場で市場機能が残っていたとしても、全体が崩れ他の部分が壊れてしまうと、その国債の市場に歪みが集約されてしまう。これは、例のルシャトリエの原理であるが、このことをどういうふうに判断するかということが実は非常に難しい。そこが多分、F e dなども難しいし、段々色々な国も同じような世界に入っていくということなのだろうと思っている。

白川議長

先程、水野委員がおっしゃった今日の日経新聞に限る話ではないが、あの手の記事はよく出てくる。それで、昨日バンク・オブ・イングランドが、前回のM P Cの議事要旨を発表した。その中で、全くそうだなと思う記述があったのだが、日経新聞に出ているようなああいった記事とは別に、狭い意味での需給というものを捉えてみて、中央銀行が買えば需給が改善して長期金利が下がるという議論である。だけど、もし需給に特化して考えるのであれば、圧倒的に国債の発行量の方が中央銀行の買いオペよりも多い訳である。そうすると、長期と短期のマーケットのバランスを考えて長

期を減らした方が良いという議論であれば、ストレートに長期の発行を減らした方が良いという、そういった意味での狭義の国債管理政策の話である。BOEの議事要旨は、要するにそれは国債管理政策の話であるということを書いている訳である。このことは、極く単純な原理なのだが、ほとんど認識されていない議論が多い。しかし、そのことと今度は中央銀行がどういうふうに金融調節をやっていくかというのは、別の話である。ただ、これはなかなか理解されにくい議論で、今日の記事をみてまた出ているなと思って実は読んでいた。繰り返しになるが、狭い意味での需給の話ではないのだということである。それでは、再開を11時30分にする。

(11時18分中断、11時30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及び先程執行部より説明があった「社債の買入れの実施について」、「各種時限措置の期限延長について」、「企業金融支援特別オペレーションの強化・延長について」に関し、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。それでは中村委員からお願いします。

中村委員

前半部分で述べたように、我が国経済は、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、所得環境が悪化する中で、内需も弱まっており、金融環境も厳しい状態が続いている。このため、我が国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化が続く見込みである。国際金融資本市場が機能を取り戻し、海外経済が減速局面を脱するにつれ、

2009 年度後半以降には、我が国経済も持ち直していく可能性を残してはいるが、先行きの見通しを巡る不確実性は一段と高くなっている。

リスク要因を点検すると、米欧をはじめとする世界的な金融危機については、米国で新たな金融安定化策の大枠が公表されるなど、対応が模索されているが、細部がまだ十分には明らかとなっていない。金融機関が保有する証券化商品をはじめとする不良資産の損失を誰がどのように負担するかを調整することの難しさや、金融を巡る問題の深刻さが改めて確認された。この間、米欧金融機関の決算は大幅な悪化を続けているほか、FRBやECBの貸出調査をみても、融資姿勢は緩和されておらず、引き続き金融が実体経済の悪化を増幅させるリスクが高い状況である。FRBも1月のFOMCの声明文において、経済活動の緩やかな回復を予想しつつ、この見通しに対するダウンサイド・リスクは大きいと、国内外の経済見通しに引き続き懸念を抱いていることを示唆している。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、先行きの明確な需要水準を見通せないまま、自社の生き残りを賭けて、損益分岐点を引き下げるべく、企業戦略の見直しを行っている。ある大手製造業の経営者からは、「従来の損益分岐点は8割稼働であったが、6割程度まで落とさなければ生き残れない。成案はまだできていないが、従来の延長線上ではない新たな視点からの事業の見直しを行わなければ達成は不可能と考えている。固定費削減の観点から、賃金カットも水面下では話を既にはじめているが、研究開発と人材育成には手をつけない。」との話が聞かれた。また、今回の局面を事業再編の好機と捉えて、通常であれば3年以上掛かる内外の生産や物流拠点の最適配置の抜本的な見直しによる工場等の統廃合を極く短期間で行い、次の飛躍に備えようとの先もあるようである。こうした企業行動は、個社の単位では合理的である一方、各社が同じような行動を取れば、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。こうした景気の下振れリスクとともに、在庫調整終了後の経済の巡航速度の水準が見通しにくく、経済が本格的に回復するまでに相当時間が掛かることも念頭に置く必要がある。金融機関は、自身の業績悪

化や、資本制約の懸念から全ての融資申し入れに応じられる余裕はないこともあり、中長期的な取引先の選別を進めているようである。また、政府の中小企業向け緊急保証制度も、前回と異なり無審査ではなく、大企業等が事業再編を進める中では、中小企業を中心に採算性の低い企業の淘汰が進む可能性もあり、企業の資金調達環境が再び逼迫する事態には引き続き注意が必要である。このため、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、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、少し長めのターム物を含めた金融市場の企業金融にも十分浸透するように働き掛ける必要があり、今回の執行部の提案はその趣旨に合うものと認識している。

まず、「社債の買入れの実施について」であるが、企業にとって重要な資金調達の市場である社債市場の機能が引き続き低下しており、スプレッドも拡大基調にある。このため、前回の金融政策決定会合にて整理した「企業金融に係る金融商品の買入れについて」の基本的な考え方にに基づき、異例の措置ではあるが、CP買取りに引き続き、日銀が社債を金融機関より買入れるべきと考える。日銀が社債市場に間接的に関与することにより、金融機関の新規社債引受余力の拡大や融資枠の拡大を図るとともに、社債市場の活性化や企業金融の円滑化に資すると考える。なお、対象となる社債の残存期間や格付け等の具体的な実施方法については、信用リスク管理の観点やCPの買取り条件との整合性から判断し、執行部案に賛成である。

「各種時限措置の期間延長について」である。9月中間期末越えの資金供給を最長3か月までを可能とするという執行部案に賛成である。企業は、4月以降の借り換えリスクを強く意識しているほか、新年度入り後の業績見通しが立てにくいことから、合理化資金の確保や、業績の改善が遅れた場合に備えて、4月以降の資金繰りについても前倒しで手当てを始めている。金融環境の厳しい状態が続いているだけに、先行きの資金調達に関する不安心理を軽減し、調達を必要以上に前倒ししたり、過大とならないように企業金融を支援することが肝要であり、期間についても余裕を持たせ、

前広に延長を決定することは適切だと思う。

「企業金融支援特別オペレーションの強化・延長について」であるが、本制度は、金融機関に低利なターム物金利を確実に調達できる手段を提供していることから、企業金融の円滑化には大変寄与していると思う。実際、同オペは当初の想定を超えて、既に3.9兆円まで残高が積み上がっている。また、一部の金融機関は同オペに持ち込める担保を差し入れることを条件に融資に応諾しているとの話も聞かれる。こうした状況を勘案すると、同オペのオファー頻度を上げるとともに、期間を明確に3か月と固定し、オペの期限を延長することは、企業向け融資の拡大や円滑化に繋がる。また、企業が調達するに際し適用される長めのターム物金利が、やや高止まっていることもあり、水準の低下にも資すると期待されるので、本案には賛成である。

なお、経済環境が非常に厳しい足許の局面では、金融調節により金融環境をより緩和的にしていくことが求められているが、同時に、先々の資金需給を勘案しながら、長めの金利についても乱高下しないよう環境を作り出すことも重要だと思う。これまでもターム物のオペを必要に応じて厚めに実施することで金利を安定させてきたと思う。このため、今後も引き続き、基本的には現在の枠組みの中で、市場機能を活かしながら、必要に応じて長めのオペを実施することで市場の安定を図るべきと思う。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

前半パートで述べたとおり、日本を含む世界景気は大幅に悪化しており、まだ出口のみえる状況ではない。こうした中では、公的セクターが財政、金融の両面から民間セクターの過度なすくみ状態をほぐし、動きを活性化していくことが必要である。財政面については、政府による大型の景気刺

激策が、決定的に重要である。前半でも述べたとおり、中国の景気刺激策は効果が現われ始めているようにも窺われる。欧州でも、英国の付加価値税率引き下げや、ドイツの自動車買替え促進策など、実際の効果に関する指摘が聞かれる。米国では、迅速に議会通過した景気刺激策が効果を現わすことに期待したいと思う。ただ、先日のG7でも指摘されたように、保護主義的な動きを抑制することが何より重要である。保護主義は、目先の自国利益にとっては望ましくても、効率的な資源配分を歪め、世界経済の発展を阻害するため、結局は自国の利益にもならないと考えられるからである。

金融面については、低下した金融市場や金融機関の機能を回復させるための支援策が重要である。それがなければ、財政政策も金融政策も、経済の隅々にまで行き渡らず、効果が限定的となってしまうからである。金融市場の機能回復策については、各国中央銀行が潤沢な資金供給を行い、FRBや本行、そしてBOEは、企業の信用リスクを直接引き受けるところまで乗り出しているが、未だ安心できるまでには至っていない。金融機関の機能回復策については、欧米各国政府が金融機関の資本増強と負債の保証を実施したが、大きな成果は得られていない。やはり、不良資産の切り離しが最も重要と考えられるが、スイス以外はまだ実現していない。米国では、問題に精通している長官が率いる財務省といえども、未だ具体策を打ち出せずにいる。

こうした中で、本行が金融政策として行うべき施策としては、まずは昨秋以降、本行が導入してきた各種の市場安定化策の延長である。中でも、CP買入れは中央銀行としては異例ではあるが、CP市場の安定と、金融機関の貸出余力の回復を支援し、また企業金融の円滑化を通じて景気下支え効果も期待できるため、延長は非常に重要と考えている。次なる措置としての社債買入れについては、残存期間1年以下であれば年限が極めて短いことから、CP買入れに比べると資金調達環境の改善には繋がりにくいとの声も聞かれている。しかし、金融機関からリスク資産を切り離し、その機能回復を少しでも促す効果には期待できると思われるので、執行部案

は適切だと考える。企業金融支援特別オペの強化・延長については、ターム物市場の安定や、金融機関の資金調達環境の改善、また企業向け貸出の増加や金利低下を通じた景気下支えなどを、今後ともより強く支援する策であり、執行部案は望ましいと考える。今後とも、金融市場、金融機関の動向を的確にフォローしながら必要な策を考え、可能かつ有効な策を積極果敢に打ち出していく必要があるが、信用リスクを取るような施策は財政政策の領域であり、あくまで緊急避難としてのみ許されるものであるため、本行の財務内容の健全性を維持できる方法で行うとともに、安易な本行依存が継続しないよう出口政策についても考えておく必要があると思う。なお、次回会合までの金融市場調節方針については、0.1%前後という現状の十分に低い水準を維持すべきというふうに考える。

白川議長

山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

当面の金融政策運営ということで考える場合には、まず企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すということがポイントの一つであろうと思う。加えて、企業の資金調達に関する安心感を醸成していくということも二つ目のポイントとしてあるのだろうというふうに思っている。オーバーナイト金利の誘導目標については、そうした観点にも立ち、現状維持で良いというふうに思っている。昨年秋以降、政策金利を引き下げるとともに、積極的な流動性供給や企業金融の円滑化に向けた色々な措置を我々は実施してきた訳である。ただ、先程のラウンドでも述べたように、金融環境は非常に厳しいし、先行きについても、実体経済の急速な落ち込みに伴って、企業業績の悪化が暫くは続きそうだという状況である。従って、年度末を越えた後も、金融環境の厳しさが続くリスクはかなり残るだろうというふうに思われる。こうした点を踏まえて、今回執行部から提案されている幾つかの措置について私なりの考え方を述べたいと思う。

まず、第一に社債の買入れのスキームについてであるが、執行部の提案は前回の決定会合で決めた企業金融に係る金融商品の買入れについての基本的な考え方に則して纏められており、そのとおりで良いだろうと思う。ただ、買入総額については、社債の市場残高に照らして、その機能回復を促せるだけの規模であることが必要だということと、一方で、市場への過度な介入は回避すべきであるといったこともある訳であり、これらを併せて考えると、1兆円を上限とするということが良いように思う。技術的な話にはなるが、買入対象となる社債の残存期間について、執行部案では、買入れ日の属する月の月末日において残存期間が1年以内であるものというようにやや細かく指定している訳であるが、この点については実際の取引状況を見てみると、残存期間が1年以内となる少し手前のところで、機械的に売買が行われているという実態でもあるので、こうした定め方が適当ではないかと思っている。

二つ目は、これまで我々が講じてきた各種時限措置の期限延長ということであるが、この点についても、中間期末となる9月末を意識した延長を行うということで私自身は賛成である。このうち、ドル供給オペとそれに伴うスワップ取極めの延長については、今月の初めに既に各国中央銀行との間の共同声明において、その方針を示していたところであり、グローバルにみた金融機関のドル調達環境は依然として逼迫度の強い状況にあるということ踏まえると、やはり延長は適当だと思っている。また、それ以外の時限措置についても、先程述べたことの繰り返しになるが、厳しい金融環境が続いているということであるし、そうした状況が暫く続きそうだということ併せ考えると、9月末越えのところまで半年程度延長して、企業金融の円滑化と金融市場の安定確保に万全を期すことが適当だろうと思う。これに関連して、先程の社債の買入れについても、ある程度の買入期間を確保しておく必要性を踏まえて、各種時限措置の延長と併せて9月末までの期限とすることが良いと思う。

最後に、企業金融支援特別オペの強化・延長ということである。このところの決定会合では、オーバーナイト金利の引き下げ余地が限られる中で、

企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利——すなわちターム物金利——への働き掛けが重要ではないかというようなことを念頭においた議論が行われてきた訳である。この点、ターム物金利の代表例としてよく採り上げられるTIBORについては、冒頭企画局長の方から説明があったが、実際の取引レートではなくて、企業への貸出金利を意識して設定されたレートという側面が強い訳である。従って、これに我々が直接働き掛けていくということは当然難しい。ただ一方で、我々が持っている流動性供給手段、これを積極的に活用すること、それと併せて今回執行部が提案しているような企業金融支援特別オペの強化によってターム物金利の低下をソフトタッチに促していくことは、ある程度可能だと思っている。従って、年度末の接近に伴ってオペのタームが自動的に短期化していくような現行のスキームを見直して、オペのタームを3か月に固定し、併せてオペの頻度を引き上げるといったことで、ターム物金利に働き掛けていくということが良いのではないかというように認識している。こうした措置は、企業の資金調達に関する安心感にも当然繋がると思っている。

以上が今回提案された措置に対する私の考えということである。当面厳しい金融経済情勢が続くだけに、我々としては、金融環境を含め情勢の推移をつぶさに点検しながら、必要な措置を果敢に講じていく構えが引き続き重要であるというふうに認識している。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

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、金融経済情勢に関する前半のラウンドにおける議論から、現状維持で良いと思う。短期金融市場をみると、CP市場では発行残高も回復傾向を示し、レートも落ち着きを取り戻しつつあるが、短国レートやGCレポ・レートは、国庫短期証券の増発による需給悪化懸念の高まり等を受けて、上振れやす

い地合いにあるほか、タームプレミアムも高止まったまま推移している。また、株式市場やクレジット市場でも、企業業績の大幅な悪化を受けて不安定な地合いが続いている。今後、年度末を控え、カウンターパーティ・リスクに対する意識が強まっていくことが想定される。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ので、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、肌理細かい調節に努めて頂きたいと思う。

次に、先程執行部から説明のあった三つの案件、社債買入れ、各種時限措置の延長、企業金融支援オペレーションの強化について、私なりの意見を述べておきたいと思う。最初に社債買入れであるが、実施の必要性に関する条件を満たしているとは言えないと判断していることから、反対する。具体的な理由は次のとおりである。まず、社債の発行金額を長期時系列で確認してみると、昨年秋以降の発行金額が特に前例のない程減少している訳ではなく、ここにきて市場機能が著しく低下しているとは言えないと判断している。社債スプレッドが発行企業の特徴如何にかかわらず、全体として高騰している訳でもない。過去においても、企業のクレジットが投資家に意識され、一時的に発行が滞る場面がしばしば起きていたし、企業側ではCPを発行することでそうした急場を凌いできた。その意味では、今回が異例の事態ということではないし、企業金融支援オペ、CP現先オペやCP買入れによって既に十分な措置を講じているので、企業金融全体が逼迫しているような状況にはない。また、1年以内の社債買入れの企業金融円滑化効果は限定的だと考えているが、企業や市場参加者からもそのような声が聞こえてくる。

さらに、必要性に疑義を残したまま先を見越して買入れを決定するということになると、必要性に関する判断のレベル感を市場との対話の中で擦り合わせる事が難しくなり、企業金融全体の逼迫度合いが高まっていなくても社債市場の機能不全が生じるだけで、買入対象資産の基準緩和や対象範囲の拡大への要望が強まる恐れがある。確かに我々は、買入れに対する基本的な考え方については前回会合で示したが、購入に踏み切る、踏み

切らないに関する明確な基準は設けていない。設けられないと言った方が正しいかもしれない。そのため、市場の要請に応じてリスク資産の購入がどんどん膨らんでしまう危険性を孕んでいるし、スタンフォード大学のテイラー教授がモンダストリアルポリシーと揶揄するように、市場に介入しすぎて経済の資源配分を歪めてしまうことにもなりかねない。中央銀行の財務の健全性の観点からも、現時点での社債の購入を躊躇させる面がある。最近の経済の動きが急であることは先に述べたとおりであるが、企業業績の大幅悪化を映じて格下げリスクが高まっているし、格付け会社による判断が早まっているので、買入れた社債の信用リスクが拡大してしまう可能性は、過去の経験値よりも高い可能性がある。今のところ、F e d が積極的にリスク資産を購入していることも手伝って、我が国では日本銀行の財務の健全性が損なわれる懸念を指摘する声は然程多くはない。しかし、日本銀行が 2002 年 9 月に株式買取りを発表した直後には、日本銀行の財務の健全性に対する不安から、ドル円相場が円安に飛ぶということが起こった。このように、市場がひとたび中央銀行の財務の健全性に疑問を抱き始めると、円売りという形で跳ね返ってくるリスクがある。リスク資産の購入に踏み切る際には、こうしたリスクをも踏まえたうえで、説得的なイグジットの方法も含め、慎重に検討を重ねる必要がある。

社債市場はそもそも市場としての整備がまだ十分にできていないので、現在程度の社債市場の機能不全のもとで社債市場に介入した場合、企業や金融機関にも納得のいくイグジットの判断が難しくなり、イグジットまで時間が掛かり、信用リスクを思いのほか抱え続けることになる懸念もある。前回会合でも述べたが、買入れ実施の必要性が満たされ、かつ買入れの性格に照らして妥当な方法であれば、企業金融に係る金融資産を購入することに反対するつもりはない。ただし、現在の社債市場はそのような状況にはないというのが今の私の判断である。

次に、説明資料にある時限措置の期限を延長することについてであるが、経済の急激な落ち込みのもと、収益悪化の影響や、支払いに比べて売上計画の不確実性が高い状況が来年度上期までは続く可能性があるとの声が

企業から聞こえてくるので、企業の資金調達に安心感を与え、資金調達不安が企業の前向きな行動を阻害することがないように、企業金融支援策を来年度上期まで延長することに賛成する。また、先行き内外経済の厳しい状況が続く中、ドル、円ともに短期金融市場が安定したとは言いがたく、金融市場安定化のための時限措置についても同様に延長することが望ましいと思う。ただし、先々イグジットすることを前提とした説明振りとなるよう、十分配慮しておく必要がある。今日、年度末対応であったものを9月末まで延長すれば、当然のことながら、来年度の年度末対応への期待が発生する。措置を講じる期間が長くなればなる程、当該市場に日本銀行が深く組み込まれ、市場参加者はそれを前提に行動することになるので、スムーズなイグジットが困難となってしまう。こうしたことから、今度の期限が来る前までに、イグジットに対する考え方をより明確にしておく必要があると思っている。

最後に、企業金融支援特別オペレーションの強化についてである。現在、市場には、年度末に向けて上昇圧力が強まっているターム物金利を抑制するために、日本銀行が何らかの措置を講じるのではないかとの思惑が広がっている。具体的には、短国買切りオペの増額、共通担保オペの長期化、国債買現先オペの長期化などが、検討メニューとして報道されている。ここで申し上げておきたいのは、このようなオペレーションは基本的に執行部に授權されているものであるということである。市場の安定化の配慮とか市場機能への考慮といった要望がボードの総意としてあれば、それを念頭に置くことはあっても、基本的には執行部がディレクティブに沿って市場と対話しながら柔軟にオペを行うということであり、そのための手段は十分彼らの手許に備えておくことが必要になる。つまり、ボードがこれらの具体的な内容についてまで、細かく指示するものではないということである。ターム物金利の高止まりについては、確かに気にはなるが、年度末やカウンターパーティ・リスクが意識されれば、ある程度強含むのは自然なことであり、これまでもその都度現行のオペレーションを駆使しながら対応してきた。もっとも、先程も述べたように、急激な景気悪化を背景に企

業のキャッシュ・インフローが大幅に減少する中、流動性リスクへ働き掛け、やや長めの金利の低下を促すとともに、企業に資金調達についての安心感を与えておきたいという狙い自体は理解できる。こうした観点に立てば、金融市場の安定確保と企業金融の円滑化に一層資するということから、時限措置である企業金融支援特別オペレーションを執行部のように強化することに賛成である。以上である。

白川議長

それでは野田委員、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収縮する中で、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、当面悪化が続くと考えている。そうした状況下では、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最も優先されるべき課題であることには変わりはない。従って、金融政策運営方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促すとの現在の方針を維持することが適当である。

その金融市場の安定確保のための追加的措置であるが、基本的には執行部案を支持したいと考えている。以下、社債の買取り、ターム物金利への働き掛け、時限措置の延長、の順番で付言したいと思う。

まず、社債の買取りについてであるが、社債市場は引き続き起債環境は厳しく、特定企業の基礎的信用条件の悪化だけでは説明できないような状況が続いていると判断される。こうした状況にあっては、前回会合で導入を決定した残存期間1年以内の社債の買入れを適切な形で速やかに実行に移すことがまず重要である。提案の社債買入れスキーム案について異存はない。スキーム設定の留意点としては、CPと同様に、まず市場機能を

尊重しつつ、緩和効果を引き出すとの考え方——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る。その意味では、最低応札利回りを平時の市場レートよりは明確に高く、一方で足許よりの市場レートよりは低く設定すること、あるいは買入上限額を市場への過度の介入を避け、市場機能の更なる低下を生じさせない規模、1兆円で定めること等々は適当であると考え。また、本行の財務の健全性を確保する観点から、買入れの対象を格付がA格相当以上としたうえで、一発行体当たりの買入限度額を設けることも適切である。

次に、ターム物金利への働き掛けについてである。その必要性について改めて整理してみると、我が国の金融環境は、政策対応の効果もあってCP発行市場は改善の動きがみられるが、大幅に悪化している実体経済の状況との比較でみると、厳しい状況が続いている。事実、企業の資金調達コストのベースとなっているTIBORに代表されるターム物の長めの金利は高止まりしている。フォワード・レート等から今後も高止まりすることが予想される。金利政策の起点であり、誘導目標でもある無担保コールレート（オーバーナイト物）が既に0.1%という限りなくゼロに近い水準にある状況のもとでは、一つに企業が実際に資金調達を行う、より長めの金利の低下を促すとともに、二つに資金調達のアベイラビリティを改善することによって、企業の資金調達に関する安心感を確保することが重要である。そこで、ターム物金利に働き掛ける手段として、企業金融支援特別オペの強化・延長が提案された訳であるが、結論から言うと、この提案は現実的で、かつ有力な対応と評価できる。一つはTIBOR自体は実際の取引レートではなく、そのベースとなっている無担保ターム物の取引量が少ないことや、二つにクレジット・リスクをオペで直接にコントロールすることは難しいといったことを踏まえれば、ターム物を直接、操作目標にすることは必ずしも適切ではなく、むしろ伝統的なオペ手段とともに、今次局面で新設したファシリティをフルに活用した潤沢な資金供給によりターム物金利に働き掛けることが、よりフィージブルであると考えからである。企業金融支援特別オペは、0.1%の固定金利、これの持つイン

センチブが極めて大きく、当初、見込んでいた3兆円を既に上回る3.9兆円の資金供給実績を挙げている。既に実績を有し、さらに利用拡大が見込まれるファシリティを期間延長し、かつ充実を図ることは、ターム資金がより安定的に供給されることを通じて、一つは流動性リスクを減じることの確実性が高まり、また、CPや社債の買取りをはじめとする一連の企業金融支援策とともに、企業の資金繰りを円滑にすることを通じて、銀行が認識している企業のクレジット・リスクを減じる方向に働くこととなると考える。また、特別オペのタームを3か月に固定することは、長めの金利への働き掛けという狙いを明確に示すことにもなる。

最後に、時限措置の延長であるが、流動性供給または企業金融支援のための6つの時限措置の期限延長については、足許金融市場が依然として著しく不安定な状況にあり、実体経済の劇的な収縮が金融への負の影響をもたらす可能性が小さくないことを考えると、これらの措置をこの3月、4月で終了させることには大きなリスクを伴う。従って期限を延長することが適当であり、かつ市場参加者に資金調達に関する安心感を早期にもたらしすことも金融市場の安定化にとって重要であることを踏まえれば、この2月の会合の段階で決定し、公表すべきであると考えている。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

我が国も、既に金融と実体経済の負の相乗作用に陥ったかどうかは議論の余地があるところであるが、実体経済面だけに焦点を当てると、IMFなど国際機関は2009年（暦年ベース）の実質GDP成長率は、米国やユーロ圏よりも、我が国の方がマイナス幅が大きくなると予測している。また、我が国経済の先行きについては、非金融企業においてキャッシュ・フローが大幅に減少すると同時に、過剰設備、過剰雇用の解消が優先度の高

い経営課題となってくる可能性、二番目として、今後は雇用、所得環境の悪化から個人消費が冷え込む可能性、三番目として企業の業績悪化や格下げなど金融機関の信用コストが想定以上に膨らむ可能性、四番目として、実効為替レートでみた円の独歩高と株安が同時進行する可能性など、いわゆるテール・リスクは小さくない状況である。本行としては、既に年度末に向けた金融システム安定策を打ってきた。しかし、経済・金融情勢を取り巻く環境が目まぐるしく変化する中、金融機関及び非金融企業は年度末の資金調達についてまだ万全とは言えず、期末最終日まで細心の注意が必要である。最近、格付け会社が競争するかのようには本邦の優良企業の格下げを発表していることなども気になる。2月17日の日本経済新聞では「電機大手、CP発行を加速——年度末にらみ資金確保——」とあったが、格下げされる前にCPを駆け込み的に発行しているとみた方が良いと思う。これに加えて、本行の金融政策運営は、必ずしも年度末だけを意識している訳ではなく、フォワード・ルッキングな政策運営を目指す観点から、厳しい経済金融情勢が続くと想定される来年度以降も見据えているとのメッセージを折りに触れて打ち出すということが重要だと思う。その観点から、本日執行部から、ドル供給オペ及びスワップの取極め、CP等の買入れ、企業金融支援特別オペ、社債・証貸債権BBB格の適格化、ABC P特則、補完当座預金制度の延長に加え、企業金融支援特別オペの強化、社債買入れの実施について具体的な提案がなされた。これらの事項は、本行が昨年11月以降、市場に潤沢に流動性を供給する際、特に企業金融を円滑にすることを主眼としてきたという基本的な考え方と整合的である。また、今回の延長措置は、企業の資金調達に対する安心感を早めに与える効果、ターム物金利や企業が実際に資金調達を行う長めの金利の低下を促す効果があるため、次回3月の決定会合を待たずに決定することが適切と考えられる。

ところで、ターム物金利への働き掛けについて若干お話しする。そもそも、ターム物金利が低下するメカニズムは、金融市場に自然にビルトインされているとも考えられる。すなわち、一般に、景気が悪化し、低金利政

策が長期化するとの見通しが強まれば、市場金利は低下基調を強める。短期金融市場においては、超短期セクターの金利に低下余地がなくなれば、より長めのセクターの金利に低下圧力が掛かる。従って、当面、景気の下振れリスクが高く、しかも、どちらかといえばインフレよりもデフレのリスクが高いという市場の見通し、あるいは本行の経済見通しは、量的緩和政策を採用していた際の時間軸効果のように国債利回りに低下圧力を掛けるとまではいかないまでも、ターム物金利の上昇圧力を幾分弱める効果はあると思われる。また、このところの金融調節で厚めの資金供給をしていることも好感され、足許の短期金融市場は落ち着いた状況にある。しかし、今回は未曾有の環境下で年度末を迎える訳であるから、本行として、年度末に向けたターム物金利を安定化させる、少なくとも頭を抑えるという強い意思表示をすることを検討してはどうかと思う。ターム物金利やG Cレポ・レートを安定させるには、日々の金融市場調節で年度末越えのオペに加え、国債買現先オペの増額等で潤沢に資金供給を行うことが基本である。言うまでもないことであるが、短期金融市場における市場との対話は、日々のオペを通じて行われる。各種の時限措置は、補完的なものと位置付けられる。また、欧米の金融危機の影響が我が国にも一部波及していると考えられる中、レポ市場やC P市場に代表されるオープン市場のレートを安定させることは、日々の金融市場調節において一段と重要になってきている。私を含む複数のボードメンバーは、対外的な情報発信の際、将来の検討課題として、ターム物金利に働き掛ける金融市場調節について言及してきた。ターム物の共通担保オペ、国債買い現先オペ、国庫短期証券買入れオペの規模拡大等を念頭におきながら、本日、一段と潤沢に流動性を供給するといった表現を対外公表文に入れる、あるいは、総裁の定例記者会見において、その旨をコメントして頂くことは十分検討に値すると思っている。ちなみに、ターム物金利の安定に最も有効な対応策は、年度末の手前から可能な限り量を出すことであり、具体的には期間 2~6 週間程度のターム物の共通担保オペ、国債買現先オペの規模を拡大して安定的に流動性を供給するオペレーションを実施することであると思う。なお、こうし

た対応を採る、採らないにかかわらず、実体経済の大幅な悪化、企業金融の逼迫、年度末を控えて短期金融市場への資金放出に消極的になりがちな金融機関の行動を踏まえると、ターム物のオペの金額や本数が増える可能性が高いと思われるが、その結果、日銀当座預金残高が一時的に積み上がることは格別問題ではないと思う。

最後に、当面の金融調節方針については現状維持で良いと思う。なお、金融政策とは若干離れるが一点付け加えさせて頂くと、2009年度の実質GDP成長率は、成長のゲタ次第では、-5%程度まで落ち込む可能性がある。また、そのような場合、GDPギャップは2012年度にかけて-5~-6%程度まで拡大すると見込まれる。2009年度予算と関連法案が成立する見込みが立った3月中旬以降、衆院解散、総選挙を睨み、大型の追加経済対策が議論されると言われている。GDPギャップの大きさを考えると、ある程度規模の大きい財政出動が期待される程厳しい経済情勢と判断している次第である。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

金融経済情勢は、第一ラウンドの討議からみても、前回会合での予想どおり大幅な悪化を示し、今後悪化が進む可能性がかなりある。金融システムも極く短期の市場に各国当局関与の効果が出て落ち着きの兆候があるのを除けば、著しく不安定な状況が続いている。ここでも残念ながら予想どおりの状況と言える。従って、緩和的な金融環境を維持し、金融面から経済を下支えするという今までの政策を全般として維持し、加えて市場機能低下の著しい一部市場への働き掛けをさらに強化するというのが望ましいと考える。当面の金融政策運営について、第一に伝統的なインターバンク市場の無担オーバーナイト金利の操作を通じる金融政策、第二に金融市場安定化のための流動性供給政策、第三に市場機能の低下の著しい一部

市場への直接的な働き掛け——いわゆる信用供給政策——の三つに分けて考えたいと思う。

第一に、インターバンク市場の無担オーバーナイト金利の操作を通じて、基本的にリスクフリー・レートのイールド・カーブに影響を与え、ひいては信用リスク・プレミアムの乗ったその他の金利に影響を与える政策が、伝統的な金融政策である。リスクフリー・レートのイールド・カーブをみると現在のところ、大きなディスロケーションが生じている状況ではない。また金融経済情勢は、悪化ではあるがその程度は前回会合予想と大きくは異ならず推移していると考えられる。以上を勘案すると、伝統的な金融政策は低いレートであるとはいえ、有効に機能しており、前回の決定を変更する積極的な理由はないと考える。また不確実性が高い状況が続いていることには変わりがない。従って、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る。その際に、従来と同様にオペレーション手段を活用して、市場の安定化に寄与することを改めて確認したいと思う。

第二に、金融市場安定化のための流動性供給政策である。既に述べたように、内外の金融市場が著しく不安定な状況が続いていることから、先行きの不確実性をできるだけ減じる必要がある。そのため、今までの流動性供給関連の時限措置を実質半年延長する措置を講じ、公表するのは適当であると考え。具体的には、米ドル資金供給オペレーションの実施期限である。また、補完当座預金制度も現在有効に機能していることから、その実施期限の延長も適当であると考え。さらに加えて、金融市場インフラを整備するという面からみて、政府保証付き短期証券を適格担保化することや、国債補完供給面の対象国債を追加するのも時宜を得ていると考えている。

第三に、市場機能低下の著しい一部市場への直接的な働き掛け——いわゆる信用供給政策——である。広汎な直接金融市場の市場機能が低下した米国と異なり、日本では間接金融市場の市場機能が働いているが、直接金融市場であるCP及び社債市場については、足許改善がみられるものの、市場機能の点で不安定な状況が続いている。企業金融支援という意味で、

企業が実際に借り入れする長めの金利のところに影響を与えるために導入した企業金融支援特別オペは、C P 市場の市場機能の回復に大きな効果がみられたと考えている。単に対象の a -1 格だけでなく、a -2 格にも浸み出し効果がみられる。これは、市場機能が低下した時に、残る市場機能を生かす形で当該市場に直接働き掛け、市場機能が回復するに従って、自然にイグジットを可能にするという原則に見合った形になっていると思う。しかし、足許時限の影響で期間が短期化し、長めの金利に影響を与えるという目的からは若干ずれつつある。このため、時限を延長し、さらに期間 3 か月と明確化してやや長めの資金を安定的低利で供給するという拡充策を採るのは時宜を得たものとする。同様の理由から、C P 買入れ、民間企業債務に関する適格担保要件緩和の実施期限を延長するのも賛成である。また、前回議論の経緯から考えて、執行部から提案があった形で社債買入れの細目を決め、買入れを開始するのも適当であるとする。以上である。

白川議長

前半のラウンドで、第一の柱に基づく点検は前回と同様であったということを示した。今回は皆さんが明示的に触れた訳ではないが、総合すると、第二の柱に基づく点検も前回と同じであったというふうに思うので、この点は後から対外公表の段階でまた確認したいと思う。金融政策運営についてであるが、まず当面の調節方針については、皆さん現状維持であるということであったし、私もその意見である。後から議論するが、ターム物レートに対して、ターム物オペをより積極化して、もう少し強いスタンスを出していくという水野委員と、それから従来から流動性は積極的に供給していくという方針を既に発表しているし、現にそういう方針のもとできているので、そういう大きな方針のもとで、既に用意されている手段の中で、調節の現場で市場との対応を含めて適切にやっていくようにという感じのご意見があった。この点は後から若干の議論をさせて頂く。

企業金融支援特別オペの強化・延長については、皆さん賛成であったと

思う。改めて整理すると、目的については企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すということ、それから企業の資金調達に関する安心感を確保することだと皆さん理解されているし、私もそう理解している。それから、具体策についてであるが、冒頭の執行部の案を支持することであるが、オファーの期限を9月末まで、エンド日は12月末まで延長する。金利水準は引き続き0.1%で固定する、オファーの頻度を従来の月2回から週1回に引き上げる、貸付期間については3か月で統一するということであった。

それから、社債の買入れについてであるが、これは須田委員を除いて全員が賛成であるということであった。改めて執行部の案を説明すると、買入対象は、担保適格社債のうちA格相当以上のもの、市場参加者の保有・売買状況を踏まえ、買入日の属する月の月末日において、残存期間1年以内であること、円滑な出口戦略に配慮した下限利回りを設定することである。買入総額の上限は1兆円である。適切な信用リスクコントロールという観点から、発行体別の買入上限を設け、これを500億円とするということである。そして、実施期間については9月末までの時限措置であるということである。須田委員の反対意見の背後にある色々な論点については、大変難しい論点を含んでいると思うが、後からこの論点に戻りたいというふうに思う。

各種時限措置の時限延長については、皆さん賛成であるということであった。足許の金融資本市場の動向を踏まえると、金融市場の安定確保や、企業金融の円滑化を目的とする各種時限措置を延長することが適切であるということであったと思う。言葉に出すか出さないかは別として、将来のイグジットについてもしっかりと考えていく必要があるということであったと思う。延長の対象となる措置については、先程の企業金融支援特別オペに加えて、米ドル資金供給オペ及び米ドル・スワップ取極、CP等の買入れ、社債、証貸債権BBB格適格担保化、ABC Pの適格担保範囲に関する特別措置、補完当座預金制度である。具体的な期限については、先程の執行部の説明にあったので、省略をする。

以上が取り敢えずこのラウンドでの議論の取り纏めであるが、最初にターム物の話について若干議論をしたいと思う。私としては、皆さんの意見を聞きながら思うことは、既に秋以降、日本銀行は積極的に流動性供給を行っていくという方針を世の中に打ち出している。公表文でもそうであるし、私の記者会見でも繰り返し申し上げてきた。現状、短国レート、あるいはレポ・レートの振れが大きいことはそのとおりであって、そうしたマーケットの状況をみながら、適宜ターム物のオペを活用していくこと自体については、多分皆さんご異論はなかったかと思う。それをどの程度の強さでやるかとか、あるいはどのような表現をするかについて若干の差はあったと思う。先程、水野委員からはこの件について詳しいご説明があったが、この点について特に触れられなかった委員の方で、もしご意見があれば表明をお願いします。

#### 水野委員

私が今日言いたかったことは、繰り返しになるが、我々は時限措置ということで今日六つ決める訳である。時限ということはどこかでイグジットがある訳で、これは経済状況、金融情勢にかかわってくる。市場との対話の場である短期金融市場においては、日々の金利調節においてやっていくということになるので、市場関係者に対しては、はっきりさせておいた方が良いかと思う。常にあるのは、マーケットとの対話はオペを通じてやっていく訳である。期限付の色々な措置というのはそれを補完するために我々は必要だと思って行っているもので、実際効果もあるという認識で行っていると思うが、ただそれはいつかなくなるものである。今日私が言いたかったのは、年度末ということをお睨んで考えると、何が起きるか分からないという怖さがあるということである。金融機関、企業についても着地がまだ完全にみえた訳ではないということなので、そういうことも含めてしっかりみているということは一言言っておいた方がいいかなという程度の話である。今の時点では、しっかりやって頂いていると思う。

白川議長

そういうご趣旨であると、この後対外公表文を議論する時に、そうしたことを踏まえて、従来からやっていることではあるが、改めてそれを適宜の言葉で表現するというを考えてみたいと思う。

それから、社債の買入れであるが、先程申し上げたとおり、賛成の方が多いいということである。ただし、この件について、賛成するにせよ反対するにせよ、確かに非常に難しい問題であることは間違いない。私自身も、今回この結論に至るまで色々なことを考えたが、先程須田委員がおっしゃったことに則して、私自身が最終的にどういう判断をしたかということをし少し申し上げたい。社債市場の機能低下について、過去と比べて現状それ程悪化している訳ではないというところであるが、確かに、社債の発行金額自体を長期の時系列でみた時に、後世この時期が本当に社債の機能が低下した時期と言えるのか、というような発行額であることも事実である。ただ、やはり先程野田委員もご指摘されていたが、社債の発行を個別にみていくと、格付的にはA以下がほとんど発行できていないということが従来とはかなり違っている感じがする。また、発行額の中身をみても、純粹に一般企業が出している社債発行は、全体の数字とは少し異なっているイメージであるように思う。

それから、私自身が随分気になって色々な金融機関の人、あるいは証券会社の人にも話を聞いてみた。それは、社債の機能が低下してもそれがうまくCPに代替すれば、社債市場それ自体に日本銀行が介入していく必要はないのではないかという議論をどう考えるかという論点であった。聞いた感じとしては、現実に社債からCPの振替も行われているので、そうした側面があることは勿論事実であるが、しかし完全に代替されるかということ、やはりそこはそうではないという感じがした。企業は色々なプロジェクトをする時に、短期、長期のバランスを考えていて、やはり社債の償還を迎えた時に発行ができないということになると、それに合わせた長期のコミットメントというか投資案件についても、やはり抑えていくという形で最終的にバランスはする。ただ、そのバランス自体が望ましいとは言え

ないという面もあるように思った。そういう意味でトータルに考えた場合には、社債市場の機能が低下し、そのことが企業金融全体に影響を与えていく状況にあるというように、私自身は判断した。ただ、そこは難しい判断というか、なかなかクリアに割り切れないが、私自身はそのように判断した。

信用リスクをとることについてそもそもどう考えるかという話については、前回基本的な考え方を整理する時に議論したことの繰り返しになるが、ロスが発生した場合に、中央銀行に対する認識がどのように変わるか、それが金融市場においてどのように影響を与えていくのかということは、やはり常に忘れてはならない論点であると思っている。今は、景気がこれだけ悪くなっているので、中央銀行の財務の健全性というのは日本銀行が多少揶揄して言う時には使われても、なかなか一般的には認識されない訳である。しかし、現実にもし特定企業でロスが発生した場合には、多分大きな批判が出てくる。その時に、狭い意味で日本銀行が債務超過になるとは思わないが、日本銀行が中立的な立場で政策を遂行していくという能力に対して、信認が薄れていくということも含めて考えた場合に、やはり考えておく論点は確かにあると、いつも思っている。その時に私自身が難しいと思っているのは、会見等で、あるいは国会の場でもそうなのだが、こういう説明をする時の難しさである。中央銀行が非常にコンサーバティブに自分の財務内容だけ気にしているというパーセプションで見られるという話である。決してそんなことではない訳であるが、気になっているので、海外の中央銀行がこの件に関して具体的にどういう言葉を使ってこの問題を表現しているのかということをも改めてチェックをしてみたのだが、私がチェックをしてみた限りで見ると、私自身が色々な場で色々なことを注意しながら話しているのに比べると、海外の中央銀行は非常にストレートに信用リスクをプロテクトする必要があるのだという言い方をしている。私自身の言い方は、そういう意味では、凄く遠慮をしながら言っている。ただ、遠慮をしながら言っている、保守的な中央銀行として発言しているというパーセプションが強いというのは日本の現状ではある。ただ最終

的に、日本銀行は物価の安定を通じて、持続的な経済の成長に貢献していくということへの信認が大事だと思うので、色々なことを考慮しながらも、欧米対比少し言い方は弱いかもしれないが、うまく表現していくということ、私もそうであるし、各ボードメンバーがやはり意識しなくてはいけないと思っている。

社債の買入れについては、先程須田委員の方からご意見があったが、その他の委員については、賛成という立場ではあるが、改めてこの件について追加的なご意見があればお聞かせ願いたい。

#### 野田委員

CPの代替機能あるいは間接金融の代替機能というのは、直接市場の補完機能というか、こういう状態が——先程の話ではないが、やはり景気の話と直接に絡んでいる訳で——、どの位続くかというのがある。白川議長がおっしゃったように、仮にブリッジング機能だけであるという立場にたっても、長引けばこれはブリッジにはならなくなってしまふ。しかも、我々が今直面している実体経済の状態が、今後金融の方に及ぼすインフルエンスを相当覚悟しておかないといけないのかなと個人的に思っている。というのも少しフォワード・ルッキングに捉えてみた時には、白川議長のご意見もごもつともであるが、この際、そういうある種バックストップを作っていくということは、マイナスでは勿論ないし、なにがしかのプラスはあるだろう。

#### 須田委員

私はCPでずっと代替できるとは思っていない。それは短期的な話である。今1年未満のものを買うということが、企業金融の円滑化に資するの。本当にこの問題が大きくなったのだったら、やはりそこはしっかりと、1年以下ということではなくてもっと長いものも買う位、その効果、有効性のことも考慮すべきである。社債買入れの要件は、全体としての逼迫度合いと、必要条件として効果があるということである。1年以下のもの

買入れは、どうもその効果があまりないと思う。もしやらなくてはいけない状況であれば、両方の要件を合わせて、そういうものを考えてもおかしくないと思っている。本当に長期的にかなり厳しいような状況で、社債も発行できない、非常に歪みが大きいということであつたら、その場合にはきちんとスプレッドをとって、そういうことも、つまり、リスクに見合うものとして、今よりももっと高いスプレッドをとったうえで乗り出していくということも、私は全然おかしくないと思っている。要するに、大変だと判断して、介入するのは良いが、このレベルで介入すると、もう少し厳しくなった場合本当に色々な声が出てくるということが分かっている。多分皆さんはもう少し厳しいことを想定しながら判断しているのだと思うのだが、今の状況で買うと、もっと厳しくなったら想定内でももっと何かをということが出てくるだろうなど。だから今の状態では出ないで、本当に必要な時に有効なものをやれば良い、というのが基本的に私の考え方である。

#### 野田委員

私が前回、そして先程も申し上げたのは、まさに1年以内であると本当に効果はどうかと言うと、勿論全くない訳ではなくて、なにがしかの効果があるということである。と同時に、前回は1年超のものの買取りについても留保しておくということで発言したとおり、考え方は今須田委員のおっしゃったことに近いと思う。ただ、前回までのCPからスタートして入り口から入ってきたシーケンスを考えた時に、1年ということで状況もみつつやっっていこうと。何も今1年超をコミットする必要があるとは全く思わないのだが、ある種ものには順番があるということで、ここから入ってきているということである。それから、あともう一点、須田委員のご発言だけを捉えて申し上げる訳ではないが、重要なことは、やはり今企業金融全体がどうかということであり、もう一回共有しておかないと思うのは、須田委員は先程全体ではまだそれ程逼迫度というか、緊急度は強くないのだというようなニュアンスのことをおっしゃったように記

憶しているのだが、その辺はやはり共有しておかないと。そういう意味でいくと、全体が逼迫していないというのであれば、社債の1年以内のものなんていうのはナンセンスということに繋がるのだが、私は、全体が相当厳しい状態にあると、昨日来の企画局の説明も踏まえても、そのとおりだと思うので、そこのところは共有しておく必要があるだろうと私は思う。

白川議長

どういう形容詞で表現するかというのは人によって若干差があると思うが、私は今日皆さんの議論を聞いて、私自身の受止めた感じは、企業金融についてやはり現状評価として厳しいという評価をなさっているのだと思った。前月、今月の比較でみると、CP買入れ等の効果があって若干改善している面もあるけれども、レベル感としては非常に厳しいということだと思う。それから、レベル感と並んで先行きを考えた場合に、これだけ経済が落ち込んでいるので、何が起こるか分からないことに対する不確実性も非常に大きい。そのことも厳しさの評価にやはり繋がっていると思う。そういう意味で、私はシャープな差があるようには思わないが、企業金融の現状については、そういうふうを受止めたのであるが、それはそれで宜しいか。

須田委員

厳しいということについては、そのとおりだと思う。

白川議長

私は今の直前の話で思うことは、経済の落ち込みが極めて大きい中で我々はどのような政策をやっているのだろうか、日本銀行だけということではなくて政府も含めてどのような政策体系で日本全体として臨んでいるのか、ということである。今回の社債1年以内の買入れは、そうした問題を色々考えていくうえで、一石も二石も投じる面はあると私は思う。先日、G7に出た時の議論の模様を皆さんにご報告したが、G7の場に出て改め

て先進国は今どういうふうな政策の体系になっているのだろうかと自分なりに整理してみた。まず、経済の現状については極めて大きな落ち込みである。その落ち込みの度合いは若干国によって違うが、大きな落ち込みであるということはどの国も共通している。やはり、多分ケインズ的な意味での有効需要の絶対的な不足に直面しているのだろうと思った。その中で、政策の基本スタンスについて、日本も含めてどのような整理ができるかということであるが、行っていることは、まず経済活動の急激な落ち込み——これは今現に生じている訳だが——を防ぐ必要があるということ、各国は今取り組んでいるのだろうと思う。急激な落ち込みは中長期的な期待の下方修正を通じてさらに景気の落ち込みを招いている訳であるから、そうした取組みを行っているということだと思う。

中央銀行の貢献と財政政策に分けて考えると、金融政策というか金利政策について改めて各国の中央銀行の当局者の言い方をみると、対外的な表現は各国少し違うが、言っていることは、金利水準自体が相当程度ゼロに近づいてきて、経済にこれだけ不確実性があり、金融システムの面でも緊張を持っているという中で、金利政策の効果は限られているということ割合はつきり各国の当局は言っている感じがする。先程ちょっと紹介したが、昨日発表されたBOEの2月の議事要旨をみても、むしろ議論は非常に率直だなという感じがした。そういう意味で、狭義の金融政策というか金利政策については、そういう領域に今入ってきているなという感じがする。金融システムの安定の維持——これは中央銀行が今取り組んでいる二つ目の課題であるが——は、非常に重要だと思う。いわゆるデフレ・スパイラルに陥ったケースのほとんどが金融システムが崩壊をしたというときで、これが決定的に大事であると思う。だからこそ、日本銀行は潤沢な流動性供給を行っているし、金融政策ではないが、金融機関保有株式を買入れるということも含めて実施していると思う。それから三つ目に取り組んでいることは、機能が低下した個別金融市場の機能修復作業のようなオペレーションであるように思う。これに属するのは、日本銀行で言えば、CP・社債のオペであるし、FRBで言えばCPの買入れあるいはABS

の買入れということになると思う。ただし、これは有効需要自体を創出するものではないという感じがする。

財政政策については、今回のG7でもそうであるが、有効需要の創出という意味では、現状最も直接的な効果が期待できるという整理になっていると思う。ただし、財政政策の発動については、効率的な支出内容でなくてはいけないということであろうし、それから中長期的な維持可能性にしっかり配慮する必要があるということも合意されていると思う。現実のそれぞれの国の経済なり社会の状況の中で、その辺のバランスを取りながら、どういう財政政策を採るのかということは、最終的には、国民というか政治の選択の問題であるように思うし、今回G7に出てみて改めて感じたのは、アメリカと欧州ではやはり随分差があるということである。アメリカはあれだけ大規模な財政政策の発動に踏み切っている。それに対し、欧州大陸は、確かに以前に比べて財政政策を使ってはいるが、非常に慎重な感じがした。これは別にどっちが良いとか悪いとかではなくて、経済の置かれた状況とその国に置かれた社会の状況に多分依存するのだと思う。日本においても、その中でどの辺のバランスをとっていくのかという話だと思う。いずれにせよ、この大きな政策の中で、日本銀行は全体の状況を認識したうえで、最終的には物価の安定を通じて持続的な経済の成長に貢献していくという使命をどう果たしていくのかということ、今もそうであるが、これからも真剣に考えないといけないということだろうと思った。

あと、私が政策に関して最近感じることは、政策に関する情報発信についてである。先程財務の健全性について申し上げたが、情報発信がなぜ大事かということは今更言うまでもないが、広い意味でやはり中央銀行がしっかりと状況を把握し、しっかり対応してくれるという、そういうことに対する信認の維持だと思う。これはできないことをできると言うという意味での安心感ではなくて、できることとできないことについて認識をしっかりと持ったうえで、中央銀行として最終的に使命達成のためにきっちり仕事をしてくれるのだと、そういう意味での安心感を作るような言い方がやはり大事だという感じがしている。その点で我々自身が気になっ

ているのは、何となくFRBは迅速で、日本銀行は何かスピード感に欠けるという何かそういうふうな漠然とした言われ方は、これはやはり色々な意味でまずい。我々自身は、色々なことを考えたうえで、最善の政策を追及していると思うが、なぜそういうふうになるのかなと考えてみると、我々自身の説明の仕方も確かに工夫した方が良いかなというところがあるのだと思う。例えば、FRBはゼロ金利とよく言われるが、実際のオーバーナイト金利は0.25%なので、別にゼロ金利を彼らはやっていないことも意外に知られていないという感じがする。本日問題になったターム物金利も、我々自身ターム物金利の高止まりをどう防ぐかという問題意識で議論すること自体は大事であるが、しかし一方で、日本のターム物金利はアメリカ、あるいは欧州に比べてずっと低いということも意外に知られていない。つまりターム物金利も短期金利の世界であるが、短期金利の世界で日本はアメリカに比べても欧州に比べてもかなり低いということ自体、意外に認識されていない気がする。それから、バランスシートの拡大についても、Fedは拡大をしているということがよく言われるが、アメリカの場合には資本市場のウエイトが高くて、その資本市場の機能があれだけ痛んでいるから、修復作業の過程でバランスシートが拡張するという側面がやはり非常に大きいという感じがする。日本の場合には、一方で我々自身、機能低下に懸念はもっているが、しかし米国対比、資本市場の機能がまだそこそこ機能しているので、バランスシートの拡張の規模もそれだけ小さい。別に大きくすること自体が目的ではないが、この辺もなかなか上手く説明ができていない。あまりディフェンシブにものを言うのは良くないが、やはり正確に認識はして欲しい。そうでないと日本銀行は何かいつも遅れているというような感じになり、究極的な意味で中央銀行に対する信認を崩すような気がするので、やはり言い方は、私も含めて気を付けた方が良い。今も気を付けてはいるのだが、さらなる工夫が必要かなという感じがしている。

## 水野委員

今白川議長がおっしゃったことからもう一回企業金融のことに戻すと、今日はあまり明示的な議論はなかったが、皆さん度々言及しているのは、やはり金融機関の資本制約の話である。資本制約の話は、バランスシート制約の話と言っても良い。日本の場合は株価が今後下がってきた場合、それからメガバンクについては多分海外向けの貸出のところで、リスク管理上難しい問題を抱えているのではないかと言われている。資本注入策については、やはり若干不安が残っているということ、それと先程言ったように格付けに関してかなり早めにレーティング・アクションが行われていること、実体経済が悪くなる中で金融機関からもランクダウンという形で厳しく対応されること、それからマーケットにおけるリスク許容度のあるプレイヤーがなかなか出てこない——ヘッジファンドの存在感が低下したということもあるが——ということで、やはり企業金融はかなり厳しくなってくる。これは、言い方は難しいが、方向性としては多分間違いないだろうということはいいたい。それと聞いたのは、資本制約、公的資金の注入についても何か上手い言い方はないのかと思う。これは強制するものではないが、白川議長も問題意識をお持ちだと思うが、やはりメガバンクの自己資本が厚いかというと、決して厚くない。逆に言えば、資本を厚くすることによって、彼らにとって非常にビジネスチャンスが広がるし、かなり多くの問題も——実はここで議論されている企業金融のことも——、緩和するかもしれないのだが、そういった点もちょっと議論の裏側の話で今日は表に出なかったが、頭には凄くある。

## 須田委員

F R Bが迅速だという議論は、そういうように捉えている人もいる。その一方で、やはりF e dが政府と一緒にしまっているということによって凄く危うさを感じている人もいる。今アメリカはどうなっているのかなと思ってみると、シンクタンクの中にはもう調整しかないという議論をする先もみられるようになってきている。そういう中で、例えば、今回日本銀

行が株を買うと発表した時と対比して少しみていたのだが、Fedは政府の領域に足を踏み入れるのかというように、怒られていたり、迅速といっても結果的に凄くやらざるを得なくなったということであったり。ただ、確かにその後の説明の仕方が上手いなというのは思うが、そうだからといって、我々には我々のやり方があるのではないかなという気はする。

白川議長

私はそう思っている。そういう意味で、アメリカをベンチマークにして我々がスピードに欠けるというふうに言われることは全くないと思っている。

水野委員

昨日FTの社説のところでマーティン・ウォルフ氏書いている、リチャード・クー氏がよく言っているが、結局日本は財政政策が無駄だと言われていたけど、結局それがあつたから落ち込みが小さくなつたし、必要なものは必要なのだという話である。そこに対するネガティブな反応がアメリカにはあるのだが、日本は財政政策があつたから時間が掛かつたけれども今があるのだという、そういう論調になっている。だから時々アメリカ以外のところもニュースなどみていると、ややアメリカのやっていることに対して、シニカルというか、必ずしも評価していない意見がある。

白川議長

他にご意見はあるか。

亀崎委員

先程山口副総裁から、企業が実際に資金調達をやりやすい金融環境を整えるという意味で、企業金融支援特別オペをターム物3か月で実施しながら、ソフトタッチに金利の低下を促していくというお話があつて、ちょっと思ったのは、ハードタッチに企業金融支援を促すことはできないのかなと。

すなわち、オペの分のなにがしかを企業への貸出と紐付けるような、そういうことは考えられないのか。3 か月で 0.1% というオペを使って、全部がハードタッチではなくても、ソフトタッチをもう少し強めるような、もう少し企業側に行き渡るような、そういうことは考えにくいのか。

#### 山口副総裁

私がソフトと言ったのは、厳密に対峙概念としてハードなものがあると想定した訳ではない。ただ、我々は、金利政策はオーバーナイト物の金利を誘導目標として行うということにしている訳である。そういう中で、何らかの手法を使って、3 か月物の無担レートを 0.1% にしていくというような世界を想定し得るのかどうかということだが、それは政策の枠組み自体の大きな変更になる訳で、我々としてはそこまでの議論はまだしていない。今我々がやれることは、やはりオーバーナイトを誘導目標とする中で、より長めのものに働き掛けていく方法論としてどういうものがあるかを議論する、ということなのだろうと思っている。

#### 亀崎委員

そのことはよく分かるのだが、政策金利の無担保オーバーナイトレートについては当然そのまま 0.1% としたまま、同じ金利でこの限定的な時限的な企業金融支援特別オペを行う訳である。特別にこうやって企業金融支援特別オペをやっているのであるが、私が理解したのは、ソフトタッチでは、金融機関にはいくかもしれないがその先はよく分かりにくいということである。ハードタッチというのは、金融機関のもう一つ先——やはり一番大事なのは冒頭おっしゃった、企業が実際に資金調達を行いやすい金融環境を整えること——にもう一つ直接働き掛けることである。現在は、そこにはちょっと遠い訳であるが、ここまで金融機関が有利なようにやってやるのだから、何か企業向け貸出の増加に繋がるような条件を付けるようなことができないかなということをちょっとお聞きした。

## 山口副総裁

先程政策の議論をした時に、我々はここで終わりではないと申し上げた。要するに、情勢が非常に厳しいし、この先も厳しいことが予想されるので、引き続き知恵を出しながら、政策対応についてはやっていく必要があるのだという趣旨のことを申し上げた。今亀崎委員が言われたようなことを具体的にイメージしている訳ではないが、我々としては企業の長めの資金調達金利に対して働き掛けるという施策を打ち出してきたところであり、その効果については、しっかりフォローしていく必要があると思う。我々が手を打ったにもかかわらず、実際にはその効果があまり現われていないとなると、その時には、違った手立てを考える必要があるのではないか。ただ、今回の企業金融支援特別オペの強化は、相当踏み込んだ施策だと内心思っているので、その施策を打ち出す段階で、さらにその次の施策まで議論してしまうのはどうかと思っている。勿論、市場の反応をみながら、色々な対応を考えていくという構えは必要と思う。

## 野田委員

私の気持ちを申し上げますと、前回、我々は企業金融に踏み込む時、CPの買入れ、信用リスクテイクをするということに踏み込むという時に、考え方を整理した。差し当たっては、金融機関、我々の取引先を通じてそこに働き掛けるというのは、取り敢えず今の段階ではソーファ合意を得ている訳で、今おっしゃるハードタッチにしようとする、そこを乗り越えて、個別の企業に直接アクセスしていくという手法を採らないといけないということである。

## 亀崎委員

金融機関に働き掛けるということは、私も全くそのとおりののだが、今私が申し上げたのは、金融機関がただ資金を持っているというのではなくて、それを、個別企業ということではないが、実際の貸出の増加に繋げてもらうということである。個別の企業に出しなさいよということではなく

て、どう使ったか、入ってきた資金をそのままにしていたのか、あるいは貸出を増やしたのかというところを申し上げている。個別企業の中に手を突っ込むということではない。

中村委員

先程私は少し触れたが、この企業金融支援特別オペについて、手形を日銀に入れることを応諾するのであれば融資をする、応諾しないのであれば融資できないと、そういうことを実際に言っている金融機関もあるようだ。それから今担保として手形の受入れが随分増えている訳である。この面からみても、オペで出た資金は実際に融資に回っている。逆にこのオペがなければ、銀行はなかなか融資が増やせないのではないか。

白川議長

各国とも政策当局は、銀行貸出を増やしたいと皆言っている。その面から単純に銀行貸出の伸び率をみると、欧米も急速に落ちてきている。日本は、伸び率の水準自体は低かったが、足許伸び率が上がってきている訳である。まだまだ企業サイドに未充足需要があるのかもしれないが、色々なことが相俟って、貸出の伸び率自体は上がってきている訳である。問題は、この先、資金需要の増加に対応できなくてまた下がっていく可能性というものもある訳であるが、マクロ的なバランスとしては、少なくとも逆方向には向かっていないのだと思う。

亀崎委員

だから手持ちの資金をそのまま持っているのではなくて、どんどんお金が出ていくようになれば、本当に実効がしっかり上がっているということである。その辺が確認できれば良い。今、そのようにどんどん増えていっているというのであれば、それはもう何も問題はない。

中村委員

当初想定していた3兆円の規模がもう既に3兆円を上回っているのは、金融機関にとってこのオペを利用するインセンティブが高いのである。

亀崎委員

3兆円が金融機関に滞らないで先へ。

白川議長

先にいったかどうかを測るのが銀行貸出である。そういう意味では、先程水野委員もおっしゃったし、多くの人を感じられたと思うが、やはり銀行貸出の問題はメガバンクの問題であるし、メガバンクの資本について、現状別に自己資本が不足していることではなくても、先々自己資本の面で不安を抱えているという意識がやはり行動にブレーキをかけるのだと思う。勿論、我々のこういうオペも一所懸命やっていく必要があるのだが、そこが一番大きな問題であると思う。

野田委員

そのとおりだと思う。私もかつて申し上げたように、今我々がやっていることというのは根治治療をやっている訳ではなくて、ある種やはり時間稼ぎの政策であるので、自ずからその山口副総裁のおっしゃったソフトタッチというのは非常に含蓄のある言葉だと思う。時間を稼ぐという意味では。

亀崎委員

時間を稼ぐという意味合いもあるが、まず様子を見るのも良いのだが、本当にやれることであれば——やれない問題があれば別であるが——、良いことなのだから、そこまで別に待つことなく。ただ何らかの問題があつてやはりできないというならば、これは論外であるが。

野田委員

そこは、先程山口副総裁がおっしゃったように、先行きのことについては、選択肢は排除しないという意識は持つておく必要はあるかもしれない。ソフアーどうかという議論で。

水野委員

それと非常にナイーブな議論になってしまうが、金融監督行政についてそれぞれ状況が違う訳である。金融監督に対して非常に権限を持っている中央銀行とそうでないところ、その中間とある。我々も、一義的には金融庁が持っているから、必ずしも強力なものを持っている訳ではない。それからもう一つあるとしたら、政策金利を使って J B I C を経由して、長期の資金を例えば長めのプロジェクトを持っている商社などには出していくとか、そういう形ではあるが、日本銀行だけで何か閉じられるような話というのは、今の段階では、ソフトからハードまで距離がかなりあるというのは、そこは全く同感である。

白川議長

それはまた次回以降さらに考えるということにして、ここで政府からのご出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。

竹下財務副大臣

皆さん方のお話を伺っており、経済・金融情勢、極めて厳しいという受止め方であり、なおかつ先行きについても極めて深刻に受止めていらっしゃる。さらに、そのうえ不確実性がもう一つあるのだという位、厳しく見通していらっしゃるというように受止めさせて頂いた。

政府も全くそのとおりであり、これは例えると大災害が来ていると。大災害は色々あって、一番ひどいのは戦争である。これはもう政治と経済、全然別である。今来ているこの大災害は、激甚災害なのか普通の災害なのかというと、今回は明らかに激甚災害である。地方の努力、民間の努力で

云々という問題ではないということで、私共も大胆に出ようと、今 75 兆円規模の経済対策を打っているが、それで足らなければもっと打つというのが先般の G 7 での世界の合意であり、協調しながら財政出動をするということをあそこで合意をさせて頂いたところである。日本の場合、幸いにして 10 年物の国債の利率をみても、あのことが出て金利は上がったか、あるいは来年度予算で 33 兆円の国債発行をすることで金利が上がったかという、実は逆に動いており、我々が昔習った経済学とは全然違う現象が起きているという思いをしている。ではアメリカやヨーロッパで、これから 100 兆円単位で彼らは国債を出してくるが、その時にどういう状況になるか。これは当然日本にも影響が出てくるので、それをどう受止めるかというのは、ちょっと前広というか、起こる前に心の準備も含めて色々やっておかないといけないなという感じがある。と同時に、3 月期越えに向かって今現実に大企業がどういう行動を起こしているか、物凄く沢山のキャッシュを抱え込んで、変な言い方であるが、必要の 2 倍も 3 倍も抱え込んでいる。何が起こるか分からないという不安心理の方がはるかに勝っているという状況になっている。そういうところに対して、是非日本銀行として、さらに積極的な資金供給というか、潤沢な資金供給をしてもらうことで、金融政策運営によって経済を下支えするというか、不安心理だけであればそれを取ってしまえば良いので——資金で取れるのなら取ってしまえば良いので——、そうではない部分が勿論沢山あるのでなかなか難しいものがあると思う。

それから、先程白川議長がお話しになっていたプレス・カンファレンスのあり方、あるいは発表の仕方、大変気を遣っていらっしゃるのは分かるのだが、私共の素直な印象を言わせて頂くと、ネガティブ・キャンペーンではないが、「ここまでやるが、これ以上はやらない」というと、この言い方は「やらない」と同じ受止め方である。「ここまではやる。ここから先はやらない。」というのは、「やらない」だけが残る。だから、その発表の仕方は、アメリカは極端に言うとは何でもやるみたいな受止め方になる言い方をするのである。なぜあんなことができるのか。日本の方がはるか

に良くやっているけれども、イメージとしてはそうなっている。それは是非さらにご一考頂きたいと思うことの一つである。

それから、社債の買切りの問題、様々な意見が交わされているが、現実に今 50 兆円規模の発行市場の中で、1 年未満というのは 5 兆円か 6 兆円という発行残高であるので。先程、私は須田委員の意見を聞いていてそうだと思ったのは、2 年でも 3 年でも本当にやる時には腹を決めてそこまでやれという、中途半端という言葉が悪いが、こういう出方をするよりも、やるなら腹を決めてそこまでやれという、そうだなという思いもした。さらに、深掘りをしてご検討を頂きたいと願うような次第である。

引き続き、政府も勿論必死でやるというか、できることは全部やろうと。今予算審議をして頂いているので、言えることと言えないことはある。しかし、覚悟してやろうという思いは全く変わっていないので、財政政策あるいは資金繰り政策、税制ももう一つくっ付いて打てれば良いのだが、この税制はなかなか年度途中で大きく変えるということは非常に難しい政治的な環境の中でもあるので、引き続き金融面で本当に潤沢に資金を供給して頂くと。そして、不安心理を吹っ飛ばしてもらいたいと。我々も、景気も病気も気分からという問題があるので、不安心理を吹っ飛ばすと。麻生総理が言っているが、世界で一番早くこの不況から脱却するのは日本だという目標に向かって努力して参るので、引き続き金融面でのお支えを心からお願い申し上げます。

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。今週 16 日に発表された昨年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比 -3.3%、年率にして -12.7% と、3 四半期連続のマイナスの成長となった。先行きについては、当面悪化が続

くとみられ、急速な減産の動きなどが、雇用の大幅な調整に繋がることが懸念される。加えて、世界景気の一層の下振れ懸念など、景気をさらに下押しするリスクがあることに留意する必要がある。

政府は、当面、景気対策、中期的には財政再建、長期的には改革による経済成長という3段階で経済財政政策を進めることとしている。景気対策を最優先で進めるため、総額75兆円程度の経済対策を着実に実施する。このため平成21年度当初予算の早期成立に努めるとともに、年度当初から速やかな執行を図ることが必要と考えている。

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を踏まえ、政府とマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、適切かつ機動的な金融政策運営により、経済を下支えして頂くよう要望する。

また、戦後最悪の厳しい景気状況のもと、企業の資金繰りは悪化しており、これが企業倒産や失業の増大に繋がっていくことも懸念される。こうした中、企業の資金供給が滞ることがないように、本日の議題となっている社債の買入れをはじめ、これまでに導入した各般の措置を適切に実施して頂くことを要望する。また、企業金融の状況を見極め、必要に応じこれらの措置の拡充についても機動的にご検討頂くようお願いする。以上である。

## VII. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、「『社債買入基本要領』の制定等に関する件」の議案、「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正等に関する件」の議案、経済・物価情勢等と本日議論した措置を盛り込んだ対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。なお、各種時限措置の期限延長については、共通する部分も多いため、「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正等に関する件」として一つの議案に纏めている。執行部は以上の4つの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは、今ご指示のあった4つの議案を順番に読み上げさせて頂く。一つ目が金融市場調節方針、二つ目が社債買入基本要領、三つ目が米ドル資金供給オペ等の一部改正——これが期限延長を纏めたものである——、最後四つ目が当面の金融政策運営の対外公表文である。まず一つ目であるが、金融市場調節方針の議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%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。二つ目の『「社債買入基本要領」の制定等に関する件」、並びに、三つ目の『「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正等に関する件』は、今朝方企画局の方からご説明した案件そのままであるので、読み上げは省略させて頂く。四つ目、「当面の金融政策運営について」の対外公表文であるが、まず、本日これからお諮りしご決定して頂く案件は相当大量にあり、一番最後に付いている別紙という方をご覧頂くと、これがご決定を頂く案件のリストであり、1. から 5. までである。これはこのまま対外公表文に載せると多種多様な内容が入っており、ちょっと理解しにくいかなと思うので、公表文においては、これらをそれぞれ大きく二つに纏めている。それを前提に1枚目まで戻って頂いて、まず1. であるが、こちらは金融市場調節方針についてであって、これはいつもの1. と内容は変わっていない。色々なメニューを整理したのが2. であるので、2. を読み上げさせて頂く。「後述するような厳しい金融経済情勢を踏まえ、日本銀行は、企業金融の支援と金融市場の安定を図る観点から、以下の措置を講ずることとした。(1) 企業金融支援策の拡充。①企業金融支援特別オペレーションを強化し、期間3か月のやや長めの資金を低利・安定的に供給する。②社債買入れの細目を定め、3月より買入れを開始する。③CP買入れ、及び民間企業債務に関する適格担保要件の緩和措置の実施期限

を延長する。(2) 金融市場安定化のための時限措置の延長等。①米ドル資金供給オペレーションの実施期限を延長する。②補完当座預金制度の実施期限を延長する。③政府保証付短期債券を適格担保化するほか、国債補完供給の対象国債を追加する。」と、企業金融支援策と金融市場安定化のための時限措置の延長等というふうに二つに整理して記述させて頂いている。3.、4. が情勢判断とリスク評価であるが、これは実はほとんど前月から変更していない。ただ、一箇所だけ変更があって、3. の金融環境で、これは「厳しさが増している」という表現を、今回の月報に合わせて、「厳しい状態が続いている」というふうに変更している。その他は変更がない。4. のリスク要因の評価も、前月の中間評価の時にご議論頂いたものと変更ない。最後に 5.、今後の金融政策対応等である。ここは何箇所か変更があるので読み上げさせて頂くが、変更点は、最初、この間異例の対応を行っていることも含めて変更したということと、本日の措置について、これまでの流動性供給手段、オペ手段の活用と併せながら、安定化に一層資するという記述を追加したという点である。取り敢えず読み上げさせて頂く。「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や積極的な流動性供給に加え、中央銀行として異例の対応も含め、様々な措置を実施してきた。本日も、これまでの流動性供給手段の活用と併せ、金融市場の安定確保と企業金融の円滑化に一層資するよう、追加的な措置を講ずることとした。」。以下はこれまでと同じ文章である。「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。

白川議長

ご意見はあるか。

水野委員

全部か。

白川議長

最後の以外は議案であるので多分ないと思うので、「当面の金融政策運営について」、これについて。

水野委員

それについて良いか。5. のところで、先程ちょっと私が発言させて頂いたのだが、気持ちとしてという意味であるが、「中央銀行として異例の対応も含め、様々な措置を実施してきた。本日も、」の後、3行目であるが、「これまでの流動性供給手段の一段の活用と併せ」と入れると良いのではないかというふうに思った。もう既にやっているのだということは承知なのだが、年度末に掛けて非常に厳しい状況が続くと考えると、その意味でどうかなというのが提案である。

西村副総裁

難しいのだが、ここで「一段」と入れると、どんどん後を予想される可能性があるので、水野委員のおっしゃっていることもよく分かるのだが、私はこのままで十分ではないかなという気がする。いや、一段というと色々なところでさらに一段もう一段という話にどんどんなってくるので。

水野委員

あるいは「さらなる」とか。

西村副総裁

いやこれは厳しいなという。

水野委員

スペキュレーションでということか。

西村副総裁

然り。

野田委員

先程の須田委員のご意見の中にも入っていたと思うが、供給手段として何をどう活用するかについては、執行部は我々から授権されている訳である。手段は色々な状況によって違うので、むしろ「これまでの流動性供給手段」という、この「これまでの」というのが極めてここでは効いている言葉だと思う。なぜかという、これまで既に足許も含めて潤沢な資金供給というのは事実として行われている訳なので、今の状態あるいは昨年末からのオペレーションの状況をこれできちんとリファーしている。改めて敢えて「一段の」という言葉を入れる意味より、むしろリスクの方が大きいのかなと思う。

水野委員

私がちょっと想定していたのは、ターム物金利を下げるという意味ではなくて、安定化という意味が少し振れると思うのだな、こういう時期だと。そういう意味で、そこもきちんと配慮しながらというところを何か。具体的に日々何本オペを打てるだけやれと、そういうことを言うつもりは全くないのだが。

須田委員

でもここに「金融市場の安定確保」と入っている。だからそういうこともお願いしてあるということではないか。もし状況が振れたら執行部側が「金融市場の安定確保と企業金融の円滑化に一層資するよう」というふうにかかれているので…。

水野委員

「追加的な措置」というのは、これは今日決めた延長だな。

須田委員

「活用と併せ」であるので。

水野委員

なるほど。深くこだわる訳ではないので、分かった。

雨宮企画局長

執行部としてはそういう気持ちで書いた。

水野委員

気持ちは。

雨宮企画局長

普段何も書かないと、大体こういう時は二つ目の文章は、「本日も何々の観点から何々を導入した。」というのが普通なのだが、この間の委員方のご議論では、例えばターム物を含めた金融市場の安定化というのは今日決めた措置で、これだけで攻めて行くということではなくて、色々な手段を使いながら、ターム物を含めた金利の安定に努めていくのだということだったと思う。一応それを踏まえてこういうふうにしたつもりである。

野田委員

私は先程申し上げた発言の中では、フルに活用したということを行ったのだが、フルにという言葉そのまま使うというのはどうか。

雨宮企画局長

フルではない活用はないので。

水野委員

一段とよりも強いな、それだと。

雨宮企画局長

フルには活用している訳なので。

野田委員

それはだから現状そのとおりなので、敢えて声明文の中で強調する必要はないのかなという気持ちである。

水野委員

実際にお手並み拝見ということで、宜しく願います。

白川議長

他にご意見はあるか。

雨宮企画局長

一点宜しいか。

白川議長

どうぞ。

雨宮企画局長

賛否の書き方の問題であるが、先程ご議論頂いていた須田委員の社債の買入れの方に反対されるとすると、一番最後の3頁の「本日の措置について」の「2. 社債買入れの実施」というところに注を振って、欄外に賛否

を書かせて頂くという対応で宜しいか。

野田委員

もう一回お願いします。

雨宮企画局長

3頁の別紙の「本日の措置について」というところで、1. から5. まで並んでいる中の2.、「社債買入れの実施」という項目がある。ここに注を打って、外の脚注のところで、これはボーディングが終わってからだが、「賛成：〇〇委員。反対：〇〇委員。」と、下に線を引いて、ちょうど1頁目の金融調節方針の「賛成：〇〇委員。反対：〇〇委員。」とあるような注を欄外に付けるということである。

西村副総裁

そうすると全部に付けなくてはいけなくなるので、何か上手い方法はなにか。

雨宮企画局長

案件ごとに反対があればそうさせて頂きたいということである。

水野委員

これは1頁目では駄目なのか。2. の(1)の②では。

雨宮企画局長

実は1頁目の方は正確な案件、勿論一個一個独立はしているのだが、必ずしも正確な案件ごとに全部書き切っている訳ではなくて、結果としては実は後ろの別紙が案件なので。

水野委員

なるほど。

雨宮企画局長

今は偶然、ご議論を伺っていてひょっとして賛否が分かれるのは社債かなと思って申しあげている訳だが、ものによって可能性は全部ある訳なので、そうだと全部過不足なく対応しているのは別紙になる。

野田委員

何かやはり 1 頁をみた時に、1 頁全体に対して賛成か反対かというのがまず出てくる訳だな。だから何らかのここの 1 頁目の脚注のところにリマークを付けたうえで、さらに別紙の脚注……。

水野委員

別紙参照とか何か付けないと。

雨宮企画局長

別紙参照は……。

野田委員

いや、別紙参照は良いのだが、すっきり腑に落ちない。

山口副総裁

1 頁の注で、「社債買入れの実施については、須田委員が反対した」と書くのが明確で良いのではないか。

野田委員

そうしないと、この公表文だけをまずみる訳だな。その時に反対となるとどこまで反対したのかということになる。3 枚目をみなければ分からな

いとなると、かつて何か月前にもあったようなことがまた再び起こるのはいやだと思うので、はっきり書いた方がよい。我々の案件の整理の仕方というのは外にはみえないので。我々は勝手に案件の整理をしている訳なので。

水野委員

正確ではないというのは雨宮企画局長の言うとおりで、分かりやすさというところだな。

白川議長

私もその案が良いと思うが、そうすると1頁の文言をちょっと。

雨宮企画局長

そうすると2. のあるいは…。

野田委員

注1と注2である。②の後に注2にして。

雨宮企画局長

2. の(1)の②の後に注2を入れて、その注2で賛成、反対を書くと、そういうことにするか。了解した。では一個目は注1で、二個目を(1)の「②社債買入れの細目を定め、3月より買入れを開始する」のところに注2を打ってここに書くと、こういうことにするか。

白川議長

それで良いな。

雨宮企画局長

それでは準備をさせて頂く。

白川議長

それでは議長提案の最終案が纏まった。最初に、金融市場調節方針、次に、「『社債買入基本要領』の制定等に関する件」、続いて、「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正等に関する件」、最後に、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者の方はご退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

大杉政策委員会室長

採決を宜しいか。

白川議長

金融市場調節方針からお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げます。「金融市場調節方針の決定に関する件」、賛成 8、全員一致である。

白川議長

それでは、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開始するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

それでは次に、「『社債買入基本要領』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

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。「『社債買入基本要領』の制定等に関する件」、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

本件については、本日金融政策決定会合終了後、執行部から对外公表することとする。なお、先程の執行部説明の中にあった社債買入れの概要についても、会合終了後、適宜執行部から对外公表することとする。

次に、「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正等に関する件」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。「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正等に関する件」、賛成 8、全員一致である。

白川議長

本件については、本日金融政策決定会合終了後、執行部から对外公表することとする。なお、これに関連し、先程の執行部説明の中にあった企業

金融支援特別オペの強化・延長の内容と当面の実施スケジュールについても、会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。

それでは、対外公表文の議案は大丈夫か。

雨宮企画局長

お配りする。特にご説明するまでもなくご覧頂いているとおりである。

白川議長

これで宜しいな。それでは対外公表文の採決をお願いする。

野田委員

ちょっと待って頂きたい。

白川議長

何かご意見があるか。

野田委員

注2に入れたのは良いが、大きな項番2. に対してどうだというのがないと、注2が活かない。②だけ取り出してここに注2を付けておくと、要するにあとは皆賛成なんだと勝手に読めということなのだ、多分。インプリケーションは、1. については賛成で全員一致なのである。2. の全体についてどうなのかということになると、ここには明示的には示されていないという問題がある。

山口副総裁

非常に厳密に言うと、3月より買入れを開始することについて反対したという感じになって、2月からであれば良いのかというようにみえる。2. のところに、1. と同じように注書きをして、「社債買入れの実施について

は、」というふうに、別紙のところの決定事項自体をリファーするようにした方が良いのではないか。

野田委員

②については、全体的に賛成か反対かと言えば賛成なので、ただ一点、須田委員が反対されたというのを明確にしなければいけないな。

山口副総裁

文章で書くしかないのではないか。注2にして。

野田委員

注2にして、「ただし」とか。

雨宮企画局長

「以下の措置を講ずることとした」の上に注2を打つか。注2にはこういう賛成、反対という格好で書くか、それとも文章で書くのであれば「このうち、社債買入れについては、須田委員が反対した。」、これで良いか。

山口副総裁

その方が良い。その方がすっきりする。

野田委員

それが良い。

雨宮企画局長

そうするか。

野田委員

注2は全員賛成と書くのだな。「ただし」は…。

雨宮企画局長

分かりにくいのではないか。それでは一個一個全部書くかという話にはならないか。

山口副総裁

だから注で「このうち」で分かるのでないか。

雨宮企画局長

「このうち」で分かる。従って、「こととした」の右肩で「(別紙参照)」との間に注2を入れて、注2で「このうち、社債買入れについては、須田委員が反対した。」、これで宜しいか。

山口副総裁

「社債買入れの実施」である。

野田委員

社債買入れの実施。

雨宮企画局長

そのようにする。「社債買入れの実施については、須田委員が反対した。」。

白川議長

議案は行き渡ったか。これで宜しいか。それでは、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ます。「『当面の金融政策運営について』の公表に関する件」、賛成 8、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

社債の買入れ以外は全員一致である。社債の買入れは反対 1 である。

VIII. 議事要旨（1 月 21～22 日開催分）の承認

白川議長

それでは次に、1 月 21 日、22 日開催の議事要旨の承認である。配付済みの議事要旨については異議がない。それでは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

それでは採決の結果を申し上げます。「金融政策決定会合の議事要旨に関する件」、賛成 8、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は 24 日火曜日の 8 時 50 分に対外公表の予定である。

IX. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、3 月 17 日、18 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 13 時 52 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 13 時 52 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 47 分閉会)

以 上