

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年4月6日（14:00～16:31）

4月7日（9:00～12:17）

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（6日）

竹下 亘 財務副大臣（7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

中曾 宏

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

鮎瀬典夫（7日 9:00～9:19）

企画局参事役

関根敏隆

金融市場局長

外山晴之

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

飯野裕二

政策委員会室企画役

執行謙二

企画局企画役

加藤 毅

企画局企画役

坂本哲也（7日 9:00～9:19）

企画局企画役

大谷 聡

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く。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に適格担保取扱基本要領の一部改正等に関する執行部説明と決定、第二に金融経済情勢に関する討議、第三に当面の金融政策運営等に関する討議、第四に政府出席者からのご発言、第五に議案取り纏めと採決、第六に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。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部の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、お願いする。

外山金融市場局長

本日、お配りした資料－1、2（追加）に則してご説明申し上げます。まず、図表 1－1 であるが、無担コールレート（オーバーナイト物）は、誘導目標水準近傍で推移した。ただし、年度末に向けて潤沢な資金供給を行った局面では、補完当座預金制度の非対象先による低いレートでの資金放出が平均レートを押し下げ、3 月 24 日以降、オーバーナイトレートは 6 営業日連続して 0.1%を下回り、3 月 31 日には 0.088%まで低下した。新年度

入り後は、ほぼ0.1%程度の水準で推移している。準備預金残高（除くゆうちょ銀行）であるが、3月31日時点で となった。これは、昨年3月末日の水準 の倍近く、昨年12月末日の水準 を上回る水準である。新年度入り後は、徐々に年度末に積み上げた準預残を落としてきている。もっとも、オペの期落ちが集中する中で、資金の取り手に配意した資金供給オペを取り混ぜながら緩やかに準預残を落としてきているため、先週末時点でも 程度となっている。図表1-2であるが、こうした中、日銀当座預金の保有状況をみて頂くと、地銀、外銀、系統といった先は、引き続き多めの超過準備を保有している。一方、都銀は年度末にかけて、預貸尻の改善等によりやや積みが上振れる傾向が続いていたが、基本的には、積みの進捗をしっかりと管理するスタンスを維持している。図表1-3の2008年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と、薄いグレーの線で表わしたレポ・レートであるが、年度末の資金を早めに確保しようとした証券会社の動きにつられる形で年度末の直前にかけて、やや強含む場面もみられたが、そうした局面では国債買現先オペを積極的に活用した。また、資金の出し手である都銀が、年度末の資金繰りに目途の付き始めた以降は、積極的に資金を放出したため、年度末には誘導目標を若干上回る水準まで低下した。図表1-4で、改めて年度末の短期金融市場の状況を概観すると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は0.088%であったことから、当日は即日の資金供給オペは実施しなかった。補完貸付の実行も592億円にとどまった。また、レポ・レートも、年度末は補完貸付金利水準まで上昇することが多いが、今年はそのままで上昇せず、総じて落ち着いて経過した。これは、年度末前に市場参加者が保守的な資金繰り見通しのもと、早めに調達を進める中で、本行が潤沢な資金供給を行ったことや都銀等で結果的に預貸尻が好転したことから、当日になって資金を確保しようとする動きは極く限られていたとみている。図表1-5と1-6で、無担保コール市場の残高の推移をご覧頂くと、図表1-5で示した無担保コール市場全体の規模は、3月は7兆円を下回るなど大きく縮小した状況が続いている。無担保コール

のうち、翌日物の市場については、図表 1-6 が示すように足許 2 兆円を下回る水準まで減少している。図表 1-7 で、オペの実施状況をご覧頂くと、全体としては年度末を挟んで資金の潤沢な供給と金融市場の安定を念頭に置いたオペ運営を続けてきている。まず、年度末越えオペについては、総計 54 本、総額で 44.7 兆円と昨年同時期の 45 本、37.8 兆円を大きく上回る供給を実施した。すなわち、共通担保オペのほか、CP 買入オペ、企業金融支援特別オペ等を着実に実施して、資金供給額を大幅に積み上げた。この間、3 月 5 日と 13 日に引き続いて、3 月 23 日にも共通担保（全店）オペによって、末初物オペを実施した。一方、新年度入り後は、積み上がった準預残を共通担保オペなどの期落ちに合わせて、減額ロール・オーバーするなどして徐々に落とす調節を実行している。もともと、資金の取り手への急激な影響を緩衝するため、日によっては、共通担保オペを増額ロール・オーバーするなど市場の安定に最大限配慮したペースで臨んできている。個別のオペについてみていく。国債買現先オペであるが、レポ・レートが強含んだ年度末にかけての時期には、スポネと 1 ウィーク物を組み合わせ、連日 4、5 兆円のオファーを続けた。これによって、レートの安定を図った。レポ・レートの落ち着いてきた年度末以降は、オファーを減額して足許では 3.5 兆円となっている。CP 買入オペについては、年度末にかけての企業金融の一層の円滑化を図る観点から、当初公表していた日程に追加して、3 月 25 日にもオファーしたが、応札額は、オファー額に大幅に満たず、これで 5 回連続の札割れとなった。これは、CP 市場の発行環境の好転を背景に、本行オペの下限利回りよりも低金利で発行される CP が増加したことや、CP を企業金融支援特別オペの担保に振り向けるオペ先が多いためとみている。表にはないが、社債買入オペを本日オファーした。1,500 億円のオファーに対して 586 億円の応札があった。これから精査するので、最終的な落札額はこれから変更する可能性はある。なお、今回、オペ先の事務円滑化に配慮し、入札のオファーから決済まで一日ゆとりを持たせて、T+4 での決済とした。国債買入オペであるが、前回決定会合での決定に従って、3 月 19 日以降、1 回当たりの金額を増額

したオファーを3回実施した。堅調な結果が得られている。また、国庫短期証券買入れは、3月19日以降の3回のオファーにおいて、それ以前の1回当たり4,000億円から1回当たり5,000億円に増額してオファーをしている。3月23日から7営業日連続して、国債補完供給を実施した。これは、月単位で見ると、リーマン・ブラザーズが破綻した昨年9月の6営業日を上回っている。例年、年度末には、信託銀行が大口先から委託を受けている国債について、SC放出を手控える結果、一部銘柄が一時的にタイトになる動きがみられるが、今年は、リーマン破綻以降、市場流動性が低下していることを主因に、その影響がやや多めに出ている。米ドルの資金供給オペであるが、前回決定会合以降、3月24日に3マンスでオファーを行った。落札額は29億ドルと、これまでで最低となった。これは、邦銀が年度末越えの資金を早めに手当てしていたことに加えて、米ドルの資金調達環境がやや好転した状況が続いているために、オペに依存しなくても良かったことが背景にある。企業金融支援特別オペであるが、前回決定会合以降3マンスを2回オファーした。3月31日オファー分は、1月8日にオファーした初回のオペのロール・オーバーであったが、1.2兆円の期落ちに対して、9,500億円の減額ロール・オーバーとなった。これを含めて直近での残高は約7兆2,000億円となっている。オペについてのご説明は終わって、図表1-9で、担保の受入れ状況をご覧頂くと、本行受入担保残高の推移の表に記載しているように、共通担保は3月末時点で107.2兆円ある。このうち、民間債務分は10.3兆円と2月末から2兆円増加している。図表1-10をご覧頂いて、共通担保の107.2兆円のうち、実際に使われているのは、3月末時点で、40.6兆円、これは使用率に換算すると約38%と、前月とほぼ同じ水準である。信用判定、適格審査の状況について、一言、二言申し上げるが、まず、信用判定・適格審査の状況の1.の表で、今回初めて適格担保J-REITの欄が入った。10件、36億円ということである。信用判定全体の状況であるが、3月については、新規の適格化先数が3件、落ちたものが3件であるので、総計では変わらない。担保の格付要件を緩和した昨年12月以降、累計で73先が新規に適格化さ

れた訳である。

次に、マーケットの状況について、ご説明申し上げます。まず、図表 2-1 であるが、(2) の表でご覧頂きたいと思う。無担コールとレポ・レートについては、ご説明申し上げたので、省略させて頂くが、ユーロ/円レートについては、6 マンスのものについては、同じような水準での推移が続いているが、短くなるにつれて、ややレートが低下しているという傾向が確認されるようになってきている。さらに短国レートであるが、足許にきて、やや低下傾向がみられる。都銀が少しずつ投資を始めたということと、それからレポ・レートが低位安定しているのも、これでファンディングをして投資をするという動きが出てきているということだと思うが、これが趨勢的なものかどうかは、まだなお見極める必要があると思っている。図表 2-2 であるが、TIBOR のレートが今月時点で、1 マンス物で 0.4% を切って 0.397%——これは 2 月 25 日以来の水準——、3 マンス物も 0.64% まで下げている。ただ、(1) の TIBOR-OIS のスプレッドの下がり方は、依然としてずるずるとゆっくりと下がってくるという塩梅である。(2) の 1 か月物フォワードレートの推移をご覧頂くと、1 か月先スタートの物とスポットの物は期末要因が入る前の水準までほぼ下がってきているが、2 か月先スタートの物が逆に飛び上がっていることがお読み頂けると思う。これは、やはり企業決算による格付けのリスクをみていて、6 月末を越えるものについては、レートをなお下げられない、むしろ上げるというような動きが出ているものである。図表 2-3 の CP 市場の動向に移りたいと思うが、(1) の発行レートの推移であるが、このグラフをご覧頂くと、a-2 格のレートがここにきて大きく下がっているかの印象を与えてしまうが、これは個別要因であって、比較的しっかりしている事業法人が、たまたまこの日に低いレートで発行ができたということ、一日だけ下がったということである。全体としては、なお格付けによって、大きくレートが分かれているという状況に変わりはない。それから、発行残高であるが、a-1+格、a-1 格のいずれについても、やや最後のところはキンクしているが、これは期末要因によるものであって、期末に向けて流動性を手許に積んでおこうとい

う動きが一巡して、それが剥落したものである。こうした傾向は、常に期末になると出てくるものである。図表 2-4 でターム物レートの推移であるが、ドル、ユーロ、ポンドについては、なお金融機関の財務状況に対するリスクをみて、高めの推移となっている。円については、落ち着いた動きということである。ただ、LIBORについて、他通貨の動きをみてみると、(2) の方のグラフであるが、やや下がってきている。これは、金融株が反発していることとか、FOMCの決定を受けて、LIBORのジリ高傾向には歯止めが掛かってきたということを反映しているものである。図表 2-5 で、ドル調達プレミアムの推移をご覧頂く。まず、(1) の表であるが、ここではドルのLIBOR-OISスプレッドを示しているが、特徴的なのは、1 か月物はかなり低いところまできているが、3 か月物、6 か月物とのスプレッドがなお広いまま推移しているということである。それから、(2) の円投ドル転のグラフであるが、ドル調達プレミアムが短めのものを中心に、なお高い状況が示されている。次に、図表 2-7 であるが、フォワードレート・カーブについては、前回とあまり変わっていない。次に、図表 2-8 で、長期金利の推移であるが、まず、(2) の方のグラフで欧米の状況からご説明申し上げたいと思う。前回の決定会合以降FOMCの決定があつて、今後 6 か月間で最大 3,000 億ドルのトレジャリーを買い入れると決定したが、これによって米国の長期利回りは大きく低下している。前日、3.007%であったのが、2.533%と大きく低下した。しかし、その後は、株価の上昇につれて債券が売られる展開が続いていて、先週末には 2.885%まで戻ってきている。同じような傾向は、欧州の他の通貨についても看取されている。ここには載せていないが、英国でも米国に先立って、3月5日に 750 億ポンドの国債を買い入れるという決定をした。この決定の前のレートが 10 年物で 3.643%だったが、決定の暫く後に、ボトムの 2.949%まで低下した。これが、先週末には、3.424%まで戻ってきているという展開になってきている。これに対して、日本の長期金利は、欧米に比べると狭いレンジ内での動きである。しかし、株価の上昇につれて、ややレンジが切上がってきているという姿は同じよ

うに看取されている。ただ、投資家の方はなお様子見であって、目線がやや高くなっているが、なお今後国債がどのようなペースで発行されていくのか、様子を見たいということで、一方向には必ずしも流れていないというような傾向になっている。次に図表 2-9 で、イールド・カーブをご覧頂くと、前回決定会合の時点と比べるとややスティープ化している。本日も長めのところが少し上がっているため、これからさらにスティープ化されたということになっている。それから、図表 2-10 でフォワードレート・カーブであるが、長期金利が上昇した中身をゾーン毎に分解してみると、ここでは特に6年目、7年目位のところが高くなっているということが看取される。逆に言うと、他のところはそれ程上がっていないということであって、ここから判断すると、株のインデックスとの裁定が起こりやすいゾーンでの動きということであるから、株高によって債券が売られて売られたという関係で長期金利が上がったということが看取される。ただ、図表 2-11 の市場参加者が注目する債券利回り変動要因をご覧頂くと、前回の調査にも増して、債券需給要因が意識されるようになってきており、こうしたところから、やはり先々補正予算等で国債が増発されるのではないかと懸念から、債券が売られやすい地合いとなっているということが、お分かり頂けると思う。次に、図表 2-12、社債の流通利回りである。まず米国であるが、(2) で足許、前回会合の時点からはやや上昇してその後下がった格好になっている。これは、技術的な理由によるものであって、比較的ウェイトの大きな保険会社の格下げによってスプレッドが上昇した後、大きな電機メーカーの格下げがあって、これがAAA格からAA格に遷移してきたということで、そのウェイトが高まった結果下落したということである。(1) で日本の方は、流動性が極めて薄いマーケットとなっていて、その中でスプレッドがほぼ横這い、あるいはやや拡大したという動きになっている。図表 2-13 のCDSプレミアムの推移であるが、前回会合以降、米、日、欧ともにインデックスの組替えがあった。これによって、いずれのインデックスもスプレッドが下がるということになっている。この要因を除去すると、米国と欧州については、ほぼ横這い

の動き、日本については、113bpの影響であるので、やはり下がってきているということになっている。日本が下がった理由であるが、これまでかなり高かったということもあって、株価の反発局面でのショート・カバーが入ったという説明がされている。ソブリンCDSについては、同じような動きということである。

図表2-14、株式相場の推移であるが、ここも前回会合以降大きく動いたところである。まず、米国の株価、(2)であるが、前回会合以降、FOMCの決定、あるいは不良資産の買取プログラムの詳細発表、G20、それからFASBによる時価会計の適用の緩和といったことがあって、大きく値を上げている。先週末段階では、ダウで8,000ドルを超えるところまで上昇した。(3)のヨーロッパも同じような動きを辿ってきている。(1)の日本の株価であるが、これも米欧につられるということ、あるいは日本での株価対策期待ということから、大きく値を切上げるといふ展開になっている。図表2-15で主体別の売買動向をご覧頂くと、個人と外国人が3月の月内において、買い越すという局面もあった訳であるが、纏めてみると、個人、外国人ともに大きく売り越しということになって、金融機関の信託だけが、買い越すという形になっている。

最後に、図表2-16の為替相場である。やはり前回FOMCの決定を受けて、その直後に大きくドルが売られるという展開になった。その後は、株高によって市場のセンチメントが改善して、リスク・アペタイトが少しずつ戻ってくるにつれて、ドルが多く通貨に対して軟化するという展開となった。一方、ユーロは、ECBの金融緩和観測が出て、これによって大きく値を下げるという局面であったので、そういった中での揉み合いという展開になった。この中で、円は、ドルと円だけが世界的には軟化しているというような形になっていたが、その中で、ドルに対してもなお弱いという推移を辿ってきていて、本日は100円/ドルを超えたところになっている。図表2-19、IMMネットポジションであるが、こうした傾向を受けて、円をショートにする動きが少し出てきているというのが足許の特徴である。図表2-21の外為証拠金取引の状況であるが、足許の相場

展開を受けて、ユーロとポンドについて、やや下の方に振れているグラフになっている。しかし、為替相場に大きな影響を与えるという動きではない。私からのご説明は以上である。

白川議長

ご質問あるか。

亀崎委員

CPのところであるが、先程お話があったように、発行環境が改善されてきている。ただ、一部、格付けの良いところであると思うが、短期国債の金利よりも下で発行できているという現象が出ている状況で、この問題を、市場機能という観点も考慮に入れて、今後どのようにみていくのか。

外山金融市場局長

おっしゃるように格付けの特に良いものについては、かなりの会社が短国の発行レートよりも有利な条件での発行ができています。これはやはり金融機関の方が、企業金融支援特別オペに持ち込んで、0.1%でいつでも資金を取れるという安心感から、そういった企業に対して低いレートでの発行を促しているといった形が、如実に反映されているとみている。一方、短国の方は足許多少下がってきてはいるが、しかし、4月には、5.1兆円が5.4兆円に積み上げるといったような動きもあるので、基本的には、需給悪化懸念というものが支配している。そうした中で、なかなか大きくは下がりにくい展開になっている。従って、本行のオペのスタンスにもよりますが、こうした状況は暫く続く可能性が高いとみている。

亀崎委員

それは、市場機能という観点から、これ位であれば、特に問題視するようなことではないということか。

中曾理事

外山金融市場局長が説明したように、やや摩擦的に極端に表われているところがある。今は、C Pの需要が凄く強い一方で、短国がやや高めという局面にあると思う。ただ、先程の説明にあったように、図表2-2の(2)でご覧頂くと、T I B O Rの6月末を越えていくようなところ、ちょうど企業決算が出てくるような辺りは、やはり警戒感が強い。企業金融に関する警戒感が強いので、確かに今は逆転というやや不自然な感じが出ているのだが、もう少し目線を先まで持っていくと、資金が引き続き逼迫した状態が必ずしも解消していないという状態を踏まえると、その辺のところの動きも含めて判断をしていく必要があると思っている。

亀崎委員

分かった。

須田委員

株価の動きをどうみるか。前回株価の動きをC D Sのスプレッドと対比しながらみていたということもあった訳であるが、今その動きをどういうふうに判断しているか。

外山金融市場局長

足許、短期間の動きなので、趨勢的な判断というのは、まだ難しいと思うのだが、マーケットから聞こえる声としては、少しずつ、やはりリスク・アペタイトが戻ってきているという声が強くなってきているようには窺われる。ただ、そうだからと言って、目先、日本についても企業決算、あるいはそれに伴う格下げのリスクがなくなったという訳ではないのだが、大きくは、やはり米国の金融セクターの底割れというものが、色々な政策を打ってきたということにもよって、やや遠のいたのかなということで、マーケットが反応し、マーケットがそれによって、よりフォワード・ルッキングに良い材料を探すという空気になってきているというようなこと

が言えると思う。ただ、実体的に判断すると、やはり不良資産の買取プログラムが本当に動くのかどうか、あるいはストレス・テストの結果がどうなっていくのかということを見なければいけないと、冷静な見方をする投資家も多い訳であるので、一本調子で、このままユーフォリア的な空気になっていくというものではないとみている。

中村委員

社債の買切オペであるが、本日2回目のオペに586億円の応札があったとのことだが、これまでのオペでは、どのような先が、どのように利用しているのか。

外山金融市場局長

元々、1年未満のものということで、投信からどれだけ出てくるかということが鍵になるとみられていた。すなわち、業者の在庫があれば日銀に応えていきたいというような動きもあったが、業者に聞いてみると、なかなか手許に在庫が集まらないといったことであって、精一杯応札をした先でも数十億円～数百億円にとどまるといった中での仕上がりが前回の結果ということであった。今回もやはり同じように応札をしてきた先は、恐らく前回よりも多かったのだと思うが、そういった先々が、投資家に色々と聞いてみてくれた結果が、このような仕上がりだったと理解している。

中村委員

応札先は、証券会社が圧倒的に多い訳か。

外山金融市場局長

然り。

中村委員

こういった傾向は、今のマーケットの環境であれば暫く続くのか。

外山金融市場局長

日本の社債マーケットというのが、欧米に比べると元々遥かに小さいマーケットであって、それぞれが投資家にはまってきているということもあるので、国債等と違って、業者がそれを色々なブローキング、ディーリングに使っていくというようなことがそんなには起こらない。そうした中でこのことであって、2回実践してみたところ、このような結果であったということである。

野田委員

今のご質問のお答えは、現状の我々の買入条件である1年以内という条件を前提としていると思う。仮定の話かもしれないが、例えば、もう少し期間を広げた時には、今の答えというのは変わってくるのか。

中曽理事

多分、残存期間のところを長くすれば、当然対象玉は増えてくるし、特に今1年としているのはインデックスから溢れているところを拾ってこういうことであるから、それよりは、多分範囲は広がる。その限りにおいては、恐らく対象となる玉は増えてくるというのは事実だと思う。ただ、一方で、クレジット・マーケットをみていると、確かに、二極化している部分は変わってはいないが、格付けの相応に良いものについては、結構ニーズも強いという部分がある。機関投資家のクレジットに対する需要は相応に根強いものがあるので、今相当、機関投資家、投信などにはまってしまうというのは、多分そういった部分もあると思う。だから、その辺の力のバランスだと思うが、対象は広がる一方、格付けの良いものについては相応の強いニーズがある。こういうバランスの中でどう出てくるかということだと思う。

野田委員

半分お答え頂いた。半分はご質問していなかったのだが、二極化はどうかなるのか。

中曽理事

これからの発行条件、つまりどういう発行条件で消化されるかということが多分ポイントになってくると思う。今、格付けの良いところ、AA格などで発行されているものも、TL+60~70bp位と割と高いが、このスプレッドがどの位縮んでくるかである。もし、今までに出たよりも良いもので発行できていけるのであれば、恐らくサーチ・フォア・イールドから、今度はもう少し格付けの低いところにも投資家の触手が広がっていく可能性がある。従って、投資家が今後の発行状況を注目をしているところだと思う。

須田委員

今のお話だと、社債に対する需要——投資家のクレジットものに対するリスク・アペタイト——も、少し戻っているというふうに思っていて良いか。

中曽理事

そうである。銀行のようなところ——なども含めてと言っ
て良いと思う——、それから系統、そうしたところの需要が相応に強いということは聞いているが……。

水野委員

発行条件が、投資家寄りになってきたからということなのか。

中曽理事

相応にスプレッドが乗っているところが注目されていると思う。つまり、

国債などが結構下がってきているので、やはりサーチ・フォア・イールド的にみれば、相応に魅力的なスプレッドではないかというところが見直されているのではないかと思う。

野田委員

調査統計局のマイクロヒアリングでは、A格辺りでは、スプレッドを厚くすれば出せそうであるが、やはりそれは少し耐えられないという意見も散見された。やはりそういった状態であるのだろうか。

外山金融市場局長

それで、スプレッドが厚いということで、出そうと思えば出せるけれども、期間を例えば10年出すのではなくて5年に圧縮して出すという傾向があるという声が、マーケットでは出てきている。

中村委員

投資家の目線と企業の目線がやはり少しずれている。

野田委員

まだ、そうである。

中曽理事

今は、それが今後擦り寄っていくかどうかという局面ではないかと思う。特定業種銘柄は、そうした中で駄目である。発行は、引き続き厳しいという状況にある。

西村副総裁

こうした状況というのは、アメリカでも暫く前に同じような議論があったが、大体日本も含めて世界的にそういった方向に向かっているとみて良いのか。それともヨーロッパは駄目という感じか。

中曾理事

そうである。先程の説明にもあったように、グローバルにみて、やはりリスク・アペタイトが回復してきている。短期的、目先の動きかもしれないが。

水野委員

ただ、株が上がった割に i T r a x x とか C D S スプレッドが縮まっていけないので、株価の動きに比べると、まだ決定的ではないという感じがする。

白川議長

今の問題は、また明日議論するのもかもしれないが、日本では、格付けの低い社債の発行が量的にも全くみられていない。アメリカの場合は、勿論、過去に比べて量が多い訳ではないが、出ていることは出ている。この点、マーケットの中の議論として、自分自身が個人的に関心のある問題は、財務制限条項との関係である。つまり、本来、社債と銀行借入は、同じようにデットであるから、デット・ホルダーは同順位というのが大原則である。しかし、實際上格付けの低い先については、この先さらに状況が悪くなるかもしれないという中で、銀行が増し担保を求めていくこともあって、實際上、社債権者は劣後している。あるいは今後、劣後するかもしれないという不確実性がある中で、投資家は、格付けの低い社債を買うか、買わないかという選択を多分今迫られているのだと思う。そう考えてみると、一般的に、日本の景気が悪いとか、あるいは世界の金融システムが悪いというのは、ある程度マクロ的な話であるが、今申し上げた話というのは、もっとスペシフィックな、しかし実際の投資家からすれば非常に大事な論点である。日本銀行自身が、こういうことを言うことが良いかどうかは別にして、今なぜ格付けの低いものの発行ができないのかと言う時に、今の投資家と発行体の目線が違うということが、やはり関係しているのかなと思う。そ

ういった意味での目線の違いが、実は制度的な問題に裏付けされているという気はしている。これは、たまたまある大手の証券会社の人と話した時に、その問題を随分言っておられたが、その問題をどの程度評価したら良いのか。これだけで説明できるとは思わないが、理屈から考えると、多分影響しているのだろうなとは思う。

西村副総裁

最後に、少し一点だけ。短くて良いのだが……。は、ほぼ他の銀行と同じような状況までというふうに考えて宜しいか。

外山金融市場局長

かなりと思うが、やはりどうしてもは、他の銀行に比べれば。私共としても、日々モニターをすることによって、全体の動きを見誤らないように思っている。

中曽理事

今、のではないかと思う。それまでは、とにかく、なるべく、というのを基本方針としていたと思う。しかし、全般の金利水準が低くなったので、従って、場合によっては、というふうに、しているのではないかと思う。だから、恐らく、今かつて程は、とか、はしていないのではないかと思う。つまり、相当水準が低いので、むしろ、今は、先程申し上げた少しのような感じがする。

須田委員

もう一つ良いか。資金供給について、今 程あるということであるが、今後もやはり緩やかに減っていくということか。どの程度まで減っていくという感じか。

外山金融市場局長

それは、勿論、本会合のご指示によるということである。ご承知のとおり、期末要因が剥げていく中であって、今後低下していくことだろうと思う。ただ、超過準備の保有動機というのが、期末要因ということだけではなく、やはりまだ手許に厚めに持っておきたいという運営を続けている外銀とか、地銀とか、系統など、そういったところの動きはそんなには大きく変わらないだろう。それから、私共は、オーバーナイトのレートだけを見ているならば簡単な訳であるが、やはりターム物にも気を配りながらということになると、特にレポ・レートの安定を実現していくためには、都銀勢がある程度ゆとりを持って資金を出し返していくといったことがないと、証券勢はなかなか資金を得られないという状況にもなるので、そういったことが確保されるような水準は幾ら位かということを考えながら、日々マーケットと対話しながら順序良くしていくということであるが、今のところ目の子で 位の準預残高ということであれば、今申し上げたようなことが全て実現しながら、マーケットの安定を実現していくことができるかと一応考えている。ただ、今後のマーケットの反応等による。

白川議長

他にないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢の報告をお願いします。

沼波国際局長

それでは、お手許の資料-3（参考計表）（追加分）の図表からご覧頂きたい。まず、米国経済である。前回会合以降、住宅関連、あるいは製造業受注関連など一部の指標が予想を上回ったことから、市場のムードはやや明るくなっているようであるが、個々の指標を仔細にみると、大幅な悪化を続けているという判断を変更する程の材料はまだ見当たらないと思っている。図表1、個人消費である。2月の実質個人消費は、前月比-0.2%と若干減少した。私共のみている小売売上（点線）はプラスで、太い実線の実質個人消費はマイナスと符号が逆になっているが、これは、小売売上に入っていない自動車の実質個人消費に入っていて、これが落ち込んだことと、デフレーターが若干上昇しているため、実質ベースでみると減少したこと、の二つの要因が主因である。ただ、この1、2月を均してみると、1、2月平均の第4四半期対比という意味で言うと、実質個人消費は、前期比+0.3%になる。仮に、3月を2月と横這いと仮定して、第1四半期の実質GDPベースの個人消費を試算してみると、3月が2月から横這いになると、前期比年率で+1.2%という試算になる。因みに、第1四半期が逆に横這い、前期比ゼロになるためには、3月は前月比-0.9%になる必要がある。-0.9%というのは、リーマンショック直後、去年の10月の実質個人消費のマイナス幅の-0.8%とほぼ同等であるので、それ位の落ち込みにならないと、前期比ゼロにならないという試算になる。こうした最近の個人消費の動きの背景の一つとしては、(2)に名目可処分所得の要因分解で、右から2番目の1月がぽこっと増えているところに表われているように、1月から始まった確定申告で、キャピタル・ゲインの減少などから、税の還付が今年は増えているということで、可処分所得が一時的に増加したということも幾分は影響している可能性がある。ただ、4月から例の景気刺激策に基づく個人所得減税の効果が徐々に出てくるということも見込まれるので、こうした状況を総合して勘案すると、個人消費については、昨年年第3、第4四半期のように年率4%前後の減少を続けるという極端な悪化局面からは脱しつつあるというようにみら

れる。しかしながら、個人消費を取り巻く三つの逆風、雇用情勢はむしろ今後は一段の悪化が見込まれること、保有資産価値の急減を受けた家計のバランスシート調整には、相当時間がまだかかること、クレジットのタイト化は、急に緩和することもなかなか期待できないということを考えると、この後、個人消費が自律的に回復過程に向かうかどうかについては、なお見通しが立てにくい、確信が持てないという状況には変わりはないと思っている。それから、図表 2 である。住宅関連であるが、2月の指標には改善がみられた。住宅着工、(1) であるが、1月までは4か月連続で統計開始以来の最低を更新したが、2月は前月比+22.2%と大幅増加に転じている。住宅販売も(3)の表であるが、新築・中古ともに増加した。いずれも単月の動きであるし、住宅着工については、振れの激しい集合住宅の大幅増加が主因であるという点を割り引く必要がある。住宅販売については、暖冬で家を見にくる客が増えたというような影響も指摘されているので、こういった点を割り引く必要があると考えている。ただ、市場関係者の間では、住宅着工のうち、(1)にある住宅着工の件数の細線のグラフであるが、一戸建ての前月比が昨年5月以来久々のプラスになったこと、それから、(2)のグラフ、着工認可件数の細線であるが、一戸建ての着工認可件数が前月比で言うと+11.0%ということで大幅増加になったこと、この二つを捉えて、住宅着工の底打ちの兆候が出てきたのではないかとみる向きも市場関係者の中ではあるようである。ただ、(4)にあるように、新築・中古の在庫率でみると、いずれも高水準横這いであるので、住宅の価格については、引き続き悲観論者というところは変わっていないと思っている。それから、図表 3 であるが、最近の Fed の政策を受けて、モーゲージ金利は大幅に低下している。上のグラフであるが、太線で書いてある M B A が出している 30 年物固定金利のモーゲージが 4.6%まで下がっていて、これは統計開始以来最低の水準である。これを受けて下のグラフの点線のリファイナンスの申請が再び急増している。それから、実線の新規購入の申請もやや増加しているということで、モーゲージ金利低下の影響は、はっきりと表われている。

これはプラス材料である。それから図表 4 である。企業の受注関連の指標でも一部改善がみられた。10. 非国防資本財受注（除く航空機）の 2 月は増加している。ここには載せていないが、製造業受注という統計でみると、この 2 月は昨年 7 月以来、久し振りに前月比プラスになっている。それから、12. I S M の製造業指数は、まだ 50 を大きく下回っているが、一応 3 か月連続の改善である。その内訳の項目をみると、新規受注が 2 月の 33.1 から 3 月の 41.2 に大幅に上昇した。まだ 50 は下回っているが、昨年 8 月の 48.2 以来の水準であるというのが、この内訳項目の中では目立っている。一方、14. 失業率、15. 非農業部門雇用者数であるが、雇用情勢は引き続き大幅に悪化。3 月の失業率は 8.5% ということで、1983 年 11 月の 8.5% と同水準まで上昇している。非農業部門雇用者数は、3 月単月でみると、66 万人強の減少ということで、今回リセッションに入ってから、15 か月間で 513.3 万人の減少という大幅な減少を記録している。それから、ここには載せていないが、時間当たり賃金の前年比伸び率も低下傾向がはっきりしてきていて、昨年 12 月時点で +3.9% であったが、3 月では +3.4% まで下がっているということで、時間当たり賃金の伸びも低下してきている。図表 5 である。(1) 生産をみると、引き続き大幅な減少を続けていて、鋳工業生産は 2 月の前年比が -11.8%、(2) にある製造業の稼働率は 66.8% で、これは統計開始以来最低の水準である。(3) の在庫率のグラフをみると、昨年夏以降、在庫率が急速に上昇しており、目先はこの在庫調整のための減速が続くとみられている。先程申し上げたように、第 1 四半期には、個人消費は持ち直す可能性が高くなっていると思われる中で、第 1 四半期の実質 GDP の民間の予想が引き続き -5% 程度の成長、第 1 四半期についてマイナス成長を見込んでいるのは、設備、住宅の減少持続に加えて、こうした在庫投資が第 1 四半期には大幅に減少して、成長率を引っ張ることが見込まれているからではないかと思っている。それから、図表 6、アメリカの ABS 市場である。昨年、11 月に T A L F の創設が公表されて以来、クレジットカードローンなどの ABS のスプレッドは、(1) の表にあるように、低下に転じている。3 月下旬より実際に T A L

Fのオペレーションが開始されると、それを受けて、(2)のグラフで早速3月のABSの発行額が、増えている。一方、PPIPについては、まだそもそも資産の売り手にとってメリットがはっきりしないという疑問が指摘されている状況で、なかなかこの効果は見極めがたいと思っている先が多いようである。以上、アメリカである。

図表7、欧州である。ユーロ圏、イギリスのいずれについても大幅な悪化を続けているという判断で変更ない。年明け後の指標をみると、アメリカあるいはこれからみるアジアと比べて、ヨーロッパについては、第1四半期の悪化幅は依然大きいということが窺われる点が特徴だと思う。例えば、2.輸出あるいは、9.鉱工業生産に示されているように、1月のユーロエリア全体の輸出あるいは生産は、いずれも減少幅が12月に比べて1月の方が拡大している。3月のユーロエリアの8.消費者コンフィデンスは、統計開始以来最低水準を更新、11.失業率は、2月に7か月連続で上昇ということである。なお、図表8により、ユーロエリアの輸出の地域別の内訳をみると、前から言われているように、イギリスや東欧諸国などのEUのユーロ域外諸国向け、それからスイス、ロシア、トルコなどの欧州の中の非EU加盟国向けと、この二つ向けの輸出が去年冬以降大きく落ち込んでいるということが、このグラフでも改めて確認できる。こうした中で、ほぼ唯一明るい材料としては、イギリスの住宅関連の指標がある。図表9、7.住宅価格指数であるが、3月のネイションワイド住宅価格指数の前年比下落率が縮小しているほか、ここには載せていないが、前月比でみると+0.9%ということ、2007年10月以来久方振りの前月比の上昇となった。図表10であるが、イギリスの住宅ローンの承認件数の前年比を折れ線で載せている。前年比の折れ線グラフをみると、まだ勿論前年比大幅マイナスであるが、直近のボトムであった昨年の7月は前年比-70.9%であった。それをボトムに減少幅が少しずつ縮小していて、2月は-44.1%まで戻ってきている。2.にあるように、イギリスの住宅ローンの金利は、政策金利あるいはLIBORに連動するもののシェアが高いということであるので、BOEの利下げが素直に

貸出金利に反映されて低下していることが、承認件数の減少幅の縮小に寄与していると思われる。3. に載せているように、イギリスにはサブプライムがほとんどないので、住宅ローンの差し押さえ率もまだ低水準のままである。アメリカのように差し押さえ物件が中古住宅市場へ流入して、住宅価格の頭を抑えるという状況にはなりにくいという意味で、イギリスの住宅市場の方が回復の展望が相対的に描きやすいということなのかもしれない。ただ、先程ネーションワイド住宅価格指数をご紹介したが、もう一つの住宅価格指数であるハリファックスの方は前月比下落をまだ続けているので、イギリスの住宅価格は上昇に転じたとみるのは、まだ時期尚早であると思っている。

最後にアジアである。図表 11 である。中国は、主要指標がほとんど公表されていない。唯一図表 11 の PMI であるが、3 月の製造業 PMI をみると、全体で 4 か月連続の上昇となって、昨年 9 月以来初めて 50 の大台を回復した。それから、②の受注、あるいは③の生産、いずれも 4 か月連続で上昇し、50 を上回っている。それから、図表 12 であるが、(2) のグラフ、2 月の在庫残高のデータ、在庫のデータは、2、5、8、11 月と 3 か月に一遍しか出ないのだが、前年比のプラス幅を大きく縮小していて、在庫調整の進捗が確認できる。品目別には、鉄鋼や化学などの在庫圧縮が目立つ。直近の第 1 四半期の GDP における在庫投資は、マイナス幅を拡大するかもしれないが、先行きの生産増加に繋がる良い兆候と言えらると思う。ただし、足許の需給バランスについては、ご承知のとおり鉄鋼で一時市況が回復したが、国内メーカーの生産拡大で、再度値崩れが伝えられるということであるので、需給環境が一本調子に改善しているとは言えないと思っている。それから、図表 13、中国の消費であるが、小売売上に関して、地方別の内訳が少し明らかになっている。1、2 月の累計を一番右の方にぼつんと載せているが、都市部以外（黒く塗った四角）の方が比較的堅調である。これは、例の農村部における家電購入を対象にした補助金の支給も寄与しているのではないかとみられている。補助金支給の対象は、1 月、2 月、3 月と徐々に拡大され、3 月には、バイクから自動

車——1,300cc以下のミニバンであるが——への買替えも対象になり始めていて、これを受けて自動車の販売台数もやや改善に向かっている。このように投資のみならず、消費に関しても政策効果が確認され始めているということで、市場では追加的な景気刺激策に対する期待が高く、株価は上昇している。ただ、中国の1、2月の指標は、多くは、前年の旧正月要因と、前年の閏年要因という特殊要因があって、なかなか解釈が難しいということであるので、3月の指標をみてから再度実勢を確認したいと思っている。

最後に、図表14-1、14-2のNIEs、ASEANである。NIEs、ASEANについても公表された指標は少ないのであるが、主要国については図表14-3のとおりであり、2月の生産が公表されている。韓国は、2か月連続で増加、それから台湾、タイ、いずれも1月から2月にかけて前月比プラスに転化している。IT関連などで増加しているということであるので、韓国、台湾については、第1四半期の減少幅が、第4四半期対比でみて縮小する可能性が高くなっているということである。

以上を総合すると、前回会合時に「世界経済は景気悪化が続いており、当面も悪化が続くとみられる。ただし、足許の指標には、景気悪化のペースがやや和らぐ兆しを示すものも散見される」と申し上げたが、以上、申し上げたように、その後の指標をみると、そうした兆しを示す指標の範囲がやや広がってきているということだと思う。しかしながら、勿論、基本的な景気見通しを変える程の広がりにはまだ至っていないというのが、現時点での判断である。私からの報告は以上である。

白川議長

ご質問あるか。

中村委員

図表14-2のアジアであるが、先程1月、2月は、春節の問題等があるため、実勢は3月以降をみななければいけないということである。輸出が、

前年比のレベルはともかく、韓国や台湾、タイなどは、前月比が少し改善した。これには地域的な特色があるのか、特定の国のことなのか、あるいは地域的な広がりがあるのか。

沼波国際局長

地域的に確認してみたが、あまり特徴はない。特に中国向けが増えているのかという目でみてみたのだが、それは全体の数字としては出てこなかった。ただ、話としては、例えば、韓国の輸出がウォン安もあって、やはり日本に比べて競争条件が好転しているので、中国向けは、韓国が良いのではないかというようなアネクな話は聞こえてくるが、まだ少し、こうしたマクロの数字で確認できるところまではいっていない。

須田委員

中国について、3月のデータを見てからということであったが、方向としては、今後、例えば政策効果が出てくるから、弱めになってしまうという意識を少し弱めていっても良いという方向なのか。今のスタンスとして、少し明るい材料が増えているということであるならば、少し強気の方に傾いているのか、それともやはりまだだなということを意識しながら、3月のデータをみていくということなのか、どちらか。

沼波国際局長

改善の方向については、段々自信が持てるようになってきたが、改善のテンポについては、例えば、生産の数字などをみていると、一本調子でいくという感じでも必ずしもない。先程、鉄鋼の例で申し上げたように、少し良くなるとどっと増産する人達が出てきて、市況が崩れるというような状況もあるので、一本調子でいくという感じではやはりみられないと思うが、またここで腰が折れてしまうという懸念は段々薄らいできている。そして、3月の数字を待っているというところである。

亀崎委員

保護主義の問題であるが、WTOの先週の発表をみると、世界の貿易量が、今年は戦後最大の落ち込みとなり、9%も減るといふ。特に先進国は10%も減って、途上国は2、3%減るだろうとのことである。こうした中で、EUとか、韓国とか、ウクライナとか、色々な国において、タリフを上げるなど、色々な保護主義的な動きが出てきている。特に、貿易で、大きな影響を受けているのは、靴であり、車であり、スチールとのことだ。これらは、いずれも色々な国で動きがある。例えば、スチールでは、EUのほか10か国がこうしたことをやっている。車についても同様である。また、アメリカでは、景気刺激策の中にバイアメリカン条項を入れている。一方で、前回のG20では、2,500億ドルの貿易金融支援という政策を出している。特に、日本のこれからの景気回復においては、輸出が最も注目される場所であって、貿易がこのように収縮するというのは、非常に危惧される場所である。保護貿易主義に対しては、一応、言葉では反対することが表明されているのだが、実質的には、こうして幾つもの保護貿易策が実施され始めている。この辺は、今後の輸出の見通しを立てる時に非常に大きな要素になっていく。一方ではスティミュラス・プランについては、どれ位押し上げるという試算がなされているのか、ということもあり、保護貿易主義の影響についてはなかなか難しい。実際、どのようにみているのか。

堀井理事

数字にどう織り込むかは、本当に難しいところである。というのは、特にマクロの推計になじまないような変数があるからである。例えば、この間、中国で生産したおもちゃがアメリカで問題になった。例えば、おもちゃの自動車は、自動車のヘッドライトのところに鉛を使っていたらしい。子供がこれを飲み込むと、要するに事故になる。これには色々言い分があつて、中国の方は、そもそもアメリカの委託で、委託のデザイン自体がそうになっていたのだと。一方、アメリカの方は、そういった発注を出した訳が

ない、とか。恐らくそういうプロダクトの品質まで絡んでくるのだと思う。単にタリフを部分的に上げるとか以外に、そうなってくるとそもそも良くみえないし、なかなか悩ましい問題だと思う。

野田委員

だから、問題は、マクロ的な影響は分かりにくいのだが、これからテーブルの下での足の蹴り合いが、みえないところで始まるというのが一番怖い訳である。要するに、隠れた保護主義、負の競争が、G20 で止まるということが確認されたのかどうかとなると、なかなかまだそこまでいかないというのが大方の評価である。各国の政治的な意志の固さ、強さにかかっていると思う。これからのお互いのモニタリング、監視を見極めたい。

須田委員

今の、どのように量で計ろうかといった時の一つのやり方として、経常収支が不均衡である経済とそれが無い経済を想定して、どれだけ成長が落ちるかというような分析をみたことがある。そういった形で、世界経済が落ちていくという計算はできるという……。

沼波国際局長

保護主義の問題が大事な問題でないというつもりは毛頭ないのだが、ただ前回西村副総裁の随行でG20の代理者会合あるいは本会合に出た時に、

のではないかという記憶があるのだが、如何か。

西村副総裁

難しいのは、今問題になっているのは、関税障壁をやるという話はほとんどなくて、全て非関税障壁で、しかも先程のプロダクトセーフティは、比較的分かりやすい感じの障壁であるが、もっとややこしいのが特にビザの発給とか人を雇うところでの障壁である。これがやはりかなり大きな

るだろうと言われているのだが、どの位影響を与えるのかというのは、良く分からないところがある。G20でも非関税障壁に関しては、

ので、逆に言えば、

。 はどちらかと言うと、言っていたのは、

と、議論してい

た。ただ、これも数量化するのが非常に難しいことで、多分ざっくりとした話しかできないと思う。

中村委員

明らかな形で、保護主義的な動きをとることは無理だということなのだ
な。

西村副総裁

あまりにもみえみえのことは、さすがにどの国もやらない。表面的には、皆自由貿易と言って、裏で事実上保護貿易的なことをやるという形のも
のが大きいということである。特に、金融を使った場合に、その問題が起き
て、実は、日本にはJ B I Cとか色々なものがあるが、他の国に関しても
貿易金融に関してどういった対応を採るかということが、これもある意味
では一つの非関税障壁になる可能性もあるので、そういったものに関して、
やはり何らか考えなければいけないということは分かっている。しかし、
一体誰がモニターするのかということを含めて、なかなか国際機関の間で
は決めることができないということである。

須田委員

話は違うのだが、欧州経済に対する中東欧のリスク要因というのは、少
しは減っていると考えて良いのか。例えば、IMFによる資金供給……。

沼波国際局長

今回のG20のIMF拡充の決定により、例えば、エマの株とか通貨が上がってきて、クレジット・スプレッドは下がっている。明らかに、今回の決定はエマにとっては好感されている。今須田委員がおっしゃったように、リスクは多少減っているという意味で、明らかに効果があったと思う。

白川議長

他にご質問ないか。時間が中途半端なのだが、それでは3時20分に再開する。

(15時08分中断、15時20分再開)

白川議長

それでは、再開する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

国内経済情勢の報告をお願いします。

門間調査統計局長

それでは、資料－4（参考計表）でご説明する。最初に図表1であるが、先週の短観の業況判断DIであるが、製造業大企業のDIが－57%ポイントと大幅に悪化し、第一次石油ショック後を下回る過去最悪の水準となっている。ただし、先行きについては、在庫調整の進展や中国の需要増加などを背景に、落ちた幅との比較では極く僅かではあるが、持ち直す予想になっている。一方、(2)の非製造業も全般に大きく悪化していて、特に細かい線の非製造業中小企業は、先行きさらに10%ポイント悪化して、1998年9月の最悪水準をかなり下回っていく予想になっている。全体として、海外発の未曾有のショックに見舞われた輸出や生産が急速に落ち込む局

面は、どうやら終わりに近づきつつある一方で、そうした海外ショックが企業収益や雇用、賃金の弱さを通じて、これから内需に波及していくことが懸念されるという現局面の特徴を、今回の業況判断D Iは割合素直に表わしているのではないかと思う。ということで、以下いつものように項目毎にみていく。

まず、図表7の輸出入である。まず実質輸出であるが、10～12月に前期比-14.7%となった後、グラフの右端、1～2月はさらに大きく落ちていて、同-28.3%となっている。この間、細い線の輸入の方も国内景気の悪化を反映して、減少が明確になってきた。それでも輸出の減少に比べると、輸入は小幅であるので、(2)にあるように、実質貿易収支は大幅な減少が続いている。残る3月の数字にもよるが、このままだと、1～3月も純輸出がGDPをかなり押し下げることになりそうである。図表8の(1)の地域別であるが、1～2月、すなわち、第1四半期の欄は、全て2割、3割落ちているので、特に特徴はない。むしろ、2月の単月の欄をご覧頂きたいと思う。まず、輸出全体で、2月単月で見ると前月比-3.4%と、これまでに比べてマイナス幅がかなり縮小してきている。そして、それをもたらしているのが東アジア向けの同+2.1%であって、そのうち中国向けが同+4.4%、NIEs向け同+7.0%といった辺りが、2月はプラスになっている。これには、春節明けの数字が強めに出ているということもある程度あるが、先程、沼波国際局長からもあったように、やはり中国の状況が良くなっているということと、それと関連して一部の素材や電子部品でアジアの在庫調整が進展してきているというマイクロ情報も聞かれているので、実態的にも中国向けを中心に、アジア向け輸出は底を打ちつつあるのではないかと考えている。この点、(2)の財別で、2月のマイナス幅が小さいのは、中間財の前月比-3.8%、それから情報関連の同-0.1%であって、短観の先行き判断D Iの改善が比較的大きかった業種が、化学や非鉄や電機であったことも整合的かと思う。勿論、再び(1)をみて頂くと、米国向け、EU向けは、2月単月でも引き続き大きく減少しているし、その他向けが、ロシア向けとか中東向けの自動車を中心に、このところむしろ落ち込みが大きくなっ

てきていることも若干気になる。しかし、後程申し上げる生産予測指数などからみても、輸出は、この先全体として少なくとも減少テンポは緩やかになる、場合によっては、減少に歯止めが掛かっていくことが、現実的な可能性として展望できるということかと思う。次に、輸入の方もみておく。図表 13 であるが、輸入は、(1) の地域別については、これと言ったインプリケーションが掴みにくいので、(2) の財別の方だけご覧頂きたい。まず、輸入全体でみて、先程の輸出とは逆に 2 月単月の減少が加速している。本来、生産の動きと関連が強いはずの素原料や中間財が、生産が大幅減少に転じた 10~12 月は、むしろ増えたということもあって、足許、生産や国内景気に遅れる形で、輸入がここへきてマイナスが深くなってきている。この間、食料品だけは、足許もマイナスが小さいのだが、これは元々食料品は、景気変動の影響を受けにくい一方で、為替の影響は受けやすいので、円高がプラス方向に作用している面もあるとみられる。ただ、いずれにしても、輸入全体としては、この先まだ減少が続きそうであるので、輸出の減少が止まってきそうなこととも合わせて考えると、4~6 月の GDP に対しては、純輸出がプラスに寄与していく可能性も視野に入ってきている。輸出入は以上である。

次に、設備投資である。図表 17 であるが、1~3 月の設備投資は、減少テンポが加速する蓋然性が高まってきている。代表的な一致指標である資本財総供給 ((1) のグラフの太い黒い線) であるが、グラフの右端は 1 月分だけであるが、その後出た 2 月分を入れると、さらにスティーブになっていて、数字で申し上げると、1~2 月の 10~12 月対比が -20.5% になっている。これは、勿論、年率ではない。これは、機械投資だけであるので、建設投資だとか、ソフトウェアも入れると、もう少し薄まるかと思う。それでも、設備投資は、GDP ベースで 10~12 月に 5% 強減少したが、1~3 月は 10% ないし、それを上回る減少になる可能性が高いとみている。そして、10~12 月、1~3 月に、これだけ落ちると、さすがに 4~6 月以降は減少テンポが緩やかになるだろうと考えられるが、それでも 2009 年度へのゲタだけで、-10% を超えてしまう。先般の短観で、2009 年度設備投資計

画が、全規模全産業のソフトウェアを含み土地を除くベースで、前年比-11.0%であったが、それはまさに、今申し上げたようなマイナスのゲタだけでそうになってしまうという関係になっている。その短観の計画を改めて確認しておくが、図表 19 になるが、(1) 製造業大企業の 2009 年度計画が前年比-13.2%ということで、年度初段階としては、短観開始以来最も大きなマイナスになっている。(2)、(4) の中小企業も製造業、非製造業ともに弱いスタートになっている。唯一、(3) の非製造業大企業だけは、マイナス幅が小さくて、相対的に底堅いという計画になっている。小売とか不動産などは減少しているが、電力などのエネルギー関連や通信関連、そうしたインフラ系が多少強いということが影響している。ただ、そうは言っても、全体では、先程申し上げたように、ゲタだけで考えても 2009 年度は大きな落ち込みになるので、仮に年後半から世界経済回復のシナリオが崩れるということになると、さらに落ち込んでいって、その背後には、恐らく企業の中長期の成長期待が崩れていくということも起こり得る可能性があるので、その点には注意が必要だと思っている。設備投資は、以上である。

次に、個人消費である。図表 20 をご覧頂くと、1~3 月の個人消費については、設備投資のように悪化が加速している訳ではないが、引き続き弱い動きが続いている。1~3 月の列であるが、大方が、1~2 月の数字が入っているが、家計調査や家計消費状況調査、こういった需要側の統計は、まずまずである。しかしながら、自動車以下、販売ないし、供給サイドの統計は、マイナスが付いている指標、あるいはマイナス幅が拡大している指標が多くなっている。具体的にみていくと、乗用車は、含む軽で前期比-11.5%、除く軽で同-14.4%、前年比でみると、2割、3割という大きな落ち込みになっている。4月からは、減税が始まる中で、メーカーも環境負荷の低い車の市場投入に積極的に取り組んでいるので、ドイツ程大きな効果は出ないとは思いますが、さすがに前年比 2割、3割落ち込むという異常事態に比べれば、マイナス幅が縮小してくるのではないかと業界ではみている。家電販売であるが、こちらは前期比+6.0%、前年比+16.7%と引

き続き底堅さを保っている。特に、薄型テレビとかDVDレコーダーが数量ベースでは堅調である。地デジ対応の潜在需要が強まっている中で、価格の低下が潜在需要の顕現化を促している模様である。他方で、百貨店は、販売不振が深刻であって、前期比で-2%、-3%というマイナスを続けてきた結果として、前年比でとうとう二桁のマイナスになってしまっている。衣料品、高額商品の極度の不振に加えて、化粧品や地下食料品にも消費者の節約志向が及んできているということで、出口が見えない状況である。コンビニも、昨年夏以降のタスポ効果があるので、前年比はプラスであるが、前期比ではご覧のように決して強くはない。旅行も大きな落ち込みになっている。ただし、先行きの海外旅行については、円高とかサーチャージの引き下げといったフォローの風が吹いているので、格安ツアーの投入が活発になっていて、特に日並びが良好な今年のゴールデンウィークは、韓国行きなどのアジア方面だけではなく、欧州方面も含めて、予約状況は総じて良好と聞いている。ただし、海外旅行は、GDPへの寄与は限定的であって、むしろ円高などによって、海外からのインバウンド観光も減っているということがGDPにはマイナスになるので、そういった留意点もあるということである。以上、色々な動きがある。個人消費全体としてどうかということで、図表 23 をみて頂きたい。(3) の細かい実線が消費包括指数の前期比であるが、今のところデータは1月までであって、ご覧のように、10~12月よりもマイナスが拡大している。その重要な基礎データである(2)の消費財総供給については、こちらもグラフは1月までであるが、その後2月分が明らかになっていて、それを入れると、さらにもう少し落ち込むという結果になっている。ただし、この消費財総供給であるが、これは生産段階で捉えた指標であるので、厳密に言えば消費の減少分だけではなくて、流通在庫の減少分もここに混ざってくる。勿論、内訳が個人消費であろうが、在庫投資であろうが、1~3月のGDP全体に対しては、まさにこの消費財総供給が示しているようなマイナスの力がかかっていることを認識しておく必要がある。ということで、冒頭から申し上げてきた純輸出、設備投資、そして個人消費及び在庫投資と考えていくと、

やはり 1～3 月の GDP の前期比マイナス幅は、相当大きなものになるという覚悟は必要である。図表 24 の消費者コンフィデンスは、低水準ながら下げ止まりつつあるようにもみえる。そのことが示唆しているように、当面、先行きの個人消費については、プラスマイナス両方の要因があると考えている。マイナス要因は、言うまでもなく、後程申し上げる雇用、所得環境の悪化である。プラス要因の方は、やはり円高とか、原油価格の低下、そして各種減税等の政策措置であって、さらに言うと、そうした外部環境をチャンスと捉えて、需要を掘り起こす企業努力が広がってきているということかと思う。先日の短観でも小売業の業況判断 D I が、先行きは大企業中心に改善していて、勿論、足許の大幅悪化ということの反動もあると思うが、今申し上げたプラス要因が、なにがしか反映されている可能性もあるのではないかと考えている。雇用、所得環境の厳しさからみて、個人消費は、引き続き弱いとみておくのが、やはり自然かと思うが、悲観一辺倒ではなくて、4 月以降、多少プラス方向の動きもちらほら出てくる可能性があるということも期待しながら注意深くみていきたいと考えている。

次に、住宅投資である。図表 25 であるが、住宅着工は、ここにきて一段と落ち込んでいて、2 月の着工件数は、年率で 86.6 万戸となっている。これは、改正建築基準法の影響があった時期を除くと、1966 年 12 月以来の極めて低い水準である。図表 26 の (2) における細線で示されているマンションの在庫をみて頂くと、直近は——これは実は破綻した不動産会社の在庫がデータから抜けたという特殊要因もあるようなので、割り引いてみておく必要があるが——、実態的にも、割引販売などによって、どうやら在庫の調整が始まったようである。ただ、在庫調整の完了には、まだ相当時間がかかると言われているので、それが足許の着工の弱さにも繋がっていると考えられる。GDP ベースでは、住宅投資も、当面はマイナスとみておく必要があるとそうである。住宅は以上である。

次に生産である。図表 27 で、鉱工業生産は、先月、今月と、特段のサプライズはなく、少し前に想定していた線に概ね沿って展開をしている。

現局面の特徴は、簡単に纏めれば三つである。第一に、この四半期のデータをみて頂ければ分かるように、生産の1~2月の前期比が-22.6%と、足許までは大幅な減少になっているということ、第二に、しかし在庫も同-6.2%と減少が明確になり始めていること、そして、そのことと関連すると思うが、第三に、3月、4月の予測指数がともにプラスになっていることであって、先行きの下げ止まりの蓋然性が徐々に高まってきているとみえる。この予測指数をそのまま繋げると、欄外にあるように、4~6月の前期比は+1.7%になる。ただし、まだ4月だけの情報であるし、予測指数の下振れ傾向は一頃のように大きくはないとはいえ、まだある。ミクロ情報も踏まえると、現時点では、4~6月の生産は、概ね下げ止まり、まだ若干マイナスが残るかもしれないという位にみておきたいと思う。業種別には、自動車が4~6月は——これは非常に低いレベルからの変化であるが——前期比1割程度増加しそうである。電子部品・デバイスも、海外の携帯や液晶パネルの在庫調整進展などを反映して概ね下げ止まるとみられる。しかしながら、内外の設備投資に関連する重電とか一般機械は、4~6月もなお二桁のマイナスを続けるとの予想である。この間、素材業種も、自動車向けの持ち直しとか、中国向け輸出の増加、在庫調整の進展、そうした背景から概ね下げ止まると予想している。勿論、今申し上げた4~6月の予想については、上振れ下振れ両方向のリスクがある。また、仮に生産がここでしっかり下げ止まったとしても水準は極めて低いので、そのままでは大幅な過剰設備や過剰雇用が残り続けることになってしまう。その意味では、やはり年央から年後半にかけて、世界経済の持ち直しがはっきりしてくるかどうかが依然として大きなポイントであるが、その点について明確な判断を行える材料は、ミクロ情報も含めて、残念ながら今のところない。生産は以上である。

次に、雇用関連にいく。図表31である。労働需給を示す指標は、足許はかなりの勢いで悪化をしている。＜職業安定業務統計＞の有効求人倍率が、2月は0.59倍まで一気に落ちているし、新規求人倍率も0.77倍まで急低下している。分母分子を別々にみると、分母の新規求職がハイペース

で増加を続ける中で、分子の新規求人についても、先月は、減少テンポが鈍化しているかもしれないと申し上げたが、結局、そのようなことはなくて2月は大幅に減少した。そうした中でも、＜労働力調査＞の雇用者数は、2月もなお前年比0.0%で持ち堪えている。ただ、その背後には、雇用調整助成金の申請者数の急増など、企業内で抱えられている過剰雇用の急増という現象があり、その点は、先般の短観の雇用判断DIでも確認されたところでもある。この間、失業率は、2月が4.4%、振れを伴いつつも緩やかな上昇基調にある。2月の失業者の数は、295万人と書いてあるが、7～9月の数字と比べると、約30万人の増加となっている。うち、非自発的離職者が、ご覧のように、7～9月の87万人から2月は116万人と、こちらもやはり約30万人増加しているので、この間の失業者の増加は、全て非自発的離職で説明できることになる。さらに、＜毎月勤労統計＞の常用労働者数であるが——こちらの方が先程の労調に比べて、短期的な動きは信頼できると考えられるが——、2月は前年比が+0.5%とこのところははっきりと伸び率が低下してきている。さらに、所定外労働時間であるが、それはここには数字が書いていないので、グラフでご覧頂く。図表33であるが、(3)の所定外労働時間、2月は、前年比-21.7%であって、このグラフは全産業であるが、因みに、製造業だけで言うと、前年比-47.7%である。このような労働需給の悪化、雇用過剰感の強まりは、当然賃金の押し下げ圧力として働いてくる。図表35に進んで頂いて、賃金であるが、(1)の名目賃金については、今回統計が遡及改訂されていて、全般に下方改訂されている。因みに、景気が急降下に入る前の昨年7～9月分でも、名目賃金の前年比が、従来の+0.2%から、今回-0.4%へと遡及改訂され、それ位変わっているということである。そのうえで、グラフの右端、12～2月の変則四半期であるが、ご覧のようにマイナスがはっきりとしてきている。内訳も、所定内、所定外、特別給与と三色きれいに揃ってマイナスが拡大しているという状況である。この結果、(3)の雇用者所得であるが、まずは賃金の下落を反映する形ではっきりとマイナスになってきている。この後、雇用者所得は、マイナスがかなり深くなっていくことが考

えられる。2001年、2002年のレベルがあるが、この時のようにマイナスが大きくなっていくという可能性も十分に考えられるという状況かと思うので、今後の動向には注意が必要である。

次に、物価であるが、C G P Iは、前回以降新しい数字が出ていないので、本日は久し振りにC S P Iを少しみておく。図表 43 になる。下段の右のグラフで、細い実線が「除く海外要因」であるが、このところ、前年比のマイナスがはっきりとしてきており、直近の2月は-0.5%になっている。上段に内訳の数字が書いてあるが、広告のマイナスがかなり拡大してきているほか、情報サービスも次第にマイナスがはっきりとしてきている。いずれも企業の経費節減を受けた動きであって、この先もマイナス幅の拡大が考えられる。以上、簡単であるが、C S P Iである。次に消費者物価であるが、図表 44、消費者物価は、(1)の右のグラフで2月は前年比が1月と同様0.0%であった。これまでのところ、何とかマイナスにならずに持ち堪えているし、最近の原油価格の強含み、円安という外部環境の微妙な変化もあるが、需給ギャップの大幅な悪化、その影響がじわじわと現われつつある中で、C P Iのマイナス転化は、早晚避けがたいと考えている。特に、前年の裏が出始める5月以降は、マイナス幅が1%さらには2%を超えていくという展開になりそうであり、その判断は、これまでと変わっていない。

本日申し上げてきたことを総合すると、景気は大幅に悪化しているというこれまでの現状評価に変化はない。ただ、少し先までみると、やはり従来から予想していたように、内外の在庫調整の進展及び内外の政策対応がもたらすポジティブな力と、これまでのショックによって作られてしまった大幅な設備と雇用の過剰がもたらすネガティブな力、その両方が、これからせめぎ合うフェーズに入っていくと予想される。そして、そのせめぎ合いが、どちらがどの程度勝る形で、本年後半以降の景気展開を形成していくことになるのか、また、その過程で企業や家計の中長期的な成長期待はどうなっていくのかということについて、残念ながら、現時点で明確な判断を示す材料には乏しいということかと考えている。私からは以上であ

る。

白川議長

ご質問如何か。

西村副総裁

一点、コストのパス・スルーが最近少し変わってきているのかどうか。あまり変わっていないか。石油などは、前と比べると、明らかにパス・スルーをどちらの方向にもやろうという制度的な変化がある。その他に関しては、あまり変わっていないと判断して良いのか。

門間調査統計局長

それを判断するだけの時系列データがまだ揃っていないので、この時点で何とも確定的なことは申し上げにくいということが一点、もう一つは、とにかく足許需給ギャップが急速に拡大しているので、需給面からの価格下落圧力もじわじわと出てきている訳である。であるから、どこまでがコスト・プッシュのパス・スルーの迅速性という問題であり、どこからが需給なのかというところが、少し足許判断が難しい。しかし、アネクドータルには、おっしゃるように、円高とか様々な外部環境の変化を先取りしてでも、価格を下げようという動きが広まってくるということは事実かと思う。

須田委員

先程、消費における企業の需要掘り起こしという話があったが、具体的にどういったものがあるのか。

門間調査統計局長

取り敢えず、4月から車の減税、エコカー減税が始まるので、今大手のメーカーでも、なるべく減税率が高い車を優先的に投入していこうということで、モデルを切り替えているとか、それから——これは良く報道され

ているが——、例えば定額給付金セールとか、12,000円で旅行パッケージを組むなどの需要喚起の動きとか、それから今西村副総裁からもあったが、円高を利用してそれを還元セールに使っていくという動きは、2~3か月程あるし、そうした様々な努力があるということは事実である。ただ、それが効果が出ているところと、出していないところとがあって、デパートもそれなりに随分コストを下げ、あるいは価格訴求力があるものを出していくという対応に変えてきてはいるのだが、なかなか百貨店は客が来ないという話がある一方で、スーパーのプライベート・ブランド等はそこそこ持ち堪えているという感じもするというので、これも少し業態によって区々かなという感じがしている。車は、まさにこれからどの位効果があるのか、そこは4月以降の展開次第ということであるが、今、自動車業界では、一応、2009年度において1割まで行くかどうか分からないが、1割に近い位の押し上げ効果を一応期待している。であるから、逆に言うと、その期待が削がれてしまうと、また4~6月は一旦増産に入っても、その後なかなか生産が回復していかないということになっていく可能性もあるので、今、業界では、その追加的なエコカー減税よりさらに大きいもの——最大限30万円位——をまた出して欲しいというようなことを言っていて、その方向で検討が進んでいると報道されているという状況かと思っている。

須田委員

そうしたニュースが出ると、もっと買い控えるということになってしまうのかなと。

門間調査統計局長

それは有り得る。まさにそういうことは有り得て、日本の今回のいわゆる環境車対応の減税というのは、ドイツと違って先取り合戦ではない。枠が決まっていなくて、3年間は結構ゆとりがあるから、おっしゃるように今直ぐ買う必要はない。なので、むしろ全てのメニューが揃って、一番有

利になってから買おうというインセンティブを持つ可能性はある。そうしたことも考える必要があるが、いずれにしても様々なフォローの風が吹いてきているということは事実であるし、それを利用しようという業界の雰囲気が強まっているということも事実である。

亀崎委員

4～6月で、純輸出がプラスに転じるかもしれないようなお話があった。これは、日本国内の景気の悪化よりも外部の方の輸出環境が改善されていくということか。

門間調査統計局長

一番大きいのは、海外の在庫調整が進展するという事ではないかと考えている。やはり、車を中心に、この1～3月、相当現地の在庫を減らしているの、さすがに多少なりとも、これまでに比べると輸出が増えやすい環境になってきているということが一点と、それからやはり中国の需要が、先程、沼波国際局長からも3月以降多少期待を持ってみたいという話があったが、それが4月以降も続いていくのではないかと期待があるということである。それに加えて、ネット輸出という意味では、輸入がまだもう暫く減りそうだということで、そこはおっしゃるように、国内の景気の悪化の要因が出てくるということである。

中村委員

賃金について、先程、門間調査統計局長も触れられたのだが、大企業は社会的責任もあり雇用調整には非常に慎重であり、できるだけ首は切らないようにしている。一方では、それと引き換えに賃金を、新年度の4月以降、かなり広範囲に、カットする動きが出てくるような感じがするが、その辺はどうか。

門間調査統計局長

そこは、まさにおっしゃるとおりであって、もう今年はベアは完全になしである。定昇も一部凍結ということであるし、それから、いわゆる日本のワークシェアを作っていこうということで、労使協調のもとに、ある種の時短というか、日数を減らす、あるいは時間を減らして、その分は給料を払わないという仕組みを労使協調のうえに作っていこうという体制が、今、検討されているところである。それにプラスして、夏のボーナスは相当減ると思う。先程の2001年、2002年のところをみて頂いても、やはりボーナスの減り方というのは相当大きい。あの時は、実はパート比率もかなり上がったので、その効果もあるが、その後は、むしろ業績連動になっている企業が増えているので、そうしたことも考えると、今年の夏のボーナスはかなり減ると考えた方が良いと思う。

中村委員

ボーナスがかなり減るということは、年収ベースでも相当下がるということだな。

門間調査統計局長

年収は、相当ひどいであろう。

野田委員

今の話について、図表35で名目賃金の動きをみているとこれは感想であるが、業績連動といっても、悪い時の連動が物凄く大きい。良い時に本当に業績連動で好転したかと言うと、物凄く限られている。特に灰色のところ。特別給与のところでも少し振幅があるという程度の話である。私は前からそう思っていたのだが、業績連動というのは、どうしても上を抑える方に働くような制度付けができてきているというのは、2年前位に指摘させて頂いたような記憶があるのだが、その現われかと思う。今度の改訂の数字で、よりそれが明確になってきた。振り返ると、ここ2年間

でプラスは 2008 年の第 1 四半期の一回だけだった。

白川議長

これは、国際局に聞くべきなのか、調査統計局に聞くべきなのか迷うところなのだが、生産とかGDPをみた場合に、1～3 月は、10～12 月よりはマイナスが大きくなりそうだというイメージで言われている。勿論、数字がまだ出ている訳ではないが、私も多分そうだと思う。一方、アジアの生産をみると、10～12 月は日本と同じように、あるいは日本以上に落ち込んだ訳であるが、1～3 月のマイナス幅は小さくなりそうだ、あるいは現実に足許プラスになっているという話がある。こうした日本の相対的なパフォーマンスについてどのように理解するかということであるが、前期については、前々回説明があったように日本の得意な三業種のウエイトが非常に高いということで、これはもっともな説明であるというように思う。では、この 1～3 月については、どう考えれば良いか。もし欧米のマイナス幅の方が大きくなれば、別に考える必要はあまりないのかもしれないが、この点はどのように考えればよいのか。

門間調査統計局長

どうも、アジアに比べても——実はアジアは 10～12 月に 20%も落ちて、むしろ 1～3 月はマイナスが縮小するという感じなのが——、日本は逆になりそうな感じである。そこは何かということだが、一応、二つ考えられる要因がある。一つは、やはり円高である。対アジア通貨でも、円高が進行したということが 1～3 月に効いているということが一点。もう一つは、大雑把に言えば、日本の製造業でウエイトが高いところは、自動車、電子部品・デバイス、一般機械、これが御三家になるのであるが、その三つの中にも多少濃淡があって、1～3 月はそのうちの電子部品・デバイスが、比較的早期に下げ止まっているから、例えば、W S T Sなどをみても、世界の出荷は、少し単月では持ち直している。アジアも若干持ち直している。逆に、10～12 月はアジアはがーっと落ちていた。であるから、電子部品・

デバイスのウエイトが高い韓国、台湾は、若干持ち直すけれども、一方で、自動車のウエイトの高い日本は、むしろ自動車の減産が、1～3月は前期比4割とか、そういった減産になっているから、それが相当効いている。加えて、世界中の設備投資を引き受けている日本の一般機械も減産が速くなっているの、御三家の中の内訳が違うということも、10～12月、1～3月で少し効いているように思う。

白川議長

分かった。極めて明快な説明である。

水野委員

一つだけ聞きたい。図表29の(2)の建設財の出荷は、建築基準法の改正かその他の影響について言われたところが、小さなディップにしかみえない位激しく落ちている。この1週間で出た統計で一番驚いたのは、先程の毎月勤労統計とこの住宅関連指標である。以前、年間120万戸、130万戸といわれた住宅の着工ペースは、潜在成長率も低下してきているので、多少下がっているという見方で良いのであろうが、年率換算で最近100万戸を切る数字が目立ってきている。この断層というのは、単に、土地代が上がったとか建築コストが上がったとか、そういう問題ではなくて、実力が下がったということなのか。

民間調査統計局長

やはり、末端の販売が少し動き出しているとは言え、先程申し上げたように、在庫水準がまだ高いということが一点。従って、価格面でも先安期待が残ってくる、それが一点。その他、作る方而言えば、不動産業に、とにかく資金が付きにくいということがある。それから、先行き不安という意味では、やはり雇用・所得環境が悪化していくということで、今土地を仕入れてマンションを作っても、売れるのだろうかという不安があるということである。であるから、住宅を巡る環境は、むしろ建築基準法改正の時よ

りも相当悪くなってきているということかもしれない。

水野委員

では、今年度、住宅投資の実質GDP成長率の寄与度がどうなるかは別として、着工ベースでみて、100万戸を割っていくようなことは十分有り得るという感じか。

門間調査統計局長

そうである。それ位はみておく方が良いかもしれない。これも年度後半位に、その時点でどの位在庫が捌けていて、片や金融が付いてくるかということにもよる。一方で、絶えず底値を拾って土地を仕入れたいというニーズもあるので、年度後半位に、それが顕在化し環境が少しでも良くなってくれば、そうした動きが出てくる可能性もあるということかなと思っている。ただ、まだあまり過大な期待はできないという段階かと思っている。

野田委員

住宅価格が下げ止まるという感じが少し出てこないと……。そこが最大のポイントのようである。

門間調査統計局長

であるから、実は、本当にリクイデートしなければならないという業者はどんどん下げているが、一方で抱えられるところは、今は損は出したくないということで、まだ下げ切っていないという面もある。

野田委員

歴史的にみても、10年位をみても、潜在需要そのものはかなり高いとよく言われている。私の子供の世代、団塊ジュニアの世代が多いということで、潜在需要そのものは心配していないのだという人が多い。

門間調査統計局長

私共も半年位前にそう申し上げたのだが、若干反省を込めて申し上げると、住宅の場合、潜在需要と言ってみても、あまり始まらないかなということである。基本的な反省も込めて言えばそういうことである。

野田委員

潜在も顕在もないと。

門間調査統計局長

10年、20年の単位で見れば買うだろうという位の潜在需要はあるが、それがいつ出てくるかが景気判断であるので、そういった意味では、非常に今の局面というのは、アゲンストな風が沢山吹いているということかと思う。

野田委員

おっしゃるとおりである。

門間調査統計局長

この前少し申し上げたが、都心部への人口の流入があったのが、今は流出になっている。従って、今、都心などというこれまでのマンションブームの一因がなくなっているということがある。

亀崎委員

地価関連であるが、このところ年々上がってきていた六大都市の市街地価格指数は、商業地、住宅地とも、昨年9月にマイナスに突っ込んでいき、公示地価の方は、今年になって、住宅地、商業地とも、全部の都市圏でマイナスになっている。このことは、景気との関連で何か注意しておかなければならないか。

門間調査統計局長

これが、むしろ景気悪化の結果であるとみておくということが主体で良いと思う。要は、これがある種企業のバランスシート問題に繋がっていつて、さらに金融を含めた悪循環に繋がっていくというリスクがどうあるかだと思うが、それはバブル崩壊後というのは、何十%というオーダーで下がってきたが、その頃とは基本的にオーダーが違うという理解で良いと思う。

西村副総裁

地価に戻って申し上げると、公示地価は、大体、半年前から3か月前位までの数字を使って出すので、遅れる。それから、市街地価格指数も、大体、四半期毎にやっているが、これも基本的には同じで、公示地価程ではないが遅れる。最終的には、遅れを調整係数を掛けて元に戻すのだが、調整係数というのは、要するに鉛筆を舐めているのと同じだから、そこに鑑定士の考え方が入ってくる訳である。そうした意味で、公示地価も市街地価格指数も、やはり若干遅行指標であると考えていた方が正確である。それから、先程の潜在需要かどうかということであるが、今みているところでは、潜在ではなくて、顕在需要はあるように思うのだが、基本的には、やはり金融環境が非常に悪いので、ファイナンスが付かないというケースがやはり大きい。こういう意味で、銀行の貸出態度——これはまた恐ろしくラグを持っているので——がそれなりの影響を今起こしているかなという印象は持っている。なかなか、定量化するのは、難しいが。

野田委員

それは、不動産業者向けのファイナンスか。

西村副総裁

業者向けもそうであるが、末端のローンのところもそうである。

須田委員

個人のローンであるか。

西村副総裁

個人のローンである。

野田委員

しかし、一時期のような住宅ローン貸出競争というのは少し静まっているというアネクの話は聞くが。

白川議長

他にご質問ないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、次に金融環境の報告をお願いします。

雨宮企画局長

それでは、金融環境の現状評価、お配りしている資料-5（参考計表）をご覧ください。実は、今月は、このタイミングであると金融環境のデータは出ていないものが多いことをお含み置き頂きたいと思うが、それなりの特徴点を中心にご説明申し上げます。まず家計・企業のインフレ予想であるが、図表1の(1)で、私共の生活意識に関するアンケート調査が出ている。(1)の左側がご案内のとおり生のアンケート調査の結果であり、相当大きく動いている訳である。その右側が、最近我々が始めている修正カーソン・パーキン法によって算出し直したものであるが、これは実際の物価の下落に応じてなだらかに下がってきており、この中でご覧頂きたい特徴点は、太実線の1年間の予想インフレ率であるが、一時1%位まで上昇し

たのが段々下がってきて、今回調査では、若干ではあるがマイナス——データ的には -0.04% なのであるが——と、2006年3月調査以来、3年振りにマイナスになったというのが特徴的な動きである。それからもう一つ、(3)は、同じく修正カールソン・パーキン法を使って企業のインフレ予想を集計したものであるが、実は資料をお配りして以降、新しい短観の集計を行っているので、口頭で補足させて頂くと、この後大幅にマイナスになっている。ちょうど直近の12月短観のところまで細実線と太実線が重なっていてみにくいのだが、細実線の販売価格の予想インフレ率は、グラフの一番右端は $+2.1\%$ なのだが、これが3月のデータでは -3.8% とマイナスになっている。それから、太実線の仕入価格に関する予想インフレ率は、一番右端が $+1.1\%$ なのだが、これが3月段階では -15.4% である。これは、C G P Iの中の生産財等、相当大きく振れるものの翌期予想であるが、こういう格好で相当下落予想が支配的になっているということである。一方、長めのインフレ予想であるが、図表2、(4)のインプライド・フォワード・レート、特に3年後から始まって10年後で終わるものだが、一時下がってきたが、足許は若干リバウンドしていて、大きくみて横這い圏内の動きが続いている感じである。

それから、図表3、4の政策金利水準と実体経済については、特に追加データはないので飛ばさせて頂き、図表5、資金調達コストの評価であるが、まだ貸出約定平均金利が出ていないので、C Pと社債のレートだけコメントさせて頂くと、C P発行レートは——これは先程議論が出ていたが——、集計上は3月は -0.05% ということで、スプレッドは若干のマイナス。ただし、何度も申し上げているとおり、これは期間全部ごちゃまぜで計算しているので、短いものが入っているのでマイナスになったという要因もあるが、いずれにせよ、マイナスということで、 $a-1$ 格については、ほぼリーマン前に戻った、むしろそれよりも低くなったということである。それに対して $a-1$ 格と $a-2$ 格はそれぞれ $+0.41\%$ 、 $+1.17\%$ と、一頃に比べ下がっているが、幾分高めの水準が続いているという状況かと思う。これに対して社債の発行レートであるが、これは最近、特に2

月以降、事業法人、特にA A格以上の事業法人の発行が増えているので、ある月に、どの事業法人がどう出したかによって相当凸凹している。具体的には、2月はA A A格が+0.68%まで上がった後、3月は+0.35%であるが、それからA A格は逆に3月+0.62%となっているが、それぞれ特殊要因とお考え頂きたい。発行レートについては、そういう訳で凸凹しているが、この間の流通レート等もみると、社債市場についても一頃スプレッドが上昇した後、概ね今横這い圏内の動きとなっており、どんどん上がるという地合いではないと思われる。C Pのように、明確に低下したというまではきていないが、どんどん上がるという地合いではなくなりつつあるように思われるし、量的にはむしろ活況を呈しているという点は、また後で申し上げる。

ということで、量の動きに飛んで頂き、図表 11 をご覧頂きたい。こちらはまだ民間部門の総資金調達を埋めるデータ、特に貸出のデータが全く出ていない。民間部門総資金調達のデータの中で、一言、2月までのデータであるがコメントさせて頂くと、政府系の旧3公庫のデータ、これは寄与度なので非常に動きが鈍いのだが、昨年夏場の-0.3%ポイントから少しずつマイナスを縮めており、2月は-0.1%ポイントということである。実は3月にかけて、フローの新規貸出ベースでは相当出ているようであり、引き続きこの残高の前年比のマイナスも縮まる方向だろうと思う。因みに、この寄与度ではなくて、旧3公庫の貸出のストックの伸び率ということで申し上げると、昨年夏場頃は-6%だったが、これが足許-2.5%程度まで縮まっているというのが、この寄与度の裏にある数字である。政府系の貸出がそれなりに効果を発揮しだしているという点は、後程中小企業の資金繰りD Iなどとも関連するので少し念頭に置いて頂ければと思う。それから量の動きで追加的に出ているのは——ほとんど数字が埋まっていないのだが——、<民間銀行貸出残高、C P・社債の発行残高>のC Pの残高が、実は30分程前に3月の集計が終わったので、数字だけ申し上げると、C Pは、2月の-4.6%が3月-3.2%ということなので、引き続きマイナスではあるが、マイナス幅は徐々に縮まってきている。

それから先程申し上げたとおり、社債はAA格以上という意味ではむしろ活況を呈しており、2月は6,250億円、3月は速報であるが6,800億円という格好で出ているし、これも先程ご議論が出ていたが、マーケットでは、4月にどの程度の消化地合いになるかによっては、A格の企業の起債も始まるのではないかという見方が少し出ているようである。というのは、AA格以上は、やはりスプレッド60bp程度ということで相当人気があるので、これが詰まってくると、サーチ・フォー・イールドでA格に目が移ってくるという可能性もあるのではないかという声も出だしている。そういう意味では、CP程目立った好転ではないが、社債も地合いとしては良い方向なのかなという感じの情報はあるということである。

この後、今月、割と纏まってデータが出ているのはアベイラビリティー関連であり、図表18まで飛んで頂く。貸出態度や資金繰りDIに関して短観等も含めたDIが出ているので、特徴的な動きを三点申し上げる。まず一点目であるが、足許の資金繰りや貸出態度の悪化の仕方は、むしろ中小企業よりも大企業の方が大きいという特徴点がある、ということである。〈金融機関の貸出態度〉をご覧頂くと、全国短観で大企業が12月の-4に対して3月は-17で、13%ポイントの悪化である。それに対して、中小企業は-9から-14で5%ポイントの悪化ということなので、悪化幅が大企業の方が大きいということばかりか、この3月の水準をご覧頂いても、大企業が-17、中小企業が-14ということで、これは非常に珍しいことであるが、大企業の貸出態度判断の厳しさの方が、中小企業を上回っているということである。また、〈資金繰りD.I.〉をご覧頂いても、大企業が、それでも12月までは「楽である」超の+7だったが、これが3月は-4ということで-11%ポイントの悪化。中小企業は、もう随分前からマイナスな訳であるが、これが12月の-15から3月-23へ8%ポイントの悪化ということで、こちらも悪化幅としては、大企業の方が悪いということである。この点はこれまでにご報告してきたとおり、例えば法人季報等々をみても、10~12月以降は輸出の減少で大企業製造業中心に収益が悪化しているということに加えて、やはりCP・社債という専ら大企業の

調達市場から悪化が始まっているという大きな二つを背景に、こうしたD Iの結果になったのだろうと思われる。因みに、金融機関の貸出態度について、中小より大企業の方が厳しいということが非常に珍しいというのは、図表 20、(1)の短観の時系列をずっとご覧頂くと、このように大企業の方がちょっと悪くなっているのは 1998 年以來ということになる。因みに、1990 年までは窓口指導があった時代で、この頃は、金融引締め期には、むしろ窓口指導の結果、大企業の方が厳しくなるということだった訳だが、その後、窓口指導撤廃後は、1998 年のような動きになっているということである。これが一つ目。それから図表 18 まで戻って頂いて、中小企業の動きであるが、引き続き悪い状況、厳しい状況であるが、悪くなり方には若干歯止めが掛かりつつあるかもしれないということである。＜資金繰り D. I.＞をご覧頂いて、この中小企業の日本公庫と商工中金の月次の 3 月のデータ、1 月、2 月、3 月と月次のデータをご覧頂くと、これまでかなり等間隔で悪くなってきたが、1 月から 3 月までみると、一応この悪くなり方に歯止めが掛かりつつあるようにみえるということであるし、同じようなことは＜金融機関の貸出態度＞についても言えることである。これは政府系金融機関の貸出あるいは保証制度等が若干効き出しているという可能性はあると思うが、まだ単月のデータであるので、実は前月ご報告した倒産件数が少し伸びが縮まってきた可能性があるという情報と合わせて、引き続きチェックして参りたいと思う。

そのバックグラウンドにある先程の政府系の貸出に加えて、保証であるが、図表 22、(3)で保証承諾実行額をご覧頂くと、これで 1998 年の特別保証と今回の緊急保証との比較ができる訳であるが、今回も結果的に相当な伸びになっていて、制度が導入された 10 月末に比べてこの 5 か月間で、結局、今回の保証の承諾額を累計すると 9.1 兆円になっている。因みに、1998 年の特別保証制度も、導入後当初の 5 か月で出た数は 13 兆円だったので、ほぼ 7 割位を達成している訳であって、当初なかなか出が鈍いというような声もあったが、結果的にそれなりの進捗はしているということが言えると思われる。

それから、最後にマネーであるが——これもほとんど出ていないのだが——、図表 23 の〈マネタリーベース〉において、3 月の計数が出ているので、その数字だけ申し上げると、2 月の前年比 6.4%に続く 3 月の数字が 6.9%ということであった。銀行券であるが、2 月の 0.7%に続く 3 月の数字が 0.8%ということである。勿論このマネタリーベースの伸びを高くしている主因は当座預金で、2 月の 65.8%に続く 3 月の数字が 69.1%ということである。6.9%という数字自体は 2004 年 5 月以来の伸びということである。

以上であるが、まだ主たる計数が出ていないし、金融環境の総括判断としては前月までの判断を大きく変える必要はないかと思っている。ただし、金融機関の貸出態度あるいは資金繰りといった金融環境については、これまでは専ら中小企業を中心にした評価だった訳であるが、足許のアベイラビリティ指標をみると、企業規模を問わず厳しい状態が続いているということかなと判断している。

アベイラビリティで三つ特徴があると言って、一つ目は中小企業よりも大企業の方が悪いと、二つ目は中小企業は少し悪化が止まっているかもしれないということであるが、三つ目は先の短観の D I において、C P が悪くなっているという話があって、これはデータをお手許の資料に載せていないので、数字だけ頭の中でトレースさせて頂きたい。短観の C P の発行環境の D I というのは、実は去年の 6 月までプラスで、「楽である」超だった訳で、因みに 6 月+3%ポイント、9 月+1%ポイントだったものが、突然 12 月に「厳しい」超の-20%ポイントに転化して、3 月も-24%ポイントということで「厳しい」超幅が-4%ポイント拡大した訳である。これは、実際先程申し上げたような、あるいは先程来議論になっているような、C P 市場の改善とはちょっとそぐわないが、恐らく、短観の回答の求め方に原因があるのではないかなとみている。具体的には、短観における大企業の回答社数というのが 2,371 社あるのだが、実は C P の発行実績があるかないかにかかわらずこれは回答ができるようになっており、具体的には、この 2,371 社のうち、C P の項目に回答している社数というのは 1,511 社あるが、実際に保振を使って C P の発行

ができる、登録している企業数を調べてみると 320 社である。これは短観のデータと完全に一致するかどうか分からないのだが——この 320 社全部がだぶついていると考えても、答えている 1,500 社のうち、実際に CP を発行しているか、あるいはするかもしれないと思っている人々は 300 社しかおらず、これは 2 割程度であるので——、かなりの企業で——むしろ企業金融なので——一般的な市場環境の厳しさの情報に基づいて答えている人が多いのかもしれないということが原因にあるように思われる。従って、CP 市場の判断としてはレート、量、あるいはアネクドタルな情報等で「改善」という判断で良いと思っている。以上である。

白川議長

ご質問はないか。

須田委員

データが全て出ていないもとので、こういうことを聞いてはいけないのかもしれないが、企業金融全体としての逼迫度合いというか、そういう全体の判断はどういうふうにされているのか。

雨宮企画局長

データが出ていないと言っても、出たとしても 3 月のデータしかない。期明け後どうなっていくかということは、むしろ前回も多少議論になったが、両方の要因があるだろうと思っている。要するに、短期的な、企業金融の逼迫度合い、資金需要という点で考えると、まず、去年の 10~12 月のような手許資金を緊急に積み上げるというような緊急性というのは、若干落ち着いている可能性がある。それと減産が進んでいるために、その意味での手許資金需要というのは低下している可能性がある。さらに設備投資は圧縮しているので、その意味でも、資金需要は落ちてくる可能性はある。一方で、供給面を考えると、CP・社債市場はそれなりに改善しているし、銀行貸出は、この後で株価で余程とんでもないことがない限り、恐

らくプラスの伸びが続くと考えると、その意味での企業の資金繰りあるいは資金需給を巡る環境は、むしろ悪化の程度が緩和する方向にあるのだろうと思う。ただ一方で、景気の悪化傾向が続くとなると、基本的に言えば、収益というか業績はまだみえないとすると、そこからいわば赤字資金というか情勢悪化に伴う企業金融の厳しさ——それは銀行のクレジットリスクに対する意識もそうであるが——、そういう問題に段々変わってくるのであろうと思う。そういう意味では、問題の性質がかつてのようなややアキュートな資金繰りの問題よりは、もう少しファンダメンタルな企業経営の悪さに直結した問題に今移りつつあるという、こういう感じではないかなと判断している。

山口副総裁

金融環境について、厳しい状態が続いているというこの評価は——今明確にこの評価を変える必要はないのだが——、もう暫くすると、厳しさが多少緩和する方向に変わってくることになるのか。

雨宮企画局長

実は、今申し上げたように、定性的に考えると、社債・CP市場は程度の差はあれ改善方向にある。銀行貸出はそれなりに伸びている。一方で、企業の資金需要は少し和らぐ。こう考えると、良い方向になっているとみて良いと思うのだが、アンケートか指標では、企業の資金繰り、あるいは貸出態度判断が相当厳しい状況が続いているので、今の段階としては、良い材料も出ているけれども、全体は厳しいという判断を変える必要はないと思う。この先、今申し上げたような、例えば、緊急保証あるいは政府系金融機関のアシストも含めて、もう少しアベイラビリティの判断が変わるようだと、全体の判断も変えていく方向になるのかなと考えてはいる。

白川議長

データの事についてちょっと質問というか、課題なのだが、デフレ

との関係で、抽象的に言えば、中長期的な予想インフレ率のようなものが大事だということについては比較的多くの人があるようにみているし、私自身もそう思う。図表1をみながら思ったことは、家計と企業に分けた場合、家計については——数字の見方が非常に難しいのだが——、一応こういう調査がある。一方、企業については、短観の販売価格、仕入価格があるが、これは要するに3か月先の来期なので、中長期というより足許である。企業について中長期に対応するような多少なりともそれらしき数字というのは本当にはないだろうか。エコノミストについては後の方で出てくるが、企業については何かないか。

雨宮企画局長

まさしく白川議長のおっしゃる問題意識をもとに、この表を1年位前に作り変える時に、相当色々苦労して探して、消費者の方は何とか修正カールソン・パーキン法で。

白川議長

そうだな。

雨宮企画局長

企業の方は似たような統計としてあるのは、同友会が時々企業の物価の動向がどうかというのを……。

白川議長

。

雨宮企画局長

それが、必ずしも、聞き方が統計的にずっとトレースできるような確度がない。残念ながら、なかなか整合的な統計処理に適うようなデータがないというのが実情である。

白川議長

企業行動何とか調査というのがあり、年1回、向こう3年間とか5年間とか長期の成長率を聞いたりしている。その中にはインフレはないのか。

関根企画局参事役

実質概念と名目概念で聞いているので、そこからインプライされる先行きの値というのは出てくる。であるが、1年に1回なのであまりそういう意味では……。

白川議長

もっとも中長期なので、中長期がしょっちゅう変わる訳ではないから。それ位しかないのだな。あともう一つは、図表2の物価連動債であるが、物価連動債自体は市場流動性が低いから使えないというのは日本に限らずどこでもそうではあるが、技術的な話で、日本の場合、マイナス方向でもインデクゼーションすることになっている。他の国はそういう国もあれば、そうではない国もある。例えば、アメリカは確かゼロでフロアを設けている。そのフロアを設けることが——元々使えない物価連動債ということではあるが——、さらにまたバイアスをもたらしている面もあると思うが、何かその点についてフロア有りとならばフロア無しで、これがどういうふうになるかということか、そんな研究はあったか。

雨宮企画局長

私、その具体的な研究について、直ちにここでご説明申し上げるような材料は持ち合わせていないが、ただ、アメリカの場合には、元々2~2.5%というところで変動していて、フロアそのものが制約条件とか、あるいは市場金利の形成、市場価格の形成で、どの程度有意義な制約として効いたかどうかということであろうか。ご案内のとおり、アメリカのTIPSで計算したBEIはずっと2~2.5%で安定していて、去年から急激に

下がった訳なのである。結局はマイナスにはならず、今1%に戻っている訳で、それを制約として効いたとみるかどうかである。

白川議長

現状で効いたとは思わないが、要するに、この先、この指数をみていく時に、使えないなりに、どの程度使えるかという話である。将来の加重平均を算出するときにマイナスの部分はカットされるので、そうした意味ではゼロ制約というのが多分計算上出てくるのだと思う。そういう意味で、これから先、日本も、アメリカも、もっと物価情勢が下がってくるという時に、この数字をみるうえで日米でどの程度注意が必要かなど。

水野委員

日本と同じでイギリスがちょうどフロア無しなのだな。であるから、イギリスの方が環境が似ている。

白川議長

似ているな。イギリスはそうである。

水野委員

アメリカについては、確かにまだそこまでインフレ期待が下がっていないので、難しい。

雨宮企画局長

そこはB E I等を見る際の宿題とさせて頂きたい。

水野委員

発行量がどんどん減っている国と増えてくる国とでは、単純な比較はできないと思う。

野田委員

別の話で宜しいか。

白川議長

どうぞ。

野田委員

中小企業保証である。確かに、それなりに増えてきたのでそれ自体は結構なのだが、今回の緊急保証だったか、相当慎重に審査をやっているというので、そういう評価がずっと続いていた。その評価自体は変わっていないのか。

雨宮企画局長

変わっていないと思う。前回の非常に大きな特徴はネガティブチェック方式で、極端に言えば、潰れなかったら良いみたいなものに対して、今回は、基本的には、保証協会が審査しているので、その差は残っていると思う。それが多少は利用のされ方のピッチの違いと、もう一つは、よく言われることは、地区ごとのそれぞれの保証協会の財務状況とか基本的なポリシーの違いで、凸凹が出たということは言われているが、その差は多分残っていると思う。

野田委員

心配しているのは、特効薬が切れると——薬の効いている期間が切れると——、倒産、いわゆる代位弁済がぐっと増えてくることである。それがどういうふうに関後跳ね返ってくるかというのが一番心配だ。今のところ、前回程の問題はないというような理解で良いか。

雨宮企画局長

少なくとも審査をしているという意味では、前回のネガティブチェック

方式とは違う訳だし、その分多少数字の出方も違っているのだが、一方で——これはもし違っていたら指摘して欲しいのだが——、事故率は足許前回は上回り始めているので、要するに、それだけ急激に景気が悪くなっている可能性もあって、最終的にどういう姿になるかについては、今審査をきちんとしているから大丈夫であると言っているかどうかというのは、やや注意してみておいた方が良いかもしれない。

野田委員

9.1兆円というのは半端な数字ではない。

白川議長

他にご質問は宜しいか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要の報告をお願いします。

前田調査統計局参事役

それではまず実体経済であるが、現状、先行きとも総括判断は前月と変わらずということで、現状が「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」とさせて頂いている。これは4か月連続で同じ表現ということになっている。そうした中で、生産、輸出周りを中心に若干修正しているので、その点についてご説明する。まず、企業の業況感について、「著しく悪化している」としている。これは短観が出た月ということで業況感について書いているということだが、前回の12月には「著しく」がなくて「悪化している」ということだったので、今回「著しく」が付いたということになる。住宅投資であるが、前月までは投資に先行する着工戸数が「再び減少」としていたが、1～3月について投資ベースも減少することがほぼ確実かと思われるので、「住宅投資も減少している」

としている。生産であるが、前月までは「在庫調整圧力の高まりを背景に、生産の減少幅はさらに拡大している」ということだったが、どんどんこの在庫調整圧力が高まる、あるいは生産のマイナス幅が拡大するという局面ではなくなってきたと思われるので、当月は「在庫調整圧力を背景に、生産は大幅に減少している」とさせて頂いている。先行きについては、輸出のところを変えている。「すなわち」以下のところであるが、「輸出や生産は減少を続けるとみられるが、内外の在庫調整圧力が減衰するにつれて、減少テンポは緩やかになっていくと予想される」としている。前月は生産について同様の表現をしていたが、当月は輸出と生産を纏める形でこういう形で書かせて頂いている。これは輸出について、海外の現地在庫、自動車や電子部品の在庫の減少というのがさらに進んでいるということが確認されているし、マイクロヒアリングでも輸出の先行きについて、減少幅が縮小するという蓋然性が高まってきていることもあるので纏めて書いている。ただ、これらの減少テンポは緩やかになる訳だが、国内は「一方」という形で、「一方、国内民間需要は」、「さらに弱まっていく」としている。輸出、生産周りは少し良いのだけれども、民間需要は駄目だと、こういうふうな書き方で全体として悪化を続ける可能性が高いとしている。あと若干の変化であるが、収益と資金調達について、これまで先行き「悪化」という表現を使っていたのだが、輸出や生産の減少テンポが緩やかになるということなどを踏まえると、どんどん悪化していくという方向性でもないかなということで、厳しい環境が続くというように微修正させて頂いている。物価については、変化はない。私からは以上である。

関根企画局参事役

それでは、金融パートをご説明する。最初の段落の金融市場パートであるが、前回の決定会合でもそうだったが、決定会合直前で相場が動いており、週末を挟んで為替は円安、長期金利は上昇、株価も上昇という形で変わっている。明日の相場もみながらでもあるが、このままの水準だと、お手許の資料のところの最後、「円の対ドル相場、長期国債金利および株価」

のところの表現を適宜変更させて頂きたいと考えている。続く、金融環境の部分であるが、ご覧のとおり、今回はほとんど変更がない。昨年の秋には、毎回の決定会合で、下線が引けない程大幅変更を余儀なくされていた状況とは、やや大げさではあるが、隔世の感がある。変更点は一点だけであるが、先程、企画局長からの説明にもあったが、先だって公表された短観で、中小企業のみならず、大企業でも資金繰り判断D Iや貸出判断D Iが大きく悪化していたことを踏まえて、先月は「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」としていたのを、「中小企業を中心に」という部分を削除させて頂きたいと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はないか。ないようであれば、今日はこれで終了する。明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府、出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。

(16時31分中断、7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。本日の議事進行であるが、最初に「公的部門向け証書貸付債権の適格担保の範囲拡大について」に関する執行部の説明と決定である。二番目に金融経済情勢に関する討議。三番目に当面の金融政策運営等に関する討議。四番目に政府出席者からのご発言。五番目に議案取り纏めと採決。六番目に3月17日、18日開催分の決定会合の議事要旨の承認である。政府の出席者のご紹介である。財務省からは、竹下亘財務副大臣、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.「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定（資料－7）

白川議長

それでは、公的部門向け証書貸付債権の適格担保の範囲拡大について執行部から説明して頂き、質疑応答の後、採決を行いたいと思う。

鮎瀬企画局参事役

それでは、本日追加でお配りさせて頂いている資料である資料－7の追加資料「公的部門向け証書貸付債権の適格担保の範囲拡大について」を説明させて頂く。本件であるが、金融調節の一層の円滑化を図ることを通じて、金融市場の安定確保に資するという観点から、政府に対する証書貸付債権及び政府保証付証書貸付債権の適格担保の範囲を拡大するほか、地方公共団体に対する証書貸付債権を新たに適格担保とするため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等、所要の措置を講じるというものである。まず、1.の背景と考え方について説明をさせて頂く。公的部門に対する証書貸付債権の適格担保上の取扱いであるが、現在は交付税特別会計向け、預金保険機構向けの政府保証付及び銀行等保有株式取得機構向けの政府保証付の証書貸付債権について、個別列挙の形で適格担保としている。これらの適格担保化に当たっては、入札によって貸付条件が決定されていることなど、市場性が確保されていることを勘案してきたところである。こうした中で、近年、これら以外の公的部門向けの証書貸付債権——特別会計向け、政府保証付、また地方公共団体向けであるが——についても、入札あるいはそれに類する方法により、貸付条件を決定するものが増えてきている。こうした点を踏まえて、入札等の貸付条件の決定方法等により市場性が確保されていることを要件として、政府向け、政府保証付及び地方

公共団体向けの証書貸付債権を、これまでの個別列挙に替えて類型的に適格担保とすることが、金融調節の一層の円滑化を図り、これを通じて金融市場の安定確保に資する観点から適当であると考えた次第である。なお、これらの証書貸付債権であるが、適格担保とするうえで、信用度の面でも問題はないと考えているところである。

そこで次に 2. であるが、本件における「適格担保取扱基本要領」の一部改正等の内容について説明させて頂く。まず、政府に対する証書貸付債権及び政府保証付証書貸付債権については、それら一般に適用する適格基準を定めることとして、市場性を確保する観点から、2 頁目の上の四角に囲んだ要件を設定することとする。すなわち、(1) 入札等の貸付条件の決定方法等を勘案して、本行が適格と認めるものであること、(2) 残存期間が 10 年以内のものであること、であって、この (2) の要件は、従来の交付税特別会計向け等と同じ要件である。また、こうした一般的な適格基準を定めることに伴って、従来から適格担保としている交付税特会向け等については、改めて適格性判定の手続きを経ることなく、引き続き先程申し上げた要件のもとでの適格担保に該当するものとして取り扱うこととする。なお、基本要領上のこれらの要件を受けて、下部規程における具体的な要件の方向性であるが、金利競争入札ないし複数の金融機関に金利を提示させる、いわゆる見積もり合わせといった方法で貸付金利が決定されていることであるとか、あるいは一定以上のロットであること、あるいはまた譲渡・質入れ制限がないことなどを要件として定めていく方針である。

次に、地方公共団体に対する証書貸付債権であるが、これらは新たに適格基準を定めることとなるが、市場性を確保する観点から、これについては、地方公共団体の資金調達状況なども勘案することとして、この四角で囲んだ要件を設定する。すなわち、(1) 入札等の貸付条件の決定方法、債務者における公募地方債の発行実績等を勘案して、本行が適格と認めるものであること、(2) 残存期間が 10 年以内のものであること、である。このうち、(1) の部分の債務者による公募地方債の発行実績等を勘案することについてであるが、下部規程においては、債務者である地方公共

団体が都道府県または政令指定都市であるか、あるいはそれ以外の先で全国的に幅広い投資家による購入を募るような公募地方債を発行していると認められる先であること、といった要件を立てていく方針である。

次に、担保掛け目であるが、これについては現在の交付税特別会計向けなどの担保掛け目と同じ水準の担保掛け目を適用したいと考えている。この四角で囲んだ数値である。(参考)の部分では、今回の措置により、適格担保化対象となる債権の規模について、差し当たりの試算結果を示している。入札等を実施しているものが合計で4兆円強存在するが、ただ、これらには現状譲渡制限が掛けられているものもあるので、適格担保化にはそれらが外されることが条件となってくる。また、今回の適格担保化の措置によって、入札などによる条件決定の実務の範囲が拡大していくことに繋がる可能性があるというように考えている。3.の今後の取り扱いであるが、ただ今申し上げた基本要領の改正等につき、ご決定を頂いたならば、実務的準備を進め、本年4月末までの総裁が別に定める日から実施することとさせて頂きたいと考えている。また、本件ご決定を頂いたならば、決定内容については執行部において適宜公表させて頂きたいと考えている。

4 頁目は、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(特別会計を含む。)に対する証書貸付債権および政府保証付証書貸付債権の適格担保の範囲を拡大するとともに、地方公共団体に対する証書貸付債権を適格担保とするため、下記の諸措置を講ずること。記。1.『適格担保取扱基本要領』を別紙.のとおり一部改正すること。2.1.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、交付税及び譲与税配付金特別会計に対する証書貸付債権については、政府(特別会計を含む。)に対する証書貸付債権に該当するものとして、また、預金保険機構に対する政府保証付証書貸付債権および銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証書貸付債権については、政府保証付証書貸付債権に該当するものとして、引き続き担保として適格なものとして取り扱うこと。」以上である。別紙の「『適格担保取扱基本要領』中一部改正(案)」

である。まず、4. (3) を横線のとおり改める。4. の (3) であるが、適格担保については、国債などの一部の例外を除いて、本行の取引先金融機関からの適格性判定依頼というのを待って、これを受けて判定を行うこととしている。ここで、従来、個別列挙の例外の方に位置付けていた交付税特会向け等を削除する一方、今回類型的に適格担保とする公的部門向け証貸債権については、原則的取扱い、すなわち判定依頼を待つということを適用したいと考えている。ただし、従来の交付税特別会計向けなどは先程読み上げさせて頂いた記書きの 2. によって手続きを省略できるということである。6 頁目別表 1 は「担保の種類および担保価格」であって、項番 20、21、22 の部分に政府向け、政府保証付、地公体向けをそれぞれ規定していく。担保掛け目は従来の交付税特会向け等と同じであるので、それぞれの項番の (1) ～ (5) は不変という形にしている。別表 2 が担保の種類ごとの適格基準であって、これは先程ご説明させて頂いた適格基準を定めさせて頂いている。附則ではこの実施時期を定めさせて頂いている。私からは以上である。

白川議長

ご質問、ご意見を願います。

須田委員

質問がある。入札等の貸付条件の決定方法というのは具体的にどのようなものか。競争入札のような形になるのが望ましいと思っているが。

鮎瀬企画局参事役

典型的なのは、金利競争入札ということであるが、それだけということにすると、現在の地公体等における借入れ実務では、そこまでなかなか付いてこれていないというところがある。ただ、金利競争入札までいかななくても、複数の金融機関から金利を提示させて、その中で有利なものを選んでいくという格好で競争的に金利を決定していくという手続き——入札

といった立派な手続きではないのだが、一応これは見積もり合わせと呼ばれているようである——もあるので、そうしたものまでは拾っていきたいというように考えている。

須田委員

随分前に貰ったメモの中で、入札を実施しても、採算重視のスタンスを採る銀行と、非常に低い金利でも出す地方の金融機関があるため、結局、そうやって競争入札すると取れないというような意見があった。もし低い金利で入札することがあった時にどうするのが少し気になった。

中曽理事

見積もり合わせを実際にやっている事例を聞くと、複数、三つ以上位の金融機関から、恐らく、そういう場合は、競争的な金利を提示させていると聞いているので、そういう中で、市場メカニズム的な串が一応かかると理解して良いのではないかと思う。多少アウトライヤー的な金利を提示してくる場合も、個別行によってはあるのかもしれないが、申し上げたように三つ位以上の金利を銀行が提示をしてくる中で、一応、メカニズムが働き得るものと認識して良いと考えている。

須田委員

資金を地公体が効率的に取れるようにすることが凄く大事だと思うので、その点は是非そういう格好になるように、競争的な方向に行くような形を後押しして頂けたらと思う。

中曽理事

むしろ私共が金利競争入札ということを出しているなので、発行者側も適格担保になるために、そうした競争入札的なプラクティスを入れていくようなメカニズムが今後働いていくのではないかと考えている。

野田委員

そういう意味では、先程、下部規程を少し説明されたが、基本要領の規定振りというよりも、やはりその運用として、今須田委員がおっしゃった、それから中曾理事もおっしゃった方向性をきちんと認識したうえで、個別にあたっていくということが必要だと思う。ここでは、下部規程そのものが示されていないので、口頭で説明されたが、実は先程おっしゃった下部規程そのものが極めて重要だと私は理解している。その辺もまた下部規程ができればお示し頂きたいとは思いますが、その前提として基本的な考え方をしっかりもう一度踏まえておいて頂きたいと思う。

西村副総裁

今のお二方と全く同じなのであるが、一つは、三社見積もりをやる際にきちんとした形でイコールフットィングの三社見積もりになっているかどうかは、実は分からないケースが多い。その意味で、逆に言えば、あまりにも形式的にやってしまうと、結局のところきちんとした競争的なメカニズムが働いていない、つまり一社だけ実質で、あとの二社はダミーということも有り得るので、それは注意しなければならない。その意味で、例えば、債務者における公募地方債の発行実績等を勘案するというのが非常に重要な点となる。

鮎瀬企画局参事役

見積もりで決定されてくる内容について、それが適当な内容かということころをみていくという面は難しい面があるかと思うが、例えば、見積もり合わせの場合に、見積もり合わせをしているが、常に同一の金融機関から借りているというようなことであると、これは何か変なことが起きていることが予想されるので、例えば、複数の金融機関からきちんと借入残高があるということ、確かに競争的に、ある場合はこの人、ある場合はこの人、というような形になっていることを確認していくのは、一つ考えられることかと思っている。

野田委員

要するに、市場性がどれだけ確保されているかということだと思う。なかなか難しいとは思いますが、常に実態面ということを中心に置いて頂きたいと思う。例外で変なことが起こらないように、ということである。

白川議長

今まで、地方公共団体については、公募債を担保に取っていたが、今回、こういう形で証貸債権を担保と認めた場合に、実際に、こういう債務を日本銀行に入れてくる先としては、地銀が当然のことながら多いというように考えて宜しいか。

中曾理事

基本的には地銀が多くなると思っている。

白川議長

今、直前の議論に出た市場性というところは大変難しいことではあるが、今出たご意見を踏まえながら下部規程の作成を宜しく願います。

野田委員

もう一点だけ宜しいか。これを発表すると、金融機関の担保繰りが厳しいのかなどと、直ぐに反応してしまうので——そのところは、現状、今月のマイクロヒアリングでもそれほど厳しい状態ではないが——、四角の中にあるようなベースでこういう措置を採ったのだということにしないといけない。あたかも担保の拡大ということが下方リスクになることを少し警戒したいと思う。

白川議長

今回、そういう意味では、記者会見で出るかは分からないが、出る場合

の質問としては、今野田委員がおっしゃったそういう類での質問が一つある。それからもう一つは、地方公共団体の財政状況が悪いと皆分かっているので、財政状況が悪い地方公共団体に対して、救済的にやっていくのかという感じでのいやらしい質問があると、今、頭の中で用意はしてある。他にご意見はないか。ないようであれば、採決に入りたいと思う。

[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

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

本件は、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. 金融経済情勢に関する討議

次に、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。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、山口副総裁、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員の順番である。それでは、山口副総裁からお願いします。

山口副総裁

前回会合後から、まだあまり時間が経っていないので、できるだけ簡単にしたいと思っている。前回会合後に公表された内外の経済指標などをみると、昨年秋以降の急速な経済情勢の悪化から、多少とも明るい方向への変化を窺わせるものがみられ始めている。ただ、こうした動きは悪化方向のものも含めて、基本的には我々の想定範囲内の動きと判断して良いと思う。勿論、これらの情勢展開を改めてどう評価するか、そうした評価を踏まえたうえで、内外の金融・経済情勢をどう見通していくかが、今月末の展望レポートに向けてポイントになることは言うまでもない。

まず、海外の金融・経済情勢から簡単にお話したい。国際金融資本市場は依然不安定な状態が続いている。米欧の金融機関の経営面への評価が一進一退を続ける中で、短期の金融市場ではTEDスプレッドが高水準で推移している。また、クレジット市場でも社債の対国債スプレッドがなお高止まっている状況である。この間、株価だけは振れを伴いつつも、このところ強含み地合いとなっている。先行きについては、米国におけるいわゆるストレステストの結果などを睨みながら、当面市場は神経質な地合いを続けるということではないかと思っている。

実体面であるが、米国と欧州の経済については引き続き大幅に悪化している。他方、中国については、財政政策の効果もあって、内需が高い伸びとなっているほか、NIEs、ASEANでは、IT関連での在庫調整の進捗から生産の減少ペースが鈍化してきており、景気下げ止まりの兆しがみられ始めているように見受けられる。このように、海外経済については全体として悪化が続く中で、足許一部で良い方向への動きがみられ始めている。この先、米国や中国を中心に財政面からの景気刺激策の効果が現わ

れてくることなどを踏まえると、海外経済全体としてもいずれかの時点で回復に向かっていくものと、この段階では想定しておきたいと思う。もとより、金融と実体経済の負の相乗作用、それから生産・所得・支出の負の循環がはっきりと断ち切られていくかどうかについてはなお不確実性が高いとみておくべきであろう。

次に、我が国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るし、先行きについても良い方向への動きを示唆する指標が出てはいるが、当面、内需の弱さが想定されるだけに、全体としてみると悪化を続ける可能性が高いという判断で良いと思う。3月短観における企業の業況感、業績見通し、設備投資計画などもこうした判断に沿ったものと言えるのではないかと思う。現状については、輸出や生産は大幅に減少し、内需も悪化しているという理解である。先行きについてであるが、幾つかの指標で悪化ペースの鈍化を示唆する動きがみられている。輸出については、2月単月ではあるが、実質ベースで前月比減少幅が縮小しているほか、中国からの引き合いの増加とか、現地在庫の調整進捗といったマイクロ情報もあり、輸出全体の減少テンポはこの先緩やかになっていく可能性が出てきているようにみられる。また生産についても、在庫調整の進捗に伴って、予測指数が下げ止まってきており、企業からのヒアリング情報も合わせて考えると、生産計画が下振れていく状態からは脱け出しつつあるとみられる。従って、当面は輸出や生産を中心に経済全体としても、これまでの急速な悪化には歯止めがかかる蓋然性が高まっているように思われる。もっともその先については、引き続き不確実性が高いということだろう。

いずれにしても、昨年秋のリーマンショック以降の世界規模でのパニック、すなわち信用の大幅な収縮、貿易取引を含めた最終需要の急減、生産や在庫の大幅な圧縮、それから企業、家計のセンチメントの著しい悪化といったパニッキーな事態がグローバルに継続し、我が国もこの半年あまりこうした波に飲み込まれてきた。しかしながら、生産、輸出等の実物面からみる限り、少なくとも我が国は第一波のショックからはなんとか脱却し

つつあるように見受けられる。この先、夏場にかけては米国の不良資産買取プログラムの成否如何といった面が大きい、ムード的には落ち着きないし多少の明るさを取り戻す可能性も小さくないように思う。問題はその先だと考えている。

幾つかの点を念頭に置いておく必要がある。一つは、今回の調整過程は過去数年に亘って蓄積されたグローバルな不均衡の巻き戻しのプロセスであり、それだけにグローバルな景気の回復に先行して、我が国の景気だけが回復に向かう蓋然性は小さいとみられること。二つ目は、信用の膨張とその崩壊を契機とする調整であるため、世界景気回復には、特に米国の金融システムの修復が不可欠の前提となる。ただ、それだけでは十分ではなく、グローバルに蓄積された不均衡の巻き戻しの過程である以上、実物面での様々な過剰の解消——つまり、設備の過剰、雇用の過剰といった問題の解決——もまた必要だということである。そして三つ目は、そうした必要にして十分な条件を達成していく、特に様々な過剰の解消を実現していくには相応の時間がかかり、その間、政策面からの下支え、これは日本ばかりではなく、グローバルにみても経済政策面からの下支えということであるが、こうした下支えが欠かせないということである。最後に、日本の場合、新たな世界の需要構造に見合った供給体制の再構築が重要であり、これにもまた相応の時間を要するとみられることである。そして、こうしたプロセスのもとで、ややオーバーに言うと、常時、企業や家計の中長期的な期待成長率の下方屈折の可能性あるいは、長い目でみたインフレ予想の下振れのリスクにさらされ続ける可能性があるということである。以上申し上げたような諸々の点を考慮に入れていくことが、やや長めの先行き見通しを作っていくうえでの重要なポイントであろうと今の段階では認識している。

次に、物価について一言だけであるが、消費者物価前年比はゼロ%にまで低下してきている。先行きについては、昨年上昇した石油製品や、食料品の価格上昇の裏が出ることから、夏頃には-2%を下回る水準にまで達する可能性も小さくないと思っている。さらに需給バランスの悪化による

物価下落圧力も徐々に高まっていくとみられるので、今程述べたことであるが、家計などの中長期的なインフレ予想が下振れないかどうか、こういった辺りについては、これまで以上に注意深くみ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

それでは、須田委員、お願いします。

須田委員

前回の会合で、私は「我が国の景気は徐々に底を探る展開に移りつつあるようだ」と述べたが、私のメインシナリオの先行きに対する見方が変わった訳ではない。問題はメインシナリオの蓋然性の度合いである。米欧における金融と実体経済の負のフィードバック・ループが解消したとみるのは早計であるし、グローバルな株価の上昇も政策効果に対する期待が先行している面が否めない。また、後で述べる景気底入れを示唆する内外の経済指標についても、達観すれば極めて低いレベルで下げ止まっている段階であって、政策効果や国際金融市場の動向やグローバル需要の回復が不透明な中で、予断を持たず慎重に見極めていく必要があることに変わりはない。目先のテールリスクは低下しつつあるし、少なくとも不確実性がどんどん高まっていくフェーズではなくなったと言えそうであるが、先行きに対する不確実性は依然として高いと言わざるを得ない。市場は今後、底を確認する作業に入っていくと思われるが、私としても、次回会合における展望レポートに向けて、各国の政策効果の出方や在庫調整の進捗度合い等を丹念にチェックしながら、足許の下振れの程度を確認するとともにメインシナリオの先行きの蓋然性について慎重に確認していきたいと思っている。

最初に米国経済であるが、前回会合以降公表された指標の中には、景気底入れを示唆する材料と受取られたものが少なくない。具体的には、3か月連続で改善したISM製造業景況感指数、2月の耐久財受注や非国防資

本財受注の増加に加え、個人消費関連では、消費者コンフィデンス指数が歴史的に低い水準ながらも漸く反発する中、3月の自動車販売がインセンティブ販売もあって予想程落ち込まなかったし、小売売上高も2か月連続で前月比プラスとなった。調整が続く住宅市場でも、住宅ローン金利が既往最低水準に低下するもとの、ローン申請件数が増加傾向を続けるとともに、2月は一戸建て住宅着工許可件数、新築住宅販売、中古住宅販売、それにFHFA住宅価格指数などが前月比プラスに転じている。勿論、こうした足許の動きだけで米国景気が底入れしたと判断するのはまだまだ危険である。住宅在庫が引き続き高止まっているほか、中古住宅販売の増加も40%から45%は差し押さえ物件の安売り販売が占めており、住宅価格の下落圧力は続いている。鉱工業生産指数も4か月連続の減少となり、設備稼働率は統計開始以来の最低水準を2か月連続で更新している。雇用環境も大幅な悪化が続いている。新規失業保険申請件数が26年振りの水準に膨らんでいるほか、3月の雇用統計でも非農業部門雇用者数が大幅減となり、失業率も8.5%にまで上昇した。しかし、市場はこうしたネガティブな材料には然程反応せず、株価は振れを伴いながらも上昇傾向を辿っている。米国の金融機関の問題は、ベアーFDIC総裁から、一部の金融機関は手の施しようがない状態となっていると言われていたなど、なかなか改善の兆しが見出せないが、今後は、時価会計の緩和、ガイドナー・プランやそれを受けた金融機関の不良債権処理の帰趨、そして各種経済政策が経済指標の持続的な反発に繋がっていくのかなど、引き続き冷静に見極めていく必要があると思っている。

ユーロエリアについては、引き続き厳しい状況が続いている。輸出や生産には依然として下げ止まる気配が窺われず、雇用環境が悪化するもとの、消費者コンフィデンスも既往最低水準を更新している。しかし、3月のPMIが製造業、サービス業とも反発し、中東欧経済への欧州連合やIMFによる支援の強化など、極く一部であるが明るい兆しも見受けられる。また英国でも、企業に対する信用アベイラビリティが改善傾向を示す中で、3月のネーションワイド指数が前月比プラスとなるなど、住宅市場に底入

れを期待させる動きが窺われている。

中国でも、PMIが6か月振りに50を超えたほか、NIEs、ASEANでも、韓国、台湾、タイなどの輸出や生産に改善傾向が窺われている。このように、欧州やアジアについても今後明るい動きが広範化していくかどうか、慎重に確認していきたいと思っている。

国内の経済指標にも、生産・輸出周りで、少し明るい材料がみられるようになった。2月の鉱工業生産指数は引き続き大幅な落ち込みとなったが、3月及び4月の予測指数は2か月連続のプラスとなっており、下げ止まる気配が窺われる。在庫が自動車や電子部品・デバイスを中心に足許減少傾向が明確になっている点も、今後に繋がる明るい兆しと言える。輸出についても、2月の実質輸出が減少幅を大きく縮小させた。ミクロ調査からも、中国やNIEs向け等に動意が窺われているとする業種がじわじわと広がりを見せているとの情報も聞かれているので、輸出の減少テンポが緩やかになっていくという見通しの蓋然性は高まっているように思われる。ただし、世界経済の成長率の先行きについて、不確実性が高い中、輸出、生産のもう少し先の動きについては、まだ不透明感が強い状況と言わざるを得ない。足許株高、円安が進んでいるが、これらの先行きも不確かである。一方、内需に関しては、減税や追加経済対策の効果、所得環境の見極めが重要であるが、先行きさらに弱まっていくと想定される。消費に関わる所得環境については、有効求人倍率の急低下や失業率の上昇、名目賃金の減少など悪化傾向がみられており、雇用調整助成金など雇用対策の下支えはあるにせよ、引き続き個人消費の足を引っ張ると予想される。商工中金の景況判断指数が2か月連続でプラスとなるなど、マインド指標には下げ止まりの兆しが窺われているが、足許の資本財出荷の大幅減や、3月短観の2009年度設備投資計画をみても、設備投資は今後一段と減少すると予想される。その減少の深さや長さを見通すうえでは、企業の中長期的な成長期待が下振れているのかどうか重要なポイントになるので、今後慎重な検討が必要である。また、足許、漸く下げ止まってきた公共投資についても、補正予算の組成などを受けて今後増加に転じていくのか、さらには定

額給付金や減税等を背景に、自動車販売などの個人消費や住宅販売に持ち直しがみられるようになるのかについても、4月展望レポートで丹念にチェックしたいと思っている。

物価に関するリスクについての考え方も基本的には変わっていない。原油など一次産品価格下落に伴う物価の下落は、交易条件の改善による実質所得増をもたらすので、消費などに望ましい影響を与え得ると言えるが、問題となるのは需給ギャップ拡大が続く中での物価の持続的な下落である。その場合、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクがある。他方、より中長期的な観点からは、グローバルな金融緩和や積極的な財政政策がインフレ率を高めやすい環境を作り出している点にも留意が必要である。海外ではそうした中長期的なインフレリスクを指摘する声が増えているのも事実である。原油をはじめとする国際商品市況にも底打ち感が出ているし、今後、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が回復軌道に乗る蓋然性が高まってもなお、過度に緩和的な状況が続くようであれば、インフレ率を予想以上に高めてしまいかねないということを、中央銀行として常に意識し続けておく必要があると思っている。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

金融経済情勢について総括すれば、前回定例会合以降に明らかになった経済指標、調査結果等は、世界の民間需要が急激に収縮する中で、我が国経済が輸出の大幅な減少を起点として、前例のない角度と深さで悪化を続けていることを一層明確にした。一方で、短観や鉱工業生産データには、輸出と生産等について下げ止まりの兆しを示唆するものもみられた。国内民間需要の方はさらに弱まっていく可能性が高く、景気は、暫くは悪化を続けるとみられるが、少なくとも前年度後半のフリーフォールの悪化の

状況からは脱しつつあるとみられ、これがその先の反転に繋がり得るのかどうか、今後丹念に点検していく必要がある。

1月の中間評価との比較では、引き続き大きく下振れて推移しており、今月末に新たに策定する2009年度の経済見通しについては、大幅な下方修正が必要になると考えているが、2009年度後半以降は持ち直していくという中心的な見通しの大枠については、この時点では一定の前提のもとで維持したいと考える。状況を仔細にみていきたいと思う。

まず国際金融資本市場であるが、著しく不安定な状況が続いているという状況に顕著な改善はない。引き続き経済活動の大きな足枷になっており、金融と実体経済の負のフィードバックも続いている。一部の市場で機能の改善がみられ、株価も米国の大手金融機関の経営を巡る過度の悲観論の後退に加えて、一部経済指標の好転やG20の一応の合意到達などから持ち直しをみているが、金融市場全体としては、各種の信用スプレッドが高水準で推移するなど、緊張は基本的には和らいでいない。

次に、海外経済であるが、そのうち前回会合から少し変化がみられたということで、米国経済だけ触れたいと思う。住宅や消費関連指標など一部に市場予想を上回り、底打ちの兆しを窺わせるものが散見されたが、これは足許の短期的な動き、ある意味では単月の動きであって、基本的には、一つに金融と実体経済の負の相乗作用や、二つに長期に亘って蓄積されたインバランスの調整、という構造的な下押しが続く中、景気の大底はなお見通し難い状況にある。こうした中、米国財務省は、3月23日に不良資産買取りの官民共同プログラムの具体的な内容を公表した。先の2月10日のプランの公表の時とは打って変わって、株式市場等ではまずは好感されたが、我々邦銀の1990年代の経験を踏まえて改めて述べれば、プログラムの成否の最大のポイントである売却価格の問題は、最後は、売り手側の金融機関がタックス・ペイヤーズ・マネーの多寡をインセンティブとしてどう評価するかという問題であり、それが見定められない現在、その実効性については依然として評価は難しいと言わざるを得ない。

次に、我が国経済であるが、前回会合以降の動きを整理する。まず3月

短観であるが、改めて景気の急角度の悪化を裏付けるものであった。業況感は大企業から中小企業に至るまで押し並べて悪化した。その中でも、自動車を中心とする輸出型製造業の業況判断D Iが通常では考えられないレベルまで悪化し、世界的な総需要の急速かつ大幅な減退のインパクトを改めて象徴的に示した。また、設備および雇用の余剰感が急速に高まっており、2009年度の設備投資は、全産業ベースでみると大企業、中小企業ともに2003年度以降で最低のスタートとなった。企業収益が急減し、労働分配率が急上昇している状況下、企業は設備や雇用について一段の削減に踏み込まざるを得ないものとみているが、世界経済の回復がさらに後ずれし、企業の中長期的な成長期待の下振れを通じて、設備や雇用がさらに大きく絞り込まれるというリスク・シナリオを私は強く警戒している。この点については、後半のパートでももう少し触れたいと思う。

一方、生産、業況、製商品需給等で先行きのデータの改善を示すものもみられた。極めて低いレベルまで落ち込んだ末の反動とも言えようが、冒頭にも申したフリーフォールからの脱却を示唆するものとして、素直に受止めたいと思う。

次に、実質輸出であるが、2月は7か月連続の減少となり、ピーク(2008年1月)の4割減の水準まで落ち込んだ。もっとも、2月の前月比のマイナス幅は、1月対比でははっきりと縮小したが、これを、短観での海外需給判断も先行き悪化の度合いが、幾分和らぐ見通しとなっていることと繋ぎ合わせると、4~6月期以降、徐々に下げ止まっていくものとみられる。焦点はその先であるが、海外経済の回復に一定の前提を置いても、なお回復力の程度について不確実性は高いと言わざるを得ない。

続いて、個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、企業部門ほどではないにしろ、全体として弱まってきている。雇用は、雇用調整助成金の下支え効果も推定され、これまで実体経済の悪化度合いとの対比では相対的に持ち堪えてきたが、2月の有効求人倍率や失業率は大幅に悪化した。繰り返しになるが、労働分配率の急上昇等を踏まえれば、企業は賃金、雇用の双方を通じて人件費のさらなる削減に踏み込むとみざるを得ない。

こうした所得環境の悪化に加えて、株価や消費者コンフィデンスはなお極めて低い水準にとどまっており、物価の下落や生活支援定額給付金などの下支えもあるが、それらの効果は限定的とみられ、個人消費は当面、弱い動きを続けるものとみている。

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た。1～3月期は、統計開始以来最大の減産幅を記録した10～12月期をも大幅に上回るマイナスとなることは確実だが、在庫調整に一定の進展がみられており、減少テンポは緩やかになると思われる。鉱工業生産の予測データやマイクロ情報からは、4～6月期中にも生産の下げ止まりが期待されるところである。

最後に、物価である。2月のコアCPIは前月同様に伸び率ゼロとなったものの、石油製品の下落や食料の落ち着きを主因に、またそれ以外の財・サービスにおける値下げの広がりもあり、伸び率は低下というトレンドそのものは変わっていないと思われる。3月の東京都区部における上昇品目数と下落品目数の差は、昨年9月の116品目から43品目まで縮小したが、これは、このところ急速に増えている川上、川下を問わない企業の値下げ姿勢を示すマイクロ情報と整合的であり、除く食料、エネルギーの前年比は-0.4%と、2006年2月以来の大幅な下落となった。今後も引き続き足許の急速な需給バランスの悪化が、物価形成のダイナミクスにどの程度の影響を与えるか、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かという二つの観点から、物価関連データ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

水野委員、お願いします。

水野委員

前回の決定会合以降の経済指標をみると、輸出の減少ペースが緩やかになり、1～3月期に在庫調整が進捗し、4～6月期には減産が一服する可能性が出るなど、企業部門では一部で明るい動きがみえる。また、3月短観では、大企業製造業の業況判断DIが過去最大の悪化幅で、過去最低の水準まで落ち込んだが、先行きは悪化の一服が見込まれている。しかし、家計部門をみると、雇用・所得環境は厳しさを増し、個人消費も弱い動きが続いている。すなわち、2月の有効求人倍率は0.59倍と2003年2月以来の水準まで急低下した。有効求人数は前月比-6.7%と1977年5月以来のマイナス幅となり、先行指標の新規求人数も前年同月比-30.1%と大幅に落ち込んでいる。労働力調査においては、完全失業率が4.4%まで上昇した。現在、多くの企業が人員削減を行っているため、完全失業率は一段と上昇すると見込まれる。また、毎月勤労統計が遡及改訂された結果、雇業者所得は昨年11月以来、前年割れが続く形となった。

私は、製造業を中心に、正規雇用を含め雇業者数の減少はかなりの規模になっていくとみられ、失業率は既往ピークである5.5%をはっきりと上回っていく見通しであるという調査統計局の見方に同感である。民間内需関連を中心に弱めの経済指標も増えており、現在は、引き続き景気の下振れリスクを注意深く点検する局面だと思う。

さて、次回の決定会合では、展望レポートを取り纏め、公表する予定になっている。それを多少意識して申し述べると、現在は、2009年度後半から我が国経済は緩やかな回復軌道に復帰するという基本シナリオに関して、回復時期の後ずれ及び回復力の弱さの両面から、蓋然性が脅かされているのではないかとやや懸念している。以下では、そうした懸念を念頭に、ボードメンバーと議論しておきたい論点を挙げていきたいと思う。

第一は、需給ギャップの大幅な拡大による物価下落圧力についてである。調査統計局によれば、需給ギャップは、2009年4～6月期から7～9月期にかけては-10%近くまで拡大し、2010年度下期でも-8%台の大幅なマイナスが残ると想定されているとのことである。この点、3月短観をみる

と、生産・営業用設備判断D Iは+19%ポイントと前回比+11%ポイント、雇用人員判断D Iは+20%ポイントと、過剰超幅が大幅に拡大している。従って、短観加重平均D Iの過剰超幅も急拡大しているほか、6月予測をみると雇用過剰感はさらに強まる見通しである。これらは、2010年度まで物価下落圧力が強い状況が続く可能性、および今後、設備と雇用のストック調整圧力が高まり、景気回復時期が後ずれする可能性を示唆している。

第二に、海外経済の回復時期の遅れ及び回復力の弱さも気懸りである。世界全体の暦年の実質GDP成長率については、IMFが-0.5%~-1.0%、世界銀行が-1.7%を予想している。2010年はプラス成長となる蓋然性が高いものの、欧米の金融ビジネスの縮小、米国個人消費の回復力の弱さ、先進国の不動産バブルの崩壊、新興国におけるストック調整などから、2004~2007年のような+5.0%程度の実質GDP成長率への復帰は困難である。世界経済の回復後の復元力は力強さに欠けるものになる公算が高そうである。

なお、米国の金融安定化策の今後の流れについて触れると、一番目として、金融機関のストレステスト（4月末までに完了予定）を実施すること、二番目として、金融機関が官民投資ファンド（以下、PPIPという）を活用して不良資産を売却すること（早くとも6月以降になると思う）、三番目として、公的資金等によって過少資本となった金融機関の資本強化（ストレステストの実施後、半年以内に実施）を図ること、の三つのプロセスが見込まれている。しかし、注意しておくべき点も少なくない。すなわち、一番目として、PPIPの買取スキームは、売り手（金融機関）に比べて、買い手（運用機関）のメリットが大きいため、米銀がこのスキームをどの程度活用するか、不良資産の買取価格はどの辺りに決まるのかが不透明なこと、二番目として、ストレステスト、PPIPを活用した不良資産の売却を経て金融機関が過少資本に陥った場合には、大規模な公的資金注入が不可欠となるが、ポピュリズムが台頭する中、米議会がTARPの資金増額に必要な予算措置に応じない可能性があること、三番目として、PPIPの買取ス

キームはノンリコースであるため、買い取った不良な証券やローンに二次ロスが発生した場合、追加の財政負担が必要になることなどである。

いずれにせよ、オバマ政権が、米国の金融システムを立て直すことの重要性とそれに要する巨額な財政コストについて、米国市民と米議会に十分に理解してもらう努力を続けるかどうか注目される。

第三に、生産、販売の復元力の弱さを受けた企業の成長期待の下方屈折の可能性である。3月短観をみると、企業規模を問わず、2009年度は2年連続の減収減益が見込まれていること、輸出も2年連続の前年割れと、海外経済の回復時期が遅れると予想する企業が増えていること、2009年度の全規模全産業の設備投資計画は前年度比-14.3%と、前年の着地見込みである-5.4%を大幅に下回っていること、本行の各種施策にもかかわらず、企業金融を巡る環境は引き続き厳しいことなど、予想どおりとはいえ惨憺たる結果であった。また、全規模全産業の売上高、経常利益の弱さをみると、設備投資計画は今後下方修正される公算が高そうである。従って、今回の短観は、景気の下振れリスクは引き続き大きく、仮に、我が国景気は4~6月期に最悪期を脱したとしても、その後の復元力が非常に弱いものにとどまることを示唆していると評価できる。因みに、在庫調整の進捗に関しても、製商品流通在庫水準D Iの過剰超の前回比拡大幅は18%ポイントと、製商品在庫水準判断D Iにおける14%ポイントを上回っている点は気懸りである。この間、調査統計局は、我が国の潜在成長率を半年の間に2回引き下げ、12月見通し時点の1%台前半ないし半ばから、現在は1%前後と想定している。3月短観での減収、減益見通し、少子高齢化という人口動態等を考え合わせると、クロス・ボーダーのM&A、徹底した選択と集中が進捗しない場合、企業の成長期待の下方屈折が生じるリスクには相当な注意が必要である、ということになる。

最後に、非製造業の売上、収益動向とそれを受けた設備投資と雇用の抑制にも警戒すべきであるということである。調査統計局の分析によれば、鉱工業生産と製造業、非製造業の売上高の時差相関に関する過去のパターンを勘案すると、製造業における生産と売上の減少の非製造業への波及圧

力は、今後一段と強まると予想されるとのことである。確かに、設備投資削減の動きは今のところ製造業が中心であるし、雇用調整も、2月の所定外労働時間をみると、全産業では前年同月比2割減にとどまっている一方で、製造業のみでみると-47.7%とほぼ半減しているなど、未だ製造業が中心である。しかし、今後はこうした動きが非製造業の業績にはっきりと影を落とし、さらに非製造業自身の設備投資や雇用を押し下げていくと考えられる。

以上、展望レポートを意識した論点ということで改めて整理すると、一番目として、需給ギャップの大幅な拡大による物価下落圧力、二番目として、海外経済の回復時期の遅れ、及び回復力の弱さ、三番目として、生産、販売の復元力の弱さを受けた企業の成長期待の下方屈折、四番目として、非製造業の売上・収益動向とそれを受けた設備投資と雇用の抑制、の四点となる。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

前回会合で金融経済情勢を「遠くに淡い曙光がみえるが、足許から先行きにかけては、厳しい状況が続く」と申し上げた。その後、二週間が経過した現在を達観すると、不確実性——これはフランク・ナイト流の不確実性であるが——、が若干後退し、それに従って、市場によるばらつきが非常に大きいものの、コンフィデンスにも若干の回復がみられるようにみえる。そのもとで、二点程指摘し、その後個別に検討したいと思う。その第一点は、実物経済の面からみると、前回会合に比べて淡い曙光が足許に近づきつつあると言えるが、他方、遠くに臆気ながら浮かびつつある将来は、前回会合時予想されたとおりに、それをさらに超えて厳しいと言わざるを得ないということである。第二の点は、世界経済が同時に同方向に動く、いわゆる共時性——シンクロシティ——が明確になっており、地域間、

産業間の相関が高くなっている点に注意する必要がある。このことは、上方にも下方にもショックに対する変動が相互に増幅されることを意味し、ボラティリティの非常に高い状況が今後続くということを考えておく必要がある。

日本経済については、短観の結果を含め、既に委員方からの詳細が議論なされており、それを共有しているので、以下では世界の動きに絞って私の考えを述べたいと思う。

まず、第一の柱に基づく観点からみていきたい。世界経済と国際金融資本市場は、昨年後半からの負の相乗作用に一定の歯止めがかかる兆しが足許みられると思う。実物経済面では、中国で公共事業の影響が出てきているほか、米国にも2月データに幾つか底入れを示唆するものが現われ、地域的にも広がりが見られている。これを背景に、金融資本市場では、金融機関に関するネガティブ・サプライズが暫くなかったことや、米国で3月23日にPPIの枠組みが発表され、加えて、3月25日に従来の枠組みの外にあったシステムカリー・シグニフィカント・ファイナンシャル・インスティテューションズに対する新しいレゾリューション・レジームの構想が発表されたこと、そして4月2日には、市場機能の著しく低下した場合の時価会計基準の適用緩和等が発表され、これが金融市場に関してポジティブな影響を与えると評価されて、株式市場、クレジット市場ともに若干持ち直している。こうした金融資本市場の相対的な安定化は、実物経済へのプラスの影響が期待されている。しかし、仔細にみると、特に米国の2月の経済データは、既に野田委員が指摘されたように、単月の振れの可能性も否定できない。例えば、2月の製造業耐久財受注は3.4%増加したが、これは1月計数が大幅に下方修正された影響も大きいためである。確かに、複数の計数にプラス要因が出ているのは、エンカレッジであるが、これから直ちに底入れは近いと判断するのは早計である。同様に、欧州においても自動車販売が増加しているが、これはご案内のとおり補助金の影響であり、サステナビリティについては、十分注意する必要がある。

逆に、若干長めにみると、米国では今後さらなる悪化が見込まれるものが雇用面や住宅価格に多いという点には注意する必要がある。失業率は8.5%となったが、より気をつけなければいけないのは、雇用の先行指標とされる平均労働時間が季節調整後で33.2時間と低下し、同様な先行指標であるテンポラリー・ジョブスも減少を続けているという点である。住宅価格についても底入れの兆しはまだない。実際、品質調整済み実質住宅価格の推移をみると、現在米国では、バブルのピーク時から約3年強を経過しているが、ピーク後最初の2年間は米国10大都市の実質ケース・シラー指数は、1990年代の東京の推移——これは実質R R P I指数であるが——に比べて緩やかであった。つまり最初の2年間は穏やかであったのだが、実は過去1年間で急速に低下し、今や東京の1993年——この時は35%下落であるが——にほぼ近い状態になっている。しかも2月現在の下方モメンタムは当時の東京よりさらに大きく、厳しいということが言える。こうした動きは、単に循環的な要因だけでなく、中長期的な成長期待の下振れをもたらしている可能性がある。加えて、金融市場の安定化の実効性については、特にP P I Pの効果について、疑問視する向きも少なくないという点は、水野委員が指摘されたとおりである。このように、足許、幾つかのポジティブなデータ、そして大規模な財政の刺激から、米国経済は今年後半には底入れするという見方を変更する必要はないと考えられるが、その後の回復の動きは前回予想どおり、あるいはそれをさらに下振れるというのが適当ではないかと考える。世界経済の動きもほぼそれにシンクロナイズした動きになると考えられる。

次に、第二の柱の観点からみると、従来から指摘されていたように、大幅に需給ギャップが下振れし、長期化するリスクは依然として大きいことに加えて、世界経済が同時に同方向に動き、地域間、産業間の相関が高くなっている影響を十分に考慮する必要があるということである。これはどうということかと言うと、景気の反転が、世界経済の同時回復から輸出増を通じて、予想比大きくなる可能性も示唆しているが、逆にこれが国際エネルギー、食糧価格の上昇を通じて、交易条件そしてインフレーションを通

して日本の景気に悪影響を与える可能性も否定できないということである。石油等のエネルギーについては、1970年代半ばまでは石油メジャーが、1980年代後半から1990年代にかけてはサウジアラビアが、需要比十分な生産バッファーを持っており、エネルギー価格の安定に寄与していた。しかし、21世紀に入り、新興国需要の急増と地政学リスクの増大から、生産バッファーが需要比極端に小さくなる状況となっている。このため、世界需要、特に重要性を増している新興国需要の変動や地政学リスクの変動に対して、上がる時も、下がる時も、従来になく極端に振れる可能性がある。

世界経済の回復、特に先進国よりも新興国需要が早く回復するシナリオが実現する可能性が出てくる中で、エネルギー価格が底入れし、反転する兆しが出ていることも事実である。しかも、地政学リスクは中東を中心にこのところ高まっていることを考えると、何らかの外性的ショックや在庫の急減をきっかけにエネルギー価格が高騰する可能性も否定できない。今やエネルギーと直接の関連も持つようになった食糧についても、同種のボラティリティの上昇が起こっていることも指摘しておきたいと思う。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

中村委員

前回会合以降、我が国や米国においては、市場関係者の予想を上回る経済指標や先行きの改善を予測する指標が散見され、フリーフォール的な世界経済の悪化の度合いが幾分緩和されつつあると考えられる。例えば、我が国では、3月短観での大企業製造業の先行きの業況判断DIが7%ポイント改善する見込みであるほか、3、4月の鉱工業予測指数は前月比増加を見込んでいる。米国においては、2月の個人消費が市場予想程悪化しなかったほか、3月の自動車販売も販促効果等もあり前月を上回った。もっ

とも、水準的にはいずれも過去のトレンドからは大きく乖離しており、世界的な需要急減に伴う生産の落ち込みが、各国で雇用、所得の悪化に繋がっているほか、設備投資も縮小しており、世界経済が最悪期を脱し、回復基調にあるとの判断ができるまでには、まだ暫くの時間を要すると考えている。足許では、好材料に反応して世界的に株式市場が持ち直しているが、総じてみれば、国際金融資本市場は未だ不安定な状況が続いている。為替は、短時間に数円単位で値が飛ぶ事例が頻発するなど、ファンダメンタルズに対する認識の変化だけでは説明できない程、ボラティリティが高まっている。クレジット市場でも発行環境は昨年第4四半期に比べると改善しているものの、社債スプレッド、CDSプレミアムは高水準で推移しており、先行きの警戒感が強い状態である。バーナンキFRB議長は、先般の講演会で、金融システムが安定するまでは持続的な経済の回復は望めないと述べているが、世界経済回復の前提となる金融資本市場の安定化には、まだ相当の時間がかかる見込みであり、金融と実体経済の負の循環が続くと懸念される。

米国では、引き続き経済全般が大幅に悪化している。住宅の販売在庫は依然として高水準であるほか、住宅価格も、1月のケース・シラー住宅価格指数では、調査対象の20都市全てで下落し続けるなど、調整が続いている。また、雇用環境は、3月の非農業部門の雇用者数が前月比大幅に減少し、失業率も8.5%まで上昇するなど、月を追うごとに悪化している。また、今年に入って既に21行の金融機関が破綻したほか、ビッグ3の再建も混迷を深めており、米政府は自動車部品業者の資金繰り支援計画を公表するなど、企業や家計を取り巻く資金調達環境は引き続き厳しく、支出行動が回復するまでには、まだ相当の時間を要すると思われる。欧州でも、米国と同様に金融システムと実体経済悪化の負の相乗作用から経済が大幅に悪化している。消費者コンフィデンスが統計開始以来の最低水準まで低下しているほか、消費喚起のために独仏などで導入された新車買替え促進策も、自動車販売の押し上げには寄与したが、消費全体を押し上げるまでには至っていないようである。

中国経済は引き続き大幅に減速しているほか、N I E s、A S E A N諸国の経済も大幅に悪化しているようである。ただし、中国の3月製造業P M Iが昨年10月以来、初めて好不調の分岐点となる50を上回るなど、経済の減速に歯止めが掛かりつつあることを示唆する指標が公表されたほか、N I E s、A S E A N諸国ではこれまでの大幅な減産の効果もあり、景気悪化のペースは幾分緩和しているようである。

国内経済については、公表された3月短観では、過去最低の水準まで業況判断が悪化し、極めて厳しい経済の実態が再確認された。また、2009年度の収益、設備投資計画は、経済の先行きの不透明感を勘案すると、今後、一段と下方修正される可能性が高いことには留意する必要がある。2月の実質輸出は、1月までに比べて前月比減少幅が縮小しているが、これまでの大幅な減産により自動車等で在庫調整が進捗したほか、東アジア向けの輸出が幾分回復したことなどが寄与したためだと考えられるが、先行きの需要動向の不確実性は極めて高くなっている。例年であれば、各自動車メーカーから、2~3月頃には翌年度の出荷計画が船会社に提示され、船舶の手当てを始めるのが一般的であるが、今年は翌月、および翌々月分の計画までしか提示されていないようである。2月の鉱工業生産、出荷は、引き続き大幅に減少している。大幅な減産の効果から在庫は2か月連続で前月比減少しており、年央にかけて生産は下げ止まっていく可能性が高まりつつある。大手自動車メーカーの経営者からは、足許の生産はピーク時の半分に落ち込んでいるが、5月以降は65%まで持ち直し、その先については見通しが立てられないので、横這いで考えるしかないとの話も聞かれた。

雇用環境については、2月の完全失業率は4.4%と前月比上昇するとともに、パートの有効求人倍率もついに1倍を割り、労働需給が急速に悪化していることが窺われる。一方、賃金の調整も進んでおり、2月の一人当たり名目賃金は前年比2.7%減少したが、先行きも企業収益や生産の減少などを受けて、雇用の維持と引き換えに所定内賃金のカットに踏み込む企業が増大することも考えられる。また、雇用者の大半を抱えている小規模事

業所においては、業績の悪化に伴う収入減を賃金の圧縮だけでは対応できず、雇用削減に追い込まれる先が増加するのか、注意深くみる必要がある。個人消費は、上述のとおり雇用・所得環境が厳しさを増す中で弱まっている。雇用調整や賃金の引き下げが、さらに拡大すると、先行きの経済環境の展望が見通しにくいだけに、消費者マインドが著しく冷え込み、従来は不況時にも底堅いと言われてきた我が国の消費も水準を切り下げる可能性を否定できない。

消費者物価（除く生鮮食品）については、足許、前年比ゼロ%まで低下している。食料・エネルギーを除いた指数の前年比は、このところ若干のマイナスとなっているほか、刈り込み平均指数の前年比はプラス幅が縮小を続けるなど、基調的な物価上昇圧力は弱まっているようである。先行きも、石油製品価格の下落に加え、経済全体の需給バランスの悪化や、消費者の低価格志向の強まり、国内市場を巡る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。実際、大手スーパーやコンビニは多品目を対象に一斉に値下げを発表している。企業金融面については、後半のパートで述べさせて頂きたいと思う。私からは以上である。

白川議長

亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

これまで各委員から、金融経済情勢につき、詳しく報告がなされたので、ラストバッターである私からは簡潔に意見表明をさせて頂く。日本の景気は、短観の業況判断D Iでも示されたとおり、大幅に悪化しており、執行部の見方に基本的に異存はない。ただ、供給サイドでは、これまでの厳しい減産が奏効して在庫が減少する中、生産の底打ちと在庫削減ペースの鈍化が視野に入りつつある。このように、景気は底なしの不安な状況からは脱しつつあるように思われる。問題は、その先の回復力や持続性である。短観でみられたとおり、企業収益が大幅に悪化する中、設備、雇用は大幅

に削減され、個人消費も弱まっていく可能性が高いと思う。拡大方向にある公共投資も、大幅な民需下振れを支えるだけの力はないと思われる。そのため、今局面でも、日本の景気はやはり外需依存とならざるを得ない。そこで以下では、日本の輸出ウエイトの上位1位、2位である米国と中国の動向について確認しておきたいと思う。

まず米国の景気は、引き続き大幅に悪化している。とはいえ、懸案の住宅市場は、価格の下落傾向が続く中でも、着工や販売には幾分明るい兆しもみられ始めている。また個人消費にも、値下げキャンペーンや税負担の軽減によるとみられる底打ち感がみられ始めている。こうしたことを受けてか、企業の受注にも僅かながら上向きの兆候がみられる。このように、米国景気にも、足許、底入れに向けた曙光が差しつつあるように思われる。しかし、その先についてみると、政府の大型景気刺激策が目立った支出に結びつくといった状況は、今のところまだみられないし、後半パートでも触れる金融機関の抱える不良債権処理の問題への対応はこれからである。

一方、雇用情勢は、この先むしろ悪化していく可能性が高いと思う。そうした状況下、銀行の貸出態度が厳しいこととも相俟って、個人消費や住宅投資は、弱々しい動きが続くと思われる。また、長年に亘って積み上がった不均衡の構造的な調整が、各主体におけるデレバレッジ、すなわち過剰投資、過剰消費の是正といった形で時間をかけて進んでいくとみられることもあって、景気の下押し圧力は強いと思う。こうした中、今後とも不確実性が高い状況が続くと考える。

次に、中国の景気は、海外景気の悪化による輸出減少を主因に、一段と減速している。ただ、足許は、政策効果により各種指標に若干の改善がみられ、国内需要は底固いようである。特に、銀行貸出は3月も大きく増えたようであり、この1~3月だけで昨年1年間の8~9割分の貸出が実行されたとの観測もある。また、政府も4兆元の景気刺激策で足りないようであれば、追加対策も辞さない構えである。先行きについては、政策主導による内需拡大の明確化とともに、海外需要も底入れすれば、景気全体の浮揚に繋がってくると思う。特に、中国からの輸出先である先進国、とりわ

け米国の動向に左右されるところが大きいと思う。このように、中国の景気回復には、米国の景気回復の影響を受ける面もあると思われるので、この点からも、日本にとって米国の動向は、決定的に重要である。しかし、米国の景気動向には不確実性が高いため、日本の景気動向も不確実性が高いと考えざるを得ない。従って、日本の景気は、在庫調整が一巡したとしても、直ちに実需がついて来ずに回復に時間を要する、というシナリオもあり得べしと考えている。

次に、物価動向についてである。国際商品市況は、年明け以降、総じて横這いとなっているが、金や原油などが幾分上昇している。もっとも、このところの商品市況の動きは金融面からの影響を強く受けており、実需動向の判断材料とするのは難しいと考えている。国内のCPI（除く生鮮食品）は、2月は食料品の下落と石油製品の上昇が相殺し、1月に続いて前年比ゼロ%となった。指数を構成する524品目の中で、価格上昇品目数と価格下落品目数との差は+116となお三桁であるが、上昇幅を縮小ないしはマイナス幅を拡大している品目数は、上昇幅を拡大ないしマイナス幅を縮小した品目数より、75も多い。今後については、高速道路や電気、ガス料金、小麦など値下げの報道が多く、早晚、CPIは前年比マイナスに転じるとみられる。また夏場にかけては、石油製品のマイナス寄与により、大きくマイナスとなる可能性が高い。これらの政策や市況による外生的な価格下落は予測可能かつ一過性のものであるが、需要不足による内生的な価格下落はデフレの深刻化に繋がりがねない。そのため、こうした需要の弱さによる価格下落が広範化しないか、品目ごとに今後とも注意深くみていきたいと思う。以上である。

白川議長

前半のラウンドであるが、皆さんの議論を聞いていると、非常にトーンが似ているという気がした。文章上の確認はまた最後にするが、足許については、極端な落ち込みというのは段々と減少しつつあって、表現は人によって違うが、曙光というか明るさというものがみえてきて、当面、生産

が概ね下げ止まるという状況が視野に入ってきているということだと思
う。しかし問題はその先について不確実性があるということだと思
う。次回展望レポートの点検を行うことになっているので、本格的な議論は次回
になるが、取り敢えず現状及び非常に近い先行きというところで、我々自
身が今どのように評価しているのかを改めて確認したい。1月の段階で、
我々は中間評価を行った訳であるが、その中間評価との比較で言うと、現
在の足許の水準や近い先行きというのは明らかに下振れをしていると思
う。ただ、我々自身1月の中間レビューの後、2月、3月の決定会合で非
常に厳しい判断をしてきたので、いわば連続的に下方修正をしている。数
字自体は改善しているが、下方修正をしてきた2月、3月、特に直近の3
月の決定会合との比較でみると、さらに落ちてきたということではなくて、
ほぼ予想の範囲内であるという感じに私は受止めた。

問題は、近い先行きではなくて、もう少し長い先行きであるが、今日の
段階では、決定的な評価をするということではなくて、あくまでも今後の
ための論点という位置付けになると思う。まず、明るい方の動きからいく
と、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出、生産の減少テンポは緩やかにな
っていくということである。生産が正確にいつ下げ止まるのかについては
色々な見方があるが、少なくともこの1~3月までの非常にシャープな
落ち込みと比べると、明らかに下げ止まってくると思う。それが明るい方
の動きである。しかし、今度は国内民間需要の方がさらに弱まっていくこ
とが懸念される訳である。抽象的な言葉で表現すると、中長期的な期待成
長率が下がってくる結果、設備投資自体が抑えられていくことになるであ
ろうし、それから雇用面でもさらに調整が進んでいくことになるので、当
然消費に対して下押し圧力がかかってくる。それから、もう少し長くみれ
ば、そもそも世界経済全体として、今回の危機に先立つ時期において、色々
な過剰が蓄積された訳であるので、その過剰の修正というのはやはり時間
がかかる。そういうことを含めると、当面の明るい動きの後の姿について
は、不確実性が非常に残っているということである。ただ、それをどう評
価するかは、次回の決定会合で議論をしたいと思う。

物価については、前回までの議論との比較で、特に大きな論点があった訳ではないと受止めた。現状、あるいは先行きについて私の方から特に議論したい論点がある訳ではないが、取り敢えず今までの議論を踏まえて追加的なご意見があればどうぞ遠慮なくおっしゃって頂きたい。

須田委員

西村副総裁のグローバルな相関の話であるが、前は、グレートモデレーションで相関が低いと分析され、ただし先行きどうなるか分からないというような話もされていたが、それを変化させた要因というのは何だろうか。私は、やはり一番は、外的なショック——それをショックと言うか、どこか内生的なものもあるかもしれないが——、一種のオイルショックみたいなものがグローバルに起こると、石油の輸入国と輸出国の違いがあるにしても、全体的に先進国間では——同じ輸入国という意味では——、同じようなショックを受けていくということがあると思うのだが、この変化というのをどう捉えているか。

西村副総裁

単純化すると、やはり世界全体の金融システムが落ちたということが物凄く大きなショックで、それは下方向のショックとして完全なシンクロナイゼーションが起きたということである。あと、それから先程、申し上げた、要するに、資源価格の方のバッファが小さくなるというのは、次第に起きてきたことであるので、特にあの時点で急に起きたということではない。だけど、それはどういうことかと言うと、世界全体が、資源価格に対する影響に関しては、段々シンクロナイズする方向に向かう動きがあり、それとこれとが両方重なったという形が今回の場合のシンクロナイゼーションの一番大きなものであったと思う。大きさの点からみると明らかに金融市場のグローバリゼーションが起きたという影響が大きい。あとは、勿論ITの影響である。在庫調整の説明の時に、内外の在庫調整の説明をするというのは、多分昔はなかったと思うが、外の在庫調整が日本の生産

に直接影響を及ぼすというようなことが起こるのは、ITの発展の影響だと思う。グローバル化の効果は今まではどちらかと言うと、小さな動きについて相関をできるだけ小さくさせる方向に働いていたものが、大きなショックが起きた時には、同方向に動くような形になってしまったということだと思う。加えてもう一つ、先程私が申し上げることができなかった点がある。これだけボラティリティとか共時性が大きくなると、どういうシーケンスでショックが起きてくるかによって、我々への影響が非常に大きく変わってくるということである。先程申し上げたように、例えば、新興国のところで金融がある程度安定化して需要が起こってくるとすると、その需要が少なくとも全体としてはポジティブな需要になると思うのだが、それが今度は直接資源価格に影響を及ぼして、インフレに影響を及ぼすだろう。その大きさが、どちらが大きいかにによって、我々が受ける影響が全然違ってくる訳である。だから、そういう意味で、不確実性が非常に高くなっていくと同時に、いわばシーケンスがどういった形で起きているかのシーケンシングも極めて重要になってきて、それをみなければいけない。シーケンスというのは本当に分からないから、そういう意味では、将来に対して不確実性が大きくなっているということの一つの大きな要因だと思っている。

白川議長

同じ質問なのであるが、シンクロナイゼーションという観点からみると、今回は地域間のシンクロナイゼーションと、産業間のシンクロナイゼーションの二つの意味においてシンクロナイゼーションが高まったようにみえた。一旦はそういったものが消えたようにみえたが、足許は非常に高まってきている。その原因は何なのか。最後の方に西村副総裁がお答えになったように、今回の場合は、ショックがあまりにも大きかったから、地域間や産業間でもシンクロナイゼーションが高まった。もしこれが大きなショックでなければ、前と同じような形で、比較的ばらばらの動きを示し得るといふそういう仮説だということか。

西村副総裁

そうである。というのは、在庫調整にしても、結局、IT化で在庫管理が速くなると小さな動きに対して極めて的確に動く訳である。従って小さなショックならそういうショックがもし起きてきたとしても、その時点でそこで止まる訳である。ところが、全体の需要が大きくなってくると、シンクロナイゼーションは、小さなショックがノンリニアな動きをしてしまうので、その分、大きく出てくるということである。だから、リニアなところにかかっている部分の変化に関しては、恐らくシンクロナイゼーションの問題はないのだが、ノンリニアのところの影響が及んでしまうと、たまたまのショックが非常に大きな影響を及ぼしてしまう。

野田委員

グレートモデレーションが続いている状況の中では、ある種、リニアな状態が続いていたということだな。一頃、西村副総裁が、産業間だとか、あるいは業種間とか、あるいはもっとミクロの間で、シンクロとは逆方向で打ち消しあう影響が働いて、特に我が国でもそういったところはよくみられるので、海外の高成長と比べ、成長力が弱いのだという論旨を一回述べられたことがあった。それはリニアの流れが続いている状況であったということだな。それがある日突然、一方向に進行してくる。

西村副総裁

そのある日突然というのは、基本的にはやはり金融の影響。

野田委員

そういった整理であるな。

白川議長

あと、もう一点。先程、西村副総裁がおっしゃったが、バブル崩壊後の

日本との比較で、今回のアメリカの不動産価格の動きをみた場合に、最初の2年は穏やかであったが、足許ではアメリカの方が落ち込みが大きくなってきているということであった。ケース・シラーということであったから、それはアメリカの住宅と日本の住宅を比較しての議論か。それとも、商業用不動産も含めて、アメリカの状況が、足許、日本との比較でみてもやや危険な領域に入りつつあるという、そういう議論もインプライしている訳か。

西村副総裁

商業用はまだみていないので、分からないが、商業もアネクから見れば、かなり下がってきている。基本的には、証券化することによって伝播の時間は短くなる。アメリカのCMBSのような形で証券化されていると、影響がもし出てき始めた時には、まさにノンリニアに影響が出てくる可能性が高い。日本の場合は10年かかって、アメリカの場合は10か月でというのは、少し非常にいい加減な言い方であるが、その種のスピード感の違いがやはりあるのだと思う。

須田委員

アメリカは差し押さえ、投売りが凄い。日本では、個々人はローンを返そうともっと頑張ったのだが、アメリカの場合は、実際手放してしまった方が楽だという傾向があるから、価格の下落に占める投売り価格の寄与というのが、かなりあるということでは。

西村副総裁

日本の場合はリコースである一方、アメリカの場合はノンリコースである。その差が凄くあるのかどうか、少しそこは難しいところだ。

野田委員

恐らく、今西村副総裁が説明されているとおり、このところの日本と

の対比で急激に悪くなっているというのは、多分、その辺の影響が出てきているのであろう。

西村副総裁

不動産に関しても、明らかにそうである。不動産の場合、実質、日本はリコースである。それがアメリカの場合、CMB Sでやる。これは完全にノンリコースであるから、やはりこれから出てきた時には、相当大きなショックが出てくる可能性があるということだと思う。

野田委員

問題は、今、ケース・シラーベースで、10大都市の1月がピーク比30.2%落ちている。これがどこまでいくか、今信頼性はともかく、先物でみると-37.2%までいく、2010年の11月にボトムを付けるという数字になっている。さらに-7%ポイント程度で済むのかどうか分からないが、そういった数字である。ボトムはピークから-37%程度まで低下する、そういった計算である。

水野委員

今日の海外経済の話の中で、誰もあまり明確に触れなかったのは、ヨーロッパの話である。状況は芳しくないというか、産業構造でいうとドイツが非常に日本と似ていると思う。中東欧、それからラトビア、ハンガリー、チェコ、この辺りは政情も不安定であるし、あとロシアまで含めていくと、ドイツは周辺国については、日本よりも厳しいということと、元々自動車、一般機械が強いからこそ足許生産が悪いという意味では、ドイツは日本と似ているし、実際、同じような状況になっていると思う。それから、あと、中東とロシアのデータが非常に悪くなってきている。アメリカが決定的に重要だということでは、私も違和感はないのであるが、全体でみると、やはり金融面だけではなくて、実体経済の統計が悪い地域というのは、まだまだ多いなという感じがする。それから、グローバル・インバランスなの

で、ある意味で、アメリカの過剰消費の調整の裏側で起きているのは、日本、アジアの過剰貯蓄という言い方が良いのか、言葉を選ばなければいけないかもしれないが、日本の輸出も円安と海外経済、特にエマージング諸国が良かったということもあって、バブル的であったということである。ポイントは、輸出や生産は元に戻らないということなのだと思う。そうすると、今日皆様の議論の中にあっただと思うが、やはり雇用と設備投資のところ、ここについて、向こう半年から1年間心配していかなければならないのかなという印象を受けた。以上である。

白川議長

先程の足許の多少明るい状況について——悪い方もそうかもしれないけれど——、一応予想の範囲内だというように申し上げたのだが、敢えて言えば、皆様が予め思っている仮説との対比で、ポジティブ・サプライズであったのかどうか。その辺の微妙な感じなのだが。これだけ内外で減産すれば、どこかで在庫調整の進展から生産が増えてくる。これは定性的にはそのとおりであるが、その時期について——勿論、誰にも分からないけれども——、本当に早かったのか、あるいはこのようなものなのかという感じ、それが一つ。それから、もう一つは、足許、少し明るいムードになっているのは、アメリカの株価が持ち直してきていることである。その大きな要因として、金融セクターの極端な悲観が株式市場では後退している。後者については、自分自身にとってはややサプライズで、未だにそのようなことが本当にあるのかという気持ちが拭えないのだが、取り敢えず、株は上がってきているということが、色々な形でムードを明るくしている。ファンダメンタルズに規定して、もし本当に良くなっていれば、それはそれで勿論良いことであるし、そうでなければまた元に戻るという話なのだが、取り敢えず、足許、少し明るい動きが出てきていることについて、皆様どういうふうな感じでご覧になっているのかなと思った。

水野委員

前者のところについて、一言良いか。先程コメントでも少し言ったのだが、短観をみていくと、在庫判断のところでは生産在庫と流通在庫があって、そのうち流通在庫の方がむしろ増えている。4～6月で数字上は在庫調整は大体終わるのだが、流通在庫が増えているということは、在庫調整圧力という言葉を使うと、7～9月まで残ってしまうのではないかという感じがする。だから、そういう意味では、テクニカルには生産は、7～9月にプラスに転じるのだと思うのだが、4～6月が小幅なマイナスであると、そこから先の需要の見通しが見えない状況の中では、生産・輸出の調整が終わりだと言い切るのはまだ少し早いかなという感じがする。

野田委員

だから、そのレベル感である。先程サプライズという意味では、1月に、どんどん落ち込んでいた数字が、先に西村副総裁のおっしゃる曙光が全くみえない時には、もっともっと悪くなるという恐怖感があった。それからみると、ある種サプライズ、若干のポジティブなサプライズはあるのだが、よくよく冷静に考えてみれば、先程私も少し申し上げたように、ここまで落ち込んできた末の反転ということからすると、それほどサプライズをもたらすようなものではない。それと、まさに水野委員もおっしゃったし、先程亀崎委員もおっしゃったけれども、その先の実需がどこまでリバウンドするのかということが、最大のポイントである。

白川議長

それは、全くそうだと思う。そういった意味で、足許のプラスについて、それ自体をどういうふうにも評価するのかという話と、私も含めた皆様のコンセンサスとして、当面なにがしかの改善があるだろうが、その先本当にそれが持続可能なものなのかどうかということについて、非常に大きな不確実性が残っている。そこは次回の展望レポートの議論の時にもっと詰めて議論したいテーマであると思う。

野田委員

取り敢えず、誰も予測できなかつた予期せぬ在庫の積み上がりについては、企業の経営者の見方も何とか目途が付きつつあるなというところはあるのだが、その先については、やはりなかなか・・・。

中村委員

やはり、積み上がった在庫の規模の大きさに呆然とした面があると思う。これは、自動車については、国内と海外で需要が同時かつ急激に減少したことに加え、輸送中の流通在庫——船であれば仕向け地に到着するまで1か月程度かかる——が思いのほか多く、在庫の積み上がりを加速させた影響が大きかったのではないか。こうした中で、これまでは、どこまで在庫調整を進めれば良いか全く見通せなかつたが、調整が進捗するにつれて、当たり前といえば当たり前だが、底がみえてきた。ただ、話を聞くと、皆、異口同音に以前の水準まで生産や輸出が回復することはないと言っており、状況が落ち着いたときの水準が、従来の8掛けなのか7掛けなのかが極めて不透明である。また、企業は同時に、例えば、自動車を買うことは悪であるといった一部の見方に対応するために、製品の内容やラインアップ等を変えていく必要にも迫られており、非常に不安感を募らせているのだと思う。

亀崎委員

私は、良い指標が米国、中国、アジア、日本で散見されるようになってきてはいるが、米国とそれ以外で少し意味合いが違うのではないかと思っている。というのは、中国が一番強い訳であるが、スティミュラス・プランの影響が大きく、工業生産とか、人民元の貸出とか固定資産投資、製造業PMIなど非常に強いものが出てきている。日本からの輸出も、中国向けは、改善してきている。それから、アジア各国も、韓国、台湾、タイ、インドネシア等の輸出が少しずつ改善している。この辺は、中国との関連

がかなりあるのかなと思う。一方、米国の、例えば先程の住宅価格はまだまだ下がるだろうと思う。着工件数とか、認可件数が若干増えているが、これはまだまだ一時的なものではないかと思う。それから、個人消費は、まだ弱くなるであろう。米国の場合は、株が今上がっているが、まず、自動車大手のビッグ3、これをどうするか。これはやり方によっては激震が走るようなことになると思う。それからもっと大事なのはやはりPPIはできたが、先程もご指摘のように、価格付けがどうやって行われていくのか。これによってはまたがたがたするだろう。金融市場はまだ不安定なので、今の株価上昇というのは、非常にまだボラタイルで一時的なものだとみている。従って、やはりアメリカでは、これから7,870億ドルという大変な刺激策が実行に移されていくが、金融機関の抱えている不良債権の処理が、ちゃんとしていくのか、いかないのか、というのが、今後の方向性に関する相当大きな決定要因だと思う。

野田委員

だから、白川議長がおっしゃったように、後者のアメリカの金融機関の問題については、過度な警戒感が薄らいだに過ぎない。ただ、それで相当大きく下に株価は反応した。それが、少し戻っているということに過ぎない。今朝、また少し金融機関に対するネガティブな分析が出てくると、それに対して、やはり相当敏感に今度は逆にネガティブに反応してしまう。そういう意味からいくと、確かに、今の20%以上も反応するというのは、恐らく、一遇を照らしたら、他の光も少しみえて、少し周りの明るさがみえてきたという程度のことには反応したのだというようにみている。

須田委員

基本的に、金融機関に関する見方は同じなのだが、アメリカをみていると、平気でルールを変更していて、それでもう済ましてしまうというところが、日本みたいに、がちがちにルールのもとでやるということと、やはり違う。会計ルールも変えて、そのもとで収益が増えるのだとか、そういう

議論がなされていく国である。自分達でルールを作って、結果的に、大きな問題を起こさせないという可能性もあるなということを最近思う。

野田委員

あまり大きなことは言えない。日本も最近そうである。

須田委員

そう言えばそうであるが。

山口副総裁

ずっとそうやってきている。

須田委員

日本について言えば、やはりこれだけ円高が修正されて 100 円を回復するというと、企業収益についてはプラスだろうし、株価の問題も、今回はコンフィデンスのクライシスであるから、それがどこまで回復されていくか、それは先がみえないからなかなか難しいことだけれど、やはりテールリスクというか、大きく落ち込むことがなくなるということ自体でプラス効果はあると思うし、やはり今は良いことが起こっているということだと思っている。経済で今起こっている上振れが想定よりも早いか遅いかというのをどこで計るかは、マイナスが止まるとか、あるいはプラスになるとか、在庫調整が終わった時とか、色々な見方があるから何とも言えないが、やはり下げ止まって最初の勢いが出てくるのが、想定していたよりもこれだけ大きく落ち込んだ後だから早い。けれど、やはり皆さんがおっしゃるように、海外経済の成長率は、過去の 5%より下がるが——4%かそれ以下まで下がるが——、それがサステイナブルな成長なので——グローバルの成長率とともに日本の潜在成長率も下がる——、そういう成長率に乗ったとしても、そんなに勢いのある成長はそもそもない。2000 年代、2%を超えた成長であっても、我々国民の間では、景気が良いということは実

感できない状況だったが、それよりもサステイナブルな成長というのはもっと低い。生産性を上げない限り、今のままではもっと低い訳で、そのもとで物価がどうなるか——需給ギャップはなかなか分からないが——、そういう問題にも繋がってくると思う。今の生産性のもとだと、回復したといっても力強い回復は難しいなというように先行きをみている。

山口副総裁

全体として、実物も、金融も、やや期待先行という感じがありはしないか。国内の生産調整や、在庫調整、さらにはグローバルな調整についても、非常に大きなショックにぶつかって、大きな調整を余儀なくされ、その調整を取り敢えずこなしつつあるということだと思う。その過程では、ある種の落ち着きとか明るさが出てくるのは、ある程度当然ではあるが、調整後の生産のレベル、設備のストック、雇用の水準、こういったものがサステイナブルなのかどうかの評価は必ずしも十分には行われていないと思う。これからはその評価がポイントになる。ただ、ショックが非常に大きかっただけに、企業が長い目でみてのサステナビリティをきちんと読み込めるのかどうか。行き過ぎの調整をしっかりと行っているのか、なお調整不足にとどまっているのか、こういった点を先の持続性との関係できちんと判断するのは難しいことだと思う。結果的に調整不足がなにがしか残るリスクが高いのではないかという気がする。従って、当面は多少の落ち着きが出るかもしれないが、その先において——いつかは明確ではないが——、一段の設備の削減や雇用の削減が必要になるだろうし、それを踏まえての中長期的な成長期待の低下といったことが生じる蓋然性も高いのではないかと思う。それからPPIPの関係でも、株式市場は期待先行という感じがあるように思う。PPIPの二つの要素であるローンとセキュリティのうち、セキュリティについては、何とかうまくいくだろうと思う。去年TARPが失敗したのは、証券化商品についての価格設定が難しいことに原因があった訳であり、結局資本注入の方向に逃げ込まざるを得なくなった。あれとの対比で考えれば、証券化商品については、大分調

整が進んできている。しかし、ローンは依然として大きな問題であるという気がしている。ここは野田委員の言われたことと重なるのだが、本当に価格付けができるのか。それと、セキュリティについても、実際に価格付けが行われ、取引が行われた場合に、先々誰が儲けたのかというようなことに関心が集まっていく惧れがある。こうしたある種のポピュリズム的な評価についてもやはり気を付けておく必要はあろう。そういったことを考えると、アメリカの株にしても、日本の株にしても、期待先行という感じが強すぎないかという気が私自身はしている。

白川議長

山口副総裁と須田委員が今おっしゃったことと私自身は同じ感じを持っている。バブルが崩壊して例えば3年後の時点で、日本銀行自身かどうかというのは別として、世の中全体がどういう議論をしていたかということ、バブルが起きたことについては、段々認識が広がっていったけれども、調整が終わった後はまた前と同じような成長率に戻っていくという感覚はまだかなり残っていたと思う。だからこそ、土地が上がるという神話が結構長く続いた訳である。それから10数年経って、我々自身は厳しい認識に立っている訳だが、今欧米の人が、我々が持っているような感覚を今持っているかということ、現状ではまだそういう感覚は持っていないと思う。もしかすると、日本のようになるのかなという感じは言葉では言っているが、本当に政策あるいはビジネスをやる時に、そこまでの感覚を持っているかということ、多分持っていないのだろうと思う。ある段階でそれに気づいた時に、今私達が懸念しているようなことがグローバルに起こるのだろうと思う。私自身はそういう見方に立っているし、皆さんも多分それに近いと思う。ただ、一方で自分自身が議長という立場で同時に気にしないといけないことは、我々自身が日本のユニークな経験にかなりバイアスを持ってきているのではないかということである。日本の場合、バブルが崩壊して、それ以前の過剰な調整ということも勿論あったのであるが、あと、よく西村副総裁がおっしゃる1990年代の経済の波、技術革新、情報通信

技術の発達ということに対して、日本の社会が得意ではなかったという面もある。西村副総裁の言葉を借りると、擦り合わせ技術というか、加工組み立ての中で、擦り合わせをやっていくというタイプの産業には日本は強くて、まさに1980年代はそれで良かったのだが、1990年代はそれが逆に働いた訳である。エコノミストの表現を借りると、これは負の生産性ショックが起きたということで、日本の場合にはそれにも直面した訳である。そういう意味では、今回、世界経済は負の需要ショックではなくて、何か供給ショックに直面しているのだろうかということも同時に考えないといけない。そういう意味で、複眼的に考える必要があると思う。ただ、結論的には私は慎重にみた方が良いと思っている。

水野委員

白川議長は、Fedに対して日本の経験を伝えられていると思うが、そのとおりやっていないことが意外と多い。例えば、最近私が気にしているのは、AIGにみられるようなポピュリズムの動きが非常に大きいなという感じがするのと、最近そのせいもあって、米国の複数の金融機関が公的資金を返してしまっている訳である。大手も含めて公的資金を早く返したいということを言っている。本来、公的資金を入れて金融システムを安定化させるということが政策の意図だった訳で、勿論、納税者を守るということは凄く重要なのだが、金融システムを建て直すためにはある程度コストはかかるのだと、あるいはそれが政策目的であって、そのためのある程度の犠牲はしょうがないのだということをオバマ政権はあまり上手く説明ができていないなという感じがしている。そこは不安である。やはり銀行に対する見方というのはどの国も同じだなと思える一方、問題の大きさを考えると多分日本の比じゃない位大きいと思っているので、こんなところで最初から躓いて大丈夫かなというのは本当に思う。

白川議長

それでは、前半のラウンドはここで終了して、11時に再開をする。

(10時49分中断、11時00分再開)

白川議長

それでは再開する。

V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針について、お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。順番は先程と同じである。では、山口副総裁から願います。

山口副総裁

オーバーナイト金利の誘導目標については、現状維持で良いと思う。現在我々は、政策金利の引き下げ、潤沢な資金供給を通じた金融市場の安定、企業金融円滑化の三つの柱に基づいて、政策運営を行っている。今朝ほど決めた適格担保範囲の拡大措置も市場の安定確保に資すると位置付けることができると思っている。当面の政策運営も、基本的にはこれまでの考え方に沿って行っていくことが重要だと思う。

先行きの金融政策を考えるうえでの重要なポイントということになると、現状厳しい状態を続けている企業金融を巡る環境が今後どのように変化するかという点であろうと思う。企業の資金需要自体は、在庫調整の進捗、国際商品市況の下落、あるいは設備投資の減少などから、当面は減少する方向にあるということであろう。一方、資金供給の方も株価の大幅な下落を前提としない限り、貸出は相応の伸びが続くとみられるし、直接市場調達の環境も比較的良好な状態が持続するであろうと思われる。従って、今後の企業金融を巡る環境の方向性としては、引締め度合いがある程度緩和する蓋然性が高いとみて良いと思う。もとより、何が起こるか分からないので、リスクに対する感度を高めながら、先行きについては相当の注

意をもってみていかなければならない状況が続くであろうと思っている。特に、企業の決算が公表されることによって、企業の信用リスクに対する市場の見方が厳格化する可能性については注意が怠れないと思っている。

こうした点を踏まえると、当面は必要に応じて、企業金融面での追加的な対応が必要となってくるかもしれないという思いを持ちながら金融環境をみていくということが必要かと思っている。その先については、これからじっくり考えたいと思う。私からは以上である。

白川議長

須田委員、お願いする。

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。前半のラウンドで述べたように、内外の経済指標に明るい兆しがみられ始め、目先のテールリスクは低下しつつあるように窺われるが、不確実性は依然として高く、現時点で先行きに対するメインシナリオの変更を迫るような材料も見出せない。従って、今回も現状維持で良いと思っている。

さて、我が国の短期金融市場をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、本行の潤沢な資金供給や資金供給策拡充の効果等を背景に、年度末前後も誘導目標近傍で安定的に推移した。昨年来、年度末越えはハードルが高いと言われてきたにもかかわらず、こうやって昨年以上に落ち着いた年度末を迎えることができ、ほっとしている。短期金融市場のユーロ円など銀行間取引におけるターム物金利も、年度末前後を通じて低下傾向にある。C P市場でも、買現先オペや買入オペ、企業金融支援特別オペが奏効する形で発行環境は大幅に改善している。一方、債券市場に目を向けると、我が国の長期金利は引き続き狭いレンジでの動きとなっているが、米国の長期金利がF e dの長国買入れ報道により一旦大幅に低下した後、再び上昇するなど、ボラタイルな地合いが続いており、その国内への波及が懸念される状況に変わりはない。また、民間のアンケート調査で

も、債券の需給悪化懸念が強まっていることが指摘されている。長期金利が不安定化すると、レポ市場を通じて金融調節にも影響が及んでくる可能性があるため留意が必要である。一方、企業財務をみると、キャッシュインフローが落ち込んだまま、なかなか回復が見込めない中で、在庫高止まりに伴う需要、既に実施した設備投資向け需要、海外子会社への送金需要、予備的需要などを背景に、資金需要は当面高い状態が続くと見込まれる。3月短観によると、企業の2008年度経常利益は4割を超える大幅な減益となる見込みであるが、今後、企業の決算が判明するにつれて、格下げの動きがますます増加していくことも予想される。市場では、「5月危機説」も囁かれているようであるが、国際金融資本市場における緊張が再び高まったり、下げ止まりの兆しが窺われている内外経済情勢が再び悪化するようなことになれば、金融機関の損失拡大や信用コストの一段の高まりを通じて、金融仲介機能と金融システムの頑健性の両面にさらなる悪影響を及ぼしかねない。執行部におかれては、本来であれば年度末を無難に乗り切り一息つけるタイミングとは思いますが、金融機関の資金繰りや市場の動向に引き続き細心の注意を払い、肌理の細かい調節に努めて頂きたいと思う。なお、昨日の説明によると、市場動向をみながらゆっくりと当座預金残高を落としているとのことであったが、積極的な資金供給は当座預金残高の増大を示唆すると捉える向きもあるので、その点誤解がないように説明が必要かもしれない。年度末を越えても積極的に資金供給を継続するとしても、資金需要が減少したり、市場が安定化すれば、自ずと資金供給オペの必要性は低下する。結果的に当座預金残高が減少したからといって引締めではないことを分かってもらう必要がある。

さて、これまで金融政策としては、メインシナリオの下方修正とメカニズムが壊れない程度の下振れリスクを意識しながら、利下げ、潤沢な資金供給による市場の安定化、企業金融の円滑化のためのクレジット資産の買入れなどを行ってきた。現時点では、短観の結果も、これから出てくる1~3月の生産や経済成長率の大幅落ち込みやCPI（除く生鮮）の前年比マイナスへの転化は織り込み済みである。次回展望レポートでも、マイナスのゲタが大

きいこともあって、2009 年度経済成長率が具体的な数字はともかく、大きく下方修正することになりそうであるが、それも織り込み済みである。従って、今後については経済・物価の先行きが想定範囲内であると考えられる場合には、新たに政策対応を行う必然性はなく、基本的なスタンスとしては現状維持ということになると考えられる。しかし、短観についてノーサプライズと答えても、短観が悪かったのだから何かやらざるを得ないだろうという問いが多く寄せられている。従って今後過去のデータとはいえ厳しい指標が公表された時に、国民が現状維持で納得してくれるかどうか定かではない。ある程度の下振れリスクも意識して政策を行ってきているので、今後もこれまでの政策をしっかりと遂行することで景気の下支えを行うといったことを何度も繰り返し説明する必要があるように思う。また、追加的な対策が必要になる可能性を排除している訳ではないが、我々が示した「企業金融に係る金融商品の買入れについて」という基本的な考え方や銀行券ルールを無視して次の対策が語られることが多いことにも困惑している。例えば今後の対策として、買入社債の年限延長が指摘されているが、昨日の説明で社債市場も、C P 市場ほど明らかではないものの、発行が増えたことで各企業の発行金利が見出しやすくなっており、方向としては良い方向に進んでいると言えるということだったが、そういった状況下で、社債の年限延長といったようなことは現時点では選択肢に入らないと言える。また銀行券ルールの制約のもとで、長国買入れを現時点からみて最大限増額したにもかかわらず、長国買入オペの増額の意見も多く見受けられる。こういった対策が何のための対策かということをしかり考えずに主張されているケースが多くみられるので、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」の考え方や銀行券ルールについても何度も説明していく必要がある。

最後に、早いと言われるかもしれないが、エグジット戦略についても考えていきたいと思っている。現在C P 市場では、発行環境の改善で a-1 格以上の発行レートが短国レートを下回る官民逆転現象が発生している。C P 市場への介入については、私は当初よりバックストップ的なもので十

分であると主張してきたが、そうした観点からすると、現在の状況はやや行き過ぎと言わざるを得ない。リスク・アペタイトに回復の兆しが窺われつつある今日、このような状況が長く続くと、投資家の運用機会を奪うとともに、発行体企業に安く資金調達ができるという、行き過ぎた期待を醸成する可能性もある。勿論、今後企業金融が全体として逼迫し、買入れの考え方に沿って日銀がクレジット市場への関与を拡大していくことになる可能性も否定しないが、市場における日本銀行のプレゼンスが高まれば高まる程、エグジットは困難になる。今後、決算期を迎えた後も市場センチメントが曲がりなりにも好転に向かい、投資家のリスク・アペタイトが回復し続けても、我々がスケジュールどおりにクレジット市場に介入し続けることが、果たして企業金融の円滑化にとって好ましい選択なのかどうか、改めて検討しておく必要があるように思われる。仮にスケジュールを変えないのであれば、スケジュールどおりにオペを取り止めるということ、毅然とコミットし続けるといった配慮も必要になってくるケースもあるのではないかと感じているところである。以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

野田委員

我が国経済は、前半でも述べたとおり、輸出と生産等について下げ止まりの兆しを示しつつも、輸出の大幅な減少を起点として、前例のない角度と深さで悪化を続けている。また、後で述べるように厳しい金融環境が年度明け後も続くとみられる。こうした状況下では、極限的と考えられる現在の低金利を継続しつつ、その金融緩和効果を最大限に発揮させるべく、潤沢な流動性供給による金融市場の安定確保と企業金融の円滑化にフォーカスした政策を適切に進めていくことを運営方針の基本と考えている。従って、金融政策運営方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す、との現在の方針を維

持することが適当と考える。併せて、これまでに実施に移してきた一連の措置を含めて、我々が有する様々なオペ手段を、市場の予見可能性に配慮しつつ、着実かつ継続的に実行し、引き続き長めの資金に軸足を置いて、市場に潤沢な流動性を供給することにより、我々の金融市場の安定確保、企業金融円滑化に対する確固たる意思を示し、市場に安心感を与えていくことが重要と考える。

次に、若干リスク要因について述べたいと思う。4月の展望レポートを前にして、経済見通し、すなわち、中長期的な成長期待やインフレ期待が大きく変化しないもとで、2009年度後半以降、我が国経済が持ち直すという、あくまでもこれまでの中心的な見通しに対するリスク要因について、再整理とまではいかないが少し述べてみたいと思う。前半ラウンドでの皆さんの議論と重なる部分が多いので少し間が悪いというところがあるが、敢えて述べたいと思う。私は、昨年10月時点では、当時の経済の中心的な見通しを成立させる二つの前提、メカニズムそのものについてのリスク、すなわち、国際金融資本市場や米欧の金融システムが安定化に向かい、海外経済が減速ないし停滞局面を脱していくこと、二つに、国際商品市況が総じて安定的に推移すること、この二つを大文字のリスクとして指摘した。また、三つ目に、設備投資と雇用の下振れ、四つ目に、金融環境の悪化、この二つを小文字のリスク、すなわち、大文字のリスク程ではないが、大文字のリスクに付随的に生じるリスクとして注視しておくべきリスクとして重視していると述べた。この四つのリスクそのものは、今後も引き続き十分に意識していく必要があると考えるが、このリスクの文字のフォントについては、変化が生じている。すなわち、国際金融資本市場や米欧の金融システムが一段と大きな文字のリスクとなっており、また、設備投資と雇用の下振れ及び金融環境というものが、大文字サイズまでリスクが大きくなったとみている。一方で、国際商品市況にかかるリスクは、中長期的には十分に意識する必要があるが、目先は小さくなっていると判断している。その各リスク要因について若干付言したいと思う。

まず、海外経済に関連しては、各国政府・中銀の政策対応の実効性とい

うものが、世界経済の回復の速度に大きな不確実性を与える重要な要因として登場してきている。また、新興国に関して、特にこのところ資金流出が顕著になっていた中東欧経済のダウンサイド・リスク、これはG20で支援が打ち出され、足許は若干不安が後退したと評価できるが、中長期的には世界経済の動向次第という構造は変わっておらず、引き続き注視していく必要がある。

次に、設備投資と雇用の下振れについてである。企業収益が急減し、労働分配率が急上昇している状況下、企業は設備投資や雇用の一段の削減に踏み込むこととなろう。IMFをはじめとする国際機関は、世界経済の回復力が当面乏しく、成長率が過去の長期平均を少なくとも2010年までは下回るとの見方であるが、仮に、さらにそれ以降も明確な回復の展望が得られないような状況が続き、なおかつ、我が国において外需の低迷とそれをカバーする内需の有力分野が育ち切れないような場合には、企業の中長期的な成長期待がさらに下振れ、設備や雇用が一段と絞り込まれるリスクが高まる。これは可能性が相応に高いリスクシナリオ、大文字のリスクとして、私は強く意識しているところである。

続いて、金融環境である。企業の営業キャッシュ・フローは急激に落ち込んだが、これまでのところ資金繰りは全体として借入れ増などでカバーされている。また、CP市場の機能もかなり回復した。もっとも、社債市場では、投資家のリスク回避姿勢が根強いままで、下位格付先の社債発行が依然として低水準にとどまっているほか、短観でも確認されたとおり、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする企業が増加している。年度明け後も、全体として厳しい金融環境が続くとみている。すなわち、在庫調整の進捗により運転資金ニーズは減少しており、設備投資計画の大幅な圧縮により設備投資ニーズも早晩落ち着いてくるとみられるものの、肝心かなめの営業キャッシュインは減少が暫く続き、その後も急速な回復が見込みがたいと思われる。財務内容の悪化、つまり信用力の低下が避けられない中で、企業の資金繰りについては引き続き警戒を怠れず、金融面から実体経済への下押し圧力が高まるリスクからは引き続き目が離せない

い状況だと考えている。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

今年の1～3月期を振り返ると、国際金融市場は大混乱に陥ったと言える。為替相場と長期金利は乱高下し、株価は世界的に大きく調整した後、急反発した。3月だけをとれば、世界の株式相場は2003年以来の大幅高、これはS & P 500 指数でみると8.5%上昇ということで、2002年10月以降で最大となるなど、一見、景気回復の予兆ともとれる動きとなっている。もともと、クレジット市場は引き続き信用リスクが高いとみており、株価反発もショートカバー的な色彩が強いとの見方が大勢である。欧米主要国の政府が緊急の金融システム対策を次々と実施し、中央銀行が非伝統的な金融政策に踏み切って潤沢に流動性を供給したことで、漸く一息ついたところとみておくべきかと思われる。

本行の金融市場調節では、年初から年度末越えの資金供給を積み重ねるなど潤沢な資金供給を行ってきた結果、大幅な超過準備が続いている。その結果、短期金融市場では、オーバーナイトレートは低位に安定し、G C レポ市場でも、一部外資系証券等が期末日の資金確保を急ぎ、かつメガバンクが資金を出し惜しんだため、レートが時々強含んだものの、国債買現先オペを積極活用した結果、総じてみればレートは落ち着いて推移し、また、C P 買入オペ、企業金融支援特別オペに加え、C P 現先オペを積極活用したため、ターム物取引は大きな波乱はなく、C P レートは年度末に向けて予想以上に低下する、といった成果を残した。

海外中銀も含めてこの間の金融政策運営を振り返ると、前回の決定会合でも若干触れたが、政策金利の引き下げ余地がなくなる中、明示的にそれを認めている訳ではないが、主要国の中央銀行は、量的緩和政策あるいはF R B に代表される信用緩和政策、あるいはそれらのハイブリッドとも言

える金融政策運営を今続ける、あるいは模索しているということが言える。3月は、まずイングランド銀行が、ギルト債・社債等を大規模に購入するアセット・パーチェス・ファシリティを決定した。また、3月18日、本行が前回の金融政策決定会合で、国債買切オペの規模を年16.8兆円から一気に年21.6兆円へと増額した。これまで信用緩和政策を進めていたFRBが、我々が決定したのと同じ18日に、FOMCで、市中から購入するエージェンシー・モーゲージ、エージェンシー債を大幅に拡大すると同時に、新たに米財務省証券も3,000億ドル購入して総額1兆7,500億ドルとすることを公表した。この結果、金融市場では、今後多くの主要国の中央銀行が、政府の財政拡張路線に呼応する形で長期国債の購入を進めていくと予想されるとの見方が強まった。この見方は適切ではないが、実体経済と金融の負の相乗効果が一段と深まり、地域的にも広がりを見せる中、民間部門が抱えているリスクを公的部門（政府、中央銀行）に一時的にシフトさせて、急激な景気悪化、所得の低下を回避するという動きは、現実には発生している。

このように、政府部門へのリスク移転が大規模になる結果、今後国債価格のボラティリティは高まる方向にあるということ、その長期金利の過度な変動を中央銀行が封じ込めようとする、却って国債市場が不安定になる可能性があることには留意が必要である。特に、我が国では、一番目として、財政規律が低下してくるとの債券市場の見方等を受けて、長期債利回りに財政プレミアムが上乘せされてきたこと、二番目として、昨年度に度重なる経営からの益出し要請によって、メガバンクの債券ポートフォリオの簿価が上がっていること、三番目として、欧米の長期金利の上昇など外的ショックによる金利上昇要因に国債市場が脆弱であること、などを踏まえると、債券相場のボラティリティが高まりはしないかという点は今年度上期に注意を払うべきリスクの一つであると思う。

なお、国債買切オペという施策自体についてであるが、本行は欧米の中央銀行に比べて、節度をもって国債買入額を増額していると自負している。メディアでは、日本銀行も国債買切オペの大幅増額にいずれ踏み込まざる

を得なくなるという見方もあるが、国債買切オペに関する本行の考え方は、FRBやBOEの国債大量買入れとは異なることを丁寧に説明していくべきであると思う。そのように考える理由は、一番目として、米英の債券市場では中央銀行が国債の大幅な買入オペを公表して以来、ボラティリティの上昇、あるいは国債イールドカーブのステイプ化という傾向が観察されること、二番目として、先程言及したように我が国には長期金利を不安定化させる固有の要因があるということである。

さて、我が国では在庫調整が一巡する見通しがたつと同時に、株価反発、円高懸念の後退、CPIレート安定など金融市場も若干落ち着いてきているため、現在、本行に追加的な金融緩和措置を求める圧力は一服しているように感じられる。しかし、先行きを展望すると、次のようなリスクがあるため、全く予断を許さない。すなわち、一番目として、米国の金融システム不安が払拭されたとはまだ言いがたいこと、二番目として、コアCPIの前年比上昇率が近々マイナスに転じ、その後マイナス幅が大きく拡大する蓋然性が高いこと、三番目として、5月のゴールデン・ウィーク明け位から企業決算への懸念から株式市場の不安定化や、格下げ件数の増加という展開になりかねないこと、四番目として、それを受けて金融機関の資本制約が強まり企業金融の目詰まりがまた復活する可能性があることなどである。

最後に、当面の金融市場調節についてであるが、現状維持が適切だと思う。なお、本日執行部から提案があり、決定した適格担保の拡大については、いずれも民間金融機関等からかねてより要請されていたものである。金融市場での不測の事態に陥った場合の民間金融機関の資金繰りに対する不安を和らげる効果が期待できると思う。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、前回会合以降若干改善の兆しが見られるという程度であり、現状は大幅に悪化、先行きも悪化が続く可能性が高いと、前回会合での判断に添う形で推移している。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、今までの政策を維持するのが望ましいと考える。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。

さて、銀行券ルールについて、分かりにくいという論調が多いので——私の元同僚を含めてだが——、その意味を私なりに明確にしておきたいと思う。まず背景として——皆さんもうご存知の件であるので、これは一応テイクノートということであるが——、日本では、短期の資金需給に制度的要因や季節要因から起因する著しい振れがあることに注意する必要がある。その為、金融機関が日銀に持っておきたいと考える当座預金量が大きく振れる。この振れを均しながらターゲットとする政策金利をコントロールするため、日本銀行は金融調節、つまり様々な流動性の高い短期資金を購入あるいは売却することを適切に行っている訳である。

この際、短期的な制度的、季節的資金需給変動要因が、経済活動を規定するような中長期金利の大きな攪乱要因にならないように十分注意をしなければならない。大きく変動する当座預金への需要を機動的に満たし、かつ中長期金利への影響を最小限にするためには、機動的に購入、売却することのできる、つまり流動性の高い短期資産を平均的な当座預金量に比べて十分に大きく持つ必要がある。

日本銀行のバランスシートの負債サイドは、これは色々なものを全部取り払い非常に単純化すると、銀行券と金融機関当座預金であるので、資産サイドに当座預金に比べて十分大きな短期流動資産を持つということは、これは逆に言えば、資産サイドの長期資産額が銀行券に比べて十分に小さいという必要があることを単に意味する訳である。

日本銀行は、物価の安定を保ちながら経済成長に資する成長通貨を安定的に供給するという役割も負っている。それは主として長期国債の買入れ

によってなされ、従って資産サイドの長期資産の主要なものは、長期国債である。適切な金融調節の為に負債サイドの金融機関当座預金に比べて十分大きな短期流動資産が資産サイドで要ということは、負債サイドの銀行券に比べて、資産サイドの長期国債残高が十分に小さい必要がある、ということの意味する訳である。

このように、適切な金融調節のもとで、すなわち短期的な制度的季節的資金需給要因が、中長期的な金利決定の攪乱要因にならないようにしながら政策金利をコントロールする為には、長期国債保有残高に関して銀行券規則的のようなものが必要であることが分かる。

ただし、平均的な当座預金量に比べて流動資産をどの位多く持つ必要があるかということは、つまり必要なバッファというものは制度的、季節的、そして銀行の行動様式にも依存している。従って、厳密な数値規則とすることはできないことも事実である。そういう意味で、現在の銀行券規則が唯一絶対のものではない。しかし、現行規則はシンプルで紛れがなくトランスペアレントなので、一つの重要な基準として望ましい性格を持っていると考えている。

このように銀行券規則は、決して恣意的なものではなく、適切な金融調節を行いながら、成長通貨を安定的に供給するという条件を満たすために、我々が自らに課した規則という性格を持っている。このことは逆に言えば、銀行券規則の再考が必要になるような状況になるかどうかということは、金融調節のスムーズさを犠牲にしてまでも、長期の資金供給手段をもって通貨をより供給しなければならない、何らかの緊急性と高い必要性を持った状況になるかどうかということにかかっていると言える。

最後に、先程須田委員がおっしゃったことについて私も少し付言したいと思う。というのは、現在金利が0.1%ということになっていること、そしてそれ以外の様々な、言わば信用の分野での金融政策を行っているということから、我々の金融緩和に関する態度というものを示す指標がみえにくくなっているということがある。特に、量ということに関しては、量が単純に緩和の度合いを表すのではないということ、逆に言えば、緩和の度

合いが高くなれば逆に量が減るということもあるということを十分に我々は情報発信をしていかなければいけないと考えている。そうでないと、不必要な誤解もしくは、為にした誤解というのを巻き起こさないとも限らないので、この点については——総裁を含めて我々もそうだが——、十分な情報発信をしていかななくてはと思っています。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

中村委員

日本経済の見通しならびにリスク要因については、前回のコメントと大きく変わらないので、省略させて頂く。金融政策について若干コメントしたいと思う。各国の中央銀行は、世界的な金融危機に対応するために、次々と非伝統的な金融政策を採用している。本行も、金融政策面から我が国経済を支えるため、昨年秋以降、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援に関して様々な措置を実施してきた。CP買入オペは、CPの発行金利の低下や発行残高の増加という形でCP市場の機能回復に寄与したほか、企業金融支援特別オペは当初の想定を上回り、残高が7兆2,000億円まで積み上がっており、企業金融の円滑化に大きな成果があった。CP市場の機能改善や企業金融支援特別オペは、TIBOR等、ターム物レートの低下などの形で他の市場にも波及し、企業金融全体の円滑化に貢献できていると思う。また、前回の会合で決定した長期国債買入の増額については、本行が積極的に資金供給手段を活用していく方針にあることが改めて確認されたため、市場の安定確保に効果があったと評価する市場関係者が多いようである。社債買入については、買入対象が限定的であることもあり、オペの応札額はオファー額を大幅に下回っている。一部の市場関係者からは、対象期間や格付けの緩和を求める声も挙がっているが、本行の措置は社債市場の資金仲介を肩代わりすることが目的ではない。中央銀行が社債市場に関与することにより、社債市場の流動性を高

めるとともに安心感を醸成し、適正な価格形成のもとでの市場の活性化を促す効果等を主として狙って導入した措置であり、セーフティネットとしてそれなりの役割は果たしていると思われる。我が国では間接金融の比率が高く、従来から社債については幾つかの問題点が指摘されるなど、社債市場が十分発展してこなかっただけに、引き続き市場の動向を見守っていく必要がある。

一方、将来的な資本制約の懸念を抱えている我が国の金融機関は、企業業績が急速に悪化していく状況下では、信用コストの増加懸念から、一部の超優良企業向け与信を除けば、総じて融資姿勢を慎重化させている。従って、本行が様々なオペを通じて供給している資金が、必ずしも十分に民間企業に行き渡っていない側面もあるように窺われる。今後も、企業業績の悪化によるキャッシュ・フローの減少が見込まれる中、合理化等に伴う資金需要の増加が予想されるので、先行きの企業金融の環境はさらに厳しくなる可能性が大きいと思われる。このため、緩和的な金融環境を示現するとともに、金融機関が金融仲介機能を積極的に果たせるための環境整備が求められている。競合関係にある欧米の金融機関は既に公的な資金注入を含め、資本増強を行っているほか、公的な信用補完を受けている先もあり、上述の観点から我が国の大手銀行と資本政策の在り方につき認識と理解を深めていく必要があると思う。

こうした中、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、経済を下支えするとともに、これまでに導入した施策の効果を見極めるためにも、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。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

前半で述べたとおり、我が国の景気は、漸く底なしの不安から脱しつつ

あるようであり、金融市場や金融機関も心配された年度末を大きな波乱もなく無事乗り切ることができた。ただ、3月短観の足許D Iの悪さ、特に企業金融関連のD Iが昨年末より悪化していることは、金融市場への直接のアクセス手段を持たない中小企業などでは、一段と厳しさを増している先が増えていることを示しており、引き続き注意が必要であると思う。こうした中、金融政策運営上考えておくべきリスク要因としては、前半で述べた海外の景気動向のほか、以下のような金融市場の問題が挙げられると思う。

まずは、米国金融機関の不良資産の問題である。不良資産の処理は、リーマンショックの直後から、その必要性が強く言われてきたが、半年経った先月、官民共同ファンドによる処理策が打ち出された。漸く望ましい方向に動き出したと評価できるが、不良資産の価格付けがスムーズに行われるか、また投入資金の多くを保証するFDICの保証料や実損発生時の財源をどうするかなど、不明な部分も多く、現実には上手く機能するか不透明な点も残っている。また、その前提となる金融機関へのストレステストの結果、新たな問題が発生するかもしれない。加えて、自動車大手への救済問題も、再び混沌としてきており、景気回復への不確実性を増大させつつある。

次に、中東欧の経済情勢である。最近、EU諸国が中東欧諸国向けに追加の支援策を決定した点は評価できるが、これで危機が乗り切れるかどうか、乗り切ったとしても、深刻な景気低迷が続くとみられる中、債務返済負担に耐えられるかどうか、こうした不安が、市場混乱に結び付く火種となる可能性には注意せねばならないと思う。いずれどこかで、債務リストラ策が必要となるのではないかと思われ、まだ大きなリスクと考えている。

日本については、金融機関を含む各企業の昨年度決算の内容が、これから徐々に判明し始めるが、その中で、市場への影響力の大きい企業が思わぬ欠損ないしは債務超過に陥るなどといった問題が明らかにならないとも限らない。この場合、再び市場に緊張をもたらす可能性があるため、十分警戒しておく必要があると思う。景気面での不安が幾分後退するもとで

も、このようなリスクがある中では、本行としては、コールレートの誘導目標を0.1%という十分に低い水準で維持するとともに、これまでに導入した様々な流動性供給策、企業金融支援策を継続して、市場における不安感の台頭を抑えていくことが重要だと考える。なお、万一、市場が動揺した場合でも、前回決定した国債買入れの増額が機動的な流動性の追加供給に資するほか、現在札割れとなっているCP・社債買入れや、プルーデンス政策である株式買入れ、そして本日決定した公的部門向け証書貸付債権の適格担保の範囲拡大、さらには現在検討中の劣後特約付貸付制度などは、金融市場の安定確保のために機能すると考えられる。

このように、本行としては危機対応のための有用なツールを、幅広く揃えることができていると思う。当面はその効果を見極めていく局面であると思うが、今後とも状況の変化に応じて、可能かつ有効な施策を、プロアクティブに絶えず考えていく必要があると考える。以上である。

白川議長

まず、調節方針であるが、全員現状維持ということであった。幾つかの点について確認ないしは議論をしたいと思う。一つは、企業金融の現状と先行きをどう評価するかということ、二つ目は、社債の買入れについての評価、それから三つ目は、金融政策に関する説明ということである。まず最初に、企業金融の方であるが、企業金融の現状については、皆さんの評価は一致していたかと思う。年度末も無事に越え、資金繰りの状況も一頃の非常に悲観的な状況から随分改善して、一服感が出ていると思うが、そういう現状評価と、この前の短観で示されたように、企業が先行きの資金繰りについて引き続き厳しくみているということはどう整合的に理解するかということである。これも大体皆さんの意見は一致していると思うが、改めて自分の言葉で整理をしてみたいと思う。まず、資金需要の現状であるが、在庫調整の進捗から在庫資金が圧縮され、国際商品市況の下落から原材料コストも低下した。それから設備投資も——これ自体は良いことではないが——減少し、その分設備資金も圧縮されてくるということで、資

金需要自体は減少している。一方、資金供給の面では、銀行保有株が大きく下落して、その面から銀行貸出が抑制されるということがなければ、足許CPの調達環境も好転しているし、供給の面でもこれ以上悪くなったという要因はない。そういう意味で、需要面、供給面から、取り敢えず足許は改善方向に向かっていると思う。ただ、リスク要因も色々あるということである。一つは、今もちょっと触れたが、株価の下落による銀行の資本制約の強まり、それから社債の大量償還がこの4~6月にも控えているということ、さらに様々な決算リスクもある。これは3月決算が5月以降発表され、赤字決算が発表されるとか、あるいは監査法人の否認リスクもそうであるが、もろもろどういう反応がマーケットに起こるか分からない。従って、自らの資金調達についても常に不安感があるということをやはり強く意識しているのだろうと思う。それから、そもそもこれは前半の議論とも関連するが、足許の取り敢えずの明るさを得た後、経済の状況が厳しくなっていくということも考えると、当然、企業に対する信用リスクの評価も厳しくなってくるので、そうしたものが常に企業経営者の頭をよぎっていると思う。そのように考えると、企業が先行きの資金繰りについて警戒感を持っているというのは、十分理解できると思う。ただ、先程申し上げた理由で、足許、改善方向に向かっていることも事実だろうと思う。それが取り敢えず企業金融の評価である。

次に、社債の買入れについてどう考えるかということである。前回の会合の時は、第一回の買入れが終わった直後であるし、記者会見でも、取り敢えず初回であるのでということだったが、今日の会見では当然二回目の結果を踏まえて、もう一回社債買入れについてスタンスを聞いてくると思う。勿論、将来については、先々の金融経済の状況を点検しながら、全てオープンに考えることが必要であるが、取り敢えず今日時点で我々はどういうふうに考えているかということである。まず、社債の買入れ自体は二回とも札割れであったし、今後も続く可能性が高いとみておいた方が良いでしょう。ただ、社債の買入れの狙いは、先程中村委員からも丁寧なご説明があったが、社債市場における資金仲介を日本銀行が大規模に肩代わ

ることを目的としている訳ではない。あくまでも日本銀行が一定の範囲で買い入れることを通じて、価格発見を促し、その面から市場の流動性の回復を支援していくということである。それからそもそも社債市場自体というより、全体として金融企業の円滑化に貢献していくということだと思う。そういう意味では、社債の買入れ自体を単独でみるということではなく、これも含めて日本銀行が行っている様々な措置の結果として企業金融がどのように向かっているかということの評価が一番重要だろうと思う。この点では、前回も申し上げたが、ドル供給オペもそうであるし、CPの買入れ、企業金融支援特別オペはいずれも相応の効果を発揮していると思う。具体的には、CPの発行環境が改善してきているし、銀行貸出も高い伸びが続いており、TIBORについても、緩やかではあるが、低下がずっと続いている。それから社債市場も上位格付けについては発行がむしろラッシュしているということである。そういう意味で、こうした企業金融の改善効果というものが、他の市場にも波及していくとか、あるいは社債の中でも格付けの低いものに徐々に染み出していくことも期待されるので、我々として社債の買入スキームを現時点で直ちに変えないといけないということではないと思っている。ただ、繰り返しになるが、先行きについて、不確実性がこれだけある以上、我々としていつもどういう施策があり得るかということ自体は検討を続けていく——先程、亀崎委員からもそういう話があったが——、そういう姿勢で臨みたいと思っている。

それから、金融政策の説明であるが、私も含めてボードメンバー全体として、金融政策の丁寧な説明がやはり非常に大事だと思っている。これまでも努力しているが、今具体的に提起されている論点に即して丁寧な説明が必要だと思う。まず、国債の銀行券ルールとか、個別の論点に入る前に、金融政策全体について、我々は一体今どのようにこの政策を考えているのかということであるが、前半の議論とも関連するが、現在の経済情勢の認識にやはり立ち返る必要があると思う。現在生じている世界的な金融危機と景気的大幅な悪化というものは、2000年代半ばの数年に亘って蓄積された金融経済活動あるいは実体経済における様々な行き過ぎが巻き戻さ

れる過程で生じていると思う。そういう意味で、世界経済が本格的に回復するには、この不均衡の是正が進むということが不可欠の前提なので、それには時間がかかるということは、やはり冷静に認識しておく必要があると思う。その際、経済政策に求めることは二つのことだと思う。一つは、経済の底割れを防ぎながら不均衡の是正をできるだけ円滑に進めていくということである。具体的には、各種のセーフティネット整備を拡充すると同時に、急激な有効需要の落ち込みを防ぐということだと思う。そうした観点から、各国の政府・中央銀行は対策を採っていると思う。つまり、急激な有効需要の落ち込みを防ぐという面からすると、財政政策、金融政策を積極的に展開しているし、セーフティネットという面でみれば——これは財政政策の一部でもあるが——、雇用面のセーフティネット、金融の面でも、流動性や資本の面など様々な面でセーフティネットを講じてきていると思う。こうしたアプローチで現在の問題に世界各国が対応しているということだと思う。日銀については、日銀の金融政策をどう説明するかということで、この前から政策金利の引き下げと、それから長国の買入れを含めた潤沢な流動性供給による金融市場の安定確保、それから三つ目にCP・社債の買入れをはじめとする企業金融の円滑化支援という、三つの柱で説明をしている訳であるが、これは実際に我々がやっていることでもあり、やはり無理のない説明であると思う。他の中央銀行をみても、結局この三つの柱でやはり整理をされていると思う。同じ問題に直面している以上、中央銀行のアプローチが結果としてやはり似てきているのだと思う。そういう意味でこの三つの説明の仕方はやはり丁寧にやっていく必要があると思う。どうしても分かりやすい指標一個で政策の説明を求める気持ちは勿論分かるが、しかし現在直面している経済がそれだけ複雑だということの反映として、単純な指標では説明しにくい。やはりこのことを丁寧に説明していくしかないと思う。丁寧に説明していくというのは様々な側面があるが、一つは勿論、講演とか記者会見とかあるいは対外発表文もそうであるが、あとはより即物的な話として、例えば日銀のホームページの中で、金融政策あるいは金融調節に関する情報も、全部載ってはいる

のであるが、なかなか普段みていない人にはやはりアクセスしにくい感じもある。この面でも従来から日本銀行は努力しているが、他の中央銀行も随分見直しをやって努力しているので、日本銀行も負けていけないなどという感じがして、ここはしっかりとやっていく必要があると思う。それから、長期国債に関する銀行券ルールについては、先程須田委員、西村副総裁から丁寧な説明があったが、私も全く考え方を共有している。前回の決定会合以降、色々な場でこの件に関する質問があったが、一番多かったのは国会の場であった。勿論質問者の質問の角度によって若干答えを変えてはいるが、丁寧に説明してもなかなか本当のところ分かったという感じになっていないと感じることも事実である。多分これは哲学に関する部分もあるのだが、もうちょっと即物的な意味で、なかなか理解しにくいのだろうなという感じがする。先程西村副総裁がおっしゃった、例えば、資金需給の振れが大きくて、そういう時に短期のオペ手段が必要だということも全くそのとおりで、この場では共有されている訳だが、なかなか外部で共有されないというか、意識として感覚として難しい。ただそう言うてはあれなので、引き続き努力をしていこうというふうに思う。それから、先程水野委員がおっしゃった点、つまり、これだけ日本の財政の状況が悪いだけに、日本銀行のこうした姿勢があることが逆に長期国債市場の安定に繋がっているのだという点は非常に大事な視点だと思う。私が今まで色々なところで説明した時の感じでいくと、その説明というのは比較的ずっと入る人には凄く入るなという感じがして、むしろそういうことがあるから逆に、これだけ日本の財政状況が悪いにもかかわらず、国債の金利が安定しているということである。この点も人によって違うのだが、ここで議論したような論点を丁寧に説明しないといけない。私自身が注意しているのは、その論点を丁寧に説明すると、何か日本銀行が積極的な金融政策をやりたくないから言っているのではないかとみられるが、それは全然そうではない。いつも私自身が言っていることは、日本銀行の使命に照らして、これだけ状況が厳しい訳なので、我々として予断なく考えていることも同時に言っ——このバランスが非常に難しいのであるが——、やはりその

両方を言っていく必要があると感じている。

水野委員

今の纏めで全く違和感はないのだが、一つは、国民が——政治もそうだと思うが——今回の世界的な金融危機がいつまで続くのかが分からないが故に——これは政策当局も分からない中でやっているのだが——、どういう時間軸でものを考えていくかということ、政策効果が現れるまでにはやはりある程度時間がかかるということも含めて、説明していかないといけない。特に我々はこの半年間色々な政策を打ってきていて、かなりフォワード・ルッキングな対応をしてきたつもりであるが、日本銀行はそう思っている、その効果がどういう形で出ているかという評価はなかなか一般の国民には共有されにくい。今回の問題に対して中央銀行ができることはかなり限界があって、需給ギャップの大きい点はある程度は財政政策で埋めてもらって、ただ残りの部分は時間をかけながらペイシエントな気持ちをシェアしていくことを促していくことがかなり重要かという気がする。中央銀行がゼロ金利制約という、これ以上下げたら副作用を考えないといけないところへきている中で、さらにやれることを考えると、色々な実験は可能なのだが、それが本当に長い目でみて良いのか悪いのかということを見ると、相当ぎりぎりのところをやっているという感じがしている。だからもう少し長い目でみて頂きたいと言って納得してくれれば良いのだが、なかなか納得してくれない。ただ、それだけ大きな問題であると、百年に一度の経済危機だと言っているが、私の印象ではその割に政策対応は1年の効果を期待しているところがあって、そうではないということも世論にはやはり説明して頂く必要はあると。あるいはそうでなければ、我々が世論と認識を共有していくことが必要かという気がする。

野田委員

須田委員も、水野委員もおっしゃったのだが、我々は最近フォワード・

ルッキングという言葉あまり使わないけれども、少なくともこれまでやってきた政策は、足許だけではなく——ましてやビハインド・ザ・カーブではなくて——、相当フォワード・ルッキングにやってきている。如何せんと言うか、残念ながらと言うか、市場はやはりどうしても足許の悪化だけに目が向いていて、日銀がそれに立ち遅れているのではないかという見方をしている。これは、我々の説明不足であるが、本質的に言って、そこはもうなかなか溝が埋まらないのかなと残念ながら感じている。事あるごとに説明しているし、先程白川議長もおっしゃったように、その場では分かって頂いているケースは多いのだが…。

水野委員

家へ帰ると忘れてしまうのだな。

野田委員

別の意見というか、日銀が遅れているとやはりなりがちなので、それは非常に残念である。もっと我々は努力をしないといけないと本当に思う。

白川議長

前段の議論と関連するが、我々自身、1月に中間評価を出して、あの段階でも不確実性は大きいし、下振れを意識するということはかなり言った訳である。その後2月、3月と想定する線より悪い線で不確実性が顕在化してきたが、その都度、そういう情報発信はしてきている。しかし、今度4月末に展望レポートを出して——今度は数字という形で出る訳であるが——、ゲタの要因もあるが、中間評価対比下振れさせたという時に、それで日本銀行はどうするのかというような問題設定になりやすい。我々自身は連続的にずっとやっていて、フォワード・ルッキングという言葉を使うかということは別にして、少なくとも現状から先について、かなり先をみてやってはいる。しかし、引き続き努力するとしか言いようがない。

水野委員

説明責任と結果責任という言葉を対比で私はよく使うのだが、もう結果責任を負っているのだと思う。ただ、結果を直ぐに求められても無理なことも多いのだということを言っていかななくてはいけないという気がする。説明は、白川議長が国会に2003年を越える回数を出られてもう十分やって頂いているし、色々な形で発信はしているのであるが、ただ、1月対比で言えば実際に景気の見方自体が我々も数字の上では甘かったと言われかねない。もっとも、あの時に弱い数字を出すことが正しい行動だったかという、不確実性が高いということを十分言っていたという説明をするのだが、多分なかなか分かってもらえないという気がする。

白川議長

前半議論したように、我々自身、少し長い目でみて、かなり厳しくみているというのがこの場のコンセンサスだと思うが、そういうふうな情報発信を欧米の同業者はあまりしていない。それはそう思っていないからしていないという面と、思っているけれども、やはり色々な意味でまずいからしないと、多分両方あると思う。しかし、そうなってくると、やはりどこかで失望に転化するのだと思う。失望は色々なフラストレーションに繋がって行って、それは保護主義にもそうだし、色々な規制強化にもなっていくということで、経済の体質面を悪くすることになりかねない。先般報告したように2月のG7では

ということを行った訳であるが、自分がG7で発言した今までの中で

はその部分であった。ただ、そういう部分であるが、対外的には、そうした発言が、その後もほとんど出ていない。これは必ずしもいけないと言っている訳ではないが、やはりそのギャップが怖いなという気がしている。

西村副総裁

一点だけ付け加えてお話ししたいのは、やはり時間が経つにつれて、段々

第二の柱の部分が大きくなってきたという感じがしている。先程亀崎委員がおっしゃったように、情勢変化に伴って可能な施策をプロアクティブにということについても、我々は十分に考えていけないといけないという感じがする。特に、先行きの景気に関して言うならば、物凄く不確実性は高いのだが、それと同時にテールリスクも相当大きくなってきているということについて、やはり我々は十分に考えていけないといけない。それは景気だけではなくて金融市場についても同じような問題が生じているので、十分に考えていけないといけないなと思っている。この第二の柱を上手くどうやって説明するかは、これはまた難しい話ではあるが、少なくとも我々の中ではそうした考え方を持っていないといけないと思う。

白川議長

他にあるか。それでは、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、お願いします。

竹下財務副大臣

経済・金融情勢の見通し、大変厳しいという共通の認識のもとに、皆さん方が努力していることは真正面から受止めさせて頂く。

本年度予算が成立して、31日にまず総理から多年度の経済対策を4月中旬位までに纏めなさいというのが、まず第一点で出てきた。そして、それをほぼ受けるような形で、昨日改めて総理指示ということで、GDP比2%を上回る真水規模の対策を検討すること、優先項目、一、非正規労働者に対する「新たな安全網」の構築、二、資金繰り・危機対応への万全な措置、政府系金融のフル出動、三、太陽光発電の抜本拡大、世界最先端の研究者の支援強化、四、介護・地域医療に対する国民の不安の除去、五、自治体の地方活性化への取組みの応援、これが優先事項である。さらに、3Tの原則——これはなぜ横文字を使ったか分からないのだが——、一、ターゲットド——重点化されたもの——、二、タイムリー——時宜を得たもの——、三、テンポラリー——一時的なもの——と、こういう総理指

示が出てきて、タイムスケジュールで言うと大体 10 日までに経済対策を纏めて、できれば今月中に、そのうち今年度の補正でできる部分をどう打ち出していくかということで、国会へ補正予算を提出するというようなスケジュールで、これから多分動いていくであろうという想定をしているところである。政府としては、今それを進めることに全力でまさに取り組んでいる最中である。

それから、言われていた 3 月危機、これも金融・財政相俟った効果もあって、3 月は越えた。正直言って厳しい経済状況にもかかわらず、倒産件数等々をみても非常に穏やかに越すことができたなという実感を持っている。では、これで緩むかということ、皆さん方と同じように、まだ 4 月危機、5 月危機もあるよという状況になっていることも事実であり、引き続き金融・財政両面で相俟って、まさに手を携えて対応していかなければならないなところ思っており、日本銀行におかれては、適切かつ機動的な金融政策運営により、引き続き経済を下支えして頂きたいところである。以上である。

白川議長

それでは、藤岡内閣府審議官、お願いします。

藤岡内閣府審議官

景気の急速な悪化に対処するため、政府は総額 75 兆円の経済対策の実施、21 年度予算の執行の前倒しなどに取り組んでいる。さらに 3 月 31 日、先程竹下財務副大臣からお話があったように、総理から、一、景気の底割れを絶対に防ぐこと。二、雇用を確保し、国民の痛みを軽減すること。三、未来の成長力強化に繋げることを目的とする包括的な経済危機対策を早急に策定するようご指示があった。日本銀行におかれては、金融市場の安定確保に取り組むとともに、内外の厳しい経済・金融情勢のもと、政府における取組みを踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を下支えするよう要望する。本日ご提案のあった適格担保の範囲の拡大について

は、先月、総理のもとで開催された経済危機克服のための有識者会合においても強い要請のあったものである。金融の目詰まりを防ぐ観点から効果があるものと了解している。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

[事務局より議案配付]

それでは、願います。

雨宮企画局長

それでは、お手許の二枚で、一枚目が調節方針の決定に関する件、二枚目が本日の公表文となっている。では一枚目から読み上げさせて頂く。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。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。もう一枚、当面の金融政策運営についての対外公表文である。1.、2. を読み上げさせて頂いた後、3. 以降は変更点をご説明する。「2009年4月7日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 日本銀行では、金融調節の一層の円滑化を図るため、以下のとおり、適格担保の範囲を拡大することを決定した（「『適格担保取扱基本要領』

の一部改正等について」参照)。 (1) 政府に対する証書貸付債権・政府保証付証書貸付債権の適格担保範囲の拡大。 (2) 地方公共団体に対する証書貸付債権の適格担保化。」。 3. 以下であるが、実は 3. のパラグラフで変更点は一箇所である。上の基本的な現状判断は変わっていない。1 行目から「海外経済の悪化により輸出が大幅に減少している」と、それから「企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で、内需も弱まっている」という判断。それから、金融環境であるが、「CP・社債市場の発行環境は改善しているものの、全体としては厳しい状態が続いている」と。現状判断であるが、「これらを背景に、わが国の景気は大幅に悪化している」ということであるが、前月までは、この「わが国の景気は大幅に悪化している」から「悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い」というふうに、現状判断と当面の先行きをワンセンテンスでひっくるめて書いていた。もう一度申し上げると、「わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い」というワンセンテンスだった訳だが、先程来ご議論があったとおり、当面、内外の在庫調整の進捗という要因に加えて、一方で、民需はさらに当面弱まるだろうという両方の要因が浮き彫りになってきているので、その記述を当面の先行きについて挿入したという格好である。このため、「わが国の景気は大幅に悪化している」で一旦切って、5 行目であるが、「今後は、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出・生産の減少テンポは緩やかになっていくと予想されるが、国内民間需要は更に弱まっていくとみられるため、わが国の景気は、当面、悪化を続ける可能性が高い。」という両方の要因を記述したという点が変化点である。3. のパラグラフは以上である。4. パラグラフはリスク要因であるが、これは前月までと変更はない。最後 5. の政策運営であるが、これは本日お決め頂いた適格担保範囲の拡大措置を挿入して若干変更している。読み上げさせて頂くと、「日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、昨年秋以降これまでの間、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という 3 つの柱を中心に、様々な措置を実施してきた。」。以下が挿入である。「本日の適格担保範囲の拡大措置も、金融市

場の安定確保の観点から、決定したものである。」。「また」以下はこれまでとほぼ同様であるが、「金融システムの安定を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向け劣後特約付貸付の供与に向けて具体的な検討を行っている。日本銀行としては、今後とも、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、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。それでは、ご意見がないようであれば、これを採決したいと思う。最初に、金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者の方々は一時ご退席頂きたい。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

中曾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、対外公表文の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

本対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局

は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致である。

VII. 議事要旨（3月17～18日開催分）の承認

白川議長

それでは、3月17日、18日開催の決定会合議事要旨の承認である。既に皆さんには配付しているが宜しいか。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

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成8、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は10日金曜日の8時50分に対外公表の予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を全て終了した。次回は、4月30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

もう暫くお待ち頂きたい、まだ準備が。

申し上げる。解禁時刻12時22分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時22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。政府出席者の方々におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時17分閉会)

以 上