

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年5月21日（14:00～16:14）

5月22日（9:00～12:28）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）

山口廣秀（副 総 裁）

西村清彦（ 〃 ）

須田美矢子（審議委員）

水野温氏（ 〃 ）

野田忠男（ 〃 ）

中村清次（ 〃 ）

亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 川北 力 大臣官房総括審議官（21日）

竹下 亘 財務副大臣（22日）

内閣府 藤岡文七 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

理事

中曾 宏

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

鮎瀬典夫（22日 9:00～9:26）

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（22日 9:00～9:26）

企画局企画役

中村康治

企画局企画役

服部良太

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、全部で六つである。最初に「適格外国債券担保取扱要領」の制定等に関する執行部説明と決定、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、四番目は政府出席者からのご発言、五番目は議案取り纏めと採決、六番目は4月30日開催分の決定会合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します。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向についてお願いします。

外山金融市場局長

本日お手許にお配りした資料－1、2(追加)に則してご説明申し上げます。まず、凶表1－1であるが、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、誘導目標水準近傍で推移している。準備預金残高(除くゆうちょ銀行)は、前回決定会合以降、4月積み期間中は 台で推移した。5月積み期入り後は、 台で推移している。なお、本日は で朝方ア

ナウンスしている。図表 1-2 であるが、日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、地銀、外銀等が引き続き超過準備を多めに保有している。このうち、外銀については、円転レートの低下局面で調達した円資金を市場で運用せずに本行当預に積み上げるケースが目立っている。都銀は、全体としては、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 2009 年 1 月積み期以降の短期金利のグラフにより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・レートは、前回決定会合以降、ゴールデンウィークや 5 月中旬における入札ラッシュ等レートが強含みやすい局面はあったものの、本行が国債買現先オペを機動的に実行していることに加えて、都銀が預貸尻が好転しつつも債券投資にはなお慎重である中、レポ市場に積極的に放出していることから、誘導目標水準をやや上回る程度の水準で推移している。図表 1-4、1-5 で無担保コール市場残高の推移をご覧頂くと、図表 1-4 で示した 4 月の無担保コール市場全体の規模は、5 兆円台半ばと、量的緩和政策期の 2004 年 11 月頃とほぼ同水準にまで縮減している。翌日物市場についても、図表 1-5 が示すとおり、1 兆円台の半ばで推移している。〈出し手別〉のグラフをみると、準預積み立て義務のない生損保等のシェアが高まっていて、これが無担保コールレートの緩みやすい原因となっている。図表 1-6 で、オペの実施状況をご覧頂く。引き続き、資金の潤沢な供給と金融市場の安定を旨としたオペ運営を続けている。共通担保オペは、入札や税揚げで、資金需給が目先大きく振れることが予見されているので、これを先日付のオペ等も含めて均しつつ、3 か月程度の長めのオペを適宜組み合わせ実施してきている。なお、3 か月物の共通担保オペは、落札レートが全て 0.17%と目線が揃ってきている。

個別のオペについて、申し上げていくと、まず、CP 買現先オペであるが、毎週 2 回、1 回当たり 4,000 億円でオファーしている。年度末越え分についてロール・オーバー発行が続いていたことから、応札額が回復していたが、直近 3 回は、応札額がオファー額とほぼ等しいところまで低下している。国債買現先オペについては、レポ市場の動向をみながら、スポッ

ト・ネクストと1週間物で連日3~4兆円の供給を実施してきている。国庫短期証券買入オペについては、1回当たり5,000億円で3回実施した。CP等買入オペについては、前回決定会合以降2回実施したが、いずれも札割れとなった。また、社債買入オペについても、前回決定会合以降1回実施しているが、1,500億円のオファーに対して応札額は457億円と今回も札割れとなった。国債買入オペについては、ゾーン別で実施しているが、いずれのゾーンについても堅調な入札結果となっている。米ドル資金供給オペについては、連休のためTAFの実施日に先立って、5月1日にオファーしたほか、5月19日にもオファーしたが、いずれも減額ロール・オーバーとなった。企業金融支援特別オペについては、前回決定会合以降2回実施したが、この間、過去に実施した分の期日が到来していなかったこともあって、合計で5,000億円と低調な応札となった。もっとも、残高は、7.1兆円と引き続き高めの水準となっている。なお、まだ確定していないが、本日もこのオペを実施していて、4,507億円の応札がみられている。今回は、5,771億円に対する減額ロール・オーバーということになった。図表1-8で、本行の受入担保の推移をご覧頂くと、共通担保は4月末時点で100.1兆円になっている。民間債務は10.3兆円になっている。図表1-9であるが、共通担保100.1兆円のうち、実際使われているのは32.2兆円ということで、使用率は32%になっている。

次に、市場の動向についてご説明申し上げるが、図表2-1の(2)の表をご覧頂きたい。無担コールについては、ご案内したとおりであるが、ユーロ円については、3か月物で現在0.35%というところまで低下してきている。ただ、前回決定会合以降の推移をみると、一時0.4%まで上がるなど、薄商いの中で振れが大きい展開になってきている。一方、短国レートは、3か月物で0.2%を切るところまで徐々に低下してきている。4月以降、都銀が保有残高を増加させているというところが目立っている。図表2-2のターム物レートであるが、TIBORもじりじりと着実に低下してきていて、本日は、国内円で1か月物が0.349%、3か月物が0.589%というところまで低下してきている。OISとのスプレッドでご覧頂いても、じ

りじりと低下してきており、(1)の1か月物フォワード・レートの1か月先スタートのもの（点線）については、6月末が射程に入るところで、これまでと違ってプレミアムがほとんど付かなかったという展開になっている。仔細に聞いてみると、6月末の企業決算リスク等はほぼみえてきたということで、プレミアムを要求しなくても良いという判断になったということであった。(2)のCP発行レートであるが、年度末を越えるところでは、多くの発行がみられたが、そのロール・オーバーが一旦終わった後は、発行が一服して、足許はじりじりと低下してきているというような情勢にある。達観すれば、横這い圏内ということであろうと思う。図表2-3のLIBOR-OISのスプレッドであるが、欧米において顕著に低下してきており、ドルについては、2008年の2月以来、ユーロについては2008年の3月以来のところまで低下してきている。これに対して、ポンドと円については、2008年の9月以来になっている。ただ、長いものについては、相変わらず出合いが少ない、流動性が低いマーケットのままであるという声も聞かれているところである。フォワード・レート等については、特に大きな変化はないので、説明を省略させて頂く。図表2-6の長期金利であるが、前回決定会合の直前に国が国債発行計画の見直しを公表し、これによって供給面の不確実性がひとまず後退したということで、リスク・アペタイトの変化に沿った動きになっている。ただ、この間、都銀の方は、慎重姿勢を崩さずに、中期ゾーンに少しずつ買いを入れているという兆候もみえるが、基本的には入れ替え売買に終始しているといったことで大きな動きにはなっていない。一方、欧米の長期金利であるが、(2)の右のグラフをご覧頂くと、足許のところで少し上がっているところが目に付く。ただ、大きくみると、欧米、特にアメリカでは、昨年末から今年初めにかけて、フライト・トゥ・クオリティで国債が大量に買われた時に大きく金利が下がっているので、その時の反動ということが言えると思うが、足許、株価の上昇につれて、少しずつ切り上がっており、さらには、途中で入札が不調に終わったといったようなこともあって、需給の悪化が懸念されているといったことがレートを押し上げているといったことに

繋がっている。図表 2-9 で、市場参加者が注目する債券利回り変動要因であるが、4 月末に行われたアンケート結果が出ている。前月に比べても、一層、債券需給要因を重んじるという傾向がさらに拡大してきているということである。社債の спреッドであるが、図表 2-10、(1) のグラフで、我が国については、A 格と AA 格が若干ながらもタイト化してきている一方で、BBB 格については、なお不安定に高いままであるという状況になっている。一方、欧米の社債の спреッドをご覧頂くと、これは、高格付のものについても低格付のものについても、足許、かなり低下してきているといったことで、差が出てきているということである。あとで、企画局の方からご説明があると思うが、発行市場においては、そうは言っても、A 格のものの発行が先月実現した後で、さらに A 格の企業で発行を模索する動きが広まってきているということである。格付の低いものでも、個別に物色されつつあるということ、発行企業の方もそういう状況であれば発行してみようというところが、少しずつ増えてきているということであろうと判断している。図表 2-11 の表の CDS プレミアムであるが、市場流動性が低い中で、少し切り下がってはいるが、水準としてはなお高いままである。

図表 2-12 の株式相場であるが、前回決定会合以降をみると、リスク・アペタイトが少しずつ改善してきたという中で、水準が少し切り上がっている。ただ、その後は、ボックス圏内の動きになっている。全般としてみると、ストレステストをこなしたということ、短期筋が、腰が入らない中で、買いを増やしてきているといったような展開かと思う。すなわち、利益確定の売りを挟みながら、断続的に買いを入れて、今の相場の流れには乗ろうとする。ただ、それが個人投資家を広く巻き込むといったようなことにはなっていないので、マーケットは過熱感のないまま上昇が続いているという状況である。図表 2-13 の主体別の売買動向をご覧頂くと、外国人が引き続き買い越しを続けているという一方で、個人が売り越し、さらに金融機関も売り越しということになっている。ボラティリティの推移をみると、日経平均及び S & P についてのボラティリティが表示さ

れているが、ちょうどリーマンの破綻の直前のところまで戻ってきている。

図表 2-14 の為替市場の動向であるが、(2) のグラフで名目実効為替レート的主要通貨別の推移をご覧頂きたいと思う。前回決定会合以降、大きくみると、ドルが軟調、ユーロが少し切り上がった中で、円は行って来いといったような状況になっている。前半まではリスク・アペタイトに沿った流れということであったが、後半以降はドルが売られる要因がマーケットで囃されており、アメリカの財政悪化懸念、あるいは米景気に関する悪いシグナルが出ると、それにつられて円が買われるといったようなことが繰り返されて、ドルに対しては、特に円が強くなってきている。足許、94 円台半ばといったところで推移している。為替についてのその他の色々な指標であるが、図表 2-16 の (2) のグラフのリスク・リバーサルについては、ドル・プット・オーバーが、やや小さくなった後、また大きくなったといったような展開となっている。図表 2-17 の (1-1) および (1-2) の IMM のネットポジションについては、大きな動きはない。(2) の公募追加型株式投信の流入額であるが、かつてに比べると非常にレベルが低い。足許で、少しだけ海外ものについての流入がみられるようになってきている。図表 2-18 の外為証拠金取引の動向については、かつてに比べるとレベルが低い。足許逆張りの証拠金取引を行うといったような動きも少しみられるようになってきている。

最後に、図表 2-19 のエマージング、コモディティ市場の動向であるが、特に、エマージングが、ここへきて買われてきており、特に株価も、アジアとラ米については、リーマンの破綻の前の水準に近いところまで戻ってきている。また、(3) のコモディティ価格については、マーケットでは、足許で原油価格が 62 ドルまで戻していることが今後の注目点となっている。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

須田委員

当座預金残高について、マーケットから当預を増やしているのかというような声を聞くことがたまにある。今の運営のスタンスについて、レポ市場を気にしているということは分かるが、そのほか、どういうところに関心を置きながら調節をやっているのか。

外山金融市場局長

市場の分断ということがあるので、やはり、足許、無担コール市場だけではなくて、おっしゃるように、特にレポマーケットの動向に注意を払いながら、日々資金調節をしている。ここは、なかなかトレード・オフの関係などもあるので難しいところがある。私共は、あくまでも誘導目標水準にコールレートを持ってくるということがまず第一の目標ということである。ただ、ご説明申し上げたように、レポ・レートを睨みながら、大量に資金を供給していくと、どんどんコール市場の残高が低下してきており、生損保のシェアが高まり、生損保は付利がないので、0.1%を下回るようなレートでもどんどんお金を出してしまうといったようなことがある。これによって、レートが低下気味になると、少し供給を絞るような形で対応を続けるが、そうすると、またレポ市場の方に戻ってしまうということで、両者を睨みながらバランスの良いところで着地させるように日々運営しているということである。

中曾理事

一つの特徴は、一頃に比べると、企業金融の緊張感が緩くなってきているということであるが、結局、それが預金に流れてきて、銀行からみるとポジションが良くなっていると。都銀は、そうした中で、割と所要準備並みの積みをしているので、その分、運用圧力が色々なところで高くなっていく。それが、説明にもあったように、短国とかレポは、オペをやっているということもあるが、落ち着いている。そして、ユーロ円でも放出しているので、ユーロ円も低くなる。そうすると、円転コストが低くなる。従っ

て、円転コストの低いところを利用して外銀が取っている。量的緩和の時というのは、日本の銀行の信用が低いというような要因、あるいはドルのプレミアムが高いというような要因で円転コストが低かったが、今は円が相対的に非常に潤沢であるので、そちらのルートから円転コストが低くなっていて、それを利用するような形で外銀の超過準備が積み上がっている。結果として、特に外銀の寄与度が高いのではないかと思う。

須田委員

そのような状況は、当分続きそうだとということか。先のことは分からないが。

外山金融市場局長

然り。特に、5月の積み期については、期末要因あるいはゴールデンウィークといったような特殊要因がないので、ある程度誘導目標水準を達成するのに絞っていきける月ではないかと思って、そうした運用を始めているところである。そうしたことをしていかないと、どんどんマーケットの方で積み上がるだけ積み上がるという動きがさらに拡大していってしまう恐れもあるので、折があれば、少しマーケットに対して、マーケットらしい動きを促すといったようなことをしながら運用しているところである。

須田委員

宜しく願います。

外山金融市場局長

難しいところであるが、努力したい。

白川議長

LIBOR-OISのスプレッドをみていると、先程の説明にもあった

が、このところドル、ユーロを中心としてかなり急激に復調している。大きな流れは勿論十分理解しているが、長いところについては、先程、流動性が十分でないという説明もあったので、この足許の急速な低下はどのように考えれば良いか。

外山金融市場局長

一つは、やはり中央銀行が潤沢な資金供給をしているというのが、一番聞かれる要因である。それと、これは極く足許ということかもしれないが、ストレステストを無事にこなしたと言っても、やはり先々の景気がそう急回復する訳ではないといった認識——予想よりも色々悪い指標が出るとか、あるいは昨日のFOMCの議事録によると、Fedは思った以上に慎重な見方をしているといった見方が広がるとか——が金利の低下圧力に結びついているというように聞いている。

中曽理事

やはり、株の上昇など、クレジット市場でも表われているが、大きな意味で言えば、リスク・アペタイトが一時的かもしれないが回復している。従って、インターバンクでも資金の流れが、多少一時的かもしれないが、良くなっているということかもしれない。つまり、日本銀行のドル・オペでもそうであるが、ECBとかスイス中銀がやっているようなドル・オペも、如実に応札が減っているので——スイス中銀などはゼロになっているのではないかと思うのだが——、そういったところにも表われている。一時的にかもしれないが、金の流れが多少良くなっているということがあるのかもしれない。

西村副総裁

マーケットの出会いが少ないというのは、長い方はそうであるが、短い方についても、まだ依然として若干残っているということか。

外山金融市場局長

短い方はそれなりに戻ってきていると認識をしている。どこのマーケットでも、ローカルのプレイヤーについては、ある程度長いものは取れる。一方、日本の市場において、外銀が排除されている、あるいは欧米のマーケットにおいては、日本の銀行がなかなか1か月以上のものが取れないといったように、特に1か月を超えるような長いものについては、ほとんど現地の外銀が取るのが難しいという意味で、出合いは薄いままであると思う。

水野委員

前回の会合から間もないが、敢えて特徴を言うと、エマージング市場の株が上がって、コモディティが少し上がってきていて、この4月に半年振りの水準となっている。原油も在庫が積み上がっている割には、上がっていったという良く分からない動きが起きている。問題は、ショートカバーもあるので、ストレステストを中心にイベントリスクは1回クリアしたということであろう。ここから先は少し小康状態に入ってくる可能性があって、それで少し全体にエネルギーが細ってきているという感じをむしろ受ける。先程おっしゃったように、中央銀行が出ていかないとやはりまずいな、あまり状況としては変わっていないかなという感じがする。一見、レベルだけみていると、ある程度戻っているが、取引を伴っていない。

中曾理事

この前のB I Sの会議などを聞いていると、エマージングの人達が言っているのは、図表2-19のグラフにもあるが、エマージング株、コモディティは上がっているが、入ってきているお金をみると、機関投資家、海外のお金が確かに入っているけれど、銀行の姿がみえないと言っているのも、やはり全面的な上昇ということではないのかもしれない。一部の機関投資家の金は、確かに少し動いているのかもしれないけれど、金融セクターは、相変わらず動いていないという感じであるし、それから機関投資家にして

も、先進国側からみると、そんなに大きくリスク許容度が上がっているようにもみえない。という意味で、おっしゃるように、どの位持続性のある回復なのか、言い方を変えれば、市場流動性がどんどん回復していくというような過程に入っているとは、まだ言えないのではないか。もう少し、やはりサステナビリティについては、みていく必要があるという感じではないか。

水野委員

若干ヘッジファンドのところは少し回転は良くなってきたと思うが、まだ非常に限定的だなという感じがする。

中曾理事

多少運用収益が上がっているのだが、純資産が減っているな。

水野委員

増えている訳ではない。

外山金融市場局長

ただ逆に言うと、マーケットの中では、そういった投資家層を広く巻き込んだ動きではないので、急落するリスクはそんなにはないだろうという声も聞かれている。

水野委員

急落もしないけれど、でも、ここから先は、テーマがみつからないと、上は少し難しい。エマージング市場ではロシアが一例であるが、国によっては選挙一つで、一日で20%近く上がってしまうという、理屈は付くが、ああいったことがあって良いのかな、敢えて強引に言えば市場が薄いな、というのが各国の印象である。

外山金融市場局長

アメリカについてだが、目先のテーマとして言われているのは、ストレステストの結果、取り敢えず、資本注入額がそれ程大きくないということになった。実際に、増資ができるかどうかということが注目されており、バンク・オブ・アメリカがかなり大きな額の増資をできそうだとということで、ここはマーケットの方は、CDSを始めとして、かなりポジティブに反応しているといったようなことがある。日本についても、5月危機が去った。つまり、驚くような決算ではなかったのだが、一方で、今後、2009年度の予算を実行していくことができるかどうかについては、やはり増資が必要なところが増資を実際に実行できるかどうかを鍵となるだろう。そこにマーケットは注目したいということで、恐らく7月位にかけて、増資をするところは、集中して増資をしてくるだろうが、ここを上手く乗り切れるかどうか、一つ鍵になると思う。

白川議長

他にご質問ないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

次は、海外経済情勢の報告である。

沼波国際局長

それでは、本日配布した追加資料をご覧頂きたい。まず米国であるが、前回会合以降の米国の経済指標は区々である。サーベイデータは、改善を続けている一方、小売売上に代表されるハードデータは、今一つ冴えない。全体としては、これまでの基調判断を変えるような材料はなかったと思っている。まず、図表1のサーベイデータであるが、4月のISM指数は、製造業、非製造業ともに上昇している。(1)の製造業は、4か月連続の上昇になる。内訳をみると、新規受注（薄いグレーの線）が大幅に上昇

して 47.2 と 50 に近づくレベルにまで上がっている一方、在庫（太い線）の上昇は限定的で、在庫調整の進捗が窺われるような数字になっている。

(2) の非製造業の内訳項目でも、新規受注（グレーの線）の上昇が目立っている。(3) 消費者コンフィデンスのグラフであるが、4月のコンファレンス・ボードの指数、5月にミシガン大学の指数（細い実線）とも大幅に改善している。内訳をみると、いずれも将来に対する期待を示す指数が上昇しているのが特徴である。以上、サーベイデータである。図表 2 において、5. 小売売上高をみると、4月からの個人所得減税の本格化にもかかわらず、3月、4月のいずれも、前月比で2か月連続減少しているというのは、ややディサポインティングであるとマーケットでは受止められている。昨年春のブッシュ政権最後の減税のように、纏まった金額を小切手でバンと送り付けるという方式ではなくて、源泉徴収率の変更で、よくみると手取りの金額が増えているという形の減税であり、減税の効果が消費者にぱっと実感できないので、認識に多少時間がかかっている可能性はあるかもしれない。6. 自動車販売をみると、4月は、前月比減少して、年率 1,000 万台の大台を割り込んでいるというのが、個人消費を巡るデータである。次に、図表 3 をみて頂くと、ここで個人の所得、消費、貯蓄の動きを少し纏めてみてみたい。名目ベースであるが、名目可処分所得の前月比は、(2) のグラフにもあるように、厳しい雇用環境のもとで、雇用者報酬（黒い部分）は当然減少し、それから低金利と企業業績悪化のもとで、利子配当所得（点々）も減少しているので、この減少している分を、税金の減少と社会保障などの移転所得の増加で補って、名目ベースでみて漸く前月並みになるかならないかという状況にある。一方、(1) のグラフにあるように、住宅などの資産価値の大幅な目減りを受けて、家計のバランスシート調整が進行している。貯蓄率は、第 1 四半期時点で、4.2%ということで、四半期ベースでみると、1998 年第 3 四半期の 4.3% 以来の水準まで上昇しているし、貯蓄率は、この先まだ上がるという予想が一般的である。こうした状況をみると、米国の個人消費については、目先は減税による押し上げ効果は幾ばくかは期待できると思うが、

本格的に回復するまでには相当時間がかかるということを改めて思わざるを得ない。図表4の住宅着工であるが、前月に大幅に減少し、458千戸と今年1月に記録した統計開始以来の最低の水準をまた更新した。ただ、(1)のグラフにあるように、一戸建ては前月比+2.8%ということで、2月以来、3か月連続で前月比が横這いなしプラスになっていて、一戸建てについては、下げ止まりの兆しが窺われるということはかなりのエコノミストが認めるところである。それから、(2)住宅建設業者の景況感指数である。NAHB指数は、低水準ながらも引き続き改善し、(2)のグラフで見ると、全体でいうと5月は16と、去年の9月以来の水準まで戻ってきている。(3)の内訳をみると、先行き6か月先に対する期待が引き続き高まっているという指標が出ている。こうしてみると、前回も申し上げたが、住宅については、改善を示唆するような指標がちらほらとみえてきている。次の図表5であるが、設備投資関連が冴えない。(2)の商業用不動産価格は、全用途平均(太い実線)で見ると、去年の春先からは前年比下落に転じて、ピーク対比では2割強の下落となっている。この中でも、オフィス(細い実線)の下落は、ピーク比3割に達している。こうした中で、(1)のグラフの非居住用建設支出(細い実線)は、前期比減少に転じている。それから(1)のグラフの設備投資の先行指標である非国防資本財受注(太い実線)は、直近の2か月は下げ止まっているが、均してみると、減少傾向にある。第1四半期の実質GDPベースの設備投資は、前期比年率-37.9%という極端な落ち込みであったので、先行きさすがに減少の幅は縮まるだろうと思うが、企業収益の悪化が業種の広がりを伴いながら進んでいるということも勘案すると、設備投資が前期比プラスに転化するには、かなり時間がかかりそうだというのが設備投資を巡る環境であろうと思っている。図表6の米国の雇用については、(2)のグラフにあるように、失業率が3月の8.5%から4月の8.9%へ大幅に上昇して、1983年9月の9.2%以来の高水準であったということと、太い実線の時間当たり賃金の伸びが4か月連続でかなりのスピードで低下していることが目立つ。非農業部門の雇用者数の減少幅は、多少縮まったが、これ

はご承知のとおり、国勢調査のために政府が 10 年に一度の臨時雇用を行ったことにより、政府部門が前月比 7 万人程増えているので、この影響で多少縮小幅が縮まっているという解釈が一般的であろう。米国は以上である。

それから、欧州であるが、ユーロ圏経済について図表 7-1 でみると、1. 実質 GDP の第 1 四半期が公表され、景気悪化の深刻さが改めて浮き彫りになったということだと思う。ユーロ圏全体では、前期比年率 -9.8% と現行統計開始以来最大の落ち込み、国別でも、ドイツが -14.4% と東西ドイツ統一以来最大のマイナス幅になっている。フランスは若干マイナス幅が縮小している。イタリアも、ここには載せていないが、マイナス幅が第 4 四半期の -8.3% から第 1 四半期は -9.4% と拡大している。11. 失業率は、9 か月連続の上昇で、3 月には 8.9% というレベルまで上昇している。なお、7. 新車登録台数は、3 か月連続で増加しているが、これは前に申し上げたエコ車への買替えに対する補助金措置を各国で導入しているので、こうした政策措置の影響で増えているとみられている。英国も同じような状況である。一つだけ指標を申し上げますと、図表 7-2 における 5. 失業率は、4 月に 11 か月連続で上昇し、1998 年 1 月と同水準の 4.7% まで上昇している。こうした欧州圏の経済の指標の中でやや明るい指標を探すと、図表 8 のとおり、2 月、3 月とユーロ圏の輸出が前月比でプラスに転じたということである。1 月の -12.9% という大幅なマイナスの後の小幅なプラスが 2 か月続いたということであるので、あまり過大視すべきではないのかもしれないが、地域別にみると、(参考)にあるように、2 月以降アジア向けがプラスに転じ、3 月には米国向け、英国、東欧などの EU のユーロ域外諸国向けがプラスに転じていることが多少注目される点である。

次に、アジアである。図表 9 をご覧頂きたい。中国については、輸出は、減少傾向が続く一方、内需は高い伸びが続いているということで、前月に判断を変更して減速に歯止めが掛かっているという判断にしているが、その判断を維持している。5. 固定資産投資であるが、前年比伸び率は引き続

き上昇し、3月の+30.3%から4月の+33.9%に拡大している。内訳をみると、例の4兆元の景気刺激策の効果は引き続き着実に現れていて、鉄道、高速道路あるいはダムといったものに関わる投資の寄与度が目立っている。6. 輸出は、4月に再び前年比減少幅を拡大している。国際局の試算でみた前月比でも、3月プラスの後、4月は再びマイナスに転じている。それから、4月の工業生産の伸びである。図表10をご覧ください。前月に、2月の+3.8%から3月+8.3%に伸びた後、4月は+7.3%ということで、小幅に伸び率は縮小している。内訳をみると、輸送用機器の伸びが高まる一方で、鉄鋼・非鉄金属などの伸びが若干低下しているという姿になっている。なお、一部の報道で、中国政府が、鉄鋼の減産を指示したという報道があったが、私共の北京事務所に話を聞くと、よく分からないのだが、鉄鋼の過剰供給に業を煮やした中央政府が地方の中小ミルの一部設備廃棄の指令を出したようであるが、地方政府の抵抗が強いので、そうすんなりと実現するかどうか分からないと北京の人は言っているというような話であった。詳細は、まだ少しよく分からない。それから、次に、図表11である。いつもお見せしている製造業PMIは、引き続き改善し、全体では、2か月連続で50のラインを上回っているし、内訳をみても、ご覧のとおり、ほぼ全ての指数が、改善を続けている。この中で、②のグラフにある輸出向け受注も50の寸前まで改善したということや、⑥雇用も50を上回ったという、この辺が今回は注目されると思っている。図表12である。(1) 実質ベースの小売売上は、例の農村での消費に対する補助金措置の効果、引き続き都市部以外を中心に伸びが増えている。また、自動車販売も車両取得税の11%から5%への引き下げという効果もあって、前年比では+25%という大幅な伸びを占めており、3月、4月と月間の販売台数の既往ピークを更新している。図表13をみると、4月の貸出増加額は、5,920億元ということで、さすがに1~3月の月間1兆元超という超ハイペースからは減速したが、1~4月累計でみると、5.17兆元増ということで、既に昨年1年間の増加額全体を上回っている。今の金融緩和の状況について、中国人民銀行の言う「適度な緩和」ではなくて「極度の緩和」

ではないかという指摘が北京でしばしば聞かれるという話は、ご承知のとおりである。

N I E s、A S E A Nについては、「景気は大幅な悪化を続けている」という判断から「景気は悪化を続けている」という「大幅」を取った判断に上方修正している。これからお話しするように、輸出や生産をみると減少幅が縮小してきているし、単月で見ると増加に転じている国が多いということがこの背景である。ただし、個人消費や投資については、なお減少傾向に大きな変化はない。図表 14-1 をみると、(1)実質GDPにおいて、インドネシアの実質GDPが出ている。第 1 四半期の前期比年率は+3.4%と第 4 四半期から伸びが高まっている。個人消費の伸びが拡大したということが影響している。個人消費については、最低賃金が1月に引き上げられたことの影響があるとか、あるいは4月の総選挙の前に支出活動が活発化する国のようなので、その影響が出ているのではないかという指摘もあるそうである。一方、輸出依存度の高い香港の実質GDPは、第 1 四半期の前期比年率が-16.1%ということで、現行基準の統計開始以来最大の減少幅になっている。この間、(2) 輸出の動向をみると、韓国、台湾、タイでは、第 1 四半期の前期比マイナスが、昨年第 4 四半期に比べて、いずれもかなり縮小しているということと、単月で見ると、韓国は2月以降3か月連続、台湾も3月以降2か月連続で前月比がプラスになっていることが目立つ。図表 14-2 の (3) 生産関連をみて頂くと、生産についても、韓国、台湾、タイのいずれも、2月以降は前月比がプラスになっているのが特徴である。こうした中で、図表 15 により韓国、台湾の地域別の輸出動向をみると、いずれも白抜きになっている中国向けがプラスに転じている。特に、②の台湾では、中国向けの寄与度が高いというのが特徴である。それから、①韓国で斜めの斜線である欧州向けがここ2か月程増えているが、これは、先程申し上げた欧州のエコカーへの買替え促進策の対象が韓国の得意な小型車であり、かつ為替がウォン安であるので、韓国の自動車輸出に有利に働いていることが影響しているとみられる。

最後に、先程、金融市場局のお話もあったが、金融市場あるいは金融機

関の融資姿勢において、リスク回避姿勢やクレジット・タイトニングの後退を示す指標が増えてきているということであるので、少し纏めて数字をご紹介する。まず、図表 16 の米国金融市場をみると、(1) CDX 指数、特に太い実線の低格付の指数は、このところ急速に低下してきており、レベルとしては、昨年 9 月のリーマン破綻直前のレベルまで低下している。また、(2) 短期金利スプレッドは、先程、金融市場局のお話にあったように、3 か月物のドル LIBOR-OIS スプレッドは昨年 2 月並み、TED スプレッドは一昨年 8 月並み、(3) の非金融 CP の A 格と AA 格のレート格差は、昨年 2 月並みということで、いずれも昨年のリーマン破綻前、あるいはもっと言えば、昨年 3 月のベア破綻前のレベルにまで戻ってきているのが、最近の一つの大きな特徴である。図表 17 である。これは時々、お見せしているが、米国の ABS 市場もこのところ復活してきており、(2) にあるように、TALF の発表後スプレッドの低下傾向は持続しているし、ABS の発行額も、(1) にあるように、TALF のオペレーションを実際に開始した 3 月以降、回復傾向が顕著である。5 月の発行額は、5 月 20 日週時点までで、既に 3 月、4 月の月間の発行額を上回る ABS が発行されてきているということで、ABS の発行市場が徐々に機能を回復してきているというのが明らかになっている。図表 18 に示している、グローバルな機関投資家あるいはヘッジファンドの最近の投機情報をみると、エマージング市場への投資のウェイトが引き上げられている。(1) の機関投資家の配分比率の新興国向けの増減幅をみると、いずれの投資家もエマージング向けのウェイトを上げている。さらに、(2) のグラフにあるように、一時エマージングからの相当大幅な資金流出があったが、このところ資金引き上げの一服が目立ってきており、この辺をみるとリスク・アペタイトに復活の兆しが窺われるということが明らかであろうと思う。図表 19 の FRB の貸出調査において、直近の貸出調査をみると、消費者向けの貸出のタイト化の進行が漸く一服したこと——勿論、レベルはまだ高いのであるが——と、(2)、(3) にあるように、サブプライムも含めたモーゲージ貸出に関わる貸出基準に緩和の兆候があること、あるいは借入の需要の回復

がはっきりしているということ、が注目される。借入需要は、リファイナンスが多いのかもしれない。それから、図表 20 の ECB の貸出調査でも、企業向け、住宅取得者向け、消費者信用の三つのグラフのいずれも、過去 3 か月で貸出基準をタイト化させた先の比率が低下し、先行き 3 か月もこの傾向が続くと予想されているということである。

以上纏めると、前回会合以降の指標をみると、各国における金融財政面の政策効果とこれまでの急速な生産削減のもとでの在庫調整の進捗ということを背景に、特にアジアを中心に景気減速のスピードの鈍化を示唆する指標が引き続き増えている。また、今申し上げたように、金融面でも、特に米国のストレステストの結果が総じてポジティブに受止められているということもあって、投資家のリスク回避姿勢の後退を示す指標がここに来て明らかに増えてきているということである。こうした状況を眺めて、民間エコノミストの一部には、ネガティブではなくて、ポジティブ・フィードバック・ループの始まりかといった見方を示す向きもあるが、それはさすがに楽観的過ぎると思っている。国際局としては、前回申し上げたように、景気悪化のスピードは鈍化しているが、経済活動のレベルは依然低く、自律的、持続的な回復の展望もまだ拓けていないというこれまでの見方を維持しているということが、最後の結論である。私からは以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

亀崎委員

今、最後に言われた米国のストレステストの結果について、ポジティブに受取られているが、これは甘いところである。この点なのだが、ストレステストの結果そのものについては、例えば前提条件が甘い——例えば、失業率は 8.9%、既に FOMC は 9.6% 位までみている——とか、資産評価が妥当かどうかであるとか。こうした疑念はあるとしても、その結果として、増資が必要であったのが 10 社で、不要だったのが 9 社であ

り、増資が必要なところはこれから増資をしていくということだろうし、また、P P I Pの稼動開始はこれから6週間以内ということになっている。一方では、米国の金融当局の首脳からは、ストレステストの結果、大幅な資本注入が必要な銀行がないことが明らかになり、リスク・アセットを大きく削減する必要もないため、P P I Pに参加する銀行のインセンティブは、一般に低下しているかもしれないという指摘もある。そこで、米国商業銀行の資産残高を少しみてみたが——これはF R Bの発表であるが——、12兆ドル位の資産残高の中で、不動産向け信用というのがほぼ3分の1近くある。ということは、不動産価格が非常に落ち込んでいく中で、この資産価値は益々下がっていく。なぜ申し上げたかと言うと、こうした資産は値が付けにくいところがあるということを孕んでいるからである。そうした中で、日本の過去のレッシンからも、トクシク・アセットのB/Sからの切り離しが必要である、そうでないと健全な金融機関の機能の回復はない、ということであった訳であるにもかかわらず、今言ったようなことから、ストレステストは終わったということで次の段階に移っていく。しかし、そうなってくると、B/Sから不確実性の高い資産——トクシク・アセット——を切り離していくには非常に時間がかかるので、米国の本格的な回復というのは相当時間がかかるということを感じなければならないのかなというようにも思う。一方で、ゴールドマン・サックスとか、モルガン・スタンレーとか、もう1社どこかあったが、過去に入った公的資本を返すと今言っている。そうすると、凶らずも、ここにグッドバンクが生じてくるのかなと思う。要するに、グッドバンクが健全な仲介機能を果たすことになって、銀行システム全体が景気を引っ張っていく形ではなくても、いわゆるアングロサクソン流に力の強弱がはっきりして、強がどんどん景気を引っ張っていくというようなことが出来れば、先程、私が申し上げたような、いつまでも景気回復にだらだらだらだら時間がかかるというような懸念は少しは和らぐと考えるのも良いのかなと思ったりもしている。その辺をどういうように考えれば良いかということなのだが。

堀井理事

F R B の人は、おっしゃった銀行の間の多様性——彼らは言葉でヘテロジニユイティ、多様性という言葉を使っている——が救いだということを経済会議で言っている。であるから、そういうご指摘は、恐らくその面では正しいと思うが、何せいわゆる健全と言われる銀行が、どれだけあるかということ、やはり銀行システムの中で、かなりの部分がいかれているということが一つ、それから、いかれている銀行は、やはりおっしゃったように、公的資金を最初に返せるのは良いのだが、今日の朝、F T に、バンク・オブ・アメリカも市場調達して返済するというような記事が出ていたが、その他の銀行ではなかなかそう簡単に市場調達できないということがあると思う。それで、市場調達ができる銀行でも、レバレッジを落としていこうと、あるいはレバレッジをそんなに上げていこうというインセンティブは出てこないと思う。そうすると、貸出の力というのは、いくら健全行と言われる銀行でも、全体の景気を引っ張っていく位の供給量があるかどうかというのは、かなり疑問ではないかと思う。それから、もう一つ、実体面で、住宅がどこまで調整がついたのかということについて、確かに、沼波国際局長からも資料を随時お届けしているように、アフォーダビリティ・インデックスだとか、そういうものをみると、かなり買いやすい状態になっているということは言われているが、ただ、まだ一向に調整が灰汁抜けしそうな感じがしない。それでこれは、も、まだまだあと1年近くは住宅価格の下落は続いていくだろうという、そうした本源的な調整のほか、先程も国際局長から少し話があったが、C M B S の調整が本格化したということがマイナスの影響として追加的に出てくることを諸々考えると、なかなかそう簡単には灰汁抜けしないのかなという感じを私は持っている。

水野委員

商業用不動産に対する引当は8.5%位で設定している。実際は、図表5に書かれているが、商業用不動産はもう30%位下がってしまっている。こ

うということとか、あと、おっしゃったように、公的資金を返したから、貸出を増やすかという、きっとバランスシートを膨らませないであろう。そうすると、公的資金返済から貸出増加までの時間的距離があるのではないかという気がする。そこはシェアする。

中村委員

アメリカの場合は、日本やヨーロッパと違って、間接金融のウエイトは低い訳である。そうすると、銀行の仲介機能については、それ程回復しなくても起債して資金調達もできるから、経済活動に支障をきたさないというような判断はあるのか。

堀井理事

ヨーロッパの人は、逆に、自分達は銀行の金融仲介が7割でアメリカでは35%なので、自分達の方が銀行の金融仲介機能を回復させることが大事だということを言っている。裏を返して言えば、恐らく、程度の差が70%と35%という数字で代表されるほどあるかどうかということである。実際、アメリカと言えども、やはり中核の金融機関の貸出行動というのはやはり凄く大事なのではないかと思う。であるから、ヨーロッパに比べて、あるいは日本に比べて、アメリカのいわゆる資金循環表などでみる銀行部門の比率が半分だから、マイナスの効果も半分で済むと捉えて良いかという、私は、やはり核となる金融機関の役割というのはもう少し大きいのではないかと思う。実際問題、社債発行を市場でやっていく時の値踏みの仕方にしても、中核の金融機関はやはりそれなりの情報を収集して、そして、情報を市場に伝播するという能力が強い訳である。そうでなければ、理論的に考えれば、今新しい銀行を作って、その銀行を中心に資金仲介したら——不良資産、レガシーのマイナスがなければ——何だてできるではないかとなるはずなのだが、実際そうになっていない。やはり銀行業というものには、フランチャイズバリューというのが、そもそもあって、フランチャイズバリューは、そう簡単にできるものではなく

て——野田委員もいらっしゃるので、こういったことを申し上げるのは少し恥ずかしいのだが——その銀行自体の能力もやはり時間がかかって作られるものであるし、顧客との関係というのも、あるいは市場との関係というのも時間をかけないとできないというものだと思う。

沼波国際局長

アメリカといえども、中小企業未満のところは、やはり銀行に頼らざるを得ない先も相当ある訳で、それはリージョナルバンクあるいはコミュニティバンクのようなところを命綱にして生きている。前に申し上げたように、そうした銀行は、相当商業用不動産向け融資にのめり込んでいたので、この商業用不動産の落ち方をみると、そういうところがこれから大丈夫かなと思う。ウォールストリート・ジャーナルに多少そういった記事が出ていたが、そちらにストレステストをかけてみると、実は相当の大きさで、多分あれは本当だろうと思う。そういう意味でも、やはりそこは非常に気になるところだと思っている。あと、先程のP P I Pは、元々、これを使うインセンティブがなくて、多分ストレステストで後ろから押されて漸く使うのだろつと言われていたが、その後ろから押されるものがなくなってしまうと、益々P P I Pは、一体どうなるのだろうか。多分、前に思っていた以上に使われなくなるのではないかとということが起きて、そこは亀崎委員がご心配なように、バランスシートから切り離すことが前に思っていた以上に進まなくなる蓋然性が益々高まっているというのは、それはおっしゃるとおりだと思う。

須田委員

一時的かもしれないが、リスク・アペタイトが少し戻ってきているということであるが、その一方で、証券化商品の価格が行き過ぎの調整が行われて、それがまた行き過ぎて、コレクションのコレクションということが議論される。だから、リスク・アペタイトの回復が一時的で、それがまた落ちていったら、証券化商品の価格もまた下がっていくという方向なのか。

それとも、一度修正が行き過ぎた後は、また非常に高いスプレッドになったりするということはないと考えても良いのか。

沼波国際局長

何かしつかり底値ができたとは、やはり今のマーケットをみるととても思えない。リスク・アペタイトに応じて、同じように、そこは上下していくという状況はまだ当分続くとみておいた方が良いのではないかと思う。

水野委員

商業用不動産もそうであり、住宅もそうであるが、前のように証券化ができないことが、アメリカ市場でローンの出し手が貸出に非常に積極的にならない、なりにくい一つの大きな理由になる訳であるか。

沼波国際局長

それは、そうである。

白川議長

他にご質問ないか。それでは、少し時間が中途半端であるが、3時10分に再開する。

(15時02分中断、15時10分再開)

白川議長

それでは、決定会合を再開する。

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、資料を2つ使わせて頂く。最初に本日お配りした薄い資料であるが、資料-4（追加図表）で、昨日出たGDP統計について、説明を申し上げる。図表1の(2)の表のシャドーがかかった1~3月の前期比が-4.0%であった。年率では-15.2%である。我々が想定していたよりもマイナス幅は小さく済んだという感じである。主な需要項目をみて頂くと、個人消費の寄与度が-0.6%で、2四半期連続はつきりとマイナスとなった。設備投資の寄与度が-1.6%で、マイナス幅が期を追って拡大した。純輸出の寄与が-1.4%と、10~12月程ではないにせよ大幅なマイナスが続いているという状況である。実は、今申し上げた最終需要項目と、さらには住宅、公的需要についても、ほとんど我々の想定どおりであった。しかし、在庫の寄与が-0.3%と、思っていたよりもマイナスが小さかったという印象である。鉱工業生産の落ち込み等からみると、今回のGDPのマイナス幅はやや小さめという印象を拭い切れないが、一応これが現時点での数字である。ただし、設備や在庫が動いている時には、2次QEでの修正が大きくなる可能性もある点には注意が必要である。それから、もう一点、注意が必要なのは、今回は過去の計数がかなり改訂されているということである。特に、直近の10~12月の-3.8%というのは、元々は-3.2%であったので、かなりの下方修正である。実は、10~12月の時点で戦後最大のマイナスになったということである。こうした過去分の下振れと合わせてみると、今回のQEは、必ずしも想定比上振れとは言えない。因みに、ここに書いていないが、前年比では1~3月は-9.7%で、これはむしろ少し弱いという感じである。この結果、結局2008年度全体では-3.5%になって、これは展望レポートの中央値-3.2%対比下振れになっている。なお、これで2009年度へのゲタが-4.9%になり、4~6月以降毎四半期年率3%のペースで成長を続ければ、2009年度は展望レポートの中央値-3.1%にほぼなるという計算になる。図表2は、特に予想外のことは起きていないので、省略する。GDPは以上である。

それで、いつもの資料-4（参考計表）を使わせて頂く。図表3の公共

投資であるが、足許、増加に転じつつある。＜公共工事出来高金額＞の表をみて頂くと、1～3月の出来高は前期比+1.3%、前年比でも+2.1%と、プラスに転じてきている。さらに、受注段階で捉えた＜公共工事請負金額＞であるが、4月分まで出ており、ご覧のように4月分が前月比で+11.8%、1～3月対比では+14.0%と、大きく増加し始めている。この請負金額をグラフでみたのが図表4の(2)である。こうした最近の増加は、これまでのところは、2008年度補正予算の工事分とみられるが、今後も2009年度予算の前倒し執行分や、補正が成立すればその分も含めて、工事が切れ目なく出てくるとみられる。さらに、これらは名目金額であるが、後程申し上げる企業物価指数からみて、公共投資デフレーターは、今後かなり下落していくとみられるので、2009年度は久しぶりに公共投資が実質GDPに対してかなりはっきりプラスになるという展開になりそうである。公共投資は以上である。

輸出入は、前回会合以降新しいデータが出ていないので、本日は省略して、図表15まで進んで頂く。設備投資であるが、1～3月については、既にGDPベースで前期比が-10.4%と出ているので、本日は、4～6月以降のイメージはどうかという観点から、先行指標を確認しておく。この図表15の(1)の機械受注であるが、太い実線の右端が1～3月の前期比で-9.9%、引き続き大幅に減少しているが、実は単月では、2月、3月と概ね横這い圏内になってきている。瞬間風速としては、下げ止まりの兆しが出てきているということである。そして、4～6月の見通し(×b印)は、数字で申し上げると前期比-5.0%とマイナス幅は縮小している。しかもこれは、過去3四半期における達成率、すなわち今回では大幅に下振れた時期の下振れ情報をふんだんに盛り込んで作った見通しである。従って、今回の4～6月見通しに関しては、実績で上振れる可能性が相応にあるとみている。この間、(2)の建築着工については、全体では1～3月にくっくと落ちている訳ではないが、10～12月に7.7%減少した後も弱めに推移しているという状況である。以上の先行指標の動き等を踏まえると、設備投資は、この先ももう少し減少が続

く可能性が高いとみているが、風速としての落ち方は段々小さくなっていくと考えている。ただ、いずれにしても現段階では、回復に向けた動きがまだみられていないと判断している。

次に、図表 18 の個人消費である。これも 1~3 月については、既に GDP 統計で前期比-1.1%と出ているので、1~3 月については詳しくは説明しない。4 月以降の動きについて、ミクロ情報を踏まえながらお話をしておく。まず、数字が出ているのは、乗用車であって、除く軽でみて 4 月の前月比が+6.9%と久し振りの増加、1~3 月対比でも+2.3%となっている。これを視覚的に図表 19 の (2) でみて頂くと一目瞭然であるが、極めて低い水準での僅かな反転に過ぎない。ただし、ミクロ情報によると、ハイブリッド車の受注が予想を大幅に上回っているなど、減税及び補助金の効果は、5 月にはかなり鮮明になってくる模様であって、5 月の前年比マイナス幅は、1 割位のオーダーで縮小するのではないかという感触も聞かれている。それでもまだ水準は低いが、少なくとも、1~3 月対比では、4~6 月の乗用車はある程度しっかり増加しそうである。同じグラフの中の太い灰色の線、家電販売は、実質ベースでみると、そもそも 1~3 月が好調であった。ただし、これは在庫処分のためにかなり値引きが行われたことが背景となっている模様である。そして、4 月以降については、エコポイント制度実施前に一旦買控えが生じて、5 月 15 日にエコポイント制度が始まった後の最初の週末は、取り敢えず好調であったという話が聞かれている。ただ、今のところ、エコポイント効果のマグニチュードや持続性については、まだ良く分からない。他方、図表 20 であるが、(1) の百貨店については、グラフ右端 3 月まで入っているが、前年比で申し上げると-12.9%と相当大きく落ちており、この後、4 月についても、天候要因等に比較的恵まれたにもかかわらず、このグラフにはないが、百貨店協会ベースで、前年比-11.3%ということで、弱い状況が続いている。5 月前半の状況が一部の店から聞かれているが、これもやはり前年比二桁減ということで、百貨店は相変わらず厳しい。それから、スーパーについては、値下げ品目への消費者の飛び付きは良いと聞かれているが、価格の下落程

には数量は増えていないので、結局売上高は弱含みが続いているという状況である。以上申し上げたことから分かるように、足許の個人消費を下支えしているのは、減税補助金といった政策効果と、価格の引き下げである。しかし、後程申し上げるように、雇用・所得環境は、急速に厳しさを増しているし、新型インフルエンザの国内感染拡大といった新しい不安材料も強まってきている。例えば、5月以降の旅行については、海外、国内とも様子見、手控え、キャンセルの動きが急速に広がっていると聞かれている。これらを踏まえると、個人消費は、部分的に良い数字が出てきても、全体としては弱めに推移し、かつ、その下振れリスクが大きいとみておくべきかと思っている。個人消費は以上である。

次に、住宅は飛ばして、図表 25 まで進んで頂く。生産であるが、生産の1~3月は前期比で-22.1%と未曾有の落ち込みになったが、4~6月については、予測指数を元に計算した数字は脚注にあるように、前期比+5.9%と5四半期振りにかなりの増加となる見通しである。その要因は、従来から申し上げているように、中国の需要の持ち直しと在庫調整の進展である。また、図表 26 の (3) をご覧頂くと、直近4月分については、予測修正率がプラスになってきており、これは景気の転換点にみられる典型的な特徴である。それから、(2) の一番右であるが、4~6月の生産の業種別の内訳があるが、格子模様の輸送機械、縦縞の電子部品・デバイス、点々の化学等が増加に寄与する一方で、斜め線の一般機械は4~6月もかなりのマイナス寄与が残るという内訳になっている。これらは、我々のマイクロ情報とも概ね整合的である。我々のマイクロ情報の積み上げでは、生産全体で4~6月の増加率が3%台となっており、この予測指数ベースの5.9%よりはプラス幅が幾分小さいが、これだけ大きく動いている中での話であるので、それ程意味がある差だとは思っていない。その先であるが、7~9月になると、マイクロ情報でもかなり感触ベースになってしまうが、現時点でのイメージとしては、4~6月並みのペースで7~9月も増加が続くという予想である。特に、自動車が4~6月、7~9月と、それぞれ1割以上増加するという見通しであるほか、出遅れていた鉄鋼が7~9月には

増加に転じる。それから、一般機械も建設機械の在庫調整が漸く進展して7～9月には下げ止まるという感触である。しかしながら、一方で、4～6月にかなり増加する見込みの電子部品・デバイスとか化学については、7～9月は増加一服というイメージである。このように業種毎にそれぞれ多少綾があって、広範囲に亘って、生産が一気にリバウンドしていくところまでは今の時点では言いにくい状況にある。因みに、以上の見通しを前提にすると、7～9月の生産水準は、前年比ではまだ-25%位ということになる。こういう見通しについては、勿論、4～6月、7～9月とも相当の不確実性がある。まず、上振れ要因であるが、第一に、一旦上向きのモメンタムが働き始めれば、予想対比での上振れが続きやすいという景気循環の一般的な傾向がまずある。とりわけ、今回は、在庫循環の力が大きく働いているだけにその傾向が強い可能性がある。それから、第二に、これまでの企業ヒアリングの感触では、自動車にしても、電機にしても、減税とか補助金の効果については、かなり慎重にみている嫌いがあるので、それらの結果次第では上振れの可能性が小さくないように思われる。逆に下振れ要因であるが、やはり依然として不確実性が大きい内外の最終需要動向ということになると思う。海外について、例えば、建設機械などでは、欧州やロシアで、需要見通しの下振れ傾向がなお続いているという指摘もある。それから、足許で回復している化学や電子部品等でも、中国の回復の持続性はどうかののだろうかという不安も払拭されていないという状況である。やはり、世界的に設備と労働の大幅な調整圧力が生じてしまっているので、世界的に最終需要の回復が明確になるまで時間がかかってしまうというリスクには、注意が必要かと思う。生産は以上である。

次に雇用である。図表 29 に進んで頂きたいと思う。雇用、賃金関連の指標は、3月の数字が入ったところで、これまでよりも悪化テンポが速まってきた。その点は、図表 30 をご覧頂くと、特に (1) であるが、一目瞭然である。有効求人倍率の右端 3 月は 0.52 倍まで低下していて、前回のボトム 2002 年 1 月の 0.50 倍に急速に近付いている。失業率の方も、3 月には 4.8% まで上昇しており、こちらは過去のピークの 5.5% までまだ少し

距離はあるが、足許の変化が速まっているだけに、注意が必要かと思う。そして、図表 29 の〈労働力調査〉の表に戻って頂くと、労働力調査の雇用者数が、これまで前年比ゼロ近傍で持ち堪えてきたが、3月はずいに前年比 -0.9% と一気にやや大きめのマイナスになっている。それから、〈毎月勤労統計〉の賃金も、3月は前年比 -3.9% 、1~3月でも -3.0% と低下幅が明確に拡大してきている。所定内、所定外、特別給与、全て、マイナスの幅が明確に拡大している。この結果、1~3月の毎勤ベースの雇用者所得は前年比 -2.4% 、3月単月では -3.4% である。なお、今回のQEでGDPベースの雇用者報酬は、1~3月の前年比が -2.2% であった。しかし、この -2.2% というのと同じ1~3月の名目GDPの前年比が -8.6% であったからマイナス幅が圧倒的に小さかった訳で、その分、労働分配率はかなり上昇していることになる。因みに、2008年度全体でも雇用者報酬 -0.5% に対して、名目GDPは -3.7% と相当開きがあった。従って、逆に2009年度については、名目成長率が -3% 前後と考えて、そのもとで労働分配率が低下方向に引き戻されていく力が働くとすると、2009年度の雇用者報酬は、 -4% とか -5% とかそういった数字になってしまう可能性が高いということになる。そういった感覚を頭に置いて頂きながら、図表 32 の(3)の雇用者所得をみて頂くと、GDPの雇用者報酬に近い細い実線の労調ベースは、もう既に一番右端の3月単月で言うと、足許、前年比5%近いマイナスになっている。これは、3月単月であるから多少振れもあるかもしれないが、2009年度を通じて、とりわけこの後、夏、冬の賞与時期には、かつてない大きなマイナスになる可能性が高いとみておくべきかと思う。生産やGDPの減少が足許止まってきてはいるが、これまでの大幅な減少の影響が家計部門にはこれから本格的に波及していく、その最初の明確なサインが出てきつつあるということかと思う。

次に、物価である。図表 34 である。(1)の太い実線であるが、国際商品指数は、原油や非鉄を中心に緩やかに上昇している。緩やかにと申し上げたのだが、実は2008年の山が巨大であるために緩やかにみえていると

いう面もあって、この目盛りを冷静に読んで頂くと、今年に入ってから国際商品指数の上昇幅は約 5 割に達している。この結果であるが、図表 35 の輸入物価になるが、(2) のグラフの一番右、4 月の 3 か月前比は、6.6% のプラスとややはっきりと水面上に出始めてきている。それにもかかわらず、図表 36 の (1) ①の太い実線、国内商品市況は、それ程上がっていない。これは、②のグラフの中の細い実線で示した鋼材、それから点線の紙・板紙、この辺りが在庫調整の遅れとか、同じことであるが、製品需給の引緩みによって、下落しているということによるものである。鋼材については、先程の国際商品指数には含まれていない鉄鉱石とか原料炭の 2009 年度分が、かなり下がる見通しにあるという点も影響しているとみられる。以上を踏まえて、図表 37 の国内企業物価については、(2) の右のグラフであるが、3 か月前比のマイナス幅は着実に縮小してきており、特に点々の為替・海外市況連動型は、4 月はプラスに転化している。しかし、縦縞の鉄鋼・建材関連とか、斜め線の素材が下落を続けているほか、あまり目立たないが、灰色の機械類は——— 昨年 10~12 月頃は一旦プラスに出たのだが———、最近では、エアコンやテレビの末端の値崩れを背景として、若干マイナスになってきている。特に、この先、鋼材価格は、自動車向け等の紐付き分がかなり下落すると見込まれる。以上を踏まえると、国内企業物価は、国際商品市況からの下落圧力が消えてきているとは言え、需給ギャップが大きい中で、先行きも下落を続ける可能性が高いと考えられる。

最後に、消費者物価、図表 40 であるが、消費者物価指数、(1) の右の太い実線でご覧頂くと、3 月の前年比は -0.1% であった。細い実線の除く食料・エネルギーでは、-0.3% とマイナス幅がじわっと拡大し始めている。さらに、図表 42 で東京の 4 月分をご覧頂くと、(1) の右細い実線の除く食料・エネルギーが -0.6% とマイナス幅がさらに拡大してきている。左側の四半期グラフでみると、変化のマグニチュードは意外と大きいというように見えるかと思う。この 4 月の除く食料・エネルギーのマイナス幅拡大には、かなり広範な細々としたものが影響している。(3) の右の斜線部分の他のサービスであるが、そこに含まれている外国パック旅行、

これがサーチャージの引き下げで下落したということがかなり効いている。この外国パック旅行の部分は、全国のC P Iにも同じように反映されるので、やはり全国のC P Iも4月以降基調的に弱くなっていく可能性が高いと考えられる。ただし、取り敢えず4月については、昨年ガソリンの暫定税率が下がった裏がプラス方向に出る。ガソリンは、東京がウエイトが低くて、その裏もあまり出ていないのだが、全国だと0.4%位押し上げに効いてくる。その結果、4月の全国C P I除く生鮮の前年比は、恐らく3月とは取り敢えずはあまり変わらないが、逆に5月になると、-1%位まで一気にマイナスが拡大していくという可能性が高いと思っている。ただし、このあたりは概ね展望レポートの想定どおりである。

以上、本日申し上げてきたことを踏まえると、輸出、生産は下げ止まりつつあって、景気のフリーフォール局面は終わったと言えると思う。しかし、一方で、雇用、賃金の弱さがいよいよ鮮明になりつつある。当面、4～6月、7～9月辺りまでは、第一に在庫調整の進展に伴う、輸出や生産の増加モメンタム、第二に公共投資及び減税補助金などの政策効果、この2つのプラスの力が設備や雇用の調整圧力からくるマイナスの力を取り敢えずは上回る蓋然性が高いとみている。しかし、その後、夏以降は、今申し上げたプラス、マイナス両方の力がどういった関係になってくるのかということについては、その勝負に大きな影響を与えるであろう海外経済の不確実性が高いということで、現時点では、予断を持つことは許されないという状況かと思っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

須田委員

在庫調整について、今回のG D Pにはイメージとギャップがあって、2次Q Eでどう変わるかというのは置いておいて、とにかくこの数字は在庫調整が思ったよりも進んでないともみるのか、あるいは流通在庫とか元々統

計に入っていない部分がみえないだけで、そんなに違和感のない数字であったのか。そこはどういうふうに…。

門間調査統計局長

I I Pからみると、少し違和感はあることはある。しかも、今日出てきた第3次産業活動指数も結構弱いので、多分、全産業活動指数は相当弱くなると思う。であるから、1～3月は、全活とGDPがかなり乖離すると思う。ただ、それもぎりぎり言って異常値と言える程大きな乖離かと言うと、そうとまでも言い切れない。許容範囲ぎりぎり位の差だと思う。いずれにしても、そこは、途中でも一回申し上げたが、在庫とか設備投資は、2次QEで結構変わり得るので、それをみて判断をしたいと思っている。一点だけ、若干技術的なことであるが、今回、在庫のところは、価格が相当大きく変動したので、価格の織り込み方、すなわち、在庫のいわゆる評価額を変えるという部分と、リアルが変わっている部分を分解することがなかなか難しい。我々は、そのところが上手くトレースできていないので、その差が出ているという可能性はある。

野田委員

生産と在庫の関係をみる時に、海外の在庫はどうなっているのか。海外の在庫も結構膨らんでいたというアネクな話がある。この調整というのは、ここには出てこない訳であるから、生産だけから見ると、GDPベースで何となく在庫の減り方が小さいなという感じがする。グローバルにみると、各メーカーはグローバルな在庫をみている訳であるから、そういう意味では、生産の数字と在庫の関係が少しちぐはぐだというのも、そういった要素を入れれば、然程大きくもないのかなという気はしないでもないが、如何か。

門間調査統計局長

そこは、元々、海外の在庫が結構溜まっていたのが落ちてきていると、

その部分は元々データには出てこなくて、むしろ輸出にダイレクトに効いてくるだろうと思っていた。そこはそのとおりののだが、先程から恐らくご質問になっていらっしゃるのは、多分、生産の落ち方に比べてGDPの落ち方が小さいということだと思う。そこはやはり多少乖離があるなという印象が拭えない。

中村委員

海外の在庫について、自動車も6月から10%位、輸出数量を伸ばすという話である。だから、やっと6月位から、在庫調整が終わるのではないか。

門間調査統計局長

図表8にアメリカにおける日本車の在庫がある。これで見れば、今、データは4月末まで入っているが、完全に元のレベルまでは戻っていないが、かなり急速に落ちてきているということは言えるので、このペースで落ちていけば、今おっしゃった5月、6月位には相当在庫は低くなっているであろうという想像が付く。実際に、生産予測指数でも、5月の自動車は2割以上増加するということである。かつ、メーカー毎に在庫調整が終わっていくタイミングがずれているので、5月、6月、7月と順次輸出とか、生産が増えていくということかと思う。

山口副総裁

当面の消費者コンフィデンスの回復は、減税などが効いているのだろうと思うのだが、それと、先程、門間調査統計局長が言われた、この先、雇用環境は相当悪くなっていくこととの関係はどういうふうに考えておけば良いか。

門間調査統計局長

まず、言わずもがなののだが、図表22をじっと眺めて頂いてというこ

となのだが、確かに足許少し改善方向ではあるのだが、とてつもなく低いレベルであるということである。それが、まず大前提である。そのうえで、確かに雇用者報酬的には元々足許から 2009 年度は相当厳しいだろうと思っていたのだが、同時に 2009 年度は減税だとか、それから、そもそも価格が下落するので、実質可処分所得では、それ程落ち込まないと、勿論、雇用者報酬が大きいからかなり落ち込むが、過去に比べて抜きん出てとても大きいという程は落ちないだろう。そのうえで、一つだけ留意点なのだが、図表 22 の中で、レベルが低い低いと言っても、結構大きく反発しているのではないかと思われるのは景気ウォッチャーだと思う。これは、実は変化の方向を聞いている指標であるので、多分その影響が多少あるのではないかと思っている。良くなっている、悪くなっているという 5 段階評価の点数を付けている。因みに、足許の D I が改善しているところの内訳で良くなっているという回答は、2 月が 0.4%、3 月が 0.6%、4 月が 0.7%、ほとんど変わっていない。悪くなっているというのが、2 月の 46.5%、3 月が 31.6%、4 月が 23.4%、悪くなっているというのは、毎月 10%ポイント位減ってきている。であるから、ここまでいったらさすがに悪くならないだろうと言うことで、この D I が上がっているが、変化の方向が結構敏感に表われている。これは、2000 年以降の系列なので、まだくせが読み切れていないが、例えば、前回のボトム、2001 年から上がってくるところも、一旦上がって、その後また少しぼしゃっている。2003 年に入ってから、本当に S A R S などでいわゆる踊り場になったのだが、この 2002 年に一旦ぼしゃったところの変化の動きがセンシティブに出て、その後、少し一旦中弛むということが起きたのかなというようにも解釈できるので、今回もそうなる可能性がないとは言えない。しかも、今後は例の新型インフルエンザ、これが恐らく、これはまだ連休の前であるので、ゴールデンウィーク以降の情報が入ってくる今度の 5 月末の景気ウォッチャーでは出てくる可能性が高いとみている。

野田委員

消費者態度指数などの中身をみると、雇用が改善している。これは、極めて不整合である。

門間調査統計局長

然り。

野田委員

あれは、やはり報道の影響などが出ているのか。

門間調査統計局長

それは、恐らくあると思う。前の短観のC Pの発行環境のように、実際に働いていない人も、報道の見出しの数でもって考えているという可能性が部分的にはあると思う。

野田委員

他はそんなに違和感ないのだが、あそこだけは少し…。

門間調査統計局長

そうである。雇用環境というのは、常に他のものとほとんど同じように動く。であるから、実は、どの位それが単独に情報量を持っているのかというのは、疑問な面も無きにしも非ずということである。

亀崎委員

この10年間の雇用者所得を図表32で見ると、2002年にどんと落ちて、今またそれに近いくらいに落ちていっている。一方、図表21の(3)消費包括指数とGDP消費をみると、2002年に雇用者所得がどんと落ちた時、あまり落ち込まないでいる。勿論、雇用者所得は、フローだけであり、ストックの面は考慮していないから、これだけではみえないとは思っているのだが、

必ずしも所得と同じように消費が動くというようには、あまり思えない。

門間調査統計局長

2001、2002年の消費の底堅さというのは、過去10年間、日本経済の七不思議の一つであって、これはなかなか解明できていない。この時、起こったことを申し上げると、二つ特徴があって、一つは、高齢層の消費性向が随分上がった。2000～2002年位に相当上がった。それからもう一つは、自動車相当売れた。前者の方は、はっきりとは分からないが、2000年に導入された介護保険がある程度影響している可能性が高いと、仮説であるが、みている。それによって、高齢層のいわゆる予備的な貯蓄というか、将来不安に備える貯蓄が少し減ってきた。恐らく、それ程貯蓄しなくて良いということになったというのが一点ある。もう一点は、自動車については、当時は、いわゆる小型車ブームであった。日産がリバイバルプランで相当マーケットで攻勢をかけ、他社も追随するというようなブームが巻き起こったということで、そういった、つまり将来不安の減衰と、売れ筋商品の登場と、そういったことが多分この時の消費を支えたのではないかと考えている。そういう視点でみると、将来不安について、今回減衰する要因はあまりないなというのが正直なところであり、売れ筋商品の方は政策効果もあってエコ商品が売れるかどうかということかと思っている。

野田委員

消費者物価であるが、先程、展望レポートの見方とメカニズムとして変化はないとのことであった。商品市況があこの当時よりは、少し上振れている。需給ギャップは、少し拡大している。相殺してちゃらだという理解は行き過ぎか。そこまでは分析していないか。もう少し厳密にみて、どのような感じか。今後の国際商品の関係からみて。

門間調査統計局長

需給ギャップはほぼ想定どおりである。商品市況は確かに少し上振れ気

味ではあるのだが、その影響と、場合によっては、需給ギャップに対する物価の下落が少し大きいかもしれないというところが、相殺されてほぼ見通しどおりになっている可能性はある。ただ、少しデータが足りないので、もう少しみていかなければ分からないと思っている。

亀崎委員

このところ、94円台とか、どちらかと言うと円高である。図表11の実質実効為替レートを見てみると、2005～2008年は円安となっているが、図表6の実質輸出もちょうどこの期間、2005～2008年はずっと伸びている。まさに平仄が合っている。今は逆に円の実質実効為替レートが若干高めであり、特に相手地域別でみるとNIEsなどに対して物凄く強くなっている。そうすると、電子部品などの競合商品は不利になってくる。これらの国から輸出されるものは競争相手になってくるので、この辺の円高傾向というのは、少し嫌な負の要素である。輸出には非常に期待しているのではあるが。

門間調査統計局長

そうである。1、2月の時に比べると若干円安になってくれたので、これでもまだ少しはましなのだが、それでも、恐らくこれから景気回復の過程で、グローバルな生産拠点の再配置を考える時に、この円高水準は意識されていくということになるかと思う。

須田委員

先程、労働分配率が高くなっているから、下げていくと。それで、要するに、雇用調整助成金を使いながら雇用を守っていくとすると、企業として人件費を減らそうとしたら賃金を減らしていくことが多くなる。そうすると、消費を考えた場合には、やはり賃金の減り方がここまできてしまうと、影響を与えると考えるのか、そうでもないと考えるのか。

門間調査統計局長

それは明確な答えが実はないのだが、賃金が減るという時に一時的だというように思うかどうかだ。賃金がどんどん減って行って、あと数か月後に職がなくなるというように思う時と、賃金は今は減っているけれど、いずれ上がると思える時とで随分違うはずなので、まさに今年度の下期の回復テンポがどうかということに相当依存するのではないか。

野田委員

ただ、恐らく夏場の夏季賞与が二桁のマイナスということで、言ってみれば、屈折的な落ち込みで、いわゆる将来の恒常所得に対する期待がある種屈折的に下がるという見方の可能性はかなり高いと思っているのだが、その辺については如何か。

門間調査統計局長

であるから、そこがまさにポイントだと思う。一点だけ多少細かいことで申し上げておくと、確かに昨日出た日経連の賞与にしても非常にマイナス幅が大きいのだが、あの日経連とか日経新聞の調査は、大体、大企業中心になり、かつ製造業のウエイトが高い。通常は、それが上方バイアスを持つのだが、今回に関しては、そういったところが一番下がるので、全体で見ると、もう少し下がり幅は小さくなると思うが、それにしてもおっしゃったようなリスクは十分にあるので、まさに下期にかけての状況を良くみていく必要があるということかと思っている。

中村委員

雇用調整についてであるが、非正規のところは色々と終わっており、正規のところは雇用調整助成金などで大幅な調整は避けられている。だけど、3月の企業業績は非常に悪いし、いつまでも助成金に頼る訳にはいかないので、企業はいずれ正社員の雇用調整まで、手を出してくるのか、あるいはもう既に出しているのか。

門間調査統計局長

一部限定的に出ているが、やはり本格化するかどうかというのは、夏場以降の生産、経済の回復状況如何ということであろう。それから、その時に中期計画をもう一回組み直すということが段々具体化してくるので、その過程で、リストラとか、事業所の再配置とか、大がかりな変更が相当行われると、どの位の雇用が吸収されるのかされないのかという問題に恐らくなると思う。恐らく製造業は、向こう1年、2年というタームでみれば、正規社員も相当減らされていく可能性が高いので、ある程度非製造業の方で受け入れられるかどうかという全体的な景気状況に相当依存するのだと思う。

白川議長

企業収益であるが、（金融市場局に聞くべきなのかもしれないが）企業は2008年度の決算を発表する時に、2009年度の収益見通しを出しているが、その数字の出し方をどのようにみているのか。一部自動車や電機についてコメントがあったが、全体的にみると、収益見通しから、どのような企業の姿勢が窺えるか。

門間調査統計局長

2009年度については、正直に言って、企業の言い方はほとんど開き直っていて、「下期には回復するのである」というのがまず大前提なのである。下期には「黒字になる」、「とんとんになる」。そこから逆算して、年度が出てきているという感じなのである。かなり堂々と言っていて、かつマーケットもそれをあまり気にしていない感じなので、今はそれでも仕方ないのではないかということだと思う。であるから、まさにそれがどの位実現性があるのかということが、段々みえてくる段階で再評価されていくということだと思っている。

中村委員

中には、見通しを出していないところもある。

西村副総裁

公共投資の出方は、そもそも大体想定どおりの出方か。それとも想定よりもかなり強い出方をしているか。

門間調査統計局長

請負金額には、実は、比較的足が長いものも時々入っていたりするので、この後、出来高にどれだけ反映されてくるか。出来高の今後の2、3か月の動きをみていかないとそこは判断できない。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは次に、金融環境について、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、資料-5(参考計表)をご覧頂きたい。まず、図表1で、家計・企業のインフレ予想であるが、今月新たに出た指標は(2)の消費動向調査から算出した1年後の家計の予想インフレ率であり、少しずつ引き続き低下傾向であり、一番右端の4月調査は0.9%というところまで下がっている。因みに、この0.9%という予想インフレ率のレベルは、左からずっとみて頂くと、2007年、例のCPIの改訂等々でどんどん下がった時であるが、2007年4月の0.8%に近接している。ただ、この調査をみて、2004年辺りをみると、実はCPIが若干とはいえマイナスを計上した時期も、1%弱で踏みとどまっていた。その意味では、意

外とこの1%弱位でアンカーされているようにもみえる。従って、この後、問題は、先程の実体経済と同じであるが、この5月以降、実際にCPIが相当大的なマイナスになってきた段階で、人々の将来の見方が変わるかどうか、この後の焦点になるだろうと思っている。同じようなことが、これはエコノミストの先行き、長期の見通しであるが、図表2の(2)のコンセンサスフォーキャストでも言えて、これは、前回の決定会合の直前に最新の4月調査(年に2回4月、10月に調査)が出ていたので、この数字自体をご報告——直近4月調査は相当下がった——申し上げた。これは今後10年、5年、3年ということで平均をとっているのだが、こういう聞き方ではなく、毎年毎年の物価のパスを全部聞くという調査の仕方をしている。足許このように期待予想値が下がっているのは、なんと言っても今年と来年についてマイナスになっているという要因が強く、それではそれぞれの時点で、例えば3年後、4年後をどの程度予想しているかということを見ても、過去3年間ほぼ1%程度で変わっていないということがある。従って、これはエコノミストの見方ではあるが、まだこの4月段階でも長めのインフレ予想は1%位でアンカーされているという図になっている。ただ、これもこの夏以降マイナスが大きくなり、しかも需給ギャップ等々を背景にそれが暫く続くかもしれないという予想が強まった時に、どう変わるかということが一つの焦点になろうかと思う。その意味で、(1)ESPのフォーキャスト調査をご覧頂くと、3、4、5月調査とも意外と変わっていない。さらに言うと、今年の後半以降の物価の下がり方、これは平均で2010年度は-0.4%であるので、かなり急激に縮まっていくという予想に今まだなっている訳である。これがこの後の経済の展開次第で変わって、長期のインフレ期待にどう影響を与えるかということが焦点になるだろうとみている。

それから、図表3で政策金利の水準評価であるが、昨日出たGDP——先程調査統計局長からも出たが——は、ちょうど今フィルタリングをかけて試算しているところであるので、結果はまた次回申し上げるが、ざっとしたイメージで申し上げると、まず図表3の(2)で実質コールレートと実質

GDPトレンドの成長率の乖離をみると、これは多分GDPトレンドが物凄く下がると思われるので、この差はほぼ近接して、このグラフでいうと、この差のグラフはゼロ近辺に近付くような図になるだろう。要するに、緩和は緩和だけれども、緩和の程度はほとんどゼロになるような図になりそうである。図表4のテイラー・ルールの金利であるが、ご案内のとおり、テイラー・ルールはなんと言っても需給ギャップが物凄く影響を与えるので、(1)でテイラー・ルールの試算値——今年の第1四半期までの試算値——で金利が-1.5%位になっているが、恐らくこれは-4%近い数字になるだろうと試してみている。

それから、図表5以降の企業の資金調達コストであるが、まだ何しろ3月以降の貸出約定平均金利が出ていないので全体評価が少しできにくいところであるが、明確なのはCPと社債発行レートが概ね横這いの中で、CPはまだ若干4月は下がっている感じである。CPの出来上がりの4月の発行レートをご覧頂くと0.45%と、前月0.66%で前年の4~6月の0.78%を下回って、リーマン前も下回ったということを申し上げたが、今回さらに下がっている。社債発行レートはほぼ横這いで、全体としては横這い若干下がり気味ということだろうと思う。今足許、貸出金利がどうなっているか少しみにくいのだが、材料を少しご覧頂くと、図表7であるが、足許スプレッドが拡大している感じがある。(2)の短期スプレッドも上がっているし、長期スプレッドも相当凸凹はしているが上がっているように見える。短期のスプレッドについては、特に昨年の秋以降、貸出に対する逼迫を背景に上がっている可能性があるかと思う。実は、特殊要因で一部行が相当大きく上がっているということもあるので、若干ディスカウントしてみてもおいた方が良いとは思いますが、上がっている可能性はあると思う。ただ一方で、ベースレートのTIBORが結果的に下がっているので、両方相俟って出来上がりとしては横這い圏内とみておけば良いかなと思っている。従って、全体として、資金調達コストは、これまでは下がってきたという評価であった訳であるが、下がってきた結果、今は割と低い水準でほぼ横這い圏内の動きと一応暫定的にみている。

それから、資金調達量の動きであるが、図表 11 である。全体の資金調達の規模は引き続き比較的高めの伸びが 4 月も続いて、民間部門総資金調達は 3 月 1.6% の後 4 月 1.6% ということで、それぞれの供給要因ごとの寄与もほぼ横這いということであった。中身をみると、〈民間銀行貸出残高、C P・社債の発行残高〉で銀行計は横這い、すなわち 3 月 4.2% の後、4 月 4.2% であるが、C P が 3 月 -3.2% から 4 月 -13.2% ということで、C P は少し大きめのマイナスになっている。これは基本的には、この間の C P 市場の資金需要が一服したということが背景にあるとみており、専ら需要要因で説明可能な範囲内であろうとみている。それから量の面であるが、4 月の社債の発行額は、額としてはあまり大きくなくて 4,380 億円であったが、先程金融市場局長からもあったが、4 月は A 格の発行が再開されたということが特徴だと申し上げたが、5 月も引き続き、数件 A 格の発行が続いているうえに、足許、B B B 格の発行の計画も始まっている。鉄道系で公益事業系であるので、元々、公益事業系というのは比較的安定業種で人気があるので、B B B 格は一般かどうかは分からないが、一応発行の話が始まっているので、もし仮に実際これが実現すると、アネクドータルではあるが、社債市場の改善を示す材料ということになるかと思われる。

全体として、この間の企業金融を巡る環境であるが、昨年秋以降みられた逼迫感は後退しているという評価かと思われる。これを資金需要と供給要因に整理すると、まず、資金需要要因としては三つ位ある。一つは、さすがに昨年秋以降の手許の積み上げが一服している。ヒアリング調査等では、中には、大企業では積み上げ過ぎてしまって足許崩し始めているという声もある位であって、手許の積み上げの一服がある。二つ目は、この間の減産を背景に、運転資金需要も減少し始めている。三つは、これはまだ出始めであるが、この間の設備投資の絞込みで、今までは設備投資を絞り込んだ後の償却の金が残っていた訳だが、設備資金も少し落ち始めている。資金需要は、この三つの要因で全体として落ち着き、あるいは減少し始めているということである。一方で、供給要因をみると、今申し上げたとお

り、CP、社債は明確に好転しているということがあり、二つ目は、金融機関は引き続き貸出の伸びが高めなうえに、限界的には少し貸出態度が緩和しているというような材料もある。三つ目は、政投銀を含め、やはり政策金融の寄与ということもあり、こうした供給要因も含めて、全体として逼迫感は後退しだしているだろうと思う。ただ、レベル感としては、DI等々をみても引き続き極めて厳しい状況だということと言えるということで、DIをずっと飛ばしてみても、少し動きがありそうなのが図表18のアベイラビリティ指標であり、これも貸出態度、資金繰りDI等はこの2月位からひよっとしたら底打ちかもしれないということもずっと申し上げてきたが、4月もそれを裏付けるような動きになった。＜金融機関の貸出態度＞で日本公庫の中小企業の貸出態度をご覧頂くと、2月1.3%ポイントのあと、3月は3.3%ポイント、4月4.5%ポイントと、4月の数字も本当に若干ではあるが緩和方向にある。資金繰りDIも若干ではあるが改善ということである。表で見て頂くと、図表20の左側の縦が短観、右側の縦の日本公庫と商工中金の一番右端で、ほとんど虫眼鏡状態であるが少なくともフリーフォールの的に落ちてきたものが、ちょっと歯止めが掛かって、反転が始まったかなとみられるような動きである。ただし、繰り返すことになるが、レベル的には非常に厳しいところにあることには違いない。

ただ、若干、変化の動きがあるかもしれないという点は、倒産でも見受けられて、図表21で、4月の倒産件数は1,329件、前月は1,537件で、これは物凄く増えたということで報道されたが、これは結構季節性が強いのでディスカウントする必要があるということは申し上げたが、季調値でも、どんどん増えるという感じではなくなっているようにはみえる。＜業種別内訳＞は、凸凹がはげしいので、ある程度まとめてみる必要はあるかと思うが、特徴的なのは3月、4月と建設業がマイナスになっていることであり、これには、一つは緊急保証、もう一つは公共事業の発注が増えだしているということが影響しているかもしれない。イメージで申し上げると、図表22の(1)のグラフでお気付きになった方がいるかもしれないが、今回より倒産件数は季調済に変えている。もっとも世の中の的には倒産計数

の季調済というのは統計データとしてはないので我々の季調なのだが、一番右端をみると、この2007年度央から増え出したものが、若干上昇に歯止めが掛かったようにもみえる段階になったということである。

最後にマネーであるが、図表23であるが、4月のマネタリーベースは8.2%の伸びで伸びの数字だけ客観的な事実を申し上げると、この8.2%は2004年3月の11.9%以来の伸びということになる。それからマネーストックであるが、M2でご覧頂くと、4月は2.6%と伸びを高めている。このマネーストックの伸びを高めている主因は、多分、預金通貨の3月-0.1%が4月0.4%に増えたことなのであるが、恐らく、定額給付金がこの段階ではまず国から自治体に支払われ、その自治体から少しずつ民間に支払われ始めているということだろうと思う。これが主因でマネーが伸びている。少しずつその自治体から民間に支払われて、多分、現金化されているだろうということを受けたのだと思うのだが、<マネタリーベース>の日本銀行券発行高をみて頂くと、4月は1.0%と2か月前の0.7%と比べると伸びを高めていて、これも恐らく要因としては、そういうことではないかとみている。因みに、5月の日足からみた予測は1.0%であるので、定額給付金がこの預金と現金に少し影響を与えるという感じかと思う。材料は以上である。

以上を踏まえて一応金融環境の総括をしておくと、昨年秋以降の非常に急性症状的な状況は2月位には収まり始めてきた訳であるが、その後、この委員会でのご議論も、期末越えはどうか、さらに期が明けてからどうかということが——5月危機と言われたようなことも含めて——注目材料であったが、これも特に大きな混乱もなくということであるので、ここにきて逼迫感はそれなりに後退していると評価して良いのではないかと思われる。ただ、先程申し上げたとおり、レベル的にはDI等をみてもまだまだ厳しい状況が続いているし、企業の収益はきつい状況が続いているので、基調的な金融環境の厳しさは続いていると、その中で、逼迫感は後退し始めているという評価というように考えている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

CPの発行残高が4月凄く落ちているが、これには前年の裏という要因か何かあるのか。それとも…。

雨宮企画局長

CPは実はそれ程強い季節性はないのだが、確かに前年、おっしゃるとおり、4月は少し増えている。だから単純に4月だけ計算すると、去年の4月に増えたことの裏が出ているかもしれないが、ただ一般的にマーケット参加者の声を聞いても、CPについて慌てて発行してとにかく手許を積み上げようという動きが減ったという声が大きいのので、何か特殊要因というよりは、やはり資金需要の落ち着きを反映したものだろうとみている。一つ、若干気にしているのは、今日のご説明しなかったが、a-1+の格付けが良いところのレートがTBより下がっていることをもって、若干、機関投資家が引くというような格好で市場規模の収縮が始まっているかどうかちょっと気になるが、今のところそれが大々的に出ているということではない。

白川議長

他に宜しいか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、最後に、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、お手許に今日改めてお配りした紙をベースにお話をさせて頂

く。これは金融部分が少し変わっており、実体経済等については前にお配りしたものと変わっていない。まず、経済については、景気の現状の総括判断であるが、「わが国の景気は悪化を続けているが、輸出や生産は下げ止まりつつある」としている。前月までは「大幅に悪化している」としており、これは1月以降4か月連続で「大幅に悪化している」ということだったが、当月は若干明るめの方向に表現を変えたということである。1～3月でみると、GDPにみられるように、「大幅に悪化」ということになるかもしれないが、もう少し仔細に月次ベースの動きをみると、輸出、生産の下げ止まりという変化が出てきているということである。これは微妙な変化であるが、輸出、生産というのは、昨年秋以降の景気悪化の起点であったので、重要な変化であると考えている。こうした点を踏まえて総括判断を修正したということである。中身も、総括判断の変更に合わせて合わせるような形になっており、設備投資は大幅に減少、個人消費は弱まっているということで、これは前月までと変わらない。輸出や生産について、前月までは「大幅に減少している」ということだったが、当月は「大幅に落ち込んだあと、下げ止まりつつある」としている。公共投資についても、これまで「低調」と評価していたが、当月は「増加に転じつつある」と変更している。先行きであるが、前月までは「悪化を続ける可能性が高い」としていたが、当月は「悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まっていく可能性が高い」としている。これは、先般出た展望レポートの当面の景気の表現に沿ったものということである。中身についても、現状と同じく国内民間需要については、前月までとほぼ同様の表現を使っているが、輸出、生産については、「内外の在庫調整の進捗を主因に、下げ止まりから持ち直しに転じていくとみられる」と変えている。公共投資も、「増加していくと見込まれる」ということであり、いわば内外の在庫調整と政策効果から景気は次第に下げ止まっていくと、こういう考え方とさせて頂いている。物価について、現状は、国内企業物価について、これまでは「下落を続けている」としていたが、実はこの1か月間で2か月分の指標が出て、それに伴い、3か月前比の下落幅というのが4か月連続で縮小すると、こうい

うようになったので、「下落幅は縮小してきている」としている。物価の先行き、これも国内企業物価のところであるが、前月までは「国際商品市況下落の影響が残り、製品需給の緩和も続くもとで、当面、下落を続ける」としていたが、商品市況が反発してきているということなどを踏まえて、当月は「緩やかな下落」と修正している。私からは以上である。

関根企画局参事役

続いて、金融パートであるが、金融パートの最初の段落の金融市場のパートについては、いつものとおり市況に合わせて修正させて頂きたいと思っているが、今の相場であるとお手許のままで大丈夫かと思っている。続いて、金融環境の総括部分であるが、先程の企画局長のご説明にもあったとおり、「ひとところに比べて逼迫感が後退しているものの、なお厳しい状態が続いている」という形で、金融環境が厳しいという判断は変わらないが、少しは金融環境が改善しているといった変化の方向を加える形にしている。続く各論部分であるが、ここの部分が事前にお配りしたものからその後の議論を踏まえて若干変更させて頂いたところである。主なポイントは、今申し上げた「ひとところに比べて逼迫感が後退している」ということをより明示的に表現した方が良いのではないかとというところで若干の変更をさせて頂いている。また、事前の配付バージョンでは倒産件数について言及しているところがあったが、先月まで倒産について触れていなかったこともあり、このタイミングで加えることにはやや唐突感があるということで外させて頂いている。では具体的にどういった文章になったかというのをフォローさせて頂く。各論の最初の文章であるが、「コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストも、本年初に低下した後、低水準で横ばい圏内の動きとなっているものとみられる」と、資金調達コストが低下した後、横這いで推移しているということ述べている。ここで「みられる」とややもったいぶった言い方をしているのは、貸出約定平均金利が2月までしか利用可能でないといったことを踏まえたものである。続く文で、「悪化を続けている実体経済活動や企業

収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺されていると考えられる」。先月までは金利水準の評価をコールレートの記述の後に書かせて頂いていたが、今回はコールレートと資金調達コストの動きを纏めて書いているので、両者を併せた形で、「低金利の緩和効果は減殺されている」という形にしている。続く量の文であるが、銀行貸出については「大企業向けを中心に高い伸びを続けている」と先月と変わりはない。次に、発行が減少しているCPについて、「これは手許資金積み増しの動きが一服したことによる影響が大きいとみられる」と、先程の説明にもあったが、発行体側の需要要因でCP発行が減少していることを述べた後、「社債発行銘柄の拡大等も併せて考えると、CP・社債の発行環境はひとところに比べ改善してきている」と、こうした面でも、一頃に比べ改善してきていることを述べている。「しかし、そうしたもとでも、」に続く文章が、我が国の金融環境が水準としてみれば厳しいということをサポートする文であり、基本的には前月と変わっていない。ただし、中小企業の資金繰り判断や貸出態度判断DIがどんどん悪化しているという状況でもないので、厳しいとする先が「増加している」と前月まではしていたところ、厳しいとする先が「引き続き多い」に変えさせて頂いている。最後のマネーについては、実績を踏まえた表現の変更である。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。それでは明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から政府出席の方々も含め、この場の皆さんにおかれては厳正な機密管理をくれぐれも願います。

(16時14分中断、22日9時00分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、最初に「適格外国債券担保取扱要領」の制定等に関する執行部説明と決定で

ある。二番目は金融経済情勢に関する討議、三番目は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4月30日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、竹下亘副大臣、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官である。会合の中での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. 「適格外国債券担保取扱要領」の制定等に関する執行部説明と決定(資料-7)

白川議長

それでは、最初の議題に入る。資料-7の「クロスボーダー担保としての米・英・独・仏国債の適格担保化について」を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。それではお願いします。

鮎瀬企画局参事役

それではご説明させて頂く。資料-7である。本件であるが、金融市場の情勢に応じた金融調節の一層の円滑化を図るとともに、担保取扱いの適切かつ効率的な運営を確保するという観点から、外貨建て・国外発行・外国所在の証券担保——いわゆるクロスボーダー担保と言われるものである——として、米・英・独・仏の国債を適格担保化し、そのための要領の制定等を行って頂くというものである。まず、1. 背景と考え方であるが、近年、国際金融市場の混乱、機能不全への対応として、クロスボーダー担保の受入れによる流動性供給というものが、中央銀行の検討課題として認識されてきている。本行も、各種の国際会議の場で議論に参画してきている。こうした中で、主要国の中央銀行においては、それぞれ国ごとに恒久措置あるいは時限措置というような違いはあるが、外国国債などをクロス

ボーダー担保として適格化するという動きが広がっている。資料の 5 頁（参考 1）の表の G10 の中央銀行における外国国債の適格担保化状況において、丸印は恒久措置として適格としているもの、三角印は時限・臨時措置として適格としているものである。また、ユーロシステムは、現在こうしたものを受入れていないが、内々聞いているところによると、ユーロシステムにおいてもクロスボーダー担保の受入れを 検
討中と聞いている、

という状況である。この点はまだ対外的には公表されていない点である。

1 頁目の背景と考え方の二つ目である。本行における従来の取扱いであるが、クロスボーダー担保については、外貨建て、外国法の適用、外国所在ということで為替リスク、法的リスク、事務リスクなどが問題となる。こうしたことから、本行は適格担保取扱基本要領において、担保の適格基準を、円建て・国内発行・日本法準拠というようにして、クロスボーダー担保を適格と認めない扱いを基本としてきている。こうした中でも、本行としては幅広い担保を受入れているので、十分な担保を確保しているが、こうした扱いの例外として、いわゆる西暦 2000 年問題の際に 1999 年 12 月 1 日から 2000 年 1 月末までの時限措置であったが、米国債を適格担保——これはクロスボーダー担保の一種であるが——としたことがある。そこで今回、先程も述べた国際的な動きなども踏まえて、本行としてクロスボーダー担保への取組みを各国中央銀行とも協調しながら、改めて検討してきた。その結果、国内外の金融情勢が現在なお不安定であるということも踏まえて、先程申し上げたような各種のリスクを適切に管理することを前提として、クロスボーダー担保の適格化をすることが、金融市場の安定確保に資するというように考えたところである。そこで、先程申し上げたクロスボーダー担保特有の各種リスクであるが、その管理については、まず担保の対象範囲を信用力、市場性を備えた現地通貨建ての外国国債に限定して、また為替変動リスクについては担保価額の算定上適切に考慮する、すなわち担保掛け目を適切に設定するといったことで管理をしていき

たいと思っている。また、外国法のもとで有効に担保権を取得、行使できるような法律構成の採用、事務負担が過大とならないような受払い方法の採用ということでリスクを適切に管理できるというように考えている。

以上を踏まえて、当面の対応としては、金融市場の安定確保を図る観点等から、必要と認められる場合に臨時に適用する措置として、米・英・独・仏の現地通貨建て国債を共通担保という枠組みで適格化し得るようにしたかどうか。また、そのうえで、現在の内外金融情勢に鑑みて、速やかにそれを適用することとしてはどうかというように考えている。そこで、この米・英・独・仏の国債であるが、6頁をご覧頂きたい。(参考2)において、まず、4か国国債の発行・保有状況を示している。それぞれ発行残高の規模が相応に大きく、また非居住者あるいはそれぞれの国内の金融機関も相応のシェアでこれを保有している。また、「本行取引先である外銀支店(2009年5月1日現在)」の状況を示しているが、その進出状況を見ると、米系、英系、ドイツ系、フランス系が相応の存在感を示しているので、こうしたことからみると、4か国国債について、相応の担保利用ニーズがあるのではないかと考えている。

資料の2頁に戻る。2.「適格外国債券担保取扱要領」の制定等である。今回ご決定頂きたい事項であるが、ただ今申し上げたような考え方に沿って、「適格担保取扱基本要領」の特則という位置付けでクロスボーダー担保の取扱いを定める「適格外国債券担保取扱要領」を制定して頂きたいと考えている。また、この要領の適用基準であるが、「金融調節の一層の円滑化を通じて金融市場の安定確保を図る観点から必要と認められる場合その他国内外の金融市場の情勢等を勘案して適切な金融調節の実施のため必要と認められる場合」に適用を開始して、必要性がなくなった場合には適用を停止するというので、そういう意味での臨時措置という位置付けとしたいと考えている。そのうえで、これは繰り返しになるが、現在、国内外の金融市場の情勢はなお不安定であるので、金融市場の安定確保を図る観点から、直ちにこの要領の適用を開始することが適当であるという旨も今回ご決定を頂きたいと考えている。なお、本要領の適用の停止につ

いては、内外金融市場の今後の動向であるとか、実際のクロスボーダー担保の利用状況などを見極めながら、その適否や時期の検討を行い、改めてお諮りをしていくというように考えている。

次に、適格基準であるが、信用力、市場性、円滑な事務運営の確保という観点から、3頁にあるような適格要件としている。すなわち、(1) および (2) を満たしている公募債であること、かつ発行国が本行が適当と認める格付機関の複数からAA格相当以上の格付けを取得していることである。この格付要件であるが、本行は従来から外国政府発行のいわゆるサムライ債——日本国内発行円建て債券であるが——、これについては適格としてきていて、その適格要件の格付要件というのが複数格付機関からAA格相当以上ということであるので、外貨建ての国債についてもこれに合わせたということである。また、次の要件として、(1) としてイ、ロ、ハ、ニのいずれかに該当するものということ、米、英、独、仏の一般的な長期国債、中期国債、短期国債を列挙している。また(2)の要件として、本行の業務運営の円滑性の確保その他の事情を勘案して、本行が適当と認めるものという要件を立てている。

ただ今申し上げた各国の国債については、各国の法律のもとで本行が有効な担保権を取得、行使できるということを確認している。また、実際の担保の受払いは各国の中央銀行に本行が証券口座を開設して、各国中銀の協力を得て行うことを考えている。

先程申し上げた4か国の国債であっても、時価の取得が困難な私募債のようなもの、あるいはまた担保管理負担の大きいSTRIPS債、インフレ連動債といったようなものは不適格とする扱いである。これらのうち、ものによっては先程申し上げたような(1)にそもそも該当しないというものもあるし、STRIPS債のように、(1)には概念的に該当するが、(2)で不適格というようなものもある。

次に、担保掛け目であるが、為替レートの変動を勘案しつつ、他の本行担保適格債券（円建ての債券）と同様の手法——すなわち最近5年間のデータをもとに時価が担保価額を下回るいわゆる担保割れの発生頻

度を1%程度にとどめるというようなバックテスト——を行って、それに基づいて掛け目を設定している。具体的な掛け目であるが、4頁の表にお示したような掛け目を4か国国債に共通の掛け目として設定をしたいと考えている。次に、(他の基本要領の改正)という部分であるが、補完貸付、また各種オペの基本要領においては、担保の取扱いについては「適格担保取扱基本要領」の定めるところによるといったような定めを置いているので、これと合わせて今回ご決定頂く「適格外国債券担保取扱要領」も依拠すべき要領であることを明示するという技術的な改正を行わせて頂く。最後に、3.の今後の取り運びであるが、この「適格外国債券担保取扱要領」については、担保受入れにかかる実務上の準備が整い次第、速やかに実施するとともに同日より適用を開始するという扱いとさせて頂きたいと考えている。具体的な実施日は、執行部に授權頂きたいということである。

7頁が本件の付議文である。「『適格外国債券担保取扱基本要領』の制定等に関する件。案件。1. 金融市場の情勢に応じた金融調節の一層の円滑化を図るとともに、担保取扱いの適切かつ効率的な運営を確保する観点から、下記の諸措置を講ずること。」。記として、「適格外国債券担保取扱要領」の制定、関係基本要領の一部改正を列挙している。そこで、(案件)の2.に行く前に、8頁の別紙1.をご覧頂きたい。「適格外国債券担保取扱要領」の案を示している。このうち、1.趣旨では、(1)と(2)で、本要領が「適格担保取扱基本要領」の特則という位置付けでクロスボーダー担保について定めるものであることを示している。そのうえで、2.適用の(1)で、先程説明させて頂いたような、必要と認められる場合に限り適用するというような規定を置いている。これに基づいて、金融政策決定会合の場で適用の開始及び停止をご決定頂くという枠組みである。付議文に戻って、(案件)2.であるが、最近における国内外の金融市場の情勢等を踏まえ、金融調節の一層の円滑化を通じて金融市場の安定確保を図る観点から「適格外国債券担保取扱要領」の適用を同要領の実施日から開始することというのを今回併せてご決定頂くという形である。取扱要領の4.以下であ

るが、必要な関係規程の読み替え等の技術的な物を規定している。また、9頁目の（附則）であるが、先程申し上げたとおり、この要領を実務上の準備が整い次第、速やかに実施することを定めるとともに、担保の受入れ方法、その他具体的なことについては執行部で決めさせて頂く。またこのクロスボーダー担保についても、他の円建て担保と同じように担保価額の検証、見直しを年1回程度の頻度で行うということを決めさせて頂いている。10頁、11頁は、先程ご説明させて頂いた担保の適格基準および担保価額を定めている部分である。また12頁の別紙2.以下は関係基本要領の技術的な改正である。駆け足で恐縮であるが、私からは以上である。

白川議長

ご意見を願います。

野田委員

宜しいか。二点程、質問というか確認させて頂きたい。臨時措置と恒常的な措置という言葉について。他の中銀は恒常措置の方が多いのだが——本行が臨時措置で取り敢えず今それで行っていくというのは私も結構だと思うのだが——、恒常化するという時の要件や前提というのはどのように考えておくべきなのか、というのが一点である。もう一点は、技術的な話であるが、担保の掛け目で為替レートの変動を勘案したというのは、実質的にどういうところ、どの位のタームの過去のデータを採られたのかという二点を願います。

鮎瀬企画局参事役

まず、一点目の臨時的な措置か恒常的な措置かという観点と恒常化する時の条件ということであるが、一つは、必要性というようなこと、今回やってみて、クロスボーダー担保の利用というのがどの程度利用されていくのかということ、があらうかと思う。先程申し上げたように、クロスボーダー担保は国内の担保に比べて、やはり色々と扱いづらいという部分があって、

本行自身はこれまで国内の担保で、担保の範囲という意味では相当広いものを十分確保しているということであるので、その辺りのニーズというのをさらに見極めていく。それから、事務の面で国外に所在する証券ということで、非常に取扱いが難しい面があって、実は今回も相当手作業が入ってくるということである。また、各国ごとにデータの流れあるいは決済経路の流れも違うので、かなりオーダーメイド的というか、そういう面もあるので、その辺の取扱いというのをどう合理化していけるのか、この辺りを見極めてながら改めて検討していくということかと思う。

次に掛け目であるが、今回サンプル期間を2004年4月初から2009年3月末までという5年間として、その間の各国債券の価格変動、それに合わせて為替の価格変動を勘案して、円建てに直した場合の時価の変動というのをバックテストしているということである。

須田委員

一点、コミュニケーションの話であるが、臨時異例の措置ということをきちんと説明して頂きたい。それから、相応の担保利用ニーズがあるということなのだが、やはり日本での取引としては、担保は円建てであるというのが普通である。日銀のバランスシート上にも為替リスクをあまり持ちたくないということがある。従って、これが凄く利用されるということ——例えば、ドルの債券が流動性も高く非常に使い勝手が良いということで、外資系の人達がそういったものをどんどん利用するという状況——は、私は望ましいことではないと思っている。この点掛け目が結構重要であると思っていて、今の掛け目のやり方でやるとしたら、先程もおっしゃったが、金融機関からみてやはり日本で商売をやっていくうえでは、基本は円を担保にした方が便利だというように思うのかどうかというところをお聞きしたい。

鮎瀬企画局参事役

まず、今回どの位利用が見込まれるかどうかという辺りも、現状では外

国系の金融機関が相当円のポジションというのを圧縮してきているので、もの凄く担保繰りに困っているというような先があるという状況ではないと思っている。円建ての担保との関係でみた便利さということであるが、4頁目のところにサムライ債の掛け目というものを示しているが、当然掛け目も為替変動の部分を見て、外貨建ての場合には相当保守的な掛け目になる。また、実は、クロスボーダー担保については、取引先からみても色々データの流れとか何とかという意味で、相当な事務負担が生じるのではないかとと思っている。相応に事務体制を整える必要があると思っているので、やはり日本で活動する限りにおいては、取引先にとってもクロスボーダー担保というのは国内円建て担保よりも使いづらい一面があるのかなと思っている。ただ、今後金融機関の活動というのは、どんどんさらにグローバル化して行って、それぞれ担保配置というのを国際的な観点でみていった場合に、クロスボーダー担保の取扱いの便利さというようなものが各市場の使い勝手の便利さにも繋がっていくというような状況が出てくるということも将来的には考えられる。将来的にはそういった色々なことを考えていく必要があると思うが、少なくとも現状では、我々も円建て担保を補完するものというように考えているし、現に便利さの点でもそうした優劣はあるだろうと思っている。

野田委員

そこはやはり、将来を考える時に重要な問題である。これだけグローバル化している訳であるから、(須田委員のご意見に反論するつもりは全くないが) 今後議論していく問題として、やはり外貨だからとか円貨だからとかということで区別することは長い目でみてどうなのか。これはもう一度改めて、恒常化する時にも当然もう一回、議論し直さなくてはいけない問題だろうとは思っている。

須田委員

しかし、そうすると為替リスクが載る。

野田委員

為替リスクそのものは担保であり、簿外である。それはそれで掛け目できちんとみていく。1年ごとに、または為替が大きく変動すればアドホックに見直しても良いのだろうから、それはそれできちんとやっていけば良い。きちんとした管理を整えるということは、別の話だろうと私は思う。

須田委員

見直すということをそういうふうにとると。今は1年ごとにやっていくということである。それから為替で大きく変動するということを想定しなくてはいけない。過去の動きと将来は違うので…。

野田委員

むしろそれは担保管理の方の話である。バランスシート上、我々が為替のリスクを負うと…。

須田委員

載っかることはあり得る…。

野田委員

バランスシートとおっしゃったので。

須田委員

バランスシートに載ることはあり得る訳である。それは、担保が日銀のものに変換されるということを言っている訳である。

野田委員

担保処分をした時であるな。究極的にはそれはあり得る。

中曾理事

バランスが必要なところもあると思う。つまり、金融センターの使い勝手の良さという点からみると、グローバルに活動する金融機関にとっての使いやすさからみると、色々流動性の高い資産が担保として使える方がコンペティティブであるというような視点も一方である。ただ、もう一方で、おっしゃったように為替リスクというもの、特に担保権を行使したような場合に顕現化してバランスシートに載ってくる。そこをどうバランスさせるかという論点はあり得ると思う。為替リスクについては、先程申し上げたようにローリングのシミュレーションをして、他の担保と同じように1年に一度、掛け目については見直していくつもりであるし、水準自体も、先程お話したように、割と為替リスクについて保守的にみているつもりである。先程、円建て外債との比較で申し上げたが、さらに円建て国債に比べると、これは年限にもよるが、円建て国債の方は97～99%位であるので、相当保守的に為替リスクを掛け目ということでみているつもりである。いずれにしても、色々な要素をバランス良く考えていく必要が将来的にもあるのではないかと考えている。

白川議長

他にないか。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：白川議長

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

白川議長

それでは次に、金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。まず最初に、お一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日は、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、山口副総裁、須田委員の順で行う。それでは、最初に野田委員から願います。

野田委員

前回会合以降、日が浅いこともあり、新たに利用可能となった経済指標や情報は然程多くないが、前回会合で議論し決定した経済・物価情勢の展望における先行きの見通しに大きな修正を迫るようなものは出ていないと思う。我が国経済は、昨年度後半のフリーフォール的な悪化の状況を脱し、下げ止まりの兆しを示しつつも、足許、悪化を続けている。輸出と生産における下げ止まりは、持ち直しに転じると考えるが、そこまでの動きは、縮小した最終需要に比べて大きく下回る生産と出荷による在庫調整の進捗に伴うもので、言わば、急落後の反発にとどまるものとみられる。さらにその先の本格的な回復には、最終需要の持続的回復というもの

が必要となるが、そのことを示唆する材料はなお限定的と言わざるを得ない。同時に、見通しを巡る不確実性が高いという状況についても、前回以降本質的には変わっていないと思う。

国際金融資本市場の状況からみてみると、まず米国において大手金融機関のストレステストの結果が公表された。予想損失額が対処可能な大きさにとどまったこと、あるいは資本不足を指摘された金融機関の多くが直ちに自力資本調達に動いたことなどから、行き過ぎた不安が取り敢えず後退し、折柄、景況感指数の改善などが示されたこと等と相俟って、市場の随所にリスク・アペタイトの回復を示す動きがみられた。しかし一方で、このストレステストに関し、経済情勢にかかるストレスの前提が総じて甘いのではないかとか、ローンのロス率や金融機関の収益見通しといったものも甘いのではないかなど、幾つかの疑問が指摘されているところである。また、不良債権の切り離しの実務は円滑に進むかどうか、依然として不透明であるという点なども勘案すれば、金融機関の信用仲介機能の本格的な回復と金融システム不安の根本的な解消について、ストレステストの結果をもって直ちに慎重な構えを崩す訳にはいかないということだけははっきりしていると思う。

こうした中、海外経済は、中国の減速に歯止めが掛かっており、米欧ではソフトデータに景気後退ペース鈍化の兆しを示すものがみられているが、全体として悪化を続けているという状況に変わりない。もう少し詳しくみていくと、まず米国経済であるが、内需の中心である個人消費は1～3月期はGDPベースでもプラスに転じたが、3月、4月の小売売上高がマイナスになるなど、足許は再び弱い動きとなっており、縮小が続く労働市場あるいは下落が続く住宅価格は、個人消費に引き続き重石となっているということが確認されている。企業部門についても、設備投資は非国防資本財受注など関連指標の幾つかに、極く足許では前月比プラスといった数字もみられるが、均してみると前期よりも減少幅が拡大しているなど、ハードデータでは引き続き減退を示すものがほとんどである。

ソフトデータをみると、まずFRBによる銀行貸出調査（4月）につ

いても、商工業向け貸出需要は低迷が続き、貸出態度をタイト化させた銀行のネットの比率は低下したとはいえ、なお高水準にとどまっている。ただ、企業マインドは在庫調整の進展を反映してと思われるが、ISM指数にみられるように改善が続いている。中でも、製造業、非製造業とも新規受注の内訳項目が大きく改善している。この製造業における新規受注は、過去、我が国の米国向け資本財あるいはその部品輸出に先行する動きを比較的相関度が高く示していることから、今年に入ってからその目立った改善振り——具体的な数字で申し上げますと、昨年12月が23.1ポイントで、今年4月最新時で47.2ポイント——には、少なからず注目しているところである。

続いて、ユーロ圏経済であるが、1～3月期のGDPは前期比年率で-9.8%となり、深刻な悪化を裏付けた。輸出は下げ止まりつつあるが、内需は減少を続けているとみられる。ECBにおける銀行貸出調査をみると、ここでも企業向け、家計向けともに銀行の貸出基準はタイト化超幅が縮小し、資金需要の方は減少幅が縮小した。企業や個人のマインドが最悪の冷え込みからは脱しつつあるのかとみられ、このことは、製造業コンフィデンスや消費者コンフィデンスからも見て取れる。この間、英国経済は、住宅市場の大幅な調整が続き、引き続き大きく悪化しており、BOEは、5月のインフレーション・レポートでGDP成長率を下方修正した。中国経済は、PMIが5か月連続で上昇するなど、経済対策や金融緩和策の効果が顕現化した内需の主導で減速に歯止めが掛かった。また、NIES、ASEAN諸国・地域は悪化を続けているが、輸出の減少幅は一頃に比べ縮小している。

次に、我が国経済であるが、前回会合後、公表された主な経済指標について、コメントを加えたいと思う。1～3月期の実質GDP一次速報は、前期比年率で-15.2%と、2四半期連続の二桁マイナス成長で、前年同期からみると-9.7%と、並外れた経済の縮小をみた。公的需要を除く需要項目が全て前期比マイナスになったことも含めて、事前想定範囲内であり、数字の大きさ程のサプライズはない。

次に、設備投資の先行指標となる機械受注についてみると、1～3 月期は前期比-9.9%と引き続き大幅な減少となった。4～6 月期の見通しも、統計上低く出る癖があるとは言いながら、-5.0%となっており、回復と言う領域まで届きそうにもない。2008 年度の大幅な企業収益の減益に続き、2009 年度も減益が見込まれる製造業を中心に、厳しい収益環境が続いている状況下、設備投資は当面、減少を続けざるを得ないとみている。このほか、雇用関連のデータも公表された。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ているとは言えるが、3月の有効求人倍率や失業率は大幅に悪化した。しかし、労働分配率が急上昇している状況下、企業は賃金の引き下げや雇用の削減に一段と踏み込まざるを得ないものと思われ、雇用者所得の前年比マイナス幅は、この先、一段と拡大するとみられる。こうした所得環境の悪化に加えて、株価は一頃よりは回復したとはいえ、なお低水準にとどまっている。このような負の圧力を打ち消す物価の下落や生活支援定額給付金などの政策の効果は限定的あるいは一時的とみられるため、個人消費も当面、弱い動きを続けるものと思う。

続いて、物価である。3月のコアCPIは前年比マイナスとなった。既往の石油製品価格の下落や食料品価格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が続いている。ところで、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月のピークの116品目から4月はいよいよ4品目まで縮小した。下落品目数がほぼ上昇品目数に並ぶ形となっている。これは、このところ急速に増えている値下げ姿勢を示すマイクロ情報と極めて整合的である。足許のトレンドに沿い、コアCPIの前年比は、年央には-2%を下回る水準まで下落するが、その後は中長期的なインフレ期待が比較的安定して推移し、CPIの下落幅は縮小していくという見方に基本的には変わりはない。なお、金融環境については後半のパートで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは水野委員をお願いします。

水野委員

前回の決定会合でも指摘させて頂いたが、実体経済と金融の負の相乗作用は、日米における企業収益の悪化という形で鮮明に現われ始めている。また、生産・所得・支出の悪循環は、我が国において未だに断ち切れていない。1～3月期のGDPの1次速報値は前期比-4.0%と、昨年10～12月期の-3.8%を下回る弱い内容だったが、国内民間最終需要の寄与度は-2.3%と、前期の-1.1%よりも大きくマイナスとなり、民間内需の弱さが鮮明になった。10年前に我が国が不良債権問題に直面した際は、個人消費が何とか持ち堪えたが、今回は、大企業が世界需要の構造的な減少、それに伴うキャッシュ・イン・フローの落ち込みに迅速に対応して、設備投資の抑制や人件費、出張旅費などのコスト削減に動いているため、企業向けサービス業や家計部門にも急激にしわ寄せがきている。特に家計部門であるが、昨年秋以降、雇用者所得は前年比マイナスが継続しており、家計の恒常所得は低下する可能性が高いと思う。個人消費の下振れリスクには引き続き注意を要する。新型インフルエンザを受けた企業の出張抑制、消費者の巣籠もりの影響も懸念される。前回の決定会合以降の事象ということでは、企業の2008年度決算と2009年度業績見通しの発表が相次いでいるが、各種マイクロ調査なども合わせて、やはり国内民間最終需要の下振れ要因や下期回復シナリオに影をさすような要因が増えていると思う。すなわち、一番目として、企業の期待成長率が下振れしたとは言えないまでも、キャッシュ・フローの減少を受けて、不要不急の設備投資の抑制、雇用削減、夏季ボーナスの大幅減にみられるように、企業行動が一段と萎縮していることである。例えば、日本経団連が5月20日に纏めた2009年夏季賞与・一時金は67社平均で前年度比-19.39%と大幅な減少となっている。また、4月の工作機械受注は前年比-80.4%となったほか、汎用工作機械・上場大手3社——森精機、オークマ、牧野フライスであるが——の

今年度業績見通しは、ともに売上高は5割減、営業・経常・最終いずれの利益でも大幅な赤字予想となるなど、設備投資の下振れリスクは大きい状況である。二番目として、金融機関の資本制約から、企業金融が再び緊張するリスクが払拭できないこともある。地域金融機関の多くは、減損処理と信用コスト増加で最終赤字となり、資本が毀損された。今後、中小企業を含む貸出先の決算が出揃うにつれて、金融機関の内部格付けや債務者区分の見直し作業は佳境を迎える。予想外の引当に迫られる金融機関も現われるであろう。その時に果たして必要な資本増強ができるかどうか、資本制約から貸出態度が慎重化する可能性はないか、といった点が懸念される。三番目として、海外をみると、米国では、4月の失業率が8.9%、労働市場の中核をなす白人成年男子の失業率は3月の8.0%から4月は8.5%へと大幅に上昇した。1980年代前半のホワイトカラー不況時のように、米国の雇用情勢の質は悪化している。コア小売売上高は3月の前月比-1.0%に続き、4月も-0.3%と2か月連続で低下し、住宅着工件数も3月の年率52.5万戸から4月は45.8万戸へと減少するなど、景気回復のモメンタムはなかなか高まってこない。一方、中国も、1~3月期こそ景気回復が注目されたが、最近のマクロ経済指標は強弱まだらで、景気のリード役は固定資産投資のままである。しかも、その固定資産投資の我が国への波及を考えると、建機メーカーの受注には好影響が出ているが、マイクロヒアリングでは鉄鋼・化学等の素材メーカーの受注、生産に結び付く様子がないなど、限定的なものにとどまっている。

以下では、内外の株式市場で蔓延している楽観ムードには警戒が必要なのではないか、という話をする。楽観ムードの背景には、主要国の生産活動の急激な落ち込みが一巡しつつあること、米国ではストレステストが想定範囲内にとどまり、GS、モルガン・スタンレー、JPモルガン・チェースなど複数の大手金融機関が公的資金返済を申請したと報道されたこと、主要国のインターバンク金利が安定し、クレジット・スプレッドも昨年のリーマン・ショック時の水準に落ち着いてきたこと、などがある。なお、BRICs諸国を中心に新興国の株式相場も堅調だが、中国については景

気回復期待、ロシアは原油価格反発、インドでは与党の総選挙大勝などが背景とされている。

しかし、米国のストレステストの結果は、TARP資金が残り少ないことを考慮した腰だめの数字との批判もある。PPPに積極的に参加する金融機関や資産運用会社は少ないと言われていることも考え合わせると、米財務省による金融安定化策が十分に機能しているかどうか、はつきりとは言いがたいところである。また、失業率がピークアウトするまで、家計向けローンの延滞率上昇や返済不能件数の増加などによって、与信コストは上昇傾向を辿る公算が高いと思われるし、最近の商業用不動産価格の下落、CMB Sの新規発行の凍結なども米銀の収益圧迫要因である。米議会でポピュリズムが高まる中、金融機関は追加の公的資金注入に期待できないため、あるいは既に注入された公的資金を返済するため、資本増強は新規の株式発行が中心となるだろう。するとダイリューションの問題がクローズアップされることから、金融セクターを中心に米国の株式相場の先行き、ひいては内外株価の先行きには楽観は禁物である、ということになる。大手米銀は、公的資金活用に消極的であるため、トップライン収益が低下しているにもかかわらず、期間収益の範囲内で不良債権処理を進めざるを得なくなると思う。このため、米国の金融機関と家計部門のバランスシート調整には相当時間を要する可能性が高いと考えている。FRBのコンセンサス的な見方を提示することが多いサンフランシスコ連銀のイエレン総裁は、5月7日の講演で「米国の景気後退は年末までに終息する可能性がある。ただ、その後の景気回復は、家計部門による貯蓄の再開、銀行の融資態度の厳格化を受けて、苛立たしい程活気に欠けたものになる公算が大きい」と発言している。4月28日、29日開催分のFOMC議事要旨によれば、今年10～12月期の実質GDPの予測は前年同期比-1.3%～-2.0%と1月時点の予測の-0.5%～-1.3%から下方修正されている。FRBも景気が急速に回復するシナリオは描いていないようである。

なお、米大手格付会社S&Pは、昨日、イギリスの最上級格付けAAAの見通しを安定的からネガティブに引き下げた。S&P社はイギリスに限

らず、今回の銀行危機とソブリン格付けの関係について警鐘を鳴らしてきた。仮に、米国の金融システムに対する楽観論が後退した場合、あるいは財政赤字拡大に歯止めが掛からない場合、米国のソブリン格付けのアウトルックの見直しや将来の格下げに対する警戒感が広がる可能性があるため、留意する必要がある。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢であるが、大筋において月報概要の表現に違和感はない。足許、前回会合までの大幅な悪化という状況とは異なり、悪化の加速度がプラスからマイナス方向に振れ、変曲点は過ぎたようにみえる。今後の見通しについても、この傾向は続き、第2クォーター以降は対前期比で次第にプラス成長に戻っていく可能性は従来よりも高くなったという判断は、総体とすれば適当であると考えている。しかし、その蓋然性は目立って上昇した訳ではなく、不確実性は高いということも明白である。従って、過度の楽観論と過度の悲観論の双方に与することなく、データの指し示す動きを虚心坦懐に分析し、メインシナリオとそれを取り巻くリスクを検討し、それをコミュニケーション・ポリシーの一環として発信していくことが現在極めて重要であると考えている。

実際、前回会合以降に出た経済データをみると、ミックスドとしか言いようがなく、現在は微妙な時期に差しかかっていることに注意したいと思う。世界経済は、特にセンチメント指標にいわゆるグリーン・シューツがみられるが、ハードデータは非常に微妙で、悪化が引き続き続くとともに、好転しつつあるとも、両方に取れる動きを示している。従って、従来のようにダウンサイドのリスクは依然として大きいですが、アップサイドに振れるリスクの可能性の芽が出てきたことにも注意する必要があると思う。特にアップサイドに振れる場合は、もし新興国に大きくアップサイドが実現す

る場合においては、先進国では実物経済は依然としてダウンサイドにある時に、商品価格上昇を通じて物価がアップサイドに転じてしまい、スタグフレーションに陥る可能性がないとは言えないということにも留意する必要があると思う。まだ第二の柱の観点からみても、直ぐに考慮すべき状況にあるとは考えていないが、この可能性は考えておく必要はあると思うので、以下では、この点を今後の世界経済を規定すると思われる米国と中国、インドの実体経済の見通しに沿って述べていきたいと思う。金融市場については第二ラウンドで申し上げる。

まず米国であるが、住宅市場を例にとると、住宅着工は総体でみると、4月は12.8%下落し、年45万8,000戸台と過去最大の落ち込みとなったが、仔細に検討すると、シングルファミリーホームとマルチファミリーホームでは全く逆の動きをしている。シングルファミリーホームは、総体とは逆に3か月連続で減少せず、4月は逆に2.8%と伸びを高めた。マルチファミリーは振れが大きくトレンドをみる時はシングルファミリーに注目することが多いのだが、その場合は底入れの気配がかなり出てきたということになる。ただし、振れが大きいとはいってもマルチファミリーは重要なコンポーネントである。それが1月に大きく落ち込み、その後2月には反動で伸びたものの、3月には-30%近く、4月には-46%と連続して大きく落ち込んでいることをみると、この部分は底入れの気配はまだないと言わざるを得ない。長期的には両者は同方向に動くので、今後はどちらの動きが支配的になるのか非常に微妙なところであると考えている。現在の米国では、3月初めをボトムとして株式市場が堅調で、4月以降は持続がさらなる持続を呼び、買わないリスクが顕現化するとでも言えるような状況にある。そのため微妙なデータには株価動向と同方向のポジティブなものに、より強く反応するようになっている。従って、マルチファミリーまで底入れの兆しが波及すると、その他の指標の好転の兆しと相俟って、リスクを取る姿勢が過度に強まる可能性も否定できない。前回申し上げたように、現在は実物経済、金融市場ともにバッファーが薄い状況にあるので、流動性の低いところで特定の市場にリスクテイクの動きが集中すると、

大きな価格変動をもたらす可能性があることには注意しなければならないと思う。

また、当面はエネルギー価格下落の影響と経済にスラックが大きく出ている影響からヘッドラインインフレ率はマイナスに向かっているが、これも仔細に検討すると、意外にコアインフレは低下していないということが分かる。住宅市場にこれだけ多くのスラックが生じているにもかかわらず、かつ住宅価格がこれだけ急速に低下しているにもかかわらず、レントそしてそれに依存するOERは伸び率は若干低下しているものの上昇を続けている。4月前年比ではレントは1年前は3.65%上昇であったのに対し、今年も3.07%上昇している。OERは1年前は2.62%上昇に対し今年も2.07%上昇している。またメディケア・コモディティーズは4月は2.37%、メディケアのサービスは3.25%と若干の上昇率低下程度にとどまっている。これに最近の商品価格の持ち直しの動きを重ねると、米国におけるスタグフレーションの可能性は、中央銀行を含めて一部エコノミストが頭ごなしに否定するようには簡単には否定できないように思われる。

次に中国のデータであるが、正確な状況が把握しづらい。エネルギー消費をみると、発電量は2月のみ前年同月比プラスとなったもののその後は再びマイナスに戻り、4月も-3.6%で、これを考えると10月以来2月を除きマイナスが続いている。石炭生産量も1月に2002年以来始めて前年同月比-8%と大きくマイナスになった後、2月にリバウンドしたものの再び伸び率を大きく低下している。この状況と鉱工業生産指数が伸び率を縮めたとはいえ高い伸び率を示しているのを整合的に説明するのはかなり難しいと思われる。しかもCPIでみると、単に食料品価格が下落しているだけではなく、非食料品価格もおしなべて下落率を高め、あるいは伸び率を縮めており、需要面での弱さを裏付けている。巨額にのぼる政府施策の効果で回復していることは確かであろうが、GDP推計そして鉱工業生産指数が示す程回復が力強いものかについては疑問が投げかけられる所以である。

ただ、現在中国で起こっていることについてのヒントになるのは、11

月以降国有企業の固定資産投資が爆発とって良い位の伸びを示し、それが同じ時期の銀行貸出の爆発と対応していることである。従来固定資産投資の大宗を占め前年同月比 15~20%を常に保っていた私企業が 10 月以降急速に伸び率を縮め 10%そこそこになっている。これに対し、2008 年に入ってはほとんどゼロに近い伸びしか示していなかった国有企業は、今年に入ってから驚異的な 20%近い伸びを示している。つまり、今まで中国の高成長を支えてきた私企業から、非効率的と言われる国有企業へ、資金面にも資源面でもシー・チェンジと言えるべき大きなシフトが起きているように思われる。このことは中国の成長のメカニズムがいわば一時代後退して、政府主導型に戻っていることを示唆しているのかもしれない。このことは、当初は強力な政府施策が、特に国営企業間、あるいは国営企業を相手とするビジネスを大きく増加させることを意味するので、短期的には強力な需要喚起策となる可能性がある。ただ、それについての効果のマグニチュードはまだ確実ではないということは既に述べたとおりである。しかしこうした短期的に強力な需要喚起策は、実は資源や食料の需要が急増することを示唆し、バッファの小さな世界経済の状況では、資源価格や穀物価格の急騰をもたらす可能性があることに注意する必要がある。

さらにこうした政府主導の非効率的な重要喚起は中期的には経済の非効率と分配の不公正をもたらし、社会経済的に持続可能ではなくなる可能性を孕んでいる。そのことが長期的には大きな問題をもたらすことは、十分注意する必要があると思う。

同じような動きはインドでも、国民会議派の勝利からも生じるかもしれない。株価は政治的安定が経済活性化に繋がるとして上昇しており、また経済学者であるシン首相への期待も大きい。農村貸出の棒引きといったポピュリスト的な性格の強い政策が勝利の基礎となったということは、今後政府の経済への介入が進む可能性があることも否定できない。その場合は、中国と同種の問題を抱え、短期的には資源、穀物需要の高騰をもたらした後に、大きな矛盾をその後にもたらす危険性があることにも注意する必要があると思う。以上である。

白川議長

それでは中村委員、お願いします。

中村委員

世界経済は、在庫調整の進捗等もあり、総じて悪化のテンポが和らいでおり、こうした動きを好感して国際金融資本市場においても状況が改善し、投資家のリスク・アペタイトも若干戻りつつあり、リーマン破綻によるショックの影響に関しては剥落しつつあるようである。一時期のフリーフォール的な世界経済の悪化の後だけに、生産等の経済指標の僅かな改善にも市場は強く反応しているようにも窺われる。しかしながら、経済や企業活動の水準自体は、依然として極めて低く、ここ数年に亘って蓄積されてきた様々な歪みはまだ調整過程にある。今後、経済回復の若芽が力強く成長し、世界経済が再び緑豊かに茂ることができるかについては、不確実性が高い状況である。

米国では、7日に銀行持株会社大手19社のストレス・テストの結果が公表され、10社に対しては資産劣化による損失を吸収するための追加資本、総額750億ドルが必要と結論づけられた。このストレス・テストについては、前提条件が楽観的に過ぎるとの批判も一部にはあるが、今回のテストでは融資や保有証券の2年間の平均損失率を9.1%としており、過去の実績と比較しても相応に保守的な想定と評価することもできる。また、一定の前提のもとで金融機関の資本の十分性を検証し、結果を公表したことは、金融機関の健全性に関する不透明感を幾分後退させることに繋がったと思う。ただし、今回の結果に基づく資本増強策等により、大手金融機関の金融仲介機能の本格的な回復や大手金融機関に対する市場の不信感が払拭できるかについては、中長期的な視点から注意深くみていく必要があると思う。

海外経済についてであるが、米国では、ISM指数などのマインド指数が改善しているが、引き続き経済全般が大幅に悪化している。小売売上高

(除く自動車、ガソリン、建設資材)が2か月連続して縮小したほか、4月の新車販売台数も減少するなど、消費関連は引き続き弱さが窺われる。雇用環境が引き続き厳しく、消費者金融の環境も顕著に改善していない中、家計は当面、慎重な支出行動を続ける可能性が高いと思う。

輸入貨物の動きをみると、米国最大のコンテナ取扱い港であるロスアンゼルスおよびロングビーチ港での4月の輸入コンテナ貨物の取扱い量は、前年比-21.5%と3月に一旦マイナス幅を縮小した後に、再び減少幅を拡大させている。一方、国内貨物輸送に関しては、米国運輸省が公表する陸、海、空、パイプラインの総合的な貨物サービス指数をみると、3月は、前月比3.3%下落し、水準的には2002年5月以来まで低下している。また、民間企業が作成する貨物動向指数や全米鉄道輸送量も、4月は3月より前年比マイナス幅がいずれも拡大しており、米国内の物流は引き続き減少傾向にあり、消費の先行きの改善の弱さを示唆しているとも考えられる。

なお、住宅市場では、高水準の在庫を背景に4月の着工戸数も引き続き低迷しているものの、全米ホームビルダー協会の5月の米住宅市場指数が昨年9月以来となる16まで戻すなど、住宅価格の調整が進む中、モーゲージ金利の低下とも相俟って、中古住宅を中心に徐々に取引の厚みが増しているようである。

欧州についても、2009年第1四半期のユーロ圏経済は実質GDP成長率が前期比年率で-9.8%となるなど、著しく悪化している。外需依存度が高い中で、2月以降の輸出は対前月比プラスに転じているが、主要な輸出先である中東欧諸国で、資金流出が再加速した場合、同地域経済の一段の悪化に伴う下振れリスクは依然として大きいと考えられる。

中国経済は、減速に歯止めが掛かりつつある。輸出は引き続き減少しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けている。4月の消費財小売売上総額の前年比伸び率は、実質ベースでみると、農村における家電購入補助等の消費刺激策の効果もあり、都市部以外を中心にやや拡大している。昨年11月に公表された4兆元の景気対策については、中国人民銀行の副総裁が予想を上回る効果が上がっているとの認識を示す一方、一部では政

府主導の投資の動きがまだ民間部門へ引き継がれておらず、波及効果を慎重にみる向きもある。もっとも、中国の温家宝首相は「景気対策は4兆元を大幅に上回るほか、年内は間断なく追加策が打出される可能性がある」との認識を示したとの一部報道もあり、高めの成長を維持する政府の強い方針に変化はないようである。中国の経済成長率が世界経済を下支えするとの期待が大きいだけに、先行きの動向を注意してみていく必要がある。

国内経済については、2009年第1四半期の実質GDP成長率は、事前の予想どおり、大幅なマイナスとなった。また、企業収益も大幅に悪化している。5月18日までに決算発表を行った金融業を除く東証一部上場企業1,222社を対象とした新光総研の集計では、2008年度の純利益は、電機と輸送用機器の2業種が合計で4兆2,000億円の大幅な赤字を計上したことを主因に、前年の19兆9,000億の黒字から1,000億円の赤字に転落しており、2008年度後半の景気の落ち込みが極めて大きかったことが改めて確認された。

一方、企業の2009年度の経常利益見通しは、上期は前年度比81.4%の減益である一方、通期では前年比4.6%の減益と、多くの企業が慎重ながらも下期からの回復を織り込んでいる。また、東京電力の大口販売電力量をみても、季節調整済指数は3月を底に4月は前月比+3.3%と6か月振りにプラスになるなど、景気悪化も最悪期は脱しつつあると考えられる。

公共投資は、公共工事請負金額が4月に1~3月の対比で+14.0%と大幅に増加した。今後も、経済対策の執行に伴い増加を続け、2009年度の成長率を相応に引き上げる見込みである。もっとも、2010年度の成長率に対しては、さらに追加的な対策が実施されない限り、下押し要因となる。このため、財政措置が民需の拡大に繋がっていくか注意してみていく必要がある。

雇用環境については、3月の完全失業率は4.8%と前月比上昇するとともに、有効求人倍率も0.52倍と悪化傾向に歯止めが掛かっていない。一人当たり名目賃金は前年比マイナス幅が拡大傾向にあり、雇用者所得も、毎月勤労統計ベースでは前年比-3%となっている。昨年秋以降、業績の

急激な悪化に伴い、多くの企業では余剰人員を抱えており、いわゆる企業内失業者が増加傾向にある。企業の余剰人員への対応は、今後、本格化すると見込まれ、ワークシェアリングや時間外労働の削減の動きがさらに増えていくほか、夏のボーナス支給も大幅なマイナスとなる見通しである。

個人消費は、こうした雇用・所得環境が厳しさを増す中で弱まっている。今後、自動車減税や経済危機対策の一環として発表されたエコポイント制度による耐久消費財の販売が増加する可能性があることに加え、物価下落による下支え効果が見込まれるが、雇用調整や賃金の引き下げがさらに拡大すると、足許、改善傾向にある消費者マインドが再び悪化し、消費全体が弱めに推移する可能性もある。

消費者物価については、足許、3月は前年比-0.1%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、マイナスが続いているほか、年間9回以上購入する品目についても前年比伸び率のマイナス幅が徐々に拡大するなど、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、石油製品価格のマイナス寄与が拡大していくことに加え、経済全般の需給バランスの悪化などから、引き続きマイナスになっていくと見込まれる。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

このところ、各国において明るい指標が幾つか出始めており、金融市場でも楽観的な見方が増えつつあるように思う。しかし、これまでに得られた多くのデータと情報から判断すると、世界経済は、悪化のペースこそ鈍化してきてはいるが、下げ止まったと判断するのは早計であると考え。まず、米国の景気は、実質GDPが前期比年率ベースで、昨年10~12月、本年1~3月とも、-6%台となるなど、引き続き大幅に悪化している。ただ、家計部門については、消費関連などに明るい指標もみられ始めている。

また、企業部門についても、製造業の受注段階については、減少速度が鈍化してきたように窺われる。金融面では、銀行の貸出基準のタイト化超幅が縮小してきており、金融引締まりのスピードが落ちてきている。もっとも、懸案の住宅市場では、ケース・シラーの価格指数がまだ下落しており、着工件数も再び減少に転じるなど、悪化が続いている。雇用についても、減少ペースは鈍化しているようであるが、特殊要因のあった政府部門を除けばまだ大幅な減少が続いており、4月の失業率は8.9%と、過去最高の10.8%を記録した1980年代前半の水準へと近付いている。加えて、金融機関のストレステストの結果と今後の動向への懸念、官民ファンドの成否を含めた不良資産の最終処理に向けた道筋、GMの再建策の行方、大規模な景気刺激策の効果など、米国の景気には未だ多くの不確実性がある。従って、米国景気の先行きについては、楽観視できる状況にはないと思う。

欧州の景気についても、大幅な悪化が続いている。I F O景況感指数やE C Bの銀行貸出調査など、悪化ペースの鈍化を示すサーベイ調査は散見されるが、ハードデータには、補助金の効果が出ている自動車販売以外には、めぼしいものが見当たらない。また欧州金融機関の1~3月期決算をみても、実体経済の悪化による評価損や貸倒引当金の積み増しにより赤字となる先が目立っている。このほか、バルト諸国やハンガリーなど中東欧経済は目下危機的状況にあり、今後の動向が欧州諸国へ与える影響は大きいと思う。そのため、景気の見通しは、米国よりも厳しい状況にあると考える。

中国の景気は、輸出は減少しているものの、政府の景気刺激策により固定資産投資が回復しており、減速に歯止めが掛かってきたように思う。実際、4月の原油輸入量が4か月振りに前年を上回ったことや、ブラジルなどからの鉄鉱石輸入量が急増していることをみても、内需は相当強いものとみられる。また、個人消費についても、まだ判然とはしないが、公共投資が力強い中では、一段と減速するような状況にはないのではないかと思う。今後、仮に外需の回復が捗々しくなかったとしても、政府が追加策を導入する構えにあることから、景気の再失速は考えにくい状況にある。ま

た、中国政府の景気誘導能力に関しては、これまでの動きをみる限り、その迅速さと力強さへの信頼感が高まってきているとみて良いように考える。

日本については、輸出や生産の水準は依然として低く、企業収益が悪化する中、設備や雇用が削減され、個人消費も一段と弱まっている。とはいえ、これまでメインシナリオとしつつも不安視していた輸出や生産の回復が、3月統計で確認できたことは明るい兆しである。引き続き4月も、輸出については貿易統計の上中旬分や中国の対日輸入額、生産については予測指数などから回復の継続は固く、漸く下げ止まりつつあるように思う。また、定額給付金や高速道路料金の割引など政府の施策も、GDPへの影響度合いは現時点では定かではないが、国民の景気への信頼感の落ち込みを和らげている面は既に十分あると思う。今後、大型の補正予算が実行段階に移れば、民需の落ち込みを埋め合わせるには至らなくとも、景気をはっきりと下支えするものと思う。こうした中、執行部の「景気は悪化を続けているが、輸出や生産は下げ止まりつつある」という表現に違和感はない。

しかし、問題はその先である。国内民需には、落ち込んだ経済全体を力強く牽引する役割は期待できず、やはり輸出の回復と、その誘発効果に頼るしかないと思う。すなわち、日本の景気が明らかに回復基調となり、拡大へのパスを辿るためには、米国、中国などをはじめとする世界経済の好転による外需の回復が条件であり、その時期が減産緩和と政府の施策の効果一巡後にずれ込んでしまい、その状態が続くようであれば、再び景気が落ち込む可能性もなしとはしないと考える。

次に、物価動向について。国際商品市況は、原油や金、穀物など幾分上昇しているものが目立つ。これは、金融市場における景気楽観的な見方を反映しているように思うが、このところ米国のブレイク・イーブン・インフレ率が上昇していることもあり、デフレ予想の後退、もしくはインフレ予想の強まりを示している可能性もあるため、注意したいと思う。国内のCPI（除く生鮮食品）は、3月の前年比が2007年9月以来のマイナス

となった。石油製品が前年の裏要因で大きくマイナスとなっているうえ、食料品や外食、外国パック旅行など、これまで指数を押し上げていたエネルギー、食料品関連のプラス幅縮小が主因である。価格上昇品目数と価格下落品目数との差をみると、指数を構成する 524 品目中+105 と三桁を維持しているものの、+167 を記録した昨年 10 月より一貫して減少し続け、また、前月対比で上昇幅を縮小ないしはマイナス幅を拡大した品目数は、上昇幅を拡大ないしはマイナス幅を縮小した品目数を 121 も上回っている。こうした傾向をみると、これから夏場に向け、エネルギーや食料関連の大幅マイナス寄与から、C P I（除く生鮮）は大きくマイナスとなっていくものと思う。注目すべきは、こうした一時的要因を除く C P I がどうなるかである。景気が下げ止まりから回復に転じても大幅な需給ギャップが残る中、多くの品目が下落に転じるようであれば、デフレ予想を高めかねないため警戒が必要である。今後とも、個別品目の動向とともにしっかりとみていきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

もうあらかじめ皆さんがおっしゃったので、私が付け加えることはほとんどない。現状認識について簡単に申し上げますと、前回会合以降の経済指標やマイクロ情報も踏まえると、景気や物価の展開は、展望レポートの見通しに概ね沿ったものといった評価が可能だろうと思っている。

世界経済については、先程皆さんがおっしゃったとおりの認識である。日本経済についても、現状評価としては、一頃に比べれば悪化のテンポは鈍化しているが、国内民需を中心に悪化が続いている。先行きについては、景気は悪化のテンポが徐々に和らいで、次第に下げ止まっていく可能性が高いと思っている。結局のところ、本年度前半については、展望レポートに概ね沿った動きとなる蓋然性が高まっているという認識である。

問題は、これも皆さんおっしゃったとおりであるが、本年度後半以降の回復力がどうかということである。これに関する不確実性は、依然としてぬぐわれていない。経済活動が低水準で横這う可能性とか、回復力が想定よりも弱いリスクについては、警戒しておく必要があると考えている。

物価については、予想どおりの展開であり、中長期的なインフレ予想が下振れないかどうか、この辺りについて注意深くみていく必要があろうかという認識である。

このように申し上げたうえで一点、今の局面について少し考えてみたいと思う。前回申し上げたことであるが、現在は、皆さんもおっしゃっておられたように、フリーフォール的な景気の悪化という局面から、一応底を打った、ないしある種の岩盤に突き当たった局面に変わってきていると思う。言い方を換えると、これから世界経済全体としての均衡成長経路を模索していく過程が始まる、ということだろうと思う。しかし、均衡成長経路あるいは世界全体の潜在成長力がどの程度かを突き止めることは至難の技である。とはいえ、幾つかのことは考えておく必要があると思う。今まで皆さんが言ってこられたことと重なるが、一つは、2000年代後半以降の世界的な高成長が行き過ぎであったとすれば、均衡パスはそれ以下のどこかに存在するだろうということである。二つ目は、米国で住宅価格が下がり始めた2006年後半以降の世界景気の拡大は明らかに余計であったと思う。従って、そのことを織り込んでパスをみていく必要があろう。三つ目は、この間の資源、エネルギー価格の変動は非常に大きかった訳であるが、均衡との関係ではやはりサステイナブルな資源、エネルギー価格がどの辺りにあるのか、この点が一つ大きなポイントになってくると思っている。今の原油価格の60ドルは2007年春頃の水準である。この辺りも頭に置いて考えていく必要があろうかと思っている。そう申し上げたからと言って、何かが分かるという訳ではないが、白川議長の言葉を借りれば、「偽りの夜明け」を本当の夜明けと見誤らないためのヒントにはなるかもしれない。勿論、我々にとっては本当の夜明けを「偽りの夜明け」と見誤ってしまうリスクがより重要であることには変わりないと思っている。

それから国内経済の方も、今申し上げた均衡成長率をどの程度と考えるかがポイントになる。要は金融政策との関連では、均衡成長率と表裏の関係にある均衡実質金利をどのように考えておくのかが、より重要な局面に入ってくるということであろう。これも突き止めることが難しい数字であるが、それを頭に置かないとこれから先の景気の展開と物価がマイナスの状態を続けるということとを整合的に理解していくことが難しい。また、それと関係することであるが、これからの雇用調整の本格化の中には構造調整にかかる部分も当然入ってくると思う。従って、我々として、自然失業率をどう考えていくのかということも、もう一つのテーマとして踏まえていく必要があると思っている。以上のようなことを頭に置きつつ、これから先の景気展開をみていきたい。雑感的であるが、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

今月公表された指標やマイクロ情報のほとんどは、在庫調整の進捗、輸出の下げ止まり、各種政策効果などから、景気悪化のテンポが緩やかになっていく、という見方を裏付けるものであり、月報の概要については、現状、先行きとも書き振りを一步前進させた執行部案に賛成である。以下では、前回会合以降公表された指標とリスク要因を点検する。

まず米国経済であるが、引き続きISM製造業・非製造業景況感指数、ミシガン大学消費者コンフィデンスなど、ソフトデータを中心に底入れへ向けた動きが続いている。鉱工業生産指数も、前月比マイナス幅を縮小させており、幅広い業種で在庫調整が進捗している。他方、個人消費関連のハードデータは、自動車販売や小売売上高など、足許消費の弱さを示唆している。雇用環境も、非農業部門民間雇用者数の減少ペースが目立った改善はみられず、長期失業者の増加や失業率の上昇もあって引き続き厳しく、個人消費が回復に向かっていくのかどうか、減税効果とともに慎重な見極

めが必要である状況に変わりはない。

住宅市場でも、モーゲージ金利が過去最低水準で推移する中、NAHB指数は改善を続けているが、4月の住宅着工は既往最低を更新した。差押さえ件数も最悪を更新し、全米不動産協会による1～3月の住宅価格は前年比で過去最大の下落率となった。雇用環境の悪化やタイトな金融環境が続くと見込まれる中、住宅市場の調整はまだ続くと思われるが、今月も明るい兆しがなかった訳ではない。住宅着工のうちシングルファミリー向けは前月比上昇しているし、住宅価格も月次で見れば1月から3月にかけて下落幅は縮小しており、その調整スピードは減速しつつある。これに対して、商業用不動産価格、とりわけオフィス用は急落しており、それが中小銀行の損失に与える影響が懸念される。このように米国経済の指標はまだら模様であり、金融機関の不良債権問題の解決への道筋もみえない中、先行き不透明感がぬぐえない。

ユーロエリアについても、2009年第1四半期の実質GDP成長率が統計開始以来最大のマイナス幅をつけるなど、景気は引き続き大幅に悪化している。ドイツの輸出や製造業新規受注指数あるいは英国のサービス業PMI事業活動指数など明るい兆候も見受けられるが、今後、ユーロ経済が中東欧経済の落ち込みによってどの程度足を引っ張られるのか気になるところである。NIEs、ASEANでは輸出の減少幅が縮小している。中国でも製造業PMIが2か月連続して50を上回ったほか、好調な自動車販売や固定資産投資など、足許減速に歯止めが掛かっている。もっとも、中国経済の持続性や、不動産・株価バブルの可能性など政策効果を含めて不安材料が少なからずあるので、アジアの牽引車であり続けられるのかどうか先行きについてしっかりとみていく必要がある。

次に日本経済についてであるが、1～3月のQEは、戦後最大のマイナス幅を記録した。2次QEで在庫を含めどのような姿となるのか分からないので、現時点では質的には違和感はなかったというところで止めておきたいと思う。今後の生産については、エコ減税等の効果もあって5月の新車受注が好調との情報もあるし、調査統計局のミクロ調査でも、4～6月、

7～9月と2期連続で前期比3%を超える生産増が見込まれている。設備投資についても、企業収益の弱さに加え世界経済や企業の成長期待についての不透明な要素が多い中で、引き続き慎重な見方を崩してはいないが、3月の機械受注は全15業種の製造業のうち10業種で増加となるなど、下げ止まりの兆しを窺わせるものとなった。キャンセルもほぼ止まったとの指摘も聞かれ、設備投資が夏場にかけて下げ止まる可能性も出てきている。この間、消費者態度指数、生活不安度指数などコンフィデンスを示すソフトデータも着実に改善を続けている。もっとも、足許雇用・所得環境が一段と厳しさを増す中で、家計調査の実質家計消費は引き続き伸び悩んでいる。雇用・所得環境については、一人当たり現金給与総額が大幅に落ち込み、有効求人倍率は7年振りの低水準となり、3月の労調雇用者数は前年に比べ0.9%低下し、失業率は上昇し、ボーナスも期待できないという厳しい状況である。今後も労働分配率の高さを考えると雇用者所得は減少方向に向かう可能性が高く、それが消費に与えるマイナスの効果を政策効果や価格下落がどの程度相殺するか、また新型インフルエンザの影響はどうかなど、引き続き丹念に点検していきたいと思う。

最後にリスク要因についてだが、気になる点にポイントを絞って指摘しておきたいと思う。一つ目は、国際金融資本市場の帰趨に関するリスクである。米国市場では、注目されたストレステストを一先ず無難に消化したことで、安心感が広がっている。ストレステスト自体の信憑性や実際に不良債権処理が順調に進むのかについては、懐疑的にみる向きも多い訳であるが、少なくともテスト対象となった大手19行に関する限り、破綻リスクは遠のいたとの見方が広がっており、テール・リスクは小さくなったといえる。こうした安心感と景気底入れを示唆する明るい材料とが相俟って、VIX指数や、日経平均のインプライド・ボラティリティは、ほぼリーマン破綻前のレベルにまで低下しており、リスク・アペタイトに回復の兆しが窺われる。しかし、米自動車メーカーの経営不安や企業・ソブリンの格下げ懸念、巨額な増資の実現可能性など、金融と実体経済の負の相乗作用に悪循環を与えかねないイベント・リスクには引き続き留意が必要であ

る。他方、想定されるイベントを無難に消化した後、プラスの相乗作用が思いのほか強く出てくる可能性も指摘しておきたいと思う。二つ目は財政政策に関するリスクである。財政政策の効果については上振れ・下振れ双方向にリスクが存在するが、依然としてその内訳が明確でなく、タイムリーかつ適切な規模かどうかの判断がつかない。また財政ファイナンスを巡る議論が長期金利を上振れさせるリスクがある。日本ではこれまで資金余剰の国とされていたが、貯蓄率の低下や財政支出の拡大のもとで、それに疑念が生じるリスクがある。最後に、物価に関するリスクである。前回のFOMCでは、コアPCEについてインフレが上昇していく見方とほぼゼロになっていく見方の、両極端な見通しが示されている。内外とも労働や資本の稼働率の低さからディスインフレないしはデフレリスクの存在は否めないが、先行きインフレを懸念する声もかなりあることも確かである。各国政府による積極的な財政政策や各国中銀による潤沢な流動性供給を背景として、投機的な資金がエマージング関連やコモディティに再び流入しつつあり、一時程ではないがキャリートレードの復活もみてとれる。原油価格も1バレル60ドルを回復している。非伝統的な政策からのエグジットの難しさを指摘する声や著名な学者からも調整インフレ論が聞かれる。インフレ率が予想以上に高まるリスクについても、引き続き留意しておく必要がある。以上である。

白川議長

前回の決定会合から余り時間が経っていないこともあるが、皆さんの議論を拝聴している限り、特別それ程大きな差はないと思う。表現は後から議論するが、景気のフリーフォールとも言うべき落ち込みは、取り敢えず、終盤を迎えつつあるということが明確になってきたという感じがする。ただ、問題はその先だということも皆さん共通である。少し自分なりに、自分の言葉で整理をしてみたいと思う。

改めて、昨年秋以来のフリーフォールはなぜ起きたのかを整理してみたい。色々な整理が可能であるが、直接的には、やはりリーマンの破綻を契

機として金融市場における信認が世界的に崩壊し、世界的な金融収縮が起きた、いわば急激な金融引締めが行われたということであったと思う。その結果、需要が急減したことが第一点である。その需要の急減を契機として、大幅な生産調整、在庫調整が起きたということだろうと思う。現在起きていることは、その逆の現象である。つまり、信認は勿論まだ完全に戻っている訳ではないが、極端な信認の崩壊からは徐々に安定の方向に向ってきて、在庫調整が進展をしてきたことによって、取り敢えず下げ止まりという感じになりつつあるのだろうと思う。加えて、金融政策や公共投資、減税等々政策面からの効果も出てきている。日本の経済に則して言うと、目先、年度前半については、今言ったような動きが内需の弱さに勝る形で、取り敢えず、生産活動あるいはGDPは上向きということだったと思う。ただ、問題は年度上期が終わった後、最終需要の強さをどの程度と考えるかで、そこについては、どなたも自信を持って回復してくるという感じではなかったと思う。非常に不確実性が大きいし、どちらかと言うと、弱くみているという感じと私は受止めたし、私自身もそのように思っている。つまり、今後、設備調整、雇用調整が進んでいくということだろうと思う。

私自身の感想として幾つか申し上げたいのだが、一つは先程山口副総裁からも言及があった「偽りの夜明け」についてである。私自身キャッチーな言葉は好きではないが、偶々場所がニューヨークだったので、ついついそういう言葉を使ってしまったという感じがある。その後、この「偽りの夜明け」という文脈で、エコノミストあるいは新聞の論説で引用されているのを見ると、自分自身が言いたかった感じと違う文脈で引用されているなという感じが深い。私自身は、今起きていることが「偽りの夜明け」であると言いたい訳では決してなくて、それについては丹念にみていくしかないと思っている。私が言いたかったことは、大きなバブルが崩壊した後の調整がどういうものかを考えてみると、基本的にはデットが大きく増えてエクイティが少ないという状況から、経済全体あるいは各部門としてバランスを回復していくというプロセスである。そのプロセスはやはり時間がかかる。しかし、その過程でも、景気のアップダウンはあるということ

を認識しておく必要がある。それ以上でもそれ以下でもない。そのことを認識していないと、景気が取り敢えず回復方向に向かった後、景気循環の常として後退していく時に、失望感が生まれてきて、そのことが保護主義や金融的なナショナリズムといった色々な好ましくない動きをもたらし、経済の趨勢的な力を弱めていくことに対して、十分認識しておく必要があるという趣旨であった。短期的なことを言いたいとか、あるいは「偽りの夜明け」を戒めるとか、そういう意味合いは全くなかった。そこは繰り返しになるが、データに則して判断していくしかないと思っている。どういうプロセスでデットとエクイティ、経済全体あるいは各部門のバランスが回復していくのかということのを常に考えていきたいと思う。

そういう意味では、公的資本についても、もう一度その意味合いを考えてみる必要があると思う。去年の秋みたいに極端に信認が崩壊するような時には、中央銀行による流動性供給も必要であるし、政府による公的資本の注入も必要であると思う。これは、現に崩壊した信認をなんとか建て直すために必要だと思う。ただ、一旦安定が戻ってくると、公的資本というのは、本当の意味での資本にはなりにくい。つまり、民間金融機関の経営者には公的資金を返していきたいというインセンティブが当然働いてくる訳であり、これは日本に限らずどの国でも、そういうインセンティブがあると思う。そういう意識がある程度において——全てそうだとは思わないが——公的資本は、実は資本ではなくて、金利の高いデットだということになってくると思う。結局のところ、やはり資本を積むプロセスというのは、利鞘を拡大して、徐々に資本を積み上げていくということになるのだろうと思う。そういう力がずっと働く間は、金融面から経済に対して下押し圧力がかかってくると思う。そういう意味で、早々簡単に調整が終わる訳ではないと思っている。

多くの人から言及があったアメリカのストレステストの評価であるが、私自身も考え方が随分行きつ戻りつしたなという感じがする。ストレステストの前提について、少し甘いのではないかという議論はあるが、確かに

失業率等を見ると甘いのかなという感じもしない訳ではない。一方、何が本当に厳しいのかというのはなかなか判断しにくいと思う。つまり、失業率が例えば 10%より 15%の方が厳しいということは言えても、15%が本当にストレスなのかという議論はあり得る訳であるから、そういう意味では、前提条件の厳しさだけに着目して、厳しい甘いということも言ってみても始まらないという感じもしている。IMFのグローバル・ファイナンス・スタビリティ・レポートと、アメリカのストレステストの結果は、確かに数字は一見違っているように見えるが、カバレッジの違いや採っている期間の違いを調整してみると、実はそれ程大きな差がないという感じもするので、私自身はストレステストの結果それ自体をみてどうこうという感じはあまり思っていない。ただ、気になるのは、本年3月の初めと比べて、今の金融セクターに対する見方の変化がなぜ生まれたのだろうかということである。少なくとも今年の初め頃は、アメリカの金融機関に対して、さらなる公的資本の注入が必要だという感じが、エコノミストとかアナリストの間では相当に多かったし、政府関係者の間でもそういう感じが多かったように感じる。あの時の議論と今のこの楽観的な感じのギャップが非常に気になっている。この間に客観的にどういう変化があったのかというと、それ程大きな変化があったようにはみえない。変化があったこととしては、確かに去年の秋以降の極端な信認の崩壊が少しずつ収まってきているということは、確かにあると思う。それから、先程の実体経済の面でも下げ止まりというのはある訳である。しかし、元々の問題の本質である金融機関に則して言うと、経済全体もそうであるが、デットとエクイティの関係からみて、それ程大きな変化があったようにもみえない。そういう意味では、私自身は、取り敢えずは、慎重に推移をみていきたいという気分である。

物価については、皆さんの評価に若干のニュアンスの差はあったが、概ね同じだということのように思った。いつも我々が強調しているように、中長期のインフレ予想が非常に大事であるので、私としても、毎回毎回、几帳面に点検する訳ではないが、一応皆さんの感じを確認させて頂きたいと思う。

中長期のインフレ予想が前回との比較で大きく変化したという感じは多分ないと思う。今のところ、中長期のインフレ予想は大きく変化していないということであろうと思う。そのエビデンスは何なのかと言うと、しっかりとしたエビデンスがある訳ではないが、昨日の執行部の説明からもあったように、名目金利のインプライド・フォワード・レートから、今、中長期の予想インフレ率が大きく変化しているようにはみえない。それから、エコノミストの長期予想も、確かに足許は下がってはいるが、3年先、4年先については、今のところは変化していないように見える。そういう意味で、今のところ中長期のインフレ予想は変化はしていないが、しかし注意してみていこうということだろうと思う。中長期のインフレ予想をみていく時に、重要なファクターとして需給ギャップがある訳であるが、その需給ギャップに関連して、先程、山口副総裁から、世界の均衡成長率というか、供給能力についての話があった。世界全体の供給能力の伸びについては、数年前までの高い伸びが今後も続くとみる見方は、どちらかという少数派であり、なにがしか下がっているという感じだろうと思う。そうした中長期の潜在供給能力も重要な論点であるが、もう少し短期的にみて、これだけ大きな経済の変動があった訳であるから、短期的な意味での供給能力というのが少し落ちている可能性もある。そうだとすると、実は、短期的な需給ギャップの推計も少し変わってくるような感じもする。ただ、先だって出たB I Sの会議でも、この点について、そういう論点があることは皆認識していたが、短期的な潜在成長率についての評価は、国によって違っていた。日本についても、そこをどうみるのかと感じながら、そうした議論を聞いていた。

取り敢えず、私自身の評価と若干の感想である。特に議論したい論点を申し上げた訳ではないが、皆さんの方から特にこの点について議論したいというのがあれば、どうぞ論点を提起して頂きたい。

山口副総裁

一つよろしいか。先程言い忘れてしまったのだが、アメリカのストレス

テスト、もう少し大きく言うと、アメリカの金融機関の不良債権処理の問題は、家計のバランスシート調整と一体の話である。昨日も沼波国際局長から説明があったが、アメリカの個人の貯蓄率が4.2%まで上がってきており、こうした動きはまさにバランスシート調整と一致した流れである。アメリカの金融機関が抱えている不良債権の処理と整合的な家計のバランスシート調整の幅、それとの関連で予想される貯蓄率の上昇幅を、どのように考えておいたら良いかということがある。なかなか答えを出しにくい問題であるが、方向性としては現状良い方向にきている。アメリカの金融システムを巡って多少明るい雰囲気が出ている訳であるが、家計のバランスシート調整についても、本当にそういった評価で良いのかどうか。もし貯蓄率のより大きな上昇が必要だとすると、そのためにはどの位の時間がかかると考えるべきなのか。そのことは翻って、アメリカの金融機関のバランスシート調整にどの位時間がかかると考えるか、と同じことになるが、その辺りが重要なポイントである。

水野委員

そのお答えではないのだが、白川議長が言われた話で、アメリカのマーケット参加者というよりも、アメリカの銀行経営者からすると、多分二つあって、一つは、市場参加者、経営者とも、今回初めてこのような厳しい経営環境を経験しているので、この不良債権処理が如何に時間がかかるかという認識は多分ないと思う。出ているデータも、良かったり、悪かったり。我々は、実際過去に経験しているので、そういった状況をみながらも、そういったものだという見方ができるが、向こうからすると、良いデータについて、どちらかと言うと、やや反応しがちなのかなという感じがする。山口副総裁が言われたことと絡んでくるが、家計部門のバランスシート調整は、そのこと自体は良いことではある。しかし、アメリカの経常赤字が減ってくる、これは、アメリカ向けの輸出で潤っていた国にとっては非常にしんどいことである。特にハイエンドの耐久消費財、典型的には、高級車、自動車などであるが、日本が今苦しんでいるのが、その裏側で起きて

いることである。アメリカの金融機関の健全性回復が、アメリカのバランスシート調整だけでなく、世界全体の不均衡の是正の中でどういうインパクトを与えるかと言うと、やはり世界同時不況からの回復のパスというのは、なかなか不確実性が高いという言い方もできるし、ある程度時間がかかるとみておいた方が無難であると私は解釈している。ただ、それに対して、悪く言うと、アメリカはせつかけであるから、どうしてもグリーン・シュートなどという見方が出てくる。ただ、白川議長のコメントが比較的マーケットで高く評価されたということであれば、多分正しく認識していたのだと思う。ある意味、そういう面もあるし、そうではない面でもあり、戒めということではなくて、時間がかかるということを行っているのだと思うが、それを噛み締めている方も、日本の市場参加者を中心に、多いのではないかなという気がする。

野田委員

F O M C の議事要旨が明確にその数字を言っている訳ではないが、あの表現は相当長くかかるという言い方である。何かの記事で、5、6 年と。どこから出てきたのか少し良く分からないのだが。

白川議長

私自身気になるのは、例えば、F O M C の議事要旨もそうであるし、それから国際会議の場でも感じるのは――発言の細かなことは別にして――、全体として慎重にみているということである。そういう評価とマーケットにおける評価との間に何かずれが出てきているような感じがする。そうだとすると、どこかでそのずれが解消する訳であるから、その時が終わりである。当局の方が間違っていれば、それはそれで良い訳であるが、そこはやはり気になる。

亀崎委員

F O M C では、勿論、消費者の支出及び住宅投資の回復とか、労働市場

の悪化であるとか、厳しい市場状況、住宅価格、低い設備稼働率、軟調な売上、資金の調達コストなどと言っている。ここで、私が非常に気になっているのは、やはり金融市場及び銀行システムの緊張がゆっくりとしか解消せず、従って、2010年の回復ペースは緩やかと予想しているということ。これが、先程のストレステストは終わっても、その後、金融機関の仲介機能が健全に回復していくのは、簡単ではない、ということの裏付けではないかと思う。

野田委員

ストレステスト前であるが、これは。

亀崎委員

これは、28日、29日であるから。

中村委員

逆に今回のストレステストの結果は、結局、時間をかけてやるしかないという考え方に基づいているのではないか。

野田委員

裏では、そういった見方が多いな。

中村委員

だから、一挙に不良債権を処理できないので、時間をかけて収益の範囲内で償却していこうということに踏み切ったのではないか。

白川議長

アメリカの貯蓄率の数字をみると、今、4%になっているが、アメリカの過去の長期平均からすると、まだ低い訳である。これもどの指標をみるかによって、色々な議論があるが、もし沼波国際局長あるいは堀井理事の

方から、アメリカの家計のバランスシート調整の現状についての議論を若干紹介したうえで、ご自身の評価があれば何か言って頂ければと思う。

堀井理事

アメリカの の見方は——白川議長から今ご指摘があったが——、貯蓄率の 1988 年～1998 年位までの幅は、大体 6～10%の間で動いているというところをみているようである。従って、その辺までは、6%なのか 10%なのかそこは分からないが、戻っていきだろろうというような見方をしている。それから、銀行の不良債権問題との関係でいうと、貯蓄率というのは勿論所得からのフローの話であり、銀行のバランスシートの問題は、そもそもトクシク・アセット、あるいはレガシー・アセットの問題である。家計の貯蓄だけが銀行部門の預金の源泉ではなく、変な話、海外から借りてきても良いから、そこには色々な可能性が解として有り得ると思う。従って、一義的には決まらない。従って、 も 6～8%位のところをみて考えているということだと思う。であるから、あとは、政策にも、勿論、レガシー・アセットであるから、ごっそりそれを、変な話、宇宙人でも誰でも良いのだが、ごっそりそれを外から外してくれればきれいになるのだろうが、外す人が財政当局になれば、将来の財政負担になるし、上手く誰かを騙して、その人に背負ってもらえれば、国内的には楽になる。こういった解決も有り得るが、これも一義的には回復にならないということかと思う。

須田委員

今のところの家計の話で、自分自身も凄い不良債権——ネガティブ・エクイティ——を抱えたという経験があるのだが、日本の場合は、それを必死で返すということが当たり前であった。でも、アメリカはそうではなくて、ネガティブ・エクイティになったら捨ててしまえば良いという部分があるので、結局、家計の負債にとどまらなくて、それが金融機関にシフトしているのではないかと。だから、家計のバランスシートを調整しなければ

ばいけないという状況が長引くのだろうかというのが、私には少し分からない点なのだが。

野田委員

アメリカと言えども、全部が全部放り投げている訳ではなくて、ネガティブなエクイティになっていて、それを一生懸命やはりポジティブなものに変えていこうという努力、それが、貯蓄率の上昇だと理解する方がやはり自然だと思う。

西村副総裁

貯蓄率に関して、少し考えなければいけないのは、フローで考えがちなのだが、少なくとも経済的な観点からすれば、資産価格との関係が大きい。それから考えると、資産価格がこれだけ落ちてくると、それに対応する恒常所得と関係するが、それに対応する支出もかなり落ちてくるという形になる。そうすると貯蓄率そのものは、かなり実際の長期に至るまでの調整のプロセスでは、逆に長期均衡より上がらなければいけない訳である。その部分というのを考えてみると、調整は、時間がかかるだけではなくて、かなり深いものになるというように考えた方が自然である。それから、先程の須田委員の点であるが、全部の人間が同じようにフォアクロージャーに直面している訳ではないので、そここのところでディストリビューション・エフェクトがどういった形になるのかというのが大きなところである。今回の場合は、逆に、低所得者の方でフォアクロージャーが起きているということが、今までのものと少し違った調整の仕方をするのではないか。その意味で、逆に言えば、須田委員のおっしゃっていたようなことが、定性的には、部分的に成立するのではないかという気が少しする。

野田委員

部分的にはそうだと思う。本当に。というのは、アメリカ人のライフ設計の考え方は、この10年で相当変わってきているということは一つ言え

る。それ以前は、日本と本質的にどう違うか、そんなに違わなかったはずである。家計の貯蓄に対する意識も。特に 1980 年代までは変わらなかっただろうと思う。

亀崎委員

貯蓄率がマイナスの状況というのは、アメリカ人がそういった国民かと言うと、必ずしもそうではない。つい数か月前位に 2% であった貯蓄率が、もう今 4% になってしまっている。先程のお話のように、今後かなりのところまで上がっていくのではないかと思う。これまでなぜ、貯蓄がなくてもスペンディングができたかと言うと、家の価格がどんどん上がって行って、ホームエクイティ・ローンが利用できた。このように、貸してもらうための担保というか、何か元がないと貸してくれない訳である。今後、別のものがまた出てきて、その価格がどんどん上がって、それを担保に貸してくれるというような状況となれば別であるが。しかし、もう住宅は駄目だし、その次のものも簡単には出てこないだろう。従って、貯蓄率は益々上がっていき、かつての消費社会に戻らないかもしれないと指摘する声も多く聞かれる。

白川議長

アメリカの家計のバランスシート調整であるが、ネガティブ・エクイティあるいはデットが過大であるという状況を金融機関がまず肩代わり、それから金融機関が肩代わったものを今度は政府が肩代わるというプロセスが、今ずっと進行している訳である。比較的最近までは、少なくとも先進国についてはソブリンのクレジットに大きな懸念はなかった訳であるが、先程、何人かの委員が言及されたように、現実にソブリンの格下げの動きがあったり、あるいはソブリンのクレジットに対する懸念が少しずつ増えてきていると思う。先程、須田委員から言及があったが、最近、海外に行った時もそうであるが、日本の経常収支が赤字になり財政赤字が拡大している中で、本当に日本は大丈夫なのかという趣旨の質問を受けるこ

とが以前に比べて増えている感じがする。前は単純に財政赤字が多いけれど大丈夫かということであったが、今はそのコンビネーションで、大丈夫かと聞かれることが増えている。勿論、この1か月、2か月でどうこうということではないのだが、日本に限らず、全世界的に財政の悪化——これまでは必死になって景気刺激をやってきた訳であるが——が、今度はトータルにみて、経済に対してプラスかどうかということの人々が考え始める局面に少しずつ入っている気がする。これは、なかなか答えがある話ではないから、特に議論しようという訳ではないが、そのような感じがある。

西村副総裁

一点だけ。やはり、グローバル・インバランスの問題と関係する訳で、アメリカのウエイトが高かった時に、それに対応する需要、アメリカに貸していた人達がこれからどうなるかということに直接に対応する。そのところのバランスをやはり我々も常に考えているが、そこを少しどちらかに集中して考えてしまうと、歪んだ議論になるような感じがする。それだけは、少し。

水野委員

アメリカで閉じない。

白川議長

今、西村副総裁がおっしゃった議論は、国際会議でマービン・キングがその視点が必要だと繰り返し、繰り返し言っており、皆も認識としては、それをシェアしているという感じがある。今回、それがどういった形で起きるのか。エマージングと比べると、先進国の方でこれだけの金融緩和をしている訳である。かつて、アメリカで前回のITバブル崩壊の後、次の住宅バブルを作ったという批判があるが、今度は、先進国がこれだけの金融緩和をやると、今度は、先進国ではなくて、エマージングの方で、バブルというか経済の活況をもたらし、それが先進国の今の不況を救うという

バランスでの解決の仕方というのが取り敢えずある。そうしたことも含めてグローバルなスケールで考える必要があると思っている。

水野委員

具体的にはないが、二つ動きとしてみえてきているのは、財政赤字が増えていく中で、イギリス、それからアメリカにおいて、最高税率を上げていくという形で所得の高い人に負担をかけて財政規律を守ろうというのが大きくみえてきている。それからもう一つ、新興国の景気回復が、仮に先程誰かがおっしゃったが、先進国より早くなるとしたら、恐らく先進国で起きることは、スタグフレーション的な動きになる。日本はデフレかもしれないが。今だと、先進国だけとるとデフレなのであるが、(物価、景気の下押し圧力なのだが) エマージングが回復して原油が上がってくると、今度は、期待インフレ率の高い国では、スタグフレーションの話を見なければいけないため、アメリカだと非常にやっかいな話になるかもしれないということである。

白川議長

それでは、ここでコーヒーブレイクとする。今 10 時 52 分なので、11 時 5 分に再開する。

(10 時 52 分中断、11 時 05 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等についてお一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。それでは、

前回と同じ順番で野田委員から願います。

野田委員

我が国経済は、前半でも述べたとおり、前回会合で決定した展望レポートにおける先行きの中心的な見通し、それから第2の柱、すなわち、長期的な観点も踏まえて重視すべきリスク要因も基本的には変わらない。当面は景気、物価の下振れリスクを意識する必要があるということも変わらない。また、この後少し述べるが、厳しい金融環境が当面続くとみられる。このような状況のもとでは、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さらに適切に進めていくことを運営の基本方針と考えている。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、現在の方針を現状維持ということが適当と考える。

併せて、これまでに実施に移した一連の措置を含め、我々が有する様々なオペ手段を、引き続き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、市場に潤沢な流動性を安定的に供給することにより、市場に資金調達にかかる安心感を与えていくことが重要と考える。本日、決定したクロスボーダー担保の適格担保化の措置も、金融調節の一層の円滑化を通じて金融市場の安定確保に少なからず寄与していくものであり、この導入が金融市場の安定確保に向けた我々の強い意思を示すメッセージとして市場に伝わることを期待している。

ところで、金融環境であるが、本行や政府の政策対応の効果もあり、C Pの発行金利が一段と低下し、社債の発行案件に少しずつ広がりが見られるなど、企業の資金調達環境は改善している。もっとも、企業業績の大幅な悪化に加え、投資家の選別姿勢の強まりがなお続くなど、企業金融を取り巻く環境は基調的には厳しい状況にあることは変わらない。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は見込みがたいと思う。企業部門全体として、財務内容の悪化、すなわち信用力の低下が避けられないとみられ、他方、金融機関は総じて言えば厳しい融資スタンスを継続する構えにあり、企業の信用リスクに対する金融機関や市場の見方が一段と厳格化する可能性には引き続き注意する必要がある。

市場では5月危機なるものの発生を懸念していたようだが、私は金融環境の問題は、目先のリスクもさることながら、景気回復が後ずれする場合に、金融機関のバランスシートの劣化と相乗する形で厳しさを増していく可能性があるという、もう少し長いタイムスパンでのリスクを強く意識しているところである。最後に、前半で少し申し上げなかったのだが、経済面のリスクについて1点だけ付言すると、国内で感染が拡大している新型インフルエンザについて、旅行、外食需要等への影響を懸念する声が聞かれ始めており、潜在的リスクが一部顕現化しつつある。引き続き注意深くみていく必要があるかと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは水野委員、お願いします。

水野委員

まず、当面の金融調節方針については、現状維持が適切だと思う。

そのうえで、昨年秋以降の金融政策運営の柱である、企業金融の円滑化と金融市場の安定の二つについて、現状評価、及び、将来的に検討課題となるイシューについてコメントしたいと思う。

まず、企業金融の円滑化については、本行によるCP、社債の買入れ措置、企業金融支援特別オペ、適格担保拡大等、これまでの潤沢な流動性供給の効果、それから株式市場が2010年3月期における減益幅の縮小見通しなど明るい材料を前倒し的に織り込んだこと、などから、市場の一部で懸念された5月危機は回避されそうである。

しかし、企業のキャッシュフローは減少しており、それを設備投資抑制や雇用削減で早急に対応する企業行動が合成の誤謬を生み、マクロ経済の下振れを通じて企業金融の収縮に戻ってくるリスクはある。企業金融を取り巻く環境は引き続き厳しいとみざるを得ず、当面は様子見の姿勢を続けることが適切だと思う。モンスター・オペと呼ばれる企業金融支援特別オペの影響でCPがバブル的な様相をみせているという声もあるが、あるいはCPの新規発行が減少していることについて問題視する声もあるが、ある程度の副作用は、このような劇薬の場合は仕方がない、つきものだと思う。

次に、国債市場の安定についてコメントする。与党は4月27日、本年度補正予算を国会に提出した。補正予算に伴う追加の国債発行額は財投国債を含めて16.9兆円になる。名目GDPは2008年度の-3.7%——一次速報値——に続き、2009年度も-3.0%~-4.0%程度のマイナス成長になると見込まれる中、昨年度の補正予算後の税収下振れ及び今年度の成長率見通しの下方修正に伴う税収の下振れが想定される。今年度の第二次補正予算における国債の追加発行額は、2年間の税収の減額修正部分だけで7~8兆円程度にのぼると予想される。

大手行の2009年3月期決算をみると、メガ三グループは昨年度下期に残存1年超の国債保有額を10兆円強——正確には10兆2,235億円——増加させた。新年度に入ってから、メガバンクは長期債を中心に国債の益出しに動く一方、国庫短期証券は大幅に買い増している。しかし、例年のパターンでは、9月の中間決算に向けて7~9月期は債券の売買を抑制する。一方、1回当たりの国債入札額は7月債から増額されると見込まれるため、需給面からは6月下旬以降の国債の入札が無視できないリスク要因となる。第一次補正予算に伴う国債増発の影響は、事前には計り知れない。

もちろん、景気、物価の下振れ懸念、貯蓄・投資バランスの議論、銀行全体でみた預貸率の低下等を考えると、中長期的に長期金利の上昇圧力は限定的とみられる。また、中央銀行が財政ファイナンスのために国債を購入していると判断された場合、却って長期金利が不安定化することは、F

e dやBOEが積極的な国債買入れを3月に決定してからの米国債あるいはギルト債の金利動向をみれば——ボラティリティが上昇していることをみれば——、明らかである。非伝統的政策が不可欠な厳しい経済・物価情勢とはいえ、米国やイギリスのように、通貨の信認が高くない国が財政ファイナンスと解釈されかねない金融政策運営を行う際は、国債買入れの目的と狙い、出口戦略に関する丁寧な情報発信が不可欠だと改めて思った。

ただ、中央銀行は長期金利をコントロールすることはできないが、長期金利のボラティリティをある程度は抑制できる。また、我が国では政府債務残高がGDP比200%というような数字が視野に入る程厳しい財政状況にある中、政府に財政規律と適切な国債管理政策を要請しつつ、日本銀行としても債券相場の安定化のために何ができるか、検討する意味はあると思う。

その意味では、共通担保オペや国債現先オペのタームを少し延ばす、あるいは短期国債買入オペの増額によって国債イールド・カーブの短期セクターに働きかける、二番目として先行きの金融政策運営について一定のコミットメントをする、三番目として、潤沢な流動性供給の延長として、国債需給悪化への不安軽減という副次的効果がある程度念頭に置きつつ、国債買入オペを増額する、といった手法が考えられる。このうち、二番目の、一定のコミットメントをする、というのは、時間軸効果と呼ばれるものだが、我が国の5年間に亘る量的緩和政策は、景気拡大や物価押し上げ効果というよりも、金融システム対策として機能したという印象が強いこと、また、企業金融支援特別オペの存在でターム物金利やCP金利に低下圧力がかかる中、短期金融市場における収益機会を犠牲にする副作用が無視できないことから、かつての量的緩和に近い金融政策の枠組みに近付けることには、本質的には賛成できない。

日本銀行は、長期安定的な負債である日銀券に見合った長期安定的な資金を供給するという、金融市場調節の必要性に基づいて、節度をもって国債買入れを増額してきた。いわゆる日銀券ルールの歴史を振り返ると、国

債大量発行時代に、オペの対象債券に占める長期国債のウエイトが高まったため、成長通貨の供給というロジックで、日銀券の増発額を、フローで買い入れる国債の金額の目途としたことが出発点である。その後、量的緩和政策を採用した際、財政ファイナンスの目的で国債買入れを増額していると誤解されないために、日本銀行のバランスシート上の長期の資産、負債の対応関係というロジックを掲げ、日銀券発行残高を国債保有額の上限として設定した。ただし、長期国債の買入れ額を金融政策決定会合の議決事項としたことで、日本銀行自ら日銀券ルールをプレイアップし過ぎたという批判もある。さらに、本年1月に、ゾーン別の国債買入れをスタートしたが、これは、日本銀行のバランスシート上にある長期国債の平均発行年限をコントロールしやすくなったメリットがある反面、日銀券発行残高を超えない範囲ならば、日本銀行の国債保有額の増加は財政ファイナンスにはならないというある種の誤解もあるが、元々理解を得られにくい理屈付けがさらに複雑化したというデメリットもある。国債発行残高が膨らんでいる中、国債買入れに関する一定のルールは重要である。ゾーン別の国債買入れ導入後も、市中からは残存期間の短い国債が本行に持ち込まれ、保有国債全体の平均残存期間がさらに短期化する一方、日銀券発行額は増加を続けている。このままいけば、日銀券発行残高と本行の国債保有残高の乖離幅は一段と拡大し、現行の日銀券ルールの枠内で、国債買入れを増額できる可能性が出てくると思う。しかし、資産、負債の期間マッチングの考え方である日銀券ルールは維持しつつも、先行きそれが適当であると判断された場合には、運用方法を弾力的に見直すことも排除すべきでないように思う。頭の体操として、例えば、現行のゾーン別国債買入オペのゾーンを見直すとか、残存1年未満の長期国債を、本行のバランスシート上で国庫短期証券と同じ扱いとすることなども考えられると思う。これは、タム物オペの長期化、国庫短期証券の買入れ、残存1年未満の長期国債の買入れは、経済合理性の観点、あるいは、潤沢に流動性を供給するという目的では同じように思われるためである。

国債市場は足許落ち着いた動きをみせているが、不測の事態に陥るリス

クもある。幅広い観点からブレイン・ストーミングをしておくことが重要だと思う。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

金融経済情勢であるが、前回会合以降、現状、先行きともに前回会合の判断に沿う形で推移していると思う。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の方針は現状維持が望ましいと思う。

一点、金融市場の現状について、意見を述べたいと思う。欧米においても、日本においても、金融・資本市場の機能障害というべき状況からの回復が、前回会合以降更に明確になりつつあると思う。市場レートの動きをみてもLIBORの水準、そしてLIBOR-OISスプレッドの双方が大きく低下し、且つアベイラビリティの回復もみられる状況になっている。昨日はローカルネームなら長めの出会いも出来つつあるという報告を受けた。TIBORも低下が続いている。社債流通利回りスプレッドも欧米においてはBBB格においても低下が顕著である。日本の社債市場についても、浸みだし効果の兆しが現れ、BBB格においても起債の動きが始めているように見える。

今次金融危機において、金融・資本市場の機能障害——ディスファンクション——に対して、各国中央銀行は、非伝統的政策として、第一にmarket-maker of the last resortとしてインターバンク市場への流動性の供給、そして第二に、それぞれの金融・資本市場の機能障害の性質、程度に合わせた直接、間接の介入を行ってきた。その結果として、中央銀行のバランスシートが膨張することになった。そして、今後機能障害が回復するに従って、この非伝統的政策に対応するバランスシートは収縮してい

くことになる。

金融・資本市場の機能障害に対する非伝統的政策から生じてくるバランスシートの大きさを、金融緩和の程度と捉える向きも過去にはあったように思う。しかし、この種類の非伝統的政策が生じるバランスシートの大きさは、金融緩和の程度ではなく、金融・資本市場の機能障害の程度を表すと考えるのが適当であると考えている。従って、この種の非伝統的政策として設けられたファシリティが使われなくなる。そしてバランスシートが収縮していくというのは、正常化へ向かっていることである。それを金融が引き締まっていくというような誤解はもはやないとは思いますが、為にするような議論がなされないよう十分に説明をしていく必要があると思う。

また、今次金融危機においては、市場コンフィデンスのエロージョンがカウンターパーティ・リスクとして顕在化し、金融・資本市場の機能障害の原因となった。既に述べた非伝統的政策として設けられたファシリティが有効に機能したのは、こうした市場コンフィデンスのエロージョンを防ぐバックストップとしての役割を果たしたからだと考えることができる。しばしば「使われないということは効果がないのだ」という短絡的な議論がない訳ではないので、市場のコンフィデンスを守る為のバックストップという意味についても、十分に説明していく必要があると思う。以上である。

白川議長

それでは中村委員、お願いします。

中村委員

我が国経済は、展望レポートで示したとおり、2009年度後半以降は、次第に持ち直していくと見込まれる。もっとも、先行きの不確実性は引き続き高い状況にある。

こうした中、我が国の産業構造や人口動態を勘案すると、内需の大幅な拡大による景気回復のシナリオを描きにくいだけに、引き続き外需に依存

せざるを得ない。しかしながら、過去数年間に蓄積された世界経済の様々な過剰の調整にはかなりの時間を要するとみられるため、海外経済の回復は緩やかなものにとどまる可能性が高く、我が国経済の本格的な回復にも相応の時間を要するのではないかと考えられる。リスク要因としては、今後の海外経済金融情勢の悪化や、海外経済が回復した際の国内経済への波及効果、企業の中長期的な事業戦略の変更や成長期待の低下、内外の物価動向について注意してみていく必要があると思う。海外経済情勢、特に米国の回復シナリオについては、ここ数年の経済成長を支えてきた個人消費や住宅投資に際立った回復が見込めないだけでなく、本格的な回復後の最終消費水準が、従来との比較では低くとどまる可能性があり、不確実性は高いと思われる。また、世界経済の回復は、中国が一定程度、世界経済を牽引することが前提だと思うが、中国の経済成長の海外への波及効果が想定よりも限定的となる可能性も考えられる。また、今回のいわゆる世界同時不況という危機を契機に、多くの企業経営者はパラダイムの転換に対応可能な、従来の延長線上とは異なるビジネスモデルの構築の必要性を認識しているようである。集中と選択の観点に基づく不採算部門からの撤退や他社との統合や、新規分野の開拓、多角的なリスク管理を含めた戦略的な見地からの海外市場ごとの最適な生産・供給体制や製品開発の見直しを検討している企業も少なくないようである。このため、生産施設の廃棄や海外移転が一段と進む可能性も否定できず、その場合、海外経済が本格的に回復したとしても、国内の設備投資が抑制され、雇用環境の回復が限定的となることも考えられる。また、景気低迷の長期化により企業の中長期的な成長期待がさらに低下した場合、設備投資を中心に景気が下振れる可能性があることには注意が必要である。

物価については、景気の下振れリスクの顕現化や、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。一方、中長期的には世界経済が回復する過程において、現在の極めて景気刺激的な金融・財政政策が維持された場合、一次産品価格が上振れ、物価上昇率が想定以上に上昇する可能性があることにも注意する必要がある。

本行が昨年秋以降、実施してきた政策金利の引き下げやその他の様々な措置については、市場の安定化に有効に貢献している。C Pの発行金利は引き続き低下しているほか、これまで発行が難しかったA格企業の社債の発行環境も改善しており、いわゆる5月危機に対する懸念は急速に薄らいでいる。もっとも、資金需要は昨年末や3月末に比べれば低下しているものの、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先は引き続き多いようである。先行きの業績の不透明感もあり、早めに年度内の必要資金を、極力長期性の資金調達で固めようと借入交渉に動いている企業もあるようである。従って、一連の企業金融支援対策の9月以降の取り扱いについても、若干早めの検討が必要となるかもしれない。金融機関も先行きの企業業績の悪化が懸念される中、信用コストの増加懸念から、取引先の選別だけではなく、信用コストに見合った貸出スプレッドに向けての引き上げ交渉を行っているとの話も聞かれる。こうした環境を勘案すると、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も予想されるだけに、先行きの企業金融の環境は厳しい状況が続く可能性が高いと思われる。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て、経済をしっかりと下支えしていく必要があるほか、9月末に期限が到来するC P等買入れや、その他の時限措置を含め、これまでに導入した施策の効果を見極めるとともに、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とすることが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

前半で述べたとおり、日本の景気は下げ止まりを模索しつつあるが、楽観視することなく、リスク要因をつぶさに確認していく必要があると思う。

リスクの第一は、金融市場における何らかのショックの発生と、それが

もたらす実体経済への負の影響である。ショックの発生源としては、やはり米国金融機関に注意が必要である。ストレステストの結果は市場予想比では良かったものの、景気の想定が甘くはなかったか、保有資産の評価が正しく行われたか、などの疑念は残っている。しかしそのことはさておいても、何よりも不良資産の抜本処理がまだ始まっておらず、指摘された資本を調達できたからといって安心できるかどうか分からない。また、不良資産買取りにかかる官民共同ファンドの入札は来月から始動するものとみられるが、その機能度については様々な指摘があり、蓋を開けてみなければ何とも評価できない。このほか、GMの再建策や中東欧の経済危機の動向など、これから金融市場が乗り越えるべきハードルは決して低くない。日本については、懸念された企業決算発表期を大きな波乱なく通過したが、トヨタをはじめ多くの企業で、前期の赤字幅が予想外に大きかったばかりではなく、引き続き今期も大幅赤字が続くとしているため、不測の事態が起きないとも限らない。こうした点には、今後とも警戒を怠らずにみていく必要がある。

リスクの第二は、金融・財政政策の効果である。現時点では、景気を下支え、また押し上げていく効果があると考えているが、まだ中国以外では明確ではない。政策効果が民需の拡大までに至らないと、効果一巡後の反動に注意しなければならなくなる。そうした状況のもとで、インフレ予想や長期金利の上昇だけ先行してしまった場合には、事態をかえって悪化させることになる。その一方で、効果が出過ぎたうえに、その認知が遅れるといった事態に至らぬよう、十分考慮しておく必要があると思う。

リスクの第三は、各経済主体の行動パターンの変化である。先行きの経済予測は、マクロモデルにせよ何にせよ、過去の経験によるところが大きいと思う。ただ、今回の景気の落ち込み方は、過去に例をみない激しいものであったため、過去の経験は役に立たないかもしれない。典型的には、足許の米国の貯蓄率の上昇にみられるように、米国民の消費パターンが変化するような可能性もある。ただ一方で、今回だけは違うとの見方にもはっきりとした根拠はない。いずれにせよ、これまでより先行きの不確実

性を高めている大きな要因と言える。

リスクの第四は、国内感染が広がりつつある新型インフルエンザである。今回のウイルスは弱毒性だとはいえ、さらなる広がりが続いていけば、企業活動の停滞や個人の飲食・旅行の抑制等々、経済全般の落ち込みに繋がる可能性があるため注意が必要である。

こうした景気認識とリスク要因のもとで、金融政策方針としては、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べきと考える。また、市場の不安感の後退は本行のオペに依存している部分もあるとみられるため、これまでに導入した様々な流動性供給策についても、当面継続すべきであると考えている。また、先程決定したクロスボーダー担保としての米・英・独・仏国債の適格担保化は、金融市場の一段の安心感と安定化をもたらす意義の高い施策だと思う。関係各部署のこれまでの尽力を評価するとともに、今後発生するかもしれない大きな事務負担には、必要とあれば全行挙げて配慮していかねばならないと思う。

このほか、企業金融も安定化しつつあるが、多くの企業が今年度も大幅な赤字決算を予想している中、不測の事態に備えるべきであり、まだ各種支援策の出口を本格的に考える段階ではないと思う。従って、当面は、これら施策を継続する必要があると考える。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

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、それから企業金融円滑化といった三つの柱に基づいて政策運営を行っている訳であるが、様々な施策を着実に実行することで、引き続き金融面から実体経済をしっかりと支えていく必要があると認識している。本日のクロスボーダー担保の適格化についても、金融調節の一層の円滑化を通じて、

金融市場の安定確保に資する措置と位置付けることができると思っている。

当面の政策運営であるが、展望レポートで示したとおり、特に景気・物価の下振れリスクを意識しながら行っていくことが重要だと思っている。CPや社債の買入れなどについては、市場の緊張感が後退しているということであるが、この先、下振れリスクが顕在化し、市場が変調を来した際のセーフティネットとして機能することが期待できる。勿論、過去半年の経験を踏まえると、既存のセーフティネット施策で対応できることを超える下振れリスクが顕在化しないとも限らない。今後とも、経済・物価・金融情勢を丹念に点検しながら、下振れリスクが顕在化する可能性について、警戒していく必要があると認識している。

このところのマインド指標や株価の改善というのは、先行きの景気回復を先取りしている面があるように思う。仮に、そうした期待が裏切られた場合には、一段の景気の下振れが生じるといったリスクを抱えているようにもみられる。こうした状況においては、現在行っている各種の施策を着実に実行することが大事であるし、併せて、市場に対しても、我々は警戒感を解いていないことについて、しっかりと伝えていくことが重要であると思っている。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

最初に、次回決定会合までの金融市場調節方針についてであるが、前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・リスクも小さくなっているものの、先行き不透明感は強く、当面は景気・物価の下振れリスクを意識しているので、現状維持が適当であると思う。現在、無担保コール市場の取引はかなり減少しており、気になる動きであるが、今のところDD取引や有担保取引も勘案すると、市場

機能はどうか維持されていると言える。金融調節においては、金融市場の安定と市場機能をできるだけ維持するという観点から、機動的な運営を行って頂きたいと思う。

なお、短期金融市場では無担保コールレートオーバーナイト物は0.1%近傍で落ち着いた動きとなっているし、TIBOR-OISスプレッドをみると、企業の決算発表をこなしつつあることから、6月末越え資金に対するプレミアムはあまり観測されていない。LIBOR-OISスプレッドといった幾つかのマーケット指標もリーマン破綻以前の水準に戻るなど、市場も漸く落ち着きを取り戻しつつあるように窺われる。後で詳しく述べるが、企業金融を取り巻く環境はまだ厳しいものの改善しつつある。従って、現時点では現在講じている企業金融円滑化のための異例の措置について追加策の検討が必要な状況ではなく、前回会合でも申し上げたことであるが、その期限を9月末に控え、今後どのような形で解除していくのか、実施期限も意識しつつ、具体的な検討に入っていく必要があると考えている。

ここで、我が国企業金融を取り巻く環境について点検をしておくと、この間、CP市場では、各種政策やオペ効果等を背景に良好な発行環境が続いており、発行レートはa-1+格及び一部のa-1格で短国レートを下回る官民逆転が生じている。また、クレジット市場では、AA格の社債スプレッドが需給環境の好転を背景に縮小を続け、リーマン破綻前の水準まで戻しているほか、足許ではA格の社債発行もみられるようになっている。本日はBBB格の社債が約8か月振りに起債されるようである。このように、発行環境の改善が徐々に低格付け銘柄にまで広がりつつある。

以上のような市場動向や調査統計局によるマイクロヒアリング情報等を踏まえると、企業金融を取り巻く環境は改善しつつあるとみて良さそうである。すなわち、資金需要面では、生産・輸出の減少に歯止めが掛かりつつある中で、企業のキャッシュインの減少ペースが緩やかになっている。また、原材料価格の下落や在庫調整の進捗に伴って運転資金ニーズがピークアウトしているうえ、資金調達環境の改善を受けて予防的なキャッシュ

保有ニーズが低下したことなどから、外部資金に対する需要は減少に転じているようである。中には、積み上げていた手許資金を取り崩す動きすらみられている。決算発表を受けて銀行借入れが困難化している先は一部にとどまっており、銀行サイドも資金需要が落ち着く中で、地銀では貸出競争を強める方向にあるようである。

以上の点を勘案すると、「企業金融に係る金融商品の買入れ実施の必要性」、すなわち、「当該金融商品の市場金利が発行企業の実態如何にかかわらず全体として高騰する、あるいは、当該金融商品の市場取引が成立しにくい状態が継続する」といった市場機能の著しい低下が生じており、これが企業金融全体の逼迫につながっている」という条件を満たさなくなりつつあるように思われる。企業金融に係る金融商品の買入れや企業金融支援特別オペは、中央銀行の政策手段としては異例の措置であり、適切なタイミングで、かつ適切な方法によってエグジットする必要がある。予め設定した実施期限どおり粛々と措置を取り止めるのか、市場への影響に配慮し段階的に取り止めるのか、海外中銀と平仄を合せるのか、発行レート of 官民逆転といった市場に生じた歪みの原因なども含めて様々な角度から検討する余地がある。申し上げたいことは、市場機能が正常化すれば、速やかに市場のあるべき姿に戻すべきであるということである。そのためには、周到な準備と市場との適切なコミュニケーションが必要になる。資金需要が減少したり、市場機能が改善すれば、自ずと当該資金供給オペの必要性は低下する。それに伴ってエグジットしたとしても、金融緩和度合いは維持されるということをきちんと理解してもらう必要がある。

最後に前回公表した展望レポートについてであるが、先行きの不透明感の説明に多くを割いたことから、市場では日銀は今の金融緩和を長く続けるとの見方が浸透し、一部からは緩やかな時間軸を織り込む形となったとの指摘が聞かれている。私は、金融政策の先行きについて、カナダ銀行のように、たとえ条件付きであっても直接コミットするのではなく、経済・物価情勢の先行きのメインシナリオと上振れ、下振れリスクについて市場と対話しながら、金融政策の先行きに対する見方を市場と共有していくこ

とが、金融政策の機動性を維持するためにも望ましいと考えてきたので、市場が自律的に時間軸を織り込むのは望ましい動きであると捉えている。ただ、先行きの経済・物価見通しは不確実なうえに、今回の昨年第4四半期のGDP成長率の大幅修正のように、QEは過去も含めて大きく変化し、それにつれて年度の成長率の数字も変わり得るので、ピンポイントの中心値の修正で上振れ、下振れと評価されないよう、留意が必要である。特に最近のように非常に不確実性が高いもとでは、大勢見通しで語っていくことの重要性が増しているのではないかと思っている。以上である。

白川議長

景気を巡るリスクの認識であるが、前回展望レポートの時の認識と基本的に——時間が経ってないこともあるが——変わっていないと受止めた。ただ、敢えて前回の会合との比較で申し上げますと、新型インフルエンザの影響が、勿論まだ大きく出ている訳ではないが、少しずつ顕在化していることについての言及が何人かの方からあったと受止めている。それから、もう一つ前回との比較でみると、世界的に展開されている積極的な金融政策や財政政策が、長期的にもたらすかもしれないインフレリスクへの言及も、前回と比べてみると、今回は多かったように受止めている。ただ、いずれにせよ、メインのリスクは、前回の展望レポート時のリスク認識と同じであったと受止めた。それから、金融調節方針については、私も含めて、皆さん現状維持ということであった。金融環境については、また後から申し上げますが、今回、特に情報発信について、皆さんから色々なご意見があったように受止めた。私がメモしている限りでいくと、一つは、中央銀行のバランスシートの大きさ、規模でもって金融政策の緩和度、積極度を測るという議論に対して、それはそうではないということを手短かに説明していく必要があるということであった。それから、CPを初めとする日本銀行の各種のファシリティについて、これはバックストップ、あるいはセーフティネットであるということについて、従来も勿論やっているが、しっかり説明していく必要があるということであった。それから、クロスボー

ダー担保についても、金融市場の安定を図るために金融調節の面からこうした努力を続けていることについての情報発信である。あとは企業金融であるが、企業金融支援措置に入る前に、企業金融の現状についてどのような情報発信をするのか。中で議論をしていると、企業金融の現状についておおよそ認識の一致はあると思うが、それをどのように表現するか。これも文脈によって随分違った受止め方をされる訳であるが、私なりに受止めると、企業金融の現状については、一頃の逼迫感というか緊張感というのは後退してきていると思うが、企業金融の現状、先行きについては、やはり厳しく受止めているということだと思う。そうした足許の改善と、しかし厳しく受止めるということは、きっちりと言っていく必要がある。もし違っていたら後からおっしゃって頂きたい。悩ましいのは、企業金融の色々な支援措置を今後どうしていくのか。いずれにせよこれは時限措置としてやっているのだから、時限措置が切れる前に、それも直前ではなく少し前に日本銀行の考え方を示していかないといけない。今直ぐこれをどうこうということではないが、少なくともそうした問題を明確に意識しておこうということだと思う。そのためには、何よりも分析が全ての出発点であるので、これまでも金融市場局あるいは調査統計局、企画局の方で色々な分析をして頂いているが、今後も、こうした面での分析を宜しく願います。そうしたことを今日は認識しながら、ということかなと思った。

金融環境の現状をどう評価するかについて、先程ちょっと申し上げたが、自分自身は先程皆さんがおっしゃったことと、少し違う観点から一つだけ感想を申し上げたい。昨年秋以降の経済の落ち込みというのは、先程申し上げたとおり、世界的な信認の崩壊によって、金融が収縮したということだと思う。現在起きていることは、そうしたグローバルな金融の引締りが徐々に巻き戻されているということだと思うが、改めて感じるのは、各国の金融環境の状況は、勿論全く同じではないが、同じような方向で動いているということである。各国が採っている政策措置も、それぞれの国で効果を発揮するのは勿論であるが、グローバルな波及もそれなりにあると思う。グローバルな投資家は、どのマーケットでどれだけ投資をするかを常

に考えている訳であるし、グローバルな発行体も、どの市場で発行するのが相対的に有利なのか、どの通貨で発行するのが相対的に有利なのか常に考えている訳である。従って、勿論完全に同じになる訳ではないが、ある程度の裁定作用が働くということだと思ふ。そういう意味で、各国が採ってきた色々な措置が世界全体の金融環境の改善に繋がってきていると思つた。

次に、国内のC P市場あるいは社債市場でみられる二極化現象をどう考えるかということである。例えばC Pでいうと、最上位格付けについては短期国債よりも低い金利になっている。量的にも、4月の数字は別であるが、全体として上位格付けについては、活況を呈し非常に改善をしている。それにもかかわらず、下位格付けについては、若干の変化は出てきているが、まだ社債が発行できないという状況が基本的には続いている。これは、勿論、もう少し時間をかけてみていく必要があるが、私としては、染み出し効果がやはり徐々に及んでくるのだらうと思ふ。なぜ二極化があるのかが、ずっと気になっているが、幾つかの仮説の中の一つとして、例えば、投資家である金融機関の自己資本比率規制上の扱いを考えてみると、低い格付けの社債・C Pについては、非連続的にキャピタルチャージが増えてくるし、貸出と違ってC P・社債については時価評価の対象にもなる。従って、条件が改善しても、下位格付けについては直ぐに染み出さない。しかし、さすがに上位格付けが改善してくると、やがて下位格付けにも及んでくるであらうという仮説をもって一応みている。先程、須田委員からもお話があったように、今回B B Bの社債が発行される方向になったが、そういう染み出しがこれからどのように進んでいくのか、特に注意をしてみたいと個人的には思っている。

情報発信上どういう点に注意すべきか、先程、項目とそれぞれの項目についての多少の留意点を申し上げたが、私がみるところ、各国の中央銀行の情報発信も内々の認識としてはそれ程変わらない。しかし、敢えて言うのと、どの点を強調するのか、あるいはどの点を敢えて強調せずに言うのか、という何か微妙な感じがある。基本的には、認識をバイアスを持たずに伝

えていくことが大事であるが、そうはいっても、若干の力点というのはあると思う。そういう意味で、特に、企業金融の現状、色々な企業金融支援の措置について、どういうことに特に注意した方が良いのか。私の方からは、以上である。

中村委員

先程、白川議長が言われたような現状認識で良いのではないかと思うが、3月とか4月は大きな問題は発生しなかったが、企業金融はやはり非常に楽ではない。それから去年の9月位までは、銀行は幾らでも金を貸してくれていたが、足許では、企業と銀行との位置関係が大きく変わってきている。そういった状況の変化がなんとなく金融緩和度合いが締まってきている印象を与える面もあるのではないかと思う。それから二極化という問題については、従来あまりにも格差がなさ過ぎたという面もある。同じA格とかAA格の中でも段々、リスクに見合ったスプレッドが形成されつつあると思う。だから、今社債が発行できない先でも、実態は高いレートを出せば起債できるのだが、今までは低いレートで出せていたから、そこまでして出したいくないとの意向もあるようだ。一方、投資家は、今のマーケットの状況や、企業の先行きの収益を考えると、かなりのリスクがあるから、リスクに見合った条件を求めていると考えられる。A格でも業種とか銘柄によって随分格差があり、単に格付けだけで判断しなくなってきており、ある意味では正常化というか、好ましい方向とも考えられる。

野田委員

そういう意味で、ちょっと付言すると、社債市場ではBBB格なども出るとは言っている。格付けだけでみると、確かにBBB格なのであるが、業態であるとか、今の経済の状況から考えて、ある種ディフェンシブな銘柄なのかどうなのか、やはりそういうことも投資家というのはよくみている訳である。であるから、逆に我々もそこが格付けベースで広がっているからどうだという見方をするのはやや危険なところがある。今の中村委員

の話を裏返すとそういうことになる。

須田委員

実際に、調査統計局のメモの中で、レピュテーションリスクがあるから高いレート（スプレッド）での発行は嫌だという・・・。

白川議長

ちょっと前までは、スプレッドを出してもなかなか発行できない——勿論、極端に出せば発行できたであろうが——という状況から、今はある程度スプレッドを出せば発行できるが、それを出すと色々な意味で自分達にとって不利に働くから発行するのは止めておこうという、そういう冷静な計算ができるようになったという意味では、多少の変化はあるのだろうと思う。

野田委員

白川議長の先程の整理の中では、政策に関する情報発信と企業金融に対する見方の情報発信とに分けられたが、第一ラウンドで議論すべきだったかもしれないが、経済・物価情勢についても、このところ新聞は今回の我々の決定会合を先読みして、上方修正、上方修正というのが見出しで踊っている訳である。そうするとあたかも、勿論仔細に読めば単なる方向だけの問題だということは読み取れるが、あれだけ上方修正、しかも相当早めにそういう報道が出てしまうと、実はもう少しレベル感、我々の今の経済のレベル感、経済の規模の収縮度合い、これについてももう少しきちんとした理解を、ヘッドラインも含めてやって頂く必要があるだろうと、そういうように強く感じている。第一ラウンドの話ではあるが、その情報発信、コミュニケーションをきちんとしていたいと思っている。

須田委員

私もこの上方修正という言葉について、これはおかしいと。想定してい

たシナリオが一步進んで、先行きに対する評価が現状になっただけの話である。そうはいつでもやはりマスコミは常に。だから我々は言わないが、彼らを書くのは仕方がないかなというように思っている。

野田委員

今一番問題なのは、第一ラウンドでも議論したように、このレベル感がどこまで上がっていくかということがやはり一番の問題なので、そこはきちんと…。

白川議長

前回の展望レポートでもそういう方向感を出しているが、足許の在庫調整が進んだ後の最終需要の姿に対しては、消費についても、投資についても、慎重な見方を示している訳である。今日の議論もそうであったが、在庫調整が終わった後の、あるいは政策効果が出た後の最終需要の動きがポイントである。その最終需要については、展望レポートに示された線と、今回の決定会合は同じ議論であると思う。それから、勿論レベルも低い訳であるので、そのことについては上手く言っていきたいと思っている。皆さんもこの後色々な講演もあると思うが、その節は宜しく願います。

水野委員

私が言いたいことは、中村委員とほとんどシェアしており、既に中村委員から言って頂いたように思うが、やはり経営者あるいは企業行動からみると、萎縮しているという言い方が正しいかどうかよく分からないが、企業経営者は先行きに対してかなり慎重というか——先程パラダイム・シフトとおっしゃられていたが——、先程の水準論で言うと元に戻らないということ的前提にやっている。不採算部門を切っていく、他社との提携を模索する、工場の統廃合、生産施設の海外シフト。恐らく雇用のことを考えると、日本の自然失業率というか、あれだけ非正規雇用のことが政治に叩かれたのでもう国内で雇用したくないということと、為替の水準を考える

と、恐らく海外で雇用していく、あるいは工場を海外へ移転していった方が採算に合うという判断を示す輸出関連企業が多いと思う。今企業が何を考えて、どういう世界に備えて動いているかと考えると、その過程で起きる、例えば下請け企業とかあるいは家計部門に与える影響というのは、かなりこれは楽観的とみていく方が良いのではないかという気がする。だから、生産は確かに底入れしたのであるが、生産が底入れしたから企業は直ちに在庫を積み増していくかというところとそういう感じは全くなくて、需要の先行きが見通しがたい中で、やはり非常に脇を締めて経営をしていくことが、国内最終需要のところまで弱さに繋がっていくというリスクは十分注意していくことが大事と感じている。やはり水準論と循環論ということと、構造的な変化——パラダイムシフトは構造的な変化だと思うが——であり、いつもの循環論で語っていけない。今回多分それ位のショックではなくて、物凄く大きなショックがグローバルに起きている。やはりキーワードはグローバル・インバランスの修正であり、何が起きているのかというのをよりよく分析していくと、とても上方修正という言葉では言えないはずなのだが。まあ彼らは職業柄そういう言葉しか使えないそうなので、我々は丁寧に言っていくしかないと思う。

須田委員

先行きについての見方というのは全然変わっていない。足許が上がっただけだから。我々のスタンスとしては……。

野田委員

シェアされているということであるな。

白川議長

されているな。

水野委員

我々は変わっていない。

西村副総裁

先程の件で一点だけ敷衍すると、結局、大きなショックという時に、ショックは二つあって、一つは均衡に対するというか長期的なものに対するショックと、それから短期的なものに対するショック。これをどのように発信するは難しいが、皆は混同しがちなので、そこは上手く説明する必要がある。先程もおっしゃったように、かなりの部分というのは長期的なものが少し落ちてきているというところに対応するので、逆に言えば、元に戻るという訳ではないということ——これはなかなか難しいのだが、つまり下手に言うとやはりセンチメントに悪い影響を与えるので、そのところは微妙なのだが——、やはり虚心坦懐に説明していくということが多分一番王道だと思う。

白川議長

他にご意見はないか。それではここで政府からの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

先行きについてご熱心な討議を聞かせて頂いた。確かに、輸出、生産、下げ止まりつつあるなという感じを持っているものの、一方で、国内の民間需要、いわゆる消費は、引き続き弱まっていく可能性が高いと思うし、消費者物価の前年比は、経済全体の需給バランスの悪化のようなこともあるし、国際商品市況の動きが不透明なところもあるが、マイナスが相当強まっていくと予想される。デフレという言葉は使いたくないが、そこへの目配りを相当しっかりしていかななくてはならないと感じるなど、皆さん方のご認識の中にも引き続き厳しく受止められていると認識をしている。

政府としては、前回もお話をさせて頂いたとおり、事業規模 57 兆円程

度、予算規模 15 兆円程度の補正予算、今参議院で、できれば来週中に通して欲しいという思いで今審議を頂いているというところである。今年度は、合わせて 100 兆円を上回る予算規模になる。国債の発行の増加という部分に我々が全く心配ないと割り切ってやっている訳ではないが、景気が底割れしたら何もならないと、腹を固めてやっているということをぜひとも改めてご理解をお願いしたいし、それから引き続き全力を挙げてやっていこうと、こう思っている。

日本銀行におかれても、こうした状況についてご理解を賜り、ご認識を賜り、引き続き機動的かつ弾力的な金融政策運営を行っていくことにより、経済を金融面からしっかりお支え頂くことをお願い申し上げる次第である。以上である。

白川議長

それでは、藤岡内閣府審議官、お願いします。

藤岡内閣府審議官

一昨日公表した平成 21 年 1～3 月期の GDP 1 次速報値では、実質成長率が前期比年率－15.2%となった。これは世界の景気が後退し急速に深刻化する中で、景気が急速に悪化し、厳しい状況にあることを反映したものと考えている。一方で、このところ輸出、生産など一部の経済指標には下げ止まりあるいは若干の改善を示すかにみえるものがある。今後の見通しについては、景気は引き続き厳しい状況が続くものの、在庫調整圧力の低下や経済対策の効果による下支えが期待される。一方、金融環境や雇用情勢の一段の悪化、デフレ期待が生じるリスクに留意する必要があると考えている。政府としては、景気の底割れリスク回避のため、21 年度補正予算等を早期に成立させ、経済危機対策を速やかに実施していくことが重要であると考えている。日本銀行におかれては、引き続き、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援に取り組むとともに、経済・物価の下振れリスクや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。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]

雨宮企画局長

それでは、読み上げさせて頂く。1枚目が金融市場調節方針に関する件である。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。2枚目が対外公表文である。今回は判断の変更と前回の展望レポートを公表しているので、ほぼ全面書き換えであるので、見え消し版はお配りしていない。全部線になってしまうので。従って、ポイントを説明しながら読み上げさせて頂く。まず、1. は調節方針と 2. は今朝方ご決定頂いたクロスボーダー担保の件である。最初から読み上げる。「2009年5月22日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○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通じて金融市場の安定確保を図る観点から、昨年秋以降、適格担保範囲の拡大等を行ってきた。こうした中で、各国と協調しつつ、いわゆるクロスボーダー担保の適格化についても検討してきた結果、今般、米国債、英国債、ドイツ国債、フラ

ンス国債を適格担保とすることを決定した（『適格外国債券担保取扱要領』の制定等について」参照）。」。3. 以下が判断である。まず3. を読み上げると、「わが国の景気は悪化を続けているが、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出や生産は下げ止まりつつある。金融環境をみると、ひとところに比べて逼迫感が後退しているものの、なお厳しい状態が続いている。今後は、国内民間需要は引き続き弱まっていくとみられるが、輸出・生産は下げ止まりから持ち直しに転じていき、公共投資も増加していくと予想される。このため、わが国の景気は、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まっていく可能性が高い。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して足もと低下しており、今後は、需給バランスの悪化も加わって、マイナスになっていくとみられる。」。前月からの変化点だけ申し上げると、現状判断（1行目）は前月まで「大幅に悪化している」ということだったが、「大幅に」を取って「悪化を続けている」ということである。先行きについては、前月までは「悪化を続ける」ということであったが、今回このパラグラフで言うと5行目の「このため」以下であるが、「わが国の景気は、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まっていく可能性が高い」と。これは文言としては展望レポートの文言そのままである。それから金融面（2行目）であるが、「ひとところに比べて逼迫感が後退」ということを書きつつ、基調判断としては「なお厳しい状態が続いている」ということで、厳しい状態が続くという判断は変えていないということである。それから4.、5. はやや長めの見通しとリスク要因であるが、基本的には前回の展望レポートを要約して転記している。読み上げる。「4. 2010年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待やインフレ予想が大きく変化しないもとで、2009年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直し、物価の下落幅も縮小していく姿が想定される。こうした動きが持続すれば、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみ

られる。もっとも、景気・物価の先行きは、海外経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存した展開を辿る可能性が高く、見通しを巡る不確実性は大きい。5. リスク要因をみると、景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕在化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。」。最後が政策運営である。これも展望レポートの表現と同じである。「6. 日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、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。

野田委員

基本的には、過去との連続性では、こういうことになるのだが、先程ちょっとコミュニケーション上の問題意識として申し上げたレベル感がどうしても。過去こういうのをずっと、その時点その時点で、方向性だけをコミュニケとして、こちらの方からしていくスタイルなので、ここで直ちに何か変えなくてはいけないかどうかは議論を要すると思うが、先程私が申し上げた点からすると、そここのところの言及が少しあっても良いのかなと思う。取り敢えず感想を言っておくが。

須田委員

私はこれで良いと思っているのであるが、今日のお話を聞いていると結構多くの方がインフレ懸念のことを述べられたから、そこがちょっと気になっているところである。

白川議長

今の点について、他の方はご意見はあるか。

西村副総裁

私はまだ第二の柱に入れるには少し早いかなという感じがして、入れるのは若干早い、議事要旨なり何なりのところで、ある程度はつきりさせておいた方が良くないかなという気はする。

須田委員

私もそちらの方が良いと思う。とにかく今日はこれで良いと思っているが、ただギャップを感じさせると嫌だなということがあったので。

西村副総裁

あと、それから一点は、前回新型インフルエンザのことを入れたが、確かに新型インフルエンザは若干影響が小さくなって来たというように聞くが、入れるべきか入れないべきかは非常に微妙なところなので、ちょっと皆さんのご意見をお聞きしたい。わざわざプレーアップしないという考え方もあるし、かなりはつきりしてきたので、逆に言えば。

白川議長

新型インフルエンザは、私の想像であるが記者会見で必ず質問があると思うので、その時に質問に答える形で話した方がバランスとしては良いかなと感じがする。あまり大騒ぎをしているような印象を与えて、結果として、経済活動を収縮させることについて、皆注意しようという感じがある。それは私共もシェアしている感覚だと思うので、そのような受動型で良いかと思っているが、如何か。それから、先程野田委員が最初におっしゃったレベル感がこの文章にはないことについて、これをどうするか。毎回毎回の決定会合はどうしてもインクリメンタルな形になってくる訳であるが、その点は前回展望レポートでも少し長めに丁寧に書いている。だから

こそ、須田委員が言われたように、日本銀行は不確実性を強調して、慎重にみているという受止め方をされている。今回も当然質問が出てくると思うが、その時はそういう感じで答えようかなと。例えば、典型的に出てくる質問として「今回、日本銀行は上振れをさせたのか」という質問があると思うが、先程の議論を踏まえて答えようかなと思う。そういう対応でいくが、皆さんの感じは如何か。

野田委員

どうしても、過去、景気が循環的に振れても、ある程度自律的に戻ってきていくというような、しかもその幅が然程大きくなかった。今回はやはり戦後最大というか、先程申し上げたように 1 年前の 90% の規模になっているところからすると、やはりやや非連続ではあるけれども、今後何か工夫をする余地はないのかということで、問題提起として申し上げたということなので、今日はこれで結構である。我々も白川議長も含めて、初めはコミュニケーションの中で、当然、この辺は丁寧に説明していくべき問題だろうと思っている。

白川議長

分かった。あと、私の方からもう一点。これは、こだわっているという訳ではなく、皆さんがどういうふうに受止めるかということなのだが、第 3 パラグラフの 2 行目で「金融環境をみると、ひとところに比べて逼迫感が後退しているものの、なお厳しい状態が続いている」というところである。最後の結論の「なお厳しい状態が続いている」ことについては、全く異論はないが、「ひとところに比べて逼迫感が後退している」というこの言葉の選択について、二つの意味で皆さんの感じをお聞きしたいと思っている。一つは、通常、この文章で金融環境というのは、ファイナンシャル・コンディションズということで、例えば、テイラー・ルールに即して、今の金利水準はどうかとか、というのも含めて広い意味でファイナンシャル・コンディションを言っている訳で、その評価をしている時によく使う言葉で

ある。

野田委員

オーバーオールな。

白川議長

オーバーオールな。それで、ここでいう「逼迫感が後退している」というのは、これは敢えて言えば、主語は企業金融に関する感覚が「逼迫感が後退」ということである。そういう意味で、後退しているといった時に、主語は金融環境で良いのかなということ。もし、ここを仮に企業金融環境とした場合でも、後退したのは「逼迫感」なのか。そうすると、直前まで逼迫していたのかと。確かに、逼迫はしたのだが、どちらかというのかなり防衛的に手許流動性を強めたのであり、それは逼迫感というよりかは緊張感に近いような感覚かなという感じもする。ナイーブなことなのだが、なかなか対案もないからこれでも良いのかなとも思うのだが。

野田委員

だから、敢えて言えば、金融環境のところに、企業金融がある種限定されるようなところで、企業金融をどこか入れていくという手はある。「企業金融について言えば」とかなんとか、レトリックはプロにお任せするが。

須田委員

逼迫感というところが良く分からなくて、少し気になったのだが。

雨宮企画局長

宜しいか。英語はほぼ固まっていて、テンションがイージングということだろうと思って、その場合「逼迫感」なのか「緊張感」なのかという選択肢はあろうかと思う。

野田委員

テンションだな。

雨宮企画局長

詳しく書こうと思うと、確かに金融環境のうち、要するにとりわけ企業金融を巡る、しかも市場調達である。専ら後退しているのは。そういうものの逼迫感は後退しているということなのであるが、そこまで丁寧に書くと長くなってしまいますので、例えば「緊張」という言葉を使うとどちらかと言うと、マーケット・オリエンテッドな感じは残るかもしれない。

白川議長

例えば「金融環境をみると、ひとところに比べて、企業金融の緊張感が後退しているものの」とか、そういうふうにするか。

雨宮企画局長

先程のご議論でも、企業金融はむしろ、ある種ちょっと和らいでいるけれども、緊張感が残っているよね、というご評価であるので。

白川議長

最後、そこは「なお厳しい状態が続いている」ということなので。私も強いこだわりがある訳ではないが。

水野委員

これは11月と12月に比べてということであるな、企業金融の話だけ。多少緩んできている、テンションが緩んできているという話である。でも全体感は厳しいと。

中村委員

12月まで遡ると3月とかは・・・。

水野委員

そうである。ただ半年前と比べて良いのかという話になってしまう。

中曽理事

ファイナンシャル・コンディションとかをみると、LIBOR-OISとかを含めてみると、これは逼迫感というか緊張感ということで全部総称できるような気がするが。

白川議長

そうすると、対案として、「ひとところに比べて逼迫感」を「ひとところに比べて緊張感」に変えるということ。

中村委員

その方が良いと思う。

水野委員

幅広いかな。

西村副総裁

緊張「感」というのはいるか。

白川議長

「感」がいらぬか。

西村副総裁

テンションが緩んでいるのだよな。

雨宮企画局長

フィーリング・オブ・テンションというかと。まあテンションの中に緊張と緊張の感覚が入っているのだと思うが。

白川議長

西村副総裁の言っている感覚も分かるのだが、ここでいう「緊張」というのは、センスという感じが何か入っているような言葉なので、そういう意味で「緊張感」の方が、この文脈の中では、なんとなく良いかなと思うのだが。強くこだわるものではないが。

水野委員

こういう時は英語でみた方が良い。英語では、テンションがイージングと書いているのか。それではそういう日本語にすれば良い。

雨宮企画局長

「緊張感が後退している」と。

野田委員

そうすると「後退」というのがやはり違和感があるかな。

白川議長

緊張感が「和らぐ」とか。

野田委員

やはり「和らぐ」とか「緩む」とか。イージングなので。「後退」というのはかなりネガティブなことであるよな、前に進まず後退するということなので。

白川議長

そもそもな。

野田委員

そもそもそうではないかと私は思っているが。

西村副総裁

そうするとやはり「緊張感」ではなくて「緊張が和らいでいる」と。

白川議長

その場合はそうだな。

野田委員

「やや」だな。

西村副総裁

「やや和らぐ」。

水野委員

「幾分」かな。

野田委員

緩々になっている訳ではないが。

雨宮企画局長

当初この述語も三つ位選択肢があって、「和らぐ」、「薄らぐ」、「後退する」と。「和らぐ」、「薄らぐ」という傾向だとむしろご懸念したように、なんとなく…。

野田委員

緩々になっている感じがする。

雨宮企画局長

「後退」の方が、非常に強かったものがちょっと良くなっただけだよねという感じかなと思って「後退」にしたのだが。

亀崎委員

なお厳しい状態が続いている訳だから、和らいでいない。だから後退しているのだな。

雨宮企画局長

「和らぐ」、「薄らぐ」というとなんとなく大分良くなったねという感じが逆に出てしまわないかという感じもして。

白川議長

それでは、ここは「ひとこほに比べて緊張感が」ということで、「逼迫」を「緊張」と、それからあと「感」が生けると。他に、この文面について、ご意見はないか。それでは、これで文面が固まった。それでは、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、政府出席者の方々のご退席頂きたい。

[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

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

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。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VII. 議事要旨（4月30日開催分）の承認

白川議長

次に、4月30日開催の決定会合の議事要旨の承認である。配付済みの議事要旨について異議はないか。それでは、採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

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 27 日水曜日の 8 時 50 分に对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終了した。次回は、6 月 15 日、16 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

申し上げる。解禁時刻 12 時 33 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 33 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 28 分閉会)

以 上