

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年6月15日（14:00～16:54）

6月16日（9:00～12:29）

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（15日）

竹下 亘 財務副大臣（16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
企画局企画役	加藤 毅
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	関根敏隆
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	奥野聡雄
企画局企画役	服部良太

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部からの報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営等に関する討議、政府出席者からのご発言、議案取り纏めと採決、5 月 21 日、22 日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に 2009 年 7 月～2010 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、川北力大臣官房総括審議官、内閣府からは、藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。本日、原則として中休みは取らずに——前半部分の時間が余程長くなった場合は別であるが——、通しでいこうと思っている。

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

それでは、お願いする。

外山金融市場局長

それでは、本日お手許にお配りした資料－1、2（追加）に沿って、ご説明申し上げていく。まず、図表 1－1 をご覧頂きたい。無担保コールレート（オーバーナイト物）のレートであるが、誘導目標水準近傍で推移した。

準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は、前回決定会合後は、台
で推移した。6月初めに税揚げがあったが、その影響も限定的で4月積み
期に比べて、供給額は1兆円程減額しているが、市場は落ち着いて推移し
た。図表 1-2、日銀当座預金の保有状況であるが、依然として、地銀、
地銀Ⅱ、外銀等を中心に超過準備額が保有されている。しかし、その額は
4月積み期に比べると、やや減少している。一方、都銀は、税揚げ等で預
貸バランスを見通しがたかった時期であったにもかかわらず、全体として
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。本日、積みの
最終日であるが、落ち着いて推移している。図表 1-3、短期金利の推移
をご覧頂くと、2009年1月積み期以降の短期金利であるが、薄いグレー
の線で表わしたレポ・レートは、本行が国債買現先オペを機動的に実行し
ているほか、都銀が比較的安定的にレポ市場に対し資金を放出したことか
ら、0.1%台前半の水準で推移している。図表 1-4、1-5、無担コール
市場残高の推移をご覧頂くと、まず、図表 1-4 で示した5月の無担コー
ル市場全体の規模は5兆円台半ばと、4月とほぼ同水準となった。これま
で、ずっと下がってきていた訳であるが、本行が資金供給量をやや絞った
こともあって、コール市場の取引額は下げ止まっている。図表 1-5 の翌
日物市場については、1兆円台の半ばで推移をしていて、これもやや下げ
止まった感じになっている。

図表 1-6 のオペの実施状況であるが、引き続き資金の偏在に配慮しつ
つ、潤沢な資金を供給し、市場の安定を図っている。企業金融支援目的の
オペも着実に積み重ねている。同時に市場が一頃に比べると、落ち着き
を取り戻しつつあることから、市場機能の回復を促すことにも意を用いた調
節を実施している。季節的には、目先6月後半に大幅な資金余剰が見込ま
れ、短期オペ残高を一時的に調整する必要があることもあって、6月以降、
共通担保オペを少しずつ間引いているほか、国庫短期証券買入も減額して
いる。なお、3か月物の共通担保オペは、最長9月9日エンドのものまで
オファーしているが、このところ落札レートは、0.16%まで低下している。
CPの買現先オペであるが、毎週2回、1回当たり4,000億円をオファー

している。このところ、応札倍率は持ち直している。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物と1週間物で、連日3~3.5兆円の供給を実施している。国庫短期証券買入オペについては、3月19日以降、1回当たり5,000億円のオファーをしてきたが、先程申し上げたとおり、6月4日以降は、これを4,000億円に減額してオファーしている。CP等買入オペについては、前回決定会合以降、3回実施したが、いずれも大幅な札割れとなり、6月5日実施分については、応札がついにゼロとなった。また、12日実施分についても、応札額が100億円と極めて低調であった。これは、市場での発行環境がさらに改善して、本行に持ち込む妙味のあるCPが業者の手許から一時的になくなったためとみられている。社債買入オペについては、前回決定会合以降1回実施したが、1,500億円のオファーに対し、落札額は382億円と、今回も大幅な札割れとなった。国債買入オペについては、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。また、米ドル資金供給オペについては、6月2日にオファーしたが、86億ドルの期落ちに対し41億ドルの減額ロール・オーバーとなった。為替スワップ市場での円投やMMF向けのNCDの発行によって、邦銀が市場調達を難なくできるようになってきたということが背景にある。企業金融支援特別オペであるが、本日を含めて前回決定会合以降、4回オファーした。この間、期落ちを上回るロール・オーバーとなって、本日分を含めると、オペ残高は7.6兆円と既往ピークとなる。図表1-8は、本行受入担保残高の推移(5月末)であるが、共通担保の受入額は105.5兆円となっている。また、うち民間債務分が10.8兆円になっている。その表の下にカッコ付きで、色々内訳を示しているものがあるが、地方公共団体向け証書貸付債権というのがあって——4月の決定会合で適格として頂いたが——、これは4月、5月の実績はゼロであるが、ここにきて実際に審査に持ち込まれるものが出た。

続いて、図表2-1以降、マーケットの状況についてご説明申し上げます。まず、図表2-1で短期金利の推移であるが、前回決定会合以降、(1)をご覧頂くと、ユーロ円と短国のレートがそれぞれ大幅に低下している。ユー

ロ円レートについては、3 か月物で 0.35% から 0.23% へと低下している。短国についても 0.195% から 0.175% へと低下している。(2) の T I B O R の 3 か月物のレートについては、徐々に下がってきているが、下がるテンポがやや緩慢になってきている。一頃、L I B O R とのスプレッドも縮まっていたのだが、ここにきてまた少しずつ拡大してきている。図表 2-2 であるが、(1) の T I B O R - O I S スプレッドで、スポット物をご覧頂くと、これまで 2 か月先スタート、あるいは 1 か月先スタートのところでも、6 月末を越えるところではレートが飛び上がる傾向があったが、スポット物については 6 月末のプレミアムがほとんど付かなかった。6 月末は既に大きなイベントではないというようにマーケットではみられている。

(2) の C P 発行レートであるが、格付けの低いものについては、まだ水準的にはふらふらと高いところを上下しているが、格付けが高いものについては、ご覧頂くように、前回決定会合以降もさらにレートが低下してきている。a - 1 + 格については、T ビルとの逆転が言われていたが、ほぼ全てのものが T ビルよりも低いレートで発行できるようになってきている。図表 2-3、L I B O R - O I S のスプレッドであるが、これは前回決定会合の前にかけて特にドルが大きく低下してきたが、その地合いを引き継いでゆるゆると下がってきている。中銀が潤沢に資金供給していること、ストレス・テストを無事に通過したということ、金融機関間のカウンターパーティ・リスクが軽減されてきているということ、また、企業の資金需要が極めて弱いということで、レートが下がりやすくなっているとみられる。(2) のドル転コスト対ドル L I B O R スプレッドの推移であるが、以前からその傾向はあったが、ここにきてやや円転地合いが強まっている。これは、ドル等と比べて、やはり円の余剰感がここにきて強まっているということで、これが円転地合いを作り、外銀が円を調達しやすい環境になっている。これが先程申し上げたように、当座預金へそのまま積み上がっているといったようなこと背景にもなっている。図表 2-4、(2) のユーロ円金利先物であるが、前回と比べて、さらにフラット化しているのがみて取れる。現在、9 月限が中心限月ではあるが、来年の 3~6 月に

かけての取引がかなり積み上がってきている状況である。次に図表 2-5 以降、長期金利の推移である。(2) でご覧頂くと、この間、米国の長期金利が大幅に上昇していて、ヨーロッパの金利もこれにつられた形で大きく上昇している。日本の太線については、上昇はしているが、米欧に比べると、そのテンポは鈍い。米国の長期金利の上昇の背景であるが、基本的には、雇用統計等で示されているように景況感が改善してきたこと、さらに需給懸念が意識されるようになり、入札がこのところ立て込んだということもあって、入札の度にその結果が意識されるようになってきている。あるいは、海外の投資家（ソブリン投資家等）の発言にも、反応するようになってきている。さらに、金利が上昇した過程では、MBS の金利が大きく上昇して、これが国債のヘッジ売りを誘発したといったことも長期金利の上昇に繋がってきている。図表 2-6 にイールド・カーブが出ているが——今回から実はフォワード・レートを下としたのだが——、フォワード・レートに分解すると、日本の長期金利の上昇については、特に中期ゾーン（4～6 年位のゾーン）のところが上昇していることが分かる。逆に言うと、足許のところは、金融政策の予想が変わらないということアンカーになっているほか、長期のところ（10 年辺りのところ）についても、長期インフレ率が、ほぼ変わらずにアンカーとして機能している。その間のところが上がってきているという姿になっている。市場参加者が注目する債券利回りの変動要因であるが、ここにきてやはり海外金利要因が相対的に大きくなってきていることが示されている。この間、インプライド・ボラティリティについては、日本は、引き続き、ゆるゆると低下しているが、米国が大きく上昇してきているので、この差が目立つようになってきている。この間、投資家の投資姿勢であるが、都銀は相変わらず様子見の姿勢ということである。ただし、7 月に実際に増発される時に、金利が上昇するだろうという見方が少しずつ後退しつつある。これは企業の資金需要が弱いということと、それから米国金利が大きく上昇した時にそれ程はつられなかったということを見て、金利の上昇に限られているという見方が少しずつ出始めているということである。一方、地

銀とか、年金等は、コンスタントに買い場を求めて長期国債を買ってきている。こういったところが、レート的大幅な上昇を抑えているということだろう。図表 2-8、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移であるが、格付けの低いところはほとんど変わっていないが、格付けの高いところはさらにタイト化してきている。発行市場でも、特に 5 月の連休明け位からであるが、ラッシュと言えるような様相を呈している。格付けの低いところについて、(3) の米、欧、日を比べてみると、米国、欧州の方で格付けの低いところも少しずつ下がってきていたというのに比べると、日本の方がなかなか改善をしないのが目立つような展開になっている。図表 2-9、CDS のプレミアムであるが、日本のインデックスが大きく低下してきて、150bp 前後まできている。これまでノンバンク等を中心に上昇していたが、こういった銘柄がそのまま下落するような形で、全体としても低下をしてきたということであって、この位のレベルになると、銀行筋等で実需からヘッジ買いを検討したいといった先も出始めている。今回、クレジット市場の流動性という図を新たに付けさせて頂いている。(1) が社債価格の標準偏差、(2) が CDS インデックスのビッド・アスクスプレッドであるが——いずれも市場流動性を示す指標である——、先程、申し上げたように米欧と比べて、やはり社債市場における格付けの低いものの流動性の低さが日本の場合目立ち、なかなかスプレッドの低下に繋がらないというのが、こういったところからも見受けられる。

図表 2-10、株式市場である。(2) の米国株価については、一旦大きく上昇した後、横這いといった展開であるが、(1) の日本の株価については、前回会合以降、ほぼ一本調子で上がってきており、日経平均で 1 万円を回復した水準にある。図表 2-11 の主体別売買動向をご覧頂くと、個人のところが買い越しになっている訳ではないが、マーケットで言われているところでは、個人が新興市場等で個別銘柄を物色しているとか、あるいは基本的には、短期売買だそうだが、かなりの商いをし始めているといったことに他の投資家も反応しつつあるといったことが聞かれている。一方、外国人は、このところ再び少しずつ買い越しに転じてきている。

為替相場の動向であるが、図表 2-12 の (2)、ユーロ、ドル、円の 3 通貨について、名目実効為替レートをご覧頂くと、特に太い円のところが一方的に下がってきている。ユーロは、全体として上がってきている。一方で、ドルが一旦売られたが、このところ少し上昇する局面もあるといったことである。リスク・アペタイトの回復ということで、ドルと円が下落しやすい展開であったが、雇用統計の発表を機に、金利差が拡大したということで、金利差を意識した動きの中で、米ドルが上昇してきたといった動きがこの間はみられた。図表 2-13、通貨オプション、先物市場については、大きな動きになっていないので、割愛させて頂く。図表 2-14 であるが、クロス円相場については、ドルと円以外の通貨がほとんど買われるといった展開の中で、特に資源国通貨とか、高金利通貨の上昇幅が大きくなってきている。図表 2-15 をご覧頂いても、特にエマージングのアジア、ラ米といったところが大きく買われているほか、コモディティ、特に原油が大きく上がってきている。

図表 2-16、最後であるが、今回、内外金融市場の局面比較ということで、一番左の日付がパリバ・ショックの前日である。それから、真ん中がリーマン・ブラザーズ破綻の前日で、それと直近との差を幾つかの指標について、ご覧を頂いている。右の隅に直近とパリバ・ショック前、それから直近とリーマン破綻前をそれぞれ比較したものがあって、シャドーを塗ったところが、パリバ・ショックないし、リーマン破綻時よりも良くなっているところを表わしている。ご覧頂くと、LIBOR-OIS スプレッド、あるいは CP-OIS スプレッド、アジア株等、幾つかの指標がリーマン破綻前の水準に復している。ただ、捗々しい好転がみられていない指標も一方である。改善しているものの中では、やはり中央銀行が直接そのマーケットに働き掛けてきたという領域が目立つ。また、その他の領域についても、リスク・アペタイトが押し並べて上昇してきたという訳ではなく、やはり投資先の潜在的な成長力や目にみえたリスクがあるかないかといったようなことによって、差別化を伴いながらの回復ということが窺われる。また、実際の取引という意味での市場流動性はなお低く、裁定活

動も不活発なため、市場分断や市場の歪みも大きく是正されている訳ではないということもみて取れる。従って、全体としてみると、マーケットは落ち着いてきてはいるが、市場機能という面ではまだ不完全な面も残っているということだと思う。こうした状況を踏まえて、金融市場調節においては、引き続き、市場の安定を図るよう資金を潤沢に供給し、企業金融支援特別オペを着実に実行している。ただ一方で、市場機能の自律的な回復を促すよう、めりはりを付けた調節にもこのところ努めている。私の方からは以上である。

白川議長

ご質問があれば、どうぞお願いします。

中村委員

先程の図表 2-2 のCPの発行レートなのだが、 $a-1+$ 格だけでなく $a-1$ フラット格も短期レートを下回っているのか。

外山金融市場局長

然り。というものも出てきている。

中村委員

全ての銘柄ではなく、ものによってはということか。

外山金融市場局長

全部ではない。

中村委員

そうか。

西村副総裁

同じ図なのだが——非常にストーリーテリングではあるのだが——、要するに、リーマンの以前というのは、 $a-1$ 格が $a-1+$ 格の——少しみていると、ちょうどエンベロープと言うか——上限の部分を行っているようにみえて、そして、その上に T I B O R があるという形になっていた。それが昨今は、T I B O R と $a-1$ 格はその時期に近いようにみえるのだが、結局、 $a-1$ 格と $a-1+$ 格との間に大きな差があるようにみえてしまう。T I B O R と $a-1$ 格との間、若しくは T I B O R と $a-1+$ 格との間に関して、何か裁定関係のようなものがあると考えて良いか。これからみると、T I B O R と $a-1$ 格とは何かありそうな気がして。それに対して、 $a-1$ 格と $a-1+$ 格との間にはかなり大きな差があるようにみえる。これは、回答を聞いている訳ではなく、指摘や考えがあれば教えて頂きたい。

外山金融市場局長

C P レートも含めて——勿論、T ビルレートもそうなのだが——、そういった市場の実勢を眺めて、基本的には銀行間の市場金利がその裁定の中で決まってくる。それと照らし合わせて、T I B O R をそれぞれのレファレンス・バンクが出していくということになるが、むしろ足許では、T I B O R がじりじりと下がっているが、

もあって、このところ少し低下が止まってきている。西村副総裁がおっしゃった観察と少し裏腹なことを申し上げるようで恐縮であるが、逆に T I B O R と $a-1$ 格との差が付いてきているというのが足許の感想である。

西村副総裁

T I B O R と……。

外山金融市場局長

$a-1$ 格との間が少し開きつつある。市場実勢のレートは、C P レート

に限らず、色々なものが下がってきているが、T I B O Rがむしろ下がってきていない。下げ渋っていることから、その差が開いているというのが実勢ではないかと。

須田委員

先程、T I B O RとL I B O Rの間も少し拡大気味だとおっしゃったが、その理由はどういうふうに。

外山金融市場局長

長期的にみると、そこは裁定されてくる筋合いにあるが、T I B O RとL I B O Rのレファレンス・バンクの構成比——つまり、T I B O Rの方が日本の銀行が多いということ——、それからT I B O Rが日本国内における貸出レートの基準値になっているということがあって、本来であれば、

を意識しながら、T I B O Rをそれぞれ出していくということがある。その辺で、なお先行きの不確実性を睨みながら、少し下げ渋っているということではないかと思う。

須田委員

拡大気味とおっしゃった理由は…。

外山金融市場局長

T I B O Rが少し…。

須田委員

だから、今おっしゃった理由の中で、拡大原因に繋がる部分は…。

外山金融市場局長

ということで、市場実勢に比

べてT I B O R そのものが下がってきていない。

須田委員

企業金融支援特別オペの残高が既往ピークになった。これが他のオペに比べて非常に活発に利用される理由はどう評価されているか。

外山金融市場局長

テクニカルには、3月に企業金融支援特別オペの期限を延ばしたので、前回決定会合から今回に至るまでの期落ちがそれ程なかったということがある。であるから、期落ちがあまりなかったにもかかわらず、コンスタントにオペだけが続けてきたということで、残高が積み上がりやすいということがあった。本日実行したオペについても、おっしゃるように、期落ちが5,000億円台であったが、7,000億円強入った。やはり低いレートで確実に取っていけるので、担保繰りの許す範囲内で、極力応札をしていくというスタンスが現われていると思う。ただ、応札額については、理論的に実行可能な応札に比べるとやや控えめな、つまり、民間債務として本行が受入れているオペの額（余裕額）に比べると、控えめな数字になっている。これは、先々、期間中に担保を差し替えなければいけなくなるといったようなリスクをある程度みて、安全なところで運転をしているということではないかとみている。

亀崎委員

日本の長短クレジット市場に改善がみえる。特に、高格付けの。これは、やはり本行がC P や社債を買い入れている、あるいは今の企業金融支援特別オペを積極的にやっている、こういったものが背景にあって、こういう改善があるということで市場機能が本行依存から脱したことを意味する訳ではないというように理解しているが、そのとおりか。

外山金融市場局長

そうである。こういった企業金融支援を目的としたオペが、亀崎委員がおっしゃるように、大きな役割を果たしているということだと思う。それとともに資金を潤沢に供給していることも市場の安定に寄与しているということであるから、これだけかということではないとは思いますが、大きな寄与を占めているということになるとは思う。

中曾理事

先程の図表 2-2 の CP のレートとの関係でみると、今、起きていることは、TIBOR との関係と言うよりは、むしろ CP レートが在庫ファイナンスのコストに段々鞘寄せされているということだと思う。CP 現先レートは、今 0.11% 位であるから、政策金利の 0.1% に大体等しい。企業金融支援特別オペは 0.1% で、在庫ファイナンスを賄っているのだから、段々そこに a-1+格が鞘寄せされているというのが、現状に近いのではないかと思う。0.1% というのは大変低い在庫ファイナンスコストであって、これが亀崎委員がおっしゃったように、ある意味で市場機能を阻害したような部分もあるという議論に繋がっていると思う。ただ、これがなかった場合は、やはり今の企業金融の実情をみていると、先程説明があったが、まだまだ不安定なところが残っているので、バックストップの部分の抜いてしまうと、やはりレートが跳ねてしまうという影響があるのではないかと思っている。現に、CP 買切オペは使われていないが、やはりバックストップとしてそれがあること自体が安心材料というような声を聞くから、やはり使われていなくても、使われていても、市場機能を補完しているという部分がおおあるのではないかというように思っている。

西村副総裁

先程の TIBOR の説明は、私もそうだと思う。もしそれが本当だとすると、やはりそれは になっている、ある程度 のようなもので持っていて、

、というように考えざるを得ないと思うのだが、その辺についてはどうか。

外山金融市場局長

になっていると言えるかどうか分からないが、一頃と比べて、特に大企業とのスプレッド交渉等で、
が思うようにいかなくなってきたという声は聞こえる。であるから、資金がだぶついて、あるいは企業の資金需要が非常に弱いという中ではあるが、だからこそ

このような戦略を採っているということかなと思う。

西村副総裁

少し言い方を変えると、
のではないかという、ある種の疑念みたいなものがアネクであり
まりそうではないという話を聞くと……。

外山金融市場局長

そこも、レファレンス・バンクによって、かなり考え方が違う訳である。
レファレンス・バンクによる開きは相当大きくなっていて、

なか
なか一様ではない。後者の比重が大きければ大きい程、西村副総裁がおっ
しゃったような
が強く出るということ
だろう。

野田委員

企業が資金を一番取りたかった昨年の後半、年末近く、つまり秋口から
年末と、それから年初、この頃も、T I B O Rが案外下がりにくかった。

だから、我々もTIBORを意識した政策を議論した。あの頃の状態と今の資金需要の状態を比べて、TIBORの下がり具合を整理すると、どうなるのか。今のご説明の中で感じたのは、資金需要そのものとTIBORは、なかなかコンシステントでないような気もしないではない。

外山金融市場局長

TIBORは今、 した話を中心に申し上げたが、基本的には、金融機関間の取引であるので、金融機関間のカウンターパーティ・リスク、あるいはいざという時にきちんと手当てできるかという流動性リスクという二つのものがあって、そういった基本的なところについて、昨年の後半は非常に厳しかったということが、勿論、企業もそうであったがまずはあった。足許は、そういったことについてはかなりの改善をみているが、しかし、企業のところがあるので、なかなか下がりにくいということが残っているのだと思う。

水野委員

最近、CP市場で、信託が買い手として出てくる。あれも、やはり、企業向けの資金需要がなくなってきたことを受けた余資運用とみて良いか。

外山金融市場局長

然り。

中村委員

先程、短期の市場がかなり改善しているということだったが、一方で、説明にあったように、市場は神経質な動きとなっており、まだ正常化には程遠いということなのだが、その要因は何か。経済全般が不安定だから止むを得ないのだろうが、逆に言えば、何が改善する必要があるのか。

外山金融市場局長

一つには、やはり1か月、あるいは3か月を越えるような無担のクレジット・リスクは、金融機関間、あるいは対企業でもまだ取りたくない。勿論、優良企業等については、安心して取りにいけるということで、そのところに集中してお金が出ているけれども、一般的にそこが大きく改善したということになっていないというのが、一番残っているところではないかと思う。

須田委員

最後の図表2-16、これをどうみるかについて。事実としては分かるのだが、やはり、例えば、リスク・アペタイトの問題とか、あるいは先行きの不確実性の問題とか、リスク・プレミアムに影響を与えているものは、市場そのものが持っている機能とは別の要因ということがある訳で、そういうようなものも含めてみていかなければならない。特に、私が意識しているのは、不確実性が凄く高いと、ある程度、スプレッドが広がっても当たり前ではないかと。マーケットが機能していても、そうなっても仕方ないという部分はあると思うが、その辺をどう評価すれば良いのか、これをみながら気になったのだが如何か。

外山金融市場局長

それをマーケットの中の事象とみるか、外の事象とみるかは、なかなか難しいと思うが、やはり、これだけの経験をした後であるので、それが一つトラウマとなって、全般的には、回復している面もあるのだが、しかし最後の最後、そこを信じ切って自らのポジションを造成していくといった積極的なアクションには、なお繋がっていないといったような、リスク・アペタイトがいわば何というか、瀬踏みしながら少しずつ前に出てきたという程度の回復状況というのが、色々なところに現われているのではないかと思う。選択的な、ということだと思う。

水野委員

日本はクレジット市場が相対的に小さいので何とも言い難いが、欧米などをみていると、やはり中央銀行が民間金融機関の代替を果たしていて、中央銀行がないと、まだ取引が相当不安定化するという状況は変わっていないのではないかというような感じがしている。それが先程外山金融市場局長がおっしゃったように、長いところのターム物取引を無担でやるのかと言うと、しない。それから、中央銀行のバックストップがなくなったら、レートが相当ボラタイルになるという意味では、中央銀行による流動性供給があるから、一定の値段で取引されているという話なので、これで全て万歳という訳にはいかない。裏を返せば、資本不足の問題であったり、金融機関の収益の部分の問題であったりするということを考えると、投資家のリスク・アペタイトもあるが、民間金融機関の信用創造能力というのが、まだまだ回復途上かなというふうに理解している。

中曾理事

確かに、この表からみて取れるのは、先程の外山金融市場局長の説明にもあったように、一応、中央銀行がインターベンションをやっている周辺の市場では改善が大きくなっている。それから遠いところは、相対的にプレミアムが開いたままである。これもターム・プレミアム、クレジット・プレミアム、そういうのがあって、当然という部分もあるのだが。であるから、こういった指標以外に、例えば、市場流動性の状態なども合わせてみていく必要があると思っている。そうしてみると、やはり市場流動性は回復途上にあるけれど、恐らくまだ十分には回復していないのではないかと思っている。だから、総合的にみていく必要があるのだと思う。それからリスク・アペタイトは、今、足許回復しているというように一般的に言われているが、これも良くみていく必要があると思う。端的に言えば、社債市場などでかなり沢山の社債が出ている、あるいは国債が多少売られている。これには、これまでのフライト・トゥ・クオリティの巻き戻しみたいなものも出ているところがあるし、社債などについては、今、一時的

に環境が良いということを先取りしたような形で、むしろ仮需的に調達をしているというところもあると思う。いずれにしても、もう少し長い目でみていく必要があると思っている。色々我々がみているところからすると、いずれにしても十分にまだ安定性が回復した状態ではないのではないか。それから、TLなのだが、みていると、TIBORの要因もあると思うし、一方で、LIBORが下がっているということもあると思う。つまり、先程の説明にもあったように、円転コストとユーロ円LIBORの方は裁定が働く。円転コストは、相当今低い状態にある。それにつられてユーロ円のLIBORがかなり下がって、TIBORもある程度下がっているのだが、LIBORの低下がより大きいという面もあるのではないかと思う。

野田委員

とにかく、TIBORというのは、特殊性が高いと思わざるを得ない。

中曽理事

そうである。そういう部分もある。

野田委員

かなり強くそこは、そういうふうにみないといけない。そうして図表2-2の(2)の表などをみていると、やはり結構そうは言っても、一時、下がらない、下がらないと言っていた年末から年初にかけては、やはりはっきりとした形で……。

中曽理事

そこは下がっていると思う。

野田委員

リーマンの前もこういう高い状態がずっと続いていた訳であるから、T

IBORについては、そういう見方をした方が良いのかもしれないと思う。

白川議長

図表2-16の見方について、ファクトとして確認していくことが大事だと思うのだが、これは答えのなかなかない質問であることは十分承知のうえであるが、リーマン直前というのは、一つのベンチマークになっていて、ここの比較は割合はつきりする。しかし、パリバ・ショック直前というのが、どの程度ベンチマーク性を持つのか。多くの人が言っているように、危機の前というのは、サーチ・フォア・イールドがずっと極限までいった訳であるから、そこの状況に戻るのが正常という訳では多分ないと思う。ただ一方で、何かと比較しないといけない時に、こうした金利格差とか、あるいは金利の水準、それから先程少し言及されたように、数量化は難しいけれども市場流動性の回復の状況とか、幾つかのことを加えるのだろうが、その点について何か感じることはあるか。

外山金融市場局長

本当に難しいご質問だと思う。明確な解を持っている訳ではないが、恐らくは、パリバ・ショックとリーマン破綻の前の中間のレベルに、正常値というものがあるのだとすれば、そこにあるのだろうとは思う。あまりにもリーマン後のショックが大きかっただけに、取り敢えずは、そこに戻ろうということで、これまでみてきた訳であるが、ある程度のものがそこに戻ってきた段階で、ではこの先どこまでいけば良いのかというご質問をもたれるのは、大変自然なことだと思う訳であるが…、なかなか他の要件も色々違う中での話であるので…。

水野委員

短期金利が違う。それと、流動性の供給量も全然違う。今の方が遥かに潤沢であるから。

外山金融市場局長

レベルというよりも、やはり市場の安定とか、流動性とか、そういったもので判断をしていくということなのかなと思う。

水野委員

市場の中にいないと、流動性は分からない。

外山金融市場局長

そうである。難しいが。

中曽理事

難しいが、各国中銀も同じ問題意識を持っている。恐らく、要するにどういう状態をノーマルとみるかというのが、大変難しくなっている。それが、パリバの前かというのと、多分そうではない、あそこに戻ることを想定しない方が良いのではないかというのが、一般的に共有されている考え方である。リーマンの前は、ではどういう状態であったかと言うと、少し遡って思い出して頂くと、一方的にパリバからリーマンまで悪くなっていた訳ではない。若干小康状態のような局面があったというように思う。だから、そういうことを前提に、割と今、リーマン以前のことを比較するようなことも多い気がする。ただ、小康状態とは言え、パリバの時から比べれば、かなり緊張度は進んでいた状態にあるから、やはりどこか中間ではないかという意味では、大変難しい。何が正常かは、これから考えていく必要がある。

須田委員

私も、この図表が描かれてあるので、正常値がそのどこかにあるのだなと思ったが。ただ、先程言いたかったのは、スプレッドをみてここまで来たからオクケーというほど単純ではない、ということ。

白川議長

あともう一点、全然別件であるが、企業金融支援特別オペについてである。新規の信用判定の依頼などをみていると、今はもうなくなってきている。残高的には、若干期落ちの関係で増減はあるだろうが、当面この水準近辺で推移しそうという感じなのか。

外山金融市場局長

実は、地銀の一部等からは、担保の余裕がかなりあるということで、案件を取り下げてくるといった動き……。

白川議長

取り下げてくる……。

外山金融市場局長

ということもある。ただ、それを他の金融機関が使っている時には、そちらの方にスイッチしたりということをやったり、今日にみえて適格担保が落ちているということではないのだが、そういう動きも限界的に出始めているので、これからどんどん積み上がってくるということではないかもしれない。

白川議長

分かった。

野田委員

取り下げているというのは、どういうことか。

外山金融市場局長

この企業の債務を適格化して欲しいというように金融機関が持ち込んでくる訳である。それに従って審査をして、適格にしている訳であるが、

もういらないから結構だと、こういう…。

野田委員

散見されるという感じか。

外山金融市場局長

ぽつぽつと。

野田委員

少し理解しにくい。

白川議長

他にないか。宜しいか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

では、次に、海外経済情勢について、報告をお願いします。

沼波国際局長

本日お配りした図表をご覧ください。まず、図表 1-1 である。米国の景気判断は、前回の「大幅な悪化を続けている」から、「悪化を続けているが悪化のテンポは和らいでいる」と若干上方に修正した。背景は、以下の三つである。一つ目は、図表 1-1 の消費者コンフィデンスが、ここにきて、改善していることである。特に (1) のグラフの太線の 5 月のコンファレンス・ボード指数は、4 月の 40.8 から 5 月 54.9 と、大幅に改善しているし、先週末に出たミシガンの 6 月のコンフィデンス指数も僅かながら改善を続けている。コンファレンス・ボード指数の内訳を (2)、(3) のグラフでみると、特に (3) の将来に対する期待を示す指数、その中でも雇用とビジネス・コンディション、この二つの期待指数が大きく上昇している

のが目立つ。次の図表 1-2 は、長期時系列でコンファレンス・ボード指数をみているが、長い時系列でみると、特に (5) で、今説明した期待指数が、過去の景気後退局面の末期に大きく上昇するという傾向が一般的にみて取れる点は、一つ注目に値すると思っている。図表 2 でこうした消費者コンフィデンスの回復は、消費者の購買意欲調査にも現われている。ミシガン大学のコンフィデンス指数の内訳である買い時判断指数を (1) のグラフでみると、このところ、住宅、自動車、その他耐久財のいずれについても総じて上昇傾向にある。その背景としては、特に (2) のグラフにあるように、高金利、あるいはクレジットがタイトといった金融環境が消費者の購入意欲を削ぐ度合いが徐々に低下してきているということが挙げられると思う。次の図表 3 をみて頂くと、こうしたクレジット環境の改善には、F e d の T A L F 導入の公表以降、クレジットローン、自動車ローンなどの消費者ローンに関わる A B S の発行環境が着実に改善しているということが大きく寄与していると思う。因みに、(1) の米国の A B S の発行状況であるが、3 月以降発行額の増加傾向は明確である。6 月をみると (棒グラフの一番右であるが)、まだ 6 月 12 日までの段階で、既に 5 月の 1 か月間の発行額を上回っている。米国の景気判断の上方修正の二つ目の理由は、新規受注増加のもとでの在庫調整の進捗である。図表 4 (1) の 5 月の製造業 I S M 指数は、これで 5 か月連続の上昇となった。内訳では、特に (2) のグラフにあるように、新規受注が 2007 年 11 月以来初めて改善・悪化の分岐点である 50 を上回ったという点が注目される。この間、在庫調整も進捗しており、(参考) のグラフをみると、まだ 4 月までしか出ていないが昨年後半以降、急激に上昇した製造業在庫率は、ここにきて横這いに転じている。景況判断変更の三つ目の理由は、雇用者数の減少幅に縮小の兆しがみえることである。図表 5 (1) のグラフで民間部門の非農業部門雇用者数をみると、5 月は、これで 4 か月連続で減少幅が縮小しているし、特に 5 月の減少幅は、前月比で -33.8 万人ということで、4 月の同 -59.6 万人から大きく減少幅が縮小しているという点が注目される。(2) のグラフであるが、週間の

新規失業保険申請件数もこのところ高水準ながらも増加が止まっている。もともと、(3)のグラフをみると、失業率が大幅に上昇し、5月は、9.4%ということで、1983年8月の9.5%以来の高水準であるし、同じグラフの時間当たり賃金の伸びは、これで5か月連続で低下、(4)の週間平均総労働時間も減少が続くということであるので、雇用関連統計全部をみてもまだなおミックスドであると思う。なお、GM、クライスラー破綻の雇用面の影響を公表資料から試算すると2009～2011年までの3年間で、本体とディーラー全体で、雇用者減が22万人弱ということで、5月時点の雇用者数全体に対する割合で言うと0.2%弱。一定の仮定をおいて、部品メーカーへも波及するということを考えても、35万人弱の雇用減、雇用者数に対する割合で言うと0.3%弱ということであるので、直接的な雇用面の影響という点では、限定的なものと言えると思っている。図表6をご覧頂きたい。次に、住宅市場の状況であるが、ほとんど変化はない。住宅販売は、(1)のグラフにあるように、新築、中古とも本年入り後は、下げ止まり、横這いに転じているが、(2)と(3)にあるように、在庫率は、いずれも高水準のままである。特に、(3)の中古住宅については、差し押さえ物件の流入から、新築が在庫の水準自体は着実に減っているのに比べて、中古の場合は、在庫の水準自体もほとんど減っていないという点が、引き続き住宅市場にとっては懸念材料である。図表7であるが、住宅についてのもう一つの懸念材料は、ご承知のとおり、国債の金利上昇を受けて、モーゲージ金利がこのところ急上昇に転じていることである。直近のレベルは、そこにあるように5.6%ということで、FedのMBS買入れ実施後のボトムが4.6～4.7%であったので、約1%ポイントもモーゲージ金利が上昇している。これを受けて、下のグラフにあるようにモーゲージの申請件数は、リファイナンスは大きく減少し、新規購入も低調という状況になっている。図表8、米国の主要経済指標であるが、5.小売売上高をみると、前月比で3月が-0.9%、4月が-0.1%、5月は横這いということで、減少幅が縮小している。6.自動車販売もこのところ超低水準ではあるが、1,000万台近辺のレベル

で下げ止まっている。もともと、4月から個人所得減税が始まり、5月も社会保障費の一時払いから、可処分所得はいずれも前月比増加しているので、その点を考えると、消費者の購買態度はなお慎重という評価になるだろう。今後については、先程触れたような消費者コンフィデンスの回復が、個人消費の持ち直しに今後どの程度繋がっていくのかが一つの大きなポイントであろう。米国の最後に、図表9で、米銀の最近の状況を見ると、先般公表された第1四半期のデータをみる限り、破綻先、問題先の増加、あるいは不良債権比率の急上昇など、景気の動向を受けた米銀を巡る状況の悪化は続いている。ストレス・テストの結果公表や、その後の相次ぐ増資などによって、金融システムに関するマーケットの見方は相当楽観的になっているように見えるが、不良債権のバランスシートからの切り離しが進まない中で、マーケットのセンチメントがここまで一方向に振れているというのは、こうしたデータをみると、改めて気になるところである。米国は、以上である。

次に図表10をご覧頂きたい。ユーロエリアの経済については、「大幅な悪化を続けている」という前月の判断から、「悪化を続けているが悪化のテンポは徐々に和らいでいる」という判断に変更した。輸出の減少幅が縮小していること、在庫調整が進捗していること、などが判断変更の背景である。ただし、徐々にという表現には、米国やこれから説明するアジアに比べて、ユーロの景気悪化の鈍化の程度が、やや遅れているというニュアンスを込めているつもりである。図表10をみて頂く。ユーロエリアの輸出であるが、4月のドイツの輸出が再びマイナスに転じるなど、既にプラスに転じているアジアなどと比べると、まだユーロエリアの輸出の改善の程度は捗々しくはないが、(3)にある先行指標である輸出受注PMIの動きなども併せてみると、方向としては、減少幅は縮小に向かっていると判断できると思う。また、図表11、ユーロエリアのPMIは、製造業、非製造業ともに着実に改善しており、製造業では、受注の回復、それから在庫調整の進捗のいずれも確認できる。ただし、図表12であるが、ユーロの主要経済指標をみると、例えば4月の9.ユーロ圏の鉱工業生産は、先週

末に発表されたが、前月比-1.9%ということで、大幅なマイナスになっている。これで、8か月連続の前月比マイナスになるが、生産の回復をハードデータで確認できるまでには、ユーロ圏については、まだ少し時間がかかりそうである。

図表 13、英国である。英国の景気判断についても、米国同様、「悪化を続けているが悪化のテンポは和らいでいる」というふうに変更した。住宅市場に底入れの兆しがみられ始めていること、サービス業が横這い圏内の動きになったことが背景である。図表 13 をみて頂くと、英国の住宅市場は、2007 年後半から下落に転じた住宅価格が、このところ下げ止まりの傾向が徐々にはっきりとしてきている。それから、(2) をみると、住宅ローンの承認件数は、依然、前年比では前年を下回っているが、前年比減少率が急激に縮小してきている。また、住宅の在庫率も低下に転じている。米国の住宅は、先程申し上げたように、依然調整を続けている一方で、英国では、住宅市場に底入れの兆しが出始めているという違いがあるが、英国には、米国のようなサブプライム問題がほとんどなく、従って、米国のように差し押さえ物件が大量に流入して住宅市場の頭を抑えるという状況が、英国では生じていないということが、この二つの国の住宅市場の違いの背景として指摘できる。図表 14 であるが、サービス業のウエイトの高い英国であるが、5 月の 4. サービス業 PMI は、13 か月振りに悪化と改善の分岐点である 50 を上回ったところも注目される。

次にアジアである。まず、中国である。中国については、輸出は、減少傾向持続、一方、内需は高い伸びを続けているということで、「減速に歯止めが掛かっている」という判断を変更していない。図表 15 で、5 月の製造業 PMI は、単月では僅かながら低下したが、これで 3 か月連続で 50 のラインを上回っている。内訳をみても、多くの指数が 50 を超えて推移している。特に、②にある輸出向けの受注のグラフであるが、輸出向けの受注は 50.1 と、微かに 50 を上回り、昨年 6 月以来初めて 50 を超えたという点が注目される。それから、次に図表 16 であるが、5 月の固定資産投資の前年比は+38.7%と、4 月の+33.9%からさらに伸びを高めた。産

業別にみると、4兆元の景気刺激策の影響が大きい第3次産業の伸びがさらに高まっている。図表17、その他の中国の指数であるが、5月の4.小売売上は、前年比+15.2%と、4月から幾分伸びを高めた。これに対して、5月の6.輸出は、前年比減少幅を4月からさらに拡大させている。ただし、今年の5月は、去年の5月に比べて、営業日が2日少ないという事情があつて、その分、減少率は割り引いてみるのが適当ではないかと思っている。一方、前月比については、私共の国際局の試算では、前月比+6.1%と計算しているが、中国の国家統計局が珍しく、前月比+0.2%という数字を当局が公表しているので、前月比でいうと、国際局の試算程には強くない可能性はあると思う。ただ、四半期で均してみると(国際局の試算ベース)、4~5月の平均でみると、1~3月に比べて、前期比は-3.1%ということで、第1四半期の前期比-17.6%からは減少ペースはかなり明確に鈍化していつていると思っている。

次にインドである。インドについては、減税の効果などから減速に歯止めが掛かっている、と判断を上方修正している。1~3月の1.実質GDPであるが、前年比伸び率は、昨年第4四半期の5.8%から横這いになり、減速に歯止めが掛かっている。前期比年率(国際局の試算)では伸びが加速している。内訳をみると、個人消費が減税の効果などから、伸びが高まったほか、総固定資本形成も増加に戻っている。次に、図表18、インドの製造業PMIであるが、上昇を続けていて、これで50を2か月連続で超えている。内訳項目でも、⑥にある雇用も上昇を続け、50を超えている。

最後に、NIEs、ASEANについても、前回会合の、「景気は悪化を続けている」という判断から、「景気は下げ止まりつつある」に上方修正している。輸出、生産、いずれも増加傾向がはっきりしてきたこと、あるいは個人消費も下げ止まりつつあること、などが背景である。図表19-1をみて頂くと、(2)の輸出であるが、4月の輸出合成指数というのは、大幅な増加に転じていて、1~3月の前期比-13.1%から4月は1~3月対比で+8.5%と、プラスに戻っている。それから、また各国の統計をみても、

輸出は、増加傾向ないし、減少幅縮小を示している。それから、(参考)にある5月のシンガポールの新規輸出受注DIは、全体、IT関連とも上昇して、いずれも50を上回っている。全体が50を上回るのは、1年3か月振りである。図表19-2であるが、生産も増加に転じている。1~3月のNIEs、ASEANの生産合成指数は、マイナス幅を前期に比べて縮小している。それから、4月単月の各国の生産の前月比をみると、韓国は、これで4か月連続の増加、台湾、タイも3か月連続の増加となっている。

最後に、先週、国際局のペーパーの形でお配りした、最近のエマージング、コモディティの市場の動向について、簡単に触れる。まず、図表20であるが、主要国の通貨、株価の動きを、3月末対比で比べてみたのが、黒塗りになっているところであるが、ほぼ全ての国で、いずれも右の方、すなわちプラスに転じている。個別の材料としては、アジアでは、例えば、インドネシアやタイなどで政治リスクが後退している。あるいは、ラ米やロシアは、資源価格の上昇、欧州周辺国では、IMF等の国際機関による支援などが挙げられるが、金融市場局の説明にもあったように、投資家のリスク・アペタイトの回復と、エマ市場への資産配分の拡大を共通の背景として指摘できると思う。図表21であるが、直近の株価の水準をリーマンの破綻直前のレベルと比べると、地域による差が明らかである。アジア、ラ米では、ほぼリーマン破綻直前の水準まで戻しているが、欧州周辺国では、依然、これを大きく下回っている国が多いというのが現状である。ただし、欧州周辺国でも、一口に欧州周辺国と言っても、例えば、チェコやポーランドのように、比較的しっかりした国と、リトアニア、アイスランド、あるいは、最近話題になっているラトビアといった国とでは、下落幅に大きな違いがある、という点には留意が必要である。ここには載せていないが、CDSスプレッドをみても、同様の傾向が窺われる。(2)であるが、コモディティ市場にもグローバル投資家の資金が戻り、市況を押し上げているが、リーマン前のレベルと比べると、商品毎に格差がみられる。景気や工業需要に支えられるエネルギー、あるいは、ベースメタルの下落率は、なお比較的大きい一方、実体経済の悪化に左右されにくい農産物の

下落率は、相対的に小幅である。この間、貴金属は、昨年秋、ボラティリティの高まった株式からの投資資金流入があったということもあって、現時点でリーマン以前の水準を回復しているということである。

以上を纏めると、前回会合以降の指標をみると、多くの地域で、景気下げ止まりに向けての動きが、よりはっきりとしてきたと言える。一つ目には、これまでの政策の効果、二つ目には、ドラスティックな減産による世界的な在庫調整の進捗持続に加えて、米国のストレス・テストの結果公表以降の株価と金融面の動きがコンフィデンスに好影響を与えているということも寄与していると思われる。しかしながら、一方で年後半に世界景気が底打ちから回復に向かうとしても、そのペースは当面極めて緩やかなものにとどまる、というこれまでの見方を変える程の材料が出てきた訳ではないと思っている。直近のブルーチップの米国経済見通しに関するコンセンサスが、前回会合以降ほとんど変わっていないというのも、そうした見方が共有されているからだと思っている。そういう意味で言うと、前回会合以降の景気指標の動きは、年後半からの緩やかな回復というメインシナリオに関わるダウンサイド・リスクと不確実性をある程度低下させた。言葉を借りれば、そういうシナリオに対する自信がもう少し出てくるようになったということではあるが、それ以上のものでは逆でない、ということではないかと判断している。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

水野委員

コモディティ価格がずっと上がってきて、エマージング株式でもショートカバーも含めて資金が少し戻ってきているのだが、その一方で、エマージング諸国——アジア中心にしかデータがないのだが——の物価の統計は、遅行指標であるとは言え、まだ非常に弱い。輸出も回復したと言いながら世界経済がまだ同時不況から回復できていないために一時の力強さ

がないと考えた時に、インフレ、デフレという議論に関しては、色々あるとしたら多分新興国しかないと思うが、物価の統計の動きからみて、どう考えれば良いか。むしろ生産、輸出というオーソドックスな景気指標をみていけば良いのか、あるいは、物価は遅行指標であると割り切れば良いのか。

沼波国際局長

物価について、世界的にと言った方が良いのだろうが、特にアジアについて、インフレの再燃を懸念する声というのは、ほとんどない。政策当局の視野の中にも、そこは入っていないと思うので、ここからまたエネルギーがばんばん上がり始めると、その辺はまた気になるのだが、今のところそれは少し視野の端の方にあるか、ほとんどまだ視野に入ってきていない状況ではないかと思う。

水野委員

コモディティ価格の上昇をみて、将来のインフレの話をしている人がいる、という位か。

沼波国際局長

そういう話もほとんどまだ出ていない、という位の距離感だと思う。

水野委員

実際に時々そういうことを言う人がいる。確認したまでである。

須田委員

中国の見方だが、良い指標が出ている一方で、当局者の発言を聞いていると、どうも慎重である。それは、雇用の問題もあるだろうし、これだけ緩和しているからバブルを引き起こすかもしれないということもあると思うのだが——それもまた持続性の程度がどうかということで評価され

るかもしれないけれど——、この強さをどう評価すれば良いのか。

沼波国際局長

持続可能性に不安がないことはないと思う。新聞にも少し載っていたが、既に今年の公共予算の 6 割を執行済み——こういう数字はたまにしか実は出さないそうであるが——ということであるので、実はあまりもう残っていないという言い方もできる。そうすると、もしこのまま火が付かないとすると、次の一手を考えなくてはいけないという意識は、頭の片隅には必ずあると思う。それと逆に、特に貸出の増え方について、4月はさすがに1兆元を切っているが、相変わらず、何千億元という増加になっている。3週間前に中国に行った時、ある民間の人が言っていたのだが、当局は量を抑えるということは勿論言わないのだが、「まさか貸しているのが不良資産になるようなことを君達はしていないだろうね」ということを色々な形で銀行に対して言っていて、そういう意味でのプレッシャーもかけている。量は増やして欲しいのだが、当たり前なのだが不良債権は増やして欲しくないと、そういう意味で、やはり不良債権問題について全く気にしていない訳ではなくて、本当にこのような調子でいって良いのだろうかという懸念は持っている。そういう意味で、その二つの懸念を、両方持ちながら何とか上手く綱裁きをしたいと思っているとみえるので、須田委員がおっしゃるとおり、色々な不安を彼らは彼らでやはり抱えているのだろうと推測している。

須田委員

とは言え、少しは良くなっているという評価か。今回は、評価を変えられなかった……。

沼波国際局長

今回は、PMI が少し下になった位の程度であるので、全体としては……。

須田委員

国際局として、全体としての評価は。他を上げたのだが、中国に関しては上げない……。

沼波国際局長

取り敢えず。そうである。

須田委員

けれども、少しは、評価は上向きであるというふうに……。

沼波国際局長

今までの基調を続けている。

須田委員

いや、国際局の……。

沼波国際局長

だから、今、腰折れのリスクをみている訳ではないということである。

野田委員

中国の4兆元の景気刺激策が出た時に、どうも中身をみると、日本流と違って、財政からの支出だけでなく、いわゆる日本的な真水の他に、そうでないものも入っていて、その中に確か貸出なども入っていたように記憶している。今の貸出の伸びというのは、当初の4兆元の計画からすると、その範囲内で出していると理解した方が良いのか。

沼波国際局長

そうである。

野田委員

その範囲内であるな。

沼波国際局長

然り。ただ、そういう4兆元プロジェクトではない、何かよく分からないところに行ってはいないかという懸念が、多分当局にはある。

野田委員

それも含めて、先程少しおっしゃった60%の進捗率というか、執行率については、そういう理解か。

沼波国際局長

執行率は真水の部分。その他民間借入でやるべきプロジェクトは、どれだけ進んでいるのかというのは、今数字がないので、そこはよく分からない。

野田委員

それは、政府予算、政府の財政からの支出という意味か。地方政府も含めてか。

沼波国際局長

政府支出の部分は、既に6割執行済みだが、政府支出ではない、民間資金調達によるものも、あの4兆元の中に沢山入っている。ご承知のように、それがどの程度進捗しているかはよく分からないが、そういうところに相当貸出は出ているはずであるという推測はある。

野田委員

何が言いたいかと言うと、今の貸出計画が、政府全体の計画と整合的に動いているということであれば、今の貸出を過熱とみる訳にはいかない。

どうも、人民銀行などをみても、それを押さえ込もうという動きはほとんどみられない。我々のかつての経験からすると、過熱気味であるというか、過熱していると私などはみてしまう訳だが、国家全体の経済計画からしてみると、必ずしも過熱していないとみた方が良いのか。この辺が、我々も全く判断不能の状態である。外からみていて…。

沼波国際局長

人民銀行が公式的に言っている、適度な緩和を続けている、というのが、彼らの国家的認識であるということは変わっていないと思う。

野田委員

公式ベースだとそうである。

亀崎委員

先程、中国の現状評価は、減速に歯止めが掛かっているということだが、工業生産が8.9%で、固定資産投資などは、かつてない程の強い伸びを示している。人民元は、今おっしゃるようにどんどん増えている。車の販売は、5月はもう100万台を超えており、今年トータルでは1,000万台を超えるだろう。そういう動きをみると、歯止めが掛かっているというより、やはりもっと強いような…。

野田委員

かつての成長ペースからすると、輸出が減っている分をその他で埋めているから、全体としては、歯止めが掛かっている状態なのだろうが、輸出の部分を除いて、内需、それから公共投資、固定資本投資のところだけにスポットを当ててみれば、個人消費もそれで少しは影響を受けている先進国の見方と言うと少し語弊があるが、かなり過熱と言わざるを得ないと評価している。

西村副総裁

過熱というか、例えば、財政支出の6割をほとんど最初の数か月でやってしまうというのは、公共投資の常識に完全に反する訳である。つまり、公共投資というのは、普通、図面を書いているから、そうすると普通1年とか1年半位かかる。それが、こういう形でやるということは、恐らく数字としては出ていても、ものとして出てくると相当な無駄というか、ウエストが溜まって、若しくは違うところにいつてしまっているのではないかという疑問を、政府の当局者としては持っているのではないか。

野田委員

そういうニュアンスも含めた過熱である。

沼波国際局長

日本でも前倒し執行というのは、時々やっているもので、何かそう異常なことが起きているということでもないような気がする。

西村副総裁

幾つかプロジェクトが溜まっていれば、勿論それはできるのだが、そうでない場合に、前倒し執行をすると、日本の場合でも凄い無駄が生じる訳である。極端に言えば、科学技術予算で大学にお金を付けると、何が起るかというのは、大体目にみえている。そういう巨大なことが起きている可能性はかなりある。本当に、これを執行するというのは大変なことである。

堀井理事

執行というのは、日本で言う進捗ベースの数字とは違って、どちらかと言うと支払いベースに近い。要するに金が出たということ。日本の場合は、執行に合わせて金を出していく訳であるが、中国の場合、関係者から聞くと、どっと出る、と。そうすると余資ができる。余資を、当局は、しては

いけないとは言いながら、実際には、株式だとか、他の資金の自主運用と
いうか、流用していると言われている。従って、支払いベースであるから、
日本の工事の進捗ベースに当たる数字ではない。

水野委員

出来高ではないということだな。

堀井理事

違うということである。

沼波国際局長

申し上げたかもしれないが、固定資産投資の内訳をみると、鉄道とか、
高速道路のウエイトが高いので、インフラ整備の度合いが、もうこれ以上
道路などはいらぬという国と、まだまだという国と、それはやはり全然
違うので、全部が無駄ということでもないのではないかという気がする。

西村副総裁

この投資は支払いベースであるか、それとも進捗ベースであるか。

沼波国際局長

固定資産投資か。少し確認する。

野田委員

アメリカのソフトデータの先行指標——将来指標というか——が先月
際立って良かったという説明を先程受けた。確かに過去の景気の後退期の
最後の頃には、かなり上昇しているというのは事実だが、我々がみている
先行きの全体の温度感からすると、この部分だけが何か少し違和感がある。
先程も少し説明があったが、ここのソフトデータはどうみれば良いのか。
何かもう少し腑に落ちるような説明はないのか。

沼波国際局長

例えば、ブルーチップの直近のサーベイで、毎回特別な質問というのがあがるが、今回はリセッションはいつ終わると思っているかという質問で、結論は、今年の第3四半期である。その次に多いのは、今年の第4四半期である。第3、第4四半期がプラスになると置いている人は多いので、そういう意味、リセッションの終わりは意外に近いという意味からいうと、そんなにおかしな数字ではないと言えるかもしれない。そこから先の戻り方のスピードがあまりにも今回は遅いだろうということが大きな違いだが、リセッションはいつ終わるかという、それはそもそも全く視野にみえない程遠くにあるかと言うと、多分そういう意味のリセッションは、そう遠くなく終わるかもしれないという目でみると、そうかなというようにもみえる。

中村委員

今のに若干関連するが、企業周りの生産の稼働率とかは、まだ低い。設備投資などは……。

沼波国際局長

設備は、なかなか。

中村委員

ソフトデータが良い一方、過去のデータは、例えば、稼働率が非常に悪いと出ている。どう理解したら良いか。

沼波国際局長

生産の数字は、減少幅はさすがに今どんどん縮小しているから、そういう動きと整合的であるということは、それはそんなに違和感はない。ただ、設備投資と言われると、少し先の話になるので、これはまだ暫くマイナス

が続くと思っている。そこは相当距離があるが、生産とISMの方はそんなに距離がない。元々そういう指数であると思う。

白川議長

新興国の経済は、去年のリーマン破綻の後、当初予想した以上に急速に悪くなった。一方、春以降の改善については、データで全部確認できる訳ではないが、マーケットの動きなどをみる限り、先進国より大きいようにもみえるが、そういう認識で良いのか。それから、もしその認識が正しいとすれば、その理由として挙げられていることへの理解であるが、先程の沼波国際局長の説明にもあったし、事前の資料にもあったが、一つ目は中国もそうであるし、IMFの色々なパッケージもそうであるが、色々な形で政策の効果が出てきていること、二つ目は本当の理由は分からないが、商品市況が随分上がってきていること、三つ目は、インドを初めとして、政治的な意味での不安定性が解消したことが挙げられていると思う。あと、四つ目に、政策対応の効果ではあるが、先進国の金融緩和政策が、かつての円キャリーではないが、エマージングの方に色々な形で出てきやすいということがあるのかどうか。その辺について、つまり、現状認識と、それからその理由を、どう考えるかについて、聞きたい。

沼波国際局長

現状認識としては、先進国より、多少エマの回復の方が早い——なかなか何をもってというのはあるが——、そういう印象は受ける。今、白川議長がおっしゃった理由の中で、商品市況が効く国が多いということと、アジアの場合、やはり中国に近い国、中国向けに輸出が伸びている国——台湾とか韓国とか——が伸びている。中国向けに輸出が強い国が比較的早く持ち直していて、中国の政策効果はアジアには波及しやすい。逆に言うと、ユーロエリアなどはそういうところに遠く、近い中東はああいう状況であるから、なかなか立ち直れないという意味でいうと、中国との近さみたいなものが、今回は、影響を左右しているという印象が改めて強いという気

がする。

堀井理事

私自身は、エマの中をみても、先程沼波国際局長からの説明にもあったように、差がある。アジアと、それから東欧とは。フローの問題は共通だが、ストックの問題をどれだけ深く抱えているか、抱えていないか。アジアの場合は、幸か不幸か、アジア危機で色々なエクセスが調整されて、日本も似た状況にあると思うが、企業のバランスシートにしても、家計の債務の状況、貯蓄の状況等々をみても、ストックで大きな問題を抱えていない。ところが、最終需要がアメリカ、それから欧州と落ちたものだから、フローでは、一旦痛んだ訳であるが、そこが下げ止まる中で、取り敢えずストックの問題がない国は、回復しやすかった。その上に、二つ目は、先進国でも共通なのだが、オーバー・ザ・カウンターのマーケットがまず最初に痛んで、今でもまだ問題が燻っているが、オーガナイズされたエクステンションのところは、決済が保証されているものだから株にせよ、商品にせよ、そういったものに投資が向かいやすい中で、エマと言っても、株式でそういうしっかりしたエクステンションができているところには、資金が入っていく。こういう二つの切り口でみていくと、今の各国の差が分かりやすいかなと思っている。

白川議長

かつて議論されたデカップリングの話で、勿論、常識的に完全なデカップルはないし、完全なカップルもなく、真理はその中間にあるということではあるのだが、先程の亀崎委員の質問と多少関連するが、世界経済が落ち込むと外需はどの国も落ち込む、という意味においては、カップリングであるが、内需については、そこそこデカップルしているということだったのか。今おっしゃったストック面で問題を抱えていない国というのは、基本的には、カップルの世界というよりは、デカップルの方に近いということなのか。

堀井理事

デカップルとまで判然とはしないのだが、影響の程度が経済全般に及ばなくて済むというか、ストックの問題には、勿論、財政の問題もあるから、東欧のように、外需に依存し、しかも借入でバランスシートが悪くなり、銀行部門も弱くなり、財政も悪くなっているというところと、多くのアジアのように、そういった問題が少なく、従って、財政状況からみて財政の支出も出せるというところの差だと思う。

沼波国際局長

インドネシア、フィリピンだとか、比較的内需が強い国は持ち堪えているし、台湾、香港、シンガポールだとかは外需に頼っている。その差は、極めてはっきりしていると言えると思う。

須田委員

アジアは、内需がしっかりしているから、少しデカップリング的なものが残ると思っていたが、思ったより悪かったというのは、やはり、金融機関の耐久財需要などにファイナンスを付けるという部分に結構影響が出たという認識がある。リスク・アペタイトが少し回復して、先進国の金融機関が貸出を増やしていこうとした時に、アジアの市場でも資金を貸し出していくというのがみえているのかどうか、如何か。

沼波国際局長

今回の危機の中で、特にアジアの国内の金融がそれ程引き締まったか。あまり私はそういう印象を受けていない。

須田委員

インドで車が急に売れなくなったのは、お金が付かなくなったからと。今、かなり売れているのは、やはりファイナンスが付くようになったとい

うふうにみて…。

沼波国際局長

然り。

亀崎委員

マクロで恐縮だが、中国人民銀行の総裁はSDRを新機軸通貨とする、と言っていた。その後、この話は主流となっていかなかったが、つい最近になって、今度はIMF債の話が出てきて、中国が500億ドルであったか、ブラジルが100億ドル、ロシアが100億ドル引き受けるというような話が出てきた。IMF債であるから、IMFがコントロールできる訳なので、これがどんどん増えていくかということ、そうではないと思う。ただ、片方では、ロシアが外準の運用方法見直しの話をしたり、何と云うか、国際通貨を巡る非常に政治的な感じがする。こうした動きが国際金融市場に与える影響や、今後の行く末は、私自身は限定的かと思うのだが、どのようにご覧になっているか。

堀井理事

IMFへの貸付の件は、以前も別の機会に国際局から報告があったと思うが、IMFの資金自体が急速になくなったので、どうにかして借りないといけない、日本からは1,000億ドルという形で、先に日本がイニシアティブを取って金が出た訳である。他の国からの借り方についても、IMFの債券を出すというのが、一つのオプションとして去年の秋に急浮上し、それに今回乗った形になっている。当該国からすれば、できるだけ債権を保全したい、通貨価値が安定したもので持ちたいという気持ちもあるから、そういう時に、SDRなり、そうしたもので持てれば好都合だという気持ちはあると思う。ただ、基本的に通貨制度ということになると、通貨というのは、まず民間での使用がどうなるかというのが一番肝心である。輸出入に始まり、金融取引、どういったもので貸し付けがされるかと、

そういったことを考えた時に、人為的な通貨が成功する見込みというのは、ほとんどないと思う。これは、ユーロができる前に、E C Uというヨーロッパの合成通貨があったが、この時でも、民間の利用というのは非常に限定的にしか進まなかった。それから、実際に介入でオフィシャルで使おうとした時も非常に不便があって、バスケット通貨というのは、実際公的でも、民間はいわんや、非常に使いにくいというのが恐らく歴史の教えるところである。従って、国際通貨制度がどうなるかということを考える時には、まず、国際的な取引がどういうもので、民間で中心に行なわれるかというところが一番大事なところであって、それは需要で決まる。需要で決まって、これまでドルがこれだけの地位を占めてきたのは、まず、ドルの通貨価値が比較的安定している——1970年代はともかく、それ以降は大インフレは起こさない——、それから使い勝手(金融サービス)が非常に良い、という二つの側面で支えられてきている。ところが、今、アメリカの金融システムがかなり毀損して、金融サービスがどこまで、これまで同様に提供されるか、疑念が一時高まった時期もあるが、取り敢えずこれについてもストレス・テスト以降、然程変なことにはならないだろうという機運がまた出てきているので、全体として民間でのドルに対する信認が崩れるとはなかなか考えにくい。そうすると、公的な保有者も、民間の取引、例えば流動性不足、に対しても、外貨を持つというのが外準の動機であるから、民間がドルを中心に持つ限りは、やはりそれはドルになっていくのだろうと思う。

須田委員

私の感覚で言うと、こういった合成通貨は計算単位としては使える。E C Uもそうである。当局の欧州の中で計算する通貨としては用いられた訳であるが、しかし、流通する、あるいは取引通貨として使われるかという点、それは有り得ないだろうと思う。

亀崎委員

合成通貨は、貿易とか金融取引の通貨としては、まず使われない。SDRは、ユーロ、円、ドル、ポンドの4通貨のバスケットであったか。SDRが貿易などで扱われない限りは広がっていかない。今のIMFの資金が足りないところ位まで広がっても、日本みたいに直接資金を出すところもある訳であるし、実際、このIMF発行の債券というのは非常に限定的だし、他の金融市場にもあまり影響を与えないだろうということであるか。

堀井理事

公的当局自体がどういうやり方をするかは、それは彼らが決めればできる。現に例えばBISという機関は、アカウンティングの表示通貨をSDRに10年位前に変更した。それは、決めで決めれば良い話ではあるが、実際問題、どれだけそういうものが広がっていくかという見通しとなると、それは民間の取引がそういうもので進んでいかない限りは、恐らく当局としても、大量にそこを進めていくというインセンティブはないのではないかと思う。

亀崎委員

分かった。

白川議長

他にないか。なかなか中途半端な時間ではあるが、続行したいと思う。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

白川議長

国内経済情勢について、お願いします。

門間調査統計局長

それでは、最初に本日お配りしている資料-4（追加図表）からご説明をしたいと思います。図表 1 であるが、1~3 月の 2 次 Q E が出ていて、(2) の表に数字がある。前期比-3.8%であった。欄外の数字 1 次 Q E 時点の-4.0%から幾分上方改訂である。年率で言えば、-15.2%から-14.2%への上方改訂になっている。戦後最大のマイナスは変わらない。内訳をみて頂くと、設備投資の寄与度が 1 次 Q E の-1.6%から-1.3%へと上方改訂である。また、在庫投資も-0.3%から-0.2%へと上方改訂である。いずれも法人企業統計を受けた改訂であって、ほぼ予想されたとおりの改訂であった。なお、今回の改訂によって、2008 年度から 2009 年度へのゲタが-4.6%と従来よりはマイナスが小さくなっている。このため、従来は 4 月展望レポートの 2009 年度見通しの中央値の-3.1%を達成するのに 4~6 月以降年率+3%位でいかなければ駄目だと申し上げていたが、それが年率+2.5%位で良くなったということで、ハードルが若干下がったということになる。

GDP は以上で、図表 3 であるが、今朝、請負統計の 5 月分が出ている。4 月が非常に強かったので、5 月単月では、反動減であるが、4~5 月の 1~3 月対比が+7.8%、前年比で+13.1%と公共投資の増加基調は、はっきりしてきているとみることができると思う。公共投資は、簡単であるが以上で、もう一つ追加的な情報として、最後の図表 5 であるが、中小製造業の設備投資計画である。これは、日本政策金融公庫（旧中小公庫）の調査で年 2 回行なわれている——これは実は 50 年前から始まっていて、今回ちょうど 100 回目——のだが、(1) の太い線の右端、2009 年度計画が-43.8%、100 回の調査で最悪の数字である。(2) に修正パターンがあるが、年度途中で 10%ポイント以上上振れるということは結構ある。それでも、今回の-43.8%というスタートは、途方もなく弱いスタートなので、着地もかなり厳しくなりそうである。後程、設備投資関連の指標を他のものもみて頂くが、やはり設備投資は懸念していたようにこの先まだ減少が続きそうである。

この資料は以上であって、それでは、事前にお配りしてある、いつもの資料-4（参考計表）の方で他の指標を説明していく。図表 5、6 の見開きをみて頂いて、実質輸出であるが、4 月は前月比が+7.7%、1~3 月対比では+6.5%とはっきり増加している。しかも実質輸入の方は、4 月が 1~3 月対比では、まだマイナスであるので、両者ネットでみた実質貿易収支（図表 6 の（2）の太い実線）は、かなりの急角度で反発をしている。仮に、5 月、6 月が輸出入とも 4 月比横這い、言い換えれば、この絵のとおり、4~6 月が着地すると仮定すると、4~6 月の実質 GDP に対する純輸出の寄与度は、+1.5%位、つまり年率にすれば 6%位の押し上げに効くという計算になる。図表 7 で（1）の地域別であるが、第 2 四半期の列をご覧頂くと、全般にプラスであるが、先月申し上げたような地域別の濃淡が引き続きはっきり残っている。すなわち、中国向けが 15.8%、N I E s 向けが 14.2%とプラスで回復が鮮明になっている一方で、アメリカ向け、E U 向け辺りは、漸く下げ止まりつつある程度である。さらに、その他向けは、4 月単月では、漸くプラスになったが、四半期ベースでは、なおマイナスである。（2）の財別をみて頂くと、回復が最も鮮明なのが、電子部品・デバイスが含まれている情報関連で、+26.3%、アジアを中心に在庫調整が一気に進んだことを反映して急回復している。化学などが含まれている中間財もアジア向けを中心に+12.3%である。この間自動車関連も 1~3 月の 5 割減という状況から足許は欧米向けを中心に下げ止まってきていて、ミクロ情報等を踏まえると、5 月以降はもう少しはっきりと増加するということのようなのである。以上、輸出は、自動車、電子部品・デバイスを中心に海外の在庫調整が進んだことなどから持ち直しに転じつつあり、この先も持ち直しを続けると考えている。

次に設備投資に行く。図表 15 を開いて頂きたい。一致指標の資本財総供給であるが、右端の 4 月も 1~3 月対比で 15%以上減少している。減少テンポは、さすがにそろそろ緩やかになってくる頃かと思っていたが、4 月の段階ではそうはならなかった。ただし、4 月は電力向けの振れとみられる動きもマイナスに作用しているので、減少テンポの実勢については、

5月、6月のデータも踏まえて評価をしていきたいと思う。それから、図表16の先行指標であるが、(1)の機械受注、これも4月の1~3月対比で、-6.0%と引き続き減少である。×b印の見通しよりも上振れるのではないかと前回申し上げたが、これも4月段階では、そうはならなかった。ただし、点線の非製造業の減少にインフラ関連の振れとみられる動きがある一方で、製造業は概ね横這いになってきて、半導体製造装置辺りにさすがに下げ止まりという兆しが出てきているので、これも5月、6月の数字の出方に注目をしたいと思っている。それから、(2)の建築着工であるが、4月をご覧のように鉱工業、非製造業問わず、大幅に減少している。全体の太い実線で、4月の1~3月対比は-35.3%である。ただ、これは、実体がここにきて急速に悪化してきているということでは恐らくなくて、建築確認の申請から着工統計計上までに数か月タイムラグがあるために、実体としては、昨年秋以降意思決定されてきた建設投資の急速な絞込みが今になって統計上は出てきているという面が小さくないように思われる。いずれにしても、工事ベースでは、今まさに建設投資を減額している最中であり、かつこの先も暫く弱いとみておくべきかと思う。図表17、先程は中小企業であったが、こちらは上場企業の計画（日経新聞の4月時点の調査）であって、(1)の大企業全産業の右端、2009年度計画が-15.9%、これも調査開始以来の大幅なマイナスになっている。特に(2)の製造業、これが-24.3%と大幅に落ち込んでいる。(1)、(2)とも細かい実線の3月短観よりもかなり弱い。勿論、短観は単体で、日経調査は海外を含む連結という定義の違い等はあるが、通常は上方修正されることが多い次の6月短観が、今回は、下方修正になる可能性が大きいと覚悟しておく必要がありそうだと思う。以上から、設備投資は、足許なお大幅に減少していて、先行きも減少を続ける可能性が高いと判断をしている。

次に個人消費へいく。図表22である。個人消費で足許一番変化がはっきりしているのが、(2)の乗用車販売であって、太い実線の除く軽を中心にまだレベルは低いですが、4月、5月とかなり急ピッチで回復をしている。言うまでもなく、環境対応車に対する購入支援策の効果である。先行き

についても、一部の新型ハイブリッド車の受注が12月納車分まで急速に伸びてきていることもあって、環境対応車の販売についてはメーカーは徐々に自信を強めている。環境対応車以外は、相変わらずさっぱり売れないという問題があるが、業界も環境対応車のウエイトを高めていく方針であるので、当面自動車の販売は堅調に推移しそうである。ただし、スクラップ・インセンティブは、一応今年度限りとなっているので、減税の方は3年間残るにしても、需要の先食いという側面が大きいことには留意をする必要がある。なお、灰色の線の家電販売であるが、このグラフは4月までであるが、やはりエコポイントが始まって5月中旬以降は、テレビを中心に売上が伸びているというように聞かれている。このように政策の後押しがある耐久財は、回復しつつある一方で、図表23になるが、それ以外の個人消費は、全般に弱い基調が続いている。(1)の百貨店、スーパー、それから(2)の外出、旅行ともいずれも弱い数字になっている。いずれの業界からも6月に入ってから持ち直しを指摘する声は聞かれていない。特にここにきて悪くなっているのは、(2)の旅行であって、このグラフは3月分までしか入っていないが、4月分が出ていて、前月比が-6.2%、右側の目盛りを使うと95位のところまでグラフが落ちている。この4月の減少自体は、サーチャージの引き下げによる名目金額の減少であるので、あまり気にする必要はないが、その先5月、6月が新型インフルエンザの影響からかなり落ち込んでいると聞かれている。例えば、旅行会社からのヒアリングでは、海外旅行の6月出発分の予約が前年比3割減となっている。一応、6月が当面の底で、むしろ9月分の旅行については、今年は、5連休があることなどを理由にして、かなりの勢いで予約が増えているというふうに聞かれている。ただし、逆に言うと、秋に新型インフルエンザがぶり返したりすると、影響は大きそうである。この前の騒ぎでも、百貨店でも関西のある店舗では、5月の国内感染が生じた翌日は売上が半減、それから1週間は3割減ということであって、もし今後大流行となった場合に、その影響は計り知れないと心配をする声が聞かれている。以上、個人消費については、図表24の各種の総合的な指標からも分かる

ように、4～6月は、1～3月に比べると、マイナス幅が若干縮小する。ないし、場合によっては、前期比ゼロ近傍位までに戻す可能性はあるが、これは極端な悲観論が後退したことと、政策の後押しによる面が大きい。一方で、後程申し上げるように、雇用・所得環境がむしろ悪化がはっきりしているので、個人消費は、一旦少し底堅い雰囲気になったとしても、その持続性には疑問が持たれるということかと思う。それから、新型インフルエンザの影響にも引き続き注意が必要ということかと思う。

次に住宅投資にいくので、図表 27 を開いて頂いて、(1) のグラフであるが、太い実線の右端、4 月分の着工であって、年率 77.9 万戸ということで、これも改正建築基準法施行直後の異常値に近い水準まで落ち込んできている。これも先程の建築着工と同じように、確認申請から着工までのタイムラグが特にマンションについては長いので、実体はもう少し前から悪くなっていた可能性が高いと思う。実際、構造計算の適合判定の申請が大幅に減少したのは、実は昨年秋口から今年の初めまでであって、その後は、その適合判定の申請自体は、この 4 月も含めてほぼ横這いになっている。また、ミクロ情報では、マンションの販売や注文住宅の受注などについては、年末から年明け辺りがボトムであって、最悪期は脱しつつあるという声も聞かれている。従って、着工が恐らくこの 4 月の数字よりさらに悪くなるということは多分ないと思うが、GDP ベースの住宅投資は、当面減少が続きそうである。

次に鉱工業生産、図表 28 であるが、4 月の鉱工業生産は、前月比+5.2%と書いてあるところが、確報で 5.9%に上方修正になっている。これに伴って、4 月の 1～3 月対比が、+2.8%から+3.5%へと上方修正になっている。脚注の 2 であるが、予測指数を繋げた 4～6 月の数字が、+9.8%から+10.5%へと修正になっている。このように足許生産は持ち直しに転じていて、在庫も 4 か月連続で減少している。図表 29 の (2) であるが、業種別をみて頂くと、右端 4～6 月の予測のうち、プラス寄与が一番目立つのは、縦縞模様の電子部品・デバイスであって、これは先程の輸出で、情報関連のアジア向けが鮮明に回復してきていることと整合的である。それか

ら、格子模様の輸送機械のプラスも大きく、これは海外在庫の調整進展に加えて、国内販売も政策効果で持ち直してきているということに対応している。それ以外では、点々模様の化学もアジア向け輸出が増加をしている。一方で、斜め線の一般機械は、設備投資の減少と建設機械の在庫調整が継続中であることなどから、減少が続く見通しになっている。以上の業種別動向は、我々が聞いているマイクロ情報とも概ね整合的であるが、我々のマイクロの積上げであると、生産全体の4~6月の増加率は+7~+8%位ということで、予測指数の+10%と比べると幾分低めになっている。これは、予測指数における電子部品・デバイスと輸送機械のウエイトが、本指数よりもかなり大きいために、今回のように電子部品・デバイス、輸送機械中心で増加する時には、予測指数が高めに出やすくなるということによるものであって、特に非整合はない。勿論、前期比+7~8%であっても極めて高い増加率であって、因みに、四半期ベースで過去最大の増加率は1959年4~6月の+7.7%であったので、今回それを抜いて未曾有の急回復となる可能性がある。しかも、(3)にあるようにこのところ予測指数の上振れ傾向が出てきているから、結果的に1割位増えてしまうという可能性も否定はできないように思う。その先の7~9月については、相当な幅を持って聞いて頂きたいのだが、電子部品・デバイスが、前月段階で持たれていた中国需要の早期息切れ懸念が取り敢えずは後退しているということで、増加を続ける予想である。それから、自動車も増加が続く見通しである。そして、在庫調整が遅れていた鉄鋼や一般機械も7~9月は、若干持ち直すということが予想されている。このため、7~9月は、相当柔らかいイメージであるが、前期比+5~6%位増加するのではないかというように予想されている。ただし、その場合でも7~9月の生産水準は、前年対比では2割位低いし、秋以降の展開については、依然として不確実性が大きい。特に、電子部品・デバイスは、足許の回復ペースが速いだけに、取り敢えず7~9月までは良いのだが、その先はむしろ反動が心配であるという声が続く引き続き多い。目先は、多少楽観できるような状況になってきているが、秋以降の展開については、引き続き慎重にみておく必要があると

思っている。

次に雇用関連、図表 33 である。雇用関連は、3 月の指標がかなり悪化した後、4 月も悪化が続いている状況である。大体予想された動きであるので、特に細かいことは申し上げずに主要なデータをざっと眺めていくが、図表 33 の (1) の有効求人倍率は、4 月が 0.46 倍、過去最低に並ぶ水準まで低下している。失業率は、5.0%まで上昇していて、均してみた上昇テンポは、速まっているように思われる。それから、図表 34 の (1) の太い実線の労働力調査の雇用者数は、このところ減少が鮮明になってきていて、4 月は前年比-1.3%であった。製造業と派遣業の雇用減少が目立っている。(3) の所定外労働時間は、先程の生産の状況を反映して、漸く下げ止まってきている。図表 35 であるが、(1) の賃金は減少が加速してきていて、この先、夏、冬のボーナス時期は、さらに大きく減少することが予想される。以上の結果、(3) の雇用者所得は、既に 2001、2002 年に匹敵する減少幅に達していて、この先マイナス幅の一段の拡大が予想されるという状況である。

雇用関連は以上で、次に物価、図表 37 まで進ませて頂いて、(1) の太い実線であるが、国際商品指数の上昇傾向が強まってきている。足許の水準、6 月入り後の平均で、125.7 と書いてあるが、直近であると 130 を超えていて、年初来であると約 7 割、4 月末からの一月半でも約 3 割というかなりのペースで上昇している。ただし、その状況は国内の物価には、まだ反映はされてきてはいない。図表 40 の国内企業物価になるが、(2) の右端 5 月分が、3 か月前比で-1.2%である。点々の為替・海外市況連動型のプラス寄与がまだ限定的であるということに加えて、先程の国際商品市況に入っていない原料炭とか鉄鉱石の価格の引き下げ、国内需給の引き緩みを反映して、縦縞の鉄鋼が下がってきている。また、左上から右下への斜め線は電力・ガスであるが、燃料費の調整の仕組みが変わって、以前に比べるとコストの反映が早くなっているが、それでも以前は 6 か月以上あったタイムラグが、最近では 3 か月強位に縮まっているという話であるので、まだコストからみてマイナスに効いているということである。こうし

た地合いは6月も変わらないので、国内企業物価は目先はマイナスが続くとみられる。ただし、先程みた国際商品市況が今の水準程度で高止まるというようになると、夏の途中から秋口にかけて、国内企業物価3か月前比が、プラスに転じる可能性も出てきているように思う。最後に、消費者物価について、図表43をみて頂いて、消費者物価指数の(1)右の太い実線であるが、全国の4月の除く生鮮は、前年比 -0.1% 、細い実線の除く食料・エネルギーであると、 -0.4% とこれはいずれも概ね想定どおりの動きになっている。除く食料・エネルギーのマイナス幅の拡大であるが、これは(3)のグラフにあるように、燃油サーチャージの引き下げを背景とした外国パック旅行——この中では他のサービスに入っているが——、その部分が下落をしている。これもいわば、広義エネルギーの部分が下がっているということである。食料品とか身の回り品などが、じわじわ弱くなっているが、それも想定範囲の動きである。東京の5月については、図表45になるが、細い線の除く食料・エネルギーのマイナス幅が、前年比 -0.9% まで拡大してきている。ただし、これは主に(3)にある東京の場合、家賃がこのところ下がってきていて、その影響が大きい。ただし、家賃は東京と全国ではばらばらであるし、それから実際に5月の指標を東京以外、幾つかみてみたのだが、他の都市では結構下がっていないところもあるということなので、あまりこの東京の動きは参考にならないと思っている。従って、5月の全国CPIについては、東京が弱めだからと言って、下振れリスクを強く意識する必要は基本的にはないと思っている。概ね、従来から申し上げているように、5月が -1% 前後、6月が -1.4% 位ではないかというようにみている。むしろ、原油価格が70ドルで高止まった場合、従来7~9月頃まで -2% 台に乗るのではないかと申し上げていたのだが、乗らなくなる可能性が出てきているという状況である。

ということで、本日申し上げてきたことを纏めると、輸出、生産は持ち直しに転じていて、かつそのスピードだけをみれば、かなりのリバウンドになってきている。4~6月のGDPについては、まだデータが少なく分らないが、生産等から普通に考えれば、かなりのプラス成長になって

もおかしくないというように思う。それらを踏まえると、大幅に悪化した後なので、経済活動の水準は非常に低い中での動きではあるが、方向としては、景気は下げ止まりつつあるとみてほぼ良いように思われる。足許のプラスのモメンタムを作っているのは、三つあって、第一に、内外の在庫調整の進展、第二に、極端な悲観心理の後退、第三に、内外の政策の効果、ということになる。この三つが一遍に出てきているので、取り敢えずリバウンドは大きいですが、今申し上げた要因は、三つとも持続性があるものでは基本的にはない。加えて、経済活動の水準は非常に低い。言い換えれば、各種の調整圧力が大きいために、設備投資や雇用賃金の弱さは、なお暫く続くことを覚悟する必要がある。一頃の全く前がみえなかった状況に比べると、1、2歩先位はみえるが、その先はやはりほとんどみえないという状況かと思う。なお、元々、展望レポートのシナリオでは、年度上期のどこかで輸出・生産がかなりリバウンドするということを織り込んでいたので、その時期が若干早まっている印象はあるが、大局的にみれば今のところ経済、物価とも概ね想定どおりというように言って良いと思う。年度下期以降の不確実性が大きい点も展望レポート時点からあまり変わっていない。強いて言えば、コモディティが少し上がっているというところが、想定比上振れているということかと思う。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

先程の物価のところ、基本的には、想定どおりか。すなわち、需給バランスの悪化が、思っていた以上に、下押し圧力に強く働いているという証拠はあまりみえないか。

門間調査統計局長

然り。

亀崎委員

消費者物価なのだが、図表 43、44 のところで、2004 年のコアコアの下落も、やはり家賃が相当効いている訳である。今回も家賃が同じ位に効いている。家賃のウエイトは、1,700/10,000 も持っているから、結構、動く訳である。家賃は去年の末から、民営の木造、民営の非木造、帰属の木造など、皆下がってきている。これが、2004 年程度の下落で済むのか。4 月のコアコアは、-0.4%と 2006 年と同じくらいになっている。私はずっと前から価格上昇と価格下落の品目数をみているが、コアコア（食料、エネルギー以外）でも、2006 年の 10 月から価格上昇品目数が下落品目数をずっと上回っている。それで 2008 年の 7 月がピークである。これは、ウエイトは無視して、品目の数だけでみているものである。その後は下がってきて、コアコアの前年比が-0.4%となった 2009 年の 4 月については、同じくコアコアベースの価格上昇品目数と価格下落品目数との差が 6 品目まで下がっている。ちょうど上がり始めの 2006 年の 10 月が 8 なので、当時とほぼ同じレベルである。このようにコアコアの前年比は、その価格上昇品目数と下落品目数との差と同じような動きをしている。ただ、コアコアの前年比は、2006 年のところまで下がってきているが、図表 43 でみると、家賃については、コアコアの前年比がもっと下がっていた 2004 年頃と同じくらいの押し下げ寄与となっている。家賃のウエイトは 1,700 も持っているので、その動きは見逃せない。エネルギー、つまり石油、ガス等は 700 以上持っており、大きく動くので影響が大きい。デジタル家電品は 100 持っていて、ずっと 2 割程度の下落が続いているので、大体-0.2%の寄与で安定している。あわせてみると、コアの動きは、エネルギーでうんと動いているが、コアコアのところは、これまでは、このような大きな動きをしてこなかった。しかし、これからは、1,700 を持っている家賃がかなり動かしてくるなという気がするので、そこはどうみれば良いのか。先程の話だと、東京以外の都市ではあまり下がっていないという話であった。

門間調査統計局長

長い目で、傾向的には、景気の良し悪しを概ね反映しているとみて良いと思う。であるから、これからもどちらかと言えば、下がり傾向であると思うが、単月の動きで急に上がったたり、下がったりするところまでは、なかなか読みにくいということを先程申し上げた。おっしゃったように、ウェイトが高いので、ここがどう出るかで実際のCPIの動きが変わってくるから、注意をしてみている必要があるが、大まかに言えば、景気の動向を概ね反映して動くというようにみていけば良いと思う。

亀崎委員

2004年というのは、景気が上昇する頃ではなかったか。

門間調査統計局長

ただし、まだ住宅市場は比較的弱くて、住宅市場が本当に強くなってきたのは2006年位からだと思う。であるから、その少し前ということで、その時期に戻ってきているという感覚かと思う。

山口副総裁

先程、門間調査統計局長が展望レポート対比、あるいは、これまでの我々の見方との対比で考えると、リバウンドの時期が多少早まっているかもしれない、それからコモディティ関係の価格の反発が少し早い、と話していたが、そのことは先行きの不確実性との関係では、どういうふうに評価したら良いか。不確実性の程度を少しでも軽減する方向なのか、それとも基本的には影響はないのか。

門間調査統計局長

基本的には影響はないということだと思う。我々も、もう少しリバウンドが遅いかなと思ってはいたのだが、リバウンドするということが自体

は——そうしないと展望レポートの数字にならないのだが——、それが若干早まったという位なので、それが下期以降大きなピクチャーに影響を与える程の変化ではないとみている。そこは、先程の国際局の説明にもあったように、やはり世界経済全体として、2009年度下期以降については、まだ良く分からないというのが本当のところだと思う。そこについては、確たる材料まではまだ出てきていないということかと思っている。

白川議長

今の話だが、霧が晴れることはないとしても、物価のリスク要因について、我々は比較的短い期間での下振れリスクと、それから先の上振れリスクの両方を言っていたが、全体としては下振れリスクの方を懸念するという評価になっている。勿論、それ自体我々が議論しなければいけないことではあるが、先程言ったような国際商品市況の上昇を考えた場合に、程度はともかくとして、上昇、下落のどちらにバランスが変化しているか、そこはどう思うか。

門間調査統計局長

世界経済、2009年は、IMFの見通しだとマイナス成長な訳である。2010年はプラスになるが、サブパargrossである。であるから、まだ暫く、今後1年、2年は需給ギャップが世界的にみてマイナス幅が拡大するという想定割には、コモディティが上がっているというのは、説明がしにくいなと正直に言って思う。仮説は、論理的に、三つだと思う。一つ目は、流動性相場等によって、投機的な資金が流れ込んでいるので、長続きしないということ。それならそれで良いと思う。二つ目は、IMF、それから我々を含めて、世界経済の見方が少し弱過ぎるということ。実際には、世界経済が、これから上振れてくるのであるということであるならば、それは遅滞なく情勢判断を修正していけば、それで良い話であるので、それも大きな問題はない。やはり厄介なのは、世界経済はやはり弱いのだ、しかし、多くの方がおっしゃっているように、今度の世界経済の回復とい

うのは、元きた道を引き返す訳ではなくて、トンネルを抜けたら景色が違う回復になっていると、様々な構造調整を経ながらの回復になる訳である。その構造調整の中身というのは、幾つかあると思うのだが、一つは、脱金融というか、極度のレバレッジからの脱却ということと、それから二つ目はそれに関連するが、やはり需要の中身が新興国、とりわけ、中国、インド等の所得がまだあまり高くはない国の成長していく需要、つまりインフラ整備とか、それからマス・マーケットの拡大になるなどと言われているので、需要構造の変化がある。そういう二つの大きな構造変化の中で、これから回復していかなければならないとすると、通常は、必要な人的スキルも違うから、人的スキルも組み替えていかなければならないという局面が今後何年間かある。そういう時は、通常は潜在成長率が低下する訳である。これが今起きている可能性がないとは言えない。であるから、実は、潜在成長率が低下していて——だから世界経済の成長率は、高くはないのだが——、ギャップはそんなには開いてはいないかもしれない、ということが、コモディティが上がっているということと、意外と整合的になってしまうかもしれない。これが一番危惧されるシナリオである。しかも、人的スキルだけではなくて、中国、インドが成長を続けていくということになると、まさに資源、エネルギーに対する需要がどんどん強まっていくということで、その意味でも十分にそれに対応できるような省エネ型のモデルに切り替わっていないと、資源の面からも制約が出てくるので、いわば資源も生産要素に含めて考えた世界の需給ギャップは、実は本当に小さくて、そのもとでヘッドライン・インフレーションは、結構上がってしまうかもしれない。そのことを示唆している可能性があるのも、もしそうであるとすると、最悪のシナリオになる。

須田委員

需給ギャップの点で、設備が廃棄されている部分が増えているということになるか。

門間調査統計局長

そうである。実際にミクロで聞くと、どこかでかなり思い切った償却をしていかなければならないという声が聞かれている。日本の企業も含めて、設備は廃棄されていくという可能性が高いと思う。そうすると、資本ストックの面からも需給ギャップは、今観察している程は大きくないかもしれない。それに加えて、労働のミスマッチの問題とか、資源の問題などがあると、やはり需給ギャップは、日本も世界も幅を持ってみななければならない。そういう意味では、随分、この前、展望レポートに需給ギャップの不確実性を書き込んでいるので、そのことが今起きている可能性があるということだと思う。

白川議長

過去をみると、廃棄という場合には、今、須田委員が質問された物理的な廃棄と、それから先程門間調査統計局長がおっしゃった経済的な廃棄の両方有り得る訳である。実際に起きたことは、どちらが大きかったか。我々の計算は、物理的な廃棄に基づく生産関数をベースにしている訳である。しかし、先程議論したのは、経済的な廃棄のことを言っている。我々が経済を議論する時には、どちらの概念が重要であるのか。

門間調査統計局長

みえるものは物理的な統計だけであるから、それをもとに計算せざるを得ないが、その解釈として経済的な価値がないとするならば、みえている統計から計算される資本ストックの部分は、割り引いて考える必要がある。

白川議長

概念的にはそういうことである。需給ギャップという概念は大事であるが、その計数には不確実性があるから、あまり数字を独り歩きさせないでくれと言ってはいる。一方で、需給ギャップや潜在成長率を敢えてグラフで書いている中央銀行は、あまり世界にはないような感じもする。我々自

身で不確実性があると言いながら、他方で数字が結果としてプレイアップされてしまうというのがあって、痛し痒しだという感じを持っている。

野田委員

私も先程、需給ギャップと言わずに、需給バランスと言って話したのだが、あまり厳密に言うとも見えなくなるので、非常に感覚的な見方で恐縮なのだが、私などは、ある程度3か月前に考えていたより、先程の亀崎委員のお話ではないが、品目数が多いとか、過去のトレンドに比べて多いなどというところのみで、結果として需給バランスとの乖離がはっきり違ったかどうかというチェックしかできないのかなと思っている。

門間調査統計局長

然り。そういうチェックの結果として、足許までのところは、特段CPIのコアな部分が下振れている感じはないということである。

野田委員

然り。

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、金融環境をお願いします。

雨宮企画局長

それでは資料-5(参考計表)で金融環境の現状評価をご説明する。図表1で、まず、家計・企業のインフレ予想であるが、新しく出たデータは(2)の内閣府の消費動向調査に基づいて計算した1年後の家計の予想イン

フレ率である。お手許の資料は前月の4月までのグラフであり、昨日新しいデータが出たが、お手許の資料は4月+0.9%までであるが、1か月伸びて5月は+0.6%ということなので、さらに少し下がっている。因みに、この+0.6%は、ずっと左側をご覧頂くと、2004年5月がちょうど+0.6%だったので、この統計でみる限り過去一番低かった2004年5月に並んだということになる。図表2の(1)がESPフォーキャストのデータであるが、2年間の予想という意味では、この4月、5月、6月の太実線が直近の調査であるが、あまり変わらなくなっているという格好であり、2009年度を平均すると-1.4%、2010年度が-0.5%とあまり大きく変わっていない。ただ、今回はまだ表には載せていないが、このESPのフォーキャスト調査は、新たに長期の成長率とインフレ予想の見通し調査というものを、半年に1度、年2回ずつ新たに行うことになった。まだ一回目なので、過去との比較はできないので載せていないが、その数字だけご紹介すると、5年ずつ区切っていて、2006年から2010年の5年間——3年分実績で2年分予想——と、2011年から2015年の5年間でどうかというアンケートを取っていて、成長率は、2006年から2010年の予想値が-0.4%に対して、2011年からの5年間で+1.4%。CPIは、2006年から2010年の-0.0%に対して、2011年から2015年が+0.5%ということなので、一応足許のマイナス成長とCPIゼロ地合いから、プラス成長とCPIが1弱に戻るという予想になっている。あとは新しい大きな動きはない。

図表3で政策金利水準の評価であるが、1~3月のGDPを入れて計算し直しているが、(2)で実質GDPトレンドとの乖離でみると、まだ緩和方向ではあるけれども、緩和の程度が相当縮まってきているという絵であるし、図表4のテイラー・ルールは、これは今話題のGDPギャップをそのまま計算どおり使っているので、大きなマイナスになっている。

図表5以降の資金調達コストであるが、これは3月、4月分の貸出約定平均金利が出た。その結果、結構下がっていたなということである。図表6の(2)、数か月前から掲載し始めたフローベースの総資金調達コス

トのイメージであるが、一番右側の 2 本の 3 月と 4 月であるが、元々 3 月という月は貸出が増える月であるので、相対的に金利の高い貸出のウェイトが増える結果、このようにちょっと飛び出ているのだが、その前からのトレンドをご覧頂くと、総資金調達コストは引き続き下がっているということがみて取れるかと思う。中身でみると、白抜きの CP 発行金利、それからその下の一番大きい部分を占めている新規貸出約定平均金利の部分が少しであるが寄与するという格好で、少しずつ下がっている。個別にみると、図表 7 が貸出金利であるが、(1)の貸出金利の表にあるように少しずつ下がる傾向にあるし、(2)のスプレッドであるが、昨年の秋口以降、特に短期を中心にスプレッドは上がる傾向がクリアにみられた訳であるが、足許 4 月からは若干頭打ち感が出ている。ヒアリング情報だと頭打ちから少しは下がるかもしれないという話がある。全体としては予備的需要も含め、資金需要が沈静化しているということと、CP・社債市場が回復しているので、そちらに資金調達が戻っているということもあって、スプレッドについては上昇地合いから変化しつつあることに加え、ゆっくりとはいえ TIBOR も少しずつ下がりつつあるので、貸出金利はなお僅かかもしれないが、下がる方向とみている。それから、図表 8 が CP 発行金利であるが、(2) CP 発行スプレッド、これも先程ご議論があったとおり、 $a-1+$ はマイナスということで、恐らくほとんどの $a-1+$ の企業がマイナスだろうと思う。ただし、 $a-1+$ の企業はさすがに低下の限度も目一杯であり、今はこの低下が $a-1$ フラット格に滲み出しているという段階だと思われる。その結果、 $a-1$ フラットでも FB を下回る発行が出始めているという状況かと思われる。図表 9 で、社債発行利回りであるが、これも多少格付けごとに凸凹はしているが、全体としては低下方向にあるということである。以上、企業の資金調達コストという意味では、それぞれ低下しているが、図表 10 で、これは直近に出た法人季報で、支払利息と ROA との比較という観点からみると、ROA が極めて急激に低下しているので、収益性との比較での金利負担はかなり厳しい状態になっている。

それから、図表 11 から量の動きであるが、全体として企業の資金需要が沈静化しつつあることが数字のうえでも表われており、民間部門総資金調達の 5 月の前年比は+1.2%と、1~3 月の+1.5%から幾分伸びを低めている。中身は、銀行が低下したほか、直接市場調達は特に C P がマイナスを大きくしているのので、4 月の 0.0%から 5 月は-0.2%とマイナスに転化している。それぞれの伸びをご覧頂くと、銀行貸出の計が 4 月+4.2%から 5 月+3.9%、それから、C P の前年比が 4 月の-13.2%から 5 月の-15.5%に落ちていることが特徴である。それと量の面では、この 5 月から 6 月にかけて最も特徴的なのは、社債発行ラッシュであり、5 月も 6,650 億円と割と多めの発行だったが、6 月入り後もかなり発行が増えており、12 日までの途中ラップの集計だけで、既に 1 兆 2,900 億円に達している。因みに、私共は銀行を除いて計算しているので、銀行を含めると、多分 2 兆円を超えると思うが、いずれにせよ、銀行を除くベースの今申し上げた 1 兆 2,900 億円であれ、含むベースであれ、恐らく単月の発行高としては、このままいけば史上最高になると思われる。そのうえ、4 月頃から復帰してきた A 格の発行が、今申し上げた 1 兆 2,900 億円のうち 1,500 億円あって、割合で言うと 12%位ということである。因みに、今年の前半のリーマンが起きる前の A 格のシェアが大体 20%位だったので、大分近付いた。その意味では、スプレッドあるいはこの発行量も含めて、社債については（どこを基準に取るかではあるが）A 格以上はかなり正常化した、かなり良くなったということだろうと思う。ただし、B B B 格はそういう訳で 5 月に一社の発行が出た後、その後はないという意味で、二極化が続いている。

それから、背景にある企業の資金需要——1~3 月期の話ではあるが——についてご説明すると、図表 16 であるが、これも新しい法人季報で 1~3 月期まで出ていて、(2)の資金需要の内訳という表をご覧頂くと、この太実線で資金需要は、この 1~3 月期はかなり跳ねた格好になっている。中身をご覧頂くと、まず資金需要を減らす方向で作用したのは、斜め線を引いてある小さな棒が 10~12 月期はちょっとプラスだったのが、1

～3月期はほとんどなくなっている。これは運転資金の増減なので、やはり在庫調整の進捗に伴い運転資金そのものの需要は、資金需要を減らす方向に1～3月期は作用した。これに対して、下のマイナスに出っ張っているキャッシュ・フロー設備投資の方は、マイナスが縮小するという格好でキャッシュ・フローが縮んだ結果、資金需要を増大させる方向で働いた。それから、ちょっとみにくいのだが、下に出ている波線であるが、これが10～12月期はマイナスだったものが、1～3月期は若干のプラス——黒く潰れてしまっているのだが——になっているので、やはり手許資金の積み上げということが寄与している。白抜き棒は、その他であり、(3)のグラフをご覧頂くとおり、その中でもその他の中のその他、具体的には特別損益であるが、恐らくリストラ費用等のキャッシュの必要性があったということだろうと思う。1～3月期としては、全体としては運転・手許資金の需要が低下し始める中で、手許の積み上げ、収益の悪化、その他のコスト等で資金需要が増えたという動きでトレースできると思う。

それから、企業金融関係、アベイラビリティの指標であるが、まだ中小企業とDIが出ているだけだが、この3月位からみられ出した悪化の下げ止まりの動きがまだ続いている。図表17の金融機関の貸出態度で、日本公庫の金融機関の貸出態度の4月、5月、あるいは資金繰りDIで、この3月から5月の動きを、左側の1～3月辺りと比べて頂いても、下げ止まりから幾分改善という動きがみて取れるかと思う。

この点は、倒産の動きとも共通しており、図表20の倒産計数・負債総額で、5月の倒産件数をご覧頂くと、1,203件の-6.7%ということで、12か月振りに前年割れであるし、季調済の水準は1,183件ということでかなり減っている。ちょうど図表21のグラフの太実線が季調済の倒産件数であるが、足許これだけみるとかなり減っているというところがみて取れるかと思う。中身で業種別にみると、やはり建設辺りが減っており、全体としては緊急保証の効果と公共事業の増加といった影響が出ているのかなとみている。

最後にマネー関係であるが、図表22で、マネタリーベースは引き続き

4月、5月と+8%内外の伸びを続けている。中でも5月の銀行券の発行高が+1.1%と伸びを高めているし、マネースtockでご覧頂くと、預金通貨の伸びが4月+0.5%から5月+0.7%と増えている。日銀券の発行高の伸び率上昇と預金通貨の上昇は、両方とも定額給付金の効果であるとみているので、その結果、マネーの伸びに対する寄与は財政赤字が大きく寄与する格好になる。それが図表24の(1)のM2の要因分解でご覧頂くとおり、最近の特徴は、この薄いシャドーの海外要因、対外経常収支要因が段々小さくなってきて、白抜きの財政要因がマネーに対する寄与を増やしているという展開で、比較的高めのマネーの伸びが続いているということになる。

個別の項目は以上であり、総括判断であるが、この間の金融政策運営の三つの柱——政策金利の引き下げ、市場の安定化、企業金融——に基づいて簡単にレビューをしておきたいと思う。まず、政策金利の評価ということで、この間の政策金利引き下げが市場金利や貸出金利にどの程度浸透したかという追随率の客観的なデータをご紹介しますと、この間オーバーナイトは0.5%から0.1%と40bp低下した訳だが、リスクフリーのレート、例えば短国の3Mは、この間ちょうど40bp下がっているので、追随率は100%である。これは過去の金利低下局面でも、政策金利の引き下げに応じて、大体3か月から6か月で100%下がるというパターンであるので、今回も過去と同じように下がっている。それに対して、先程ちょっとご説明した貸出約定平均金利の下がり方であるが、これは、実は、それぞれの局面によって結構差がある。1995年位までの局面では、政策金利の下げに対して、大体3か月から6か月でほぼ100%追随するというパターンが多かったが、これに対して1998年、1999年のいわゆるクレジット・クラッシュ期は、3か月から6か月で大体2割から4割で、追随率は半分以下ということになった。これと比べると、今回はこの4月までで追随率70%である。従って、現在の政策金利の引き下げに対する貸出金利の追随の仕方であるが、1995年頃までと比べると低いのが、金融機関のリスクテイク能力が非常に大きく毀損されていた1998年、1999年と比べると、7割位は追随し

て金利は下がっている状況にある。それから二つ目が、市場の安定化であるが、市場によって凸凹はあるが、スプレッドからみる限り、特に日銀、政策当局が活動しているマーケットではスプレッドからみる限り相当安定化が進んでいる。ただし、政策のつかえ棒があるということと、市場流動性と市場間の裁定の円滑性という観点では、まだ機能回復は十分ではないと、こういうことかと思う。三つ目が、企業金融全体であるが、これは先程ご説明申し上げたけれども、一応、供給と需要に分けてみると、供給要因あるいは資金仲介要因からいくと、C P・社債市場については、C PのA1以上、あるいは社債のA以上は、相当、リーマン前に回復したと、いいと思う。むしろ高格付けについては、F Bとの逆転現象も起きているということであり、その意味では、問題はB B Bレンジの低格付け企業の問題に限定されつつあるということだろう。一方、銀行の貸出姿勢であるが、これはまだ一部のD Iデータだけであるが、厳しくなる方向が下げ止まった後、回復している兆しがみられている。一方、資金需要の方であるが、これはむしろ資金需要は沈静化しつつある。以上、仲介機能と資金需要の両方の面からみて、企業の資金繰りは改善の兆しがみられている。特に大企業はヒアリング情報でみると、1～3月に大分手許に積み上げたということもあり、4～6月は一息ついているということであるし、中小企業もD Iや倒産などからみて、改善の兆しがある。これらは7月の短観で総合的に判断していきたいと思っているが、全体としては、金融環境は、これまでの単にマーケットの緊張感が後退しつつあるという局面から、全体として改善の動きが始まっているという局面に移っていると思われる。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

金融の緩和度合いを企業のR O Aとの比較でみる場合に、かなり時点が

古いが、どうやってみたら良いのか。

雨宮企画局長

かなり古いとおっしゃるのは、制約が二つあって、まず、データが古いのと、もう一つは、古い新しいというよりストックで比んでいる点。ストックで比べるとというのは、ある種の金利負担とか金利コストに焦点を当てた概念である。本来、金利で金融の逼迫を考える時は、もう一つ限界概念——追加的な設備投資が限界収益対してどうかというフロー——でも考える必要がある。その意味では、こうしたROAとの比較は、ストック概念であることと、ちょっと古いデータであることも含めて、慎重にみる必要があると思うが、大きな流れとして、今申し上げたような改善の動きは相当出始めているけれども、なお厳しさが残っているというように前回は判断した。今回もそういう説明をするつもりである。なお厳しさが残っているという判断の中には、例えば金融機関の貸出態度判断DIとか、資金繰りDIが、まだレベルとしては1998年、1999年並みかそれに次ぐ厳しさであるということと同時に、こうした収益性との比較でも厳しい、あるいは成長率との比較でも厳しいという要因を両方加味して厳しさが残っている、という判断材料にしているつもりである。

山口副総裁

政策金利の引き下げに対する追随率は1995年以前は100%だったが、今回は7割位だという話である。今、政策金利そのものはゼロに近い訳だが、貸出約定平均金利についてはなお下げ余地があるとみておいて良いのか。

雨宮企画局長

これが数か月経って100%までいくかということ、これは例のTIBORの議論も含めて、今回は金融機関がクレジット・リスクに対して非常に慎重になっている。金利の引き下げに慎重になっていることが続くとする、

多分かつてのように割と短期間で100%に行くということはちょっと望みがたいかもしれない。しかし、ここで止まったかということ、先程申し上げたとおり、貸出金利は、最終的には資金需給でスプレッドが調整されて決まってしまうので、割と弱めの資金需給ということも含めて考えると、もう少し低下余地はあるだろうと思っている。

中村委員

社債であるが、足許、発行体よりもむしろ投資家のニーズが強いために発行が随分膨らんでいるという話を聞くが、一時的な動きではなく、社債に対するリスク・アペタイトが戻りつつあると考えて良いか。

雨宮企画局長

この情報は、直近は両方あって、マーケットのネタからご説明したい。元々なぜこんなに発行がラッシュしているかということ、両方のニーズがあって、発行する方もやはり将来の不安があるので、今割と良い時代のうちとにかく沢山前倒しで発行しておこうというニーズがある。一方で、投資家サイドも——サーチ・フォー・イールドまではいっていないが——、それなりのスプレッドで運用できるのがあればということで買い意欲も強い、戻ってきているという要因がある。これは、この場でもご説明したが、当初のもくろみ以上にむしろ増やすということであったので、これまでは投資家の希望で増えてきたという面がある。足許、さすがにお腹が一杯になってきたともらず投資家も増えているとも聞いている。ただこれは、マーケットの需要と供給のバランスが変わったということで、消化もできなくなってしまうのかということ、どうも私はレートの調整の問題ではないかと思っている。例えば、AAAの社債のスプレッドは、この資料の中にもあるが、もはやリーマン前、大体、過去平均は20bp位だったのが、17bp位になってしまって、その意味での妙味が薄れてきている。どこかで私はスプレッドの調整が少し変わるのではないかと思うが、足許は地方債など

も出ているので、少しお腹が一杯になりだしたのは、こういうのも出始めていることもある。

野田委員

社債の発行の中身を、私はまだみていないのだが、新発債については大きく言って、実質的な借り換え、リファイナンスという二つがあると思う。私は、リファイナンスの部分が——先取りにしろ、タイムラグがあるにしろ——まだ多いと思う。というのは、資金需要がそれ程実際に出ていない中で、これだけのラッシュがあるということは、恐らくこれまで借り換えが遅れていたものを取り返すとか、少し長いタームの資金調達運用バランスをみて、それからもう少し先の償還に備える動き、この辺を少しつっこんで分析してみて頂けないかなと思う。実際に新発債が新規の資金需要に対応する、あるいは間接金融をかなり減らしてまでこちらに出てくるというのなら、クレジット市場というのは本当に回復したと言えるのだろうが、まだリファイナンスの域にとどまっていれば、まだまだ本格的な回復とは言えず、一時的に、今雨宮企画局長がおっしゃったように、投資家のアペタイトに上手く載ったリファイナンスのレベルなのかなという気がしないでもない。その辺は如何か。

雨宮企画局長

一本一本の社債の発行について、全部紐付きでリファイナンスがどうかとチェックしている訳ではないが、リファイナンスの面が相当大きいだろうと推測できる材料が幾つかある。一つは、10～12月、1～3月と、発行そのものができなかったのもので、ちょうど環境が好転したということもあるし、実は、社債の10年前の社債発行ラッシュで出た社債の償還が1～3月よりも4～6月、10～12月が多いのである。従って、足許、割と社債の償還が多い時期であるということ、さらに、ご指摘のとおり、そもそも今設備投資の資金需要が盛り上がっているという状況ではないので、そういう意味では、資金需要のかなりの部分は、この半年間発行できなかった分を貯め

て出てきたということと、4～6月と10～12月は償還の前倒しという部分が大きいように思う。

中曾理事

あと、こういう構図もあると思うのだが、CPの方は前年比マイナスだが、社債の方が長期安定資金でその調達環境が良い。さらに言えば、CPは日本銀行がバック・ストップとしているので、いつでも調達できるだろう。であれば取れる時に安定資金の調達手段である社債を活用しておこうという感じもあるのではないかと思う。

野田委員

そういうことからいくと、先程も雨宮企画局長がおっしゃった、ここまでスプレッドが低いというのは、やはり少しラッシュ、ラリーの結果なので、今後、もう少しまた戻る、その辺のアペタイトも落ち着くと考えられるか。

雨宮企画局長

発行の方か。

野田委員

発行である。極端に縮んでいる。

雨宮企画局長

足許、投資家サイド、あるいは引受証券会社サイドでは、やはりAAAについては少し発行がラッシュし過ぎているという感じが出始めているため、どこかではスプレッドの調整が起きる可能性があると思う。

野田委員

分かった。

須田委員

スプレッドが縮み過ぎるということは大丈夫か。要するに、今の流れとして、投資家が凄くラッシュして並んでいるという話を聞く。証券会社にしても皆買いたい、そしてなかなか希望したロットを手にはできないというような話も伝わってくる。少しスピード感としては行き過ぎかなという気がするのだが、そこまでは…。

中曽理事

今は、多分、高格付銘柄でL+25bp とか+35bp で、一番高い時に比べると、AAとかAで1/3位になっているのではないか。だから、この間かなり早いスピードで縮小してきたが、ただそれ以上に縮まっていくという感じはどうであろうか、今はそんなにはないのではないか。

雨宮企画局長

もうないのではないかと思う。

水野委員

これだけアウトルックを下げたり、格下げしたりする話も出てきているので…。

雨宮企画局長

その懸念はまだ残っている。だから逆に、出す方は今のうちに出しておこうという…。

白川議長

図表 14 の格付け別の発行状況の中でB B Bの発行が一社しかないということを、どのように考えるのかということだが、前回の決定会合でも議論になったように、出そうと思ったら出せるけれども、しかし高いスプ

レッドが顕在化するの嫌だということを出さない企業もあるという話であった。自分自身がそういう問題意識を持っていなかったのだが、かつてBBBがそこそこ出ていた時、どういう企業がどういう気持ちで出したのかなと改めて考えている。つまり、先程のスプレッドがどういう数字に戻るのかという話にも絡むのだが、かつてのように薄いスプレッドに戻るのであればそういう状況になるまで待とうとなるが、多分、そういう状況というのはいつまでも来ない。そうすると、ある段階で、新しいレジームがそういうことになったら、BBBの企業はまた出すかもしれない。今ぱっと聞いても難しいかもしれないが、かつてはどういうところが発行していたかについて何かの時に教えて頂ければと思う。

中曾理事

多分、一つ言えるのは、今、完全に発行しなくなってしまっているのが、いわゆる特定業種と言われている銘柄、不動産、それから消費者金融絡みである。一方で、そういうものに投資していたのが、アクティブ系の年金と言われている。今、全体としてリスク・アペタイトは回復していると言っているが、そういったアクティブ系の年金などはほとんどまだそういう感じではないのでないか。そういう需給両面から、BBBは特定の鉄道みたいなインフラ系、実質的にはもっと高い格付けと認識されているような企業で、かつて主流だったその他の部分のごそっと抜けているということではないだろうか。

須田委員

かつてのBBBのスプレッドは、クレジット・バブルでかなり薄かったということはなかったか。

雨宮企画局長

一時、確か、100bpか、200bpか……。

須田委員

1995年とか1996年とかは、5~60bpまで下がったという・・・。

雨宮企画局長

そういう時期はあった。

須田委員

だからそういう部分では、それなりに出ていたなという感じがする。

雨宮企画局長

今、白川議長がおっしゃったBBBがどういう顔触れかということ、例えば、商社で言うと、上二つはAAで、次の二つ、三つがAで、次の二つ位がBBBというイメージであるので、それなりの企業があると思う。あとはクレジット関係が多いという特徴がある。今、白川議長がご指摘のBBBで完全に切れてしまっているのは、やはり社債市場全体として戻っていないことの一つの現われだと思う。先程から話題に出ていた、普通のマネーマーケットもスプレッドは大分良くなってきたが、一種のマーケットのセグメンテーションというか、裁定が上手くいかない部分が生きている。要するに、信用判定と金利が一对一对で連関しているというよりは、どこかで切れてしまっていて、投資家の方は、Aは買う、でもBBBだったら幾ら乗っけても嫌だ、こういう感じができてしまっているのだと思う。それがある程度スプレッドであれば投資家も買うし、発行者も満足して発行するということまでいかない、やはり市場の機能が戻ったということにはならない。実際、50bpまで縮まってしまった時以前をみても、日本は、そうはいつでもBBBというのは全体の発行量の1割位は出ていたので、そこまで発行する方も購入する方も分断が収まらないと、やはり市場機能が戻ったとは言えないのではないかとみている。

中曾理事

類推も含めて言うと、先程水野委員がおっしゃったが、要するに、不確実性がまだあると思う。つまり、企業業績はこの先どうなるか分からない。それから格付けが下がるかもしれない。そうするとBBBというのはインベストメント・グレードぎりぎりのところなので、一個格下げになってしまうと、そもそも投資ができなかったはずのものになってしまう。そういうリスクがあるので、やはり躊躇するところが投資家サイドにもあるかもしれない。

水野委員

運用委託者から何を買っているか説明責任を求められることがある。

白川議長

他にご質問はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、最後に金融経済月報の概要について、説明をお願いします。

関根調査統計局参事役

それでは、私の方から実体経済、物価について前月からの変更点を中心にご報告させて頂く。まず、現状のところをご覧頂くと、冒頭 2009 年 6 月の左側であるが、「大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」。前回は、「悪化を続けているが、輸出や生産は下げ止まりつつある」としていたことからすると、若干判断を進めた形になっている。先行きのところの表現をみて頂くと、「景気は、当面、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」と先月はしていたが、概ねそれに沿った形で現状がなっているということである。その内訳であるが、先程の門間調査統計局長からも説明があったとおり、輸出、生産がはっきりと

増加しているので、こちらの方を「持ち直しに転じつつある」、また公共投資の方も、「増加に転じつつある」のところを「増加している」に変更している。先行きについては、「景気は下げ止まりの動きが次第に明確になっていく可能性が高い」としている。各論の方は、現状のところでは申し上げたところをさらに判断を進めるということであって、輸出、生産については「持ち直しを続ける」、公共投資も「増加を続ける」とそれぞれ「続ける」という言葉を加えさせて頂いている。物価については、ほとんど変更はないが、一点だけ、国内企業物価の3か月前比をみると、こちらの方が3か月前比が-1.2%というのが2か月連続して続いた。こちらの方は、先月は「下落を続けているが、下落幅は縮小してきている」としていたが、同じような下落幅となっているので、ここはシンプルに「緩やかな下落を続けている」という形にさせて頂いている。私の方からは以上である。

加藤企画局企画役

続いて、金融についてご説明させて頂く。まず、金融の最初のパラグラフであるが、金融市場のことであって、アンダーラインのところは市況である。先月の会合の時、長期金利は大体 1.42~1.43%位であって、今足許 1.50%であるから、若干上昇と今書いている。株価は日経平均でみると、前回の会合時が 9,200 円程度であったので、これも上昇と今のところ書いているし、為替については円ドル 94~95 円程度であったので、こちらの方は下落という形になっているが、これは明日の市況次第で若干変更させて頂くかもしれない。次の総括判断は、飛ばして頂いて、次の各論の方を先程企画局長からご説明したところを反映した形で若干変えている。一つ目のところのアンダーラインは、企業の資金調達コストであるが、こちらは低下という感じであった。特に、CPの発行金利と社債の発行金利の低下が主因であったので、それを反映させた形で「CP・社債発行金利の低下などから、一段と低下している」という表現にさせて頂いている。その次の量の部分について、「企業の資金調達動向をみると」というところであるが、これは貸出の数字が年末よりも若干下がっているが、一方で

3.9%程度と高めであることを反映した形で、「銀行貸出は、昨年末に比べればやや伸びは低下しているものの、大企業向けを中心に高めの伸びを続けている」という表現をここに書かせて頂いている。さらにその後、CP・社債の発行環境のところについては、先程もご説明したようにスプレッドの低下と——発行ラッシュというご発言も先程あったが——社債発行量の拡大ということもあるので、CP・社債の発行環境は、前月の「ひとこるに比べ」という表現を「一段と」というさらにもう一步進めた表現にしている。アベイラビリティについて、資金繰りや金融機関の貸出態度については、やはりDIに改善の動きが少し出てきているということ踏まえて、「悪化に歯止めがかかる動きがみられるものの」という表現にここも変えさせて頂いている。以上、これらの判断を総括判断して、先月は「わが国の金融環境は、ひとこるに比べて緊張感が後退している」と書いてあったが、これをもう一步進めさせて頂いて、「改善の動きがみられるものの」という形で書いている。CP・社債の発行環境や中小、中堅の貸出態度、資金繰り等のDIの変化などを踏まえたものである。ただ、全体については、「なお厳しい状態が続いている」と、やはり改善しているとは言っても、DI全体はまだ低いとか収益環境等色々なものを諸々判断すると、やはり厳しいということと、後は、7月1日に出てくる短観も含めて、この先の状態をもう少し確認していきたいということもあり、「なお厳しい状態が続いている」という全体判断を維持する形で、概要を書かせて頂いている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

野田委員

一点だけ、前月との比較でどうなったのかということだが、最初の現状判断で、この表現自体は良いと思うのだが、前月は「輸出や生産は下げ止まりつつある」という言葉が付いている。今月も実際にはコンポーネント

のところにあるように、輸出は「大幅に落ち込んだあと、持ち直しに転じつつある」というのは、事実、正しいが、なぜ総括のところ、コンポーネントの説明が……。結局、輸出や生産だけなのだな。

関根調査統計局参事役

敢えて言えば、公共投資もということであるが……。

野田委員

公共投資も敢えて言えばそうである。先月の流れからみて、ここで落とした明確な理由があれば、それはそれでそうなのだが。言っていることに異論はないのだが……。

関根調査統計局参事役

先月は、やはり輸出、生産が下げ止まりつつあるということに、フォーカスを当てた表現の仕方ということであって、おっしゃるように、今月はなぜそこにフォーカスが抜けていくのかという話にはなるのかもしれないが、景気全体としての表現というのが、まだ前月の時点ではみえなかった。その中のごく一部の輸出、生産というところに下げ止まりつつあるという感じが出ているということで、敢えて冒頭表現まで持ってきて、そこについて表現をさせて頂いている。今月については景気全体について、「下げ止まりつつある」というように表現を変えているので、あえてその各論のところを、ここでまで書く必要性はないのではないかと。実際、すぐ下のパラグラフで、その話は書かせて頂いている。であるから、少しフォーカスが変わったということではないかと思う。

水野委員

あまり言う気はなかったのだが、何が違うかと言ったら、簡単に言えば政策効果ということである。この1か月間、政策効果が多少数字に現われてきた訳である。それを除いた国内民間需要は皆弱い。

関根調査統計局参事役

然り。あと、在庫調整が進んでいるというのはある。

水野委員

それは生産なので、野田委員の質問に答えていることにならないと思う。言うつもりはなかったのだが、確かにそうだなと思ったので。先月が例外であったという理解で良いか。

関根調査統計局参事役

然り。全部を調べた訳ではないが、冒頭表現のところ、各論についてメンションするというのはあまりない形である。

須田委員

もう一度確認であるが、先行きについて「悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まっていく」という表現が、そのまま現状にきた場合と比べたら、今回の表現というのは、少し上振れているのか。それとも変わらないのか。

関根調査統計局参事役

気持ちの差で上とか下とかあるのかもしれないが、私はもう少し雑な人間であるので、大体同じというふうに答えようと思っている。

水野委員

展望レポートに沿って動いて、局面が変わっただけの話であるな。上方修正とか、下方修正という言葉は、我々の中ではあまり好まない。ただ、最近、マスコミ等で使われているので、上か下かというのは多少気になっている。

関根調査統計局参事役

そういう意味では、思ったとおりということだと思う。

水野委員

もし、今中間評価をすれば、概ね沿っているということであるな。

関根調査統計局参事役

然り。

野田委員

それは先月少し議論したとおりである。

亀崎委員

物価は、こういうことだと思うのだが、このところ——これは前年比だから結局こういうことなのだが——、原油価格が急激に一時の二倍位（72ドルとか）に、調整もなくどんどん上がってきている。前年比でみると、価格の下落であるが、足許の動きは下落どころか上がってきている。これは、こういう文章だからこういうことなのだろうが、現在の状況で、石油製品価格の下落というと、昔と比べれば下落であろうが、今は上がってきているのでなんとなく少しアップトゥデートではないような感じがしない訳でもない。

水野委員

既往の、と付けてはいかがか。

須田委員

このあいだ、交易条件で、そういう話があったのと同じではないか。

西村副総裁

物価そのものは、やはりかなり遅行指標なので、我々は書いていく時に今の状態で書いていかないといけないので、将来もし書くとすれば——今回は書けないだろうが、次回以降書くとすれば——、先行きのところに少しそういうことを入れていくと。

関根調査統計局参事役

もう少し目にみえる形で出てくるようであれば、そういったところをもう少しこういったところにも織り込んでいくのかなと考えている。

白川議長

宜しいか。明日は、午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆さんにおかれては、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。

(16時54分中断、16日9時00分再開)

白川議長

決定会合第二日目を開催する。本日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営等に関する討議、政府出席者からのご発言、議案取り纏めと採決、5月21日と22日の決定会合の議事要旨の承認、そして最後に2009年7月から2010年6月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。政府出席者のご紹介である。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っているので、よろしく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

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

水野委員

まず執行部の「わが国の景気は、大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」という現状判断には同感である。現状、景気全体の悪化テンポは和らいできた。各国の政策当局による財政・金融政策の効果が現われ始め、一般機械など設備投資関連を除く幅広い業種で在庫調整が進捗し、生産と輸出は底打ちした。自動車生産の生産全体への波及効果の大きさが改めて確認できたところである。もっとも、これは4月末に公表した展望レポートの中心的なシナリオの範囲内である。この間、国内民間需要は弱まっているし、海外経済は想定比上振れといえる状況にはない。政府が補正予算に盛り込んだエコポイント制度やエコカー購入支援といった消費刺激策、公共投資の前倒しなどの政策効果もあり、我が国の実質GDPは、早ければ4~6月期、遅くとも7~9月期には前期比プラスに転じ、2009年度中はプラス成長を維持する可能性が高いと思われる。しかし、我が国経済は在庫調整の進捗を起因とする生産の持ち直しという短期的な景気循環と、世界的な金融危機の後遺症の持続を主因とする構造調整圧力が混在した状況である。政策効果が剥落する2010年度に景気回復が息切れする可能性がある。

実際、景気の先行きについては、4月末の展望レポートに盛り込んだ下振れ要因、とりわけ、企業の成長期待が下振れ、企業行動の萎縮が設備投資のみならず家計支出の抑制に繋がるリスクが顕在化する可能性が払拭できない。というのも、生産や実質輸出は展望レポートの見通し期間中に、昨年のピーク時の水準に戻る可能性は低いと言わざるを得ないからであ

る。2008年度に続き2009年度も減収減益、あるいは最終損益赤字となる企業は少なくないと見込まれ、企業部門はコスト削減努力を続けると予想される。また、我が国の企業部門は過去に三つの過剰問題を克服して既に経営上の無駄が小さくなっているため、今回の業績悪化への対応が迅速である。今回の景気後退局面では、製造業から非製造業への負のインパクトの波及が速いことも特徴である。すなわち、設備投資をみると、4月の機械受注(船舶、電力を除く民需)は、前月比-5.4%と2か月連続の減少となり、同じく4月の資本財出荷(除く輸送機械)は前月比-15.7%、前年同月比では-40.5%と大幅に減少するなど、企業収益の未曾有の悪化による設備投資の大幅な減少を示唆している。また、日本政策金融公庫による中小企業設備投資動向調査(4月分)をみると、中小企業の2009年度当初の設備投資計画は、前年度実績比-43.8%減となった。この減少幅はオイルショック後の1975年度の-30.7%を下回り過去最大となった。

次に、雇用・所得環境についてみると、大方の予想を上回るペースで悪化している。4月の完全失業率が5.0%に達したほか、4月の有効求人倍率は0.46倍と4月比0.06ポイント低下し、1999年5月、6月の既往最低水準(0.46倍)に並んだ。有効求人倍率の分子にあたる有効求人数が前月比-7.4%と大幅に減少する一方で、分母である有効求職者数は4.2%も増加している。企業の採用が減る一方で、非自発的失業や収入減によって職を探す人が増え続けているということである。より限界的な動きを示す新規求人数も-0.9%と減少が続いている。法人季報によれば、労働分配率は大幅に上昇したが、これも雇用調整圧力が今後さらに強まる可能性を示唆している。なお、4月末の展望レポートでは、非製造業部門が製造業の余剰労働力の受け皿になるとのシナリオが盛り込まれていたが、非製造業には未だにそのような成長業種は現れていない。

過去の景気後退局面では、家計所得が減少しても個人消費は底堅さを維持していた。しかし、今回は供給サイドの個人消費関連指標をみると、政策効果の恩恵を受けている家電、自動車販売を除き、基調的に悪化してい

る。また、目立たないが住宅投資も大幅に減少している。毎月勤労統計ベースのみならず、労働力調査ベースでも昨年秋以降、雇用者所得の前年比マイナスが続くもとで、家計部門は所得の減少を一時的なものと判断せず、恒常所得の減少と認識し始めた可能性がある。仮に政策効果の一巡等で、個人消費の底割れが明確化した場合、4月末の展望レポートで示した景気のメインシナリオの下振れリスクが顕在化することになる。

我々は、展望レポートにおいて、政策効果の一巡、在庫調整の進捗した後の景気回復力は、海外経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存する可能性が高いとした。

海外の経済・金融情勢の先行き不透明感は引き続き強いといえる。米国は、失業率の大幅上昇、モーゲージ金利上昇、ガソリン価格高騰、金融機関の貸出態度の慎重化など信用状況の引き締めを受けて、家計部門を中心に景気回復のモメンタムは脆弱である。実質GDPの個人消費の基礎データとなる自動車、ガソリン、建設資材を除く小売売上高は、4～5月平均の1～3月期対比が-0.4%と前四半期実績の+0.5%から悪化が見込まれている。

ユーロ圏は、悪化のテンポは徐々に和らいでいるものの、ドイツの景気回復の遅れもあり、実質GDPが前期比プラスになる時期は米国よりも遅く、今年の10～12月期までずれ込みそうである。一方、中国は、4～6月期以降、生産と固定資産投資は高い伸びをみているが、電力生産は減少している。また、輸出が減少を続けているほか、政策効果で持ち直している自動車販売を除けば個人消費の回復に力強さは確認できない。財政出動による景気押し上げ効果が一巡した後の回復の持続性に疑問が残る。その間、NIEs、ASEAN諸国は、全体としてみれば今回の世界同時不況から最も早く脱却する地域となる可能性が高いと思われる。

なお、主要国で金融・財政政策を総動員した経済対策が発動されているため、行き場を失った投資マネーは、コモディティや新興国の株式市場に再び流入している。素原材料価格の高騰が、交易条件悪化による企業収益の逼迫につながるリスクがある。また、一部の素材業種では生産水準を引

き上げているが、その全てが実需なのか、国際商品市況高を受けた仮需によるものではないか、という点は注意が必要である。以上である。

白川議長

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、まず国際金融資本市場では、金融システムや実体経済に関する不安心理が徐々に改善される方向で、リスク資産への投資増加とその裏返しとしてこれまでの質への逃避からの巻き戻しがみられる。リスク資産のうち、株価については、世界的な上昇トレンドが維持されており、日経平均も1万円台を回復と書いたが——今日は落ちているのだが——、かなりのところまで回復しているという形になった。米国株はこのところ上昇テンポに一服感が窺われるが、大手金融機関の公的資本返済見合い等の大型増資を吸収しつつ、年初来高値を更新した。これも昨日下がったが、全体としてみれば高値の範囲に入っていると思う。また、原油等国际商品市況もポジションが徐々に復元され上昇テンポが強まっているように見える。この間、米欧の長期金利は一段とレンジを切り上げている。先々週、米国雇用者数の減少テンポの急な縮小をきっかけにFF先物は、一時Fedによる年内利上げを大きく織り込んだ水準まで上昇し、短中期ゾーンの金利も結果として大きく上昇した。結局ターニングポイントは3月9日前後であった訳であるが、銀行の四半期決算が予想より良かったとはいえ、なぜそれがその後の持続的な上昇に繋がったかは定量的で説得的な説明は難しいと思う。ということは、足許の金融資本市場の動きは基本的には金融システムや実体経済の改善を先取りするものと解釈は可能なものの、単に市場機能が十分には回復していない現状では、ポジティブであろうとネガティブであろうと、ちょっとしたショックに市場はオーバーシュートしやすいということの反映という可能性も否めない。昨日の動きなどは、そういったものの可能性が高いと思う。従っ

て、今後の持続可能性については相当な不確実性があることに注意する必要があると思う。特に金利やコモディティ価格の行き過ぎた上昇が実体経済の回復をむしろ阻害することのないよう注意深く見守る必要があると思う。実際、実体経済の回復地合いはかなり脆弱である。

海外経済では、まず米国経済であるが、悪化を続けているが、悪化のテンポは和らいでいるとの評価に大きな違和感はない。企業、消費者マインドではISMやコンフィデンスが着実に改善し、つれて実体経済では個人消費や就業者数にもやや明るさが窺われる。しかし、CPIで実質化したケース・シラー全米10都市実質住宅価格は、ここ数か月下落テンポが逆に強まっており底値の目途が一段と立ちにくくなっている。さらには失業率は9.4%まで上昇し、既にストレステストの悲観シナリオ（2009年で8.9%）をも上回っている。今回は、ショックの大きさを反映し、従来比雇用削減のテンポが速く、GM破綻に伴う工場閉鎖、ディーラー削減のリストラが地域経済に及ぼす影響も懸念される中で、家計を取り巻く環境は厳しさを増している点には十分留意する必要があると思う。

さらに、商業用不動産の動きに注意が必要である。今後1年で大体4,500億ドル、その後6,000億ドルと計1兆ドルに上るリファイナンスが必要と言われている。一方、ショッピングモールなどを中心とした商業施設を皮切りに、商業用不動産価格は今後40~50%位下落してもおかしくないような状況である。従って、今後18か月が大体の山であると考えられる。特に東海岸、西海岸で価格下落が大きく、当該地の大手商業不動産レンダーには相当厳しい損失を計上することになると考えられる。また、地銀の中には他行からノンリコース・ローンを買集めることで融資残高を伸ばすといった、債務者を知らないポートフォリオ構築を進めたところもあり、個別には問題がいろいろ出る可能性に注意する必要がある。

欧州経済は、米国よりさらに状況が悪く、消費者コンフィデンスに大きな改善が窺われないほか、ドイツで自動車買い換えインセンティブの効果の息切れを指摘する向きもあるなど、実体経済指標の悪化のテンポの和ら

ぎも極めて緩慢であると考え。さらに、ラトビア問題等が伝播する中で、経済、金融面での繋がり深い中東欧諸国で資金流失が再加速し、これが欧州経済にも下押し圧力となる可能性がかなりある。

中国については、輸出ドライブが使えない中で、大規模な内需刺激策により景気減速に歯止めを掛けつつあると考えられるが、原油等資源の輸入も再び増え、これがコモディティ価格の上昇要因になっている。その一方で景気連動指標、いわゆる税込、石炭生産、発電量、輸入の戻りは総じて鈍く、中国経済の回復力の本当の実勢については不透明な面が依然多いと思う。

日本経済については、去年の第4四半期、今年の第1四半期に大幅に落ち込んだ輸出と生産が持ち直してきている一方、設備投資が大幅に減少していること、雇用・所得環境が厳しさを増している中で、個人消費も弱くなっていることは、概ね想定どおりの動きである。従って、大筋において月報概要の表現に違和感はないが、一律に下げ止まっていると言い切ってしまうところにはいささか躊躇が残る。在庫、生産と個人消費、設備投資の間にまだら模様の感じがあるからである。とはいえ、まだら模様ながら下げ止まっていると表現するのは、いかにも似非文学的と誹りを受けそうなので、このままで良いとは最終的には考えている。

この間、政府の消費下支え策については、エコカー減税や家電エコポイント、定額給付金については——効果とその評価は今後の話とはいえ——、アネク情報によると相応の需要喚起ができたという報道もあるし、さらに値下げ幅を一段と拡大するといった追加的な企業努力も併用した先が多い模様であり、家計の節約志向の高まりを背景にしながら、ある程度の消費の下支えがあったように思われる。

最後に、物価動向についてであるが、前回も申し上げたが、もし新興国に大きくアップサイドが実現する場合には、先進国では実物経済が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うという危険性については十分注意する必要がある。つまりスタグフレーションに陥るシナリオが、若干ではあるが可能性を高め

たように思えるので、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、リーマン破綻を契機とした金融及び実体経済の急激かつ大幅な収縮の影響が和らいできており、下げ止まりつつある。もっとも、経済や企業活動の水準自体は極めて低く、ここ数年に亘って蓄積されてきた様々な歪みは未だ調整過程にあり、先行きに対する不確実性は高い状況にある。

国際金融資本市場においても、短期金融市場は落ち着きを取り戻しつつある。幾つかの経済指標が前期比では改善し始めていることや、GMが連邦破産法第 11 条の適用を申請したことにより、目先、市場で意識されていた懸念材料が無事消化されたことなどから、投資家のリスク・アペタイトも幾分戻りつつあり、国債に集中していた資金がリスク性資産へ振り替わる兆しもみられる。世界の株価も急速に持ち直しているほか、クレジット・スプレッドも縮小傾向にある。この間、長期金利は経済に対する見通しの改善や、国債の需給悪化懸念等から上昇している。

金融システム面では、米銀の増資が円滑に行なわれているほか、大手金融機関 10 先からの公的資金返済を米財務省が公表するなど、改善の動きが続いている。一方、FDIC は 5 月 27 日に問題を抱える米金融機関の数が、1994 年以来最高となる 305 行まで増加したことを明らかにする中、金融機関の収益力や不良資産償却に対する懸念は根強く残っており、総じてみれば緊張感が高い状況が続いている。

米国では、企業や家計のコンフィデンスが回復しつつあるほか、雇用者数の減少ペースが和らぐなど、景気の下げ止まりに向けた兆しを示唆するデータも増えてきているが、経済全般は引き続き悪化している。小売売上高（除く自動車、ガソリン、建築資材）が 2 か月連続で減少した後、5 月

は前月比横這いとなったほか、新車販売台数も年率 1,000 万台と低い水準にとどまるなど、消費関連は引き続き弱さが窺われる。失業率が 9.4%まで上昇するなど、雇用環境は悪化が続いており、消費者金融の環境も顕著な改善がない中、家計は当面慎重な支出行動を続けると思われる。また、先般、クレジットカード改革法が成立したが、法律の施行に備えてカード会社がローン金利の全般的な引き上げや、クレジット・スコアの悪い消費者に対する与信枠を削減する可能性も指摘されており、足許の消費を一段と抑制しかねないか懸念される。なお、住宅市場では住宅販売件数が低い水準ながらも横這い圏内の動きとなっており、価格の調整が進む中、中古住宅を中心に市場が持ち直しつつあるようである。なお、足許モーゲージ金利が歴史的な低水準から再び上昇し始めており、今後の販売やローンの借換え動向にどのような影響を与えるかが注目される。

欧州についても、輸出が減少しているが、減少幅は縮小するなど経済の悪化のテンポは徐々に和らいでいる。ドイツの 4 月の鉱工業生産が前月比 1.9%減少したように、世界の他の地域に比べると在庫調整の進捗が緩やかなものとなっている可能性があり、生産の底入れや安定化にはまだ時間がかかりそうである。また、ラトビアの通貨切り下げの懸念が強まったことから、他のバルト諸国や当該諸国へのエクスポージャーが大きいスウェーデンの金融機関に対する懸念が高まっており、中東欧諸国の経済は依然として小さなショックに対しても脆弱である。同地域経済の一段の悪化というユーロ圏経済全体の下振れリスクは依然として少なくないと考えられる。

中国経済は、減速に歯止めが掛かりつつある。輸出は外需が低迷していることにより引き続き減少し、目立った改善がみられないが、固定資産投資や生産は財政政策の効果もあって高い伸びを続けている。中国国家発展改革委員会は、既に実施している農村への家電、自動車普及策や、エコ製品補助制度などと合わせ、内需拡大、省エネ促進を図るために、家電と自動車の買い換え促進策の実施要項を発表しており、高めの成長を維持するために政府は様々な対応を採っているようである。

国内経済については、これまでの大幅減産により自動車や情報機械関連製品等で内外の在庫調整が進捗したことを受けて、実質輸出が欧州や東アジア向けを中心に持ち直しつつあり、4月は前月比でASEANを除く全ての地域向けがプラスに転じ7.7%の増加となった。また、生産も輸送機械や電子部品・デバイスを中心に4月は前月比5.9%増加しており、輸出や生産については最悪期を脱したと思われる。もっとも、輸出、生産ともに水準は極めて低いほか、在庫調整を終えたことに伴う増産の影響が一巡する下期以降の伸びに対する不確実性も高いことから、楽観できる状況ではない。設備投資の先行指標である機械受注（民需、除く船舶電力）をみると、4月は前月比5.4%減少しており、昨年秋以降の業績の急速な悪化に伴う設備過剰感は根強いことが窺える。需要が急減したために既存設備の見直しを迫られている企業は、先行きの需要がどの程度まで回復するか見極め難いだけに、新たな投資に抑制的とならざるを得ず大幅な増加は期待できない。しかも、目先の生産回復の背景にある在庫調整の一巡、輸出の持ち直し、経済対策の効果はいずれも永続的でないだけでなく、来年度以降は反動減もありえることから、年度下期以降本格的な回復に繋がっていくかがポイントになると思う。雇用環境については、4月の完全失業率は2003年11月以来となる5%まで上昇したほか、有効求人倍率も過去最低の水準まで落ち込んでいる。賃金も残業代のカットや、企業業績悪化に伴うボーナス削減から急速に減少しており、家計所得は大幅に下落している。需要の本格的な回復が展望できない中では、設備稼働率は低い水準にとどまり、雇用の過剰感が解消するには至らないと思う。今後、企業は損益分岐点を引き下げるために、雇用対策を本格化すると見込まれるだけに、雇用・所得環境は一段と厳しい状況が続くと思われる。個人消費は、マインドの改善は続いているものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっている。経済危機対策によるエコカー減税やエコポイント制度により耐久消費財の販売が増加しているほか、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、消費全体が抑制的に推移する可能

性も危惧される。消費者物価については、足許、4月は前年比-0.1%まで低下している。昨年の中頃はちょうど石油製品価格や食料品価格が急激に上昇していた時期に当たることに加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映して、今年度半ばにかけて前年比下落幅が拡大していくと思われる。なお、このところ原油をはじめとする国際商品市況が再び上昇していることには注意が必要である。中国が、原油、鉄鉱石、銅など様々なコモディティの輸入を増やしていることや、リスク・アペタイトが回復してきたファンド等の投機資金が相場を押上げている、といった見方があるようであるが、こうした価格上昇が続き、仮に物価全体の上昇に繋がると、所得が減少する中で家計を圧迫することとなり、経済の回復に水を差しかねない。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

世界の景気は、明るい指標が一段と増え、下げ止まりつつあるように窺われる。株や債券も、GM破綻などのマイナスの情報にはあまり反応しない一方、景気改善を示す指標には敏感に反応しているように見受けられる。しかし、実態は主要国経済の成長率が軒並み悪化した状況によりややくブレーキがかかり始めた状態であり、実体経済が著しく悪化する中で未だ米国の住宅価格の下落や金融機関の不良資産、中東欧の経済混乱など、景気悪化の背景にある様々な問題は解決されておらず、景気回復の足取りは弱いものとならざるを得ないであろうことを意識し続ける必要があると思う。

個別にみると、まず米国の景気は、小売売上高や非居住用の建設支出、製造業受注など明るい指標が引き続き増えている。減税や公共投資の効果もあって、悪化のペースは落ちているように窺われる。しかし、懸案の住宅市場をみると、ケース・シラーの価格指数が昨年9月以降コンスタント

に前月比-2%程度での下落を続けており、着工件数も再び過去最低を更新するなど悪化が続いている。雇用についても、減少ペースは年初の-70万人台から5月は-30万人台へと大きく鈍化したが、減少していることに変わりはなく、失業率は9.4%と83年以来の9%台となった。今後もGM、クライスラーの破綻の影響等を含め、失業者数が増えていく可能性があると思う。また、根本的な問題として金融機関が不良資産の抜本処理に時間をかけている間は、円滑な金融仲介機能が回復されない可能性が高く、景気回復にとって重石となり続けるものと考えられる。

欧州の景気については、I F O景況感指数をはじめ、サーベイ調査の結果は景気改善を示すものが多く、各国の補助金効果により自動車販売が回復し輸出も下げ止まりつつあるように窺われることから、多少なりとも悪化のペースは落ちてきているように思う。ただ、生産の減少が一向に止まらず失業率は上昇しており、消費者コンフィデンスも依然として低調である。また、バルト諸国や中東欧諸国の経済混迷と、その欧州全体への影響も懸念される。このように、欧州景気は他の地域よりも厳しい状況下にあるものと思われる。

中国では、輸出は昨年末以来の減少がまだ続いているが、内需については力強い伸びを示す指標が増えている。すなわち、政策効果により、固定資産投資が1~2月の前年比+26.5%から3月には+30%台となり、その後も伸び率を高めて5月には+38.7%と極めて力強い増加を示している。また、規制緩和と金融緩和を背景に、不動産市場の回復傾向も強まってきている。加えて、個人消費も減速に歯止めがかかってきたようである。このように、政策主導ながら回復が展望できる状況になってきたのではないかと思う。N I E s、A S E A Nの景気もこうした中国向けを中心に輸出や生産の減少に歯止めが掛かり、小売売上も下げ止まりつつあるなど、全体として一段と悪化する状況ではなくなってきたように窺われる。

日本の景気については、これまでの急速な悪化の主因であった輸出や生産が反転、持ち直し方向にあり、急な坂道を転げ落ちるかのような悪化にはようやくブレーキが掛かってきた。政府の施策の効果から、公共工事請

負金額も増加に転じたほか、定額給付金や高速道路料金の割引、家電のエコポイント制やエコカー減税などにより、景気ウォッチャー調査の判断指数が上昇するなど、マインド面での改善もみられる。今後、雇用・所得環境が悪化する中でも、こうした政策が奏効し足許では弱い動きが続いている個人消費全体の改善となって現われてくるか注目していきたいと思う。一方で、企業収益の悪化は続いており稼働率の水準が低い中で、設備投資の減少は続くものとみられる。こうした状況から、景気はまだ下げ止まりを探る段階と言え、執行部の見方に違和感はない。

先行きについては、中国向けの素材や電子部品、国内自動車向けの鋼板などの減産緩和が報じられており、輸出や生産の回復は続くと思われる。また、政府の施策の効果も、補正予算が成立したことから、今後顕現化してくるとみられる。そのため、景気も遠からず下げ止まりから回復に向かうものとみている。しかし、海外景気の回復や財政支出は着火材としては良いが、持続的な成長に向かうためには、湿った国内民需に火が移る必要がある。例えば、輸出関連の設備投資の拡大、環境対応製品の価格低下を通じた投資や消費の喚起などが考えられるが不確実性が高い。それが難しいようであれば、減産緩和と政府の施策の効果一巡後は再び景気が落ち込む可能性も相応にあると考える。

次に、物価動向である。国際商品市況は、原油や穀物、金属など、様々なものが上昇し始めている。これを受けて、国内企業物価も川上段階の石油化学製品やスクラップの上昇といった影響が出始めている。特にWTI原油は、足許では70ドル/バレルを超えており、昨年末から今年初めのボトム水準から2倍以上となっている。こうした資源価格の上昇は、漸く芽生えた景気回復の芽を摘みかねないため、警戒心を持ってみていかなければならないと思っている。資源価格上昇の背景には、中国の需要増加による部分もあると思われるが、先日私が行なった静岡金懇でも、各国の金融緩和による過剰流動性が投機資金を動かしている可能性を指摘する声が多量に上がった。このように、金融緩和の負の影響についても考えなければならぬと思う。

国内のCPI（除く生鮮）は、4月の前年比も前月に続いてマイナスとなった。5月以降はエネルギーや食料関連の大幅マイナス寄与から、前年比マイナス幅がはっきりと拡大してくるものと思う。これは一部の品目の昨年の裏要因による部分が大きいものの、負の需給ギャップの拡大を背景に、今後、品目の広がりを持って下落していかないか注意が必要となってきたらと思う。すなわち、CPI（除く生鮮）の524品目の中で、前年対比の価格上昇品目数と価格下落品目数との差は、2006年8月にプラスに転じた後、徐々に上昇していき、2008年3月には三桁台、同年10月には167にまで達したが、これをピークにその後は下落に転じ、足許4月には86と昨年2月以来の三桁割れとなった。この数字は、ウエイトの大きい一部品目の激しい動きに影響を受けない分全体感があり、また慣性を持ってゆっくりと動くため一時的な動きに左右されない側面もあると思って毎月確認しているが、このところ下げ足を早めていることは、品目の広がりを持った物価下落の兆候かもしれないと考え始めている。また4月には、前年比プラス幅が縮小ないしマイナス幅が拡大した品目数が、プラス幅が拡大ないしマイナス幅が縮小した品目数を159も上回ったことも、こうした見方を補強するものと思う。価格下落品目の広がり、人々のデフレ期待を高めて、さらに物価下落に繋がりにくいため、引き続き注意深くみていく必要があると考えている。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

前回の会合後に公表された経済指標やマイクロ情報を踏まえると、景気や物価の展開については、4月の展望レポートでの見通しにほぼ沿っているとの評価が可能であると思う。

まず、国際金融資本市場についてだが、GMの経営破綻といった大きなイベントを特段の混乱なく乗り越えたということであり、こうしたことな

どをみても金融システムや実体経済に関する不安心理は徐々に緩和し、市場のムードも改善傾向にあると理解している。もっとも、金融システム、実体経済のいずれについても、市場参加者の先行きへの警戒感は依然として強く、ストレスの高い状況に変わりはないとみている。

実体経済面であるが、世界経済の現状については、大幅に悪化した後、下げ止まりつつあるという評価が適当だと思っている。非常に大づかみに言ってしまうと、米欧諸国では悪化のテンポが和らいできており、新興国では減速に歯止めが掛かってきているという状況と理解している。先行きについてだが、各国で打ち出された金融・財政政策の効果が引き続き現れるもとの、世界経済は下げ止まりから持ち直しに転じていくというのがメインシナリオである。しかしながら、持ち直しのテンポは緩やかなものになると見込まれているうえに、リスクは依然としてダウンサイドにあるため、この点今後も注意が怠れないとみている。

次に、我が国経済についてであるが、概ね4月の展望レポートどおりの展開を辿っており、現状評価としては、世界経済と同様に大幅に悪化した後、下げ止まりつつあるという判断になろうと思う。前回会合以降に公表された経済指標をみると、設備投資は、企業収益が悪化する中で大幅に減少している。また、個人消費も、耐久消費財の一部に各種政策や価格低下の効果が出ているということであるが、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっているという評価である。一方で、輸出や生産については持ち直し傾向がよりはっきりしてきているほか、公共投資も補正予算の効果が始まっていることもあり、増加している状況である。

先行きについては、個人消費や設備投資の改善は当面見込めそうにないが、これまで講じてきた経済対策が執行段階に入ってくることから、公共投資が増加を続ける見込みである。また、輸出、生産は、内外の在庫調整が進捗する中で、持ち直しを続けるとみられる。従って、景気は下げ止まりの動きが次第に明確になっていく可能性が高いという評価かと思う。もっとも、引き続き不確実性は極めて高く、海外経済の動向など下振れリスクに注意が必要な局面であることには変わりはないと思っている。

この点に関連して、最近の国際商品市況の上昇については、今後の景気回復との関係でも目が離せないと思っている。現在原油価格は、70 ドル／バレル程度まで上昇している。これは、世界経済が5%を超える成長を続けていた2005年頃の水準である。このほか非鉄金属や穀物など、国際商品市況は全般に上昇傾向を強めている状況である。こうした動きの背景については、差し当たって各国における生産活動の回復、中国などでの成長率回復といったことに伴う需要増加という実体経済要因がある訳だが、これに加えて投資家のリスク許容度の回復という金融要因も何がしか影響しているのではないかと思っている。今後も上昇傾向が続くかどうか不確実な面も多い訳であるが、昨日の調査統計局長の指摘にもあったように、商品市況の上昇が世界経済の潜在成長率あるいは需給ギャップについてのどのような見通しを前提に生じているのか、こういったことに応じて政策的な含意も大きく異なってくるということである。それだけに、今後の商品市況の推移に関しては、それが発するシグナルを含めて注意深くみていく必要があるかと思っている。

それから、最近株価の上昇など金融資本市場にやや明るいムードがある点、企業や家計のマインド指標に改善がみられる点について一言付言しておきたい。これらの動きについては、基本的には景気の底打ちや政策効果への期待といったことを反映しているとみているが、さらに言えば生産、在庫の調整がやや早めに進んできており、その結果として早めの景気回復が実現するのではないかという期待もこれを後押ししているように思う。我々が展望レポート時に想定していた姿との違いを敢えて言えば、これは昨日門間局長が指摘していたこととも重なるが、内外での生産、在庫の調整が想定比幾分速いテンポで進んだ結果、このところ輸出や生産がやや強めに推移し、これに加えて雇用面の調整も幾分早めに進展しているように思う。もっとも、調整テンポが幾分早くなったからといって先行きの不確実性やリスク要因が低減する訳ではない。このところ想定比幾分早めの進展をみている雇用面の調整にしても、これから本格化する、あるいはこれまではむしろ政策的に必要な調整が抑制されていたと考えれば、調整

の程度は一段と大きくなるといったことも考えられる訳であり、今後家計の雇用・所得環境の悪化を通じて、景気が下振れるリスクについては、少なくとも減じてはいないとみておくべきではないかと思っている。こう捉えてしまうと、最近のマインド指標の改善や金融市場の明るいムードについては、各種の調整の進捗と景気の回復に対してやや期待先行の面もあると言わざるを得ないように思う。それだけに、そうした期待が裏切られて、景気の振幅が却って大きくなる可能性も、やや問題を誇張し過ぎている観もなくはないが、意識しておく必要があると思っている。

最後に物価についてであるが、4月の展望レポートに沿った動きになっていると思っている。コアの消費者物価前年比はマイナスとなっており、今後は昨年上昇した石油製品や食料品の価格上昇の裏が出ることから、夏頃には一応-2%台まで達する見通しである。さらに、需給バランスの悪化による物価下落圧力も徐々に高まっていくとみられるが、そういう状況の中で家計や企業の中長期的なインフレ予想が下振れないかどうか、引き続き注意が怠れないと思っている。一方で、皆さんが指摘されたことであるが一点付け加えておくと、原油価格をはじめとする国際商品市況のこのところの上昇と今後の動向には、やはり目が離せないと思っている。我が国の金融環境については、後半のセッションで述べさせて頂きたいと思う。私からは以上である。

白川議長

では須田委員、お願いします。

須田委員

前回会合以降公表された内外の経済指標をみると、景気持ち直しを示唆する動きが、コンフィデンス指標だけでなくハードデータにまで広がりを見せつつあるように窺われる。足許の経済情勢は我々の見通しに概ね沿った展開となっており、月報の概要については前月に続き表現をまた一步前進させることで良いと思う。ただコミュニケーション上、見通しに沿った

展開ということを示すためにも、前月の先行きの表現をそのまま現状にもってくるのも一案だと思う。それでは、前回会合以降公表された指標を簡単に整理していきたい。

まず世界経済は下げ止まりつつあると判断しているが、先行き見通しについて下方修正が続く局面から下げ止まりないしは上方修正される局面へと変わりつつあるように思う。実際、IMFやOECDが成長率を上方修正すると報道されている。まず、米国経済からみるが、IMFは成長率見通しを上方修正した。懸念されていたストレステストやGM破綻を、今のところ特段の波乱もなく市場は無難に消化している。消費者や企業のコンフィデンス指標は引き続き改善しており、このうち特にコンファレンス・ボードの期待指数が70を超え、2007年12月以来の水準まで回復したことや、景気循環との相関が指摘されているISM製造業景況感指数の新規受注が50を上回ったことが、市場にはポジティブサプライズとなった。ハードデータについても、5月の雇用統計では非農業部門雇用者数の減少幅が事前予想を大幅に下回る30万人台にまで縮小した。また、新車販売台数は年率1,000万台近辺で下げ止まっているし、4月の建設支出、住宅販売契約指数、耐久財受注、5月の小売売上高など、前月を上回る指標が目につくようになった。市場では、こうした前向きな指標の動きを受けて、リセッションは終盤に差しかかったといった見方が急速に強まっている。こうした中、予想比強めの経済指標に加え、国債入札に対する懸念やMBS絡みのテクニカル要因もあって、長期金利が上昇した。FF金先は年内の利上げを織り込む水準まで上昇している。勿論、相変わらず厳しい指標も見受けられる。設備投資関連では、非国防資本財受注が依然として減少を続けているし、住宅関連でも3月のFHFA住宅価格指数が3か月振りに下落したほか、モーゲージローン金利が再び上昇に転じている。また、差し押さえの増加や延滞率の上昇も依然として続いており、在庫も高水準である。住宅市場は安定化の方向にはあるが、調整はまだまだ続きそうである。以上のように、米国経済は依然としてまだら模様ではあるが、少しずつ着実に前向きな動きの方が優勢になりつつある。このまま年後半

に向けて順調に持ち直していくのか、金融機関の収益、消費者ローンやモーゲージローン金利の動向や再び騰勢を強めつつある商品市況の影響などに注意を払いながら、慎重に見極めていく必要がある。また、我が国のバブル崩壊後の経験をそのまま米国に当てはめ、スピード面で必要以上に慎重にみていないか、ジョブレス・リカバリーの再現となる可能性はないのかなど、我々のシナリオを裏付けるメカニズムについても、来月の中間レビューに向けて予断を持つことなく点検していく必要があると思っている。

ユーロエリアについても、景気悪化のテンポは徐々にではあるが和らいでいる。引き続きラトビア問題など中東欧経済の落ち込みの影響が出るようなことがないか注意深く見守っていきたいと思う。この間、イギリスも景気悪化の程度が和らいでいる。5月のPMIサービスが、13か月振りに50を超えたし、住宅価格指数が前月比上昇するなど、住宅市場の底入れを指摘する声も窺われている。他方、アジアでは中国の製造業PMIが3か月連続で50を上回ったほか、政府主導の内需拡大策が奏効する中、都市部固定資産投資、生産、貸出が5月にかけて伸びを加速している。またNIEs、ASEANの輸出や生産もこうした中国の内需拡大に支えられて回復している。中国経済は官有経済の強まり、税収減、失業者の増加、不動産の過熱懸念などが見受けられ、引き続き持続性については留意していく必要はあるが、アジア経済全体に上向きのモメンタムが高まりつつあるようである。

次に日本経済についてであるが、在庫調整の進展、政策効果、過度の悲観論の解消が見られる中で、景気は下げ止まりつつある。まず、4月の実質輸出ははっきりと増加となった。米国向けが自動車関連を中心に回復したほか、中国、NIEs向けがともに二桁の伸びとなった。4月の鉱工業生産指数も市場予想を大幅に上回る増加となり、出荷在庫バランスも改善している。4～6月期に続いて7～9月期も生産は高めの伸びを維持する見通しである。もっとも、資本財出荷が足許大幅に減少しているほか、4月の機械受注も市場予想を上回る減少となった。機械受注に関しては、もと

もと振れの大きい統計であることや、主力業種である電機や自動車が二桁の増加となっていることから、単月の動きに一喜一憂すべきではないが、企業収益予想や日本政策金融公庫調査による中小製造業の投資計画などから、設備投資については引き続き慎重にみざるを得ない。また、住宅着工も大幅に減少している。消費については、景気ウォッチャーや消費者態度指数といったコンフィデンス指数は引き続き改善傾向を示しており、自動車や耐久財に対する政策効果や物価下落、株価上昇効果もある程度期待できるが、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おり、当面消費は弱めで推移すると想定される。消費者物価については、当面マイナス幅を拡大するとみているが、その先行きに影響を与える需給ギャップについて、足許パート労働者が不足超に転じ、また生産能力指数が前月比過去最大の下げ幅を記録する中で、不確実性が高まっており、短観の結果を踏まえて当面の判断をしたいと思っている。

経済の先行きについては、下振れリスクが多少なりとも縮小しているとみているが、回復の持続性については依然として不確実性が高く、次回中間評価にむけてメインシナリオに修正が必要かどうか分析を深めていく必要があると思っている。今回はそれに影響を与え得るリスク要因について、ポイントを絞って述べておく。一つ目は国際金融資本市場に関するリスクである。金融市場環境は改善しており、海外経済における実体経済と金融との負の相乗作用の悪化リスクは少しは低下しているとみているが、ラトビア問題のようなイベントリスクを含め、市場の脆弱性に対する警戒は引き続き怠るべきではない。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、下振れ双方にリスクが存在するが、特に、内外財政赤字の拡大が長期金利の上昇圧力の一因になっている可能性があり、財政ディシプリンへの疑念による長期金利の上振れを通じた悪影響に留意が必要である。最後に物価に関するリスクである。需給バランスの悪化を背景とするデフレリスクと同時に、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する必要がある。市場のリスク・アペタ

イトが回復しつつある中、リスクマネーが再びエマージングやコモディティに流入し、原油をはじめとする国際商品市況が再び騰勢を強めつつある。このままエネルギー、原材料価格の高騰に繋がっていけば、昨年央のように交易損失を通じて実体経済へ悪影響を及ぼすことにもなりかねない。次のパートで詳しく述べるが、各国中央銀行によるさまざまな異例の措置を含めた金融緩和が、サーチ・フォア・イールドを通じて投資家の行き過ぎた行動に繋がってはいないか、注意深くみていく必要があると思っている。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すれば、前回会合以降明らかになった経済指標、調査結果等は、我が国経済が昨年度後半のフリーフォールの悪化の状況を脱し、全体として下げ止まりつつあることを示した。もっとも、この点に関し三点を指摘しておきたい。まず第一に、ただ今全体としてと申し上げたように、この状況は内外の在庫調整が一気に進んだことから、輸出と生産が国内民間需要の減退を幾らか上回る形でリバウンドしていることによりもたらされたものに過ぎないということである。第二に、その輸出や生産も、最終需要を大幅に下回る水準まで落ち込んでいた言わば急落、激落の反発、敢えて言えば自律的反転であり、現状ピーク比や前年比でみても6~7割のレベルにとどまっている。第三に、輸出や生産は早晚差し当たっての需要の均衡的なレベルにまでは回復するとみられるが、さらにその先の内需も含めた最終需要の本格的かつ持続的回復については、それを示唆する材料はなお乏しいと言わざるを得ない。

4月の展望レポートとの比較では、経済物価情勢は基本的には展望レポートでの整理に沿って推移していると判断しているが、足許原油をはじめとする国際商品市況や長期金利が想定よりも速いペースで上昇してい

ることが、見通しを巡る不確実性を幾分高め、景気の下振れリスクをより強く意識させる方向に働いているのではないか、ということを考えており、この点、注意が必要である。

海外経済は、米欧の悪化テンポが緩やかになり中国の減速には歯止めが掛かっており、全体として下げ止まりつつある。当面、各国で打ち出された金融・財政政策の効果が顕現化するもとの、景気は下げ止まりから持ち直しに転じていくが、過去数年間に蓄積された様々な不均衡または過剰の調整には相応の時間が必要であり、世界経済の実質成長率は潜在成長率を暫く下回って推移する可能性が高いという見方には変わりはない。

米国経済であるが、企業、家計、特に家計のコンフィデンスは将来見通しの大幅改善に押し上げられるかたちで改善をみているが、足許のハードデータの改善は5月の雇用者の減少数が縮小したことと、小売売上高のヘッドラインが3か月振りに前月比プラスに転じたことが目に付く。個人消費を中心にこのまま回復の方向へと期待したいところだが、新たな重石が懸念され始めている。すなわち、一つにガソリン価格の上昇であり、昨年末から既に60%を大幅に超える上昇を示している。二つに長期金利の上昇に伴う住宅ローン金利の上昇である。家計のバランスシート調整は緒についたばかりであり、その出端をくじきかねない動きとして、この二つを注目している。

中国であるが、固定資産投資が5月は前年比4割増に迫る勢いで増加しており、政府による大規模公共投資をはじめとする景気刺激策が減少一方の輸出を補って経済全体を支えている姿がよりはっきりした。かつての主力エンジンである輸出が回復する前に、公共投資が息切れするリスクも徐々に意識され始めていると思う。

国際金融資本市場は、こうした世界経済の底入れ見通しの浸透に加えて、米国において、GMのチャプター・イレブン申請に伴い当座の悪材料出尽くし感が出たうえ、米国金融機関による自己資本の自力調達が進んだことなどから、金融システムへの過度の不安は後退した。各市場は比較的是っきりと改善を続けているものの、実体経済や金融機関を含む企業業績の先

行きに対する警戒感は色濃く残っており、クレジット市場を中心に流動性の回復にはまだ道半ばという状況にとどまっている。

米国の金融システムについて付言すると、ストレステスト公表後のセンチメントの改善にかき消されて目立たないが、不良債権買取りプログラム（P P I P）の実施に向けた作業や調整が難航しているのか、6月3日にFDICは不良債権の試験的売却を延期すると公表した。米国の金融機関は、幾つかの理由からP P I Pの利用へのインセンティブを落としているようだが、重要な点を改めて二つ指摘しておく。一つは、P P I Pが稼動しないと、不良債権が金融機関のバランスシートから切り離されないため、ストレステストでの想定が仮に悪い方向に外れた場合に、ロスがスパイラル的に膨らみ資本不足問題が再び燃えあがるというリスクが残ること、二つ目に、金融機関は政府の経営への介入を嫌がり、公的資本の返済を優先していることから、肝心の実体経済への信用供与が進まず、金融と実体経済の負のフィードバックが解消しないどころか、加速するリスクもあるということである。市場のセンチメントの改善に惑わされることなく、負のフィードバックを解消するための重要なプロセスの全てが着実に進んでいるのかどうか、引き続き注視していきたい。

我が国経済であるが、冒頭に述べたことに尽きることと、皆様が詳細をおっしゃったので、私は物価についてだけ言及したいと思う。4月のコアC P Iは2か月連続で前年比 -0.1% 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、伸び率は低下しているというトレンドが続いている。先行き、コアC P Iの前年比は、この数か月のうちに -2% 前後の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、C P Iの下落幅は縮小していくという見方に今のところ変わりはない。ただし、このところの国際商品市況の急上昇をC P Iの押し上げ要因として改めて意識しなければならない状況となっている。今後は、足許の需給バランスの悪化が物価形成のダイナミクスにどのような影響を与えるのか、また急速な物価下落が、物価上昇期には比較的しっかりとアン

カーされていた中長期的なインフレ期待に対してどう作用するのかという従来からの二つの観点に加え、先程申し上げたように国際商品市況がどう変化し、物価への程度の影響を与えるかという観点、これらを含め、物価関連データを丹念に点検していきたいと考えている。私からは以上である。

白川議長

皆さんの意見を拝聴していると、どういう言葉を使うかは別にして、基本的な景気の判断は非常に近いと思った。足許については、昨年秋以降のフリーフォールのような状態からは下げ止まってきているということである。後から文章については議論するが、大幅に悪化した後下げ止まりつつあるという評価であったと思う。色々な整理の仕方があるが、なぜ下げ止まってきたのかというと、昨日門間調査統計局長も言っていたし、私自身もそう思うが、大きく分ければ三つであろうと思う。一つ目は、大幅な減産に伴う内外の在庫調整の進展。二つ目は、極端な不安心理が後退してきたこと。三つ目は、金融政策、財政政策両面で積極的な政策展開が図られ、その効果がそれなりに出てきているという、この三つであろうと思う。言い換えると、これらは民間需要の自律的な拡大それ自体を保証するものではないことから、こうした効果が一巡した後の景気の回復力については、私もそうであるが、どなたも慎重にみているということであったと理解をした。

私の方から二点ばかり自分自身が思っている疑問ないしチェックポイントを皆さんにお尋ねしたい。一つは、世界経済、就中アメリカの景気についての認識である。今日、多くの方がおっしゃった、足許は確かに明るい動きはあるが、しかし先行きについては慎重にみていくという判断には、私自身も与しているが、ただ一方で、自分自身のそうした見方が日本のバブル崩壊以降の経験に過度に影響されているのではないかとすることも、常に自戒しながら情報発信をしているつもりである。そうみた時に、マーケットは所詮、期待先行で動いているという見方もできる訳だが、そうは

いってもなぜマーケットの見方と、我々の見方に差があるのだろうかということは何うてみる必要があると思う。それから、色々な国際会議に出ても、これは日本銀行に限らず他の中央銀行もそうであるが、概して言うと中央銀行がより悲観的で、民間の方がより悲観色が少ない。これは色々な場で確認される気がする。先週、インターナショナル・マネタリー・コンファランスに出て議論を聞いていて、あるいはその前後色々な金融関係者と話をしている時に、勿論物凄く明るいという訳ではないが、自分の持っている感覚よりかは確かに明るいと感じた。そういう意味で、もしかして我々が見落としているかもしれない点があるかどうか常にチェックしてみる必要があると思う。我々が何を十分にみていないのかを議論したい訳である。アメリカと日本を比較した場合に、一つの違いは、現在のアメリカでは、確かに不十分かもしれないが、金融システムに関する政策がかなり大規模に展開されていて、財政・金融政策も大規模に展開されるということが同時に進んでいるということである。日本の 1990 年代の前半は、勿論色々な議論はあるが、財政政策も金融政策もかなり積極的な政策が打たれた。しかしあの時は金融システムの面での政策はほとんど打たれていなかったと思う。今回は、曲がりなりにも両方が展開されていることが違いとしてあるのかもしれない。別にそうだと言いたい訳ではなくて、あくまでもチェックポイントとして申し上げたいということである。後からその点についてご意見があれば伺いたい。

それから二つ目に議論をしたいことは、物価についての見方である。足許の動きについてはほとんど差はないと思うが、我々が持っているシナリオとの関係で先行きの上振れリスクと下振れリスクのバランスはどういうふうになっているのだろうかということである。現在の展望レポートでは、下振れリスクの方を物価についても意識するということであるが、先程来の議論を聞いていると、国際商品市況については上振れのリスクの方も考える必要があるという議論が何人かの方からあったと思う。そういうふうに見た時に、確かに国際商品市況の上昇は景気に対して下振れリスクの増加を意味する。しかし、我々は景気と物価それぞれについてリスク判

断を示している訳で、物価については下振れリスクなのか上振れリスクなのか、あるいはバランスしているのかという点についてどのようなイメージなのかということも議論したいと思う。これは勿論、本格的には来月の中間評価ということになるが、多分今日の記者会見でも、幾つかのポイントの中で、最近の国際商品市況の上昇をどう考えるのかというのは提起されると思う。その時のために多少頭を作っておきたいと思っている。取り敢えず私の方からはそれだけであるが、最初にアメリカ経済についての見方の相違について、我々がもしかして十分にみていない点——十分にみていないというか相対的に重視していない点——は何なのかという辺りについて何かご意見はあるか。

水野委員

一言だけ。まず、民間金融機関の信用創造機能というのは、やはり弱いと思う。特に、貸出態度がということだけではなくて、アメリカの場合、セキュライゼーション・マーケット（証券化市場）が機能しないとだめなのである。そういう意味では、社債とかC Pの発行とかは増えてはきているが、金融システムはまだまだ正常に機能してなくて、中央銀行のサポートがないと、お金が回っていかないという状況は変わらない。民間金融機関の方が皆楽観的に言っているが、これは理由があって言っているらしい。そうならないと困るとというのが一点と、それから自分達がちゃんとやっていると敢えて言っている点がある。それを理由に市場から資金調達して公的資金を返している訳であり、もし金融と実体経済のネガティブ・フィードバックが続くのであれば、彼らはお金を返してはいけないという話になってしまうから。多少そこにはバイアスがあると聞いている。

野田委員

先程 I M C のお話をされたが、民間の金融機関の今のビヘイビアからすると、少し水野委員が触れられたことにも関係するのだが、これだけ政府から責められていると、今我々を取り巻いている実体経済も含めて、景気

そのものに対する風景をそんなに寒々しくみたくないという、そういう気持ちはずっと働いているということ、そこは割り引いていかないとだめだろうと思う。また、私は、ここずっとFedやアメリカの財務省をみていると、実体は勿論ある程度冷静に捉えたうえでであろうが、それでもやはり少し楽観的に、あるいは市場に安心感を強いて与えていきたいという、そういう気持ちで働いているように、私だけかもしれないが感じている。そういったものがない中であって、民間は、中銀当局者がみる辺りよりも、少しないしはかなり楽観的にみているというのが、少し感想めいた話で申し訳ないが、印象的であるという感じを持っている。

須田委員

今、野田委員がおっしゃったようなことを私も感じていて、財政が出せないと言った時に、やはりこうして楽観的——これは外れたら怖いのだが——になっており、また結果的には、こうして上手く資本を充実できたという部分もある。私はひょっとしたらと思っているのは、スピード感が違うのではないかと。日本に比べたら、もう少し早く進む。同じことが起こると言っても、スピード感が少し違うから、そこのところは、あまりゆっくりみていると間違えるかなという気持ちがある。あとは、金利でも長短スプレッドでも、日本の場合は、もっと見事に潰していたということがあるから、金融機関の収益を考えた時も、欧米はやり易い状況にはあると思うし、このあいだの説明でも、日本が海外の優良なところに貸し出していたところには、もう欧米の金融機関が出てきていると、エマージングにももう出ているという話も聞いた。本当にきちっと自己資本をそれぞれ部門配賦しているのであれば、リスクを取れるところには出ていると、そういう話も聞く。全体ではないけれど、収益を生むところでは、そういった部分でも違ってくる。また一般的には、ある程度自己実現するということもあるから、株価が上昇する、あるいはモメンタムが付くという、そこが上手くいく可能性も。やはり経済は生き物だから、そういった可能性もあるというようにも思っている。全体としては当然凄く慎重にみているのだが、

頭の片隅では、ひょっとしたらという部分のウエイトがかつてよりは、私自身は少し高まっているという状況である。

亀崎委員

あまりに急激に悪化したために、不確実な中で、ちょっとした良い動きがあると、非常に敏感にマーケットも株も動いている。ただ、根本的な問題として、住宅価格が依然まだまだ下がり続けている。それから、雇用が間違いなく悪化していき、まだ失業率は上がると思う。GMとかクライスラーの破綻については、ディーラーなどの関係先も含め、そういう根本的な問題を抱えている。もっと大きいのは、先程の金融システムに対し、政府が大規模に策を展開して色々手を打っているという話である。このところで、私が一つ疑問に感じているのは、アメリカの資金循環統計でみると、日本と違ってアメリカは直接金融の割合が非常に高い。これでいくと、直接金融 58.3%、間接金融 41.7%、その中で銀行借入というのは 9.3%しかない。今色々資本注入をやって自己資本増強をやっているが、抱えている証券化商品の価格が決まらないために、その切り離しはなかなか進んでいない。このように、不良債権のバランスシートからの切り離しに時間がかかっている間は、なかなか本格的な景気回復はないのかな、とこれまで思っていたのだが、銀行借入が僅か 9.3%しかないため、間接市場が戻ってくれば、景気回復に繋がるということが有り得るのかとも思い始めている。元々間接金融の方が割合が多い訳で、これがしっかり動いてくれば、私が思っていた一つの大きな不安要素は、然程大きな足枷にはならないのではないかと思う。そうしたことが本当に言えるのかどうか、私はその辺を疑問に思っている。

水野委員

今動きがあるのは直接金融であるな。間接ではなくて、資本市場。

亀崎委員

失礼した。直接金融である。

中村委員

米国経済はこれまで消費で支えられてきただけに、消費の落ち込みが経済の停滞に繋がっている。一部には、アメリカ人は元々消費好きなので、そういつまでも消費を抑えることに辛抱できないという見方もあるようだが、本当にそうか。元々は厳格なキリスト教徒であるピューリタンによって建国されたにもかかわらず、近年の急激な経済の発展によって消費性向が高まった訳だが、さすがに今回の危機を受けて消費者の心理も変わってきているのではないか。これだけ住宅価格や資産価格が下がっているのに、リタイア後の生活などについて、これまで考えてこなかった将来に対する不安が随分高まっていると思う。ウォルマートなど一部の小売は非常に好調なようだが、米国でコンテナの取扱高が大きいロサンゼルスとロングビーチ港の荷動きをみると、4月、5月の輸入コンテナ取扱高の前年比は、それぞれ-21%、-19%と改善していない。また、様々な国内物流の指数をみても、3月に少し改善したものもあったが、4月は再び悪化している。新車販売台数についても、足許の1,000万台からせいぜい1,100万台程度までしか増加しないとされている。消費者金融の面でも、従来に比べればかなり引締っており、米国経済の回復は相当緩やかなものになる、消費も以前のレベルにいずれは戻るだろうが、戻るまでには時間がかかるのではないか。

山口副総裁

白川議長の問題意識は、私自身も共有しているところである。明るい兆しが色々なところに出てきている。マーケットの心理もそうである。それに対して私自身は、大勢観察としては、期待先行ということだろうと評価している。しかし、一方で、これは少し日本とは違うのかなという感じも、拭い切れない。その点で、幾つかのことは考えておかなければいけない。

一つは、政策対応の違いということで白川議長が指摘されたように、日本の 1990 年代前半と今世界で起きている状況とを比較するのが妥当なのかどうかということである。日本でも 1990 年代後半に入ると、金融システム政策が相当意識されていたが——勿論その段階では、金融・財政政策に余力がなくなっていたという問題もあるが——、そうしたタイムラグに問題があるのかどうかという点である。その辺りに、やはり違いがあるのだと考えるのか、それ程ではないと考えるのかということである。それからもう一つは、アメリカでは、リスクをテイクする主体が、日本よりは多いのかもしれない。広い意味でのリスクテイキングのチャンネルというのが、より強く働きやすいのかもしれない。この点が、日本と違う要素として存在するという気もする。もちろん感覚論の域を出ないので、本当にそういう面からのプラス効果があると決めつける訳にはいかないと思う。さらにもう一つは、住宅価格をはじめとする資産価格について、まだ下落が続いている訳である。こうした中で、不良債権の切り離しをしても、なかなか難しいし、先程野田委員が言われたことと絡む訳であるが金融と実体の負の相乗効果は、なかなか払拭できないという面があると思う。従って、あれこれ考えると、今私が申し上げたこと以外にも様々な要素が絡んでいて、これらをまとめて把握し、整理するにはなお時間がかかるということなのだろう。ただ、アメリカ経済はひよっとすると日本と違うかもしれないという意識を持ちながら、経済を点検し、金融をみていくという構えは必要だという気がしている。

須田委員

今おっしゃった住宅価格がまだ下がっていくという点は、こういうものは、予想できるか、予想の範囲内かどうかということが重要である。つまり、そのまま引き当てていけば良いわけで、結局は、価格が下がっていてもそれをしっかり評価できているかどうかの問題である。そういう意味では、金融機関としては、予想外のことにならない限りは、それ程、大きなショックに繋がらないのではないかとみている。日本でもずっと住宅価

格は下がり続けて、では、それが止まるまで住宅問題を解決できなかったかと言うと、そうではなくて、そのこと自体よりも、やはりどれだけ金融機関にとって予想外のことが起こるかというところを、先行きをみていく時にはチェックしていく必要があるのではないかと私は思っている。

山口副総裁

それはそうである。私もそういうつもりで言っている。日本の経験では、予想は裏切られるということだった訳である。しかし、アメリカの場合は、予想が的確だとは、先見的には言えないであろう。だから、そのところをチェックしていく必要があるという問題意識である。

西村副総裁

非常に大きな形でみれば、マーケットを含めて、長期はかなり皆悲観的にみているようだ。ただ短期は少なくともこういう効果がある場合には影響が出てくるだろうと。そういうところで、実態の動きは最近Wとか言う人もいるし、フォルクスワーゲン（VW）とか、そういうふうにならないとも限らないということもあるし、それについては、あまり大きな差はないのではないかと。ところがマーケットの場合は、逆に言えば目先の方で——長期では皆死んでしまうから——、目先のことで動くという形になるから、その差がかなり出ている。特にアナリストは、スティーブン・キングなどはそういう感じがする。ただそうすると、結局どの位色々な政策効果、金融・財政の効果というのが、世界全体の構造改革に影響するか。特に需要構造——需要の人口構造——が変わるし、それから世界で利用可能な面積、それから利用可能ないわば環境資源というのが限定されているから、そうすると需要は変わっていかなければならない。その需要構造変化にどれだけ上手く適合できるかというところに恐らく全面的に依存しているのだと思う。残念ながら日本は、そういう意味では、1990年代から2000年代にかけて、必ずしも成功しなかったというところに差がでていく訳である。これは、米国経済だけというよりかは、全体を含めた世界

経済の中で、どのような調整が今後成されていくか、それに対して的確な対応ができていけるのか、世界全体としてみて、そういうところに影響が及ぶのだと思う。それから、これは微妙な点であるが、ソブリンに対する信頼というのが、今後もちろんときちんとした形になっていくかどうかというところが、難しくなっている。この問題が提起されているというところが、今の時点が去年、それから一昨年との違いだろうと思う。それも逆に言えば、世界全体の構造改革というか、構造の変化に対して財政・金融政策及び世界全体の環境政策を含めた対応が上手く対応しているかということ、世界全体に説得できているかどうかというところに、依存しているのだと思う。そういう意味で、シカゴのコンファランスで私が発言したように、歴史は繰り返さないけれども、韻を踏むというのが、一番正確な言い方になる。ということは、どういうことかと言うと、過度に日米の差とかいうのに、こだわってもいけないが、全くそれを無視してもいけないのだと思う。それが一番重要な点である。それから先程の須田委員と山口副総裁のお話によれば、実は今の問題というのは、今後住宅価格はどの位下がるか分からないという点である。ずっと今まで 15%下がり続けるだろうと言いつつ、実際はそれ以上下がってきている訳である。だから、その不確実性が実は止まっていなくて、例えば英国において下げ止まったと言うが、日本も下げ止まったことは何度かある訳で、それが本当に持続可能なのかどうかということに関して十分注意しなければならない。長期的にみれば、あまり持続可能にもみえないというところが大きなところで、それに対応する財政が源のいわゆるカンフル剤としての政策を越えて、いわばジャンプスタートとして、新しい構造に転換できるようなものを各国政府が上手く出しているかどうかというところに全面的に依存するのだと思う。それからすれば、これは、世界全体のいわば政策の危機的な状況である。それに対して我々自身が、対処できるかというところである。金融政策の立場からしてみるならば、それを如何にしてサポートできるのか、若しくはそれに対して何かしらの問題があるとすると、金融政策及び金融システムの点で、それに対する的確な対応を持てるコン

チ・プランを持っているかどうかということに帰着するのだろうと思う。

野田委員

最後にもう一つ確認しておきたいのは、白川議長がおっしゃったように、確かに見方は違うのだが、そこは恐らく短期的なところでは相当違うが、中長期的にみると、先行きの回復の足取りというのは、極めて苛々する位にとか、恐ろしく緩やかだという言い方を当局者もしているし、市場もそれは同じようにみていると思う。足許は思ったより、亀崎委員がおっしゃっていたが、相当振れていたものを今反動で巻き戻している。短期的には、上の方に少し動きが出ているが、中長期的にみた時には、そんなに市場の見方と当局者の見方とそれから我々の見方と大きな違いはないのではないかと思うが、如何か。

白川議長

ご案内のように私自身が頼りないのだが、先程のIMCでも、先行きの経済の見方について問われた時に、多分私が一番悲観的な見通しを言った。後から、あなたは非常にソーバーだと言われたが、自分自身、これまでもそういうメッセージをしつこい位言ってきた。ただ、我々自身の——これは中央銀行だけではなくて、民間もそうであるが——予測のトラックレコードは、必ずしも良くないという実績もある。そういう意味で、メインのシナリオはこうなのだが、どこか落とし穴があるのではないかという、その気持ちは常に持つておく必要があるので、敢えてそれを提起した方が良いなと思っている。株式市場は、所詮、短期的でもある訳だが、理屈で考えると株式市場というのは、明日はどうかを予測する、その明日は、明日の時点で明後日をどう予測することで決まってくる訳であるから、やはり単に短期というだけではなくて、良し悪しは別にして、市場がそれなりに強気化しているからこそ、株価が上がっているのだと思う。そういう意味で、市場がどういう点において間違えていると判断するのかは常に問うていく必要があると思う。自分自身この席やスピーチなどで繰

り返し言っているのは、実体経済から言っても良いし、金融機関の側から言っても良いのだが、あれだけ大きなバブルが崩壊した後なので、過剰が調整されない限り、経済は本格的には回復しない、その間は、負の相乗作用がやはり働くという基本的なビジョンに立っているということである。ただ、そう言ったうえで、多少居心地が悪いのは、実は、過剰というものは明確に定義できるものではない訳である。つまり先程の住宅価格もそうであるが、何らかの均衡に対して過剰という以上、過剰という概念がある種、逃げ水のような概念であることもまた事実である。そういう意味で、ある程度ムードが変わった時に、均衡値に関する期待も徐々に変わっていくことも有り得る訳である。その微妙な転換点を、もしかして我々が過小評価することもあるのではないかということも、常に自戒しないとイケないという気持ちがある。それから、もう一つは、先程の西村副総裁の韻を踏むという話ではないが、景気回復、あるいは金融緩和の効果の出方というのは、基本的な姿は変わらないが、やはり毎回違っているという感じがする。今回は、どういう形で出てくるのだろうか考える時に、従来、我々が十分意識していないようなルートがあるのではないかという頭で考えた方が良いと思う。今、私は、アメリカという文脈で議論を提起したが、世界全体の景気回復がどうなるかについて言うと、一番景気が回復しやすいのは、昨日堀井理事からも少し話があったが、要するに今回の危機が起こる前に相対的にストックの面で不均衡を抱えていない先である。これは理屈のうえから言っても、経験則から言っても、有り得る話で、幾つかのエマージングの動きもあるいはそうなのかもしれないということである。繰り返しになるが、私は今、基本的に強気に立っている訳では全くないので、今日記者会見で仮に市場について前向きな動きが出ているがどうかと聞かれる場合にも、基本的には、先程の慎重な見方で発言していこうと思っている。

須田委員

少し良いか。議論として、アメリカと日本の比較では、人口が増加して

いる国かどうかという部分も、やはり住宅問題を始め、影響してくるだろうということがある。それとあとは、日本の場合は、輸出があったから上手くいったという議論がある一方で、今、アメリカは、自分が引っ張っていかないとだめだからという議論がある。また、アメリカという国は、今まで何をしてきたかという、大体、調整の負担を外国に押し付けて、自分で負担しないということをやってきた。それが、先程、西村副総裁がおっしゃったように、ソブリンの話が出てきたことによって、ひょっとしたら今度は外国に調整の負担を押し付けられないかもしれないという面は、あり得るかなと思っている。

西村副総裁

コミュニケーション・ポリシーの問題なのだが、私はあまり慎重に言うてしまうのもまた問題と思う。要は、同じ見方をしているのだが、見方の重点の置き方——何を慎重にみて、何に注目しているか——で違いが出てくるのだと思う。つまり、我々は、過度に慎重的ということも別になくて、基本的には、淡々と実体をみているのだと思う。それは、マーケットは、マーケットのやり方で、彼らはマーケットの一つの短期をみていくということになるから、それからすれば、それ程大きな差はないだろう。逆にそれをプレイアップする方が少しおかしいので、淡々と、逆に言えば事実関係をどういう方向にみていくのか、政策当局者としては、当然慎重にみていかなければいけないのは当然であるから、そういうところからみればそういうふうに見えるということだろうと思う。

白川議長

二つ目の物価について、我々は見通しを出している訳であるが、数字そのものは別にして、あの時に出した見通しとの比較で、上振れ、下振れどちらのリスクをみていくことになるのか。

野田委員

私もそこは気になっている。需給ギャップがどう物価に影響を与えているのかが最大の関心事である。実は、国際商品市況の高騰というのは、我々が既に経験したように、言ってみればこれは外生要因であって、それが実体経済に影響を与えて、それがまた物価に跳ね返ってくるという経路はあるにしろ、一次的な影響としては、テンポラリーであろうと思っている。そういう意味でいくと、やはり最大のポイントは、前者の方の物価の基調的などころはどうなるかと。国際商品市況云々というのは、確かに我々が展望レポートで示しているような数字——ポイント以下の数字——がどうなるかというところには当面影響を与えるが、基調的にはもっと別のところで……。

水野委員

一つの大きな切り口として申し上げると、最初の話と同じなのであるが潜在成長率は、先進国では、これだけ大きなクレジット・バブルが崩壊した訳であるから、下がっていく方向に圧力がかかる。その一方で、エマージングの潜在成長率は高いのであり、短期的に言えば先進国は潜在成長率の下振れを気にしていると思う。ただ、少し長い話でみていくと、スタグフレーション的な話があり、これが一番嫌な話である。ただ、世界全体をみると、エマージングに引っ張られる形で景気が良くなっていくのなら、コモディティ価格は単なる外生変数であるとは言っても、物価はなかなか下がりにくいという話である。交易条件が悪化するため、企業収益にとっては非常に悪い話であり、これが、リスク・シナリオになるという感じがする。

亀崎委員

私は、日本のCPIという観点からみると、原油はコアコアのところには然程大きな影響を与えないが、昨年から今年にかけては、147ドルのピークからずっと下がってきて、30ドル割れ直前のところまで行ったのが、

今はもう 70 ドルを超えるという状況である。ゴールドマンサックスは原油価格の見通しを 6 月 3 日に発表しているのだが、ここでは今年末を 65 ドルから 85 ドルに上方修正したうえで、2010 年末は 95 ドルとした。これは何故かという、クレジット・ノーマライゼーションで引っ張られていると。国際局のレポートをみても「この足許の価格上昇については、一部投資家の期待先行的な要素が強いとの指摘が聞かれるが、相場の先行きに対する見方はそれ程完璧ではない」ということである。原油の備蓄は、アメリカではかなり高水準にあるにもかかわらず、I E A が発表した 2009 年度の石油需要というのは前年比よりも 2.9% であるが減っている。こういう中で上がり始めているということは、かなり資金が入ってきているということで、丁度、一昨年 12 月 100 ドルの頃、30 ドルないし 40 ドルは投機資金だと言われていたのが、その翌年、ずっと 147 ドルまで上がった。これも投機資金である。そうすると、やはりこのところは、実際の実需はあまりないにもかかわらず、しかも在庫が大量にあるにもかかわらず、こういう状況になってきたというのは、非常に警戒してみなくてはいけない。今は、日本の C P I の前年比は、昨年 12 月の裏をみて -2% ということを考えているが、この 70 ドル台を超えていくようであると、このところは -2% よりも少し小さくなって、-1% の下の方へということはある。中長期的な物価の安定という観点からみれば、決して我々にとって悪いインパクトではないのではないかというふうに思う。

中村委員

国内ではかなり過剰設備があると言われている。生産は、以前のレベルに戻っていないほか、既存の設備もコスト競争力等で問題がある。従って、負の需給ギャップは我々が考えている以上には拡大しないのではないか。それから、企業は過剰設備をそのまま放っておけないため、これから手持ちの余剰設備の廃棄や、高度化を進めることによってトータルコストを下げる動き、設備の統廃合を目的とした企業合併などが国内で相当出てくると思う。このため、需給ギャップが大きいことを背景に、物価がなかなか

上昇しないという事態はそういつまでも続かないと思う。よくデフレスパイラルに陥る惧れがあるとか言われているが、それ程心配する必要はないのではないか。一方で、足許、資金が潤沢なことから、突然、インフレに繋がる可能性もあるだけに、その面も注視しなくてはならないと思う。

須田委員

足許、原材料・オイル価格が上昇すると、電力とかに段々に転嫁されるあるいはガソリン価格に転嫁されるスピードが速まっているし、足許は明らかに物価に対して上振れというようなことだと思う。基本的には、物価については、経済成長のエマージングのウエイトが高まる中で、あまり資源節約的な設備投資が行われないうちでエネルギー節約的な消費がそれ程行われないうちであれば、世界全体で資源に対する需要が成長率に比べて高まっていくというように考えられるので、やはりトレンドとしては、そういった傾向が続いていく。そのうえで、投機による変動があると思う。そういう状況だと、潜在成長率はどうなるのかというと、やはり長い目でみたら下がっていくということだと思うので、先行きはどうなっているかよく分からないものの、少なくとも足許は、エネルギーや価格の上昇の影響がそのまま出てくるだろうと思っている。私も今回、生産能力指数が前月比過去最大の下げ幅を記録したというのはサプライズであった。稼働率が上がるような調整が行われた。これから、設備をそのまま輸出してしまうことまで起ころうとしている訳であるから、そういう意味では、これから先の日本で、国内での生産や設備投資をどれだけやるかということになると、これまでの円高の経験も踏まえて、やはり生産を海外にシフトさせる部分も増えていくと思っている。そういう意味では、海外で稼ぐということはあっても国内の生産能力は下がっていくのだろうと思っている。資源価格の上昇による潜在成長率の低下もあると思っているので、それらからはなかなか需給ギャップ要因の先行きは分からず、そうすると物価の先行きは上振れか下振れか分からない。でもトータルでみて今明らかなのは、足許は今より上振れかというようには思っている。

西村副総裁

データの面からみれば、恐らく需給ギャップの計測は、これから次第にデータが改定されるうちに、急速に縮まっていくと私は思う。その一つの理由は、例えば、これは単なるスペキュレーションであるが、大企業の労働投入と中小企業の労働投入を比べると、大企業の労働投入の低下の度合いが、中小企業の労働投入の低下と比べてはるかに大きいので、そうすると、中小企業の労働投入が反映されるにつれ、低下の度合いというのは小さくなる可能性がある。それがまず第一点である。それから、第二点で言えば、先程言ったように、産業構造が変わってくるので、その産業構造の変化というのを考えていかなければならない。つまり、ディストリビューション・エフェクトというか、中での比率の変動なり、中での技術の変化があるから、そういう点がまずある。それから、そもそも、技術の転換点においては、全体としてみるならば、同じ産業の中でも生産性は低下するので、この三つの要素が絡んで、実際上は、現在の需給ギャップの計測はかなりオーバーエスティメイトになっていると思う。その後の話に関して言うならば、最終的にはやはり価格はシグナルで、どの程度、生産に対してのイノベーションの程度が変わっていくかということに全面的に依存する。それは省エネ的なイノベーションが1973年、1974年、1978年、1979年で起こった。それと同じことがこれから起こるのか。それから環境に関しては、同じようなことが起こっていくのかということだと思う。多分、マーケットの楽観論の一つの説明は、そういった変化が政府の幾つかの政策によって、そういうものに対しての変化が起こるということを予想しているということである。それなら長期的にも然程落ちないという形になるので、そういう意味ではマーケットのある種の長期的な楽観論というのは、一部はそういう形で解釈を進めていけるのかもしれない。結果的には、そういったイノベーションがどうやって起こっていくのか、これは将来に対して不確実要素であるが、我々はあまりイノベーションがうまくできなかったので、どちらかというともどうしてもネガティブにみ

がちなのであるが、それをどういうふうにみていくかということによって、最終的な資源の制約というのが資源価格にどういう影響を及ぼすかということについての見方に変化が出てくるのだと思う。そういう意味で、我々が現状からみて、資源価格が上がっていくというふうに見ている見方というのは、逆に言えば少し現状にバイアスがある可能性はあると思われるので、その点については、注意しなければいけないと思う。ただ、構造的にみれば、イノベーションが起こるような先進国において需要が増加しているというよりは、イノベーションが起こりにくい発展途上国——中国といったようなところ——で起きていることは、やはりかなりネガティブな影響を現わしてきて、それは資源価格の今後のトレンド的な影響に——中心的な見通しとしては——そういう方向に上がっていくとみていくのがやはり一番蓋然性が高い見通しだというふうに思う。そういうことから考えれば、今回のエピソードでみたことは、やはり長期的にみればCPIに関しては、それなりの上方のプレッシャーがかかっているということは、やはり判断としては頭の中に入れておかなければいけないのではないかというふうに思う。それと、今度はそれ以外のコスト要因ではない、需給要因としての需給ギャップ——需給ギャップという言葉は私は好きではないが——、需給構造による価格の上昇がどの位それによって影響されるのかということを見ていかなければいけないと思う。もし、需給がほぼ均衡するような形でいくと考えるとすれば、やはり過去に比べれば今後はCPIに対しては、上方圧力がある程度は高くなっていくという形で考えていく必要があるのではないかというふうに思っている。

山口副総裁

先程須田委員が言われたとおり、私も、原油価格や国際商品市況の最近の動きをとらえて、物価について上方のリスクをより強く意識すべきであると判断して良いのかどうかは、よく分からない。他のマーケットがシグナルとして送っている世界経済に関する見方と、原油市場が発信している

世界経済に対する見方との間にはギャップがあるということなのだと思う。従って、どちらが正しいのかという問題なのだが、この点、より多くの市場が発しているシグナルに従うべきだと単純に考えれば、原油価格のサステナビリティについて、強く自信が持てるという状況でもないような気がする。結局のところ、色々な情報を集めながら、今の強い地合いが本当に続くのか、マーケットはどのような発信をしているのかということを見ていくしかない。もう一点、原油市場のみが、より長いタイムホライズンで経済を評価していると考えられるのもやや行き過ぎのような感じがする。少なくとも我々の経済見通しを前提に考えると、原油価格 70 ドルという今の水準すら、相当長きに亘って景気回復が続くということを前提にしている訳であるが、こうした長期の時間軸を原油市場が持てる背景自体、よく分からないという感じがする。そう考えていくと、あまりサステナビリティの高いものではないのかという気もしてくる。

白川議長

これを発したのは、景気についても物価についても点検したうえで、最後は、政策論としてどう考えるかという話になる訳であるが、その政策論にいく前に我々は景気と物価それぞれについて、判断を示している訳である。景気と物価が最終的には同じように動くのであれば、別個に判断を示す必要も別がない訳であるが、景気と物価は意味のあるホライズンで違った動きを示し得るからこそ、あるいは政策上も違ったウエイトがかかるからこそ、両方について見通しを出しているのだと思う。今、我々が出しているメッセージは、物価については、上昇、下落、両方の要因を前回展望レポートで指摘している訳である。多少、時間的視野は違うが、両方勘案したうえで、今は下の方を意識しているというメッセージを送っている訳である。所詮、先行きは景気も物価も分からないのだが——特に物価については商品市況を考えるとより分からないのだが——、我々自身がバイアスを持ったメッセージを送るのか、分からないが取り敢えず下振れの方を重視するのか、分からないから上を言うのか、あるいは分からないから取

り敢えずリスクはバランスしていると言うのかという、そういう問いかけなのだと思う。勿論、そういうふうにごりごり聞いてくる訳ではないが、自分が色々な場で答える中で、正確に何を答えているのだろうかと思うこともあるので、自分自身の考えをもっと明確にしたいし、皆さんがどう感じているのか聞きたいというそういう趣旨である。ただ、いずれにせよ、今日ここで答が出る訳ではないし、7月の中間評価で議論する時に、こういうことも踏まえて議論したいと思って、敢えて提起させて頂いた。

西村副総裁

少し宜しいか。実は、物価をみる時に、我々は短期と長期で分けているが、実は、短期と長期でも十分でなくなってきた、つまり足許のあと半年とか1年と、それからその後の2、3年と、それからさらにその先という形に最近なってきたおり、なかなか難しくなってきたと思う。足許にしてみれば、これはほぼ違いがあったとしても原油価格がまた再び200ドル位にならない限りにおいては、基本的には、どういう方向になるかはみえている状況である。しかしいわば、中期というか、2、3年後に関しては、実はどういう方向になるかは極めて難しい。これに対し、長期に關して言うならば——先程皆さんがおっしゃっていたようなことが正しいとするならば——、上がっていく方向に行くだろうというのはほぼ合意だろうと思う。そうすると、やはり中期の部分はどういうふうに上手くコミュニケーションしていくのかというのは、これはどこの中央銀行でも同じ問題が生じている訳で、一つの方法は、Fedのようにホライズンを延ばしていくというやり方もある訳であるが、必ずしもそういうのは良い方向かどうか分からない。これはやはり今後我々が考えていかなければならないイシューではないかと思っている。

野田委員

今日の議論というのは、正に今西村副総裁がおっしゃったように、期間の考え方というのを整理せずに言っているとすると、少し皆さん違ったこ

とを言っているようだが、大体同じことを言っているのだと思う。であるから、我々が大事なものは、来月議論するのだろうが展望レポートのタイムホライズンと、我々が4月に議論している中長期的な物価に対する見方、この議論というのを少し整理して、今西村副総裁がおっしゃたように違いがあるのだという整理を前提とした議論をしないと、かなりごっちゃになってしまう。それが仮にも誤ってコミュニケーションに伝わるということは良くないと思う。少なくとも、来月の議論を先取りして申し上げるならば、先程も少し触れたが、足許少し物価について資源価格の影響だけで言えば、上振れているのかという感じはする。ただ、それ自体がどれだけ大きな意味を持つかというのはまた別である。

白川議長

それでは、これで第1ラウンドを終了して11時に再開したいと思う。

(10時48分中断、11時00分再開)

白川議長

それでは金融政策決定会合を再開する。

IV. 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。順番は先程と同じである。水野委員からお願いします。

水野委員

6月5日に公表された5月の米国の雇用統計を受けて、米国の金融市場では、FRBは年末までに金融引締めには転ずるのではないかとの観測まで浮上した。失業率は9.4%と4月の8.9%から0.5%ポイントも上昇した

ものの、非農業部門雇用者の減少幅が 34.5 万人と市場予想を大幅に下回ったことに反応したものである。もっとも、マーケットの反応だけ触れると、ユーロドル金利先物のフォワード・カーブがかなりスティープ化し、それから財務省証券市場では中短期債、特に短期債（2 年、3 年ゾーン）が中心に大きく売られた。米国の債券市場では、なおも原油価格上昇、財政赤字に対する懸念、中国など新興国の景気回復を示唆する経済データといった、どちらかという金利上昇要因に敏感になっているという感じである。

ここからは、日本銀行が企業金融の円滑化を実現するために実施した各種措置が、結果的に金融市場の安定に大きく寄与していることを指摘したいと思う。

本行は、企業金融の円滑化に資するために、CP、社債の買入れ、企業金融支援特別オペ、適格担保拡大等、潤沢な流動性供給を行ってきた。その結果、CP金利の大幅低下に加え、株式市場の反発、クレジット・スプレッドの縮小、社債の新規発行の増加など、企業金融を取り巻く環境は改善してきた。

最近、CP買入オペと社債買入オペにおいて、オファー額に応札額が満たない、いわゆる札割れが頻繁に生じている。CP、社債の買入れについては、バック・ストップとして機能することを期待したものであり、こうした現象は、CP・社債市場の機能が一定の回復をみせ、本行の買入オペを活用するインセンティブが低下してきたことを示唆している訳で、ポジティブなものだと評価される。また、CP買入オペと社債買入オペがこのような仕組みになっているからこそ、日本銀行が現在採用している非伝統的な政策からの出口政策は比較的スムーズにいく公算が高いとも言える。

企業金融支援特別オペについてはモンスター・オペと呼ばれるが、CPバブルが発生している、具体的にはCPとTBの金利が逆転している、あるいはCP金利の著しい低下によって、CP購入のインセンティブが低下した結果、CPの新規発行が減少している、といった批判、不満が市場関係者の一部にある。

しかし、劇薬には副作用はある程度付き物である。企業金融を取り巻く環境は本質的には改善したとは言えないと判断される。その理由は、企業のキャッシュ・フローは減少しており、それに対して設備投資抑制や雇用削減等で対処しようと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面の収縮に戻ってくるリスクがあるためである。企業金融に対する警戒を解くことができないので、当面は状況を注視する姿勢を続けることが適切だと思う。

個人的には、企業金融支援特別オペは、今や、企業金融の円滑に向けた対応策にとどまらず、TB及び2年セクターまでの国債の金利を低水準にとどめる金利安定のアンカーとしての機能を果たしており、国債市場を中心とする金融市場全体の安定に大きく寄与している、と認識している。

より丁寧に言えば、超過準備を容認する潤沢な資金供給を行っていること、2009年度、2010年度のコアCPIインフレ率が2年連続でマイナスとなる蓋然性が高いという展望レポートの大勢見通しを公表したこと、2月の決定会合で企業金融支援特別オペなど各種の時限措置を早々と9月まで延長したことが、量的緩和政策を採用した当時のCPIコミットメントと結果的に同じように超低金利政策を継続するとの印象を与えたこと、などが組み合わさって、事実上の時間軸効果が働いている。その結果、本行から現在の金融緩和政策を継続するとのコミットを何ら発していないにもかかわらず、我が国の国債相場はボラティリティが低下しつつ、国債イールド・カーブは緩やかにスティープ化していると思われる。恐らく、次の次の8月の金融政策決定会合では、2月に延長した各種の非伝統的な措置について、延長の有無や延長期間を議論することになると思う。その際、企業金融支援特別オペを中心とする各種の措置が我が国の金融市場の安定に寄与しているという視点も重要だと思う。

さて、先行きの国債増発に関しては、7月債から一回当たりの国債入札額が増額されると見込まれるため、需給面からは6月下旬以降国債入札が無視できないリスク要因となる。第1次補正予算に伴う追加の国債発行額は財投債を含めて16.9兆円だが、これだけの規模の国債増発はかつてな

く、織り込み済みとの声もあるようだが、長期金利にどのような影響を与えるかは正確に予測することは不可能である。さらに、まだ債券市場で十分に意識されていないことだが、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予想される。今年度の第2次補正予算における国債の追加発行額は、昨年度と今年度2年分の税収不足分だけで7~8兆円程度にのぼると予想される。前回の金融政策決定会合でも指摘したが、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には注意しておく必要があると思う。最後に、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。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での判断に沿う形で推移しており、緩和的な金融環境を維持し、金融面から経済を下支えするという、今までの政策を維持するのが望ましいと考える。従って、次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと考える。

日本銀行では、金融市場安定化のための措置と企業金融を支援する措置をいわゆる非伝統的な政策として構成するが、その政策効果の評価の仕方について、論点を整理しておきたいと思う。

今般の世界的な金融危機においては、国際的大手金融機関の破綻や破綻懸念の高まりから市場参加者が疑心暗鬼となりカウンターパーティ・リスクが一挙に広がり、様々な金融資本市場で取引が極端に細り、価格情報が実態を表わさなくなり、加えて金融市場間の裁定取引も減少し市場が分断された。さらには直接金融だけではなく、金融機関のバランスシート毀損の表面化から間接金融での金融仲介機能にも悪影響が広がった。これを言い換えると、政策金利の制御でイールド・カーブを変化させ経済活動に影

響を与え物価の安定を図るという、いわゆる伝統的な金融政策が働く経路が毀損されたという形になる。従って、非伝統的金融政策とは、中央銀行が直接、間接に毀損された市場機能を補完、肩代わりすることで、歴史的な低水準にある政策金利が本来持つ緩和効果の発現を助ける政策というふうに整理することができると思う。

こうした政策から、非伝統的金融政策の効果を測るには注意点が三点あると考える。

第一点は、介入している市場の状況だけをみて、政策効果を判断してはならないということである。非伝統的金融政策は金融市場の分断に対処する形で、低金利が十分に経済活動に影響を与えるような施策として考えられている。中央銀行はその資源制約から、分断された全ての市場に介入してはならず、当該国金融市場の中で最も介入が効果的であると思われる少数の市場に介入しているだけである。従って、非伝統的金融政策の政策効果は、介入市場だけではなく、その市場と関連する非介入市場においても金利、取引量で金融緩和の実効が現れてきているかを総合的に判断する必要があるというように考える。市場機能が部分的に回復するにつれて、介入している市場での歪みが生じるのは仕方のないことであり、そもそも意図された効果でもある。問題は介入していない他の市場に十分な浸みだし効果が、金利、取引量の面で生じているのか、特に市場間の裁定取引に広がりが出てくるのか、の判断である。それも現状効果があるかどうかではなく、今後広がっていくかどうかの判断が重要だと思う。

第二の点は、非伝統的金融政策の機能の原点に関わる点である。翻って考えると非伝統的金融政策は、先程申し上げたように、歴史的な低水準にある政策金利が本来持つ緩和効果の発現を助ける政策なのであるから、その効果は実体経済の状況にも依存する。従って、現在の介入の仕方が最も効果的なのかどうかを常に検討しておく必要があると考える。特に市場の分断が続きながらも、回復基調にある時はこの視点が必要であるというように考える。

第三の点は、特定の資産買入スキームが利用されないということをもって、その非伝統的金融政策の効果が無いというように評価することは正し

くない、ということである。非伝統的金融政策には市場参加者の市場に対する信頼を保つ、安全弁の効果がある。使われなくても信頼の下支えとなっている効果を見無視してはならないと考える。特に、大きな不確実性が将来にある時は、安全弁としての効果、言い換えれば、オプションのプットとしての効果はかなり大きいものと考えてるのが自然であるというように考える。以上である。

白川議長

それでは中村委員、お願いします。

中村委員

我が国経済は輸出や生産の減少に歯止めが掛かり、2009年度後半以降、各国の財政・金融面からの大規模な支援策もあって、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が回復するにつれ、経済危機対策による押し上げ効果もあり、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。

金融経済月報の冒頭表現、「わが国の景気は、大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」については、特段異論はない。ただし、輸出や生産の下げ止まりは、昨年秋以降の暴力的と言えるような在庫調整の反動による面もあり、先行きのしっかりとした本格的な回復に繋がるかは見極めがたい状況である。このため、「下げ止まり」という表現が、必ずしも我が国景気の転換点を示唆しないことを対外的に丁寧に説明する必要があると思う。

また、新型インフルエンザにつき、先週WHOはフェーズ6を認定したが、弱毒性とはいえ、感染が拡大、長期化する可能性もあり、引き続き注意深く見守っていく必要がある。

本行は、昨年秋以降、政策金利の引き下げや非伝統的な金融政策を含む様々な施策を実施してきたが、それらの対応は市場の安定化に大いに寄与し、企業金融についても緊張はかなり緩和され、調達金利も低下傾向にある。CPや社債の発行環境も引き続き改善している。設備投資や運転資金

需要が減少する中で、起債に対する安心感も醸成され、予備的な手許資金の積み増しを見直して、圧縮する動きも出てきている。中には年度内の資金手当てを終えた先もみられることなどから、CPの発行は減少しているが、発行金利は市場機能の回復や企業金融支援特別オペ等の効果もあって、a-1格以上については、TIBORを下回る水準で安定的に発行できている。社債についても、運用対象が限定的となりつつある地銀や、これまで企業業績の先行き不透明感などから社債投資を手控え、出遅れていた投資家が、歪となったポートフォリオの復元の観点からも、積極的に購入し始めていることから、当初計画よりも大幅増額して発行する企業も少なくなく、A格企業の起債案件も増加している。発行金利も高格付銘柄を中心に、6月に入りさらに低下している。全体でみても、CP、社債の発行金利の低下などから、企業の資金調達コストは低下しているようだ。この間、6月5日にオファーされたCP等買入オペは、応札額がゼロとなったが、これはCP市場の機能が回復してきたことの証左と捉えることができる。

このように、起債市場の機能が改善してきたことや資金需要の減退もあり、一時に比べると銀行の貸出姿勢も緩和的となってきているとの話も聞かれる。しかしながら、今後、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全体としてはなお厳しい状況が続くと思われる。また、社債市場では格付けがBBBの銘柄については、特殊な一部の業種を除き、引き続き起債は難しい状況に変わりはない。企業金融支援特別オペは、一時的に短期金融商品のレート形成を歪めている側面もあるかもしれないが、TIBOR等のターム物レートの低下や企業金融円滑化に対して大いに寄与していると考えられるので、一連の企業金融支援対策の期限到来後の取扱いについては、今暫く金融資本市場や企業金融改善の推移を慎重に見極める必要があると思う。

現在導入中の異例の措置は必要な期間に限り、適切な規模に限って実施するのが大原則だが、その解除、あるいは手直しに際しては、唐突とも受取られかねないアナウンスとなった場合は、金融政策全般の転換とも受止

められる可能性もある。また、市場関係者の思惑から、必要性とは無関係に、諸対策の条件変更や継続の有無が事前に市場に織り込まれる危険性もあり、それらのリスクを回避するためにも、本行の意図が正確に伝わるように国民や市場との対話や公表方法等には慎重な対応が必要であり、前広に検討をしておく必要がある。

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、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CP等買入れや、その他の時限措置を含め、これまで導入した施策の必要性を見極めるためにも、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とすることが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

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探る段階にあるが、下げ止まり後の回復シナリオの不確実性は大きいと思う。今後とも、以下のリスク要因を丹念にチェックしていく必要がある。リスクの第一は、金融市場におけるショックの発生である。このところ、金融市場は落ち着いており、米国の金融機関のストレス・テストや二大自動車メーカーの破綻、日本の大幅に悪化した企業決算も大きな混乱なく乗り切った。しかし、今回の危機の根源である米国の住宅価格の下落が続く一方で、金融機関の不良資産問題は、買い取りにかかる官民共同ファンドの一部入札が延期されるなど、その解決の道筋ははっきりしていない。また、住宅担保証券を保有する簿外の特別目的会社をオンバランス化する会計基準の導入により、金融機関のバランスシート悪化が再び意識されるリスクもある。

このほか欧州では、ラトビア国債の入札不調が、同国へのエクスポージャーの大きいスウェーデンの銀行株の売りに繋がるなど、中東欧の経済混乱に絡む大きなリスクがある。また、日本では企業収益の回復力の弱さ

がもたらすリスクがある。金融市場のショックは、再び実体経済との間で負の連鎖となりかねないため、今後とも警戒を怠らずにみていく必要があると思う。

リスクの第二は、金融・財政政策の効果である。中国に限らず、欧米や日本など各国における大規模な政策は、今後、効果が明確化してくるとみられるが、その強さや持続性には不確実性がある。一方で、景気回復より先に商品市況や資産価格、長期金利の高騰に繋がった場合の影響、及び各国のそれへの対処方法も現時点では全くみえない。このように、本件は下方向、上方向ともリスクが大きくなっているため、十分注意する必要があると思う。

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。米国では、これまでの家計の過剰な住宅投資や消費に対して、金融機関が過剰な資金供給を行ってきたが、金融危機によりいずれもディレバレッジへと走っている。こうした中、少々景気回復期待が高まっても、今回の危機で痛手を蒙った先が、これまでと同じ行動に戻るとは考えにくいと思う。そうであるとすれば、これまでの経験をベースに考えている景気回復シナリオの妥当性については、大きな不確実性があると言わざるを得ない。

こうした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、潤沢な流動性供給による市場の安定化策と企業金融の支援策についても、現状を維持するべきであり、今日現在は出口政策を具体化する状況にはないと思う。

現在の金融市場では、本行が金融機関の積みの進捗調整のため、短期国債買入れを減額する程資金が潤沢であり、また C P オペが応札ゼロとなるなど高格付けを中心にクレジット市場の機能が改善している。しかし、本行の C P や社債の買入オペが安全弁として機能しているほか、企業金融支援特別オペが強力に効いているためとみられ、市場が本行依存から脱したことを意味する訳ではない。ただ先行き、景気回復が確実となり、下振れリスクが大きく減少したり、あるいは上振れリスクが増大した場合には、

市場が自律的に機能するよう促すため、企業金融支援特別オペの設計を見直すなどといったことも、いずれは必要になってくるものと考えます。

なお、景気回復の萌芽がみられ始めた現在、金融政策決定会合の議事要旨における異例の施策の出口の議論に対し、市場が過度に敏感となっているようであるが、それが長期金利の大幅上昇を招くなど、回復の芽を摘んでしまうようだと本末転倒であるため、情報発信には十分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、日本銀行は三つの柱に基づいて、政策運営を行っている訳だが、これまでに講じてきた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思う。

今後の金融政策運営を考えるポイントの一つとして、我が国の金融環境について述べておきたいと思う。足許の企業の資金繰りあるいは金融機関の貸出態度をみると、中小企業などで悪化に歯止めが掛かる動きもみられている。しかしながら、全体としてみれば、厳しいとする先が依然として多いという状況である。また、実体経済活動や企業収益との対比でみると、コールレートや資金調達コストの緩和効果は、かなりの程度減殺されていると評価されると思う。これらの点を踏まえると、金融環境はなお厳しい状態が続いているという評価になると思う。この間、企業自身も、先行きの業況に対し一部手応えを感じつつあるように見受けられるが、総じてみるとなお慎重であり、そうしたもとにあって、自社を巡る金融環境についても、依然警戒感を解いていないと思われる。しかしながら、CP、社債の発行環境が一段と改善しているほか、手許資金を厚めに持つ企業の動きが一服するなど、環境改善を示唆する動きもみられており、この先6月短

観の結果などをみながら、実際の改善度合いと先行きの見通しを見極めていきたいと思う。我々がこれまで講じてきた施策について、今後どのように対応すべきかは、そうした金融環境に関する情勢認識等を十分踏まえたうえでしっかり判断すべきものと思う。

ただ、一点付け加えておきたいのは、その際、昨秋以降実施してきた三つの柱に分類される政策について、どう位置付けるかという視点が大事だと思う。マクロ政策としての金利政策とその他の市場安定化策ないし企業金融円滑化策の持つ意味合いというのを今の時点でどのように評価しておくのか。これらについて仮に解除するとなった場合に、同時に解除すべきということでもない一方で、段階的に解除しなければならないということでもないと思う。仮に段階的に解除するということになった場合には、これまで我々が講じてきたそれぞれの政策措置についての位置付け、そして解除する際にはその理屈付けをどのように整理していくのか——これは我々の政策についての事後的な評価ということにはなるが——、そういうことがこれから先の我々の政策措置のあり様を考えるうえで、非常に大事なポイントだというふうに思う。私からは以上である。

白川議長

それでは須田委員、お願いします。

須田委員

最初に、次回決定会合までの金融市場調節方針についてだが、現状維持が適当だと思う。前のラウンドで述べたように、内外のハードデータに景気底入れを模索する動きが徐々にみられ始め、目先のテール・リスクは小さくなっている。日本経済はこれまでの急激な悪化が漸く下げ止まり、底入れから回復軌道に移行しようとしている段階に過ぎず、需給バランスからみた経済の水準は依然として低い状態にある。また、下振れリスクは軽減しているとみているものの、政策の観点からは依然として下振れリスクの方が大きいと判断している。従って、引き続き十分に緩和的な環境を維

持しながら、年度後半に向けて回復軌道に乗る蓋然性をしっかり見定めていく必要がある。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の観点から、機動的な運営を行って頂きたいと思う。

なお、前回会合でも指摘したが、企業金融にかかる金融商品の買入れなどの異例の措置については、適切なタイミング、適切な方法でイグジットすることを具体的に検討すべき段階にきているとみている。企業の資金繰りについて、引き続きタイト感が和らいでいる。資金需要動向については、大企業のキャッシュインは生産、輸出が増加に転じるもとで下げ止まりつつあるし、予備的動機によるキャッシュニーズの低下、在庫調整の進捗や設備投資、配当、人件費の減少などから資金需要は減少しており、外部資金需要は減少していくと見込まれる。他方、資金調達環境については、企業金融についての様々なオペの効果を別々に捉えることは難しいものの、それらオペが積極的に実施される中で、CP、社債市場は一段と改善しており、一部には行き過ぎも見受けられる。すなわち、a-1格以上のCP発行レートがほぼ下限に張り付き、相変わらず国庫短期証券の利回りを下回る官民逆転が続いている。市場からは「CP取引を引き揚げ国庫短期証券に運用先を移す投資家がみられ、市場が縮小している」と弊害を示唆する声が聞かれ始めている。また、政保債、地方債、社債においても格付けの高い銘柄から順に物色され、証券会社からは「出る社債は全て即日完売の状態」とか「A-1格であれば難なく起債できる」といった声が聞かれている。さらにそうした発行環境の改善傾向が、BBB格などの低格付け銘柄にも僅かながらも広がりつつある。銀行貸出スタンスについても改善を指摘する声が増えているようだ。また米欧市場でも、社債スプレッドやCDSがリーマン破綻前の水準に戻っているほか、GMの破綻を無難に消化したことや、GMACの格上げ、ジャンクボンドへの資金流入、金融機関の増資、公的資金返済といった金融環境改善へ向けた前向きな動きが増えており、そうしたことも我が国のクレジット市場のセンチメント改善に寄与していると思われる。

以上の点を勘案すると、企業金融にかかる金融商品の買入れ実施の必要

条件は満たしているとは言えなくなりつつあり、異例でない政策手段による金融緩和に戻していくことを視野に入れるべき段階に差しかかっているとされる。

それでは、どのような形で異例の措置を解除していくのが適切なのだろうか。3日の米下院予算委員会における証言でバーナンキ議長がビナイン・ネグレクトと表現した退出方法、すなわち、市場の実勢レートがオペの金利を下回ることによって自ずと利用ニーズがなくなっていくという自動退出機能が付与されたCP買入オペや社債買入オペについては、アナウンスしているスケジュールどおりにオファーを取り止めるのが自然だと考える。それに伴ってイグジットしたとしても、金融緩和度合いは維持されることをきちんと説明していく必要がある。CPや社債の買取りについてはセーフティネットとして置いておくこと自体異例であり、スプレッドに影響を与えるので、期限を越えて延長する場合には理由が必要だと考える。また購入額が一部企業に偏っていないか検討しておく必要もある。今後の判断基準は、市場機能の著しい低下が企業金融の全般的な逼迫に繋がる蓋然性をどの程度とみるか、ということかもしれないが、短観の結果もみながらそれについて判断することになるかもしれない。以下、その一つの判断材料として、2001年の後半の時期について、状況を述べておきたいと思う。

2001年9月にマイカル債のデフォルト後、11月に入ると企業や銀行業績の悪化や破綻が相次ぐ中、エンロン破綻によるMMF元本割れといったイベントが生じ、その11月の間にBBB格が大きく売られ、スプレッドが拡大し、発行が困難化した。BBB格のスプレッドの1か月の変化幅が、業種間で4bp程度から235bpまで大きくばらついており、中にはスプレッドが488bpとか315bpとなった銘柄も見受けられる。11月のクレジットカーブから、5年物BBB格のスプレッドを求めると、190bpとなっている。ここで指摘しておきたいのは、この時には、日銀はCPや社債の購入は行わなかったということである。足許では、クレジットバブルの結果、BBB格の企業が正常と考えるスプレッドの目線が低いままとなってお

り、また銀行借入コストとの比較から、高いスプレッドを嫌うことに繋がり、B B B格の発行が促されにくくなっている可能性も否定できない。こういった状況下では、B B B格の発行が消極的だからといって市場機能の著しい低下が生じていると判断するのは、早計ではないかと思う。

一方、企業金融支援特別オペに関しては、企業の資金調達環境の改善や安心感、あるいは企業金融にかかるより長めの金利低下を促すという観点から行われているが、期限は設けられているものの、そのニーズの高さと効き目の強さから、バーナンキ議長が積極的手法と表現した脱出方法が必要であり、イグジットのタイミングや手法に工夫と細心の注意が必要だと思われる。その出口戦略を検討するに当たっては、次の点を意識している。第一に、企業金融支援特別オペには副作用があり得ること、第二にイグジットする際の基準として各種クレジット指標を用いるのは難しいという点である。

まず、一番目の点については、この異例の措置は効き目が強いため、C P市場にみられるような副作用をもたらす。従って、このようなオペを景気を安定させるための通常の金融政策手段として用いるのは、適切ではない。企業金融について長めの金利や企業金融環境についての所期の効果が認められたら、イグジットのタイミングを検討し、共通担保全体を同等に扱う通常のオペに戻ることが必要である。この異例のオペからのイグジットが、リスク・アペタイトが改善している中で遅れれば、より長い目でみて、為替レートをはじめ資産価格や資源価格の変動を大きくする可能性のある円のキャリートレードを引き起こしかねない。足許の国際商品市況をみると、投機資金の流入によって原油市況等が再び騰勢を強めつつある。勿論、通常の金融緩和策だけでも、必要以上にそれを長く続ければそうした現象は発生するが、そこに異例の措置が加わることによって、サーチ・フォア・イールドを助長している可能性が高いと思われる。また、異例の措置は淘汰されるべきでない企業を淘汰させないことに主眼があるが、裏を返せば、異例の措置を長く続けることによって、淘汰されるべきゾンビ企業まで温存させてしまいかねないことを意味している。

第二のイグジットする際の基準として各種クレジット指標を用いるの

は難しいといった点についてだが、その理由の一つはそのノーマルな値が分からないということである。先程のＢＢＢ格の社債の例でも、現在のスプレッドの水準は以前に比べて高いのは事実だが、リーマン破綻前の米国のＢＢＢ格のスプレッドと比べれば大差はない。またスプレッドは市場機能に加え、有利子負債・キャッシュ・フロー比率、リスク・アペタイト、不確実性といった要因によって影響を受けるし、個別銘柄によってかなりばらつきがあるので、平均スプレッドの推移から価格発見機能の回復を読み取ることは難しいと言える。二極化が改善される結果、スプレッドの平均値は上昇することもあり得る。いずれにせよ、価格発見機能が回復し、企業金融環境が改善したことを定量的に読み取るのも、示すのも非常に難しく、市場とのコミュニケーションは困難が予想されると考えている。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いします。

野田委員

我が国経済は、前半で述べたとおり、昨年度後半のフリーフォール的な悪化の状況を脱し、全体として下げ止まりつつある。そして、展望レポートでの整理に沿って推移していると判断している。しかし、足許原油をはじめとする国際商品市況や長期金利が想定よりも速いペースで上昇していることが、見通しを巡る不確実性を幾分高め、景気の下振れリスクをより強く意識させる方向に働いているとも判断している。一方、金融環境についてみると、本行や政府の政策対応の効果もあり、ＣＰの発行金利が引き続き低下し、社債の発行銘柄も一段と拡大するなど、企業の資金調達環境はさらに改善しているが、企業業績が大幅に悪化し先行きの見通しも不透明な中で、投資家の選別姿勢の強まりが続くなど、企業金融を取り巻く環境は当面、基調的には厳しい状況が続くとみられる。

以上のような状況では、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引き続き適切に進めていくことを運営方針の基本と考えたいと思う。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当だと考える。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意して、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。

そこで、これまでも議論されているエグジット・ポリシーに関するコミュニケーションについて述べたいと思う。4月の会合の議事要旨を公表した際、現在講じている臨時・異例の措置をどのような方法で解除していくかについて検討する必要性が生じ得る、とのいわば原則論としての発言に注目が集まり、本行がこれらの措置を早期に解除するのではないかとの観測報道がみられた。この点に関する現時点の私の見解を述べれば、先程来繰り返し申し述べているように、我が国の経済は、4月の展望レポートの見通しに概ね沿って推移しているとともに、引き続き大きなダウンサイド・リスクを抱えているほか、金融市場も基本的にはストレスが高い状況から脱していない。そのもとで、企業金融を巡る環境は楽観を許さない厳しい状態が続くとみている。確かに、企業金融支援特別オペをはじめとする一連の措置が、例えばCPのレートがTBのレートを下回るという副作用、つまり市場機能の低下を招来していることは事実であるが、このコストはバック・ストップあるいはセーフティネットとしての評価が高い一連の措置であり、これらを外すことにより生じかねないコストに比べればなお甘受し得るものであると考えている。また、企業金融支援特別オペが長めの金利に働きかけるということからスタートし、現に現在優位に効果を発揮しているということに思いを致すべきだろうと思う。そうした観点から、むしろ現時点では、年末に向け、資金調達にかかる安心感を市場関係者に与え続けるということが基本であり、本行の政策が早期に打ち切られるといった誤解は、しっかりと正していくコミュニケーションが重要であ

ると考えている。報道の反応とは対照的に、市場は比較的賢明かつ冷静に受止めていたということも強調しておきたいと思う。いずれにせよ、9月以降の期限の措置をどうするか、7月あるいは遅くとも8月の会合において決定する必要がある、今後も丹念な点検作業と議論を深めていきたいと考えている。

続いて、展望レポートの見通しよりも幾分速いペースで推移しているとみられると思われる二つのリスク、国際商品市況、それと長期金利のうち、国際商品市況については前半の部分で議論があったので、長期金利の上昇について若干触れたいと思う。

米欧の長期金利は、このところ顕著に上昇している。これは一つに、景気の底入れ期待やそれに伴う株価をはじめとする多くの金融資産価格の回復、それから、皆さんが既に述べられた国際商品市況の上昇などの動きと整合的であるが、一方で、財政の急速な悪化に伴う国債需給の悪化懸念が上昇圧力を増幅させているということも否定できないと思う。我が国の長期金利についても、米欧に比べれば小幅とはいえ、10年国債の利回りは、先週は1.5%半ばまで上昇した。国債市場を大きく崩さないためには、政府による財政規律の確立・確保、言い換えれば財政の健全化に向けた道筋が明確になることが最重要であることは言うまでもない。本行の金融政策運営面へのインプリケーションとして言えば、財政健全化への道筋が不明瞭なもとでは、長期国債の買入れオペが財政ファイナンスと誤解されるリスクが相対的に高く、長期金利の上昇等を通じて一層の財政悪化にも繋がりがかねないという意味においてもリスクが相対的に、すなわち、他国に比べて高いということを十分に注意する必要があると思う。長期金利の上昇は、ただでさえ弱い我が国の実体経済の回復力を、さらに弱めることにもなり、私としてはこのところ警戒レベルを引き上げているということである。私からは以上である。

白川議長

まず、調節方針の方であるが、皆さん現状維持ということであった。私

の方からは、専ら多くの議論があった企業金融の現状評価、それから一連の本行の措置について幾つか申し上げたいと思う。一つは、企業金融の現状をどう評価するかということである。文章はこれから議論するが、昨日執行部から説明があった表現では、金融環境は「改善の動きがみられるものの、全体としては、なお厳しい状態が続いている」ということであった。細かいワーディングは別にして、前月との比較でみると、一歩表現は進んではいるが、しかし、結論的に「全体としては、なお厳しい状態が続いている」ということであり、皆さんの判断もそうだと思うし、私自身もそう思っている。ここで私が少し議論したいと思っていることは、「なお厳しい状態が続いている」と評価する場合に、皆さんがどの側面を特に重視して「なお厳しい」と判断しているかという点である。というのは、7月以降、企業金融関連の一連のオペについて、我々がどう対応するのかを考える時に、まさにその企業金融について、我々がどの側面を厳しいと判断しているのかを明らかにしておく必要があると思うからである。多くの方がおっしゃったように、キャッシュフローという面でみると、去年の秋以降、売上は大幅に減少した訳だが、一方で、大幅な減産を行ってきているので、運転資金需要は、昨日の執行部の説明にあったように減少する局面に段々入ってきていると思う。金融機関の貸出態度も、一頃の厳しさが幾分和らぐ方向にあるということであるし、資本市場も、方向としては改善の方向にある。しかし一方で、懸念すべき多くの材料もあるということであるが、問題は、どの側面を特に我々が重視しているかということである。ウエイトを付けずに申し上げると、一つは格付けの高い先と低い格付けの先で二極化現象がまだ解消されていないということである。二つ目は、足許はそこそこの改善はあるが、最終需要の先行きに自信が持てない中で、将来の経済環境、従って市場環境がまた大きく変化するという事態を皆が意識しているということである。それから三つ目として、改善がみられるのは大企業にとどまっていて、中小企業はまだそのような状況にはなっていないということもあると思う。この三つの説明は別に排他的なものではないので、全て関連していると思うが、どういう側面において、企業金融環境が

厳しいと判断するのか、そこを多少クラリファイした方が良いと思う。景気情勢一般については、既に前の段階で評価したが、企業金融を評価することは、企業金融が持っている力なり、弱さが経済に対して追加的な影響を与えていくかどうかということであるから、今申し上げた三つの側面、あるいはそれ以外の側面でも、特にどの辺を厳しくみているかということであるが、この点について後からご意見をお伺いしたいと思う。

次に、現在日本銀行が展開している異例の政策、特に企業金融支援に関連した政策については、ほとんど全ての方のご意見は、時限措置が取り敢えず切れる後をどうすべきか、それに向けて予測可能性を与えるべく7月もしくは8月には遅くとも結論を出すべき、現時点ではよく検討すると同時に対外的な情報発信には十分注意しましょう、ということだったと思う。この点について、少し私自身の考え方を申し上げたいと思う。一つは、企業金融支援の一連の措置自体の話と、それからもう少し一般的ないわゆる出口の話と、両方あると思うのだが、今のアメリカの政策当局者の発信をみていると、出口に関する情報発信の難しさというのを本当に如実に物語っていると思う。これはかつて日本銀行も経験したことなので、よりよく分かるのであるが、経済の状況をどう評価するかは別にして、何がしか状況が改善してくると、市場では出口はどうなるのかという議論が否応なしに出てくる訳である。その時に、出口について何がしか語れば、今直ぐ出て行くというように連想させる危険性がある、それ自体が経済に対して悪影響を及ぼす訳である。しかし一方で、それを懸念して出口について一切何も言わないと、今度はどこかの段階で非連続的な変化が起きてしまうから、何がしかの情報発信をしないといけないということだと思う。私のみるところ、F e d関係者がこのところ本来的な必要性以上に出口について発言しているのも、多分発言しないことによってインフレ・リスク・プレミアムが付いてしまうことを懸念しているからだと思う。F e dの対応をみていると、まさにその難しさを目の当たりにするという感じがする。そもそも、これは別に日本銀行というか、主要国中央銀行全てに当たるのだが、なぜこういう異例の政策を展開しているかということ、それは経済、

金融がまさに異例の厳しい状況にあったから、中央銀行として責任を果たすために、こうした政策が必要であるということに私は尽きるのだろうと思う。逆に言うと、そうした異例の政策を中央銀行が展開できるのは、そうした政策がもはや必要でないと中央銀行自身が判断した時点では、いつでもそうした政策からエグジットすることが可能であるという前提があるからである。異例の政策を展開しても、最後適切なタイミングでエグジットできなくなれば、異例の政策はどこかの段階でむしろ経済に対して悪影響を及ぼす訳である。そういう意味で、極く極く一般論を言うと、異例の政策を展開できるのは、適切なタイミングでエグジットできるという前提があるからこそだと思う。これはあくまでも一般論であって、中央銀行がエグジットのことを考えること自体は当然のことであり、逆に考えない中央銀行があるとすれば、むしろ市場なり国民は心配してしまうということだと思う。そういう極く極く原理原則の話は根を詰めて理解してもらう必要があると思う。ただ、現在展開している企業金融支援の一連の政策を当面どうするのかということは、あくまでも現在から先行きの経済と金融、就中、企業金融がどういう状況にあるのかという評価にかかっている、それ以上でもそれ以下でもない。そういう意味では、7月以降のこの会合において、そうした点検が十分できるような材料を執行部の方からも出して頂きたいし、私共もしっかり考えていきたいと思う。先程、何人かの委員から、この企業金融支援の措置をどういう評価軸で評価するのかという話があったが、全く私も同感である。つまり、これは西村副総裁もおっしゃっていたが、我々が介入する市場は、その市場に介入することが最も有効であると思うから介入している訳なので、全部の市場に我々が出没している訳では決してない。そのことが当該市場はもとより、他の市場あるいは企業金融全般にどういう影響を及ぼすか、という観点で評価をすべきだろうと思う。そういう意味で、記者会見等でも何回か揶揄されたが、利用されないことをもって意味がないのかというと、決してそうではなくて、安全弁として意味があると思う。先程の西村副総裁のお話では、プット・オプションだということであった。一方で、プット・オプションというの

は経済の状況が悪い時には非常に意味がある訳だが、逆に、今グリーンспан・プットというものが批判されていて、経済の状況が良くなってもプットがあると理解されることによって、経済の変動を大きくしたということで、両方の悩みがあるからこそ、 이슈になっている。別にこの段階で何か結論を出すべきタイミングではないが、そもそも問題の性格はそういうことなのだろうと感じている。いずれにせよ、この措置を継続する場合でも、あるいは何がしかの手直しをする場合でも、あるいはエグジットする場合でも、これは市場に対して十分に予測可能性を与えないとできないし、そのためには、何よりもしっかりと分析が必要であるということ改めてしっかり意識したいと思う。今日の段階ではそういうことである。企業金融環境について追加的なご意見があればお願いします。

野田委員

どの側面かとおっしゃって、どの側面かというふうにもまた限定すると…。

白川議長

勿論、外向きには申し上げないが。

野田委員

我々は、これを導入する時、まさにおっしゃったとおり、金融・経済状況の先行きの動向をみて、その不確実性、あるいはリスクの大きさ、そういうものを判断して、ある種、実際に導入した時点が早かったか、やや遅かったかという評価は別にして、我々の気持ちとしては、フォワード・ルッキングにみてやってきた訳である。今も一番大事なことは、やはり先行きどうなのかと。これまで——来月の中間評価で見直す——その辺のリスクバランスはどうなのか、実際の程度はどうなっているのか、4月の展望レポートは、当然のことながら、それを遡って我々が導入してきた時の環境、状況、判断と比べてどうかと、そういうことが一つ一つ点検していく

必要があって、どの側面かと言われると、やはり私はもう全体的にという…。そもそもこの異例の措置というのは、市場の全体をみていこうというコンセプトだった。一つ一つの市場にあまりスティックすると逆に見誤るというようなことだった訳なので。どの側面かという、やはり企業金融全般と。昨日企画局長が三つの柱に基づく整理をされたが、ああいったアプローチも一つのやり方だと思うが、私としてはその三つのどれかとか、あるいは個別市場の一つ一つがどうかということもさることながら、それを全体としてどうみるかということに重きを置いている。

亀崎委員

5月の議事要旨で、出口戦略のことについてメンションした。ちょうどこの時は若干の指標が改善し、本行の景気判断も上方修正とか言われる中で、この要旨の出口戦略というのが出たために、報道が非常に反応したように思うのだが、元々この異例の措置を導入する時から、平常に戻った時は出口戦略をちゃんと速やかに実施していくのだということを言っており、そうした意図は常にある訳である。それがたまたま5月に——それまで何回かは出ていなかったのが——出たために、そういう反応をしている。今後は、やはり金融市場全般が正常に戻ったことが確実視される時に限って出すのではなくて、毎回出すようにしないと。ここ2か月出ていなかったのが、5月に出たから、それに反応するという、非常に単純な動きがみられるので、我々としては常にそのことは考えているのだ、ということを発信し続ける方が良いのではないかなと。

白川議長

今、亀崎委員がおっしゃった気持ちは、先程言った中央銀行である以上、制度の設計からして常に出口は考えていて、そういう一般論、構えは常に言っていくという話である。あとは環境をきちんと点検していきま、そのうえで判断します、ということで、それ以上の意味を持たせないようにしないといけない。逆に、一切口をつぐむとリークになってしまって、こ

れはこれで良くない。その辺の上手いバランスがとれないかなという感じはする。これは言うは易くで、なかなか今のF e dをみても上手くいかない。まあ日本は今問題が出ている訳ではないが。

亀崎委員

白川議長のご発言よりも、むしろ5月の議事要旨、あれに反応したような感じがする。その前の議事要旨には出ていないのである。

野田委員

5月に発表した4月末の決定会合の議事要旨だな。

亀崎委員

5月発表の。その前の2回は出ていないのである。たまたま良い指標が出たので上方修正とくっ付けている。

中村委員

止めるということを行っている訳ではなくて、検討するのは当たり前だという気がするが。

野田委員

原則的な表現といった・・・。

中村委員

マーケットもできたら忘れたいと・・・。

白川議長

先程、野田委員がおっしゃったように、マーケットの方も、日本銀行は原則的なことを常に考えているというふうに受止めていると思う。色々な反応はあったかもしれないし、メディアで色々書く人はいるが、結局は、

冷静に受止めていると私は思う。

中村委員

企業金融のことであるが——野田委員が総合的に考えるということだったが——、企業は先行きに対する不安感が非常に強い。先行きどうなるか分からないという不安感があるので、企業は必要のない資金まで取れる時に取っている。企業サイドのそういう不安心理はまだ払拭されていないし、これが残っている間は、企業金融は正常化したとは言えない。こうした面も配慮して考える必要があると思う。

須田委員

この問題を考えていく時に、一般的な出口論と混同されてしまうということがあると思う。これから出ても、普通のオペによる緩和政策に戻れば良いだけの話で、一定の低いレートで無限に供給するというのを続けていくことのコストを問題にしているだけであって、企業の人困るようなことを、不安になるようなことを、考えている訳ではないのである。この一般的な金融緩和の出口論と全く違うということの認識をもう少し持つてもらわないと、今、異例の措置が下手したら常態化してしまうというリスクを凄く感じる。やはりこれから先は分からない、先行き海外経済がどうなるか分からないというのは、これまでもそうであった。去年の12月には、1~3月がハードルが高いと。2月になったら、いやいや今度は5月が高いと。そして今度は9月だったり。企業にとって異例の措置はあった方が良いに決まっているし、そこをどこまで先延ばしするのか。やはり一種のモラルハザードだと思う。私が敢えて申し上げておきたいことは、2001年の後半の時——何もしていないのだけれども——、同じようなことが起こっても凄いスプレッドでB B B格の取引が成立していたと。私は、この問題について、去年何が一番恐ろしかったかという、価格ということよりも資金が取れないということのリスク——資金のアベイラビリティ——であった。そのためには流動性を出していかななくてはとい

う思いが強くて、価格の問題ではないと。そういうところで企業金融にもう少しコミットしていかないといけないというのが、私のその時の一番の強い思いであった。私自身の認識はそういうことであり、だから今回短観をもう少しきちんとチェックして判断の材料にしたいと思っている。

山口副総裁

これから私が述べることは、ここで議論をしたいということではなく、議論は次回以降で良い。私自身は、出口の対象は、企業金融に絡んだ特別措置だけではないと思っている。0.5%の政策金利についても相当緩和的だという評価をしてきた訳だから、ましてや0.1%の政策金利も出口の対象となり得るし、市場に対して潤沢な資金供給を行うということも出口の対象となる。それから企業金融円滑化策も出口の対象になり得ると思っている。この三つを合わせて考えながら、どうするかという視点が大事だと考えている。

野田委員

私も、展望レポートを書く時に申し上げたが——この場ではなかったと思うが——、三つの柱の一、二、三というのは、敢えて区分して書くとなかなか区別ができない。やる前から、こういう位置付けで一つ一つ出していけば良かったのだが、三つが揃って、ではこれはこうですよ、となかなか区分ができないという意味からいくと、須田委員がおっしゃったように、金融政策全体と企業金融にある種特化させた政策というか、理屈のうえでは分けられるけれども、実際の市場の受止め方が、特に中村委員がおっしゃったように当事者である企業の受止め方が、本当にそのようにマクロの政策と企業金融の政策と上手く区別して考えてくれるかどうかは、それは保証の限りではないので、そのリスクはやはり大きいというのが私が最初に申し上げた趣旨である。

水野委員

企業からみると、格付けがこれから下がるかもしれないし、それから銀行による内部格付けのランクダウンということも実際に起きつつある。そのため、資金が取れなくなる恐怖感というのは、実は、半年前に特別措置を導入した時とあまり変わっていないような気がする。それと法人季報などからキャッシュ・インフローをみていくと、本当に売上があそこまで落ちている。過去ずっとみていくと、企業業績は悪化したことがあるが、売上があれほどの勢いで落ちるといのは多分なかったのではないかと思う。その恐怖感、世界で何が起きているのだろうという不安感——産業構造の転換も勿論あるであろうが——、不確実性の度合いというのは、今回は本当に分からないということをよく言われる。その点、状況が進んだのか進んでいないのか。私は、実際にはC Pや今の社債レートに出ているように改善したかということ、とてもそうは思えないと思う。

白川議長

他にあるか。

水野委員

それからあと、今日の議論とは直接関係ないが、週末にG 8があった。その時に財政政策の出口の話がされたものの、どこもなかなかはっきりしたことを言えないということがあった。しかし、金融政策の出口政策を考える時に、財政の出口政策というのも、頭の片隅どころかかなり意識しなくてはいけない国が多いのではないかという思いがある。それから国債管理政策と、この三つは多分不可分になってくる国が幾つかあるかと思う。

野田委員

私が申し上げたのは、そういうことなのである。

白川議長

このラウンドでは他にもうないか。それでは、政府の出席者からご発言を頂きたいと思う。竹下財務副大臣、お願いします。

竹下財務副大臣

経済・物価情勢については、今回の決定会合において、景気の先行きについては、「下げ止まりの動きが次第に明確になっていく可能性が高い」としつつも、消費者物価の先行きについては、「経済全体の需給バランスの悪化などを背景に、マイナスとなっていくと予想される」とするなど、物価情勢を中心に引き続き厳しく受け止めておられるというふうに認識している。

政府としては、経済を底割れさせないとの強い決意のもとに、先月 29 日に成立した補正予算の早期執行に努めるとともに、現在まだ参議院において審議中の補正予算関連法案——これは税制と、あるいは政投銀などを巡る法案であるが——をできる限り早く成立をさせて、経済危機対策に盛り込んだ施策全体の早期実現に向けて全力を挙げて参る所存である。

それから、先般の G 8 において、出口論が議論というよりも、出口を考える準備はしておこうね、という位の位置付けであった。我々としてもそのことは、与謝野大臣が度々お話になっているように、彼は、自分は元々財政再建論者、今回はちょっとそれを休むと、補正が終わった段階でやはり財政再建論者に戻るといふこともおっしゃっているように、この国債の発行については私共も非常に大きな問題として受止めて、物凄い細心の注意を払ってやらなければならない問題だと考えている。

日本銀行におかれては、引き続き以上のような政府の対応と歩調を合わせつつ、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。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

我が国の経済は、輸出・生産が下げ止まりつつあり、底打ちの兆しがみられる。今後の見通しについては、景気は引き続き厳しい状態が続くものの、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や、需給ギャップが大幅に拡大している中で、デフレのリスクに留意する必要がある。政府としては、景気の底割れリスク回避のため、経済危機対策等を速やかに実施していくこととしている。また、経済危機克服の道筋を示すとともに、我が国の成長力を強化しつつ、安心社会を実現し、今後の財政運営の在り方を示す「基本方針2009」を今月中に取り纏めることとしている。日本銀行におかれては、景気が引き続き厳しい状況が続くと見込まれることや、経済・物価の下振れリスクを踏まえ、引き続き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。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは次に、金融市場調節方針の議案及び経済・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、お手許2枚あるが、1枚目が金融市場調節方針、2枚目が対外公表文である。1枚目の金融市場調節方針から読み上げさせて頂く。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 対

外公表文は別途決定すること。以上。」である。2 枚目が対外公表文であるが、パラグラフのうち若干大きく変わっているのは2. であるので、2. を読み上げた後、少し変更事項をご説明申し上げる。パラグラフの1. は決定事項であるが、1. から読み上げると、「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。」である。パラグラフ2. である。まず読み上げる。「わが国の景気は、大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある。すなわち、企業収益や雇用・所得環境が厳しさを増す中で、国内民間需要は弱まっている一方、輸出・生産は持ち直しに転じつつあるほか、公共投資も増加している。当面は、こうした景気下げ止まりの動きが次第に明確になっていく可能性が高い。この間、金融環境をみると、改善の動きがみられるものの、全体としては、なお厳しい状態が続いている。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。」。3. 以降、若干変更点も含めて読み上げる。3. は、まず一番最初の文章が新たな挿入であり、この間、在庫・生産調整が終わった後の展開は最終需要に依存するという、この前の議論を新しく文章として書き加えた。「先行きのわが国の景気は、内外の在庫調整が進捗したもとで、最終需要の動向に大きく依存する。」と。これを記述したうえで、「2010 年度までの中心的な見通し」以降は、前月と変わっていない。一番最後の行で、「もっとも」以下の不確実性の部分は、一番上に「最終需要の動向に大きく依存する」ということを書いた関係で若干文章を短くしているが、「もっとも、海外経済や国際金融資本市場の動向など、見通しを巡る不確実性は大きい」という表現は基本的には変わっていない。残る4. パラグラフのリスク要因、それと5. パラグラフの今後の政策方針も前月と全く変えていない。ということで、パラグラフ2. にもう一度戻って頂き、もう一回項目別の判断の若干の異同を申し上げ

げると、まず1行目の「わが国の景気は、大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」というのが、前月との変化点であり、前月までは「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」ということだった。需要項目の中身であるが、2行から3行にかけて、「輸出・生産は持ち直しに転じつつある」とあるが、この「持ち直しに転じつつ」が前月は「下げ止まりつつある」であった。それとその後「公共投資も増加している」とあるが、前月までは公共投資は当面の将来予測で増加していくとみられるというふうには書いていたが、現状判断で挿入したのは今回である。それと金融環境であるが、前月までは、この「改善の動きがみられる」のところは、「ひとところに比べて緊張感が後退」であったが、これを「改善の動き」というふうに一歩進めているということである。以上である。

白川議長

ご意見はあるか。

須田委員

先程もちよつと言ったのだが、この「大幅に悪化したあと」というふうな現状判断で、ちよつと思つたのだが、レベル感を示すべきということ自体は分かる。ただ、これが、「悪化」というのを取つたのか取らないのかという変な議論に繋がったり、それからまた、上方修正かどうかという議論に繋がるというのが嫌だなという部分がある。一応、一案かなと思つたのが、前月の先行きをそのままもってくるというのは、どうだろうか。勿論、皆さんこれで良いというのであれば、私もこれで良いのだが。一応、私としてはその方が進んだという印象がより出るかなと思つたので。

水野委員

藤岡審議官、政府は「悪化」を取られるのか、そのような報道があるが。

藤岡内閣府審議官

「悪化」であるか。取る予定である。

野田委員

私も昨日ちょっと月報の概要のところでも申し上げたように、やはり輸出や生産——公共投資も少し上にいったことはあるが——、基本的には、輸出の回復（コンポーネントの輸出の回復）に加えて、それによる生産の回復——専らそれだけとは言わないが、ほとんどそこで回復している——というニュアンスを出すとする、前月と同じように、輸出と生産を最初のセンテンスに入れた方が良いのかなという意味で、昨日問題提起というか質問させて頂いたので、どちらかという、須田委員のご意見に近いのかなという気がしないではないが。これも全体を冷静にしっかり一字一句読んでいくと、それ程大きな意味は違わないが、前月、ここで議論している延長線と、私が先程意見を申し上げたようなことを踏まえると、敢えて変えることはどうなのかなという気はする。強くはこだわらない。

白川議長

他の方は如何か。

水野委員

景気の現状認識という意味では、前月から何も改善していない。ただ、この1行で前進したと取られるとちょっと困るという感じだな。

白川議長

そうだな。前回の記者会見の時も、基本的に展望レポートの見通しに沿って動いている訳なので、普通の日本語として上方修正という言葉は馴染まないと思うと発言した。例えて言えば——そういうふうには言わなかったが——、雨が降っている時に天気予報を行って、明日は雨が止むで

しょうと予報して、実際に雨が止んだ時に、いつ頃から修正したと言うか
というそれは言わない訳である。それと同じことである。そもそも修正
というのは、語感からして何かこれはおかしいという感じはする。我々が
景気のパスを変えたとかであれば、これは勿論修正であるが、今我々はそ
ういう修正をしている訳ではない。前日もそういうふうに言ったが、今回
も、そういう意味で展望レポートに概ね沿っていると言おうと思う。その
うえで新聞がどういう見出しを書くかは、私は知らないが。

水野委員

前月と同じような見出しになると想定できるのではないか。

山口副総裁

ただ、前月の現状評価との比較で言えば、輸出と生産が持ち直しに転じ
てきたということと、公共投資も増加しているということが、改善要因で
あることは事実である。だからそれを踏まえて、現状をどう評価するのか
ということだと思う。

水野委員

ただ、雇用は悪化している。住宅も落ちている。そういう意味では……。

山口副総裁

だからその大きさをどのように理解するのかということである。

水野委員

私は、本当は民間内需の方が全然大きいと思っている。ただ、先程言っ
たように、短期の循環的なものをみていくとなると生産と輸出ということ
になる訳である。大きな基調としてみて考えた場合には、国内民間最終需
要は、やはり弱いのではないかなという気がする。

白川議長

これまで落ちてきたのが下げ止まるという意味において、マイナスが少なくともゼロになる訳だから、方向としてはプラスである。そういう意味では上方だけれども、それが修正なのかというと、修正という概念はちょっと馴染まないと思う。いずれにせよ、言葉の論争を記者とやってみても仕様がなから、淡々と言うしかないと思う。

須田委員

私は、先程の野田委員とはちょっと違って、これまでの先行きの見通しが、そのまま現実になったと、そうすると単なる時間が経ったということが、凄く分かりやすいなと思った。

白川議長

そういう意味だな。そういうふう理解した。

亀崎委員

輸出と生産だけではなくて、例えば、倒産である。これは減っている訳だな。それから、所定外労働時間は増えている。景気ウォッチャー調査は、5月はもっと上がった。消費者態度も上がっている。というようなところをみると、必ずしも輸出、生産だけでもない。だから、「大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」のだから、これはやはりレベル感を表わすために、これで良いのではないかと思う。広がりはちょっとあると思うが。

野田委員

あまり議論したくないのだが……。

中村委員

言葉自体は正しいが、受止める側がそう受止めないのではないかということ……。

野田委員

敢えて言うと、かつての循環回復の入り口に差しかかっている状況と今の状況というのは、かつて、例えば、生産・所得・支出が上手く回転していくという理解をしながら、先行きの見通しをその時点、その時点で、基本的見解の景気判断をしていったと思う。今回、そうはいつでも皆さんも多分共有されていると思うが、そのまま企業の収益、それから個人の所得に通じて、それが支出に繋がっていくというこの循環メカニズムが、かつてとはちょっと違うのではないかなという意識を、どこかで出すとすると、やはりそこに何かの工夫があっても良いのかなというのが、敢えて言えばある。そこまで最初に申し上げなかったが。

白川議長

今の野田委員の感じは、私の頭の中の整理では、3. のパラグラフの最初に「内外の在庫調整が進捗したもとの、最終需要の動向に大きく依存する」と。つまり、足許の改善は、基本的には在庫調整なのである。その先は、結局、最終需要の動向に依存していて、そこについては我々は慎重にみているということ、この3. のパラグラフで言っている訳である。そういう意味で、私としては色々な意見はあるが、大幅に悪化したというのは、やはりあった方が良くと思う。そうでないと無限定に良くなっていくというイメージがあるので、これはまずいなと。そういう意味で、一言で表現しようと思うと、「大幅に悪化したあと」ということかなと思っている。そのうえで、従来 of 景気循環と同じようには好転してくれないというのが、この3. 以下で、特に3. の冒頭で言っているという整理で良いのかなと思う。

野田委員

だから、総論の1行のところ、全部いつも私が言っていることを、表

現するというのはなかなか難しいというのがよく分かったうえで、パラグラフ2. も仔細に読めば、そういうことだと思うので、先程申し上げたように強くは拘泥しない。

白川議長

いつもある論争であるが、景気というものを何で評価するかは、人によって差がある。現実には日本の景気循環は生産にウエイトがかかっているし、企業経営者からみるとやはり収益ということだろうし、アメリカ式に言えばそれは雇用ということだろうから、人によって景気という言葉でイメージする内容が違ふ。所詮、そもそも主語自体が本当ははっきりしていないという感じはある。それでは、固まったので、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、政府出席者の方々にはご退席頂く。

[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。宜しいか。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。政府出席者の方を呼んで頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（5月21～22日開催分）の承認及び2009年7月～2010年6月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

白川議長

最後に、5月21日、22日に開催された決定会合の議事要旨及び2009年7月～2010年6月の金融政策決定会合の開催予定日等について一括してお諮りをしたいと思う。お手許に配付している議事要旨案及び日程案について、ご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[金融政策決定会合議事要旨（5月21～22日開催分）について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[2009年7月～2010年6月の金融政策決定会合の開催予定日等について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室

採決の結果を申し上げる。両案件、いずれも賛成8、全員一致である。

白川議長

議事要旨及び日程は、いずれも原案どおり承認された。議事要旨については、19日金曜日の8時50分に对外公表をする予定である。また、日程については、本日の会合終了後、速やかに公表することとする。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、7月14日、15日に開催する予定である。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。報道解禁時刻12時34分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時34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29分閉会)

以 上