

2010年12月2日  
日 本 銀 行

## 須田審議委員記者会見要旨

—— 2010年12月1日（水）  
午後1時30分から約30分  
於 山形市

（問） 2点お伺いします。本日の懇談会で地元の経済界の方々とどの様な意見交換をされたのかということと、それを踏まえて県内経済の現況についてどのように評価されるのかについてお聞かせ下さい。

（答） 本日の懇談では、山形県の各界を代表される方々から、地域経済の現状や課題、あるいは日本銀行の金融政策面に対する忌憚のないご意見などを多数頂き、大変有意義な意見交換ができました。まずは、ご出席頂いた方々や関係者の皆様に感謝を申し上げます。

懇談会の中では、ご意見が多岐に亘ったため、全てを網羅的にご紹介することはできませんが、私なりに席上で聞かれた話を整理して申し上げますと、山形県経済については、「製造業の中でも主力の中小下請企業の業況は厳しい」、「先行き不透明感が強く借入を控えている」、「建設業関連の業況は依然として低迷が続けている」、「雇用関係、とりわけ若年層の就職状況は大変厳しい」といった厳しい声が聞かれました。

もっとも、そうした中であって、「環境関連の需要は有望であり取り込みを強化したい」とか、「高齢化が進んでいるが、逆にバリアフリーといった面では新たな需要が見込める」、「観光面での独自の取り組みとして、農業とも連携して、休耕田を活用した紅花栽培といった取り組みを進めている」、「商農工、あるいは地域外とも連携しつつ、受注拡大に向けた取り組みを進めている」、「成長基盤強化に向けて、日銀の施策と連携した取り組みに注力している」といった前向きな声も少なからず聞かれたところです。また、現

在は、「山形現象」と呼ばれるほど、山形に様々なフォローの風が吹いているとの声も聞かれました。

県内経済の概況については、有機 EL の最先端の研究に産官学共同で取り組まれ、その成果を実際の生産に活かせる局面を迎えつつあるほか、農業分野でも、10 年の歳月をかけて開発された「つや姫」の本格販売開始や、庄内地区における循環農法の取り組みなど、これまでの様々な前向きの取り組みが成果を上げつつあります。こうした当地の皆様のご努力により、大きな実りへと繋がっていくよう、私どもとしましても、中央銀行の立場から、物価安定の下での持続的な成長を実現していくことを通じて積極的にサポートして参りたいと思っています。

山形県経済の現状についてですが、足もとの生産活動に一服感がみられるものの、全体としては緩やかに回復していると判断しています。山形県は、従来から電気機械を中心とした製造業のウエイトが高い県であっただけに、リーマン・ショックに伴う輸出・生産の減少の影響を大きく受けた一方、その後の生産水準の回復に伴い、均してみれば、有効求人倍率等の経済指標が全国平均を上回るなど、東北の中でも元気のある県であると思っています。

もっとも、製造業のウエイトが高いだけに、海外経済の動向や為替の影響を受けやすく、最近の海外経済の成長の鈍化や円高の影響について注視していく必要があると考えています。

（問） 先日、本県のきらやか銀行と、仙台にある仙台銀行が経営統合の方針を発表しましたが、こうした東北で起きている金融再編の動きについてどのような見解をお持ちでしょうか。

（答） きらやか銀行と仙台銀行が、経営統合に向けた検討を開始することについて、基本的な合意に達した旨を公表したことは、承知しています。今後は、来年 10 月に予定されている持株会社設立、新金融グループ発足に向けて、両行間で精力的に検討が進められていくものと理解しています。日本銀行としては、個別行の協議に関与するものではありませんが、最近の地域経

済やわが国金融機関を巡る環境変化を踏まえると、民間金融機関の自主的な判断として経営統合などの取り組みがなされていくことは好ましく、また、心強い動きであると受け止めています。

(問) 本日の講演ではリスク性資産を購入することの意義あるいは成長基盤強化に向けた支援の重要性ということを仰っています。包括的な金融緩和政策における基金について、リスク性資産の買入対象を拡げること、あるいは規模を拡大することの必要性をどうお考えでしょうか。

もう1点は、成長基盤強化支援融資の枠が3兆円となっていますが、その枠を拡大することの必要性についてどうお考えか、お聞かせ下さい。

(答) 私自身は、今、日本経済を考えていくうえで構造的な要因にどう対応していくかということが非常に重要だと思っています。その観点から、チャレンジ精神を少しでも高めていてもらいたいということも含めて、本来なら中央銀行の通常の伝統的な金融政策とは言えませんが、異例の政策として、そういったリスク性資産の買入れを開始するということは、私としては望ましい方向であると思っています。

この問題を考えていくときに、買入対象として様々な資産を考えました。市場があるものや、リスクプレミアムがかなり大きくなっているもの、そういったものを考えながら、買入対象とできるかどうかを検討しています。従って、これから先もリスク性資産の買入れについて、もちろん、コストとベネフィットの両方を考えながらですが、買入れ可能なものがあったら拡大するということは、可能性としては頭に入れています。

次に、成長基盤強化支援のための資金供給についてですが、私は、先ほどのリスク性資産もそうですが、基本的には呼び水効果を重視しています。公的部門のサポートがあるから投資をするということは、本来、リスクをとった自立的な行動ではありませんから、基本はあまり手を出すべきではないと思っています。そうではありますが、今は、日本銀行が出て行かないと、なかなか世の中でそのリスクにお金回っていかないということがありますので、出て行く必要はあると思っています。その際、量を拡大するかど

うかという点については、コストとして金利引下げ競争といった指摘も聞かれますので、単なる量の問題ではなくて、もし改善できることがあるのならそれはどこなのかということを考えながら、より成長基盤強化を支援できるような、より効率的なものにしていきたいと思っています。

（問） 先日、展望レポートで2011年度の物価上昇率はプラスという見通し  
が示されたと思いますが、本日の挨拶ではマイナスから脱却できる蓋然性は  
高くないと表現されています。ここでいう蓋然性は高くはないという言葉の意  
味ですが、どれぐらい可能性が厳しいとみているのか、もう少し噛み砕いて  
説明をお願いします。

もう1点は、先ほどの基金による資産の買入れに関連してお伺いし  
ます。財政政策に近い非伝統的な金融政策については国民の評価を重視しつ  
つ運営していくしかない指摘されていますが、国民の評価で反発がもし出  
るようであれば、安易な増額はすべきではないと、そういう意味で受け取っ  
ていいのでしょうか。

（答） 物価についての見通しの蓋然性の程度ですが、私自身のメインシナ  
リオとして相対的に蓋然性が高いものとしては、2011年度にプラスの物価が  
実現できるとは思っていないということであって、それ以上の蓋然性の程度  
については申し上げかねます。

次に、財政政策に近い政策についての国民の評価についての質問で  
すが、それは別に規模だけの話ではなく、市場を歪めるといった面もあり得  
ます。そういったことも含めて異例の政策であり、効果がどれだけ出るか、  
また、その効果は国民が動いてくれないと出ないというものですから、その  
効果という点も含めて対話しながらやっていくしかないと思っています。

（問） 今の質問に関連しますが、国民が動かないと効果が出ない、効果を見  
極めながら対話をするというのは、ある程度時間をおいて効果を測定した  
うえでないと、増額なり、次のステップを考えるのは拙速である、という理  
解でよろしいでしょうか。

2つ目は、基金による国債の買入れには反対されたという理由は非常に分かり易いのですが、マーケットの中では、「では、須田委員はなぜREITとETFの買入れには賛成したのか」との声も聞かれます。須田委員が、REIT、ETFの買入れに賛成された理由について、もう少し詳しく説明をお願いします。

(答) 1つ目のご質問の基金に関しては、基本的には、この政策はリスクプレミアムに働きかけることを狙っているわけで、その効果が出ているかどうかということは、結構早く分かることだと思っています。ただ、先ほど申し上げたとおり、私の望んでいることは、リスクプレミアムにどれだけ効果がでてきたかということに加え、国民がそうした投資をしていくとか、お金がよりリスク性資産に回っていくとか、そういうことも期待しているわけです。もっとも、その効果がみえないと評価する部分が少なくなる、あるいは、その効果が出てくればより効果が大きいとの評価に繋がるのであって、そこがなければ追加措置がないということでもありません。

次にREIT、ETFに賛成した理由についてです。私としては、もともと基金を創設する前から、日本銀行は、金利の面でも、潤沢な資金を供給する面でも、十分に緩和的な状況を作っていると判断しています。従って、より一層、金利に働きかけるということは、私はコストの方がメリットよりも大きいと判断しています。また、量的緩和的な部分に関して言えば、私どもは量的緩和を経験した中で、可能性としてあり得ると思ったポートフォリオ・リバランス効果、そしてそれを通じた実体経済への影響といった部分に関しては、残念ながらしっかりと実証分析の結果を得ることができていません。また、今、その点については諸外国でも、そういった効果があるかどうかは分からないというのが現状だと思っています。

そうした中で、これまである程度経験した部分にまた働きかける、金利の低下から生れてくる効果を待つのではなくて、直接出て行く必要があるのだと考えています。それだけ私は、日本経済、物価の先行きについて危機感を持っているということでもあります。金利を下げて実体経済が良くなるルートに関しては、私は今はそれ程効果があるとは思っていないが故に、

しかし一方で物価安定の下での持続的な成長パスに到達するのに時間を要すると思っているときに何ができるかと考えると、それはリスク性資産の買入に踏み込むことであつたということです。

（問） 本日の講演の中で、日本が新興国の成長の果実をしっかりと取り込み切れていないのではないかとの問題意識を述べられています。その原因が何かということですが、各種の規制であつたり、あるいはF T Aの問題であつたり、労働規制もそうですが、政権による不作為とまでは言いませんが、仕切れていないところが多いという問題意識を提起されたかたのではないかと思います。日本銀行が、成長基盤強化支援や包括的な金融緩和政策をして、背水の陣のような形で政策を採る中、政府にどのようなことを望むのか、改めてお伺いしたいと思います。

（答） 政府も成長戦略を立ててしっかりとやろうとされていますので、それを実際に実施して頂けることを期待しています。

（問） 先ほど、基金について、この先もコストとベネフィットを両方考えて、拡大することは可能性としては頭に入れていると仰っていました。これは、基金の買入れ対象資産の種類について仰ったという理解でよいのでしょうか。そのうえで、外貨建ての資産については、将来的に須田委員が頭に入られる、あるいは入れるかもしれない対象となるのかお伺いします。

（答） 1つ目のご質問については、そのとおりです。次の外貨建資産については、私自身は検討しましたが、それは時と場合によって、今のような状況ではコストの方がずっと大きいと考えています。

（問） つまり、今回については、外貨建資産の買入れについてご自身で検討はしたものの、時と場合を考え、今のような状況ではコストの方が大きいと判断して提案はされなかったが、将来の可能性として完全に排除している訳ではないとの理解でよろしいでしょうか。

(答) 限りなく可能性としては低いと思いますが、ゼロではないと思っています。

(問) さらに伺いますが、可能性がゼロではないという際に、外貨建資産を日本銀行が買う効果や狙いはどこにあるのでしょうか。

(答) 基金の買入れでは、様々なものを検討の対象としたと申し上げましたが、日本銀行のバランスシートに、ポートフォリオとして色々なものを買うということが一つの考え方だと思っています。すなわち、ピンポイントで特定の市場に影響を与えるというより、様々な市場から少しずつ色々なものを買っていくということも一つのスタンスだと思っています。

(問) 午前中の懇談会での挨拶についてお伺いします。先日公表された日銀の展望レポートでは 2011 年度の物価上昇率に関してプラスを見込んでいますが、須田委員はこれよりも慎重な見方をしていると仰られました。また、当分の間、需給ギャップの改善がほとんど見込めないとも述べられています。その一方で、物価に関するリスクとしては、むしろ上振れリスクを意識しているとも仰られており、最初の物価に関する慎重な見方と、ここで言われている上振れリスクとの違いについてどう理解すればよいのでしょうか。

(答) 非常に慎重にみていますが、一つは、包括的な金融緩和政策について、その効果を今のところ慎重にみていますので、より効果が出てくるのであれば、上振れるかもしれないという点があります。

もう一つは、これまで物価を考えてくる時に、中長期的なインフレ期待と過去のインフレ率にそれぞれ引っ張られる度合いについて、ずっと悩んできたのですが、今回、私は過去のインフレ率に片足を乗せてしまったので、これが間違っているかもしれないという思いはあります。そこは難しい話で、もし私が過去のインフレ率に引っ張られ過ぎているとすれば、上振れに繋がるかもしれないという意味であり、慎重な見方をしているが故にリス

クとしては上振れるということです。

（問） 資産買入れの質問が幾つかありました。先ほどのお答えでリスク性資産の買入れ対象の拡大はあり得るということでしたが、最初の質問の答えを踏まえると、規模の拡大もあり得るというようにも捉えられると思います。審議委員のお考えでは、種類の拡大もあり得るほか、規模の拡大もあり得るという理解でよろしいでしょうか。また、その場合でも、国債は、審議委員のお考えからして対象とはならないということでしょうか。

（答） 1つ目のご質問については、その通りです。2つ目の国債については、私は、そこは賛成しかねるということです。

（問） 先ほどの成長基盤の質問に対して、量に限らず、今後やっていける場所があれば前向きに対応していくとの発言をされました。成長基盤に関連して、量以外では、例えばどういう点があり得るのでしょうか。

（答） 色々な条件がありますので、より良くするにはどうしたらいいかという点に関しては、何らかの対応が可能ではないかなと思っています。具体的に何ができるかはわかりませんが、できるだけ成長基盤強化を支援するという目的に合うようなことが何かできないか、考えて欲しいと執行部に伝えています。

（問） 外貨建て資産の買入れについて、2点お尋ねします。現時点ではコストの方が大きいということだと思うのですが、具体的にどのようなコストを想定しているのでしょうか。また、日本では、為替介入は財務省の権限だと認識していますが、日本銀行が外貨建て資産を保有するとなると、事実上の介入にかなり近い形になってしまうと思うのですが、それをどう整理するのかお伺いします。

（答） 私としては、日本銀行に来る前に、金融政策のあり方として、買入



れる資産は色々あり得て、その中の1つには外貨があって調節手段として使うことがあってもおかしくはないのではないか、という考え方は元々持っていました。

ただ、今仰ったように、結局介入政策との棲み分けの難しさということがありますので、その点では、先ほど申し上げた、限りなく可能性が低いという答えになったということです。

(問) 2点お伺いします。日本銀行の所管ではないのですが、日銀の政策に甚大な影響があり得るとされる米国の金融政策、所謂 QE2 について、これは米国のデフレーション克服に結構効果があるとみておられるのか、それとも余り効果はないのではないかと慎重にみておられるのか、教えて下さい。

2つ目は、今後のリスク性資産の買入れ等の基金を拡充するにあたって、ある種の「日銀券ルール」のようなメルクマールは必要なのか、不要なのか伺います。また、必要だとすれば、どういうものなのか、個人的なお考えで構いません。

(答) 米国の金融政策について、直接海外の金融政策について言及するのは避けたいと思っています。そう申し上げた上での話ですが、今回の挨拶でも述べましたように、今、先進国と新興国の経済の大きさが段々と近づいてきているということがあり、双方に影響し合う度合いが非常に高まっています。そうした中で、相手国への影響、相手からのリパーカッション、それから、相手がどういう政策をとっており、その効果がどのように自国にでてくるのか、そういうことをそれぞれの国がしっかり分析出来ないという状況であり、これは、非常に分析が難しいと思っています。相手国への効果、それから、それを知るためには、経済構造がどうなっているかを知る必要がありますし、そうした中で、資本移動性も区々で、為替制度も必ずしも同じではない状況ですと、益々それについて正確さを持って分析するのは難しくなっていくと思っています。基本的には、自国の経済のために金融政策をやっていくわけですが、そこの回り回った効果の分析が不足することによって、世界全体でみて、経済とか物価が大きく変動するリスクがあるのではないかと

思っています。従って、別に米国に限らず、全ての国の中央銀行の政策対応において、今はそういう点を考慮に入れながらやっていく必要性が非常に高まっているという思いを強くしています。

また、リスク性資産の買入れの拡充の件についてですが、これは、非常に異例の措置であって、財政政策の分野に近いということですから、損失が生じる可能性があり、その際には、国民負担が増えるということがあります。この点がとても大きな意味を持っていると思います。だから、何かルールを持ってきてということではなく、先ほども申し上げたとおり、これは効果がどう出るかということも見えない中ですから、そこはやはり慎重にやっていくしかないのではないかと思います。その時々を経済・物価情勢も含めた判断を、その時々でコストとベネフィットが変わりますから、そうしたことを評価しながらやっていくしかないと思っています。

（問） 環太平洋戦略的経済連携協定（TPP）の関係ですが、山形県では、農業団体が参加反対という主張をしています。これは、様々な分野に様々な影響があって、トータルでどう判断したら良いか、非常に困惑がみられます。須田委員としては、地方経済への影響について、どの様な尺度、あるいは検討材料で捉えていったら良いとお考えでしょうか。

（答） 非常に難しい問題だと思っていますが、本日懇談会で伺ったお話では、必ずしも TPP に対して反対との意見ではありませんでした。この問題は、日本経済全体にとって、どこにプラスの面が出てきて、どこにマイナスの面が出てくるのか、そこをしっかりと分析した上で、全体でプラスであるということならば、やるべきだと思います。

今は、中身がみえないということ、すなわち TPP といっても一体全体何なのかわからないという点が、不安感に繋がっていると思いますので、もう少しそれがクリアになることが望めます。また、マイナスの影響を受ける人に対してどういう対応が可能かということも同時に示されるような形で議論が進んでいくことが、私は望ましいと思います。

以 上