

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年4月30日（9:00～13:32）

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 竹下 亘 財務副大臣  
内閣府 藤岡文七 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	関根敏隆
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	沼波 正

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	中村康治
企画局企画役	奥野聡雄

## I. 開会

(9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。本日の議事進行であるが、最初に、金融経済情勢についての執行部報告、二番目に金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針の議案取り纏めと採決、五番目に展望レポートの基本的見解の取り纏めと採決、六番目に4月6日、7日開催分の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは竹下亘副大臣、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から議案作成のための中断の際や閉会后解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくをお願いする。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢についての執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向について報告をお願いする。

外山金融市場局長

それでは、本日お配りした資料－1、2（追加）に則して、金融調節及び市場の動向についてご説明申し上げます。まず、図表1－1であるが、無担

保コールレート（オーバーナイト物）は、誘導目標水準近傍で推移した。所要準備をかなり上回る資金供給を続けているため、金利が低下しやすい地合いではあるが、補完当座預金金利によるフロアがしっかりと効いていることに加えて、生保等の一部出し手がレートが幾分高い先日付の無担保コールや短期国債への運用にシフトしている結果、極端な低い金利でのオファーがやや少なくなったということもレートの安定に寄与している。準備預金残高（除くゆうちょ銀行）であるが、前回決定会合以降3月積み期間中は、台で推移し、4月積み期以降は、台で推移した。図表1-2で、日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、地銀、外銀といった先が引き続き大幅な超過準備を保持している。これらの業態は、流動性を厚く保有しておきたいという動機に加えて、コール市場の流動性が低下し希望するレートでの出合いがなかなか付かないといったことから、3月積み期以上に超過準備を抱えている。一方、都銀については、年度末にかけて厚めに積んでいた一部先も含め、新年度入り後は進捗調整をして、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。図表1-3であるが、2009/1月積み期以降の短期金利のグラフで薄いグレーの線で示したレポ・レートは、依然神経質な地合いにはあるが、レートがやや強含む局面では、本行が国債買現先オペを厚めにオファーしていることなどから、預貸尻の好転した都銀が、余剰資金をレポ市場で積極的に放出していることもあって、誘導目標水準をやや上回る程度の水準で推移している。図表1-4と1-5で、無担コール市場の残高の推移をご覧頂くと、まず図表1-4で示した無担コール市場全体の規模は大きく縮減している。足許では、5兆円強といったところまで低下している。翌日物市場についても、図表1-5であるが、2兆円を大きく割り込み、1兆円台の前半というところまで下がっている。

次に、図表1-6でオペの実施状況をご覧頂く。新年度入り後、年度末に積み上がった準預残を徐々に落としてきてはいるが、基本的には資金の潤沢な供給と、金融市場の安定を念頭においたオペ運営を続けている。共通担保オペは、最長8月5日までのオファーを実施するなど、企業金融支

援特別オペも含めて、6月末を越える資金供給も増やしている。これまでのところ、計11本、9.6兆円を供給しており、これは昨年同時期の3本、2.4兆円と比べると大幅な増加となっている。このオペのレートは、0.17～0.18%程度と落ち着いた水準で決まっている。CPの現先オペであるが、週2回の頻度でオファーしているが、期末越え物のロール・オーバー分として新たに発行されたCPを保有する業者が積極的に応札していることにより、新年度入り以降は札割れは生じていない。次に国債買現先オペであるが、先程申し上げたようにレポ市場の情勢に応じて、スポット・ネクストと1ウィーク物で合計3～4兆円程度の資金を連日供給している。CPの買入オペについては、前回会合以降3回オファーしているが、いずれも札割れとなった。発行レートの低下によって、本行に持ち込む妙味のあるCPが減少しているものとみられる。国債買入オペであるが、前回決定会合以降、3回実施して、いずれも市場実勢を反映した堅調な応札となった。米ドル資金供給オペは、前回決定会合以降4月21日に3マンスでのオファーを行なった。落札額は、79.5億ドルである。次に、企業金融支援特別オペであるが、前回決定会合以降、期日が5回到来する一方で、4回オファーした。全体としては、若干の減額ロール・オーバーとなって、足許での残高は、決済ベースで6.6兆円になっている。期中の格下げリスクが嫌われて、オペ先によっては、より短期のオペに利用しやすい短めのCPへの運用を増やす先がみられている。図表1-8で、担保の受入状況をご覧頂くと、共通担保（一番右上の数字）は、4月15日時点で104.4兆円、このうち、民間債務は10.4兆円と、3月末からほぼ変わっていない。図表1-9であるが、共通担保の104.4兆円のうち、実際に使われているのは34.6兆円であって、使用率33%ということである。オペの残高が若干減少していることを背景として、使用率は前月から減少している。

次に、図表2-1で市場の動向についてご説明申し上げます。(2)の表でユーロ円のレートをご覧頂くと、3マンスで0.380%と、一頃まで順調に低下していたのだが、明確に下げ渋りの兆候が出てきている。なかなかオ

ファーが出なくなってきたということが、マーケットでは言われている。一方、短国のレートであるが、3 マンスで 0.2%前後まで低下してきている。レポ・レートが安定しているために、業者が在庫を持ちやすいといったこと、あるいは都銀が債券をなかなか買い進められない中で、キャッシュ潰しで短国を購入しているといったことが背景にある。図表 2-2 をご覧頂いて、TIBORのOISスプレッドであるが、じりじりと低下してきている。TIBORのレート自体が 1 マンスで 0.37%、3 マンスで 0.61%といったところまで下がっているが、このところ低下傾向がやや足踏みしている。これは、連休前でなかなかレートを切下げにくいといったことや、が働いているとい  
うように説明されている。(2) の 1 か月物のフォワード・レートのグラフで、2 か月先スタートの最後のところが明確に低下しているが、これは 6 月末を越えたスタートということになるので、このタイミングで低下してきているということである。図表 2-3、CP市場の動向であるが、特に a-1 格、a-1+格といったところが引き続き安定してTIBORを下回るレートでの発行ができています。a-2 格の振れが大きくなっているが、CPが本格的に発行される 5 月半ば以前ということで、サンプル数が少ないことが要因ということである。次に、図表 2-4、ターム物レートであるが、ドル、ユーロ、ポンド、円と並んでいるが、リーマン破綻前の水準に復しつつあるということである。しかし一方で、流動性は低く、長めのスプレッドは——図表 2-5 にもみられるように——かなり大きくなっている。従って、スプレッドとしては、これらはなお高い水準にあるという評価である。図表 2-7 にお進み頂き、ユーロ円金利先物からみたフォワード・レートのカーブであるが、前回会合以降大きく低下している。足許のTIBORの低下を受けたということと、都銀等が収益低下防止のために買いを入れているといったことで、全体的に下がっているということが言われている。

図表 2-8、長期金利であるが、前回会合の前に大きく金利が上昇したが、それ以降は、株式市場と同様に、リスク・アペタイトの振れにつれた

狭いレンジでの一進一退の動きとなっている。この間、4月27日に政府の方から国債の発行計画の修正が発表されて、14.9兆円の発行増ということとなった。中・短期ゾーンが中心ということであって、マーケットの方もこれを一応織り込んだという水準が現在の水準ということで説明されている。一方、都銀の方は、そうは言っても、7月に実際の増発になるまでは、消化状況が分からないといったことで、なお様子見の姿勢を崩していない。他方、連休にかけて、米国でのストレス・テストの発表等々のイベント・リスクもあって、売るのも困難であり、このような狭いレンジでの動きになっているということである。(2)の米国の長期金利は、最後下がっているが、昨日日本がお休みの間にFOMC、GDPの発表等々があって、ややレートが切上がって3.107%というところまで戻しているというのが足許の姿である。

図表2-11に進んで頂いて、社債の動向であるが、依然として格付け間の格差が大きいままであるといったことである。BBB格については、やはり今後の企業の決算リスクが意識されているので、高水準での動きということになっている。一方、A格とAA格については、若干スプレッドがタイト化していて、この間、A格では久々に事業体での発行が再開されたといった動きも出ている。

図表2-13、株式市場であるが、長期金利でも申し上げたが、リスク・アペタイトの振れに従った一進一退の動きということである。前回会合までの上げ基調はひとまず一服したということであるが、一方で底堅いといったような見方も伝えられている。この間、材料とされたのは、米国の金融セクターを巡る動き、あるいは米国の自動車セクターの処理を巡る動き、日米での企業決算、種々のマクロ指標、豚インフルエンザ、FOMCでの決定といったようなことである。米国市場であるが、お休みの間にやや戻っていて、ダウで8,186ドル、ナスダックでは1,712ポイントということで、ナスダックの方は年初来の高値である。図表2-14で、主体別の売買動向をご覧頂くと、年度が明けてから外国人、あるいは個人といったところの買い越しが目立っている。他方、金融機関のうち、これまでずっ

と買い越しだった信託がマイナスになっているが、これについては、公的年金のリバランス買いの停止や、私的年金の買いポジションが手仕舞われる動きといったことが背景として言われている。

図表 2-15、為替市場の動向であるが、全体としては、長期金利や株式と同じ動きと言えるが、為替に関してはやや慎重化したというのが、前回会合からの動きであった。やはり、米銀の決算の内容だとか、自動車セクターを巡る動き、豚インフルエンザといったところが、意識されている。

(2) で名目実効為替レートの推移をご覧頂くと分かりやすいのだが、この間、ドルはほぼ保合いである一方、円はやや上昇——足許はやや円安にまた戻っていて 97 円台であるが——、ユーロは 5 月初めにおける ECB の金融緩和観測を背景に軟調地合いといったことである。図表 2-17 の通貨オプションや、図表 2-18 の IMM のネットポジションといったところは、大きな動きはない。図表 2-21 のエマージング通貨のインデックスに、メキシコペソの動きを今回入れているが、豚インフルエンザのニュースで、26 日に 5% 程度メキシコペソが下落した。ただしその後、2 日かけて 2% 強戻している。ラ米のインデックス（薄いグレーの線）の中で、メキシコペソの占めるウエイトが 3 割程度あり、メキシコペソの動きを反映した下落となっているが、他の通貨については、特に動きはない。図表 2-22 の商品の動向であるが、少しグラフが細かくて恐縮であるが豚インフルエンザの影響を受けて、原油価格、大豆価格、とうもろこし価格といったところが軟調になったといった動きがみられている。ただし、これも昨日、一昨日にリスク・アペタイトが多少戻ったところで、また戻っているといった展開になっている。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問等があれば、どうぞ。

須田委員

FOMC の結果についての受止め方をもう少し。

#### 外山金融市場局長

まず、一点目は、景況判断が若干上方修正されたと解釈された。随所にそうした表現があるが、例えば、「The pace of contraction appears to be somewhat slower.」ということで代表されているが、落ち込みのペースがやや遅くなるといったようなことである。二点目は、マーケットの中では長期国債の買入額を増額するのではないかとといった思惑があったが、これが据え置きとなり、3,000億ドルのままということで発表された。こういった動きを受けて、株式市場では株が上昇した。それから債券は売られたが、今申し上げたように長国の買増しがなかったということで、この辺も売りに拍車を掛ける動きになっている。為替市場の方では、全体としてリスク・アペタイトが戻ったということで、ドルと円が買われているが、円については、ドルよりも買われるといったような動きである。

#### 野田委員

先程の説明では、ユーロ円の3か月が下げ渋ってきているということであった。オファーが出なくなったということは、やはり、またカウンターパーティ・リスクが、ここにきて改めて意識されてきているという理解で宜しいか。

#### 外山金融市場局長

元々ターム物については、取引の回復が遅かった訳であるが、年度末から新年度を迎えた辺りからは、都銀間あるいは外銀と都銀といった組み合わせで、長めのものも付き始めていた。しかし、足許では、一頃戻ってきたなと思っていた頃に比べると、少し薄くなってきている——都銀間の取引がなくなったという訳ではないが——状況である。やはり、委員ご指摘のように、足許3か月間の色々なリスクが意識されていることや、表立っての動きということではないが、潜在的には豚インフルエンザ等や連休中に色々なイベントがあるといったこともあるため、なかなか長い取引はし

たくないという思惑が働いていると説明されている。

#### 須田委員

マーケットでは、ストレス・テストとか、あるいは、自動車セクターがどうなるのかということがあって、先行き不透明感があるという感じだったが、FOMCのステートメントで、こんなに簡単に動いてしまうものなのか。マーケットの今の見方というのを、どういうふうに見ておけば良いか。

#### 外山金融市場局長

そこは、見方が交錯しているということだと思う。大きな材料としては、ストレス・テストがどうなるか、あるいは自動車セクターがどのように処理、救済されるのかといったことがあって、そういった不安は抱えてはいる。他方、マクロの指標、特にコンフィデンス指標等で明るい動きが少しぽつぽつとみられ始めてきたということもあって、マーケットの中には、かなり低い水準まで売り込まれてきたという見方から、明るいニュースを探し求めるという動きも出てきている。そういったところが混在化して、大きくは動かないが、振れやすいマーケットの動きに繋がっていると思う。

#### 水野委員

今の点に関して言うと、マインド関連の統計と今回のGDPで消費が少し良くなったということがあるのだと思うが、GDPも中身をみると、設備投資が非常に弱いし、住宅も水準がさらに下がっていることを考えると、実態としてまだボトムに至っていないという点で、何も大きく変わっていないと言った方が自然だと思う。マーケットには、常に良い話、悪い話のどちらかを探すセンチメントがあるが、今は何か明るい話を敢えて探そうとしているという感じがあるので、逆にその揺り戻しが怖いと思う。ストレス・テストについても、そんなに悪くはないだろうと思っているらしいが——意外と決算は冷静にみているような感じがしているが——、ア

メリカ議会が、公的資金の注入金額に比べて、TARPの増額に凄く消極的だということを考えると、私はあまり金融・経済両面で楽観的にはなれないのだが。次の決定会合位までの期間——マーケットは直ぐに変わるので、今日言ったことも直ぐに違ってきやすいが——について、どのような感じで見ているのか。

#### 外山金融市場局長

私自身もやはりどうしてもリスクについては、下の方をみる癖が付いてしまっているのか、目先の自動車セクターの処理やストレス・テスト等々のことが、マーケットによって、その影響度が丹念に消化されていくにつれて、悪い材料ということで解釈されていく可能性が高いのではないかと思っている。水野委員がおっしゃるように、あまり実態が変わっていないのに、明るい方向の材料だけをみられると、やがてその反動が起こることになる。そうしたことが繰り返されるとどうしてもマーケット全体としてバンピーになってしまって、それだけ色々な調整メカニズムが長期的にみると遅れてしまうということにもなるので、そういったところは気を付けてみていきたいと思う。いずれにせよ市場のことであるので、何とも先のことは予測しづらい。

#### 中曾理事

基本的にリーマン・ショックの後の特徴というのは、市場流動性がほぼあらゆる市場で落ちているため、要は情報に対して、良い情報にも悪い情報にも、非常にセンシティブになっていて、動きやすいということである。そういう中で、今は良いところに反応している。しかし、申し上げたように市場の流動性が低いことや、基本的にはボラティリティがどれをみてもまだ高い状態にあることからすると、非常に不安定な状態が続いているというようにみておいた方が良いと思う。これから出てくるイベント、特にストレス・テスト——これも後で国際局からも話があるかもしれないが——をどうみるかはとても難しいと思う。テストを通過したら良いと言

われるが、これがどういう意味なのか私には良く分からない。つまり、資本不足に陥る銀行がないことが本当に良いことなのかどうか、これは実は、却って市場の不安を惹起するかもしれないし、次に資本を注入しなければならない銀行が幾つか出てきた場合も、TARPの資金が不足している。これは、クライスラー、GMがどうなるかということにもある。つまり、直ちに追加的な資本注入ができないのであれば、これはこれでまた不安心理を煽るかもしれない。それから一応民間調達を優先することになっているため、暫くは民間調達をする期間があると思うが、ここでやはり日本の時もそうだったと思うが、できるところとできないところが非常に二極化して、選別色が強くなるのではないか、つまり、アタックを受けやすいところと、そうでないところがかなりはっきり分かれてしまう。そういったことに加えて、一部の銀行が早期に返済しようとしていることが、選別色、二極化を物凄く先鋭化してしまうリスクもあるのではないか。要は、これは一つの事例であるが、どれをとっても見方によって、良い部分、悪い部分がかかなりはっきり分かれる可能性があるので、市場の先行きの地合いについては、基本的には不安定というようにみておいた方が良いと思う。

白川議長

他にないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢についてお願いします。

沼波国際局長

本日お配りした資料－3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。まず、図表1である。米国経済については、昨日発表された第1四半期の実質GDPは昨年第4四半期並みの大幅マイナス成長となった。一方で、前回会合以降公表された直近の指標をみると、住宅関連を中心にむしろポジティ

ブに受止められている指標が目立っている。これを受けて、先程話があったように、昨日のFOMCのステートメントでも景気悪化のペースが幾分鈍化しているという旨が述べられている。

図表1で、第1四半期の実質GDPをみると、前期比年率-6.1%で昨年第4四半期の-6.3%とほぼ同じ大幅なマイナス成長であった。内訳をみると、(2)の表の寄与度分解のところにあるように、在庫投資がGDPの伸びを2.8%ポイント押し下げていて、在庫調整が進捗していることが確認された。また、個人消費であるが、昨年第3、第4四半期と4%前後の大幅なマイナス成長になった後、2.2%のプラス成長に戻ったというこの二つが良いニュースとして受止められている。一方、設備投資は-37.9%、住宅投資は-38.0%と、大幅に落ち込んでいる。それから、寄与度でみると、純輸出が+2%ポイント、GDPを押し上げているが、世界経済の現状をみると、これは出来過ぎであろうというように思われる。先行きに対する見通しとしては、大体、第2四半期は、第1四半期に比べてマイナス幅が縮小し、第3四半期はゼロ近辺、第4四半期が小幅なプラス、というのが従来の民間エコノミストの多くの見方であったが、この第1四半期のGDPの結果をみる限り、こうした見通しを大きく変えるような内容ではなかったのではないかとというのが、取り敢えずの印象である。

次に、図表2で住宅関連をご覧頂きたい。まず、(1)3月の住宅着工件数は、全体としては、2月に2008年6月以来の増加となった後、3月は再び大幅に減少という姿になっている。ただし、細い実線で示している一戸建ての住宅着工については、2月に昨年5月以来のプラスになり、3月も横這い、要するに減らなかったという点が、むしろ注目されている。それから、住宅販売をみると、在庫率は依然新築で10.7か月分、中古は9.8か月分と、高水準であるということに変わりはないが、棒グラフで示した販売件数をみると、達観すると、ここ3、4か月は、新築、中古いずれもほぼ横這いという姿になっている。この点について、中古住宅の統計を作成している全米不動産協会は、3月の発表の時のプレスリリースの中で、3月の住宅販売については、53%が初めての購入者によるものだとか、そ

の多くが、2月に住宅取得者に係る減税拡充が公表される前に契約されたものであるということ、減税が公表された後も、問い合わせが増えているというようなことをわざわざプレスリリースで述べている。次に、図表3、住宅建築業者の景況感を表わすNAHB指数であるが、4月は水準は極めて低いのだが、前月からみると、3月の9から4月は14ということで、かなりの上昇になっている。内訳をみると、販売の現況、販売の先行き、客足のいずれも低水準ながら、方向は上に向いていて、特に細い実線で示した6か月先の販売についての指数の上昇幅が大きいという点が注目されている。続いて、図表4、毎回お示ししているモーゲージ金利をみると、引き続き非常に低い水準であって、モーゲージの申請件数を下支えしているというようにみられる。申請件数は凸凹しているが、2月の直近ボトムよりは高い水準で推移しており、特にリファイナンス指数は水準が高い。以上述べたような住宅関連の指標の動きを総合して、マーケットやエコノミストの間では、これまでの住宅価格の大幅な下落やモーゲージ金利の大幅な低下で、家計の住宅購入能力が高まっていることに加えて、先程申し上げた住宅取得に係る減税の拡充が好感された結果として、住宅の購入意欲が極くゆっくりとではあるが、回復し始めている兆候ではないかというような指摘が少しずつ増えてきているようである。こうした数字を眺めて、住宅着工や販売の底入れの兆しと捉える向きも、住宅価格については、さすがに高水準の住宅在庫が依然重石となって引き続きさらなる下落が当分続くという見通しは変更していない。ただし、図表5をみて頂くと、2月の二つの住宅価格指数の動きを総合すると、住宅価格の下落幅は、緩やかになる兆候が出始めているのではないかという見方も出てきているのも事実である。一つは、(1)に載せているFHFA住宅価格指数であるが、1月、2月と久方振りに2か月連続で前月比が上昇している。また、全米9地域に分けて調べてみると、前月比下落を示す地域の数が、例えば、去年の11月は、9地域全部であったが、12月はこれが5地域になり、さらに1、2月は3地域ということで、下落している地域が減っているという点が注目されている。それから、(2)にあるケース・シラーについても昨

日発表されたが、下落幅の拡大が止まりつつあるようにみえる点に注目する人もある。F H F A 指数の前月比上昇については、さすがに取引は冬場少ないということもあって、これで、住宅価格底入れの兆候というようにみる向きは少ないが、二つの指数の直近の動きを併せてみると、住宅価格についてもなにがしかの変化が現われてきている予兆ではないかと指摘をする人が少しずつ増えてきている点には注意をしていきたいと思っている。次に、図表 6 で生産の動向をみると、鉱工業生産は、足許引き続き大幅な減少を続け、製造業の 3 月の稼働率は、統計開始以来最低の水準をこれで 2 か月連続更新している。ただし、3 月の I S M の製造業指数をみると、水準自体はまだ 50 を大きく下回っているが、これで 3 か月連続の改善、特にこの中で新規受注（グレーの薄い線）が大幅に改善していることと、在庫が逆に大幅に低下して、在庫調整の進捗が窺われる点が、先行きの生産の減少幅の縮小の可能性を示唆しているとみられている。最後に、図表 7 の米国の主要経済指標 7. に、4 月の消費者コンフィデンスが出ているが、26.9 から 39.2 ということで、大幅に上昇している。この中には載せていないが、内訳をみると、現在指数というのが横這いである一方、6 か月先の期待指数というのは、ビジネス・コンディションと雇用のいずれもかなり上昇して、これが全体の指数を押し上げている。それから、これも載せていないが、ミシガン大学の消費者コンフィデンスも 3 月の 57.3 から 4 月に 61.9 まで改善していて、昨年 9 月以来の水準となっており、消費者コンフィデンス指数については、多少改善傾向がはっきりしているということである。米国は以上である。

次に、図表 8、ユーロであるが、ユーロ圏経済については、前回も申し上げたが他の主要地域と異なり、相変わらず明るい指標がほとんどないというのが特徴である。例えば、2 月のユーロエリアの輸出あるいはドイツの海外受注は、単月では、前月の大幅減少の反動から若干プラスになっているが、1、2 月を均してみると、いずれも昨年 10～12 月対比では、マイナス幅がむしろ拡大しているというのが現状である。そのユーロ圏の中で、ほとんど唯一の明るい指標というのは、10. 製造業 P M I、サービス業 P

MIがいずれも4月は3月に比べて幾分改善しているということである。続いて図表9、英国についても明るい景気指標はほとんどない。第1四半期の実質GDPが公表されたが、これで4四半期連続のマイナス成長ということで、前期比年率-7.4%という数字は、1979年第3四半期の-9.2%以来の大幅な落ち込みである。それから、3月の失業率は4.5%と、これで10か月連続の上昇であって、水準としては、1998年8月の4.5%と同じ高水準である。

次に、図表10、アジアに行く。中国については、前回の説明では、1、2月は、旧正月や昨年度の閏年要因があって、判断が難しいため、3月の指数を待ちたいと申し上げた。今回、3月の景気指標が出揃ったところで、中国の景気については、大幅に減速しているという判断から、減速に歯止めが掛かっているという判断に変更している。輸出は、引き続き減少しているが、内需は政府の景気刺激策の効果で高い伸びを続けており、生産も在庫調整の進捗もあって、減速に歯止めが掛かっていることが今回の判断の変更の理由である。ご承知のとおり、第1四半期の実質GDP前年比は、昨年第4四半期の+6.8%から+6.1%と、前年比では減速しているが、私共の試算している季調済前期比年率(図表10の鉤カッコの中)でみると、1~3月は+9.5%と、またプラス成長に復帰している。また、3月の工業生産であるが、昨年第4四半期の+6.4%から、1~2月は均してみると+3.8%ということで、かなり落ち込んだようにみえたが、3月は+8.3%と再び伸びが高まっている。品目別でも、幅広い品目で伸びが拡大している。続いて、図表11で中国の個人消費をご覧頂くと、3月の小売売上は、名目値では、前年比の伸びが若干低下しているが、小売価格指数でデフレートして実質ベースを試算してみると、都市部以外を中心に伸びがむしろ拡大している姿になっている。それから、自動車販売も3月は前年比+5.0%と、1~2月累計の+2.7%から伸びが拡大している。いずれも農村での消費に対する補助金支給措置が寄与しているとみられるし、特に自動車については、1月20日から始まった車両取得税引き下げも寄与しているというようにみられる。なお、3月の自動車販売台数、111万台は、

単月としては過去最高であった。図表 12 で、固定資産投資の動向をみると、3月の前年比伸び率は上昇している。産業別にみて、寄与度が大きいのは第3次産業である。その第3次産業の内訳では、交通通信、不動産、それから公共設備管理——貯水池などが入っているそうであるが——といったもののウエイトが大きくなっている。さらに、交通通信の内訳をブレイクダウンしてみると、高速道路、あるいは都市公共交通といったもののウエイトが大きく、いずれも4兆元の景気刺激策の効果が引き続き着実に表われているということを示していると思われる。図表 13、中国の主要70都市の不動産価格指数の3月は前月比+0.2%と、昨年7月以来の前月比プラスに戻っている。図表 14、3月の人民元貸出増加額は1.9兆元と、3か月連続で1兆元の大台を超えた。1~3月の貸出増加額の合計4.58兆元というのは、これで既に2008年年間の増加額の93%に達しているということである。特に、3月の貸出の急増については、最近の貸出があまりにも増え過ぎているので、人民銀行が何らかの貸出抑制策に乗り出すのではないかという思惑があって、駆け込みで貸出を増やした先があるということも要因であるという指摘も一部にはある。一方で、先週に人民銀行のウェブサイトに乗ったイーガン人民銀行副行長の論文では、こうした貸出の増加については、むしろポジティブな評価が引き続き行なわれている。

最後に、NIEs、ASEANであるが、NIEs、ASEANについても生産、輸出を中心に景気悪化のスピード鈍化を示唆する指標が増えている。まず、図表 15-1 であるが、韓国の第1四半期の実質GDPは、昨年第4四半期-18.8%という大幅なマイナスから小幅ながらプラス成長に戻った。内訳をみると、個人消費と総固定資本形成が前期のマイナスから今期はプラスに転じている。一方、シンガポールは、第1四半期の実質GDPが4四半期連続のマイナスで、かつマイナス幅がさらに拡大している。この間、第1四半期の輸出をみると、韓国、台湾、タイでは、いずれも前期比のマイナスが昨年第4四半期に比べて第1四半期の方がむしろ縮小しているという姿がみられる。図表 15-2 で生産関連をみても、例えば、韓国や台湾については、減っていることは減っているが、第1四半期は、

昨年第4四半期より減少幅がむしろ縮小しており、輸出と同様の傾向が窺われるということである。

以上総合すると、前回会合以降の指標をみると、景気のいわゆるセカンド・デフレーションがプラスに転じている兆候を示す指標の範囲がさらにやや広がっているという印象を受ける。しかしながら、これは基本的には昨年秋以降の急角度の減産のもとで在庫調整が漸く進捗したということと、リーマン破綻以降の消費者心理面での極端な冷え込みがさすがにやや改善したということが主な要因であろうと思う。そういった意味で言うと、最悪期は脱しつつあるが、経済活動のレベルが依然極めて低いという点に変わりはないこと、さらに今後世界景気が自律的かつ持続的に回復していくという展望は未だ拓けていないという点にも依然変化はないこと、の二つの点については、十分な留意が必要であろうと思っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問等があれば、どうぞ。

亀崎委員

今、最悪期は脱しつつあるけれども、展望は拓けていないというお話であったが、中国はかなり色々良い数字が出てきている。それから、アメリカも強弱あるものの、良い数字が出てきている。アジアもそういった数字が出てきている。一方、欧州についてはあまり良い数字が出てこない。だから最悪期を脱したと言えないのではないのか。確かに、ドイツでは自動車購入に補助金を出して、それで自動車販売が上手くいっているとか、ドイツのIFOの景況感指数が良かったり、イタリアの消費者信頼感指数や英国の小売売上数量が少し良かったりしているが、全体的に良い数字があまりない。欧州は、オーバーオールでみて少し悪いのではないかという印象を持っている。

## 沼波国際局長

欧州を除いて最悪期を脱しつつあると、留保を付けて申し上げた方が正確には良かったのかもしれない。欧州については、幾つか要因があって、一つは、忘れてしまいがちなのだが、去年の夏にはまだECBは利上げをしていた。欧州の景気というのは、後退に入るのに少しタイムラグがあったので、回復もずれるという傾向が多分あるだろうと思う。また、何回も申し上げているように、中東欧に対する輸出のウエイトが高いので、中東欧が引き続きこのような状況であるので、やはり外需の落ち方のダメージが、そういった意味で大きくなりがちだということもある。加えて、ドイツなどはそうであるが、日本と経済構造が似ていて、割と自動車とか機械などに頼っているウエイトが高いという意味で、やはり打撃を受けやすいという面もある。幾つか悪い要因が欧州について特に重なっているなどという印象を受けるので、PMIのように多少先行きの悪化の鈍化を示唆する指標がない訳ではないが、欧州について最悪期を脱しつつあると言うのはまだ難しいというのは、おっしゃるとおりである。

## 須田委員

アメリカの消費についてであるが、雇用環境が凄く悪くて、かつ資産効果という意味では、貯蓄を増やそうという動きがある。そして、Fedもどちらかと言うと、これから当分貯蓄率は上がっていくというような見方をしている訳であるが、今回の消費が他の地域より強かったということと、これから先行きについては、どういうようにみておけば良いか。

## 沼波国際局長

毎月の小売売上の数量などをみて、第1四半期はひょっとしたらプラスになるかもしれないと申し上げていたが、昨年第3、第4四半期があれ程極端に落ち込んだ——個人消費が滅多に2四半期連続でマイナスにならないアメリカであそこまで落ち込んだ——反動、揺り戻しは多少くるだろうという範囲の中でのプラスであろうと思う。先行きについては、まさに

須田委員がおっしゃったとおり、三重苦——雇用、資産価値、それからクレジット環境のタイト化——が、これから改善するという見通しは引き続き立っていない。特に雇用はこれから益々悪化するだろうから、そういった意味で言うと、個人消費の今回の数字をみてほっとする気には全くなれないというのは、多分FRBの幹部の率直なところであろうと思う。そういった意味で言うと、極端な落ち込みが多少戻ったという以上のことは言えないし、ここから先、着実に改善していくという展望は拓けないという点は、全く変わっていないということだろうと思う。

#### 西村副総裁

米国の住宅価格をみると、FHFAとケース・シラーは基本的に対象が若干違うので、このFHFAが上がってきているのは、要するにファースト・タイム・バイヤー、いわゆる一番厚い層のところと比較的プラスになってきているということである。それは、要するに、モーゲージ金利が下がっているということだと思う。ケース・シラーの落ち込みがまだ大きい姿になっているのは、結局ジャンボだとかの大きなところや、また小さなところが入ってきているからだと思う。そういうことから考えると、かなり金利に依存した動きであるというように解釈することができるが、そうすると最近国債の金利が上がってきていることは、これに対してかなり水を差すような動きになると思うが、それについての見方は如何か。

#### 沼波国際局長

今のモーゲージ金利が凸凹しながらも、ほぼ史上最低の水準であるので、これがぐっと落ちた前の水準に戻っていくということは、相当長期金利全体が上がっていくという状況を想定するのだろうと思う。そうになると、勿論悪い影響が出る訳であるが、逆にマーケットではそうなった時にFedが今回は国債の購入額の増額を見送ったが、何らかのまた政策対応を採るというか、採らざるを得なくなるというようなことになるのではないかという見方をしているようである。逆に言うと、長期金利はそんなに大き

く戻っていくことは、政策的には許容できないのではないかというような見方が多いようである。

堀井理事

今後の上げも含めて長期金利の上げをどう理解するかであるが、これがいわゆる悪い金利の上がり方、すなわち、財政に対する懸念——それと表裏一体であるインフレ懸念——というものを反映して名目金利が上がっていくということになれば、経済全体——とりわけ住宅もそうであるが——が悪くなっていくということだと思う。ただ、一応今回のこれまでのところのアメリカの長期金利の上げには、若干のリスク・アペタイトの回復というのが影響しているという理解が一般的であるから、その範囲内では、むしろプラスに評価できるということだと思う。

白川議長

他にご質問ないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

白川議長

それでは、次に国内経済情勢について報告をお願いします。

門間調査統計局長

今お配りしている資料-4（追加図表）からご説明したいと思う。先程、8時50分に出た鉱工業生産であって、電光掲示板にも今ちょうど流れているが、それと合っているはずである。まず、3月の欄をご覧頂くと、生産の前月比が+1.6%ということで、6か月振りにプラスとなった。出荷も1.4%の増加、それから在庫が3.3%の減少で、このところ3か月連続で着実に減少しており、在庫の前年比も-4.9%と明確にマイナスになってきている状況である。在庫率も150.7と高いが、恐らく2月がピークで下落し始めていると思われる。それから、生産の先行き、

予測指数をご覧頂くと、4月が4.3%の増加、5月が6.1%の増加ということになっていて、この結果、6月が5月横這いと仮定して、第2四半期を計算すると、5.9%の前期比増加になる。お手許の資料にはないが、私の手許の資料で、4月、5月の中での業種別の特徴を申し上げておくと、やはり自動車（輸送機械）が、4月に5.2%増加の後、5月には前月比28.8%増加するというので、5月にジャンプアップが予定されている。それから、電子部品・デバイスも4月が10.8%の増加の後、5月も3.8%増加するということである。かつ、電子部品・デバイスは、3月の実現率も、それから4月の予測修正率も、ともに1割以上の上方修正ということ、足許での上方修正が目立ってきているのが、電子部品・デバイスである。それ以外にも、先般の短観でも比較的良い先行きの指標が出ていた非鉄金属とか、化学についても、4月、5月併せてみると、非鉄金属、化学——5月若干反動減があるが——ともに増加ということになっている。一方で、4月以降も少し厳しそうなのが、一般機械であって、4月が-15.5%、5月が-0.8%ということ、やはり設備投資関連は、4~6月も厳しそうであるということが窺われる。この辺りの業種のイメージは、ほぼ想定どおりである。従って、4~6月全体としては、生産の底打ちがかなりの蓋然性として高まってきていると考えると良いのではないかと思う。生産については、これ以上情報があまりないので、あとは、いつもの資料-4（参考計表）で残りの指標についてご説明する。

図表3、4で輸出入をご覧頂くと、まず実質輸出は、2月に前月比マイナス幅がかなり小さくなった後、3月はご覧のように前月比-0.0%となつて、月単位で見ると、概ね下げ止まりつつある。これは、先程の生産の動きとも整合的である。ただし、1~3月全体では、結局前期比-28.9%と未曾有の落ち込みになった。一方の実質輸入の方も、1~3月は-17.9%と、生産や内需の落ち込みを反映して大幅に減少したが、輸出の減少よりは小幅であったため、実質貿易収支は大幅な悪化が続いた。1~3月のGDPに対する純輸出の寄与は、10~12月が-3.0%ポイントであったのに

比べれば、マイナス幅が半分程度に縮小するのではないかと試算しているが、それでも大幅なマイナスであることには変わりはない。図表5で実質輸出の内訳をみると、(1)の地域別の1~3月全体では、全て激しく落ちているという以上に申し上げることはない。月次で足許の変化をみて頂くと、下げ止まり感が一番はっきりと出ているのは、東アジア向けであって、2月に+3.7%の後、3月も+0.8%と小幅ながら2か月連続で増加している。中国向け、韓国向け、台湾向け、これらがいずれも2か月連続の増加である。さらに、ASEAN向けについては、2月までは落ちているが、3月は+7.8%と大きめに反発している。いずれも増加が目立っている品目は、化学製品と半導体等電子部品である。従って、(2)の財別の分類では、化学が含まれている中間財が3月は10.0%の増加、電子部品が含まれている情報関連が2月、3月と連続して比較的是っきりと増加をしている。もう一度(1)に戻って頂くと、米国向けも3月は、5.3%の増加である。著しい減少の後の非常に低いレベルからの変化ではあるが、自動車は2月、3月と増加に転じている。その一方で、足許の弱さが目立つのは、EU向けとその他向けであって、EU向けは2か月連続、その他向けは3か月連続で二桁の減少となっている。その他向けの弱さについて、図表7でもう少し詳しくみておくと、(1)の品目別でみると、自動車関連が圧倒的に大きく落ちている。それから、(2)の地域別でみると、ご覧のように灰色で示した中東が結構落ちているし、ロシア向けもかなり大きなマイナス寄与ということであるが、それ以外も全般に落ちているという状況になっている。このようなその他向けの足許の弱さについては、やはり資源価格の下落による資源国の購買力の低下、それ以外にも中東などは、現地ディーラーの在庫がなかなか把握しきれなくて、調整が遅れたこと、さらには、円高も影響しているというように聞かれている。以上申し上げてきたような輸出の動きは、中国の経済対策と在庫調整の進展によって、まずは日本を除く東アジアから世界経済が底入れに向かっているという状況を反映しているように思う。欧州及びその他地域は、まだ厳しそうであるが、ミクロ情報や先程の鉱工業統計などを踏まえると、4~6月の輸

出は、アジア向け、米国向けを中心に、財別には、自動車及び電子部品関連を中心に全体として下げ止まる蓋然性が高く、場合によってはそれなりに反転、増加に転じるという可能性も出てきているように思われる。輸出関連は以上である。

設備投資関連は、足許の動きは、特に新しい情報はないので、図表 15 まで進んで頂いて、企業の少し中長期の見方を確認しておく。この内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」は、毎年 1 回、1 月ないし 2 月に実施されている調査で、上場企業が対象で、回答社数は、約 1,000 社である。(1)の日本経済の成長率予想のグラフで、今後 3 年間というのは、2009～2011 年度の平均という意味であるが、ご覧のように統計開始以来最低まで落ちている。数字で申し上げると+0.2%と、ほぼゼロ成長ということである。また、今後 5 年間（2009～2013 年度まで）の平均成長率の予想も、数字で申し上げると+1.0%と、これも 2002 年度調査の過去最低値に並ぶ低さである。私どもは、日本の潜在成長率について、1%前後まで低下しているとみるのが妥当と考えているが、このように企業の 5 年程度のタイムスパンの成長期待もまさにその位まで落ちてきているということかと思う。留意点を二点申し上げておく。第一に、(2)のグラフから、自分の業界の成長率については、マクロ経済よりも慎重にみている。それから、第二に、ここには載せていないが、今後 1 年間、つまり 2009 年度の日本経済の成長率予想——2 か月以上前に聞いた数字だということも恐らくあるだろうが——は、-1.5%であった。先程の 3 年間、5 年間の平均も、この 2009 年度の-1.5%を前提に計算されていると思われるので、今聞けば特に 3 年間の方は、もう少し低いのかもかもしれない。いずれにしても、企業の中長期的な成長期待が、既にある程度下振れているし、この調査以降、さらに幾分下振れている、あるいはこれから下振れていく可能性には留意が必要だと考えられる。

次に、雇用は特に数字がないので、図表 19 に進んで頂いて、個人消費関連をご覧頂きたい。商業販売統計の 3 月の計数が新しく出ているが、一つ一つ申し上げる程の変化はなかった。1～3 月の小売業販売額でみて、

前年比-3.0%と書いてある数字が、3月を入れてもやはり-3.0%のまま、前期比-0.0%が-0.3%に変わるという程度の小さな変化である。マイクロ情報によると、4月も百貨店は低調であったと聞かれている一方で、自動車については、これも低調という範囲内の話ではあるが、環境対応車に対する減税の効果がある程度出始めていると聞かれている。旅行については、少し前までは、金額は低調ながら人数は好調と聞いていたが、新型インフルエンザの影響が今後懸念される。個人消費は以上である。

続いて、図表 24 に進んで頂いて、生産は先程新しい数字をご紹介したので、この頁では、＜第 3 次産業・全産業活動指数＞の表をご説明する。第 3 次産業活動指数の第 1 四半期——これは 1~2 月までの数字であるが——の前期比がご覧のように-1.4%と、10~12 月に続いて大幅なマイナスになっている。内訳としては、卸売の落ち込みが圧倒的に大きくて、次いで貨物、運輸のマイナス寄与も目立っている。10~12 月と同じように鉱工業生産に連動しやすい卸売と運輸が、非製造業の活動を押し下げているという状況である。この鉱工業生産と第 3 次産業、それに建設と公務を加えたのが、全産業活動指数であって、ご覧のように 1~2 月までで前期比-5.2%とマイナス幅が拡大している。月次で 1 月、2 月と落ち込んでいるので、3 月が横這いであっても、1~3 月のマイナス幅はもっと大きくなる。仮に、3 月が先程の鉱工業生産にスライドする形で、例えば前月比 1%位増加に転じたとして、それで漸く 1~3 月がこの-5.2%という数字がキープされるという計算になる。実質 GDP の前期比は、今年の 7~9 月が-0.4%、それから 10~12 月が-3.2%ということで、ご覧の全産業活動指数よりも若干マイナスが小さく出る傾向がある。そのことを勘案しても、1~3 月の実質 GDP の前期比は、やはり 5%に近いマイナス、つまり年率 20%に近いマイナスになる蓋然性が高い——1 次 QE は少し在庫のところはラフであるから分からないが、在庫変動がきちんと把握される 2 次 QE の段階ではそういった数字になる蓋然性が高い——というように考えている。因みに、仮に 1~3 月の実質 GDP が、20%に近いマイナスになるとすると、2009 年度へのゲタは-5%に乗ってくる。その場

合の4～6月以降の風速と、2009年度全体の数字の関係であるが、4～6月以降毎四半期、年率2%成長を続けたとしても2009年度は-4%台前半にとどまる。4～6月以降、年率4%成長を毎四半期続ける位のペースでいって、やっと2009年度は-3%前後になるという計算になる。

最後に、図表26で、物価関連を簡単に申し上げておく。国内企業物価であるが、3月の数字が入っていて、年度ベースでは、こちらの表には載せていないが2008年度は+3.3%で着地した。3月単月では、ご覧のように前月比-0.2%、3か月前比で-1.9%と、足許の風速のペースのマイナス幅は縮小してきている。しかし、前年比では-2.2%と、マイナスが拡大し始めていて、前年の裏が出るこれからは、マイナス幅の拡大は一層顕著になっていくことが見込まれる。為替相場が、先行き横這いと仮定して国際商品市況が極く緩やかに上昇していくことを織り込んでも、2009年度は-7%台半ば位になるとみておくのがリーズナブルではないかと思う。消費者物価については、3月分は明日出るが、これも国内企業物価と同じような前提で、2009年度は-1%台半ば位になる蓋然性が相対的に高いと考えられる。

以上、本日申し上げてきたことを踏まえると、輸出、生産は取り敢えず底を打ちそうである。内需は、設備と雇用の調整圧力を背景に厳しい状況が続くと考えられるが、企業の中長期的な成長期待がここからさらに一段と下振れていかない限り、設備投資も風速ベースでの落ち込みは緩やかになっていくだろうし、個人消費も雇用、賃金情勢は悪化が予想されるが、価格の下落や政策面からの支援が下支え要因として働いていくことが期待できる。従って、景気は2009年度上期中には、悪化に歯止めが掛かって、年度下期以降は、世界経済の回復の度合いに応じて、日本経済の回復も徐々にはっきりしていくというようになる展開が、これも非常に大きな不確実性はあるが、相対的には蓋然性が高いシナリオとして、一応展望し得るように思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問等があれば、どうぞ。

水野委員

今日、説明のなかったところになってしまうが、消費がどうもぱっとしないし、住宅もこのところぱっとしないという状況だが、これの主因は何なのか。可処分所得というか、アフォーダビリティの問題なのか。

門間調査統計局長

まず、個人消費、家計全体という意味では、何と言っても、雇用・所得環境の悪化が一番大きいと思う。それから、住宅については、足許は下がってきているが、その前に住宅価格が随分上がったということが非常に効いているのではないか。ただし、足許の変化としては図表 22 のマンションの販売も、実は、3月は割と契約率も上がってきていて、マンションのモデルルームへの客足も増えてきているなど、実際にその背後には、業者がかなり値引きをしているという動きもあるので、多少価格調整によって末端の販売が持ち直す兆しが出てきているということかと思う。次に、個人消費の方は、図表 21 のマインド指標が、実は、足許少し良くなっている。従って、先程の雇用・所得環境がどんどん悪化している一方で、マインドが若干良くなっている、ここをどう考えるかということなのだが、一つはやはり物価が少し下がってきているということで、去年の夏位まではむしろ物価の上昇によって、実質可処分所得が低下をして、それがかなりマインドを抑えたということが今逆に効き始めているということや、先程のアネクドータルな情報にもあったように、政策支援効果によっていわゆる減税、補助金が付いている業種の製品が売れ始めているということ、が背景かと思う。

須田委員

財政政策の効果をどうみるかということについて、ある程度教えて頂い

たのだが、今日までのところ、より明確になった部分はあるか。

門間調査統計局長

それ程、その後の変化はなくて、順次効果が出てくるのを待つということになる。15.4兆円が国費であるが、我々がみた限りにおいては、5兆円位は公共投資などダイレクトに効くものがあるので、少なくともGDPで1%は堅いだろうと思う。そのうえで、政府は2009年度、1.9%とおっしゃっている訳であるが、さらに1%上乗せする部分というのは、前提条件の置き方次第で相当変わってくると思う。比較的大きいのは、所得移転であって、先程の減税もそうであるが、そういった様々ないわゆるダイレクトにGDPに効かないのだが、家計とか企業にお金が渡って、それが家計とか企業の行動を変えるという部分がどの位あるのか。かつ、その乗数効果はどの位になるのかということによって、相当見方に幅が有り得るのだと思う。そこを多少大きくみれば、トータルで2%は有り得ると思うし、そこを慎重にみるともう少し低いということだと思う。その辺りは、かなり幅を持って現段階ではみななければならない、つまり所得移転がもたらす効果というのが、そういった様々な要因に依存しているので、そこから後の消費者とか企業のビヘイビアをみていかざるを得ないということかと思う。

中村委員

先程の消費の関連なのだが、企業の合理化等、本格的な調整はこれから打ち出されてくるのではないか。そうすると、消費の水準は、暫く悪くなることはあっても、なかなか良くなれないと考えておかなければならないか。

門間調査統計局長

そこは、先程、水野委員の時に私一つ要因を言い忘れたが、昨年の秋以降ということであれば、株価の下落というの也不错いている。特に、

百貨店がまず最初に秋に落ちたのは、高額商品を中心にやはり株価の影響が結構あったと聞かれているし、我々の実証分析でも、働いている人々は雇用、賃金が重要なのだが、働いていない人々のウエイトが結構今高いから、こういった方々はむしろ物価が下がる、あるいは株価が上がると、個人消費にはプラスになる訳である。従って、今後、確かに雇用、賃金の調整はどんどん進んでいくが、そのことと表裏一体で企業の戦略的な意思決定が明確になってきて、それがマーケットに評価されることで株価が上がっていけば、その部分は個人消費の押し上げに効くので、そういったプラスの面もある程度期待しても良い面もあるかもしれないと思っている。

白川議長

他にないか。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料－5）

白川議長

それでは次に、金融環境をお願いします。

雨宮企画局長

資料－5（参考計表）に基づいて説明する。まず、図表 1 の家計・企業のインフレ予想だが、前回会合以降、新たに出た指標は（2）の内閣府の消費動向調査に基づいて計算した消費者の 1 年後の予想インフレ率であるが、まだ大概プラスなのだが、徐々に下がってきている。一番右端が 3 月調査になるが、1.3%まで徐々に下がってきている。もう一つ、インフレ予想関係で新たに出ているのが、図表 2 の（2）のコンセンサスフォーキャスト——エコノミストの長期予想を取り纏めたもので、年二回出るのであるが——の 4 月調査が出ていて、一番右端が 4 月調査で、太実線で示した今後 10 年間の平均が 0.8%、細実線で示した今後 5 年間で 0.5%、灰色線で示した今後 3 年間で 0.2%という数字になっている。中長期的にみた物価安定期待、アンカーとしての物価予想という意味で、今後 10 年

間の平均を暫く前からご覧頂くと、2003年まではほぼゼロ%で非常に低いレベルにあったものが、2004年以降は一番低いところで0.8%（2004年4月）、一番高いところで2006年10月の1.4%であるので、概ね1%アウンドで動いてきたということである。その中で、足許2004年以降のレンジの一番低い0.8%まで下がってきているというのが今の状況である。その意味では、1%前後を突破して、この2002年、2003年の水準にまでいっている訳ではないが、やはり下がってきているということだと思われる。それから、新たなデータという意味では（4）のインプライド・フォワード・レートもあるが、一旦下がった後、長期金利の動向を映じて、結局また足許上がっていて凸凹した動きで、全体としては横這い圏内とみている。

政策金利等はデータが変わっていないので飛ばして、図表5の資金調達である。これも実は銀行の貸出金利のデータが期末月で公表が遅く5月27日までは出ないので、当分この3月、4月は埋まらない。従って、全体の評価は難しいが、CP・社債のレートを見ると、ゆっくりではあるが引き続き低下傾向にあるのかなという感じがする。まずCPであるが、このa-1+格は-0.01%でほぼTB並という安定した動きになっているし、a-1、a-2についても、僅かではあるがスプレッドが縮まっているように見える。それから、CPの出来上がり——スプレッドではなく出来上がり——のレートであるが、3月は0.66%となっている。これは、この間の政策金利の引き下げということもあって、2008年の4~6月が0.70%であったから、出来上がりの水準そのものもリーマン前を下回り出しているということである。社債発行レートもそれぞれ格付けごとに若干違うが、少しずつ縮んでいるということである。違いはAAA格とA格の差であって、AAA格については直近+0.22%で、20bpというのはほぼこの前の数年間のベースの標準的なところであるので、AAA格はほぼリーマン前に戻ったということの良いかと思う。それに対してA格はまだ100bpあるので、少し高めであるが、高めではあっても4月にA格の発行が始まった——先程外山金融市場局長から紹介があったが——というのは、量的な

面では前向きな材料とマーケットでは受止められている。

次に、量の方に話を移させて頂く。図表 11 である。資金調達の量を申し上げますと、まず＜民間部門総資金調達の内訳＞で、3月の総資金調達の前年比は+1.6%と引き続きやや高め伸びである。中身をみると、むしろ銀行は2月の寄与度が2.6%ポイントから2.5%ポイントと若干落としているのに対して、直接市場調達の2月までのマイナスが取れて3月がゼロになったので、全体としては直接市場調達の機能が戻る分、銀行へシフトしていたものが戻って、銀行貸出が少し弱くなっている。全体としては堅調な伸びということである。実際の伸び率をご覧頂くと、銀行計の特殊要因調整後の伸びが2月+4.4%に対して3月+4.2%である。これに対して、CP・社債合計が2月の-0.7%に対して3月は+1.1%となっている。先程少し言及した社債の量の動きであるが、実は数字がまだ出ていないが、4月は21日までの中間集計で、4,380億円の非銀行部門の社債発行が出ている。金額的には、ご案内のとおり、2月は大手自動車系で、3月は大手電機系で巨額の発行——特に3月は一社で4,000億円というのがあった——があったので、それを除くと4月はそこそこ小粒であるが、発行はあるということが一つ目の特徴である。二つ目は、先程申し上げた点であるが、久しぶりにA格の企業で公益系ではないところ——電力、通信系ではない一般企業——で、実はこの中間集計の中でも四社が発行している。これは12月以来である。その内一社——大手高炉メーカーであるが——の12月の起債が不調——減額発行——に終わったことが、金融の機能悪化の影響がCP市場に加えて社債市場にも来たなということで受止められたが、同じ企業が今回は全額発行できたということで、これも社債市場——少なくともA格以上の社債市場——の改善を印象づけたストーリーになっているようである。ただ一方、それに対して、BBB格以下は全く発行の話もないという状況が続いている。その意味では、むしろ発行の格付けの差は拡大しているという方が正確かと思われる。とりわけ、当面の注目点としてマーケットがみているのは、新興不動産関係である。いわゆる新興不動産と目される企業で、普通社債を発行していた企業が過

去7社あったのだが、その内5社がもう倒産していて、この辺の新興不動産がどうなるのか、例のREITの格下げといったことも含めて非常に注目されているようである。

次に、アベイラビリティ関係であるが、図表19で、日本銀行のローン・サーベイに基づく金融機関からみた資金需要、貸出運営スタンスをご覧頂く。特徴点は二つあって、一つは(1)の銀行からみた資金需要のDIである。ご覧のとおり、昨年末にかけて非常に急激に需要が強まるといったことがあった訳であるが、これが年明け後、引き続き需要増加ではあるが、たいぶ和らいでいることがみてとれるのが一点目の特徴である。二つ目が、(2)の企業規模別の貸出運営スタンスである。例えば、この太実線で示した中小企業と細実線で示した大企業の差、あるいは(5)の信用リスク評価の図表で、同じく太実線の中小企業と細実線の大企業をご覧頂くと、足許はむしろ、中小企業の方がそれなりの改善傾向を示していて、これは恐らく緊急保証の効果が銀行のスタンスにも影響を与えているというふうに見ている。これが二つ目の特徴である。そこで、こうした緊急保証の影響が企業倒産等にどう影響を与えているかを図表21でご覧頂きたい。先月の説明で、建設業の倒産が少し減ってきたようにみえるといったことで、この倒産件数にも影響を与えているのかもしれないということを申し上げた。実際、図表21の<業種別内訳>で建設業の倒産件数だけみると、このところ350件台で落ち着いてはいて、どんどん増えているということではないのだが、結果的に全体の倒産件数は3月はやはり増えた。<倒産件数・負債総額>の数字が1,537件であるので、これだけの数字から、この倒産件数がそろそろ頭打ちと判断するのはまだ早計だろうと思うので、もう少しデータの蓄積を待つて判断する必要があるかと思う。ただし、倒産は季節性が非常にはっきりとしていて、3月は年間で一番倒産が増える月で普通の月より10%位多い月であるので、季調済の数字をご覧頂くと1,400件であるので、3月の数字程の飛び上がりを受止める必要はないと思われる。

以上であって、今回はあまり追加的な指標は出ていなくて、大きく言う

と、やはりインフレ期待に関して、先程門間調査統計局長からも説明のあった実質経済成長率とほぼ同じように、2002年、2003年の水準まで大きく下がってきている訳ではないのだが、少し下がり出しているというところが特徴で、今後の注目点かと思われる。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

野田委員

倒産件数の先行きのことは分からないということだが、保証協会の緊急保証が段々頭打ちになってくる。政府のご用意頂いている枠は実質的には青天井的にある訳だが、現実にはミクロで色々窺うと、保証協会、金融機関窓口の姿勢はやはり一社当たりの借入額を意識しているようである。このため、この辺りの効果が、昨年の後半あるいは本年の1～3月程には続かない、とみておくのが私の過去の経験から言っても若干あるのかなと思うのだが、その辺の見方についてはどのようにご覧になっているか。

雨宮企画局長

固まった情報がある訳ではないのだが、制度的な案件とヒアリング情報の両方を申し上げると、制度的にはむしろ今回の危機対策も含めて枠が20～30兆に拡大されて、使われる方向での制度が整っているし、出足が悪いと言われた割には、その後かなり急ピッチで増えているので、その分はやはりそれなりの効果を現わしていると思う。委員ご指摘のとおり、前回1998年の保証制度と比べて、やはりあの時のようなネガティブチェック方式ではなくて、保証協会がそれなりの審査をするという部分についてはやはり違いが残るのだろうと思う。これは、今度は政策判断として、現段階では中小企業保証の格好でサポートはするが、あの時のネガティブチェック方式のような、若干後で禍根を残すようなことはしないというバランスのとれた政策であるので、その意味では、図表22の(1)で倒産件

数の過去の時系列をご覧頂くと、1998年にかけては、倒産を減らすということだけに限ってみれば、かなり劇的な効果があった訳である。今の基本的な制度設計から考えると、あの時と比べれば効果の出方は小さいと理解しても良いとは思ふ。ただし、日本公庫等からのヒアリング情報を聞くと、一時12月頃まで急激に申し込みがあつて、1～3月は少し落ち着いた。期明け後はもう少し申し込みが落ち着くかと思つていたが、意外と強いということである。これの解釈であるが、一時の非常に急性症状として出る資金繰りの逼迫感と比べて——これも何回もこの席上で議論になっているが——、この後はもう少しベーシックな収益の悪化、売上げの悪化といったものが企業業績あるいは資金繰りを圧迫してくるフェーズに入っている可能性があつて、それに対して、それをカバーするような資金需要がむしろ期明け後も相当強いという感触があつて、これに対してはそれなりに効くというようにみていて良いように思う。ただ、実際にこれが具体的な倒産件数ということで、どの程度抑えるのかはよく分からない。

白川議長

ご質問はないか。それでは一旦ここでコーヒブレイクを取る。時間は、中途半端であるが、10時35分に再開する。

(10時23分中断、午前10時35分再開)

白川議長

それでは再開する。

### Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

白川議長

最初に経済・物価情勢の展望について、執行部から説明をお願いする。

## 雨宮企画局長

それでは今お手許にお配りしているのが、ご提出頂いた参考計数の見直し計数を入れたほか、事前にお配りした文章中の点々部分をこの数字に基づいて記入したバージョンであるので、その説明を申し上げます。まず、数字のイメージであるが、11 頁の（参考 1）をご覧ください。上が 2008～2010 年度の大勢見通しであるが、この大勢見通しの三角カッコ内の中央値をご説明申し上げますと、まず実質 GDP 成長率が、2008 年度－3.2%、2009 年度－3.1%、2010 年度＋1.2%という数字になっている。先程門間調査統計局長から説明のあったとおり、2008 年度がこの数字で相当大きなゲタを履くことを前提とすると、2009 年度の出来上がりは－3.1%というちょっと深いマイナスではあるが、イメージとしては 2009 年度前半に下げ止まり、回復がかなりの勢いでスタートするイメージになる。2010 年度平均としてゆっくりではあるが、潜在成長率を次第に上回っていくというイメージかと思われる。国内企業物価指数であるが、2009 年度－7.5%、2010 年度－1.8%と、どちらも若干の下方修正である。C P I（除く生鮮食品）であるが、こちらも 2009 年度－1.5%、2010 年度－1.0%と両方とも若干の下方修正である。2009 年度年央にかけてかなり大きくマイナスとなった後、徐々に景気の回復に伴って、マイナス幅が縮まってくる。ただし、かなり大きな需給ギャップのマイナスが残るため、2010 年度も縮まりはするがまだマイナスは残ると、こういうイメージかと思う。（参考 2）のリスク・バランス・チャートであるが、このリスク・バランス・チャートの特徴点を三点申し上げます。まず一点目は、全体として、両年度（2009 年度、2010 年度）とも成長率、物価とも左の方（下方の方）に若干シフトしているということ。二点目は、景気に関するリスクのご認識について申し上げますと、シャドーを付した今回のリスク・バランス・チャート——実はちょっとこのリスク・バランス・チャートだけからでは読みにくいのだが——で、点々で示した中央値の棒線を除いて右と左のウエイトがどうなっているかを申し上げますと、実質 GDP の左側、要するに下方ウエイトが 45——全体を 100 とすると 45——に対して、上が 39。2010 年度

は下が 48 に対して上が 37 なので、景気については、どちらかというと下方リスクを意識されているリスク・バランス・チャートだということである。三点目は、物価に関するリスクのご認識の特徴であるが、今申し上げたような格好で、真中を除く両側のウェイトを申し上げると、2009 年度の C P I は左が 44、右が 44 でバランス。2010 年度は左が 41、右が 51 なので、むしろやや長い目でみると——これは文章中にもあるが——、今の金融緩和あるいは景気回復に応じて、物価見通しよりは上に振れるリスクも注意していくというご認識が読み取れるようなリスク・バランス・チャートとなっている。つまり、どちらか言うと 2 年続いて、景気の方は下振れリスクに留意、物価の方は上下両方に留意というリスク・バランス・チャートになっているのが特徴である。

以上を踏まえて穴埋めをした文章を簡単にフォローさせて頂くと、本文の 2 頁の真中辺りのシャドーを付したところだが、まず全体として、「悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向かうとみられる。」というのが、足許から 2009 年度前半の評価である。2009 年度後半以降であるが、「緩やかに持ち直し、見通し期間の後半には、潜在成長率を上回る成長に復帰していく姿が想定される。」というようにさせて頂いている。それから、5 頁が物価の見通しである。国内企業物価指数であるが、「2009 年度は大幅に下落」、2010 年度も「下落を続けるが、国際商品市況の緩やかな上昇を背景に、下落幅は縮小」ということである。C P I であるが、ただ今申し上げたとおり、2009 年度半ばにかけては「下落幅が拡大」ということであるが、その後は「下落幅は縮小していくと考えられる」。ただし、ということで、「需給ギャップのマイナスが残存」するため、2010 年度においてもマイナスが残存するということを記入している。それから 9 頁、金融政策運営の第一の柱の評価の部分であるが、第一の柱の評価の部分は今申し上げた評価の総括であり、「わが国経済は、当面、悪化が続くが、次第に下げ止まりに向かい、2009 年度後半以降、成長率が緩やかに持ち直す姿が想定される。」。物価面では、「2009 年度半ばまでにやや大きく下落した後、2009 年度後半以降は、下落幅が徐々に縮小」とい

うように記入している。それから 8 頁の欄外で、「中長期的な物価安定の理解」については、この段階では昨年と同じ文章を掲載しているが、ここは後程ご議論を踏まえて、このままでいくのかどうか、終わった後お諮りさせて頂きたいと思っている。私からは以上である。

白川議長

この件について、技術的な意味でのご質問等があればお願いします。

水野委員

一つだけ。13 頁目の図表は初めて出るのか。

雨宮企画局長

13 頁は初めてであるが、若干ご説明させて頂くと、先程申し上げた委員方の数字のイメージは、どうしても今回は特に過年度である 2008 年度の後半に大きく落ち込んで、そのゲタでかなり決まっているという部分がある。従って、工夫した点が大きく言うと二点あり、一つは、ゲタの要因によって出来上がりの数字が相当変わってくるというか左右されるので、それを留意して頂きたいということで、前年度の後半に急速かつ大幅に落ち込んだということを文章とグラフで付けたこと。二つ目は、2 頁の欄外の注 3 で、ゲタという言葉は使わずに、過年度の成長の低下が影響しているという注釈を付けたということが、今水野委員のご指摘の点も含めて少し変えた部分である。

西村副総裁

一点宜しいか。テクニカルなのだが、暦年と年度では今回の場合かなり違ったイメージになるので、その辺のところは何か書いた方が良いでしょう。気もするが、如何か。

雨宮企画局長

おっしゃるとおり、恐らく暦年と年度とでは相当大幅に変わってくる。ご覧のとおり IMF が暦年ベースで-6%と見通している数字との比較は、多分、問われる可能性があると思うが、暦年と年度を正確に比較するためには、それぞれ四半期のデータ、要するに今年の1~3月期と来年の1~3月期を含むか除外するかの違いなので、厳密にやろうと思うと、そのデータがないと厳密には比較できない。恐らく、今頂いている-3%前半位のイメージと、IMFの6%位のマイナスというのは、暦年と年度の違いで説明できる範囲内なのだろうと思う。そういう意味ではIMFの見通しと多分この見通しとはそれ程齟齬がなくて、それを文章で書くのは四半期データがないとなかなか難しいので、これはご議論を頂いたうえで、例えば、恐らく記者会見で聞かれる可能性が相当大きいと思うのだが、その時はそのように白川議長に答えて頂くというのが一つの方法かと思っている。

白川議長

その点を含めて、また後からで宜しいか。他にご質問等はないか。

#### IV. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは、本日は金融経済情勢、展望レポート、「中長期的な物価安定の理解」、次回決定会合までの金融政策運営方針についてと、盛り沢山のテーマがあるが、1ラウンドでお一人7分程度を目途にご発言をお願いします。今回は、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、山口副総裁の順番である。それでは、須田委員、お願いします。

須田委員

まず金融経済情勢の現状判断についてであるが、前回会合以降公表された指標・情報には、大幅に悪化しているという現状判断に変更を迫るもの

はなかった。ただし、下げ止まりを示唆する経済指標が内外で窺われているし、財政政策も発動されていることから、足許、テール・リスクは小さくなっており、先行き、在庫調整の進捗、輸出の下げ止まり、各種政策効果などから、景気悪化のテンポが緩やかになっていく可能性が高まっていると捉えている。なお、GDPの水準の下げ止まりは、今年度第2四半期から第3四半期の間に生じる可能性が大きいとみている。その後展望レポートのタイムスパンまで見通して、どの程度のスピードで回復していくかについては、海外経済、国際金融資本市場の動向に大きく依存するが、内外の金融システムの安定化と有効需要増大のための対策の効果をどうみるかが、一つの鍵になると考えている。また、財政支出はテンポラリーなものでしかないので、それが民需の持続的な回復に繋がっていくのかどうかが重要なポイントになる。以下では、以上のような点を念頭に置いて、前回会合以降公表された指標を中心に、景気の下げ止まりに向けた動きについてみておきたいと思う。

まず、海外経済である。海外経済は悪化を続けているが、悪化のテンポが和らぐ兆候がみられる。米国景気は、大幅な悪化が続いており、第1四半期のGDP成長率も予想よりも悪い数字となった。ただし、在庫投資が輸入とともに大きく落ち込んでおり、在庫調整の進捗を確認することができた。消費は、コンフィデンス指標が改善している中でプラスに転化し、予想よりも強い数字となった。設備投資は悪化しているが、先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は、2か月連続で上昇した。一方、調整の続く住宅市場では、住宅投資がまだマイナス幅を拡大させており、一進一退の動きが続いている。すなわち、モーゲージ金利が過去最低水準で推移する中、建築業者の景況感を示すNAHB指数が極めて低い水準ながらも大幅に上昇したほか、FHFA住宅価格指数も2か月連続で上昇し、価格上昇地域に広がりが見られる。他方、3月の新築一戸建て販売や中古住宅販売が伸び悩む中、在庫率の高止まりやケース・シラー住宅価格指数の下落等を勘案すると、底入れ感が強まるまでにはまだ時間を要すると思われる。建築物投資も大幅減少となり、商業用不動産市場が悪化している

中、今後の動きが気になる。この間、鉱工業生産指数が5か月連続で減少となり、稼働率は統計開始以来の最低水準にまで落ち込んでいるほか、雇用環境も大幅な悪化が続いている。

ユーロエリアについては、景気は大幅な悪化を続けている。金融機関の与信態度のタイト化や雇用環境の悪化等から、個人消費や設備投資が低調に推移している。ただし、3月に反発したPMIが4月も上昇を続け、在庫調整の進捗を示唆している。また、景況感指数の上昇など、明るい指標が増えつつある。中国でも、3月の輸出が前年比減少幅を縮小させ、鉱工業生産指数は前年比増加幅が拡大している。都市部固定資産投資や小売売上高も前年比プラス幅を拡大させた。4兆元景気対策の効果が顕現化しつつある。

こうした海外経済を背景に、国内経済にも下げ止まりの兆しが見受けられる。まず実質輸出は月次でみて3月にかけてマイナス幅を急速に縮小させた。中国を始めとするアジア向けや米国向けに動意が窺われており、今後経済政策も期待できるので、実質輸出は下げ止まりの方向にあるとみられる。また、1~3月の公共工事請負金額がはっきりとしたプラスに転じているが、今後は経済危機対策分も加わることから、増加幅が拡大していく可能性が高いと思われる。一方、設備投資は厳しく、機械受注（民需、除く船舶・電力）をみても1~2月も大幅な減少となり、ITバブル崩壊後のボトムを下回った。この間、政策に対する期待等から、消費者態度指数が、低水準ながらも幾分反発しているが、厳しい雇用環境が続くもとで、個人消費は弱めの動きが続いている。こうした内外需要を背景に、3月の鉱工業生産指数は6か月振りの前月比プラスとなった。自動車が増産に転じたことや、電機をはじめ幾つかの業種で減産幅を縮小させていることから、4~6月にかけては前年比マイナス幅が大きく縮小する見通しである。GDPとの相関が高いとされている商工中金の中小企業景況判断指数も改善を続けている。

下げ止まり後の姿については、展望レポートに示されているが、基本的に執行部案に違和感はない。今年度前半から見通し期間の後半にかけての

メインシナリオについても、不確実性は高いものの、妥当なものであると考えている。上振れ・下振れリスクについても同様である。以下では追加的に述べておきたい点を幾つか示しておきたいと思う。

第一に、丁寧な対外説明を必要とする点についてである。1年前と同じ悩みであるが、ゲタの大きさによって、参考値である成長率見通しが誤解されかねないということである。今のところ、私は、2010年度の成長率は1%程度の潜在成長率を上回ると想定しているが、財政支出の反動もあるので、風速では決してしっかりとした成長を想定している訳ではない。つまり数値は2010年度へのプラスのゲタによって嵩上げされている部分がかかなりあるということである。今年度のマイナス成長も同様の問題があるが、数値ではなくメカニズムでメインシナリオをしっかりと説明していく必要性を改めて強く感じている。物価についても、これから消費者物価はマイナスが継続し、かつマイナス幅が拡大すると想定されているので、物価下落を止めるのが日銀の使命ではないのか、という声が強くなってくると思われる。しかし、当面の物価下落は資源価格の下落に伴うところが大きく、昨夏の交易条件悪化に伴うインフレ上昇に政策対応しなかったのと同様の論理で説明すれば良い。すなわち、交易条件の改善による物価下落は実質所得を増大させる要因でもあるので、物価下落が二次的効果をもたらさない限り、同様の対応で良いということを理解してもらう必要がある。

第二に、先行きのシナリオについて、海外で蓄積された様々な過剰が是正された後の世界の経済成長率が見通せないために、スムーズには均衡成長率に到達できない可能性があるということである。2000年代半までの5%を超えるような成長率はもはや期待できないと思われるが、世界経済の新しい均衡成長率は、中国や資源国をはじめとする新興市場の中長期的な成長率に大きく依存するので定かではない。2008年度の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、今後3年間の期待成長率は+0.2%と、ゼロ近傍にまで大幅に下振れ、業界需要の成長率は-0.2%とマイナスになっている。今後5年間の予想ではそこまでは落ち込んでいないが、過去最低かそれと同じレベルまで下がっている。2月調査なので足許に引き摺

られ過ぎであって、現時点では企業がここまで慎重だとはみていないが、いずれにせよ、企業が中長期的な成長期待をどのように修正していくのか、企業行動をしっかりとみていく必要がある。

第三に経常収支の先行きについてである。2009 年度は財政赤字拡大以上に企業の貯蓄超過が拡大し、2010 年度は財政赤字の縮小から経常収支黒字が拡大していく姿を想定しているものの、国全体として資金余剰が拡大していくシナリオの蓋然性は如何程か、また経常収支が赤字になるリスクはどの程度かが気になる。2010 年度に想定どおり財政赤字が縮小するかどうか、財政赤字の先行きとその影響は、金利面への影響も大きいので要注意である。なお、財政政策は経済の先行きを見通すうえでも重要な要因であるが、その効果が不確実であるという点も悩みの種である。今回の財政パッケージは、規模や中身、経済構造や資金需給等によってその効果に不確実性が高く、上振れ・下振れの両方向にリスクが存在する。いずれにせよこのようなパッケージは先行きを見通しにくくさせる要因となっていることは否めない。

「中長期的な物価安定の理解」についてであるが、変更はない。「生活意識に関するアンケート調査」から国民の物価観をみておきたい。ここ1年間のインフレ率の動きと、物価が上昇したと回答した人の割合を比較してみると、2%以上の時は9割以上が、1%以上の時でも85%以上が、物価が上昇したと答え、かつその多くが物価上昇はどちらかと言えば困ったことだと答えている。このことから、国民の物価観は依然として低いということが分かる。

最後に、金融政策運営についてであるが、展望レポートの記述のとおりだと思っている。次回決定会合までの金融市場調節方針については、先程金融経済情勢について述べたように、内外経済指標に明るい兆しがみられ始め、目先のテール・リスクは低下しつつあるように窺われてはいるが、先行きに対する不確実性は依然として高い状態と言わざるを得ないことから、今回も現状維持で良いと思う。ただし、先行きメインシナリオの蓋然性が高まった時に、どのようなやり方で各種異例の措置を解除していく

のかを考えておくことが重要である。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いします。

野田委員

最初に、足許の経済・物価情勢について述べる。前回決定会合以降に明らかになった経済指標、調査結果等は必ずしも多くないが、我が国経済は、昨年度後半のフリーフォールの悪化の状況を脱し、下げ止まりの兆しを示しつつも、足許まで輸出の大幅な減少を起点として、前例のない深さまで悪化している。国際金融資本市場から点検すると、3月中旬からの市場参加者のリスク・アペタイトの最悪期からのささやかな回復の動きは、足許は一進一退という状況にある中で、各種の信用スプレッドが引き続きなお高水準で推移するなど、緊張感の高い状況を脱しておらず、实体经济に対するリスク要因となっている状況に大きな変化はない。海外経済は、一言で言えば、中国の減速に歯止めが掛かっており、米欧ではソフトデータを中心に景気後退ペース鈍化の兆しを示すと評価できるものもみられているが、全体として悪化を続けているという状況に変わりはない。

次に、公表された我が国の経済指標について若干付言する。実質輸出は、2月までにピーク対比で4割強まで落ち込んだ後、3月は前月比横這いとなり、底打ちに近づいていることを示した。設備投資については、先行指標である機械受注の2月分が公表されたが、非製造業の一部業種の大口受注から5か月振りに前月比プラスとなったものの、製造業の大幅マイナスは続いており、昨年度後半の外需の激減と、景気の先行きに対する不透明感が企業の設備投資マインドを大きく冷え込ませていることが一段と明確になった。公共投資は、先行指標である公共工事請負金額の3月分が公表され、1～3月期の前期比がプラスに転じた。これまで低調に推移してきた公共投資についても、2008年度補正予算、あるいは2009年度予算などの効果から、今年度前半から増加に転じていくものとみている。このよ

うな中で、本日発表の I I P で 3 月の生産は、前月比+1.6%と、6 か月振りのプラスとなった。これは、最終需要の落ち込み以上の減産を続けてきたリバウンドが現われ始めてきたものとみられる。在庫調整もはっきりと進捗していることから、当面、生産は風速ベースでの比較的大きな回復が期待されるところである。

次に、展望レポートについて触れる。執行部案は、前回会合までの議論を経て共有されたとみられる経済・物価の見通しに関する論点——とりわけ経済・物価のメカニズム——を踏まえたものとなっている。また、私は前回の決定会合において、経済見通しにかかるリスク要因について私なりの整理を述べたが、それらも適切に反映されており、基本的に執行部案に異論はない。

そのうえで、2010 年度までの経済・物価情勢にかかる私の見方のベースになる点を幾つか申し上げたいと思う。まず海外経済についてであるが、重要な点に限って申し上げますと、まず金融と実体経済の負のフィードバックが断ち切れる兆しが窺えないということである。米欧の金融システムの病巣の大本である住宅市場では、さすがに販売は新築、中古とも一進一退という下げ止まり局面に入った感もなしとしないが、住宅価格下落の調整はなお続いている。米欧金融機関のバランスシート問題も、対策が講じられているとは言え、不良債権の売却価格の問題をはじめ、実効面等の不安要素が残っている。こうした状況と、今次の景気の大きな落ち込みは、過去十分過ぎる程長い期間に蓄積された金融・経済面の大きなインバランスの調整を背景としており、今となってみれば構造的と言えなくもない下押し圧力がグローバルな規模で続いていることがはっきりしたことを併せて考えると、景気後退は異例に長期的なものになる可能性が低くないということも考えている。輸出の増加に大きく依存した我が国の経済成長メカニズムを短期間で変えることは容易ではないと考えられるが、この前提に立てば、我が国の景気回復は、海外経済の回復が長期化することの影響を受けつつ推移し、展望レポートの見通し期間中を均してみると、企業の生産・支出活動は抑制される可能性が高いとみている。次に、家計部門であ

る。個人消費は、企業の支出抑制による名目賃金の低下と、雇用の縮小の双方を映じた雇用者所得の伸びの鈍化を背景に足許弱めの動きを続けているが、こうした雇用・所得環境がさらに悪化の方向に向かう可能性が高く、当面、個人消費の回復は期待しがたいとみている。

物価を巡る環境をみると、当面、昨年原材料価格高騰の裏が出ることから、C P Iの前年比はマイナスとなり、その後もマイナス幅が徐々に拡大していく可能性が高いと思われる。加えて、経済成長率が潜在成長率を下回る中、労働や設備といった資源のスラックは拡大の方向で推移することから、裏が解消した後も、比較的大きなマイナスが継続する可能性が高いと思われる。

次に、中心的な見通しにかかるリスクについては、引き続き下振れリスクを強調せざるを得ない状況にあるとまず申し上げたい。リスク要因については、前回会合で予備的な整理を述べたので、ポイントを絞って申し上げる。まず、最大のリスク要因である海外経済であるが、各国政府・中銀の政策対応の実効性というのが、世界経済の回復の速度などに大きな不確実性を与える重要な要因として浮かび上がってきていることを申し上げる。私はこれに関して、政策の効果について過大な評価が市場に一旦織り込まれ、その後、それが期待外れに終わり、金融と実体経済の負の相乗効果を強めていくリスクを強く意識している。金融面で言えば、1990年代の日本の金融危機を経験した目線で米欧市場をみると、金融危機から脱却することの難しさ、特に不良債権処理の実務的重たさを米欧市場は未だに十分には理解していない可能性があり、揺り戻しが懸念されるところである。米国では、金融機関へのさらなる資本注入の必要性が叫ばれる一方で、T A R P資金増額の政治的困難さも喧伝されている。金融と実体経済の負の相乗作用を断ち切るための米欧の政策が結果として不十分なものとなり、負の相乗作用が弱まらず、景気後退がさらに長期化・深刻化するシナリオについても、頭の片隅に置いておく必要があると思う。少し脱線するが、我が国の経済対策について、私もその効果を相応に織り込んでいるところであるが、その効果が政府の目論見程に出ないとか、あるいは、施

策の執行が遅れ、効果が出る時期が後ずれするといったリスクがあり、今後注視していく必要がある。さらに、WHOが警戒レベルをフェーズ4からフェーズ5に引き上げた新型インフルエンザが、世界経済回復への足枷となりかねないことを新しいリスクとして認識せざるを得ない。

次に、国内の設備投資と雇用の下振れについてである。このところの在庫調整に目途がついて、生産が瞬間風速として急速に回復をみた後の最終需要の本格的な回復が、前述した海外経済の下振れリスクの顕現化などにより比較的大きく後ずれした場合、企業の中長期的な成長期待がさらに下振れる。その場合には、設備投資の回復が遅れ、雇用や賃金もさらに調整され、消費等に深刻な影響を及ぼすリスクがある。その企業の期待成長率であるが、内閣府が公表した「企業行動に関するアンケート調査」によれば、上場企業が予想する実質経済成長率は、今後3年間で+0.2%で調査開始以来最低の水準、また今後5年間で+1.0%と、過去最低だった2002年度と並んだ。エクस्पlicitにみる限り、2006年度から2008年度にかけての下方屈折の角度は、平成バブルショック時の1991年度から1993年度にかけてのそれに近似していることに注目している。これは、現在生じている今次の負の需要ショックが過去に例をみない程極めて大きいというところが大きいと考えているが、それはそれとして、企業の期待成長率の変化については、今後のデータ蓄積によって漸進的に点検していく必要があると思う。

リスクの最後に、物価面についても、需給バランスが緩和した状態が比較的長く続くとみられる中で、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、物価の下落が持続するという下振れのリスクの方をより強く意識しているということを申し添える。

次に、「中長期的な物価安定の理解」について述べたいと思う。この物価安定の理解を点検するうえでの幾つかの論点のうち、いわゆるデフレに備えたのりしろについてであるが、既に述べたように、展望レポートの見通し期間中は実体経済面では、成長率は潜在成長率を下回る期間が比較的長くなり、また、物価面ではCPIの前年比マイナスが継続する蓋然性が

高い中であって、ともに下振れリスクを意識せざるを得ない状況にある。従って、物価下落と景気悪化の悪循環に備えたのりしろが許容されるという考え方は正当性を増したように思える。

もう一つの論点である中長期的なインフレ予想であるが、このところ家計やエコノミストのそれは低下傾向にあるものの、もう少し長いスパンでみると、低位に安定していると達観できよう。物価の安定というものは、あくまでも中長期的に目指すべきものであり、数値として公表している以上、これを短期的に変更することは、それを正当化するに足る変化を十分説明できない限り、国民の物価観の形成にバイアスを与えかねず、ひいては金融政策に対する信認を損なうことに繋がりかねない。以上の諸点を踏まえて、私の理解は、一昨年から変わっておらず、0.5～1.5%である。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促すという現在の方針を維持することが適当であると考え。併せて、これまでに実施に移してきた一連の措置を含め、我々が現在有する様々なオペ手段を引き続き市場の予見可能性に配慮して、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、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援に対する我々の確固たる意思を示し、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であると考え。私からは以上である。

白川議長

それでは水野委員、お願いします。

水野委員

最初に、金融経済情勢についてコメントする。最近の我が国の経済指標をみると、輸出や生産は下げ止まってきている一方、設備投資や個人消費など国内民間需要は弱まっていくとの見方をサポートするものが多い。また、本邦企業は大企業も含め、経済のグローバル化の影響で国際競争の激化がさらに強まると同時に、経営上のコスト削減余地が相

当小さくなっているため、外需から国内民間最終需要へ、企業部門から家計部門へ、そして、製造業から非製造業へと景気悪化の波及速度が過去の景気後退局面よりも早くなっている。また、実体経済と金融の負の相乗効果は、日米における企業収益の悪化という形で鮮明に現われ始めている。米国では一足先に1~3月期の決算発表シーズンを迎えているが、金融機関の決算が特殊要因も含め改善する一方で、事業会社の収益環境が悪化し、格下げされる企業数も増加している。価格下落に見舞われている資源関連や、競争が激化しているハイテク企業の業績悪化が著しいように感じる。我が国でも、2008年度の業績見通しの下方修正が相次いでおり、5月の決算発表後、格下げが相次ぐ可能性は否定できない。金融機関でもメガ2行が赤字転落の見通しを発表したほか、前回の決定会合以降、3週間の間に上場地銀の2行に1行が業績見通しを下方修正するという事態となっている。無論、その背景の一つは信用コストの大幅増加である。企業業績の悪化が雇用調整圧力や設備投資抑制、さらには金融機関の資本制約を通じて、実体経済への程度悪影響を及ぼし得るか、注意深くウォッチしていく必要がある。

次に、展望レポートの基本的見解についてコメントする。2008年度以降、欧米の金融システムや国際金融資本市場の動揺が深刻化する中、世界経済は同時的かつ急速に悪化した。最近になり、一、在庫調整の進捗を背景とした世界的な景気の下げ止まりの兆し、二、中国経済の底入れ、三、麻生内閣による2009年度第一次補正予算編成による景気押し上げ効果など、一部に明るい材料もみえるようになった。しかし、以前からお話しているように、今回の欧米の金融危機で日本経済が受けたショックは循環的、一時的なものではなく、構造的なものである。この点、執行部案では、各国当局が大規模な政策対応を実施している効果が発揮されるにしても、世界経済が順調な回復に繋がっていくかどうか、不確実な状況にある、米欧の金融システムの建て直しの進捗度合い、新興国を含めた世界需要の回復テンポといったことが重要な着目点となる、と冒頭部分で説明したうえで、中心的な見通しとリスク要因の双方を検討するとしている。個人的にも、

これ以外の書き振りは思いつかない。ただ、我が国経済は海外需要への依存度が高く、かつ、主要国及び新興国を含めて海外経済が持続的な回復軌道に乗るかどうかが不透明であるだけに、今回の展望レポート公表後の情報発信については、一番目に、リスク・バランス・チャートに示されているように、各政策委員の見通しは例年以上に幅があること、二番目として、2011年度分の政策委員の大勢見通しを新たに公表する次回10月末の展望レポートでも、見通しの不確実性はさらに高くなっている可能性もあること、の二点を念頭に置きながら行うことが重要だと思う。

先行きについて、中心シナリオをプレイアップするのではなく、それを幅を持って捉えた方が良く、私が考える理由を、以下に列挙する。まず一番目であるが、今回の展望レポートの見通し期間においては、家計の恒常所得の長期的な低下トレンドのショックは、政府部門の財政赤字で一時的に緩和されるが、将来の増税予想によって家計の支出水準の平準化が図られること。二番目として、企業部門も、コスト削減により売上低迷を克服しようとしているように、将来の成長期待の下方屈折が発生しつつあること。三番目として、緊急保証制度によって不採算な中小・零細企業の淘汰を回避している結果、企業部門の生産性上昇率は低下し、結果的に我が国の潜在成長率は低下する公算が高いこと。四番目として、一方、米国がバランスシート不況から脱却するまで想定以上の時間を要し、その結果、米国の潜在成長率が低下する可能性があること。五番目、ヒト・モノ・カネの往来が縮小している状況下、その動きに拍車を掛けかねない保護主義的な動きが米議会等で顕在化していること。六番目、国際会計基準の改正、バーゼル委員会での最低自己資本比率の引き上げなどの議論は、金融機関の融資態度をより慎重化させるリスクがあること、などである。

なお、我が国の需給ギャップについてみると、マイナス幅は今年7～9月期にかけてGDP比10%程度まで拡大し、来年度後半でも同8%程度残存すると見込まれる。こうした中、国際商品市況が大きく反発しない限り、企業物価指数と消費者物価指数（除く生鮮食品）は、2年連続でマイナスになると予想される。GDP比10%程度というマイナスの需給ギャップ

は、1%前後とみられる潜在成長率より1%高い2%成長が仮に継続したとしても、ギャップが解消されるまでに10年を要することを意味する。ただ、より現実的なシナリオを想定すると、財政面からの財政刺激策等で需要サイドを刺激して、需給ギャップの一部を縮小させることと、工場閉鎖・設備廃棄・雇用削減など供給サイドの過剰を削減する、という二つのパターンがあり得る。もっとも、政府債務残高が巨額な我が国で毎年のように大型の景気対策を発動することは困難であるので、前者についてはあまり期待できない。一方、後者については、企業部門の一部では、厳しい経済環境を前提に既に取り組み始めている。

次に、「中長期的な物価安定の理解」についてである。私が「中長期的な物価安定の理解」と考える水準は、昨年同様、全国消費者物価指数（総合）の前年比でみて0.5~1.0%程度である。その理由は、まず、我が国は他の先進国よりもCPIインフレ率が歴史的にみて低いこと、二つ目として、政策金利はゼロ以下に引き下げられないと同時に、潜在成長率が一段と低下していることから、CPIインフレ率にはゼロ%を若干上回るのりしろがあった方がよいこと、などである。現時点の展望レポートの大勢見通しをみると、コアCPIの前年比上昇率は2009年度、2010年度と2年連続のマイナスとなる。仮に、「中長期的な物価安定の理解」の数字が昨年同様、0~+2%のレンジとなった場合、「展望レポートの大勢見通しとの乖離があまりに大きいのではないか」という質問がメディアや市場関係者から出てくると思われる。これらの質問に対しては、「世界的な金融危機の影響によって需給ギャップが大幅なマイナスになったため、『中長期的な物価安定の理解』で示した数字に復帰するまで時間を要する。欧米主要国でも、望ましいと考えるインフレ率の水準に復帰するまで暫く時間を要するとしており、基本的には我が国と同様である」というように答えれば良いと思う。

最後に、当面の金融政策運営についてである。当面の金融調節方針については、現状維持が適切だと思う。そのうえで、債券市場についてコメントする。与党は4月27日、本年度補正予算を国会に提出した。補正予算

に伴う追加の国債増発額は財投国債を含めて 16.9 兆円になる。債券市場は、補正予算に伴う国債増発を織り込み済みであるとの声が聞こえてくるが、実際に増発後の国債入札が実施されるまでは、そのインパクトが計り知れない程の大きさかどうかは分からないと思う。こうしたもとの、債券市場や政府からは、国債需給悪化を緩和するため日本銀行に国債買入オペを増額して欲しいとの声が聞こえてくる。しかし、中央銀行が長期金利をコントロールすることはできない。また、中央銀行が財政ファイナンスのために国債を購入していると判断された場合、かえって国債市場は不安定化する。ただ、一番目として、3 か月物から 6 か月物といったターム物金利を安定させることを通じて、国債イールドカーブの短期セクターを安定させる、二番目として、先行きの金融政策運営について一定のコミットメントをするといった手法により、長期金利のボラティリティをある程度は抑制できる。前者は、現在まさに本行が行っていることであるし、後者は、本行がゼロ金利政策や量的緩和政策を実施していた際に、時間軸効果と呼ばれていたものである。補正予算の成立する時期にもよるが、国債増発は 7 月以降と見込まれる。そのようなナイーブな状況下で、本行が国債買入れ増額について極めて消極的であるという印象をさらに強めると、2003 年 6 月のいわゆる VaR ショックのように中・短期セクターの金利上昇をきっかけに債券相場が急落するリスクを高める可能性がある。本行は、金融システム、金融市場の安定及び企業金融の円滑化に資するために全力を尽くすと対外発信しているだけに、債券市場にも十分に注意を払うべきである。個人的には、現時点では将来の国債買入額について、債券市場の期待を不用意に高めぬよう注意を払いながら、同時に国債買入れを増額する可能性を完全に否定することもしない、といった情報発信をすることが望ましいと思う。例えば、日本銀行が自ら定めた日銀券ルールを柔軟に運用すれば、国債買入れの規模について自由度があることを示唆することは一案ではないかと思う。以上である。

白川議長

それでは次に西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢は、前回会合での見立て——つまりそれまでの悲観一色から、そこそこにプラスの動きがみられるとした見立て——にほぼ沿った展開となっている。つまり、一方で淡い曙光が足許に近づきつつあるが、他方、遠くに朧気ながら浮かびつつある将来は不確実で厳しいという状況に変化ない。従って、展望レポートの基本的見解、背景ともに違和感はない。そして既に、こうした見立てで金融政策運営をしてきた訳であるから、次回決定会合までの金融政策運営方針は、現状維持が適当であると考えます。なお、既に数名の委員方から指摘されているが、新型インフルエンザの影響については、現在情報が錯綜し見極めが難しいものの、第二の柱の観点からみれば十分な警戒が必要であることは言うまでもない。さらに、「中長期的な物価安定の理解」であるが、それを今回変更しなければならないような重要な変化がこの一年で起こったとは考えていない。従って、昨年見解と同様の理由で、私の「中長期的な物価安定の理解」は、0.8%を中心として上下0.5%程度である。

これで終わってしまうと身も蓋もないので、二点程簡単に展望レポートの論点を敷衍したい。第一の点は不確実性の質的な変化である。展望レポートでは、将来見通しの不確実性を従来以上に強調している。単に、基本的見解で不確実性に触れるだけではなく、上振れ・下振れ要因のところ、経済・物価の両面で上下両方のリスクがあり、こうした要因に十分留意する必要がある、と強調している。これは単に将来の経済成長の水準、レベルが不確実になっているというだけでなく、ショックが起きたときの変化の度合い、センシティブティが一層不確実になっているということを反映したものである。こうした不確実性の増大と変化は一過性で元に戻るような短期の変化ではなく、世界経済の構造変化に基づいた中長期的な変化である可能性が高いので、この点を指摘しておきたいと思う。

端的に言えば、最近の世界経済は様々な面においてバッファーを持たない、いわゆる遊びの部分を持たない経済構造になっているということである。これは、実物面つまり資源や工業製品というところだけでなく、金融面にも広がっている。今日、朝の中曽理事からの説明にもあったが、ボラティリティの増大は、国際金融市場においても顕著である。これは金融危機の進展の中でデレバレッジが進むにつれて、アービトラージを行う主体が減少し、流動性が大きく低下した市場が続出しているためである。こうした市場はショックに対して大きく反応し、過剰な反応になりがちである。

次に、実物経済をみると、まず資源市場であるが、既に何度も指摘しているがエネルギー需給でのバッファーが著しく薄くなっているということである。1970年代までの石油メジャー、1990年代のサウジアラビアといったようなバッファーを十分に持っていて、市場の安定化に寄与する意思を持った主体が存在しなくなっている。さらに工業製品をみると、情報通信技術の発展によって生産・在庫管理が進展し、バッファーとしての原材料在庫、製品在庫を最小限にする動きが進んだ。こうした生産・在庫管理の進展は、比較的小さな、相互に相関の小さなミクロのショックに対しては極めて有効に機能し、意図せざる在庫の積み上がりをなくしショックの広がりを防ぐ。しかし、個社の生産在庫管理では想定できないような、相関の高い大きなマクロ的なショックに対しては、需要変動のショックを上回る生産変動のショックをもたらすことになる。

このように、世界経済は金融、実物の両面で、マクロ的なショックに対して大きく反応するボラティリティの高い構造に変化していると考えている。昨年央までの資源価格の高騰、そして昨年末の世界規模の急速な生産の落ち込みは、こうしたボラティリティの増加を如実に示している。金融政策運営の立場からも、こうした世界経済の不確実性の変化は十分に頭に入れておく必要がある。また、コミュニケーション・ポリシーの面からみても、こうした経済構造の変化が起こっていることを発信しておくことは重要であると考えている。

第二の点は、物価の動きである。物価は、足許昨年資源価格急騰の裏が出ていることに加え、経済活動の停滞の影響から下げ足を速めている。ただ、昨年の資源価格急騰の裏から生じた下落傾向は本年後半には収まるので、今後の推移を規定するのは、経済活動の停滞の影響がどの程度物価下落に反映されるかである。

日本の消費者物価の動きと欧州、米国の消費者物価の動きを比較すると、日本の方が上昇するときの上昇率は小さく、下降するときの下降率が大きいという性格がある。ただ子細に検討すると、財価格の変化については、過去において程度の差はあるにせよ、景気変動、コスト変動に対する動きは日本と欧州、米国でよく似ている。つまり、日本と欧州、米国との差は、サービス価格の推移の差にある。米国、特に欧州でのサービス価格上昇率は高くかつ高位に安定してきた。これに対し、日本では1990年代初頭はサービス価格の上昇があったものの、その後は伸び率を低下させ、中長期的にみればほぼゼロに近い状況が続いてきた。これが日本と欧州、米国との差を説明している。

従って、今後の中長期的な物価の動きを展望するには、こうしたサービス価格の動きがどのように変わっていくのか、あるいは変わらないのかということを見極めることが重要だと考えている。サービス価格の主要な部分は、サービス業の賃金に影響されると考えられるので、今後のサービス業の賃金の推移には十分な注意が必要である。今のところ、経済活動の極端な落ち込みは主として製造業とそれに関連する業種に強く出ており、公的サービスを含め、サービス業ではまだそれほどの落ち込みではない。従って、際立った賃金の上昇も、また価格の低下もみられない。しかしながら、今後需要の大幅な落ち込みがサービス業に波及するような場合には、中長期的にサービス価格が下落を始める恐れがなしとは言えない。総消費に占めるサービス消費の大きさを考えるならば、こうした動きが消費者の中長期的なインフレ予想を大きく下振れさせ、デフレ・スパイラルに陥る可能性もないとは言えない。こうしたデフレ・スパイラルの蓋然性が高まるような場合には、金融政策運営上も適切な対応が必要であると考えてい

る。以上である。

白川議長

次に中村委員、お願いする。

中村委員

最近公表された経済指標をみると、世界経済の悪化のテンポは2～3月頃を境に幾分緩和されつつあるが、先般の支店長会議でも我が国の景気が大幅に悪化していることが確認されたように、これまでの本行の景気判断を裏付ける内容だったと思う。足許では、米国金融機関の2009年第1四半期決算の好転や中国の底堅い経済指標などを受けて、金融商品の価格が底割れするといった懸念は大幅に薄らいできており、慎重ながらも楽観的な見方が広まりつつあるように思われる。一方、国際金融資本市場は不安定な状況が続いており、米国の金融機関に対する信認も先行きの信用コスト増加が予想される中で、第1四半期並みの収益力を維持できるかに懐疑的な見方が強まり、目立った改善はしていない。今後、米国財務省が大手金融機関に対して実施したストレス・テストの結果や、GMやクライスラーに対する政府支援の帰趨如何では、再び市場が混乱する恐れもある。世界経済回復の前提となる金融資本市場の安定化には、まだ相当の時間がかかる見込みであり、投資家のリスクテイクに対する慎重な姿勢や、金融と実体経済の負の循環が続くと考えられる。

「全般的な経済活動は一段と収縮したか、弱いまま」とページブックは総括しているが、昨日公表された第1四半期のGDPが示すように、米国経済全般は引き続き大幅に悪化している。一方では、全12地区連銀のうち5地区は落ち込みのペースが鈍化したと評価するなど、最悪期は脱しつつあるようだ。住宅市場では、FHFA指数や中古販売価格は地域によっては下げ止まり感も出始めており、価格の調整が進む中、モーゲージ金利の低下とも相俟って、徐々に取引の厚みが増しているようだ。もっとも、高水準の在庫を背景に新築着工戸数は引き続き低迷しているほか、大

型の物件を含むケース・シラー住宅価格指数をみると、未だに価格に下げ止まり感が窺えない。また、ベージュブックは多数の企業が雇用、賃金の削減や採用凍結に踏み切ったことを指摘するなど、雇用環境の一段の悪化が懸念されており、家計の支出行動がさらに慎重化する可能性も高まっている。欧州でも、米国と同様に引き続き金融システムと実体経済悪化の負の相乗作用から経済が大幅に悪化しているが、ドイツのZEW指数やIFO指数が改善するなど、先行きの見込みを示す指数は改善しており、経済が長期にわたって悪化する懸念は米国同様薄らいできているようだ。中国経済は2009年第1四半期の主要経済指標が公表され、実質GDP成長率は消費と投資が牽引する形で前期比では大きく改善している。経済の水準自体は減速しているものの、これまでの景気刺激策や金融緩和といった政策効果から、減速に歯止めが掛かっているようだ。

我が国の経済については、3月の実質輸出はこれまでの大幅減産により自動車等で内外の在庫圧縮が進捗し、米国や中国を始めとする東アジア向け輸出の急落に歯止めが掛かったことを示唆しているようだ。しかしながら、前月比のマイナス基調は止まったものの、先行きの本格的な回復のテンポについては不確実性が高くなっている。発表された3月の消費者マインド指数は、政府の景気刺激策に対する期待もあり改善しているが、先行きの個人消費については、雇用や賃金の調整が今後本格化すると見込まれる中、経営環境の将来展望が見通しにくいだけに、弱めの動きが続くと見込まれる。

続いて、展望レポートについてだが、結論としては、金融政策運営面も含め執行部の原案に違和感はない。ただし、先行きの不確実性が極めて高いことから、当面、景気・物価の下振れリスクを意識する必要がある。特に、今後の海外経済情勢や海外経済が回復した際の国内経済への波及効果について注意してみていく必要がある。すなわち、我が国の1990年代の経験を踏まえると、数年に亘って蓄積された様々な歪みの巻き戻しである今回の経済危機の調整には、相応に時間を要すると考えられる。特に、ここ数年の米国の経済成長を支えてきた個人消費や住宅投資に関しては、家

計の過剰債務の調整ペースが緩やかなものとならざるを得ないため、際立った回復が見込めないだけでなく、本格的な回復後の消費自体が従来との比較では低い水準に止まる可能性もあり、米国経済の回復シナリオが内包する不確実性は高いと思われる。また、世界経済の回復は、中国の成長が一定程度、世界経済を牽引していくことが前提となっていると思われるが、中国の経済成長の押し上げによる海外経済への波及効果が想定よりも限定的となる可能性も考えられる。また、ここ数年の円安や変動費として認識されてきた非正規労働者の活用を背景に、自動車産業をはじめとする主要な我が国の製造業は、国内の生産拡大により世界需要の増大に効率的かつ弾力的に対応してきた。しかしながら、今回の危機を契機に、多角的なリスク管理等を含めた戦略的な観点から、海外市場毎の最適な生産・供給体制や製品開発の見直しを検討している企業も少なくなく、生産施設の海外移転が一段と進む可能性も否定できない。その場合、海外経済が本格的に回復したとしても、国内の設備投資が抑制され、雇用環境の回復が限定的となることも考えられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や経済全体の需給バランスの悪化などを反映して、2009 年半ばにかけて下落幅が拡大していく可能性が高いと思う。その後は、石油製品価格等の下落の影響が薄れていくため、下落幅は縮小していくと考えられるが、需給ギャップのマイナスが残存し、賃金も弱い動きが続くとみられるため、2010 年度においてもマイナスが続くと見込まれる。

「中長期的な物価安定の理解」についてだが、物価安定の基本的な考え方や、物価指数のバイアス、デフレ・スパイラルに備えたのりしろ、国民の物価観についての考え方は、昨年から大きく変える必要はないと思う。具体的には、消費者物価指数のバイアスは、引き続き大きくないとみられる。また、のりしろについても、国際金融資本市場における混乱や内外経済環境の急速な悪化により、潜在成長率が低下していると判断されるほか、物価下落と景気悪化の悪循環のリスクに対応するため、金融面から実体経済を下支えしており、ある程度でのりしろを許容する必要がある。また、

企業・家計の物価の見方については、「生活意識に関するアンケート調査」やエコノミストのCPI見通しなどをみると、足許経済に対して生じている負のショックが大きいことから、中長期的なインフレ期待が幾分低下してきている。こうしたことを勘案すると、「中長期的な物価安定の理解」は、昨年同様概ね+1%を中心値として、上下0.5%程度が望ましいと考えている。

最後に、当面の政策運営方針について申し述べたいと思う。今後とも内外の経済・物価動向および金融資本市場における先行きの不確実性が高い状況が続くと共に、情勢が急激に変化する可能性も考えられる。このため、市場機能を維持しながら極力、金融環境を緩和的なものとして経済を下支えする必要がある、9月末に期限が到来するCP等の買入れやその他の時限措置を含め、これまでに導入した金融市場の安定や企業金融円滑化の支援のための諸施策の効果を見極めるためにも、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持とすることが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

次に亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

まず、金融経済情勢の現状と先行きの見通しについて述べる。

海外経済は、当面悪化が続いたあと、年内には下げ止まりから持ち直しに向かうが、回復力は弱いものであろうということ、メインシナリオとして想定している。国別にみると、米国は、景気指標が悪化一辺倒から、少しずつではあるが強弱入り混じり始めているため、悪化の加速度は落ちてきているように思う。景気刺激策の実施が進捗していくに従い、遠からず下げ止まり、回復に向かうのではないかと考える。しかし、長年蓄積された様々な過剰の調整は、時間をかけて進めるほかないため、回復に向かったとしても、その足取りは弱く、一気に力強い成長パスを辿ることは難しいのではないかと考えている。欧州は、ハードデータの大幅な悪化が

続いており、先行きについても、期待できる具体的材料には乏しく、悪化が続くものとみられる。特に、中東欧の経済混乱が、欧州の景気回復の足枷になる可能性もあり、注視していきたいと思う。中国は、景気の減速は続いているものの、金融・財政政策の効果から、内需が下げ止まりつつあるように窺われる。これは、金融システムの問題が相対的に小さく、また潜在需要の強い途上国であることから、政策効果が出やすいためと思われる。以上から、経済の一方の牽引役である外需については、先進国経済の回復が弱いものに止まれば底這いを続けざるを得ず、全体としても、従来の高度成長レベルへの回復力には欠ける動きとなるものと考えられる。

日本については、景気悪化の主因であった製造業において、これまでの大幅減産の効果から在庫調整に目途がつきつつあり、坂道を転げ落ちるかのような景気悪化には歯止めが掛かってきたように窺われる。先行きは、実需見合い水準への減産緩和や経済対策の効果から下げ止まり、そして回復へと向かうものと思う。しかし、その後を展望すると、企業の生産や売上はかつての水準まで一気に戻すことは難しく、企業収益も厳しい中、設備投資の回復も緩やかなものになると考える。また、家計の雇用・所得環境はむしろこれから悪化するとみられる中、個人消費も一段と弱まる可能性がある。従って、目先は経済対策の効果と、海外景気回復による輸出の増加に依存した回復の姿を想定するほかない。ただし、海外景気回復力は弱いと考えられるため、経済対策の効果一巡後には、景気が再び落ち込む可能性も相応にあると考えている。

次に、物価情勢についてである。CPI（除く生鮮）の前年比は、昨年秋口以降に急落した石油製品のマイナス寄与を主因に、足許のゼロ%から、夏場にかけては-2%強まで大きく下落するものと考えている。その後についても、景気回復力の弱さから需給ギャップは然程縮小しないとみられるため、当分は小幅のマイナス基調が続くものと考えられる。実際、CPIの個別品目の動きをみると、依然多くの品目が前年比プラスながら、その幅を縮小しているものが増えているが、これは原材料価格の下落の影響に加え、利幅より売上数量を重視する企業が増え始めていることを示している

可能性がある。また、先行きの物価上昇を見込む人の割合も低下しており、消費者の価格に対する目線も厳しくなりつつあるようである。そのため、企業収益や雇用・所得環境が一段と厳しさを増すとみられる今後、エネルギーや食料関連以外の品目についても、前年比マイナスとなるものが増えていくのではないかと思う。

以上が金融経済情勢の現状と先行きの見通しについてのメインシナリオであるが、これに対するリスク要因としては、次のような点が挙げられる。まず、金融経済面においては、第一に、内外金融市場におけるショックと、それに伴う金融と実体経済との負のスパイラルの一段の強まりが挙げられる。米国では、引き続き金融機関の収益力への疑念や、ストレス・テストの結果に対する不安感、TALFやPPIPなどの金融機関救済策の効果に対する懸念、GMやクライスラーの破綻リスクなどが高まっているが、市場はその世界的な影響について、まだ完全には織り込んでいないように思う。欧州では、先日の支店長会議で統括役が言われたとおり、中東欧問題が市場における不気味な暗い影だと思う。また、我が国においても、直近においては5月危機という言葉が聞かれるように、企業の決算発表と、その評価が大変気になるところである。さらには、先週来表面化してきたメキシコを感染源とする新型インフルエンザも、世界経済への影響が懸念され始めており、新たなリスクとして浮上している。これらが再び金融市場のショックに繋がれば、実体経済に負のショックを与える可能性がある。第二は、各国の金融・財政政策の効果である。中国では一定の効果が出始めていると思うが、その他の国では、経済全体への影響はまだ明確にはみえてきていない。今後、金融システム不安が政策効果を減殺しないか、減税は貯蓄に回るだけではないか、多額の国債発行が金利上昇をもたらさないかなど、様々な不確実性がある。第三は、各経済主体の行動の構造的な変化によるグローバルな投資、消費意欲の低下である。現在、特に米国では、企業、家計、金融機関とも過剰債務の圧縮に動いているが、これが中長期の成長期待の低下によるものであるとすれば、恒常的な低レバレッジ社会に移行する可能性がある。そうした場合、世界経済は牽引役

を失い、景気回復は覚束ない。また、それが一段の成長期待の低下をもたらすという悪循環に陥る可能性もある。

次に、物価のリスクである。最も注意すべきはインフレ期待の動向である。景気のパスがメインシナリオどおりとならず、需給ギャップの拡大が続くなどした場合、中長期の成長期待とインフレ期待が下振れる可能性がある。これは、デフレ・スパイラルに繋がりがねないため大変危険であると考え。また、このところ国内の物価動向に大きな影響を与えている原油や食料など国際商品市況と為替の動向にも注意が必要と考える。

このように、先行きの経済見通しのメインシナリオとしては、海外経済の回復を起点として、本年秋から来年にかけて緩やかに回復していくことを想定している。物価見通しのメインシナリオとしては、石油製品の大幅マイナス寄与の剥落後も、需給ギャップの拡大による緩やかな物価下落が続くと考える。経済・物価見通しのリスクについては、先程基本的に下振れ方向を中心に述べたが、現在のように世界中で大胆な金融・財政政策が実施されている状況下においては、過剰流動性の発生と、その抑制に向けた引締め策への転換の遅れによる上振れ方向についても考えておく必要がある。つまり、これらのリスクは下方向が大きい、上方向についても十分意識する必要があると思う。いずれにせよ、見通しの不確実性は非常に高いものと認識している。先程執行部から説明のあった展望レポートは、こうした見方と概ね整合的であり、特に違和感はない。

「中長期的な物価安定の理解」については、引き続きCPIの前年比でみてゼロ%ないし2%程度、その中心値は1%程度とするのが妥当と考える。

我が国における安定した物価変動とはどの程度か、再度確認する。長期に亘るCPIの動きをみると、オイルショックの影響が薄れた1985年以降は比較的安定しているため、各経済主体においては、この期間のCPIの平均的な動きを物価の安定とする見方がある程度定着し、それを前提に経済活動が行われているのではないかと思う。そこで、この期間のCPI前年比をみると、平均で+0.7%程度、最高値は+4%程度、最低値は

－1.5%程度、標準偏差は1.2%ポイント程度である。従って、ゼロより上である必要性も考慮し、物価の安定をCPIの前年比でみてゼロ%ないし2%程度、中心値を1%程度とするのは概ね妥当であると考ええる。

こうした経済・物価見通しのもとでの金融政策運営方針としては、無担保コールレートの誘導目標を0.1%という現在の十分に低い水準を維持するとともに、これまでに導入した様々な流動性供給策、企業金融支援策を継続して、金融市場における不安感の台頭を抑えていくべきだと考える。当面は、これまでに導入した各種施策の効果を見極めていくべきだが、今後とも状況の変化に応じて、可能かつ有効な施策を、プロアクティブに考えていく必要があると思う。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

既に皆さんからご発言があったので、できるだけポイントに絞ってお話させて頂きたいと思う。

まず、当面の金融経済情勢だが、海外の情勢をみると、国際金融資本市場では、米国と欧州の金融機関経営に対する懸念が依然として払拭されない中で、短期金融市場あるいはクレジット市場を中心に、依然緊張感が高い状態が続いている。実体経済面をみると、中国では内需が高い伸びを示し、景気減速に歯止めが掛かりつつあるように窺われる。また、NIEs、ASEANでもIT関連の在庫調整の進捗から、輸出、生産の減少テンポの鈍化が続いている状況である。他方、米国、欧州の経済は大幅な悪化が続いている。特にアメリカでは、住宅市場の調整が続いており、財政政策の効果が現われるのはまだ先といった状況である。米国、欧州をはじめとして、多くの地域では金融と実体経済の負の相乗作用、それから生産・所得・支出の負の循環がなお進行中であって、世界経済全体として、当面悪化を続けるものと考えている。

一方、我が国経済については、輸出の減少テンポは鈍化しつつあるが、内需が引き続き弱いということであるし、金融環境も全体として厳しい状態が継続中である。現状評価としては、大幅に悪化しているということだと思っている。先行きについては、設備投資は当面減少を続け、個人消費も引き続き弱まっていく可能性が高い。一方で、輸出や生産については、このところ中国からの引き合いの増加や海外在庫の調整進展といった流れが続いており、下げ止まりの時期が近づきつつあるように思われる。また、企業金融面をみると、資金調達を巡る不安は根強く残ると思われるが、資金需要、資金供給の両面から、逼迫の度合いは次第に緩和していく方向にあるかと思っている。こうした状況のもとで、今後、半年程度を見通した場合、我が国経済は、悪化テンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向うという判断になるかと考えている。物価面であるが、消費者物価の前年比については、今年度半ばにかけて下落幅が拡大していくというこれまでの見通しに沿った動きになるかと思っている。

以上が当面の情勢ということであるが、次に、展望レポートの射程範囲である2010年度までの見通しについて述べたい。2009年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻して海外経済も持ち直していく。そして日本経済も、見通し期間の後半には、潜在成長率を上回る成長に復帰していくという、中心的なシナリオに大きな違和感はない。消費者物価の前年比についても、2009年度半ば以降下落幅は縮小していく。ただ、需給バランス悪化の影響は依然大きく、2010年度も消費者物価の前年比はマイナスが続くとみられる。

以上が基本的なシナリオであるが、この間、先行きの見通しを巡ってのリスク要因、あるいは不確実要因については、その性格をやや変えてきているように思っている。リーマン・ショック以降の世界経済は、どこまで落ち込んでいくのか分からないといった意味での強い不確実性に直面していたと言って良いと思うが、その後半年以上が経過し、実体面を中心に自律的な調整が相応に進捗してきているように見える。さらに、各国で打ち出された各種の政策効果もそれなりに加わってきており、非常に急性の

発作的な症状からは取り敢えず脱しつつあるように見受けられる。その意味で、経済・金融両面に亘って局面は大きく変化しつつあると言って良いのではないかと思う。市場の反応をみても、やや期待先行の感がなくもないが、先行きの経済・金融の見通しを多少とも冷静に、そして、ある程度具体性をもって評価ないし議論し得るような状況になりつつあるのではないかといった印象を持っている。例えば、世界経済が本格的に回復するためには、様々な過剰の是正と金融システムに対する信認の建て直しが前提であり、それには相応の時間がかかる、といった我々の認識が市場で冷静に受止められるようになってきている辺りにも、そうした局面変化の一端が表われているように思う。しかし、そうかといって、先行きに向けての不確実性、あるいはリスク要因が薄れたという訳では決してないと思っている。今申したような我々の認識についても、例えば様々な過剰の是正と言ったとしても、また金融システムに対する信認の建て直しと言ったとしても、それらが実際にどのようなプロセスを辿って実現されていくかについては、我々自身明確な展望は持っていないし、もとより、市場にそうした明確な展望があるということでもなさそうに思われる。むしろ、これら大きな二つのプロセスについて、時間がかかるのだという認識を強めれば強める程、本格回復に向けたプロセスの安定性、言い換えれば、そうしたプロセスにおいて遭遇するであろう様々なショックに十分耐えていけるのかどうか、こういった辺りに自信が持てなくなるというのが率直なところである。まさに、時間そのものが、経済主体の先行きの経済観、物価観に与える影響の大きさまで含めて考えると、最大のリスク要因と言っても言い過ぎではないといった感じすら最近持ち始めている。具体的なリスク要因ということで申し上げますと、執行部案に記述されているファクターにこれ以上付け加えることはないが、敢えて申し上げますと、二つばかりになろうかと思っている。皆さんが指摘されたことと重複するが、第一に、国際的な金融と実体経済の負の相乗作用が、今後どの時点で、どこまではっきりと断ち切られていくのかということである。アメリカでは、住宅価格がなお下落しているし、そうした中で金融市場は全体として緊張感の

高い状態が続いている。近々、大手金融機関に対するストレス・テストの結果が明らかになるが、仮に、いずれかの時点で、不良債権の処理に手間取るのではないかといった見方が広がり、それが現実味を帯びてくるとすれば、この面からも負の相乗作用が一段と強まる可能性も否定できない。また、欧州では、中東欧諸国における景気悪化が、欧州金融機関の経営体力を低下させ、域内経済のさらなる下押し圧力となる可能性がある。それから二つ目であるが、企業の中長期的な成長期待の帰趨である。海外経済の調整がさらに深まったり、長引いたりする場合には、企業の中長期的な成長期待が下方屈折し、設備、雇用の調整圧力が一段と高まることを通じて、景気が下振れるリスクがあると思っている。先日発表された内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」において、今後3年間の期待成長率が、昨年の調査から大幅に下方修正されたことは、気になる材料ではある。

以上、リスク要因について、私自身強く意識しているところを述べた。なお、新型インフルエンザが経済に与えるマイナスの影響、これについてはインフルエンザ自体がどの程度の広がりや深刻度を持つのかについて、なお不透明である現状においては評価のしようもないが、我々として念頭に置いておくべき新たなリスク・ファクターではないかと思っている。

次に、物価面のリスク要因であるが、中長期的なインフレ予想の動向に特に注意を払う必要があると考えている。アンケート調査とか長期金利の動向からみたインフレ予想は、現在のところ、大きく変化していないと言え得るが、先行き、需給バランスの緩和などを背景に、物価が下落しやすい環境が続く中、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下方にシフトするリスクは否定できないように思う。このことはまた、我が国経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクを完全には無視できないということでもあろう。以上申し上げたように、当面は経済の回復シナリオに対する下振れリスクを中心に、経済・物価情勢を慎重に点検していきたいと私自身考えている。

次に、「中長期的な物価安定の理解」についてであるが、私自身は、1%を中心に上下1%程度の範囲内と考えている。その理由としては、第

一に、皆さんが既に指摘されたことであるが、消費者物価指数のバイアスは然程大きくないと考えられること、二つ目が、我が国では、海外主要国に比べて平均的な物価上昇率が低くなっていること、三番目に、いわゆるのりしろについても、経済の非常に大きな変動に対してそれを持つことがどれほどの意味があるのか一つよく分からないという印象も昨今強く持っているので、今の段階でこれを変更すべきとの判断にも立ちにくいと  
思っている。以上三点が1%を中心に上下1%程度の範囲内を「中長期的な物価安定の理解」と考えている理由である。ただ、中長期的にみた場合の時間軸が事実上かなり長くなってきていることとの関係で、0~2%といった形のレンジを示す方式で良いのかどうかといった点を含めて、この「中長期的な物価安定の理解」について、今直ぐということでは勿論ないが、やや長い時間軸の中で、検討していくべきなのではないかという印象を持っていることを付け加えさせて頂きたいと思う。

ところで、政策論とも関連することであるが、今申し上げた「中長期的な物価安定の理解」と、先行きの物価見通しが乖離していることをどう考えるかという点が重要である。この点、経済に対する今回のショックは非常に大きく、当面、現実の物価が「中長期的な物価安定の理解」に比べて下方に乖離することはある程度やむを得ないということである。今後やや長い目でみて、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくことにより、物価安定の理解のレンジに戻っていくことが展望できるかどうかということがポイントになる。その意味では、一応そうした展望を持ち得ている今、時間軸を長く取れば、両者に不整合はないというように考えられるので、この点を対外的に誤解が生じないように、丁寧に説明を行っていくことが大事だと思っている。

最後に、次回決定会合までの金融政策運営方針であるが、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っている。今回の展望レポートでは、消費者物価は、今後2年度に亘ってマイナスとなる見通しである。しかし、今程申し上げたように、これだけ大きなショックのもとにあって、いずれ「中長期的な物価安定の理解」の線に戻っていくことが

一応展望される以上、この段階で政策面から追加策を講じる必要はないと考えている。我々としては、当面は、三つの柱に基づく現在の政策運営を着実に実施していくことが重要と思っている。以上である。

白川議長

今回の決定会合は、展望レポートを議論する会合であるが、展望レポートにおける評価については、皆さんの意見を聞いていると執行部案に異論はないということであった。ただ、一応確認のために最初にどのような評価であったかを確認させて頂く。そのうえで、私の方から若干自分自身の考えを申し上げたいと思う。まず景気の現状であるが、評価としては我が国の景気は大幅に悪化しているということであった。この背景を少しみてみると、まず海外の在庫調整の進捗により、輸出の減少テンポには鈍化の兆しがあるということであった。一方、企業収益や家計の所得環境が悪化する中で、内需は弱まっているということであった。金融環境については、CP・社債市場の発行環境は改善しているものの、全体としては厳しい状況が続いているということであった。物価情勢については、改めて言うまでもないが、消費者物価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、ゼロ%まで低下をしているということである。景気、物価の先行きであるが、総括的な評価としては、2009年度前半は、国内民間需要が引続き弱まっていく一方で、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出、生産の減少に歯止めが掛かっていくと予想されるということであった。このため、我が国経済は悪化テンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向うとみられるということであったかと思う。2009年度の後半以降は、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって緩やかに持ち直し、見通し期間の後半には、潜在成長率を上回る成長に復帰していく姿が想定される。こうした見通しには幾つかの前提があるが、第一に、中長期的な成長期待やインフレ予想が大きく変化しないこと、第二に、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻していくこと、第三に、海外経済が減速局面を脱するということが、で

あったと思う。

物価の先行きについては、消費者物価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に加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映し、2009年度半ばにかけて下落幅が拡大していく可能性が高い。その後、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもと、石油製品価格や食料品価格の影響が薄れていくため下落幅が縮小していくと考えられる。もっとも需給ギャップのマイナス幅が残存し、賃金も弱い動きを続けるとみられるため、2010年度においても下落が続くと見込まれるということであったと思う。

景気を巡るリスクであるが、大きなものとしては、国際的な金融と实体经济のマイナスの相乗作用の帰趨、世界各国で取り組んでいる各政策の影響、企業の中長期的な成長期待の動向、そして国内の金融環境の動向であったと思う。展望レポートでは、文言上、言及はないが、何人かの委員が新型インフルエンザの影響についても、現状まだ評価はしにくいと認識しておく必要があるということであったと思う。これは多分言及のなかった委員も同様の認識であったと思う。物価を巡るリスクとしては、景気変動に伴う物価の変動、中長期的なインフレ予想の動向、輸入物価の動向が指摘されたが、これだけ世界各国で積極的な金融政策が展開されている以上、こうした政策が必要以上に長く続いた場合のインフレ・リスクについても意識する必要があるという指摘があったと思う。

以上申し上げたうえで、私自身も若干の感想を申し上げたいと思う。今サマライズした評価について私自身も全く違和感はない。今回我々は2009年度の成長率を中心値でみて-3.1%とみている訳であるが、振り返ってみて、去年の7月の中間評価以降、我々がこの数字をどうみてきたかという、皆さんご承知のことであるが、去年の7月が+1.5%、10月が-0.6%、2009年1月が-2.0%、そして今回が-3.1%である。数字に過度に焦点を当てるのは適切ではないが、オーダーを確認すると、この間に-4.6%ポイントという大幅な下方修正となった訳である。これは、展望レポートに付けられているグラフにもあるとおり、日本銀行だけではなく国際機関

や民間エコノミストも同様に、この間、同程度の大幅な下方修正をしてきた訳である。改めて、なぜこれだけの大幅な下方修正があったかについて振り返って考えてみる価値はあると思う。現象的には、今回の大幅な下方修正は日本だけではなく、世界の各国、各地域で起きているので、世界経済見通しについてこれだけ大幅な下方修正はなぜ生じたのかということ問い直してみることにほぼ同値の疑問である。この問いに対して、抽象的に答えようとする、大きなバブルが崩壊した後の金融システムと実体経済のマイナスの相乗作用が我々の想定以上に——これは想定していたがその想定を上回って——大きかったということだと思う。これをもう少しブレイクダウンすると少なくとも私自身の場合は、二つに分解できるように思う。

一つは、負の相乗作用についてである。アメリカの中や欧州の中、あるいは先進国の中での負の相乗作用についてはかなり意識していたと思うが、アジア、中東欧、それからロシア、ラ米を含む新興国の落ち込み、さらには先進国と新興国の間のマイナスの相乗作用については、やはり私自身も過小評価していたと思う。それから、負の相乗作用が働くルートとして、銀行貸出あるいは資本市場というルートは当然想定していたが、実際に起きたことを言うと、そうしたことに加えて、企業間信用や貿易金融あるいは在庫金融といったルートも強力だったという感じがする。

それでは今後はどうかということであるが、多くの委員が指摘されたように——私自身もそう思っているが——、大きなバブルが崩壊した後の金融システムと実体経済のマイナスの相乗作用ということがポイントになると思う。このことを考える時に、お互いに関連はし合うのだが、二つのことを分けて考えた方が良いように思う。一つは、金融機関をはじめとして、個人、家計、企業など各種経済主体のバランスシート調整の問題である。アメリカに則して言うと、金融機関の資本不足であり、家計の過剰債務というのが最も関係している訳だが、これがどういうふうになるのかということである。二つ目は、昨年秋以降起きたことは、そうした一般的な話に加えて、突然、リーマンの破綻を契機に流動性のスプレッドや信用ス

プレッドが急激に拡大し、信認が崩壊したということである。ある意味では、これが急激な金融引締めを起こしてしまった。金融引締めという言葉を使うことはフェアではないとは思いますが、しかし実際起きたことは金融の急激な引締めであった。要するに、強力な金融引締めが起きたということで、それに伴って、世界的な需要の減少、それから在庫の調整が起きたというふうに思う。

当面の見通しを考えると、後者の部分——つまりリーマンの破綻を契機とする急激な金融引締めというもの——は少しずつ減衰していく。まだ完全にリーマン破綻前に戻っている訳ではないが、少しずつ減衰していくということで、大きな評価としてはそういうことなのだろうと思う。ただ、前者の各種経済主体のバランスシート調整の方は、多くの委員が指摘されたとおり、かなり時間がかかるというふうに私自身はみている。今起きていることを巨視的に考えてみると、例えばアメリカの例で言うと、金融機関の資本不足、家計の過剰債務をできるだけ円滑に調整を進めるために、いわば政府の債務に置き換えているプロセスだろうと思う。その間、金融機関については低金利、あるいは信用スプレッドの拡大を通じて、収益を回復していく、あるいは公的資本の注入で資本を直接増強するということが今進行中である。家計については、貯蓄率の上昇という形でバランスシートの調整が今進行中である。これには暫く時間がかかると思う。私自身が、金融システムと実体経済の負の相乗作用と言う場合に、この二つのことを意識して、急激な……。先程の山口副総裁の言葉を借りると、何とおっしゃっていたか。比喻を使っていたな。

山口副総裁

急性の発作と言った。

白川議長

そういうものは少しずつ改善するのだろうが、しかし根の問題は多くの委員が指摘したように続くのだろうと思う。

それから、「中長期的な物価安定の理解」については、どの委員も去年この場でおっしゃった意見と比較してみると、結論的には変わっていない。若干ニュアンスの差はあるが、結論的には変わっていないということであった。つまり抄訳すると、0~2%程度の範囲内で、中心値は大勢として1%程度であったということである。私自身の理解も去年と変わっていない。そういう意味で、この場での結論としては、先程申し上げた言葉で表現できると思う。改めて去年私自身がこの場で言ったことを思い出しながら考えてみると、この「中長期的な物価安定の理解」を年に1回この場で点検していくことは、やはり非常に意味があると思う。仮に結論は変わらなくても、この1年間起きたことを踏まえて、我々自身が金融政策の目標である物価の安定の意味を考えていくという、非常に良い機会だというふうに思う。

私自身は、「中長期的な物価安定の理解」という言葉の中で使われている、「中長期的な」という言葉と、それから「理解」という言葉、この両方とも大事だと感じている。少しその意味を申し上げたい。まず、「中長期的な」という形容詞が大事だということであるが、この1年間も世界中で金融政策を巡る色々な議論が展開されたが、改めて危機に至る前のバブル期の金融政策運営について、様々な反省が行われているように思う。バブル発生には様々な原因があるが、物価上昇率が低い時期が続き、その中で低金利が長期に亘って継続したことが一因であったという見方は、去年の今頃に比べると確実に今の方が増えている気はする。現状、これが学会における多数説であるかということ、私はそこまではいっていないと思うが、しかし政策当局者の見方は確実に変わってきている感じがする。欧州の中央銀行の関係者の言い方はかなり変化しているし、FRBでも、先日サンフランシスコ連銀のジャネット・イエレンが講演していたが、やはり1年前とは随分変わってきたという感じがする。強調されていることは、経済が良好なパフォーマンスを示す中で、低金利が長く続くことによって、レバレッジが拡大し、それが様々な不均衡を生み出していった、最終的には経済の落ち込みあるいは物価の下落をもたらすということに対する認識

が随分高まってきているということである。

ところで、なぜ低金利が長期間に亘って続いたかと言うと、足許の物価上昇率あるいは目先 1 年を展望して物価上昇率があまり上がらないという見通しがあることが一つの大きな理由であった訳である。そういう意味で我々中央銀行にとっての悩みは、金融政策の通常の効果波及のラグというのが 1 年半～2 年であり、従ってそういう期間を前提として、インフレーション・ターゲティングあるいはその他金融政策を説明する枠組みができていた訳であるが、その長さで今、我々が直面しているようなバブルの発生、拡大とその後の問題を考えていくタイムスパンが実は揃っていないということだと思う。そういう意味で、「中長期的」ということの意味が従来にも増して重要になってきていると思う。私自身改めて——既に言っていることではあるが——、この「中長期」ということを改めて強調したいという気持ちである。

それからもう一つ、「理解」という言葉も大事な言葉だと思う。「理解」という言葉と相對する言葉が、目標とかターゲットという言葉であるが、そのターゲットという言葉が持つニュアンスはインフレーション・ターゲティングの期間の中でその範囲に物価を収めないといけないことを迫るようなニュアンスだと思う。勿論、フレキシブルなインフレーション・ターゲティングに段々移行してはいるが、しかしターゲットという言葉のニュアンスはやはりそういうことだろうと思う。そういう意味で私が関心を持っているのは、インフレーション・ターゲティングを採用している中央銀行、あるいは採用しなくても、物価安定の目標なり定義との関係で、それぞれの金融政策を各国中央銀行がどういうふうに説明しているのかということである。英国にしても米国にしても、2 年という範囲内では経済についても物価についても望ましい姿には到達していない訳である。そういう意味で、ターゲットという言葉から連想される意味での運営は必ずしもされていない。この点で興味深いのは、今年 2 月に F R B が、「The longer-run projections of inflation」というのを公表した時の彼らの物の言い方である。この「The longer-run projections of inflation」

とは何なのかということバーナンキFRB議長は説明していて、「The rate of inflation that FOMC participants see as most consistent with the dual mandate given to it by the Congress.」というふうに言っていた訳である。ここで興味深いのはまず projection という言葉を使っている、それから the longer-run という言葉を使っている、それから see——つまり F O M C のメンバーが F e d に課せられている dual mandate と整合的にみるというか理解する——という言葉を使っているということである。そういう意味で——勿論使っている言語は同じではないが——、そこに流れている思想は非常に近いという感じがする。私としては去年と同じ表現ではあるが、この「中長期」と物価安定の「理解」を強調したいと思う。

そう申し上げたうえで、若干これは後から議論したいと思うが、今これを変える必要はない訳であるが、しかし必ずこの1年の経験を踏まえて若干の議論をしていく価値はあると思う。先程、のりしろについて、野田委員からご意見があって、この1年間の経験を踏まえるとのりしろを定性的にみる必要性が高まってきているという趣旨だと私は受止めたが、同じ趣旨の発言が山口副総裁からもあった。ここをどう考えるかということである。私自身は、まず定性的にのりしろの議論を考えた場合に、必要性が高まっているかどうかと問われた場合には、確かにこれだけ大きなショックが加わった訳であるから、その時に金利の引下げ余地があればそれだけ対応できるという意味においてのりしろの意味は高まったという言い方はできると思う。ただ同時に、今我々が直面しているショックはアメリカのテーラー・ルールでいくと、-5%とか-6%に相当する訳であるから、金利がもう5%下げられれば経済は今の状況から脱せられる。そのために、5%ののりしろを設けるのかというと、それはインフレ率の目標を5%あるいは6%にするということになる訳である。通常言われているような1%あるいは2%ののりしろがあったとして、1%ないし2%の金利引下げ余地でこの事態を変えられたのだろうかということ、私自身はかなり否定的である。そういう意味で、この議論の実際的なレレバンスがどの程度ある

のかという気がしている。私には物価ののりしろというよりは、前のもっと大きな議論としてどうやってバブル的な現象を防いでいくのかということの方がよりレバントな問題設定なのかなという気はする。いずれにせよ、今議論が始まったばかりで、多分この経験を踏まえて学会でも、中央銀行でもこれから色々な議論がされていくので、そうした議論は十分フォローしてさらに考えていくということかなと思った。

長くなって恐縮だが、金融政策運営である。今回、調節方針については全員現状維持ということで私自身もそうである。今回、展望レポートを出す関係上、こうした現状維持というスタンスと、それから今回の見通しとの関係をどう説明するのが非常に難しい課題である。多くの方からは対外的な情報発信が大切であるという話があったし、私自身も同様に思っている。これは何人かの方が言われたことの繰り返しになるが、私の言葉で若干言い直してみたいと思う。

まず、金融政策の効果波及のラグは通常 1 年半～2 年程度であるから、見通し期間の最終時点では、経済、物価は望ましい姿になっていないといけないというのが通常だと思う。しかし、今回の見通し期間における中心的な見通しをみると、成長率の方は後半には潜在成長率を上回るので、こちらの方は良い訳であるが、物価については本年度半ばにかけて下落幅が拡大し、2010 年度においても下落が続く。その意味では望ましい状態がその期間内では達成できないということの意味している訳である。この点、先程の F R B とかイングランド銀行をみても、物価上昇率の水準が多少日本とは違うという点もあるが、いずれにせよ彼らが望ましいと考える水準からは、かなり乖離した水準が続くという見通しを現実に公表している。そういう意味では、日本銀行と全く同じ状況にある訳である。2 月 24 日のバーナンキ F R B 議長の議会証言では、完全な回復——フル・リカバリー——には 2、3 年以上かかる可能性が高いと表現しているが、私も多分そうだろうと思う。なぜフル・リカバリーに時間がかかるのかというと——これはアメリカについてもそうであり、その結果日本についてもそうであるが——、第一は今回の危機に先立つ高成長の期間の中で様々な過

剰が蓄積して、その過剰の調整には時間がかかるということだと思う。二つ目の理由は、そうした一般的な過剰の蓄積とは別に、昨年秋以降の世界経済の同時かつ急激な落ち込みというショックがあまりにも大きかったということで、そのショックから回復するには時間がかかるということだろうと思う。そうすると、重要なことは、中心的な見通しについて、時間はかかるが望ましい方向に向かっているかどうかということである。この面では、現在の金融・財政政策を前提にすると、日本経済はやや長い目でみれば物価安定のもとでの持続的成長経路に復する展望が拓けるというのが一応の我々の評価だと思うし、その点を対外的にも言う必要があると思う。

ただ、同時に、景気についても物価についても我々は下振れリスクの方を意識しているということであるから、そうした事態への対応が採られているかどうかだと思う。この点についての我々自身の政策のスタンスなり言い方という面から言うと、まずCP・社債の買入れあるいは金融機関保有株式の買取り、劣後ローンというのは、いずれも下振れリスクに対する安全弁としてそういう装置を今入れているということである。しかし、これで十分という保証は勿論ない訳であるから、我々中央銀行として、事態を注意深くみていって、中央銀行として最大の貢献をしていくという構えで、そういう言い方を粘り強くしていくしかないのかなと思った。

長くなったが、総括と私自身の若干の意見であった。明示的に議論の必要がある場所はそれ程多くはなかったのだが、若干議論したいと思ったのは、政策効果をどの程度織り込んでいるかということである。数字自体は皆さんが財政についてどれ位の効果をみているかということをもとにしている訳であるが——パーセンテージにして幾らということではないが——、財政政策の効果なり、あるいは物価に及ぼす国の政策についてどの程度にみているのか。皆さんの意見を総合すると、正確な数字は別として、この先その効果が出てくる、ただしその効果が出た後は経済の大きな調整が進行中であるから、やはりまだ多大な効果は期待すべきではないのか、むしろその局面で失望感に転じてそれ自体がマイナスの効果

を生むことを懸念するという意見が割合多かったように思うが、それについて皆さんの意見を明示的に聞きたいと思った。

水野委員

簡単に申し上げる。先日、もおっしゃっていたと思うが、財政政策を世界的に少し過大評価しているかなという部分がある。公共投資、減税と色々あるが、財政政策で景気の落ち込みを減らしていくということは、あまり学者の世界、特にニューケインジアン的なアプローチでは支持されないのではといった感じがした。それなのに、日本だけではなく、とおっしゃっていたが、海外でもそれ程批判が出ないというのは、それだけ需給ギャップが大きいというところが一つあるのだと思う。私自身も過去最大かどうかといったことはあまり問題ではなくて、今必要なものをやるのが大切だと思っている。点検の仕方としては、三つのT——タイムリー、ターゲットッド、テンポラリー——と言っているが、私は、今回の我が国の財政出動はターゲットッドではないと思う。もっと構造的な少子化問題だとか、もっと絞った方が良かったと思うし、テンポラリーということは、まさにテンポラリーで、今年度下期を押し上げるけれど、当然その反動で来年度は押し下げるという意味では、景気循環に少し波を作ってしまうということは念頭に置いてみないといけない。タイムリーかどうかは、選挙にとってタイムリーだったというだけで、今ここでやる必要があるかどうかというところと分からない。ここは、もう政治の判断だと思う。それから、あともう一つだけ付言しておく、今起きている世界的な調整というのは、これは基本的に構造的な部分というのか、先程白川議長がおっしゃったが、主要国における不均衡の問題、これは良く日米の不均衡だとか、グローバル・インバランスと言われている。ここで多くの方が語られる時にイメージしているのは、主要国間のインバランスであると思うが、そこに実はエマージング諸国が入ってきたということで、より物事がややこしくなっている。従って、そういった二つのインバランスがあるため、インバランスの調整過程が厳しい。元のレベルに戻ると考えるというのは多分難し

くて、もっと分かりやすく言うと、潜在成長率が下がって、元のレベルには戻らないということである。だからある程度景気が底打ちして、回復するパスがみえてくれば、それはそれとして一定の評価をすべきではないか。ある程度それも言っていないと、成長率に対して、過大な期待を持たしてしまう可能性もあるのかなという感じがする。

#### 須田委員

政策効果をどう織り込んでいるかという、具体的な数字ということではないのだが、やはり今お話があったように、これだけ需給ギャップが大きくなって、負の循環が起こると、その中で、物価はそれに見合った形で決まってくるといったようなデフレ・スパイラル——この言葉について、皆様が何を意味しているのか今一つははっきりしないのだが、それは置いておいて——が、私の描くリスクシナリオである。そうすると、そういった実体経済と物価下落の悪循環を止めるためには、やはり需給ギャップをある程度小さくしていく——それがどの程度が良いか分からないが——必要がある。しかも一時的にやるということ。つまり、ギャップがあるからいつまでもやるのではなくて、ギャップをある程度縮めれば、悪循環の方向にいかない訳であるから、一時的にどれだけやるかということが重要であって、長く続けるとその後の財政の問題を凄く引きずることになる。先程、気にしたのは、経常収支が赤字になったりするような状況になったらどうなるのだろうかという点である。次年度には財政赤字は減るということを私は想定しているのだが、それがもっと拡大するような状況になってしまった時のファイナンスの問題を私は凄く懸念しており、やはりテンポラリーにやって直ぐに止めるということの重要性を強く感じている。その結果として、確かに来年度の成長の足を引っ張るということにならざるを得ないけれども、現時点——財政政策効果がどの程度かというのは非常に難しいのだが——では、例え、今の時点ではあまり有効そうでないものであっても、今の状態では有効需要を付けるということの持つ意味は、結構あるのではないかというふうに思っている。

白川議長

先程、須田委員がおっしゃった経常収支の問題というのは、財政赤字が拡大していった、エマージング諸国が直面しているようなデットの悪いダイナミクスに直面するのではないかという問題意識か。

須田委員

そこまではないが。

白川議長

そこまでないか。

須田委員

普通は、経済が成熟化して、そして貯蓄率が落ちていく世界で、財政が悪化していくということを考えれば、大体経常収支は赤字になる。日本もかつては、2000年代になれば、経常収支は赤字になるだろうと言われていた。だけれどなぜならなかったのかと言うと、国内の投資が少ないということであるからであり、経常赤字にならないということは、却って縮小均衡である。つまり、財政がクラウド・アウトしていないということは、貯蓄が下がっているにもかかわらず、それ以上に投資が少ないということがある。そのもとで財政が減っていかないということになった時の姿が少し懸念されるというようなことを私は随分前から言ってきた。

亀崎委員

今回の経済危機対策、14.4兆円というのは、今の需給ギャップを完全に埋めるということにはならないとは思いますが、公共投資は非常に大きい訳であるが、個人消費、それから関連する設備投資といった面でも、一定の押し上げ効果があるものと思っているし、これだけ大きな負のショックがあつて坂道を転げ落ちるような状況の時に、それを押しとどめる効果は十

分にあると思う。ただ、問題は、これは今の一時的な急落を押しとどめる効果はあっても、中長期的にこれは剥げ落ちてくるものであるから、やはりこの期間に外需がしっかり戻ってこない、その先がまた逆に負の作用が起きてくるということである。しかし、結論から申し上げるとこの経済危機対策は、今の急激な落ち込みを押しとどめる効果は十分にあるというように思う。

#### 野田委員

押しとどめる効果はあるけれども、それでもなお政府見通しで-3.3%とマイナスが残るとい、ここがやはり最大のポイントだと思う。それで、しかも政府でみておられるのは、2%近い押し上げ効果というのであれば、2009年度と2010年度とどういう割り振りでみておられるのかというのは定かではないのだが、2010年度に本当に外需も含めた総需要が、政府の施策がなくなってしまう分を完全に埋めてあまりある姿が想定されれば良いのだが、必ずしも今我々の見方も含めて、そこまでの力強さというのはない中では、勿論、一定の効果というのとは否定しないが、我々が今日縷々議論したようなリスクの相当部分を埋めていくという力強さにはどうしても欠けてしまう。これはもう止むを得ない。では、それ以上のものを逆に求めるかということではないのだが、そうであるとすると——これから先の議論というのとは、たら・ればの話であるが——、今年度の補正、再補正というようなことになれば、先程、須田委員がおっしゃったように、益々財政に対する信認というのが壊れて、我々のその政策の前提となっている色々なもの、経済政策に対する信認——金融政策のとは言わないが——という問題に関わってこないかどうか不安である。これが、私が少し先程の意見表明の中で、申し上げた真意なのだが。

#### 須田委員

一点、今乗数については少し控えめにみている。乗数が一体どれ位なのかというのは、本当に分からないが、経済危機対策を止めても次年度にも

効果が出てくる。多分内閣府の話だと、トータルで2.8%とかかなりの効果が出てくる姿であったような気がする。だから、そういった効果が出てくる可能性も——我々まだ中身がみえないから、かなりコンサバにみているが——ひょっとしたらあるかもしれないので、止めたらなくなるというものでもない。

野田委員

完全になくなってしまうということではなくて…。

須田委員

上振れる可能性というのも意識して。

野田委員

2009年度に有意な数字があって、2010年度に全くそれがなくなってしまふということで申し上げているのではない。減衰するということは、ほぼ一般的な見方だろう。

水野委員

ただ、同時に長期金利は上がる可能性もある。だから、乗数効果と金利へのインパクト、この二つは置き方によっては変わり得るということだと思う。

白川議長

記者会見では、財政について詳しい見解を言うつもりは、勿論全くないけれども、ただ財政についてどういうふうに今みているのかという問いが出てくるので、若干皆様の感じを確認したいと思った。

山口副総裁

白川議長のお尋ねの趣旨は、裏から言えば、財政面からの支えなしに、

展望レポートの見通し期間中、あるいはその先まで見渡して、経済が中心シナリオに沿った動きを実現することができるのかどうかということだと思う。私自身は、財政面からの支えがなければ、GDPは、2009年度に-3%台にとどまらず、もう少し落ちていってもおかしくないと思っている。財政面からの支援で、何とかあの程度の数字になっているということである。勿論、我々のシナリオでは、財政について、一定の政策効果を期待していると同時に、もう一つ、我々が理解しているリスク・ファクターが顕現化しないということも前提にしている。この二つの前提のいずれかが崩れた場合には、財政の追加措置が必要になる可能性も排除できないという気はする。ただ、そうなってきた場合には、財政のサステナビリティをそもそもどう考えるのかという、非常に大きな問題にぶつかることになる。財政面からの支えなしに経済が本当に回復していけるのかどうかについてのクエスチョンマークと、一方で、財政の持続可能性をどう考えなければならないのかという問題と、この二つをしっかりとみていかないといけない。財政運営は我々の担当領域ではないが、金融政策を運営する立場から、この二つの間のナローパスをどう通過していくのか、しっかりとみていく必要があると思う。

#### 西村副総裁

宜しいか。先程の点、本当に小さい追加だけなのだが、今回の財政に関して言うのならば、やはり一つはジャンプスタートをもたらすもの——要するに構造的なもの——と、それとアジャストメントを緩やかにするという二つの面がある訳だな。私は今回のケースの場合には、ある程度ジャンプスタートをもたらすような効果もあるというように考えている。とするならば、それはそれなりの影響が次年度にも出てくるだろうと。アジャストメントを緩やかにする効果というのは、これはもう時間が経てば消えて今度は逆方向のマイナスが出てくるが、このジャンプスタートに対応する部分というのはそれなりの効果をもたらしてくるし、それを期待しているというのが現状だと思う。そういうことから考えれば、財政のサステイナ

ビリティというところでも、やはりこのジャンプスタートに対応する部分とアジャストメントに対応する部分というのをある程度分けて考えなくてはいけなくて、どの位ジャンプスタートに対応するものか、これからのワイズ・エクスペンディチュアがどうなっていくかということを我々は見守っていかないといけないというように思っている。

#### 須田委員

そのジャンプスタートはどこまでいけば安定的にいて、どこから反対側にいてしまうかということが見極めにくいという点が、財政に関する難しさだな。

#### 白川議長

あと皆さんから情報発信の重要性についてのご発言があったが、私も全く同様に思っている。具体的には、どうしても皆の関心が数字に集まりがちなので、2009年度、あるいは2010年度についても、要するにゲタの影響があるのだということ認識してもらって、そのうえでメカニズムを中心にしっかり説明をするようにということだと思う。それから物価の下落についても、これが現状デフレ・スパイラルに繋がっていくものではないが、その物価の動きと、デフレ・スパイラルにならないように注意深くみていくという両方のバランスをとった情報発信というのが大事だと受止めた。それから、その系でもあるが、「中長期的な物価安定の理解」の数値とこの物価下落の見通しの関係についても丁寧に説明するようにと。それから国債買いオペについてもそうである。私自身はいつも注意をして——前々回だったか、3月の決定会合で国債を増額した時の議論を踏まえて——発言するが、これはどういうふうに相手が質問するかによって、局面、局面で勿論変わる。しかし、一応いつも私自身心掛けていることは、金融政策運営について、常に予断を持つことなく情勢を丹念に点検していきたい、予め特定の政策を排除するというアプローチはしていないと総論を言ったうえで、国債の買いオペについては、ここでの議論を踏まえて、

財政ファイナンスを目的とした運営は行わない、あるいは今の買入れペースを前提にするとかなり限界に近いという言い方とするとということである。ただし、かなり限界に近いという言い方は、「かなり」という言葉を使っているので、一切排除している訳ではないが、限界に近いという言い方になる。確か前々回ここで議論したが、その辺のバランスを取りながら、上手く情報発信をしているということであるが、これからもこの点に努めていきたいと思っている。情報発信の面で今の論点以外に、これは私自身ということではなくて、ボードメンバー全体に関わる話であるので、特に意識をした方が良いことはあるか。

中村委員

物価がマイナスになると、新聞記者等は直ぐにデフレ・スパイラルの議論をしてくるのだが、今回の場合は、一つは原油価格があれだけ上昇した反動もあるし、これだけ大きなショックがあったので、その調整に時間がかかるということだと思う。それから、物価について目先の動向ではなく、中長期でみていることがなかなか理解されない。この点、きちんと説明していくしかないのかなと思う。

須田委員

ちょっと一言。先程ののりしろ論について、私も白川議長とこの1年の経験で——意味が完全に同じかどうか分からないが——、同じように考えていて、結局かなり金利バッファをもっていた人達ももうほとんど皆ゼロ金利制約に陥ってしまったと。ということは、金利ののりしろをある程度持っていたても、この間のショックに対してはむなしかつたなど。そういう意味で、こののりしろを上げる議論は何だったのだろうかというような感想を持っている。

山口副総裁

誤解を招くような発言だったかもしれない。私のがのりしろについて話し

たのは、経済の非常に大きな変動に対して、そうしたのりしろを持つことが何程の意味があるかといった印象を最近持っているからである。のりしろを大きくした方が良いというつもりではない。

白川議長

先程申し上げなかったが、中長期だということを多くの政策当局者が感じ始めている。一方で、先程山口副総裁がおっしゃったが、幅を持ってという議論もある。しかし、中長期になればなるほど幅があるというのは、どういうふうに考えれば良いのであろうか。物価安定の理解について、自分自身の好みからいくと、中長期である以上狭い範囲が良いというのが、去年もそういう感じであり、今年も変わっていない。ただ、混乱の最中で今直ぐ変えるという話では勿論ないので、もっともっと議論したうえでであるが、そこもイシューとしては残っているという感じはする。

野田委員

今の落ち込みに比べて、今の幅で有効かどうかという議論は全くナンセンスであって、私が申し上げたのは、やはりそういうのりしろ——一定ののりしろ——というものの存在の調整だということである。

白川議長

そういうふうに理解した。

野田委員

幅を議論し始めると、これはとてもではないが今は変えられない。それは負の大きなショックが、かつて経験したことのないようなものであるということでは、今は説明しようがないということである。ただ、今まで議論されてきた延長線上の中で、のりしろということについて言うと、ここ1年間の情勢の変化というのはサポータティブだったと素直に申し上げたということである。

#### 水野委員

同じことの繰り返しになってしまうかもしれないが、0~2%という数字に達するまで相当時間がかかることを説明するうえでも認識しておく必要があると思うのだが、今回起きたショックというのは非常に大きくて、かつ、かつて経験していないし、また今現在もそれがどれだけの時間で解決されるかというのは、各国の当局者を含めてまだ結論が実は出ていない程のものである。我々も解決には相当時間がかかるなど心の中で思いながら、2009年度後半から一応回復していくようなパスを描いてはいる。今回の基本的見解では、そこについて若干色々なりザベーションを前提に置きながら、一番最初にヘッジから入っているのだな。これだけ書けば良いかなという気もするが、ただこれ位書かないと2年間、3年間の見通しはとてもしせないという位本当に不確実性があるのだということを、多分最初に理解してもらわないといけない。マーケットは数字が大好きなので、いきなり数字の方——大勢見通しなり「中長期的な物価安定の理解」なり——に目が行ってしまう。

#### 野田委員

であるから、その数字という意味では、例えば「中長期的な物価安定の理解」の中長期というのは実は何年位なのかとか、そういう質問がくる。去年の中長期と今年の中長期は違うのかとか、現に私も何回か質問を受けているので。

#### 水野委員

そういう方もいるな。なんかもう議論として何も答えたくないような質問がくるのだな。

#### 白川議長

先程のF R Bバーナンキ議長の議会証言の「longer-run projections of

inflation] というのは、別に日本銀行についての記述ではないが、バーナンキ議長はFedの議論を踏まえたうえで期間の長さとしては5、6年だと言っている。

野田委員

それは必ずしも固定的なものではないと、そこまでは言っているが、実際、ニューメリカルに答えているつもりは全くない。タームでは答えてはいない。

白川議長

多分、来年の今頃、もう一回この問題を議論する時には、各国の金融政策の枠組みも今回の経験も踏まえて色々な形で変化していると思う。であるから、今日のこの議論はこれとして、これからの1年間も、常に企画局、調査統計局等々と勉強しておきたいと思うので、しっかりとフォローして、来年の議論の材料を提供して頂きたい。

須田委員

基本的に、例えば資産バブルの話とか入れていくことになるのと、どんどん期間が長くなる。BOEが長くしたのと同じように、基本的にはそういう方向にいつてしまうということになる。結局そういうターゲットがあろうがなかろうが、実際にやる政策は変わらなくて、ある意味説明のためということもあるので、そういう方向にならざるを得ないかなと思う。

白川議長

他にご意見はないか。ないようであればここで政府の出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。

竹下財務副大臣

皆様方の景気、物価に対する現状判断、見通しが引き続き大変厳しいと

いうご報告で、先程から議論になっていることの一つが、政府が今度打ち出して、今国会に掛かっている第一次補正 15 兆円規模の財政出動——事業規模で 57 兆円程度の景気刺激効果を狙ったもの——である。今年度は実質 GDP 成長率 1.9%位の実効があるだろうという前提で、政府見通しは、前年度比-3.3%程度、それがなければ 5.数%のマイナスになったところを止めたという状況にあるというのはご承知のとおりである。幾つか議論があつて、一つは、そこそこ、そこまであるかどうかは別にして、期待して良いものもあるよという思いが、皆さん方の見通しの-3.1%というものの中に一定の反映はされているかなという思いはある。しかし一方で、我々も真剣に心配しているのが、国債の大量発行、増発の問題である。絶対にマーケットにショックを与えないという思いで全部話している。うそ偽りなく全部話して、さあどういう消化をしようかと相談しながら、本当に細心の——それで足りるのかなという思いがある位の——注意を払ってやっていかなければならない厳しい問題であろうと思う。それから、ではさらに落ち込んだ時にまた打てるかという問題も、我々色々なことを考えなくてはならない。これで上手くいってくれば良いのだが、上手くいかないことも、経済は生き物なのであり得る。その時にどうするかと、しかしそう余力はないというのは、もう日本中の共通認識みたいな状況になっているので、そういうことも踏まえてやっていかななくてはならない。しかし、経済の底を抜かせてはいけないという、総理をはじめとして物凄く強い思いの中でやっていこうと思つているところである。

日本銀行におかれても、厳しい状況にあるという共通の認識のもとで、機動的、効率的に——これまでと同じ言葉であるが——金融政策を弾力的に行つて頂きたいと希望するものである。以上である。

白川議長

それでは、藤岡内閣府審議官、お願いします。

## 藤岡内閣府審議官

景気の急速な悪化に対処するため、先程竹下財務副大臣の方からお話があったが、政府は4月10日、国費15兆円程度、事業費57兆円程度の経済危機対策を取り纏めた。本対策は、景気の底割れを防ぐことを最優先とし、雇用対策の拡充・強化や企業の資金繰り対策において万全の措置を講じるとともに、インフラへの投資により日本経済の成長力を高める観点から政策手段を総動員したものとなっている。4月27日に内閣府試算として公表した経済見通し暫定試算においては、経済危機対策の効果として、平成21年度実質GDP成長率の1.9%程度の押し上げを見込んでいる。その結果、平成21年度においては、景気がスパイラル的な悪化に陥ることを回避され、我が国の実質GDP成長率は前年度比-3.3%程度になると見込んでいる。こうした厳しい経済・金融情勢のもと、経済危機対策を着実に実施して参る。日本銀行におかれても、引き続き、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援に取り組むとともに、内外の厳しい経済・金融情勢のもと、政府における取組みを踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を下支えするよう要望する。なお、先程まさに竹下財務副大臣の方からも政策の効果についてのお話があったが、今回の対策、経済財政諮問会議——これは白川議長にもご出席頂いているが——での議論に極めて忠実に作ってあるというように認識している。確かに、先程も話が出ていたが、例えばターゲット性を強調すればタイムリーではなくなるといった要因もある。その中で少なくとも今回はこの15兆円——これは21年度分については10兆円辺りになる訳だが——については、しっかりその内容が詰まるものとして出されたものであるし、このお金は必ず出てくる。そういうことからみて、我々は、確かに年度間の効果の繰り入れはある程度あるとしても、資金面で出て行く訳なので、その面でのまさにクラウドイング・アウトがない限り効果はあるものだというふうに確信している。その点宜しくご理解を賜りたいということである。なお、この対策、今後骨太の方針等もあって、ワイズ・スペンディングのみならず、ターゲット——少子化の問題——ということも議論していくし、それ

からあと財政問題についても、まさに中期プログラムの中でしっかり対応していくということも我々は明言している。少なくとも我々のこの見通しの中では、前提としている世界経済の見方、原油、為替レートのほか、次の年度に向かつての考え方においても、諮問会議でご議論頂いている内容をしっかり踏まえたものとして、まさに先程竹下財務副大臣からお話があったが、透明に議論を進めていくし、また国民にも発信していきたいと考えているので、宜しくご理解を賜りたいと思う。

水野委員

白川議長、宜しいか。

白川議長

どうぞ。

水野委員

お二人の話の中に国債の発行額があったが、これは分かる人には分かってしまっているのだが、2008年度の決算が7月に出てくる。ここで恐らくまた税収減が3~4兆円は出ると言われている。それから2009年度ゼロ%という当初予算の成長率見通しが、-3.3%に下方修正された。これでまた税収が減少してくるので、併せると7~8兆円の国債は少なくとも追加発行されるというような見通しは財務省も認めている。マーケット参加者の一部は知っているが、それに追加のものが加わると今度は10兆単位になってくる。これについて私は財政規律が本当はないという言い方はしないが、仮にワイズ・スペンディングであっても、決して消化可能な金額ではない。だから日本銀行に国債を一部買ってくれという話も、これもまた本当にそれで効果があれば良いが、効果がない可能性があるのも、そこはぜひご理解を頂きたいなと思う。

## 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取り纏めを行いたいと思う。執行部は文案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは、読み上げる。議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。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し、別添のとおり公表すること。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。」。対外公表文である。

「2009年4月30日。日本銀行。当面の金融政策運営について。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。以上。」である。

白川議長

宜しいか。それでは、採決を行う。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁  
須田審議委員  
水野審議委員  
野田審議委員  
中村審議委員  
亀崎審議委員

反対：なし  
棄権：なし  
欠席：なし

飯野政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げます。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。事務局は公表準備の開始をお願いします。それでは、政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

白川議長

次に、展望レポートの基本的見解の取り纏めに入りたいと思う。ここで委員方は成長率やインフレ率の見通し及び分布を再提出して頂く。今回見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて封筒に入れて頂くようお願いする。

雨宮企画局長

集計が終わった。変更はない。

白川議長

そうか。それでは、この展望レポートの基本的見解についてご意見があれば。先程西村副総裁からゲタについての問題提起があったが、それ以外にも何かご意見はあるか。

雨宮企画局長

一点確認であるが、参考計数は変更なしであるし、8頁の先程ご議論頂いた「中長期的な物価安定の理解」のレビューについても、この8頁そのままの文章で宜しいかと思うが、それを確認させて頂きたい。

白川議長

「中長期的な物価安定の理解」については、先程総括して皆さん去年と同じだということで、従ってこの表現も去年と同じということで宜しいか。

山口副総裁

一点宜しいか。ちょっと迷うところはあるが、新型インフルエンザのことを全く言及しなくて良いのかどうか。政府も我々自身も対策本部を作っている中で、一切触れないのかどうか——勿論影響の度合いは読み切れないのだが——、ここをどう考えるかである。仮に触れるとすると、2頁から3頁にかけての海外経済の部分の最後の方に、「新型インフルエンザの影響についても、日本への影響も含め、注意してみていく必要がある」といったような文言を入れるのかどうかということではないか。リスク・ファクターの一つとして入れるのは今の段階ではやり過ぎという感じがしている。

水野委員

本文の方が良いか。

山口副総裁

そこはご議論の中で決めることである。

白川議長

如何か。その点について、皆様のご意見は。

西村副総裁

私も発言をしたし、皆さんも同じご意見だと思うので。本文に入れるのか、注に入れるのか、ちょっとそれは分からないが。本文に入れるとちょっと落ち着きが悪いかなという気はするが。

水野委員

皆さん誰一人、数字には反映させていないよな、分からないからということ。ただ基本的見解に入れたいのもちょっと。

雨宮企画局長

二つ程あって、まず場所として、今山口副総裁のおっしゃった見通しの中に入れるのか、ある種本当に不確実ではあるのだが、不確実であるが故に、むしろ基本的見解の前振りの不確実性のところで言及するというのもあるか。言及するとすれば、本文で入れるか脚注で付けるかという、そういう組み合わせがあるように思うのだが。

水野委員

今雨宮企画局長が言ったのは、冒頭のパラグラフのところか。

雨宮企画局長

入れるとすると冒頭のパラグラフのところ、「このような点における不確実性も十分念頭に置いた上で」の辺りに注をもう一つ打って、「その他、最近発生した新型インフルエンザの世界経済に与える影響についても、なお依然不確実性が大きい状況にあるので念頭に置いて点検していく」、と言われても何を点検していくのかよく分からないので、不確実性が大きいということだけ触れるかどうかであるが、なかなか不確実性が大きいということ以上に触れようがない。

水野委員

「影響するが、それについて反映されていない」とかという書き振りにするか。

雨宮企画局長

反映されていないというか、では反映するとしてどうやって反映するか分からない。

須田委員

不確実なので、何かリスク・プレミアムが乗るという話になるのか。

野田委員

今後影響や広がりを見極めていくということだな。それしかないよな。ただ場所としては、ある種やはり私はリスクの一環だということでリスクのところに入れたのだが、今四つ位並んでいるリスクの五つ目に入れるとすると、その比較感がちょっと気になる。

中村委員

記者会見の場で白川議長に発言してもらおうというものもある。

白川議長

いつもの記者会見方式だな。ただ、記者会見方式だけだと、これは文章として、もし…。

水野委員

残らないからな。

白川議長

そこで、まず皆さんに確認したいことは、記者会見では勿論触れようと思うのだが、文言上何らかのエビデンスを残すかどうか。どうやらエビデンスを残した方が良いのではないかという方が多いとすれば、今度注書きか本文かであるが、私自身は皆さんの感じを聞いていると、どちらかというあまりプレーアップはしないけれども、しかし意識はしているよということであれば注書きで良いかなと思ったのだが、皆さんは如何か。

須田委員

FOMCでは何か言っているか。

中曾理事

多分レベルが上がったのはその後になる。日本時間で今朝なので。

雨宮企画局長

昨日はフェーズ4に上がった段階のままだった。

中曾理事

マーケットの方も、特にそれをマイナスの方向にプレミアムとかが出ているような状況では、これまではないような感じなので。

水野委員

むしろ株はこの二日では行って来いな。下がって上がって。

竹下財務副大臣

フェーズ5というのは凄い数字で、極端に言えば3,000万、4,000万が死ぬかもしれないという可能性を持った数字なのである。従って、それを重要なリスク要因というか、不確実要因として捉えられた方が良いと思う。政府はもう対策本部を総理を本部長に立ち上げてやろうという状況になっているので。

白川議長

日本銀行の方も休日の前に本部を立ち上げて、この問題自身は非常に大きな問題という認識は持っている。後はこの文言上、見通しの中にどの程度織り込むことが良いかということで、認識は勿論同じなのだが。

野田委員

かつて鳥インフルエンザなどの時は、こういう話題のステートメントなどがあったのか。

水野委員

2003年だな。

野田委員

SARSの時は、記述が何かあったような気がするのだが。

水野委員

入れた。

山口副総裁

落ち着きは悪かったのだが。

野田委員

有職故実でいけば、その時との比較感だな。

須田委員

現時点では織り込めていないというふうな書き方をしてもらおうと、よりクリアなのだが。リスクとしてはあるが、我々の分析には入っていないので。

白川議長

書くとすれば、先程の雨宮企画局長の冒頭のところの脚注に、新型インフルエンザの問題について認識しているということを書くということか。リスク要因で挙げるのは、ちょっと今記載している四つに加えるかということ、今そこまでの評価はちょっとしにくいなという感じが多分大方の考え方だと思うが。

山口副総裁

注書き程度の理解しかしていないのかというふうに思われるリスクの方が大きくはないかという気がしている。文章上の落ち着きの問題はともかくとして、我々はきちんと意識しているということを明らかにすることが大事ではないか。

野田委員

私も同感だな。もしもそうでなければ、当然、自然消滅的にSARSと同じように消えていく訳だし。

白川議長

そうすると、先程の標準シナリオの方ではなくて、上振れ・下振れ要因の方へ入れるということか。

山口副総裁

非常に落ち着きは悪いのだが、海外経済の後——3 頁のところであるが——、「海外経済は、全体として、持ち直していく姿が想定される。」としたところに、なお書きの格好で、「新型インフルエンザについては注意してみていく必要がある」といった書き方が良いのではないか。

水野委員

冒頭はもう良いのか。

山口副総裁

冒頭の方に入れるのか。

水野委員

そこまで思いが強いのであるのであれば。1 頁目の「以下、このような」…。

山口副総裁

仮に不確実の度合いが…。

水野委員

深刻な話なので、潜在的に凄く深刻なので。下振れであるよな、思いっきり。

須田委員

とんでもない下振れである。入れるのは良いのだが、ここに書いてあれ

ばこそ、どれだけ我々が評価しているのかが問われることになる。ここに書いてしまうことの持つ意味からすれば、これから事後的に評価するしかないからまだ今は織り込んでいないという考え方しかないと思う。

水野委員

それは脚注で良いのではないか、今言われたところを本文のどこかに入れて、脚注で、「なおこれは織り込んでいない、数字に反映されていない」と。

山口副総裁

影響は見極めていく必要があるという言い方をしてしまえば、評価ができていないことは分かる訳である。

水野委員

そう言ってしまえばな。

野田委員

その一文でも良いのではないか。一文に閉じ込めてしまえば。

水野委員

その言い方だったら良いな。

白川議長

そうすると文章にするとどうすれば良いか考えてみて頂きたい。

雨宮企画局長

3頁の海外経済の後の「海外経済は、全体として、持ち直していく姿が想定される。」の後に、「なお」か何かで入れるか。

須田委員

そうすると、凄く不確実性が高くなってしまう。

水野委員

でもこれはひょっとしたら国内も含めて言っているかもしれないので、海外経済のパートで良いのかなとも思うが。

山口副総裁

実体のパートというのがないのである。

白川議長

でももし書くのであれば、基本的見解の方に書いた方が良いのではないか。「着目点となる。」の後に、「新型インフルエンザについては、見直しには織り込んでいないが、そのリスクには注視していく必要がある」という趣旨のことを、「以下」の前に書いた方が良い。

水野委員

「以下」の前が良いかなと思う。

野田委員

収まりが良いな。

水野委員

収まりが良いかと思う。

雨宮企画局長

それでは「以下」の前に仮に今白川議長がおっしゃった文書を入れるとすると、「このような点における不確実性も十分念頭に置いた上で・・・検討する」と。別に織り込んだ、織り込まないかはともかくとして、念頭に

は置いていると。

水野委員

「十分念頭に置いた上で」だから変える必要はない。「念頭」というと数字が…。

野田委員

念頭に置くとまずい。まだ置いていないので。突然現われたのだから。

雨宮企画局長

論理的にはやはり十分念頭に置いた中身として、「なお、今回の見通し及びリスク評価には織り込んではいないが、今後の新型インフルエンザの動向とその影響については極めて不確実性が高く、今後の動向をよく見守っていく必要がある」というような感じを…。

山口副総裁

最後に。

野田委員

なお書きで最後に。

水野委員

そうしたらなお書きだな。

雨宮企画局長

「中心的な見通しとリスク要因の双方を検討することとする。」で、「なお」という感じでその文章をちょっと入れる。

水野委員

そうすると脚注が要らないな。

雨宮企画局長

脚注ではなくて「なお」で繋がると。それでは直ちに修文作業を行う。「今回の見通しには織り込んでないが」とまで言わなくても良いか、なお書きで入れるとすれば。

白川議長

「なお」で始まれば当然そうだな。

水野委員

意識的に分けてある訳だな。織り込めないということは分かるな、4月30日なので。

白川議長

書いたのををもって配って頂きたい。別に綺麗でなくても良いので。

雨宮企画局長

お配りした後直ぐにちょっと気持ちが少し変わったので、取り敢えずお読みしてから第二の修正案を直ちに申し上げると、下から3行目の「中心  
的な見通しとリスク要因の双方を検討することとする。」は同じである。  
「なお、新型インフルエンザの拡がり  
と経済活動への影響については、現  
段階では極めて不確実性が高いが、  
今後の帰趨については、極めて注  
意深く点検していく必要がある。」  
ということではあるのだが、この  
「が」の繋がりが非常に宜しくな  
いので、今ちょっと中曾理事とご  
相談して思ったのは、「なお、新  
型インフルエンザの拡がり  
と経済活動への影響については、  
極めて不確実性が高く……」。

水野委員

あと「極めて」が二個入るから良くないな。一文に二つある。「注意深く」の前の「極めて」を取ってしまえば良いのではないか。

亀崎委員

「現段階では極めて不確実性が高いため」。

雨宮企画局長

「高いため」とするか。

山口副総裁

その部分はあるのか。「なお、新型インフルエンザの拡がりや経済活動への影響については、今後、極めて注意深くみていく必要がある。」として、「現段階では極めて不確実性が高い」はいらぬのではないか。

中村委員

なくて良いと思う。

山口副総裁

それから、経済活動だけに限定すると限定し過ぎなので、「新型インフルエンザの拡がりや経済活動等への影響については、今後、注意深くみていく必要がある。」としてはどうか。

中村委員

それで良いと思う。

雨宮企画局長

逆にこの「注意深く」と一緒に考えたのは、例えば「高い警戒感をもって」とかそういうのもあるが、そこまではちょっとやり過ぎか。

野田委員

さらっと言った方が良いのではないか。現に我々は見極めていないので。

雨宮企画局長

今のを申し上げると、「なお、新型インフルエンザの拡がりとは経済活動等への影響については、今後、極めて注意深くみていく必要がある。」。「極めて」は取るか。「今後、注意深くみていく必要がある。」。

白川議長

今の新型インフルエンザの関係以外に、文案について何かあるか。ゲタについては、記者会見で私の方から口頭で申し上げようと思う。他の論点はないか。

雨宮企画局長

それでは、最終議案を読み上げさせて頂く。それで議案を作る。纏まっているのでその1行前から、「以下」のところから総括文章なので読み上げると、「以下、このような点における不確実性も十分念頭に置いた上で、わが国の経済・物価情勢の展望について、中心的な見通しとリスク要因の双方を検討することとする。なお、新型インフルエンザの拡がりとは経済活動等への影響については、今後、注意深くみていく必要がある。」。ちょうど頁で言うと1頁がこれで終わる。これで議案をセットする。

白川議長

それでは採決に入る。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁  
西村副総裁  
須田審議委員  
水野審議委員  
野田審議委員  
中村審議委員  
亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

経済・物価情勢の展望（基本的見解）は、本日 15 時に対外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は必要に応じ、執行部で修正したうえで、5 月 1 日金曜日の 14 時に公表する予定である。展望レポートについては、公表まで厳に出席者限りの扱いとして頂きたい。

VII. 議事要旨（4 月 6～7 日開催分）の承認

白川議長

次に、4 月 6 日、7 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。既に議事要旨は案をお配りしているが、異議はないか。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 8、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は 5 月 8 日金曜日の 8 時 50 分に対外公表の予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を全て終了した。次回は、5 月 21 日、22 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆さんにおかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻 1 時 37 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 1 時 37 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方々におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13 時 32 分閉会)

以 上