

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年7月14日（14:00～16:05）

7月15日（9:00～13:30）

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 香川俊介 大臣官房総括審議官  
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
企画局審議役	吉岡伸泰（15日）
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
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	坂本哲也（15日）
企画局企画役	中村康治
企画局企画役	西崎健司

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に「日本政策投資銀行とのオペ取引を拡充する件」について執行部説明と決定、二番目に中間評価も含めた金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決、最後に 6 月 15、16 日開催分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、香川俊介大臣官房総括審議官である。内閣府からは、藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初は、金融調節、金融・為替市場動向である。

外山金融市場局長

それでは、本日お手許に配布させて頂いた資料に則して、ご説明申し上げます。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）は、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）であるが、これは、6 月積み期前半は、概ね 前後で推移した。6 月

末には、台半ばまで増加したが、7月に入ってから、徐々に減少し、6日週以降は、ほぼ前後で推移している。図表1-2であるが、日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、引き続き、地銀、外銀を中心に超過準備を保有している。一方、都銀は、6月の積み期前半に、一部で増資代り金の流入があったこともあって、前倒しに積みが進捗したが、7月に入って積み調整を積極化するなど、積み最終日に所要準備を確実に残す運営を維持している。図表1-4、6月末の短期金融市場の動向について、若干敷衍する。6月下旬は、年金の定時払いと国債の償還が重なるため、大幅な資金余剰となる時期である。同時に、企業の資金需要の後退等で銀行の資金ポジションがさらに好転したこともあって、市場で資金余剰感が強まったことから、調節運営上、6月に入って以降、共通担保オペの頻度を徐々に減らし、国債買現先オペを減額するなどして、資金供給量を一時的に調整した。もともと、6月末における準備預金残高は、先程申し上げたとおり、ということであって、昨年12月末を上回る水準であった。従って、全体としては、十分に潤沢な資金を供給していた訳である。ただ、今6月末においては、円転レートの低下から外銀が、また、リスク・アセット保有の抑制等の動きから地銀が、それぞれ幾分厚めの超過準備を保有する一方、共通担保オペや国債買現先オペに資金調達を依存していた一部の証券会社または短資会社が、レポ市場での資金確保を進める場面もみられて、決済日が期末越えとなる6月26日のレポ・レートは0.17%まで若干強含む結果となった。図表1-5、1-6であるが、無担コールの市場残高は、これまでの減少には取り敢えずの歯止めが一旦掛かる形となっている。

図表1-7でオペの実施状況について、ご説明申し上げます。全体としては、引き続き資金の偏在に配慮しつつ、潤沢な資金を供給して、市場の安定を図っている。また、企業金融支援目的のオペも着実に積み重ねている。先程、申し上げたとおり、6月下旬の資金余剰期に向けては、共通担保オペや国債買現先オペの金額を一時的に調整した。この結果、6月27日時点での共通担保オペの残高は16兆円と、6月1日時点の25兆円から

減少した。また、7月入り以降は、共通担保オペの頻度を上げ、徐々に資金供給を積み上げてきている。なお、3か月物の共通担保オペは、9月末を越えるものまで、現在オファーしているが、直近のもので落札レートは0.14%と、極めて落ち着いた水準となっている。CP等買現先オペについては、毎週2回、1回当たり4,000億円オファーをしている。国債買現先オペについては、資金需給の振れとレポ市場の動向をみながら、スポットネクスト物と1ウィーク物で2~3兆円供給しているが、減額する際には、1月中旬以降、概ね2兆円以上で実施していたスポットネクスト物を1.5兆円さらに1.2兆円というふうに減額してきた。また、1兆円で実施していた1ウィーク物も8,000億円までそれぞれ低下させ、より機動的なオペ運営を実施している。国庫短期証券買入オペについては、1回当たり4,000億円をオファーしている。CP等買入オペについては、札割れが続いている。6月19日オファー分は150億円、7月10日オファー分は270億円の応札となって、残高も2,000億円を割り込んだ。ピークの3月には、1.6兆円の残高があったので、かなりの低下ということになっている。社債買入オペについては、7月6日に実施したが、1,500億円のオファーに対し、落札額は513億円となった。次に、米ドルの資金供給オペであるが、6月30日及び本日オファーをしている。それぞれ30億ドル、また本日は2億ドルの応札がみられた。企業金融支援特別オペについては、前回会合以降、4回実施したが、利用額を平準化したいという一部金融機関の思惑もあって、全体として、若干の減額ロール・オーバーとなった。ただし、残高が、7月10日のオファー分も含めて、ほぼ7兆円と高水準が続いている。図表1-9、担保の受入状況であるが、6月末時点で、共通担保は103.1兆円、このうち民間債務は11.1兆円と、5月末に比べて3,000億円程度の増加となっている。一頃に比べて、民間債務の増勢が鈍化しているのは、これまで増加の主役であった証書貸付債権が、このところほぼ横這い圏内になってきているためである。

次に、マーケットの状況について、ご説明申し上げます。まず、図表2-1であるが、(1)のグラフと(2)の表の両方に出てくるユーロ円の3か

月物をみると、エンドが9月末を超えるところで、一旦、少しレートが跳ね上がったけれども、足許は、レートが跳ね上がる前の水準と比べても、低いところまで低下している。また、同じようにTIBORについても、6月29日に、若干レートが上昇したけれども、その後、じりじりと下がってきて、上がる前の水準にほぼ低下してきている。一方、短国のレートであるが、3か月物で足許、0.15%内外というところまで低下している。1年物についてもかなり低下をしていて、フラット化が進行した。ただ、昨日については、1年物の入札があったこともあって、さらに業者の荷もたれ感が出てきたということで、若干のレートの上昇をみている。また、3か月物についても、本日入札があったが、最高落札レートは0.1582%と、前回よりも若干上昇したということで、この辺りにも業者の荷もたれ感が出てきているということが窺われている。図表2-2であるが、(1)のTIBOR-OISのスプレッドをご覧頂くと、2か月先スタート物の9月末のプレミアムが若干付いたが、これまでの四半期末越えのところと比べると、上がり幅は極く僅かにとどまっている。また、上がった後、じりじりと下がってきているということでもある。(2)のCP発行レートであるが、格付けの高いもの、a-1+格のものについては、太い線で示されているが、現先のレートを僅かに上回る水準まで到達していて、低位横這い圏内での動きということになっている。一方、格付けの低いa-2格のものであるが、こちらの方も振れは大きい訳であるが、全体としては低下して、格付け間格差は、表面的には縮小している。ただ、発行量は、かなり小さいということには、留意が必要である。格付けの高いものについては、これだけレートが下がってきた中で、投資家の目線から外れるといったようなこともあって、投資家は、CPを買わずにTビル、あるいはNCDを購入するといったような動きも目立ってきているということが聞かれている。図表2-3であるが、ターム物レートの推移をご覧頂くと、各通貨についてLIBOR-OISスプレッドは、じりじりと低下をしてきているという全体的な傾向に変化はない。ユーロについてのみ、前回決定会合以降、若干上振れているように窺われるが、これ

はLIBORではなくて、OISがEONIAの低下につれてやや下がってきているといったことを受けてのものである。(2)のドル転コスト対ドルLIBORスプレッドであるが、振れやすい展開の中で、前回決定会合以降は、ほぼ円転地合いでの推移になっている。こうした円転地合いを眺めて、このところ、海外中銀が資金を円転してそのままTビルを購入すると、これがTビルのレートの低下にも寄与しているという声がマーケットから聞かれている。次の図表 2-4、フォワード・レートを(2)のグラフでご覧頂いて、直近の太い実線のところであるが、前回までと比べて、かなり低下をして、フラット化しているということが窺われる。図表 2-5で、長期金利の推移についてご説明したい。まず、(2)のアメリカの金利であるが、前回の決定会合辺りでほぼピークということになったが、その後、景気回復期待の修正があつて、ほぼ一貫して低下傾向を辿ってきている。昨日のニューヨークでの引けは、3.350%まで低下をしているということである。日本の方の金利についても、これにつられるような形で一旦は1.5%台の半ばまでいっていたが、10年物で1.3%内外のところまで低下をしてきている。これは、都銀とか、あるいはアクティブ系の年金等、これまで買い遅れていた投資家が、アメリカでの金利の低下を眺めて、これ以上の金利の上昇は当面遠のいたという見方から、国債を買い進め始めたといったところを反映している。今後の展開であるが、増発のリスク、あるいは業者の荷もたれ感が出だしたといったところからすると、レート自体は反転しやすいという地合いにあるようにも見受けられるが、一方で、都銀がなお買うべき量を買えていないといった指摘もあつて、振れやすい展開という形になっている。図表 2-6 であるが、イールド・カーブは、8年位までのところはややフラット化しているが、全体としては、ほぼ平行に低下をしている。市場参加者が注目する債券利回り変動要因であるが、前回は、白抜きの海外金利のところの要因が、注目をやや拡大させていたが、今回は、また景気動向、黒塗りのところの比重が高くなってきている。図表 2-7 のインプライド・ボラティリティであるが、金利が大きく低下した局面でややボラティリティが上昇したといったところ

があったが、足許は既に元の水準に戻ってきている。図表 2-8、社債の流通利回りである。(2)、(3) の二つのグラフでご覧頂くと、アメリカ、またヨーロッパのスプレッドについては、なお縮小傾向にある。ただ、格下げあるいは規制の強化が嫌気されているということで、金融関連については、スプレッドの低下が止まっている状況にある。日本については、なお格付けによる分断状況が改まっていない状況にある。格付けの高いものについては、発行ラッシュもあって、荷もたれ感も出てきているという中で、既に投資家の目線にレートが合わなくなるところまでレートが低下してきていることで、このところレートが低下傾向を一旦は止めている。こうした投資家は、スプレッドの大きな BBB 格に向かえば良いとも思われる訳であるが、そうしたところには向かわず、むしろ、例えば、A 格以上で期間の長いレートの高いものを嗜好するといったような、そういう選好が高まっているという声が聞かれている。

図表 2-9 の CDS プレミアムであるが、インデックスの推移をご覧頂くと、アメリカ、欧州がほぼ横這いの動きであるのに対して、我が国のインデックスだけが上昇してきている。上がっているセクターは二つあって、一部の格付機関から格下げとなった自動車セクター、また消費者金融を含めたノンバンクといった辺りが、プレミアムを拡大している。クレジット市場の流動性 (2) にあるように、CDS のビッド・アスクスプレッドで示される流動性は、一頃と比べれば向上はしているのだが、なお流動性が十分に高いという状況にはないので、そうした中で、プレミアムが拡大しやすい地合いということである。

図表 2-10、株式相場であるが、これも前回の決定会合辺りに、それぞれピークを付けるような形で、米、欧、日とも変化をしてきている。景況感に修正が入っているということであるが、今後の展開については、個別の企業の業績をみたいということで、第 2 四半期以降の企業決算、就中、金融セクターの企業決算が今週以降次々と発表されるので、この辺りを注目している投資家が多いということである。図表 2-11 であるが、主体別売買動向については、個人と外国人のところが注目をされる訳であるが、

個人については、6月の中旬に大きく買い越しをした後は、一進一退といったところである。個人が、新興市場、あるいは個別の銘柄を物色するといった動きを強めていて、これが買い支えの一因となっていた訳であるが、足許においては、新興市場が大きく下落——本日は多少戻しているが——して、この辺りも振れの大きな展開になっている。外国人については、週によって、買い越し、あるいは売り越しが、目まぐるしく変わるといった様子になっている。

図表2-12、為替市場であるが、(2)の名目実効為替レートを、主要三通貨についてご覧頂くと、ドルとユーロがほぼ横這い圏内での動きだったのに対して、円だけが大きく上がったという形になっている。リスク回避姿勢が強まる中で、ドルと円については、通貨が買われるということになる訳であるが、ドルについては、一方で金利が大きく低下して、これが相殺し合う形でもって、横這い。ユーロについては、リスク回避姿勢の強まりで、通貨自体は売られる一方で、金融政策を巡る思惑については、通貨を上昇させる方向に働いたといったことで、全体通して横這いと、こういうことであった。この間、円高が進んだということであって、図表2-13の通貨オプション、先物市場等の動向をご覧頂くと、まず、(2)のリスク・リバーサルについては、ドルのプット・オーバー超幅が若干拡大する——然程大きくないが——といったことになっている。また、(3)IMMネットポジションについても、極く足許であるが、ドル・ショートの方に若干振れている。図表2-14、クロス円取引であるが、これまで高金利通貨、あるいは資源国通貨といったところが、買われてきたが、足許は、こういったところにも調整の動きが入っている。(2)外為証拠金取引については、円高局面になったところで、個人が逆張りの動きをみせているということで——勿論、去年のリーマンショック前と比べればまだまだ小さな動きではあるが——、多少、ポジションを積み上げている。エマージング、コモディティについては、アジアについては、堅調な動きであるが、その他については、これまでリスク・アペタイトが高まっていた時に上がっていた部分が、若干剥落している動きになっている。

最後に、図表2-16、前回も付けた内外金融市場の局面比較という表を、パリバ・ショック前、あるいはリーマン破綻前と比べる格好で付けさせて頂いている。シャドーがかかった部分が、その二時点と比べて改善をしたということであるが、ほぼ前回と同じような動きである。

以上、纏めると、前回決定会合以降、これまでかなり楽観的な回復パスを見込んでいた景況感が修正されてきているということが、色々なマーケットに現われている。大きな落ち込みを経験した後であるだけに、新たな均衡点に向けた回復の強さやペースについての見方が、収束、あるいは安定してくるまでは、期待の盛り上がりと揺り戻しが繰り返されてくるということを示唆する動きかもしれない。リスク・アペタイトがやや回復してきた過程では、クレジット市場、エマージング市場、コモディティ市場等の一部に流入した資金が、足許、取り敢えず、短期金融市場や国債市場に回帰してきている。民間の資金需要が低調であることも手伝って、これらの市場では金利が大きく低下をしている。リスク・アペタイトの回復局面か、後退局面かに拠らず、投資家がリスクを取る領域が現在のところ限られているため、また裁定活動も限られているために、投資先が狭い領域に集中しがちであって、これが市場での振幅を大きくしている面があると思われる。今後の方向についての見方は分かれていて、個別企業の業績に加えて、最終需要の回復の強さを占う手掛かりとなるマクロ指標が注目されている。金融市場調節に当たっては、引き続き市場の安定を基本としつつ、市場機能の回復を促すような運営を心掛けていきたいと思う。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

裁定がなかなか進んでいかないというのは、やはり資本不足というところが大きいのか、何か先行きの色々な不確実性が——元々、裁定取引とい

うのは、不確実性がないところであるはずなのだが——ある中での行動なのか、なぜ裁定行動が活発化していかないかについては、どうお考えか。

外山金融市場局長

世界全体をみると、やはりヘッジファンド等、これまで裁定活動の主役だったところが、リーマンの破綻によって大きく傷ついたということもあって、活動を大きく低下させてしまっているということがある。また、東京のマーケットについては、特にこれまで外資系の金融機関が色々なマーケットの間を裁定してきた訳であるが、これがやはりリーマン破綻後は、大きく活動をスケールバックさせるといった動きがあって、この辺の主役が引いてしまったということが、市場の分断をなお作り出しているということだと思う。従って、こうしたところが再びリスクを取ってくれるように、それぞれ資本基盤に余裕を持つということが、まず第一の条件になると思う。

須田委員

日本の金融機関はなかなかそういうところに入っていけないのか。結局外資が出てくるので、駄目だとか。あるいは、オペで市場機能を活かしながらということ意識されていることはよく分かっているのだが、安定を重視するとどうしてもスプレッドが潰れてしまうから、出にくいという部分もあるのかなという気もする。難しいことであるが、外資が出てこないとなかなか裁定が活発化しないと言われると、そういう市場の流動性は、なかなか出てこないと思わざるを得ないのだが。

外山金融市場局長

そうである。本来は、日本の金融機関が外資系のあとを埋めていけば良いのだろうが、日本の金融機関自体もそれなりに少しは傷ついていることであって、なかなかリスクテイク活動——リスクのあるところで——を活発化させようという元気が戻ってきているということにはなっていない。

おっしゃるとおり、オペで、かなり色々なプレミアムを潰しているというところがあるのも事実だろうと思う。これは、どのマーケットの裁定をみるかによっても違うが、例えば、足許のレポ・レートが、ほぼ誘導目標と変わらない水準であるというようなところから、これまでコールマーケットで調達してレポ・レートで放出するといったような動きがかつてはあったが、現在のスプレッドでは、なかなかリスクを取ってそこまでやるものではないといったことで、そういったところの裁定活動が鈍っているところがあるのも事実だろうと思う。

#### 中曽理事

例えば、個別の金融機関の立場からみると、金利がこれだけ低いので、当日になってみて、要するに、オーバーナイトで金が取れるかどうか、ぎりぎりになるまで分からないというのがあるのだと思う。つまり、0.1%で付利されているので、例えば、今外銀が相当超過準備を持っているのだが、こういったところが放出してくるかどうか分からない。結局、例えば都銀からみると、外銀が当預に積んでしまって、出してこないのであれば、外銀からの調達を見合いにレポなどは出しにくくなる訳である。従って、どうしても裁定が働きにくくなってしまう。従って、市場間の分断があるような部分もあるのではないかと思われる。金利が非常に低いということが背景の一つかなと思う。

#### 中村委員

図表 2-8 の社債であるが、欧米に比べて、日本はBBB格のスプレッドがなかなか下がらない。むしろ、A格の残存期間が長いものを買うということだが、これは、日本の投資家——現在の日本のマーケット——の特色を表わしているのか。

#### 外山金融市場局長

元々、かつて社債市場というのは、非常に信用力の高いマーケットで

あったということなのだが、それが1990年代の後半に自由化されて、ある程度格付けの低いものも発行されるようになってきた。2000年代の初めにリテールでデフォルトするところがあり、また、このところ新興不動産でデフォルトするものもあるといったようなことで、そういった動きを眺めてやはり社債市場の大宗の投資家が銀行とか、保険といったところの目線が完全にA格以上のものしか買わないといったところに固定されてきているのが、一つ大きいと思う。現在、BBB格の社債を若干なりとも買おうとしているのは、年金の一部であり、A格以上のものについては思ったようなリターンが得られないという理由で、信用リスクの取れる社債を買っているということだろうが、なかなかそういった動きが広がりにくい状況になっている。基本的には、現在のポートフォリオが、リターンが色々なところで乗ってきて、少し体力が付いてくれば、またリスクのあるところに戻ってくることも考えられるが、まだまだ株式等をはじめとして、沈んでいるポジションが多い中では、なかなかそこがみえにくいといったようなことになろうかと思う。

#### 亀崎委員

コモディティ価格だが、昨年6月から7月にかけて、CFTCが、SECとかエネルギー省とか、あるいは農務省とタスクフォースを作って、商品市場における取引慣行、あるいは基本的な需給要因等を分析するというタスクフォースを立ち上げた。さらにその後、原油については、先物でロンドンにあるICEとかFSAと連携を取って、詳細なディスクロージャーを義務付けていくという動きがあった。昨年6月から7月の頃は、原油が1バレル100ドル～147ドルまで値上がっていた時である。この時、非常に気になったのは、一昨年の12月の段階で、WTIの100ドルのうちの30～40ドルは投機資金だろうと言われていたが、それが147ドルまでいった訳である。それでこういう規制が入ると同時に、実需も弱くなったことがあって、147ドルから急落していったが、32ドル

位まで下がった後、このところずっと上がってきて70ドルを超えるまでになった。ちょうどその頃、またCFTCが持ち高規制をするというような動き——先物取引の持ち高規制をするという動き——を示した。こうした状況下で、コモディティ価格をみると、他の市況商品に比べて下がっており、例えば原油は今1バレル59ドルである。こういう状況になっているのを見ると、今後の原油WTIの価格は、一つにはこうした公的機関がしっかりとみているということ、もう一つには実需が世界的に非常に弱いということがあることを考えてみると、なかなかかつてのようにジャンプしていくような傾向にはなりにくいのではないかとみえるが、どのように思うか。

#### 外山金融市場局長

一頃、70ドル位まで上がっている局面においても、原油価格の先物については、一本調子に上がるとみる向きはほとんどなくて、ほぼパラレルに若干の上方を見込んでいるといった見通しが示されているだけであった。基本的には、亀崎委員がおっしゃったように、マーケットに比べて、実体経済の回復がまだまだという段階であるので、実需が追い付くことにはならないという見方が支配的であったというように思う。ご指摘のとおり、CFTCの一連の動き等も、このところの原油価格には一定の影響を及ぼしているということが、マーケットでは言われているが、基本的には、需要自体がかなり弱いので、マーケットの中では、やはり少なくとも昨年のような極端な上昇になることはないといった見方が大宗である。

#### 中曽理事

CFTCは、多分少し原油が上がったところでも、本格的に資金が戻っているという感じではないのだと思う。つまり、少し数字を今はっきりは覚えていないのだが、枚数ベースでもピーク時の半分位、金額ベースでも1/3位である。その位の動きであった。背景は、おっしゃったような、この間の規制の強化だとか、全般的なリスク・アペタイトの低下と

いうことはあると思う。逆に言えば、待機資金も相当ある可能性がある  
ので、その動き次第ではかなりボラタイルな動きをしてもおかしくない  
と思う。例えば、この前の  
でもあったが、や  
はりコモディティの先行きについては、かなり注意しなくてはならないと  
いうようにみているところもある。  
などが言っ  
ていたが、中国の実需と在庫積み上げ需要がかなり強いようで、

の港湾施設が100%以上の稼働率になっていて、船が沖待ちをしてい  
るというようなことも聞いているので、実需の動きに加えて投機資金の動  
きがやはり目が離せない。要すれば、その動き次第では、実需との関係も  
あるが、かなりボラタイルになる可能性もあるのではないかと思っている。  
であるから、当面は、横這いの動きなのかもしれないが——大きな動き  
はないかもしれないが——、やはり少し長い目でみていく必要がある。不  
確実性も結構あるのではないかと思っている。

#### 須田委員

ターム物のレートだが、オペの9月越えとか、あるいはターム物のレ  
ートの推移をみても、先程、そのスプレッドの上昇は凄く小さいというこ  
とであったが、それはどう解釈しておけば良いか。

#### 外山金融市場局長

基本的には、二つ要因があると思う。一つ目は、日本銀行が長いターム  
の物も含めて資金を潤沢に供給しているという安心感が市場に醸成され  
ている。それから、二つ目は、銀行の資金ポジションがかなり良くなって  
きている。これは、企業の借入需要が大きく後退していることに加え  
て、邦銀自身が円投する必要がなくなってきたりとか、あるいはNCD  
に随分お金が入るようになってきているといった色々な要因が複合的に  
組み合わされて、資金のポジションが良くなってきていることを反映して  
いると思う。

須田委員

その前は、こういった要因がなかったから……。

外山金融市場局長

なかったからということではないのだが、益々強まってきているということではないかと思う。4月位から資金ポジションが随分良くなってきた感じはあったが、やはりその頃は5月危機とかということが言われていたし、ストレステストがどうなるか、あるいは6月末をまだ越えていないといったことがあった。それを一つ一つこなしてきて、安心感がさらに拡大してきたということではないかと思う。

須田委員

昨年の今頃も上がっている訳であるな。レベルが違うが。

山口副総裁

少し確認しておきたい。T I B O Rと企業金融支援特別オペの関係だが、特別オペを導入してから半年位経つが、総括的に両者の関係を整理するとどうなるか。

外山金融市場局長

ターム物の他のレートはかなり下がってきている中で、T I B O Rも下がってきているが、なかなか思っている程のペースでは下がってきていない。特にL I B O Rとか、ユーロ円のマーケットの実勢と比べると、下がりが鈍い印象は持っている。私共は、実際に企業金融支援特別オペを多く利用している金融機関のT I B O Rの提示レートの分析を進めていたが、必ずしも多く利用している先が低いレートを提示しているということではないことが、少なくとも足許についてはみられている。やはり金融機関の方は企業金融支援特別オペを一つの有力な調達ツールというように扱ってはいるが、それを直接T I B O Rに結び付けて反映させていると

いった行動にはなかなかしていないといったところだろうと思う。

であるとか、そういった諸々のことを勘案して決めているという様相が大きいのではないかとみている。

中曽理事

つまり、一対一では対応はしていないかもしれないが、企業金融支援特別オペ、それから他の関係オペ——CP等買入れ、そしてCP等買現先——が一体となって銀行の仲介機能を下支えすることによって、ターム物のレート全般が下がってきている。ただその中であって、TIBORは、貸出のベンチマークレートになるLIBORなどに比べれば落ち方は緩い。全体としてみれば、やはり企業金融関連オペが他の手段とセットでターム物のレートの引き下げに寄与してきたとみて良いと思っている。

西村副総裁

難しいのだが、一種の価格支配力みたいなものがやはりあると考えるべきなのか、それとも何か理由があって下がらないのか、TIBORは。

外山金融市場局長

レファレンス・バンクの中で相当な開きがあって——端の方は、アウトライヤーとして反映されなくはなってしまうが——、必ずしもどこかの銀行がマーケット全体について価格支配力を持っているということではないと思う。むしろ、

の中で決まっていく。全体はそうなっていると思う。

中村委員

銀行の調達手段としてNCDもあるということだが、このNCDのレートとTIBORはあまりリンクしていないのか。

外山金融市場局長

そうである。NCDの方は、専らマーケットの実勢によってレートがそれぞれ決まっていくということであるから、あまり反映されていない。

中村委員

以前、ユーロ円のNCD——3か月前であるが——がそこそこ高いので、TIBORをそう下げられないということ聞いたと思うのだが……。

外山金融市場局長

そういうトークは聞かれることがあるかもしれない。

白川議長

図表2-1にあるユーロ円の3か月の実績レートと、LIBORやTIBORとの格差は、足許は0.3~0.4%であるが、去年の正常値に比べると、この格差というのは、どういう感じか。ユーロ円の実績レートは、現実に取引ができた訳であるから、比較的市場の状況は映しているのだろうと思う。つまり、  
実際に市場で出てきたレート  
である。それに対し、TIBORの方は、先程来の議論にあるように  
にもなっている訳であるが、そこはどうか。

外山金融市場局長

細かいスプレッドがどの位あったかということについて記憶がないが、足許の開きが通常の状態と比べてかなり開いていると認識している。

中曽理事

多分ユーロ円レートと一番裁定が働くのは円転、そしてLIBORだと思う。それに比べると、TIBORは粘着的なところがあるので、ユーロ円レートが下がっている程には、TIBORは下がっていない、そういうことは言えると思う。どこをベンチマークで比べるかにもよると思うが。

白川議長

LIBORとTIBORとの比較という意味では、そうだと思うのだが、LIBORそのものも、レファレンス・バンクとして邦銀が多い訳である。だからそれ自体も、ユーロ円レートなり円転コスト対比、多少、高止まる傾向があるのではないかというのが、先程の仮説だったのだが……。

中曽理事

そういう意味では、勿論、レファレンス方式であるから、あると思う。ただ、やはりLIBORなどを算出する時は、フォワード・レートから逆算しているようなケースもあると聞いているので、どちらかと言うと、むしろLIBORの方が市場金利に連動しやすいと認識をしている。

山口副総裁

もう一つだけ。TIBORもさすがにこの3月末から4月の始めにかけて少し下がった感じがあるが、それは企業金融支援特別オペの影響ではないと理解するのか。

中曽理事

下がったことが、か。

山口副総裁

然り。

中曽理事

下がったこと自体、企業金融支援特別オペなどの効果という部分はかなりあるとみて良いと思う。

外山金融市場局長

企業金融支援特別オペも含めて資金を潤沢に供給しているということだと思う。

野田委員

ということについては、やはり見方を修正していかなければならないのではないかと思う。

中曽理事

それはある。これも色々聞いていると、TIBORはベンチマークと。従って、スプレッドをいじって実際の貸出金利を調整していることもあると思う……。

野田委員

実勢レートとの動きの比較などは、一回やってみて頂ければと思うのだが。実勢レートそのものがなかなか掴みにくいところがある——スプレッド貸出と比べ掴みにくい——のかもしれないが。

水野委員

TIBORをもう少し実勢に近づけようと考えている先と、そのようにはみえないところとあるので、  
しまう可能性がなくもない。そこは、問題意識としてかなり意識はされているのだが……。

中曽理事

先程、外山金融市場局長が申し上げたように、TIBORといっても個

別行でみると結構開いている。

白川議長

直前、外山金融市場局長がおっしゃったことなのだが、9月末越えのオペを今まで3本打っている訳であるが。2本か……。

外山金融市場局長

共通担保オペは、2本。

白川議長

直近が0.14%で、その前が0.15%。このレートと、企業金融支援特別オペのレートの差は0.04%。そういう意味では、今のターム物レートの水準には、企業金融支援特別オペが寄与しているという見方も勿論できる。しかし、それも含めて全体に潤沢に資金は供給されている、あるいは当面のレートについての市場の解釈として、そういうレートになってきているので必ずしも企業金融支援特別オペだけによるものではなく、もう少し全体的なものとして理解した方が良いというのが、先程の外山金融市場局長の言わんとしていることか。

外山金融市場局長

然り。

水野委員

企業金融支援特別オペも含めてであるな。やはり全体でスタンスを出している。

外山金融市場局長

企業金融支援特別オペが7兆円あるので、それがかなり大きいとは思いますが。

白川議長

他にご質問はあるか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢報告に入る。

沼波国際局長

まず、米国である。米国の景気については、月初の雇用統計の悪化以降、マーケットは、景気の先行きに関して急に弱気になっているようであるが、個別の指標をみると、区々であって、ここにきて基調判断を変えるような材料があるというようには思っていない。図表1、個人消費関連であるが、5月の可処分所得は、専ら景気刺激策の一環である社会保障受給者向け一時給付金の支払いという一時的な要因によって増加している。これを受けて、実質個人消費の5月は、2か月連続マイナスの後、若干ながらプラスになっている。それから、図表2、消費者コンフィデンスであるが、6月のコンファレンス・ボード、7月のミシガン大学ともに、このところの改善傾向が多少後退している。ガソリン価格の上昇、株価の下落、失業率の上昇、この辺が影響しているのではないかとみている。それから、図表3、生産であるが、鉱工業生産を単月で見ると、7か月連続の減少であるが、四半期で均してみると、減少幅が若干縮小している。ISMの製造業指数も、これと整合的であって、6月はこれで6か月連続の上昇、それから、(2)②の生産は、去年の8月以来、久し振りに50を超え、在庫は低下しているということで、生産の増加、在庫調整が進んでいるということが裏付けられる。図表4、住宅であるが、住宅の販売、在庫は大きな変化はない。販売計数に出た新築、中古とも年初来ほぼ横這い、在庫率は引き続き高水準が続いている。図表5、住宅価格については多少好転の兆しがみられる。ケースシラー、FHFA、いずれも多少下落幅が縮小する兆しがみえるということで、あるいは地域別にも上昇しているところが多少

増えているということで、この辺の変化については、注目しているエコノミストも比較的少なくない。それから、図表 6、労働市場関係であるが、ご承知のように、6月の非農業部門雇用者数は、4か月連続で減少幅縮小の後、単月では減少幅が拡大している。6月については、政府が国勢調査向けの一時雇用のレイオフを行なったという特殊要因も若干は寄与していると思う。その他の指標も総じて今月は宜しくないということで、新規失業保険申請件数は緩やかな減少が続いているが、水準はなお高い。時間当たり賃金の前年比上昇率は、これで、6か月連続で低下、失業率は若干上昇ということである。図表 7 で、雇用指標の 6 月であるが、この 6 月単月の動きだけで、これまでの雇用者数の減少幅縮小の傾向が逆転したというようにみるのは少し早いと思う。(1)にあるように雇用者数の増減と過去をみると関係が深いとみられている、ISMの雇用指数、これは製造業、非製造業とも依然 50 のレベルは下回っているが、改善の傾向がはっきりしてきている。これをみると先行きの雇用者数の減少幅、縮小傾向は続くことを示唆しているようにみえる。一方、失業率については、6月で、9.5%であるが、(2)の表にあるように 1990 年代以降と以前では、景気のボトムから失業率のピークまでの期間が大きく違っている。1990 年代前までは、せいぜい 2、3 か月だったが、1990 年代初と 2001 年のリセッションの時には、これが一気に 10 数か月に拡大し、この間に失業率の上昇幅も 1%ポイント近くに達している。仮に、今回も同じような動きをするとすると、米国の経済がこの 7~9 月でボトムを打ったとしても、失業率は来年後半にかけて 10%を上回る水準まで上昇することになる。ただ、直近のブルーチップのアンケートをみると、半分弱のエコノミストが、失業率のピークは来年の第 1 四半期で、ピークのレベルは 10.3%であると言っている。金融面である。図表 8、いつもおみせしている ABS 市場の改善傾向が続いていて、7 月の ABS の発行額——これは 13 日までであるが——は、既に 6 月単月の半分を上回る水準に達している。一方、図表 9、商業用不動産のセキュリティマーケットは、依然、機能停止状態で、プレミアム

も高止まりが続いているということで、非常に対照的な動きになっている。図表 10、6. 新車販売台数であるが、減少している。ご承知のとおり、7月1日～11月1日までの購入分については、中古車を下取りに出して、一定の性能基準を満たす新車を購入すると、3,500ドル、あるいは4,500ドルの補助金が支給される。勿論、需要の先食いには過ぎないと思うが、少なくとも第3四半期の個人消費の一時的な押し上げの要因にはなるだろうとみられている。米国は以上である。

ユーロエリアについても判断を変えていない。図表 11、細かくはみないが、例えば、2. 輸出、あるいは 3. ドイツの海外受注、いずれも第2四半期の数字をみて頂くと、第1四半期に比べて減少幅が縮小、あるいは増加に転じているということで、少しずつ改善が進んでいることが確認できる。それから、図表 12、英国である。英国も判断を変えていないが、住宅市場が引き続き改善傾向を続けている。5月の住宅ローン承認件数をみると、水準自体は低いのだが、前年比は約2年振りにプラスになった。6月の住宅価格は、(2) でみて頂くと、両指数とも、このところ前年比下落幅が縮小しているということで、こういう傾向が最近続いている。

それから、図表 14 をみて頂く。中国については、判断を変えている。減速に歯止めが掛かっているという判断から、内需を中心に伸びを高めているという判断に変更している。図表 14 の6月の製造業PMIは、ほぼ前月並みとなり、これで4か月連続で50を上回っている。それから、図表 15、鋳工業生産指数の5月の数字が出て、これをみると、鉄鋼・非鉄金属などを中心に、在庫の前年比増加率が、引き続き縮小していて、在庫調整の進捗が続いていることが確認できる。図表 16 の輸出入である。輸出の減少傾向は、変わっていないが、輸入は特に(2)のグラフの数量ベースでみると、前年比減少幅が縮小している。数量指数を財別にみても、生産の回復基調につれて、黒で示した鋳物などの輸入が前年比増加に転じているのが目立っている。図表 17、6月の貸出増加額は、1.53兆円で、今年3月以来の大幅な増加となり、これで年初来累計は約7.4兆円と昨年1年の4.9兆円の既に1.5倍に達している。中国については、国際局で毎

回、決定会合の前に北京事務所、香港事務所と電話会議をして、中国情勢について最新の情報をもらっているが、今回の会議では、北京、香港の両事務所から、最近になって明るい話が増えてきたという報告があった。例えば、北京からは6月の乗用車販売が、再び新記録を更新した訳であるが、低中級車のみならず、レクサスの売れ行きも好調であったほか、今年の大卒新卒の就職内定率が7月初の段階でほぼ前年と同じ68%になったとか、北京市内の土地の落札で、6月下旬から7月初めにかけて、これまでの最高落札金額の記録が相次いで更新されたとか、面積当たりの単価が通常の3倍以上で、かつ日本円で4億円以上する高級マンションが成約されたということが現地ではかなり話題になっているというような報告があった。こうした状況を眺めて、金融は程良く締める時期にきているのではないかという議論も一部では出ているようである。香港からは、広東省の話として、日系自動車メーカーの販売が様変わりになり好調になっている、つれて、ある日系自動車部品メーカーの操業率も1、2月頃の35%程度から、最近では、何とか利益の出る水準である60%程度まで回復してきており、受注も既に来年分まで入っているとか、出稼ぎ労働者は内陸部に帰郷したままになっているので、一部の工場では人手不足になっているといった話が聞かれた。

最後に、図表18-1、18-2であるが、NIEs、ASEANについては、前回会合時の景気は下げ止まりつつあるという判断を下げ止まっているに変更している。輸出、生産とも増加し、個人消費も横這い圏内の動きとなっている。細かい数字は省略するが、本日シンガポールの第2四半期の実質GDPが出て、前期比年率+20.4%という大幅なプラス成長になった。シンガポールのプラス成長は、2008年第1四半期以来である。現在、判明している業種別では、IT、バイオを中心に製造業が大幅なプラスになったということが主因だと説明されている。

以上、纏めると、前回会合以降の経済指標は多くの地域で景気の下げ止まり、ないし好転を示すものである。現状は下げ止まっていると判断できると思う。今後は、緩やかな回復に向かっていくものとみているが、その

ペースは極めて緩やかなものにとどまるという従来の見通しには、変更はない。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

中国の輸出入なのだが、輸入で国別というのは分かるか。

沼波国際局長

国別は、少し遅れるが分かると思う。

須田委員

日本からがどの位かというのは、まだ……。

沼波国際局長

少しお調べして。

野田委員

図表7のISM雇用指数と雇用者数の関係は、どちらかに先行性があるのか。どちらかというとならばISMの方に。それはないのか。

沼波国際局長

先行と言うほど。概ね方向は一致するであろうということである。

野田委員

そうすると、このグラフでいくと、ISM雇用指数も雇用者数もともに6月まできているということか。

沼波国際局長

ともに6月まできている。

野田委員

先程、先行きがどうだと示唆しているというご発言があったのだが、それはどこからか。

沼波国際局長

指数が方向として改善の方に向かっている。またどこかで腰折れして悪化する方向にはっていない。

野田委員

1月以降位だな。そういう意味であるな。了解した。

沼波国際局長

今月のレイオフの数字は単月であるので、これだけにあまりに過剰にマーケットが反応していること自体がやや不思議だという気がするので、敢えて申し上げた。

須田委員

今日お話のなかったアメリカのインフレ率についてだが、消費者物価前年比は結局マイナスになった。元々、アメリカの消費者物価は、賃料とか、帰属家賃とか、そういうもののウエイトが大きい。タバコ税でプラスがあったが、賃料、帰属家賃はこれから下がっていくとすると、アメリカでは、消費者物価（インフレ率）はデフレの方を心配しなくて良いのかという気がするが、その辺についてはどういうようにみられているか。

沼波国際局長

デフレについての心配か。

#### 須田委員

かつては、FOMCでも少し指摘があったが、今回はそのところが抜けていた。サービス価格が下がってきたということが見通せる中で、そういう部分は気にしないのかというような・・・。

#### 沼波国際局長

ただ、一方で、資源価格が少し上がっている。基本的に、スラックが大きいのので、方向としては下の動きという状況は変わっていないと思うが、ここにきて特にデフレの方を強く心配しなければならない状況になっているかと言うと、資源価格の動きをみると、若干それを緩和する方向に動いているということではないかと思っている。あと、景気が、そうは言っても、ボトムを打ちつつあるかということになると、スラックはどちらかと言うと物凄く時間はかかるが縮小する方向なので、そういう意味で言うと、2、3 か月前より、情勢はデフレを心配しなくても良い方向に少し動いているという理解なのではないかと思う。

#### 亀崎委員

先程の須田委員の、中国の輸入、私は、たまたまここに数字を持っている。日本の対中輸出と、中国の対日輸入が連動しているのは当然であるが、直近5月は日本の対中輸出が伸びているが、6月の中国の対日輸入はもっと伸びているので、6月の日本の対中国輸出も5月よりもっと伸びると思う。この数字を少しみると、中国の日本からの輸入は、今年の1月には前年比-43.6%と物凄く下がったのだが、6月には同-11.9%と物凄く改善している。従って、恐らく6月の日本の対中国輸出もまた増えるのではないかと思う。

#### 西村副総裁

中国の大卒の就職率が良いという話だが——これはアネクなのだ

が——、国有企業に対してかなりプレッシャーがかかっている、猛烈に雇っているという話を聞いた。何をやっているかと言うと、ワークシェアリングをやっているのだという。いかにもありそうな話なのだが、何か聞いていないか。

沼波国際局長

いや、それ以上は聞いていない。

亀崎委員

中国の先程のお話で、随分強い数字がほとんどの指標で出ているが、一部では不動産価格がまた上昇し始めたとか、あるいは株価がまたぐっと上がって3,000ポイントを超えており、貸出も去年を遥かに超えている中で、バブルの懸念が若干出てきている。非常に良い数字が出ているのは良いのだが、その辺が少し気になるところではある。

沼波国際局長

先程、少し時間がないのでご報告を省略したが、人民銀行のオペで今月の8日に1年物の売出手形というのを発行した。これが、8か月振りだそうであって、翌日の新聞には、人民銀行は、オペを多少引締め方向にファインチューニングしたのではないかというような観測が流れた。実は、貸出の合計の数字は、普通、月の中旬に出るのだが、今月はなぜか8日の夕刻に出て、要するにファインチューニングの説得性を高めるために、わざわざ早めにそういう数字を出したのではないかという観測も一部にはある。多少、微妙なこういう変化はあるのかもしれないが、それは、今おっしゃったように、貸出の増加のあまりのスピードと、それが株にも土地にもという懸念が多少当局にあるのかもしれないとみる動きが一部にはあるということである。

## 山口副総裁

アメリカの企業の資金調達についてだが、社債の市場は、多少の振れはあっても、ハイイールド債まで含めてそこそこ発行が行なわれている。その一方で、IPOはほとんど動きがない。こういう状態になっている背景は、どう理解したら良いのか。増資による調達は、ほとんどストップしている。しかし、社債は、ハイイールド債まで含めて投資家のリスク・アペタイトがそこそこ出てきている。市場分断などがあるのかもしれないが、その辺りどう理解すればよいか。

## 沼波国際局長

ハイイールドの方は、まだそうは言っても、スプレッドは結構高止まりしているので、かなり需要が強いかというのと、まだそこまでいっていないのではないかという気がする。そういう意味で言うと、IPOはまたさらに上の方までいかないとなく、まだ社債までリスク・アペタイトが戻ってきていない。ただ、ハイイールドがまだ十分に戻ってきてはいない中、それ以外の高格付けの社債については、非常にアペタイトは強いという話は聞くので、そこはリスク・アペタイトの程度によって状況が変わってきているのではないかと思う。

## 堀井理事

景気の先行きの全体の見方とも絡むが、やはり今起こっていることは、テールリスクがかなり縮小したということで捉えたら良いと思う。従って、社債についても、ある程度のクオリティの企業が出しているものは倒産確率はなくなったので、そこは食べにいこう。ただし、アップサイドの収益面から攻められる株式への本格的な資金の注入、そこまでの景気回復に対する自信は投資家は然程持っていない。こういうことで、一応説明できるのかなと考えている。

山口副総裁

図表 5-7 の社債発行額をみると、直近のところ、ハイイールド債がそこそこのレベルで発行されるようになっている。何らかの状況変化が起きているのかと思ったのだが。

須田委員

私は、これをみた時に、昔の日本と同じなのかなと思った。貸出が出ない中で、貸出の代替としての社債を凄く意識した。

山口副総裁

そうである。ただ、当時はハイイールド債は発行されていないのはいか。

須田委員

それは、分からない。社債全体としては……。

野田委員

(2) は、あくまでも IPO であるか。

山口副総裁

IPO である。

白川議長

なかなか答えようのない質問だとは認識しているのだが、色々な国際会議に出て、世界経済あるいは米国経済を議論すると、標準的な見通し自体はそう違わないが、直前に出たテールリスクについての見方が大分違うという気がする。我々は、バブル崩壊以降、色々な経験を積んでいるのでどうしてもテールリスクの方を意識する。それに比べて、アメリカの方は、あまりそれを意識していないような感じもする。一方、欧州の人がアメリ

カ経済を議論する時には、我々と全く同じではないがある程度テールリスクも意識しているように感じられる。どちらが大事か勿論分からないが、エコノミストなり政策当局者のテールリスクに対する感覚の違いというのは、幾つか考えられる仮説はあるがどこが違うとみれば良いか。前回のこの会合でも言ったように、私自身は、基本的には、先行きのアメリカ経済を強くはみていない。しかし、一方であれだけ強い見方が出てくると——足許は違う見方も出ているが——、何か我々が見過ごしている点があるのではないかといつも自分自身を問うているのだが、そこはどう思われるか。

#### 沼波国際局長

今月の初めにニューヨークに行って、ウォール・ストリートのエコノミストと話していて、白川議長がおっしゃったように、基本的な景気の見通し、短期、中期とも、ほとんど違いはない。もっとも、意見が違ったのは、やはりアメリカの金融システムについて、彼らは、もうほとんど大丈夫であるという言い方をし、我々は我々の経験からすると、そうではないというように、そこはどうしても意見が一致しなかった。その部分がやはり彼らにしてみると、テールリスクが相当縮小し、むしろポジティブフィードバックループみたいなことまで言う人もいる位である。それで、彼らが言っているのは、要するに、ストレステストで膿は全部出たし、マーケットでちゃんと自己資本も調達でき、証券化商品のロスはほとんどもう出ているので、あとは、いわゆる景気循環に伴う不良債権のロス位は、アメリカの銀行の収益力をもってすれば、十分に吸収できる、日本の銀行とは違うのだというのが基本的な考え方である。システム的な問題は、もうビハインドアスというのが、もうほとんど全部のエコノミストに共通した認識である。そういう認識に立てば、アメリカ経済がもう一遍二番底に落ちるリスクとして一番大きいのは、金融システムでまた何か起きるということであるから、それを想定しなければ、そういうリスクはほとんど除外してしまうという議論にそこはなる。それはあまり納得はできないが、ほと

んどの人はそういうように、少なくとも市中のエコノミストは言っていた。彼らは、それを前提に物を考えているというのは、そこは大きな違いだろうと思う。

#### 堀井理事

当局者もそれに乗っている感じはあるのだが、銀行経営者は、もっと暗い。エコノミストは、今、沼波国際局長が言った見方でかなり揃っている感じがあるが、実際に銀行の経営をしている人と個別に話をして、彼らのこれから1年とか2年位のストラテジーを聞くと、そこはかなり厳しくみている。現に、長期のもの色々な出合いがまだ付かないというのは、そういうことの反映なのかなと理解している。ただ、そういう人達は、あまり新聞に書いたり、そういうことをしないものであるから、声にはなかなか聞かない。

#### 野田委員

この間の支店長会議での青木統括役の報告はむしろ、今の堀井理事の意見の方であったな。

#### 水野委員

金融アナリストの間では、損益動向に焦点をあてた議論がまた増えた。金融機関の決算は、単にトレーディング益で支えられているだけだとか、今4~6月期も比較的悪くないという見方が出ていて、それをみて昨日も株価が上がっている。バランスシート制約の問題は、どうしても我々は景気認識を念頭に置きながらみてしまう。そうすると、なかなか議論が噛み合わない。

#### 須田委員

その点で、今、CITの問題が起こっているが、それがGEの金融子会社と結構同じ位大きいにも拘わらず、何か全然マーケットの反応などがみ

えないのが不思議で仕方がない。その辺も、もう例え政府が出なくても、この問題は大丈夫だということになるのか。ショックの度合いが、全然私には掴めない。

沼波国際局長

昨日のマーケットでは、話題にはなっていたが、他の材料に覆い尽くされて、株価には響かなかったということなので、そういう意味で言うと、そんなに大したことだとは皆思っていないということだと思う。今の時点では。

白川議長

他にご質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、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

それでは、最初に本日お配りした薄い資料－4（追加図表）の方から、国内企業物価関連についてまずご説明する。図表 37、まず国際商品市況であるが、7月に入ってから下落しており、それまでの足早の上昇が一服した形となっている。中段のドバイ・原油は、7月に入ってから8日までの平均で 66.16 ドル／バレルと書いてあるが、直近では 60 ドル／バレル前後である。

図表 38 は輸入物価であるが、中段に3か月前比が書いてあり、6月は +0.3%であった。下段のグラフでご覧頂いても、このところ概ねゼロ近傍となっている。7月以降、ある程度はつきり上昇するのではないかと少し前までは思っていたが、先程の国際商品市況の軟化と原油安により、この後も概ねゼロ近傍で推移する可能性が高くなりつつあるとみている。そ

れから右側、図表 39 の中段の需給ギャップであるが、我々が試算している白丸と、短観の加重平均D I との間には、かなりの乖離が足許は生じている。今回のように特定の業種に大きなスラックが生じている局面では、一人一票というD I の方は、スラックを過小評価する可能性が高いと思っている。しかし、逆に我々が試算している需給ギャップの方にも、経済が大きく落ち込む時には、後から振り返ってみると結果的にスラックを過大評価していたということになるという可能性があると思っているので、恐らく真実は両者のどこかということ、少し幅広いが、過去の最悪期並みないしそれを若干上回るぐらいのスラックはあるというぐらいの認識はしておいていいと思っている。

そのもとで、国内企業物価であるが、図表 41 の下段、3 か月前比をご覧頂くと、斜め線の電力・ガス、これが原油や天然ガスの価格の影響を少し遅れて受けるので、足許はマイナスになっているという状況である。それ以外は、鉄鋼をはじめとして様々なものが少しずつ下落しているという状況である。はっきりと寄与度で見えるというほどではないが、話として申し上げますと、エアコンとかパソコン、あるいは家電製品全般に、それからあと加工食品——茶飲料等が典型であるが——、小売段階における販売競争の激化の影響を受けているという話が聞かれている。やはり国内需給の全般的な緩和の影響が、C G P I にも表われているということかと思う。とはいえ、前年比の大きな動きを規定するのは、国際商品市況であることには間違いない。上段の直近 6 月の前年比では、-6.6%までマイナス幅が拡大している。これがこの後、-8%ないし-9%位まで一旦マイナス幅が拡大し、その後年度末に向けて急速に縮小するというパスを辿ると考えている。そして、2009 年度全体では-6%前後になる可能性が高いと、現時点では考えている。この資料は以上である。

それでは、資料-4（参考計表）の図表に沿って残りの指標を説明していく。まず、実質輸出、図表 7 の太い実線の右側の方であるが、4~5 月が 1~3 月対比で+9.4%とかなり増加している。実質輸入の方は、ご覧のようにまだマイナスであるので、下段の実質貿易収支

がV字型でリバウンドしている。この4~5月の数字をもとに試算すると、4~6月のGDP成長率に対し、純輸出だけで、年率にする前で+1.8%位寄与するという計算になる。6月は来週にならないと出ないが、6月の上中旬までの状況では、純輸出のプラスはさらに大きな寄与になりそうな感じである。その実質輸出の内訳であるが、右側の図表8で地域別の第2四半期の欄をご覧頂くと、回復が最も鮮明なのが東アジア向けの+15.7%である。その内訳は、中国向け、それからNIEs向けが特に大きく回復をしている。在庫調整の進展と中国の家電需要の増加などを背景として、化学製品と電子部品・デバイス、これが特に大きく伸びている。それから、この表の上の方の米国向けとかEU向けも、足許は米国向けが+7.1%、EU向けが+3.7%と、ようやく持ち直し始めている。米国向けは、専ら自動車の増加であって、かつそれはほぼ全て在庫調整の進展によるものである。EU向けについても、主に自動車が増えており、ドイツを中心に買い替え促進策の効果が出ている模様である。これに対し、その他地域向けは-8.0%と、中東向けとか中南米向けを中心に減少が続いている。このように、輸出の地域別の内訳は、今の世界経済の状況をかなり明確に反映しているということができると思う。一応、また後程申し上げるが、7~9月についても輸出は増加しそうであると産業界からは聞かれているが、10~12月以降については依然として不確実性が大きいという状況である。輸出は以上である。

図表17、設備投資である。図表17の上の資本財総供給であるが、こちらはなかなか下げ止まらない。1~3月に前期比約2割減少した後、4~5月も1~3月対比で約16%減少している。思っていたよりも少し弱めという印象である。それから、右側の図表18、先行指標であるが、上段の機械受注、これも5月もなかなか下げ止まらず、太い実線の右端、4~5月は1~3月対比で-7.4%と、これはほぼ×b印の見通しどおりとなっている。製造業は大幅に減少した後、さすがに下げ止まりつつあるが、このところ点線の非製造業がやや弱くなっている。足許は、運輸が減少しているが、この1年位の傾向的な弱さは建設とか通信の動きによるものである。

ただし、このグラフの外数の電力が、5月は大口受注が入っていて、先程4~5月は全体で-7.4%と申し上げたが、船舶・電力を含めると実は+1.7%ということで、4~5月は若干プラスになっている。下段の建築着工については、これまでも申し上げてきたように、現局面ではこのまま先行指標というよりは、同時または遅行指標位にみておいて良いと思われる。以上を踏まえると、設備投資は大幅に減少しており、先行きについても減少ペースは緩やかになりながらも、もうしばらく弱い状態が続くと考えられる。

次に、個人消費であるが、図表 21 へ進んで頂きたい。個人消費の基調は、前月まで申し上げていた状況にほとんど変化はみられない。まず、上段の需要側統計であるが、この太い黒い線とか細実線であるが、可もなく不可もなくという状況である。主に耐久消費財を聞いている細い実線の方の家計消費状況調査であるが、こちらの方は大幅な減少に歯止めが掛かっており、4~5月は幾分持ち直しているという状況である。言うまでもなく、これはやはりエコカー減税とかエコ家電の購入促進策の影響である。そして、その耐久消費財の持ち直しであるが、下段のグラフの方がより鮮明に表われており、自動車が6月まで出ているが、太実線の除く軽だと4~6月は前期比で+13.2%である。ただし、こうした政策支援があるもの以外は個人消費は弱いまま、あるいはむしろ若干弱まっているというものが多くなっている。図表 22 の上段の百貨店では、グラフは5月まで入っているが、ヒアリング情報によると、この後6月はなり振り構わぬセールの前倒しで若干持ち直しているということになるが、それも7月に入ってからはその反動が出ていると聞かれている。スーパーについても下降トレンドがなかなか止まらない。これについても、ヒアリング情報によると、起こっていることはどうも低価格戦略による売上金額の減少ということのようである。衣料品とか住居関連品では、最近値下げをしてもなかなか数量が増えなくなっているということが聞かれている。それから、食品については、数量は若干増えているけれども、値下げ分をカバーできないようである。ただ、人々が食べる量が増える訳ではないので、若

干でも増えているのはシフトが起こっているということであって、どうやらデパ地下とかコンビニ、外食などの他業態からのシフトが起こっているようである。当然それらの業態も全部価格競争に巻き込まれているので、最近ではデパ地下でも 500 円以下の弁当が売られているとか、それから価格競争に巻き込まれまいとしてきたコンビニ辺りでも最近では低価格の P B 商品を中心に拡充しているといったことで、低価格戦略がかなり広範化してきている状況である。こういった低価格戦略の全てが、後程申し上げる C P I に反映されている訳ではないが、少なくとも小売業界から聞かれる感じでは、マージンを削っての消耗戦になってきているという感じがする。この点、下段の細い実線の外食についても、これは横這い圏内ではあるが、中身として実態はファストフードだけがプラスで、あとは全滅ということであって、しかもこの統計は世の中の実態に比べると、ファストフードのウエイトが高いので、おそらく世の中の実態でウエイト付けすると、外食はマイナスということかと思われる。それから、旅行については、グラフは 4 月までであるが、この後 5 月、6 月は、新型インフルエンザの影響でさらに落ち込んで、ただその後 7 月以降は、もともとサーチャージの引き下げによって価格が下がっているので、海外を中心に持ち直しそうである。特に 9 月は、今年は 5 連休があつて、これはゴールデンウィークならぬシルバーウィークと呼ばれているようだが、夏休みよりも安いということもあつて、9 月の予約は非常に良いというように聞かれている。ということで、様々な動きがあるが、4~6 月の個人消費全体でどんな感じかということで試算をしたのが、図表 23 の下段の細い実線の消費包括指数であるが、右端、これは今の段階では 4~5 月だが、ご覧のように前期比ちょうどゼロということである。10~12 月、1~3 月とかなりのマイナスを続けてきた G D P ベースの個人消費が、4~6 月は概ねゼロ近傍というのが現時点での評価である。6 月次第では若干プラスも展望し得るということかと思われる。ただ、これは極端な悲観心理の後退と政策の効果というものが主因であり、後程申し上げるような雇用・所得環境のもとで、消費者の節約志向は引き続き強まっているので、先行きの個人消費は基本的には弱

い状況とみておくのが妥当かと思う。

以上が個人消費であって、次に住宅である。図表 25 になるが、住宅着工は 4～5 月のところで年率 76.8 万戸と、大幅に減少している。右の図表 26 のグラフをご覧頂ければ一目瞭然だが、異例中の異例であった改正建築基準法の時のレベルまでほぼ落ちてきている。最大の要因はやはり雇用・所得環境の悪化および先行き不安ということかと思う。それ以外にも、下段のマンションについては、末端の販売は少し動き始めているが、ご覧のように在庫はまだ高いということが影響している。それから、貸家についても一頃工場地域に派遣社員のためのアパートが随分建ったが、その空室率が随分上がってしまい、しばらく回復の目途は立たないということで、需給バランスも悪化している状況があるようである。

以上が住宅であって、次に図表 27、生産である。4～5 月の生産実績は前期比+6.5%とはっきりプラスに転じており、ミクロ情報をもとにすると、4～6 月は+8%位というように現時点では予想をしている。7～9 月についても柔らかい見通しであるが、4～6 月よりも若干ペースが落ちる位で、+7%位でいけるのではないかというのが現時点での感触である。業種別には、4～6 月は自動車、電子部品・デバイス、それから化学、この 3 業種がかなり増加寄与が大きかったが、このうち電子部品・デバイスと化学については、7～9 月は在庫調整完了に伴うリバウンドの力が消えていくために増加テンポは鈍化しそうである。しかし、自動車については、在庫調整がまだこれから終わっていく会社もあり、かつ国内の最終需要が上向いていることから、7～9 月も 4～6 月並みのペースで増加を続けると聞かれている。それから、在庫調整が出遅れていた鉄鋼が、7～9 月の方が増加ペースは速まると聞かれているし、4～6 月までは大幅マイナスが続いていた一般機械も、7～9 月はずいぶんプラスに転じると聞かれている。ただし、一般機械でも中身を聞いてみると、増加しそうなのは軸受けとか冷凍機とか、そういったいわば自動車部品関連が中心である。あとは、中国向けとか台湾向けの半導体製造装置が若干出る位ということである。一般機械の中でも建設機械については、中国以外の世界需要がむしろ想定

対比下振れているということで、7～9月に再び減産を強化するといった話も聞かれている状況である。なお、その7～9月の生産のレベルであるが、右の頁、図表28の上段の太い線を見て頂くと、これは予測指数であるから先程申し上げたミクロだともう少し上にいくが、それでも2008年度の上期対比でなお8割未満のレベルにとどまるという状況である。ちなみに、自動車だと65%程度、一般機械だと55%程度ということで、まだ水準は相当低いということになる。10～12月以降も生産が順調に回復を続けるかどうかについては、不確実性が引き続き大きく、仮に生産の回復が捗々しくない場合には、雇用面へのさらなる悪影響が懸念されるということかと思う。

その雇用であるが、図表32の労働需給のグラフであるが、上段の細かい実線の有効求人倍率、こちら右端5月であるが、0.44倍まで低下しており、これは1963年の統計開始以来最低ということになる。失業率も5月は5.2%まで上昇しており、こちらも過去最悪の5.5%に段々近付いてきている状況である。中段の左側であるが、新規求職はずいぶん増えてようやく増加が止まってきたようにもみえるが、前回のピークと比べても高い水準にあるので、この水準からすぐに下がっていかない場合には、失業の増加圧力が残るということになると思う。下段は、太い実線の方は我々が試算している構造的失業率である。右端は4～5月平均であるが、以前みて頂いた1～3月に比べて、若干増加がはっきりしている。それでも実際の失業率との差になるギャップの部分がやはり大きいので、基本的には失業率は循環的な増加というように考えて良いと思う。ただし、この構造的な失業率の方はあくまでも試算であり、不確実性が大きいことには留意をする必要がある。このように労働需給が悪化するもとので、次の図表33であるが、実際の雇用もいよいよはっきりと弱くなってきており、上段の太い実線の労調ベースの雇用者数であるが、右端4～5月は前年比が-1.5%、5月単月では-1.8%までマイナス幅が拡大してきている。それでも、4～6月の実質GDPの前年比が-7%位になるのではないかと予想されるので、それに比べればマイナスはかなり小さいということも言える。その差

は、一人当たり労働時間の減少で、ほぼ説明が可能である。実際に、この下段をみて頂くと、所定外労働時間は、足許マイナス幅の拡大に歯止めが掛かってきたが、それでも前年比約2割の減少となっているし、それからここに描いていないが、所定内労働時間も足許前年比で-4~-5%となっている。この結果、先程の雇用者数に労働時間をかけ合わせた労働投入量でみると、4~5月の前年比で-5.7%、5月単月だと-7.4%まで拡大している。この結果、先程申し上げたGDPの減少に労働投入量は概ね見合っている。ここまで、すなわち、経済の落ち込みは、大半が労働時間の減少によって対応されてきている。それはそれで、雇用の減少が最小限に食い止められてきているということ、ここまではグッドニュースであるが、先行きを考えれば頭が痛いということである。今度は逆に生産が増えても極端に減った労働時間を増やせば良いので、しばらくは雇用の増加プレッシャーにならない。一方で、回復の見込みが立たないところが出てくるので、そういうところの事業の縮小とか中小企業の廃業等によって、どうしても一定程度失業が出てくるので、その失業がなかなか吸収されていかないということになると、やはり当分の間は雇用の減少圧力あるいは失業の高止まり状況ということが懸念されるということかと思う。少なくともそのリスクは大きいというように考えておくべきかと思う。そういう中で、次に賃金であるが、図表35をみて頂くと、上段の名目賃金は足許下落幅がかなり拡大してきている。所定外の減少は、先程申し上げた労働時間の短縮によるものであって、所定内も実は同じく労働時間の短縮を反映している部分が圧倒的である。従って、これらは生産の回復に伴い、マイナス幅が縮小する、あるいはマイナス幅の拡大に歯止めが掛かるという可能性が考えられるが、しかしむしろこの後は、白い部分の特別給与、これが企業業績の悪化を反映して相当大きくマイナスになると予想される。ちなみに、最近の日経新聞の調査では、今年の夏のボーナスが前年比-16.6%と出ていた。日経は、マクロよりは輸出企業のウエイトが大きいと考えられるので、毎勤ベースでそこまでいくかどうかはわからないが、それでも-10%を超える減少、我々は、-12~-13%位の減少はあり得るのでは

ないかと思っているので、かなり大きな減少になる。ちなみに、このグラフで、左の方の 2002 年にかなり下の方に出っ張っている部分があるが、この時の白が前年比で-10%だったので、これをもう少し上回る位の下押し圧力が出てくるということが、今後予想されることである。

以上が賃金関連であって、次に物価関連で、先程 C G P I をご紹介したので、図表 43 に進んで頂き、C S P I であるが、C S P I もこのところやはり弱さが定着してきているという感じである。上段の除く海外要因、上段の一番下の行であるが、5 月の前年比が-0.5%ということで、この程度のマイナスが定着してきた感がある。広告や情報サービスが弱いのに加えて、不動産もプラスがかなり縮小してきているという状況である。諸サービスもこの表の括りではほとんど変化はないが、内訳をみると、例えば労働派遣辺りが弱くなってきているということであって、C S P I も全般的に少し弱くなってきているという感じがする。ちなみに、6 月はもう少しマイナスが拡大するというのが現時点での予想である。最後に、C P I であるが、図表 44 をみて頂くと、上段の右、5 月の除く生鮮の前年比が-1.1%ということになっている。細い実線の除く食料およびエネルギーだと-0.5%である。この後、昨年、食料・エネルギーが高騰していた裏が一番大きく出てくる局面になるので、6 月の除く生鮮の前年比は-1.5%前後、7 月から 10 月までは-2%前後、ないし-2%台に乗るという感じになり、その後年末にかけて再び-1%前後になっていくとみている。除く食料およびエネルギーでみると、昨年末がちょうど前年比 0%であったが、今年末にはそれがだいたい-1%位になると予想している。ちょうど足許 5 月が-0.5%であるから、年の半分位過ぎて半分ぐらい落ちてきているということであるから、ほぼオントラックで幸か不幸か下落を続けている状況である。従って、2009 年度全体についても、概ね 4 月の展望レポートの見通しどおり、強いて言うと、当時よりも原油価格が若干上振れている分だけ若干上振れという感じかと思う。

ということで、今月時点で観察できる日本経済であるが、概ね前月イ

メージしていたように展開しているということかと思う。すなわち、輸出と生産の持ち直しが一段と鮮明になり、個人消費もとりあえずは政策効果もあって下支えされているということかと思う。従って、経済全体として下げ止まりが前月よりもはっきりとしてきているということかと思う。ただし、設備投資や住宅投資は引き続きマイナスが大きく、足許の状況は敢えていえば、予想対比若干弱めかという印象を持っている。輸出と生産については、7～9月は順調に回復してもその水準は低いし、かつ10～12月以降については依然として不確実性が大きいということである。それから、雇用・賃金情勢の悪化は長引く可能性が高いと考えている。これらを踏まえると、政策の効果が弱まってくるとみられる2010年度に民間需要が自律回復へうまく繋がっていくかどうか、そこは世界経済次第であるが、現時点ではなお相当不確実性が大きいと考えざるを得ないと思っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

物価について、小売で消耗戦とおっしゃったが、それは経験として、そういうことをやったら、結局みんなで収益が落ちてしまうということは分かっていると思うから、もう今回はやらないのかと思っていたが、やはりシェアを守りたいという思いが大きいのか。どうしてそういう行動に出るのか。

門間調査統計局長

個々の企業的意思決定としては、それは合理性があると思う。当然、自分の企業だけは最後まで頑張るという気持ちで皆やっている訳であるから、そこは、手を替え品を替え低価格でもなんとか食いつないでいこうという努力が出てきていることかと思う。勿論、コストを下げたり、それか

らアイテム数を絞って卸値を下げたりとか、色々な努力はやっているのですが、丸々収益を食われている訳ではないが、やはりトータルでみると、例えば大手のGMSの収益などをみても、着実に営業利益率が低下してきているという感じがある。

須田委員

でも、価格弾力性が低いというか、収入が下がっていることも分かっている訳であろう。

門間調査統計局長

然り。であるから、いずれその業界の再編が進んでいくという見方は非常に強い。かつ、特定の業界の中での再編だけではなくて、例えばコンビニとかドラッグストアとか色々業態を越えて再編が進むのではないかという声が段々強まってきている。

須田委員

それに関係するが、M&Aをやったり、あるいは工場を売ったり、買ったり、資本ストックを廃棄する動きというのはどんどん進みそうか。

門間調査統計局長

今、既に大きく進んでいるという感じではないが、先程申し上げた10～12月以降の生産の回復テンポが思ったように捗々しくないということであるとすると、その段階である程度見切りをつけていくという動きが出てくる可能性があると思う。

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

お配りしてある資料-5、金融環境現状評価の参考計表に基づいてご説明申し上げます。まず、図表1、家計・企業のインフレ予想であるが、(1)の「生活意識に関するアンケート調査」の〈量的質問に対する回答〉であるが、ご覧頂くとおり、灰色の現在の実感インフレ率が前回6月調査の5.0%から大きく下がって、1.0%というようになっている。太実線の今後1年間の予想インフレ率は、前回ゼロ、今回ゼロということで、横這いであった。〈質的質問からの推計値〉がカールソン・パーキンで推計したものであるが、二点特徴があって、一つは、短期の予想インフレ率が、マイナスになってきているということである。例えば、灰色の現在の実感インフレ率が、今回-0.1%、太実線の今後1年間の予想インフレ率は、前回調査も-0.1%であったのだが、今回-0.2%という格好である。それに対して、もう一つの特徴、まだ2回分の調査であるが、星印の今後5年間の予想インフレ率は、取り敢えずのところ前回0.4%、今回0.4%ということで、横這いである。それから、(2)内閣府の消費動向調査から算出した1年後の予想インフレ率であるが、これは月曜日に新しい数字が出ていて、このグラフの直近は5月調査で0.6%、6月調査が0.7%とほぼ横這いの動きであった。図表2、(1)ESPフォーキャストであるが、これは直近の7月調査が、太実線に出ているが、この3か月、5、6、7月とほとんど変わっていない。年度を括ってみても、2009年度は-1.4%、2010年度が-0.5%ということで、ほとんど変わっていない。それと、(4)のインプライド・フォワード・レートであるが、これは1年後から3年後までが足許低下傾向であるのに対して、3年後から10年後はがたがたしているが、2、3か月纏めてみるとほぼ横這い圏内かなという感じである。これまでのところ先程申し上げたアンケート

調査も含めて、やはり当面短期的な物価は相当下落するという予想が入っているのに対して、長い目でみた予想は今のところ安定しているということかと思われる。このように短期的なインフレ予想が下落しているので、それで計算した実質金利は当然上がるので、図表 3 でみた実質コールレートと成長率で比較した金融の緩和度合いは、直近、これは 4～6 月の推計値なのだが、ゼロを上回って、引締め方向に転じている。これは、恐らく 7～9 月に向けてさらにもう一段締まる方向にいて、その後、10～12 月には、C P I が落ち着いてくるというように考えると、実質金利がむしろ下がってくるうえ、成長率が戻るということになれば、段々緩和方向にまた戻っていくとみられる。同じようなことが、図表 4 のテイラー・ルールで算出した金利にも言えて、(2) 政策金利とテイラー・ルールの乖離をみると、これも 4～6 月までなのだが、7～9 月までもう少し厳しい方向で振れた後、好転が始まるという感じかと思ってみている。

それから、資金調達コストの動向であるが、今月は、貸出金利、C P 金利、社債金利、その全てについて低下と判断している。まず、図表 5 の貸出約定平均金利をご覧頂くと、新規の総合の除く交付税特会向けは、5 月 1.469%である。この総合の除く交付税特会向けは、過去一番低いところが 2006 年 3 月の 1.39%が最も低い数字であった。今回、この 1.469%というのはそれに次ぐところであって、その他、長短含めて、大体、今、貸出金利は、2006 年の春頃の水準に下がってきている。それと、C P 発行レートを見ても、ゆっくりではあるが、6 月までのデータでは、それぞれ下がっているということである。下がり方は、それぞれ a -1+格は、ほぼこの辺で一定であって、引き続き染み出しで a -1 格、それと a -2 格が少しずつ下がっている。社債も同じであって、A A A 格はあまり変わっていないのだが、A 格については、下がっている。A A A 格については、若干下がり過ぎということで、需要が少し引込む動きがあるが、それは後程また触れさせて頂く。ということで、三つとも金利が低下傾向であるので、これを合成してみた総資金調達コストのイメージであるが、図表 6

の(2)のグラフをご覧頂くと、これは、棒グラフの一番直近5月であるが、2か月前の3月に少し跳ねたので、一瞬判断を留保していたが、結局流れでみると、低下傾向は続いていると思われるし、この三つを合成した資金調達コストのレベルをご覧頂くと、大体2006年の春頃のところまで下がってきていることがみて取れる。この調達コストの中で、一つ特徴的な点だけ、図表7をご覧頂くと、(2)の部分でスプレッド貸出のスプレッドであるが、昨年の後半以降、企業の資金需給が逼迫するにつれて、このスプレッドが上がる傾向がみられたのだが、足許は、＜短期＞に端的に表われているが、頭打ちという感じが出てきていて、これは後程申し上げるとおり、恐らく資金需要が相当低下しているということで、貸出の需給も相当緩んでいることの一つの表われかと思われる。そういう意味では、コストの低下は、これまでの政策、あるいは供給主導から、需要主導の方に移りつつあるのかもしれないということだと思われる。

そのうえで、量の動きであるが、図表11、量は引き続き前年比プラスなのだが、そのプラス幅は少しずつ縮小してきている。＜民間部門総資金調達の内訳＞の民間部門の総資金調達をご覧頂くと、4月+1.5%、1~3月も+1.5%であったのだが、6月は+0.8%までプラスを縮小している。6月が+0.8%まで縮小した最大の理由は銀行貸出である。＜民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高＞の銀行計の前年比は引き続き高いけれども、5月の+3.9%から6月の+3.1%ということで、資金需要の中身をみると、恐らく運転資金需要と設備資金需要が低下し伸び率を低めているほか、今月については、恐らく社債へのシフトが相当出ていることで、伸び率を低めている。CPの前年比は、6月が-18.9%と、やや大きめのマイナスになっているが、社債は+4.6%とかなりのプラスになっている。＜国内公募社債、転換社債、株式の発行額＞で、社債のグロスの発行額をご覧頂くと、6月は銀行を除く数字で1兆4,802億円、銀行を含む全ベースで恐らく1兆7,000億円であって、どちらのベースでも単月の社債発行額としては、既往ピークになっている。格付け別にみた特徴点を三つ程申し上げると、

まず一つ目は、染み出しがどの辺まできているかであるが、A格は引き続きそこそこ発行されているほか、これまで発行しなかったA格クラスの企業の新顔発行も、6月は数件みられるとおり、社債市場については、A格まではかなり改善していると思われる。これに対して、二つ目の特徴は、その数字にもあるとおり、BBB格は6月もゼロであって、若干計画はあるようであるが、今のところこの間に引き続き断があるという感じである。三つ目の特徴は、先程少し申し上げたが、AAA格の企業で、さすがにスプレッドが縮まってくる中で、投資家が若干敬遠する動きが出ているため、AAA格の企業で、久しぶりに減額発行が行なわれたということが、最近の特徴である。

以上を纏めると、社債市場については、A格までのところは、相当改善が染み出しているという評価かと思われる。貸出のところで一点特徴点だけご覧頂くと、図表13の民間銀行貸出の内訳、(2)の企業規模別、それと資金用途別の内訳のグラフをご覧頂くと、一番直近が5月であるが、まず、企業規模別で言うと、中小企業の太実線が引き続きマイナスで、かつマイナス幅を拡大している。大企業は、プラスであったが、プラスが頭打ちになっているところがみて取れる、資金用途別であるが、設備資金についてはマイナス、運転資金がプラスだった訳であるが、このプラス幅が相当縮んできているところがみて取れるかと思う。

次に、アベイラビリティ関係の指標、図表17であるが、これは大企業、中小企業、それぞれ凸凹はあるが、僅かずつ改善しているということかと思われる。＜金融機関の貸出態度＞をご覧頂くと、これはご案内のとおり短観であるが、6月短観で大企業のマイナスが-17%ポイントから-9%ポイントにかなり縮まった結果、1~3月にみられたマイナス幅の大企業と中小企業の逆転現象というのが、取り敢えず元に戻った。日本公庫調べの中小企業の貸出態度は、これは改善というより横這いということだろうと思うが、緩和の縮まり方にストップがかかっているということだろうと思う。＜資金繰りDI＞であるが、これは短観でみると、大企業が一時的に1~3月マイナスであったが、4~6月は+1%ポイントというこ

とで資金繰りが「楽である」超に転じたということ、その他日本公庫、商工中金のD Iの6月までご覧頂いても、1~3月の一番悪かった時と比べると、幾分改善している状況だろうと思われる。

それから、倒産動向であるが、図表20、5月は件数が相当減り、前年比マイナスになったということと、季調済の数字も減ったということをご報告したが、6月は少し戻っていて、倒産件数で1,422件、前年比+7.4%ということになった。季調済の数字も1,408件と増えている。元々、凸凹の大きな、変動の大きな数字であるので、ざっと大きな流れを図表21の(1)のグラフでご覧頂くと、倒産件数は、昨年以降大分増えてきたものが、昨年の終わり位から凸凹はしているが、件数としては、頭打ちの感じになっていると思われる。恐らく、これには、緊急保証が相当効いている訳であって、これをこの後、引き続き景気の展開次第によっては、緊急保証は2回目は効かないので、その辺がどう出てくるかは、秋以降の注目点の一つかと思われる。

最後に、マネーサプライの動きであるが、図表22をご覧頂きたい。＜マネタリーベース＞であるが、引き続き、日銀当座預金の伸び率が非常に高いので、マネタリーベースの伸びはプラスであるが、春先と比べると若干縮んできていて、6月は+6.4%ということである。このうち、銀行券の発行高であるが、5月は、恐らく給付金の支給に伴って、現金の伸びが高まった訳であるが、それが少しずつ縮んでいて、6月は+0.9%、夏場にかけて恐らく+0.8%位の伸びかとみている。＜マネーストック＞で、M2の伸びは、若干の変動はあるが、大体+2%台半ばという伸びになっている。ただし、+2%台半ばの伸びの中身は、この数か月かなりはつきり変わってきていて、図表24のバランスシート分解をご覧頂くと、全体としては、+2%台半ばであるが、黒い民間資金調達要因のプラス寄与は、この数か月はつきり縮んできていて、海外要因の灰色の部分もプラス幅を縮めている。その中でも、白い財政要因のところは寄与を高めていて、先程申し上げた+2%台半ばのマネーサプライの伸びは、専らこれによって支えられているということがはっきりしてきている。

以上を纏めると、全体としての金融環境であるが、資金需要、資金供給面から整理すると、まず資金需要であるが、先程来申し上げているとおり、企業の資金需要は低下傾向が少しはっきりしてきている。これはデータだけではなくて、企業に対するヒアリング等からも窺えるところであって、恐らく運転資金需要、それと設備資金需要に加えて、3月までであった予備的需要、この三つの面でそれぞれ資金需要は低下傾向にあるのではないかとみられる。これに対して、資金の供給サイド、市場機能という意味では、引き続き改善が続いていて、まず、CP・社債の発行環境はスプレッド、それから格付けへの染み出しをみても引き続き改善傾向にあるし、金融機関の貸出態度も関連DIからみると幾分改善の方向にある。これらを受けて、企業の資金繰りの判断も小幅改善ということであるので、全体としては、レベル感としては引き続き厳しいが、改善傾向は続いているということで、今回金融の総括判断も、主文は改善が続いているというように半ノッチから1ノッチ進ませて頂いている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

中村委員

中小企業金融であるが、先程、秋以降のロール・オーバーに色々懸念があるということだが、当面は、中小企業金融についても緩和的というか、そこそこ落ち着いていると考えて宜しいか。

雨宮企画局長

それは、両面あると思う。まず、一つは足許の動きとしては、それなりに緊急保証が効いている。今申し上げたとおり、例えば倒産件数もどんどん増えるという地合いには歯止めが掛かっているので、一頃の状況と比べると、少し落ち着きを取り戻している部分はあるかと思う。ただし、その一方で、例えば、先程ご説明した判断DIをみると、まだ過去の最も悪い時期

と比べてもそれ並みの悪さであるので、資金繰り判断D Iは、まだ非常に厳しい状況にある。先程申し上げたとおり、この後、資金繰り、あるいは金融環境は、恐らく純粋な金融要因からファンダメンタルズというか、企業経営、あるいは実体経済要因の方にウエイトがシフトしていくということを考えると、その点については、まだまだ不確実であるという状況と思われる。

#### 野田委員

一番心配なのは、先程ちらっとおっしゃった保証協会である。中小企業の金融は、恐らく、今調達したもので繰り回しているということなので、これから赤字拡大ないしは業績低迷で、金繰りに行き詰まる先がかなり増えてくるかもしれない。その辺の見方のコンセンサスがなかなかないのだが、いつ頃、どの位というのが何か心配だけしているのもあれなので何かないかなと思っているのだが、ヒアリングなどをしてると如何か。

#### 雨宮企画局長

ヒアリングとあともう一つ、この政策の影響という意味で、1998～1999年の制度の影響との比較で、今どう考えたら良いのかということはあるかと思われる。これは何回か触れたが、例えば、図表 21 の倒産件数の (1) のグラフで、1998～1999 年の時の下がり方を考えると、やはりこの時の保証制度、この時はほとんどネガティブチェック方式でやったが——これを事後的に政策判断としてどう評価するかは難しい問題であるが——、短期的な効果として結構大きくかつ 1 年位効いた訳である。これに対して、今回は、こういうネガティブチェック方式ではないので、それなりに審査が効いている。一度申し込んだ企業が、さらに業況悪化した場合、次が難しいのではないかとされているのは、まさしくそこにある訳であって、ネガティブチェック方式ではないが故に、一度通ったものがもう一度通るのが難しいとなると、やはりこの次にさらに一段景況が悪化した時に、同

じ制度で同じ効果は上がらないとみておいた方が良いということは言えるのだらうと思う。従って、あとは制度的なセーフティネットの問題——これはむしろ政策的にそう判断している訳であるので——と中小企業の収益、あとは先程申し上げた基本的な経営環境からくる資金繰りの悪化がどの程度になるかといったことの引っ張り合いだと思うので、なかなかいつ何時、どの位くるかというのは、景気をどうみるかというのとほぼ同じ位の質問になるように思う。

#### 野田委員

この間の支店長会議でも少し意見が出たが、実際かなり長期に亘って、景気低迷が続いた。今回は、その前段階が比較的長期に亘って好況が続いたということで、中小企業経営者の、少なくともプライベートの財布の紐は少し堅くなっているという違いがあると指摘する人もいる。その辺は、今後の動き、先行きは分からないと思うが、とは言っても、今回の落ち込みが急激であるということ、なかなか内需が回復しにくいということを考えると、やはり厳しめにみておく必要があるかと個人的には考えている。

#### 雨宮企画局長

例えば、図表 19 の D I 指標で、金繰りの悪くなった度合いはどの程度かを比べると、同じ中小企業と言っても、零細といわゆる中小とでは、相当差があると思われる。例えば、図表 19 の (2) の〈日本公庫・商工中金〉のデータでみると、この資金繰りの悪くなり方は、例えば、この日本公庫のデータをみると、1998 年のクレジット・クランチ期と比べても、あるいは 2001 年、2002 年の I T バブル崩壊の後と比べてもそれ程悪くない。勿論、急激に悪くはなっているが、レベル感から言うと、あの時よりはまだ良い訳である。この手の議論を解析すると、中堅企業については、意外とキャッシュ・フローがあり、手許のキャッシュが厚かったという議論がある。しかし、ご覧頂くとおり、零細については、むしろ 1998 年、2002 年のボトムをさらに割り込む程悪くなっているので、恐らく同

じ中小と言っても、規模、あるいは業種で、これに相当差があるのではないかとと思われる。

水野委員

お金を借りたはいいが、返済が始まるとまた倒産が増えてくると気にしている銀行が多い。その時に景気が良くなっていけばいいが、なかなか期待できないかもしれない。

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、金融経済月報の概要について報告をお願いします。

関根調査統計局参事役

それでは、私の方から実体経済、物価について先月からの変更点を中心にご報告する。まず、景気の現状であるが、冒頭表現については、「わが国の景気は下げ止まっている」としている。これについては、先程、門間調査統計局長の方からご説明もあったとおり、大体、概ね前月みていたとおりの景気展開ということであって、先月の先行きのところをみると「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」ということであった。大体これに沿っているということで「下げ止まっている」という表現を使っている。それがいったいどういったものから来ているのかというのが、次に続く各論の段落である。まず業況感のところであるが、こちらの方は先達ての短観を踏まえて、企業の業況感は「悪化に歯止めがかかっている」というふうにしている。続いて収益のところであるが、こちらの方も短観の収益等をみていると、昨年度の下期から今年度の上期にかけて前年比でみれば大幅減益の状況が続いているが、減益幅自身は少し

ずつ縮小しているであろうということで、先月は企業収益は「大幅に悪化する」という言い方をしているが、今月については、「厳しい収益状況」という言い方をさせて頂いている。そして個人消費のところであるが、こちらは各種の経済対策によって、自動車や家電といったところで若干持ち直しの動きも窺われるということであって、こういったものを踏まえると先月は「個人消費は弱まっている」という言い方をしていたが、今月については「個人消費は弱めの動きとなっている」ということにしている。さらに今月特に表現を見直してはいないが、輸出、生産の持ち直しが前回決定会合以降よりはっきりしてきたというようなことも考え合わせると、総括判断として「下げ止まっている」という形にするのが適当ではないかということである。先行きについてであるが、こうした現状評価を踏まえて、「景気は次第に持ち直しに向かう」としている。そして各論部分であるが、こちらの方も個人消費について、同じく現状評価を踏まえて、「弱まっていく」から「弱めに推移する」に変更している。物価については、昨年原油価格高騰の裏が出る形でCPIの前年比が-1.1%まで拡大したことを踏まえて、「経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、マイナスとなっている」、先行きについても、これからマイナス幅がさらに拡大していくという見通しであるので、「前年における石油製品価格高騰の反動などから、当面、下落幅を拡大していく」という形にしている。私からは以上である。

#### 加藤企画局企画役

続いて、金融の部分についてご説明させて頂く。この比較表をみて頂ければ分かるとおりに、今回それ程修正しているところはない。修正の少ないところに改善の動きが現われているという感じである。最初のパートであるが、こちらは市況である。円ドルについては、前回の会合が大体 96～97 円位であったので、それに合わせて少し今は円高の方向になっているところを変えている。長期金利の方が、前回会合 1.45～1.50%位であったので、こちらも低下。それから株価について、前回会合 9,700～10,000

円程度であったので、こちらもやや下落という形になっているが、これはまた明日の会合時点でのマーケットの状況に合わせて修正させて頂ければと思っている。総括判断のところが次の部分である。「わが国の金融環境は、なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いている」と先程雨宮企画局長の方からご説明したような形で総括判断を修正させて頂いている。各論の部分で、どこにそれが反映されているのかというところであるが、下から二行目のところである。資金繰りや金融機関の貸出態度のところについてであるが、「なお厳しいとする先が多いものの、大企業、中小企業とも幾分改善している」としている。先月は、「悪化に歯止めがかかる動きがみられるものの、なお厳しい」としていたが、ここを短観とか各種アンケート調査の結果を踏まえて修正しているものである。それ以外は二箇所である。各論の上から二行目の貸出金利については、資金調達コストが約平等をみても低下しているので、貸出金利の低下を加えさせて頂いていることと、それから先程貸出のところでご説明したように、運転資金需要は後退しているので、この「運転資金需要の後退」の部分を加えさせて頂いている。この三点である。私からは以上である。

白川議長

質問はあるか。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様方におかれは厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願いする。

(16時05分中断、15日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合第二日目を開催する。本日の議事進行であるが、最初に「日本政策投資銀行とのオペ取引を拡充する件」に関し、執行部説明と決定。二番目に中間評価も含めた金融経済情勢に関する討議。三番目に当面の金融政策運営等に関する討議。四番目に政府出席者からのご発言。五

番目に金融市場調節方針、対外公表文に関する議案の取纏めと採決。最後に6月15日、16日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、香川俊介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。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いする。なお情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間についてはこの会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

### Ⅲ. 「日本政策投資銀行とのオペ取引を拡充する件」に関する執行部説明と決定(資料-7)

白川議長

それでは、最初に「日本政策投資銀行とのオペ取引を拡充する件」を執行部から説明して頂く。説明の後、質疑応答をし、その後採決をしたいと思う。

吉岡企画局審議役

それでは執行部から、日本政策投資銀行とのオペ取引の拡充に関する件についてご説明する。資料の1頁である。案件であるが、今般危機対応業務としてコミットメント・ラインの設定を開始することとなった日本政策投資銀行から、これまでCP買取り業務を支援するため、特例として認めてきた本行オペへの参加について、コミットメント・ラインの設定業務の支援もオペ参加目的に加えてほしいという要望が寄せられた。本件については、同行の要望に応じ、所要の措置を講じることで良いかお諮りするものである。まず背景についてご説明する。日本政策投資銀行は、20年12月、政府の方針を踏まえて、時限的にCPの買取り業務を開始することとなり、本行に対してCP現先オペ、共通担保オペ、企業金融支援特別オペへの参加を要望してきた。本行では、危機対応業務の趣旨に照らし、これらのオペの基本要領に対する時限的な特則を定めることにより、同行がC

P 買取り業務を実施している期間中、業務に必要な範囲でオペへの参加を可能とすることとしたところである。今般、日本政策投資銀行からは、21年度補正予算及び日本政策投資銀行法改正案が今国会で成立したことを受けて、危機対応業務として改めてコミットメント・ライン設定業務を開始することとなったので、従来のCP買取り業務に加えて、当該業務の支援についても特例としてのオペの参加の目的に追加してほしいという要望が寄せられたところである。日本政策投資銀行では、今般、危機対応業務としてコミットメント・ライン以外に新発社債の購入であるとか、民間金融機関との協働融資等を実施する予定である。ただ、本行に対する要望については、コミットメント・ラインの設定業務の支援のみである。なお、同行では、危機対応業務のファイナンスについてであるが、原則として日本政策金融公庫からの借入れにより全額を賄う予定であり、本行オペの利用は一時的な資金繰りに必要な場合に限るとしている。すなわち、本行オペの利用については、バックストップ的なものに限定するということが想定されている。次に、要望に応じることとした場合の対応である。まず、「株式会社日本政策投資銀行との金融市場調節に係る諸取引の取扱いに関する特則」の一部改正である。今回の要望について、危機対応業務の趣旨に照らして、CP買取り業務の場合と同様、これに応じることが適当とご判断頂けるならば、同行によるコミットメント・ラインの設定業務を本特則の目的規定に加えたいと考えている。また、同行がCP買取り業務及びコミットメント・ライン契約に基づく貸付を実行している期間中、オペへの参加が可能となるよう、本特則の附則も一部改正したいと考えている。次が「日本銀行業務方法書」の一部変更である。これは、上記の改正に伴い、昨年12月19日にご決定頂いた業務方法書の一部変更——各オペの対象先に日本政策投資銀行を時限的に追加し得ることとしたもの——、この有効期限を一部変更するというものである。今後の予定であるが、本件につき、ご決定頂いたならば「株式会社日本政策投資銀行との金融市場調節に係る諸取引の取扱いに関する特則」の一部改正及び「日本銀行業務方法書」の一部変更については、本日より実施させて頂きたいと考

えている。本件の内容は以上である。最後に付議文を読み上げさせて頂くので、3頁をご覧頂きたい。「政策委員会付議文。『株式会社日本政策投資銀行との金融市場調節に係る諸取引の取扱いに関する特則』の一部改正等に関する件。案件。最近の企業金融情勢を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、株式会社日本政策投資銀行が、株式会社日本政策金融公庫法（平成19年法律第57号）第2条第5号に定める危機対応業務として実施するコミットメント・ラインの設定業務を支援するための時限措置として、下記の諸措置を講ずること。記。1.『株式会社日本政策投資銀行との金融市場調節に係る諸取引の取扱いに関する特則』（平成20年12月19日付政委第125号別紙1.）を別紙1.のとおり一部改正すること。2.『日本銀行業務方法書中一部変更』（平成20年12月19日付政委第125号別紙2.）を別紙2.のとおり一部変更すること。」4頁及び5頁については、以上を踏まえた所要の改正であるので、読み上げは省略させて頂く。説明は以上である。

白川議長

ご意見はあるか。

須田委員

確認であるが、これは全部が22年3月末までということで良いのか。

吉岡企画局審議役

危機対応業務の期限はそのとおり。今回の措置は、いずれも、危機対応業務に対応したという扱いにさせて頂いている。

須田委員

利用が、一時的な資金繰りに必要な場合に限るという部分は、ある程度チェックができるのか。それとも、紳士協定みたいなところがあるのか。

吉岡企画局審議役

まず、チェックというところであるが、これまで認めてきたCPの買取り業務の方であるが、買い取ったCPを私どもの担保に入れて頂いて、基本的にはその範囲で応需しているということである。さらに、先程1頁の下のところでも申し上げたが、そもそも危機対応業務については、原則は日本政策金融公庫の方のファイナンスが付く。ただ、これが間に合わないところの限定的なところで私どもにくるという扱いになっているので、須田委員から今ご質問頂いた限定的なところというのは担保されているものと私どもは理解している。

白川議長

他にはないか。

野田委員

CPが紐付きで担保として入ってくると…。

吉岡企画局審議役

どういう形になるかはまだ実行されていないので分からないが、私どもとしては、コミットメント・ライン契約のドローダウンがあった場合、当該の貸付債権について——その後審査を経てということであるが——、担保に入れて頂くということを考えている。

野田委員

間に合わない…。

吉岡企画局審議役

そのところは、まずは基本で入っているCPであるとか、そのところについてファイナンスをさせて頂いてということを考えている。

野田委員

そこは問題ない訳であるな。問題ないというのは、事務上それが遅れることはないかということである。

吉岡企画局審議役

そのところは大丈夫である。

白川議長

他にはないか。ないようであれば、採決に移りたいと思う。

[「日本政策投資銀行とのオペ取引を拡充する件」に関する議案について  
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田委員

水野委員

野田委員

中村委員

亀崎委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

本案件については、本日金融政策決定会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

次に、金融経済情勢に関する討議に移る。本日は、展望レポートの中間評価を行うので、まず執行部より政策委員の見通し計数と分布について説明をお願いします。

雨宮企画局長

それでは、お手許の資料に基づき、頂いた数字の集計結果をご説明申し上げます。まず、上の政策委員の大勢見通しであるが、一番左の実質GDPの成長率からご覧頂くと、2009年度大勢見通しの幅が $-3.7\sim-3.0\%$ 、中央値 $-3.4\%$ 、4月時点の見通し $-3.1\%$ 。数字自身はマイナスが大きくなっているが、大勢見通しの幅は $-3.7\sim-3.0\%$ と、同じであった。2010年度については、中央値だけ申し上げると、4月時点の見通し $+1.2\%$ に対して $+1.0\%$ ということである。真ん中の国内企業物価指数であるが、これも中央値だけ申し上げると、2009年度 $-5.9\%$ 、4月見通し $-7.5\%$ と比べると、これはやや大幅に上振れということになる。2010年度が $-2.1\%$ 、4月時点の見通しは $-1.8\%$ であった。一番右の消費者物価指数であるが、2009年度 $-1.3\%$ 、4月時点の見通しは $-1.5\%$ であった。それから、2010年度は $-1.0\%$ で、これは4月時点と変わっていない。全体、上振れ、下振れの評価で、これはご議論であるが、まず一番左の成長率であるが、この2009年度の $-0.3\%$ ポイントという変更幅であるが、過去で言うと $-0.3\%$ ポイントの例が実はあまりなく、だいたい成長率が $0.2\%$ ポイント以下であると概ね横這い、 $0.4\%$ ポイントを超えると幾分上振れ、下振れということであって、 $0.3\%$ ポイントの例は一回しかなく、これは去年の7月であるが、これは $1.5\%$ から $1.2\%$ で幾分下振れという評価であっ

た。ただ、去年は明確にいわば原油価格上昇の所得流出で経済の見方が下方修正というご議論だったと思うが、今回は局面が少し違っているということと、もともと大勢見通しが $-3.7\sim-3.0\%$ と、横這いということであるので、成長率は全体として2009年度、2010年度とも概ね見通しに沿っているという評価でよいのではないかと考えている。それに対して、物価の方であるが、2009年度はこれまでの原油価格の上昇ということだと思いが、これはやはり見通しに比べやや上振れている。それと、2010年度についてはほぼ見通しどおり、概ね見通しに沿っている、頂いた数字はこういう全体像で宜しいのではないかと考えている。

裏をご覧いただき、頂いたリスク・バランスの特徴を申し上げますと、まず左側の縦の実質GDPのグラフで、真ん中のこの中央値の破線が立っている棒を除いたその両側の分布を申し上げますと、2009年度が左側が47、右側が35という分布であるし、2010年度は左側が54、右側が31であるので、成長率については、どちらかというところ、2009年度、2010年度とも下振れリスクの方にウエイトがかかっている状態であった。

それに対して右側の物価であるが、2009年度は左側が52、右側が35。これに対して2010年度は左側が43、右側が49であるので、2009年度はどちらかというところ下振れの方にウエイトがかかっているのに対して、2010年度は上振れも意識されているという数字である。恐らく、足許上がったり下がったりではあるが、この後の原材料市況等の変動を考えるとこうしたリスクも念頭に置くと、こういう筋かと考えている。私からは以上である。

#### 白川議長

ただいまのご説明についてご質問はあるか。ないようであれば、最初のラウンドでは金融経済情勢及び中間評価に移りたいと思う。お一人5分ずつご発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の順番であるが、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、水野委員の順である。では、西村副総裁お願いする。

## 西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢であるが、国際金融市場では、米国で6月雇用統計の下振れをきっかけに米国経済に対する慎重な見方が市場で再び強まり、10年物国債利回り、株式ともに水準を下げ、原油価格も10ドル強下げる展開になっている。為替市場では、7月8日に、これといった材料もなく一時91円台まで一気に円高が進むなど、オプション絡みのテクニカルな要因にも振り回される不安定な地合いが続いている。こうした国際金融市場の動きを受けて、我が国の長期金利も低下、日経平均も水準を切り下げた。英国では先日のMPCで資産買入れファシリティの資金枠の据置きが決定されると瞬時に15bpも10年物国債金利が上昇するといった過敏な動きがみられた。以上は足許の市場分析と流動性の相対的低下、中央銀行政策への依存の大きさを如実に示している。この間実体経済は海外、本邦とも概ね前回会合時想定範囲内の動きで下げ止まっているという判断がふさわしいと考える。先行きも、中長期的な成長期待が大きく後退せず、金融資本市場の市場機能回復が持続し、財政・金融政策効果が次第に顕在するならば、前回会合時想定どおりの動きとなる蓋然性が高いと思われる。米国で前回会合以降公表された経済指標は、相場反転のきっかけとなった雇用統計を筆頭に弱めのものが多い。住宅部門の在庫調整は進まず、名目住宅価格の下げテンポは弱まったものの根元的な実質住宅価格でみると現在もまだ底値の兆しはない。企業、家計ともバランスシート再構築を迫られ、その中、商業用不動産市場の今後の動向にも懸念がある。その影響は一部旧ノンバンク問題に既にみられるので推移に注意したい。他方、昨週金曜の貿易統計の輸出予想比上振れという強めの指標もある。以上米国経済の今後の推移には大きな不確実性がある。

他方、欧州経済は悪化のテンポは徐々に和らいでいるが、米国よりも状況がさらに悪いことには変わりはない。

中国経済は大規模景気刺激策の効果で内需を中心に伸びを高めたとみられ期待が大きい。発電量や輸入額といった少なくとも他国においては景気感応度が高いとされる指標をみるかぎり、モメンタムが強まったよう

にはみえない。類例をみない大幅な銀行貸出の増加が、生産活動より株式、不動産という資産投機に向かった兆候がある。中国の経済政策には極端に振れる、所謂バンバン型の傾向があるので留意したいと思う。ウイグル暴動は経済への直接的影響は大きくないとみられるが、拡散、深刻化した場合、周辺国も含め不測の影響が出る可能性もある。

日本経済については、公共投資の増加、輸出や生産の持ち直しを受け、4～6月実質GDP成長率はプラスに転じると思われる。企業の景況感も6月短観で製造業大企業を中心に悪化への歯止めが確認された。しかし最終需要面では大きなばらつきがみられる。家計関連では住宅市場で中古マンションが購入意欲の高まりを背景に東京都区部を中心に直近7月初時点で価格底入れの兆しがある。住宅地実勢地価も直近7月初め時点で都区部では2007年10月以来の前期比プラスに転じた。しかし新築マンションは完成在庫が積み上がり新規供給が大幅に細り、首都圏において実完成在庫は公表値を大幅に上回っているとの指摘もある。在庫調整に目処が立たない限り新規供給が増えず、建築のラグを考えると目先1年半程度、首都圏新築住宅は落ち込んだ状態が続く可能性が高い。大阪はマンション価格、地価ともにマイナス幅は縮小するも下落が続いている。さらに雇用・所得環境は厳しさを増し、今後中堅所得層消費への下押し圧力はより強まるとみられる。因みに、家計消費状況調査でみると、従来動きが相対的に安定していた年収600万円以上の階層が今年に入り大きく消費を抑制している姿が窺われ、節約志向の高まりが消費の重石になっている。ただ株式市場に富裕層の資金が流入してきていることを考えると株式市場が堅調に推移すれば昨今の高額消費の極端な不振は一過性ということになる可能性もある。大幅な減少が続く設備投資も6月短観は大企業で下方修正されたほか、中小企業でもほとんど上方修正されなかった。先般支店長会議でも、底なしに落ちる恐怖感はなくなったが先行きに自信を持ってないという企業経営者の声の紹介が多かった。以上我が国の実体経済面を達観すると、底抜けの惧れは去り、上昇の芽はあるが、足許回復は業種、業態、対象とする最終需要の状況に応じてばらつきが極端に大きく、緩やかなものとな

らざるを得ない。我が国金融市場の状況については第二ラウンドで述べたいと思う。

物価動向についてみると、第一に国際商品市況からの影響で短期的に上下両方に過度に振れるリスク、第二に需給ギャップの落ち込みを過大評価しているために先行き物価上昇率を過度に低くみてしまうリスク、最後にこれとは逆に中長期的な物価上昇期待が予想比下方にシフトしているものを見誤るリスク、の三点がポイントである。国際商品市況は前回会合以降反落したが、4月展望レポート時で説明したように、現在世界経済は様々な面でバッファーを持たない、所謂遊びの部分のない経済構造であることに注意が必要である。資源利用が非効率な新興国が成長を続けるなら商品市況の上昇トレンドが予想されるが、同時に財貨需要増加スピードに比べ供給能力増加スピードが速く、いずれ過剰供給となる可能性も無視できない。従って上下両方にリスクがあり、かつ変動に過度に反応する可能性がある。需給ギャップであるが、労働投入、資本設備両面でマクロ集計値から稼働率を推定しそれから推計されている。しかし現在のように経済構造が大きく変化しつつある状況では、マクロ集計値では捉えられないような変化が起これ、そのため現在の方法ではマクロ経済変数を規定する、真の需給ギャップの落ち込みを過大評価してしまう可能性がある。第一に、大企業と中小企業の差である。毎月勤労統計で労働投入変化率を簡易推計すると、今年2月以降、30人以上の大きな事業所での労働投入の方が5人以上事業所の労働投入よりも、1%近く大きく減少している。月次や四半期データのもとになっている動態統計はデータの取りやすい大企業に偏りがちであること、日本における中小企業の比重の大きさを考えると、従来型の推計では、真の需給ギャップの落ち込みを過大に評価している可能性がある。第二は、勝ち組と負け組の差である。経済構造が変化し勝ち負けが明確となると勝ち組の稼働率が中期的に経済の動きを決め、真の需給ギャップを規定することになる。しかし動態統計といった公式データは平均の動きを示し、負け組の低稼働率に引っ張られがちである。そのため公式データの平均稼働率でみていくと落ち込みを過大に評価する惧れが

ある。この点は、経済構造が安定していて皆が大体同じような状況にある時は問題にならないが、経済構造変化の大きな時は無視できない。以上の点は、特に中期的な真の需給ギャップの大きさを想定する場合に重要である。従って需給ギャップの動きについては現在の数字には下方バイアスの可能性もあることは頭に入れておく必要がある。最後に、中長期的な物価上昇期待の推移である。CPI(除く生鮮)上昇率は4四半期前の需給ギャップと過去の物価上昇率に異存するというのが当てはまりの良いルール・オブ・サムであった。このことは中長期的な物価上昇期待が過去の実現物価上昇率に強く依存していることを示唆している。とするならば、もし物価上昇のマイナスが長く続くとすると中長期的な物価上昇期待が下振れる可能性が強くなる。現在のところはそのような状況になるとは予想しがたいが、もし今後そのような蓋然性が予見されるならば、適切な対処をとる必要があることについて十分に留意する必要があると思う。最後に中間評価だが、以上を踏まえると、4月見通しと比較して、成長率は概ね見通しに沿って推移しており、物価は原油価格の影響などもあり2009年度は見通し対比やや上振れ、2010年は概ね見通しに沿って推移、また、最終需要の持ち直しに不確実性が高いもとで景気の下振れリスクが引き続き高い、物価については上下双方向のリスクが相応にあり得るとする内容が適切であると考えられる。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いする。

中村委員

世界経済は、全体としてみれば下げ止まっていると考えられるが、前回会合以降に公表された指標をみると、この先の回復過程は極めて緩慢になる可能性が高いと思われる。すなわち、マインド指標の改善のテンポが一頃比べると緩やかになっているほか、米欧をはじめとする国々で雇用や賃金の悪化に歯止めが掛からない状況下では、先行きの大幅な消費の回復

は見込めない。また、世界的な生産や輸出の持ち直しは、需要拡大を受けた自律的なものではなく、急激な在庫調整後の反発とも読み取れる。また、経済や企業活動は、極めて低い水準にとどまっており、先行きに対する不確実性は高い状況である。

国際金融資本市場も、各国中央銀行が潤沢な資金供給を続けていることもあって短期金融市場は落ち着いているが、長期金利は先行きの世界経済に対する見方が幾分慎重化したことなどから低下している。また、株価も下落するなど金融資本市場はボラティリティが高く、リスク性資産を買い戻す動きも一服している。この間、米国では商工業向け銀行貸出残高が前年割れとなったほか、欧州でも企業向け銀行貸出の伸びが低下している。景気悪化による資金需要の低迷も影響しているが、金融機関の信用仲介機能が十分に回復していないことが窺われる。

続いて海外経済であるが、米国では企業や家計のコンフィデンスは回復しつつあるが、6月の非農業部門就業者数の前月比減少幅が再び拡大するなど、経済全般は引き続き悪化している。失業率は、オバマ政権が景気対策を策定した際に見込んでいた8%の水準を既に大きく上回って、9.5%まで上昇しており、追加経済対策の必要性を指摘する向きも出始めている。昨日公表された6月の小売売上高は、自動車、ガソリン、建築資材を除くベースでは前月比-0.1%と4か月連続で減少したほか、新車販売台数も低い水準にとどまっており、消費関連の弱さが窺われる。雇用環境は悪化が続き、かつ消費者金融の環境も顕著な改善がない中、家計は慎重な支出行動を続けており、5月の貯蓄率は1993年12月以来となる6.9%まで上昇している。

住宅市場では、価格下落幅は縮小傾向にあるが住宅販売件数は低水準で横這い圏内の動きとなっている。また、住宅建設業者の景況感指数も低水準で推移しており、市場全体の回復までには、まだ相当時間がかかりそうである。

なお、米国では多くの州で、7月1日から新しい会計年度が始まったが、税収不足から州財政も全般的に悪化している。今後、連邦政府からの追加

的な支援が行われたい限り、州レベルでは財政支出の縮小や増税が実施されることになり、経済を下押しすることになりかねず注意してみていく必要がある。

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。ユーロエリアの個人消費は、各国の補助金政策を主因に新車登録台数は6月まで5か月連続で順調に増加しているが、自動車を除く5月の小売売上数量は前月比減少するなど、全体では弱い状態が続いている。また、IMFは、先日公表した世界経済見通しでは、2009年の中東欧諸国のGDP成長率を4月時点から他の国や地域に比べて大きく下方修正している。中東欧経済は引き続き脆弱であり、同地域経済の一段の悪化に伴うユーロ圏経済全体の下振れリスクは依然として小さくないと考えられる。

中国経済は、内需を中心に伸びを高めている。自動車購入支援策や家電購入補助等の消費刺激策により消費が好調であるほか、6月のPMIも4か月連続で拡大、縮小の分岐点である50を上回るなど、政府の景気刺激策や金融緩和策の効果が顕現化しているようである。また、その他のアジア経済も下げ止まっている。

続いて国内経済であるが、6月短観が公表され、製造業大企業の業況判断DIは3月から大幅に改善した。内外の在庫調整の進捗や、中国をはじめとするアジア向け輸出の持ち直し、各種政策効果による下支え等により景気は下げ止まったと考えられる。もっとも、短観では景気の下げ止まり感が中小企業まで広がっていないことや、企業の設備および雇用の過剰感が強いことも同時に確認された。先日、新潟を訪問した際に、大手製造業の1次下請けの中小メーカーからは自社の操業度が低いために休日を増やしている中では、親密な協力関係にある2次、3次の下請先に仕事が回せないとの話が聞かれた。マクロの生産持ち直しも、中小企業全般まではなかなか浸透していないようである。

短観以外の指標をみると、5月の実質輸出は自動車関連や中間財の輸出が米欧はじめ東アジア向けに持ち直し、前月比5.1%増加した。4～5月を

均してみると、特に中国やN I E s 向けの輸出が前期比 17~18%と高い伸びとなっており輸出の回復の動きが明確化している。また、生産も輸送機械や電子部品・デバイスを中心に、5月も前月比 5.7%増加した。ただし、輸出、生産ともに水準は極めて低いほか、在庫調整に伴う増産が一巡する下期以降の伸びに対する不確実性が高いことから、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、5月は前月比 3%減少した。昨年秋以降の需要の急減を受けて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のか見極めがたいだけに新たな投資には抑制的とならざるを得ないようである。

個人消費は、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めるが、賃金の引き下げや雇用調整がさらに拡大すると、改善傾向にある消費者マインドが冷え込み、消費全体が一段と抑制的となる可能性も危惧される。

消費者物価（除く生鮮食品）については、5月は前年比-1.1%まで低下した。昨年高騰した石油製品価格や食料品価格の反動に加え、経済全般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は下落幅が拡大していくと思われる。

なお、原油価格はこのところ世界経済の回復に対する見方が幾分慎重化したことに加え、米欧での商品先物市場に対する規制強化の動きなどを材料に下落傾向にあるが、振れの大きな値動きが続いており引き続き注意が必要である。

続いて展望レポートの中間評価についてであるが、我が国の経済情勢は4月の展望レポートの見通しに基本的に沿う形で推移している。一方、物価については、既往の石油価格等の上昇を受けて、4月時点に比べて幾分上振れているが、背景となるメカニズムについて考え方を大きく変更する必要はないと思う。このため、先行きの不確実性は極めて高い状況に変わ

りはないが、我が国経済は、2009年度後半以降は各国における各種政策が効果を顕わすとともに、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し海外経済が持ち直すにつれ、我が国経済も緩やかに持ち直し、2010年度後半には潜在成長率を上回る成長に復帰していくと考えられる。私からは以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

世界の景気は、在庫調整の進捗や各国金融・財政政策の効果から、ようやく下げ止まってきたように窺われる。ただ、景気の水準は依然として低く、今後の回復のペースも弱いとみられる上これまで指摘されている多くのリスクについても引き続き残っている。また、景気回復観測から2～3月以降上昇してきた株価や長期金利、商品市況なども最近では反落しており、一時の過度な景気回復期待は後退したように思われる。

個別国、地域ごとにみると、まず米国はこれまで景気の足を引っ張ってきた住宅、消費周りで、多少なりとも明るい指標がみられており、悪化のペースは緩やかになっているように窺われる。住宅市場では、ケースシラーの10都市価格指数の前月比下落幅が、昨年9月以降続いた-2%ペースから4月には-0.6%へと緩やかになったほか、着工や販売の件数も非常に低水準ながら、このところ一進一退となってきたおり、ボトムを期待させる大底圏内に入りつつあるようにも窺われる。また、小売売上高や自動車販売台数といった個人消費関連指標も悪化一辺倒ではなくなってきた。これは、減税や各種の住宅挺入れ策、例えばGSEによる住宅ローンの担保割れ物件の借り換え容認策などが効果を現わしたことが原因である可能性がある。ただ、雇用者数の大幅減少が続き失業率が9%台でなおこの先上昇を続ける可能性がある中、政策効果だけでどこまで持ち堪えられるか不安がある。また、直接金融が中心の国とはいえ、金融機関がバランスシートに多額の不良資産を計上したままでは金融仲介機能の円滑

化は望みがたく、そうしたもとでは政策効果によらない実需が力強い景気の牽引役となることは難しいことであると考える。

欧州についても、多くのサーベイ調査はしっかりと回復方向を示しており、また各国の補助金効果により自動車販売が増えていることなどもあって、悪化のペースは多少落ちているように思う。しかし、雇用情勢が一段と悪化する中、買い換え補助金が支給される自動車以外の消費は低迷しており、輸出や生産もまだ下げ止まりには時間がかかるとみられるなど、他地域より厳しい状況のように思う。さらに、中東欧諸国の経済情勢の悪さが、景気の重石になっている状態も依然続いている。

中国では、輸出の減少は続いているが、内需を中心にしっかりと回復している。すなわち、金融・財政政策の効果により、年初来の新規の人民元貸出は昨年同時期の3倍を超える7.3兆元、都市部固定資産投資は前年同時期の3割増となる5.4兆元と極めて力強い増加を示している。個人消費にも、自動車販売台数が月100万台超と米国を上回って世界一位となるほど強い動きがみられる。さらには株や不動産など資産価格の上昇もあって、人民銀行の1年物証券の入札再開を材料に、現在の超金融緩和策が微調整されるのではないかとの観測も聞かれるなど、バブル懸念が膨らみつつあるように思う。NIEs、ASEANについても、中国向けを中心に輸出や生産の減少に歯止めが掛かり、小売売上も横這い圏内の動きとなるなど、全体として下げ止まっているように窺われる。

日本の景気は、輸出や生産の持ち直しなどから、方向としてはこれまでの悪化に歯止めが掛かっていると判断されるが、水準としては引き続き大変低いのも事実である。また6月短観の業況判断DIをみると、大企業は改善したものの、中小企業は引き続き悪化しており、景況感の二極化が鮮明となっている。

具体的には、輸出や生産は、世界的な在庫調整の進展や中国の内需回復により持ち直している。これには、各国の景気刺激策、特に中国における公共工事の増加や家電下郷政策などの効果が指摘できると思う。日本の政策でも、公共工事の増加に加え定額給付金、高速道路料金の割引、家電の

エコポイント制度や、廃車インセンティブ、エコカー減税など、一部商品等の個人消費喚起策の効果が出始めている。しかし、足許、失業者数が増え、夏季賞与も経団連調査（21業種、大手253社）で前年比-18%と大きく減少するなど雇用、所得不安が大きい中、個人消費は政策によって辛うじて持ち堪えている状況だと思ふ。また、先日の支店長会議で何人かの支店長が指摘されたように、設備稼働率は改善したとはいえ損益分岐点を下回る程度の先が多く、企業収益は厳しい状況にある。こうした中、短観で示されたように設備過剰感が強まっており、設備投資は大きく絞りこまれている。このように、家計支出が政策効果で意外と底固い中でも、企業サイドの行動が萎縮していることが、足許の景気の足を引っ張っているといえる。

先行きについては、企業の在庫復元の動きや中国の内需拡大、我が国政府の今年度補正予算の効果などから、当面は緩やかな回復過程を辿るものと考えている。しかし、在庫復元や補正予算の効果は持続性がなく、また中国の内需だけでは我が国の景気の牽引役とはなり得ない。そこで、国内民需の立ち直りが期待されるが、その早期実現には大きな不確実性があると思ふ。

次に、物価動向である。国際商品市況は、株価の調整など金融市場の影響を受けて先月ほどの勢いはなくなったが、高めで推移している。景気の水準が低い中での市況上昇は、景気回復を遅らせる可能性があるため、注意が必要である。なお、ゴールドマン・サックスが年末の原油価格を85ドル/バレルと予想する中、先月、原油価格が70ドルまで上昇し、足許反落している。これは、実際には、実需が弱い中で在庫は高水準であることに加え、米国CFTCが先物取引の持ち高規制などに乗り出し、投機資金の動きを抑える姿勢を示したことも背景にあるものと考えられる。

CPI（除く生鮮）は、5月の前年比が-1.1%と大きな下落幅となった。これは、昨年大きく上昇したエネルギー、食料品価格の裏要因によるものであり想定どおりではある。が、これらを除くいわゆるコアコアベースのマイナス幅も-0.5%と緩やかに拡大している。価格下落の広がりをも1品目1票ベースで毎月確認しているが、CPIを構成する524品目中の

前年比上昇品目数と下落品目数との差は、昨年10月の167をピークに下落に転じた後、5月には61と2007年12月の水準まで低下した。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と、プラス幅が拡大ないしマイナス幅が縮小した品目数との差は、3月以降3か月連続で3桁となっており、多くの品目が上昇モメンタムを失っている。これが、需給ギャップ拡大の影響かどうか、人々のデフレ期待の高まりの影響かどうか、見極めていく必要があると思う。

最後に中間評価である。実質GDPについては、今回の景気下降局面は2009年第1四半期の下落幅が最も大きく、第2四半期から在庫調整の進捗と輸出の回復からプラス転化、第3四半期以降も在庫復元と輸出の回復、景気対策の本格化などから改善が続くが、プラス幅は次第に縮小するものとする。2010年度は設備や輸出の回復からプラスとなるが、前年の景気対策の反動から小幅にとどまるものとみている。前回4月見通し対比では、住宅や設備をやや慎重にみたことを主因に、わずかな下振れとみている。ただ、2009年度中は下振れるが2010年度後半は少し上振れるものとみており、想定期間中緩やかなプラス成長が続く姿に変わりはないものと思う。

消費者物価については、2009年度は石油製品が前月比で緩やかに上昇するものの前年比では大幅に下落となることを主因に下落、2010年度は石油製品がプラスに転じる一方で、需給ギャップが大きいことからその他の多くの品目はマイナスで推移するものとみている。需給ギャップの影響は、食料やその他の品目の下落という形で現れるものと考えられる。今回見通しでは、足許の広範な品目の価格下落を考えて、コアコアのマイナス幅が前回考えていたものの倍くらいになるのではないかと考えた。この結果、前回見通し対比では、2009年度は変わらないが、2010年度はわずかに下振れる方向でみている。以上である。

白川議長

次に、山口副総裁お願いします。

## 山口副総裁

今回は中間評価を行う会合であるので、まず日本経済の立ち位置について、やや直感的に過ぎるが確認しておきたいと思う。

リーマン破綻に伴う急性症状的なショック、これは時々言ってきたことであるが、大幅な信用収縮と企業、家計の急激な悲観心理の台頭、これらに伴う経済変動については、これまでの間にその吸収をほぼ終了したと言っていると思っている。鉱工業生産の推移をみると、2月にボトムを打った後、既に大きく回復し6月には昨年5月のピーク対比70%強の水準にまで回復する見込みである。仮に7~9月について、調統局の見通しどおり推移するということになると、9月時点での生産水準はピーク比80%弱まで戻るということになる。フリーフォールのような急降下の後の急回復といった展開ということである。この間、我が国の金融資本市場をみると、概ねリーマン以前の状態に戻っており、一部はさらにその先まで回復している。ただこうした状況になってきてもミクロ情報などを踏まえると、企業の損益分岐点はクリアしていない。従って企業の設備投資や雇用に対するスタンスはなお慎重であるし、この先についても慎重な姿勢が続く可能性が高そうに見える。今後は、リーマン破綻によって明らかとなった我が国経済の慢性症状、言い換えると国内経済に存在する幾つかの過剰、例えば設備の過剰であるとか雇用の過剰、こういったことを本格的に調整していく局面に入っていくことになる。しかしながら、そうした局面に入ってから成長のスピードあるいは生産の回復テンポについては非常に不確実性が大きいということである。この点に関しては、いくつかの不透明要因が指摘できる。先程申し上げたように急降下の後の急回復といった生産の動きであった訳であるが、そうした生産の回復ペースを維持することはおよそ困難であるということである。しかしどの程度のスピードであればサステイナブルなのかも、実はよくわからない。また、過剰の調整といっても、過剰の規模自体が変化する訳で、事前には分からない。さらには輸出を含む最終需要の動向、財政の効果、財政から民需へのバトンタッチの

円滑性、これらの点に関する不透明さもある。金融と実体経済の負の相乗作用の帰趨についても不透明感がぬぐわれていないと思っている。

物価については当面は経済のスラックを相当に意識しながらみていくということだろう。実質GDPについては、この1~3月の前年比が-8.8%であった。4~6月も前期比ベースでは改善したとしても6~7%程度の前年割れとなる可能性が高いと思っている。

今申し上げたようなことを念頭に置きながら国内経済についてももう少し具体的に申し上げておきたいと思う。まず、景気であるが、現状判断としては先月の下げ止まりつつあるを一步進めて、下げ止まっているとするのが適当だと思っている。こうした経済の展開自体は、海外経済の動きと平行であるし、また4月の展望レポートで我々が示した見通しにも概ね沿った展開であると評価している。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大きく落ち込む中で大幅な減少を示している。個人消費については財政面からの各種施策の効果が自動車や家電の売れ行きに現れている。ただ、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費は全体として弱めの動きとなっている。一方で、輸出や生産は持ち直し傾向を辿っており、また公共投資は、経済対策が執行段階に入り増加している。

こうした中で6月短観であるが、企業の業況判断は製造業大企業をみると-48%ポイントと、3月調査の-58%ポイントから10%ポイント改善し、悪化に歯止めが掛かっていることを示すものであった。また、先日の支店長会議における支店長の報告においても生産面を中心に、景気に下げ止まり感が醸成されてきている点は一致していたように思う。

景気の先行きについてみると、国内民需は、収益、所得を巡る環境の厳しさを踏まえ、当面弱めの動きを続けると考えられる。一方で、公共投資については増加傾向を辿るとみられるし、輸出、生産も、自動車やIT関連財などを中心に生産計画が上方修正される方向であり、全体としても持ち直し基調を続ける見通しである。これらの動きを背景に、景気全体としては4月の展望レポートにおいて想定したとおり、持ち直しに向かう可能

性が高いとみている。

次に、物価についてであるが、国内企業物価、消費者物価とも原油価格の上振れなどから、2009年度については4月の展望レポートで示した見通し対比やや上振れて推移している。2010年度については概ね見通しに沿って推移すると判断している。消費者物価については、このところ昨年同時期に石油製品価格が大幅に上昇したことの反動から、前年比がはっきりとマイナスになっている。先行きについては、当面マイナス幅が拡大していく可能性が高いが、石油製品価格の影響が薄れるにつれて、マイナス幅は縮小に向かうとみている。もっとも昨年の今頃経済全体として需給がバランスしていたとみられるが、そこから6%ないし7%位GDPが低下していることを踏まえると、当面かなりのスラックを抱えながら我が国経済は推移していかざるを得ないように思う。従って、2010年度にかけても消費者物価の前年比は相応のマイナスを続ける可能性が小さくないとみている。

このように、物価下落が相応の期間続くことが展望される状況であるので、家計や企業の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクについて引き続き注意を怠れないと思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは、須田委員お願いします。

須田委員

まず、4月展望レポートの中間評価についてである。足許までの日本経済は、持ち直しのタイミングがやや早く住宅投資がやや下振れている、といった若干の修正はあるが、来年度までの成長率見通しは4月時点で想定した標準シナリオに沿ったものと評価している。物価についても大きな絵は想定どおりであるが、原油価格の上昇の影響を主因として今年度はやや上振れとみている。以下では、前回会合以降公表された指標を中心に簡単にみておきたいと思う。

経済については、内外ともに下げ止まっている。最初に米国経済であるが、これまで期待が先行する形で急ピッチに回復してきたコンフィデンス指標に、NY連銀製造業景況指数や雇用統計の予想比下振れでハードデータがついてこないとの見方が強まり、楽観論が急速に影を潜め、株価、長期金利、コモディティ価格や為替レートが調整した。しかしながら、米国経済を慎重にみているものにとっては、今のところ出てきたハードデータに大きなサプライズはない。ISM景況指数は、製造業、非製造業とも上昇傾向を維持しているし、雇用統計についても、非農業部門雇用者数の減少幅は縮小傾向にあるほか、新規失業保険申請件数も減少傾向を辿っている。また、5月の耐久財受注が市場予想を上回る増加となったほか、6月の小売売上高も2か月連続の増加となった。新車販売台数についても、均してみれば1,000万台近傍で下げ止まったとみることも可能である。さらに7月以降は購入促進策の効果も期待できる。この間、住宅市場でも、中古、新築住宅販売は横這い圏内となり、住宅価格指数も4月は前年比マイナス幅を縮小させている。もっとも、所得環境の悪化や在庫水準の高さ、差押さえ物件の売却の影響、住宅ローンの厳しさなどから、調整は当面続くとの見方に変わりない。現時点では米国経済の見方を変えていないが、足許コンフィデンス指標の上昇一服が、果たしてスピード調整で終るのか、引き続き慎重に見定める必要があると思っている。特に米国経済をリードする消費について、金融のタイト化のもと債務残高調整が必要となる中で、雇用・所得環境は気になるところであり、先行き雇用なき回復とならないか注意深くみていきたいと思う。

ユーロエリアについても、景気悪化のテンポが徐々に緩和しつつあるというこれまでの認識に変わりはない。域外輸出を均してみれば減少幅は縮小傾向にあり、ドイツの海外受注が増加に転じていること等を踏まえると、輸出環境は改善方向にあるとみられる。また、新車登録台数が各国の買い替え促進策を背景に4か月連続で増加しているほか、小売売上数量についても、消費者コンフィデンスが改善する中、均してみれば減少幅の縮小傾向は続いている。英国でも、サービス業PMIが2か月連続で50を超え

たほか、5月のネーションワイド住宅価格指数が前月比+0.9%と2か月連続で上昇するなど、指標に明るさが戻りつつある。この間、中国経済は内需を中心に伸びを高めている。製造業PMIが4か月連続で50を上回ったほか、内需拡大策が奏効する中で4~6月の全国企業景気指数が1年振りに改善に転じている。もっとも、5月の貸出が前年を三割方上回る伸びを示しているほか、不動産向け固定資産投資も大幅に増加しており、やや過熱感が出てきている点や官業のウエイトが高まっている点が気になる。また、NIEs、ASEANでも輸出がしっかりとした伸びとなっているほか、自動車販売に購入促進策の効果がみられるなど、景気持ち直しに向けた明るい動きが広がりつつある。

こうした世界経済のもとで、我が国の景気も下げ止まっている。在庫調整と各種政策効果に支えられて、生産、輸出の回復傾向と、各種コンフィデンス指標が過度の悲観から改善している姿が改めて確認された。まず、5月の実質輸出は3か月連続で増加した。米国向けが伸びを高めたほか、ASEAN向けもプラスに転じている。また、鉱工業生産指数も3か月連続の増加となった。特にここ数年みられなかったことであるが、予測修正率が3か月連続でプラスとなっており、こうした生産計画の上振れは企業のセンチメントに何がしか好影響を与えている可能性がある。実際、6月の短観では製造業大企業の業況判断DIが、現状、先行きとも2年半振りに改善した。他方、中小企業は未だ落ち込んだままであり、大企業と中小企業の二極化の動きはなかなか解消されそうもない。この間、6月の景気ウォッチャー調査でも、エコカー減税といった政策効果や、企業の受注、出荷の下げ止まりを反映して改善傾向が続いている。こうした中、内外需の二極化も気になる。まず消費であるが、5月の家計調査では実質消費支出が前年比+0.3%と16か月振りのプラスとなり、6月の新車販売台数も前年比減少幅を縮小させており、個人消費には政策効果によって一部に持ち直しの動きがでてきている。しかし雇用・所得環境が厳しさを増す中で、資産効果もあまり期待できず、消費は基本的には弱めの動きが続く可能性が高いとみている。

住宅投資や設備投資には好転の兆しは窺われていない。まず設備投資であるが、5月の機械受注（船舶・電力を除く民需）が市場予想を下回り、3か月連続の減少となったほか、資本財出荷も大幅な減少が続いている。また、例年であれば上方修正となる6月短観の設備投資計画も、今年は下方修正となっている。ただ、こうした慎重な設備投資動向はほぼ標準シナリオの想定どおりであるが、下振れているのが住宅投資である。5月の新設住宅着工戸数は6か月連続で前年割れとなり、依然として上向く兆しが窺われない。消費者物価の足許、先行きともに見方を変えていないが、今後、構造変化は避けられず、構造失業率の上昇や資本の廃棄に伴い潜在成長率が0%近くまで下振れる可能性があるともみている。将来の需給ギャップについては不透明感が強く、物価の見通しも先に行くほど難しい面があるが、需給ギャップがある程度のマイナスであることに変わりはなく、今後も少なからず消費者物価に下押し圧力として作用し続けると思われる。ただし、厳しい収益環境のもとで、企業が過度な値下げに踏み切るとは考えにくく、需給ギャップの影響を過大評価してしまうリスクには留意が必要である。

最後にリスク要因についてである。多少なりともテールリスクは縮小したとみているが、回復の持続性については不透明感が依然として強い状況である。そのリスク要因について、改めて簡単に整理しておく。一つ目は国際金融資本市場に関するリスクである。实体经济の落ち着きどころを探って、今後も楽観悲観の入れ替わりが繰り返される中で、市場が大きく動くリスクがある。短期やクレジット市場環境は改善しているが、金融機関がバランスシートから不良資産を外さず、またリスクマネー不足や低調な貸出から金融機関の資本が十分だとはいえない中で、特に欧州市場の脆弱性を指摘する声と米国商業銀行部門についての懸念が引き続き多く聞かれ、实体经济と金融との負の相乗作用の悪化リスクへの警戒は今後も怠るべきではない。二つ目は、財政政策に関するリスクである。特に、財政ディシプリンへの疑念による長期金利の上振れリスクには留意が必要である。三つ目に物価に関するリスクである。景気や中長期的なインフレ予

想の下振れなど、インフレ率が想定以上に低下するリスクとともに、一次産品価格の上昇に伴ってインフレ率が想定よりも上振れるリスクについても引き続き留意する必要がある。原油をはじめとする国際商品市況は、足許落ち着きを取り戻しつつあるように窺われるが、各国中央銀行による異例の措置を含めた金融緩和が、サーチ・フォー・イールドを通じて投資家の行き過ぎた行動に繋がることがないか、常に注意深くみておく必要があると思っている。私からは以上である。

白川議長

次は、野田委員お願いする。

野田委員

金融経済情勢について総括すれば、前回会合以降に明らかになった経済指標、調査結果等は、我が国経済が、昨年度後半の急速かつ大幅な悪化の状況を脱し全体として下げ止まっていることを示している。内外の在庫調整の進展から、輸出と生産が4月、5月ともにはっきりと持ち直し、公共投資の増加も確かなものになった一方で、国内民需は厳しい状況が基調的には続いていることから、景気の総合判断には本来、不要であると思われる、「全体として」という言葉を今回も敢えて使うものである。

持ち直している輸出や生産は早晩、差し当たっての需要に均衡的な一定の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を含めた最終需要の本格的かつ持続的回復については、それを示唆するデータは得られていないし、先週の支店長会議でもほとんどの支店長から最終需要の回復に確信が持てないとの報告があったところである。

4月の展望レポートの中間評価について述べる。一つに、内外の在庫調整が思いのほか一気に進んだことにより、輸出、生産のリバウンドが想定よりも前倒しになっていること、二つ目に国際商品市況も幾分速いペースで上昇していることが指摘できる。もっとも、前者のリバウンドであるが、これについては、基本的にはタイミングの問題であり、その背景には世界

経済の回復に対する過度の悲観からやや行き過ぎた楽観へのスイングがあった可能性がある。そのスイングは今月に入って現実回帰の方向に再び修正が進んでいるように窺える。後者の国際商品市況は、この現実回帰の流れに整合的な方向への調整プロセスにあるとみている。これらを併せ考えると、経済物価情勢は最も蓋然性が高いと考えられる見通しと、その見通しに対するリスク認識とも、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。

まず、前回会合以降の動きを中心に海外経済からみてみたいと思う。米欧の悪化テンポが緩やかになり、中国の底離れがはっきりしてくる中で、NIEs、ASEANは下げ止まったようである。海外経済もまだら模様だが、文字どおり全体としては下げ止まったのかなという判断である。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、景気は持ち直しに転じていくことが見込まれるが、過去数年間に蓄積された様々な不均衡、過剰の調整には相応の時間が必要であり、世界経済は暫く潜在成長率を下回って推移する。ある米地区連銀の総裁の言葉を借りれば、いらいらする位緩やかな回復のパスを辿る可能性が高いとみている。

まだら模様と申したが、回復に転じる時期や潜在成長率への復元力について地域差が顕現化しつつある。米国経済は悪化を続けているが、先行指標としての企業や家計のサーベイ・データは回復しており、最悪期は脱し悪化のテンポは和らいでいると考える。もっとも、この見方に対するサポートイブな有力なハード・データの一つであった非農業部門の雇用者数について、6月は市場予想を裏切ってその減少幅を再び拡大させるなど、一本調子で改善していく勢いはみられない。特に、家計のバランスシート問題、過剰消費の結果としての過剰債務についての調整は緒に就いたばかりであるが、この調整圧力をはじめとして個人消費への重石は枚挙に暇がない。現に、景気刺激策による可処分所得の増加が消費に直結せず、貯蓄率は5月に6.9%まで上昇した。リスク面では、不良債権が金融機関のバランスシートに残る状況が基本的には変わらないと見込まれる中、住宅のみならず商業用不動産でも価格の下落が続き、融資の延滞率が急上昇して

おり、金融と実体経済の負の相乗作用を再び強めかねないなど、ダウンサイド・リスクを強く意識せざるを得ない。

欧州も、最悪期を脱しつつあるが、ECBのスタッフやIMFが本年のみならず来年もマイナス成長になるとの見通しを示すなど、回復に向けた足取りはアジアや米州に比べると鈍いと思う。これには、中東欧経済の問題、あるいは金融機関の貸出姿勢が米国に劣らずタイトなこと、財政政策の規模が相対的に小さいこと等が影響しているものとみられるが、これらの点はそのまま、先行きのダウンサイド・リスク要因でもある。

中国であるが、人民元貸出の増加額が1～6月の半年で7兆元を超え、昨年1年の1.5倍にも上り、これらをバックに固定資産投資が前年比4割増に迫る勢いで増加するなど、政府による景気刺激策が、はっきりした回復がみられない輸出の穴を埋めて余りある姿に変わりはない。この人民元の急増と裏腹なところにリスクが存在することもはっきりしてきた。すなわち、輸出というかつての主役が復帰するまで、既に過熱気味とも言われるこの政策が持続可能かどうか。可という場合の上振れ、否という場合の下振れ、両方向のリスクを孕んでいると思う。

次に、我が国経済について、まず6月の短観の業況判断から述べると、冒頭にも申し上げた景気の総合判断を裏付ける内容であったといえる。製造業大企業の最近は、10年半振りに改善したが、非製造業大企業や中小企業の業況はほぼ横這いしないしは悪化し、全産業全規模では僅か1%ポイントの改善にとどまった。また先行きについてみても、製造業大企業が+18%ポイント、非製造業大企業が+8%ポイントに対し、中小企業は全産業で+1%ポイントの改善にとどまっている。これらは、今次の下げ止まりが輸出の持ち直しによるところが大であり、その恩恵は今後中小企業にはなかなか及びにくく、あるいは及んだとしても内需の弱さにより打ち消されかねないことを示唆しているのではないかと思う。

その内需であるが、設備投資については、機械投資の先行指標である機械受注のテンポは緩やかになってきているとはいえ、はっきりとした減少が続いており、そのほかの先行指標である建築着工床面積も4～5月は1

～3月対比で屈折的に落ち込んだ。厳しい収益環境が続く中で、設備投資の先行きが深刻であることが、短観の結果とともに確認されたところである。

続いて、家計部門であるが、5月の有効求人倍率や失業率は一段と悪化した。労働分配率が急上昇している状況下、企業は賃金の引き下げや雇用の削減に一段と踏み込むことは必至である。日本経済新聞社の調査では、この夏のボーナス支給額は前年夏比－16.6%と調査開始以来最大の下げ幅となったようだが、雇用者所得の前年比マイナス幅は、この先一段と拡大し、これを補う物価の下落や生活支援定額給付金などの政策効果は限定的あるいは一時的とみられるため、個人消費は足許の弱めから、比較的是っきりした弱い動きとなるものとみている。

最後に物価であるが、前回までの基調に格別の変化がみられないということだけ申し上げておく。なお、金融環境については後半で述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、水野委員お願いします。

水野委員

前回の決定会合以降の経済指標をみると、幾つか明るいものがあった。一番目は輸出と生産の持ち直し、すなわち、在庫調整の進捗や自動車の減産緩和を受けた幅広い業種における生産のリバウンド、中国における家電購入への補助金支払いの波及等である。二番目として各種政策効果による自動車、家電の国内販売の増加、三番目として公共工事請負金額の増加、四番目として製造業大企業を中心に景況感の悪化に歯止めが掛かったことなどである。

一方、自動車、家電販売以外の消費関連指標は軒並み悪化しているほか、住宅着工戸数も4月、5月と2か月連続で前年比3割減となった。また、雇用・所得環境は悪化を続け、設備投資も減少するなど、国内民間需要は

一本調子で悪化している。

我が国景気の現時点の評価は、達観すれば強弱両方の要因が打ち消しあって、全体としては、「景気は下げ止まっている」との執行部の判断で適切だと思う。

景気の先行きの見通しについては、企業を取り巻く厳しい需要・収益環境を主因に持ち直しの動きが続くかどうか、不確実性が増していると判断している。すなわち、現在もみられる雇用と設備の調整圧力の強さ、製造業大企業における経費削減の強化、それを受けた非製造業と中小企業におけるマインド回復の遅れ、業績底入れの遅れなどにより、国内民間需要の下振れリスクは小さくないと見込まれる。また、欧米の景気回復力の弱さを受けて、秋以降、生産と輸出の回復モメンタムが鈍化する可能性もある。

6月短観の評価について若干コメントしたいと思うが、これまで本行は景気は循環的な回復局面に入ったものの経済活動の水準は低く、国内民間需要は弱いことから、景気の下振れリスクが払拭できないといった見解を対外的に示してきた。その意味で、日銀短観（6月調査）は、経済の変化方向と経済の稼働水準の区別を理解するうえで非常に役立ち、かつ、本行と金融市場の景気認識を共有しやすいデータを提供していると思う。6月短観のポイントは以下のように整理できる。

一番目は、売上・収益計画である。製造業大企業では、業況判断DIが改善したにもかかわらず、2009年度の売上高、輸出額、経常利益が3月調査比でそれぞれ-9.5%、-15.9%、-23.1%と大幅に下方修正された。これは、企業が生産リバウンドの後も売上高の回復は限定的と認識していること、あるいは企業の中長期的な成長期待が低下した可能性があることを示唆している。

二番目は設備投資計画である。ソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額）をみると、全産業全規模ベースで2008年度の前年度比-5.9%の後、2009年度は-12.7%となった。6月調査での下方修正は極めて珍しく、特に製造業大企業は3月調査比-16.4%の大幅な下方修正となった。製造工業稼働率指数は、ピークの2007年8月の106.4から

ボトム of 2009年2月の60.5まで43.1%下落し、直近の5月は前月比+8%の72.6まで回復したとはいっても、ピーク比では依然-31.8%という低い稼働水準にある。先行き、稼働率はピークの8割程度までは持ち直す可能性はあるが、その程度では、製造業が設備投資を抑制するのは当然といえる。

三番目は、生産・営業用設備の過剰感である。設備と雇用の過剰感は引き続き強いことが示された。製造業大企業 of 生産・営業用設備判断D Iは、+38%ポイントと3月調査比1%ポイントの低下にとどまった。我が国の主要3業種である自動車、一般機械、電気機械をみると、それぞれ+67%ポイント、+47%ポイント、+41%ポイントと極めて高水準である。また、素材業種も鉄鋼+63%ポイント、非鉄金属+43%ポイントをはじめ、全体で+40%ポイントと3月は+42%ポイントに続き高水準にある。また、雇用人員判断D Iをみると、全産業全規模ベースは3月調査の+20%ポイントから6月調査は+23%ポイントと悪化した。製造業大企業は3月調査の+35%ポイントから6月調査は+33%ポイントと2%ポイント改善しており、自動車+63%ポイント、電気機械+35%ポイントは高水準ながらも、3月調査の+78%ポイント、+43%ポイントから過剰感は多少後退した。一方、鉄鋼は3月調査の+43%ポイントから6月調査は+54%ポイント、一般機械も3月調査の+43%ポイントから6月調査は+47%ポイントと雇用過剰感がむしろ強まっている。2つのD Iを資本・労働分配率で加重平均した短観加重平均D Iからは、需給ギャップがなお高水準にあることが推察される。

四番目は、企業規模別の格差の拡大である。6月短観では、製造業大企業の悪化に歯止めが掛かる一方で、中小企業の停滞感が目立った。中小企業では、足許の業況判断が足踏み状態となったほか、生産・営業用設備及び雇用の過剰感はむしろ強まっている。これは、足許の景気下げ止りが製造業大企業中心の輸出に起因していることを反映している。

次にグローバルな金融経済危機の先行きであるが、世界の金融危機から読み取れることは、一番目として経済のグローバル化を受けて、金融市場

のグローバル・インテグレーションの傾向がさらに強まってきたこと、二番目として、今回金融危機を契機に世界的な需要低迷が発生するもとの、我が国やドイツなど製造業のウエイトが高い国、輸出依存度が高い国の企業マインド悪化や景気悪化がむしろ目立ったこと、三番目として企業部門のコスト削減努力が家計部門に打撃を与える構図は主要国共通であること、などである。言い換えると、米国の住宅バブル崩壊という家計部門に起因する問題は、ぐるりと回って、主要国の家計部門に悪影響を与える構図となっている。また、我が国、中国、東アジア諸国、ドイツをはじめとするEU諸国、米国等、多くの国で新車買い替え奨励策を発動しているが、これは需要の先食いとも言え、段階的に廃止される来年以降の反動減が気掛かりである。

主要国の先行きを見通すと構造的失業率あるいは自然失業率の上昇、潜在成長率の低下、インフレ圧力の低下、一部の国ではデフレ懸念ともいえるが、財政状況の悪化、超低金利政策の長期化、が共通する現象になりそうである。資産バブル崩壊後、我が国が直面した問題およびその解決に要した時間と経済コストは、欧米主要国の参考になると思う。

3月以降、国内外を問わず、期待先行の株式市場と低迷する実体経済という乖離が拡大した。主要国の超低金利政策を受けて、資源価格や新興国の株価上昇など、一部にはキャリー・トレードの復活ともいえる動きがみえた。しかし最近、原油価格急落や株式相場調整という形で、その乖離の修正の動きがみえる。これは、今回の金融危機の解決が容易でないことが理解され始めた兆しとも解釈できる。

最後に、4月の展望レポートで示した見通しについてコメントしたいと思う。まず成長率については、2009年度、2010年度ともに、概ね見通しに沿って推移すると判断される。ただ、個人的には2010年度については国内民間需要を中心に下振れリスクが幾分強まったと判断している。

物価については、2009年度は見通し比やや上振れるものの、2010年度は、概ね見通しに沿って推移すると判断できると思う。以上である。

白川議長

今月は中間評価を行う月であるので、多少、これまで皆さんがおっしゃったことと重複する面があることはお許し頂きたいが、まず第一の柱に基づく景気・物価の点検というところから話をする。自分なりに本日の議論を整理しながら、自分自身の意見も併せて申し上げると、まず景気の現状については、先月までの「下げ止まりつつある」という評価から、今月はもう一步進めて「わが国の景気は下げ止まっている」という評価で皆さん一致していたと思う。その内容については、繰り返しになるが、まず公共投資が増加をしているということ、それから輸出は、昨年秋以降、海外経済の悪化などを背景に大幅に減少してきた訳だが、最近は、海外現地在庫の調整圧力の減衰などから、持ち直してきている。生産も昨年秋以降、大幅に減少してきたが、最近は、内外の在庫調整圧力の減衰を背景に持ち直している。そうしたもとの、企業の業況感は製造業大企業を中心に悪化に歯止めが掛かってきている。内需の方であるが、設備投資は厳しい収益状況などを背景に、大幅に減少している。個人消費は、各種対策の効果などから、一部に持ち直しの動きが窺われるが、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなっていると思う。金融環境は、多くの方が後の方のラウンドでご発言になるということだったので、この段階では申し上げない。物価の現状については、特に申し上げることもないので、景気の先行きの方に移るが、皆さんのトーンは非常に似ていると思った。足許、内外の在庫調整が進捗したもとの、この後の姿は、政策の効果であるとか、在庫調整が進展した後の最終需要に大きく依存するということであった。この点では、全体として、皆さん慎重にみている、確信が持てないということだったと思うし、私自身もそうみている。ポイントとして挙げられていることは、既に展望レポートで指摘していることだが、中長期的な成長期待が今後どうなるのか、海外経済や国際金融資本市場が回復をしていくのか、それから金融システム面や財政・金融政策の効果が今後どうなっていくのか、この辺がポイントだろうということも特に変化はなかったと思う。物価の先行きについては、当面下落幅を拡大していくが、

その後は下落幅を縮小していくという見方は共通していた。この物価の先行きをどう考えるかということで、少し申し上げると、物価に関する議論はあまりしっかりしたものはなくて、結局はプラクティカルに考えるしかないと思うが、構成要素としては需給ギャップ、中長期の予想インフレ率、それから輸入コストになってくると思う。この需給ギャップについては、本日も、それから今回の会合以前も、いつも指摘されているが、これだけ大きな経済変動があった後の需給ギャップの推計については、相当の不確実性がある、マイナスの需給ギャップを過大推計している危険があるということは、ほぼ共有した感覚だろう。ただ、いずれにせよ、大きな需給ギャップが存在すること自体は、間違いのないことであるから、この面では、物価の下落圧力がかかる訳である。ポイントは少し長い先を展望した場合に需給ギャップがどれ位のスピードで縮まっていくのかということだろうと思う。中長期の予想インフレ率は、これが大事だろうということは皆さん仰っていることだが、この面での大きな変化は今のところみられていないと思う。これは昨日の報告にもあったが、エコノミストの予想は、達観すると大きな変化はない。インプライド・フォワード・レートをみても、中長期のゾーンで大きな変化は今のところみられない。ただ、いずれにせよ、注意してみていく必要があるということだと思う。輸入コストの方は、足許は少し弱含んでいるが、この春の時点から比べると、高めで推移していると思う。以上を全部総合したうえで、中間評価というベースで置き換えると——計数は後程提出して頂くことになる訳だが——、取り敢えず、先程説明のあった計数、それから直前の各委員のご発言を基に整理をすると、成長率については、概ね見通しに沿って推移しているということになる。亀崎委員が2009年度について、確か、「僅かに下方修正」という表現をされたかと思うが、全体としてみると、どういうふうに表現するかは後程議論するが、概ね見通しに沿っているのかなと思った。物価については、原油価格上昇の影響などから、2009年度は見通しに比べてやや上振れるものの、2010年度は概ね見通しに沿って推移するというのが皆さんの評価であったように思う。

私自身の感想ということで、一点ないし二点申し上げたい。一つは、この1か月間での変化という意味で言うと、アメリカ経済を巡る見方が、前回の多少楽観的かなという見方から、今回は比較的冷静な方向に戻ってきているということである。この変化をどう考えるか、ということだが、これはアメリカ経済に限らず、世界経済全体をみる時も同じようなことが当てはまると思う。改めて、昨年秋以降、現在までの動きをどういうふう理解するか、もう一回考えてみたい。勿論、色んな分類は可能だと思うが、大きく分けると二つに分けられると思う。一つは、リーマンの破綻をきっかけとして、金融面あるいは心理面でも極端な収縮が起きた。その極端な収縮が段々正常な状態に戻っていくという部分である。二つ目は、リーマンの破綻以前、つまり2007年の夏以降起きたことは、それ以前の非常に高い成長率が続く経済からそうでない経済に調整をしていく過程である。その二つが同時に進行している訳であるが、今回——私自身もそうだし、皆さんの話を聞いてもそうだが——、予想していたより少し早めに生産の持ち直しが生じている、あるいはその大きさも多少大きいなという感覚を共有していると思う。私自身は、このことはさっきの二つの整理の中で言うと、前者のリーマン破綻以降の極端な心理面あるいは金融の収縮の反動が大きかったという感じがしている。実際には先程申し上げた二つの要因は同時並行的に起きているから、どの程度が前者の要因で、どの程度が後者の要因かというのは分からないが、やはり収縮の巻き戻しの影響が大きいと思う。最近、改めて冷静に認識されてきていることは、金融の極端な収縮、心理の極端な収縮は収まってきたが、大きなトラブルが起きた後の調整というのは、やはり長く時間のかかるものだという事である。来月になったら、別のことを言っているかもしれないが、どうもそういうふう感じられる。その点に関する感覚の違いが、昨日もちょっと議論したが、概してエコノミストの持っている感覚と、それから政策当局者ないしは銀行家の持っている感覚との微妙な違いにもなっているのかなという気がする。

二つ目の感想というか問いかけだが、改めて需給ギャップについてどう

いう情報発信をしていくのが良いかということである。何度も議論したテーマではあるが、需給ギャップについて不確実性が大きいというのは、この場でのほぼコンセンサスだろうと思う。しかし、需給ギャップというか、スラックが大きいこともまた事実であり、それをどういう形で言葉で表現したら良いのかということである。一応、我々がインプリットに想定しているのは、従来使っている需給ギャップの数字——この数字については不確実性が大きいという言い方をしている訳だが——とそれから短観の需給ギャップの中間に真理があるということである。であるとすると、我々自身の情報発信のうえでも、ベンチマークの需給ギャップについての情報発信の仕方や言葉の使い方とかについて、やはり考えていく必要があると思う。それから潜在成長率もかなり下がってきているというのは、あの方法論を使ってみるとそうであるが、ただ非常に短期間の間に、潜在成長率が大きく下がったというのは、どうも潜在成長率という言葉の極く普通の感覚からするとなかなか説明が難しい。エコノミスト的には、勿論、説明は十分可能なのだが、極く普通の情報発信をする時に、どういうふうに説明すれば良いのかということもなかなか難しいテーマだと思った。もし、ご意見があれば、これについても感じをお聞きしたいと思う。取り敢えず、私の方からは以上である。

#### 水野委員

白川議長が言ったことに共通する点を言うと、潜在成長率は恐らく急に下がったのではなくて、もう既にかなり下がっていたかもしれないということである。以前の日本の2%台の成長、アメリカの3%成長、世界の5%成長というのは、実は何らかのバブル、クレジットバブルなり、円安バブルなりの影響で上振れていた結果、それが故にその反動があまりにも大きくなっている。そのため、コンフィデンスの萎縮が起きてしまった、という流れなのかなと、全体に理解している。アメリカ経済の見方というのは、循環的なものと構造的なものと二つあって、後者の構造的なものは、金融危機後に日本が経験したある種のバブル崩壊後の調整圧力の強さという

ものを、多分経験していない人には分かりにくいということであろう。そうすると景気循環論でものをみてしまうので、そろそろ良くなってくるはずであるということになる。しかし、そうした期待と現実のデータのギャップがあまりにも続くので、それがサンフランシスコ連銀のイエレン総裁など当局者——先程の野田委員のコメントは、多分イエレン総裁の発言だと思うが——でも、これは時間がかかるなという話になってきたということがある。その苛立ちが、例えばオバマ政権の中でも第二弾の景気対策が必要だという声——実現できるかどうかというのは、かなり疑問なのだが——に繋がっている。アメリカの景気の回復についての自信のなさというのが、当局者の中からぽろぽろと表に出始めたという感じがする。

#### 須田委員

アメリカの凄い楽観論が悲観論に変化した部分に関してだが、質的な問題としてみている限りは本当に日本と同じだなと思うが、スピードがどうかというのはどうしても分からない。そこは、彼らはもう少し速いかもしれないという部分があるので、こういうふうに慎重な見方が、表に出るとほっとする部分もある。とは言え、もう少しスピードが速いかもしれないという思いは、やはり持ち続けていかななくてはいけないのではないかと思っている。それから、需給ギャップに関しては、確かにこれは凄く難しい。一つは分析する時、潜在成長率と言えば、人口の成長率とか、技術革新など結構外性的に与えることができる部分があるが、足許の成長によってどうしても数字として振れてしまうということも、一緒に出していかないといけない。後からみると——先程水野委員がおっしゃったように——、データが変わっただけでも、ひょっとしたら、過去から本当は低かったのかもしれないという話にもなってしまったり、今後どれだけ変わるかという部分もある。これはやはり元々不確実で動き得るものとして、幅を持ってみていくしかないということも、情報発信するのであれば、同時にやっていかないといけない。この問題については、物価だけを考えるのであれば、需給ギャップなどから外れて、もっと別の説明の仕方をして

良いと思うが、実体経済の安定的で持続的な成長を重視している私の立場からすると、やはりどうしてもこの部分に関して、もう少ししっかりみていかなければならないという思いもある。従って、注視はしていこうと思っているが、なかなか難しい。

#### 白川議長

情報発信で難しいのは——まさに須田委員の言った一番最後の点と関連しているのだが——、私が記者会見で、日本の潜在成長率は下がっていて、仮に一定の方法論で計算すると、例えば、ゼロ%台の半ばであるとか、かなり低い数字になると言った時に、幾ら不確実性があるとか、短期と長期が違うと言っても、私の立場から潜在成長率が非常に低いという情報発信すること自体が、やはりミスリードするという感じがする。それは、大本営発表という話では全くなくて、極く常識的な感覚でもって、そういう情報発信は、やはり不適切だろうという感じがする。ただ一方で、需給ギャップを説明しようと思うと、その裏表の概念として潜在成長率が当然ある訳であるから、単に不確実性があるとだけ言っても、何か情報発信としてはなかなか上手くないところがあるという、そういう意味での悩みなのである。

#### 野田委員

潜在成長率と言うと、直ぐ何%か——リジットなものではないが、1%台だとか、今であれば、もう少し下だという、0~9 まである数字をどうしてもイメージさせる——ということになるので、むしろリアルタイムではなかなかコンプリヘンシブには掴みにくいのだということをも、きちっと理解してもらうことが一番大事なことではないかと私は思っている。どうしても数字をイメージして、一時、日本銀行は2%近いところと言っていたものが、この間は1%と、また低いのかと、数字で議論すると、少しそこだけ独り歩きする。むしろ私は、トレンドとしてそうであるということ、それから、そうは言ってもリアルタイムでなかなか観察できず、

大きな中長期的な流れの中で、この潜在成長率の変化を幅を持って組み込んでいくということが必要だし、そこはやはり避けて情報発信しないという訳にもいかない。先程、ベンチマークという言葉を少しおっしゃったが、ベンチマークとして使うというのは、物凄く危険である。

#### 白川議長

今回は中間評価であり、展望レポート自体を発表する訳ではないが、10月の作業に向けて、皆様が共有している感覚をここで出すことによって、そういうことを踏まえた分析を調査統計局あるいは金融市場局の方に宜しく願います。

#### 西村副総裁

潜在成長率というものは、説明の都合上、何かあたかも技術的に決まっているような印象を与える。そういうふうに説明してしまうのだが、実は稼働率から我々のような形で推計していくとなると、これは経済的な要因が非常に強い訳である。だから、その辺のところをどうやって説明するのか、それは逆に言えば、我々の潜在成長率の測り方と、内閣府の測り方との整合性もまた考えなければいけない状況になって、これはなかなか一筋縄ではいかない問題なので、やはり今後、検討していかなければならないことは確認しておいた方が良いのではないかと思う。

#### 亀崎委員

下振れということであるが、私も基本的には、展望レポートのシナリオどおりに動いていると思うが——概ねと言えばそういうことなのだが——、数字をネグレクトしないで、素直にみた場合、これは執行部の見通しにもあったように——住宅投資を主因に下振れているというご説明があったかと思うのだが——、私も僅かながら、下振れるとみている。シナリオどおりだが、そのシナリオの深さが少し動いた。もう一つ、この前短観の発表があったが、短観の中身をみると、製造業、それから大企業、

中小企業、非製造業と随分動きにばらつきがある。特に中小企業が凄く悪い。企業の抽出率をみると、大企業は母集団 5,388 社のうち 43.9%を抽出している。中小企業は、母集団 180,000 社もあるのに 2.8%なのである。一社一票なのである。こういうばらばらの中で、これを同じ抽出率にしてはどうかということをしよってみた。要は、今公表されている単純集計値に対し、私の試算は、母集団推計値、すなわち具体的には、業種、規模の区分毎の単純集計値に母集団企業数に対する回答企業数の比率の逆数を掛けて算出して同じ抽出率にしてみた。公表された単純集計の全産業全規模では、先程野田委員のおっしゃったように、1%ポイント、3月調査から6月調査にかけて改善した。すなわち、-46%ポイントが-45%ポイントになった。先行きは-41%ポイントで、さらに4%ポイント改善する。ところが、先程の母集団推計値で同じ数字で並べてみると、3月調査が-44%ポイントで、6月調査が-46%ポイントで、先行き9月は-45%ポイントと、6月調査はまだ低下している上、先行きの戻り方も弱い。単純集計値と母集団推計値の真ん中位が実態であろうか。そういうことをみると、足許も結構厳しいのではないかと考えている。そのため、先程の住宅投資の下振れを誤差と呼ぶのか、という点について、私は、これはこういう理由があるから誤差ではなく、下振れだと申し上げた。

#### 水野委員

下振れという表現について言うと、個人的には、国内民間需要が一本調子で悪化しているという言い方をされていて、気持ちとしてはかなり下方修正している。2010年度、2011年度の見通しは、次の展望レポートで踏み込むことになる。多分、回復時期が後ろにずれる可能性というのは、十分あると思っている。それから、諸外国の政策当局者、あるいは国際機関も回復時期を何となく後ろにずらし始めているようなトーンになっているが、今、各国から出されているデータをみても、一頃に言われたよりも回復時期が遅れているとみるのが、多分自然なのだろうという気がする。それで、短観において、一人一票で集計してみると、前回との比較で多少改

善したという話なのだが、ただ先行きに対する不確実性が高まっているというのは、我々の間で何となくシェアされている感じはあるというニュアンスは、中間レビューのところの表現で入れるのか、あるいは文面に入れるのか分からないが、少し何か工夫してはどうか。2011 年度の見通しを出す時に凄い段差ができてしまうといけないので。この先 3 か月間の発信の仕方というのは、実際のデータをみながらであるが、考えていく必要があるかなという感じはしている。

#### 須田委員

今水野委員がおっしゃったが、不確実性が高まっているとは思っていない。それは、どちらかと言うと、足許に関しては、昔に比べてよく見通せるようになって、だからこそ先行きの不確実性がよりクリアになっているということだと思っている。シナリオとしては、今は 2010 年度まで考えているが、それは大きな目でみたら、2009 年度後半から持ち直していくということに関しては、私は、皆さん今まで合意されてきたのだと思う。私は、元々数字は参考だからあまり重視したくない。最近の不確実性の高さの中で、キング総裁がおっしゃったように、ピンポイントはおかしいという意識がある。だから、私自身は、数字を出しながら、幅で考えている。それ故凄く区切りの良い数字を出している。自分の見通しは、幅を持って捉えているから、私の評価はメインの部分と全然変わらないのだが、あまりピンポイントで上振れた下振れたというような話を今するのは相応しい時期ではないと思っている。

#### 野田委員

私もそういう意味では、須田委員とほとんど同感で、やはり不確実性が高いというのは、4月の展望レポートをもう一回読み返すと、そこからスタートしている訳で、その状態が変わらない以上、個人的に幾つかのポイント——コンマ 1 とか 2 位——の修正は実は施したのだが、それ自体私の気持ちの中ではほとんど修正に当たらないとみているので、敢えて、この

足許、ないしは 2009 年度の見方の微妙な変化については、言及しなかったというのが正直なところである。

亀崎委員

ピンポイントというのは、もしかしたら中央値が、2009 年度、2010 年度がそれぞれ $-0.3\%$ と $-0.2\%$ ポイント下振れたということであるか。しかし、幅についても下振れている。2010 年度は、下が $0.2\%$ ポイント下振れている（2009 年度は同じである）。

須田委員

これを幅と言った時には、これで言うと……。

亀崎委員

下から上へ。

須田委員

$-3.7\%$ から $-3.0\%$ で同じである。

亀崎委員

2009 年度は同じである。ところが 2010 年度は、下が $-0.2\%$ ポイント、上が $-0.4\%$ ポイント下振れている。つまり、 $0.8\%$ から $0.6\%$ 、 $1.5\%$ から $1.1\%$ である。全体見通しの幅もである。ピンポイントだけではなくて、やはり幅も。だから前回と比較しても、これが同じであると言うならば、あまり数字は出さない方がよい。

中村委員

集計された数字は、結果的にあまり変わっていないが、私は、海外経済の回復が、前回みていたよりも少し後ずれするのではないかという感じを持っている。

#### 亀崎委員

私もそこである。幾分、やはり少し違うなど。普通これをみたら、やはり下がっている。その下がっているものを…。

#### 白川議長

表現をどうするかは一番最後のセッションでやるが、この委員会ですつと展望レポートを出す中で、これまでどういう議論をしてきたかをもう一回思い起こしてみると、経済のメカニズムをどういうふうに理解するか、これが一番大事で、それをずっと文章で書いてきた訳である。ただ、そうは言っても、世の中で数字を巡る議論がある中で、数字を全く出さないと、やはりコミュニケーションもしにくいから、そういう意味で全くの参考として、数字を出すというふうにした訳である。であるから、毎回毎回、これはあくまでも参考として出しているということを言っている訳である。実は難しいのは、この数字はある一人の人が予測している訳ではなくて、今は8名の人がそれぞれ自分なりの経済観を数字に投影して、それを一つの委員会の数字として出している訳である。その過程で、皆微妙な差がある。勿論その数字には、色々な解釈が可能であるが、取り敢えず、この春想定したメカニズムと比べて、今回はこの委員会としてどうかということである。最終的にどの表現が一番良いかということは、後からまた議論しようというふうに思う。

#### 水野委員

その点、まさにおっしゃるとおりで、メカニズムを書いているという感じである。以前、生産と支出の好循環ということが言われたが、仮に今回それを使うとおかしい。と言うのも、生産については、思ったよりもコンフィデンスが若干元に戻ってきたという感じがあるが、企業、家計の所得形成、それから支出のところ、家計、所得、設備投資については、弱くなっているというのが私の素直な感覚であるためである。だから、生産とその他のコンポーネントに分けると、少し違っていて、纏めると下げ止まって

いるという意味だと、そういうふうに私は理解した。

西村副総裁

少し議論を整理したいのだが、先程の数字の点からみると、資料1の数字でなくて、資料2のリスクバランスシートの姿でみるべきである。2009年度に関しては、微妙であるし、2010年度もこれを少しどういうふうに考えるかは、かなり微妙である。先程申し上げた中央値というか、セントラルテンデンスと幅というのは、あくまでも分布の一つのものでしかないの——一つの統計量でしかないの——、基本的にはバランスのチャートをみて判断するというところで考えて頂いたのだが、これはどういうふうに考えるか。微妙な時は、あまりいじらないというのが、多分、解なような気がする。

白川議長

それでは中途半端な時間なのだが、切りの良い11時に再開をすることにする。

(10時46分中断、11時00分再開)

白川議長

それでは再開する。

## V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針に関し、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。なお、米ドル資金供給オペレーション及び米ドルスワップ取極の期限延長については、6月26日に本日の決定会合にて検討を行うことを公表している。本件及び昨年秋以降、実施してきたCP・社債の買入れ、企業金融支援特別オペレー

ション等の時限措置の取扱いについてもご意見があればお願いします。順番は先程と同様である。それでは、西村副総裁お願いします。

#### 西村副総裁

日本を含め国際金融市場の状況であるが、前回会合で金融市場での状況改善の持続可能性について相当な不確実性があると述べたが、その後やはり市場センチメントが幾分慎重化、リスク資産買い戻しの動きが一服し、多くの市場価格は 2 か月前頃の水準に戻るなど、いわゆる行って来いといった動きとなった。一応は強弱が入り組んでいる経済の実態に見合った市場価格形成の動きと捉えることも可能である。しかし全体をみるなら依然として分断が続き、裁定取引主体が不在な市場も少なくない。市場関係者や当局者の一部には慎重な中にもかなり楽観的な見方が出てきているが、過去半世紀程度の経済史に遡った推論が多く、真の意味のテールリスクについて考慮が行き届いていない嫌いがあるところが気になる。

この背景のもとで、我が国金融市場の現状について述べると、確かに市場環境の改善ないし落ち着きを示す動きが引き続きみられる。第一に T I B O R 3 か月物は水準は高止まりしているものの落ち着いており、9 月末越えプレミアムは小幅なものにとどまっている。第二に C P の発行レートの低下が a - 2 格にも及んで、染みだし効果がみられている。第三に、社債市場でも堅調な発行環境を眺めて 6 月は公募社債が過去最高の発行ラッシュとなっている。

しかしながら、国際金融市場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振れ易い地合いにあり、加えて我が国の短期金融市場の安定は本行の積極的な資金供給が支えている点が大いことや、市場流動性の低さやディスロケーションといった問題は大きくは改善はしていないといったことを留意する必要がある。市場への信頼や、それに基づく市場機能は依然として回復途上であり、脆弱性を孕んでいると言わざるを得ない。慎重にみながら、しかし適切なコンティンジェンシープランを立て、どちらの方向にもディサインプな動きが出たと考えられる

場合には速やかに対処できるようにする必要があると考えている。

以上を考慮すると、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、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状維持が望ましいと考える。

さらに、同じ理由から、米ドル資金供給オペレーション及び米ドルスワップ取極、CP・社債の買入れと企業金融支援特別オペはすべて期限を3か月延長するのが望ましいと考える。これに合わせてこうした措置を含めた12月までの資金供給の円滑化の視点から適格担保の要件緩和措置を来年3月末まで、補完当座預金制度の期限を12月積み期まで延長するのが望ましいと考える。こうした時限措置の目的は、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ということであった。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は、歪みが生じているものの、介入していない他の市場に意図した染みだし効果が生じて広がりつつあり、この状況を支えていくのが現状ではふさわしいと考えている。さらに、これら時限措置には市場参加者の市場に対する信頼を保つ、安全弁の側面がある。使われなくても信頼の下支えとなる効果を見捨てることはできない。

ただし、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は、その効果は実体経済の状況にも依存する。従って、今後の推移によっては、テールリスクが顕現する可能性も否定できないことを考えれば、その際に再延長や条件の変更を含め、現在の介入の仕方が最も効果的なのかどうかをタイムリーに検討できるようにしておく必要があると考える。この観点から、延長期限を3か月とするのが望ましいと考える。特に市場の分断が続きながらも、回復基調にある時は、この視点が重要であると考えている。逆に、市場機能の回復が今後も持続し、時限的措置の支えなしに金融市場がセルフサステインドな状況になるならば、特定市場の介入による歪みが急速に大きくなることが考えられる。その場合は機動的に

時限措置の一部もしくは全部を停止あるいは廃止することが必要である  
と考える。この点からも延長期限を3か月とするのが、十分なフレキシビ  
リティを確保するという点から望ましいと考えている。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

中村委員

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貢献  
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。6月短観をみると、大企業、中小企業とも、資金繰り判断、金融機関  
の貸出態度判断D Iが3月対比改善した。大企業では資金繰り判断が、「楽で  
ある」超に転じているが、中小企業にとっては厳しい状況が続いているよ  
うである。CPや社債の発行環境も改善傾向が続いており、6月の社債発  
行は、当初計画よりも増額して発行する企業が多かったこともあり、2000  
年以降の既往最高額となった。発行金利が引き続き低下していることに加  
え、業種や銘柄にも広がりが見られる。CPの発行は、資金需要が減少す  
る中で、起債に対する安心感が醸成されているため、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-2格についてもTIBOR並みの水準まで低下する局面もあった。民  
間銀行貸出についても、資金需要が弱めに推移していることに加え、社債  
発行への振り替わりがみられたことなどから、前年比伸び率は鈍化してい  
るものの、安定した伸びが続いている。資金需要の減少を受けて新規貸出  
約定平均金利は低下しており、企業の総資金調達コストも低下している。  
このように、企業金融を取り巻く環境は改善の動きが続いている。しかし  
ながら、足許の環境を緩和的と評価している企業でも、先行きの内外経済  
や企業業績に対する不透明感が非常に強いことや、銀行の融資姿勢や起債  
環境の急激な悪化の再来も払拭できないことから、9月以降の資金調達環

境や金融資本市場の動向については非常に慎重な姿勢を崩していない。例えば、既に所要資金の手当てを終えた企業が、最悪の事態に備えて民間銀行とは別枠で日本政策投資銀行からも融資枠を確保したり、また、予防的に積み増してきた多額の手許資金の短期運用についても、対象を債権、債務の相殺が可能な銀行預金やCDに限定しているといった話も聞かれる。また、社債市場では格付けがBBB格の銘柄については、引き続き起債が難しく、格付けや業種による二極化が進んでいる状況に変わりはない。また、金融機関の融資スタンスも一時に比べると緩和的になっているとはいえ、基本的には慎重姿勢を維持している。経済の先行きの見通しに対する不確実性が高い中、企業業績の悪化に伴う赤字運転資金や、合理化等に伴う資金需要の増加も予想されるだけに、緊急融資制度等による資金手当てに依存度を強めている中小企業をはじめとして、先行きの総合的な企業金融環境は楽観できる状況にはない。このような厳しい金融経済情勢や企業の先行きに対する不安心理が、9月末までの短期間で急速に解消するとは考えられない。こうした背景から、来年3月までの年度内の資金手当てを既に終えた企業もみられるなど、昨年秋に資金調達環境が突然かつ急速に悪化した経験を踏まえ、各企業は前倒し的に資金調達を取り進めているようである。このため、9月末に期限が到来する企業金融支援特別オペレーションやCP・社債の買入については、今回の会合で期限を延長し、当面の資金調達環境にかかる不透明感や不安感を払拭することにより、引き続き企業金融支援を図る必要がある。一方、現在導入中の企業金融支援のための異例な一連の措置は、必要な期間に限り、必要な規模に限っての適用でなければならない。不適切に延長されると、市場関係者や企業は本行の支援措置を前提とした対応を取り続けることとなり、自助努力を阻害し、市場機能の自律回復を歪めることともなりかねない。この観点から、新たな期限の設定は来年3月の年度末とはせず、年末までの延長にとどめ、総合的な企業金融の環境改善が確認できれば、異例な措置は廃止するとの本行の明確な姿勢を示すことが適切だと思う。米ドル・スワップ取極に基づく、米ドル資金供給オペについては、市場が落ち着きを取り戻しつつある

ことから、貸付利率が市場金利を上回るため、応札額が減少している。しかしながら、ドルの短期市場についても、引き続き神経質な地合いが続いている中で、企業や銀行の本制度に対する評価は高く、各国中央銀行と同一歩調を取りながら、来年2月までの期限の延長を行うことが適切だと思う。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、我が国の経済をしっかりと下支えする必要があるため、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切だと思う。私からは以上である。

白川議長

亀崎委員、お願いする。

亀崎委員

前半で述べたとおり、日本の景気は下げ止まっているが、今後の回復局面入りのタイミングや、その持続可能性については不確実性が大きいと思う。これまで指摘してきた以下のリスク要因には大きな変化はないため、引き続き警戒心を解くことなく、丹念にチェックしていく必要があると思う。

まず第一のリスクは、金融市場におけるショックの発生である。世界の金融市場は、景気改善を示す指標が増える中、実際の回復を先取りして織り込んでしまったように思う。そのため、足許の各市場は、指標が改善しても改善幅が市場予想対比で弱いことから、地合いが悪化している。実際、景気回復ペースは緩やかであると見込まれる中、市場は、米国住宅価格の底入れ時期の後ずれ観測、金融機関の不良資産処理の遅れ、中東欧経済の混乱、日本の企業収益の大幅悪化など、何らかのショックの度に大きく反応するボラタイルな状況にあると思う。すなわち、依然として実体経済との間の負の連鎖が再び強まる可能性を持った状況が続いているため、特に注意が必要である。

第二のリスクは、金融・財政政策の効果である。各国における大規模な財政政策の効果は、中国以外では、自動車販売の増加を除いてなお限定的

である。今後、徐々に効果が強まってくるとは思うが、その程度や持続性については不確実性が大きいと思う。一方、世界中の緩和的な金融政策により余った資金は、中国と国際商品に流入し、この二つにバブルを引き起こす懸念を指摘する声も聞かれる。今後とも、政策効果は上下両方のリスクを意識しておく必要がある。

第三のリスクは、各経済主体の行動パターンの変化である。リーマン破綻という大きなショックを経た後には、各主体の行動原理が変わり、景気回復に向かう経路も過去の経験とは異なるものとなるかもしれない。そして、景気低迷のトンネルを抜けた後に広がる景色は、それまでとは大きく異なるかもしれない。そうした中での景気判断、政策判断は大変難しく、我々はかつてない大きなリスクを背負っているものと思う。

こうした状況下での本行金融政策について述べる。現在、金融市場では、企業金融支援特別オペの強力な効果などから安定しており、高格付けC Pの金利が短期国債金利を下回るなど、市場金利が低下している。また、C Pや社債の買入オペは札割れが常態化している。しかしながら、企業金融を全体としてみれば、引き続き平常に戻っているとは言いがたい状況である。すなわち、低格付先においては、C Pや社債の金利低下や発行環境の改善、銀行からの借入れの条件の改善は十分ではない。また、高格付先においても、在庫資金や設備資金が不要となる中でも、先行き不透明感から多めの資金を予備的に抱えたままの先がみられる。景気楽観論が広がっている現状では、これが資金余剰感を高めている原因でもあるが、先に述べたように大きなリスク要因が多々ある中で、いずれかのリスクが顕現化した場合には、予備的なものも含めて企業の資金需要が大きく膨らんで、昨年度末までのような資金繰り不安が再び一気に広がる可能性が高いと思う。こうした中、本行の各種施策は、安全弁としての意味合いのものも含め、いずれも有効に機能していると考えられる。今後についても、景気がしっかりと改善して下振れリスクが減少し、リスク資金の安定的な供給者が市場に定着するまでは、コールレートの誘導目標を0.1%という十分に低い水準に維持するとともに、その他の各施策についても、そのまま維持

することが適当と考える。まず、ドル資金供給オペについては、国際協調の観点からも今回、来年2月1日まで延長すべきだと考える。

次に、本行が実施中の各種期限付の施策に関しては、延長の決定時期と延長の期間について、次のように考える。まず、延長の決定時期については、期限までまだ2か月以上の余裕はあるが、今回のこの会合で決定し、公表すべきだと思う。これは、この先1、2か月で状況が大きく改善するとは見込まれない中、十分早めに決定、公表することで、市場の不安をできるだけ抑制することが望ましいと考えるからである。次に、延長の期間については、年末越え資金の調達不安を抑えるため、年末越えをカバーできることを念頭において、3か月程度とやや短めに定めることが適切だと考える。すなわち、本行の異例の策に対して慣れが生じ、いつまでも継続すると思いついて、平時であれば当然行う資金調達努力を怠ってしまうといった状況が発生しないよう、適度な緊張感の持続を促すメッセージを込める意味でも適当であると思う。なお、先行き、景気の下振れリスクの減少や上振れリスクの増加が明確化して、景気が持続的な回復軌道に乗ったと判断できるようになり、かつ金融市場の安定が確実となった場合には、速やかにこれら異例の施策から脱却し、資産バブル発生を抑制する必要があることは念頭に置いておくべきと考える。以上である。

白川議長

山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

まず、我が国の金融環境について整理しておきたいと思う。企業の資金調達コストについてであるが、コールレートが極めて低い水準で推移しており、その中でCP・社債発行金利の低下などから、調達コストは一段と低下している。ただし、実体経済活動あるいは企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果はある程度減殺されているという状況かと思っている。企業の資金調達動向については、銀行貸出は伸びが低下しているが、大企

業向けを中心に高めの伸びが続いている。一方で、CPの発行は減少しているが、これは手許資金積み増しの動きの一服や運転資金需要の後退による影響が大きいようにみられる。社債発行銘柄が拡大してきていることなども併せて考えると、CP・社債の発行環境については、一段と改善してきているという評価ではないかと思っている。ただ、低格付先の社債発行は、なお低水準であることには留意する必要があると思う。こうしたもとの、6月短観では資金繰りや金融機関の貸出態度について、なお厳しいとする先が多かったが、大企業、中小企業とも幾分改善していることが確認された。これらの点を考え合わせると、我が国の金融環境は、なお厳しい状態にあるが、改善の動きが続いているという評価が妥当だと認識している。さらにその先であるが、景気の足取りなどに関して、不確実な面が多く、足許金融環境が改善に向かいつつあるとは言いながら、なお不安感を払拭できないというのが企業の実情であるように思う。

こういった評価を踏まえて、各種の時限措置の扱いについて、考え方を述べたい。時限措置は、時限である限りは然るべき時がくればやめるのは当然である。そう断ったうえで、CP・社債の買入れと企業金融支援特別オペについてである。元々、これらを導入するに当たっては、企業金融が全体として逼迫し、暫くの間、こうした状態が続く可能性が高いといった認識に立って導入したものと理解している。従って、これらの措置をやめるということになれば、企業金融が全体として緩和していて、しかも当面そうした状態が続くとの判断が前提になる訳である。しかしながら、足許と当面の金融環境に関しては、今述べたような判断である以上、これらの措置を廃止するといったことには現状なりにくいと思っている。かつ企業サイドに、先行きの資金調達環境についてなお不安感が強い状況を考えると、我々としてできる限り早めの段階で、方針を明らかにすることも重要であると思っている。さらに、措置を延長するとして、いつまでとするかであるが、色々な考え方があろうかと思う。来年の3月末を越えるところまでカバーしてしまうという考え方もあろう。ただ企業の資金繰りを考えると、年間を通しての非常に大きな節目はやはり年末である。その年末を

越えるところまでをカバーするのが、差し当たって最も適当ではないかと私自身は思っている。いずれにしても、企業の先行きへの見方が不安定な情勢のもとで、我々が時限措置をやめたがっていると受止められることのないよう情報発信面では注意する必要がある。なお、企業金融支援特別オペの延長などに合わせて、民間企業債務の適格担保要件の緩和措置についても3か月間延長する必要があるだろうと思っている。

次に、米ドル資金供給オペについてであるが、市場機能がグローバルにみても回復する中で、応札額が減少してきている。しかし、最近の国際金融資本市場は一頃に比べれば、緊張感は和らいできているが、市場参加者の警戒感は依然として強いという状況である。そうしたことを踏まえて、既にF R B及び各国の中央銀行は米ドルスワップ取極の延長を決めている。本行としても、各国と同様に期限延長を行うことが適当と考えている。

最後に、補完当座預金制度についてである。これについても、一応10月15日にエンドを迎えるということになっているが、この扱いをどうするかということである。昨年12月以降、補完当座預金制度の適用利率を0.1%と、無担保コールレートの誘導目標金利と同水準としてきたが、これによって、我々としては市場機能をぎりぎり維持しながら、最大限の金融緩和を狙うことが可能になっている。ただ本来的には、補完当座預金制度と補完貸付制度を組み合わせることでコリドーを作りながら、その中でターゲット金利の誘導を図っていくことが調節の方式としては望ましいように私自身は思っている。そうしたことを展望していくべきと考えているが、当面は企業金融関連の措置の延長に合わせて、本措置も延長しながら、我々としての考え方を固めていってはどうかと考えている。

最後になったが、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。私からは以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

## 須田委員

最初に、次回決定会合までの金融市場調節方針についてであるが、現状維持が適当だと思う。我が国経済はやや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみているが、依然として下振れリスクの方が大きい中で、引き続き十分に緩和的な金融環境を維持しながら、標準シナリオの蓋然性をしっかり見定めていく必要があると考えている。執行部におかれては、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、機動的な調節を行って頂きたいと思う。

次に、各種時限措置の期限延長についてであるが、まず今山口副総裁からあったが、補完当座預金制度については差し当たり来年1月15日までの延長に賛成である。ただ、欧米先進国のように恒久措置にする方向で検討したいと思っているので、執行部にはそのための材料提供をお願いできればと思っている。次に米ドル資金供給オペ及び米ドルスワップ取極の期限延長については、オペレートが高いこととインターバンクにドルが放出されるようになったため、このオペへの依存は大きく減っているが、企業のドル資金調達環境は依然として厳しい状況にあることや、各国中央銀行の対応を踏まえると、来年2月1日まで延長することが適当だと思う。

さて、企業金融に係る金融商品の買入れなどの措置についてであるが、私は前回の会合で、9月末の期限を控え、どのような形でイグジットしていくべきか具体的に検討すべき段階に来ていると指摘した。以下では、企業金融を取り巻く環境について整理したうえで、オペの効果や問題点を指摘し、私なりのイグジットに対する考え方を述べておきたいと思う。企業金融を取り巻く環境については、企業の収入は、生産、輸出が増加に転じるもとで下げ止まりつつある。また、予備的動機による資金需要が低下しているほか、運転資金、設備投資資金需要も減少し、企業の外部資金需要は減少している。他方、資金調達環境は、貸出金利が低下する中で、CP・社債は全ての格付けに亘って改善している。社債市場では、6月の発行額が過去最高であったほか、レアネームなど発行体にも広がりが見られており、高格付け銘柄を中心に発行環境は一段と改善している。これに対して、

B B B格などの低格付け銘柄に関しては、現時点では2社の発行計画があるものの、発行が膨らんでいくといった状況にはない。もっともB B B格についてはそもそも投資家の投資対象に含まれていないことも多く、また企業サイドも貸出金利の方が低いということがあるので、顕著な改善は見込めない。C P市場でも高格付けを中心に良好な発行環境が続いている。6月は配当や賞与の資金手当てを背景とする発行が嵩み、これまでみられていた官民逆転現象は若干緩和した。ただし、今月入り後はこうした季節的な発行ニーズも一巡している。以上の点を勘案すると、企業金融を取り巻く環境は、1月に公表した社債やC Pの買入れ実施のための必要条件を満たしているとは言えなくなっており、異例ではない通常の政策手段による金融緩和状態に戻していくことを視野に入れるべき時期に差しかかっていると判断している。

私は前回会合で、自動退出機能が付与された社債・C Pの買入れについては、現在の買入計画でオファーを停止するのが自然だと述べた。最近のオペの応札額は極めて少額であるし、上位格付けでは既に政策の下支えなしでも改善傾向が定着しているのも、今もその考えに変わらない。買入オペについては業種別ではノンバンクのウェイトが高く、落札オペ先も一部の先に偏る傾向が窺われている。ごく一部の企業への金融支援策となる惧れがあるとの不公平感を示す向きもあるようである。市場参加者からは、最近の応札額の低さをみて、社債・C Pの買入れであれば期限が延長されなくても大きな影響は出ないだろうとの声も聞かれている。しかしながら、ロイターの企業調査によると、社債・C Pの買入れの継続を求める声が4割に上り、その多さに驚かされる。この中には甘えの構造もあるものと思うが、先行きに対する不確実性が完全に拭えない中であって、買入オペの実態、効果を我々が十分に説明できていない現時点では、買入オペを取り止めてしまうことの企業に対する心理的な影響は無視できず、マイナスのアナウンスメント効果は小さくないと感じている。

他方、企業金融支援特別オペは、企業のやや長めの資金調達金利の低下を促し、企業の資金調達に関する安心感を確保することを狙っており、低

い固定金利で無制限に資金を調達できることから、安心感という意味では効き目が強いと言える。ただし、オペ利用の積極化度合いとTIBORとに直接的な関連はみられない。また、オペの結果、CP・社債の上位格付けの一部には過熱感も窺われているし、CP市場におけるオペの侵食度合いがa-1+で6割、全体で4割にも上っていることは、介入し過ぎとも言える。市場からも、市場に歪みを発生させているとか、運用サイドの厚みがなくなり、市場機能を却って阻害しているといった批判も聞かれる。ただ、この特別オペについては企業だけでなく、オペ先からも継続要望が強いのが目に付く。このことは、企業金融支援という本来の目的よりも、金融機関によるディーリングに利用されている面もかなりあることを示唆している。ここで指摘しておきたいのは、より長めの金利への働きかけという意味では、その他の伝統的なオペによる潤沢な資金供給の効果も大きいということである。9月末越えの共通担保オペ金利が0.14%と、特別オペとの差が僅か4bpであったとのことであるが、より長めの金利への影響という面では、決してこの異例の措置を特別扱いする必要はない。特別オペは少し特別扱いされ過ぎである。この面では、伝統的なオペにいずれ吸収されても問題はなく、このことを分かってもらう必要がある。いずれにしてもこういった異例の措置がもたらすアナウンスメント効果が大きくなり過ぎているので、その効果や副作用を十分に説明しないままに時限措置を取りやめるのは難しいと判断したところである。従って、今回は全ての措置をそのまま延長することでやむを得ないと考える。

ただ、今後緩やかな回復シナリオが実現すれば年度後半にはマクロの金融環境にも改善の動きが広がると考えられるし、企業金融環境もより一層の改善が見込めるので、イグジットへ向けた行動がとれる環境が益々整うと想定される。そしてその判断を適時適切に行えるように、期限の間隔を短くする必要があるので、今回、延長は年末越えの資金繰りがカバーできる12月末までとしたいと思う。それに合わせた形で適格担保要件の緩和の期限も定める必要がある。次の期限までに、10年前の金融危機の際にはCP現先オペで十分対応できたことなども含め、企業の資金繰りの安心

感や、金利への働きかけは異例の措置を解除しても十分可能であること、時限措置からのイグジットと金融緩和からのイグジットとは、分けて考える必要があることを分かってもらうべく、しっかりと企業や市場に説明していく必要があると思っている。

なお、イグジットを考える際の留意点として、企業金融を取り巻く環境が改善したにもかかわらず異例の措置を延長することによって、イグジットへのハードルを自ら高めてしまうリスクがあること、金融経済情勢が改善しても長期間に亘ってこれらの措置を維持すると、景気や物価の変動をかえって大きくしてしまうリスクがあることを意識しておきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

野田委員

我が国経済は前半で述べたとおり、昨年度後半の急速かつ大幅な悪化の状況を脱し、全体として下げ止まっている。4月の展望レポートとの比較では、概ね展望レポートでの整理に沿って推移している。ここで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位を保ち、社債の発行銘柄も一段と拡大するもと、発行金利が低下し、銀行貸出も大企業中心ではあるが、高めの伸びを続けるなど、企業の資金調達環境は総じて改善している。一方で短観をみると、資金繰りや金融機関の貸出態度について、若干は改善しているものの、なお厳しいとみている先が多く、社債発行についても下位格付先は依然として起債が難しい状態が続いている。先行きについても、最終需要の本格的回復がなお見込みがたい中で、企業業績の低迷、悪化に伴うキャッシュフローの減少も見込まれ、後ろ向きの資金需要の発生も予想されることから、企業金融を巡る環境については、当面、基調的には楽観を許さない厳しい状況が続くと言わざるを得ない。以上のような状況のもとでは、極限的と考えら

れる現在の低金利を継続しつつ、その金融緩和効果を最大限に発揮させるべく、潤沢な流動性供給による金融市場の安定確保と、企業金融の円滑化にフォーカスした政策を進めていくことを運営方針の基本と考えている。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると考えている。

併せて、これまでに実施に移した一連の措置を含め、我々が有する様々なオペ手段を、引き続き市場の予見可能性に配慮しつつ、着実かつ継続的に実行し、市場に潤沢な流動性を安定的に供給することにより、市場に資金調達に係る安心感を与えていくことが引き続き重要と考える。次回会合までと申したが、その一連の措置については、次回会合の先までも展望して、その期限を延長するかどうかについて、私の見解を述べたいと思う。結論から述べれば、各種措置の期限をそれぞれ3か月間延長することを本日の会合で決定することが適当だと考える。まず、期限を延長する根本的な理由としては、我が国の経済や金融市場の状況、見通しやリスクを踏まえた総合的な判断である。前半のパートでも議論したように、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が、引き続き大きなダウンサイド・リスクを抱えており、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。金融環境については先程述べたとおりで、基調としては厳しい状況が続くとみている。これが最大かつ根本的な理由である。

以下、個別の措置のうち、特に市場で議論の焦点となっていると思われる企業金融支援特別オペを中心に敷衍したいと思う。この特別オペとCP等買入オペなど他の一連の措置による潤沢な資金供給の効果と相俟って、一部のCPのレートがTBのレートを下回るという歪みを招来していることは事実である。確かに、市場機能という面だけに着目すれば、それは好ましいものでないことは疑いの余地もなく、副作用は出ないに越したことはない。しかし、副作用のコストは、こうした措置がなかりせば発生する可能性の高いコストとの比較で評価されるべきである。そもそも、特別オペは、企業金融円滑化に資する観点から本年1月に導入したが、翌2月に

は、その目的をより明確化するとともに、その目的達成のため実施頻度や供給期間を長期化した。その目的の一つが、企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すというものであった。その後、TIBORをはじめとしてターム物金利に反映されているリスクプレミアムは低下の一途を辿っており、一連の措置が全体として一定の効果を満たしていることが確認されている。

このことを逆に言えば、その中心となっている特別オペの撤廃にはターム物金利が上昇するリスクを孕んでいるということに十分に配慮する必要がある。もう一つの目的が、企業の資金調達に関する安心感を確保することであった。ターム物金利に反映されているリスクプレミアムの低下は、これらの措置が企業の資金調達に関する安心感の醸成によって促されている。言い換えれば、セーフティーネットとして機能していることにも留意する必要がある。先程、述べた根本的な理由とした情勢判断に立つと、現時点では、資金調達に係る安心感を市場関係者に与え続けることが重要であると考ええる。

最後に、コミュニケーションについて述べる。重要な点は、延長期間を今回短縮することである。この点については、一つに我々が異例の政策措置を必要以上に長期間に亘って続けた場合のリスクを念頭に置きつつ、その終了時期と円滑な終了方法を不断に点検しているということ、この期限を短縮することによって一層明確化するという意味があるということ。二番目に、このこと自体は——すなわち見直し期限の短縮自体は——今後の判断に予断というものを与えるものでは一切ないこと、これをきちんと説明していくことが重要であろうかと思う。

なお、最後に、特別オペ以外の措置のうち、補完当座預金制度について若干付言したいと思う。これは、積極的な資金供給を行うことを念頭に無担保コールレートの過度の低下を抑制する方策としてスタートさせたものではあるが、補完当座貸出制度と対になってコリドーを構築するものとして、政策金利の水準あるいは金融市場の安定度の如何にかかわらず有効に機能していくものと考えられるところから、本質的には、恒久的なファ

シリティに位置付けられるものと認識している。私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

まず、細心の注意を払った市場との対話が求められているということをお話する。世界の経済・金融情勢は、政府や中央銀行の支援なしでは自律回復できない脆弱な状況にあると思う。主要国だけでなく、新興諸国も、中央銀行による潤沢な流動性供給と政府による財政刺激策に支えられている。それらは、大別すると、非伝統的な金融政策、大型の財政出動、欧米における金融システム安定化策となる。例えば、金融機関の貸出態度が慎重であるため、資金が偏在し、経済の血液であるマネーの巡りは良くないものの、短期金融市場の金利は安定しており、格付けの高い発行体のCPや社債、国債、比較的シンプルなクレジット商品などの価格も上昇しているのは、世界全体で見れば、各国の施策を受けて流動性が潤沢であるためである。従って、景気回復期待を後退させるマクロ経済指標、追加景気対策に消極的な政府高官発言、出口政策を巡る思惑の独り歩きなどは、金融市場における安心感に水をさす可能性がある。一方、非伝統的な金融政策や大型財政出動は、その潜在的な副作用を考えると、いつまでも継続すべきでない時限措置であるだけに、各国のポリシー・メーカーは市場との対話に細心の注意を払う必要がある。

次に、企業金融は依然として厳しいということにコメントしたいと思う。我が国の短期金融市場、クレジット市場、債券市場は安定した動きが続いている。しかし以下にみるとおり、企業金融は引き続き厳しい状況にあると判断される。従って、各種時限措置は全て継続することが適切だと思う。第一に、企業のキャッシュフローは一段と悪化している。日銀短観（6月調査）では、2009年度上期の当期純利益は、全産業全規模は前回比修正率が-62.9%、製造業大企業では欠損となっている。第二に、法人向け貸

出が減少し、貸出金利が低下している中で、貸出市場は再び借り手優位になっているはずであるが、6月短観の全産業全規模の資金繰り判断DI（「楽である」から「厳しい」を引いたもの）は、-12%ポイントと3月調査の-15%ポイントから僅か3%ポイントの改善にとどまっている。また、全産業全規模の借入金利水準判断は、3月調査は-5%ポイント、6月調査は+3%ポイント、9月予測は+14%ポイントと、上昇するとの回答になっている。大企業の9月予測も10%ポイントの上昇となっている背景には、昨年末あるいは昨年度末にかけてのCP金利や銀行借入金利上昇という苦い経験、あるいは、格付機関による格下げや金融機関による自社の信用格付けの悪化等によって、将来的に借入金利が上昇することへの警戒感が強いことを示唆している。第三に、以上の話とも平仄がとれるが、足許のCP金利やターム物金利は低下し、マイクロファイナリングでも企業からは本行による企業金融支援策の継続を求める声が根強いことである。金融市場の一部では、現在の異常に低いCP金利では機関投資家はCPを購入できないなど、市場の適正な価格形成機能を歪めているという問題を指摘する向きがある。ただ、日本銀行の企業金融支援策の政策効果の大きさに比べれば、その副作用は小さいと判断される。

本日の決定会合で延長を決定すべき時限措置については、以下のように考えている。第一に、米ドル資金供給オペについては、他の主要国の中央銀行と平仄をとるためにも、来年2月1日までの延長を決定することが適切である。FRBは6月のFOMCで一連の緊急資金供給制度と各国中央銀行の追加スワップ協定を2010年2月1日まで延長することを発表している。第二に、CPと社債の買入れ措置を3か月間延長することである。CP等買入オペ、社債買入オペの落札実績などから、市場ではその役目を終えたとの見方もあるが、これらの時限措置は、導入当初からバック・ストップとの位置付けであり、恒常的に使われることを想定していない。しかも、市場機能が回復すれば、自動的に出口に近づく仕組みにもなっている。第三に、企業金融支援特別オペを、条件の見直し等を一切せずに、3か月間延長することである。

次に、一連の施策をワンセットと捉えて金融市場全体の効果を考えることの重要性についてコメントしたいと思う。白川議長は6月16日の決定会合後の記者会見において、CP市場で格付けの高い企業が発行するCPの金利が、短期国債の利回りを下回る官民逆転現象が起きていることに言及しながら、一つ一つの市場の歪みをみて判断することが必ずしも適切ではないと指摘した。最終的には企業金融全体で判断しないといけないとも述べているが、私も同感である。リーマン・ショック後に本行が採用した金融政策面での措置については、政策金利の引き下げ、二番目として、金融市場の安定確保のための措置、三番目として、企業金融円滑化の支援のための措置と整理して対外的に情報発信してきたが、本来、これらの措置は明確に峻別することは難しく、評価するにしても、総合的な政策対応として政策効果を考えるべきである。例えば、企業金融支援を主眼とした措置は、現在ではターム物金利の低位安定への寄与を通じて、国債イールドカーブ全体を安定化させている。これを染み出し効果とおっしゃる方もいると思うが。

それから憶測を防ぐために、今回の対外公表は淡々と延長するというニュアンスを出すことが重要だということについてコメントしたいと思う。今後、第二次補正予算編成時には、税収減少を補填するための国債増発、場合によっては、追加の経済対策発動に伴う国債増発も否定できないなか、事実上の時間軸効果の役割を果たしている企業金融支援特別オペ等を現時点で見直すことは、非伝統的な金融政策運営からの出口戦略の思惑を呼びかねないだけに反対である。ただ、勿論、金融市場が同オペへの依存度をさらに強めた場合、将来の出口政策が難しくなるなど、長い目でみた場合は副作用があるとの見方も理解できる。そのため、個人的には、2月の決定会合で決定した6か月の延長ではなく、今回は3か月の延長を決定することが適切だと思う。その際、将来の同オペの見直し等、様々な憶測を呼ばないようにすることが重要である。決定会合後の対外公表文では、企業金融を取り巻く厳しい環境は変化していないという本行の基本的な判断を踏まえ、淡々と延長するといったニュアンスが出るように、ワー

ディングを工夫することが大事だという点も指摘しておきたいと思う。繰り返しになるが、本行は、金融と実体経済の先行きに対して、慎重な姿勢を崩していない中、早期の出口戦略の思惑が強まらないように、細心の注意を払う必要がある。最後に、当面の金融市場調節方針は現状維持が適切だと思う。以上である。

#### 白川議長

まず、調節方針については、現状維持ということで、私も同感である。それから、委員方のご意見を集約すると、企業金融の円滑化と金融市場の安定確保を引き続き図っていく観点から、CP・社債の買入れ、企業金融支援特別オペレーション等の時限措置を延長することが適切というご意見であった。私も同じ意見であるが、私自身の整理は後から申し上げる。この後の議論の関係で、仮に時限措置を延長とした場合に、どのような対応が可能なのか執行部から説明をお願いします。

#### 雨宮企画局長

今、整理のための紙を一枚お配りする。各委員から言及のあった時限措置の延長であるが、すべて触れられた委員と、一部に3か月程度と触れられた委員もいらっしゃるが、全体を総括して纏めると、こういうことになるかと思う。時限措置は7種類あるが、グルーピングするとこういうことになる。一番上がドル供給オペ、ドル・スワップ取極であって、これは先程もご指摘があったが、FRBとの協力の関係で2月1日ということが適当かと思われる。それから、次のCP・社債・企業金融支援特別オペ、この三つは年末を越えるということで、3か月延長して12月31日というグループである。それに伴い、この12月前のオペを円滑に行い得るよう、担保関係の措置は3か月カバーするということになるので、次の二つ、社債・証貸債権のBBB格適格化、それとABCPの適格要件特則については、現行の12月31日を来年の3月31日まで延長するということになるかと思われる。それと、補完当預についてであるが、現行の期限10月

15日と同じ考え方で、期限を含む積み期間までの延長を考えると、この1月15日になる。仮に後程ご決定頂くことになる関連規程の量は大量になる。それぞれのオペにかかる基本要領と業務方法書の一部変更を行うことになるが、これは後程提出させて頂く。それから、数名の委員から補完当預のご議論があったので、一点だけ追加させて頂く。元々、補完貸付と補完当預でコリドーを形成して、その中で金融調節——市場金利の誘導——を行っていくという金融調節の手法というか区切りは、いわば一種国際的なスタンダードになりつつある。こういう仕組み自身は、当然恒久措置ということ念頭に置くことが自然な考え方だろうと思うし、我々もそれに向けて検討を進めていきたいと考えている。ただ今回は、先程山口副総裁からご指摘があったが、大量の資金供給の中で市場機能をぎりぎり維持するという導入したものである。またもう一つ、恒久化する場合には、今のような超過準備付利というタイプでいくのか、あるいは別途、ECBやBOEタイプのような預金ファシリティという格好でいくのかといった制度設計に関する検討も改めて必要になる。恐らくその際は、今の補完当預の制度についても、例えば利用日数をどうするかといったことも含めて、コリドーの仕組み全般をもう一度新しい時代にそぐうように考え直しながら進めていくという作業になると考えて、これは宿題として頂いていると認識している。

白川議長

総括と私自身の感じを申し上げる。まず、調節方針の方は格別の議論は必要ないと思うが、一連の時限措置の延長問題を考えていく上での前提として、金融環境をどう判断するかということである。この点については、春先以降、改善が続いてきた訳だが、現時点での判断としては、金融環境はなお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いているという形で総括できると思った。

多少その中身を分解してみると、第一は企業の資金調達コストは一段と低下しているということである。ただし、この点については、实体经济活

動や企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺されているということ、これはここへ来ての変化ではないが、水準の評価としてはそういうことになるだろうと思う。

二番目として、銀行貸出は伸び率こそ低下しているものの、大企業向けを中心に高めの伸びが続いているということである。

三番目は、CPの発行は足許減少しているが、これは手許資金積み増しの動きが一服していること、あるいは、運転資金需要の後退による影響が大きいとみられる。社債については、6月は過去最高の月間発行額であったし、銘柄的にも拡大していることを考えると、CP・社債の発行環境は一段と改善してきていると思う。ただし、下位格付先の社債発行は依然低い水準にとどまっている。

四番目に、資金繰りや金融機関の貸出態度についても、なお厳しいとする先が多い訳だが、方向として大企業・中小企業とも幾分改善していると思われる。そう申し上げた上で、一連のオペの時限措置については、私は皆さんと全く同じ意見で、単純に3か月延長するというのがこの時点では一番相応しいと思う。

議長として、一連の措置を決定する際に、この金融政策決定会合で我々がどのように議論したのかということのを改めて振り返ってみたいと思う。措置の内容によって決定した時期が違うが、一番大きな決断の一つであったCP・社債の買入れを行うに先立って、この1月に「企業金融に係る金融商品の買入れについて」という基本的な考え方をここで議論し、採択をした訳である。その時に我々が何を議論し、どういう形で対外的に発表したのかということ、いくつかキーとなる表現を拾ってみる。まず、「買切り」という、これはあくまでも「特別支援オペ」ではなく「買切り」についてであるが、「損失発生を通じて納税者負担を生じさせる可能性が相対的に高く、また、個別企業に対するミクロ的な資源配分への関与が深まるという特徴をもつ」ため、「異例の措置と位置付けたうえで、実施の可否や方法を検討する必要がある」と、まず総論として言っている。その上で、そうした異例の措置を実施する必要性があるかどうかを判断する際の

基準として言っていることは、「当該金融商品の市場金利が発行企業の特  
性如何にかかわらず全体として高騰する、あるいは、当該金融商品の市場  
取引が成立しにくい状態が継続するといった市場機能の著しい低下が生  
じており、これが企業金融全体の逼迫につながっていること」ということ  
を掲げている。

この判断基準に照らして現在を考えてみると、昨年秋あるいは今年の春  
先までの状況に比べると、状況としては明らかに改善の方向に向かっ  
ているということである。これは、先程の企業金融の現状評価に表わ  
れている。しかし、それでは、そうした措置、例えば買入れの措置をや  
めた方が良いかという、やはりそこまでは言えないと思う。先程申し  
上げたように、やはり企業金融あるいは金融環境全体を判断すると、  
なお厳しいと判断した方が適切だろうと思う。なぜ、我々がそのよ  
うに判断するか、勿論様々なポイントがあるが、二つばかり気にな  
ることがある。

一つは、確かに改善はしてきているが、二極化現象というものは、  
まだ解消されていないということである。格付けの低い先の発行が  
難しい、あるいは業種によってなかなか発行ができないという意味  
で、二極化現象というのは解消していない。それから、もう一つは、  
将来の資金調達に関する不確実性をやはり完全には払拭できない  
ということである。これは、勿論、バックにある景気情勢について  
の見方ということであるが、不安感は払拭できていない。そうい  
う意味で、今回は延長することが私も適当だと思う。ただし、状況  
が改善していることもまた事実であるから、市場が改善した後も  
ずっとこうした措置が続くと、市場の有する自律的な調整機能を  
阻害し、結果として経済あるいは市場の変動を大きくする惧れが  
あることも皆が意識していることである。そうしたことを全て比較  
考量すると、今回は6か月の延長ではなくて、3か月の延長にして、  
その時点で金融情勢を丹念に点検して判断するというのが最適であ  
ると思った。

多少付言すると、各国でやっている措置は違うが、異例の措置を  
どういう形で将来少しずつ——イグジットという言葉はあまり好  
きではないが——どうやって見直していくかというストラテジーを  
彼等も考え始め

ている。私が改めて去年の秋以降の金融市場の動きをみて感じることの一つは、世界の金融市場、特にクレジット市場というのは、レベルは勿論全く同じではないが、やはり大きな方向として各国で同じように動いてきているということである。そういう意味で、各国の政策措置も同じような形で動いてきているように思うので、例えば他の国が支援措置をやっている時にある国だけがやってないということになると、今みたいにグローバル化したもとでは、その市場は非常に不安定になりやすい。逆に他の市場がそうした措置を少しずつ見直している時に、ある国だけが見直していないと、今度はその市場にまた歪みが出てくる。そういう意味で、主要国がどのようにこの点について運営しているかということについても注意深くみていく必要があると思っている。

そういう意味では、まず何よりも企業金融を中心として、金融の状況を予断を持つことなく点検していくという姿勢が一番大事だと思う。加えて、海外の中央銀行の動向も非常に大事なポイントだと思っている。二つ目に、先程須田委員からも言及があったが、我々自身が行なっているオペの中で、特に問題となるのは企業金融支援特別オペであるが、この特別オペと伝統的な資金供給オペについて、改めて、それがどういう影響を持っているのかということをよく考えておく必要があると思う。ターム物金利というのは、我々自身昨年末から意識してきている訳だが、このターム物金利の引き下げということに対して、企業金融支援特別オペというのはそれなりの効果を発揮してきたと思う。ただ、ターム物金利の低下に寄与するルートとしては、勿論、この特別オペがある訳だが、二つ目として我々自身の目先の金融政策運営に関する説明、あるいはその背後にある景況感の説明も、市場において先々の金利形成の大きな決定要因である。これも多分独立の影響を發揮していると思うし、伝統的なオペを使って潤沢に量を供給していることも低下効果を發揮している。そういう意味で、ターム物レートが今それなりに少しずつ下がってきていることに対して、企業金融支援特別オペが果たしている固有の効果がどれ位なのかということ、この後丹念に点検していく必要があると思っている。現状では、特別オペが果たして

いる役割は、先程の 4bp——機械的にいうと 4bp でも実態的にみれば、あるいはもう少しあるのかもしれないが——ということである。いずれにせよ、その辺は我々のこれからの課題だと思っている。それから、三つ目の課題は、先程雨宮企画局長からも言及があったが、補完当座預金制度について、今回は単純に延長だが、将来これをどうするか、恒久措置にすることも含めて検討していかないといけない。今すぐの課題ではないが、不断の検討をお願いする。

取り敢えず、企業金融環境の点検、あるいは時限措置の延長について考え方を申し上げたが、追加的なご意見があればお願いします。

#### 野田委員

私もまだ頭の中を整理できていないが、先程おっしゃった整理の中で、各国の状況をみていくときにどの点をみていくのか。それぞれ少し次元は違うようではあるが、金融政策にしる財政政策にしる、各国独自の状況の中で、各国がそれぞれ考えていくということも予てから一つのロジックとして言ってきた。この問題をどう整理して、クリアに説明していくかは、我々も認識しておく必要があると思う。総裁もそうおっしゃったけれども、整理し切れていないものだから、もう一回説明して頂きたい。

#### 白川議長

先程、早口で申し上げたことは、こういう趣旨である。この場でも何回も申し上げているし、記者会見の席でも割合しつこいように申し上げているのは、いわゆる金融政策の政策協調という考え方は、原理的に適切な考え方ではないということである。勿論海外の金融経済情勢は、日本にも影響するわけだが、あくまでもそれを日本に投影した上で、日本として、どういった金融政策が一番適切かを判断するということである。その結果として、各国と揃うということはあるけれども、それは別に協調ではなくて、日本のことを考えた上で、最適な政策がたまたま一致したという整理だろうと思う。そういう意味で、いわゆる政策協調論ということを行っている

のでは全くない。私が先程申し上げたのは、それ以前の即物的な話であつて、この春以降、海外の中央銀行が——特にF e dがそうであるが——イグジットに関する情報発信をしている。この「している」というのは、たぶん「しない」とますます先々の不安が、すなわちインフレ懸念が高まってくるという状況が何となく出かかっているから、イグジットに関する情報発信を彼らがしているということだろうと思う。多少受身的なものだとは思いますが、いずれにせよ彼らは彼らなりに何かを言っているということである。一方、欧州中央銀行も情報発信をしている。その情報発信は、言葉で発する情報発信もあるし、いわゆる企業金融というか、クレジット・マーケットに関する個別的な政策について、何がしかの手直しを彼らもやり始めている。例えば、F e dについていえば、まだ非常にマイナーではあるが、T A L Fについて少し見直そうとしている。それで、ある段階でそういう措置を、主要国で見直した時に、海外の投資家もそうであるし、グローバルに活躍する企業もそうだが、どのマーケットで資金調達をするのかを常に考えているわけである。これは、金融政策というレベルの話ではなく、それよりも少し前の話であるが、そういう意味で金融市場の間での何がしかの歪みというか、変化が起こる可能性があるということである。典型的には、これは我々の政策ではないが、去年の10月に起きた現象は、ある国は金融機関の債務を保護するが、ある国は保護しないということがあり、その結果保護しない国の金融市場が大きく混乱したという現象が起きたわけである。これは金融政策の政策協調ということではなく、金融市場間の歪みという現象が起こり得る可能性があるという趣旨で申し上げた訳である。

#### 西村副総裁

極めて教科書的にいえば、金融システム安定化策に関しては、同じ方向を向いている訳だから、これをやる時に関しては、お互いよく考えなければいけない。お互いのある種のシークエンシングを上手くやっていかないといけない。ただ、金融システム安定化策と金融政策が不可分になってき

ているので、そのこのところをどういう形で上手く情報発信していくかが、多分一番難しいと思う。

#### 野田委員

確かに、今の整理はそのとおりだろうと、今納得したけれども、これを外に向かって言う時に、諸外国、特に先進国の出口をよくみるのだと言うと、各国をみてからゆっくり出ればいいじゃないかと、そういう惧れもあるので、コミュニケーションとしては相当注意をしていかないと。また——またと言っただけに——、最後に行動を起こすのは日本銀行であるとか、そういう見方に繋がるのは極めて良くないし、本意ではないので、今の整理は整理としてよく理解できたが、そこはよく注意をしてほしい。

#### 白川議長

全く同感である。先程の補完当座預金制度の話も、内部的には検討して頂きたいと申し上げてはいるが、対外的には、そういうことを言うつもりは全くない。今の点も、認識として、どういう点がポイントになるかという話として申し上げた。

#### 水野委員

総裁の言いたいことを私は前半で言ったつもりだったが、経済がグローバル化して、グローバルに活躍する企業が増えて、金融の資金調達もグローバルでより有利なところでやろうとすると、金融面では、グローバル・インテグレーションが進んでくる。だから、金融機関もグローバルなモデルを——投資銀行が典型的だが——構築するのがメークセンスなんだという話だと思う。そういうことを前提に置くと、金融政策も結果において似てくるところがあるという感じがする。何故そのようなことを言うかという、90年代までのまだグローバル化が今ほど進んでいない頃というのは、日本の不良債権問題は日本で閉じていたが、今回は、当初、

欧米の金融危機とっていたものが、世界的な金融危機と、我々も何となく表現を変えている。何故かと考えると、海外の金融情勢の変化に我々も大きな影響を受けている訳である。そういう意味では、やはり政策を考える上でも、グローバリゼーションということの頭の片隅には置いておかなければいけない。野田委員がおっしゃったことは正しくて、各国が正しいと思うことをやると言いながらも、ただ、その時に念頭に置いておくべきなのは、他の国は何をやっているのかということである。他国がやることの影響は、我々も前よりは受けやすくなっている、そんな環境だと思う。

#### 須田委員

海外の中央銀行をみていくというのが、当然政策協調だとは思っていないが、ただそうすることが必要だと思うのは、結局、我々が色々な非伝統的な措置を導入する時に、もし他の国が何もやっていなかったら、どうだったかということを考えるからである。結局は、日本だけではなくて、途上国も含めて一緒にやるのかと相当言われているが、それで本当に最適なことができたのだろうかという思いが私自身にはある。そういう意味では、私は、CPは現先だけである程度できたのではないかという思いもあったが、企業にとっても、他の国がやっていれば、やはり日本銀行も当然買入れをやってくれということになって、目線が違ってきてしまうというところがあると思った。ゼロ回答はできないということであるならば、イグジットする時もやはり全く海外を無視してはできないので、そういったことも考慮に入れながらやっていくしかないと思う。

#### 白川議長

情報発信については、ほとんどの方が触れられたし、私もこれは非常に大事だと思う。先程申し上げたとおり、全ては3か月延長した後の期限が到来した時点で、企業金融あるいは金融市場の状況がどうかという判断にかかっているわけである。山口副総裁から「出たがっている」という表現があったが、私自身そう思っている訳ではない。あくまでも経済・金融の

実態があって、その上で最適な政策を追求していくという姿勢を皆さんがシェアしている訳であるから、まかり間違えてもそういう印象を与えないように、私もそうだし、皆さんもよろしくお願ひしたい。

他にはないか。それでは、あらためて整理をすると、調節方針については現状維持、それから時限措置については、今整理した考え方のもと、3か月間延長することとする。議案を用意するが、対外公表文については、調節方針、中間評価、それから各種時限措置の延長について盛り込んだ上でお諮りをしたいと思う。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂く。最初に、財務省の香川総括審議官からお願いする。

#### 香川財務省大臣官房総括審議官

現在の経済情勢については、今回の決定会合においてもご指摘があったとおり、輸出や生産の持ち直しなどによって景気は全体としては下げ止まっているものの、厳しい収益環境などを背景に設備投資は大幅に減少、雇用・所得環境が厳しさを増す中で個人消費は弱めの動き、住宅投資は減少と、未だ厳しい状況もみられている。

政府としては、今回日銀オペの拡充を決定頂いた政投銀のコミットメント・ライン設定業務を含め、経済危機対策に盛り込んだ施策全体の早期実現に向け、全力を挙げているところである。

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、我が国経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。

#### 白川議長

それでは、内閣府の藤岡内閣府審議官、お願いする。

#### 藤岡内閣府審議官

我が国の経済は厳しい状況にあるものの、輸出、生産が持ち直している

ことに加え、経済対策の効果もあって、このところ持ち直しの動きがみられる。先行きについては、雇用情勢の一層の悪化が懸念されるとともに、世界的な金融危機の影響や世界景気の下振れ懸念など、景気を下押しするリスクにも留意する必要がある。加えて、需給ギャップが大幅に拡大していることから、デフレのリスクに留意する必要がある。政府としては、当面の景気対策を最優先で進めるため、経済危機対策等を着実に実施することとしている。また、安心、活力、責任の三つの目標を同時に達成するための道筋を示す「経済財政改革の基本方針 2009」に基づき、経済財政運営を進めていく。日本銀行におかれては、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するため、引き続き政府との緊密な連携のもとで、適切かつ機動的な金融政策運営を行うよう要望する。また、今般ご提案のあった企業金融支援特別オペレーション等の延長については、世界的な金融不安、景気後退が懸念される中で、適切な措置であると考えている。引き続き企業金融の状況を見極め、必要に応じ適切に対処して頂くようお願いする。以上である。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、各種時限措置の延長に関する議案、対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。まず委員方は、成長率やインフレ率の見通し及び分布をご提出頂き、事務局は集計及び各種時限措置の延長に関する議案に関する準備を進めて頂きたい。修正及び議案準備のため暫く休憩をとる。再開はどの位が良いか。

加藤企画局企画役

最低 5 分頂きたい。

白川議長

最低 5 分か。

雨宮企画局長

数字を頂いた時にまたお伝え申し上げたい。

白川議長

それでは、12時20分に再開する。

(12時14分中断、12時20分再開)

白川議長

宜しいか。

雨宮企画局長

頂いた計数は変更なしだったので、それを組み込んだ公表文等を今作らせて頂いて、今配付させて頂いている。

[事務局より議案配付]

白川議長

それでは、議長提案の最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針、次に「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正等に関する件、最後に対外公表文の採決を行う。それでは、読み上げをお願いします。

雨宮企画局長

まず金融市場調節方針である。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。二つ目が「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正等に関する件」ということで、期限延長の案件を全部1本に纏めたも

のである。案件を読み上げた後、個別のものについては纏めてご説明申し上げます。まず読み上げる。「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正等に関する件。案件。最近の金融資本市場の情勢に鑑み、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、下記の諸措置を講ずること。」「記」以下であるが、先程申し上げたとおり幾つかの時限措置を延長するための規程類全部で15本になるが、1本1本の読み上げは割愛させて頂いて、グルーピングごとにちよつとご説明申し上げますと、まず1頁目の1番から3番までがFRBとのスワップとドルオペ関係である。それから4番が「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」で、これは例のABC Pの特則であり、これはこの1本である。それから頁が跨るが、5番から6番、この二つが補完当預の期限延長である。それから7番が「社債および企業に対する証書貸付債権の適格性判定等に関する特則」で、これがBBB格までの特則の延長のものである。8番と9番が企業金融支援特別オペ関係、10番から12番がCP等買入れ関係、13番から15番が社債買入れ関係ということである。それぞれ内容はその右側をご覧頂くと、別紙1.が「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の改正案であるが、全て日付をかつての期限から新しい期限に書き換えるという措置を機械的に全ての規程について適用しているということで、以下全て同じであるので説明は省略させて頂く。最後に公表文である。上から順番に読み上げた後簡単にご説明申し上げますが、まず読み上げる。「2009年7月15日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成○、反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」。2. は期限延長だが、「企業金融の円滑化と金融市場の安定確保を引き続き図っていく観点から、日本銀行は、CP・社債買入れ、企業金融支援特別オペレーション等の時限措置を延長することとした（賛成○、反対○、別紙参照）。」ということで、一個一個のアイテムは別紙に纏めて掲載している。別紙は

大勢見通し等の次の一番最後の頁に 7 項目を纏めているという格好である。3. 以下が情勢判断であるが、今回やや大きく変えているので見え消し版は配付していないので、読み上げた後、主たる変更点をご説明申し上げます。「3. わが国の景気は下げ止まっている。すなわち、公共投資が増加しているほか、輸出や生産は持ち直しており、企業の業況感は、製造業大企業を中心に悪化に歯止めがかかっている。一方、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は大幅に減少している。また、個人消費は、各種対策の効果などから一部に持ち直しの動きが窺われるものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなっている。この間、金融環境をみると、なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、マイナスとなっている。」。このうち主要の変更点であるが、1 行目、「わが国の景気は下げ止まっている」、これは昨日ご説明申し上げたとおり、前月までの「大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」から「下げ止まっている」の変更である。それから、内容もそれぞれご説明あるいはご議論頂いた内容に応じて各需要項目別の記述をしている。真中より少し下の金融環境であるが、「なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いている」。これは前月は「改善の動きがみられるものの、なお厳しい状態が続いている」ということであった。最後に物価であるが、これは足許までの記述で「マイナスとなっている」ということである。前月は「足許低下しており、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」と、こういうことだった。それから 4. が先行きであるが、今回は景気と物価を分けて記述しており、記述の内容は同じである。景気と物価を分けたのは、物価の方は当面下落幅が拡大したあと縮んでいくという両方を先行きに入れたということである。「4. 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の、最終需要の動向に大きく依存する。2010 年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待が大きく変化しない中、本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加

え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく姿が想定される。物価面では、消費者物価の前年比は、当面、下落幅を拡大していくものの、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、石油製品価格などの影響が薄れていくため、本年度後半以降は、下落幅を縮小していくと考えられる。こうした動きが持続すれば、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられる。もっとも、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。」。5. が展望レポートの見通しとの比較のパラグラフである。ここは「成長率は、概ね見通しに沿って」という表現で書いている。「4月の『展望レポート』で示した見通しと比べると、成長率は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、原油価格上昇の影響などから、2009年度は、見通しに比べてやや上振れるものの、2010年度は、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる。」。6. はリスク要因で、前月までと上の4行は変更がない。今回追加しているのは5行目であり、「一方、一次産品価格の上昇が続けば、物価上昇率が想定より上振れる可能性がある。」という文章を付加している。最後、7. は当面の政策運営スタンスであるが、これは前月までと変更はない。以上である。

白川議長

当面の金融政策運営についての対外公表文についてご意見を願います。

亀崎委員

宜しいか。公表文の方であるが、「下げ止まっている」というのは確かにそうだと思うのだが、前回は「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」だった。それはレベル感を表わすために「大幅に悪化した」ということを言った訳である。今回も「下げ止まっている」は良

いのだが、やはりそのレベル感については前回からそう変わっていないということから、「わが国の景気は、大幅に悪化したあと、下げ止まっている」でも良いのではないかというのが一点。レベル感がないと、どちらかというと非常に楽観的な全体感となる。先行きのわが国経済が持ち直していく姿については、これはこれで良いと思う。もう一点は、先程ちょっと意見申し上げたように、次の頁の「成長率は、概ね見通しに沿って推移する」というのは「成長率は、幾分下振れるが概ね見通しに沿って推移すると予想される」という方が良いと思う。先程申し上げたとおり、幅とか中心点が、私とすればやはりずれていると思うから、ここに「幾分下振れるが概ね」ということでどうか。なぜそう言っているかということ、今回は、異例の措置を延長するという状況であり、幾分、生産とか輸出が良くなってきたと言っても、最終需要は非常に不確実であるし、雇用も所得環境も悪化していく中で、まだコーシャスな見方がやはりあるということからも、そこに「幾分下振れる」という言葉があった方が良いのではないか。それからもう一点、6番の新しく追加された「一次産品価格の上昇が続けば、物価上昇率が想定より上振れる可能性がある」というのは、これはいわゆる常にあることであって、お題目としていつも入れるという意味合いであれば良いのだが、前回入れなくて今回加えた。しかも今の局面は、どちらかというと一時上がり始めたのが――景気回復期待感から上がったのが――、ちょっと今落ち着いてきている状況で、ここで敢えてまた入れる必要があるのかなと。このような点について皆様のご意見をお伺いしたいと思うのだが。

白川議長

如何か。

須田委員

見通しについては、先程議論したとおり、私自身は数字云々は、参考でしかみていないので、シナリオということ考えた時には、足許輸出、生

産は少し前倒しで想定より早く立ち上がっていることもあるが、住宅投資は下振れているという部分があるということである。その先についてはそれ程変わらないというイメージを私としては持っている。どちらかというところ少し前倒しされたという部分も、それは元々考えていた不確実性の中で——私は今回のシナリオはかなり幅を持って大きなうねりとしてみているので——、見通しどおりとみている。人によっていつ持ち直しというか、また何をもって言うか分からないが、例えば7～9月期にGDPがプラスになったとして、それを持ち直しとみようと、持ち直しとみなくても、そこは年度後半以降持ち直しと言ったことと全然私は違和感がないと捉えている。その程度の幅広い見方をしていると、先月までも展望レポートのシナリオに沿っているという言い方をずっとやってきて、ここにきて数字が出たらそこが違ってくると言われてしまうと、逆に数字にあまりにも重点が置かれ過ぎるような気がするので、このままが良いのではないかと私は思う。

#### 亀崎委員

よく日本銀行のこの表現が分かりにくいという話が周りから聞かれる。2008年7月に、先程ご説明があったように、4月の展望レポートで示した見通しに比べると「2008年度を中心に成長率は幾分下振れる一方」と、この時の数字はどれだけかということ、同じなのである。要するに、前回の場合も、2008年度に対して中心値が0.3%下振れて、2009年度は0.2%下振れている。今回も、中心値は、同じように0.3%下振れて、2010年度は0.2%下振れているのである。こういう同じことがあった時に、しかもおっしゃることは概ね見通しに沿って推移するというふうに言っている訳である。しかし、それを全く数字をネグレクトして、前回は言ったが、今回は言わないとなると、また分かりにくいなど。なぜ、そこをそれだけ主張しなくてはいけないのか。素直にこの数字に立って、こういうことはこうであるということを書いて、しかし概ね見通しに沿って推移すると。それは前回と同じ評価で、何がここで違うのかということ、私は言ってい

るのである。

須田委員

不確実性がある——ということは非常に広がりがある——という中で、では、どの水準が前回と同じなのかという議論になった時に、絶対の数字だけを比較して決まるものではない。

亀崎委員

それでは、もう少し申し上げると、範囲も同じように…。

須田委員

範囲も含めてである。

亀崎委員

そうだとしたら、これを出すことはほとんど意味がなくなる。そんなことを言ったら、大体、文章だけ言っておけば良いのである。

須田委員

でも、そうだとしたら、評価しなくても良いではないか、この数字だけ出して。数字だけみて…。

亀崎委員

それは逆転のお話で、主体はあくまでも数字であり、ベースとなるのはこれであろうと言っているのである。

須田委員

シナリオだけ…。

亀崎委員

これがなくてシナリオだけがあるのか。

須田委員

それはあり得るのである。シナリオはこのとおりであると。そして、それが分かるように、その時の背後にある数字的なイメージはどうかと言ったらこうだというふうを示している。

亀崎委員

私は、全てこういう見通しというのは、基本的に、丹念に情報とデータを分析しながら、我々はみていくべきだと思う。このベースの統計、数字、情報がなくて、どうしてこれが出てくるのか。逆である、今おっしゃったシナリオだけを示して、数字がないというのは。私は、数字があるから、シナリオが出てくると思っている。情報とデータを分析した結果、シナリオが出てくると思うので、その元になるものが数字にある訳だな、我々の見通しの。

西村副総裁

それはちょっと違って、基本はこちらのメカニズムのものである。どうしてそうなっているかという、我々が作るリスク・バランス・チャートそのものも不確実なのである。

亀崎委員

勿論そうである。

西村副総裁

要するに、これの前回と今回のどこが違うかという、基本的には、我々が考えている自分達の分布そのものに関しても、また不確実なものがある。そして、その中で、全体として皆さんで合意できるものは何かという、

数字ではなくて、例えばどちらかと言うとリスク・バランス・チャートの全体の数字——この分布が自分の分布だと皆言っている訳ではない——、これは全員の分布でお互いがお互いに考え方が違うことも納得しながらやっている形になる訳である。そういうことから考えると、主体となるのは、あくまでも数字ではなくて、やはりメカニズムである。メカニズムを中心として考えて、そして数字はあくまでも参考であるという形にしないと、このメカニズムが数字からのものになってくると、その数字の裏にある我々の経済に対する不確実性の度合が上手く伝わらなくなってくるのが、やはり一番怖いということで、今までもこういう形で説明している訳である。

#### 亀崎委員

私は、メカニズムをそれだけ強調するのなら、なぜ「成長率は」となるのか。成長率というのは数字である。「概ね見通しに沿って推移する」と言っている訳であるので、なぜ、ここの数字がこれだけ違ったのに、それを「幾分下振れた」というのを、前回は入れて、今回は入れないのかと…。

#### 山口副総裁

一つだけ申し上げておきたいのは、ここではあくまでも大きな筋道を語っていかうとしているということである。昨年のお話を亀崎委員はされたが、昨年は先行きについて、下振れていく方向感を持っていた。そのため、7月の中間評価において、「下振れていく」という評価を示す必要があった訳である。今回は、「幾分下振れていく」ということを言ったうえで、下振れを強調したいのか、ということである。現時点では2009年度については、概ね「見通しどおり推移する」ということが基本メッセージだとすると、それだけを語っておけば良いのではないかということである。下振れ幅は昨年と今年で同じであっても、シチュエーションが違う訳である。そこにはメカニズムを重視するか数字を重視するかの違いもある。要するに、どういうメカニズムで経済が動いていくかについての理解が大事

である。同じ数字であったとしても、下向きになっているという方向感を強く意識し、そのことを語っていきたいと考える時には、「幾分下振れて」などという回りくどい言い方をせずに、「下振れている」とはっきり言う。しかし、今回のように、下振れ幅の数字は去年と同じであっても、基本的には見通しに沿って動くのだという判断をしている時には、わざわざ「幾分下振れて」というようなことは言わなくても良いのではないかということである。記述の仕方としては、基本的に、大きな幹になる見通しを語っていくということではないか。「幾分下振れて」という記述は、数字を重視する立場からすると下振れていることが明らかになり望ましいのであろう。しかし、概ね見通しに沿って動くということを基本的なメッセージと考えるのであれば、「幾分下振れて」と言わない方がすっきりするのではないかということである。

亀崎委員

それはおっしゃることは、「成長率は幾分下振れるが、概ね見通しに沿って推移すると予想される」というよりも、「概ね見通しに沿って推移する」というのが主文であるので…。

山口副総裁

然り。

亀崎委員

であるから、この数字は、これだけ動いている数字を黙っているのか。言外にこれは違うよと、こういう数字はあるけれども、と言うのか。全員の幅も下振れている訳である。全員の幅は、例えば 2010 年度については -0.2%、2009 年度は -0.5%——これは下振れ幅であるが——、これだけ下振れている。これはどうみても、私自身ではなくて、皆さんのこの全員見通しも。中心値は勿論のこと、全員の大勢見通しも動いているから、4月の時と、皆さんは全く同じなのかどうか…。

#### 山口副総裁

おっしゃる趣旨はよく分かる。非常に大きなショックが加わった局面なので、計数一つ一つの動きは非常に振れが大きい。このことをまず頭に置いておく必要がある。それを出発点にして、我々が出すべきメッセージを、どこにフォーカスするかという話だと思う。その場合、数字の小さな振れにも、多少とも関心を持たせたいと考えるのか、亀崎委員は気になるのかかもしれないが、所詮そういう小さな変化には大きな意味はないと考えて、それを無視していくのかということだと思う。私はこれだけ大きなショックが加わって、経済全体の振れ幅が大きくなっている時に、微細な計数の違いにフォーカスするのは、かえってミスリードするのではないかと思う。

#### 亀崎委員

私は、フォーカスはしていない。事実、先行きは上がると言っている訳である。ただ「成長率は」というのを、これだけこの数字で示しながら——幅も中心値も下がっているのを——黙っているのかと。普通の人が見たら、日本銀行は随分強引だね、というふうに。これを入れたからといって見通しは変わらない、「概ね見通しに沿って推移する」と言っている訳だから。何となく、そこをネグってしまうというのが…。数字もしっかりみているはずの我々がそここのところは黙ってしまうというのが…。

#### 白川議長

他の方も意見があると思う。私自身も意見があるが、皆さんのご意見をお聞きしたうえでと思ったのだが…。

#### 須田委員

ちょっと数字のことで一つだけ。過去の数字が変わっただけでも、これは変わってしまうということもある訳である。要するにゲタ…。

亀崎委員

それはそうである。私はただこれ自体を…。

須田委員

だから、そういう数字にあまりにもコミットしてしまうと、そうやって…。

亀崎委員

申し訳ないが、コミットはしていない。事実を私はちょっと…。

須田委員

しかし、事実として、例えば、今度はその過去の数字が変わったとすると、そうすると「下振れている」ということがなくなるという可能性もある。

亀崎委員

どういう意味か。

須田委員

過去の数字が変わる。

亀崎委員

調整でか。

須田委員

データは、確報になるまで変わってくるので…。

亀崎委員

それは誤差の範囲だとか、統計上の問題であって、それを言い出したら

切りがない。

須田委員

だから、ここにもそういう部分が入っている訳である。

亀崎委員

それはそうである。それはちょっと議論が違う。

白川議長

色々な議論はあると思うが、私自身はこういうふう感じている。まず、数字について言うと、一般的に経済データを丹念にみて景気判断をしていくということは全くそのとおりだと思う。亀崎委員も含めて、この場で皆さんは数字をベースにして、色々な需要項目についてストーリーを作り、最終的に景気についてストーリーを作っている。そういう作業を皆やっている。そういう意味での数字は勿論皆重視している。そういう形で、自分が景気判断を作る、景気メカニズムなり景気判断を作る時に数字を使っている。それが、この文章として表現されている訳である。それを参考として表現したものが、あの数字である。そういう意味で、先程亀崎委員がおっしゃったようにこの数字から景気判断をしているのではなくて、個々の色々な経済データから判断をしていって、それが我々の主たる景気判断になるということである。そうは言っても、数字が全くないと、世の中とコミュニケーションがしにくいから、あくまでも参考資料として数字があるということである。では、我々がなぜ参考と、従来から強調しているかということ、どうしても数字の細かな動きを中心に議論を展開する傾向が日本の社会にはあり、それに対して我々自身多少ナーバスになっている部分があるからである。私が今日の議論を拝見していて——勿論、数字について、皆が明示的に言った訳ではないが——多くの委員が4月の展望レポートに比べて、2009年度の見通しを「下振れている」というような形でご意見を言われた訳ではないというふうに思った。そうであれば、この

委員会全体の景気判断としては、「概ね」という範囲で表現した方が良  
いかなと思う。その中で数字について言うのは、確かに亀崎委員からする  
と事実だから隠す必要はないということであるが、それは私も一つの合理  
性があると思う。ただ、短い文章の中で、ある数字について言及するこ  
とが、どういう情報発信になるかということもやはり意識した方が良いのか  
なと思う。これだけ我々が「不確実性が大きい」と言っている時に——僅  
かと言ってはあれだが——、僅かな数字を言うことは、逆に不確実性があ  
たかもないかのような感じになってしまう。不確実性が大きいからこそ、  
数字の多少の振れは不確実性が大きいという中でカバーし得る話な訳で  
ある。そういう意味で、私自身として、これは勿論皆さんのご議論如何で  
はあるのだが、「概ね」ということで良いのかなと思った。

#### 亀崎委員

今の発信という意味からいっても、この時点で各種措置を伸ばすとい  
うことと整合的な訳だな。

#### 須田委員

そこについては、私はちょっと反論がある。この措置の延長と下振れか  
どうかということとはちょっと違うことだと思う。

#### 白川議長

企業金融については、先程のセッションで、我々は「なお厳しい」と判  
断している。その理由の大きな一つが、先行きについて不確実性がある  
ということで、そのことは今日当然聞かれると思うので、また言ってい  
こうと思っている。勿論それは景気に関する判断と関係はしているが、その  
ことを置いても、金融に関してやはり不確実性があるというふうに我々は判  
断したのだと思う。

山口副総裁

この点は、亀崎委員がこだわられていることでもあるし、多分今日の記者会見で、記者から聞かれることでもあると思う。数字の持つ意味を我々としてはどう考えているのか、あくまでも大事なものはメカニズムだということ丁寧を説明する必要がある。要は数字の持つ意味を分かったうえで、見通しに沿っていると考えているということきちんを説明していくことになるのだろうと思う。従って、記者との間もあるいはマーケットとの間も全くコミュニケーションがとられることなく、「概ね見通しに沿って推移する」という文言だけが受止められることには多分ならないと思う。

亀崎委員

それは入れることがなぜ、私は事実を素直に「幾分下振れても概ね見通し」と、これが主文なのだから、これが自然だと。これがあるからには……。

山口副総裁

繰り返しになってしまうのだが、大きな幹だけをこの短い文章の中で語っていくという方法でやってきている。しかも「概ね見通しに沿って」という見通し自体が、我々の経済に対するメカニズムについての理解と整合的だという判断をしている訳である。そうだとすると、「幾分下振れている」という表現を敢えて入れるのは、却ってミスリードするのではないかと思う。

亀崎委員

短い文章とか、僅かな「下振れ」とか、そういう問題ではないと思うのだが。要するに、こういうことを無視して、やはりアバウトに行くのか、やはり「下振れ」でも概ね見通しに沿って、といくのか。前回はトレンドが違うのだとか色々説明はあるのであろうが、私はやはりここは素直に「下振れ」でもと言うべきだと思う。全員の大勢見通しもこういう数字であるので、というのが私の意見である。それから、先程の一次製品の件、

これをこの段階でお題目として入れるのか。今、どちらかというところ、ちょっと落ち着いているという感じなので…。

水野委員

これは執行部案としては、上下両方のリスクを明記しておいた方がバランスが良いかなという感じで…。

雨宮企画局長

勿論、バランス論もあるのだが、お題目というよりは、先程私はちょっとご説明申し上げた時に、足許、一次産品が急速に下がっているがということでご説明申し上げたが、もう少し長い目でみて、この半年間上昇の動きが続いた。恐らく世界景気が持ち直している中で——これは決定会合の中でご議論されているが——、ある種需給の状況によっては、こういうリスクもあるよということが実際にこの半年間の経験でみえた訳なので、お題目というよりは、やや長めでみたこの間の経験とリスクを、こういうふうに整理した方が良いかなということと、もう一つは、委員方から頂いたリスク・バランス・チャートも、そういうことを意識されていると読むことが可能なリスクになっているということも含めて書いた。

水野委員

なるほど。

亀崎委員

この「一次産品価格の上昇が続けば」というような表現がぴたっと当たるのは、むしろ前回であって、前回入っていなかった。もし、どうしてもこの段階で、これが入るとすれば「一次産品価格が再び上昇すれば」というようなことではないかと思うのだが。

山口副総裁

ちょっと宜しいか。ここの部分は、確かにわざわざ書くのかという感じがしない訳ではない。私自身、今日の発言原稿を書く際には、これを言うか多少迷って、結局言わなかった。原油価格は一時 70 ドル位になっていた。そこから、下落する中で、どうするかという問題がどうしても起きてしまう。現在の状況をみながら考えたのであろうが、この記述が入ると、アウト・オブ・デートだし、わざわざ言うかなという気がする。

雨宮企画局長

ここはご議論のところだと思うが、多分「上昇が続けば」というところをみると、足許下がり出しているのではないかという感じがアウト・オブ・デートなのだろうが、恐らくやや長い目でみて、我々の議論の中で……。

水野委員

フォワード・ルッキングだな、長い目でみたフォワード・ルッキングという感じだな。

雨宮企画局長

問題意識をお感じになるかどうかだろうと思う。

水野委員

原油価格は、10 ドルなんて簡単に振れるからな、1 週間で。

中曽理事

多少迷うところはあるが、亀崎委員が先程おっしゃったように、前回ならびったりだと。ただし、ポジションとか何とかの取り方、あるいは金融機関、投資家などの動きというのは、そういう意味ではあまり変わっていない。であるから、上にも下にもいける状態だ。非常にそのポジション自体が軽くなっているのだから、動き出せば上にもいくし下にもいく。そういう

意味ではあっても…。

亀崎委員

ではなぜこの段階で…。

中村委員

そうすると、大体、毎月これは入ってくるという…。

雨宮企画局長

どうしても入れようという話ではないのだが、先月は入れられたが、今月は入れられないというような感覚で言い出すと、いわゆる凄く足許が上がっているか下がっているかでリスクを評価することになってしまうので、やはり入れるかどうかは、足許上がっているか下がっているかという感覚と一致しているかよりは、今の委員会のリスクの評価としてやはり意識しているかどうかというふうにご議論して頂く方が私は良いと思う。その意味で要らないということであれば、それは良いと思う。

須田委員

私はもうずっと言い続けているから。それで今回は中間評価だから入ったのかなと。

亀崎委員

それは分かるのである。ずっと言い続けているのは分かるのである。ところが、前回入れていないのに、今回入れる意味があるのかと私は言っている。

雨宮企画局長

強いて言えば、前回入れずに今回入れるというよりは、この半年間入れずに今回入れたと。要するに、前回と今回で上がった下がったというより

は、この間、ある種の期待要因とか成長が少し回復し出すと、ひょっとしたらそれは色々な要因があるであろうが——途上国の供給制約等々もあるのかもしれないが——、上がる可能性があるということがみえたところで、リスクとして意識するかどうかということで、必ずしも前月、今月というつもりではないのだが。

#### 西村副総裁

色々考えて難しいところがあるのだが、これは非常に振れの大きなところで、毎回毎回変えるのもやはり問題があるし、今回はやはり落として、逆に言えば、毎回毎回の説明の時に明確に説明していくという形にした方が自然なような感じがする。

#### 白川議長

これはボーダーラインだろうと思うが、皆さんの感じは大体お伺いしたか。この件についてまだおっしゃっていなかったら。

#### 野田委員

やはり今回出てくるというのは、素直に考えるとやはり唐突だな。展望レポートが4月にあって、そこできちんと分析している訳だから。4月と比べてどうだと言われると、ではそんなに極端に今一次製品のリスクが高まったかという、この4月の時点でも、この程度のリスク、振れを認識しているだろうと、皆さんのことは分からないが、私はそう思っている。この時点で出るというのはやや唐突かなと思う。それから、議論を蒸し返すようだが、5番のところ。これは前から感じているのだが、1月と7月に必ず前回の見通しと厳密に比較しているからこういうことになるので、山口副総裁のご説明は確かに説明するとそうなのだが、方向感などはここに出てこない。ただ、市場はまたずっとこれを並べてみる訳だな。そこがあるから、過去の連続性でものを考えなくてはいけない。そうすると、やはりこの5番を残さないといけないのかなと思う。本当は、本質的

な話はやはりそのメカニズムに対する見方であるとか、皆さんが議論されたようなことで整理されるのだと思えば、できれば——今回はなかなか難しいのだが——、この評価というのは、4番と5番と6番のまさに太い幹の骨太の評価だけを載せるという方が、今のような微妙な数字が出てきた時に混乱を招かないということがある。ただ、いつそれを変わるかというのは、今回中間なので相応しくはないだろう。そうすると、私はどちらでも良い。いや、今回のこの表現については、ということである。どちらでも良い。

白川議長

一次產品の方は、皆さんの議論を伺っていると、ボーダーだろうが、今回は敢えて入れる必要もないかなという感じもする。今の議論を踏まえて、これを落とした公表文でお願いするということで宜しいか。

野田委員

先程、亀崎委員が指摘した、「大幅に悪化した」という水準の感覚が、今回、取れるということについては、まだ……。

白川議長

少しその前に。

野田委員

失礼。

白川議長

元々、展望レポートは半期に一回出していた訳である。そうすると、その後起きた現象は、最初の1か月位は良いのだが、次の2か月とか段々経てくると、展望レポート対比、日本銀行の判断がどういうふうになっているのかということ、ずっと問われ続けた訳である。その時に、委員会と

しての情報発信が必ずしもクリアーではなかったということで、毎月毎月言うものではないけれど、中間で評価をしようということになった。勿論当時色々な議論はあったが、委員会の多数の意見ということで、そういうふうにした訳である。逆に言えば毎月毎月、展望レポート対比上振れ、下振れを言う訳ではなく、ある程度纏まった段階で、評価するということがあったと思う。私の立場に立つと、否応なしに、展望レポート対比どうか、ということ聞かれるが、その時には、ある程度委員会でベースとなる評価があった方が、発言がしやすいと思っている。これが私の個人的な、議長としての感想である。それから、この案では前回まであった「大幅に悪化したあと」という表現を落としている訳であるが、この点について、何か執行部の方からコメントがあるか。

#### 雨宮企画局長

レベル感という意味では、前回のご議論も踏まえ「下げ止まりつつある」というふうに判断をかなりちょっと大きく変えた時に、これが過度に楽観的ということではないという評価を適切に伝えるために、レベル感を入れるということで「大幅に悪化した」ということを入れた訳である。今回は、「下げ止まりつつある」から「下げ止まっている」という時間の経緯とともに、良くなっている部分を示している訳であるので、前回のように、大幅に変更した後、レベル感を敢えて注釈するという必要はないのかなと判断した。逆に、この中にレベル感が入っていないのかというと、「下げ止まっている」というのは一番低いところな訳であって、敢えて「大幅に悪化した後」という変化の文言は入れる必要がないかなというふうに判断した、ということである。中身的には、相当、例えば、それぞれの需要項目については、プラスの面と慎重な面を、ご議論を踏まえてバランス良く記述しているつもりである。

#### 亀崎委員

「下げ止まり」については、前回から後は、短観が発表された訳である。

その短観でも、やはりレベルの低さは確認されている訳である。それから、マーケットから本行が楽観的と受取られることのリスクが別に後退した訳ではないということであれば、「下げ止まりつつある」というよりも、「下げ止まっている」ということの方が、一步進んでいる訳である。そこで、先程のような確認がされている状況の中で、「大幅に悪化した」も取ることはないのではないか。前回も、そういうレベル感を示して変わりなかったということをもスリーディングでないように示した。短観でもそれを確認した、ということであれば、やはり我が国の景気は全く同じではない訳である。「大幅に悪化した」と「下げ止まっている」というのは「下げ止まりつつある」というのとは、違う訳である。私はそのように、何と言うか、コーシャスに分かりやすく言った方が、二つもここから抜けると、恐らくマーケットは「また随分良くなった」というように捉えることもなきにしもあらずと考える。今回はそういうことを気にして、やはりレベル感を出した訳である。今回もその状況に変わりはないと思う。

#### 須田委員

今回は、私もそれが必要だったと思うのだが、日本銀行が水準を凄く意識しているというのは、かなりマーケットに伝わっていることだと思っている。だから、今まで考えていたシナリオを、一步進めた時に、「大幅に悪化した」という、その水準感を示すものは、もう敢えて付けなくても、私は良いかなと思った。「大幅に悪化したあと」のように、過去のものが入っていると、現状判断で何で入れるのだ、と言われたこともある。水準を示すという意味では、言い方としては「ちょっと変わった言い方をした」というふうな評価を受けたこともある。

#### 野田委員

先行きのことを考えると、水準について言及するというのは、なかなか厳しいものになるのかなと私は付度して、どこかでいずれ外さなくてはいけない。このままもっと悪化して二番底ならば別であるが、今の我々のメ

イン・シナリオに沿っていくと、どこかでやはり外さなくてははいけない。とすると、どこで外すか。ただ、やはり水準感について、毎回触れなければならないか、とするとちょっと厳しいかなという気がする。

白川議長

私自身は、記者会見で、今回の景況判断についても聞かれるので、その時に、前回の判断を言ったうえで、今回はこういう判断である、と言うことは可能である。「大幅に悪化した」という表現を今回入れた場合は、次回以降も「大幅に悪化したあと」という状況に変わりはないから、ずっとこれを続けていかなければならない。そうすると、どこかの段階で止める時に、その止めるタイミング自体を巡って議論が起こってしまう。つまり、日本銀行のフローの景気判断、ストックの景気判断を、毎回炙り出されていくような感じになるのが、何となく皆さんも警戒しているのかなと思った。そういう意味でいくと、ソフトランディングを図っていくという意味では、記者会見で「大幅に悪化したあと」、前回は「下げ止まりつつある」、今回は「下げ止まっている」と判断した、というふうに付言するということも可能である。

中村委員

前回の記者会見の時も、方向とレベル感をかなり丁寧に説明された訳であるな。今月はこのままで良いのではないかと思うが。

白川議長

私自身は、内部で議論する時には、敢えて違う見方をできるだけ聞きたいと思って、色々なことを言うのだが、対外的には、割合慎重な言い方をずっとして、かなり慎重だというように日本銀行全体としての受止め方がされているのかなとは思っている。亀崎委員には、色々な思いはおありだと思うが、「大幅に悪化」については、今言ったような形で対応するし、それから、数字について、最初に言うか、あるいは後の記者の質問に対し

て——それは相手の出方にもよるが、そういうことを踏まえながら——対応しようかなと思うのだが、そういう形で宜しいか。つまり先程、三点申し上げたな。

亀崎委員

然り。

白川議長

一次産品については、これは取ると。それから「大幅に悪化」ということについては、これは記者会見で私から付言をするという形で、表現上は、ここには特には入れない。それから、一番論点になった第5パラグラフの2009年度の景気のところであるが「成長率は、概ね見通しに沿って推移する」の「概ね」というのが数字からしてちょっと無理があるのではないか、というところについては、リスク・バランス・チャートなども用いながら、記者との質疑の中で上手く答えるチャンスをみて説明する。ただし、これは、質問がない時に、こちらの方から「ところで」というのは、なかなか言いにくいところもあるので、上手く質問が来ると、私としては答えやすいと思っている。

須田委員

今の問題だが、答えるって、どういう……いや凄く難しいと思うのだが……。

白川議長

そういう意味では、先程の亀崎委員のご質問を私が理解するところ、数字は数字として、これは下がっているではないかということである。しかし、全体のメカニズムとしては、ここに書いてあるように、「概ね沿っている」というのが今回の決定会合での評価であったと、そういうふうに事実言及する、ということである。

須田委員

それは、別に、「概ね」というところで「下振れている」ということを意識しているということでもないと…。

亀崎委員

ない。先程も申し上げているように、私は「概ね見通しに沿っている」のだが、この数字は若干下振れていると、「下振れていても概ね見通しに沿っている」というのが私の、この数字をそのまま反映したいと。

須田委員

数字そのものが「下振れている」ということだけか。

亀崎委員

然り。それしかない。メカニズム、見通しは皆沿っている。

西村副総裁

淡々と書いたほうが良いというのは、全くそのとおりだと思うのだが、これに関しては、ここの政策委員の大勢見通しというものの作りが、要するに、まだ必ずしも練れていないところがある。それはどういうことかと言うと、例えば、この「(参考1) 政策委員の大勢見通し」について、政策委員は8人いるが、8人のうちの5人が変わらなくても、3人が変わっただけで変わる、変わり得る訳である。従って、要するに、もしここでポートした時には、何が起こるか分からないというところがある。そういう意味で、まだこの展望レポートの大勢見通しの出し方に関しては、改善の余地があるのかなという気がする。そういうことから考えると、ちょっと今の段階で、余りにも数字を淡々と出す点に関しては、やはり将来のことも考えるとすると、若干私にはヘジテーションがある。

#### 須田委員

以前から、もう全員分出してしまえば良いのにといい気がしていた。既に5人分出ているから。

#### 亀崎委員

委員が変わる、というご発言であるが、それがその時点の政策決定時のメンバーなのである。それを、だから結論が変わり得る、というのは、私は如何にも、何と云うか、形式について異論を持つことであって、それで良いのかということにもなる。

#### 西村副総裁

いや、私が申し上げているのは「政策委員の大勢見通し」という、この書き方そのものに対応した形で——これがどういう形で出てくるかということに対応して——、当然、こちらの2頁の方の書き方も変わってくる訳である。そうすると、逆に言えば、今の形で書いているやり方で、この数字に関して淡々とした形でこちらを書くと、こちらの方の左側の方は、将来、例えば参考1、参考2のやり方が変わっていった時に、継続性がなくなる訳である。そういうことを考えてみると、この2頁の方のものというのは、将来にわたっての継続性を考えた時には、継続性も考えた形で、どういう形で書いていくのが一番良いかというのをやはり考えなければいけないということになる。これは統計でも全て同じことが言える。

#### 山口副総裁

亀崎委員がおっしゃっているのは、この計数の動きは客観的なものであるから、事実としてきちんと理解し、それを踏まえて記者会見なりで対応して欲しいということではないか。もし亀崎委員がそれで宜しいということなら、そういう形での対応というものを考えていくということだと思ふ。そもそものありよう論はまた別に議論するという事ではないか。

須田委員

ただ、この数字が、例えば、 $-3.3$  と  $-3.1$  だったら、どういうふうに見えるか。今までの  $0.2$  位の差であつたら、「概ね」と。その数字…、そこも同じように…。

亀崎委員

私は今回の文章をみて、過去はどうだったのか調べてみた訳である。そうしたら、たまたまそうだったということで、過去がこうだったから、こう言っているのではない、順番が逆だ。

須田委員

だから、ここが例え  $0.1$  であっても…。

亀崎委員

$0.1$  というか、幅がかなりあつて、 $0.1$  じゃない。 $0.3$  とか、 $0.2$  である。

須田委員

だから、そこも分からない。これは、例えば、4 番目と、中央値は何番目か、8 人しかいないので。

西村副総裁

4 と 5 の間で四捨五入である。

須田委員

四捨五入だな。そのの、その数字が一人、 $0.1$  変わったらまた変わる。

亀崎委員

だから、そういう、 $0.1$  とか  $0$  とかではなくて、私はこの数字をもって

申し上げている。

白川議長

この基本的な作りについては、色々な議論があるのだが、いずれにせよ、亀崎委員のご発言も、定性的な判断に別に反対だということではないので、この数字が違う——まあそこそこ違う——ということについての言及を記者会見ですするという形で、しかし、この公表文はこういう形で宜しいかと。

亀崎委員

それはどうしてここに書くとまずいのか。

白川議長

それは、先程の議論の繰り返しになってしまうのだが、数字は厳密に言っていると、それぞれ全く同じことはないので、微細な差は勿論ある。ただ、全体の議論として、4月の展望レポートで我々が考えていたことに比べて今回、成長のメカニズムについて何か判断を変えたいという意識は私自身はないし、多くの委員も先程からの話を聞いているとあまりなかったという感じだった。そうであれば、それが基本的なメッセージだから、そのことを書いたほうが良い。数字については、勿論ファクトとして、我々自身は別に隠している訳ではなくて、ちゃんと堂々と表で書いている訳だが、それは勿論みれば分かるし、もし必要であれば私は、記者会見で言及すると、そういう趣旨で申し上げた。

中村委員

数字は、従来からそうであるが、あくまでも参考数字であると言っている訳である。だから、もし、数字の動きを重要視するのであれば、逆に数字自体を皆で話し合わなければいけないということにもなりかねない。しかし、それはやっていない訳だ。

白川議長

それは敢えてやっていない訳である。亀崎委員としては、この文章に、先程の数字についての言及がないと、賛成しかねるという感じか。

亀崎委員

賛成か否かだったら、ノーである。それは別に構わないな。

白川議長

勿論、構わない。構わないのだが、私は、どういう形で対応するかということでは、先程言ったようなことで対応することは勿論可能である。それでは、その場合にはこれは……。

亀崎委員

一次製品のこれは……。

白川議長

これはもう取る。その場合にはこれは、賛成、反対の……。

雨宮企画局長

これは、今まで公表文……、そうすると、公表文に反対されるという……。

亀崎委員

いや、ここである。

白川議長

いや、そうなのだが……。

雨宮企画局長

ここというか、公表文に反対されるということであるな。

水野委員

「5」に注を付けて、また言わないといけないな。

雨宮企画局長

今まで、公表文で賛成、反対になった時は、議事要旨までは必ずしも出していない。個別の政策案件については出しているが、特別にある種の表現について同意できないということで反対があった時には、必ずしも出していない。ただし、議事要旨には、こういう理由でということが出るが、そういう扱いで良いか。

白川議長

今日の段階で、この文章に反対だということを記者会見で言って欲しいということであれば、勿論可能である。

亀崎委員

いや、この公表文に反対ということではない。

雨宮企画局長

その場合は、議事要旨で、要するに、亀崎委員は最後の反対、賛成のところでは「これこれこういう理由で反対した」ということで、明確に「この部分にこういうことで意見をおっしゃった」ということを書く。

亀崎委員

もし賛成といった場合は、「これに対して何かそういう意見もあった」というふうになるのか。

水野委員

それは、全て賛成ということになる。

亀崎委員

それはならないだろう。10年後の……。

水野委員

全て賛成になってしまう。

山口副総裁

議事要旨では、そこについて意見があったと。

雨宮企画局長

憂慮したという意見があったと、それで議論をしたと。従って、賛成して頂いたし、議事要旨の中では、こういう議論で、ある委員は、こういう点を述べたという感じで宜しいか。

亀崎委員

それで良い。

白川議長

それでは、そういうふうにお願いします。

雨宮企画局長

そうすると、公表文は敢えて読み上げる必要はないと思うが、パラグラフ「6」の——正確に言うと最終行から2行であるが——、「一方」以下を取るという形で処理させて頂く。

白川議長

それでは最終案が纏まった。3つの議案について採決をお願いする。それでは政府出席者の方は申し訳ないが、一時退席をお願いする。

[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する。

[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

それでは、中曽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して頂きたい。次に、「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一

部改正等に関する件」の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

本件については、本日決定会合終了後、執行部から対外公表することとする。事務局は、金融市場調節方針に関する採決の結果及び各種時限措置の延長に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を用意して頂きたい。宜しいか。それでは対外公表文の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

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

反対：なし  
棄権：なし  
欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

本対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。政府出席者の方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。

VII. 議事要旨（6月15～16日開催分）の承認

白川議長

次に、6月15日、16日開催の決定会合の議事要旨の承認である。この件については既に皆さんにお配りしているが、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、21 日火曜日の 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終了した。次回は、8 月 10 日、11 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。報道解禁時刻は1時35分の予定である。

白川議長

解禁時刻が1時35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。

(13時30分閉会)

以 上