

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年9月16日（14:00～16:29）

9月17日（9:00～12:34）

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 梅溪健児 大臣官房審議官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	堀井昭成（17日）
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	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	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	中嶋基晴

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

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、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調整方針等に関する議案の取り纏めと採決、最後に8月10日、11日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者をご紹介する。財務省からは、香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。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る。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

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、本日お手許にお配りした資料に即してご説明申し上げます。まず、金融調節の実績の推移である。図表1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）であるが、誘導目標水準近傍で推移した。9月初めまでは、一部都銀が無担保コール市場での調達を前傾化していたこともあって、レートはやや強含んだ。しかし、一旦その動きが収まると、閑散とした商いの中、レートは誘導目標水準をやや下回る日が続いた。8月積み期であ

るが、期初から資金供給量をほぼ平準化させる運営としたことから、除くゆうちょ銀行ベースでの準備預金残高は期を通じて概ね 100兆円で推移した。この結果、前倒しでの積み進捗が相当程度緩和された。図表 1-2 で、日銀当座預金の保有状況をみると、引き続き、地銀、第二地銀、外銀といったところが超過準備を保有している。しかし、信託、ゆうちょ、その他での減少によって、超過準備額は期を通して 3.7 兆円と 2 積み期連続で減少した。1 月以来の水準ということである。この間、都銀は、日々市場において生じた資金の振れを吸収するバッファーとしての役回りを引受けつつ、ほぼ平均的なペースで積みを進捗させた。図表 1-3 の 2009 年 4 月積み期以降の短期金利であるが、レポ・レートについては、都銀等が預貸ポジションの好転で積極的に放出を続けたことから、誘導目標水準を若干上回るレートでの推移であった。図表 1-4 と 1-5 にあるコール市場の残高であるが、このところほぼ横這い圏内での動きが続いている。

図表 1-6 のオペの実施状況であるが、引き続き、潤沢な資金供給を実施している。共通担保オペのうち、1 ウィーク物は、0.10~0.12%、2~3 か月物は、0.12~0.13%といったレンジで落札された。また、9 月 9 日と 15 日にそれぞれ 9 月末から 10 月初めにかけての末初オペを実施したが、それぞれ 0.15%、0.14%で落札された。昨年 12 月と本年 3 月にもそれぞれ 2 回、3 回ずつ末初オペを実施したが、この時には、それぞれ平均で 0.28%、0.24%という落札レートであったので、今回は極めて低い水準であった。CP 等買現先オペについては、毎週 2 回、1 回当たり 4,000 億円でオファーしている。CP 発行量の減少を受けて、8 月中旬には、一旦、久し振りに札割れしたが、その後応札倍率は持ち直してきている。落札レートは、コンスタントに 0.10%と下限に張り付いている。国債買現先オペについては、レポ・レートが低位安定していたことから、月末等、モノ日には増額するなど機動的な調整を行いつつ、徐々にオファー額を減らしてきていて、9 月 8 日にはスポットネクスト物を 6,000 億円まで減額した。もっとも、積み最終日を控えた 11 日以降は、1 ウィーク物とともに 8,000 億円で増額してオファーをしている。国庫短期証券買入オペについては、

引き続き1回当たり4,000億円でオファーしている。CP等買入オペについては、大きな札割れが続いていて、足許の残高はついに1,000億円を割り込んだ。社債買入オペについては、9月7日にオファーして278億円の落札となった。米ドル資金供給オペであるが、8月25日と9月9日にそれぞれ、1か月物、3か月物を実施したが、低調な応札にとどまった。企業金融支援特別オペについては、前回会合以降14日までに6回実施している。全体として、若干の減額ロール・オーバーとなって、残高は14日オファー分も含めて7.1兆円ということになっている。図表1-9において担保の受入れ状況をご覧頂くと、共通担保は8月末時点で110兆4,000億円、前月末比4兆4,000億円増。このうち民間債務は11兆5,000億円、7月末比1,000億円増になっている。このところ民間債務の伸びが鈍化してきているということである。今後の調節については、9月末にかけては、末初オペの落札レートに表われているように、市場での9月末の警戒感是非常に希薄ということであるが、安心感に浸かった市場参加者が期末越え資金調達を遅らせているというリスクもあるので、注意して運営したいと思っている。また、今後、16~17日にかけて、国債の利払口設定日、振替停止期間、それから、19~23日は大型連休ということになって、レポ・レートが上昇しやすくなるとみられることから、市場動向をみながら必要に応じて国債買現先オペを用いて、やや厚めの準備を供給していくということにしたいと思う。

次に、市場の動向である。図表2-1の(1)のグラフで前回決定会合の時点のところに縦線が引かれているが、それをご覧頂くと分かるように、極めて安定的に低水準で推移してきた。特に、ユーロ円の3か月物については、全くレートの変化なく推移してきたということであって、資金余剰感がかなり強まっていることを表わしている。図表2-2のターム物レートの推移であるが、(1)の表でTIBOR-OISスプレッドのスポット物をご覧頂くと、やはり9月末越えのプレミアムがほとんどついていない点をご確認頂けると思う。(2)のCP発行レートの推移については、まず細かい実線のa-2格は、振れは大きいですが、スプレッドが全体として縮小し

てきている。a-2格のものものの発行も、年初来徐々に持ち直しを続けてきている。次に、a-1+格のものについては、既に下限に張り付いているが、a-1格のものは、業種間格差が縮小する形でスプレッドも幾分縮小してきている。ただし、格付けの高いものものの発行量は、激減とまではいえないが、減少してきている。図表2-3であるが、(1)のLIBOR-OISスプレッドをご覧頂くと、このところドルのLIBORが大きく低下してきていることが目立っている。ドルの資金余剰感が強まっているということだと思ふ。ただ、後で、図表2-4のグラフでご説明するように、実は円も実勢はほとんどドルと変わらない動きをしている。LIBOR自体が少し実勢よりも高いレートになっていると解釈している。(2)のドル転コスト対ドルLIBORスプレッドの推移をご覧頂いても、これはドル転コストを算出する際に、円のLIBORを用いているために実勢よりやや高めに出ているということであって、実際には、ゼロにより近いところでの取引ということにはなっている。ただし、若干の円転地合いはまだ残っている。今申し上げた円のターム物レートを図表2-4でご覧頂くと、細い実線がTIBOR、太い実線がLIBOR、それから点線が実際の取引のレートである。円のLIBORは、確かに顕著に低下をしてきていて、なかなか下がろうとしないTIBORに比べると、両者の差は拡大してきているが、実勢のレートと比べるとかなり高い水準で推移している。レファレンス・バンクとなっている邦銀が、カウンターパーティ・リスクをなお慎重にみていることが、円LIBORに表われていると言われている。図表2-5の(2)のグラフで、ユーロ円金先からみたフォワード・レート・カーブをみると、前回決定会合から一段と低位、フラット化をしており、市場が当面現在の低金利が続くとみていることが窺われる。それから図表2-6で長期金利の推移をご覧頂くと、まず(2)のグラフに日米欧の長期金利の推移が出ているが、いずれも、景気の不透明感、あるいは銀行セクターでの資金余剰、さらに国債が増発されているが総じて好調に消化されていることから、レートは低下傾向を辿ってきていることが分かる。この間、都銀も5年位のゾーンまでしっかりと買いを入れている。10年物に

についても、いずれは買い進めていきたいということであるが、こちらの方は、まだ様子を見ているということである。一方、地銀は、短いところからイールドが潰れていくのに合わせて、少しずつ長めのものを買ってきていて、現在では 10 年ゾーン位まで購入対象を拡大している。この結果、(1) のグラフにあるように、2～5 年位にかけてのゾーンのレートが特に大きく低下してきている。2 年物は 0.2%強、それから 5 年物は 0.6%弱といったところまで低下してきている。量的緩和期にみられたレートにはほぼ近付いている。量的緩和期は、2 年物で 0.1%前後だったのだが、誘導目標水準が 0.1%と、現在の方が高いということであるので、それを合わせると、ほぼ量的緩和並みの水準といえる。それから 5 年物については、量的緩和期は、0.2～1.0%位までの間を動いていたが、平均的には 0.5～0.6%位であるので、これもその頃の水準に近付いている。図表 2-7 で、イールド・カーブの状況をご覧頂いても、やはり 5 年位までの中期ゾーンのところが低下していることがここにも表われている。それから、図表 2-9 の社債流通利回りのスプレッドをご覧頂きたい。(1) のグラフをご覧頂くと、B B B 格のスプレッドが途中でキックして上がっている。これは、特定の企業が発行している社債の年限が変更されたというテクニカルな要因であって、これを除くと、全体としてはほぼ横這いである。ただ、この横這いを分解すると、消費者金融等でスプレッドが大きく拡大していることがある一方、B B B 格の中でも投資家が物色を始めている幾つかの銘柄については、少しずつスプレッドがタイト化している動きも併せてみて取れる。これらが合わさって、全体では横這いとなっている。図表 2-10 の C D S プレミアムであるが、今回は小幅の動きであった。前回、消費者金融が大きく跳ねたということを申し上げたが、それについても既に破綻を織り込むようなところまでスプレッドが拡大しているので、横這いで推移していた。

図表 2-11 の株式相場である。前回決定会合以降、大きくみると米国、欧州は上昇しているが、景気回復の強さに関する不透明感から、それまでの上昇のテンポに比べると鈍化してきている。また、振れも大きくなって

いる。日本の方は、中国株が軟化する局面で、下に振らされたということもあって、全体としては横這い、一進一退圏内ということで着地している。図表2-12の主体別売買動向であるが、引き続き個人と外国人が買いと売りを交互に進めている。外国人の買いは一頃に比べると少し勢いが鈍ってきていることが、数字の面からは窺われる。

図表2-13の主要為替相場の推移については、前回決定会合以降、大きく二つのフェーズに分けることができるかと思っている。まず、8月下旬位までであるが、景気の不透明感が強まって、リスク・アペタイトの改善がみられない中で、ドルとユーロが全体としては横這いとなる中、円は中国を材料として、対アジア通貨で買われ、円だけが高くなった。次に8月末以降位から、ドルが各通貨に対して全面的に安くなるという展開になった。これの背景として、一つは、景況感の改善、リスク・アペタイトの回復があるが、同時に米金利が低下してきているためにドルキャリーといった動きがマーケットで材料になるようになってきた。それから、もう一つはテクニカルなことであるが、ダブル・ノータッチ・オプション——レンジの中に動いていれば、利益が発生するというオプション——、これにトリガーをつけることを目指したファンドが円を買い進めたために円高が進んだということも言われている。後者のウエイトが大きいのであれば、この先また円安に戻ってくる展開が予想されるが、前者のウエイトが大きいということだと、さらなる円高ということも考えられる。図表2-14の指標をご覧頂いても、その円高の動きが少し出てきている。例えば、IMMネットポジションをご覧頂くと、ドルショート幅が少し深くなってきている。ただ、この位になるとさらなるポジションの積み増しには慎重になるという見方も広がっている。図表2-15のクロス円取引であるが、ポンドがアセット・パーチェス・プログラムの増額を受けて大きく下落している。オーストラリアドルについては、年内利上げ観測から下落幅が小幅になっている。外為証拠金取引の動向であるが、こちらの方は相変わらず逆張りの動きが積み上げられたり、巻き戻されたりということであるが、足許の円高局面で、円ロングのポジションも少し出てきている。

図表 2-16 のエマージング、コモディティについては、為替の方はさすがに一服ということであるが、株価の方は、エマージング中心にまた少し上がってきている。コモディティについては、金が特に上昇していて、市場最高値をつけた。

最後に図表 2-17 の内外金融市場の局面比較であるが、前回と同じようにパリバ・ショック前、リーマン・ショック前と比べて改善したところにシャドーを付けている。前回よりも改善してシャドーが付いたところは、(1) のドルの LIBOR-OIS スプレッドのパリバ・ショック前との比較、これが -0.01% になった。それから、(2) の国債市場のインプライド・ボラティリティである。また、これはリーマン・ショック前との比較であるが、米国についてインプライド・ボラティリティがマイナスになった。さらに (3) であるが、社債スプレッドの日本の AA 格のものについて、マイナスになった。一方、前回までシャドーが付いていたが落ちたところは、(2) の米国の国債であり、国債金利が大幅に低下したためにリーマン・ショック前との比較でシャドーが付かなくなった。それから、日本のインプライド・ボラティリティも、前はパリバ・ショック前との比較でもシャドーが付いていたが、これが +1% になってなくなった。

以上、内外の金融資本市場は、中央銀行が資金を大量に供給している短期金融市場を起点とした回復の動きが継続している。特に、資金余剰主体である銀行セクターがリスクを取りやすい短中期の国債や高格付けのクレジットは、価格面で投資妙味がかなり薄れるほどになってきていて、一部には、低格付けのクレジットに触手を伸ばす動きも出始めている。我が国の場合、こうした動きは CP において顕著であるが、社債についても限界的にみられ始めている。ただし、年金等の含み損を抱えた投資主体はなお慎重な投資姿勢を保持していて、価格が上昇している市場でも、商いが全体として活発になっている訳ではないということである。それから、もう一点、為替について若干長い目で見た推移についてお伝えすると、今年の 8 月、リーマン・ショックの少し前位にドルの潮目があるのだが、主要通貨の中で、その時点から足許までドルに対して上昇しているのは、ドル

と連動している中国元や香港ドルを除くと、日本円の+18.3%とスイスフランの+1.4%のみである。その他通貨は対ドルで軒並み下落していて、ユーロが-5.8%、英ポンドが-16.5%などとなっている。年が明けてから、騰勢を強めている南アフリカのランドにしても-2%、ブラジルレアルにしても-13.5%であって、なお従前のレベルには届いていない。こうした中で、円キャリーの巻き戻しという面もあると思うが、円が独歩高になっている。こうしたことが株式市場の重石になっているということだということのように思っている。私からの報告は以上である。

白川議長

ご質問があればお願いします。

中村委員

図表 1-6 のCP等買現先オペであるが、落札レートが0.1%で張り付いている。これは企業金融支援特別オペと関係があるのか。

外山金融市場局長

全ての銀行が0.10%で応札しているということではなくて、確実に取りたい先は、0.11%といったところで落札しようとしている。ただ、これまでの応札実績が少なかった頃に形成された0.10%というところに目線が張り付いてきてしまっていて、これが変わらないままに推移してきているということだろうと思っている。おっしゃるように企業金融支援特別オペ等も含めて資金を大量に供給しており、資金余剰感が強まっているということも、全体としてこのようなオペでの目線の低位安定に繋がっているということだろうと思う。

須田委員

図表 2-3 の(2)、ドル転コストの対ドルLIBORスプレッドの話であるが、今日の説明では、実勢はこれほど乖離しているのではなくて、ほぼ

ゼロに近いのではないかということであった。そうすると、裁定取引が少し行われるようになったということなのか。為替スワップ市場では、取引が少し戻ってきているという話があったが、その辺りも含めてもどうみられているか。先程、都銀の運用も結構積極化しているという話が少し聞かれたので、少しは裁定取引も活発化してきているかなと想像している。裁定取引はリスクが少ないが、自己資本の制約があってなかなかポジションが作れないという話もずっと聞かれていたから。

外山金融市場局長

為替スワップ市場については、これも年限にもよるが、少なくとも3か月位のものについては、裁定も含めた取引がかなり戻ってきているということだろうと思う。銀行によってドルないし円の調達レートはそれぞれ全く違う訳で、低く調達できる先については、為替スワップ市場も使いながら裁定取引を活発に進めているというケースが少しずつ出てきている。ただ、6か月を超えるような取引については、出てきてはいるが、まだ出会いは少ないと認識している。

中曽理事

ドル／円のスワップというのは、元々相対的に流動性が高かったのだが、ドル／円に限らず全般に裁定取引が回復していることは、図表2-3の(1)のLIBOR-OISから説明できると思う。ドルは以前より下がって、ポンドやユーロのレベルに下がっていて、しかも収斂している。これは、よく言われているのは、ユーロのスーパー・モンスター・オペの影響ということである。大量に供給されたユーロ資金をスワップ市場でポンド転ずるといった裁定が行われており、それでユーロとポンドが収斂してきていると言われている。そこからも分かるように、相対的にドル／円に比べて流動性が低いと言われていたような通貨ペアでも、3か月以内のような短いスワップではかなり裁定が働くようになってきているということが、恐らくグラフに表われているこの間の変化ではないかと思っている。

白川議長

図表 2-4 の T I B O R と L I B O R の解釈であるが、T I B O R については、この席でも何度も議論になっているように、

の話がある。しかし、今日の話では、L I B O R も、実勢対比、高止まっているとのことである。その高止まっている理由として、邦銀が放出先に対するクレジット・リスクを慎重にみているという話があって、そういうことなのかと理解した。ただ、そう考えると、L I B O R や T I B O R を、我々は分析上どういうふうに使っていくべきなのかという問題が上がってくると思う。勿論色々な使い方はあるし、特に T I B O R については、貸出の基準金利になっている訳であるが、そういった使い方とは別に、これまで一般的にインターバンクのターム市場の状況を把握する時の指標として L I B O R 、T I B O R を使ってきた訳である。しかし、今回の話を聞いていると、円市場のターム物レートをみるうえでは、実は L I B O R も必ずしも適切ではないということになる。もう少し、実勢レートをみた方が良いという感じになるのか。先程おっしゃった意味がどういう意味なのかと思って聞いたのだが。

外山金融市場局長

大変難しい質問である。ただ、公示性があるという意味では、やはり T I B O R 、L I B O R をみていくということになる訳である。私共は、このようにお示ししているようにユーロ円の実際の取引を注視してそのレートを把握しているが、それは必ずしも公開されていないので、対外説明をも念頭に置く場合はどうしても T I B O R 、L I B O R を使っていかなければいけない。実際に、金先や色々なデリバティブの取引でも T I B O R 、L I B O R が参照されているので、これらがマーケットにおいて一定の地位を占めていること自体は間違いではない。ただそうは言っても、銀行間取引の実勢のレートからは、残念ながら少し乖離しているため、実

勢を把握するという意味であれば、我々としては使えるユーロ円のレートをみていくということなのだろうと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

亀崎委員

図表 1-6 のオペ結果に関連することだが、CP・社債の買入れは先程も大きな札割れであるとの説明であった。次の米ドル資金供給は、今年の春から激減しており、今は市場流動性はもう潤沢にあると評価できる。最後の企業金融支援特別オペは、元々3兆円程度の残高を予想していたが7兆円に達している。ただ、7兆円になったのは3月の終わりであり、先程ロール・オーバーという話があったが、それからもう半年もの間、3月の終わりの7.47兆円から大体7兆円で推移している。これは、もう調達しようという動きが止まったということか。7兆円辺りでぐるぐる回っているということについて、企業金融の観点や金融調節の観点から何がいえるか。3か月物で0.1%という企業金融支援特別オペはターム物金利にも影響しているのだろうが、伝統的なオペレーションとの関連でオペ残高が7兆円に張り付いた状況をどのようにみているか。

外山金融市場局長

高原状態で横這いということかもしれない。企業金融支援特別オペの残高がほとんど増えていかない背景としては、やはりCPの発行が減少しているということがある。銀行によって、担保としてCPを入れるか、証書貸付債権を入れるかというのは大きく分かれてくる訳であるが、特にCPを入れてきているような先では、少し担保が潤沢ではなくなってきており、これが全体の伸びを押しとどめていると思う。調節の観点からすると、そのようにあまり大きく振れないという方が、予測可能性は高まるためやりやすいというのが正直なところである。しかし、残高が動いたところで、それに合わ

せて他のオペを調整するということであるので、今のところこれで大きく困っているということはない。ただ、もし7兆円からさらに大きく積み上がるようなことがあると——特に毎年6月期は大きな資金余剰期であり、オペで資金を相当吸収していかなければいけないので——、オペの自由度が多少厳しくなるということはあるかと思う。もっとも、今のところこの程度のサイズならば、もし来年まで延長されるとしても、それで困るということでもないだろうと思っている。また、企業金融に対する影響ということについては、元々企業金融支援特別オペは民間のCPや社債の円滑な発行に資することを狙っていると同時に、ターム物の金利の低下を促すことを狙ってきた訳である。前者については、説明申し上げているように改善をみており、低格付けのものについても、少しずつ染み出し効果が出てきていることが足許特に確認されているということだろうと思う。それは、企業金融支援特別オペ残高の多寡に関わらず、かなりの効果が出てきているということではないかと思う。後者のターム物のレートについても、企業金融支援特別オペを含めた積極的な資金供給によって資金余剰感がかなり強まってきており、全体として効果を上げてきているということではないかと思う。ただ、他のオペ、特に共通担保オペについては、先程かなり申し上げたが、目線が0.12%とか0.13%というところまで下がったあと安定しているということであるので、導入当初に比べると限界的な効果は相対的には小さくなってきているということかもしれない。

西村副総裁

先程のTIBOR、LIBORについて、少し微妙で答えにくいかもしれないが、少しお聞きしたいのは、日本のインターバンク市場で、フォーリン・ネームというか、外国勢の比重が落ちてきているということが、何らかの意味で寡占的な状況をもたらしてきていて、現在の状況をもたらしているというように客観的に判断して良いのかどうか。

外山金融市場局長

ただ、レファレンス・バンクには、外国勢も相変わらず入ってはいるので…。

西村副総裁

取引における外国勢の比重の低下は、レート形成に特に大きな影響はないのか。

外山金融市場局長

それぞれが、それぞれの考え方に従って、邦銀と同じような高いレートを出すこともあるし、実勢にかなり近いレートを提示しているところもある。

西村副総裁

結局、そこである種のリーダー・フォロワーの影響がかなりできてきてしまっているというように考えるのか。つまり、アンダー・プライスするインセンティブが非常に小さくなっているということによいか。

外山金融市場局長

おっしゃっているのは、ドミナントな勢力に引きずられていくということか。それは、それぞれの銀行がレートを提示する際に、そういったことが頭の中にどれだけあるかということだろうと思う。ただ、なかなか定量的に計れるものではないので、私の方からはあるいはそういうこともあるかもしれないという答えしか申し上げられない。

須田委員

為替について少し伺いたい。先行きはどうなるか分からないということで、別に構わないのだが、先程ダブル・ノータッチ・オプションの説明で少しトリガーが引かれたという話があった。そのような、何か一つの閾値

というか、そうした位置付けになっているレートは今いくらか。

外山金融市場局長

先程申し上げたダブル・ノータッチ・オプションのトリガーというのは、91 円位のところに並んでいたとみている。今回はそれを突き破ってしまったのだが、そこからさらに円高が進むかどうかとなると、それはマーケットの中にも色々な見方がある。例えば、生保はヘッジ付外債投資というものをやっているが、必ずしもフルにヘッジをかけている訳ではなく、円高が高進すると少しヘッジを外してヘッジ率を落とすといったようなことが行われる。そういうような行動が、90 円位で増えるということだとすると、そこに大きな壁ができていると言われている。従って、先行きは本当に色々なことで変わるため、これを占うことはなかなか難しいが、マーケットの中では都銀などを中心に 90 円台前半で推移するのではないかとといった見方がある。

中曽理事

為替については、多分幾つか要因をみていかなければならないと思う。これもまた先程の図表 2-3 をみていて思ったのだが、海外の金利が円金利と凄く接近している。今までなかった要因というのは、キャリーコストというのか、ファンディング・カレンシーとしてのドルの調達コストが安くなっているので、今までより円のロングポジションが持ちやすくなっているということである。今までは円のロングを持つのであれば、短期間に円高が進むという見方が別途あって、そういう時に合理性があるようなポジションであった訳であるが、現在はキャリーコストが安いので、ある程度長い間、円のロングを持ちやすくなっている。これは多分、変化の一つかなという気はする。では、どこまで円高が進むかと言うと、そうはならないという異論も一方にある。それは、確か先程の説明にもあったが、結局ドルが売られているのであって、円が買われている訳ではないということである。それから、これはどうなるか分からないのだが、やはり逆張り

のミセス・ワタナベ達がそうは言っても活動はしているので、これが一方方向の円高に対する一つの抑止力になるかもしれない。このように幾つかの要因があるので、結局結論はよく分からないということなのだが、そういった要因は一応念頭において為替相場をみていく必要があるかなと思っています。

白川議長

今のロングの話は理解できるのだが、一方で生保のヘッジ付外債投資の話については——ヘッジ付外債投資という言葉も適切かどうか疑問であるが——、取り敢えずヘッジコストを日米の短期金利差でと考えた場合、逆に日本の生保等の機関投資家はドルロングを持ちやすくなっているということではないのか。つまり、ドル債投資には元々相対的に高い米ドル債のクーポンを取りたいという動機があって、従来は、ドルの短期金利が高いとヘッジコストが高いから、その分ドル債投資に一定のブレーキが掛かったが、現在はそのブレーキが掛かりにくくなっているのではないか。

外山金融市場局長

おっしゃるとおりである。ドルの短期金利が大幅に上昇すれば損失を被る可能性もあるが、現在はそれが極めて低くなっているので、それもあって生保がヘッジ付外債投資を積極化させていると聞いている。

白川議長

図表 2-15 の外為証拠金の動きをみると、水準的には勿論低いですが、短期的には凄く動いていて、何となく上下動を繰り返しながら少しずつ盛り返しているようにも見える。

中曾理事

決して絶滅してはいないなど。

白川議長

現実の為替レートは、今円高方向であるから、円キャリーによって円安になるということではないのだが、これもどういうふうにするのかと。

外山金融市場局長

これはネットで表示しているが、申し上げたように円ロングのポジションも相応にあるためこのようになる。グロスで見ると、これよりかなり大きな円ショートポジションが積み上がっているということになっている。

水野委員

クロス円が主であるな。豪ドル／円であるとか。

外山金融市場局長

そうである。

白川議長

他に質問はないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢についてお願いします。

大野国際局長

お手許にお配りした決定会合資料－3の参考計表（追加分）をご覧頂きたい。海外経済の現状評価についてご報告する。前回決定会合以降の世界経済の動きを一口で述べれば、多くの国で、自動車販売促進策をはじめとする財政面での景気刺激策が需要を下支えする中で、在庫調整が一段と進捗し、企業の生産活動も持ち直しつつあることが確認されたということが

できるかと思う。それでは、まず初めに、図表 1 に沿って米国経済情勢を確認したいと思う。シャドーのかかっている部分が、前回会合以降判明した計数である。1. 実質 GDP、第 2 四半期であるが、前期比年率 -1.0% で、これは内訳が改訂されただけで伸び率自体は速報から変わっていない。3. 実質個人消費の 7 月の前月比が $+0.2\%$ の増加となっている。この増加分のほぼ全てが自動車販売によるものである。6. 自動車販売は、キャッシュ・フォー・クランカーズの効果から 8 月に大幅に増加し、昨年 5 月以来の水準となる 1,426 万台に達している。しかし、個人消費は自動車を除くと弱めである。昨日発表された 5. 小売売上高（自動車等を除く）が、単月で見ると前月比 $+0.8\%$ と、若干高くはみえるが、第 3 四半期でみて頂くと $+0.1\%$ であるので、月々の振れを伴いながらも、基調としては弱めの動きが続いているという評価で宜しいかと思う。次に住宅についてみる。8. 住宅着工をみると、7 月単月では、前月比が -1.0% の減少となっている。四半期で均してみると、持ち直していることが確認できるかと思う。その背景としては、利下げや住宅一時取得者向け減税の効果に加え、これまでの住宅価格の下落が需要を喚起している点が挙げられる。その住宅価格であるが、9. ケース・シラーをみると、6 月は前月比 $+0.7\%$ と、僅かではあるが約 3 年振り、2006 年 5 月以来の上昇に転じている。四半期に均してみても、前期比の減少テンポが鈍化している姿がみて取れる。つまり、これまでの住宅価格の下落が、住宅販売の増加をもたらし、販売の増加が、今度は住宅価格の下落を抑制してきているという、住宅市場の調整進捗の姿が窺われる訳である。ただし、差し押さえ物件は、依然中古市場に大量に流入している。中古住宅の在庫率は高止まっているため、この先住宅価格が反転、上昇に向けて動き出したとみるのは、まだ早計かともみている。次に設備投資関連をみる。10. 資本財受注は 7 月には若干減少したものの、四半期で均してみると前期比が $+3.6\%$ と幾分増加している。ただし、こちらも、水準としては 2003 年頃の低水準圏内での動きである。製造業の稼働率が低いもとでは、設備投資は弱い動きが続くとみておくのが妥当と考えている。以上の需要サイドの動きを確認した後、次に供給サ

イドの動きをみたいと思う。まず、輸入である。自動車の国内販売の増加から、輸入は増加し、その結果、11. 財・サービス貿易収支は、月次でも、四半期でも赤字幅はやや拡大する姿となっている。次に13. 鉱工業生産である。2008年を通して減少を続けてきたが、7月は前月比+0.5%とこちらも僅かながらではあるが、久方振りに増加している。中身を見ると、自動車のみならず多くの業種で増加しており、在庫調整の進捗効果が現われている。また、12. ISM製造業指数も、8月に改善と悪化の分岐点である50を1年7か月振りに超えている。こうしたところからみると、生産は下げ止まりから持ち直しに転じているとみることも可能かと思う。このような動きを眺めて、エコノミストの中では、米国経済のV字回復を予想する気の早い向きもある。確かに数字上は、生産やGDPが第3四半期に大きく伸びる可能性はあるが、国際局としては、V字回復となるとの見方には与していない。慎重な見方を維持している理由としては、第一に、自動車販売増加は、需要の先食いの側面があることは否めず、相当な確率で反動減が現われると予測されること。第二に、雇用・所得環境の厳しさの問題が引き続きあることである。15. 雇用者数は減少が続いているし、14. 失業率も引き続き上昇傾向が止まっていない。雇用者数の減少テンポや失業率の上昇テンポはマイルドにはなっているが、先行きの需要と生産の見通しに自信が持てない中で、企業が前向きに雇用を増やしていく可能性は低いとみておくべきだと思う。従って、第三に、頼りない雇用・所得環境のもとで、過剰債務を抱える家計は支出を抑制せざるを得ないと考えることである。こうした状況のもとでは、早晚訪れる財政政策の息切れの後に、経済に調整圧力がかかる可能性が低くないとみておくということが適当と考えている。以上、米国の実体経済を纏めると、足許は下げ止まり、先行き景気は持ち直し、回復に向けた動きが期待されると思う。ただし、回復のペースは緩やかで、下振れリスク、ダブル・ディップのリスクも相応にあるということになるかとみている。なお、16. ~18. の物価関連指標についてみると、需給緩和と賃金の伸びの鈍化を背景に、コアの前年比は+1%台半ばまで低下している。ユニット・レーバー・コ

ストが低下する中で、コア・インフレの伸びも縮小していく可能性が高いようである。

次に、図表 2-1 にてユーロ圏経済をみたいと思う。ユーロ圏経済については、ここにきてソフトデータだけではなく、一部のハードデータ面でも明らかな動きが散見できるようになってきた。ユーロエリアでは、1. GDP の第 2 四半期分が判明しており、4~6 月の前期比年率が -0.5% と、第 1 四半期の -9.5% からマイナス幅が大きく縮小している。ユーロエリア全体でみると、経済は下げ止まりつつあるとみて良いかと思う。もっとも、国別にはばらつきがある。大国のドイツ、フランスは表にあるとおりプラス成長に転じる一方、ここではお示ししていないが、イタリアや、住宅バブル崩壊の影響の大きいスペインは依然マイナス成長である。ただ、それらの国についても、マイナスの幅自体は縮小している。次に 2. ユーロエリアの域外輸出をみると、海外経済の持ち直しに向けた動きを受けて、減少幅が縮小している。3. ドイツの海外受注は、四半期で均してみると増加に転じている。個人消費関連をみると、7. 自動車販売が各国で増加しているが、それを除く 6. 小売売上数量が弱めである点は、米国と同様の動きである。ただ、8. 消費者コンフィデンスの方をみると、3 月をボトムに 8 月まで 5 か月連続で改善している。ムード的には幾分改善といった姿が窺える。この間、9. 鉱工業生産は、在庫調整の進捗から減少テンポが緩やかになっている。また、10. PMI については、上昇を続け、改善と悪化の分岐点である 50 に近付きつつある。12. 物価については、コアの前年比がじりじりと低下している。11. 失業率が上昇傾向を続けているように、需給ギャップの悪化が背景にある。次に、英国経済である。図表 2-2 をみると、ユーロエリアと同様に景気は下げ止まりつつあるとみられる。1. GDP のマイナス幅が縮小し、4. サービス業 PMI は、改善と悪化の分岐点である 50 を上回っている。企業の生産活動は持ち直してきているとみられる。この間、住宅市場の調整も進捗している。7. 住宅価格は前年比マイナス幅が縮小している。住宅関連の動きが持ち直した結果、家具や家電の販売も持ち直してきており、2. 小売売上もこのところ増加の形がみて取れる。

ただし、過剰債務を抱えた家計の支出は全般に控えめである。3. 消費者コンフィデンスの改善は、英国では足踏みしている姿となっている。

次に、新興国の状況についてご説明する。まず 1. 中国である。図表 3-1 をご覧頂きたい。8 月の経済指標が先週公表されたが、基本的に内需を中心に高めの成長が続いている姿が確認された。4. 小売売上高は、前年比 +15% 程度の成長を続けている。また、5. 固定資産投資は、やや減速感もみられるが、前年比 +30% 前後の伸びが続いている。6. 輸出は、これまで大幅に減少してきたものが、ここにきて漸く下げ止まりの気配をみせており、第 3 四半期の第 2 四半期対比は +3.1% の増加となった。海外経済の下げ止まりから、持ち直しに向けた動きを反映しているものとみている。こうした需要動向のもとで、2. 工業生産は、前年比 10% 台の高い伸びを続けている。3. PMI も 3 月以降、6 か月連続で改善と悪化の分岐点である 50 を上回って推移している。なお、7. 輸入を四半期ベースで均してみると、内需や生産の増加を背景に前期比増加を続けている。これは、中国の景気刺激策が、周辺諸国に対して輸出増加を経由してスピル・オーバー効果をもたらしているといったことを示していると理解できるのではないかとみている。この間、9. マネーと 10. 貸出が、それぞれ前年比 +28.5%、+34.1% と引き続き高い伸びを続けている点はやや気になるところである。

次に 2. インドにお移り頂きたい。中国と同様に高めの成長が続いている。第 2 四半期の実質 GDP は前年比 +6.1% の成長となった。インドでは、天候不順の影響で農業部門の生産活動に影響が出ているが、製造業部門については、3. PMI が改善と悪化の分岐点 50 を 5 か月連続で上回っており、回復が続く姿となっている。次に、図表 3-2 の N I E s、A S E A N であるが、こちらの 4~6 月実質 GDP が出揃った。前期比でみて、概ね年率 +10% 弱から +20% の高成長を継続している。内訳をみると、輸出のほか、個人消費、総固定資本形成が増加に転じており、在庫投資もプラス寄与に転じている。中国の景気刺激策の効果が、輸出増加を経由して波及をするとともに、各国の拡張的な財政・金融政策の効果が現われるもと

で、在庫調整が進捗し、景気が持ち直す姿というものが、明らかになりつつあるとみられる。

最後に、金融面の話題を一つ申し上げたいと思う。図表4が米国の金融市場、それから、図表5が欧州金融市場となっている。最近の米欧金融市場をみると、二つの特徴点がみられる。一番目は、株価が上昇する一方で、長期金利が低下しているということである。通常のリバウンド局面であれば、株価と長期金利の双方が上昇するパターンが多い訳であるが、足許、市場参加者の多くが景気の持ち直しを予測して株価が上昇しているにもかかわらず、長期金利の上昇が抑圧されていると、こういった動きとなっている。その理由として三つほどが挙げられている。一番目は、コア・インフレの低下である。二番目は、短期金融市場の資金余剰感が長期金利を押し下げている可能性である。図表4、5の(6)においてLIBOR-OISスプレッドをみると、パリバ・ショック前後の水準まで低下している。短期金融市場の状況は、相当改善しているとみて良いかと思う。三つ目の理由は、信用仲介機能の毀損した銀行が貸出を縮小する一方で、余剰資金を国債投資に振り向けている傾向があるという見方である。ただし、財政赤字の拡大が続く中で、長期金利の安定がどの程度持続性を持つかについては、不確実性が高いとみて良いかというふうに考えている。最近の特徴点の二番目は、米欧の社債のクレジット・スプレッドが、投資家サイドの選別によって高格付けと低格付けのギャップを残しながらも、特に高格付け債で縮小し続けていることである。高格付け社債のスプレッド縮小傾向は、特に米国において顕著な動きであるが、こうした動きの主な解釈として、二つの見方が存在している。解釈のその1は、現状、ノーマルなダウンサイド・リスクは払拭されていないが、テール・リスクは縮小しているため、そのリスク・リプライシングが社債スプレッドの縮小継続に繋がっているというものである。解釈のその2は、米欧経済における企業部門と家計部門の相対的な強さの違いの影響という点である。米国では、企業は賃金をカットして、労働コストを大幅に下げ、削減することで収益を確保しようと努めている。この結果、家計の雇用・所得環境は、なかなか改善には繋がっ

ていない。つまり、企業部門と家計部門を相対的にみた場合に、企業部門の財務状況の方が、過剰債務を抱えた家計の財務状況に比べ、まだましであるという見方が可能である。そうすると、資金は資本市場を経由して、企業に流れやすくなるという筋合いである。後者のロジックは、今後の景気対策の足取りを占ううえでも有益な視点を提供するものではないかと思う。企業部門によるコストカットの多くは、取りも直さず、家計部門の所得カットに他ならない。それは、マクロ経済のパイの拡大速度を弱める訳であって、ひいては企業の成長も将来的に弱めるフィードバック効果を持つものである。つまり、生産・所得・支出の循環メカニズムの回転速度がある程度の水準にまで回復しない限り、車の両輪である家計部門と企業部門の双方が成長の持続性確保といった動きに繋がらないということである。従って、社債のスプレッドの縮小などの動きも、ある時点で修正される可能性はなしとはしないのではないかとみている。

以上の海外経済の動向を纏めると、世界経済は持ち直しつつあり、今後その傾向が続くとみている、ということになる。ただし、地域的にばらつきがある。米欧は依然バランスシート問題を抱え、リスクは引き続きダウンサイドにあるといえる。一方、アジア新興国では、景気の持ち直しは明確化しているが、先進国とは異なり、過剰債務問題を抱えていない。そうした中で、景気刺激策の効果が予想以上に強まる可能性も念頭に置いておくことが適当と考える。特に、国際資金フローの動きに注目した場合、相対的に景気が良いアジア新興国や資源国への資金流入が続いている。これが拡張的な金融・財政政策の効果を予想以上に強めるリスクには、注意を払うことが重要かもしれない。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問があればお願いします。

須田委員

先程、アメリカの先行きをみる際にダブル・ディップの蓋然性も少しみ

ておかなければならないという話があったが、そもそもダブル・ディップと言った時に何を想定しているのかがよく分からない。それについてもう少し説明して頂きたい。

大野国際局長

相当難しいご質問だと思うが、ダブル・ディップという場合に、W字型ということがあるかもしれないし、もう一つは、V字、U字、L字ということもあるかと思う。私が今日ダブル・ディップもあり得ると申し上げたことについて言えば、現在のアメリカで漸くみられるようになった回復局面というものの相当な部分は、やはり財政・金融政策に依存している訳である。ただし、アメリカについても、恐らくその財政政策等の効果は、7～9月から10～12月にピークアウトするということはあると思う。問題は、その財政政策等から民需の方にバトンタッチができるかどうかの確からしさは、引き続き弱いのではないかということだと思う。それから、もう一つは内需の話であるが、生産や輸出の回復を起点とした所得の改善がまた需要に好循環を及ぼすという内需の循環メカニズムのスピードや力についても、その歯車の動きが弱い可能性がある。従って、どうなるかは分からないが、財政刺激策が剥げていく段階、フェードアウトする段階で、民需主導のそういった好循環の回転にスムーズに移るかどうかといったところには、まだ相当の不確定要因が残っている。その意味で、つまり、Wになるかどうかは分からないが、UとかVには、なかなかすんなりはいかないという意味で、ダブル・ディップ的な状況といったことも相応のリスクシナリオとして、意識すべきではないかと考えている。

須田委員

まだよく分からないのだが。四半期でみると、マイナス成長があり得るというようなイメージか。

大野国際局長

四半期でみた場合には、7～9月から10～12月にかけてプラスとなる可能性は相当程度高いと思うが、具体的に言えば、1～3月以降がゼロ近傍であるとか、瞬間風速として一時的なマイナスとか——外れてしまったら申し訳ないが——、そうした可能性は相当程度あるとみておくべきかと思う。

須田委員

それをダブル・ディップとまで言うとは相当イメージが悪いと思う。そうした蓋然性が結構あると言われると、相当落ち込むというふうに伝わりそうな気がしたので、その内訳を知りたかったということである。それからもう一点ある。住宅価格については、私もまだまだ先行きずっと下がってもおかしくないと思っているのだが、販売に関して言えば、これが増えているということは、住宅を買うと同時に色々な家具を買ったりとか、その辺の回りのものを買ったりといった動きが想定される。このため、そうした経路で消費が少し増えるということ、自動車以外の住宅回りの消費に与えるプラス効果が出てくるのがあっても良いのではないかと思うのだが、その辺りはどういうふうにご覧になっているか。

大野国際局長

おっしゃるとおりである。住宅は、やはり自動車に次いで波及効果が大きいと思う。従って、住宅販売が底を打ってある程度出てくることは、相当のプラス材料であるといえる。国が違うが、イギリスでは、若干そういう動きが足許出てきていると思っている。ただ、問題は、販売の増加がどの程度かと言った場合に、家計のバランスシートが相当傷んでいる状況において、新規の住宅の販売や買替え需要が勢い良く増加するということには、やはり今の雇用情勢と家計の所得環境をみた場合、あまり大きく期待することは難しいということではないかと思う。

野田委員

今政府は住宅取得にインセンティブを付けている。この影響、プラスの下支え効果について、何か分析というか、どの程度支えているかを定量化したようなものはあるか。いずれにしても、これは近々なくなってしまうのであるが、その時の裏側の影響を考える上でも分かっておきたいのだが。定性的には、当然何らかのプラス効果があって、今後何らかの反動があるだろうということは分かるが、その何らかのというのがどの程度なのか。

大野国際局長

定量的なしっかりとした分析は外部のものでもまだみていないが、一般的な分析として言われていることをお話すると、こういうことである。すなわち、住宅販売は今少し上がっている。勿論これには、色々な税制面とか財政の刺激策が相当程度あるいはなにがしか影響していると思うのだが、今底を打って回復し始めている一番大きな要因は、やはり住宅ローン等の金利が低下していることと、価格が大分下がってきていることである。この二つによる下支え効果は強いということなので、税制と一時的な補助金の影響が物凄く大きく出ている自動車販売に比べると、住宅の場合は、全体の市場や金融緩和等の影響が、これは比較的息長く下支えするだろうと思う。従って、制度面の影響としては、そのウエイトは自動車と比べると相対的にはかなり小さいものであるとみておいて宜しいかと思う。

野田委員

了解した。

須田委員

自動車販売における反動減はどこに現われると考えられるか。勿論、消費に現われるのだが、生産については、在庫が相当下がっているので、影響は限定的ではないかという、そういった内容のレポートもみる。そのところはどういうふうに見ているか。

大野国際局長

おっしゃるとおりだと思います。やはり、自動車メーカー——これは世界中色々あるが、アメリカもそうであるし、日本もそうであるし、それからアジアもそうであるのだが——も、ある程度時限的な措置であるということには分かっているので、急激に増産して在庫を積み増すという動きは全くみられていない。従って、世界的にみた自動車産業全体としての在庫水準というのは、ある程度調整が進んでいて、その中での時限的な財政刺激策の下支えによる販売の増加ということであるので、ある程度の反動減が生じるとしても、それが次の在庫調整が始まる起点にはならないのではないかと考えてみておいて結構だと思います。

野田委員

中国の輸出と輸入であるが、輸入は、ここへきて前期比増加となっている。中国の輸入というのは、勿論国内で消費してしまうものもあるのだが、恐らく中間財だとか原材料など、それを加工して輸出に繋げていくというものも相応にあると思う。そういう中で、このところの輸入の増加というのは、今後若干のラグをおいて輸出の方に跳ねてくるのではないかという見方は、どの程度正しいのか。私自身は、そういう見方をしているのだが。

大野国際局長

そこが、今まさに判断の大きな迷いどころだと思います。結局、中国が起点となって需要を作っており、それが周辺の諸国にじわじわと出ていて、それがまた中国が生産している色々な生産財の輸出に戻ってき始めているという、そうした感じはある。あるのだが、それが一つの循環として、野田委員がおっしゃったように、その部分の中間財が伸び、そしてまた輸出企業の生産に繋がっていくという手応えが感じられるほどになっているかどうか。そこをもう少しみてみないと危ない。従って、逆の言い方をすれば、中国の輸出入は、両方とも前年割れとなりながらも、相対的に輸入

が強いというか、前期比プラス幅も大きい訳であるが、これはそうした生産財というよりもやはり固定資本形成などの内需——地方政府も含めて相当アクセルをふかしている——に起因した輸入の方の勢いがまだ強いとみられる。ただ、そういった中で、外需関係の中間財や生産財、特に中間財の輸入も少しずつ増え始めている気配がある。だから、そのウエイトが段々上がってきて、中国の輸出が回復するような形で、内需から外需にバトンタッチできるかどうかといったところが、中国にとっては極めて重要な視点であるし、それは世界全体の回復シナリオにとっても、かなりクリティカルに重要な論点だと思っている。今ちょうど、その分かれ目のところに差しかかっているのではないかとみている。

野田委員

よく分かった。

中村委員

中国の主要な輸出先は、やはりアメリカであり、ヨーロッパであろう。だから、そこが伸びないことには、なかなか中国の輸出は本格的に伸びないということになるな。

大野国際局長

中国を中心にした円を描くと、アジアのところまでは少し回っている。しかし、今中村委員がおっしゃったように、より大きなマーケットはアメリカであり、相対的に少し小さいがヨーロッパがあり、勿論、日本もある。そこまで循環が繋がってこないと、本格的なバランスのとれた成長パターンには辿り着かないと思う。

中村委員

中国では色々な内需刺激策をやっているが、消費の伸び率をみたら、前年比+15%にとどまっている。これも、需要刺激策があつて、やっと支え

られているのであり、逆に言えば、それがなければ国内の需要は相当弱いのかなという感じはするのだが、そういうことか。

大野国際局長

おっしゃるとおりである。特に財政面からの需要刺激策については、例の4兆元の半分位が今年出て、残りが来年も出るとは言いが、財政のアクセルを思い切り踏み切っている状態でもこの程度である。仮にアクセルから足を離してしまえば、相当の減速圧力がかかっていくということは間違いない。

亀崎委員

今回の世界景気の後退に入った当初の頃、各国は保護主義台頭への懸念を抱いていた。その後、G20で保護主義は避けなくてはならないと一応確認した訳であるが、つい最近になって、アメリカのオバマ大統領が、セーフガード、すなわち中国からの乗用車・軽トラック用タイヤの輸入に対して追加関税を課すことを決定した。一方これに対抗して、中国側は、鶏肉、自動車において対抗措置を採る可能性を示唆しているという状況になってきている。こうした経済状況の中で、保護主義の台頭が一番懸念されることなのだが、米国や中国などのビッグプレイヤーが、今になってこのような動きをし始めたことについて、国際局としてはどう受止めているか。

大野国際局長

保護主義については、相当先鋭に出てくるのではないかという事前の見方に比べれば、リーマン・ショック以降、1年経つ訳であるが、ここまでのところはあまりとげとげした形にならなくて良かったと思っていた。しかしながら、ポテンシャルには、雇用情勢の問題なり、政治的な問題なりが重なっていくと、どうしても外に文句をつけるという面はあって、その象徴的な一つの例として、今回のアメリカと中国の対立が出てきたものと思う。この問題がこの程度で収まることを祈るしかないといったところで

あろうか。国際局としての確たる見方とか判断はないが、どちらかと言えば、これまでのところ保護主義は心配していたほどには強くなっておらず、ただ、そういう動きは、やはり世界的な不況が長くなれば長くなるほど、あるいは各国の政治情勢が不安定になればなるほど、強くなる傾向があるということで、日本としてもしっかりそういった動きに対応していくということが重要である。

白川議長

他にあるか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは次に、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、資料4の参考計表をお出し頂きたい。最初に図表1のGDP統計の説明から入らせて頂く。4～6月の実質GDPであるが、ご覧のように2次QEで前期比+0.6%、年率で言えば+2.3%になった。1次QE段階の+0.9%、年率+3.7%から下方修正になっている。下方修正の主因は、在庫の寄与が1次QEでは-0.5%であったのが、ご覧の-0.8%になったことである。法人企業統計に基づく仕掛品在庫、原材料在庫の変動が加味されたことがその背景である。需要項目別にみて頂くと、純輸出の寄与度が+1.6%と圧倒的に大きい。他に個人消費が+0.5%となっており、そのうち+0.3%が耐久消費財になる。また、公的固定資本形成も+0.3%ということである。このように内需でも政策の効果は確認されるが、他方で設備投資や住宅投資は大幅な減少であった。なお、季節調整のかけ直しなどにより、過去の数字も若干変わっており、その結果細かい話であるが、2008年10～12月の-3.4%というのは、年率にして-12.8%であり、これは1974年の1～3月の-13.1%よりもほんの僅かだけマイナスが小さい

ということになった。つまり四半期単位でいうと、今回は戦後最大のマイナスという記録は取り敢えず消えているということである。GDP統計は今後も改定されるのでどうなるか分からないが、今の時点ではそうであるということである。いずれにしても、2008年10～12月、2009年1～3月を合わせた半年間の落ち込みが未曾有であるということは変わらない。それから右の図表のGDPデフレーターであるが、実はこちらに多少サプライズがあった。図表右端の4～6月が前年比+0.5%である。内需デフレーターのマイナスを交易条件のプラスで上回っているということは、定性的にはそのとおりであるが、定量的には、われわれの想定からはかなり下振れてしまっている。かなりというのは、1%ポイント位下振れているということである。内需デフレーターも下振れているのだが、それ以上に国際商品市況の上昇により、外需デフレーターが下振れている。このグラフは前年比で作成しているが、実は前期比だと外需デフレーターはマイナスになっており、そのためGDPデフレーター全体の前期比はかなりマイナスになっている。その結果、先程の左の頁の中段に名目GDPがあるが、4～6月の名目GDPは前期比-0.5%ということで、こちらは実はまだ5四半期連続のマイナスである。川上インフレ、川下デフレというか、そういうことで収益や雇用者所得がスクイズされるという現象が足許若干みられ始めているということになるので、その面から民間需要の自律回復力が制約されることがないかどうかについても注意を払って見ていく必要がある。GDPは以上である。

次に、図表6の輸出入であるが、(1)実質輸出入の太い実線で示した実質輸出は、右端が7月単月で4～6月対比で+7.9%と順調に増加が続いている。ただし、7月は実質輸入も4～6月対比で+4.7%増加しているので、(2)対外収支の図表の実質貿易収支をみると増加のテンポが4～6月の急速なリバウンドに比べて緩やかになっている。輸出の内訳を確認する。次の頁の図表7であるが、上段の地域別第3四半期の欄をみて頂くと、相変わらず伸びが高いのは東アジア向けで、+10.3%である。先行した中国向け、NIEs向けがややスローダウンして、ASEAN向けの伸びが高ま

るといったような国別の入れ繰りはあるが、東アジア全体としてはしっかりとした回復が続いている。一方、米国向けがスローダウン、EU向けは若干マイナスとなっているが、いずれも自動車の在庫調整進展に伴うリバウンドの力が弱まってきたことによる面が大きい。ただし、ミクロ情報を総合すると、各国の政策効果を背景にして、7~9月全体としては、欧米向けももう少し強くなるのではないかと聞かれている。それから表の下の方では、その他向けが+11.4%と、こちらもかなりはっきりとした回復に転じてきている。図表9で、その他向けの国別、地域別の内訳をご覧頂きたい。デフレーターや季節調整は国毎に分けていないので、厳密な分解にはなっていないという留意点はあるが、右端のところでは7月は増えている。その中で強いのは中南米向けであり、ここは船舶で押し上げられている面がある。従ってやや一時的な面もあるかもしれない。ただし、中近東向け、これは自動車が増加しており、先月、中近東の自動車も大分在庫調整がついてきているようであると申し上げたことと整合する動きである。輸出は以上であるが、今月は久方振りに増加した輸入についても簡単にみておく。図表12の(2)であるが、下段の財別だけ確認しておく。第3四半期に大きく増加しているのは、素原料の+8.0%であり、中身は原油と天然ガスである。国内生産の増加や原材料在庫の調整進捗を反映したものとみられるが、月々の振れも大きいので、今月は多めに入ったという面もありそうである。それから、消費財が4~6月、それから7月と比較的コンスタントに増加している。具体的には液晶テレビが随分入ってきている。日本の一部大手メーカーが中国で生産していることもあり、国内販売の好調を背景に輸入が増加している。因みに、液晶テレビの国内販売における最近の輸入品の比率であるが、台数ベースで3割弱あり、昨年2割強から上昇してきている。輸出入は以上である。

次に、設備投資である。4~6月はGDP統計で確認したので、図表15以降で7月分のデータをみていく。7月の資本財総供給が全体では4~6月対比で+6.3%とリバウンドの気配があるが、除く輸送機械ベースでみると、-0.2%ということではほぼ横這いである。輸送機械については、足

許6月、7月と鋼船の振れとみられる動きが増加方向に寄与しており、それ以外にも自動車やトラックの減税・補助金の影響も紛れ込んでいるとみられるので、足許の評価は、除く輸送機械の方が実勢に近いと考えられる。そうすると、明確に下げ止まったと判断するには少し早くて、せいぜい下げ止まりの兆しがみられるという位かと思う。次に図表16の先行指標をみると、機械受注の右端、7月は4~6月対比で-4.6%である。みたところ、4~6月の減少テンポとあまり変わらないが、4~6月は、製造業の6月分が大型のスポット受注で押し上げられており、7月はその反動が出ているということがあるので、実勢としては足許徐々に減少テンポが緩やかになってきているとみることが出来る。建築着工床面積の図表をみると、こちらは逆に7月の4~6月対比が+11.9%ということで、かなり反発しているが、これも月々の振れが大きい指標であるので、下げ止まりというにはまだ少し早く、減少テンポが緩やかになってきているという位にみておきたいと思う。以上を踏まえて、設備投資については、これまでのように大幅ではないが、足許までは減少が続いており、先行き徐々に下げ止まりに向かう蓋然性が高まりつつあるという位に評価するのが適当と考えられる。設備投資は以上である。

次に、図表21まで進んで頂き、個人消費をみて参りたいと思う。図表21の耐久消費財をみると、乗用車は——8月分まで入っているが——、絵に描いたようなV字回復、これ以上綺麗に描けない位のV字回復になっている。自動車各社も、ここにきて本年度の国内販売計画を軒並み上方修正している状況である。ただし、言うまでもなく減税・補助金がかかなり効いているので、来年度は反動減が懸念される。それから家電販売もご覧のようにテレビを中心に伸びが足許加速している。それから(1)の需要側統計をご覧頂いても、家計消費状況調査——これは家計調査よりもサンプル数が多いので、耐久消費財の動きが的確に反映されているというふうに言われている指標——は、ご覧のように4~6月、7月とはっきりと上向していることが確認できる。ただし、図表22の方の耐久財以外の消費は弱い状況が続いている。一個一個の説明は省略するが、この夏は天候不順の影

響があったにせよ、全て弱い動きとなっている。個人消費全体では現段階でどうなっているかを図表 23 の(3)で見ると、消費包括指数は、4~6 月が前期比+0.3%のあと、7 月の 4~6 月対比は+0.4%となっている。一応プラスではあるが、自動車や家電があれだけ売れていてこの程度のプラスということではかないので、個人消費の基調は弱いとみざるを得ない。当面、個人消費はこういう状態、つまり自動車とテレビはよく売れるが、それ以外については雇用・所得環境の厳しさを反映して弱い動きが続くとみられる。それに加えて、新型インフルエンザの影響にも注意が必要と考えられる。個人消費は以上である。

次に、図表 26 の住宅着工であるが、着工戸数が 7 月も減少しており、年率 74.6 万戸となっている。ただし、さすがに下げ止まりが近そうな様相にはなってきている。(2)にあるマンションの在庫についても徐々に調整が進んでいる。ただし、近い将来下げ止まるとしても、その後の回復への手掛かりはまだあまりみえてきていないという状況であり、アネクドータルにも、モデルルームへの来場者は増えているが、雇用・所得環境の不確実性等からなかなか成約に至らないという話が多く聞かれている。

簡単ではあるが、住宅が以上で、次に、図表 27 の生産である。鉱工業生産は、図表には 7 月の前月比が+1.9%と書いているが、確報で+2.1%と 5 か月連続の増加になっている。さらに 8 月、9 月も増加が続く予想になっている。7~9 月は、予測指数を繋げると、欄外の注には前期比+8.0%と書いてあるが、現段階では先程の確報化により+8.3%という数字になっている。つまり 4~6 月と同じペースで増加が続くという予測になっている。この辺りは、ミクロ情報でもほぼ裏が取れており、かつミクロ情報では前月段階と比べても幾分上振れている。更にミクロ情報によると、10~12 月についても前月段階では微増予想であったが、それが 9 月時点では前期比+2~+3%程度の増加予想へと上方修正されている。この足許から 10~12 月にかけての上方修正の主役は、製造業の御三家、すなわち、自動車、電子部品・デバイス、一般機械の 3 業種であり、とりわけ自動車の上方修正が大きくなっている。その自動車の上方修正の背景であるが、

これは輸出・国内販売双方の上方修正であり、ともに政策効果の上振れである。米国のキャッシュ・フォー・クランカーズでは、日本車が相当売れて、在庫がかなり減少しており、その補充は、大半は現地生産対応であるが、一部輸出でも対応するということである。それ以上に、先程ご覧頂いた国内販売の強さがメーカーの従来 of 想定以上になり、特に 10～12 月の自動車生産の上振れは、国内要因が大きい。勿論、これは補助金の影響であるので、その後 1～3 月の生産は 10～12 月並みをキープできても、4～6 月はかなりの反動減が出るのではないかという懸念が業界からは聞かれている。それから電子部品・デバイスの上方修正については、これはむしろ海外要因になる。これはさらに二つあり、一つは中国の景気息切れ懸念のさらなる後退、もう一つは欧米のクリスマス商戦に関する若干の期待の芽生えということである。業界からは、ほぼ一様に 10 月分ないし 11 月分までは順調に受注が入っているということであるが、問題はそこから後にあり、やはり 11 月下旬から実際にクリスマス商戦が始まってみて、その動向次第では 1～3 月はどうなるか分からないという声が相変わらず多いということである。それから、三つ目の一般機械については、以上申し上げた自動車と電子部品・デバイスのある種の波及効果で生産が少し増えていくということである。一般機械の中には軸受のような自動車部品に近いようなものがあるので、それが増えるということ、それからもう一つは、半導体製造装置とかフラットパネルディスプレイ製造装置などがアジア向けを中心に上向きになってきている。実は先程の機械受注であるが、外需の分は 7 月の 4～6 月対比が +46.4% と、振れが大きいですが、足許はかなり明確に持ち直してきている。以上、生産に関する今月の変化点としては、7 月の増加テンポが 4～6 月並みを維持する蓋然性が高まり、さらに 10～12 月も増加が続く見通しが強まってきている。ただし、10～12 月の増加テンポは、7～9 月に比べるとやはり鈍化しそうであり、一番問題なのは、1～3 月以降、とりわけ自動車の 4～6 月以降については反動減の大きさを含めて依然として不確実性が大きい。生産の水準がピーク比なお 2 割程度低い段階で、その先の回復への保証がないということになるので、設備投

資や雇用へのインプリケーションも考えるとなお厳しい情勢であると言わざるを得ない。

次に、図表 31 で、その雇用をみていく。有効求人倍率は 7 月が 0.42 倍にまで低下し、最低水準を更新中であるが、低下のテンポは足許緩やかになってきている。ただし、失業率の方はむしろ速いペースでの上昇が続いており、7 月は 5.7%と過去最高水準を更新している。労働力調査の雇用者数は、7 月の前年比が-1.4%となっている。振れが大きい指標であるので、マイナス幅がはっきりと縮小に転じたといえるかどうかはまだ分からない。ただ、均して見て減少幅の拡大には歯止めが掛かってきているという位の評価は可能かと思う。また、毎勤の常用労働者数についても、前月比減少テンポはこのところ緩やかになってきているとみることができるように思う。因みに、ここには書いていないが、毎勤の常用労働者数を業種別にみた場合の特徴点を一点申し上げておくと、製造業とサービス業が、季調済の水準で見て過去半年ほどは急激に減少してきたが、ここ 2 か月ほどは、製造業では減少テンポが緩やかになっており、サービス業も——これは主に労働者派遣業の動きとみられるが——取り敢えず下げ止まりの様相を呈している。それから毎勤統計であと一点、名目賃金のところをみると、7 月の数字が-4.8%となっているが、先程出た確報でここは-5.6%に下方修正されている。以上のように、雇用情勢は、指標によっては悪化のテンポが緩やかになってきているという微妙な変化はみられるが、雇用も賃金もはっきりとした減少を続けているという点には変わりはないので、雇用・所得環境は厳しさを増しているということで、基本的な判断は変わらないと思う。

次に物価である。図表 40 に進んで頂き、国内企業物価であるが、3 か月前比の月次のグラフをみて頂くと、直近の 8 月は、-0.2%とゼロ近傍になってきている。国内の製品需給は引き緩んでいるが、その影響が最も強く出ている鉄鋼・建材関連において下落幅が縮小してきている。そして、その間に国際商品市況が均してみるとじわじわ強含んでいるために、為替・海外市況連動型の上昇幅が緩やかな拡大傾向を辿っている。この先 9

月の3か月前比についてもゼロ近傍が続くと予想しているが、ゼロの上か下かと言え、若干のプラスになる可能性が高そうだとみている。次に企業向けサービス価格、C S P Iを、図表42の除く海外要因ベースでみて頂くと、7月の前年比が-0.7%と、マイナス幅がまたじわりと拡大している。また、不動産において、オフィス空室率の上昇などを背景にプラス幅が徐々に縮小してきているほか、広告でもテレビも新聞も非常に弱い状況が続いている。リース・レンタル、これはパソコンとか複写機のリース、それから土木・建設機械のレンタルなどを中心にして、このところ下落基調がはっきりとしてきている。いずれも全て需要の弱さが基本的な背景と考えられる。日本経済全体でみると、製造業が持ち直し過程に入っているとはいえ、景気が一旦大幅に悪化したことの後遺症が非製造業にじわじわ及んできているというように、ここからも言えそうである。C S P Iは以上である。最後にC P Iである。図表43の(1)の総合において、7月の除く生鮮食品の前年比は-2.2%、除く食料・エネルギーだと-0.9%になっている。前月辺りから申し上げているように、この6月、7月の動きは若干ではあるが、想定していたよりも弱めになってきている。サービスの方は想定していた以上に弱いということはないのだが、財の方で、食料工業製品が少し弱いということ、それから耐久消費財、その他財のいずれも、僅かずつではあるが、想定対比若干下振れ気味である。このうち耐久消費財については、デジタル家電だけではなく、最近では家具・家事用品などの下落が目立ってきている。その他財では、例えば洗剤など日用品全般に弱い動きが垣間みられる。いずれも、個人消費の弱さ、消費者の節約志向に対して、小売サイドが低価格戦略を進めていることの反映と考えることができる。こうした足許の状況を踏まえて、今後の展開であるが、除く生鮮については、このあと8月、9月が前年に対する反動の影響で-2.5%前後とマイナス幅はピークになるとみられる。10月もまだ-2%台が続き、11月、12月と-1%近辺に向かって、マイナス幅が縮小していくと予想される。より基調的な動きを表す、除く食料・エネルギーについては、足許-0.9%まで来ている訳だが、このあとマイナス幅はどんどん

拡大していくとまではみていない。第一に、除く食料・エネルギーのマイナスは、例えば燃油サーチャージの引き下げなども反映しており、その分は10月にまた上がるということがある。それから経験則、すなわち物価が需給ギャップに約1年遅行するという非常に緩やかな経験則があって、それに照らすと、来年1~3月辺りで基調的にもインフレ率のマイナス幅拡大には歯止めが掛かってくると一応考えることができる。勿論、今申し上げた需給ギャップと物価の関係というのは、その大きさもタイミングも、かなり幅を持ってみる必要がある。家計の物価観や企業の価格設定行動にさらなる変化が生じないかどうかについては、予断を持たずにみていく必要があると引き続き考えている。

以上今月の変化点を纏めると、第一に、内外の政策効果を背景に、輸出・生産の増加傾向がさらに幾分はっきりとしてきていること、第二に、設備投資もこれまでのような大幅な減少局面は抜け出しつつあるとみられること、その二点かと思う。この二点を踏まえると、景気全体として、下げ止まりというよりは少しだけ前に進んだ感じが出てきていると判断をして良いかと思う。しかしながら、雇用・所得環境は引き続き厳しさを増していること、それから内外の政策効果が薄れてくる来年ないし来年度については、引き続き大きな不確実性がある、企業の見方も慎重であることには留意をする必要がある。私からは以上である。

白川議長

質問があれば、お願いします。

亀崎委員

有効求人倍率が3か月連続で過去最低を更新したが、悪化のペースは次第に緩やかになっているし、新規求人倍率も3か月間上昇している。先程おっしゃったように、労働需給の悪化が緩やかになる、すなわちそろそろ悪化に歯止めが掛かってくるとなると、雇用・所得環境は、今は悪いが、先行きは雇用者所得などもこれほどのマイナスを続けることはなくなっ

て、改善していくと考えられるか。

門間調査統計局長

定性的にはそうであるが、恐らくそうなるまでには結構大きなタイムラグがあると思う。というのも、有効求人倍率等については、勿論、その方向として下げ止まりがみえてきているところは一つのグッド・ニュースなのだが、レベルが低い。これ自体がやはり雇用環境がまだ相当悪いということ、まだまだ雇用の減少圧力が強いということの意味していると思う。従って、雇用者数の減少テンポに歯止めが掛かるとしても、減少はまだまだ続くと一応みており、従って、今年度中に減少が止まるかどうかは保証の限りでない。むしろ、来年以降の状況によっては、来年もまだ減少が続く可能性が高いと今のところみている。今回毎勤の地方調査もそうなのだが、賃金が随分下がっている。6月、7月はボーナス月で、全体が大きく下がるという月でもあり、基調的にどの位賃金が下がっているかという判断は多少難しいところがあるが、それにしても相当下がっていることは事実である。今回の特徴は、一つは雇用者の数というよりはむしろ賃金のところである。時間の削減も含めて、賃金で相当調整が行なわれているという部分があるので、雇用者の数が今以上のペースでどんどん下がって減っていくという可能性はそう高くはないと思うが、ただ圧力自体はまだ存在しているので、暫く賃金も下がるであろうし、雇用にも減少圧力がかかり続けるという状態が続くように思う。

須田委員

賃金についてであるが、時間給で考えるとそれほど下がってはいないとみていた。実際はそれも下がっているのか。

門間調査統計局長

いや、時間給はほとんど下がっていない。前月まではそうであったし、今日のデータを確認しても、例えばパートの時間当たり賃金などもほとんど

どプラスであるし、プラス幅もあまり足許明確に縮小している感じでもない。この1年、2年位のタームで見ると、じわじわとプラス幅は縮小してきているが、まだパートの時間当たり賃金は、+1%前後で推移している状況で、そこが大幅に減っているということではない。主に、時間の縮減とボーナスのカットというその二点により、賃金が相当下がっている。

須田委員

その部分の意味であるが、賃金で結構調整しているということについては、価格で調整しているから、量の調整が少なくて済むということか、その辺りの判断はどのように行うのか。

門間調査統計局長

そこはもう掛け算であるので、雇用者報酬のイメージを申し上げた方が良いかと思う。先程GDPデフレーターが足許少々弱いと申し上げたが、そうすると——まだ気が早いのだが、この先皆様方が10月の展望レポートを考えられる時にどうするかということもあるのだが——、この前の7月の中間評価をベースにすると、そこでは実質成長率の中央値が-3.4%であった。足許の実質GDPの動きからすると、実質ベースではもしかすると若干上方修正ということがあり得るのだが、むしろそれでも名目は下方修正となる可能性が高いと思う。そうすると、2009年度の名目成長率は-4%といった数字になることが十分あり得る——2008年度に-3.5%下がっているので——かつ2010年度もこの物価情勢だとまだ若干マイナスが残るとすると、2008年度、2009年度、2010年度の3年度累計で名目GDPが大体-8~9%位減少するイメージを持っておいてもおかしくはないと思う。ところが、ここまで雇用者報酬は、2008年度は-0.5%しか減っていないので、2009年度、2010年度の2年度で労働分配率を一定にするならば、-8~-9%分位雇用者報酬が下がらなければならないということになる。そうすると、足許の賃金の下がり方が、少し読み難いのであるが、仮に-4%位で、雇用者数が今年度仮に-2%位減るとすると、それ

で-6%位雇用者報酬は減るので、-8~-9%のうち-6%位は今年度にか
なり調整が進むというふうにもいえる。しかしそれと同時に、それでもま
だ 2010 年度に調整圧力が残るということであるので、その残った部分を
どういうように賃金と雇用で分けていくかということだと思う。次第に圧
力は減っていくが、いずれもまだ減少する可能性が 2010 年度は高いとい
うことかと思う。

水野委員

4~6月の名目雇用者報酬が前年比-4.7%で、ユニット・レイバー・コ
ストを計算したところ、1~3月からほとんど調整されていないというこ
とで、まだまだ調整が続く、恐らく賃金（所得）の方で調整していくとい
うことだと、私も思う。そうでないと、企業は、我々が思っている以上に
かなり大きな先行き不透明感を抱いているということになってしまう。最近
は、調整圧力の持続性がかなりあるとみた方が良いと思っている。この雇
用者報酬とユニット・レイバー・コストをみると非常に暗くなってしまっ
た。

門間調査統計局長

ユニット・レイバー・コストは、短期的にはむしろ回復局面で下がる
という傾向があるので、あまりこう短期的な動きをどうこうしてもしよ
うがないと思う。

水野委員

ただ、水準が下がらないと、企業としては相当厳しいのではないか。

門間調査統計局長

それは逆に言うと、労働分配率はまだ高いままということであるため、
先程も申し上げたように、今のような名目GDPのイメージを想定すると、
やはり 2010 年度まで家計部門に対する調整圧力が残ると考えるのが適当

かと思う。

水野委員

一つ質問させてもらいたい。図表 32 の(4)構造的失業率は、簡単に言う
とどのように計算するのか。この数字は多分一番高いところに来ているが。

門間調査統計局長

これまでと計算の手法は変えていない。いわゆるUV分析という手法で
あり、今日は図表を付けていないが、45 度線のようなグラフを描いて、
失業率をミスマッチの部分と景気循環に即応した変動部分とに分解して、
そのうちミスマッチの方を取り出している。

水野委員

これは遅行していくのか。

門間調査統計局長

遅行してくるというよりは、循環的にも変動するので、方向としては実
際の失業率とほぼ同じように動くのではないかと思う。

水野委員

では、失業率と一緒にだが、景気に対しては遅行するということか。

門間調査統計局長

景気に対しては遅行だし、それよりもむしろ問題なのは、景気循環毎に
構造的なシフトが起こる訳だが、それが今回どうなるのかがまだみえない
という難しさである。ご覧のように、実は、1990 年代の後半から 2000 年
代の初頭までは景気循環ごとに失業率が上がってきたが、それはかなり構
造的な部分が多かったというように理解できる。その動きが 2002 年以降
の景気拡大の時は止まったと思っていたが、大きな産業構造調整を伴い得

るような今回の景気回復の中ではどうかというところが、これから試されていくと思う。

水野委員

特にヨーロッパで、構造失業率が高まっていくという話をかなり聞いているのだが、日本でも同じ動きが出てくる可能性はないか。

門間調査統計局長

少なくとも、産業構造の大きな変動を伴い得るのであるから。アメリカ向けの車はこれまでほど売れないとか、こういう単純なことを考えただけでも需要構造が変わっていくと思われる訳である。

水野委員

実際に、空洞化も起き始めている。

門間調査統計局長

そうである。

白川議長

他に質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境をお願いします。

雨宮企画局長

それでは資料5の参考計表に基づき、金融環境の現状評価についてご説明申し上げます。まず、家計・企業のインフレ予想であるが、新たに出た統計は、この図表1の(2)の消費動向調査から参照した1年後の予想インフレ

率になる。先程、調査統計局長から説明があったCPIの動向と比較すると些か違和感があるのは、むしろ少しプラスの方に動いているということである。因みに数字を申し上げると、一番右端が+0.9%で、この3か月前に+0.6%まで下がった後、徐々に上がってくるという格好になっている。これは、答える方には前年比はイメージしにくく、それよりは足許の動きに大きく影響されるだろうという考えでみると、足許、例えばガソリン、それと生鮮食品という身の回り品の値段が数か月上がっているのも、その影響はあろうかと思う。ただ、そのことを除いて、やや大きな傾向ということで申し上げると、この消費動向調査から算出した予想インフレ率は、インフレ率の数字そのものがアンケートへの回答として出ている訳ではなく、この欄外にあるとおり、「-5%以上」とか「-5%~-2%」といったブラケットで返事をしてもらって、それを加重平均して算出している訳である。それぞれのブラケットがこの数か月どうなっているかということ、大幅に上がると答えた人の割合と、大幅に下がると答えた人の割合は両方とも少なくなっており、結果的に「ゼロ」と「ゼロ~-2%」と答えている人の割合が増えている。この間の物価、あるいは人々の物価の感じ方は、やはり原油価格の大きなスイングに相当影響を受けてきたと考えると、これが一段落したところで、昨年原油価格が上がった時に、これはこの後インフレだと思った人々も、ここで少し収まってきたということで、「ゼロ~-2%」が中心的になっているということだろうと思う。先程説明のあったような耐久消費財等の値段の低下が、この後こうした基調的な見方によってどういう影響を与えていくかが、問題になるのだろうと思う。

図表2のエコノミストの見方であるが、(1)ESPフォーキャスト調査については、全体の姿は変わっていないが、特に来年度について若干の下方修正ということになっており、年度を括ると、2009年度が-1.5%、2010年度が-0.7%ということであるので、幾分の下方修正である。ただ基本的にはマイナス幅は足許2009年第3四半期が一番大きくて、少しずつ縮まっていくという絵には変わらない。(4)のインプライド・フォワード・レートで、短いところと長いところをご覧頂くと、短いところは引き続き

下がっているようにみえるのだが、これはもう去年から下がっており、3年から10年の長いところは、大雑把にみれば横這い圏内の動きと考えている。全体として、若干微妙な数字が上下両方にあるのだが、以上説明してきたような状況の評価としては、横這いということの良いかと思う。

次に、図表5の資金調達コスト関係である。結論を先に申し上げると、貸出金利、CP・社債発行レートとも、全体としては引き続き極めて低い水準の横這い圏内の動きということで宜しいかと思う。まず、上半分の貸出約定平均金利であるが、総合の除く交付税特会向けの7月が1.54%ということであるので、大体1.5%前後の動きが続いているということである。CP発行レートであるが、これは言わば弱含み横這いという感じかなと思う。弱含みと申し上げるのは、a-1+、a-1の高格付けはもう下がるところまで下がってしまったが、a-2については、足許までまだ少しずつじわじわ下がっているためである。この点特徴的なのは、このお手許の資料で、8月の平均のスプレッドは+0.44%とあるが、9月入り後の最初7日間の速報値の集計結果を申し上げると、+0.40%となっており、この表の一番左の昨年7~9月が0.33%であるので、もうスプレッドという観点からすると、ほとんどリーマン・ショック前に近接しつつあるということである。これが一つ目の特徴である。もう一つは、7~8月と引き続きスプレッドが縮まったということで、9月末のことは全く意識されていないといえることである。それから、年末越えとなる4か月物CPが少しずつ出始めているが、このレートもほぼフラットである。まだサンプルが小さいので、これで強い結論を出すのは些か尚早ではあるが、その例をみる限り、今のところ年末越えも余り強く意識されていないと、こういうことであろうと思う。このため、後ほど申し上げる量の動きも含めると、CP市場は、低格付けのものまで含めて、かなり正常化が進んでいるという評価で良いのではないかと考えている。社債発行レートは全体として引き続き横這いの動きである。以上纏めて、図表6の(2)で加重平均をしたフローの総資金調達コストをみると、全体として極めて低い水準での横這いが続いているという評価で良いかと思っている。

それから価格の次に量の動きであるが、図表 11 の民間部門の資金調達をご覧頂きたい。一番上の民間部門総資金調達は 8 月が前年比+0.5%ということであり、ほんの少しずつではあるが伸び率が縮まっている。繰り返しご説明申し上げているが、この背景には、運転資金需要と設備資金需要の低迷・低下、それから手許資金の積み上げ一服、場合によっては取り崩しといった、全体としての資金需要の沈静化があるかと思われる。この中の数字で少々目立つところだけコメントしておく、銀行、生保、直接市場からの資金調達はマイナスかプラス幅が縮小しているのだが、政府系の旧 3 公庫では、寄与度が+0.2%から+0.3%と上がっており、これはやはり政策支援のもとで伸び率を高めているということである。寄与度であるので非常に小さな数字だが、伸び率という点で申し上げますと、8 月の速報が前年比+7.5%という高い伸びになっている。民間銀行貸出残高は、8 月が+2.5%と、7 月の+2.8%からまた若干伸び率を低めている。前年比でいうと本年 1 月が+4.6%のピークであったが、その後徐々に伸び率を低下させている。前年比ではなく季調済前月比でみると、6 月からマイナスになっている。6 月が-0.4%、7 月-0.2%、8 月-0.15%ということであり、資金需要の沈静化ということが瞬間風速ベースでは 6 月から現われているということである。先行きであるが、仮に 8 月の前月比-0.15%位のペースで毎月減少していくとすると、前年比ベースでは 12 月にはゼロか若干のマイナスになると、計算上はそうなるので、貸出の伸びはかなり急速に縮んでいく可能性が大きいとみられる。次に CP であるが、これは前年比であるので、7 月も 8 月も 2 割ほどのかなり大きなマイナスが続いている。ただ、先程の a-2 格のスプレッドに関する説明の続きで、a-2 格の発行量のイメージを申し上げますと、リーマン・ショック以降 a-2 格の発行は激減した訳であり、それまで大体月間 1 兆円弱出ていたものが、昨年 12 月には 2,800 億円まで減少したが、これがこの間かなり急速に戻っており、8 月中は 7,687 億円ということであった。全体の CP 発行額に a-2 格が占める割合も、かつて大体 6%で、昨年 12 月に 2%まで落ちたものが、本年 8 月では 5.8%となっているので、

量の面でもCP市場の回復はa-2格まで及んだという評価で宜しいかと思われる。最後に社債であるが、8月の発行額は2,360億円ということであり、発行に一服感があったが、9月はまた非常に発行が増えており、今手許でローンチ計画を拾っただけで6,200億円あるため、社債発行市場の評価としては、引き続き高水準の発行が続いているということであるが、これは調査統計局のマイクロヒアリング等でも幾つか出ているように、それぞれ理由としては重なるが、三つ位指摘されている。一つが、先行き不透明であるので、前倒しをするという前倒し需要。もう一つは、これは今の説明と重なるところがあるが、資金調達構造の安定化のための長短是正というニーズ。それと銀行との借入交渉を有利にするために社債を発行し続けるといったニーズもあるようであり、こうした理由から、引き続き高水準の発行が続いたということである。なお、9月入り後について今申し上げた6,200億円の社債発行のうち、BBB格は数百億円ペースでIT関係企業と電鉄であるが、BBB格の発行体についてはもう相当顔ぶれが固まっており、市場機能というよりは市場構造というか、そういう問題を抱えているという性格が次第に強まってきている感じもする。この間、発行状況も、大体同じ企業が少量ずつ発行するという状況が続いているように思う。それからこの間の貸出の動きでも、企業向けが徐々に縮んできている。図表13(1)で借入主体別のグラフをご覧頂くと、全体として住宅向けが安定している中で、企業向けの貸出が昨年後半急激に伸びた後、今は沈静化に向かっている。いわば信用懸念の後退とともに民間銀行への資金需要も沈静化しており、これがいずれはマイナスに転じるということであろうと思う。

それからこうした資金需要の内訳をご覧頂くために、少し以前の数字になってしまうが、図表16で法人季報からいつもの資金需要の中身を、4~6月についてご覧頂きたい。真中(2)の資金需要の内訳という棒グラフの一番右端をみると、目立っているのが運転資金の減少である。恐らく在庫調整の進展等々によるということだろうと思うが、4~6月から運転資金の需要が減少したということがみて取れる。ただし、これは少々分かり

難しいのだが、2008年頃からマイナスになっているのが手許決済資金の増減である。このマイナスが徐々に縮まってきて、2009年4～6月はむしろプラスになっている。4～6月の段階では、手許決済資金はプラス、つまり積み上げる動きの方がむしろ強かったということであるので、4～6月の段階では、運転資金需要は落ちてきたがまだ手許は積み上げているという絵であったと思う。これが7～9月になると、恐らく運転資金需要は引き続き弱いのであろうが、手許資金需要はどうなっているかというのが、次にみるポイントかなと思っている。それから次がアベイラビリティ関係の指標である。図表17であるが、日本公庫、商工中金の統計を含めて、金融機関の貸出態度、資金繰りDIとも引き続き水準は非常に厳しい訳であるが、少しずつ着実に改善の動きが進んでいる。金融機関の貸出態度は、日本公庫の中小企業分も8月に改善しているし、資金繰りDIも、日本公庫、商工中金とも8月にかけて改善している。特に、商工中金は引き続きマイナスではあるが、8月の-9.3%ポイントというレベルは2008年の7～9月の-8.0%ポイントに近づきつつある。中小企業に関してはこうしたDIデータだけであるが、大企業の資金繰りについては、申し上げるまでもなく、6月短観で大企業がプラス、「楽である」超に転じた訳であるが、実際にその後のマイクロヒアリングを重ねても、資金繰りの緩和感が相当浸透している、言葉を変えれば、かなりじゃぶじゃぶになっている感じが確認されている。そうした意味では、中小企業の資金繰りには厳しさは残っているけれども、全体としては、資金繰りは緩和方向であるという評価で良いかと思われる。

次に、図表20にある倒産件数をご覧頂くと、8月は1,241件で、久しぶりに前年比マイナスになっているし、その下の季調をみても状況は収束しているようにみられる。図表21(1)のグラフで倒産件数の季調値の推移を確認するとかなり凸凹はしているが、本年入り後、大雑把にみて横這い、どちらかという下向きになっているような傾向がみて取れる。

最後に、図表22以下でマネー関係を説明する。(1)マネタリーベースであるが、前年比伸び率そのものは、引き続き日銀当預の伸びに支えられて

+6%台の伸びが続いている。ただ、若干変化が出ているのが銀行券の伸びである。8月の前年比+0.5%は、それまでの伸びと比べると少し縮まってきたことがみて取れる。その中身であるが、金融機関保有現金は8月に-2.9%までマイナス幅を拡大している。これは、昨年のリーマン・ショック以降、金融機関は銀行券の引出しという万万が一の事態に備えて、銀行券を相当手厚く持った先が多かったようであり、これがこのショックの一段落で、その手許現金を圧縮しだしている動きのためにマイナスになっているようである。この後、日足等々で銀行券の伸びの先行きを予想すると、9月が+0.7%、10月が-0.1%ということで、10月にはゼロ近傍か若干のマイナスになる可能性がある。仮に銀行券の伸びがマイナスになると、これは1991年4月以来ということになる。ただこれは、あくまでも金融機関保有現金のスイングであり、そうなると、マネーストックの計表に入っている現金通貨との差が徐々に広がるということになるかと思う。そのマネーストックであるが、それそのものは、8月が前年比+2.8%ということで引き続きやや高めの伸びが続いている。このマネーストックの伸びの先行きであるが、先程申し上げたように、民間貸出は恐らくプラス幅が縮まり、マイナスに転化していくということを前提に申し上げますと、図表24(1)のM2の要因分解をご覧頂きたい。バランスシート分解した最近の動きをご覧頂くと、民間資金調達要因のプラス寄与が徐々に縮まってきていて、財政要因のプラス寄与が拡大している。この先12月まで展望すると、恐らく民間資金調達要因は次第に縮まって、場合によってはマイナスになる。一方、今の財政収支の計算で財政要因の先行きを見通すと、もう暫くプラス寄与が拡大するとみられる。それから海外要因、これは専ら経常収支に対応する訳であり、輸出の落ち込みの反動があるので、これもプラスを拡大するということである。このため、民間資金調達要因のマイナスに対して、財政と海外要因のプラスが拮抗して、恐らくこの+3%程度の伸びが年内は続くというようにみている。データの解説は以上である。

特徴点を最後に二点だけ申し上げますと、まず一つは金融環境の総括評価

である。CPについては、量、スプレッドともに低格付けも含めかなり正常化が進んでいるということだろうと思う。また資金繰りは、中小企業に厳しさは残っているものの、DIの変化、あるいはマイクロファイナリング等を踏まえると、全体として一段と改善している。従って、この二つの材料を考えると、全体として金融環境の判断はもうワンノッチ——これまで「改善が続いている」という評価だった訳だが——進めて良いのではないかと判断している。それと二点目、これは留意事項であるが、今申し上げたとおり、先行き量の金融指標、具体的には貸出、銀行券等が伸びをかなり低め、マイナスになる可能性がある。それぞれバックには資金需要の沈静化であるとか、特殊な動き、あるいは特殊な動きの沈静化がある訳であるが、こうしたことの説明には留意していく必要があると考えている。以上である。

白川議長

質問があればお願いします。

須田委員

最近みていないのだが、コミットメント・ラインの設定とその利用の状況はかなり落ち着いてきたということか。

雨宮企画局長

落ち着いてきている。ただし、コミットメント・ラインの枠そのものは当然キープしようという動きであるが、利用そのものは落ち着いてきている。

白川議長

先程の雨宮企画局長の説明の中で、社債市場について市場構造という言葉を使っていた。自分自身は、経済分析をする時にできるだけ構造という言葉を使わないようにしている。というのも、構造というのは、要するに

分からないものを構造と定義する感じがあるためである。そうは言っても、経済環境が変われば構造自体も変わる。確かに社債のマーケットをみると、短期的には構造的といえる要因が働いているようにも思う。先程、雨宮企画局長が構造的と言った要因について——これは雨宮企画局長なのか金融市場局長なのか分からないが——、もう少し説明して欲しい。

雨宮企画局長

端的に申し上げると、例えばアメリカの市場と比較して日本のBBB格の社債がどうなっているかをみると、アメリカの場合には、確かに昨年のリーマン・ショックの後はBBB格の発行も相当減少したが、現在はかなり戻っており、BBB格どころか、むしろBB格のジャンクも含めてかなりの発行がみられている。一方、全体としての金融システム・ショックが相対的に薄い日本においては、BBB格の発行体を取り残されている。こういう大きな違いがあって、この違いの原因はどの辺にあるだろうかと考えて、構造という言葉を使うかどうかはともかくとして、機関投資家の具合や発行企業の業種の分布等をみていくと、幾つかやはりアメリカと日本で顕著に違う特徴があるように思う。一つは、まず社債の投資家である。アメリカでは半分以上がファンドとか年金といったいわゆるリスク・テイクであるが、日本の場合には社債市場の投資家の半分以上が銀行である。銀行以外には年金があるが、日本の場合には年金もあまりリスク・テイクではないということで、多分その点が違うということが一つある。それからもう一つは、これは歴史的経緯であるが、日本の場合には、そもそもBBB格の社債を発行する企業が非常に限定されていて、消費者金融等4業種位に限定されているという問題がある。もともと広い企業に広がっている訳ではない。そこで今回のような金融ショックが起きると、そうしたショックの影響が出やすいということがあると思う。それと三つ目は、非常に評価が難しいが、銀行の貸出金利体系との比較という点で考えると、まだBBB格の企業にとってはマーケットで調達するよりも銀行借入の方が安いという状況であり、要するに金融機関貸出におけるリスクに見合ったプライシ

ングが遅れているという部分があるように思う。このため、今BBB格の企業が社債を発行できないから資金繰りに困っているかということ、ほとんど困っていないというのが実情のようである。以上のように、挙げていくと色々な要因があると思う。それぞれ相互に絡み合っていると思うが、投資家のリスク・テイキングのプロファイルというか構成、それと発行企業に適用する金利構造といった諸々の問題が絡んでいるように思われるので、これを構造と呼ぶかどうかはともかくとして、今我々が問題としているような、マーケットの機能が回復するかどうかという問題と少し違う性格の問題を持っているように思われる。

野田委員

ただ、そうは言っても、今、全面的に構造要因であるという言い方をすると、やはり少し誤解を招くのではないか。

雨宮企画局長

おっしゃるとおりである。少なくとも5か月前までは結構出ていた訳であるから。

野田委員

社債発行はかつてよりは減っている訳だし、先程も金利の問題について話していたが、やはり一部ではかつての金利に戻っていない。先程説明のあった銀行金利との相対感はあるものの、発行体としても、財務構成を是正しようとするれば、社債で資金調達したいのは山々である。それでもやはり金利が下がっていないという理由で外部調達できない面はある。そこを構造的と言い切って良いのかという感じはある。

雨宮企画局長

先程金利について構造と申し上げたのは、銀行の貸出金利と社債金利の差があるので、こういう時にはそれが非常に強く出てしまうということ

ある。

野田委員

強く出ている。そこで、まずなぜ差が残っているかを考えると、やはりある種金融システムの…。

雨宮企画局長

少なくとも機関投資家——先程申し上げたような投資家——が、今の局面ではリスクに非常に敏感になっているということが、追加的に影響を与えるとは思う。しかし、例えば——これも構造かどうかというターミノロジーはあまり使わない方が良いでしょうと思うのだが——、この間BBB格で沢山発行したのは、やはり一部不動産とか、若干特殊な業種が…。

野田委員

それから鉄道と。

雨宮企画局長

そうである。そうした部分もある。この後市場機能が戻るのかというと、そこはご指摘のように戻る部分と戻らない部分があると思うが、問題の基本的な性格は、一応分けて理解すべき部分があるとみておいた方が良いでしょうと思う。

野田委員

BBB格に関しては、他の格付けに比べて構造的部分が大きいということはいえるだろう。相対的には。

須田委員

スプレッドが以前のレベルまで戻っていないという点についてであるが、クレジット・バブルの頃はスプレッドが下がり過ぎていて、それを引

きずっているから今は高いと思っている部分がある。どこまで下がったらクレジット・リスクに見合っているのかということも、誰もよく分かっていないというのが私の認識である。

雨宮企画局長

そういう意味では、以前もここで何回かご議論になったが、日本の場合、BBB格のマーケットはできてまだ10年で、1999年に初めてできたようなものであるから、まだその目線ができていないという部分もあるだろうとは思う。

水野委員

社債市場を活性化しようという委員会が出てきているということ自体が寂しいというか、遅れているな。

亀崎委員

銀行から借り入れられるから、社債の発行環境は構わないといえるとは限らない。先程の話で、発行環境がどれ位のレベルまで来れば市場機能が回復したといえるのかという点の判定がなかなか難しい。

雨宮企画局長

難しい。これは以前からご議論されているとおり、まず一つ一つのマーケットがどの程度機能を戻したかということと、全体としてどの位機能しているかという両方を多分みていくのだろう。勿論、銀行借入で調達できるので大した問題はないともいえるのだが、例えば、CP市場が非常に厳しい状態になっても、何とか銀行借入でカバーできたからこそ、全体の金融仲介が守られたという部分もあるので、その代替関係も含めながら評価していくのだろうと思うが、簡単には結論は出ない。ただ、BBB格社債の発行環境の部分にどの程度ウエイトをかけて判定していくかと言うと、多少ディスカウントが必要かという感じは持っている。

野田委員

そういうことから言うと、先程、足許社債の発行が増えている理由として挙げた三点のうちの、最初の先行き不透明感から借りられる時に借りておきたいという、予備的に借りておきたいという需要がある以上は、やはり全体として発行環境そのものは、先行きも含めて安定したとはなかなか言い切り難い。これがいつでもアベイラブルであるという状況になってくれば、本当に正常な状態であるという理解もできなくはない。

雨宮企画局長

逆に、そうした状態にはなかなかならないと思うが。

野田委員

それはならない。

雨宮企画局長

やはりここも程度の判断である。

中村委員

そもそも社債のマーケット自体が成熟していない。投資家の層が薄い訳であるからな。

水野委員

格付けの高いフリークエント・イシューアーは非常に少ない。僅かなスプレッドに拘って、発行時期を少しずらしたりするような発行体もまだある。

野田委員

基本的には、投資家がやはりサラリーマンであるということであろう。

水野委員

然り。確かにサラリーマン投資家であるが、それを言ってしまうと…。

野田委員

ある種、OWN・リスク・テイクではない。

白川議長

明日の記者会見の予習のようになってしまうのだが、このところ、リーマン破綻後一年の感想如何といったことをよく聞かれる。その観点から、図表 21 の倒産について、どのような評価をしたら良いかということである。これまでの話とこれからの話と両方あるが、とりあえずリーマン破綻から一年というタイムスパンで考えた場合に、ベンチマークとなるのは 1997～1998 年、あるいは 2001 年の I T バブル崩壊以降ということになると思う。季節調整済の件数でみると、今回色々な措置を採った結果、今回の増え方は相対的に小さかったという評価——言い方を間違えると良くないのだが——も可能かと思う。しかし、他方でこれだけ経済が落ち込んだ訳だから、これから倒産が増えていくであろうということも、常識的な話としてよく言われている。どのような言い方が妥当といえるだろうか。

雨宮企画局長

まず、白川議長のおっしゃった点に付け加えさせて頂く。この図表 21 のグラフをご覧頂くと、確かに今回の特徴は、過去と比べると山があまり高くなかったということはあるのだが、この背景は、恐らく前回の 1998 年から 2002 年の数年間は、バブル崩壊後の長い不況過程で、企業の体力が相当低下していたところに、最後にショックが来たという部分があるかと思う。それに対して、今回の場合には 5、6 年間という最長の景気拡大の後で、例えば中小企業でも手許は比較的厚くなっていたという事情はあるだろうと思う。そういう意味で、今回山が高くなかった理由の一つは、そういった長めの——確かにスピードは低かった訳だが——景気拡大の

後であるということがある。もう一つは、やはり政策対応であり、緊急保証制度等が非常に効いているということである。この後の景気の展開と、それから 1998～1999 年の時も特別保証の効果が切れた後、むしろ景気が良くなってから倒産がまた戻るということが起きたので、その意味では景況感とあと保証のいわば事後的な効果、反動も含めて、まだ警戒的にみておいた方が良いと思っはいる。

白川議長

分かった。

野田委員

私の 1998 年、1999 年の経験を思い出すと、今の説明は非常によく分かる。1999 年は相当辛かった。

白川議長

その二つをきちんと入れて話してみることにする。

須田委員

もう一つ、今回金懇に行って聞いたのだが、公共投資をかなり前倒しさせたから、建設業の倒産が足許凄く落ちているということがある。

雨宮企画局長

然り。業種的に非常に特徴的である。今、建設業が減って、製造業が増えている。

野田委員

そういう会社はやはりリスクである。先行きのリスクがある。それが一番…。

水野委員

中間決算を越えないと、何ともいえない部分もある。

白川議長

他に質問はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

最後は、金融経済月報の概要である。

関根調査統計局参事役

それでは、横長の表、一枚紙に従って、私の方から実体経済・物価についてご説明申し上げます。まず、景気の総括判断であるが、現状は「持ち直しに転じつつある」と、先月の「下げ止まっている」から判断を進めている。これは先程の関根調査統計局長からご説明があったとおり、輸出・生産の増加傾向が明確化してきたことと、設備投資の減少幅が徐々に小さくなってきたといったことを踏まえたものである。その次の段落であるが、色々下線部分はあるが、ポイントは二点である。一つは、設備投資であって「設備投資は減少を続けている」と、先月は「設備投資は大幅に減少している」となっていたが、この「大幅に」を外した。もう一つの点は、個人消費で、「全体としては弱めの動きとなっており」と、前回の「弱めの動きとなっており」というところに「全体としては」を入れている。これは、政策効果が出て、耐久消費財関連では強めの数字が出ているといったことを踏まえたものである。先行きであるが、今月は「景気は持ち直していくと考えられる」としている。その次の段落であるが、まず輸出・生産であるが、「海外経済の改善が続くことなどから、増加を続けるとみられる」というところにアンダーラインが付されている。前月をご覧頂くと、輸出・生産については、「内外の在庫調整の進捗や海外経済の改善などを背景に」という形で、内外の在庫調整を書いているが、こちらの方の在庫調整はかな

り進んでいるということであり、海外経済の改善をメインに据えた書き方にしている。その次の「公共投資も増加を続けると見込まれる」は変わりはない。国内民間需要であるが、「引き続き弱めに推移する可能性が高い」という結論は変わらないが、その途中にアンダーラインがあって、「耐久財の消費が各種対策の効果などから当面堅調に推移するとみられるが、全体としては、収益・資金調達環境の厳しさが残り」といった表現が入っている。耐久財の消費については、今申し上げた政策効果を踏まえたものである。「資金調達環境の厳しさが残り」というところは、これからご説明がある金融と平仄をとった形である。続いて物価である。まず国内企業物価について、これも先程ご説明があったが、実績と先行きについてそれぞれ概ね横這いであるので、その旨書き変えている。まず現状では「国際商品市況が強含んだため、概ね横ばいの動きとなっている」、先行きについても「当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられる」としている。最後にCPIであるが、もう少しマイナス幅が拡大した後に徐々に小さくなっていくということであるので、その部分を表現して、「消費者物価の前年比は、下落幅が幾分拡大したあと、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れていくにしたがい、下落幅が縮小していくと予想される」という形にしている。私からは以上である。

加藤企画局参事役

続いて、金融についてご説明させて頂く。まず金融の最初のパートである。こちらはマーケットを記述してあり、まず為替については前月のこの会合の頃が97円前後であった。長期金利については、1.45%前後であり、株価が1万500円程度であった。今日の市況をみる限り、為替について上昇しており、長期国債金利について低下しているが、この辺は恐らく明日も変えなくて済むと思っている。ただ、株価についてはやや微妙かもしれないので、この辺はまた明日のマーケットの状況をみたくうえで、多少修正が必要になるかもしれない。続いて、金融環境の二段落目は全体評価である。先程、企画局長からご説明したように、金融環境についてはその状況

がより一歩改善方向に進んでいるということで、表現としては「厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている」とし、先月は「改善の動きが続いている」としていたので、そこを一歩進めた形になっている。その背景については、先程二点ご説明したが——CPの改善と資金繰りの話だったと思うが——、一点はCPについてであり、この三つ目のパートの真ん中辺りにアンダーラインが引いてあるが、「ただし、下位格付先の社債の発行環境は依然として厳しい状況にある」としている。これはCP・社債の発行環境を書いたところであるが、先月は、右側をみて頂くと「CP・社債の発行環境は、下位格付先では依然として厳しい状態にあるが」とあるとおりCP・社債を含んだ表現にしていたが、これを今月についてはCPの改善を踏まえて、「下位格付先の社債」と社債だけを取り上げる形にしている。もう一点、資金繰りの改善について、これは下から3行目であるが、「企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に、なお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いている」としている。先月については、この「中小企業を中心に」といったことを強調する表現は入っていなかったもので、今回はその中小企業の部分だけを取り上げる形にして、「中小企業を中心に」をここに加えている。それ以外の修正については、数字を淡々と反映しただけのものである。私からは以上である。

白川議長

質問はあるか。それでは、明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含めこの場の皆様方におかれましては厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。

(16時29分中断、17日9時00分再開)

白川議長

それでは、決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三

番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決、最後に8月10、11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は、昨日と同様で、財務省からは香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。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、宜しくをお願いしたい。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入る。最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつご発言頂き、その後自由討議としたいと思う。本日は、亀崎委員、山口副総裁、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員の順番である。それでは、亀崎委員願います。

亀崎委員

リーマン・ショックからちょうど1年を経た世界の景気は、各国における在庫調整の進捗や、金融・財政政策の効果が一段と顕現化しており、ようやく持ち直しつつあるように思われる。しかし、現状は持ち直しの方向に向かっているものの、水準からみれば、依然としてまだ低い段階にあることに変わりはない。個別国・地域毎にみると、まず米国の景気は下げ止まっており、8月のISM製造業指数が50を上回ったことなどから、早期のプラス成長が視野に入ってきている。コンポーネント毎にみると、個人消費では自動車買替えインセンティブ、住宅投資では金利低下や減税、各種の住宅挺入れ策、公共投資では道路整備など2月に打ち出された経済対策の効果などが、それぞれ現れ始めているように思われる。特に、これま

で最大の懸案であった住宅市場でも、着工許可件数や着工件数、新築及び中古の販売件数、住宅価格などの各指数が、概ね下げ止まりから持ち直しの動きを示し始めている。一方、雇用環境をみると、雇用者数の減少が続き、失業率は今後も上昇していく可能性が高い中、個人消費への下押し圧力は強いものと考えられる。また、FDICのベアー総裁が指摘しているように、商業用不動産市況の悪化が銀行のバランスシートに重くのし掛かっており、来年にかけて地域銀行破綻の増加要因となり得ることに懸念を抱かざるを得ない。こうした中、これから経済対策の執行が本格化していくこともあって、景気が持ち直しに転じる可能性は高まっているが、雇用情勢や金融システムに関する不透明感が払拭されない中にあることは、回復のテンポは緩やかなものにとどまり、力強い成長に結びつくとの確信が持てる状況には至っていないと思う。欧州も、各種のサーベイ調査が力強く回復していることや、輸出や生産の減少幅が縮小していること、新車登録台数がしっかりと伸びていることなどから、景気は下げ止まりつつあるように思う。もっとも、先行きについては、一段と悪化している雇用情勢や、ドイツの自動車買替えインセンティブの終了が、個人消費をはじめとする景気全般に与える影響について注意していきたいと思う。また、中東欧諸国の経済情勢の悪化も、引き続き大きな懸念材料といえる。一方、アジアについては、総じて高めの成長ないしは景気持ち直しの動きがみられる。まず、中国は、輸出は引き続き弱いものの、内需は一段と強まっており、景気は力強く回復している。すなわち、人民元貸出、固定資産投資、小売売上総額、自動車販売額、工業生産など多くの指標が、8月は前年比増加幅を拡大している。また、製造業PMIも着実に上昇している。人民銀行は、バブル抑制のため野放図な銀行与信を牽制し始めたと伝えられるが、貸出の伸びは続き、株価も足許持ち直している。実際、当局者からは、金融・財政政策は転換していないとの発言が聞かれるため、当面、景気の腰が折れるようなことは考えづらいものと思っている。NIEs、ASEANについては、中国向けを中心に輸出や生産が増加している上、個人消費など内需も回復するなど、持ち直しているものとみられる。インドも、

インフラ投資など内需主導で高めの成長を続けている。

日本の景気は、4～6月の実質GDPがプラスとなり、7月も輸出や生産の増加基調が続いているため、持ち直しに転じつつあるとの執行部の見方に違和感はない。ただし、景気の水準としては、依然として低いところにある。輸出や生産は、各国の積極的な景気対策の効果から在庫調整の進展が進み、しっかりと増加している。ただ、実質輸出、鉱工業生産とも、ピーク対比で2～3割低い水準にあり、設備の稼働率が低いことから、企業収益の回復力は弱く、設備投資や雇用、また給与や賞与は一段と削減されている。こうした中、個人消費は、家電のエコポイントやエコカー減税などの関連品目以外は、天候不順の影響などもあって弱い動きとなっているほか、住宅投資も一段と減少している。今後については、世界経済の持ち直しに従って、日本の景気も持ち直していく可能性が高まってきたと思う。しかし、在庫復元効果は次第に薄れていくほか、各国の消費喚起策も予算消化とともに打ち切られる中、その他施策も含め、来年以降もその効果を維持できるか定かではない。実際、企業経営者からは、足許の持ち直しに向けた動きは評価しつつも、来年以降の持続的な回復への道筋はまだみえて来ないとの声が多く聞かれている。さらに、このところ気にかかっている円高の進行が、増加に転じた輸出を冷やす可能性もある。世界経済が、過去数年間に亘って蓄積された様々な過剰の調整を進めていく中では、日本の景気も回復の加速はつきにくいいため、場合によっては失速する可能性もないとはいえず、引き続き注意していく必要があるものと考えている。

次に、物価動向である。国際商品市況は、3月頃をボトムに上昇してきたが、6月以降は一進一退の動きとなっている。中国による資源買付けの意欲は非常に強いものの、世界経済全体の最終需要の弱さや先行きの不透明感、米国CFTC等による投機資金抑制策への警戒感もあって、価格上昇に弾みがつきにくいものとみられる。こうした均衡は、どちらに大きく転んでも世界経済・物価情勢に与える影響は大きいいため、警戒が必要である。CPI（除く生鮮）は、7月の前年比が-2.2%と、これまでの想定どおり、今年の食料・エネルギー価格の上昇の反動を主因として、下落幅が

さらに拡大した。もっとも、こうした要因を除くコアコアベースでも-0.9%とマイナス幅を拡大している。その要因をさらに細かくみると、寄与度の大きいものはあまりなく、ウエイトの小さな多くの品目に値下げの動きが広がっているためだと分かる。実際、C P I を構成する 524 品目中の前年比での価格上昇品目数と下落品目数との差は、-55 と 2006 年 4 月以来のマイナス幅となったが、食料・エネルギー以外の、いわゆるコアコア部分だけでは-62 と、2005 年基準 C P I では最大となっている。先行きについては、今年の食料・エネルギー価格上昇の反動要因が剥落する 9~10 月以降、マイナス幅が縮小に転じるものと考えている。しかし、足許の急速な円高の進行、激しさを増す小売業の安値競争、来年度以降の実施が取り沙汰されているガソリン暫定税率の廃止や高速道路の無料化などは、今後の物価下押し要因となる。また、価格下落品目の広範な広がり、人々のデフレ予想の強まりを表している可能性がある。そのため、今後とも C P I は、なかなかプラスにまでは戻りにくいものと考えられる。このように、C P I のヘッドラインは当面マイナスを続けるものと思われるが、その主因がデフレ予想の強まりや需給ギャップの拡大によるものかどうか、注意深くみていく必要があると思う。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

前回会合以降の経済指標、あるいはミクロ情報を踏まえて、景気物価の現状評価と先行きの見通しについてお話したいと思う。まず、国際金融資本市場についてだが、引き続き明るさが増してきている。短期金融市場をみると、L I B O R - O I S スプレッドは低下を続けているし、リーマン・ショック直前の水準を大きく下回って推移している。クレジット市場についても社債の対国債スプレッドは、リーマン・ショック前後の水準まで低下してきており、足許落ち着いた状況が続いているとみている。他方、

株価をみると、米欧では、金融、ハイテク、エネルギー関連など幅広い業種で上昇しており、今週は多くの主要株価指数が年初来の高値を更新している。アジア新興国あるいはオーストラリア、ブラジルといった資源国でも株価の上昇が目立っている。実体経済面をみると、世界経済の現状については、前回までの「下げ止まっている」という評価を一步進めて、「持ち直しつつある」と評価するのが適切と考えている。現在の世界経済の牽引役は、アジアを中心とする新興国である。中国では、好調な内需に加えて輸出についても足許下げ止まりの動きがみえ始めてきている。インドも高い成長を続けている。NIEs、ASEANをみると、多くの国において、4~6月の実質GDPが前期比年率で二桁増といった高成長となっている。中国需要の恩恵を受けた輸出が大きく増加していることの他に、最近では個人消費や設備投資についても改善を示すデータが増えている。米国については、「下げ止まっている」という評価が妥当だと思う。住宅市場をみると、住宅着工件数あるいは住宅の販売件数が増加基調を維持しているし、住宅価格の下落テンポも緩やかになってきている。また、政府の自動車買替え促進策が予想以上に効いている感じがあり、これが個人消費の押し上げに寄与しているように見受けられる。この他、鉱工業生産は、7月に昨年10月以来の増加に転じたし、今日手許に届いた8月の数字も増加を続けている。さらに8月のISM製造業指数は、改善・悪化の分岐点である50を1年7か月振りに超えたことや、雇用者数の減少ペースも和らいできていることにも注目している。先行きについては、米国経済は、遅れていた公共事業の執行や在庫調整の進捗に伴う生産の持ち直しなどから、緩やかに回復していくと予想される。また、中国が高い成長を維持するとみられるし、他のアジア新興国や資源国も回復傾向を辿ると予想される。欧州の出遅れが足を引っ張る可能性を否定はできないが、世界経済全体としては先行き「緩やかに持ち直していく」とみている。もっとも先行きを巡る不確実性については、依然として大きいと言わざるを得ない。先程申し上げた前向きの動きは、中国や米国など各国の大規模な景気刺激策にかなりの程度依存していることには注意が必要だと思う。実際のところ

る、各国の景気対策は始動したばかりであり、2010年入り後もその効果は持続すると見込まれるが、一方でこうした対策がいずれは息切れするということが事実である。その間に民間の最終需要がどれだけ力強く回復してくるか、この点が先行きを見通すうえでの最大のポイントだと思う。また、アメリカとヨーロッパの金融システムについても、一頃のような危機感は薄れてきているが、十分な信頼回復には未だ程遠い状態にある。アメリカの商業用不動産価格の動向などを踏まえると、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性については、常に目を凝らしてみていく必要がある。

次に日本の現状と先行きについて、まず現在の立ち位置というか、ある種の全体感を俯瞰しておく。我が国の実質GDPは、2四半期連続して大幅に落ち込んだ後、4～6月はプラス成長に転じた。リーマン破綻に伴う急性症状的なショックから抜け出したように思う。今後はリーマン破綻によって明らかとなった企業部門の設備や雇用の過剰をどのように調整していくかが、より重要な課題になってくると思う。そう申し上げたうえで、我が国経済の現状と当面の動きにフォーカスしてみたい。輸出や生産は内外における在庫調整の進捗、各種の政策効果を背景に回復傾向が続いている。輸出については、ウエイトの大きいアジア向けが夏場入り後も引き続き増加しており、一頃指摘されていた中国向けの早期息切れ懸念もIT関連を中心に後退しているように見受けられる。この他、中東、中南米向け輸出が持ち直しに転じていることも最近の変化点の一つと受止めている。こうした中でミクロ情報によると、7～9月の生産は前期並みの高めの伸びを続け、10～12月も前期比プラス基調を維持しそうである。公共投資についても新しい政権の対応如何ではあるが、当面は増加を続けると予想される。設備投資や個人消費については、厳しい収益状況や設備過剰感、雇用・所得環境の悪化を背景に、当面弱めの動きを続けるとみられる。個人消費に関しては、10月にかけてピークを迎えると言われる新型インフルエンザの影響にも相応の注意を払っておく必要があるだろう。設備投資に関しては、足許の投資水準が既にかかなり低くなっている中、機械受注の

減少テンポが縮小傾向にあるなど、僅かではあるが前向きの動きがみえ始めている。こうした情勢を踏まえると、前回は悩んだ末に思いとどまった訳であるが、今回は景気の総括判断を一步進めて、「持ち直しに転じつつある」とすることで良いと思う。先行きについても先程申し上げたような理由から、本年度後半以降持ち直していくというこれまでの中心シナリオに沿った動きが続くと考えている。ただし、先行きを巡る不確実性が大きいことはこれまでと同様であるが従来申し上げてきたことの繰り返しになるので、割愛させて頂く。なお、我々はこれまで我が国の金融環境を景気に対する下振れリスクとして認識してきた。現時点でこうした認識についてどう考えるべきか、私自身多少悩んでいるところがある。金融環境の現状評価と合わせて後半のセッションでお話したいと思う。

最後に、物価について簡単にお話したいと思う。最近の消費者物価の動きは、大きな流れとして、展望レポートで示した我々の見方から逸脱したものではない。ただ、前回も申し上げたが、私は、足許の消費者物価の下落幅は幾分想定を上回っているように思う。需給バランスの悪化による物価の下押し圧力については、これまで石油製品価格の反動要因の影に隠れて見えにくかったが、今後はこれがどのような形で顕現化し、先行きどの程度の時間をかけて縮小していくのか、デフレ・スパイラルに陥る兆しはないのか、こういった点についてしっかりとした議論を行なっていく必要があると考えている。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

経済物価情勢について、前回会合以降公表された指標などから判断すると、メインシナリオに沿った動きとなっており、現状・先行きの総括判断について、一步前に進めた執行部案で特に違和感はない。

それでは海外の経済動向からみていく。最初に米国であるが、直近のブ

ルーチップの特別調査では 81.8%が米国の景気後退は終了したと答えている。実際、足許の経済指標の多くも、そうした見方を裏付けている。まず、ISM製造業指数であるが、8月は52.9と19か月振りに50を上回り、新規受注も2004年12月以来の高い数字となった。住宅市場でも、7月の中古・新築住宅販売が4か月連続の増加となったほか、住宅価格指数も前月比ベースでははっきりと反発に転じている。住宅保有促進策の効果もどの程度か判断つかないし、延滞率や差し押さえの増加、中古住宅在庫の高止まりなどから、住宅市場の調整が簡単に終息に向かうとはみていないが、シラー教授も「状況が変わっていることを確実に感じる」と指摘しており、底入れに向けた動きがみられ始めたこと、前向きに捉える向きが増えつつある。設備投資についても、資本財受注や出荷が次第に反発の動きを明確化しつつある。個人消費関連でも、消費者コンフィデンスに再び改善の動きがみられる中、8月の小売売上高や自動車販売が好調だった。ただし消費の基調は弱めとみている。自動車販売増には、自動車購入促進効果が含まれており、その反動減を注視していく必要がある。雇用・所得環境と消費者ローンの厳しさも気になる。雇用に関しては、失業率の悪化はまだ続きそうである。また恒久的なレイオフ率の高まりやパート比率の上昇、失業期間が27週以上に達する失業者の割合が3割を超えていることなどから、ジョブレスリカバリーの可能性がかなりあるとみている。また消費者信用残高は6か月連続で減少しており、7月には前月比年率換算で10.4%減少となっている。この面からの消費下押し圧力も注視する必要がある。ユーロエリアについても、詳細は省略するが、下げ止まりつつある。アジア諸国に関しては、中国では内需を中心に景気の拡大傾向が強まっている。8月の工業生産が一段と伸びを高めたほか、固定資産投資も高い伸びが続いている。マネースtockや銀行貸出残高の伸びが拡大を続ける中、引き続き官業のウエイト拡大と過熱感が出ている点には留意が必要である。NIEs、ASEANでも、第2四半期の成長率が軒並み大幅なプラスとなるなど、持ち直しの動きが、輸出と生産のみならず内需も含めて明確化している。インドでも早魃の影響が懸念材料であるが、製造業PMI

が継続して 50 を上回り、第 2 四半期の成長率もプラス幅を大きく拡大させた。資源国も資源価格の上昇とともに落ち着きを取り戻しつつある。このように、新興国経済の力強さは想定していたよりも増しているように思われる。

以上のような世界経済のもとで、我が国の経済は持ち直しつつある。まず、実質輸出であるが、4～6 月の高い伸びに続き 7 月も増加となった。米国だけでなく資源国などでも自動車の在庫調整終了を示唆する声が聞かれているほか、米国向けのデジタルカメラなど他の最終財でも増加する項目がみられている。こうした中、鉱工業生産指数も増加を続けている。7～9 月も 8% 台の伸びとなりそうであるし、調査統計局のヒアリングによれば、10～12 月もプラスを維持しそうである。設備投資については、資本財総供給に下げ止まりの兆しが見受けられ、機械受注も減少テンポが緩やかになってきている。第 4 四半期には稼働率が損益分岐点稼働率を上回る見通しであること、キャッシュインが下げ止まりつつあること、既に設備投資が減価償却費を下回る水準まで抑制されていること、海外経済の持ち直しが明確化しつつあること、などを勘案すると、少なくとも設備投資に関する目先のダウンサイド・リスクは、低下しているように思われるが、収益環境の厳しさや稼働率の低さを踏まえれば、設備投資は暫く減少が続くとの見方に変わりはない。個人消費についても、政策効果によって、自動車やエコ家電には動意が窺われているが、失業率が過去最悪となったほか名目賃金も大幅下落が続くなど、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、天候要因もあって、政策効果の及ばないその他の項目の消費は低調なままであり、全体として弱めの動きが続くという見方に変わりはない。消費者物価については足許マイナス幅が拡大したのち、縮小するとみている。しかし、コアコアに含まれる旅費の燃料サーチャージ分も含め、対前年変化率に占める食料・エネルギーのウエイトが高いこともあって、先行きは不確実要因が多いとみている。需給バランスだけでなく、今後の一次産品価格の動向、予想インフレ率、企業の価格設定行動など、しっかりとみていきたいと思う。

このように、我が国の経済は持ち直しつつあり、差し当たっては——具体的には年内をイメージしているが——、不確実性が低下し、アップサイドとダウンサイドのリスクはほぼバランスしているとみている。しかし、もっと長い目で見た場合には、以下のリスク要因を背景に不確実性の高い状態が続いている。まず一つ目は経済政策に関するリスクである。拡張的なマクロ経済政策が想定以上に経済を押し上げてしまうリスクには、その後の反動も含めて十分な警戒が必要である。特にエマージング諸国において、景気回復がみられる中で、拡張的なマクロ政策と為替市場介入政策とが採られているため、より一層気になっている。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も引き続き留意が必要である。二つ目は国際金融資本市場に関するリスクである。米国においては、商業用不動産問題に加えて、プライムローンにまで不良債権化が広がっているし、地域金融機関の破綻も増加している。欧州では中東欧問題が引き続き最大の懸案事項である。従って、テール・リスクは小さくなっているものの、テール・リスクに対する警戒はまだ怠るべきではない。三つ目は保護主義圧力の増大リスクである。四つ目は物価に関するリスクである。足許では、マクロの需給バランス悪化に伴う物価の下振れリスクを意識しておく必要がある。しかし、経営努力によってこれまで必死に効率化を進めてきた企業が、採算を度外視してまで過度な値下げに踏み切るのか、些か疑問に感じざるを得ない。先般の金懇でも聞かれたことであるが、「単に値段を下げるだけでは消費者はついて来ない」ということを、企業経営者はよく知っている。一方、より長い目でみて、拡張的なマクロ経済政策が、インフレ予想や一次産品価格の高騰を通じて、インフレを想定以上に上振れさせてしまうリスクについても、引き続き留意する必要がある。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すると、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、7月の展望レポートの中間評価における見通しに概ね沿って推移する中で、最悪期を脱し、下げ止まりから持ち直しに転じつつあることを示すものであった。この持ち直しの動きは、内外の各種景気下支え政策に大きく依存してきているということも次第に明確になってきているし、そして、その政策効果が年度末に向けて減衰していくことが確からしいということと対照的に、その先、「内需を含めた最終需要の自律的な回復」を確からしくする手掛かりにはなおこと欠いているということである。

まず、海外経済をみると、各国・地域の4～6月の実質GDPが出揃ったが、米欧でマイナス幅縮小、東アジアでは主要国のほとんどが予想を上回る大幅なプラス成長となり、全体として下げ止まりから持ち直しに転じる動きが明確になった。米国経済について述べると、下げ止まりから足許持ち直しへ転じている蓋然性が高いことを示唆するデータが少なくなかった。実質個人消費は、7月も前月比増加を維持し、8月の小売売上高もコアベースで前月比+0.8%増加した。住宅市場では、住宅販売が中古・新築ともに4か月連続で前月比プラスとなり、住宅価格指数も前月比プラスとなるなど、住宅市場に調整の進捗を示す動きが定着しつつあるように見える。こうした中で8月の生産は前月比+0.8%と久々に2か月連続プラスとなり、ISM製造業指数も8月は悪化から改善への分岐点である50をこれも久々に上回った。労働市場も、雇用者数の減少テンポは緩やかになりつつある。もっとも、ひとつに個人消費のプラスは専らキャッシュ・フォー・クランカーズに支えられたものであり、制度は既に8月に終了していることに留意する必要があるし、緒に就いたばかりの家計におけるバランスシート調整、減少テンポは緩やかになりつつあるとはいえ、引き続き高い水準の雇用者数の減少にもみられる雇用・所得環境の悪化、後で述べるタイトなクレジット環境など、消費の先行きには多くの重石が横たわっている。また、住宅市場についても、米国モーゲージ・バンカー

ズ・アソシエーションによると、住宅ローンの延滞率は第1四半期の9.12%から第2四半期は9.24%と上昇が止まらず、差し押さえ発生率も同じく1.37%から1.36%と高止まりしている。政府による様々な手厚い住宅安定化政策のもとでもこの水準であることに留意しておく必要がある。金融機関の不良債権の多くがバランスシートから切り離されていない状況下、商業用不動産の価格が続落しており、ここでも延滞率は一段と上昇している。消費者信用残高の減少も加速している。7月は前月比年率10%超の過去最大の落ち込みとなった。また、7月のFRBのシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイでは、貸出基準は全てのカテゴリでタイト化がなお進んでいる。特別調査でも全てのカテゴリで少なくとも2010年後半までは過去10年平均対比でタイトな貸出基準が続くと多くの先が回答している。クレジットが、実体経済に対して潤滑油としての役割に戻るまでには、なお相当の時間を要することを改めて認識させた。これらを踏まえると、今後の米国経済の回復テンポは極めて緩慢なものになる可能性が高く、場合によっては、低迷状況が続くという慎重なシナリオも片方で用意しておく必要があるかと思う。ユーロエリアは割愛させて頂き、中国経済であるが、8月の指標をみる限り、前月までの高めの成長——積極的な財政政策及び金融緩和が内需、中でも固定資産投資を支えている構図——は変わらない。銀行の貸出の増加額が7月の大幅減少から8月は再び盛り返したことから、金融引締め観測は後退したとみえる。これは資産価格の過度の上昇や生産能力の過剰の深刻化を招きかねないリスクを改めて強く認識させるものであった。米欧の金融資本市場は、実体経済の足許までのこれまでのトレンドを背景に、総じて改善しているといえる。ただ、この改善も様々な政策による下支えに依存しているほか、先行きに関して、実体経済の確かな回復への展望が引き続き描き難いことから、金融資本市場はなお不安定な面を残しており、引き続き実体経済に対するリスク要素となっている。

次に、我が国経済であるが、実質輸出からみると、7月は5か月連続の増加となった。もっとも、需要の急激かつ大幅な縮小に対応した在庫調整

が急ピッチに進んだことから、「急落後の反発」のフェーズが終わりに近づきつつあり、輸出の増勢が幾分鈍化しているようにもみえなくもない。また、水準としては、ピークの7割程度にとどまっていることにも留意が必要である。4～6月期の法人季報では、設備投資は減少を続けているが、減少幅は前2四半期からはっきりと縮小したことが確認された。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）も、均してみると減少テンポは緩やかになっているものの、近い将来の回復を示唆するものではないといえる。ただ、民需以外の外需と官公需は6月に続いて高い伸びを維持していることには注目しておきたいと思う。続いて、家計部門であるが、個人消費は、補助金と減税の対象となったエコ関連の自動車や家電を除けば弱い動きとなっている。7月の失業率、有効求人倍率が既往ピークあるいはボトムをそれぞれ更新し、雇用者数と名目賃金の積数である雇用者所得の6～7月の前年比は毎勤ベースで-6.4%、労調ベースで-8.0%と、賞与支払月ということもあるが、大幅に減少した。雇用の先行きを展望すれば、雇用調整助成金等に関わる休業等実施計画届の申請者数、つまり潜在的失業者が、かつてない水準——雇用者数の4%以上——に達していることなどを踏まえると、雇用の悪化に歯止めが掛かり、その後回復に転じるには相当な期間を要するものと思われる。このような極めて厳しい雇用・所得環境の中で、物価の下落や各種の政策による下支え効果も限定的あるいは一時的とみられるうえ、来年度入り後はエコ関連の需要先食いの反動減の重石も加わるため、個人消費は早晚、比較的はっきりした弱い動きとなるのではないかとみている。以上の需要動向を踏まえ、生産をみると、在庫調整の進捗から、7月は5か月連続の増加となり、生産予測調査やアネクドータルな情報等から、年内は在庫調整のさらなる進捗と各種政策の効果に支えられ、前期比プラスになることが見込まれる。ただ、それらの効果が減衰していくと考えられる年明け以降、減産緩和がどの程度のモメンタムで進んでいくのかについての不確実性の程度にさしたる変化はない。

最後に物価について述べる。7月のコアCPIは-2.2%となりマイナ

ス幅が拡大した。伸び率の低下の背景をみると、除く食料・エネルギーや刈込平均値の前年比マイナス幅が拡大している。また、下落品目数の比率が50%を超過したことに表われているように、石油製品や食料品以外の財・サービスにおいて価格低下の動きが一段と広がっている。経済全体の需給バランスの悪化や、ごく一部の耐久消費財以外の財・サービスに対する消費の根本的な弱さが、物価形成上、大きな下押し圧力となっていくのではないかと警戒は緩められない。足許横這い圏内で推移しているとみられる中長期的なインフレ予想を含め、今後物価関連データを丹念に点検していきたいと思う。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ミクロ、マクロの情報を総合すると、我が国経済については、年末に向けて生産と輸出が順調に回復する蓋然性が高まってきたこと、政策効果の影響で、自動車、家電の販売が従来 of 想定以上の底堅さをみせていること、設備投資など大幅な減少を続けてきた指標にも多少下げ止まり感が出てきたことなどが指摘できる。鉱工業生産は、4～6月期の前期比+8.3%に続き、ミクロヒアリングによれば、7～9月期も+8.0%程度、10～12月期も前期比3.0%程度のプラスになると見込まれている。こうした中、執行部が、景気の現状について我が国の景気は持ち直しに転じつつある、あるいは先行きについて、持ち直していくと考えられる、と前月から判断を一步前進させたことは理解できる。しかし、基本的に企業収益と生産の水準は非常に低く、我が国経済は低空飛行を続けているという点には留意が必要である。4～6月期の法人企業統計の全産業・全規模ベースをみると、売上高は前年同期比で-17.0%、経常利益は-53.0%、売上高経常利益率（季節調整値）は1.66%、ソフトウェア

を除く設備投資は-22.2%と、いずれも1~3月期をボトムに改善はしているが、水準は相当低いところにあるという状況に変化はない。また、民間調査機関による上場企業の今年度経常利益見通しをみると、製造業では減益幅が3か月前に比べて大幅に縮小しているが、これは生産、輸出の回復だけに拠っている訳ではなく、人件費と販売促進費の削減を通じた中小企業の売上低下や家計の雇用・所得環境の悪化などの犠牲の上に成り立つものでもあるといえる。これに加えて輸入物価下落など交易条件改善という明るい話題がある一方で、足許の為替円高の進行は輸出企業の業績を圧迫するという新たなマイナス材料が出てきたことも指摘したいと思う。さらに、8月の新車登録台数(除く軽自動車)は前年同月比+8.2%と13か月振りに増加し、この背景にはエコカー減税や新車購入時の補助金制度の効果があると考えられるが、こうした効果が一巡した後も、我が国経済の回復が持続するかどうか、この点については引き続き楽観できないと考えている。

先行きについて考えると、海外需要の回復といっても中国を中心とする新興国が主体であり、米欧における需要回復の足取りは鈍いとみられるため、我が国製造業における低水準の稼働率が、外需によって昨年前半のレベルまで押し上げられるシナリオは簡単には描きにくいということがいえる。そうすると、我が国製造業が過剰在庫と過剰雇用というストック調整をどれだけ早く進め、完了できるかが注目される。また、それまで個人消費が持ち堪えることができるかも注意してみていかなければならない。なお、製造業の過剰設備、雇用の調整は、潜在成長率を低下させる要因である。リスク要因を挙げると、我が国景気の先行きの上振れ要因としては、一番目としては中国をはじめとする新興国の経済成長率が想定以上に上振れることと、二番目として内外における需要喚起策の効果が長期にわたって持続することが指摘できる。一方、下振れ要因としては、家計が想定する恒常所得が下振れ、個人消費の底割れが懸念される事態となることが考えられる。次にグローバルな金融経済情勢について若干コメントしたいと思う。国際金融資本市場は総じて改善傾向にあるが、不安材料も少な

くない。すなわち、米国では、各種の家計向けローンの延滞率の上昇に加え、商業用不動産価格の予想以上の下落や地銀の経営破綻が相次いでいるため、依然として金融システムが安定したとは言い切れないこと、二番目として、金融政策と財政政策の出口政策を間違えると、景気二番底に陥る懸念もあること、三番目として証券化市場も、TALFなどFRBの緊急措置があってようやく取引が成立している面があること、四番目として金融機関がバランスシート制約、資本制約から貸出に慎重な中、信用収縮を通じて企業・家計部門のリスク許容度が低下していること、などである。こうした中、内外の債券市場では、雇用・所得環境の改善、金融システム安定の確認ができるまで、主要国の中央銀行は超低金利政策を維持するのではないかとの見方が有力となってきた。実際、各中央銀行からも最近、勿論温度差があるとはいえ、世界的に景気は底打ちしたものの、今回の景気回復局面について、力強さに欠ける、あるいは、短命に終わるリスクがあるなど、景気回復の持続性に確信が持てるまでに至っていないとのメッセージが増えているように思う。因みに、今回の世界経済の回復局面における回復の順番を占うとすれば、中国を含むアジア、日本、米国、その後がユーロ圏やイギリスとなる可能性が高いと思われる。一方、インフレ見通しについてであるが、主要国ではインフレ懸念は当分の間、小さいとみられる。なお主要国の中央銀行は、今回の金融危機のような大きな負のショックが発生した場合、インフレ率が目標レンジに復するまでの時間は長くなるとの見方は共有されているように思う。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢は、4月展望レポートで説明したメカニズムにほぼ沿い、前回会合での見通しに乗った形で展開していると思う。既に多くの委員が述べられたように、実物経済データのばらつきはあるもの

の、ほぼ下げ止まりから若干の回復を示すという相応しいレンジになっていると考えている。従って執行部の用意した月報概要の叙述には違和感はない。

以下、実物経済の動きについて述べる。金融市場については第二ラウンドでお話ししたいと思う。まず前回以降、公表された米国経済指標は、基本的に前回会合までの動きを踏襲し、実物経済の底打ちが近づいている、あるいは通過しつつあることを示していると考え。この点は、地域経済の動向を示す Fed のページブックにも如実に現われていた。特に足許ピンポイント型財政政策の効果が大きいことは今後の見通し上も重要であると考えている。キャッシュ・フォー・クランカーズ・インセンティブが自動車販売を大きく増加させ 8 月販売額は年率換算 1,400 万台前後になったこと、ファースト・タイム・バイヤーへの強いインセンティブ付与が住宅価格に底入れの兆しをもたらしていることがその良い例である。特にファースト・タイム・バイヤーへのインセンティブ付与は住宅価格挺入れの方策であるが、これは 1990 年代の日本ではバブル崩壊後に、バブルを根絶するという一方でさらに追い打ちをかけるように地価税等のディスインセンティブを加えたことと対照的である。ただし、遅行指標である失業率は 8 月に 9.7% と悪化し、今後も従来比かなり長く続く公算が高いと考えられる。非農業部門雇用者数前月比は -60 万人を大きく超える減少から、足許は -20 万人程度に下げ幅を縮めているが、そもそも、この -20 万人程度というレベルは前二回の不況時の最悪時に近いレベルであり、その二つの不況時では、ほぼ 2% ポイントの失業率の上昇をもたらした水準である。従って今後、急速な雇用者数減少幅の縮小あるいは雇用者数増加へのプラス転化がない限り失業率の悪化はさらに続く可能性が高いと考える。そして地域の失業率と地域の住宅価格については強く相関してきたことを考えると、住宅価格についても、ファースト・タイム・バイヤー・インセンティブの効果が消えるに従って、再び軟調に推移する可能性を否定はできないと考えている。さらには自動車販売は、販売店情報によれば 8 月 24 日のインセンティブ終了後、年率 1,000 万台レベルまで、また大

大きく落ち込んでいるというレポートもある。以上は目先ネガティブな要素である。他方、現在まで支出が大きく出遅れている公共投資がこれから漸く出てくる可能性も高いと考えられる。それらが組み合わさり、今後の推移にはかなりの不確実性がある。

米国以外では、欧州実物経済は低水準ながらも予想比上振れて推移している。ただしこれも在庫調整の進捗、自動車等購買インセンティブの効果等であり、米国のキャッシュ・フォー・クランカーズ・インセンティブと同じく、将来の需要の先食いという可能性も大きいと考えられる。とすると、今後の推移にはかなりの不安があると言わざるを得ない。

これに対して、既に多くの委員が指摘されたように、新興国の経済は予想比上振れて推移している。まず中国であるが、前回、現在の政策は、ここしばらく相対的な歪みに目をつぶり総量としての成長維持という形を堅持するように思える、と申し上げた。その見解に変化はないが、現在溜まりつつある歪みの大きさを示唆する数字を幾つか挙げておきたいと考える。まず前期の固定資産投資の 33%を超える大幅な伸びのうち、国有あるいは類似の集団が直接コントロールしている投資は前年同期比 50%近い増加である。それに比較してその他の構成企業の投資活動の合計は同じく +25%程度に過ぎず、過去 10 年間の平均水準を下回っている。特に 8 月単月でみると、株式合作企業の投資は 8.2%しか伸びておらず、外資企業の投資の伸びも 1.1%に過ぎなかった。消費であるが、社会消費品小売総額は前年同期比で 10%台後半の伸びを示している。しかし、この指標も個人消費のみならず、政府、企業の消費も含まれていることに注意する必要がある。例えば 1~3 月期をみると、政府、企業の貢献は実に 2/3 に上っており、これに比較すると個人消費の伸び率は過去との比較から見ても高いとはいえない。さらに都市労働市場の求人倍率は 2008 年 10~12 月期以降、記録を始めてから最も深刻な悪化を経験し、求人倍率は 0.97 から急激に 0.85 まで落ちた、というように報道されている。そのうえその後、好転していない。地域別では今年 1~3 月期、東・西部地域の求人率は低下している、中部地域の求人率は 1bp 上昇したが反転上昇の力を欠

いている。ただ、現在の中国は景況感に地域差が著しく、かつ統計整備についてもかなりの地域差があるようなので、こうしたマクロ指標の吟味にも十分な注意が必要であるとは考えている。ただ将来に大きな不安を残すものの、足許の強さの目立つ中国経済は、中国と関連する新興国経済にプラスの影響を与えている。従来から関連の深いASEAN諸国は勿論、今後中国の食料・資源確保の動きが見込まれるため、穀物の輸出国であるアルゼンチン、資源の輸出国であるチリ、ペルーやオーストラリアにも将来への期待が生じ、新興国のこの部分の底力をもたらしている。その意味で、一種の再デカップリングの期待すら、これらの諸国において生じつつあると考えている。

以上を勘案すると、世界経済は、目先は予想どおりあるいは予想を超える回復を示す可能性がさらに高まっている。しかしながら、米国での目先の戻しと、その持つ脆弱性、加えて差し当たりは強い新興国、特に中国経済の持つ本質的な脆弱性を考えると先行きには不確実性があり、再び大きな調整を迎える可能性も全く論外とすることはできないように思う。日本経済は1998～1999年の危機の後にそれなりの回復を示した後、2001年のいわゆるドットコム・バブルの崩壊に巻き込まれた。もし現在の先進国経済が1998～1999年の日本経済に似た状況にあるとするならば、もしかするとファンダメンタルズから乖離しつつあるかもしれない新興国経済の回復に助けられる形での回復になり、近い将来に大きな不安を残すということになる。

日本経済であるが、既に多くの委員が指摘されたとおり、足許、実質面でみる限り予想どおり景気は下げ止まり、生産面では回復に向けての動きがある、という評価が相応しいと考えている。しかしながら、特に工作機械に代表される設備投資関連の回復が著しく遅れているということにも留意する必要があると考える。

最後に物価の予想である。前回にご説明した物価変動のモメンタムであるが、4、5月と-25bp、6月-28bpとなった後、7月は-23bpと若干縮まった。これから8月CPIを予想すると、大体-2.5～-2.6%という形

になる。ただその後は、最近のエネルギー価格の上昇を反映して比較的早い段階で-1%前後には戻ると考えている。その後の推移は、エネルギー価格の動きと、サービス価格の推移、特にその裏にある賃金の動きと密接に関連すると考えている。以上である。

白川議長

それでは中村委員、お願いします。

中村委員

世界経済は水準は低いものの持ち直しつつあり、先行き、経済活動の急落といった1年前のような事態に陥るリスクは薄らいできたと思われる。これは、各国で在庫調整が進捗したことに加え、金融・財政政策による押し上げ効果が奏効しているためである。各種施策の効果が持続している間に、民需の自律的回復に繋がるかが肝要である。また今回の景気後退は、金融、経済の一段のグローバル化の進展を背景に、2003年以降の米国を中心とする世界的な金融や経済の行き過ぎによる歪みと、その是正によるものと考えられる。このため、世界経済の持ち直しのペースは、過去の回復局面と比べても相当緩慢なものとなり、経済が潜在成長率を上回り、力強い回復に復するまでには、まだ相当時間を要するようと思われる。米国では、バーナンキ議長が先日の講演会で、景気後退局面は終了したようだと言ったように景気は下げ止まっていると思われる。8月の新車販売台数が年率1,426万台と昨年5月以来の水準を回復したほか、8月の鉱工業生産も自動車の増加が大きく寄与し、2か月連続で増加した。この3年間、実質GDPを四半期ごとに年率1%ポイント程度押し下げてきた住宅投資も、市場価格の低下傾向は続いているが、差し押さえ物件の大幅な値引き販売や、優遇策の効果もあり、販売件数が新築、中古とも4か月連続で増加している。もっともこうした改善の動きは、金融・財政政策によって将来の需要をも取り込む形で支えられている面もあり、政策効果が剥落した後に自律的な拡大に繋がるかが懸念される。例えばブルーチップ9月号の

来年の第1四半期の新車販売の見込み台数は1,110万台であり、リーマン破綻前の水準である1,444万台を大幅に下回っている。また、住宅販売についても、一次取得者向けの税控除措置は11月末、モーゲージ金利を大きく低下させているFRBのMBS買取り措置も12月末に期限を迎えることから来年以降の販売が伸び悩む可能性もある。雇用環境は8月の失業率が9.7%まで上昇したほか、非農業部門雇用者数は2007年12月以降690万人減少、また、非自発的パートタイマーの数も908万人と高止まっており、引き続き厳しい状況である。欧州では、ECBが最近の経済指標を踏まえて先行きの経済見通しを若干上方修正するなど、足許、景気は下げ止まっている。第2四半期実質GDP成長率は、ドイツやフランスがプラス成長に転じたことなどから、全体では前期から大幅に減少幅を縮小した。ドイツを中心に輸出が持ち直してきたほか、自動車買替え促進策や所得支援、公共支出などの各国の政策対応の効果が顕現化したことが窺われる。もともと、トリシェECB総裁は、定例政策理事会後の記者会見では景気見通しに対しては慎重な姿勢を崩しておらず、必ずしも先行きを楽観できる状況にはないようだ。中国経済は、内需を中心に伸びを高めている。輸出が依然として、前年比2割程度下落し続けているものの、金融緩和や景気対策の効果から、内需、特に固定資産投資が高い伸びを続けて経済を牽引している。中国の温家宝首相は、8月24日に公表した声明で「回復の基盤は安定しておらず、しっかりとバランスのとれたものではないということを確認する必要がある、むやみに楽観的になることはできない」と指摘した上で、「マクロ経済政策を一貫して継続しなければならない。安定的かつ非常に急速な経済成長を維持することが我々の最優先課題だ」とも述べている。こうした政府主導の経済拡大を覚悟の官製バブル、と表現する向きもみられるが、今後、政府主導の投資の動きが民間部門へ引き継がれ、持続的な高成長を維持していけるかを注視する必要がある。

国内経済については、4~6月の実質GDPが前期比年率2.3%のプラス成長に転じたほか、輸出や生産も増加を続けている。景気はこれまで概ね展望レポートのシナリオに沿って推移してきており、時間の経過に従って

「下げ止まっている」との表現を一步前に進めるとの執行部の判断に違和感はない。先行きについては、少なくとも年内は輸出や生産が増加を続けると想定されるが、その後は、一部の販売促進策が期限を迎えるほか、足許の円高傾向や海外経済情勢の不確実性が高いため、企業も先行きを慎重に見極めようとしているようだ。こうした中、設備投資については、GDPの実質設備投資が5四半期連続の減少となるなど、全体としては弱めの動きとなっている。足許では、製造業を中心に設備の過剰感は強く、先行きの最終需要の水準が見極めにくいだけに、当面、新たな投資には抑制的とならざるを得ない。また、海外現地工場の減産緩和を優先する動きや、グローバルで生産体制を見直す結果、消費地に近い拠点での生産を優先させ、日本での設備投資を抑制する動きもあるようだ。特に今後の需要拡大が見込まれる新興国向け製品は、低機能低価格なものが中心となるだけに、為替リスクやコスト面からも国内での開発や生産の妥当性を見直しが必要となり、世界需要の拡大が日本からの輸出増加には繋がらない可能性があることには注意が必要である。雇用環境については、新規求人倍率は幾分上昇しているが、7月の完全失業率や有効求人倍率はいずれも過去最悪の水準で推移しており、厳しさを増している。一人当たり名目賃金も残業代のカットや、夏季賞与が全産業で前年比12.8%減少したことなどから大幅に減少している。個人消費は、経済対策の効果により家電や自動車といった耐久消費財の販売は増加しているものの、全体としては弱めの動きとなっている。大手流通業の経営者からは来客数は減少していないのに、顧客一人当たりの売上金額が下落しており、収益悪化に歯止めが掛からないとの話も聞かれた。雇用環境が悪化する中で消費行動が一段と慎重になっているようだ。

最後に物価についてであるが、7月の消費者物価については食料及びエネルギーを除いた指数の前年比もマイナス幅が拡大し、下落品目数も拡大している。エコポイント付与も家電製品の販売競争を激化させ、耐久財価格が継続して下落しているほか、一般サービスについても下落幅を拡大、消費者の低価格志向は、雇用環境が悪化する中で一段と強まっている。経

济活動の弱さを反映して、当面は食料及びエネルギーを除いた物価の下落幅は幾分拡大した後、縮小すると思われる。私からは以上である。

白川議長

皆さんの景気・物価情勢の話を知っていると、非常に判断が収斂してきていると思った。金融環境についてはまた後から議論があるので置いておくとして、それ以外の景気全体や物価についての判断にはあまり差がなかったのので、ここで詳しく申し上げることはしない。前月との比較で申し上げますと、景気の回復については、前回よりは一步前に進んできたというのが私の最大の印象である。その背景として、多くの方が挙げられたのが輸出、生産の回復であり、とりわけ新興国景気の回復であったと思う。私自身が関心を持っているのは、景気のリスクバランスをどう考えるのか、という点である。この点、これまでは下振れリスクの方を重視しているということだった訳であるが、少なくとも前月との比較でみると、上振れと下振れのバランスが少し変わってきているような気がする。最終的な判断は、後半のセッションで議論する金融環境を含めて下したいと思うが、足許の判断としては収斂していたと思う。物価についても、先月との比較で特に大きな変化はないが、敢えて言うと、物価の下落幅が想定よりも幾分大きいことについて、注意してみていく必要があるということであった。

私自身の若干の意見を申し上げたいと思う。まず、グローバル経済について、リーマン破綻から1年ということで、改めて現在の局面の評価を試みたいと思う。先般の9月初めのG20の声明では——これは声明文の言葉そのものであるが——、「金融市場は安定化してきており、世界経済は改善しているが、成長と雇用の見通しについては引き続き慎重」というようにグローバル経済を総括した。これについては、私も同感であるし、この会合での皆さんの感じも多分こういう言葉で表現できるだろうと思う。ここで、二つのことを申し上げたい。第一は、世界経済の中で、特に先進国経済の現在の局面をどのように理解するかということである。前回の会合では、主として先進国を念頭におきながら、流動性危機に伴う急速

な景気悪化、パニックという、いわば急性症状の話と、バランスシート調整に伴う長期的な経済の調整という、いわば慢性症状の話をした訳であるが、明らかに急性症状に対しては各種政策が効いてきたというふうに思う。一方、慢性症状の方については、やはりある程度の時間がかかるということだと思う。これに関連して、春先以降の金融市場の動きをどのように解釈するかということに関心がある。昨日の国際局の報告とも一部重なるが、三つの動きに興味がある。一つは、先進国の長期の国債金利が春先に上昇した後、低下をしたこと。一方、株価の方は、上昇をしているということ。そして、信用スプレッドは低下しているということである。こうした動きをどのように理解するかであるが、それは、先程も申し上げた先進国経済の状況に関する評価と、この金融市場の評価とをどのように関係付けるかということである。これは、基本的には整合的になっていると思う。まず、流動性危機に伴う急速なパニックが解消するということは、やはりテール・リスクが低下してきたということであり、そのことは、信用スプレッドの低下に反映されているし、株価の上昇も基本的にはそういうことが影響していると思う。一方、慢性症状の解消としての経済の本格的な回復には、まだ時間がかかる。従って物価も暫くは上昇しないという見通しは、長期金利水準が一旦上がったけれども、その後また戻ってきているということに現われているという気がする。そういう意味で、細かいところは別にして、経済全体の判断と金融市場の動きというのはそれほど矛盾なく説明できるのかなというふうに思っている。ここで私が特に申し上げたいことは、勿論テール・リスクにも色々ある訳だが、去年の秋に様々な経済主体が直面したようなテール・リスクへの意識はやはり薄れてきているが、その一方で通常の下振れリスクというのは意識をされているということなのかなということである。それから二つ目の感想であるが、本日も多くの方がおっしゃっていたように、新興国の経済の回復、拡大の度合いは私自身の予想よりも少し上回っていたというふうに思う。先般、G20やBISの一連の会議に出席したが、その際の私の最も強い印象は、新興国景気——とりわけ中国を中心とする東アジア、あるいは南米等である

が——の回復が一頃の予想に比べてやはり強いということであった。このことは、我が国の輸出の数字にも反映されていると思う。新興国経済の回復をどのように理解するか、先程須田委員の方からもマクロ経済政策との関係で言及があったが、私もそのところは非常に興味を持っている。これは以前、別の席でも整理したが、大きく言って三つの効果の波及ルートがあると思う。一つは、新興国、先進国問わず、積極的な景気刺激策が世界的な規模で採られたが、新興国については、元々バランスシート問題を抱えていないので、政策の乗数効果もその分大きいということである。二つ目は、先進国からの資本フローが増加している結果、当該国での信用供与が増加する、あるいは資産価格が上昇するということで、当該国の金融状況、ファイナンシャル・コンディションが改善しているということである。三つ目は、さらに為替ペッグという要素が加わった場合には、国内金融がその面からさらに緩和されていくということである。そういう意味ではこの新興国の経済が短期的には少し強めの方向に行き、しかし長い目でみるとその後の反動というリスクも秘める訳である。以上申し上げたようなルートを通じた新興国の景気回復の動きを、我々自身の景気のリスク判断の中でどのように考えるかというのが関心のあるテーマである。

もう一つ、全く別の話として、雇用情勢について一つだけ自分自身の感想を申し上げたい。昨日の執行部の報告にあったが、日本の名目賃金の下落が非常に大きいことをどう考えるかということである。現在5%近くの下落になっている訳であるが、消費者物価が今2.2%の下落なので、消費者物価の下落を上回る名目賃金の下落、つまり実質賃金が下がっているということである。この点、アメリカをみると、これはデータのとり方も違うが、一人当たりの賃金の伸び率は低下してきたといってもまだ+2%を超えていて、アメリカの消費者物価上昇率を上回っている。そういう意味では、単純計算として、実質賃金はアメリカの場合にはまだ上がっている訳である。日本もアメリカもこれだけ経済に大きな負の需要ショックが加わった訳であるが、その後の賃金の調整メカニズムは、やはり日米で違うということを改めて感じた。これは今回に限らず、ITバブル崩壊後の調

整もそうだった訳であるが、問題は賃金が伸縮的に調整される経済とそうではない経済のどちらがマクロ経済にとって望ましいのかということである。恐らく、これは、なかなかクリアカットな答えは出ない話だと思う。日本で起きていることは、取り敢えず雇用を確保するということに力点が置かれていて実質賃金が相対的に伸縮的に調整されている、ということである。勿論、失業率はこれから上がってくると思うし、雇用者数も減ってくると思うが、しかし欧米との比較でみると、賃金の下落を甘受して雇用の量を確保するということに力点を置いている訳である。一方、アメリカをみると——あるいは欧州はもっとそうであろうが——、賃金の伸縮性は相対的に小さく、その結果雇用者数の減少は日本よりも遥かに大きいということである。欧州の人と話していると、欧州ではデフレが起きない、なぜなら賃金が下がらないからだという議論を時々しているのだが、これをどういうふうに考えたら良いのか。日本の場合には賃金が下落するということは西村副総裁からも言及されたが、賃金の下落がサービス価格を中心に物価の下落圧力として働くということがある訳である。欧州流の、賃金が硬直的であるためにデフレが起きにくいという言い方は、即物的な理解としてはそうなのであろうが、しかし、最終的に我々がなぜデフレを懸念するかというと、結局は雇用が減って、経済活動自体が落ち込んでいくことを懸念している訳である。これは短期で考えるか長期で考えるか色々な次元があるし、クリアカットな答えは出ないと思っているが、少なくとも日本は失業を回避し雇用量を確保することを、社会として選択しているということだと思う。そういう意味で、賃金の伸縮性、デフレの問題といったことは、実は全部繋がった話だと思う。これは今日ここで何か結論を出すという話ではないのだが、改めてそういうことを考えさせられる最近の賃金の動きだなというふうに思った。取り敢えず、私の若干の総括と感想の話は以上である。先程のラウンドの議論を聞きながら、私の方から特に議論したい点がある訳ではないが、皆さんの方から、もし追加的に論点を提起することがあれば宜しく願います。

水野委員

中村委員が発言した中で、私も同じくシェアしているのが、製造業は、世界経済が回復してある程度需要が戻ってきたとしても、なかなか日本で設備投資をしない、あるいは雇用をしないという空洞化の話であり、このことはマイクロヒアリングでも聞かれている。また、損益分岐点を念頭に置くと、生産がピークの7割、8割に戻ったといっても、依然として多くの企業では損益分岐点ぎりぎりあるいはこれを下回っている状況である。従って、生産・所得・支出のメカニズムに当てはめていくと、生産などはもう少し上がらないと厳しい。あるいは生産水準が上がっても、そこから設備投資、あるいは消費に波及するという形でなかなか上手く回っていかない可能性があると思われる。そこに追い討ちをかけるように円高が来ていることが、少し気になる動きである。

野田委員

白川議長が最後におっしゃった雇用と賃金については、私も先程申し上げたようにずっと雇用と賃金の積数でみてきている。アメリカの統計もずっと追いかけてきているのだが、レベル感は違うが、トレンドとしてはかなり似た動きで、相当縮小してきている。そこは、やはり二つに分解すると、掛け算、積数でみると、両方のやり方があると思う。積数というのは掛け算の意味である。

須田委員

実質賃金の調整に関して言うと、オイルショックの後の経験ということでは、日本はオイルショック、特に第2次オイルショックの後に相対的に上手く経済を回復させて、世界から素晴らしいというふうに言われた。日本では、第1次オイルショックの時には、実質賃金の調整があまりみられず、名目賃金が上がってしまったが、そうした下で企業収益がかなり落ち込み、戦後初めてのマイナス成長ということも経験して、第2次オイルショックの時には、実質賃金の調整をするのだということになった。その

時に、アメリカの方は、実質賃金が硬直的であったということがあって、結局、長い目で企業の問題、また雇用の問題を考えると、やはり実質賃金は調整的であった方が良いのではないかと、少なくともオイルショックのような状況ではその方が上手く対応できるのではないかという評価となった。それが、今どう変わっているのかは、少し考えていきたいと思っている。

白川議長

私自身も、先程二回ばかり申し上げた。どちらが良いのかというのは、恐らく加わるショックの性格にもよるので、なかなか単純には割り切れない。申し上げたかったことは、賃金で調整するのか、量で調整するのかによって、大きな衝撃が加わった後の少し長い目でみた経済の調整の仕方がやはり変わってくるのではないかということである。これは議論していて、特に欧州と議論していると随分感じが違うなというふうに思う。

野田委員

私が先程申し上げたかったのも、雇用量の調整は今一生懸命抑えているのだが、現在の状況は、かつてそれが上手くいった第2次オイルショックの時と同じ状況なのかどうかという点である。今回の局面では、企業はどこまで耐えられるのかということである。それで、雇用調整助成金の話もした。先行きについて二番底という言葉を使うかは別としても、しっかりとした回復がみられないとすると、すなわち逆に言えば、仮に8割程度の生産水準がずっと続くとした時に、どこまで耐えられるかという議論に繋がるかと思う。

亀崎委員

賃金も雇用も両方良いというのがベストなのだが、欧米と日本はそうっていない。雇用形態もそれぞれ違うが、問題は、今日本の雇用者所得の総和が下がっているということ。このことが、やはり一番大きいのでは

ないかと思う。

白川議長

勿論そのとおりなのだが、今、私が申し上げたのは、ある一定のグローバルな需要ショックが加わったとして、そのショックを吸収する時に、賃金で吸収するのか、あるいは雇用の量で吸収するのかという選択の話である。勿論、大きなショックが加わらないような経済にするのが一番大事なのだが、現に起きたところからスタートした場合の話である。

中村委員

欧米と日本とでは、失業者に対するセーフティネットというか、失業保険などの厚みが随分違うと思う。日本では失業するとなかなか大変だから、企業が抱えているということではないか。それから、これはバブル崩壊からの流れであるが、最近は経営が非常にガラス張りになっており、良い時も悪い時も経営の色々な内容を従業員に全部オープンにして、従業員を巻き込んだ形で経営していくという動きが中小企業も含めて増えていると思う。だから、日本の労働者というのは、比較的賃金調整に対して寛容というか、経営に対する信頼が強いというか、そういう面があるのではないかと思う。

水野委員

今は、雇用調整ではなくて賃金調整でやっている。ところで、非正規雇用を製造業が調整弁にしようとすることに対して、一時、政治やマスコミが騒ぎ、批判が出た。こうしたことを受けて、企業経営者が日本を雇用調整しにくい場所であり、従って雇用しにくい場所であると考え始めると、これはヨーロッパのように構造的失業率が上がってくるということも有り得る。少し気になる動きである。

須田委員

それから、先行きの経済を考えていく時に、調査統計局から出ている色々な企業ヒアリングメモなどをみていると、やはり稼働率がかなり低くても、固定費を下げて収益を出していくのだという意見をおっしゃる方がいるが、それでも今のところ雇用は守っていくということならば、とにかく不要な設備を廃棄する、あるいは自分達で得意でない事業をどんどん売っていくということなのだと思う。そうした動きはかなりあるのだから、生産水準が元に戻らないから問題であるということで議論する必要はないのではないか、ということが一点。また、元々円安になり過ぎていた中での最近の円高という部分があると私は思っているから、今ここで円高ということを大きく懸念してはいないのだが、本当に日本が内需を拡大するというか、国内の需要でもう少し成長していくということを考えていくのであれば、やはり円高は許容していくべきだと思う。海外に企業が出ていっても、そこから収益が上がって国内に戻ってくるということであるならば、どこで生産するかという点についても、どの程度まで大きく取り扱うべきかは議論が分かれるのではないかな。勿論、雇用の部分に関しては、海外の労働者を使うか、国内の労働者を使うかという問題はあるし、収益面では、為替の問題はあるかもしれないが、一応そこは国内でやっても海外でやってもそれは得られる。

水野委員

企業レベルはそうである。ただ、国レベルでみるとどうか。

須田委員

そこがもし本当に問題となるなら、もっと一次産品や介護、医療といったところに人を張り付けて、そしてもう少しその分野の生産性を上げていくということが本当にできるのであれば、それも一つの流れだと私は思う。だから、企業が外に出てしまうから円高は困るといった懸念は、それはそれで一つの見方だと思っているが、少し…。

水野委員

そのような小さな話ではない。産業構造の転換をする時間軸と、今企業が考えている成長期待の低下、あるいは生産がなかなか元に戻らないことに対する短期的対応の時間軸とを分けて考えたい。目先は我々が来年、再来年の絵を描いていかなければ何ともいえないのだが、その時に、円高に対する短期的な企業の対応のことを考えると、なかなか明るい絵を描きにくくなっているという問題意識である。

須田委員

それはそうだと思うが、やはりその場合に円高の前はかなり長い円安局面があったという、それが…。

水野委員

為替レートについて良い、悪いを言うつもりはない。実効レートをみるとそれほど円高になっていないので。

西村副総裁

少し宜しいか。雇用か賃金かという議論があったが、日本と欧州はどちらかと言うとやはり両方ともインサイダー、アウトサイダーのストーリーになっている。企業の中での賃金の確保、それから雇用の確保というのは、要するにインサイダーの賃金の確保、インサイダーの雇用の確保という形になっている。もう一つやはり重要な点というのは、ポート・オブ・エントリーのところであり、実は、日本は雇用を確保するといってもインサイダーの雇用を確保しているだけで、逆に言えばアウトサイダーからのポート・オブ・エントリー、新しい人達が入ってくる時のエントリーのところが上手くできていないという点が、やはり一番大きな問題だろうと思う。だから、その視点は、考える時にどうしても入れておかないといけない。そうしないと長期的には大きな問題が出てくる。

白川議長

私が申し上げたのも実はその論点を含んでいる。要するに、我々自身が賃金や雇用量の動きをみる時に、インサイダー、アウトサイダー問わず、最終的にマクロ経済としてどう判断するかということであり、その時の判断の軸を持っていたいという意味で申し上げた。西村副総裁の意見はそのとおりであると思う。そういう意味で、企業経営者や組合というインサイダーがよく展開する議論もあれば、単純に賃金の下落だけを捉えた議論もあるが、両方に対して多少違和感を持っている。

他にないか。10時17分であるので、それでは、10時30分に再開する。

(10時17分中断、10時30分再開)

白川議長

それでは再開する。

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

当面の金融政策運営等に関する討議である。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について、お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。順番は、先程と同じである。それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

金融環境の改善の動きが広がり、景気も持ち直しに転じつつある現在であるが、金融政策運営に当たってのリスク要因として、引き続き以下の点を指摘したいと思う。まず第一に注意すべきリスクは、引き続き、国際的な金融市場におけるショックの発生である。最近発表される景気指標は全体としては概ね良好であるが、市場の動きは区々となっている。これまで

に早期の景気回復を織り込み過ぎたからかもしれないが、例えば、米国における商業用不動産市場の悪化や金融機関の不良資産処理の遅れ、銀行破綻の増加、中東欧の金融経済情勢不安、中国の金融引締め転換懸念など不安要因も多々ある中、市場は警戒的な見方を崩していないためと思われる。これらのほか、足許では、米国が中国製タイヤの輸入規制を決定したことによる保護貿易的措置の応酬、急速なドル安の進行、新型インフルエンザの感染拡大なども、自分としては気になっている。こうした要因が過剰に意識されて市場が再び不安定化することがないか、それが実体経済に影響を与えないか、引き続き注意が必要と思う。

第二は、金融・財政政策が与える影響である。各国とも景気対策の効果が現われ始めており、目先の景気下振れリスクは低下しているが、一方で、景気対策がもたらす上下双方向の副作用にも注意が必要となっている。例えば、米国やドイツの自動車買替え促進策の終了による自動車販売の反動減が、景気の足を引っ張らないか懸念される。また、これから次第に効果を現わしてくると思われるインフラ整備などその他の施策も、太陽光発電のように需要喚起策が呼び水となってメーカーの設備投資を底上げするようなものなら良いが、需要の一時的な盛り上がりや先食いをもたらすだけならば、その後の反動減により二番底を招いてしまいかねない点には留意する必要がある。一方で、中国では効果が大きく出ていることから、バブルの発生と早期の金融引締め懸念が意識され始めている。中国以外でも、例えば緩和的な金融政策による過剰流動性がコントロール不能となるなど、政策が景気変動を過度に増幅することのないよう、当局が経済全体のバランスを考えて適切な行動を採れるかどうかについても、重要な注目点である。なお、我が国の政権交代による財政政策の変更については、現時点では景気への影響は計りかねるが、少なくとも現状では先行き不透明感を高める材料の一つといえる。

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。今回の大きな景気変動は、経済主体の行動パターンを変化させたかもしれない。あるいは、100年に一度の景気悪化などとの報道、それに対する各国当局の異

例の施策の数々などは、経済主体のモノの見方を変えたかもしれない。こうしたことから、予期せぬ事態が起こり得ることを意識し、政策運営に当たっては、過去の経験に囚われることなく判断していかなければならない。

以上、この先のリスク要因について述べたが、現状は、金融環境が厳しさを残しつつも改善の動きが広がる中、我が国の景気は持ち直しに転じつつあり、目先の下振れリスクは低下している。しかし、来年以降まで見通せば、民需の動向を中心に、なお下振れリスクを意識せざるを得ない。こうした状況下での金融政策のあり方について、私の考えを述べたいと思う。国際金融資本市場の動揺が深刻化した昨年秋以降、本行の金融政策は、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化支援を三つの柱として、様々な施策を実施してきた。このうち、政策金利については、金融市場の厳しさがなお残り、また景気の水準が低く、かつ下振れ方向のリスクを意識する中においては、コールレートの誘導目標を引き続き0.1%に維持し、十分緩和的な環境を維持するのが適当と考える。また、金融市場の安定確保や、企業金融円滑化支援についても、基本的には現在の措置を続けていくことが適当と考える。ただ、企業金融円滑化支援に含まれる企業金融に係る金融商品の買入れ、すなわちCPと社債の買入れについては、リーマン・ショック後の未曾有の金融経済情勢の悪化を踏まえて導入した、中央銀行としては極めて異例の、個別企業の信用リスクを負担する措置である。従って、現在のように情勢が改善方向に向かって企業金融全体の逼迫という状況ではなくなりつつあり、こうした措置の必要性が低下していると思われるもとにおいては、その継続の是非について、検討する時期に差しかかりつつあるのではないかと考え始めている。こうした異例の措置からの脱却は、実体経済の情勢や金融市場の状況などを慎重に見極め、総合判断のもとで進める必要があると思う。また、金融市場に大きなショックを与えないよう、唐突に実施するのではなく、市場参加者の準備期間を置いて実施できるよう、決定と公表の時期を配慮する必要があると考える。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

我が国の金融環境について、まず整理しておきたい。国際金融市場と同様に我が国の金融市場でも各種指標のスプレッドやボラティリティが低下しており、改善の動きが進んでいる。CPの発行環境をみると、上位格付先に続いて、下位格付先でも厳しい状況を脱したと言って良いと思う。因みに、a-2格の発行スプレッドは、リーマン破綻前と遜色ない水準まで低下している。8月のCP発行額をみても、今回の危機局面のボトムである昨年12月対比3倍近い水準まで回復している。社債市場についても信用スプレッドの低下や発行銘柄の拡大など全体として改善傾向が続いている。企業の資金繰りをみると、中小企業を中心になお厳しいという先が多いが、大企業ではCP・社債の発行環境の改善などを受けて、これまで積み上げてきた手許資金を取り崩す動きもみられるている。こうした中で銀行貸出の前年比伸び率は鈍化しているが、企業からみた金融機関の貸出態度は、中小企業でも幾分改善している。このように金融面では明るい領域がじわじわと拡大している。このため、現状判断としては前回よりも幾分強く「厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている」という評価で良いだろうと思う。ここで金融環境に関連して、二点、私自身の問題意識をお話しておきたい。一点目は、これまで我が国の金融環境を下振れリスクの一つとして位置付けてきた訳であるが、そうしたことを続けておくのかどうか、ということである。先行きについて過度の楽観は禁物であるが、現に国内の資金調達環境は着実に改善方向に向かっており、また我が国金融システムも総じて安定を維持し続けている。こうしたことを踏まえると、今後我が国の金融環境の動向が起点となって、景気が想定以上に下振れるリスクは小さくなってきていると思う。勿論先行き海外経済の回復が予想外に遅れたり、国際金融市場が再び混乱した場合には、その影響を受ける形で我が国の金融環境が悪化する可能性がないとはいえない。こう

した相反する方向の事情を考慮したうえで、我が国の金融環境を引き続き独立した下振れリスクとして明示的に記述することが適当かどうか、後程皆さん方と議論させて頂きたいと思っている。二点目は、金融環境の評価の仕方に関連するものである。昨年秋以降、企業を巡る金融環境が極端に悪化した訳であるが、その後改善の過程を辿る中で、我々は企業金融の二極化という状況に特に着目してきたように思う。高格付けの企業と低格付けの企業との間、あるいは大企業と中小企業との間で金融環境に大きな差異があるといった状態に注意してきたということである。非常に大きな外的なショックが企業金融全般に加わった後、大企業などは環境改善の途を辿る一方で、中小企業などが依然としてショック症状を続けているとすれば、我々としてそれを放置することはできないという判断、あるいはそうした足許の状態には先々の外的なショックに対する企業金融全般の脆弱性がなお残っているという可能性があり、それについても十分な注意が必要であるという判断、こうした判断を頭に置きながらみてきたと理解している。しかし企業を巡る金融環境の二極化という状態自体は通常の景気循環の中でも往々生じることである。従って、同じ二極化であっても、その政策的な含意は十分違い得るということは一方で押えておく必要がある。最近、企業経営者の話を伺うと、自分の会社の資金繰りを心配する人が依然少なくない。しかし、その心配の意味するところは随分変化してきているように思う。昨年末から今年の春頃までは、日々の資金繰りも覚束ない、ましてや先行きはどうなるか全く見当もつかないといった表現がオーバーではない位の緊張状態にあったと受止めている。しかしながら、最近では、問題は資金繰りそのものにあるというよりは、景気の先行きであり、自社の受注や売上の先行きに変わってきているように思う。その分、先行きへの不安も切迫したものというよりは、漠然としたものに変わってきている印象を持っている。今後はこういった点も考えながら、二極化の持つ意味を理解していく必要があると考えている。

最後になったが、我が国経済は、持ち直しの入口に立ったばかりであるし、引き続き大きな不確実性に晒されていることに変わりない。従って、

オーバーナイト金利の誘導目標については、現状維持で良いと判断している。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

前のパートでも述べたが、足許の経済指標はメインシナリオに概ね沿った展開となっており、目先については不確実性が薄れ、上振れ、下振れリスクもほぼバランスしているとみている。しかし、年明け以降といったやや遠い先を展望した場合、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく蓋然性が相対的に高いとみているものの、依然として霧の濃い状態が続いていると言わざるを得ない。現時点では金融政策の観点からは、下振れリスクの方をより意識しており、引き続き十分緩和的な金融環境を維持しながら、メインシナリオの蓋然性とリスク要因をしっかりと見定めていく必要があると考えている。従って、次回決定会合までの金融市場調節方針だが、現状維持が適当だと思う。市場では9月末はほとんど意識されていないようだが、執行部には、期末を意識しつつ、市場の安定と市場機能の維持のバランスをとりながら、柔軟で機動的な調節をお願いしたいと思う。

以下では金融資本市場と金融環境とそれから異例の措置を巡る問題について意見を述べておきたいと思う。まず、金融資本市場の動向から簡単にみていきたいと思う。短期金融市場だが、本行による潤沢な資金供給の結果、資金余剰感の強い状態が続いている。無担保コールレートが0.1%近傍で安定的に推移する中、国庫短期証券の流通利回りやG Cレポレートは0.1%台で落ち着いた動きを維持している。また、T I B O Rなど銀行間取引におけるターム物レートも低下を続けており、今のところ9月末越えや年末越えプレミアムは限定的なものにとどまっている。一方、株式と国債の市場動向をみると、日経平均は、テールリスクの低下や内外経済指

標の下げ止まりを受けて1万円台を回復した後は、米国や中国株価の動きに振らされながら狭いレンジで揉み合う展開となっている。また、長期金利も、景気底入れ期待とそれを背景とする株価の堅調、国債増発に伴う需給悪化懸念といった売り材料に対し、経済対策効果が剥落した後の景気下振れ懸念や機関投資家の押し目買いニーズなどの買い材料が交錯し、1.3%近傍で揉み合う展開となっている。この間、企業金融を取り巻く環境は改善の動きが続いている。輸出や生産の増加に伴いキャッシュインが下げ止まる中、在庫調整の進展に伴う運転資金ニーズの低下や、設備投資や予備的動機による資金ニーズの低下などもあり、企業の外部資金需要は減少している。また、資金調達環境も明確に改善している。今回の金融システムレポートにあったように、我が国金融システムの頑健性は、先行きについて厳しいマクロ経済環境や株価の低迷を想定した場合でも全体としては損なわれていないと評価できる。資金繰りについても大企業からは厳しいという声は聞かれなくなった。社債市場では、8月以降の大きな特徴として、セカンダリー市場でスプレッドリッチな低格付け銘柄にまで投資家の物色が進んだという点が指摘できる。具体的には、A格下位からBBB格にかけてのスプレッドの厚い社債や、地銀劣後債、投資法人債にまで投資家の食指が伸び、商いが活発化した。その結果、証券会社の在庫は乏しくなり、一部の低格付け銘柄ではスプレッドがはっきりと縮小しつつあるとの声も聞かれている。こうした需要の強さはプライマリー市場にも波及している。9月入り後の起債ではA格下位でも発行体寄りのレートでしかも当初予定額オーバー、即日完売というケースが幾つかみられている。そもそも低格付け社債のプライマリー市場には、クレジットコストを十分反映していない貸出金利との比較で社債発行ニーズが乏しく、社債市場を利用する企業も少ない一方で、社債を保有する側もリスク許容度の高い投資家層が薄く、厳しい社債保有基準もあるようである。従って以上のような需要の強まりが、BBB格などの低格付け社債の発行増に繋がっていくかについてはあまり期待できないが、いずれにせよ社債市場全体でみた場合には、市場機能の改善は十分進んでいるとの評価が可能である。また、C

P市場では、低格付けの発行金利が低下し、発行銘柄に広がりが見られ、発行量も増加している。昨日の執行部からの説明にあったように、CP市場はほぼ正常化しているといえるが、高格付け銘柄の「官民逆転」現象が定着するなど、少し行き過ぎともいえる。以上のことから、企業金融を取り巻く環境は既に社債やCPの買入れ実施のための必要条件を満たさなくなっているとみている。12月末に向けて異例でない通常の金融手段による金融緩和状態に戻していくことを、具体的に検討すべきだと判断している。なお、ドル供給オペについても、利用が大きく減り、かつドルの資金余剰感が強まっているし、為替スワップ市場も3か月程度までは改善している。このような一定レートでのオペがドルキャリー取引の安心材料になっていることも考え合わせると、異例のオペの出口戦略を実施しつつある米国が、ドルスワップについてそのような提案をいつしてきても不思議ではないと思っている。そうした場合には、それに賛成して問題ない状況になっていると思っている。

最後に出口戦略を考える際の留意すべき重要なポイントについて、私なりの考え方を簡単に整理しておきたいと思う。第一に、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していくこと促すために、引き続き十分緩和的な金融環境を維持していくことが重要だという点である。こうした観点から、異例の措置を解除した後も、暫くは市場や企業の安心感を損なわないことを優先し、通常のオペレーションを通じた潤沢な資金供給を、柔軟かつ機動的に行うことが必要だと思っている。第二に、異例の措置を解除する際には、市場の反応をみながら、場合によっては段階的にイグジットしていくことも考慮すべきだと考えている。第三に、企業の安心感を損なわないために、コミュニケーションに十分配慮する必要があるという点である。すなわち、通常の資金供給オペ金利はCP現先オペが下限に張り付くなど低位安定的に推移しており、異例の措置を通常のオペで十分代替可能であること、引き続き企業金融に配慮しながら潤沢な資金供給を行っていくこと、日本銀行のバランスシートの多寡が、金融緩和の度合いを表している訳ではないこと、異例の措置が長引くとその副作用によって

市場機能が却って阻害されかねないこと、などを丁寧に説明していくことが重要である。執行部におかれては、企業金融環境の改善度合いをしっかりと見極めながら、タイムリミットまで時間をかけて具体的な出口戦略を検討して頂きたいと思っている。その際、我々も含め、情報管理には十分気を配っていく必要がある。市場が金融環境、とりわけ企業金融環境の改善度合いを眺めながら、自律的に解除を織り込んでいくこと自体は、実際に解除する際に、市場に無用の混乱をきたさないためにはある程度必要なことであるが、意図せざる情報発信によって政策変更に足枷となるような織り込みが進むことは、あってはならないと思っている。また、異例の措置に関する織り込みに止まらず、政策金利の変更にまで思惑が広がっていくことのないよう、十分留意する必要があると思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

前半で述べたとおり、我が国の経済・物価は、4月の展望レポートや7月の中間評価における見通しに概ね沿って推移している。すなわち、2010年度まで、経済は持ち直す姿が想定されるものの、力強い浮揚感を欠き、物価は経済全体のスラックを背景にマイナス圏内で推移するとの見通し、あるいはダウンサイドに傾斜したリスクバランス、さらには高い不確実性は基本的に変っていないということ、従って、引き続き極めて緩和的な金融環境による下支えが必要な状況にあると考えている。

金融環境は、なお厳しい状況にあるという総合評価の枠内にあるが、改善の動きは広がっている。すなわち、多くの中小企業は、足許の資金繰りや金融機関の貸出態度についてなお厳しいとみていること、社債市場では、引き続き一部で起債が難しい状態が続いているというような状況は、現象的には基本的には変わっていない。その一方で、CP市場は9月末越えの

発行が通常ペースで進んでおり、低格付けの発行残高も徐々に回復しているほか、発行金利も僅かながらも低下するなど、期末が近づいても落ち着いている。社債は、ここ数か月比較的高水準の発行が続いており、発行スプレッドは縮小傾向にあるなど、改善傾向が続いている。企業の一部には、これまで予備的に厚めにしていた手許流動性を取り崩す動きもみられる。これは先程の資金供給面での改善ということもさることながら、在庫調整の進捗に伴う運転資金需要の減少や、設備資金需要の減少という資金需要面の要因によるところも大である。そこで、ここで一点だけ留意したいことを申し上げるが、それは企業は内外の最終需要の本格的回復に不確実性が非常に高い中で、業績の先行きに対しては慎重な姿勢を崩していないということである。これが結果的に足許の金融環境の改善が先行きの資金調達に対する企業の不安感の払拭には十分に繋がっていないことである。

以上述べたような状況下では、引き続き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、円滑な企業金融の維持にフォーカスした政策を引き続き進めていくことが基本と考えている。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、現状を維持することが適当である。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

我が国が資産バブル崩壊後の不良債権問題の解決に要した長い時間について、しばしば失われた10年と言われてきた。本行は様々な機会をとらえて、欧米主要国の中央銀行に対しても1990年のバブル崩壊後の苦い経験と知見について説明してきた。欧米主要国でも、最近、その甲斐もあつてか、今回の金融危機から脱し、安定成長経路に復するまでに要する時間

とコストは予想以上に大きくなるのではないかという慎重な見通しが増えてきたように思う。今回の危機は、世界全体を巻き込む大きな問題となっただけに、そこから脱却するまでの時間は、ローカルな問題に過ぎなかった我が国の不良債権問題やアジア通貨危機以上にかかる可能性が否定できない。中央銀行は、金融緩和政策から転換する際は勿論、非伝統的なあるいは異次元的な措置と言われる金融政策からの出口戦略を打出す場合でも、景気刺激的な財政政策からの出口戦略、及び、金融システム安定化策からの出口戦略、とのバランスをとる必要が出てくる。特に主要国の中央銀行は、自らも未経験である非伝統的な金融政策を採用していること、そして、株式市場を中心に景気回復を示唆する経済統計に素直に反応する傾向があることから、自らの「出口戦略」について丁寧に情報発信することが極めて重要である。この点に関連して、無用な誤解を呼ぶことがないように政策運営することが重要だと思う。米国やイギリスのように自国通貨安への懸念が強い国、予想インフレ率の高い国、財政規律の弱い国では、金融市場において金利先高観が高まりやすくなる。それだけに、金融政策運営上の情報発信に当たっては、我が国以上に丁寧さが必要と思われる。また、米国とイギリス両国で金利先高観が強まると、ユーロ圏においても早期の利上げ観測が浮上しやすくなる。欧州中央銀行は最近、景気の先行きに慎重な見通しを示し、消費者物価が目標値近傍に回帰するまでに時間を要する可能性が高いことを繰り返し述べている。これらの情報発信は、時期尚早な利上げ観測によって金利上昇圧力がかかるリスクを弱めるうえで役立っているように思う。

そうは言っても、将来的に、主要国の中央銀行は、時間軸効果を強める政策運営を求められる可能性があると思う。以下、時間軸効果を念頭に置いた施策について考えてみたいと思う。最近になって、欧米の2年国債の利回りに注目すると、軒並み低下してきている。米国は今 0.9%台~1%位、ドイツは1.2%台、準備預金の金利引き下げ観測が今週浮上したイギリスは、一時 0.7%台、今 0.8%位であるが、まで低下してきた。これはまさに、低金利政策の長期化を織り込んだ動き、すなわち、時間軸効果が

効いたイールドカーブの形状になってきたといえるのではないかと思う。今のところ、主要国中央銀行は低金利政策に強くコミットしていないが、債券市場の動きを静観しているところから推察するに、現時点では、暗黙の時間軸効果を不快には感じていないと思われる。FRBの金融政策の先行きについて考えてみると、FRBはバランスシートを拡大させる資産買取策は、機能不全に陥ったクレジット市場の機能回復に一定の効果があるとしているが、次第にその副作用も考慮し始めたように思う。例えば、このままのペースで年末までにエージェンシー・モーゲージ債を1.25兆ドルまで買い入れると、同市場におけるFedの保有シェアは24~25%まで拡大する。その弊害と、明確にみえてこない長期資産買取策の景気刺激効果を天秤にかければ、段々と非伝統的政策から軸足を移し、伝統的な低金利政策に回帰するのが自然だと思うし、そこで出てくるのが時間軸という考え方ではないだろうか。因みに私は、FRBのみならず、主要国中央銀行でバランスシート拡大戦略、いわゆる信用緩和・量的緩和政策というものであるが、そこから時間軸を強調した政策運営に徐々にシフトしてくる流れにあると予想している。我が国について考えてみると、第一に、最近公表された各種物価統計から物価の下押し圧力の予想以上の根強さがみて取れること、第二に、政権与党となる民主党幹部から財政規律に配慮する発言が出てきたこと、第三に、我が国の需給ギャップの大きさなどを受けて本行の超低金利政策が長期化するとの観測が強まってきたこと、などから、債券市場は、2002~2003年にみられたような時間軸効果を意識した展開になってきている。すなわち、ユーロ円TIBOR3か月物金利は緩やかながら着実に低下し、高止まりしていたユーロ円金利先物も9月に入ってから大幅に低下した。2010年6月限をみると過去1か月で11bpも低下している。これを受けて、国債イールドカーブの2~3年セクターという手前部分から中期セクターのイールドをつぶすように長期金利が低下している状況にある。目下のところ、債券市場の過熱が非常に懸念されるというほどの局面ではないが、行き過ぎを予防するという観点から言えば、自律的な景気回復が視野に入れば、異例な超低金利政策を修正

することが適切であることや、非伝統的な金融政策運営はあくまでも時限措置であるということ、を折りに触れて言及しておくこと、超低金利政策の長期化観測が過度に高まることを回避できると思う。なお、企業金融について若干コメントすると、企業金融を巡る環境は改善しているが、先程野田委員も言われたが、資金需要が極端に細っていることもその背景にあるように思う。売上の減少に代表されるように、キャッシュ・イン・フローが増加するまで企業金融を取り巻く環境について完全には楽観できないというのが今の私の判断である。最後に、当面の金融調節方針については、現状維持で良いかと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

既に多くの委員が指摘されたように、グローバルな金融市場状況は、改善を続けているが、市場によっては若干の足踏みをみせているところもある。特に新興国を中心にリスク資産に対する選好が戻っており、一部にかつてのサーチ・フォー・イールド的状況の走りがみられるようにもみえる。国際金融市場全体でみると、市場の分断程度は、地域の差や短期・長期の違いなどでかなり濃淡はあるが、解消しつつあると判断できるのではないかと思う。とは言え、先行きに対する警戒のレベルはこれもまた地域・市場によってはまだ高く、強気と弱気が交錯している状況だと思う。次第に実体経済が底入れから持ち直し傾向へ動くにつれ、全体としては強気方向へ向かう兆しがある状況であると判断している。米国市場では、株価が広範に上昇した後も底堅く推移し、債券価格は上昇し、長期利子率が低下し、為替市場では足許広範にドル安に振れる形になっている。景況感が回復し、リスク・アペタイトが回復してきたとか、一部海外投資家が消去法でドル資産を買っているうえに貸出に慎重な米国金融機関からの需要で米国債市場が底堅いとか、ドルがキャリー通貨になっているとか、それぞれ単独

ではこの三つの現象に対して、それなりの合理的な説明がなされているが、この三者が全体として整合的に長期に亘って同時に成立することは合理的には考え難いと思う。そして株式市場をみると、インサイダー・セリングが止まらないなど、幾つか気になるサインもある。従って、この株高・債券高・ドル安の組み合わせが長期間にわたって持続することは考えにくいと思われる。どのような形で修正がなされるのか、これはなかなか分からないのだが、これは為替市場を含め日本の金融市場にも大きな影響があるので十分に注意してみていく必要があると思う。

日本では株式市場が上海市場で金融政策の今後に対する警戒感から上下しやすい不安定な状況となっていることに影響されて、さらに円高の傾向がはっきりしてきたために、不安定な動きで足踏みしているものの、傾向的な改善傾向は続いていると考えている。直接金融の市場では、特に大企業を中心として引き続き改善の動きが続いており、部分的にはかなりの緩和感が出ていると考えている。先程も指摘があったが、CP市場では、日本銀行の買入れファシリティの対象である $a-1$ 格以上のみならず、 $a-2$ 格についてもスプレッド、発行量ともにほぼリーマン・ショック以前の水準に戻りつつある。社債市場でも、BBB格においても発行環境のかなりの改善がみられている。もともとBBB格においてはコスト面で銀行借入との差は大きく、実際の発行は然程大きくないが、これは特に今次金融危機に端を発した問題というよりは、以前から存在している問題である。このように、直接金融の市場をみる限りにおいては、全般的な改善がみられ、表面的には今次金融危機以前の状況に戻りつつあるという評価も可能であると思う。しかしながら、間接金融においては、特に中小企業、そして業況の厳しい先を中心として、厳しい状況が続いている側面も否定できない。従って、今回の月報概要表現に違和感はない。

このように現状、先行きともに前回会合での判断に添う形で推移していると考えられる。そこで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く、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ている。また、セーフティネットとしての効果を期待しているCP買入れ、社債買入れファシリティについてであるが、CP市場、社債市場の足許の回復の度合い、それが市場に十分なコンフィデンスが戻って来ていることの証左と考えられるのかどうか、ここについて慎重に検討する必要があると考えている。今後は、短観の結果を含め、企業金融全体の動きに十分注意していきたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

私からは、企業金融の環境に絞ってお話をさせて頂きたいと思う。国内の企業金融を取り巻く環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている。CPの発行環境は、a-2格といった低格付先に対しても大幅に改善し、発行スプレッドの低下や、業種や銘柄の広がりがみられる。また、社債については、発行スプレッドの低下等、発行環境の好転を受けて、発行銘柄が拡大しているほか、A格でも10年債の起債が順調に消化されるなど、改善傾向が続いている。低格付先や消費者金融等の特定業種については、依然として厳しい状況が続いている。しかしながら、厳しさの要因は、従来から指摘されている欧米との比較での我が国の社債市場の未発達や、国内投資家の多様性の欠如、間接金融に適用されるリスクプレミアムの水準の妥当性等であり、いずれもリーマン・ショック前から抱えている課題である。この間、民間銀行貸出は、企業の外部資金に対する需要が減少していることから、前年比伸び率は鈍化している。大企業については、設備資金需要が減少していることや、資金調達が前倒しで進んでいることなどから、資金需要の減少を見込む先が多く、3月末に積み上がった手許資金を減少させる動きもみられる。一方、中小企業については、業績の回復が見通せない中、借入余力が低下していることから、総じて資金繰りが

厳しいとする先が多いようである。また、足許の環境を緩和的と評価している大企業でも、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などから、先行きの資金調達についてはまだ警戒感を緩めていない先が少なくないことには留意が必要である。本行が企業金融支援のために導入してきた各種措置のうち、CPや社債の買入れ、米ドル資金供給オペの残高は、最近、減少傾向にある。共通担保オペ等の資金供給オペの落札決定レートが0.1~0.14%まで低下する中では、異例の措置の効果も縮小してきていると考えられる。12月以降の取り扱いについては、企業金融の実態を踏まえつつ、期限に関する検討だけでなく、本行の意図を、如何に市場的に伝えることができるか等も併せて検討していく必要がある。市場機能を維持しながら極力、金融環境を緩和的なものとして我が国の経済をしつ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当だと思う。私からは以上である。

白川議長

まず、調節方針の方だが、私も含めて全員、現行の調節方針維持ということである。多くの方が、現在の金融環境をどのように評価するか、これをリスク要因として認識するかどうか、現在行っている様々な時限措置に関する議論をどういうふうにするか、などを取り上げられたので、若干の総括と自分自身の感想を申し上げ、その上で議論したいと思う。

まず、足許の金融環境の評価であるが、文章は後から議論をすることで、私の理解する限り、厳しさを残しつつも改善の動きが広がっているという評価であったように思う。前回よりも少し歩を進めているという評価であったと思う。そう判断する根拠として、昨日の執行部説明と各委員の報告にあったように幾つかあるが、第一にCP市場がさらに改善してきているということである。a-2格のスプレッドはリーマン破綻以前の水準にまで低下し、a-2格の発行残高も年末以降大きく増加している。第二に社債の方も、A格以上は発行が堅調であるという状況が続いているという

ことである。ただし、下位格付先の社債の発行については依然として厳しい訳であるが、これをどう評価をするかについては後から議論したいと思う。いずれにせよ社債市場も全体として改善が続いているということである。第三に企業の資金繰りも、中小企業を中心になお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いている。従って、全体の評価としては厳しさを残しつつも改善の動きが広がっているということである。私自身が金融環境の問題をここで議論し、それからその後、記者会見等で説明する時にいつも直面している問題は、要するにこの金融環境という言葉で何を皆がイメージしているのかということである。元々、金融環境という言葉は——勿論そういう観念自体は昔からあったと思うが——、FRBでよく使われていたファイナンシャル・コンディションズとかマネタリー・コンディションズという言葉の訳語として、日本銀行でも1990年半ば頃から段々使われ始めたというのが経緯である。元々、このファイナンシャル・コンディションズをみていく時の発想の仕方というのは、要するに金融面から景気を加速させるとか、下押しするといった力が働いているかどうかを評価しようということで、金融環境という項目を独立で立てて議論している訳である。例えば、先程野田委員から説明があったように、アメリカの場合、今でも貸出基準はタイト化している。タイト化のテンポは緩やかになっているが、方向としてはまだ厳しくなっている。つまり銀行の方は自らの資本の状況、あるいは将来の損失発生を意識して審査基準を厳しくしているということで、これはまさに金融面から景気に対して下押し圧力が働いているという話である。そういう時には金融環境を評価することは非常にやりやすいし、現実には日本でも昨年秋以降は、明らかに金融環境がタイト化していったということである。問題は、今、景気一般の話とは別に金融環境が独立の要素として追加的な引締め要因になっているかどうか、その点の評価である。これは現状どうかということと、将来のリスクをどう評価するかという、二つに分かれる訳である。色々な指標が改善してきた訳であるが、我々からみて気になる動きというのが幾つかあって、一つは社債市場の二極化である。多くの方が触れられたとおり、方向とし

ては改善している。B B B 格の社債については確かに発行は限定的であるが、色々な制度的な要因も影響しているのでこれを全て金融環境の厳しさと評価するのは、多分適切ではないだろうという話が出た。ただ全てを制度的な要因で説明して良いのかというと、そうは言っても昔に比べてB B B 格の発行が減っていることも事実だから、それはやはり金融環境の厳しさの証左として考えて良いのではないかという見方もあり得る訳である。これはブラック・アンド・ホワイトではないのだが、これをどういうふうに評価するかということである。私自身は昨日も少し申し上げたように、あまり安易に制度とか構造とか言うのは好きではないが、我々が今ここで射程にしているような金融政策のタイム・ホライズンを考えた時には、やはり制度的な要因があることによって、直ちにB B B 格がA 格以上と同じような形で増えていくかということ、それはやはり考えにくいという感じがする。アメリカの場合、B B B 格とかB B 格というのは投資適格かどうかということだった訳だが、日本の場合、アメリカのB B B 格とB B 格に相当するのは、やはりA 格とB B B 格であり、そこに大きなジャンプが現実には存在しているような気がする。もっともっとインフラというか、色々な意味での慣行が定着していくと、そこも変わっていくのだろうが、現状、ブレイク・ポイントが直ちに変わるようにはちょっと考えにくい。そうすると、現在の経済・金融の状況を考えるとB B B 格の発行が増えて初めて金融環境が緩和したと判断するのは、些かバーが高すぎるという感じはする。ただそうは言ってもB B B 格の発行が増えた方が勿論良いことは間違いない訳であるから、この辺りは後から議論したいと思う。それから一点、この面ではアメリカも同じような問題に直面していると思っているのは、証券化市場である。証券化市場では確かに単純な商品の発行は増えてきているが、複雑な商品の発行はもう止まったままになっている訳である。複雑な商品、例えばC D S スクエアが発行される状況をもって金融市場の状況が改善したと判断するとすれば、それは恐らく不適切だろうと思う。しかし、証券化市場に変わる何らかの機能が組成してきて初めて、アメリカでは金融環境の評価が変わってくるだろうと思うから、同じような

判断上の問題は、どの国も直面しているという気はする。気になる動きとしてもう一つ挙げると、将来の資金調達に関する不安についてである。私自身が記者会見でこれまで言ってきたのは、一つは先程の社債などの二極化現象、もう一つは将来の資金調達への不安である。先程の景気に関する皆さんの議論もそうであったように、不確実性が高いとみているから、当然、将来の資金調達に対する不安もそれに対応してやはり大きいと思う。問題は、金融環境のリスク要因として、これを日本独自のリスク要因として認識するかどうかということである。先程来の皆さんの議論もそうであるが、結局、グローバル経済の回復はまだ政策に支えられているということが、やはり大きいのだと思う。そういう意味で、政策効果が出た後の経済の強さに自信が持てないということだと思うが、それは日本独自の要因というよりは、グローバルな経済、グローバルな金融市場がもう一波乱あった場合にそれが日本にも反映してくるという意味での不安がやはり強いのかなという気はする。いずれにせよ、今日金融環境に関する評価を一步進めた場合に、細かに答える訳ではないが、我々自身はこういう点においてリスクとして感じているということと、ある程度説明する義務があると思うので、後から若干の議論をしたいと思っている。

それから、今日何人かの方が出口戦略の検討の必要性について言及されたので、私も若干申し上げたい。私独自の意見ということではなくて、先日のG20の声明について改めてご説明したいと思う。G20の議論そのものについては別途の場でご報告申し上げたが、出口戦略との関係でG20声明が言っていることのポイントは二つあったと思う。一つは、景気回復をしっかりと支えるということである。声明文の言葉を借りると「景気回復が確実になるまで、物価の安定と長期的な財政の持続可能性と整合的に、必要な金融支援措置及び拡張的金融・財政政策の断固たる実施を継続する」と、これが第一のポイントだったと思う。第二のポイントは、出口戦略は国及び政策手段によって異なるということである。G20の声明文の言葉を再び借りると「景気回復がしっかりと確保されていくにつれて、財政政策、金融政策及び金融セクター政策での例外的な支援を戻すための透

明で信頼性あるプロセスの必要性について合意した」と、途中省略して「行動の規模、時期及び順序が国及び政策手段の種類によって異なることを認識しつつ、協力的で調和した出口戦略を作成する」ということであった。つまり、これは国によっても違ふし、政策手段によっても違ふということである。政策手段という場合には、財政政策、金融政策、あるいは金融システム政策、それから金融政策の中でも、手段が違ふと、そういう手段の違いを意識して出口戦略は考えるのだということである。そういう目で、日本以外の先進国の行動をみると、まさにこの声明と整合的な行動をしているという気がする。昨年秋以降の危機というのは、ある日を境に突然危機が終わったという性格のものではなくて、多分連続的に変わっていくものであるが、私の先程の整理でいくと、危機に伴うパニックに応じた措置については、アメリカは少しずつ解除しているということだと思う。G20の声明が出た直後にアメリカはそれをやっている訳だが、例えば財務省によるマネーマーケット・ミューチャル・ファンドの保証は9月14日に公表し、9月18日の終了を再確認したということだし、FDICによる銀行のシニア債の保証も9月9日の公表文で10月末までの終了を再確認したということである。一方、FRBの方については、既にTALFの規模を6月以降段階的に縮小しているが、国債買入れについても、買入れを1か月間伸ばしたが、当初の規模で終了するということを先般アナウンスした。他方、金利政策については相当の期間、現在の低金利を続けるというスタンスを明確にしている。そういう意味で、まさにG20の声明の線に沿って行動していると思う。では日本銀行はどうか。これから議論をしていく必要があるが、先程の皆さんの議論を総合してみると、私自身もそうであるが、やはり様々な政策毎にしっかりと分けて考えていく必要があるというふうに思う。これは、景気判断と対を成すものであるが、皆さんがシェアしている感じは、確かに足許の景気改善はしてきている訳であるが、その先については、まだ不確実性があるということだと思う。このことに対応した金融政策ということで言うと、今の構えとしては——勿論、毎回点検はしていくが——当面は現在の低金利をしっかりと維

持していくということであり、一方、金融市場のパニックに対応した部分については、金融市場の改善の状況に応じて時限措置も検討していく必要があるということであると思う。この両者は違うということについて、誤解のないように説明していくことが非常に大事だと思う。突然マーケットにアナウンスするとマーケットは混乱するので、先程の中村委員からのご指摘もあったが、混乱を与えないように発信をしていくことも大事だと思う。

取り敢えず二つのこと、つまり金融環境の評価という話と、それから出口戦略に関する若干の議論とについて申し上げた。以下では両者を分けて、最初に金融環境について議論したいと思う。金融環境の現状評価については、言葉は別にして、厳しさを残しつつも改善の動きは広がっているということであると皆さんのご発言を聞いたが、基本的にはそういう理解で宜しいか。問題は、これを先行きのリスク要因として認識するかどうか、認識する場合にはどういう意味においてこれを認識するのかという点について、若干の議論をしたいと思う。ご意見のある方からどうぞお願いする。

亀崎委員

将来の資金調達に対する不安について、日本独自のリスクかどうかという話があった。今の緩和的な金融環境というのは、本行の金利引き下げから始まる様々な措置があるのに加えて、企業自体に設備資金とか運転資金の需要があまりない一方で、手許資金はあるといった状態を指しているが、問題は、企業側の資金需要が本当に出てきて強くなった時に、金融機関が応えられないことになるのかどうかである。リーマン・ショック後に発生した金融情勢の未曾有の悪化、つまり先程議長のおっしゃった急性症状というか、流動性が足りなくなってしまったということは、外部からの大きなショックが原因であった。今の金融機関の体力の状態を考えると、企業側の資金需要が大きくなったからといって、我が国だけがまた急性症状のような状況に陥ることはないのではないか。急性症状に陥ることがあるとすれば、やはりグローバルな金融市場に新たなショックが加わった場

合ではないかと思う。100年に一度のショックと言うかどうかは分からないし、それほどのものがそう度々起こるものかどうか若干私には疑念があるが。少なくとも、我が国金融機関が独自に抱えている問題で、そうした急性症状に陥るといった状況ではないが、グローバルなショックによって再度急性症状に陥るといったことが、ないとはいえないのではないかと思う。

須田委員

基本的に亀崎委員がおっしゃったことに私も賛成である。リーマン・ショック後について、私自身が抱いた不安も含めて申し上げますと、当時はパニックになって、とにかく資金が取れない、流動性が取れない、調達コストはどうでも良いという資金のアベイラビリティの不安感があった。ところが今はどうかと言うと、確かに先行きがみえないということは常にあるし、景気の状態によってはやはり不確実性も上がったり下がったりするということはあるが、企業収益はどうだろうか、それに対して資金繰りはどうだろうか、余裕を持って対応を考えていけば良い状況である。従って、やはり私はリーマン・ショック直後と、今の不安というのは全く異質なものだと思っている。また、金融システムをみても、日本の金融システムは色々なストレスをかけてみてもまだ全体として健全性が維持されているということもあるし、それから資金需要自体が減退しているという問題もある。そう考えると、今は日本発で何か起こるといったことは私の中では想定できないので、金融環境を独自の下振れリスク要因として入れる必要はないのではないかと考えている。

中村委員

企業にとって先行きの収益はいつも分からないことである。今、企業は、去年のリーマン・ショックの時のように世界同時に急激に落ちる事態がまた起こるかもしれないという漠然とした不安を持っている。そういった不安は段々小さくなっているが、あのような経験はしたことがなかったので未だに懸念している。しかも、自分のところも、他の色々な業種をみても、

来年以降の業績はなかなか分からない。ある業種は良くてこの業種は悪いということであれば良いのだが、今回は全業種がそういう不透明感を共有しているという点が従来と違う。そうしたもとの、来年度の資金についても手当てを始めているところは結構あると思うし、それはできていると思う。ただ、やはり去年のショックがあまりにも強烈であったし、また世界の状況を見渡しても、金融環境の面で問題を含んでいるので、もしかしてという何となく漠然とした不安感が蔓延している気がする。格付けが本当に高い企業にとっては、そうした不安は大分後退してきているようであるが。

山口副総裁

私の意見は抽象的なものであり、皆さんのおっしゃったことと議論が噛み合わないかもしれない。金融環境は去年の暮れから今年の春先にかけて異常な状態になった。問題は、今後改善した後の姿が、金融危機以前と同じものになるのかどうかということだと思う。そこには非対称の部分が残るのではないか。例えば企業と金融機関の関係を考えてみても、危機以前の企業側の間接金融への考え方と、現在の企業側の考え方は随分変わっているように思う。また金融機関も、去年の暮れから今年の春にかけての企業とのやり取りを経ながら、間接金融の重み、企業取引の重みを意識するようになってきていると思う。従って、直接市場がかつての取引量を回復しないからと言って、そのこと自体が企業金融全体の繁閑を反映している訳では必ずしもない。恐らく、状況は少し変わっているのではないかと思う。その辺りもしっかりみて評価していく必要がある。ある特定のマーケットに焦点を当ててみていくと、全体感を見誤ることになるのではないかという気がしている。

野田委員

先程から金融環境に関するリスクを考えるに当たって、国内発なのか海外発なのかという議論が出ている。しかし、我々は確か国内の金融環境と

言ってきた訳で、国内から発生した自生的なものか外生的なものかなどという議論は——頭の中ではしたかもしれないが——、少なくともコミュニケーションとしてはしてこなかった訳である。だから、どちらから起こるかという話は、それ自体、議論する意味はそれなりにあるし大事なことだが、コミュニケーションとして考えた時にはどうなのか。仮に外国発だからという理由でリスクから落としていくということになると、そのところはやはり、これまではこういうように考えていたのだということを引きちんとっていかないと唐突である。

白川議長

然り。

野田委員

先程の議長の総括の中で、金融環境というものの定義について触れていたが、それはこのメンバーの中でもそれぞれ違うだろうし、ましてや市場のプロ、あるいはそうでないアマチュア、またはアマチュアに近い人では全然違うだろうから、その辺りはやはりはっきりさせておかないといけない。そうしたことが求められる状況であるにもかかわらず、仮に今回から金融環境をリスク要因から落とすとすると、十分な理解が得られるかどうか。短観をきちんとみたいと、先程西村副総裁もおっしゃっていたけれども、確かに短観の金融環境絡みのインデックス、D I 辺りをしっかり確認してから決めるのでも遅くない。議論が後先になったが、先程中村委員もおっしゃったが、確かにかつての循環的な不況ないしそれからの持ち直し、回復局面であれば、金融環境のリスク要素としての重要性は相当後退しているかもしれないが、やはり今次景気の落ち込みの深さやショックの大きさというものも考えていかなければいけない。ショックが大きい故に、今山口副総裁がおっしゃったように、従来と違った環境のインフラができつつあるかもしれないが、現象的にはそこも一つ考えておかないといけないと思う。

西村副総裁

少し野田委員の意見をセコンドするような形になる。その一つの理由は、判断するためのソースがあるかないかということも確かに重要だが、より注意すべきなのはソースの二次効果、リパーカッションである。つまり日本の金融市場が、ある種のソースを得た時に過度のリパーカッションを起こしてしまうような脆弱性があるかという点は、やはり我々としてはリスク要因としてみていかなければいけないと思う。それは恐らく議長がおっしゃったことと矛盾していないと思う。そういうことから考えると、色々なものがかなりポジティブになっているし、また山口副総裁がおっしゃっていたような元には戻らないということもあるのだが、それも含めて、もう少し慎重にみていった方が良いのではないかという気はしている。それから、金融環境が元に戻ったかどうかということの一つの見方は、やはり市場を超えたアービトラージというか、市場を超えたサブスティテューションというか、そういうものが円滑に、少なくとも過去と比べて円滑に行われているか、少なくとも今回のショックの以前の状態位の円滑さになっているかどうかということであり、これが多分重要である。取引量そのものよりは、そういった円滑さが回復しているかどうかということを検しながら判断していくことが重要なのではないかと思っている。

水野委員

私も同じような意見である。国内発か海外発かという線引きは非常に難しいと思う。昨年資金調達する側の企業の方々に、ドルで起きたことは円でも起きると話したとき、いやそれはドルの中だけではないのかと反論されたものだが、実際すぐに円にも波及してきた訳である。そういう意味では、昨年感覚と今の感覚は違って、昨年ならば国内と海外を分けることに対する意識はあったと思うが、今回は日本発がどうかという議論をしても前ほどピンと来ないと思われる。だから、そういう意味では、慌てることはないのではないかという感じはする。よくよく説明したうえで、

こういう意味で言っているのだという言い方もあるのだが、短観もあるという先程の西村副総裁の話もあるし、そこは慎重に構えることについて大きな問題はないという気はする。ただ、CPの買入れなどの時限措置を6か月延長でなくて3か月の延長にとどめた時に、議長は、まだ厳しいが改善はしているから3か月にしたという説明をしたが、それと同じことは続けて言うておくのは大事であると思う。それを言ったうえで、いつやるかということは二番目に言った方が良いかなという感じがしている。

須田委員

日本発で何か問題が起こるのかどうかという点は、私は重要だと思っている。これまで金融環境をリスク要因に入れてきたが、これが入っている理由については、短観をみて企業金融関連のDIが改善していたらもう良いという次元の話なのかということである。資金繰り判断が良くなっていることがみえたら、金融環境がより一步改善しているということになり、そうしたらこれがリスク要因から取れるという議論をしているのなら、私は少し違うのではないかという気がしている。

野田委員

我々が主体的に考えたらまさに須田委員がおっしゃるとおりだと思う。先程言ったように、私は、コミュニケーション・ツールとしてどうかと言っている。これまでリスク要因として並べてきた訳であるから、これを外すならば、市場がどう考えるかを推し量らなくてはならないということである。その時に、市場は日銀短観を相当重要な指標とみているし、我々もそう言ってきている訳であるから、そういったところとの整合性といったものを考えた時に、短観直前というのは時期的にどうなのかと。短観が出てからでも判断の変更というのは遅くはないのではないかと申し上げたのである。主体的に考えれば、私も須田委員と全くの同意見である。

水野委員

コミュニケーション・ツールとして短観もあるのだから、という位で考えれば良い。短観のD Iをみないと判断できないとか、それほど明確なものではない。

白川議長

自分自身の考えを肯定する極めて強いポジションがある訳ではないが、会見に出た時に自分は何を言いたいのだろうかと感じることがある。会見で答える表現自体はその場で考えるが、そもそも自分がどういうことを言おうとしているかを頭に置きながら言葉を発しているかという、まさにコミュニケーションの仕方が自分の頭の中で整理されていないと、恐らく聞く人はもっと整理しにくいのではないかと思う訳である。金融危機の出発点が国内か海外かという話については、今回はたまたま海外であったが、原理的に金融環境というものは、別に国内発か海外発かということではなくて、あるショックが加わった場合、金融面の力で实体经济をさらに下押しか上押しかということだと思う。私自身いつも記者会見では、下振れ要因は国際的な金融経済情勢、企業の中長期的な成長期待、それから我が国の金融環境であると申し上げている。つまり、リスク要因としてこの三つを挙げている訳である。これは、国際的な金融情勢というものが一番目のリスク要因にもう入っていて、それ以外に我が国の金融環境があると表現している訳である。そうすると、国際的な金融情勢には包含されない我が国の金融環境がリスク要因であるというふうになる。そうすると、例えば企業が資金調達に非常に困っているために、CPが発行できない、社債が発行できない、その結果金融がつかなくて投資が抑えられるという状態であれば、明らかに金融環境が厳しいということであるが、先程申し上げたように、そうした観点からみた状況は大分改善してきている。そういう意味では、二極化だけをもってリスク要因というのは説明が段々苦しくなっている。もう一つは、企業は先行きの景気について不安を感じているという話である。これは全くそのとおりではあるが、まさにそのリスク要因が

あるから不安だという話なのであるから、金融環境を巡るリスク要因がある理由を説明する時に将来のリスクについて言うのは、ややトートロジーになってしまっている。その意味でのコミュニケーションの難しさということである。私自身は、今のこの段階でリスク要因として整理する時には、どちらかという国際的な金融経済情勢と企業の中長期的な成長期待と説明した方が説明としては分かりやすいと考えている。その上で、我々の政策の構えとしては、上振れ下振れ両方あるが、我々は両者のリスクがイーブンではなくて、やはり下振れを意識していると言っていくということだと思う。今日の議論もそうであるし、私自身もそうであるが、そのことを言っていた方が、コミュニケーションとしては分かりやすいという感じである。ただ、所詮一つの短かな文章であるから、どちらにしても誤解は出る。いずれにしても、今ここで強く、絶対にどちらでなければいけないと言っている訳ではなく、できるだけ誤解のないような形で世の中に対して出していきたいというのが、議長としての気持ちである。

山口副総裁

金融環境の現状評価については、厳しさを残しながらも改善の動きが広がっているということで良いと思う。しかしその厳しさが、将来に向けて改善していくのかどうか、そしてそのことについて我々として確信できるのかどうかポイントであり、この点がリスク要因として書くか書かないかにかかってくると思う。私が先程ある種の問題提起をしたのはそうした考え方からである。私自身は、企業を巡る金融環境は大分良い方向に来ているし、この流れは多分続くだろうという感じを持っている。そういう立場に立つと、金融環境をわざわざリスク要因として挙げておく意味はあまりないという気がする。しかし、先行きについてそこまでの判断が今できるのか、もう少し情報の蓄積が必要なのではないかという立場に立てば、現状については厳しさを残しながらも改善の動きは広がっているという評価をしつつ、先行きについては依然として金融環境面でのリスクがあると記述することによって、我々の考え方を一応整理することは可能である。

どちらをとるかは非常に微妙であり、ここでしっかり議論しておいた方が良いと思う。議論すべきは、要するに、やや長めのタイムスパンで、金融環境をどうみておくのかという点だ。我々は、この点については従来月報などでも明確には書いてきていない。これまでは、足許の評価にとどめてきている訳であるが、リスクとして記述するかどうかということになると、先行きをどう考えるかを固めていかざるを得ないのではないか。

野田委員

その先行きのリスクについてだが、予ねてからリスクというのは我々の政策判断の枠組みの中で、第二の柱の中で、起こり得る確率は低いが、将来仮に起こった場合のコストが大きい点をリスク要因として考えているとすれば、海外発の分は国際金融市場ないし海外経済のところに含まれるとして、国内発のリスクについても、起こり得る確率は別として、本当に全く起こり得ないのかと言うとそうではないと思う。先程、我々が金融環境を議論する時に、マクロ経済への影響の接点というように議長は整理されたが、そういうことからすると、今後国内的な何らかの不確実性が悪い方に顕現化して、それによって銀行の信用コストあるいは株価下落に伴う株式価格変動リスクといったものが顕現化して、それがまたそれこそ実体経済の方にフィードバックしてくるといふ、負の、いわゆるネガティブループが生じるリスクというものが本当に解消されているのかという観点からすると、私は必ずしもそうではないとみている。山口副総裁の整理を考慮しても、そこはどうかという感は拭えない。

須田委員

第二の柱でのリスクに関して、めったに起こらないとおっしゃったが、ここでの判断は、景気の下振れリスクが高い状況であることの理由として妥当かどうかである。だから、めったに起こらないという話とは少し違うと思う。今、景気の下振れリスクが高いということを説明する時に、我が国の金融環境に要因があるからだと話すことに対して違和感があるかと

いうと、私には違和感がある。

白川議長

第一の柱と第二の柱についてであるが、第一の柱として、我々は、経済の先行きについて、足許は改善しているが基本的には慎重にみているということである。第二の柱の中には、様々なリスクがあつて、中には今おっしゃった確率の低いものも含めてある訳である。そういう第一、第二の柱を総合した上での金融政策は、最後は一本であるから、最終的にどう判断するかということである。その金融政策については、今、我々は下の方にリスク・バイアスをかけている訳である。そういう意味で、繰り返しになるが、仮に我々自身が国内金融環境を下振れリスクとして判断する場合、それをどうリスクとして感じるのかということをお問われた時に、どう説明していくのか。二極化をもう少しみたいというふうに言うのか、あるいは不確実性がもう少し消えるのをみたいと言うのか。不確実性というのは、国内発であれ海外発であれ、実体経済の不確実性なり金融市場の不確実性なりについて、もう少しみたいということなのか。もし後者であれば、まさにそれを全体としてのリスク要因として言っているのだから、結論先取りの議論になってしまっているというところなのである。ただ、これはいずれにせよ、ブラック・アンド・ホワイトの話では元々ない。

西村副総裁

少しアカデミック的になってしまうが、リスク要因が幾つかあるが、我々はこのリスク要因以外のことを完全に考えていない訳ではなくて、基本的に他のリスク要因もあり得る訳である。それは、別に第二の柱ではなくてもあり得る訳である。そういうリスク要因が顕在化した時に、金融環境によって、小さなものがノンリニアに大きくなって、経済に影響を及ぼすようなことがあるかどうか、この金融環境に入っているかどうかというのが今の私の感覚である。これに関して言うならば、そういったリスクのかなりの部分はなくなってきている。ただ、コンフィデンスが戻って

きているかどうかというのはやはり確認したいと考えた。そのためには、短観だけをみてというのではなく、短観の結果を含めてという意味であるから、今の状況で総合的に判断した結果として落とすと言うのなら、それに対して私もブラック・アンド・ホワイトではない。落としても良いような気はするのだが、強いて言うと、落とさないという案の議論も十分成立すると言っている。

亀崎委員

欧米の金融機関が抱えている問題はまだ大きい訳である。不良債権がバランスシートから外れていない。その欧米金融機関の機能が改善していないというのは非常に大きな問題であって、この問題と特に欧米経済が成長していくかどうかという二点は、下振れリスクとして同じ位大きな問題であると私は思っている。国内の問題をみると、やはり景気の下振れリスクが大きい。金融の問題もあるが、これは先程申し上げたように、こちらが固有に持つ問題ではなくて、外から来る問題ではないかと思っている。その比重からいうと、一、二、三、四と比べると、国内の金融というのは四番目だという感じである。

野田委員

だから、それはそうなのである。私も同感なのだが、従来そういった内生、外生という説明をしていないだけに、マーケットの受止め方としてどうかということに…。

亀崎委員

そこで説明を…。

野田委員

それに加えて、先程申し上げたように、やはり内生的なリスクも看過できないという気持ちがある。

白川議長

文章に関しては、大体論点は出たと思う。また最後のセクションでお聞きするが、これが物凄い雌雄を決するような案件であれば別だが、そういった案件ではないので、できるだけ、皆さんがこれであれば折り合えるという文章でもって多数決を採りたいと思う。単純に数だけでは「金融環境」は取るという方が若干多いという感じはするが、一方で、野田委員がおっしゃったように、金融環境という言葉の意味について上手くマーケットとコミュニケーションできていないと新たな混乱の種になるから、ここでの議論を踏まえて、こういう意味合いであると言ったうえで、今回は取るというのが一つの方法である。もう一つの方法は、最後は短観をみて次回でやるということであるが、どちらかと言うと数からいくと、前者の方が多いかという気はするのだが、どういった感じであろうか。あるいは、それをどうやってやるか。中身の議論の方が良いであろうか。一番大事なのはやはり中身の方だろう。また、今、金融環境の評価についてはそういうふうに申し上げたが、出口戦略に関する検討の構えのようなことも先程整理した。この点については皆さんの間でそう大きな差がなかったように思うが、何か追加的にご意見があれば願います。

中村委員

色々な企業支援策も、これを導入した時はマーケットの目詰まりとかがあったから行った訳だが、こうした取組みをみて日銀が企業金融をバックアップしている、応援しているという、受止め方をされている。支援策を止めることによって、色々な人からバックアップを止めるといったように取られるのは非常に好ましくない。しかし、そう理解されている以上、そのこと自体は無視できない。

野田委員

当初導入した時に、セーフティネットの意味合いもあると言って行った

手段もあるし、セーフティネットということとは別にやったものもある。それを段々市場が変質して、ひっくり返ってセーフティネットだという受止め方をしている。今、居心地が良い時期だけに、そう感じていることは否定できないと思う。

須田委員

やはりこういった異例の措置をやった時に、そこからどうイグジットしていくかは、それを導入した時の理由を考えて、それに照らして決めていかないといけない。そのままずるずると行ってしまうと、導入時は一所懸命考えてこういう理由でやったが、その理由がなくなった後も残してしまうということでは、信認にも関わってくる問題であると思っている。必要のない措置は終えて、仮にまた新たな目詰まりなどの問題が生じれば、そこに対してまた考えていけば良い。我々が導入した時に考えたことに照らして、役割を終えたと判断したら、そこから出ていくということが、私は必要だと思っている。そして、別途マーケットとか企業に不安感を持たせないような対応はしっかり一緒にやっていくということに関して、コミュニケーションを取っていけるような状況に来ているとも思う。ただその話は別にして、とにかく何のためにやったのかということが重要である。導入後に周りが段々違うように受止めてしまったからそれに対応していくとか、そのような受止め方に対して自分達がどうするかを考えるといったことを始めてしまうと、なかなかこういった異例の措置からのイグジットは難しくなるという気がしている。

中村委員

須田委員のおっしゃるとおりだと私も思う。だからこそ、どう上手くコミュニケーションしていくかということに尽きると思う。それに引きずられるのは、やはりおかしいと思う。

亀崎委員

私も全く賛成で、そもそも非常時に対応するための異例な措置を導入して、そして改善の度合いによって非常時でなくなった時は、ここから速やかに脱却するのだという条件で入った訳だから、そのところはそうやっていかなければいけない。ただし、改善の度合いが全部同じかどうかはよく見極めなければいけない。また、今日、議長がおっしゃったように、どこかで一気にやるのは良くない。やはりある程度市場に準備期間を与えるということが必要かと思う。

野田委員

敢えて如才もなく申し上げると、我々のクレディビリティという話だが、確かに当初の入り口の時の説明をきちんとクリアしていくということも必要であるが、さは然りながら、実体経済、金融というのは動いている訳だから…。

水野委員

生き物だな。

野田委員

おっしゃるとおり生き物であるから、そこは全く無視するという訳にはいかない。クレディビリティというのは、やはりその要素もある。結果論で判断されるということも、実はこれまでもあった訳であるから。我々は、やはりそういうところにも目を向けて、そこに対する慎重さは失わないでおきたいと思う。

亀崎委員

一転脱却してから再導入などということは、これはあってはならないと私も思う。やはり精緻に何か測定して答えが出るものではないだけに、その辺の判断は難しい。それから、市場参加者がよく理解できるような、そ

ういう説明ができて初めて脱却できるものであるとも思う。

水野委員

それがまさに白川議長から説明のあったG20の出口戦略の考え方の整理であろう。景気回復をまずしっかり支えて確実にする、それが展望できるように、というところもある程度入ってくると思う。おっしゃるように、止めてまた戻るというのでは、それこそ最悪である。

白川議長

野田委員がおっしゃったことは、全くそのとおりである。前回の量的緩和政策もそうだが、やっている当事者は色々な経緯をよく覚えている。しかし、長く続くとそうではない要素も入ってくる。だからこそ、色々な政策をやる時に、中央銀行は色々なことを考える訳である。これは日本銀行だけでなく他の中央銀行もそうであるが永遠の課題で、毎回その問題に直面している。しかし、結論としては、我々として中央銀行の最終的な政策遂行能力に対する信頼感が大事であるから、そういう意味でコミュニケーションが大事だというふうに思う。

今の話とは別だが、本日は会見でリーマン破綻から1年たったがどうかといった質問が来ると思う。それに対しては色々な感想を持つのだが、非常に抽象度の高い言い方をすると、金融システムの安定性というのは非常に重要であり、これが経済の全ての基礎であるということである。そして、最後何が一番大事かと言うと、やはり流動性であるということである。そこに中央銀行の非常に重要な存在意義があるということに改めて感じている。確かに、日本は経済の落ち込みは大きかったが、金融システムという面で見ると、色々な問題を抱えながらも、それ自体の頑健性は欧米に優っていたという感じがする。先程、須田委員をはじめ何人かの方が中央銀行のバランスシートの大きさでもって、金融政策のアグレッシブさを評価するような議論に言及していたし、実際そういう議論は今でもよく聞かれている。しかし、先日改めてこの1年間の中央銀行のバランスシートの

拡大幅を横並びで比較してみたところ、金融システムの痛みが非常に大きかった国はもちろんバランスシートの拡大は大きかったのが、逆に金融システムが相対的に安定していた国、例えば、カナダ、オーストラリアなどでは、中央銀行のバランスシートの拡大自体は緩やかであるし、その中で当座預金の伸びはもっと小さい訳である。そういう意味で、中央銀行のバランスシートの拡大の程度というのは、この間の金融システムの壊れ方の程度をかなり正確に反映しているという感じがする。従って、単に拡大したら良いというのはやや倒錯した議論であるが、現実にはそういう議論が今でも時々出てくる訳である。これに対してはあまり挑戦的に発言する必要はないし、不適當だとも思うが、この辺りはなかなか理解されにくいいため、丁寧に説明していく必要があると感じている。

水野委員

私自身、その手の話を聞かれた時に一つ言うのは、金融イノベーションが悪い訳ではなくて、やはり基本的には、収益を上げるためにやり過ぎてしまったという自己規律の問題であったということである。現在は、その自己規律が市場参加者に求められているということであるし、そのために一定の規制・監督があるべきなのである。証券化商品が悪かった訳ではなくて、自己規律がなくなったところが一番大きな問題であったということによく言っている。

山口副総裁

少し角度の違う話になるが、出口戦略を考える際には、出口の対象となる政策をどう考えるのか、この点全体感を持って検討していかないといけないように思う。金利政策については、一定の考え方が想定できるが、三本柱の政策と言ってきたうちの金融市場安定のための潤沢な資金供給と企業金融円滑化のための措置は、実は密接不可分の関係にある。これらをどう整理するかは、これから議論を深めていく中で、答えを出していかねばならないと思う。私自身、今答えがある訳ではないが、これから結

論を出すまでにはなお時間があるので、その間色々な角度から検討していくべきテーマと考えている。

水野委員

然り。確かにCP一つ取っても、現先もあるし、担保で取るという話、直接買うという話と色々ある。

野田委員

その延長線で申し上げると、今、山口副総裁は三本柱の中で2と3の密接不可分性をおっしゃったが、これは1と3、特に金利政策と企業金融支援特別オペについても同じではないかと思う。企業金融支援特別オペは、ターム物という長いところに働きかけてきたし、これは当時そういうようにディクレアしてもいる。そういう点からすると、ある種この1と3は、オーバーナイトコールとターム物という発射台の違いがあり、それぞれ政策上の位置付けもヒストリカルには違うが、先程の議論ではないが、企業金融支援特別オペも結果としてここまで定着し——定着というに変だが——、市場から歓迎されているとすると、やはり金利政策もどきの受止め方もされてしまっている。この1と3の区別というのもやはりきちんとしていかないといけないし、特にコミュニケーション上十分考慮していけないといけないと思う。

須田委員

今の点に関連して、一言だけ申し上げたい。ターム物と言ったときに我々が指していたのは、マーケットのターム物というよりも、企業金融に関わるものということである。そこは分けなくてはいけない。

野田委員

勿論そうである。

亀崎委員

そういう意味では、3 の中でもCPの買入れ、社債の買入れがあって、これは買入れそのものであるから金利政策とは違う。ターム物というのは企業金融支援特別オペを念頭に置いてのことであるが、このように、3 の中でもそれぞれ役割が違うし、意義も違うので、ここのところもよく考えなければいけないのではないかと思う。

白川議長

今日、この問題を議論するのは、そういうことも意識しながらこれからしっかり議論をし、マーケットに対しても混乱を与えないようにコミュニケーションしていこうということだと思う。今の点に関連して、いつも自分が記者会見に出て色々なことを言いながら、自分は何を言っていることになったのだろうと自問している話を一つさせて頂きたい。それは、金融政策とプルーデンス政策の接点の話である。TIBORのレートがインターバンクのレート対比高止まっているという話は、この席でも何回も出た。インターバンクのレートに関しては、LIBORも実勢対比高止まっているということであるが、それはさておき、とりあえずTIBORが実勢レート対比高止まっているという状況がある。それは、

であるとか、あるいはそういう

ものをバックにしながら、

であるという説明があった訳である。

我々の方でできることは、短期金融市場に潤沢に資金を供給して、ターム物に潤沢に資金を供給して、その結果として銀行間のファンディングを容易にすることであり、それを通じて企業向け貸出金利に影響を与えていくということである。去年の秋以降は、短期金融市場で資金が調達できないかもしれないという不安もあって、TIBORはますます高止まった訳であるが、今では、そういった意味での資金繰り面での不安は、金融機関についてはなくなってきた訳である。流動性ドリブンで貸出のプライシングがおかしくなるという状況がなくなってきた場合に、それなら適切な貸出

スプレッドはいくらなのだろうかという、これは日本銀行には分からない。これを判断するのは、企業であり、金融機関であって、企業と金融機関の交渉の結果決まってくる訳である。我々の方が、いやこのスプレッドはまだ高過ぎると言って対応するのかどうかであるが、我々は金融システムレポートを今週の初めに出している。ここでは金融機関に対して課題を全部で四つ挙げており、そのうちの三つめの課題として、貸出金利について、リスクとリターンがよく見合った設定をしようということを行っている。一方でそれを言い、他方でスプレッドを下げてくださいと言うのは、これはこれで矛盾している。我々ができることは、銀行あるいは企業の資金繰りの不安がネックとなってプライシングがおかしくなるという状況を防ぐことであり、これは最優先の課題である。段々そういう状態から時間が過ぎてくると、我々はどの辺りで適切なプライシングを判断するか、この点もかなり難しい問題を実は秘めているという感じがする。ただ、これは今直ちに判断を求める話ではないが、難しい問題だとかねてから思っている。

須田委員

別の言い方をしたら、そこに含まれていた流動性リスクの方に働きかけたが、クレジット・リスクは我々がどうこうする問題ではないということか。

白川議長

基本的な整理としては、流動性リスクにドリブンされたクレジット・リスクについては働きかけるが、純粋なクレジット・リスクの分については、ビジネス・ジャッジメントだということだと思う。ただ、実際の線引きは難しい。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に財務省の香川総括審議官をお願いします。

香川財務省大臣官房総括審議官

景気はこのところ持ち直しの動きがみられるものの、設備投資は減少を続けており、雇用情勢は一段と厳しさを増しているなど、未だ厳しい状況がみられている。

日本銀行におかれては、こうした経済情勢を踏まえ、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。以上である。

白川議長

内閣府梅溪大臣官房審議官お願いします。

梅溪内閣府大臣官房審議官

我が国の経済は厳しい状況にあるものの、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や、世界景気の下振れ懸念などのリスクに留意する必要がある。日本銀行におかれては、適切かつ機動的な金融政策運営を行って頂くよう要望する。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、次に金融市場調節方針の議案、及び経済・物価情勢等を含めた対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの文案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは、議案を読み上げる。今日は、一枚目、調節方針と、二枚目、金融政策運営のステートメント、三枚目は見え消しのステートメントを準備している。それではまず一枚目、金融市場調節方針の議案である。「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。二枚目、ステートメント公表文である。「2009年9月17日。日本銀行。当面の金融政策運営について。」。1. を読み上げさせて頂く。「日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」。2. は一旦読み上げさせて頂いた後、変更点、主たる変更点を申し上げる。「2. わが国の景気は持ち直しに転じつつある。すなわち、公共投資が増加を続けているほか、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出や生産も増加している。一方、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は減少を続けている。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、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている。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、下落幅が拡大している」。変更点であるが、まず1行目、この「持ち直しに転じつつある」は、前月までの「下げ止まっている」からの変更である。それから2行目であるが、「海外経済の持ち直し」の後に「とりわけ新興国の回復などを背景に」ということで、この新興国の強さに言及している部分に変更点である。それから4行目であるが、投資は「減少を続けている」の前に、前月まで「大幅に」というのがあったが、今回はこれを削除している。それから6行目から7行目、金融環境であるが、先程からご議論があったが、ここは「金融環境をみると、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている」と、前月の「続いている」から「広がっている」ということで、ワンノッチ進めている。一番下の行、大変細かいが、

「下落幅」というのは、実は前月まで「マイナス幅」という言葉だったのだが、一枚の中に「下落」と「マイナス」という言葉が混在していたので、纏めたというだけである。3.については、前月まで冒頭に「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」という表現があったが、これはもう在庫調整の進捗が相当あるので、もうここはフラットに先行き見通しということにさせて頂いたということである。あと、非常に細かい点であるが、4行目のC P Iの「当面、下落幅が幾分拡大するものの」であるが、これは前月まで「拡大していく」という、やや長めの将来であったが、ここはあと1か月程度の話であるので、若干変更した。これだけであるので、読み上げは省略させて頂く。一番下、4.である。読み上げる。「リスク要因をみると、景気については、新興国の回復といった上振れ要因が生じているが、国際的な金融経済情勢、企業の中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いている。物価面では、景気の下振れリスクの顕在化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある」。変更点はまず、前の頁の一番下であるが、上振れ要因として先程来、ご議論があった新興国の回復に言及した。それで、リスク要因の中に「わが国の金融環境など」と、「わが国の金融環境」が入ったバージョンでお配りしているが、ここは後程ご議論かと思う。最後5. 先行きの金融政策運営スタンスであるが、ここは「当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ」ということで変更はない。以上である。

須田委員

今、説明があった部分ではないところで質問したい。新興国の回復による上振れ要因を少し入れていくということであるが、この点、以前に入れようとして入れなかった物価上昇のリスクがある。新興国がより回復した裏では資源価格が上昇するリスクというものが、今までより確かに高まっていると思うが、それについてはどういうふうに考えているのか。

雨宮企画局長

ここもご議論になると思う。新興国の回復についてはこれまでのご議論あるいは国際会議の報告等でも相当な注目点になっているので、その景気回復というのはそろそろリスクの中に入れるべきであろうということ判断した。ただ、表現として、リスクという言葉が若干ヘジテイトされて、従ってこの文章の中でもリスクではなくて要因ということで、ワンノッチ下げた表現にしている。須田委員の言及されたとおり、新興国の経済が強いから、この後このままいけばひょっとして一次産品などの物価の上昇も我々としてはもう一段階先のリスクとして念頭に置いている。ただ、この段階では取り敢えずこの新興国の回復を、リスク要因と言わずとも先行きの評価基準として一個入れておくのは、今が良い段階であろうと我々は判断した。

須田委員

了解した。そうすると、同じことになるが、この 4. のところでは、新興国が「上振れ要因が生じているが」と書いてある一方で、「景気の下振れリスクが高い状況が続いている」と言っている。この上振れと下振れと混在する意味であるが、ネットアウトしているというようにみえる。新興国に関しては一応リスクではないと言うなら、その問題は考えなくても良いのかもしれないが、もしこうした上振れリスクがあるという議論をした時に、直後に「景気の下振れリスクが高い状況が続いている」という文章を書いたら、この文章というのは基本的にはその上と下をネットしたという…。

雨宮企画局長

おっしゃる意味は、ネットしたというより、バランスしているということであるか。

須田委員

然り。要するに、両方のリスクをカウントして、評価して、どちらの方が高いかを意味している文章なのかどうかということである。

雨宮企画局長

一応、この文章も「上振れ要因が生じているが」の「が」のところを、「生じている一方」とか「ものの」とか幾つか表現は考えられたのだが、ここはネットアウトして高い状況と言うよりは、上振れ要因はこれ、下振れリスクの高い要因はこれ、というふうに分けたうえで、最後に、政策判断としては下振れリスクを意識するというように一応纏めたつもりである。

須田委員

了解した。

雨宮企画局長

我が国の金融環境については、事務方が用意している途上で非常に悩んでいる。今日は一応残したバージョンでお配りしてご説明しようと思ったのだが、既に委員会で十分悩まれたので、これ以上私からは説明申し上げないこととする。

白川議長

内容的なことについては先程議論したので——勿論内容についての議論もあるだろうが——、あとは誤解のないコミュニケーションをどういう形で図るのが良いか、我々自身の判断に加えてそれをできるだけ誤解なくコミュニケーションするためにどういう言葉が良いかという、その一点に絞って議論をする必要がある。この見え消しのバージョンで、2頁の上から3行目、「わが国の金融環境など」というのを、一つの案はこれを取る。そこをすっぱり取って、記者会見でわが国の金融環境について、今回落と

すことについて少し丁寧に説明するという方法をとるか、あるいはこれを残したうえで、勿論次回の短観の結果ではあるが、蓋然性の高いシナリオとして、短観の結果をみたうえでこれを落とすという方法とするか、両方あるがどちらにするかということである。私としては、皆さんの意見の分布を考えてみると、前者の方が良いように思う。ただ、これは最終的に皆さんの感じを踏まえて、議長提案として皆さんができるだけアグリーできるやり方で提案したい。

須田委員

私は、やはり前者で、白川議長にしっかり記者会見で説明して頂くということで、今回対応した方が良いと思っている。

亀崎委員

私も、先程申し上げたように、リスク要因として考えた時に、我が国固有の問題から出てくるものではないという意味では、国際的な金融経済情勢というものを冠として被せてあるので、これは敢えてなくても良いという感じがする。もう一点は、そろそろ出口というものを考えていかなければいけない状況になっているということも考えると——公表文というのは非常に一字一句みられるので——、その辺りの気持ちをインプライするという意味で、私はこれをデリートした方が良いと考える。

白川議長

野田委員と中村委員と水野委員、今言った形、つまり前者の方式ではどうしても納得しにくいという感じであるか。そこはいかがか。

山口副総裁

一点だけ宜しいか。私は、公表文については、できれば意見は割れない方が良いという気がしている。

白川議長

私もそう思う。

山口副総裁

現状評価については、皆さん異論なく一步前進ということをおっしゃっている訳であるから——勿論詰めていくとそれぞれお考えがあるのは当然であるし、私も自分なりの意見を勿論持っているが——、小異を捨てて大同に付くというようなこともありそうだという感じがしている。これは私自身の単なる感想であるが、そんな気がしている。

野田委員

私は、先程来申し上げているとおりのので繰り返しは避けるが、最も重視しているのは、やはりマーケットがどう受止めるかである。確かに亀崎委員のおっしゃるように、先行きに対する一つの布石だという位置付けはあるが、仮にそれを是とするにしても、今のタイミングで本当に良いのかという疑問は残る。ただ、ここは所詮1行、2行の文章であるから、あるいはワンフレーズの問題であるから、これがコミュニケーション上の全てということではないこともはっきりしている。白川議長の会見も含めて、今後我々のコミュニケーションの機会を通じてこの辺のところをもう少し詳らかにしていく。つまり先程もおっしゃったように、国際的な金融情勢の中に、言ってみれば実は包含されているというようなことを丁寧に説明していくということ、あるいは市場への影響というのはなかなか分からない——市場がすっと見過ごしてくれれば一番良いのだが——ので、百歩ほどは譲らないが、特にぎりぎりの判断として、皆さんが必要な修正と判断されているのならば、その大勢に従うことについて異論ない。

水野委員

山口副総裁のおっしゃったことはそのとおりで、こんなところで反対したら市場に与えるメッセージとしてあまり良くないので、という点が一つ。

また、判断を変えるとんでも、金融環境は「改善の動きが広がっている」と言っているので、「金融環境」を取るのの一つの分かりやすい方法だというのが一つ。ところで、今もう一回改めて読んでいたのだが、「景気の下振れリスクが高い状況が続いている」と書かれている。今回、リスク要因の一つ取るとまではいえないのではないかと思うが、ここは変えない訳であるな。そうすると…。

白川議長

確かに絶対値でみると、今は本当にそんなに高いかということになってくる。気持ちとしてはどちらが高いかというところが高いという意味だと思う。ただ、ここで文章を変えると…。

水野委員

いや、分かっている。だから、「高い状況が続いている」と言われると、仮にこの三つの中でどれを落とすかという問題設定であるとすれば——実際はそうした問題設定ではないのだが——こうなるかな、と思う。

白川議長

私は講演や会見などで言う時は、多少下振れリスクの方が高いということで、「多少」を足して、多分世の中の方もそういうふうに理解していると思う。ただ、確かに文字どおり読むと、今となっては少しきついことは事実である。

水野委員

それが今気になったというか、先月賛成しておいて今さら何を言っているのだという感じで申し訳ないが。白川議長が会見で聞かれると思うので、その変わった場所を聞かれた時に説明して頂くということで、反対まですることもないだろうと思っている。

中村委員

異論はない。

白川議長

それでは、今ここで出た議論を十分に踏まえて、「わが国の金融環境など」という部分だけ落とした形で議長提案を出して、会見上は、そこについてベストを尽くしたいと思うので、そういうふうに提案する。

山口副総裁

「など」は入れるのではないか。

雨宮企画局長

「など」は残しておいて良いか。

白川議長

然り。「など」は残し、落とすのは「金融環境」だけである。他にないか。

雨宮企画局長

これはもう読み上げは省くことで良いか。

白川議長

不要である。議長提案の最終案が纏まった。最初に、金融市場調節方針の採決を行い、その後対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者は退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

中曾理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示をする。事務局は公表準備を開始するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

それでは対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

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

反対：なし
棄権：なし
欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（8月10～11日開催分）の承認

白川議長

最後に、8月10日、11日開催の決定会合の議事要旨の承認である。既に議事要旨は案をお配りしているが、これでご異議はないか。

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、25 日金曜日の 8 時 50 分に対外公表の予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、10 月 13 日、14 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、厳正な機密管理をよろしく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橋政策委員会室企画役

申し上げる。報道解禁時刻 12 時 39 分である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 39 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 34 分閉会)

以 上