

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年10月13日（14:00～17:00）

10月14日（9:00～13:09）

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（13日）
	大串博志	大臣政務官（14日）
内閣府	津村啓介	大臣政務官

（執行部からの報告者）

理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局審議役	吉岡伸泰（14日9:00～9:16）
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
企画局参事役	坂本哲也（14日9:00～9:16）
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	中嶋基晴
金融市場局企画役	福田英司（14日9:00～9:16）

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは金融政策決定会合を開催する。本日は金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 9 月 16 日、17 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは津村啓介大臣政務官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向についてお願いする。

外山金融市場局長

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、金融調節の運営実績である。図表 1-1 をご覧頂きたい。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、誘導目標水準近傍で推移した。ただし、9 月後半は大型連休や国債大量償還日、半期末と資金の振れが生じやすいイベントが続いた。このため、一部のメガバンクで予想以上に預貸ポジションが

改善し、結果として資金を抱え込む形となったことに伴い、他のメガバンクがコール市場での調達を前傾化させるといったことがあり、国債償還日である9月24日にはレートが0.118%まで上昇した。しかし、こうした要因が剥落すると、本行による潤沢な資金供給のもと、レートは低下し、落ち着いて推移した。除くゆうちょ銀行ベースでの準備預金残高であるが、9月積み期以降概ね 〇台で推移している。30日には 〇台となった。10月以降は徐々に残高を落としてきており、足許は 〇台で推移している。図表1-2、日銀当座預金の保有状況である。9月末に向けて、地銀、第二地銀、また特に外銀といったところを中心に超過準備が増加した。8月積み期に比べて厚めに供給した準備が、こうした業態に積み上げられた格好になっている。一方、都銀は、9月中は預貸の振れを無理に調整するスタンスを採らなかったため、積み進捗が一時遅れた場面があったが、足許では追い付いている。図表1-3の下段で短期金利の推移をご覧頂くと、レポ・レートであるが、9月末にかけて預貸バランスの悪化を懸念した一部のメガバンクが、資金放出量を絞ったことなどから、一時0.1%台の後半まで上昇する局面があった。しかし、本行が国債買現先オペを増額すると、レートは落ち着きを取り戻し、その後は0.1%台の前半で推移している。図表1-4で9月末の状況について改めて整理すると、除くゆうちょ銀行ベースの準備残高であるが、先程申し上げたように

となり、これは6月末の 〇よりは高いが、3月末の 〇と比べると低いといった水準である。補完貸付実行は、毎日この制度を利用している外銀一行のみであった。先に述べたように、大型連休や国債の大量償還日の影響もあってコール・レートやレポ・レートが上昇する局面があったが、全体としては波乱なく通過した。図表1-5と1-6で無担コール市場残高の推移をご覧頂くと、低水準でほぼ横這いといったような形になっている。

図表1-7で、最近のオペについて申し上げる。引き続き国債買現先オペや共通担保オペを中心に潤沢な資金供給を実施している。また、企業金融支援のためのオペを着実に実施している。短めの共通担保オペの落札

レートは、レポ・レートが上昇した局面では 0.17%まで上昇したが、その後は落ち着いている。また、2~3 か月物の共通担保オペは、コンスタントに 0.12~0.13%で落札されている。CP等買現先オペについては、毎週 2 回、1 回当たり 4,000 億円でオファーしている。このところの CP 発行量の減少を受け、9 月 29 日オファー分で 8 月 18 日以来の札割れとなるなど、このところ比較的低調な応札が続いている。落札レートは、0.10%で定着している。国債買現先オペであるが、9 月前半にかけて毎日のオファー額をスポネ、1 ウィーク物と合わせて 1.2 兆円にまで縮減させてきていたが、9 月末を控えレポ・レートが上昇しやすい地合いが見込まれていたことから、前回決定会合以降は国債大量償還日や期末といった節目毎に供給額を切り上げ、スポネ物を 3 兆円まで増額するなど機動的な調整を実施している。その後は順次供給額を切り下げ、足許はスポネ、1 ウィーク物合計で 1.6 兆円となっている。CP等買入オペであるが、9 月 18 日、10 月 9 日に実施したものの、いずれも応札はなかった。足許の残高は 800 億円強にまで減少している。社債買入オペについても、10 月 5 日にオファーしたが、96 億円と、これまでで最低の落札金額となった。米ドルの資金供給オペであるが、9 月 18 日に 1 か月、10 月 6 日に変則的に 70 日物をオファーしたが、いずれも減額ロール・オーバーとなり、足許の残高は 14.45 億ドルとなっている。企業金融支援特別オペであるが、前回決定会合以降 3 回オファーしている。直近の 10 月 5 日のオファー分で約 5,000 億円の減額ロール・オーバーとなるなど、残高は幾分減少し、足許 6.2 兆円になっている。図表 1-9、担保の受入状況である。図表の右肩、共通担保の 9 月末の数字であるが、105.3 兆円になっている。表の右下のところ、民間債務の金額が出ているが、10.9 兆円である。民間債務は 8 月末と比べると約 6,000 億円の減少となっており、中身をみるとやはり残高も減少している CP と、それから期末要因ということで手形が減少している。

以上、短期金融市場は 9 月後半に季節的な要因からレートがやや上昇する局面がみられたが、基本的には資金余剰感の強い状態が続いている。こ

うした中、年末越えの資金であるが、今のところ市場取引が散見され始めているという状況ではあるが、まだ本格的に動いている訳ではない。既に企業金融支援特別オペでは年末越えの資金を供給しているが、共通担保オペについては今月の半ば位から順次実施していく方針である。

次に、マーケットの状況についてご案内申し上げます。図表の 2-1 にお進み頂きたい。(2)でターム物レート等の推移の表があるが、9月29日のところでTIBORの3Mとユーロ円の3M、これが年末越えのプレミアムが付くという形で若干上昇している。ただ、その後じりじりと水準を切り下げており、足許では既にプレミアムが乗る前の水準にほぼ戻った状況になっている。図表 2-2 のターム物レートであるが、上のTIBOR-OISスプレッド、2か月先スタートの1か月物フォワードレートをご覧頂いても、ここで年末越えのプレミアムが若干は付いているが、それほど大きな切り上がりにはなっていない。下のCPレートであるが、格付けの高いもの、すなわちa-1+格及びa-1格についてはほぼ横這いの推移である。グラフでは上にあるa-2格であるが、緩やかに低下を続けているといった状況である。それから図表 2-3 であるが、LIBOR-OISスプレッドはいずれの通貨についても低下してきている。特にドルについて、円の水準を下回ってからさらに下がってきたが、やはりドルの資金余剰感が非常に強いことがその背景にある。下のドル転コスト対ドルLIBORスプレッドであるが、若干プラスの方向にグラフはあるものの、ドル転コストを計算する時に円のLIBORを使っているということであって、これが実勢よりもやや高めであるので、実勢としてはこれよりもゼロに近い水準で落ち着いてきている。

図表 2-5 の長期金利についてご説明申し上げます。まず下段の米国の方をご覧頂くと、景気指標が強弱交錯する中、全体としては弱気の見方が勝って金利が低下してきた訳であるが、先週 8 日、バーナンキ議長の発言——時期がくれば金融を引締めていくといった発言——があって、これに反応して足許では上昇してきている。期を通してみると、若干の水準低下といったところである。これに対して日本であるが、アメリカほど動き

が大きくないものの、緩やかに低下してきている。景気の回復の強さやテンポについて慎重な見方が広まっている、あるいは低金利が長く続くだろうという見方がある、さらに銀行に足許資金余剰感が大変強いといったようなことで、レートを下押ししてきた。特に地銀が、イールドを追って10年を超えるところまで国債を買い始めているといったことがある。それから都銀も、前期に大量に買っていた2~5年のゾーンでは、足許、益出しの売りを始めているが、一方で10年物に少しずつ手を出し始めている格好である。イールド・カーブについては前回とほぼ変化がない。下の市場参加者が注目する債券利回り変動要因であるが、縦縞の為替動向が少し膨らんでいるのが目に付くところである。ただ、マーケットの声を聞き取ってみると、今のところは海外投資家が長期債を買っているといった兆候はないということである。次に、図表2-8の社債流通利回りのスプレッドであるが、(1)のグラフでBBB格のところが大きくタイト化してきている。これはアイフルが格下げになり、BBB格から落ちたということで、ここが抜けていったことでタイト化した。その一方でA格のところは多少上昇しているが、他の消費者金融銘柄——複数あるが——、これがワイド化したことによって、若干上昇した。こういった要因を除くと、前回以降大きな動きはない。この間、アイフルが9月18日に事業再生ADRを申請した。その後、先週第1回の債権者集会が開かれたといった展開になっているが、今のところ社債の元利金を支払うと表明していることもあって、影響は消費者金融セクターに止まっているとみている。ただ、投資家の方に漠然とした不安感が生まれていることは事実だろうとみている。図表2-9のCDSのプレミアムであるが、前回以降——斜め線で下に落ちているようにみえるところであるが——シリーズが変更になり消費者金融2社が除外されたので、水準が切り下がった。その後一旦輸出セクターとか銀行等のプロテクションのための買いでスプレッドが拡大したが、足許にきて銀行セクターが再びタイト化したことで、元的水準にほぼ戻りつつある。

次に、株式相場の推移である。これもまた米国の方からご説明申し上げ

ると、経済指標は強いものと弱いものと交錯をしていたが、足許に来て少しまた盛り返しており、足許の水準は昨年10月6日以来の高値になってきている。ヨーロッパの方でもDAX、FT等はそれぞれ昨年10月3日、昨年9月22日以来の高値を付けているということで、足許やはりリスク・アペタイトが少し戻ってきているといった形が出ている。これに対して日本であるが、足許は少し回復してきてはいるが、それまで軟調地合いが続いていたため、欧米には少し遅れた展開になっている。言われているのは為替の要因、さらに銀行に対する規制強化を巡る不透明感があったこと、さらに金融セクターでの大型増資が希薄化懸念を呼んだといったことが材料と言われている。図表2-11で主体別の売買動向をご覧頂くと、一番右側の外国人が売り越しになったり買い越しになったりといったことで、一本調子ではなくなってきている。海外投資家については、円高になるとリバランスで売却をするといった動きがあるし、それから中国株が下落するとリバランスでやはり売却するといった動きがあるので、そのような動きが重なるとどうしても売りが優勢になってしまうといったことがある。下のドル建て日経平均の推移をご覧頂いている。太線が日経平均をドル建てに引き直したものである。年明け以降、ほぼニューヨーク・ダウと平行に動いてきている。従って、ドル建てでみると日本株のパフォーマンスはそれほど悪くはなかったということである。ただ、足許にきて少し乖離が出てきていて、先程申し上げたような要因で、少しアンダーパフォームしているというふうに思っている。

図表2-12で、REITの指数についてご説明申し上げます。前回決定会合以降少し軟調になっている。秋以降、リファイナンスの案件が集中しているということを前々から申し上げていたところである。リファイナンスについては、良いスポンサーが付いたことによって金融機関が融資するか、あるいは組み込まれている不動産を売却できたといったことで、順便に進んでいる。ただ、官民ファンドが立ち上がったのだが——元々これは下位銘柄をサポートするという期待が市場にはあったが——、融資条件が結構厳しいことが明らかになり、この辺が期待を剥落させている。不動産

市況は空室率がさらに上昇を続けていること等、実態は厳しいものがあるので、REITについては大きな危機は去ったということではあるが、引き続き軟調で推移ということが見込まれている。

次に為替についてのご説明を申し上げます。前回決定会合以降、一言で言うところドル安の動きであった。リスク・アペタイトが回復してきていることに加え、Fedの金融緩和が長期化するといった予想がある。さらに、G20で世界の不均衡問題に言及があったことも、ドル安に拍車をかけた。円については、これまではリスク・アペタイトが改善するとドルと連動して下落する動きがあったが、このところはこの連動の動きが弱まっている。ドルが売られると円は高くなるという動きになってきている。欧州の当局者がユーロ高を牽制する発言を繰り返す中で、我が国が円高を容認していると受止められたことも、こうした円高の要因というふうにマーケットでは受止められている。下の名目実効為替レートでご覧頂くと、さらに円が独歩高になっている形が出ている。実効為替レートは貿易額に基づいてバスケットを作って算出しているが、我が国の貿易パートナーの為替がドルと連動していたり、後で申し上げるようにアジアで盛んに介入をしているといったこともあって、そういった通貨が切り上がらないことも、円高に寄与している。次の頁、今回キャリー・トゥー・ボラティリティのグラフを付けている。注にあるように、キャリー・トゥー・ボラティリティは、当該通貨間のLIBORの格差を当該通貨間為替レートのインプライド・ボラティリティで除したものである。量的緩和以降ずっと円がファンディング通貨として用いられ、これが円のキャリー・トレードに結び付いていたということであるが、対ユーロと対豪ドルについて試算してみると、今年に入ってからいずれかの段階で、いずれについてもドルの方がファンディング通貨として有利になってきているといった動きになっている。こうしたことも最近ドル・キャリー・トレードを市場で流行させる要因となっている訳だが、私共が東京でマーケットから聞いている限りでは、今のところドルをファンディング通貨としてコモディティを買うといった動きはみられているが、これを高金利通貨を長く保有することに繋げてい

るという動きはあまり目立っていないと聞いている。

図表 2-15 は為替絡みのデリバティブの動きであるが、左下のリスク・リバーサルはドル・プット・オーバーがさらに拡大している。右下の IMM ネットポジションも、特に対ユーロでドル・ショートが拡大しているといったドル安を反映した動きになっている。次に、クロス円取引である。上段で英ポンド、スイスフラン、豪ドルと出ているが、英ポンドについては、9 月 24 日にバンク・オブ・イングランドのキング総裁がポンド安を容認する発言をしたこと等から、軟調地合いが続いている。一方、一番下の豪ドルであるが、10 月 6 日に利上げをしたことにより、少し為替の水準が切り上がっている。下の外為証拠金取引であるが、このところ特に逆張りの円ショートを対ドルで積み上げる動きが少しまた目立ってきている。個人投資家が、そのようなポジションを張っているということである。右の図表 2-17 に移って頂き、エマージング、コモディティ市場の動向であるが、特に二点について申し上げる。一つはアジア通貨である。このように切り上がっている中で、かなり多くのアジア中銀が介入していることがマーケットで言われている。それから下の金であるが、史上最高値を更新してきているという動きである。基本的には、ドル安を反映したものであるが、工業用品に対する需要であるとか、あるいは C F T C の建玉規制に金が入らないといったことも材料とされている。

最後に、内外金融市場の——今まで申し上げたような指標の——パリバ・ショックあるいはリーマン・ショック以降の動きについて、一覧表にしている。いつものようにシャドーのところはパリバ・ショック前、あるいはリーマン・ショック前と比べて改善をみたところであるが、今回は 3 箇所でシャドーがかかっている。一つは (2) のインプライド・ボラティリティで日本のパリバ・ショックとの比較が -1 となっているところ、二つ目が (3) 長短クレジット市場の C D S プレミアムの日本のリーマン・ショック直前との比較で -17 のところ、それから最後に (5) の外国為替市場等の下から 2 行目のラ米株のパリバ・ショックとの比較で +1 となっているところである。

以上であるが、全体として先進各国の金融市場は、これまで各中央銀行が共通に非伝統的措置を含め思い切った手段により資金を潤沢に供給してきたということもあり、LIBOR-OISに反映される市場の落ち着き度合いをはじめとして、株式市場、為替市場におけるリスク・アパタイト等ほぼ平行に改善を示してきた。しかし、オーストラリア準銀が利上げに踏み切るなど、政策が新たなフェーズに入ったという動きもみられ始めており、特に為替市場や債券市場が各国の政策の展開に神経質になってきている。今後については各市場の動向はそれぞれの実体経済の強さ、財政規律、金融政策の出口に関する思惑等、固有の要因によって規定される度合いがこれまで以上に強まっていくことが予想される。私の方からは以上である。

白川議長

ご質問があればどうぞ。

亀崎委員

宜しいか。先程のご説明でこの図表1-7のところ、CP等買入れ、社債買入れの状況についてのお話があったが、振り返ってみるとこのCP等買入れは、リーマン・ショック後の極端な金融収縮に対して導入して、2月一杯までかなり応札があった。ただ、3月以降は札割れがずっと続いていて、直近の2回はもう応札がない。一方、社債についても最初からずっと札割れが続いて、直近10月5日の落札額は96億円であっただろうか、非常に少ないということである。こういう状況を見て、非常に緊急の金融収縮に対応して導入した措置ではあるが、金融環境が改善するにつれて段々とその役割が薄れてきていると判断しており、この先についてもこのような傾向は変わらないだろうと思っている。そのことについて、執行部としてはどのようにお考えか。

外山金融市場局長

私は3月初めの着任だったが、私が着任して以降はずっとCPの方も札割れが続いており、そういった意味では自分自身では盛り上がっていたという記憶はないのだが、おっしゃるようにCPと社債市場は随分改善をしてきており、流通市場のスプレッド等にも反映されているように、一頃非常に緊張感が続いていたような状況からは、完全に抜け切っている。一部の高格付け社債については、なおスプレッドが高いといったような状況があるが……。

白川議長

低格付けであるな。

外山金融市場局長

低格付けである。失礼した。これも制度的というか、かなり長くみておかなければならないような要因が支配しているが、少なくとも、私共として対応できるところでの改善は、かなり進んできたとみている。マーケットの方でも、引き続きバックストップとしての意味がなくはないという声もなくはないのだが——非常に慎重な申し上げ方になるが——、そうかといって積極的にこれを残して欲しいといったことで応札をしてくるところもないので、役割はかなり後退したと言って宜しいかと思っている。

亀崎委員

了解した。

中村委員

CPは応札ゼロという結果が続いている訳だが、社債は当初から期間が1年ということで、使い勝手が良くないというようなことがあった。逆にどういう形で社債の買入れは——金額は少ないが——利用されているのだろうか。マーケットではもっと有利に処分ができるのか、あるいは少

額であっても利用は続くのか。

外山金融市場局長

社債の方は——これは私が着任してから最初の応札があって、最初から札割れが続いていたということであるが——、残存1年までのものに限るという条件を入れているが、これは元々日本の社債市場はそれほど流通市場での売買がある訳ではなく、その発行自体も機関投資家、特に地方銀行とか年金に——上手に需要に見合うように——嵌め込むような形でもって発行されてきているためである。その一方で、社債のインデックスから外れる1年を下回るところでは、業者の方に売り戻されるといった動きが出るのではないかと、従って、その証券会社から我が方に応札があるのではないかと期待して、そういった形として入れていた訳である。しかし蓋を開けてみると、やはり条件に合うような社債がなかなか業者の下にも集まってこない。業者とすれば日銀に応札をすることによって、かなり有利な条件でもって買い取ってもらえるということが確実な訳であるから、投資家の方に声をかけてもらっていたが、それにもかかわらず、そもそも対象となるような玉が少なかったということだったのだろうと思う。

中曾理事

若干補足すると、社債買入れ——これは私が金融市場局長でもあった頃に入れたものだが——についての全体的な今の状況は、後で企画局からも説明があると思うが低格付け社債を除いて良好な発行環境となっていると思っている。高格付けではややむしろ過熱気味、そして低格付けの社債では確かに状況は悪い。そういう意味では二極化しているのだが、こちらは若干構造要因があると思うので、買い切りで対処できる問題がある訳ではないと認識している。それから、導入の頃に観察されていた、インデックスから溢れてくるような残存1年を切る社債について、買い手がなかなかみづかりがたいという状況は、随分変わってきているのではな

いかと思う。つまり、そういう短いものについても——むしろ短いものだからこそ——、クレジット商品に対する投資需要を持っている投資家、具体的には金融機関等だと思うが、そういったところがかかり拾うようになってきているというような市場環境の一般的な変化がこの間あるのではないかと思う。それから最近の社債の個別の入札をみると、まず累積的なストックベースの特徴というのは、やはり特定業種のウエイトが非常に高くなっている点だと思う。個々の入札（フローベース）でも、極めて少数の銘柄を買い入れるという形になっている。数銘柄の決まった銘柄に絞られてきている、こういったことが現状ではないかと思っている。

須田委員

今の社債の話であるが、最初の頃から1年を切っているものは結構投資家が欲しいと言っていたような気がする。そこがどの程度変わったかという、少しはというのがあってもいいかもしれないが、私自身が元々反対していたということもあって、元々そういう状況であったというのが私の認識である。

話は変わるが、先程、事業再生ADRをアイフルが申請したが、社債の元利金は支払うということになって、大分落ち着いているような状況だと思うが、もし何か影響が出るとしたらどういうところに出てくるか、どこをみていけば良いかということを知りたいと思う。

外山金融市場局長

今のところそういう案でADRにかけられているということではあるが、先週を皮切りに12月まで3回の債権者委員会が開かれると聞いている。もしこういったところで銀行等の社債権者以外の債権者が、社債権者だけ100%保護されて、他の債権者については今のところは減免ということではなく返済を猶予するというような動きとして聞いているが、今後もし債務状況が並行的に悪化してそれだけでは間に合わず、その結果、他の

債権者が一定のロスを伴わなければいけないということになり、社債権者だけが100%保護されるというのはおかしいというような意見が、仮に出てきたような場合には、ADRそのものが現在検討されている案では纏まらずに、社債権者にもロスを要請するという形として出てくる可能性は、みておいた方がいいと思う。そうなると、国内で1,600億円強の債券が発行されているということであり、恐らく地方の銀行とか年金といったようなところがかなり保有しているということであるので、今回一旦9月末を越えているので、こういったところも一旦きちんと経理処理をしているはずだということだと思うが、もし用意ができていないところがあるとすると、そういったところについては少し処理するということになるかと思う。

ただ、例えば2001年のマイカルのデフォルトの時に比べると、今回は消費者金融セクターであるといったこととか、前々から色々な業況等についてマーケットで言われてきていることとか、さらにマイカルの時——あれは2001年9月14日であったが——は、9・11の直後であり、その後にすぐエンロンが倒産したといったこともあって、市場が荒れやすい状況であった。こういったことと比べると、今回の事案については、もし我々が恐れているような結果になったとしても、ある程度は隔離できるのではないかと思っている。

中曽理事

今申し上げたようなことは、直接の起り得るきっかけの一つというのは、CDSのクレジット・イベントが成立するかどうかということである。今、アイフルの元利金の返済の停止は、ADRの一環として多分行われているのだと思う。ただ、これは公開情報として世の中に広がっていないので、今のところはこのCDSのクレジット・イベント——元利金の返済停止ということ——に該当はしていないのだが、どこかのタイミングでこれがクレジット・イベントとして成立する可能性がある。ただ、これは外山金融市場局長が申し上げたような社債のデフォルトに直ちに繋がるもの

ではないのだが、いかにも印象が良くない。印象が良くないという意味は、場合によって融資債権者等は、民事再生法だ、あるいは会社更生法だと法的処理に訴える可能性がある。そうすると先程申し上げたような社債権者まで一部損失を負担せざるを得なくなるというような事態になる。だからCDSのクレジット・イベントというのは一つのポイントではないかと思う。

須田委員

ドル供給について。ドルに非常に余剰感があるというのは皆言っていて、それが先程あったようにドル・キャリー・トレードとか言われていることに繋がるのだが、日本が量的緩和をしていた時——円資金が沢山出ていた時——には、円転コストがマイナスになった。今はドル転したら、どうもコストはゼロである。そのことからみると、ドルはそれほど潤沢ではないということなのか。それとも、マーケットは機能していて、手数料等の問題も加味してゼロ辺りにあるのが——例えドルの量が多くても——、正常の姿なのか、その辺はどうみているのか。

外山金融市場局長

ドルは、基本的に基軸通貨ということであるので、円転コストがマイナスになるというのは、ドル市場で資金が取りにくいといった状況になっているという訳である。基本的には邦銀がドルを利用するニーズの方が、外銀が円をどうしても使わなければいけないニーズに勝っていると、そのような情勢になりやすい。かつては円の問題、今はドルの問題ということではあるが、やはりその需要供給の関係ということがあるので、なるとすれば、円転コストがマイナスになるといった動きが折に触れてあるといったようなことで、なかなかそれが逆のところまではいかないと認識している。

西村副総裁

二点ほどお伺いしたい。ドル・キャリーの話だが、これは基本的には今の話では商品等の足の速いものが専らであるとお聞きした。そうすると、マーケットは少なくとも今のところは、ドルの動きに関しては比較的短期的なものになるという予想なのかという点をお聞きしたい。

もう一点は——これは答えにくくて申し訳ないのだが——、共通担保と企業金融支援特別オペの間のいわばアービトラージについて。落札決定レートでみて、共通担保の3か月物との差が2bpまで下がってきている。そうすると、これはいわば企業金融支援特別オペでどうしても取りたいというよりは、いわば両天秤にかけてアービトラージをかけるという、そういう自然な姿になってきているのかどうか、という点についてお聞きしたいと思う。

外山金融市場局長

ドルのキャリー・トレードに限らず、例えばヘッジファンドがボトムに比べれば少し新しいものが組成される等によって金額が増えてきたといったような動きがあるとはいえ、まだ十分にマーケット間の裁定を取っていくとか、あるいは少し腰を落ち着けて投機をしようという動きが十分に回復している訳ではないということだと思う。これが色々な、他の市場についてもそうだが、為替市場においても、短期筋による回転の速い売買はあるが、大きく裁定を調整していこうとか、あるいは腰を据えて長いところでリスクを取っていこうといったような動きには繋がっていないということなのではないかと思う。ドル安が今後さらに長期化するのかどうかについては、先程申し上げたドル安の幾つかの要因のうち、ドルの余剰感、あるいは金融政策が長い期間に亘って変更されないといったことについては、今後のF e dの方針次第によっては十分変わってくるだろうと思う。実際、先週の8日にバーナンキ議長が発言されたことによって、ドルが少し戻っているという局面もあるので、ここは今後のドルの出口政策如何に大きくかかっているのではないかと思う。一方、インバランスの

是正といった長期的な課題については、短中期的にすぐに解決できるといったものでもないので、長期に亘って足を引っ張っていく可能性はあると思っている。ただ、今後の見通しということでは、マーケットは、ドルの出口政策をみているということかと思う。

それから、共通担保オペと企業金融支援特別オペのアービトラージの話だが、確かに企業金融支援特別オペの落札レートは3か月物で0.10%、共通担保オペも同じような期間で0.12%とか0.13%になっており、民間債務を揃えるという手間を考えると、実質的にはこのレートの差は表面上の差よりも少ないといったようなところまできていると思う。ただ、現在企業金融支援特別オペがあって、リファイナンス・リスクがこれについては全くないということがあるので、今のところは多くの金融機関は、民間債務を用意できる限りにおいてはこちらの方を使っていきたいといったようなことだと思う。ただ、一部のメガバンクでは、元々CPの発行量は減って、担保として差し出す量は減っているが、差し出せるCPについては、企業金融支援特別オペではなくCP買現先オペに振り向けていきたい、企業金融支援特別オペは今のところ12月末期限ということになっているが、いずれ期限を迎えるので、期限のないCP買現先オペを利用したいということである。こちらについても申し上げたように落札レートは0.10%ということで、按分率もかなり高い状況であるので、CPがありさえすれば0.10%に限りなく近いレートで調達できることになっている。

中曽理事

この点は、例えば図表1-9で先程の説明にもあったが、8~9月に減っている民間債務は、主として短期社債（CP）と手形である。これは割とサイトが短い。アービトラージという観点から見ると、企業金融支援特別オペのタームより短い手形やCPがふんだんにある時は良いのだが、段々量が減ってくるとこれらを繰り回すハンドリングコストというのが相対的に大きくなっていくということだと思う。それに比べて共通担保では、企業債務プラス国債等の担保も使えるので、相対的にはそのハンドリ

ングコストが小さい。繰り返しになるが、CP、手形が十分にあるような時というのはあまり差がないのだろうが、企業金融支援特別オペの相対的なハンドリングコストは、多分、段々大きくなってきているのではないか。それがまた足許で残高が少し減ってきていることの一つの背景だと思う。それから、企業金融支援特別オペは3か月物というタームだが、共通担保は期間が柔軟に組めるので、短いものも長いものもオファーをできる。必ずしも長いものほど需要があるという訳ではなく、オペの応札倍率等を見ても、短いところも相応に需要があるから、そういったニーズに柔軟に対応している部分というのが、共通担保オペには比較的あるのではないかと思う。

野田委員

今の担保のことをもう少し伺いたい。先程のご説明にもあったように、企業債務担保がこの企業金融支援特別オペ導入以降倍増した。これは仮の話であるが、このオペをどこかで終えた後は、差し入れ担保は、自然に減っていくと考えていいのか。それとも、企業の承諾を取ったりするのは結構大変だが、一旦取ってしまえば嫌だとはなかなか言わないので、継続的に差し入れが可能な状態が続くと思うのだが、これはなかなか予想は難しいだろうが、一旦増えた担保——数兆円単位で増えている——が、どうなるかについて、どう考えておけばいいのか。私自身は企業金融支援特別オペがなくなっても、虎は死んで皮を残すではないが、このオペはなくなって担保を残すというような状態が考えられるのかどうか、その辺は実務的にどうなのか。

中曾理事

共通担保として使える訳であるから、これは残しておいても何の損にもならない。だから個別行によっては多少期落ちさせてしまうようなこともあるかもしれないが、少なくとも長いものは置いておいて損にならないという意味では多分引き続き使われるのではないかと思う。

須田委員

今のところの確認であるが、事務的によく分からなかったのだが、その手続き——企業債務を色々担保として受入れるためにかかる手続き——は、一度実施したら期限が来ても同じようなCPの差し入れだったら簡単にできるのか。それとも満期が来たらもう一度やり直すのか。

中曾理事

信用判定は企業に対して行うので、その企業が要件を満たす限り——例えば、今であればBBB格以上のステータスを持っていれば——、引き続き適格になる。

須田委員

別に書類をまた出せということはないのか。

外山金融市場局長

CPについては元々転々流通が予定されているものであるから特別な手続きは要らないのだが、債務証書についてはそれを担保に入れるとか譲渡するといった場合には、債務者の承諾が必要になる。そのことを野田委員はおっしゃっているのだと思うが。

野田委員

私はそれを言っている。

外山金融市場局長

民間債務を担保に入れる時には、一応債務者の承諾を得なければいけない。ただ、野田委員がおっしゃったのは、一度そういうことで承諾を取った以上、それが例えばロール・オーバーされて次の債権に形式上変わったとしても、それを断るということにはならないだろうということである。

須田委員

でも書類は出さなければいけないのか。

外山金融市場局長

そうである。

野田委員

債権は一本一本独立しているから、個別性があるから、そういうことに承諾がいるということである。証貸債権である。

須田委員

もう一点。先程の年末越えのプレミアムのことであるが、大して付いてはいいないが、過去と比べてどのような感じなのか。

外山金融市場局長

足許では、例えば地銀とか系統が外銀とか証券会社に出す際にプレミアムの付いた取引が観察されているが、大体 0.25%位ということであるので、過去と比べても——勿論昨年と比べてもそうなのだが——すごく落ち着いた水準である。今後業態がもう少し信用度が高いところに移ってくると、恐らく低下してくると思っている。

野田委員

今のところは図表 2-2 で確認すれば良いということか。

外山金融市場局長

これは T I B O R なので、一応プライムバンクだとそうなる。

野田委員

そうか。プライムバンクであるな。

山口副総裁

企業金融支援特別オペは、じわじわと残高が落ちてきているが、このまま実施を続けると、その残高は今後どうなりそうか。それから企業金融について、年末がどうかという議論があるが、昨年のような特殊な時期はともかくとして、年末金融については、そろそろみえる時期に近付いてきているのではないかと思うが、その点はどうか。それと、年度末の金融は特別なイベントがなければ、いつ頃ある程度の感触がみえてくるのか。企業金融と銀行間のマーケットも含めて、感じを教えてください。

外山金融市場局長

企業金融支援特別オペの残高は、先程来議論になっているように、担保がどれ位用意できるかということにかかっていると思う。先程、足許が落ちている原因については中曽理事からも話があったが、CPと手形がそれぞれ落ちているということで、証書貸付債権はそれほど低下している訳ではない。CPの方は、ある一つのメガバンクがかなり支配的なマーケットのシェアを持っているが、これについては先程申し上げたように、CP買現先オペにより振り向けていきたいということであるので、恐らくここが落ちた部分は、落ちたままになるだろうと思う。一方、手形の方は、これは他のメガバンクであるが、9月末を過ぎれば再び復元させたいと言っているので、従って今の6.2兆円の水準からは少し復元されるだろう。こういったところでしばらくは落ち着いていくだろうと思う。ただ、今のところ12月末が期限ということになっていて、マーケットの方ではこれが延長されるだろうと、そういう思惑がなくはないのだが、仮に12月末までということ仮定した場合、12月末に向けて毎週行っているオペに駆け込みがあるのかどうかといったようなことについて、我々もやきもきはしているのだが、何とも読みがたいところがある。恐らく少し手前のところで落とした部分が年末の最後と分かったところで一気に出てくるというところがあるとは思う。しかし、民間債務の残高はそう大きくその時に積

み上げられるというものでもないので、恐らく全体の残高自体は、それほど動かないということではないかと思っている。

年末の資金繰り等であるが、これは恐らく企業規模等によってはっきりしてくる時期が違ふということもあろうかと思うが、大企業で社債を発行できるようなところについては、相当今年度の上期に社債を発行したということがあって、年末は言うに及ばず、年度末に向けてもかなり見通しが付いていると思う。ただ、足許どうしても短期で繋いでいかなければいけないところが残るというところについては、やはり 11 月位に C P の発行が盛り上がってくると思うので、こういったところで勝負がついてくる。しかし、今のところ年末に大きな波乱があるとみているところは、あまりないと思う。年度末についてはまだ先の話であって、私が知る限りでは C P も年度末を越えるのはまだ 1 本しか発行されていないので、最初に申し上げたような十分に流動性を確保してしまったような大企業等を除いては、まだ考えてもいないということだろう。恐らく年末を越えて、1 月から 2 月位にかけてその辺の手当てが盛り上がっていくことになるかと思う。

中曾理事

金融調節の一般的なパターンとしては、年度末については、例えば長いもの（3 か月位のもの）でまず年度末越えを打ち始める。それから、年度末が接近してきたところで、今度は短いものの年度末越えを打ち始める。そういう意味で、目途がつくのは、1 か月物の年度末が出て一巡する 3 月の中旬位が通常のパターンだと思う。勿論、最終的には末日をどうするかという大きな問題があるが、通常は当該月の半ばになると先がみえてきて、勝負あったという感じではないだろうか。

白川議長

先程のキャリアに関して、図表 2-14 をみながら幾つか質問がある。一

つは、円キャリーとかつてのスイスフラン・キャリーと違って、ドル・キャリーがもし本格的に広がった場合に、円やスイスフランと違う要素がどの程度あるのかということである。漠然とドルの方が基軸通貨であるから影響は大きそうだということは、誰しも思うことであるが、ドルについて特にどういうことを注意したらいいかというのが第一点である。

第二点は、かつての円キャリーの時に比べて、今回はドル・キャリーに伴う色々な動きをより促進する要因と、そうではない要因とがあるという気もするが、当時と現在を比較して何か違いがあるだろうか。

第三点は、データ上の話であるが、このキャリー・トゥー・ボラティリティのインデックスは3か月のLIBORで計算している。それで、LIBORのイールド・カーブを円とドルで比較すると、確かに3か月はドルが安い、全体としては円の方が安い訳である。勿論キャリーであるからある程度短い資金だろうが、全体として短期のキャリーをみたときに、ここから出てくる姿はどの程度修正したらいいのかという、その辺を教えてください。

外山金融市場局長

いずれも大変難しいご質問である。十分にお答えできないかもしれないが、国際会議でもドル・キャリーについては最近話題になることが多いが——恐らく白川議長も同じようなご経験をされていると思う——、先程申し上げたように、今のところそれが目にみえる形で何かの資産に組み入れられている訳ではない。おっしゃったように、漠然と、ドル・キャリーについて何か怖い要素がないのかどうか懸念している、といったような声が聞かれるに止まっており、私共もまだ十分に分析ができていないところである。ただ、おっしゃるように基軸通貨ということではあるので、その影響力というのは、恐らく円キャリーの時よりも、もし本格化すれば遥かに大きなものになってしまう可能性はあると思う。こういったリスクを取る主体は、円キャリーの時に日本人の投資家もなくはなかった訳であるが、やはり元々ドルをベースとする投資家が多かったことを勘案すれば、

自国の通貨であればより取り組みやすいということもあろうかと思うので、そのインパクトが大きくなる可能性は、当然あるだろうと思う。従って、先程申し上げたが、F e dの出口戦略が、やはりマーケットではさらに重要性を増してくるといったこともあろうかと思う。逆に言うと、F e dが出るまでは、このゲームは続けられるといったようなことで、マーケットが過熱をしてしまうといったことにも気を付けていかなければいけないと思う。

それから、キャリー・トゥー・ボラティリティは、確かにおっしゃるように、3か月のところでは円ドルが逆転していて、これは3か月で作っているのでこの差が出やすいということだと思う。これも白川議長がおっしゃったように、今のところの動きというのは、恐らく3か月以下位の短いところでのトレードだろうと思うので、長くすればこの差は縮まるか、あるいは逆転することもあるかと思う。だからと言って長いところでは、円をキャリーするということにはなっていない。

中曽理事

まずドル・キャリーと円キャリーの違いは、一つには、円キャリーはミセス・ワタナベが典型的なのであるが自己資金である。米ドルであると、やはり借りて運用するというパターンがファンド筋等で中心になるとすると、一つの制約要因は銀行がどの位貸してくれるかということであって、そこがポイントの一つであろう。それから、今と昔の円キャリーの違いというのは、今回の方が一回痛い目——リーマン・ショック後にロスカットを強いられている——に遭っているので、よりレンジ・バウンドになっているのではないだろうか。要するに逆張りの色彩が強いというところが今のミセス・ワタナベが昔のミセス・ワタナベと違うところである。

それから、L I B O R 3か月のところは、外山金融市場局長の申しあげたとおりであるが、なぜ3か月が逆に低いのかというところである。よく分からないのだが、M M Fが結構アメリカでは復活してきている。その運

用ゾーンが、多分3か月が中心なので、米ドルについては、恐らく3か月に一番低下圧力が掛かりやすい。そういったところが3か月物については特に有利に出ている背景ではないかと一応思っている。

白川議長

よく分かった。

須田委員

今の点について。今ドル・キャリーが行われているのは、コモディティということで、要するにドル・ドル取引である。為替が絡むかどうかといった点で、ドルを転換しない取引が多くあるとみられるかどうか、そこは如何か。

外山金融市場局長

例えばドルで調達してドルで……。

須田委員

ドル資産が多い中で、低い金利のドルで調達してドルで運用するという鞘抜きというか、為替を使わない鞘抜きにドルが使われるというのが多いかどうか。

外山金融市場局長

コモディティもそうであるし、ドル建てで取引されているものは多いので、ドルベースの投資家に限らず、ドルでファンディングしてそういうところにそのままドルで投資するといったような、為替マーケットにあまり影響を与えないというものも多いだろうと思う。ただ、ドル・キャリーの話が専らされるのは、為替マーケットのディーラー同士ということでもあるので、それを材料に使っているポジショントークのようなところも勿論

多いのだろうとは思いますが、そういったところに今後展開していく可能性はあると思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局の方からは、海外経済の現状評価についてご報告申し上げます。前回会合以降の世界経済の足取りは、ほぼ国際局の想定に沿った動きを示している。この1か月の世界経済の特徴を整理すると、需要面では米国において自動車販売が減少に転じたものの、住宅投資の持ち直しが継続している。ユーロエリアでもアジア向けなどを中心に輸出が下げ止まる動きを示した。また生産面では在庫調整の進捗から米国が持ち直しに転じ、ユーロエリアは下げ止まっている。これらの動きは、世界経済全体の持ち直しを示しているとみて良いかと判断している。

それでは、以下では決定会合資料3、参考計表追加分を用いて主なポイントを説明する。まず、米国経済である。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行目にある4～6月の実質GDPは、前期比年率-1.0%から-0.7%に上方改訂をされている。これは設備投資の上方修正が主な要因であった。3行目にある8月の個人消費は、自動車を中心として前月比0.9%の増加となった。もっとも、6行目にあるように9月の自動車販売は、キャッシュ・フォー・クランカーズの終了から、936万台まで減少している。目先の個人消費は減少する可能性が大ということになる。こうした自動車販売に伴う振れを除いてみると、5行目の小売売上高（自動車除くベース）からも分かるように個人消費は横這い圏内で推移しているとみられる。なお、9月の自動車販売の水準は、市場予測を下回った936万台であるが、10～12月の自動車販売について、ブルー・チップ等の見通しでは、1,100万台程度に回復するのではないかというよ

うな見方が市場では言われている。次に住宅市場についてみると、8行目の住宅着工は、低金利や政府の一時取得者向け減税の恩恵を受ける形で引き続き増加している。この間、9行目のケース・シラーでみた住宅価格は、2か月連続で上昇している。また、ここに掲載していないが、もう一つのFHFA住宅価格指数の方も3か月連続で上昇しており、米国の住宅価格は下げ止まってきた動きを示している。次に生産面についてみると、12行目のISMは、製造業が9月に若干低下したとはいえ、2か月連続で改善悪化の分岐点である50を上回っている。非製造業の方も50を1年振りに上回っている。製造業については、ハードデータでみても13行目の鉱工業生産、こちらの方は7月、8月と2か月連続で増加している。内訳をみると、自動車の他多くの品目で増加しており、生産は持ち直している。一方雇用者数については、均してみれば減少幅の縮小が続いている。9月単月では減少幅が拡大しているが、内訳をみると、小売業、政府部門で減少幅が拡大している。政府部門の減少については、このところ地方政府の寄与が大きく、地方の財政悪化に伴う雇用削減の動きが影響しているようである。また失業率の上昇は続き、賃金の伸びも鈍化している。16行目のCPIについては、こうした賃金の伸び鈍化や需給環境の緩和を映じて4か月連続でコアベースの前年比が低下している。なお、この1か月間に公表された経済指標は、雇用関連指標やISMなど市場の事前予想比弱めのものが多くなっている。このため株価や長期金利の低下要因ともなっている。もっとも、こうした動きは8月、9月と2か月連続で景気の持ち直しを示す指標が多かったことから、市場がやや強気になっていたことの調整と解釈できるのではないかとみている。基本的には、米国経済については、国際局の想定内の動きを示しており、一言でいえば、下げ止まりから緩やかな景気回復に向けた動きというシナリオに沿った内容といえるかと思う。

次にユーロである。1行目にある4~6月の実質GDP、これは下方改訂を若干している。ユーロ・エリアとフランスで下方改訂という形である。なお、ユーロ・エリアについては、投資の内訳が判明しており、中身のみ

ると、住宅投資は1~3月並みの減少を続けたものの、設備投資を中心に減少幅が大きく縮小している姿が確認された。2行目の域外輸出をみると、6月、7月と2か月連続で増加している。内訳をみると、アジア向けだけでなく、米国向けも増加している。3行目のドイツの域外受注も均してみれば、増加が続いており、欧州の輸出にも回復の気配が窺われ始めている。ユーロ・エリアの輸出が下げ止まったとの判断が出来ると思う。個人消費関連では、6行目の小売売上数量は、7月、8月と2か月連続で減少し、四半期で均してみても減少が続いている。この小売売上数量は自動車を含んでいない。同じ含まないベースの米国の小売売上高が先程横這い圏内の動きになっていると申し上げたが、それと比べると欧州の方が、やや弱めの動きと言って良いかと思う。なお、目先は欧州でも自動車販売促進策によって盛り上がった需要の反動減が気になるところである。9月初めに財源を使い切ったドイツで反動減がみられ始めている。一方フランスでは、補助額は縮小されるものの、期限は当初の2009年末から2010年末に延長されることが決まっており、反動減を和らげる方向で働くと思込まれる。この辺の状況は国によってやや区々となっている。生産関連の方では、10行目のPMIが公表されている。製造業が改善悪化の分岐点である50近傍まで迫っている。サービス業の方は、2008年5月以来、1年4か月振りに50を超えた。9行目のユーロ・エリア全体の鉱工業生産も均してみれば、ほぼ横這いとなっている。輸出の下げ止まりを受けて、生産もほぼ下げ止まってきているとみて良いかと思う。この結果、個人消費の弱めの動きは続いているが、ユーロ・エリア経済全体としても下げ止まっていると言っていいように思う。

右側が英国である。1行目のGDPは、4~6月分が幾分上方改訂されたが、今回内訳項目としての住宅投資も公表され、減少幅が縮小されていることが確認された。またここには掲載していないが、住宅ローン承認件数、こちらも足許8月まで増加傾向を辿っている。こうした住宅市場における調整進捗を受けて、住宅価格の方は、7行目のネーションワイド——こちらの方は前年比で書いてあるが——、これを前期比ベースでみると、5か

月連続で上昇し、最後のところ前年比の伸びもゼロまで復するという形になっている。米国に一步先んじて住宅価格は底入れしている可能性が高いと思われる。こうした住宅市場の調整進捗は、家具や家電の売上に繋がり、2行目の小売売上数量が増加——月次ではほぼ横這いであるが、四半期ベースでは微増——、3行目の消費者コンフィデンスも3か月振りに改善している。こうした中で4行目のサービス業PMIは、5か月連続で改善悪化の分岐点である50を上回っている。ユーロ・エリア経済全体としては、米国同様、下げ止まっていると判断出来る状況になったといえるかと思う。

次にアジア各国経済の状況を確認する。中国、インドについては、この間公表された指標はPMI1本である。いずれの国でも改善悪化の分岐点である50を上回り、生産の増加傾向が続いている。中国の関連統計については、14日に貿易統計が公表、そして来週22日に7~9月のGDPの他、9月の個別統計が公表される予定になっている。ただ、現時点において、中国の7~9月のGDPに関するアナリスト予想をみると、直近で前年比+9.0%となっている。4~6月が+7.9%であったので、+1%ポイントほど伸び率を拡大する姿が見込まれている状況である。この間、NIEs、ASEANについては、輸出と個人消費の増加が続いていることと設備投資も下げ止まっていることが確認された。こうした需要面の動きを受け、生産も増加を続けている。金融面では、先程市場局の方からもご報告申し上げたが、10月6日に豪州準備銀行(RBA)が25bpsの利上げを行い、政策金利を3.25%とした。オーストラリアについては、金融・財政両面における景気刺激策の効果から、4~6月のGDPが前期比年率+2.5%と市場予想を上回る高い伸びとなっていたし、住宅価格が上昇に転じたことを受け、RBAは懸念を表明していた。市場では、先行きもRBAが利上げを継続していくとの見方が広がりつつある。先週利上げ以降のマーケットの受止め方ということでは、為替の方が若干プラス、1%程度、それから株式の方も3%前後上昇ということで、今回の豪州の利上げについては、今のところ非常にポジティブに捉えられている状況のようで

ある。ただ、その他の新興国に目を転じた場合、今回一番最後の資料、図表6に、アジア諸国の住宅価格——アジア、豪州を含む——を載せている。いずれも多少動きは違うが、直近のところ、かなり上昇している姿がみて取れると思う。住宅・不動産価格が上昇している国・地域としては、ここに掲げた韓国、シンガポール、香港そして中国といったところが挙げられる。この中で、シンガポールのMASでは、不動産市場の動向を注視する方針を示している。こうした新興国、資源国による利上げ観測の広がり、夏場以降徐々に活発化しているアジア・パシフィック諸国への資金流入圧力を一段と高める可能性がある。ドル安と新興国の通貨高の傾向が続いて、前のセッションでもご議論頂いたが、キャリー・ポジションの積み上がりが拡大するようになれば、その後の巻き戻しと調整圧力を溜め込む可能性がある。そのリスクに注意しておくことが肝要かと思う。国際局からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

最も懸念していた中の一つであるが、アメリカの住宅市場について。着工件数もそれから許可件数も、住宅販売も戸建ても中古住宅も、ケース・シラー指数も2か月連続で上昇、FHFAも3か月連続で上昇。これでいくと、ケース・シラー（10大都市）は、2006年の6月がピークで、もし底を打ったとすると4月はそのピーク比-33.5なのだが、これからもうずっと下がってきていない。ということは、かつてよく住宅価格は恐らく3割、あるいは3割5分から極端な方は4割下落するという話があったが、この-33.5というのはほぼそれに相当する。色々な指標が上がってきているので、下げ止まりという話があった一方で、住宅を初めて購入する人への特別減税措置8,000ドルは11月末で一応切るので——その後どうなるのかまだ分からないが——、それがどう影響してくるのか。それから10日に発表さ

れたブルー・チップのコンセンサス・フォーキャストでみると、住宅着工数——ハウジング・スタート——は、2009年は58万台、2010年は、81万台と、着実に上がってきている。そうしたものをみると、非常に大きな懸案の一つであった住宅市場というのは、段々上方に向かっていくのかなと、期待を込めて思うのだが。この改善が一回だけではないので。

大野国際局長

亀崎委員と同じく、期待を込めてそうなって欲しいとは思いますが、ただその際にいくつか留意点があると思う。一つ目は、以前申し上げたかもしれないが、住宅については、全米に持ち家は7,500万戸、その中で約7割が抵当に入っている。これが差し押さえ比率4.3%という数字があるので、年間250万戸が、今から余程良くなならない限り、引き続き中古市場に放出される可能性がある。やはりその下押し圧力を考えた場合、足許ケース・シラー等が底を打ったというところまでは判断しているが、その後-33%から-2割、-1割に急激に回復するかどうかというところが、その供給圧力というところを一つ考えなければいけないと思う。ウィッシュフル・シンキングをしたいところであるが、そこに対する自信というものは、私自身はまだ持っていない。

二つ目は、今回の景気、米国のいわゆる景気後退の基本が、家計のバランスシートの調整であるということである。しかも今、米国経済は、やっと底を打っている感じがあるが、その中でむしろ企業が賃金を抑え、雇用を抑えという形で収益を確保して、ということがあるが、これから家計に対する雇用削減圧力というのはまだ続く訳である。住宅を買うために一番必要な仕事と賃金といったところが、まだまだ調整圧力に晒されているということからすると、需要面での蓋然要因、ここもやはりクエスチョンが付くということだと思う。従って、この辺は見方が、エコノミストによっても違うかもしれないが、底は付けたので、一旦相当下げた後の反動で、少し跳ねることもあるかもしれないが、非常に力強くステディに

この住宅市場が回復するかどうかということについては、引き続きもう少し慎重にみなくてはいけないかな、というふうに私は思っている。

西村副総裁

先程のその住宅価格について少し補足すると、ケース・シラーで上がっているのは、凄く落ちたところがさすがに上がっているのである。それから、イギリスも確かに上がっているが、これはロンドンが中心。そういったところから考えると、全般的な回復と言うにはかなり程遠い印象が、やはりどうしても残ってしまうことだと思う。

今、アナリストは、アメリカの住宅価格にしる、イギリスの住宅価格にしる、一般的にどの位まで下がると言っているのか。それと、商業用不動産のマーケットと、その証券化商品であるCMBSのマーケットの現状と、先行きについては、どういうふうに見ておいたらよいか。

大野国際局長

まず、住宅価格の方であるが、アメリカとイギリスについて——そのボトムについて先程亀崎委員もおっしゃったが——、アメリカは大体4割のところはピーク・ボトムかなという見方が多かったが、実際は4割まで行かなかったところで反転しているという感じである。

山口副総裁

それはまだ4割まで落ちていく可能性が残っているということか。

大野国際局長

いや、ピーク比4割と言っていたものが、4割まで行かない——計数によって違うが、33とか35とか大体その位の数字になると思うが——ところを底に若干反転している。

山口副総裁

大体现状で底を打ったということなのか。

大野国際局長

4割弱、35%位で底を打ったということであろうか。それから、イギリスの方は、去年の今頃は、アメリカの大体半分位で済むかなというようなことを言っていた。従って、アメリカが4割であれば、イギリスは2割ぐらいかな、あるいはアメリカが3割であれば、15%かなという感じであった。これもネーション・ワイドとか幾つか取り方によって違うが、2/3位、大体25%近く位、落ちているという感じで、イギリスの方は、大体底は打ったかなというのがアメリカよりもより確かな感じである。

それから、もう一つ山口副総裁がおっしゃっていた商業用不動産の方であるが、こちらの方は、今、借り換えの問題が相当大きいだろうと言われている。その借り換えの問題について——証券化商品ということもあるのだが——、マーケットでは、その借り換えをどう乗り切っていけるのか、また、商業用不動産関連の債権を保有した中小金融機関の経営を下押しする懸念があるのではないかと、といったところである。

亀崎委員

ケース・シラー指数で見ると、アリゾナ・フェニックスなどはピーク比54%まで下がって、そこから反転しているし、サンディエゴは42%まで、それからサンフランシスコは46%まで下がって反転。フロリダ、マイアミは48.5%まで行って反転というようにいずれも反転している。55%まで行ったところもあるが、10都市でいくと33%だし、20都市でいくと32.6%ということであるので、やはり4割と言われていたが、そういうところか。

大野国際局長

そこまでは行かないで済んだかなという感じである。

水野委員

まさにそれは、西村副総裁が言われたフロリダ、それからカリフォルニア、ネバダ、そこは少しオーバーシュートしている。

あと、先程言われた住宅にしろ、商業用不動産にしても、証券化市場がまだ完全に機能していない。それが機能しないと、やはり銀行はなかなか融資に前向きになれない。国際会議でも言われているとおりである。なかなかここから先が長いという見方もあるかもしれない。下げ止まりということについては、ほとんど皆、大底を打った、下げ止まり底を打ったといった言い方は変わらない。では上がるのかと言うと、皆、口をもごもごとする。そこは金融システム自体がまだ機能していないという一つの大きな問題がある。市場は機能不全であるから。

大野国際局長

おっしゃるとおりである。比較的面白いのは、エコノミスト間でも少し意見が分かれていることである。多少のニュアンスの差がある。それはやはり米系の方が、やっと一息つけるというか、ほっとしたと。多少時間がかかるかもしれないが、それは乗り切れるという感じである。一方、欧州系の——個別には申し上げないが——エコノミストの方は、そんなに生やさしいものではないと。まさしく委員がおっしゃったように、今証券化市場自体が機能麻痺になっていて、だからこそ先程申し上げた借り換えのところで、にっちもさっちも行かなくなるのではないかと。もし、そうなった場合に、それを抱えている中小金融機関の問題として、また金融システムにフィードバックする危険性があるという感じである。

野田委員

商業用不動産の方がまだ全然下げ止まらないな。

大野国際局長

まだである。

須田委員

住宅ローンの金利に関しては、もう大丈夫だということだろうか。MBSの問題も抱えているのだが、今5%を切るような住宅ローン金利になっていて、この先、この問題を考える時に気にせずに済むのか。

あと全然話が違うのだが、ショックで経済が大きく落ち込んだ後の、大幅な需給ギャップのもとでの物価の動きであるが、これからの海外の物価の動きをどうみたら良いか。需給ギャップという意味では、エマージングの国はより早く持ち直すかもしれないが、全体的な動きとして、グローバルにどうみておけば良いのかということについて、お願いしたい。

大野国際局長

難しい。まず住宅金利は、特に米国の方は今までのところ比較的順調に政策金利とパラレルな形で落ちてきて、それが住宅取得能力に対しても恩恵を与えているということだと思う。恐らく大丈夫かなというところである。今、もうこれ以上Fedも金利を下げないと思うので、この程度のところでいけると思う。唯一心配があるとすると、やはり家計の方がまだバランスシート調整の途上で、またクレジット・リスクが上がるというようなことで、金利が下げ止まるとか、信用力に応じてマージナルにむしろ上がるという可能性は、まだ排除できないかなという気がしている。

二番目の物価と需給ギャップ、それもワールド・ワイドでということであると、先進国（アメリカ・欧州）の生産余力・生産能力——あるいは需給ギャップと言ってもいいかもしれないが——については、スラックがやはり引き続きあると思うので、一般の物価が、アメリカと欧州について、目前の危機、つまり脅威になるということは暫くないと思う。エマージング諸国の場合、ここは少し考え方が難しいと思うが、一般物価

のところまで脅威となる国と、一般物価の方は大丈夫だが不動産価格であるとか、資産価格が逸早く問題になり得る国という、二つのグループがあるのではないかという気がしている。物価ということでは、インドの場合は、消費者物価——直近の数字が出てこないのに、資料には載せていないが——は、C P I でみて+10%とかそういう世界である。インドなどでは P P I から C P I といったところの物価自体が既に脅威になりつつあると思うし、先週利上げをした豪州などでも——これは C P I といったことだけではないかもしれないが、経済パフォーマンスは悪い訳ではないので——、不動産価格だけではなく、一般物価も意識してできるだけプリアンプティブに行動を起こしたということだと思う。ただ、その他のここに掲げた中国であるとか A S E A N 諸国などの多くの国においては、最初に心配されるのは、むしろ資産価格的な、あるいは資本フローの問題である。先程来議論になっていた先進国通貨をベースとするキャリー的な取引の行き先はどこかといった場合に、それが相対的にパフォーマンスの高い、あるいは相対的に金利の高い、あるいはバランスシート調整の問題のない、エマージング諸国であるとするならば、そういった資金フローに伴って、必ずしもリアル経済だけではない株式市場であるとか、金融市場であるとか、不動産といったところに資金が急激に入ってくることを、一般物価の手前で最初の警戒として、より注意すべきかと思っている。

野田委員

一般物価への波及経路として資産価格があるが、ここは資産価格とは別に、一つ、視野には入れておく必要があるのかなという気はしている。

大野国際局長

然り。

堀井理事

ただ、その場合でも、プロダクトのマーケットが非常にコンペティティ

ブだとなかなか転嫁ができない。今のIMFの世界経済見通しでも、2010年でもアウト・プット・ギャップは広がる訳である。2011年になってアウト・プット・ギャップがどうにか開くのが止まるかという絵になっている。その財だけでなく資源も三つか四つに分けて、天然資源と言うかリプロデュースできないもの、それから普通のサービスも含めたプロダクト、生産要素として資本、賃金と言うか労働と、こういうふうに分けていくと、労働のところのアウト・プット・ギャップはリソースのユーティリゼーションの低さ、それから資本についてもそうであって、あとはプロダクトのアウト・プット・ギャップの三つとも、どう考えてもそう簡単には埋まりそうにはない。問題は、先程インプリシットに須田委員からのご質問の中にあっただが、もう一つの財と言うか物がある、これがマネーである。マネーと言うか流動性は、取り敢えずがangan短期のところだけ出ているが、これが何の購買力に行くか。結局この三つには行かないで、最後、リバランスが起るとすれば、再生不可能資産のところに取り敢えず行くだろうか、というのが今の菅野国際局長の回答である。

では、ここから残り三つのところに行くかと言うと、アウト・プット・ギャップが厳然とある中で、果たして行くかなど。問題は、従って、結局は予想ということになるので、インフレ期待がどのようなことになっているか。そこでマネー・イリュージョンといったものがあるかないか、という基本的な問題になってくる。日本の経験から言う限りは、なかなかそこには行かなかったということかなど。勿論それは、現在の欧米の状況に投影する保証はないが、取り敢えずそこまではいえるかなど思っている。

白川議長

他に質問はないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、続けて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、本日お配りしている資料－4（追加図表）から、まずご説明をしたいと思う。機械受注が先週出ているので、設備投資関連の指標を一応この冊子でみておく。まず、その機械受注であるが、8月の前月比が+0.5%ということであった。四半期でみると、7～8月で-4.3%となお減少であるが、これは6月が特殊要因で大きく押し上げられて、7月はその反動が出たということによる面が大きい。実勢としては、4～6月のマイナスがもっと大きくて、7～8月はマイナスがかなり縮小してきていると良いと思う。因みに、ここには記載していないが、概念的には機械受注の一部になる工作機械の受注は、約1か月早く出る。従って、9月分が出ているのだが、内需向けが、前月比で約5割増になっている。レベルはまだ低いし、スポット受注も入っているということ、それから半期末決算対策で押し込みもあると聞かれているので、この数字に対する業界の評価はまだ慎重であるが、こういった少し違った動きが出始めているということはいえると思う。それから、この表では、その次の建築着工であるが、これも7～8月で+2.0%と下げ止まりの兆しが出てきている。さらに、その下の一致指標の資本財総供給についても、除く輸送機械の方でみて、7～8月で4～6月対比で、+1.3%になっている。月次では、大きく落ちたのが4月分までであって、5月以降8月まで4か月連続でほぼ横這いという動きになっている。以上、設備投資関連指標はどれも振れが大きいので、下げ止まったと言い切る自信はまだないが、どの指標でみても大体同じような動きになってきていて、徐々にデータも蓄積されてきているので、減少テンポが緩やかになってきているという位の評価は可能かと思う。因みに、実質GDPの設備投資が、7～9月以降ずっと横這いで行ったとしても、2009年度全体では、15%位のマイナスになる。図表19、短観の計画値が

あるが、大体、こういう短観のかなり厳しい計画が、足許そろそろ下げ止まってくるということと概ね整合的であるというふうにご理解頂ければと思う。設備投資は以上である。

それでは、資料-4（参考計表）に進んで頂いて、図表 1、業況判断DIであるが、改めて確認しておく。(1)の太い実線、製造業大企業は、前回から改善が始まって、今回も改善、さらに先行きも改善である。このボトムからの改善幅を、先行きも含めた3期合計で申し上げると、合計37%ポイント改善しているということになっている。しかし、その前にピークから83%ポイント落ちているので、83%ポイント下がって、37%ポイント上がるということであるから、落ちた分の44%、4割を優に超える位は、年末までに回復するという数字になっている。ところが、同じ計算を細い実線の方の製造業中小企業について行くと、下がった分に対する改善の割合は約2割である。同じように(2)の非製造業大企業の方であると、それが26%、非製造業中小企業は僅かに1割ということである。つまり、今回の短観では、業況感が全てのセクターで一応改善方向にはあるのだが、その幅は相当違って、製造業大企業では既に4割、5割の改善が視野に入ってきているのに対して、それ以外の部門は、特に中小企業は、1割、2割しか改善していないというコントラストが大きい状況にある。ここまでの持ち直しの動きが、在庫調整の進展と自動車及び電機関連にメリットが集中する形での内外の政策効果による部分が大きかったということを表わしていると思われる。以上が短観である。

次に輸出であるが、図表6まで進んで頂いて、まず数字であるが、4~6月、+12.4%増加の後、7~8月も+8.8%ということで、輸出は、順調に増加が続いている。ただし、これも月次で見ると、8月の前月比は+1.5%で増加ペースは徐々に落ちてきている。この実質輸出の内訳であるが、さらに図表8になるが、(1)の地域別、第3四半期の列をご覧頂くと、東アジア向けが+10.5%で、輸出全体を牽引しているという基本的な構造に変化はない。ただ、少し細かくみると、8月単月では、前月比+0.2%と足許は減速している。特に中国向けが8月は-2.5%と、これは1月以来

の減少になっている。他方で、米国向けや欧州向けは7月に一旦減少したが、8月は再び増加をしている。特に米国向けは、自動車が買い替え促進策の効果からかなり増加をしている。以上のように、輸出は、一頃に比べると東アジア向けを中心に伸びが鈍ってきてはいるが、春先以降の急速なリバウンドがどこかで一旦減速するのは当然であって、これは想定範囲内というようにみている。ミクロ情報では、10～12月も輸出は増加を続ける見通しであって、短観の海外需給判断DIも先行き改善している。そのとおりに当面の輸出の増加が続いていくかどうか、今後のデータで確認をしていくということになる。なお、年内増勢が続くというところまでは大体はっきりしてきているのだが、1～3月以降について、欧米のクリスマス等の行方がまだ不確実であるということは変わっておらず、依然として不確実性が大きいと聞かれている。輸出は以上である。

設備投資は先程みたので、個人消費まで進んで頂く。図表21の(2)の耐久消費財、これが相変わらず絶好調で、それ以外は全くだめという構造は今回も変わっておらず、そのコントラストは益々酷くなっている可能性がある。この家電販売額であるが、ご覧のように8月までデータが入っているが、上昇カーブがどんどん切り立ってきている。液晶テレビが前年比で言うと、6割増、7割増という勢いで売れている。一方、乗用車の新車登録台数の方は9月は若干伸びが鈍っているという感じであるが、これには7～9月は輸出が強く、国内向けの受注残への対応が追いつかなかったというメーカーサイドの事情も影響していると聞かれている。10～12月は輸出の減速が見込まれる一方で、メーカーは期間工の増員等をして増産体制を強化して国内向けの受注残を捌いていくということであるので、新規の受注と既存受注のデリバリーによって、登録台数はかなり増加しそうである。相対的に好調な先からのミクロ情報であるから、全体がそこまでいくかどうか分からないが、10～12月の登録台数のレベルが2004、2005年位までいくというところもあるようである。ということで、10～12月はかなり登録が増えそうであるが、逆に言えば、4月以降の反動が大きそうだということである。それから、図表22の各種指標は、相変わらず弱

い動きが続いている。特に、右端の8月のところは単価の下落という基調的な最近の動きに、天候不順の影響も加わって、(1)のコンビニ、それから(2)の外食、こういったところが特に弱くなっている。この間、(1)の太い実線のデパート、百貨店であるが、こちらは弱いことは弱いのだが、さすがに今年の前半までの急速な減少は止まってきつつあるのかなという印象を持つ。これは聞いてみると、春以降、株価が持ち直してきているということと、低価格商品の強化ということで、最近の消費のトレンドへの対応が若干進んでいるということも効果をぼちぼち上げ始めていると聞かれている。それから、その次の図表23であるが、様々な指標を総括した(3)の消費包括指数であるが、4~6月の前期比が+0.3%の後、右端の7~9月は——この資料は7月分までしかデータが入っていないのだが、その後8月分までのデータを入れても結果は変わらない——前期比で+0.4%になっている。自動車とか家電があれだけ売れていて、この程度のプラスでしかないということであるので、個人消費は基調としては引き続き弱めであると考えておくべきかと思う。

それから、次に住宅に行く。図表25である。8月の着工戸数が67.6万戸とこれはついに改正建築基準法の影響があった局面の最悪の月をも下回る過去最低水準となった。7~8月で前期比-6.7%というのは、我々の想定以上に弱い数字である。この7~8月の内訳をみて頂くと、持家は4~6月対比で+5.8%と下げ止まり感が出てきているが、問題は分譲と貸家系の弱さであって、前年比ではそれぞれ5割減、4割減という大きな落ち込みになっている。従来から申し上げているように、販売の現場では価格の低下等により購入に関心を持つ人が増えてきているということとか、それから中古マンションの動きが出てきているといったようなことはある。しかしながら、在庫がまだまだ高水準であるし、それからもう少し待てばもっと価格は下がるという期待も依然として根強く残っているという声も聞かれる。そういう環境の中では、確実に売れて、しかも採算が取れるという物件を新規供給していくのはそう簡単ではないし、従ってファイナンスも付きにくい状況にあると考えられる。一頃に比べると、大手業

者を中心に用地の仕込みなども多少動きが出始めているという情報もあるが、新規供給、新規着工の回復に至るまでには、まだ道のりが長いのではないかという感じがする。従来は、7～9月辺りで着工が概ね下げ止まって、GDPベースでは1～3月位からプラスかなと思っていたが、底打ちの時期が少し先にずれる可能性が高いとみておくべきかもしれない。住宅は以上である。

図表 27、次に鉱工業生産である。鉱工業生産の8月であるが、前月比+1.8%の増加である。3月からこれで、6か月連続の増加になっていて、予測指数では、9月、10月も増加が続く見通しになっている。ただし、図表 28 の (1) とか (2) のグラフで視覚的に確認できるように、生産の増加ペースはさすがに緩やかになりつつある。(3) の予測修正状況をみても右端9月分の予測修正率が久方振りの下方修正になっている。鉄鋼で高炉の事故という不測の事態が起きた影響もあるが、それ以外の業種にも比較的広く下方修正がみられるので、上振れモメンタムそのものが弱くなってきているということかと思う。それで、ミクロ情報で7～9月以降の状況なのだが、7～9月が7%台の増加、それから10～12月が3%台の増加という感触である。7～9月は自動車、電子部品・デバイスに加えて、鉄鋼、これが内外の自動車生産の持ち直しを主因にかなり増加する見込みである。10～12月については、今申し上げた自動車、電子部品・デバイス、鉄鋼がそれぞれ増加を続けるが、増加のペースがいずれも鈍化する予想である。特に、電子部品・デバイスについては、春先以降逸早く回復したということもあって、10～12月の減速も大きくなりそうである。因みに、電子部品・デバイスは4～6月に3割以上増えているのだが、7～9月も1割位増加をした後、10～12月は微増位ではないかと、今、言われている。この間、出遅れていた一般機械が7～9月にプラスに転じて、10～12月は伸び率が高まるほとんど唯一の業種になる。ただし、これは国内の設備投資関連ではなくて、主に韓国、台湾向けの半導体製造装置、その生産が増えるということである。台湾については、どうも年末までの発注分に対する台湾サイドの税制の優遇措置というのがあって、一部駆け込み発注があ

るかもしれないという情報もあるが、基本的には、韓国、台湾の投資姿勢が強まっていると業界ではみている。この生産に関連して、三点ほど留意点を申し上げる。まず、第一に、先程輸出でも申し上げたが、1～3月については、依然として不透明感が強いということである。ただし、これは、いわゆる二番底の可能性を業界が強く警戒していると言ってしまう。純粋に先が読めない、需要が続くかどうか分からないというニュアンスであって、文字どおりの不確実性である。はっきりしているのは、補助金がなくなった場合の4月以降の自動車の反動減であって、あとは第一にこの先の米欧のクリスマス商戦がどういうふうになるか、それから第二にアジアを中心とする新興国の需要が設備投資関連も含めて広がっていくかどうかという辺りがポイントかと思う。それから、二番目の留意点であるが、生産の水準である。直近8月の生産の実績は、2008年2月のピークに比べて、なお24%少なくなっていて、これは、実は2001年11月のボトムをもまだなお3%ほど下回っている。10～12月の生産が、先程申し上げた位増えて、それで漸く普通の不況のどん底まで戻る段階であるということであるので、そういう水準感を持っておく必要があると思う。それから、三つ目であるが、これはどの程度重要な動きか、まだ少し何ともいえない段階であるが、最近企業からヒアリングをしている過程において、輸入品の増加とか、それから海外生産移管の進行といった話が心なしか多く出てくるようになってきている感じがする。先月の本席では、テレビの輸入比率が随分上がっているという話をしたが、今回は、例えば携帯電話の輸入比率が上昇してきているとか、ネットブックパソコン——今良く売れているが——、その海外生産移管が進んでいるといったような話が出てきている。この他にこれは以前から言われていることなのだが、化学製品では、中国とか中東のプラントが稼動し始めていて、これが足許アジアの需給に影響を与え始めているということで、これも化学の生産が10～12月に頭打ちになる一因となっている模様である。少し大袈裟な表現かもしれないが、国際分業体制の変化とその影響という点についても、少し長い目でみた生産動向という観点から注意をしていく必要があると

最近感じている。生産は以上である。

次に雇用関連である。図表 31 をみて頂いて、有効求人倍率であるが、8 月は 0.42 倍、過去最低水準ではあるが、前月からの変化という点では漸く下げ止まってきた。その次の新規求人倍率では、四半期でみて 4~6 月、7~8 月ともに 0.76 倍で横這いになってきている。それから、<労働力調査>の雇用者数も 8 月は-1.3%と 6 月辺りに比べると、マイナス幅が縮小してきている。ただ、この統計は一月、二月の動きをみても仕方がないということは、先刻ご承知のとおりであって、基調的には、前年比のマイナス幅の拡大が止まってきているという位に理解をしていけばいいと思う。それから、失業率であるが、5.5%というのも同じ統計であるから、前月から 0.2%下がったという変化を強調しても仕方がなくて、水準が高いということである。因みに、4 月の展望レポートの頃に予想していた失業率の上昇傾向に比べると、先月までが随分早かったので、一回お休みとか、多少一旦下がる位でちょうど今の経済実態と合っているというふうに私はみている。逆に言うと、8 月の低下では、まだまだ転換点とまでは言い切れなくて、失業率は今後もまだ上昇基調を辿る可能性の方が、現時点では幾分高いと考えている。それから<毎月勤労統計>であるが、右端が毎勤ベースの名目賃金であるが、8 月が-3.1%である。4~6 月、7~9 月ともに 4%台のマイナスということで、やはり足許は特別給与のマイナスが加わっているので、マイナス幅が拡大しているという状況である。その給与であるが、図表 36 まで進んで頂いて、(1) の右端が、今みた毎勤ベースの特別給与の 6~8 月であるが、-13.9%ということで、過去最大の落ち込みになっている。(3) のアンケートであるが、この資料作成には間に合わなかったのだが、ここに書かれている以外にも労務行政研究所の集計があって、それであると、2009 年度の冬季が出ていて-13.1%である。同じ労務行政研究所の夏季の数字が-14.4%であったから、大勢観察として、夏、冬と同じような大幅な減少が続くという見通しである。これは、概ね我々の想定どおりであって、当面厳しい所得環境が続くということかと思う。雇用関連は以上である。

次に物価にいく。図表 37 である。国内企業物価の 9 月分が明日出る。数字を申し上げる位であれば、明日必要に応じてお伝えすることは可能かと思う。今の段階では、8 月の前月比+0.0%に続く、9 月の数字もゼロ近傍ではないかとみている。そうすると、3 か月前比であると、9 月はゼロないし若干のプラス、前年比はマイナスが縮小に向かい始めるということになる。それから、その次の C S P I、これは、グラフでご覧頂く。図表 44 までお進み頂きたい。図表 44 のグラフの細い実線が除く海外要因の前年比であるが、マイナス幅が緩やかな拡大基調にあって、直近 8 月は-0.8%となっている。広告、情報サービス、リース・レンタルを中心に下落していて、いずれも企業の経費節減を反映している。なお、ご覧頂いているこの 2000 年基準の C S P I は、今回までであって、今月 29 日に公表予定の 9 月分から 2005 年基準に改訂になる。それに先立って、来週 20 日に過去分の遡及改訂データを公表する。従って、次回のこのグラフは、2006 年以降の絵がある程度変わっているということになるということである。それから、次に C P I であるが、図表 45 である。(1) の右、8 月の除く生鮮の前年比は-2.4%、細い実線の除く食料・エネルギーをみると、-0.9%で 7 月と同じマイナス幅である。前回申し上げたように、除く食料・エネルギーは、需給ギャップとの関係などからみると、-1%前後位でマイナス幅の拡大に歯止めが掛かってくるのではないかとみているが、今回の-0.9%で横這いという動きが、その前兆であるかどうかまではよく分からない。この点、参考になるかもしれないので、東京の図表 47 をご覧頂きたいのだが、この図表 47 の (1) の右なのだが、9 月の数字が出ていて、これで見ると、除く食料・エネルギーが-1.4%と 8 月から 0.3%ポイント、マイナス幅が大きくなっている。ただし、これをもって全国もマイナス幅が拡大すると言うと、またこれも言い過ぎであって、第一に東京など各都市の C P I はサンプルが少ない分振れも大きいということがあつたし、それから中身を見ると、東京で 9 月に下がったのは (2) の縦縞の被服である。それから (3) のグレーの家賃である。こういうものは、経験により東京は全国の先行指標にならないことが分かっているので、これをもって、直ち

に全国が下がるとまでもいえないということで、予断を持たず、今後の動きをみていく必要があるということかと思う。その際、目線になる全国の当面の予想であるが、除く生鮮でみて、9月は8月並みのマイナスが続くとみていて、10月はマイナス幅が縮小し始めるが、まだマイナス2%台、11月からマイナス幅がある程度はつきりと縮小し始めて、12~3月頃が大体-1.1~-1.3%位で推移するのではないかと現段階ではみている。

以上、今月の指標を総括すると、輸出、生産の増加が続いていること、そして、当面続きそうであるということが、改めて確認されたという点が平凡ではあるが最大のポイントかと思う。それに関連して、設備投資についても、減少ペースが緩やかになってきているということ位はそろそろいえそうであるし、雇用についても厳しさがどんどん増すというフェーズは終わりつつあると考えている。しかし、同時にもう一つ重要なことは、生産の水準がまだ2001年のボトムよりも低いとか、失業率が過去最高水準圏にあってボーナスも過去最大のマイナスとか、短観の業況判断DIについても、中小企業はあまり回復感がないということで、そういう目を覆うばかりの現実であるという訳である。ということで、年初の最悪の時期を基準にしてバックワードにみると、それなりに良くなってきたなという感じはするが、同時にフォワードにみると経済が本来の姿を回復するという目標地点は遙か彼方であって、しかも足許はスタートダッシュのエネルギーが少し切れてきて、かつ目の前には霧もかかっているということであるので、経済情勢は着実に改善に向かっているが、全体の道のりからみると、このペースは非常に歯がゆいという感じもするということである。ということであって、実は後で関根調査統計局参事役からご説明する今月の月報についても一応前進はしているので、シンプルに持ち直しているという表現を使っているのだが、今申し上げた相対的な持ち直しの歯がゆさということからすると、持ち直しつつあるという位で、少し表現を刻んでもいいのではないかと、多少迷いを持っているというところをお伝えしておきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

水野委員

今日、時間の関係で説明がなかったのだと思うが、公共工事請負金額は9月は多分駆け込みで高いのだが、10月は逆に減っていく。その後のイメージは何か分かるか。全然分からないので。

門間調査統計局長

そこは、取り敢えず、我々は、ずっと本予算、補正予算と執行されるという前提で考えているので、下期もそれなりに出るということだったのだが、補正予算はご案内のように止まっているし、それから本予算の方は、これはある程度執行されていくだろうが、どの位前倒しが出てくるのかとの評価もなかなか難しいので、正直に申し上げて下期以降は少し不確実性が高い。おっしゃったように、9月はそれなりに発注が出るのではないかと考えているので、それを確認して改めて評価をするというように思っている。

水野委員

門間調査統計局長の話を知っていると、1～3月、4～6月のところ、つまり暦年で見た来年前半でこれといったリード役がないと感じられるのだが。

門間調査統計局長

1～3月については、これは先程申し上げたように二番底と言うよりは、本当に今は分からない。場合によってはずっと上の方にいく可能性もあるという状況である。あまり1～3月を極端に心配する必要はないが、やはり4～6月については、自動車が今これだけ売れていると、その反動は間違なくあるので、その辺りに公共投資も減るだとか、色々他のマイナス

要因が加わってくると、厳しいのではないかという感じはする。

亀崎委員

そうすると、当面は増加を続けると見込まれるというのは10～12月まで。

門間調査統計局長

そこまで明確に区切ってはいないが、当面はと今回付けてあるのはそういう気持ちが多少入っている。ずっと、そのまま延長線上に伸びていくという感じではなくて、「当面は」というまさにそういう感じである。

中村委員

物価だが、先程少し触れられたが、最近輸入品が増えているとか、あるいは生産の海外シフト、為替の変動等これから先の物価に与える影響は何か。それからもう一つ、雇用のことである。一部産業では、派遣を増やすとか臨時工を増やすといった動きもあるのだが、一方では、できれば雇用は増やしたくないとか、社内失業が600万人いるとか言われている。これから生産が伸びたりしても、雇用は当分改善とはいえないという気もするのだが、その辺のことについて。

門間調査統計局長

まず、物価については、輸入品との関係では、おっしゃったように、これはアネクドータルであるが、最近、衣料品などでも相当安値のプライベート・ブランドが出てきているが、そういうものは中国だけではなくて、バングラデシュとか、相当幅広い地域から安値で輸入されていると聞いている。需給ギャップと物価の関係は過去の関係をみているので、需給ギャップとの関係が崩れているとまで言うつもりはないが、その辺も含めてよくみていかなければならないということかと思う。

それから、雇用面であるが、おっしゃったように確かに当面期間工を増

やすとか、応援を増やすとかいう話は出てきてはいるが、これもやはり4月以降の稼働率の低下というのが目にみえているものだから、あまり無理をしない。つまり、なるべくグループ内での応援とか、地域内での応援ということで補充をとどめておいて、新しい人を本格的に採用するところまでいかないというのが今の実態である。マクロ的にどういう感じになっているかと言うと、GDPそのものが相当落ちた訳である。雇用の落ち方は相対的に小さいということで、一人当りの労働生産性、単純に実質GDPを雇用者の数で割ったような労働生産性で見ると、1995年位からトレンドラインを引くと、大体足許トレンドラインに対して4%位労働生産性が落ちているということになる。勿論、ラインの引き方次第で少し変わってきてしまうのだが、仮に4%位生産性が低いということが正しいとすると、今後1年間でもし4%成長すれば、直ぐにまた雇用が増えるけれども、そうではなくて、例えば2%成長であると、1%雇用が減ってもまだ人が少し余っているという感じになってしまうから、足許の雇用のマクロ的な余剰感は相応に高いと考えておくべきかと思う。

水野委員

生産・所得・支出のメカニズム——昔も今もあるのだが——で考えてみると、生産がピーク比8割まで戻って、そこで漸く採算が取れるところは取れる、取れないところは相変わらず取れないという感じだとすると、生産がかなり上振れていくという話が来年以降ないと、先程言った雇用もそうだし、それから消費もそうであるが、なかなか明るい絵までは描けない。極端に弱気ではないのだが、生産を上を持っていくものを内需、外需でみた場合、やはり海外経済は、北米、それからユーロ圏がまだみえてきていない。そういう状況を考えると、外需については、新興国頼みという感じである。内需については、まさに、今の状況を考えると、なかなか良い回転になってきていない。そういうことを考えていくと、あまり強気の絵は描けないのではないかと勝手に思っている。

門間調査統計局長

勿論、それはそうなのだが、今生産が増える方向で話が聞こえてくる中身というのは、ほとんど中国とか新興国の需要である。ただ、ここは意外と強いかもしれないという感じもある。何か月も前から中国はいつか失速するのではないかと言われつつも、電子部品なども好調が途切れないという感じもあるし、それからそうこうしていると先程申し上げたように韓国、台湾向けとかに随分半導体製造装置類が出始めるという感じが出てきている。まだレベルは低い。中国なども日本の現地法人なども含めて、工作機械とか、機械の部品とか、あるいは消耗品とか、色々なものが出始める雰囲気もあるので、資本財・部品も含めて、アジア向けに輸出が広がってくるかどうか、これは当面のポイントだと思っている。内需は、正直に申し上げて、なかなか国内の先程おっしゃった循環には行き着かないので、暫くは輸出で何とか凌いで、その間にエネルギーを溜め込んでいくという、そういう期間がやはり半年、1年位必要なのではないかという感じがする。

水野委員

中国、アジアは、かなり引っ張っていかないと厳しいのだろうというイメージを考えていたのかなと思って。

門間調査統計局長

そこは先程の国際局の議論にあったように、バブルないしは持続性が無い形で成長してしまうとまずいが、まさにそこが持続性を保ちながら中国等が高成長できるかどうか、そこに日本経済の命運もかなりかかっているということかと思う。

白川議長

先程の予算の執行というところで、香川財務省大臣官房総括審議官、何か補足があれば。

香川財務省大臣官房総括審議官

今日まさに締め切り、明日であったか、補正の執行を停止するということなのだが、公共事業などがかなり止まるので、非常に不透明感があると思う。加えて、来年の予算についても、15日までに出すということになっているが、ペイ・アズ・ユー・ゴーみたいな話をしているので、国土交通省の関係でいえば、例えば暫定税率の廃止などと言うと、国費だけで約1兆7,000億円、どうするかと言うと、多分、公共事業を切るしかないと思う。厳格にやろうとすれば。であるから、今の原則をあれすると相当な落ち込みになると思う。公共投資でいえばである。一方で、子供手当とか、ああいうものがどういうように制度的にできるのか、まだ少し不透明なので。補正に限って言うと、2兆5,000億～3兆円停止すると言っているが、あれは財源がある訳でない。国債を発行して、ここまで歳出することができるという歳出権を取っている訳で、税ではないので、本当は、これを止める場合には、国債を発行しないというのが、原則だと思う。そういう意味では、財政縮小的ではない。何に使うかまだ決まっていないし、補正財源で使うのか、来年の予算の財源で使うのかというのものはっきりしていない。そういう財源であるから、恒久財源にはなり得ない訳である。来年の本格的な本予算の制度的な歳出に対する財源にはならないと思うので、景気次第であるが、11月、12月、何かやらなければならないのではないかと話になった時に、補正で使おうと思っていた分を別に使うという話が出てくるのかもしれない。

白川議長

難しい話をお聞きした。

ご質問あるか。

山口副総裁

現状評価について、門間調査統計局長から、場合によっては、持ち直し

ているというところまではいかずに、1ノッチ手前でとめてもいいかもしれない、との話があったが、局長の感じからすると、予想していたよりも景気の展開が遅いということなのか。

それから、白川議長が言っておられる急性症状は脱したが、慢性症状への対応はどうなのかという点であるが、やはりその対応は難しいという感じを持っているのか。先行きの不透明要素ないしダウンサイド・リスクとしてよくみていく必要がある、という感じを持っているのか。

さらに、門間調査統計局長が言っておられたとおり、国際分業体制の変化という話は今の段階で議論するには、ピクチャーとしてやや大き過ぎる感じはある。ただ、そのうえで感触を聞きたいのだが、パニック後の世界経済は、産業構造も需要構造も変わるだろうし、そうした構造変化を先取りするような動きは既にみられ始めているのか。また、それは日本経済にとって、足を引っ張る要素なのか。あるいは少しでもプッシュする要素になるのか。その辺はどのようにみているか。

門間調査統計局長

まず、最初の表現の話であるが、これは全く表現をどうするかというテクニカルな問題に近くて、私自身の判断が何か足許下振れているとか、思ったほど回復していかないという感じではない。元々、緩やかな回復という想定をしていて、この先緩やかであったら、刻める表現があるのであれば、刻んでいった方がいいのではないかという気持ちがどこかにあるということである。やはり、一步一步行くのだという感じが出る位の方が全体の道のりの感じから言うといいのではないかと。確かに足許生産が7%、8%増えて、10~12月も緩やかになるとは言っても3%増える訳である。通常であれば、3%増えるというのは結構大きな変化なのである。ただし、レベルが先程申し上げたようなところであるから、先をみると長いなど。長いだけにやはり一回一回の変化はなるべく小さい方が、辻褄が合いそうかなという感じがするということである。

野田委員

ボキャブラリーが限られているから。

門間調査統計局長

それから、二番目のいわゆる内需というか、日本固有の力でもう少しきちんと成長できないのかという問題については、これは今に始まった話ではなくて、ある意味ではバブルの頃からずっとある話である。それに対して、構造改革がそれなりに進んできたという面はあるのだろうが、やはりグローバル化の進展とか、世の中の客観的な条件の変化の速さに比べて、日本の構造転換が速くなかったということがずっと言われてきて、その問題を引きずりながらこの局面にきているので、そういう問題が残っているということだと思う。池田信夫先生であったか、結局 30 年間できなかったことなので、今直ぐにやろうと思ってもできないと。いや、これは池尾和人氏であったか、確か池尾氏である。30 年間できなかった宿題なので、これから 5 年、10 年でできるはずがないと、だから 2010 年代の日本は真っ暗だとかおっしゃっていた。例えば、それに近い話を、私も多少思っているところがあるということである。

西村副総裁

それに対応するのは、実はもう一つは、30 年間マグマが溜まっている可能性もある訳である。要するに、これは自動車のことで絡んでもいるのだが、ペントアップ・デマンドが出てきているかどうかというか、そういうような方向に向かっているのかどうかである。

門間調査統計局長

その前に、山口副総裁の三つ目の話について少しみていくと、まだ少し、やはり今の時点で明確な方向性について評価をするのは難しいかなと思っている。今とにかく企業が考えていることは、このパニックの後の立ち直りに対して、なるべく今ある需要をしっかりと取り込んで、その中でな

るべくローコストでオペレーションをしたいと、今この一点である。であるから、非常に経営がディフェンシブになっている訳である。従って、世界的にネットワークがあるのであれば、その中にできるだけ有利なところを使っていくという姿勢が非常に強い。ところが、過去、5年、10年、20年というタームでみていくと、海外生産比率はどんどん上がってきているのだが、必ず景気が良くなるとまた日本でも投資をするということを繰り返してきているのが日本の製造業であって、ある程度アグレッシブなフェーズに入ってくると、単純に今あるものをどこで作るかというだけではなくて、次に何で成長するかという成長戦略を出していく。それが途切れない限りにおいては、日本の空洞化もそれほど進まずに、ある程度別の生産品でもって持ち堪えていくのではないかという感じはする。ただし、そこは少し長いタームでみなければ評価できない話であるので、今の時点では何とも申し上げようがないということだと思う。

それから、ペントアップ・ダイヤモンドという西村副総裁の話であるが、ペントアップ・ダイヤモンドというか、潜在需要は恐らくずっとあるのだと思う。例えば、それこそ介護とか医療とかはよく言われているが、それだけではなくて、高齢化や人口が減ると需要がなくなるのだとかいう単純な話ではなくて、人間の欲望というのは無限であるから、どんなに年をとっても、やはり安心したいとか、安全が良いとか、豊かな文化に親しみたいという気持ちは必ずあるものなので、そういう潜在需要を掘り起こしていく力というのが、どの位付いているかということだと思う。であるから、ペントアップ・ダイヤモンドがあるというだけでは、解決にならなくて、それを掘り起こしていく力が付いているかどうか、恐らく大きなポイントになっていて、そこについての日本の内需喚起の民間の力が十分にこの数年間で変わっているか多分今問われているということだと思う。

亀崎委員

それに関連して、弱い動きの中でもう一点気になるのが円高なのだが、一時的に90円を割って、今90.04円である。短観も確か94円台でみてい

た。それで、過去と違うとは思いますが、円高の景気への影響が気になって、過去の動きについて図表 1 の業況判断の景気循環が GDP の動きと非常に似ているので、これでもてみた。1970 年代の後半の回復局面で少し下がっているところがあるが、内閣府によると、1977 年の 1 月を山とし、谷を 1977 年 10 月としている。これは、ミニリセッションとして円高不況と言われている。その次、1980 年代にハイテク景気として上っていく局面における山が 1985 年の 6 月で、1986 年 11 月が谷とされる。ここはまた円高不況と言われる。景気が上がっていく局面で、こういう円高不況と言われるものが、過去 2 回ほどあるのだが、今回のこの弱い動きの中で、今の円高というのが少し気になる。勿論、この時と比べれば生産はかなり海外に出て行っているという違いはあると思うが、これがどのように影響してくるのか。何かリスク要因の一つとして加わってきたような気がしてならない。

門間調査統計局長

90 円位で安定すれば、それほど大きなリスクではないと思うが、ここからまたさらに円高が進行する可能性まで含めて、多少ディフェンシブに対応しようとする企業は、やはり海外生産ということを使い始めている。ただ、これも取り敢えず言っているだけで、本当に実行するか分からないのだが、円高になると、そういう意識の方向にどうしても製造業が向いていく。しかも円高だけではなくて、元々申し上げているように新興国の需要への対応とか、製造業での派遣労働者の問題、それからそもそも内需が乏しいとか、色々な要因があるので、そう考えると、それに円高が加わった時にラスト・ストローになって、背中をプッシュする可能性はなくはないとみている。

野田委員

実質実効為替レートが図表 12 にあるが、過去からずっとみていくと、確かに方向としては、危険な方向にあるということはそうだし、ある意味では

リスクの一つになるだろうが、このレベル感というのは、先程亀崎委員がご指摘になった円高不況——まさに文字どおり円高不況と言われた頃——に比べるとまだ相当円安レベルではないか。

門間調査統計局長

レベルはそうなのである。ただ、極く長い目でみたレベルはそうなのであるが、やはり 2005～2007 年位の円安局面を前提にして、今の様々な生産構造ができています。そこからの変化ということで言うと、2 割とか、ボトムから見ると 3 割、円高になっている訳です。であるから、そのことの影響は決して小さくないので、ここで止まるのか、さらにもう一歩円高に行くのかというところで、最後の企業の意味決定が変わってくる可能性は十分にあると思う。

須田委員

業況判断のところで、先程大企業と中小企業、製造業と非製造業の落ち込みと回復度合いという話があった。地方で話を聞いていると、輸出関連のところは凄く落ち込んだけれども、自分達のようなもともと非常に悪いところは落ち込まなかった、落ち方も小さいから上がり方も小さいのだ、という話がよく聞かれた。この業況判断をみていると、そのギャップはどうか。そういうことと過去の話とをどういうふうに…。

門間調査統計局長

おっしゃったようにそこは、勿論そういう面はある。とにかく、在庫調整と政策効果でもって上がってきているから、全部、製造業かつ輸出関連である。そこはおっしゃるとおりなのである。ただ、レベルをご覧頂いても、特に中小企業の非製造業というのは、これはレベルが 1998 年とかの金融危機の頃とほとんど変わらない訳です。そういう意味では、先行きになっても、あまりそのレベルから這い上がって来ないというところに他のセクターと比べての弱さがやはり出ているのではないかという感じは

する。元々、そんなに落ちなかったとおっしゃるが、その前の景気回復の時に上がっていない。2006年のピークでもマイナスであるから。そこから落ちなかったとおっしゃっても、基本的に弱いというピクチャーは変わらないと思う。

須田委員

こちらで言っている訳ではなく、本人たちがそういうふうに言っている。景気の良い時期も景気は良くなかった、というように彼らは言っていた訳である。あともう一つ、自動車の反動減だが、例えばプリウスはかなり前に3月分までの受注が取れてしまったから、その後はぱたっと受注が止まってしまったのか。それとも、ある種需要の掘り起こしをしてその後もある程度受注があるのかどうか。その辺は如何か。その反動の強さについて。

門間調査統計局長

基本的には好調なのだが、ただそうは言っても、やはり25万円とか40万円貰えるというのを目当てに注文した人も相当いるので、その部分はもう止まってしまったということである。その分が他の車に今波及していて、それもいずれ3月までには止まってくるので、やはり4月以降の反動減は、今、口々に言われているところである。

白川議長

他にないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

雨宮企画局長

金融環境の現状評価についてご説明する。金融環境のデータは、事前に

資料をお配りした後に、貸出、マネー、倒産等が出ているので、今日はまず事前にお配りした金融環境の現状の参考計表で途中までご説明し、途中から本日お配りしてある（参考計表・その2）に移るということで、ご説明していきたいと考えている。

まず初めに、事前配付している資料5、金融環境の現状評価の参考計表をお開き頂きたい。まず1ページ目であるが、家計・企業のインフレ予想であるが、一番上、(1)生活意識に関するアンケート調査が新たに出ており、左側の量的質問に対する回答については、灰色実線——現在の実感インフレ率——はゼロまで落ちてきているが、太実線の今後の1年間、星印が付いている今後5年間の将来の物価の見方はあまり変わっていない。その右側は質的質問からカールソン・パーキン法で推計したものである。これをみると、今後5年間と今後1年間の予想インフレ率は、微妙にマイナスが縮まっているように見えるが、横這い圏内ということだろうと思う。これで縮まっていくとみる必要もないと思う。左下の内閣府の消費動向調査——これは明日出るので、まだ8月の数字であるが——も横這い圏内であるので、CPIの前年比マイナスは深くなっているが、全体として家計（人々）の見方はあまり変わっていない、安定的であるというようにみておいて良いかと考えている。図表2の方は、新しいデータがESPフォーキャストで今出ているところなので、まだリバイスされていない。右下の(4)インプライド・フォワード・レートからみたレートも余り大きな変化はないということである。以上インフレ期待についてである。

資金調達コスト関連である。5ページの図表5である。全体としては引き続き低水準・横這い圏内の動きということで良いかと思う。まず、上半分の8月の貸出約定平均金利であるが、短期が8月少し上がって、長期は下がったという凸凹はあるが、合計した真ん中の総合、除く交付税特会向けをご覧頂くと、8月1.493%、その左が4~6月1.494%であるので、全体としては横這いという評価で良いかと思う。真ん中より下のCPと社債発行レートは弱含み・横這い、概ね横這い圏内であるが、まだ少しずつ下

がっている感じだろうかと思われる。CP発行レートのスプレッドをご覧頂くと、A-1+格とA-1格はほぼ横這いであり、A-1+格で-0.01%と、リスク・フリーの国債レートとの逆転現象が続いている。因みに、CPスプレッドをリーマン前の1年間の平均との比較で申し上げますと、A-1+格で1年間+0.07%であったが、それが-0.01%と逆転しているし、A-1格も0.16%だったのが、今、0.07%であるので、A-1+格、A-1格は既にリーマン前を下回っているし、A-2格もリーマン前の1年間は+0.33%であったので、ほぼ遜色のないところまできている。それからその下の社債発行レートも概ね横這い圏内であり、AAA格、AA格についてはリーマン前をかなり下回っている。今、焦点は、段々A格の人気の高まっているということであるが、これは後程量のところで申し上げたいと思う。

この三つを合計した、6ページの図表6の下半分、総資金調達コストの内訳であるが、加重平均、一番右側の8月、黒い社債発行のところは、縮まっているように見えるが、8月は社債発行が少なかったというウェイト要因であるので、それを頭の中で調整してみると、引き続き3か月間、ほぼ横這い圏内の非常に低い調達コストが続いているという評価で良いかと思われる。一点、注釈であるが、図表7の真ん中で、スプレッド貸出のスプレッドだが、これは元々昨年末から金融危機に伴って貸出が増加する中でスプレッドが上がったものの、その後は一服し、この後は下がってくるのではないかとみていた訳であるが、一番右の8月は、ちょっとジャンプしている。中身はまだよく分からないが、ヒアリング情報等によると、優良企業が社債の発行の方にシフトしているということで、貸出のスプレッドの高いものが残った、というような話が聞かれている。以上が調達コストの動きである。

この後、ローンの動きで、ここから今日お配りしている（参考計表・その2）に移って頂きたい。図表11から始まるが、民間部門の資金調達である。本日、貸出やマネーサプライ等が出ており、それを入れて集計した数字であり、一番上、9月の民間部門総資金調達は+0.3%と、この間の春先以降の傾向で徐々にプラスの伸びを低めている。中身をみると、銀行・信

金・外銀計の寄与度が+1.2%ポイントから+1.1%ポイント、それから下から2番目のCPの寄与度が-0.7%ポイントから-0.8%ポイントとマイナス寄与を大きくしていることの二つが特徴である。この数か月間、同様の傾向であるが、企業の資金需要という観点からみると三つ特徴点があり、一つ目は、手許積み上げの一服、あるいは取り崩し、二つ目は、運転資金・設備資金需要の鈍化、三つ目は、社債等による前倒し調達の進展ということで、資金需要が全体として鈍化してきていることが端的に表われているということであろうと思う。真ん中の貸出であるが、9月は+2.3%と伸びを低めている。特に大企業の手許が良くなっていることは、都銀の貸出の伸びが他の業態と比べてやや大きめに下がっているところに表われているとみている。それから、同じような運転資金需要の鈍化を反映して、真ん中より少し下のCPであるが、9月-31%ということで、量的にはCPの発行量もどんどん低下しているが、市場地合いは先程も申し上げたとおりに非常に良いということである。一番下の公募社債であるが、8月、先程も申し上げたとおりに若干一服だったのだが、9月は勢いを取り戻して、6,920億円という盛況であった。この結果、4~6月、7~9月と、今年度上半期の企業の社債発行額は合計4.3兆円ということで、半期ベースでは既往最高の発行になった。この1か月の社債市場の特徴を二点挙げると、一つは、9月には再び増額発行が何件かみられたということ。もう一つは、数年振りに再開する——3年振りとか6年振りとかに再開する——企業の参入がみられたといったことであり、社債市場は極めて良好な地合いということがいえると思う。先程も少し申し上げたが、社債市場はかなり人気があることの証左として、社債を発行する時のマーケティング・レンジ——1か月前に目論見書を出す時に大体このレンジで発行すると言って応募を募る——の下限——一番値段の高いところ——で、どの程度実際に売れたかというデータをみると、A格で、リーマン破綻前は大体30%がマーケティング・レンジの下限での発行比率であったのが、今や80%である。ほとんどが下限で発行されているということで、その意味では一部過熱感もあると思う。それに対してBBB格の方は9月に750億円出

ているが、これは個人向けと一部の鉄道関係の公益企業ということで、発行業種・業態が限定されてきている状況だろうと思う。BBB格以外の社債、それとCPについては、改善が進み、もはや発行状況が非常に良好であると評価して良いのではないかと考えている。貸出の伸びの鈍化の中身を3ページの一番上の借入主体別でご覧頂くと、薄いシャドーの企業向けの伸びが2008年の終わりにかけて相当高まり、これが段々縮まってきている姿がみて取れる。

それからアベイラビリティの方に移り、4ページ、図表17と書いてあるところがある。こちらは先般短観が出ているが、全体としては、大企業は相当好転——良くなっている——、中小企業は改善はしているが、そのテンポは非常に限定的であるという結果であった。一番下の資金繰り、4ページの資金繰りDIをご覧頂くと、大企業については直近の短観でプラス6のところまで「楽である」超が増えた訳である。その下、中小企業も-18ということで、マイナスの幅は縮小はしているが、縮小のテンポは非常に限定的であることが、特徴的に表われている。同じようなことは、その上、真ん中の金融機関の貸出態度に関するDIも同様である。その他、月次で日本公庫、商工中金等のDIも出ている。それぞれ少しずつ良くなっているということではあるが、そのテンポはゆっくりである。イメージを右側のグラフでご覧頂くと、例えば、図表19の左上の金融機関の貸出態度を短観で見ると、細線の大企業はかなり急角度で良くなっているのに対して、中小企業は鈍い。下の資金繰りでも、同様のことがみて取れる。ただし、ゆっくりではあっても改善方向にはある訳で、これと軌を一にする動きが6ページの倒産である。

これまでのところ倒産件数は、落ち着いているか若干減り始めている。これは新しいデータであるが、9月の倒産件数、1,155件、前年比-18%、季調値で1,213件、この季調値をグラフにしたのがその右側、図表21の上の段であり、その太実線を見ると、昨年の後半にかけて増加した後、横這いか、今、足許だけみると少し減り始めている。業種的にはこの数か月建設が減っていたが、9月だけでみると、ほとんど全ての業種で減少して

いる。

最後に、マネー関係の数字をみる。一番上のマネタリーベースは 9 月 +4.5%。下にある日銀当座預金（リザーブ）の積み上げ幅が前年比で計算すると段々縮まってくるので、+4.5%と若干プラスが縮まっているが、引き続き高い伸びである。この中で少し目立つのは銀行券であり、9 月、+1.0%と伸びを高めている。前月、金融機関が、昨年のリーマン以降、厚めに持った手許を今リリースしているので——このグラフの下の（参考）の金融機関保有現金のマイナスにそれが表われている訳であるが——、多分、銀行券のプラスは、段々、縮まってくるだろうと申し上げたが、9 月は +1.0%と伸びを高めた。これは、いわゆるシルバーウィークの大型連休で、銀行券がかなり大量に出たということが背景である。正確に言うと、出た量は予想どおりだったが、戻りが鈍かったということである。逆に言うと 10 月になってから戻っているので、10 月は恐らくゼロ近辺、場合によってはマイナス位になるかもしれないが、この動きを基調的に支配しているのは、今申し上げた金融機関保有現金のマイナスであるとみている。真ん中、マネースtockについては、引き続き幾分伸びを高めるという展開になっており、9 月は M2 で +3.0%。中身は、今申し上げた現金の要因で、現金通貨が 8 月の +0.8%から 9 月に伸びを高めているということと、預金通貨も伸びを少し高めているということである。因みに、M2 の +3.0%という伸びであるが、ちょうど右側のグラフ、9 ページの（2）マネースtockの太実線のグラフをご覧頂くと、M2 が 3%の伸びになったのは 2002 年の 11 月でちょうど IT バブル崩壊の後のエンロン・ショックで、エンロンが入っている投信等からマネーに相当金が戻った時以来の伸びである。マネーの中身としては、引き続き財政要因である。一番最後の 10 ページの上のバランスシート分解（M2 の要因分解）で、ご覧頂くと、白抜きの部分の財政要因が、引き続きプラス方向に寄与しているということで、マネーは高めの伸びを維持している。この間、斜め線のその他要因が、シフト・アウトの方に効いているが、これは恐らく、個人等で投信・株式等に資金が流出しているということだとみている。個別項

目は以上である。

全体の評価で、二点コメントさせて頂きたい。まず一点、金融環境の総括評価であるが、先程の門間調査統計局長と同じような話になるが、今回、一応プラス材料として二つあると考えている。一つは、短観が出て、アベイラビリティ指標が全体としては改善の方向に向かっていることが確認されたことが、一点目である。二点目は、C P・社債市場が一段と改善し、一部では過熱感も出てきているので、改善しているという進行形というよりは、良好な状態になっているという状態の評価でも良いと思っている。短観等でみた資金繰り、C P・社債市場という二つの材料からみると、金融環境の改善については、もう一歩進めても良いのかなという気もした。一方で、前回の金融環境の評価は「改善の動きが広がっている」としている。「広がっている」というのは、動きが入っている概念であるので、今回お手許にお配りした資料だと、「さらに広がっている」と、「さらに」を入れた。この二つ位の材料であれば、「広がっている」という動きの中に入っているかとも思っているが、少しここは悩んでいる。

それから、もう一点は、この後の半年位を展望した金融環境の動きのイメージである。これまで、金融環境を金利・量・アベイラビリティという三つから整理してきた訳であるが、少し悩ましい動きが出てくるだろうと思うのは、量の点である。今の三つで申し上げると、金利については、恐らく低金利が続くということを前提にすると、この後、成長力が少しずつ戻り、C P Iのマイナス幅が少しずつ縮まってくるということになれば、実質金利は下がってくるし、成長力との格差も縮まってくるので、むしろ低い金利が持つ景気刺激力が強まっていくという方向になるだろうと思われる。アベイラビリティも、ゆっくりとではあるが、恐らく改善の方向が展望される。ただ、量については、今、貸出等で申し上げたとおり、金融危機あるいは金融不安の後退、資金需要の低下に伴って、企業の資金繰りは改善するが、貸出やC Pの量はむしろ低下するという現象がしばらくの間並存するというのを、念頭に置く必要があるかと思っている。

白川議長

それでは、ご質問をどうぞ。

須田委員

今の、量として下がるかもしれないというのは、CPと貸出だけか。

雨宮企画局長

取り敢えず、それぞれのウエイト付けを外して全部挙げると、まずCPは既にもう相当落ちている。貸出も一番伸びたのは去年の末で——確か一番伸び率が高かったのは、今年の1月であったので——、自然とその反動が出るため、いずれかなり下がることは確実だろう。それ以外にも量の指標として、今申し上げたキャッシュも予備的動機で金融機関が積み上げた反動が多分この後出てくるので下がるし、リザーブも昨年にかけて相当潤沢な資金供給をしている訳であるが前年比という観点では、これも段々下がってくるので、量の動きは、いわば金融危機を乗り越えたが故に、むしろ前年比は下がっていくという状況がしばらく並存するという事だろうと思う。

野田委員

金融環境に対応する評価の材料自体は、ネガティブでもポジティブでもないということであるか。

雨宮企画局長

金利、量、アベイラビリティという三つの柱で評価する時に、少し見方を注意していく必要があるし、世の中への説明にも注意する必要があるという意味である。

野田委員

資金需要との対比で捉えるということがやはり必要であるので、市場に

出ているアベイラビリティそのものは下がっても、企業の逼迫感というのが…。

雨宮企画局長

それが多分、アベイラビリティ指標等で上手く表われてくれると良いのだが。

野田委員

なかなか難しいな。それだけでみるというのは。

西村副総裁

9 ページのマーシャルのk。1997 年以降急速に上がって行って、それが落ち着いて、またさらに上昇している。この評価であるが、基本的には、貨幣ストックとGDPとの関係がどんどん希薄になっているように考えるべきなのか、それとも一時的な問題なのか。以前もその議論をしてきた訳だが、どのようなお考えか。

雨宮企画局長

それは1997 年から2005 年の動きもそうであるし、その前もそうであったが、マーシャルのkの動きをどう読むかということで、まず単純に考えると、ここに書いてあるグラフの1995 年だけをみると、足許非常に急激な動きが起きていたようにみえるが、長い目でみると上方トレンドがあるということなので、恐らく長いトレンドからの乖離ということでも必要があると思う。ではそのトレンドからの乖離でもって、どの程度、名目GDPなり物価とM2の関係を短期的に連関の強いものとしてみるかという、これは今、副総裁がご指摘になったとおり、過去、物価、成長率と比べると、短期的にそう強い連関はない訳である。しかし、確実にいえることは、かなり大きな変動が起きた時、例えば1980 年代後半の日本——バブル期あるいはバブル期直前の日本——だとか、あるいは今回で言う

と——これは別の機会でご報告申し上げたが——、2000年代半前後のヨーロッパであるとか、マネーの動きが非常に大きく急激に動いた時には、必ずしもフローの物価とか実体経済活動だけではなく、資産価格の動きも含めて何らかの経済・金融活動の変調と対応している可能性があるという目でみる必要があると思っている。ご指摘のとおり短期的な経済活動との連関性はそう強くないので、今の名目GDPに対するM2（マーシャルのk）の上昇が、直ちに物価上昇とか、そういうものをもたらすとみる必要は今のところはないと思っている。ただ、そうやってみていて、忘れた頃に何か災害が来るというケースもあるので、そこは時々この手の指標で申し上げるが忍耐を持ってみるということが必要であると常に思っている。

水野委員

社債の発行が増えている理由というのは、多分、企業はクレジットの状況が悪化するとみて、アベイラビリティについても必ずしも楽観していない——銀行が貸出態度を非常に厳しくするというのは、なかなか今の銀行の収益を考えると考えにくいとしても——ことにある。景気回復が緩やかかつスラックが残った状態が続くとみられているので、企業は格付けが下がることについてもものすごくナイーブになっていて、デット・エクイティレシオの改善に際して銀行にお金を返すのではなく証券を買ったり、あるいは社債は今のうちに出しておかないと後で資金を取れなくなると考えている。

雨宮企画局長

簡単に言ってしまうと、そういうことになる。企業に実際に社債をなぜこれほど出すのかと聞けば、幾つかの理由が出てくると思う。一つはやはり、長い目でみた長短比率の是正ということが必ず出る。それから、今おっしゃったような、先行き社債市場がどうなるか分からないので、市場の地合いが良好なうちに出しておきたいということ。もう一つは、今後の銀行

に対する金利交渉に当たっての交渉力の武器としても出しておきたいということ。こういうことが出てくるのだが、色々なことを考え合わせると、やはりまだ将来について不安があるので、出せるうちに出しておきたいという——例えば長短比率の是正というのでも纏めてみるとそういうことになるので——、そういう気持ちが相当強いのだろうとは思う。

水野委員

何が言いたいかと言うと、資金需要が基本的になかなか高まらない中で、これだけ出すということは、多分続かないことだろうなど。

雨宮企画局長

続かないか、他のものが凹むかである。今、典型的に起きているのはC Pが凹んだり——これも長短比率の是正で、短期のC Pよりもむしろ社債でいこうと——、もう一つは、多分、貸出にその影響が出てくるのだろうと思う。

水野委員

然り。

山口副総裁

先程、西村副総裁が言われたことと関係するが、資料の図表 25 のファイナンシャル・インバランス指標をみると、これでどこまで正確にインバランスを把握出来るのかという問題があるにしても、(4) のマネー・ギャップは随分広がってきている。これについて、直ちに何か問題があると言うつもりはないが、我々が一応これをインバランスの指標としてみている以上は、多少分析の手も入れながらチェックしていく必要があるのかもしれない。

野田委員

これは、GDPが落ち込んでいることの影響も結構大きい訳であるか。

雨宮企画局長

統計的には、割り算であるのでそうである。ただしよく「ゴムひも理論」と言っているが、例えば名目GDPと物価との間にゴムひものような関係があつて、短期的には伸びたり縮んだりするが、長い目でみると、やはり引っ張られてくるのだ、という関係がどの程度強いとみるかである。その時に引っ張られるのは、マネーの方が増え過ぎたので、例えば企業が貸出をどんどん返す、つまりマネーが縮んで二つの関係が縮んでいくという格好か、それとも例えば、インフレになって名目GDPが膨らむという格好で名目GDPの方から近づいてくるのか、両方あり得るのだと思う。

野田委員

今回の場合、その要因がかつてに比べると、マネーギャップを大きくみせているということを行っている。

雨宮企画局長

然り。名目GDPの影響は今は大い。

須田委員

今のインバランスの指標のところであるが、きちんとしたものをまだみていないのだが、元々凄くマネタリーアプローチの意識が強かったIMFが、そのような指標の分析を出している。それをみると、信用の拡張とGDPに占める投資の比率、経常収支、土地、株価等の資産価格の変化ということで、マネーの指標が入っていない。そんなものなのかなと思ひながらみていたが。

雨宮企画局長

資産価格が心配であれば、資産価格をみていれば良い訳で、マネーをみていなくて良いではないか、というのが基本思想である。ただ、多分、資産価格をみていると、必ず説明が色々出てくる。割引現在価値であるとか成長率がこうであるからと。クレジットとかマネーといった大きな指標がさっとみる意味は、それに対する一種の解毒剤というか、そういう意味があるのだろうと思う。

山口副総裁

先程、雨宮企画局長から、これから先、量の指標が落ちていくことになるという説明があった。そのことは、市場機能が低下する中で、我々が各種市場に介入し、そこに流動性を大量に供給してきたことの裏返しである。市場機能が回復すれば、おのずと量を供給しなくてもよい状態になってくる訳で、この点は、我々としては気をつけて発信する必要があると感じている。これから先、量の減少が緩和の度合いの低下に繋がるというように、短絡的に受止められるリスクがあるので、我々が去年の暮れから今までやってきたことの意味と効果を、マネーの量との関係も踏まえながら、丁寧に説明していく必要があると思う。

中曾理事

各種措置とともに、やはり技術的には大きなものは、補完当座預金制度である。これでレートの下支えができるということで、かなり潤沢に供給を始めたのは去年 11 月積み期からである。超過準備が出始めたのは 2 回目か 3 回目位の積み期以降なので、その裏が段々ベース・マネー、準備預金のところに出てくる。

水野委員

あと社債はそれほど介入していないのではないかと。1 年未満では。

山口副総裁

社債の話は、確かにそのとおり。

須田委員

同じ観点から、海外の中央銀行に対する批判をみていると、貸出を増やせ、増やせという要求が凄く多いが、今後、貸出が減ってくることに
ついて、資金需要が少ないことと供給の問題点がなかなか分かって貰えないのが辛い。これからさらに辛くなる。

白川議長

貸出という意味では、欧米における去年秋以降の企業向け貸出伸び率の低下は凄まじいという感じがする。それと比べてみると、日本は、色々な議論があったが、企業向け貸出の伸び率が高まった数少ない国である。また、その水準からの下がり方も、相対的に日本は小さい。そういう意味では、欧米の貸出の状況というのは、今ここで議論したような要素と、それから純粹に景気をどうみるのかということの両方あって、彼らはより難しい問題に直面しているという感じがする。

水野委員

メガバンクなどからすると、仲介機能については欧米の大手銀行比較でこれだけ頑張っているのに、何故国内でこれだけ言われるのだろうか、ということもあるようである。去年、海外向けの貸出を戦略的に伸ばしたという部分と、金融仲介機能を果たしたというところには、彼らはそれなりに自負を持っている。そこのリスク管理は、ちゃんとやっていかないといけないのだが。

野田委員

2か月後くらいの新聞の見出しが嫌であるな。

白川議長

また明日議論するが、本当に私も含めて丁寧な情報発信が必要だと思っている。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、最後に金融経済月報の概要についての報告である。

関根調査統計局参事役

それでは、A3の前月との比較でご説明をさせて頂きたいと思う。私から実体経済、物価についてご説明する。(現状)の冒頭表現であるが、お手許では、「わが国の景気は持ち直している」と、先月の「持ち直しに転じつつある」から判断を進めた形になっているが、ここの部分については、先程、門間調査統計局長から「持ち直しつつある」にしてはどうかという悩みを打ち明けさせて頂いた。どちらにするかは、本日ここでご議論頂くというよりも、恐らく明日のステートメントで反映する話だと思うので、私共としてはステートメントの表現に合わせていく形で調整させて頂きたいと考えている。「持ち直しつつある」にするか、「持ち直している」か、いずれにしる前月から比べれば半歩か一步前進させた形になっているが、その理由が次のパラグラフの下線部分である。全部で四つある。最初の理由が、「輸出や生産も増加を続けている」ということである。二つ目の理由が、先日の短観で「企業の業況感は、製造業大企業を中心に、改善の動きがみられる」ことが確認されたということである。三つ目は、先程の説明にもあったが、設備投資であるが、様々な先行指標、一致指標等を見て、「減少ペースは緩やかになってきている」ということで、そういったところが三つ目の理由として挙げられる。四つ目であるが、雇用・所得であるが、先月までは「雇用・所得環境が厳しさを増す」という言い方をさせて頂いていたが、今月については、有効求人倍率等々で横這いの動きもあるので、「厳しい雇用・所得環境が続く」という形にさせて頂いて、こ

ういったところで少し表現を変えたことが、先程の冒頭表現に繋がるということである。

続いて、(先行き)であるが、「景気は持ち直しを続ける」というふうに変更させて頂いている。もしこれを仮に、「持ち直しつつある」というふうに、(現状)を半ノッチ後退させたようなケースであれば、(先行き)については、先月と全く同じ表現、「景気は持ち直していく」という形に変更させて頂きたいと思っている。そして、(先行き)のパラグラフであるが、これも先程ご議論があったが、公共投資については、「当面は」という言葉をここに付け加えさせて頂いている。そして、もう一つの下線部分であるが、「収益・資金調達環境や雇用・所得環境の厳しさが続く」ということで、先程雇用・所得環境のところ「厳しさを増す」から、「厳しい」という定性的な判断に変えさせて頂いたところと呼応する。ただしであるが、こちらを提出させて頂いた後に言うのも何なのだが、資金調達環境について、先月の「厳しさが残り」に対して、今月の「厳しさが続く」というのが、少し語感の問題なのだが、逆に後退させてしまったという表現にも取れるところがあるかと思う。また、方々なのだが、設備投資について、「厳しい収益状況など」というふうに(現状)のところでは言っていて、資金調達環境について直接メンションもしていない。こういったことを考えると、この文章の下線部分から「資金調達環境」自身を外してしまうということではどうかと考えている。その結果であるが、私共が今考えている案であると、この下線部分を「企業収益や雇用・所得環境などの厳しさが続く」というような言い方にさせて頂きたいと考えている。

続いて、(物価)であるが、こちらは特に申し上げることもないが、先程CPIの先行きについて、来月は大体同じ位の下落幅になるだろうということであったので、二つ目の下線部であるが、「消費者物価の前年比は、当面、現状程度で推移したあと」という形にさせて頂いている。私の方からは以上である。

加藤企画局参事役

続いて、(金融)のパートをご説明させて頂く。实体经济のところでも幾つかご説明させて頂きたいという点があったが、(金融)でも幾つかある。まず、最初の一つ目のパートであるが、こちらはマーケットを記述してある。事前に提出させて頂いた資料の中では、為替については「上昇」で、株価は「下落」、長期金利は「前月と概ね同じ」と書かせて頂いているが、日にちが経ったので、かなり動いてしまっている。為替については、前回の会合は1ドル=90円程度であったので、今になればほとんど同じ水準である。それから、長期金利についても、1.32~1.33%位の水準であるので、こちらは今1.295%であるから、概ね同じ水準になっている。あと、株価は1万200円~1万400円程度であったので、株価については、大体500円動くと上昇、下落という形で変えているので、これもあまり変わらない水準ということになる。また明日大きく変動すれば修正するが、今のままであれば、全ての指標について、前月と概ね同じというような形で書かせて頂きたいと考えている。それから、マネーストックについては、「マネーストックは、前年比2%台後半」という形で、予想して入れさせて頂いたが、先程雨宮企画局長からご説明したように数字は3%となったので、「マネーストックは、前年比3%程度の伸びとなっている」という形で修正したいと考えている。これは、機械的な修正である。

そのうえで、先程雨宮企画局長からご説明したように、悩んでいるところが金融環境の総括判断である。提出させて頂いた資料では「わが国の金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きがさらに広がっている」と、先月よりもう少し、気持ち判断を進めたいと思って、「さらに」を入れている。その背景は、各論のアンダーラインを引いているところである。一つは、CP・社債市場の環境の変化である。CPの発行スプレッドが大幅に低下していること、社債についてもA格以上が非常に順調、一部過熱感もあるということである。先月はCP・社債の発行環境は、「改善傾向が続いている」、「ただし、下位格付け先の社債の発行環境は依然として厳しい」という評価をしていたが、こちらは、低格付け社債を除

いて、「良好な発行環境となっている」という形で言い切って良いのではないかと思い、修正している。次に、最後の企業の資金繰りのところである。こちら先程ご説明したように、短観の数字、あとは日本政策金融公庫、その他商工中金の調査の数字をみても、中小企業についても、それなりに改善、かつ大企業については思っていたよりもさらに改善しているところから、「大企業では、さらに改善している」という形としている。ただ、総括判断は、改善の動きは「広がっている」と動的な表現になっているので、改善具合が進んでいることは、先月のままの表現でも読めるともいえる。また、資金繰りについても、資金繰り全体として改善の動きは続いているとの表現の中に、今回の変化も大体読み込むこともできるかもしれない。金融環境の総括評価を先月と同じにした場合には、資金繰りについても、先月と同じような表現にしておいた方が良いかと思っている。いずれにせよ、金融環境の総括評価は、先程、実体のところも同じであったが、ステートメントに入ってくると思うので、そこで委員の皆様方のご判断を伺いながら、ここを修正すれば、資金繰りの方も変えていくと思っている。私からは、以上である。

白川議長

内容面ではなくて、技術的な面で何かご質問はあるか。ないか。それでは、本日はこれで終了する。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て、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。

(17時00分中断、14日9時00分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定、二番目に金融・経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営等に

関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、六番目に9月16、17日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、大串博志大臣政務官、内閣府からは津村啓介大臣政務官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

Ⅲ. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定(資料-7)

白川議長

それでは、最初の議題である「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件に入る。資料-7の「担保掛け目等の年次レビュー結果について」を執行部から説明してもらい、質疑応答の後、採決等を行いたいと思う。それでは、お願いします。

吉岡企画局審議役

執行部よりご説明させて頂く。1頁目からご覧頂きたい。本日お諮りするのには、本行適格担保の担保掛け目等について、年次レビューの結果を踏まえて、「適格担保取扱基本要領」等の一部改正を行なわせて頂きたいという案件である。まず概要であるが、適格担保の担保掛け目等については、2005年以降年1回の頻度で見直しを行なってきたが、現行の掛け目水準を昨年10月6、7日の金融政策決定会合において設定した後、概ね1年が経過したので、その後の市場金利の変動状況等を踏まえて、掛け目水準の妥当性を検証し、その結果に基づいて必要な見直しを行なわせて頂きたい。(注)のところを少しご覧頂きたい。本日お諮りするのには、担保の掛け目以外に国債現先オペにおける売買対象国債の時価売買価格比率及び

マージン調整担保国債の担保掛け目、並びに国債補完供給における売却対象国債の時価売却価格比率の全部で四点ということになる。担保掛け目設定についての基本的な考え方であるが、「担保を換価処分して与信額の回収を図った際に、担保割れが極力発生しない水準に設定する」というものである。なお、要件緩和が適用される社債等とクロスボーダー担保については、設定後1年を経過していないこと等を勘案して、今回見直しの対象からは外させて頂いている。

二番目に検証である。これは従来のおりのやり方であって、市場価格を把握できるものと把握できないものに分けて検証を行なっている。まず、市場価格を把握できるものであるが、昨年までと同様、最近5年間の担保割れ頻度が1%程度となっているか否かを検証している。物価連動国債であるが、これは昨年度までは政保債と同水準に設定してきたのだが、発行開始後5年超が経過したので、残存期間5年超10年以内の担保掛け目について、今回から検証を開始している。国債のうち、残存期間5年以内の変動利付国債、残存期間5年以内及び10年超の物価連動国債であるが、こちらはヒストリカル・データの制約があるので、検証対象とはしていない。後程触れるが、同じ残存期間の国債の担保掛け目をもとに担保掛け目を設定させて頂いている。また、残存期間30年超の国債等であるが、こちらも十分なヒストリカル・データが蓄積されていないので、昨年までと同様、一定の前提を置かせて頂いてリスク量を計測し、これをカバーする水準に掛け目を設定している。検証の結果であるが、3頁の表でご説明させて頂ければと思う。一番上が国債、そしてその次が変動利付国債、物価連動国債という形になっているが、薄いシャドーの箇所が今回の検証に基づいて、担保の掛け目の引き上げが適当と考えられるところである。若干濃いシャドーのところについては、引き下げが適当と考えられるところである。申し上げると、適格担保については、残存期間1年超5年以内、10年超の国債は、引き上げが適当と考えられる。また5年超10年以内の物価連動国債の担保掛け目の引き下げが、適当と考えられる。また、国債現先等は残存期間1年超の国債の引き上げが適当と考えられる。それ以外は、

変動利付国債、物価連動国債いずれも二つ箱があるが、下の箱になっている。そちらについては引き下げが適当と考えられる。一点付言させて頂くと、国債現先等と適格担保については、担保掛け目の幅の設定が違っている。これは、(注 2) に書かせて頂いたが、国債現先等については日々値洗いを行なっている。この関係で、担保掛け目の刻み幅を 0.1% とさせて頂いている。この関係で、同じ残存区分でも掛け目の水準が異なるし、テストの結果の担保割れのべ回数や担保割れの頻度は一致していない。今回のサンプル期間の特徴点を若干補足説明させて頂くと、4 頁のグラフをご覧頂ければと思う。今回のサンプル期間 2004 年の 8 月から 2009 年の 7 月ということになる。そうすると、「(参考 1) 国債利回りの推移」であるが、今回のレビューからいわゆる「VaR ショック」(2003 年 6 月から 9 月の下落の影響) が落ちる形になる。その一方で、今回から検証を始める物価連動国債であるが、「(参考 2) 物価連動国債価格 (全銘柄平均・連動係数調整後) の推移」をご覧頂ければと思う。昨年秋以降のリーマン・ショックでの物価連動国債の急落の部分が反映された形で掛け目を計算させて頂いている。

次に、市場価格を把握できない資産 (証書貸付債権) である。これについても、従来同様直近 5 年間の金利データ、信用リスク・プレミアム及び流動性リスク・プレミアムに基づいて算出した理論価格の分布から、いわゆる最低理論価格を推計して、そこへの価格下落をカバーする掛け目水準を現行の担保掛け目と比較させて頂いている。検証結果は 5 頁の表のとおりであるが、薄いシャドーのところは先程と同じで、掛け目を引き上げたらどうかであるが、1~3 年のゾーン、そして 7~10 年のゾーンについて、担保掛け目を引き上げることが適当と考えられる。この表を補足説明すると、他の残存期間の部分についても、最低理論価格への価格下落をカバーする掛け目水準が上昇している。ただ、ご案内のとおり証書貸付債権については、流動性が同じ債務者の発行する債券に比べて低いので、私共としては、担保掛け目の引き上げは、この程度の幅ならば行なわなくても良いのではないかと考えた次第である。

6頁以降は、以上の検証を踏まえた対応案である。まず6頁は、適格担保の担保掛け目のうち、債券の部分である。先程来ご説明申し上げているように、黒いシャドー、やや濃いシャドーが掛け目を引き下げたところである。薄めのシャドーの方が、今回引き上げたかどうかというところである。濃いシャドーをみて頂くと、今回から検証対象となった物価連動国債、先程5~10年のところで検証させて頂いたが、89%ということで、前年対比で-7%とやや大きめの下げになっている。補足説明をさせて頂くと、物価連動国債のうち、ヒストリカル・データが存在しない残存期間5年以内及び10年超は、同じ残存期間に国債担保掛け目から一定のスプレッド、具体的には残存期間5年超10年以内の国債の担保掛け目と同じ残存期間の物価連動国債の担保掛け目の差を調整した形でそれぞれの期間の数字を置かせて頂いている。変動利付国債についても、5年以内はヒストリカル・データがないが、物価連動国債と同じ扱いをさせて頂いている。結果的に、1年以内の変動利付国債は98%ということで引き下げになっている。それ以外は従来どおり順序性の原則等を数字を置く時には勘案している。具体的には、7頁の上にかかせて頂いているが、それぞれの債券の流動性等ということも勘案して、ストリップス国債については流動性が低いので国債の担保掛け目を上回らないように、政府保証債、地方債、財投機関債、社債などについてもテストを行なった後、一定のルールの中で掛け目を調整させて頂いている。証書貸付債権・手形等であるが、これは先程申し上げたように1~3年のゾーンそして7~10年のゾーンについてそれぞれ引き上げさせて頂ければという案である。8頁に、国債現先オペにおけるマージン調整担保の担保掛け目について書かせて頂いている。こちらは、適格担保の担保掛け目とは違い、0.1%刻みになっていると先程申し上げたが、同じデータに基づいたテストであるが、具体的には担保を受入れる場合（イ.のところ）で国債については1年以内を除いて、掛け目については引き上げが適当であろうと思う。変動利付国債、物価連動国債でヒストリカル・データがない部分については、バーのところにかかせて頂いているが、担保掛け目と同じような形で一定のスプレッド

を調整させて頂いて数字をはじめいており、いずれも引き下げが適当と考えられる。現先オペについては、マージン調整担保については、本行から担保を差入れる場合がある。これは、ちょうど、担保を受入れる場合と逆になっている。これは同じデータに基づいているが、私どもから担保を差入れているので、100%に少し乗せた形ということである。

続いて9頁、「(3) 国債現先オペおよび国債補完供給における時価売買価格比率」である。現先オペについては、市中の慣行で、取引売買価格を計算するうえで時価売買価格比率を計算する。具体的には、イ.とロ.のところの(注2)に書かせて頂いているが、時価売買価格比率は、市中の慣行でこうなっているのだが、1割る担保掛け目ということで、先程ご説明した(2)の逆数になっている。数字が少し変わっているが、中身については先程の(2)と同じものを使わせて頂いている。あくまでも1割る担保掛け目という形になっているので数字が違っているというところである。

本件の実施日であるが、本件についてご決定を頂けるのであれば、所要の実務面での準備を進めたいうえで、10月末までに実施させて頂きたいと考えている。

最後に付議文を朗読させて頂く。13頁をご覧頂きたい。それでは読み上げる。「政策委員会付議文。『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件。案件。適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、本行資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、下記の諸措置を講ずること。記。1.『適格担保取扱基本要領』(平成12年10月13日付政委第138号別紙1.)を別紙1のとおり一部改正すること。2.『国債の条件付売買基本要領』(平成14年9月18日付政委第109号別紙1.)を別紙2のとおり一部改正すること。3.『補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領』(平成16年4月9日付政委第37号別紙1.)を別紙3のとおり一部改正すること。」別紙1以降は読み上げを省略させて頂く。執行部から

の説明は以上である。

白川議長

ご質問、ご意見はないか。

須田委員

参考までに伺いたい。1年に1回というこのやり方は、やっておられて調度良いと感じられているのか。それとも海外等と比較してどうなのか。場合によっては、もっと長くても良いのか、あるいは短くても良いのか、どちらでもとは思っているのだが。

吉岡企画局審議役

あくまでも私的な見解であるが、やはり本行資産の健全性を確保するという観点からは、1年に1回ということでもう5回目になるが、このやり方は非常に定着してきたかなと理解している。須田委員のご案内のとおり、例えばFRBは1年半に1回であるとか——これも状況に合わせて結構弾力的で、実はこの前決めたのは3年振りになるが——ECBが2年と、それぞれの国に応じて掛け目の見直しはばらつきはあるが、むしろ私共日本銀行のやり方がどちらかと言うと一番精緻なやり方であると思う。事務負担面等々勘案すると、これを半年にという話だと少し辛いですが、今の形でやらせて頂いて良いかと事務方としては考えている。

白川議長

他にご意見、ご質問はないか。ないようであれば、採決に入りたいと思う。

[適格担保取扱基本要領の一部改正等に関する議案について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川議長

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

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

IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

次に金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。最初にお一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番であるが、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、亀崎委員の順番である。それでは山口副総裁からお願いします。

山口副総裁

今回はトップバッターでもあるので、多少包括的に経済・物価情勢を点

検してみたいと思う。前回会合以降公表された経済指標、それからミクロ情報などを踏まえると、内外経済については二つのことが確認されたと思っている。第一は、内外経済が、基本的には我々の想定に沿う形で改善方向の動きを続けているということ。第二は、改善の強さという点では、やや力強さに欠ける展開となっていることである。特に、日本経済については、昨年秋以降の急激な落ち込みからのリバウンドという形で、この年度明け以降、やや早めのペースで改善した訳であるが、ここにきて回復の足取りの重たさを意識させられる動きとなっている。

最初に、国際金融資本市場の動向から確認したいと思う。まず、短期市場であるが、大幅に改善している。しかも、各種の政策に支えられている面は、次第に後退しているとみられる。例えば、ドルのLIBOR-OISスプレッドをみると、Fedの流動性支援策やドル資金供給オペが段階的に縮小される中であって、パリバ・ショック前と遜色のない水準まで低下してきている。また、クレジット市場でも、社債スプレッドが米欧とも低水準で推移している状況である。一方、株価の方をみると、これまで比較的早いペースで改善を続けてきたが、ここにきてやや足踏みをしている。昨年秋以降のパニック的な経済・金融の収縮が取り敢えず終息に向かう中で、株価の改善が続いてきたが、パニック終息後に待ち受けるバランスシート調整の重さが意識されている可能性があるように思う。特に、アメリカでは、ISM製造業指数や雇用関係の統計などが事前の市場予想を下回り、景気の先行きに対する慎重な見方が強まったこともあって、株価は軟調な展開となっている。これを受けて、欧州とかアジア諸国の株価も伸び悩んでいる。さらに視野を広げて、為替市場をみると、アメリカの景気への弱気な見方が米国における低金利の長期化観測を強めていることもあり、対円、対ユーロともにドル安が早めのペースで進行している。

次に世界経済をみると、アメリカでは、住宅価格や生産が前月比プラスを続けている。持ち直しに転じる動きがみられているが、全体としては回復ペースの鈍さが目立っていると受止めている。先程指摘したISMの製造業指数に加えて、耐久財受注、住宅販売などが市場予想を下回ったうえ、

雇用者数も減少ペースが再び拡大に転じている。ヨーロッパでも、輸出や生産が下げ止まりの動きをみせているが、その一方で、失業率が10年来の水準まで上昇しているほか、小売関連の統計でも弱めの動きが目につく状況である。他方、新興国に目を向けると、中国経済が内需を中心に高めの成長を続けている。その他の東アジアの諸国でも、輸出・生産の増加などを背景に持ち直している。以上申し上げたような動きを纏めると、世界経済全体としては、持ち直しており、今後も回復に向けた動きを続けるとみて良いと思う。ただ、アメリカとヨーロッパのバランスシート調整という重石が当分解消されない中で、持ち直しと言ってもそのペースは緩やかなものに止まるとの見方に変わりはないと思う。ただ、このところの経済指標の表われ方をみると、緩やかな回復とは言っても、決して平坦なものではないという感じがしている。それなりに浮き沈みの目立つ展開、バンピーというか、凸凹が目立つような展開になる可能性があるように思う。そうした動きをみて、時に応じて市場が過度に反応する可能性も小さくないと思われるので、我々としてはそうした市場の反応を含めて冷静に受止めながら、事態の推移を評価していく構えが大事だと思う。

アメリカとヨーロッパがバランスシート調整を抱えている中では、先進国経済を中心にして、先行きの下振れリスクは引き続き高いということを実感しながら意識しておく必要があると思う。具体的には、アメリカとヨーロッパのバランスシート調整は、想定以上に企業・家計の支出活動を抑制する可能性があると思う。また、アメリカ、ヨーロッパの金融機関では、商業用不動産向け融資の劣化や、不良資産の切り離しの遅れといったことが起きており、なお脆弱な要素を抱えている。そうした状況を起点としていわゆる金融と実体経済の負の相乗作用が再燃する懸念も払拭しきれないとみている。さらに、そうした形で先進国経済が下振れた場合には、先進国向けの輸出の減少や先進国からの資金流入の減少といったルートを通じて、新興国の経済にも影響が及ぶ可能性がある点も認識しておく必要があると思う。もっとも、歴史を振り返ってみると、景気循環には常に過去と異なる側面があることも事実である。今回の局面では、特に、新

興国や資源国経済について、上振れ方向の可能性があることも十分意識しておく必要がある。すなわち、中国のほかに、インド、ブラジル、オーストラリアといった新興国や資源国では、バランスシート問題がそもそも軽微であった。そうした中で、これまで打たれてきた景気刺激策の効果が予想以上に強く現われているし、この先も強く現われる可能性がある。そうした結果としてその周辺諸国への波及効果も含めて、世界経済が上振れていく可能性も十分認識しておく必要があると思う。いずれにせよ、海外経済は、我が国経済の先行きの鍵を握るだけに、今後の展開にはしっかり目を凝らしていく必要があると思う。

次に、我が国経済についてであるが、輸出や生産は海外経済の改善につれて増加を続けている。これらに主導される形で経済全体も持ち直しの方角にある。ただし、足許の生産は、予測指数も含めて意外に弱めであったと感じている。また、家計部門でも、財政面からの強い支援があるにもかかわらず、厳しい雇用・所得環境が続く中で、個人消費関連の指標は、全体としてみると弱めの動きを続けているし、住宅着工にもなかなか底がみえてこない状況が続いている。景気の総括判断についていえば、先月「持ち直しに転じつつある」ということにしたが、今月は、あまり細かく文章をいじっても仕様がないう感じもあるので、「持ち直している」とすっきりと表現したいところではある。ただ、先程来申し上げてきたような少し気になる弱めの指標などもあるので、「持ち直しつつある」という表現に取り敢えず止めておくのが適当ではないかと思う。いずれにしても、こういった辺りに、いわゆる急性症状を脱却した後の経済の足取りのひ弱さが現われているようにも感じられる点注意しておく必要があると思う。

先行きについてであるが、海外経済の改善に応じて輸出・生産が増加を続けることから、景気は持ち直していくと思う。生産については、大手自動車メーカーが生産計画を上方修正する動きや、IT関連資本財の引き合いが増しているとの声も聞かれており、10～12月に前期比プラスとなる見通しの確度が高まっている。また、設備投資の先行指標に下げ止まり感

が窺われ、雇用情勢の悪化ペースにも多少鈍化の兆しがみられている。ただし、企業の設備・雇用の両面における過剰感は引き続き強く、短観の設備投資計画では、大企業も含めて、企業の慎重なスタンスが窺われるなど、安心できる状況ではない。また、中小企業や非製造業の生産性の低さという構造的な問題が依然解消されていない中で、輸出・生産の改善の動きが中小企業や非製造業、あるいは家計部門へとスムーズに波及していくか、という点についても、慎重に見極めていく必要があると思う。

最後に物価であるが、消費者物価の前年比は下落幅が拡大しており、下落品目の範囲も広がっている。また、物価の指数には必ずしも表われないが、購入単価——消費者が購入する財・サービスの単価——の低下からは、消費者の低価格志向の強まりが窺われる。先行きは、石油製品価格の影響が薄まっていくことから、消費者物価前年比の下落幅は縮小していくとみて良いと思うが、資源の稼働水準の回復ペース、あるいは、弱めの賃金動向が及ぼす影響などを含めて、引き続きしっかりと点検していきたいと思う。我が国の金融環境については、後程のセッションで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、須田委員にお願いします。

須田委員

前回会合以降公表された我が国の経済指標をみると、全体として我々のメインシナリオに沿った動きを続けており、表現については後で議論することにして、景気の現状についての総括判断を時間の経過とともに前進させた執行部の判断に違和感はない。

それでは海外経済からみていく。まず、米国経済については、持ち直しに転じつつある。市場は相変わらず指標如何で楽観・悲観に振れている。バランスシート調整の重石がある中で、持ち直し後の経済の回復度合いに確信が持てないということだと思うが、当面は、在庫調整の進捗や公共工

事の本格化もあって、回復に向けた動きが続くとみている。こうした中、企業の決算動向や年末商戦の行方に加え、これまでの自動車販売促進策の反動が気になっている。先行きの消費については、ジョブレス・リカバリーの可能性が高いこと、消費者信用の減少、消費者コンフィデンスの改善の頭打ち、貯蓄率の上昇傾向などから、基調は弱いとみている。特に雇用・所得環境については、9月の雇用統計で非農業部門雇用者数の減少幅が大方の予想に反して拡大し、一本調子で改善していくという楽観的な見方は後退したように思われる。新規失業保険申請件数のトレンドの改善やISM非製造業指数の雇用の改善もあって、雇用・所得環境が再び大きく悪化していくとはみていないが、失業率の悪化や時間当たり賃金の前年比上昇率の低下もあり、当面厳しさが続くものと思われる。住宅市場については、住宅着工件数が増加傾向を辿っているほか、住宅価格指数も、ここ数か月は前月比ベースで上昇を続けている。住宅保有促進策の効果、住宅ローン金利の動向、延滞率や差し押さえの動向、中古住宅在庫の帰趨など、点検すべき事項は依然として少なくないが、足許でみられている明るい動きが、住宅市場の底入れから回復に向けた動きに繋がるかどうか、商業用不動産問題とともに引き続き注視していきたいと思う。

ユーロエリアについても、消費の弱さやドイツで自動車販売促進策の反動減がみられ始めるなど、幾つか気になる点がみられるが、域外輸出やPMIなどの足許までの動きをみる限り、景気は下げ止まっていると判断できそうである。

また、中国、インド、NIEs、ASEANといった新興国、中東をはじめとする資源国に対する見方は、前回から基本的に変わっていないが、それらの国々の景気回復は想定を上回っている。一部に利上げに転じる国もみられ始めるなど、新興国、資源国の金融政策運営は、引締め方向に向きつつあるとみているが、政策担当者が不動産など資産価格の上昇に懸念を示しつつも実際に引締め政策をとれるかどうか、通貨高を許容したくない姿勢もみられるので、介入姿勢も含めて注意深くみていく必要があると思っている。

こうした中、我が国の景気についてであるが、まずメインエンジンの実質輸出は、このところ増加ペースに鈍化傾向が見受けられるが、米国や資源国における在庫復元の動きなどを背景に、当面、増加を続けていくと見込まれる。在庫率は、輸送機械、電子部品・デバイス、情報通信、石油・石炭、化学といった多くの業種で、リーマン・ショック直前の水準を既に下回っており、こうした業種の在庫復元の動きも生産増加の持続性を支えていくとみている。設備投資については、9月短観によって企業の慎重な姿勢が改めて確認できた訳であるが、資本財出荷が下げ止まり、機械受注の減少テンポが緩やかになってきている。収益環境の厳しさや稼働率の低さなどを踏まえれば、設備投資の減少は暫く続くとの基本的な見方に変わりはないが、次第に下げ止まっていくとみている。因みに、9月短観では、中小企業の回復ペースが大企業に比べて遅いことが話題になった。確かに、業況判断D Iの回復ペースをみると、中小企業の方が大企業に比べて遅いように窺われる。しかしながら、中小企業庁の中小企業景況調査の業況判断D Iが2四半期連続で改善していることや、商工中金の中小企業月次景況観測が8か月連続で改善していることから、中小企業の景況感も着実に改善していることが窺える。

個人消費関連指標では、8月の家計調査で実質消費支出が高い伸びとなったほか、9月の新車登録台数も2か月連続の増加となった。言うまでもなく、これらには自動車やエコ家電など政策効果が含まれており、それらを除けば、厳しい雇用・所得環境のもとで、個人消費は弱いとの基本的な見方を変えてはいない。ただし、少なくとも数字の上では、7～9月期のGDPベースの実質個人消費が、4～6月期並みかそれ以上の伸び率となる可能性が高まっている。厳しい雇用・所得環境が続くもとで、政策の反動が10～12月以降どのように出てくるのか、先行きの内需を占う上では、新型インフルエンザの影響や政権交代に伴う公共投資の動向とともに気になる。

消費者物価については、足許はほぼ想定どおりの動きとなっている。前年比マイナス幅は足許現状程度で推移した後、年末にかけて徐々に縮小し

ていくとみている。生活意識アンケート調査によれば、人々のインフレ予想は現在のところ下振れておらず、それを前提とすれば、物価の先行きは、需給バランスや国際商品市況や為替レートの動向、それらを受けた実際の企業の価格設定行動などによって決まってくると考えられる。展望レポートでは、それらをどのように見通しに反映させていくのかが重要なポイントになると思っている。

前回の会合では、短期的には不確実性は低下しており、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が、長い目でみた場合には、不確実性の強い状態が続いていると述べた。その見方は今も変わらない。その不確実性の背景となっている四つのリスク要因を、改めて簡単に整理しておく。まず、拡張的なマクロ経済政策に関するリスクである。特にエマージング諸国においては、先程も申し上げたが、通貨高を恐れて為替介入を強めたり、マクロ政策を引締め方向にシフトするのが遅れて経済の振幅を拡大させてしまうリスクが高まっている。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。また先進国においては、低インフレと経済のスラックが長く続くために低金利が長く続くという予想が強まり、何らかのバブルを生じさせるリスクもある。次に、国際金融資本市場に関するリスクである。ドル安を囓す動きやファンディング通貨としてのドルを巡る動きには資本の流れとともに注視が必要である。またIMFによる国際金融安定性白書では、今回の金融危機に係る推定損失額の償却が、米国で6割、欧州で4割しか行われていないと報告されている。引き続き金融と経済の負の相乗作用に対する警戒を怠るべきではない。三番目に、保護主義圧力の増大リスクがある。最後に物価に関するリスクにも、引き続き留意が必要である。特に、物価に関するリスクについては、当面マクロの需給バランス悪化に伴う物価の下振れリスクと、需給バランスの悪化を過度に意識し過ぎるリスクの双方を意識する必要があると思っている。一方、より長い目でみた場合には、エマージング諸国の景気回復が一次産品価格などの高騰に繋がり、物価が上振れするリスクにも留意が必要だと思っている。以上である。

白川議長

それでは、野田委員にお願いします。

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、持ち直し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、内外の在庫調整の進捗あるいは一部復元並びに各種景気下支え政策という一時的な効果に大きく依拠しているということが一段と明確になってきている。そして、これらの効果が年度末にかけて減衰していくことが確からしくなっていく一方で、その先の内需を含めた最終需要の自律的な回復については、不確かな状況が依然として続いている。さらに、このことが景気の先行きの下振れリスクについての市場の意識を次第に高めているということもいえる。

海外経済は、回復に向けたテンポについての地域差を示しつつも、全体として持ち直している。まず米国経済についてみると、下げ止まりから持ち直しに転じつつあることを示唆するデータが少なくなかった。8月の実質個人消費は、3か月連続で前月比増加した。住宅投資は、着工・販売ともに4～6月期、7～9月期と2四半期連続で前期比プラスとなるなど、持ち直している。住宅価格も下げ止まっている。こうした中で7～9月期の生産は前月比プラスに転じ、9月のISM製造業指数は改善・悪化の分岐点である50を2か月連続で上回った。もっとも、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・所得環境の悪化など、米国経済の先行きには数多くの重石がなお横たわっており、今後の米国経済の回復テンポについては、極めて緩慢なものになる可能性が高いという見方は変わらない。また、キャッシュ・フォー・クランカーズの終了の後、新車販売台数が大幅に減少したことに象徴されるように、足許の持ち直しは各種景

気下支え政策にも依存している。4～6 月期、7～9 月期は実質 GDP を数 %ポイント、この政策により押し上げたが、10～12 月期以降は、遅れていた公共工事の執行が本格化したとしても、それだけで実質 GDP を押し上げるには力不足という見方もある。政策効果減衰後にはっきりした回復軌道を自律的に辿って進めるかは、後程述べる我が国同様、米国でも不確実性は高いといえる。

次にユーロエリアであるが、回復に向けたテンポは他地域に比べてスローであるが、域外輸出の回復と各国の景気刺激策を受けて、下げ止まったとみられる。先行き、緩やかな回復がコンセンサスではあろうが、金融安定化の遅れと欧州新興国の停滞が最大のリスク要因である。

続いて、中国経済である。新たに利用可能になったデータには乏しいものがあるが、製造業 PMI が分岐点の 50 を上回るレベルで着実に改善していることから、引き続き高めの成長を続けているという判断は変わらないし、資産価格の過度の上昇や生産能力の過剰の深刻化というアップサイド・リスクに対する見方も変わらない。

米欧の金融資本市場は、ターム物金利のスプレッドがパリバ・ショック時の水準前後まで低下するなど、落ち着きを取り戻してきている。もっとも、先行きの実体経済の自律的な回復についての不確実性が高い中で、金融資本市場はなお不安定な面を残しており、引き続き実体経済面のリスク要因として十分認識しておく必要がある。

次に、我が国経済であるが、実質輸出からみると、8 月は 6 か月連続の増加となった。もっとも、水準としては昨年の初頭のピーク対比でなお 7 割程度に止まっていること、四半期ベースでは、4～6 月期の前期比 +12.4% に次いで、7～9 月期も 2 桁に近い伸びが見込まれているが、前月比ベースだと 7 月以降 +1～2% 台の伸びに止まっており、急落後の反発、つまり在庫の復元のフェーズが終わりに近づき、輸出の増勢が鈍化しているようにもみえるということには、留意が必要である。設備投資は、資本財総供給等からみると、足許は下げ止まりを窺わせるものの、先行指標の機械受注は、7 月が前月比 -9.3% の後、8 月は +0.5

%に止まっており、近い将来の下げ止まりから回復への道筋を示唆するものではなかった。9月短観で今年度の設備投資計画の修正状況をみると、例年の修正パターンと比べて幾分弱いとみられる。設備判断D Iの過剰超のレベルも改善したとはいえ、なお過去3回のピーク以上の水準に止まっており、設備過剰感が依然として極めて強いもとで、収益環境の厳しさが残ることからも、設備投資は暫く弱い動きとなる可能性が高いとみている。家計部門であるが、個人消費は、補助金や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。厳しい雇用・所得環境が続く中で、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、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になるのではないかと懸念している。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、8月は6か月連続の増加となった。生産予測調査やアネクドータルな情報等からは、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、重要な点は、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であり、くどいようだが、この点についての不確実性は高いといえる。

最後に物価について述べる。8月のコアC P Iは前年比-2.4%となり、下落幅が拡大した。ただこの先は、下落幅が縮小していき、縮小幅の大宗は今年の石油製品価格高騰の反動で説明し得るものと考えるが、経済全体の需給バランスの悪化や、極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感は緩められない。最新のアンケート調査の結果等から、引き続きアンカーされているとみられる中長期的なインフレ予想を含めて、今後とも物価関連データを丹念に点検していきたいと思う。金融環境については後半のセクションで述べたいと思う。以上である。

白川議長

それでは水野委員にお願いします。

水野委員

前回の決定会合以降の我が国の経済指標をみると、生産は10～12月期まで増加が見込まれるが、モメンタムは鈍化すること、日銀短観9月調査では、企業部門の回復力が然程強くないことが確認できたこと、自動車・家電販売を除くと、小売関連指標や新設住宅着工戸数など、家計部門の弱さが目立つことなどが指摘できる。9月短観で印象的であったことを列挙すると、一番目として、製造業大企業に比べ、中小企業や非製造業の景況感の改善が遅れていること、二番目として、設備過剰感はなお強く、今年度の設備投資計画の修正パターンをみても、大企業は非常に弱く、中小企業でも上方修正幅は小幅なものにとどまっていること、三番目として、雇用判断DIをみると、非正規雇用の削減が進捗している製造業では足許、先行きともに雇用過剰感の緩和傾向が続く一方、非製造業ではなお雇用過剰感が強いこと、四番目として、企業金融については、大企業に比べて中小企業は資金繰り判断・金融機関の貸出態度判断とも改善幅が小さいことなどである。また、今回の短観から、製造業の業況感改善、輸出回復、政策効果の顕現化などは再確認できたが、年明け以降の景気動向については、企業は引き続き不確実性が高いと考えていることも読み取れる。次に家計部門であるが、雇用者所得の減少を受けて家計の節約志向は強まっている。企業は賞与の大幅削減をはじめ経費の削減を強化しており、これを受けて雇用・所得環境は悪化している。8月は、完全失業率が5.5%と史上最悪の7月の5.7%から小幅低下したが、有効求人倍率は7月同様、0.42倍と低水準にとどまった。雇用者所得は昨年秋以降前年比マイナスが続いている。こうしたもと、乗用車・家電を除く家計部門の需要は数か月前の想定に比べて下振れているように思う。

8月の全国消費者物価（除く生鮮食品）は前年同月比-2.4%、国内企業物価は同-8.5%とそれぞれ過去最大の下落幅を記録した。主因は、昨年夏にかけて、資源・エネルギー価格の高騰を受けて物価が大きく上昇したことの反動である。本年秋以降はこうした反動要因が薄れるにつれて、物

価の下落幅が縮小していくと考えている。ただ、総務省算出のコアコアCPIは、前年同月比-0.9%と8か月連続のマイナスとなるなど、需給ギャップのマイナス幅拡大の影響が窺える。財・サービス別の動きをみても、生鮮食品を除く財は前年同月比-4.8%、サービスは同-0.4%と、それぞれ7月の-4.3%、-0.3%からマイナス幅が拡大している。一般サービス価格のうちの他のサービスの下落が主因であり、賃金上昇率の低下による影響が出ていると判断される。また、前年比で下落した品目割合は前年比上昇した品目割合を上回っており、物価下落が広範化していることも気がかりである。

このような状況下、デフレ圧力の緩和、雇用創出を柱にしたマクロ経済政策運営に対する国民の期待は高いと思う。正規雇用、非正規雇用、派遣労働者など雇用形態にかかわらず、いかに雇用創出を実現するかを考えていくことが、重要な課題になると思う。新政権のマクロ経済政策運営は、雇用、子育て、医療、教育、年金など国民に安心した生活を保証することを志向しており、それを通じて、内需主導型の経済体質への変化を促すことを目指している。確かに、家計への直接的な所得支援によって、家計の可処分所得はその分押し上げられることが期待できる。しかし、これらの施策と同時に、経済の活力を維持し、国民の所得や生活水準の向上を伴ういわゆる成長戦略によって経済全体のパイを大きくしないと、家計へ分配する財源はいずれ枯渇し、雇用確保や社会保障制度の充実機能強化の持続性は心もとないと思う。経済の活力を高めていく、つまり、労働生産性ととも労働力人口のトレンドを引き上げて長期的な経済成長率を引き上げていくためには、セーフティネットのみならず、雇用創出力や租税負担能力が高い大企業のリスクテイク能力を高める策もまた重要だと思う。

次に海外について述べる。前回会合以降の米国の経済指標をみると、9月雇用統計、ISM製造業指数、消費者信頼感指数など景気回復のモメンタムの弱さを示唆する経済指標が多かった印象を持つ。もちろん、生産活動の改善、企業の景況感・業績の改善、住宅価格の下落テンポの鈍化など、明るい話題もある。しかし、金融機関と家計部門のバランスシート調整の

問題、財政刺激策の限界、雇用・所得環境の改善の遅れなどを考えると、経済の先行きには楽観的になれない。また、銀行貸出の伸び率鈍化——ついに前年比マイナスとなったものであるが——、商業用不動産価格の下落、相次ぐ地銀の経営破たん、証券化市場の停滞、トレーディング収益に依存した大手金融機関の収益回復などをみるにつけ、米国の金融システムはまだ安定したとはいえないとの思いを益々強くしている。次回議論する展望レポートにおいて、景気の上振れ要因として新興国の景気の上振れを指摘するならば、一方で、景気の下振れ要因として、財政刺激策の一巡による欧米諸国の景気の下振れもしっかりと指摘しておくことが重要だと思う。

なお、一部で資産バブルを警戒する動きがあるが、中国やアジア諸国など新興国、あるいは資源国はともかく、銀行の金融仲介機能の回復が遅れている欧米主要国における資産価格上昇は、景気刺激的な金融・財政政策の波及効果とポジティブに解釈すべきだと思う。また、そもそも、銀行貸出残高が減少に転じつつある米国・ユーロ圏で新たな資産バブルが発生する可能性は極めて低いように思う。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁にお願いする。

西村副総裁

金融経済情勢全般の評価について、執行部の用意した月報概要の叙述についてのコメントから始めたいと思う。まず、「現状持ち直している」という表現だが、累積で過去類例のない大きい落ち込みの後に、相応の回復を示しているということ淡々と叙述しているという点では理解できる。しかし、回復の程度は落ち込みの程度に比べて弱く、「持ち直している」という表現には、従来持っていた感覚とは若干のずれがあるということも否定できない。従って回復半ばという点を示す「持ち直しつつある」といった弱い表現の方がふさわしいように思う。また、「先行き持ち直しを続け」ていくということについてだが、これも方向性だけを捉えるならば問題が

ない表現だとは思っている。しかしこれから詳しく述べるように、先行きはW型の回復——この場合Wと言うと、アルファベットのWが示すようないわゆる二番底を指すように思われがちだが、私はここでは英語でウォブリング、つまりぐらぐらふらふらするということだが、という意味でのWを使いたい——、このウォブリング型のぐらぐらふらついた回復になる可能性が高いと思う。「持ち直しを続ける」という表現が、ふらつかずしっかりと回復していくという解釈をされるとそれは行き過ぎだと思っている。この点も説明の際には注意したいと思う。

それでは、その理由について述べたいと思う。前回会合以降発表されたデータは、基本的に前回会合までの動きを踏襲し、世界経済の底打ちと緩やかな回復を示すものであった。それと同時に、世界的に部門間地域間のばらつき、あるいは二極化——まあ、ティアリングだが——これが明確になってきていることにも注意する必要があると思う。詳細は既に多くの委員が指摘されているので繰り返すことはないと思うが、具体的には実物経済の面では三つ、それから金融市場について二つのことを考えなくてはならないと思っている。まず、実物経済の面では、大きく落ち込んだ生産が想定比早い回復を示しているのに対して、雇用情勢は悪化を続け、その後の回復も足踏み状態になる可能性が出てきていることである。二番目は、財政政策の対象部門の消費及び生産が急回復を見立てているが、そうでない部門の悪化あるいは足踏みとの差がかなり鮮明になっているということである。三番目は、資産バブル崩壊後のバランスシート調整が続き人口高齢化の影響も見込まれる先進国と、バランスシート調整がなく高齢化の影響もまだなくかつキャッチアップに伴う潜在的な資本蓄積圧力のある新興国の間の景気の回復の差、が挙げられると思う。こういうばらつきが実物面にあるということである。金融面では、国際金融市場でも、短期金融市場で回復が鮮明となりリスク許容度の改善が目立つが、より長めの市場では一時期の危機的な状況からは大きく改善したとはいえ、例えば6か月以上のターム物のスプレッドがなかなか縮小しないとか、銀行間の金利のばらつきが縮小しないということからみえるように、流動性が十分に

回復してきたとは言いがたい状況が続いている。それから最後に金融市場の安定性という点からみても、特に欧米金融機関はトレーディングで収益を出しているが、バンキングの方では厳しい状態が続いており、安定した収益源についての不確実性は高いということだと思う。

今後の世界経済の動きは、これらのばらつき、二極化がどのような順序で縮まっていくのか、ということに大きく依存する。例えばもし新興国で政策効果が大きく出て資源需要が高まると、資源価格、商品市況が高騰し、インフレが惹起されるとともに日本を含む先進国の交易条件が悪化し、スタグフレーション的な状況になるという可能性がある。この際は特に金融危機以後に中央銀行のバランスシートが大きく膨らんだ国では、金融政策に極めて難しい状況が招来することになる。他方、先進国において雇用情勢の悪化が続き、それが消費、生産の回復を抑える方向に働くとするなら、いわゆるデフレ傾向のもとで実体経済の停滞が続くことになる。この場合、保護主義的な傾向が強まり、近隣窮乏化的な為替市場の誘導が進むと、世界貿易はさらに収縮し、世界経済の成長は落ち込むことになる。

現在のところ、メインシナリオは上述のようなリスクシナリオではない。こういった小さな凸凹が沢山集まると、大数の法則で比較的安定した形になるので、そういうのがメインシナリオということである。現在のところの見方としては、世界的な危機対応の政策効果で新興国から実体経済が持ち直し、それが先進国に波及し、政策効果が消える時期にはそれが緩やかに民間需要の持ち直しへと繋がり、緩やかな成長経路に収束していく、というものである。しかしながら、上述したばらつき、二極化が存在し、世界経済の動きは、これらのばらつきの拡大、縮小の順序に依存するということからみても、世界経済の回復は上方にも下方にもかなりぐらぐらふらついたものになる可能性が高いということに注意する必要があると思う。

日本経済の状況であるが、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、世界経済の動向に大きく依存する形になっている。今次金融危機以前の戦後最長の景気拡大期においても、高齢化の進展による消費構造の変化や、生産のグローバル化を反映した国内雇用の伸びの低さと

雇用所得の伸び悩みから、国内消費需要は弱かったことは否定できない。国内消費需要の弱さは、国内消費需要をターゲットとする部門の設備投資の伸び悩みに繋がっており、結果としてそれはさらに国内民間需要を弱めるという形になってきている。そして今次危機で世界経済の落ち込みにより世界貿易が急速に収縮し、日本の輸出も激減し、輸出関連の生産・雇用も落ち込み、過去にあまり例をみない短期間での急速な落ち込みという状況になった訳である。国内のこの状況は、世界経済の回復に伴って生産の急速な回復がみられたとしても、大きな変化はしていない。従って日本経済の回復は、目先をみる限り、世界経済の状況に大きく依存する輸出の動きに左右されることになると思う。

ただ、新しい動きとして、先程は水野委員からの指摘もあったが、新政権が公共投資から消費者に対する直接の誘因付与へと政策の舵を切っているように思われる。これが国内需要構造に大きなインパクトを与える可能性がある。耐久財へのインセンティブが即効的な効果を示したように、政策変更が比較的短期に需要に影響を及ぼす可能性がある。この点については十分に注意しなければいけないし、と同時に一過性ではなく持続的な効果があるのかどうかということは、先行きを見通す際に重要なものである。今のところまだ十分な情報がないので何とも評価できないが、今後の推移に注意をしたいと思っている。物価については、他の委員の議論に付け加えるべきものがないので省略したいと思う。金融市場については次のラウンドで申し上げる。

白川議長

それでは中村委員お願いします。

中村委員

まず、全体観であるが、先般のイスタンブールでのG 7 共同声明での認識にもあるとおり、世界経済の回復と国際金融資本市場の継続した改善の兆しがみられるものの、経済成長の見通しは脆弱であり、雇用情勢も改善

していない。IMFが7月時点での見通しを全体的に上方修正する形で公表した世界経済見通しにおいても、金融機関や家計のバランスシート調整が進行している先進国経済は、2010年にかけて緩やかな成長にとどまる一方、発展途上国経済は、在庫調整の進展に伴いアジアを中心に相対的に高めの成長に復しつつある。

海外経済についてだが、まず米国では、7月の前年比住宅価格は下落幅が引き続き縮小傾向にあるほか、7～8月の販売件数を四半期で均すと、新築、中古ともに2期連続で増加し、持ち直しつつある。また、9月の雇用環境も引き続き厳しい状況に変わりはないが、4～6月に比べれば減少幅は縮小しており、財政・金融政策の支援効果もあり、米国経済は全体で見れば持ち直しつつあるようだ。NY連銀のダッドレー総裁は、先行きの景気回復を抑制する要因として、まず住宅価格や株価の下落による家計の負の資産ショックの調整が継続していること、二つ目は、財政刺激策の効果が来年にかけて薄れていくこと、三つ目として、銀行システムの問題が、特に商業用不動産や中小企業関連において残存していることを指摘している。個人消費をみても、9月の新車販売台数が政府による販売促進策の終了を受けて、前月から急減したほか、全米小売業協会は、今年の年末商戦の売上高が前年比1%減と、昨年の実績3.4%減に引き続き減少するとの見通しを発表している。また、8月の消費者信用残高は、前月比120億ドル減少し、1991年以来初めて7か月連続の減少となっている。消費者信頼感指数もこのところ横這い圏内の動きであり、消費の基調が本格的に回復するまでには、まだ相応の時間がかかりそうである。

欧州では、7月の域外輸出が2か月連続で増加したほか、8月のドイツの域外海外受注は前月比増加し、持ち直しの動きが広がりつつある。9月のPMIをみると、サービス業と製造業はいずれも50近傍まで改善しており、経済は下げ止まっている。この間、欧州銀行監督者委員会は、EU域内の銀行システムに対するストレス・テストを実施し、EU域内の大手22行は深刻なマクロ経済の悪化に対処するための、十分な自己資本を有していると公表した。個別行の詳細が開示されていないだけに、欧州の金

融システムに対する懸念が払拭されるには至っていない。欧州財務相理事会が、各銀行は継続的な貸出能力を確保するため、引き続き財務体質の強化を図るべきと強調したように、これまで積み上がってきた様々な歪みの調整過程にあると思われる。

中国経済については、前回会合以降、主要な指標の公表はなかったが、金融緩和や景気対策の効果から、内需、特に固定資産投資を中心に高い伸びを続けていると思われる。一方、外需については、名目GDPの3割程度を占める輸出が前年比2割程度下落し続けており、金額ベースでは約2兆元の減少に相当する。従って、政府主導による内需拡大だけでオフセットできるのか、また、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。また、輸出の大幅減少や昨今の積極的な設備投資が、鉄鋼をはじめとする幾つかの産業で、過剰生産能力の問題を惹起しているとの指摘もあり、海外市場での波乱要因に繋がらないか懸念される。

続いて国内経済だが、国内経済については、公表された9月短観により、在庫調整の進展や政策効果から輸出や生産が増加しており、企業の業況感は製造業大企業を中心に改善していることが確認された。短観では、年内は緩やかな改善の動きが続いていく可能性が高いことが確認されたと思うが、来年以降については、足許、進行している為替円高の帰趨や、政策効果剥落の影響、海外経済情勢の不確実性の高さから、不透明感が強くなっている。こうした中、資本財総供給や資本財出荷は、足許、下げ止まりつつあるが、短観の生産・営業用設備判断DIをみると、製造業を中心に設備の過剰感は根強いことが読み取れる。また、短観の設備投資計画をみると、大企業、中小企業ともに前年を大きく下回る計画となっており、企業は当面、新たな設備投資には抑制的である。また、円高の進行は、輸出企業の業績に影響を及ぼすだけでなく、グローバルな観点から生産体制を見直す際に、より海外生産を志向させ、日本での設備投資を一段と抑制する動きに繋がる可能性があることには注意が必要だ。

雇用環境については、引き続き厳しい状況にあるものの、短観の雇用人

員判断は幾分改善しており、失業率上昇の一段などから、一段の悪化には歯止めが掛かりつつあると考えられる。ただし、鉱工業生産指数の水準が前年の8割程度までしか回復していない中、先行きの業績悪化に対する懸念も強いほか、企業は雇用調整助成金を活用する形で多数の社内失業者を抱え込んでいるとみられる。従って、来春の新卒採用が抑制される中、雇用環境が再び悪化する可能性も排除できない。

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好調だが、全体としては弱めの動きとなっており、雇用環境が悪化する中で、消費行動は一段と慎重化している。

続いて物価だが、8月の消費者物価（除く生鮮食品）指数は、前年比マイナス幅を拡大した。耐久消費財や日用品の財、一部のサービス価格の下落幅が拡大していることから、食料及びエネルギーを除いた前年比も-0.9%となっている。先行きは、下落幅が縮小していくと考えられるが、需給ギャップが拡大している中、当面は下落を続けると思われる。しかしながら、我が国の金融システムは相対的に安定しており、かつ中長期的なインフレ予想が大きく変化していない状況下では、需要は価格下落に僅かながらも反応しており、物価の下落が景気の悪化をもたらし、その景気悪化が一段と物価の下落をもたらすという、いわゆるデフレ・スパイラルに陥るリスクは小さいと思われるが、引き続き注視していく必要がある。

最後に、月報についてだが、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、月報の総括表現を一步前に進めることに違和感はない。ただ、景気判断の「持ち直している」、との表現は、前月との比較では若干強めの印象であり、「持ち直しつつある」、にとどめてはと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員お願いする。

亀崎委員

今回は私がラストバッターであるので、本日は細かい数値やデータを引用せずに手短かに述べたいと思う。まず世界景気は、持ち直しつつあると考える。ただ、その理由は、在庫調整の進展や、政策効果が中心であり、未だに民間最終需要が主導する自律的な持ち直しパターンにはなっていない、という点に留意が必要だと思う。民間最終需要が引き続き弱い中では、持ち直しのペースは遅く、水準はなかなか上がってこない。こうした中で、在庫復元が一巡し、政策が期限切れとなれば、その後は再び悪化へと転じるリスクがあることに注意する必要がある。

地域別に特徴点を拾うと、まず先進国では、米国が持ち直し方向に転じつつある一方、欧州は漸く下げ止まったところである。良い方向に向かっているのは同じだが、各種の景気刺激策を導入した米国では、住宅市場が反発するなど内需の明るさが目立つが、一方相対的に経済構造の柔軟性に欠け、景気刺激策が小規模な欧州では、輸出が頼りで脆弱さが否めない、といった違いがあるように思う。米欧に共通するのは、ともに失業率が10%に迫るなど雇用情勢は悪化傾向にあり、個人消費の地合いが良くないことである。こうした中、米欧ともに一時的に需要を盛り上げた自動車買い替え支援策が終了した後の、反動減のインパクトが懸念される。

米欧の金融市場は、足許では概ね落ち着いているように窺われ、金融機関の収益も、証券市場の好調などから改善している。しかし、景気低迷により貸出資産の劣化が進んでいるため、引当金の積み増しが必要な状態が続いており、その原資確保のための増資も急がれている。こうした状況では円滑な金融仲介は難しく、この面からも景気の足を引っ張りかねない。

エマージング諸国については区々である。アジアについては、中国、インドが景気刺激策の効果から、内需主導で高成長を続けている。また、NIEs、ASEANなどの周辺諸国は、中国向けの輸出が好調で、それを起点に個人消費など内需も回復しており、全体として持ち直している。アジアの先行きを占ううえで重要なのは、やはり中国の経済成長の持続性だが、中国は社会秩序維持のためにも経済成長は必要であり、財政的な余裕

もあることから、政策主導で腰折れすることなく高成長が続くものとみている。このように、今次グローバル経済の回復の過程において、アジア諸国の力強さが際立ち始めており、その持続性に大いに期待したいところである。一方、ロシア、中東欧は、一時大きく落ち込んだ後も低迷している。IMF支援を受けた国々では、一段の情勢悪化が心配されるところである。そこで先々週、現状把握のため、特に経済悪化が著しいラトビアとウクライナに赴いて銀行関係者ほかと面談したが、いずれも現在の困難を乗り越える強い決意を示し、そのための諸施策を実施していることに加え、IMF、EU、EBRD等国际機関が、当地域を起点とする金融危機が広がらぬよう、しっかりサポートを続けていることから、やや安堵したところである。今後とも、各国が真面目に構造改革に取り組み、国際社会もそれを信じて支援を続ければ——あくまでもそれが前提だが——、混乱が他地域に広く波及することなく、局地的な問題にとどまる可能性が高いのではないかと感じた次第である。

日本の景気は9月短観でも示されたように、持ち直しつつあるのは間違いないと思う。ただし、中小企業については、業況判断DIをみても、金融関連DIをみても、持ち直しの角度は大変緩やかである。また、景気の水準が引き続き低いということも、意識しておく必要があると思う。

景気持ち直しの理由は、海外経済の持ち直しに伴う輸出の増加と、大型経済対策の効果によるエコカーやグリーン家電の消費増加、公共工事の積み増しによるものである。これらに加え、在庫調整の進捗もあって生産も増加している。しかし、稼働率がなかなか上がらないため、企業収益の回復力は弱く、設備投資や雇用者数、給与は一段と削減されている。こうした中で、政策の下支えのない商品への消費支出は弱めとなっている。

先行きの景気は、政策効果や在庫復元効果による持ち直しが続いている間に、民間最終需要の自律的な回復が始まらなければ、その終了とともに失速しかねない。しかし、民間の企業経営者からは、来年以降の持続的な回復への道筋はみえてこないとの声が多く聞かれる。特に足許、企業の想定より5円以上も円高方向に進んだ為替レートが、景気に冷や水を浴びせ

ないか、大きな懸念材料であり、この先十分警戒しなければならなくなつたと考えている。

次に、物価動向である。8月のCPI（除く生鮮）は、昨年の食料・エネルギー価格上昇の反動を主因として、前年比下落幅がさらに拡大したが、こうした要因を除くコアコアベースでのマイナス幅の拡大は取り敢えず止まった。とはいえ、前年比マイナスとなる品目の数は、食料、エネルギー以外で急激に増加している。CPI（除く生鮮）のここまでの下落は、想定範囲内の動きである。今後は、マイナス幅の拡大が止まり、縮小に転じていくとは思いますが、果たしてどの程度縮小するかが問題である。広範な品目の価格下落が、人々のデフレ予想の強まりの結果であるとするれば、物価のマイナス幅はなかなか縮まないかもしれない。また、そうした価格下落の実績が、デフレ予想を一段と強めるかもしれない。さらには足許の急速な円高進行も、物価下押し圧力である。今後、これはデフレ・スパイラルに繋がっていかないか、最大限の注意を払ってみていく必要があると思う。金融政策については、次のセッションにて述べる。以上である。

白川議長

私の番であるが、皆様のお話を聞いていて、前回までの決定会合での海外経済や国内経済についての見方と基本的には変わりはないというふうに思った。どういう言葉で表現するか、あるいはそれぞれ皆様の得意の分野があるから、必ずしも皆様が包括的に話していた訳ではないが、全体として足許の景気は上向いていること、しかし回復のテンポは非常に弱く先行きについては慎重にみた方がいいということは、前回もそうであったが、今回も共通していたように思う。次回の決定会合では、展望レポートを議論する中で集中的に点検するので、今日は、包括的に述べるということではなく、前回との比較で敢えていえばどういう点に変化があったかということをお話して、その上で、私が先日出た一連の国際会議等の印象をお話したいと思う。

まず、景気の現状であるが、表現はともかくとして、前回の判断を一步

進めるということについては、皆様賛成であった。ただ、景気のレベルあるいは回復の弱さを考えると、「持ち直している」と言い切ることは私もそうであるが表現としてどうかという感じであった。後から議論するが、言葉として言う「わが国の景気は、持ち直しつつある」と表現できるような状況であるという認識であったと思っている。

前回との比較で私自身が気付いた点を申し上げますと、一つは、これは事の重要性の順番ではなくて、単に発表文でのアイテムの取り上げ方の順番なのだが、公共投資について、足許増加を続けている訳であるが、先行きどうなっていくのかということである。これは投資から別の項目への振替ということも勿論考えられる訳であるが、公的需要がどうなっていくのかについて、今回触れる方が比較的多かったという感じを持った。

輸出、生産周りの方は、これまで想定していたような感じ、あるいは若干それに比べると少し弱いかなという感じで進んでいるが、基本的には、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増加が続いているという判断だろうと思う。

それからデータが出たからということではあるが、短観における企業の業況感は、製造業の大企業を中心に改善の動きがみられているということであったと思う。

設備投資については、厳しい収益力などを背景に減少を続けているが、減少ペースは少し緩やかになってきているということに言及される方が比較的いらっしまったと思う。

個人消費については、先月との比較で格別な違いはないが、改めて耐久消費財とそれ以外、あるいは政策的な支えのある財と、そうではない財・サービスの違いが目立っているという印象である。

先行きについては、これまで何度も議論したとおり、欧米諸国のバランスシート調整の進行を背景として、欧米の景気回復のテンポは緩やかであるという見方が今回も共有された。それから、日本もそうであるが、政策効果が途切れた後の経済の姿について、不確実性が残るということであったと思う。物価については、特に前回との比較で大きな変化はなかったが、

引き続き注意してみていく必要があるということだったと思う。

あと、先般、イスタンブールでのG7やIMFC等での会議、それから海外の金融機関のCEOと会ったり、何人かの当局者と会った一連の面談を通じて感じたことを、改めて少し申し上げたいと思う。

一つは、新興国あるいは資源国と先進国の景気展開の違いを、強く感じたということである。どの時点を起点にするか、あるいは出発点としてどういう感じを持っていたかによるから、かなり主観的な感想であるが、新興国経済は思っていたよりも強い一方、先進国経済は全体として慎重だというトーンには、全く変わりはないと思った。少し詳しく申し上げますと、先進国の経済は、当面成長率が上がるという見通しは、ほぼ共通していて、そこについての不確実性は、あまりないように感じた。ただ問題は、政策効果が途切れた後、あるいはこれから長く続くであろうバランスシート調整を考えた場合に、回復のテンポについて、多くの当局者は緩やかであるとみていたことである。その背景としては、繰り返しになるが、バランスシート調整とこれまでの雇用調整の影響である。前者の中で特に私自身が気になったのは、やはり商業用不動産の動向、あるいは過去の景気落ち込みを反映した消費者関連のローンの焦げ付き増加等である。一方、新興国は、先程も申し上げたように、思っていたよりも強いと思う。これは色々なルートがあるが、やはり元々バランスシート調整を抱えていない中で、積極的な景気刺激策を打ってきたということがまず挙げられるし、それから先進国から資本が流入してきていて、そのもとで多くの国で為替ペッグ政策が採られているから、より流動性が供給されているということがある。そういう中で、資産価格も上がっているということであるが、全体に新興国の経済は思っていたよりも強いということである。それが、まず先進国と新興国で大きく分けた二分法である。

あともう一つは、イスタンブールでの議論ということだけではなくて、色々な当局者が発言している内容も読みながらということであるが、こうした世界経済の足許の回復傾向——取り敢えずの回復傾向ということか

もしれないが——を反映して、先進国の政策当局者の議論が少しずつ分かれてきているという印象も持っている。私自身が普段接触する人は、各国の中央銀行のトップ、政策当局者、首脳であるが、そういう人は、若干の差はあるが、先行きの景気について非常に慎重にみているという印象を持っている。一方、政策当局者の中には、必ずしもそうでない人も少しずつ増えてきていると思う。これは、先進国でこれだけの景気刺激策を展開している、金利も低い、それから流動性も非常にたっぷりあるという中で、足許の改善をみて、少し長い目でみた先行きの景気の過熱、あるいはインフレ圧力、あるいは世界的な金融の混乱といったことを心配する人が以前よりは少しずつ増え始めているように思う。確かに会議に出ている、キャリー・トレードや商品価格の上昇、将来の巻き戻しへの懸念といったことに言及する人が、以前に比べると確かに増えてきているという印象を持っている。私自身は、この席で何度も申し上げているとおり、日本のバランスシート調整の経験に引きずられているのかもしれないが、景気の先行きについて慎重にみていた方がいいというふうには思っている。ただ、同時に、景気が毎回違った形で展開することも、繰り返し、繰り返し我々が学んだ事実でもあるので、その意味では物事を複眼的にみていく必要があると思っている。しかし結論的には、慎重にみた方がいいと思っている。

取り敢えず、私の発言は以上である。後のセッションで議論する金融環境等については、色々な議論があると思うので、この段階で私の方から論点を提起したいということはないが、もし何か追加的に論点があれば、どうぞ遠慮なくご発言頂きたい。

西村副総裁

少し宜しいか。バランスシート調整の件なのだが、幾つか少し気を付けていかなければいけないことがあると思う。それは一つには——これは昔からよく言われていることであるが——、単純に住宅価格が下落するというようなことは、いわば分配効果であって、分配効果がもしなければ、基本的には、影響はないということになる訳である。結局、バランスシート

が傷んだ人達の消費性向と、バランスシートが傷んでいない人達との消費性向の差である。それが非常に大きいというところが今回の影響なのだろうと思う。それが長く続くかどうかは、経済がいわばハイプレッシャーな経済なのか、ロープレッシャーな経済なのかに依存する。一番分かりやすいのは人口の増加である。人口が増加すれば、必ず住宅は増えなければならない訳であるから、つまり需要が増えていく。この力がどの位あるのかによって、かなり見方に影響が出てくると思う。米国で比較的先行きをみている人達は、特殊出生率をみても、米国はまだ2人を越している訳である。そういうことから考えるならば、この傾向は変わらないとし、比較的長期をみれば必ず戻ってくるという見方が強い訳である。これが、日本のバブル崩壊の時とは若干違っている。日本の場合には、人口が収縮していくということがみえていた状況であった。これは明確な違いであると思う。同じようなことは、バランスシート調整が新興国でないというふうに申し上げたのだが——ないことはないが——、基本的には長期的な成長の期待が遥かに大きいというところが一番大きな点だと思う。その期待がきちんと将来的に現実化していくかがやはり最大の問題で、我々はそこもみていかなければならないのだと思う。単純に、バランスシート調整があるから長引くということでは恐らくなくて、他の要素とも絡むのでそれについては、我々十分注意してみていかなければならないと思っている。

水野委員

バランスシート調整と同時に、我々の経験からすると、潜在成長率が下がってきているということが考えられる。

西村副総裁

私は潜在成長率という用語はあまり好きではなくて、潜在需要と言った方がいいと思う。基本的には、「潜在成長率」と纏めた段階で需要と供給が一緒になってしまうので。

水野委員

言葉はともかく、そういうことが多分あるのだと思う。あるいは、成長期待と言っても良いと思うが。特に日本について——ここではあまり議論していないのだが——、住宅投資が本当に弱い。個人消費のことは言及があって、耐久消費財が強いということは皆さん言われていて、そのとおりなのだが。住宅投資動向をみていると、やはり家計の需要というのは——需要という言葉にするが——、ボトムラインが非常に弱くなっているというふうにみておいた方がいいのではないか。その中で、企業が、今、成長期待を下げないようにしていくということは、非常に重要ではないかというふうに思っていて、それについては、短期的には、多分、どうしても外需に依存しなければならないだろうと思う。

白川議長

先程のバランスシート調整に関して、西村副総裁がおっしゃったことは全くそのとおりだと思う。中長期的な期待がしっかりあるかどうかということが大事だと思う。短期的には、ストックのバランスを回復するために、支出を切り詰めていくということになるので、その間に、部門間でどういう所得移転がなされているのかということに、ずっと関心がある。前回この席でも申し上げたが、金利政策という面でみると、どのセクターが過剰債務を抱えているのかということが、基本的に重要だろうと思う。日本の場合は、家計部門ではなくて、企業部門であったのに対して、アメリカの場合は、家計部門であった。日本の場合、利下げによって、家計部門から企業部門への所得の移転がなされた訳であるが、その分、家計については、金融緩和の効果が減殺されていた訳である。勿論ネットでは金融緩和効果が出る訳であるが、アメリカの場合には、最大の対外債務国であるというところが大きな違いだろう。短期的には、所得移転を海外から受けるという立場にある。ただ、やり過ぎると長期金利が上がってしまうから、元も子もなくなってしまふ。

もう一つ、前回言わなかったが、やはりそうだなと思うのは、労働市場

の調整である。日本もアメリカも、賃金で調整するか雇用者数で調整するかは別にして、雇用者所得は、急激に減少した訳である。アメリカでは短期間で相当減少したと思うが、バランスシート調整をまさに余儀なくされる中で、家計部門で雇用者所得が大きく減るということは、やはりアメリカにとってきつく作用する要因という感じがする。

比較的短期の動きをみた時に、今申し上げた二つの要因がどういうふうになるのかというのは、勿論分からない。しかし比較的短期的な動きと先程西村副総裁がおっしゃったようなより根源的な話と、両方を念頭に置きながら、このバランスシート調整の動向について、やはり注意深くみていく必要があると思っている。

水野委員

白川議長も少し触れていたが、公共投資についてであるが、財政余力という意味では、成長安定協定のあるユーロ圏、それからアメリカの議会では、かなり財政赤字の問題がクローズアップされてきて、日本の新政権でも財政規律と景気の持続性のバランスを取ろうとしている。そういう意味では財政状況の余力というのは、実は先進国で同時になくなっているところも非常に悩ましい問題かなと思う。政策効果が一巡した後、続けられない、あるいは続けるべきでないという考え方というのが、先進国で今シェアされていると思う。我が国でも、どちらかと言うと選択肢が非常に狭まっているという現実は、非常に厳しく受止めなければならないかなと思っている。それが、今、民主党政権で苦勞されている原因かなと思っている。

白川議長

このラウンドで、他にご意見などないか。それでは、ここで 10 分休憩を取って、10 時 40 分に再開をしたいと思う。

(10 時 30 分中断、10 時 40 分再開)

V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、決定会合を再開する。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分ずつ発言頂き、その後自由討議としたいと思う。順番は先程同様である。それでは、山口副総裁からお願いする。

山口副総裁

最初に、日本の金融環境の評価についてお話したいと思う。前回会合以降の動きをみると、金融市場は中間期末を波乱なく通過して、年末越えの資金需要についても、TIBOR3か月物からみた年末越えのプレミアムは低水準に止まっている。CPの発行環境をみると、下位格付け銘柄も含めて良好である。発行スプレッドは、a-2格も含めてリーマン破綻前と遜色ない水準になってきている。年末越えプレミアムをみてもかなり限定的な水準であるし、また年度末越えCPの発行環境についても——勿論年度末越えであるので、なおサンプルは少ない訳であるが——、先々の落ち着きを示唆し始めているようにもみられる。社債市場も下位格付け社債を除けば、良好な発行環境となっている。

今、下位格付け社債を除けばと申し上げたが、発行が低調であり、流通スプレッドが依然高いことがその理由である。ただ、これらの点を企業の収益環境の厳しさや、これに伴う信用リスクの高まりだけで説明するのは必ずしも適当ではないと思っている。幾つか構造的と言っているような事情があるのではないかとと思っている。三つ位あるかと思う。一つ目は、そもそも下位格付け企業の発行ニーズが極めて少ないということである。実際に発行している企業をみても、鉄道関係、あるいは個人向けに特化した発行を考えている企業であり、非常に限定的であると言って良い。それから、二つ目は、社債の主たる引受け手である金融機関は、利回りの高い低格付け社債より、同じ格付けで、金利は低くとも貸出を選好するといった

ビヘイビアをとっている。なぜこうした一見すると不可解なビヘイビアを金融機関がとるのかについては、勿論にわかには理解しがたい訳であるが、こうした事実があることは厳然たるところである。三つ目は、勿論、そうした中でリスク選好の強い投資家が登場してくれば、市場の活性化に繋がりが得る訳であるが、そうした動きも現われていないし、当面そうした動きが出てきそうな状況にもない。以上のような構造的ともいえる事情を踏まえると、下位格付け先の社債を巡る市場環境の厳しさは、短期間に解消する性質のものではなく、当面、発行は低調に止まり、流通スプレッドもなかなか低下しない可能性が高いとみておくべきだと思う。従って、BBB格社債発行の低調さをもって、金融環境の厳しさの現われと位置付けて良いのかという点については、躊躇があるというのが率直なところである。市場の構造自体にやや問題があるとすれば、社債市場はそれを除いて考える限り、既に現状においてもほぼ良好な状態に復しているといえるのではないかと認識している。

また、企業の資金繰り、あるいは金融機関の貸出態度は、大企業では一段と改善している。一方、中小企業については、短観に加えて、より小規模な企業を対象とした調査をみても、改善方向にはあるものの、改善度合いは相対的に小さく、依然として「厳しい」とする先が多い。以上纏めて、我が国の金融環境は、先月同様ではあるが、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評価が適当ではないかと思う。

次に、金融政策運営に関する考えを述べたいと思う。まず、政策金利についてであるが、現在の誘導目標水準を維持することが適当だと思う。我が国経済は持ち直しつつあるが、言い方を変えると、そうした段階に過ぎないともいえる。金融環境についても、中小企業の資金繰りなどに依然として厳しさが残っている。従って、緩和的な金融環境を日本銀行としても粘り強く維持していくという構えを忘れてはならないと思う。金利面や流動性供給の面から、これまでどおり最大限の努力を続けていくことが必要だと思う。

次に、企業金融円滑化に関連する時限措置についてである。今日は幾つ

かに絞って述べたいと思う。一つ目は、CP・社債の買入れ、二つ目は、企業金融支援特別オペ、三つ目は、現在BBB格まで担保の適格要件を緩和しているが、こうした適格担保要件の緩和、この三つの措置について意見を述べたいと思う。これらは、いずれも極めて異例の措置であることを認識したうえで、緊急避難的と言っていいと思うが、そうした形で導入したものである。今後の必要性については、その役割や効果、他の手段による代替可能性なども踏まえながら、議論することが必要だと思っている。まず効果の面であるが、これらの企業金融円滑化の措置については、所期の目的に照らしてかなりの成果をあげてきたと評価できると思う。須田委員の言葉をお借りすれば、ほぼ役割を終えつつあると言っていいのかもしれない。

CP・社債の買入れについては、元々、大企業が発行するCP・社債市場の機能回復を支援し、その結果として金融機関が広範な与信活動を行い得るようにバックアップしていく、という目的で導入したものである。この点、CP・社債の発行環境は、先程も述べたように、既に良好なものとなっていると評価して良い。実際、買入れオペの応札状況をみても、大幅な札割れが続いている。特にCP等買入れオペについては、最近2回連続で応札が全くなかったという状況である。また、CP・社債の買入れというオペレーションが存在することによるバックストップ効果があるということがよく言われるが、CP等買入れオペの対象となるa-1格以上の発行金利の分布をみると、リーマン破綻以前に比べ、本行の買入れ下限金利の水準に鞅寄せされバラつきがほとんどなくなっている状態である。この点だけで全てを語ることは勿論できないが、市場の自由な価格形成に歪みを与えている可能性も否定できず、そうした見方も念頭においておく必要があると思う。この点は、前向きに捉えれば、安全弁機能、バックストップ機能が発揮されているともいえる訳であるが、裏を返すと、安全弁機能も、市場が平常時に復した段階では、市場の円滑な機能に何がしかの悪い影響を及ぼすようになっていると、みえなくもないということだと思う。

次に、企業金融支援特別オペについてであるが、これは、金融機関が、

日銀の担保適格となるようなCP、あるいは証貸債権といった大企業向けの融資等を担保に、やや長めの資金を低利かつ安定的に調達できるようにすることで、金融機関の与信活動を背中から押していくとともに、やや長めの金利の低下を促すという趣旨で導入したものである。この点、市場の資金余剰感が強まり、流動性プレミアムも縮小する中で、資金調達に対する安心感は醸成されてきていると言っていると思う。また、ターム物の金利も、緩やかな低下傾向にあるし、年末越えのプレミアムも小さくなっている。こうした中、高格付けCPの発行金利と短国金利との逆転現象——官民の逆転現象と言われているが——、端的に示すように、企業金融支援特別オペの効果が強く出すぎている面があるようにみられる。ある種の副作用とみることも可能かと思う。この間、共通担保オペの落札状況を見ると、2~3か月の長さのオペでも落札金利は、0.12~0.13%と企業金融支援特別オペの0.1%とほとんど変わらない水準にまで低下してきている。そうは言っても若干の差があることは事実であるが、金融機関が企業金融支援特別オペの担保となる証貸債権を集めるためのコストまで考えると、二つのオペの金利面での違いはほとんどないということだと思う。そうした意味では、企業金融支援特別オペは、共通担保オペという通常のおペ手段でほとんど代替できる状況になってきていると言っても過言ではない。企業金融支援特別オペは我々がつけた名前であるが、市場の間では、このオペがある種特別な魔力のようなものを持っているかのように受止められてもいるようだ。しかし、企業金融支援特別オペは、その導入時と異なって、金融市場が落ち着いている環境のもとでは、通常のおペとの間に大きな違いはなくなっている、逆に、通常のおペを潤沢に行いさえすれば、企業金融支援特別オペに十分代替し得るようになってきている訳であり、この点については、市場に向けても丁寧に説明して、理解を求めていく必要があると思っている。

最後に、BBB格まで適格担保の要件を緩和している措置についてであるが、低格付けの企業向けの貸出債権を中心に、恒常的に5,000億円を上回る実績が挙げられている。これらを見合いに低利の資金供給を受けられる

という点を考えると、なおそれなりの効果が発揮できている分野だと思っている。その限りにおいては、CP・社債のオペレーション、それから企業金融支援特別オペとは違った評価が必要な分野ではないかと思っている。

このように、企業金融に関連した時限措置は、全体として相応の効果を発揮してきているが、金融市場が安定に向かい、金融環境に改善の動きが広がる中で、その役割はそろそろ終わりに近づいてきているようにみえる。また、効果と副作用との間のバランスについても変化の兆しが出ている、つまり、このバランスからみても措置を見直すべき時期に来ているのではないかと思っている。以上が時限措置に関する私の本日時点での評価である。

これら措置の取扱いをいつ決定するかであるが、幾つか考えておかなければならないポイントがあろうかと思う。一つは、年末や、年度末越えの市場の状況、あるいは企業金融の状況を含めて、もう少し材料を集めたいというのが、率直な気持ちである。そのうえで、時限措置のサポートが必要なかどうかをしっかりと見極めていきたいということが一つである。もう一点は、この10月の終わりに我々は展望レポートを議論する。2011年度までの経済物価情勢及び金融環境を展望することになるが、そうした形で長い目でみた金融環境の先行きについても、しっかりと点検したうえで、判断していくことが望ましいのではないかと思っている。今後、マーケットの状況、ヒアリング情報なども踏まえながら、各措置の効果、必要性を包括的に点検して、年末までの適切なタイミングで判断していくのが適当ではないかと思う。さらに、時限措置の扱いの決定にあたっては、個別の措置毎にそれぞれ決定するか、あるいは時限措置全体を纏めて決定するか、といったある種の方法論についても考えていく必要があると思う。この点、措置の必要性自体は、個々の措置毎に判断できない訳ではない。しかしながら、各措置の効果は、相互に関連する面もあるし、それ故、一つの政策パッケージとして企業金融に効果を発揮してきた面もあろうかと思う。従って、時限措置のあり方については、一括して議論することが望ましいだろうと私自身は思っている。対外的にも個別の措置毎に決定を

し、公表していくとなると、その時々において残された措置の扱いを巡って、市場に様々な思惑が広がる惧れがあるように思う。また、日本銀行の金融政策運営に対する基本姿勢を全体として明らかにしながら、時限措置の扱いを取り纏めて対外的に公表することで、市場とのコミュニケーションの円滑性も確保できるのではないかと思う。

いずれにしても、これらの時限措置の取扱いは、世に言う出口政策といったような大袈裟なものではなくて、今となっては、金融調節上の技術的な修正という色彩が濃くなっているように思う。従って、時限措置をいずれ取り止める場合には、超低金利政策を維持していくこと、併せて潤沢な資金供給を継続していくこと、こうしたことを述べながら、全体として緩和的な金融環境をしっかりと維持していく構えであることを対外的にも明らかにしていくことが大事だと認識している。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

最初に次回決定会合までの金融政策運営についてであるが、現状維持が適当だと考える。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いるが、やや長い目で我が国経済の先行きをみた場合には、物価安定のもとでの持続的な成長経路へ復していく蓋然性が高いとみてはいるものの、前のパートで指摘したリスク要因を背景に、依然霧の濃い状態が続いていると言わざるを得ない。従って、現時点では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。9月末は全体として波乱なく通過したとのことであるが、執行部におかれては、市場の安定と市場機能の維持のバランスをとりながら、年末に向けて柔軟で機動的な調節をお願いしたいと思う。

次に、企業金融を取り巻く環境についてであるが、改善の動きが続いて

いる。売上の増加に伴いキャッシュインが下げ止まる中、運転資金、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、資金調達環境も引き続き改善している。まず、CP市場では、デュレーションの調整を企図した社債発行へのシフトなどあって、企業の発行ニーズが一層低下する中、投資家の物色が低格付け銘柄にまで波及しており、a-2格の発行レートも低下傾向を辿っている。官民逆転現象は、一部銀行系リースの案件にまでみられており、先般の9月短観では、リースの資金繰り判断DIやCP発行環境判断DIが急速に回復している。

また、社債市場では、発行レートがマーケティングレンジの下限で決定した案件や、当初計画に比べ増額発行となった案件が見受けられるなど、引き続き高格付け銘柄を中心に良好な発行環境が続いている。セカンダリー市場でも、投資家の購入ニーズは根強く、高格付け銘柄のスプレッドは低位安定的に推移している。アイフルやウィルコムの子業再生ADRの申請が社債市場に悪影響を及ぼすのでは、と心配されたが、社債はADRの申請対象となっておらず、市場は潜在的なリスクとは認識しつつも、概ね冷静に受止めているようである。もちろん、デフォルトとなった日本エスコンの例もあるので、予断を許すべきではないが、過度に意識する必要も今のところないとみている。いずれにせよ、BBB格社債の現在のスプレッドでは、クレジットコストを十分反映しているとはいえないレベルにまで抑えられた貸出金利を引き続き大きく上回っており、企業の起債ニーズが膨らんでいくような状況にはない。BBB格社債の発行は特定の企業に偏っており、またリスクを積極的にとる投資家もいないという基本的な問題も抱えているので、それを除くと、CP・社債市場は、良好な発行環境となっていると言っていると思う。また、短観の資金繰り判断DIは大企業でさらに改善している。また企業倒産件数も減少傾向がみられる。

従って、金融環境について総括判断を改善方向へ多少なりとも進めるのが良いと思っている。このことをどのように表現したら過不足なく伝わるのか、この点についても皆様の意見を聞きながら判断したいと思う。

以上のことから、企業金融を取り巻く環境はすでに社債や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。また、企業金融支援特別オペについても、そのために持ち込んだ担保は通常のオペの担保に用いられるし、CPのファンディングはCP現先オペでも可能であり、オペ間の金利差も小さくなっているため、解除後は、より一層潤沢にきめ細かく通常のオペを打つことを示し、市場や企業に安心感を与え、理解がある程度得られるならば、解除時期について、CPや社債の買い切りオペと企業金融支援特別オペとを特に区別する必要はないように思われる。他方、これら異例のオペについてはデメリットも無視できない。すなわち、CP市場には一部過熱感がみられること、官民逆転などの歪みも生じていること、公平性の観点から疑念がなくはないこと、一定レートのオペなど異例のオペを長く続けると市場の自律性が損なわれること、スプレッドのタイト化は投資家を遠ざけ、アナリストそして市場も育っていかないこと、公的サポートが切れた時の不安と不確実性をいつまでも持ち続けることになることなどである。またCP・社債の買い切りについては、総裁会見や講演、議事要旨などを通じて、またオペの実績を通して市場との対話も進みつつあり、マーケットや企業においても、期限どおりの終了を検討することに対して理解を示す先が多いようである。従って、CP・社債の買入れオペは、予定通り年末対応を済ませたうえで12月末で終了してよいと思うし、そのことはかなり市場にも織り込まれているとみている。

他方、企業金融支援特別オペについては、予定どおりとするかフェードアウトさせるかのどちらかを現時点では考えているが、かなり利用されているオペなので、どのような判断をするにしても、その前に解除後の通常のオペの姿について市場と対話しておくことが、安心感を与えるためにも必要だと考えている。従って、まだ対話不足と思われる現時点で、企業金融支援特別オペについて判断を下すことは早計であり、次回会合までの宿題としたいと思う。先程山口副総裁が述べられたように、私としてはその時点で包括的に何らかの決断を行うことができれば良いのではと思っている。

最後に、出口戦略を考える際の留意すべきポイントを、前回と重複する

点もあるが、二点述べておきたいと思う。

第一に、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。この間の報道をみると、日銀は年末の資金繰りに配慮しないということとか、企業金融支援特別オペは中小企業向けだから解除すべきではない、といった間違った解釈に基づく報道が少なからず見受けられる。そういった報道をみるにつけ、コミュニケーションが不足していることを痛感せざるを得ない。今後出口に向けて一層丁寧な説明が求められているように思われる。因みに、現在日銀が受入れている共通担保の中で、中小企業関連といえる可能性があるのはA B C Pであるが、A B C Pの原資産が仮にすべて中小企業向け債権だとしても、3,000億円弱しかない。しかも、A B C Pは特則も設けたが、これまで然程利用されてこなかった。A B C Pについては、6月以降、共通担保よりもC P現先オペでの買入残高の方が多くなっている。企業金融支援特別オペの適格担保にはA B C Pは含まれていないので、それを取り止めて通常のオペや、また現在ほとんど0.1%となっているC P等買現先取引が増えれば、かえって中小企業金融にプラスになるかもしれない。企業金融により大きな影響を与えるのは、適格担保の格付けを下げたり、特則を付けるなどして担保の範囲を拡大することにあるように思われる。もう一つの対話の難しさは、昨日も議論があったように、量の解釈についてである。市場機能が回復し、中央銀行による民間取引の代替や間接金融による直接金融の代替が御用済みになるにつれて、当座預金や貸出の前年比がマイナスとなることは確実であるが、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をしっかりと説明していく必要がある。

第二に、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくことを促すために、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。こうした観点からも、異例の措置を解除した後暫くは、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い、オペレートが異例の措置の解除とともに大きく上昇しないよう十分配慮する必要がある。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。以上である。

白川議長

それでは、野田委員にお願いします。

野田委員

前半で述べたとおり、我が国の経済・物価は、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している。すなわち、2010年度まで、海外経済の回復を前提として経済は持ち直していく姿が想定されるものの、内需の回復モメンタムは弱く、全体として力強い浮揚力を欠き、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、あるいは見通しを巡る極めて高い不確実性とダウンサイドに傾斜したリスクバランスは、基本的に変わっていない。リスク要因について若干、敷衍する。最大のリスクは、我が国経済の持続的回復の前提であるところのグローバル経済、しかもその主力エンジンである米欧経済の回復に、前半パートでも述べたとおり、なお多くの下振れ要因を抱えていることである。中国をはじめとする新興国の上振れが、先進国経済の下振れリスクを和らげ、グローバル経済のスラックを縮小させる要因として意識され始めている。ただ、こうした先進国と新興国の中長期的な成長力格差が、緩和的な金融政策などと相俟って、資源エネルギー価格の過度の高騰を招くなど、その先の下振れリスクの要因となる様々なリスクも内包している点は、前半でも少し議論されたとおりである。我が国経済は、生産回復の程度に置き換えてそのレベルをみた場合、ピークの昨年初頭の80%程度で年を越す見通しにある。これを病人に例えれば、E R、緊急救命室から出たものの、退院にはとても覚束ない状況であり、ストレス耐性は経済のレベル以上に弱まっている可能性がある。リスクの顕現化により景気が下振れる場合、金融機関における信用コストの増加や株価下落等により、実体経済と金融との負の相乗作用が生じるリスクも十分認識しておく

必要がある。

こうした中では、引き続き極めて緩和的な金融政策による下支えが必要な状況である。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当である。また、その効果を最大限に発揮させるため、併せて潤沢な流動性供給による金融市場の安定を確保していくということが引き続き重要である。

次に、金融環境について述べる。CP市場では、発行残高こそ企業の資金需要の減退や長期調達へのシフトにより減少しているが、a-2格の発行スプレッドは緩やかな低下を続けており、リーマン破綻前の水準並みまで改善している。CP発行環境の改善は、下位格付け先にまで拡大しているといえると思う。例えば、大企業のリース業では、CPの発行環境DIについて、昨年12月では全業種中最大の「厳しい」超-53%ポイントであったが、これがこの9月には電気・ガスに次ぐ「楽である」超+7%ポイントに回復している。CPの発行環境DIについて、概ねすべての業種で「楽である」超に転化しており、その水準も概ねリーマン破綻前の状況まで回復している。社債市場も、一部の消費者金融セクターにおける特殊要因による振れを除くと、全体として信用スプレッドは安定し、発行銘柄も拡大するなど、改善傾向が続いている。また、貸出金利、そしてその基準の一部のベースとなるターム物金利は、低位で安定して推移している。社債市場については、下位格付け先についての議論があるが、これは前回会合でも議論され、先程、山口副総裁、あるいは須田委員が整理されたような形で認識を共有したと思われるので、私からは繰り返さないでおく。企業の資金繰り判断をみると、9月短観では6月に続いて着実に改善した。ただ、大企業が「楽である」超+6%ポイントであるのに対して、中小企業は「苦しい」超-18%ポイントの改善と、なお厳しいとする先が多いことが確認された。資金繰り判断DIのボトムである3月からは大企業が10%ポイントの改善に対して、中小企業は5%ポイントの改善と、改善幅も大企業に見劣りがする。もっとも、この点に関して、リーマ

ン・ショック前の昨年 6 月から本年 3 月——これがボトムだった訳だが——までは、大企業が-22%ポイントの悪化に対して、中小企業は-15%ポイントの悪化に止まっていた。つまりリーマン破綻ショックが大企業の方により強く働いていたことの反動が、足許の差となって現れているとみられなくもない。従って、次回調査にもこの点よく注目しておきたいと思う。以上のように、金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが引き続き広がっているということが確認された。

こうした金融環境の改善を反映して、CP・社債買入れファシリティの利用は既に大きく落ち込み、札割れが続いている。CP・社債の買入れスキームについては、その円滑な終了を期して、市場機能の回復に応じて本行への売却のインセンティブが低下していくという仕組み、言わば、自動出口装置が組み込まれているが、昨今の入札状況はまさにこの仕組みが所期の目論見通りワークしている結果にほかならない。

次に、企業金融支援特別オペについてであるが、これは導入直後のターム物金利のはっきりとした低下と、その後の緩やかな低下を辿っている状況をみると、共通担保オペなどの通常のオペレーションによる潤沢な資金供給の効果とも相俟って、企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すとの、所期の目的の一つは果たされてきたと評価できると思う。金融機関は、0.1%の固定金利で企業債務担保の範囲内で無制限に——つまり無競争で——予め公表された日程上のいつでも調達が可能、というスキームにより、企業の資金調達に関する安心感を確保するという、もう一つの企業金融支援特別オペの導入の目的も十分に果たされてきた。安心感を確保するという、この部分の機能は、他の我々のオペレーションでは代替が難しいものであると思うが、市場が安定化するのに従って、その効果は少しずつ低下してきていることは否定できない。一方で、経済の先行きを巡る不確実性は極めて高いため、企業が年度末にかけての資金繰りについて不安感を拭い切れない状況のもとで、この企業金融支援特別オペの存在が、企業に対してなお一定の安心感を与えているということも決して否定できないものと考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、水野委員にお願いします。

水野委員

まずマクロ政策関連の課題ということで、次回決定会合では、2011年までの経済・物価の見通しを議論する。各委員が見通しを出される前の段階であるが、前回までの会合及び本日前半までの議論を聞いて、個人的には、恐らく、在庫復元と各種の政策効果によって支えられた経済から、内外ともに、民間主導の自律的な成長に移行していき、成長率が徐々に高まっていく、といった辺りが中心的な見通しになると思われる。しかし、政策効果が一巡した後、我が国経済が持続的な回復パスに復することについては引き続き楽観できないと考えている。

そういう長めのビューを前提とした場合、我が国政策当局のなすべきことは何であるか、という話であるが、前半のパートでも述べたが、我が国の政策当局は、デフレ圧力の緩和、雇用創出に資するマクロ経済政策運営を国民から求められていると思う。政府は、生活者重視の姿勢をみせているが、労働生産性の向上とともに労働力人口のトレンドの反転によって長期的な経済成長率を引き上げていくためには、セーフティネットのみならず、雇用創出力や租税負担能力が高い大企業のリスクテイク能力を高める政策も重要であるというのは、前にも述べたとおりである。一方、本行には、当面、企業の期待成長率の低下、家計の期待恒常所得の低下を防ぎ、デフレ懸念を強めないように、緩和的な金融環境を堅持することが求められていると思う。また、金融機関やクレジット市場が信用仲介機能を十分に発揮し、潤沢な資金が企業・家計部門に円滑に流れるように、マクロ・プルーデンス政策を充実させることも重要だと思う。さらに中長期的に考えた場合、景気の底割れやデフレ・スパイラル回避に成功した後は、民間主導による持続的な景気回復や財政の健全化に資する政策対応が期待される筈である。具体策を持ち合わせている訳ではないが、我が国の潜在成

長率が低水準に止まり、少子・高齢化が進むことを前提とすれば、引き続き緩和的な金融政策運営が基本スタンスになるのではないだろうか。

企業金融支援のために実施した各種時限措置についての今後のあり方についての基本的な考え方を述べたいと思う。本行は、各種時限措置をどのタイミングで停止するか、それに向けた情報発信をどのように行うか、という問題に現在直面していると思う。金融政策運営について予断を持つべきでないといえはそのとおりなのだが、先程お話したように、日本銀行に期待される金融政策運営の大きな枠組みは、何らかの想定外の外的ショックがない限り、当分変わらないと思う。現在長期金利が低位安定している背景の一つに、本行が時限措置を除いて将来の金融政策運営について何ら正式なコミットをしなくとも、緩和的な金融政策運営が続くと債券市場が期待していることがある。各委員で色々な考え方はあるだろうが、私としては、今、金融市場の期待形成に修正を迫る情報発信や政策変更を行うことにメリットはあまりないと考えている。

C P・社債の買入れについてであるが、C P等買入れオペと社債買入れオペに関しては、利用頻度の低下を受けて、両オペを停止すべきタイミングであるとの意見がある。しかし、私は、市場参加者からみたニーズ、特にバックストップ機能の観点から、この二つは必ずしも同じ土壌で議論しない方がいいということを示し上げたいと思う。まず、発行体と投資家の顔ぶれをみると、C Pは銀行と投信会社に限られる一方、社債については、発行体は事業会社から金融機関まで広がりがあり、投資家層も多種多様である。また、C Pは短期金融市場の商品で、C P買現先オペや共通担保オペ等、本行の通常の金融市場調節によってコントロールしやすいといえるが、社債の方はそうはいかない。さらに、社債の残存年限はC Pに比べると長く、既発社債の格付けの銘柄間格差も小さくない。投資家は保有する社債の格下げリスクに敏感である。特に先日のアイフルの事業再生ADR問題の発生は、単なる個社や消費者金融業界に対するクレジットイベントの発生に止まらず、事業債市場全体に冷や水を浴びせたことは間違いない。A格からB B B格の事業債の対国債スプレッドは、過去3週間で拡大

した。現在はこの動きの持続性や、広がりの有無を見極める局面であると思っている。本行は最近、CP・社債の発行環境は大きく改善しているという情報発信しているが、そういった同列の扱いで果たしていいのかどうか、私は悩ましいところが若干あると思っている。短期金融市場からは、CP買入れオペが停止されても短期金融市場及び短期セクターの国債市場に大きな混乱は想定されない、その一方でCP買入れオペの存在がCP市場の機能低下を招いている、との声が聞こえている。しかし、社債の投資家からは、本行の社債買入れの対象が残存期間1年未満のA格以上に限定されているにもかかわらず、日本銀行の社債買入れオペのバックストップ機能は社債市場の安定に寄与しており、少なくとも年度末越えまで延長して欲しいという声も聞こえている。こうしたことを踏まえ、私は、CP買入れオペと同様、社債買入れオペも大幅な札割れが続いているが、現時点では、仮にCP買入れオペを停止したとしても、社債の買入れオペは暫く継続する意義があるのではないかと考えている。

次に、企業金融支援特別オペであるが、これについては、残高はピーク時の7兆円強から6兆円強まで減少したものの、なお強いニーズがある。しかも当オペは、金融機関にとって使い勝手の良い3か月という期間であることに加え、事実上、時間軸効果を強めている結果、ターム物金利や国債イールドカーブの中短期セクターの金利安定に寄与している。理論上は、CP等買現先オペ及び共通担保オペの頻度と規模を拡大すれば同じ効果を期待できる、との企画局のモデル分析もある。しかし、企業金融支援特別オペがモンスターオペと言われる理由には、使い勝手の良さ、アナウンスメント効果の強さ、同オペを他の金融市場調節では代替できない部分もあること、などがある。また、債券市場は、民主党のマニフェストに沿った財政政策運営を行う新政権は、結果として大きな政府路線にあるとみている。そうした中で、本行が企業金融支援特別オペの停止に踏み切れば、ターム物オペと中短期セクターの国債利回りは、現状よりも高い水準に定着すると思われる。最悪の場合、長期金利のボラティリティーが想定以上に上昇し、何もそれに従う必要はないが、本行に対する国債買切りオペ増額への

期待や要請が強まることが想定される。企業金融支援特別オペの取扱いについては、特に慎重な議論が必要だと思う。

その他の留意点について付言したいと思う。時限措置からの出口戦略を考えるに際しては、次の点についても考慮しておくべきであると考えている。まず一番目として、10月末の展望レポートで、2011年度までを視野においても、持続的な景気回復にいま一つ自信が持てないとか、物価の下押し圧力が続く蓋然性が高い、といったニュアンスを出すことを想定すると、10月中に一部でも時限措置を停止すると、どうしても、ちぐはぐ感が出てしまうのではないだろうか。相手が短期金融市場や社債市場のプロなら、C P・社債買入れオペのニーズが後退していることや、我が国の金融環境は経済見通しの下振れ要因にカウントする必要がないほど改善したというところに理解を得ることはできるだろう。しかし、それ以外の金融市場、例えば、外為市場や株式市場の参加者が、日本銀行は出口戦略に前のめりになっていると誤解し、その結果、ファンダメンタルズと整合性がとれない行過ぎた円高進行や株価下落を招くリスクは否定できない。

二番目だが、先週のオーストラリア準備銀行（R B A）の利上げによって、主要国の非伝統的な金融政策からの出口のみならず、F e dの早期利上げ観測も高まりやすい局面であるが、F e dは米国景気の先行きに自信を深めている訳ではなく、当面は超低金利政策を継続する姿勢をみせている。そうした中、本行が時限措置からの出口を急いでいると市場に万が一でも受止められた場合、短期的には円高進行を加速させるリスク、他の主要国の政策変更に対する思惑を強めるリスクがある。今回余裕を持った金融政策運営を継続することは、主要国全体が慎重に出口戦略を進める環境を醸成し、世界全体の金融市場の安定に寄与するはずである。

三番目として、財政政策や金融行政など他の政策対応との整合性である。鳩山総理は、先週末、景気刺激策を盛り込んだ第2次補正予算案を、年明けの通常国会に提出する考えを示した。政府が景気の先行きに厳しい見方をしている中、仮に企業支援の各種時限措置を一部停止するにしても、緩和的な金融政策という大きな方向感に変化のないことを、国民にも分かりや

すく丁寧に説明する必要性があることは、言うまでもないと思う。

結論であるが、本行は、リーマン・ショック以来、経済・金融情勢の劇的な変化に適切に対応してきたとの評価を市場参加者から受けてきた。また、CP・社債のオペはバックストップとして導入した面もあると情報発信してきただけに、異例な措置からの出口戦略については、市場コンセンサスの半歩後のスピード感で動く程度の余裕を持って対応する位が適切だと個人的には思っている。前のめり感が出かねないタイミングで時限措置の停止・継続の議論を行う必要性は、見当たらないと思う。結論として、10月に企業金融支援の各種時限措置を停止することのアップサイドは、あまりないと思う。11月の決定会合で議論し、停止するもの、継続するものを決定し、その理由を対外説明するのがベストだと思っている。最後に、当面の金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁にお願いする。

西村副総裁

金融市場の現状をみると、直接金融市場と間接金融市場、そして大企業と中小企業の二つの軸で、ばらつきが目立っているように思う。第一に主として大企業や銀行・機関投資家が参加者である直接金融の市場では、引き続き改善の動きが広がり、部分的にはかなりの緩和感が出ている。私は、前回会合で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と述べたが、その傾向はさらに強まっており、「CP・社債市場では、低格付け社債を除き、良好な発行環境」という月報の評価に異論はない。月初に発表された9月短観のCP発行環境判断DIをみると、全産業・全規模では改善のテンポは意外と小さいように見えるが、これはそもそもCPを発行していない企業が報道等に基づいて答えているためにバイアスが生じている可能性が高く、実際にCP発行が多い業種でのDIは、先程野田委

員のご意見にもあったが、大きく発行環境の好転を示している。間接金融の市場においても、短観D I でみると、大企業・全産業では、企業からみた金融機関の貸出態度、企業の資金繰りとも年初の大きな落ち込みに比べれば、かなりの改善を示している。しかしながら、間接金融の市場において中小企業の短観D I をみると、今次危機以前の景気回復時期から、既に企業の資金繰りの回復が大企業に比べて遅れていたところに、今次危機の打撃で再び落ち込み、1998 年頃の最低に近い水準に並ぶ形になっている。しかもその後の回復は、大企業に比べて小さく、9 月短観D I でみると、企業の資金繰りはようやく 2002 年の底に近い水準というところで推移している。企業からみた金融機関の貸出態度の大きな落ち込みは、大企業、中小企業ともに共通ではあるが、そこからの回復度合いは、大企業と比べて弱いことも事実である。この傾向は短観よりも零細企業の状況を良く現わす日本公庫のD I に強く窺われる。

このように回復の広がりはみられるものの、総体としてみれば、企業金融環境の厳しさが続いている現状を考えると、緩和的な金融環境を維持し、金融面から経済を下支えするという今までの政策を維持するのが望ましいと考える。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」という現状維持が適当であると思う。

次に、今年 12 月に期限の来るいわゆる異例の措置について、まずこれらの措置の背景を確認してから検討することとしたいと思う。このところは、重複になるかもしれないが、確認したいと思う。これらの措置の背景は、昨年秋以降、主として大企業や銀行・機関投資家が参加者であるC P・社債市場といった直接金融の市場で以下の二つの事態が発生したことにある。第一点は、過度の不安心理が蔓延したこと。このため市場参加者がカウンターパーティリスクに過度に敏感になった。第二に、C P・社債市場が機能しなくなったことである。具体的には取引が極端に細り、そこで平均市場金利が個々の特殊事情に大きく依存するようになり、市場の基本的状況——ファンダメンタルズ——を反映しなくなったということに

ある。この二点のため、大企業が資金繰りを間接金融、即ち銀行借入に大きくシフトしたが、それが間接金融を緊張させ、大企業の資金繰りにも危惧が生じた。さらに大企業が資金繰りを間接金融にシフトさせたことにより、中小企業への資金の流れが細り、中小企業の資金繰りにも大きな影響を与えることが危惧された。このように直接金融のみならず、間接金融にも全般に逼迫感が高まり、それが実体経済を悪化させ、相互に悪影響を増幅させていく負のスパイラル——負のフィードバック・ループ——を生じさせる懸念があった訳である。こうした大企業、中小企業共通の企業金融の逼迫した状況は、極めて低い政策金利の持つ金融効果を大きく減殺した訳である。そのため、企業金融円滑化のため、オペレーションの積極化に加え、大別して以下の三つの時限措置を導入した。第一に、過度の不安心理を解消するためのセーフティネットとして、CP・社債の買入れ制度を導入した。第二に、市場が壊れたということに対応し、最も効果が大きい形の介入として現在のような形の企業金融支援特別オペを導入した。以上が12月までの時限措置である。さらに、これと呼応する形で、来年3月までの時限措置として、銀行が直接・間接に民間企業へ資金供給をしやすくするために、適格担保の枠を広げたことである。資産担保CPの適格担保要件緩和と民間企業債務の適格担保要件緩和がこれにあたる。

以上の措置の今後を検討する際には、まず基本を確認しておく必要があると思う。それは、金融市場の現状把握のところでも述べたように、現在は、当面、粘り強く、緩和的な金融環境を維持し、金融面から経済を下支えしなければいけない状況にあるということである。従って、企業金融全般の円滑化を支援する日本銀行の態度に揺るぎはないという点である。これら措置の検討、そしてそれを市場、国民に伝える際も、この点について誤解がないように慎重な配慮が必要であると考ええる。

三つの時限措置は、それぞれ対応する問題は同じではないし、制度設計も異なる。CP・社債の買い取りは、過度の不安心理を解消するためのセーフティネットであり、企業金融支援特別オペは、市場機能の著しい低下に対処する特定セグメントに対する介入であり、適格担保要件の緩和は、より一

一般的に銀行による企業金融を支援する措置である。そしてそれぞれ市場に介入する度合いが異なり、介入から生じる資源配分の歪みの可能性も異なる。そこで、これら三つの時限措置は、対処する問題の解消、あるいは性格の変化に応じて、それぞれ延長、廃止、ないしは変更されることになる。しかしながら、これら三つの時限措置は、極めて低い政策金利の持つ金融効果を大きく減殺していた企業金融の逼迫状況を改善する企業金融円滑化の支援として、セットとして捉えられてきたことには注意する必要がある。我々もそのように説明してきたことに留意する必要がある。そのため、不用意に特定の時限措置の廃止あるいは変更を決めると、それが、日本銀行が企業金融円滑化の支援を止めようとしているとか、日本銀行の姿勢の変化と誤解されるリスクがある。日本銀行の姿勢に対する国民の理解が極めて重要な局面であることを考えれば、この点をないがしろにすることはできない。確かに、CP・社債買入れの大幅札割れ、応札なしという状況が続き、短期金融市場のスプレッドが総体としてみるならば、ほぼ昨年後半の危機以前の状況に戻り、企業金融支援特別オペについても共通担保オペとの差が縮小するなどの落ち着きがみられることは事実である。と同時に、これらの措置が市場に現在看過できないほどの大きな歪みを起こしているとは考えにくいと思う。従って、企業金融円滑化支援という日本銀行の姿勢に変化がないことを浸透させ、無用の誤解を避けるために、十分な説明の時間を割く余裕が現在あると考えている。さらに、三つの時限措置のセットを今後どのように取り扱うべきかは、企業金融全般の状況判断に依存し、それは究極的に金融経済情勢の長めの今後の見通しに依存する。この点で特に地方の状況を、支店長会議等を通じてつぶさに検討する必要があると考えている。

以上の二つの留意点を押さえると、時限措置について現時点で結論を出すのは尚早と思われる。次回以降の適切なタイミングで取り纏めて判断するのが適当であると考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員にお願いします。

中村委員

企業金融に限って話したいと思う。国内の企業金融を取り巻く環境は、厳しさは残るものの、改善の動きが継続している。昨年、企業金融円滑化のための特別措置導入時のような、企業金融環境の極度の逼迫感や市場機能の著しい低下といった異常な事態は既に解消されている。CPの発行環境は、a-2格といった低格付け先についても引き続き改善している。社債もA格以上の銘柄については、発行スプレッドが低水準横這いの動きとなっているほか、発行銘柄も拡大していることなどから、発行市場の一時期の混乱は収束したと考えられる。一方、低格付け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が、これについては、既に複数の委員の方からもお話があったように、その主たる要因は、我が国の社債市場や金融慣行が従来から抱えている様々な課題に起因すると考えられる。

企業からみた金融機関の貸出態度は、9月短観でも大企業では明確に改善したほか、中小企業でも水準は低いものの、改善の動きが続いている。また、企業の資金繰りも、大企業では「楽である」とする企業が短観では一段と増加したほか、中小企業でも改善傾向にある。このように、足許の資金調達に懸念を持つ企業は減少しているようだが、昨年の金融危機を契機に、経営環境の急変や資金調達が短期間のうちに困難化する事態を、企業は強く意識するようになっている。また、先行きの業績悪化による格下げと、それに伴う調達コストの増大、及び調達力が低下するリスクの高まりを懸念する先も多く、先行きの資金調達について警戒感を緩めていないようだ。具体的には、短期調達を長期化するだけでなく、債務のポートフォリオの見直しや、来年度以降の資金需要を展望して、前倒しで資金手当てを進めようとしている企業も少なくない。

本行が企業金融円滑化のために導入した緊急対応としての異例の特別

措置については、これまで、それぞれの措置の目的や仕組みが異なっているほか、金融市場や金融環境に与える効果も様々であるため、時限措置ごとにその対応を検討していく必要があると説明してきた。同時に、最終的には、企業金融全般の改善状況からの判断になるとも説明してきた。市場関係者は、本行の異例の措置は必要な期間に限り、適当な規模で実施することを理解していると思うが、本来の役割を終えた各種措置の条件変更や打ち切りを個別に行った場合、実態と離れて本行の企業金融支援姿勢の後退と受止める向きもあることには、留意が必要である。このため、12月末に期限を迎える各種措置の取扱いについては、本行の企業金融支援に対する考え方を整理し、全体観を示したうえで、各措置に係る対応を纏めて示すことが肝要である。一部措置の対応だけを公表することは、本行の金融政策の方針転換の始まりと受止められる可能性があるなど、緩和的な金融環境を維持し、企業金融円滑化を継続して支援している本行の方針に、無用の憶測を招きかねない。

各種措置のうち、CP買い入れについては、3月より継続して札割れとなり、6月からは応札ゼロの事例も発生している。また、社債の買い入れも減少傾向が続いている。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%台前半で推移する中では、企業金融支援特別オペの異例の措置の効果も縮小している。CPや社債の買い入れオペは、1月に公表した「企業金融に係る金融商品の買い入れについて」の考え方に基づき、12月末で取り止める方向で考えることに支障はないように思われる。一方、企業金融支援特別オペについては、金融機関にとって好条件の資金調達手段であるだけに利用残高も多いほか、ターム物金利の低下を促した効果も否定できない。また、このオペは、企業金融支援の象徴的な手段として受止められている側面があるだけに、同オペの期限の取扱いについては慎重に検討する必要がある。共通担保資金供給オペを拡充させながら、漸次代替させていくことも一案だと思う。いずれにせよ、展望レポート等を踏まえ、企業金融環境の推移をみながら、次回以降の決定会合にて結論を出したいと思う。

市場機能を維持しながら極力、金融環境を緩和的なものとして我が国の経済をしっかりと下支えする必要があるため、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とすることが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いする。

亀崎委員

金融環境は引き続き改善の動きが広がっており、景気も持ち直しつつあるが、金融政策運営に当たってのリスク要因は、以下のように先月までと大きな違いはないと考えている。

まず第一のリスクは、引き続きグローバル金融市場におけるショックの発生である。各国の景気指標は、引き続き改善方向を示すものが多いが、事前予想対比では弱いとして、金融市場の反応は必ずしも芳しくないようである。景気回復ペースの遅さが嫌気されているようであるが、こうした中ではちょっとした不安が売り材料とされるリスクがあるものと思う。引き続き、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、欧州の景気動向の緩慢さ、中国の引き締め転換懸念、新型インフルエンザの感染拡大など、不安要因は多々ある。中東欧の金融混乱も、現地では比較的冷静に受止められていたが、詳しい事情を知らない遠方の金融市場では、大きな不安材料とみられるかもしれない。日本では、急速な円高進行の影響が懸念される。こうしたことをきっかけに市場が再び不安定化し、実体経済に悪影響を与えないか、引き続き注意が必要だと思う。

第二は、金融・財政政策が与える影響である。各国とも景気刺激策の効果が顕れているが、これが景気にもたらす上下双方向の副作用にも注意が必要である。まず下方向では、景気刺激策が終了した後の反動が考えられる。対策が需要の先食いではなく、その後の民需に繋がらない場合には、大きな反動減が発生する可能性がある。米国における自動車買い替え促進

策終了後の反動減は、その例といえる。日本でも、今年度の大型経済対策の反動が来年度以降に出る可能性には、注意が必要である。上方向では、中国のように、景気刺激策の効果が出過ぎることによるバブル懸念がある。また、各国の金融緩和策が、国際商品市況などにバブルを生むことも考えられる。上方向でも下方向でも、政策が景気や市場の振幅をより大きくすることのないよう、適切に運営できるかどうか重要な注目点といえる。

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により、各経済主体の行動パターンが変化した場合、先行きの見通しにおいて過去の経験則は役に立たない。こうした中、政策当局も企業も、あるいは家計も、今後は元の世界に戻るのではなく違った世界となることを前提に、これまでとは違ったアプローチを考えなければならないのかもしれない。

以上、この先のリスク要因について述べた。これらを全体としてみれば、目先は下振れ方向のリスクが小さくなっているが、年明け以降までやや長めにみれば、なお大きな下振れ方向のリスクがあると考えられる。こうした状況下での金融政策については、まず無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は、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、あるいは企業金融円滑化支援、これ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かかる金融商品の買い入れ——すなわちCPと社債の買い入れ——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された、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、利用額も大きく減少しているもとでは、その打ち切りの可否について検討を始めることが必要と考えている。打ち切る場合には、市場に対して十分な準備期間を与えるため、早めのアナウンスが必要であるが、そこに至るまでには十分な議論も必要であるため、

必ずしも今回この場で結論を出す必要はないと考えている。その決定の時期については、冒頭山口副総裁の発言——もう少し材料を集めて10月末展望レポート等を見て判断してはどうか——に私は賛成である。

仮にCP・社債買い入れの打ち切りを決定して、それをアナウンスした場合は、その他の期限付措置の扱いについて、市場が疑心暗鬼となる可能性がある。そこで、こうした措置の扱いについても、同時に決定しアナウンスする必要があると思う。それも冒頭の山口副総裁の発言で、検討の方向としては、個別毎に決めるか全体で考えるか、やはりこれは相互に関連する面もあるため、政策パッケージとして一括して議論するのがベターなのではないかという発言があったが、私もこれに賛成である。

なお、現時点においては、特にこの企業金融支援特別オペについては、CP・社債買い入れに比べ、異例の度合いが相対的に低く、また引き続き一定の役割を果たしていることを考えると、買い入れ措置とは違った対応を考えるべきではないかと思っている。

ただ一点、重要なことは、このような非常時に採った時限措置を停止することが、俗に言われる利上げに直結する出口政策ではないということ、市場関係者に正しく理解してもらうことである。あくまで、異例で緊急の状態からの脱却だけであり、緩和的な金融環境は維持していくという点について、正しく人々の理解を得ていくことは、極めて肝要であると考えている。以上である。

白川議長

まず次回の決定会合までの調節方針であるが、皆さん、現状維持ということで私も同じ意見である。金融環境の評価については、言葉は若干違いますが、厳しさを残しつつも改善の動きが広がっているという言葉で括れるような評価であったと思う。細かな内容については特に繰り返さないが、結論だけ申し上げると、CP・社債市場については、低格付け社債を除き、良好な発行環境となっているという評価だったと思う。

まずはC Pから申し上げると、発行スプレッドが大幅に低下している。a-1+格あるいはa-1格は、リーマン破綻以前の低水準で推移しているし、a-2格もリーマン破綻前と遜色ない水準まで低下している。

社債は、A格以上では極めて順調な発行を維持しており、一部では、過熱現象とも呼ぶべき状況になっている。振り返って、本年度上期の社債の発行金額をみると、データの入手が可能な2000年以降では、半期ベースで最大という金額になっている。これまでこの場でも度々議論の対象になっていた低格付け、すなわちB B B格の発行が不芳であることをどう解釈するかということであるが、この点についても若干のニュアンスの差はあると思うが、投資家の構成や銀行からの借り入れ金利との関係といった構造的な要因も存在しているので、必ずしもB B B格の発行が多くないことをもって、金融環境が厳しいというように評価することは適当ではない、という評価が多かったと思う。

今申し上げたC P・社債の状況は大企業にかかるものだが、企業の資金繰り全体ということでは、中小企業を中心になお厳しいとする先が多いが、全体としては改善の動きが続いている、という評価であったと思う。

こうした金融環境の評価を受けて、各種時限措置の扱いをどうするか、あるいはそうした措置をいつ検討し、どのような形で発表するか、ということについて様々なご意見があった。これから若干、この点について議論を深めたいと思うが、この後の議論の前提を整理しておくために、これまでの措置の実施状況などについて、執行部から簡単に説明してもらいたいと思う。

雨宮企画局長

それでは、時限措置について委員方からご議論頂いたが、取り敢えず執行部からはこの後、検討の対象になる時限措置——委員方によって挙げられた項目とそうでない項目とあるが——について、確認のために一応理解を共有させて頂く。時限措置としてはこういうものがあるということと、オペの現状だけ整理させて頂きたいと思う。

C P等買入れは、実施期限 12 月末、上限 3 兆円であり、残高はピーク時 1 兆 6,000 億円までいったが、直近は 800 億円まで減少している。これも多くの委員が言及されていたが、特に最近では大幅な札割れで、応札ゼロが二回続いているという状況になっている。

次の社債買入れについても実施期限は 12 月末。上限 1 兆円であった。これも最近、大幅な札割れが続いており、オファー 1,500 億円に対して最近では 96 億円というところまで減少している。

それから企業金融支援特別オペであるが、これもずっと残高は残っており、7 兆強を持続していたが、極く最近になって若干減少している。まだ残高は相当高いが、これも幾つかご議論あったが、共通担保オペとの金利差が縮まってきている。この企業金融支援特別オペは非常に強力な手段ではあるが、一方で担保が限定されているため、担保を集めなければいけないというコストがかかる。それから、3 か月固定というのは、ある状態では非常に安心を与える効果があるのだが、共担オペが自由に市場の状況に応じてオファーのタイミングを変えられるのと比べると、3 か月固定で担保を管理するという、ある種のコストはある訳であって、それも含めると、共担オペとの金利差が小さくなっているということも、背景としてあるのだろうと思われる。

それから、米ドル資金供給オペは 2 月 1 日まで——海外の中銀、F e d のスワップと合わせて 2 月 1 日まで——であるが、これもドル市場の落ち着きを映じて残高はかなり減少しており、入札はむしろ低調と言ってもいい状況が続いている。

それから、委員方はお触れにならなかったが、時限措置としてはこの次の補完当預制度もあり、これは 1 月 15 日、12 月の積み期までという時限措置である。これは超過準備に付利をすることによって、積極的に潤沢な資金供給を行うもとのコールレートのコントローラビリティを維持するという制度であったが、この間、地味ではあったが非常に大きな効果を発揮したと思われる。ちなみに、この対象の金額というのは、要すれば超過準備にほぼ相当する金額であるが、ピークでは 7 兆円、足許でも 4 兆

6,000 億円ある。通常であれば、これだけの超過準備を供給すると金利がゼロに張り付いてしまうが、この制度があるお蔭で、ここにあるとおり無担オーバーナイト（8 月積み期中平均）は 0.103%と、コールレートの円滑な運営に効果を発揮している。この点は、米国のように、FF 市場に準備預金制度対象以外の金融機関が相当大量の資金放出を行って、下限を 0.25%に設定していても実は実効レートはその 0.25%を大幅に下回ってしまう——フローアの制度が必ずしも十分に実効性を挙げていない——という状況と比べると、非常に効果を発揮した、とこういうことだと思ふ。

最後に、これは何人かの委員が言及されたが、適格担保の要件緩和措置については、3 月末という設定である。この 3 月末というのは、基本的には他の企業金融支援特別オペ等が 12 月末までであると、その期間が 3 か月なので、そこまでカバーするという意味の 3 月末である。このうち社債・企業向け証貸債権特則——これは BBB 格まで受入れるということであるが——による差入額は、最近も 5,000 億円で、全体の社債・企業向け証貸債権の差入額に対しては 1 割弱のシェアになっている。それから ABCP の特則、これは本行の取引先、銀行の保証があったとしても——通常は、銀行保証分は担保として受入れない訳であるが——、特則を設けて受入れるということにしているものである。これはむしろ、全体としての ABCP の差入総額——これは現先オペを含むものであるが——の半分強が、実はこの特則分になっているということである。以上の時限措置について、これからご検討を頂くことになる。

山口副総裁

この件について、技術的な質問をしたい。CP の買い入れとの関係で、政策投資銀行の買いオペの状況を差し支えない範囲で教えて頂けるか。それから社債の残高なのだが、期落ちが今後来ると思うが現在の入札状況からすると、来年度末位までを見渡して、残高はどんな感じになっていくと想定されるか、教えてもらいたい。

雨宮企画局長

政策投資銀行の直近の数字がちょっと手許にないのだが、この前公表された買い入れ額のデータでみると、確か数千億円というレベルだったように記憶している。その後、足許はあまり増えていないように記憶しているが、これは後程、またご連絡申し上げます。それから社債の残高の推移であるが、オファー額は減っているが、社債は1年未満でCPよりも長いものだから、取り敢えず買ったものは溜まっていくという格好で、ここまで残高はむしろ段々増えている。平均残存期間が何年か分からないが、そろそろ1年を経過しだすと当然デューが来るので、それは落ちていくということであるから、実は、足許だけみても若干横這いになって少し減りだしているの、この後、大きくは減らないがちょっとずつ減りだす、という局面に入るのだろうとみている。

白川議長

今の雨宮企画局長の説明、あるいはこの資料に関連して技術的な意味でのご質問はあるか。この後、先程の議論を若干、整理したうえで議論したいのだが、その前に何かあるか。

それでは、各種時限措置の扱いについての先程の議論であるが、まず、どなたも、今日の決定会合で決定した方がいいとおっしゃった方がいらっしやらなかったの、あくまでも次回以降の決定、議論のために論点を整理しておくという意味合いで、若干申し上げます。私が理解する範囲で、特に皆さんの言及が多かったCP・社債買い入れと企業金融支援特別オペの二つについて議論を整理する。CP・社債については、水野委員から、社債については、CPと同列に扱わない方がいいのではないかというご議論があった。それ以外の委員の方は、CP・社債について——それぞれリーディングは少しずつ異なるが——、予めこの制度に組み込んでいる自動出口というか、そういう機能が働く形で現実に応札が減ってきているし、結論的に、政策的な支えを必要としない状況になってきつつあるという評価

であったと思う。むしろ、全体の環境が改善する中で続けると、市場を歪めてしまうという危険性に言及する方も、少なからずいらっしやったという感じがする。

一方、企業金融支援特別オペについては、全員が必ずしも全ての論点を明確にされた訳ではないが、先程から注意深く聞いていたものを申し上げると、野田委員は、流動性調達の安心感という面で、なお一定の効果持っているという話をされた。水野委員は、これについては特に慎重な議論が必要だというような言葉遣いをされていた。それから中村委員も、何らかのフェードアウトというか、そういうものを考えながら、慎重にフェードアウトを考えていった方がいい、というご趣旨の発言をされたように思う。それから検討のタイミングであるが、これは水野委員が11月以降というふうにおっしやった…。

水野委員

11月と言った。

白川議長

11月であるな。11月とおっしやったのを除くと、他の委員については、各種時限措置それぞれの効果・必要性をできるだけ包括的に点検したうえで、纏めて発表した方がいい、そうしないと日本銀行の政策意図——つまり企業金融をしっかりと支援していく、景気をしっかりと支えていくということ——について、誤解を与えてしまうので、次回以降の適切なタイミングで取り纏めて判断することが適当である、という意見が圧倒的に多かったと思っている。それから今言ったことと重なるが——これは全員がおっしやったことだが——、対外的な情報発信、特にいわゆる出口戦略とマスコミ上呼ばれるものとの関係で、誤解を与えないように丁寧に説明する必要があるというお話であった。

議論に入る前に、出口について改めて、先程のG7の会合も含めて、私が受けた印象を申し上げたい。先月のこの席でも申し上げたが、9月のG

20 の会議や先般の G 7 の会合で、出口戦略について確認されていること——そういう意味で謳われていること——は、国や政策手段によって時期や順序は異なるが景気回復が確実になるまで必要な金融支援や拡張的な財政金融政策の実施を継続する、ということで、日本銀行自身もそうした考え方に汲みしている。実際、マクロ経済政策としての財政金融政策を考えると、第一ラウンドの議論がそうであったように、我々自身も、それから欧米の当局者も、景気の先行きについて、やはり慎重にみていて、調整にはなお、かなりの時間がかかるという認識であったと思う。そういう認識が正しい限り、その間は拡張的なマクロ経済政策によって経済の下支えをしっかりと続けていく必要があるということだろうと思う。日本の経済も漸く持ち直しの緒についたばかりであるから、金融政策運営面では、持続的な成長経路への復帰を支援するために、緩和的な金融環境を粘り強く確保していくという感じは、皆さんが共有しているというふうに思った。一方で昨年秋のリーマン破綻をきっかけとする金融市場の極端の収縮という急性症状に対応して導入した緊急支援の取り扱いについては——G 7 とか G 20 の会議に出てもそうだが——、巷間、世の中で言われるマクロ政策の出口という中に、普通は入っていないなという感じがして、どうもこの議論を聞いているとギャップを感じる訳である。専ら議論をしているのは、景気を支えていくうえでの財政政策なり、金融政策あるいは金融システム対策を通常、出口ということで議論している訳であり、金融市場が急激に悪化した事態に対応した緊急策については、市場機能の回復度合に応じて見直していくことが適当だという感覚は、もう共有されていた気がする。実際に、当のアメリカ自身が、既に F e d による長期国債の買入れ、あるいは T A L F など幾つかの措置について、停止あるいは縮小の方針を打出し、実施に移している訳である。ただ、こうしたことは、金融調節のことについて皆さん、詳しく知っている訳ではないので、なかなか正確に伝わらないというもどかしさも常に感じている訳である。ここは、私自身、丁寧な情報発信が必要だと思う。

今日、皆さんがおっしゃった丁寧な情報発信について、その幾つかの項

目を整理してみると、景気をしっかり支えていく、あるいは企業金融を
しっかり支えていくという金融政策の基本方針については、誤解のないよ
うにしっかり説明していく、そういう意味での情報発信が最も重要なこと
である。少しそれとは次元を異にするが、もう少し技術的な面でいくと、
特別オペが果たしている役割——制度を導入した当時に果たした役割と、
現在果たしている役割——について、正確に理解してもらう必要がある。
勿論、一般の国民がそこまで詳しく理解することはなかなか難しい訳であ
るが、ある程度、こうした問題に関心がある人に間違いなく理解してもら
う努力をした方がいい。先程の山口副総裁の言葉を借りると、これは出口
という大袈裟な話ではなくて、金融調節に伴う技術的な修正だということ
についての説明を、きっちりやるという話だと思う。それから三番目は、
須田委員から話があったし、それから他の方からも若干の言及があったが、
形の上で量が減少していくこと自体は——現実に海外では現にもっと起
きている訳であるが——、日本銀行の金融緩和姿勢の変化を意味するもの
ではない、むしろ金融市場の改善を示す望ましいことであるということに
ついて、誤解のないように説明していくということである。それから、多
少細かな話としてバック・ストップであるということについてである。去
年の時点でバック・ストップの果たした意味、それから、今の時点で、本
当にバック・ストップとしての機能を果たしているのか、仮に果たしてい
るとしても、その弊害との関係でどのように考えるのか。こうしたところ
について、しっかり説明していく必要があるということであったと思う。

今日決定するという訳ではないので、一つ一つの論点について、さらに
議論をしようということでは必ずしもないのだが、これから検討していく
ための論点として、まだ十分に尽くされていないのではないか、こういう
こともこれから考えておいた方がいいのではないか、ということを中心に
言って頂ければ、議長としては、次回以降の運営がやりやすいなというふ
うに思うが、そうした点も含めて、どうぞご自由にご意見をお願いする。

水野委員

実は中村委員がもう言われたことであるが、基本的には、売上が伸びなくて企業のキャッシュ・インフローが減っていて、企業業績や景気の回復の遅れがあって、企業は、格付けが低下することをすごく恐れている。実際に投資家も企業の格下げということを懸念しながら投資をしているということや、JALの話も出ていたが、色々なクレジット・イベントが実際どうなっていくか——先程出たアイフルの話も含めてだが——、色々に関心が高い。今後の景気の低迷の長さによってはそうした問題が出てくると想定されるもとの、状況が刻々と良くなっているかどうかを考えると、どちらに変化していくか分からない。我々が景気の先行きに不確実性が高いと言った時は、やはり企業も多分そう思っている訳であって、その時に格付けは、上がるよりも下がる方のリスクを、皆、警戒しているということである。そこは念頭に置いて議論しておいた方がいいのではないかという気がする。止めるのが反対だとかそういうことではなくて、よく情勢を——刻々と変化してきているということ——みていかないといけないと申し上げているのである。

野田委員

今の観点も踏まえて申し上げると、皆さんの議論にも一部あったが——私は敢えて言及はあまりしなかったが——、企業金融支援特別オペが共通担保オペレーションを中心とした通常オペでしっかりと代替できるのかどうかというところ——ここはある種実務的な話であるから、この辺でそれぞれの思いを議論してもあまり意味はないかとは思いますが——、そこはある種一つの重要なポイントだろうと思う。

白川議長

昨日の執行部の説明の中で、委員の質問に対する答えとして、代替可能性についての話があった。それから今日は何人かの委員の方が代替可能性について言及された。マーケットの状況は刻々と変化する訳であるから、

今日時点での評価が次回そのまま当てはまるかどうかは分からないが、取り敢えず、これまでの状況を踏まえて、現時点での代替可能性——企業金融支援特別オペと共通担保オペ、それからあとCP現先オペ等々あるが——について、手短に報告をして頂きたい。

中曽理事

若干昨日の説明の中でも話をしたが、まず企業金融支援特別オペについては特性が三つ位ある。要するに、企業担保を集めてくる、0.1%の低利である、無制限である、こういう特性がある。このうち担保の部分については、昨日若干申し上げたが、集めるコストがかかる。それから、CPとか一般手形は——多少季節性もあると思うが——段々減ってきているので、3か月で繰り返していくことのハンドリングコストもある。そういうことを勘案すると——この企業債務は共通担保オペにも使えるという点も勘案すると——、この部分での企業金融支援特別オペの有利性というのは落ちてきていると思う。次に固定金利（0.1%）の部分であるが、これは最近の共担オペの実績がお示ししていたように、0.12%とか0.13%とか、かなりレートの的には接近しているので、この部分についても代替性は高まってきていると思う。そして三点目の無制限であるという部分であるが、企業金融支援特別オペは3か月物だから需要が無限にあるという訳では必ずしもない。日々のオペなどをみていると、むしろ短いものの方が、応札倍率が高いような場合もある訳である。一方、共通担保オペは、期間も非常に弾力的に設定できる——言い方を換えれば資金ニーズに柔軟に対応できる——という元々の特性があるので、一律3か月というような企業金融支援特別オペに比べて有利な部分がある。そういった点も勘案すると、この部分についてもかなり代替性が高まってきている。従って全体でみて言うところ、例えば特別というラベルがくっついているというアナウンス効果的などところもあるので完全にとはなかなかいえないのかもしれないが、かなり代替性は高まってきていると判断していいのではないかと思う。

それからCPについては、買い切りオペは、実際に応札はもうゼロに

なっているが、もう一つは今日のご議論の中にもあったようにＣＰ現先オペというのがある、これは、今、２週間と１か月を交互に打っており、それなりに残高も３兆円弱ぐらいを維持していて、特に注目をして頂きたいのは、足切りレートが０．１％という点である。要するに、政策金利で調達ができるようになっている。従って、ＣＰ買切オペあるいは企業金融支援特別オペの一部については、このＣＰ買現先オペでも代替ができる部分があるのではないかと判断している。

白川議長

次回の会合に向けて、改めてまたマーケットの状況を見て、次回分析をお願いします。

野田委員

一点だけ宜しいか。

白川議長

どうぞ。

野田委員

代替性の中で、先程、水野委員が言及されていたと思うが、仮に企業金融支援特別オペを止める、ないしは止めることをアナウンスするということによるターム物金利、あるいはさらにそれがずっと伸びて長期金利、こういうものへの差し当たっての影響——色々な意味での影響というのは出てくるだろうが、むしろそこへの直接的な影響——については、どのように考えているか。

中曽理事

それは、どういう形で企業金融支援特別オペを畳んでいくかということにも依存すると思う。一つは勿論、今日ご議論にもあったようなコミュニケー

ションの仕方。事前に量的には十分緩和的な環境を維持していくという話があると思うが。もう一つは、今言ったような畳み方で、共通担保オペとの代替性が高まっていると申し上げたが、どうすれば最もスムーズに共担オペに乗り換えていくことができるのかという観点から——これは技術論であるが——考えていけば、ターム物レートへの影響もある程度抑えていくことができるのではないかと思っているが、その辺、もう少し実務的に色々考えてみたいと思っている。

亀崎委員

企業金融支援特別オペ以外のオペの残高が、全部で 27 兆円ぐらいである。今、企業金融支援特別オペで 6 兆円を超える残高がある。これを止めると、この 6 兆何千億円というのをその他のオペで代替していくということになる。ボリュームと期間とで、かなり負担がかかってくるような気がするのだが、その辺のシフトというのは一度にやるのか。6 兆円以上のものがその他のオペに入ってくる時の影響というのはどうなるのか。

中曽理事

市場への影響という意味では、前回の量的緩和からの出口の時も色々考えた経緯があるのだが、一つのやり方というのは、足を分散させていくことではないかと思っている。それによって、前回出口を出る時も、量を割とスムーズに下降させていくことができたと思っている。これも技術論になるのだが。足をどう置くかというようなことなどで、ある程度スムーズに市場への混乱は回避していくことができるのではないかと思っている。

野田委員

その足は、今のところ分散されているという理解で正しいか。

中曽理事

3 か月毎にやっているので、自動的に伸びているという意味では。

野田委員

そういう理解で正しいな。

中曽理事

然り。

水野委員

前回の経験もあるので、私はコミュニケーションを上手くすれば、フェードアウトは可能だと思っている。そう言ったうえでであるが、国庫短期証券——今はTBと言っはいけないのだが——の3か月物が今、5.7兆円出ている。先行きどういふ国債発行が行われるか分からないが、短国の消化負担が減るといふことは多分ないと思う。今、たまたま銀行は預金が余っていて、そこで消化できているからいいのだが、そういう意味では、金利に対しての影響といふのは、やはり短期的には大きいと思う。どれだけあるかといふのは、軽々に言いがたいところがあるが。最終的には、ファンダメンタルに落ちてくるとは思っているんで、そこはある意味で安心はしているが、コミュニケーションは本当に重要である。フェードアウトをいかにやるかといふのを、ここで議論した方がいいと思うが、何かないだろうか。お知恵といふか。これは多分技術的なものであるだろうが。

白川議長

今日は決定する訳ではないから。

水野委員

だから、今日ではなくていいのだが。

白川議長

具体的にどういう形で進めるかについては、ここで言わば即興で答えを求めてもどうかと思う。じっくりよく考えて、実態的なことも勿論そうであるが、対外的にどういうふうに通じられるかも含めて、よくよく検討してということだと思う。これは金融市場局、企画局を中心に、それから調査統計局でも関係するだろうが、しっかりと検討してほしいと思う。

山口副総裁

水野委員に質問であるが、CPと社債のオペの意味付けの違い、特に社債のオペについて慎重に考えた方がいいとおっしゃっておられたが、その理屈をもう一度伺いたい。

水野委員

社債のオペは、1年、A格以上ということで、我々は買い入れ対象とした。それで、社債市場がどうこうなったということは多分ないと思う。ただ、やったものを止める時は、入れたときよりもまた難しい問題があるということをおきたいのである。また、社債市場においては先程言ったように格付けが下がることを、発行体がこれだけ気にしている、あるいは投資している先も気にしているということは、BBB格という低格付けだけではなく、今後多少なりともA格辺りには影響が——AA格以上には出てきていないが——出てきているということ。加えて、社債市場の活性化に関する懇談会にオブザーバーで出ている立場として、構造的な問題だからということで片付けていていいのかというところがある。構造的だから仕方ないという言い方も一つあるのだが、長いイシューとしては、これは大事なことである。基本的にはフェードアウトするという観点から言うと、何もCP・社債を同時に止める必要はない——必ずしもない——ということだけ言いたかったのである。

西村副総裁

宜しいか。今の水野委員の話を私なりに解釈して、それからCP買い入れに関してのある種の歪みみたいなことを山口副総裁がおっしゃったことを解釈すると、ある種の合理性があれば有り得ないことであっても、我々のような大きな鯨が何か動くと、その鯨の動きが意味を持ってしまうという行動経済学的なものは、やはりどうしようもないという訳ではないのだという気がする。CPについて、我々の上限のところ以上の発行が出てこないというのは、これは論理的には考えがたいのであるが、逆に言えば、日本銀行の視線というものが、何かある種のフレームを与えてしまっているというような可能性があるのかもしれないし、あまり合理的ではないし、社債に関しても同じことが起こるかもしれないので、そういう意味で、ある種の注意は払っておいた方がいいということだというふうに考えているが、大体それで宜しいか。

水野委員

それから、これは前回以降、私や野田委員が言っていると思うが、資金需要がない中で、たまたま今、金利がCPなどで下がっている部分もあるので、平時に戻った時に本当に皆が取れるのかどうかというのは、分からない。我々の予想に反して景気が良くなって、我々に入ってくるCPが増えたとしたら、これ自体は、本当は良いことではない。我々が市場機能を歪めていたということになるからである。今は、資金需要がないために、銀行貸出も増えていないしCPの発行も減っているというもう一つの側面もある。環境が改善していると言うと、多分それを聞いた人達は、必ずしも賛同しない。そういう言い方もできるが、ニーズがない、資金ニーズがないという言い方をする。

須田委員

CPと社債を買い切った時の最初の必要条件是、市場機能が壊れているということがあった訳である。それから勿論資金がすごく逼迫していた。

確かにかなり危機的な状況にあった。そういう状況が改善されても、そのままオプションみたいなものを置いておくのか。そういう部分の問題というのは、やはり歪みとなって現われてくるのではないか。

水野委員

だから、止めることに反対ではなくて、止める時には、入り口と非対称になる部分が有り得る、ということである。それは人間がやっていることであるから、そんなに非常に綺麗にはいかないということだけ言いたかったのである。

野田委員

先程水野委員がおっしゃったことを、まさに私も共有はしているのだが、これは前回の会合で議論をかなりやったうえで、一応リスクとしては勿論認識するが、金融環境発のというか、金融環境そのものが生じさせるリスクとしては全くなくなったという訳ではないが、相対的に低下したという理解のもとに落とした訳であるから、そこの議論というのは繰り返すと切りがなくなると思う。

水野委員

国内はそのとおりなのだが、海外はまだ一波乱も二波乱もあるかもしれない。

野田委員

それは勿論そうである。だから海外発というのは十分ある。それはまた別の括りである。

水野委員

そこの括りはやはりある。先程も議論があったが、やはり海外の金融市場というのは日本以上にテンションが高い。そこから影響を受ける部分は

ある。

野田委員

それは全く、全くというかほとんどそれで共有できていると、他の方も含めて共有できているのではないかと、思う。

白川議長

他にご意見はないか。

雨宮企画局長

一つ報告を宜しいか。

先程山口副総裁からご質問頂いた政策投資銀行によるCP買い取り額であるが、これは元々公表データがフローのデータだけで、ストックはない。危機対応業務開始の2月以降のフローの累計額は3,610億円であるが、当然足の短いものは落ちてくるので、多分、直近の残高は数百億円だと思う。というのは、直近のフローの買い入れ額を申し上げると、6月530億円、7月0、8月100億円であるので、3か月分が残っていると仮定して考えても数百億円という感じだと思う。

須田委員

この制度というのは3月で終わるのか。

雨宮企画局長

然り。今の制度は3月である。

野田委員

明示されているのか。

雨宮企画局長

それは予算措置で講じられている。

野田委員

予算措置上であるな。

雨宮企画局長

然り。

白川議長

他にご意見はないか。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。

津村内閣府大臣政務官

本日の議論を踏まえ、当方からの発言の内容について確認したい点があるので、よろしければ暫時休憩を頂きたいと思う。

白川議長

暫時というのは、5分ぐらいで宜しいか。

津村内閣府大臣政務官

結構である。

白川議長

今ちょうど12時20分である。それでは、12時25分に——勿論厳密にという訳ではないが——、一応5分を目途ということをお願いする。

(12時20分中断、12時28分再開)

白川議長

それでは、決定会合を再開する。政府の出席者の方にご発言を頂きたいと思う。

大串財務大臣政務官

財務大臣政務官の大串である。色々ご意見を私も聞かせて頂き、政府のこれまでの現下の経済情勢に対する対応がどうであったか、そしてこれからそれがどうなっていくのか、どういう効果を持つのかといったことに関して、色々なご意見、ご議論があったことをしっかりと受止めさせて頂いた。また、財政余力といったことに関してのお話もあったこと、心にしっかりと受止めさせて頂いた。

そのうえで、今、新政権が9月に立ち上がったところである。そういう中で、日銀法第4条に書かれている「連絡を密にし」というような精神で我々もしっかりやっていかなければいけないし、政府側の情報発信もしっかりしていかなければならないというようなことも、今回つとに思ったところである。

我が国の経済・物価・金融情勢という点からみると、景気はこのところ持ち直しの動きがみられるが、雇用情勢の一層の悪化、世界的な金融危機の影響や世界景気の下振れ懸念など、景気を下押しするリスクが存在していることに留意する必要があると考えている。また、加えて今後の物価動向についても留意する必要があると考えられる。さらに、企業の資金繰り環境であるが、大企業については改善がみられるが、中小企業では依然厳しい状況にあるというふうに考えている。

こういう中で、日本銀行におかれては、以上を踏まえて、引き続き経済・物価動向や企業金融全体の状況などを注視して、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くよう、よろしく願います。

また、日本銀行の経済・物価・金融情勢に対する認識や経済政策運営の考え方について、国民や市場に分かりやすく説明するということ——色々

ご議論もあったが——に引き続きご配慮頂ければ幸いと考えているので宜しく願います。以上である。

白川議長

それでは、津村内閣府大臣政務官願います。

津村内閣府大臣政務官

内閣府の出席者として発言をさせて頂く。私からは、概要四点である。一点目は、中央銀行の独立性の尊重について、二点目は、政府の経済財政運営の方針について。お許し頂ければ、この二点目の経済財政運営の方針に関しては、後程、委員の皆様のご評価ないしご感想を伺えれば幸いと思っている。これは、新政権の経済政策について共通認識を深めたいという趣旨である。三点目は、恒例により、日本銀行への期待についての発言をする。四点目は、政府との関係について定めた日本銀行法第4条に基づく十分な意思疎通に係るご提案である。

まず、一点目の中央銀行の独立性の尊重についてであるが、ご案内のように、8月30日に衆議院総選挙が行われ、9月16日に新たに鳩山政権が誕生した。いわゆる政権交代の実現であり、既存の政治的意思決定のフレームワークが多くの分野で見直されているところである。こうした中、今回初めて本会合に出席をさせて頂いたが、政府側出席者の一員として、私はいわゆる中央銀行の独立性の意義を深く理解し尊重するものであることを予め表明する。

二点目であるが、政府の経済財政運営の方針について一言申し述べたい。我が国の経済は、持ち直しの動きはみられるものの、引き続き厳しい状況にある。こうした中で、政府としては、国民の生活を第一と考え、家計の支援を通じて個人消費を拡大するとともに、新たな分野で産業と雇用を生み出し、内需を重視した経済成長を実現するよう、政策運営を行うこととしている。こうした方針のもと、政府としては、まず無駄遣いをなくす観点から、全ての予算や事業の見直しを行っているところである。この一環

として、21 年度補正予算の一部の執行停止や公共事業の減額を行うが、一方で必要な支出は増やしていきたいと考えている。また、景気が厳しい状況のもとで、今後も雇用情勢の悪化が懸念される。政府としては、現下の厳しい雇用情勢に細心の注意を払い、それを踏まえた雇用面での対応策を早急に検討する。さらに、景気の下振れリスクが高い中、引き続き景気の動向や雇用の情勢にも十分に注意し、必要に応じ、果敢に対応して参りたいと考えている。政府としては、こうした方針で経済財政運営に取り組んで参りたいが、公共投資の先行き等につき、昨日、本日と、本会合でも活発なご議論があった。この際、今、私が申し上げた内容に関し、政策委員の皆様からご評価、ご感想があれば伺っておきたいと思う。一旦ここで発言を区切る。

白川議長

今の、政策委員の方からご評価を頂きたいというご要望について、何かご質問なりご感想がもしあれば。

水野委員

では、発言を許して頂きたい。公共投資については我々も——我々というか個人個人が——2011 年度までの景気見通しを作っている最中で、公共投資の数字を、正直なところ、新政権誕生後の色々な政策について評価しているものが多いのだが変えなければいけないかと思っている。来年度に色々な子育てとか福祉——家計部門を支援していこうということで、生活者支援——をやろうとすると、道路財源の揮発油税とかでは国費が 1.7 兆円減る訳であるから、その分の不足分を何とかしなければならぬ。この間、国債の発行を極力減らしながらやるという報道が先程出ていたが、そうなると、公共投資の方に皺寄せがいくのではないかという懸念を持っており、今、数字作りをもう一回しなければいけないかというふうに、私は思っている。その辺の理解は間違っていたらご指摘頂きたい。短期的に公共投資中心に戻ることが良い悪いではなく、特

に来年の前半のところの成長パスについて、少し不安が——特に地方についての不安——高まっている。あるいは、建設業中心に、地方では、今、仕事の発注も止まっている状況で、それが逆に不安心理を煽っている部分もあるやに聞いているので。

津村内閣府大臣政務官

先程、大串財務大臣政務官からもお話があったとおりで、新政権は新しいことをやっている訳であるから、その分、速やかかつ丁寧に情報発信をしていかなければいけない。そういう意味で公共投資の今後の姿ということも、正確に発信していかなければいけないという意味で受止めさせて頂きたいと思う。

須田委員

質問を宜しいか。公共投資が新聞紙上をみているともう止まっているという言い方で伝わってくるのだが、実際、本当に当面は止まってしまって動かないものなのか。ある国債の発行残高を与件にして、今、新政権がやろうとされていることは、支出の組替えであるので、私自身は、当面、それほどマクロ的に大きな影響を及ぼさないで済むのではないかという見方をしている。ただ、途中で止めてしまっているという部分が上手くスムーズに転換できればいいが、その部分が少し気になっている。

大串財務大臣政務官

私からお答えして良いか。

白川議長

どうぞ。

大串財務大臣政務官

まず水野委員のことにも触れて申し上げるが、基本的には、これからの

経済運営をしていく中で、先般のG20 やG7においてもあったが、出口戦略という言葉が、勿論財政政策においても当たる訳だが、これを今すぐに、考え、実行する段階にはないというのが先般の合意だったと思う。引き続き、経済の状況を重く受止めて政策を果敢に行っていくということが、世界全体の共通認識だったと思うので、その方針自体はしっかり踏まえてやっていくということになると思う。

そして、今須田委員からご質問があった公共投資が止まっているということであるが、これは一時的に補正予算の執行が止まっているものが、今、見直しの過程であるということであり、それは速やかに——大体今週中位にはきちんと結論を出して——行っていけるようにしたいと思う。あと、今年度後半に色々な見直しがあった場合に、色々な財政支出がどうなるかという声があるが、補正予算の見直しはするが、見直しはしても、見直しをしたうえでも、大型の補正予算の執行がそれでも今年度後半にはあるということであるので、それはある塊として後半には、見直しをしたとしてもかなり大型の補正予算が残ることは間違いないということだと思っている。

水野委員

追加の質問をさせて頂きたい。そうすると、今年度補正予算段階で新規財源国債が44.1兆円だったと思うが。

大串財務大臣政務官

全体であるな。

水野委員

全体で。これをなるべく下回るように努力するという総理のご発言であるが、なかなかそれとの整合性は、債券市場からすると非常に難しいのではないかという懸念があるのだが。

大串財務大臣政務官

44兆円という数字は、来年度の予算を作る中での国債発行額を44兆円を下回るように頑張りたい、という藤井財務大臣の発言である。それは大臣の発言としておっしゃっている。これは財政規律という観点から、国債マーケットに不安を与えないようにという思いも込めながら発言されたものだと思うし、それを踏まえながら、かつ先程話をしたように、出口戦略を今考える段階にあるかと言うと、政策総動員でやっていくという状況が未だに国際的な中でも続いていると思うので、そのバランスをみながらやっていくということになると思う。

それから、丁寧に説明しておく、先程申し上げた今年度後半に補正予算を見直したとしても大型が残っているというのは、今年度最初に作った、15兆円の麻生内閣で作った補正予算を見直したとしても、その残りの部分はある一定の高があるので、というそういう趣旨である。

白川議長

他の方は。

山口副総裁

宜しいか。津村内閣府大臣政務官からは、我々に質問もあったように思う。政府の財政運営をどういうふうにと受止めているかという点であった。率直に言わせて頂くと、全体像がまだ分からないという印象である。色々な見直しを非常に短い期間にやっておられるのは十分理解しているつもりであるが、政府の財政運営全体として、どういう規模になるのか、そしてどういうタイミングで執行されていくのか、という点について、明確な見通しを持てる状況にはなっていないと思っている。従って、当面の経済の見通しを我々として考える際には、前政権の財政運営スタンスを前提に、頭の整理をせざるを得ない状況である。これは取り敢えずの私の受止め方ということで申し上げておく。

野田委員

一言だけ。今、短期的な視点で山口副総裁がおっしゃったが、先程、津村内閣府大臣政務官がおっしゃった、内需重視ということはまさにそのとおりだと思うが、そこへの道筋、特に将来への不安に繋がる年金、医療、介護をどう立て直していくのか。前政権ですずっと長い間できなかったことを、どうやっていくのかという辺りを中長期的課題として片付けておくとの前のままになってしまうので早めに我々に示して頂くことが、非常に大事で、私はそこに最大の関心を持っている。

亀崎委員

内需の拡大は、1986年の前川レポートからずっと言われていて、なかなか実現しない。企業は企業なりに頑張っているが、企業の戦略が即国家戦略にはなり得ない。成長戦略、内需拡大、その道筋と5年先、10年先の姿が描かれていないと、企業が勝手に動いてしまう。勿論国のことも考えてやっているが限界があるので。公共投資事業は減らす、しかし家計への支援はある、これはここで須田委員がおっしゃったように、私はそれで良いと思うが。中長期、今のこの経済不況の中での補正予算等の刺激策とは別に、中長期に亘ってどうするか。5年、10年あつという間に過ぎていくので、そこを是非、具体的に示して頂きたい。1986年からこれまで言われていることであるが、そののところが是非考えて頂きたい。国家戦略として。

西村副総裁

三点申し上げたい。一点は、先程の須田委員のところの、基本的には我々組替えが基本だろうと思っているが、この組替えをやる場合に公共投資の影響と、それから言わば減税というか、それからトランスファーの影響とは若干出方が違う。そうすると、どういう形でそれを組み合わせていくかにはかなり大きなインパクトがあるので、シークエンスをよく考えて頂きたい。特に公共投資は、どちらかというとも最初に出て後から尻すぼみにな

る——出るのには時間がかかるが、出たらそこで終わる——のに対し、家計に対するトランスファーの方は、公共的な場合、時間が経つ方が影響が出てくるといふ形になる。そこはどのような形で組み合わせるのかというのを考えて頂きたい。それから、もう一つ、内需拡大ということは非常に結構なことであるが、これはやはりバランスの問題があるので、政策として明確な形でスタンスを変えられるのは結構であるが、当然ではあるが、そのトランジションの時には、逆に言えば両睨みである程度、やはりバランスを考えてお考え頂きたいということがある。三番目は、これは財務省の方に——これは完全に私の個人的な意見であるが——、特に予算に関しては、なかなか分かりにくいということの問題が非常にある訳である。昔、リンドン・ジョンソンが大統領になった時にやった一番大きな改革は、リンドン・ジョンソンが自分に分からない予算は上げるな、ということだったという有名な逸話がある。それは我々にとっても当てはまる。できるだけ分かる政策——これは我々にとっての自戒も含めてであるが——をやっていかなければいけないと思うので、その点についてもお互いに宜しく頑張ろうということをお願いしたい。

中村委員

一つ申し上げたい。去年の様々な経済危機を踏まえて世界が益々小さくなり、特にグローバル企業——日本は輸出で成り立っている訳だが——にとって、国境は無関係となりつつある。世界中に生産拠点を持つ中で、どこの工場から出荷したら最も効率が良いかを考えており、企業には日本から輸出するというセンスが希薄だと思う。そういった企業の置かれた立場を、政府にはある程度理解して頂かないと、脱日本の動きが加速しかねない。以前は、コアの技術は日本に置いておかなければという考え方が強かったが、最近ではもう、そのことに拘わっては生き残れないのではと、かなり企業も悩んでいるようである。そういうことも是非理解して頂ければと思う。

須田委員

もう一つ。私が普段思っていることだが、これまで企業から家計・消費へというのがなかなか波及しない中で、本当に消費にフォーカスを当てて、そこからまた企業にトランスミッションと言うか、それで経済が上手く回っていくということならこれは良いことだと思う。消費にフォーカスを当てた時に何が必要かと言うと、企業が需要を創り出さなければいけない。だから、いくら消費者にお金を回しても、需要は企業から創っていくという、その視点が必要であるから、結局、いくら消費者主権といっても、企業も非常に重要なことであるということで、先程西村副総裁もおっしゃったが、考え方としては、消費者主権、消費者重視ですごく良いのだが、実際にやることは両方しっかり目配りして、両方のためになることをやって頂くのが、重要なことだと思っている。

白川議長

津村内閣府大臣政務官、先程全部で四つあるとおっしゃっていたので、今まだ二つも残っているが。

津村内閣府大臣政務官

貴重なご示唆、ご意見に感謝する。後程触れるコミュニケーションのあり方にも貴重な示唆を頂いたと思っている。内需拡大という言葉も出たが、私共確かに家計を刺激する政策メニューをマニフェストの中、あるいは鳩山内閣の基本方針として9月16日に閣議決定したが、こういったものにも織り込んでいるつもりであるが、しかしそれが、必ずしも大きな成長戦略として伝わっていない部分があるとすれば、国家戦略室も含めて、政府としてしっかりとこれから情報発信をしていきたいと思う。そうした中で、残りの二つを少し手短にお話していく。

三点目としては、これは恒例の発言だが、日本銀行の政策運営への期待を申し述べる。日本銀行におかれては、デフレのリスクにも十分留意しつつ、引き続き金融政策の面から、景気を下支えされるよう期待する。その

際、企業の経営環境や資金繰りが引き続き厳しい状況にある中、企業金融に目詰まりが生じないように、市場の動向を丁寧に点検し、適切に対応されることを期待する。

そして最後に、日本銀行及び政府が政策運営を行っていくうえで、経済情勢や金融情勢について緊密な意見交換を行っていくことが重要と考えている。日本銀行法第4条の規定を踏まえ、政府としては、日本銀行と常に連絡を密にし、十分な意思疎通を図って参りたいと考えているので、宜しくお願いする。

なお、内閣府からの出席者である私から、先程一点は独立性の尊重についての表明、そしてもう一点は政府と日本銀行との緊密な意見交換について日銀法第4条の十分な意思疎通の具体化、制度化を念頭にご提案を申し上げたことについて、本日午後の白川議長の記者会見の際にご紹介頂きたい。また、議事要旨作成にあたっては、先程の皆様から頂いたご議論や私から申し述べた概要四点の発言について、ご記録頂ければ幸いである。以上である。

白川議長

最後の点、具体的な話として記者会見の話であるが、会合の席上政府から。これは内閣府ではなく政府ということで宜しいか。

大串財務大臣政務官

結構である。

白川議長

政府から、日本銀行の独立性を尊重する、それから日銀法の規定に従って政府と日本銀行との十分な意思疎通を図っていきたいというご発言があり、そのことについて記者会見でテイクノートして欲しいという話があった。私自身、結論的には、政府のご発言をこれから申し上げる形で記者会見の中で触れた方がいいと思っている。というのは、今回は、勿論私

の読みだが、企業金融環境に関する質問は沢山来ると思うが、あともう一つは新しい政権になって、政府の方は何を言ったのかということ聞かれると思う。その時に、勿論きっちり議事要旨で言う訳であるが、しかし議事要旨が出るまでの間バラバラで出てしまうといけないので、むしろここは簡潔な言葉で私の方から紹介した方がいいかと思う。具体的には、津村内閣府大臣政務官から、まず最初に日銀法を踏まえて日銀の独立性を尊重したい、それから日銀との間の意思疎通を円滑に図っていききたい、十分な意思疎通を図っていききたいということ、それから政府の景気認識、政策運営についてお話があったということを手短にご紹介したいと思う。というのは、他の委員のご発言も個々にご紹介しないで、エッセンスだけ言っているので、そういう形で、ご紹介をするということにしたいと思うが、それで宜しいか。

それでは、その件についてはそのように致したいと思う。

VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、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。一枚目が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。二枚目が当面の金融政策運営のステートメントである。本日は若干の変更点がある。さらにそ

の下に見え消し版を付けてあるので、見え消し版の方をご覧頂きたい。これを読み上げさせて頂く。まず読み上げる。「2009年10月14日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(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. 我が国の景気は持ち直しつつある。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、輸出や生産も増加を続けている。そうしたもとで、企業の景況感は、製造業大企業を中心に、改善の動きがみられる。設備投資は、厳しい収益状況などを背景に減少を続けているが、減少ペースは緩やかになってきている。一方、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続いているものの、厳しい雇用・所得環境が続く中で、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。」。

若干コメントさせて頂くと、まず一行目であるが、昨日門間調査統計局長から悩みをご相談した点で、結局本日の委員方のご議論を踏まえ、刻む——「持ち直しつつある」——という表現にしている。それから三行目、企業の景況感は、今回は短観の公表があったので景況感の表現を挿入している。設備投資については、引き続き減少であるが、「減少ペースは緩やか」という記述を挿入している。個人消費は、基本的には変わっていないが、雇用・所得環境はさらに厳しさが増すということではなく、厳しい状況が続くという表現に変えている。もう一点、悩んでいたところであるが、最後から四行目から三行目、金融環境であるが、若干の材料はあるものの、この「改善の動きが広がっている」ということにさらに何かもう一段強めるかどうかという点では、むしろ「広がっている」という表現の中に含ま

れていると考え、ここは「改善の動きが広がっている」という前月と同じ文章を踏襲させて頂いている。

3. が先行きであるが、これは基本的には時間の経過とともに加えた変更であるので、読み上げは省略させて頂いて、ポイントだけ申し上げる。二行目の「本年度後半以降」は、10月でもう後半に入ってきてしまっているの、これを取ったということである。その下、「持ち直していく姿が想定される」というのも、「姿が想定」というやや遠い表現を、「本年度後半以降」を取ったので「考えられる」という表現に変えたということである。物価については、「現状程度で推移したあと」と変えている。その下、「本年度後半以降は」を取ったのは、今申し上げたとおりである。裏をご覧頂きたい。4番、5番は基本的には変わっていない。4番のリスク要因であるが、新興国の回復という上振れ要因。前回まで「生じている」ということであるが、これは既に「ある」という状態の表現で良いかということに変えさせて頂いた。5番は変更していない。以上である。

白川議長

ご意見あるか。

須田委員

私は、まだ、「持ち直しつつある」ということで良い、という評価をしていなかったのだが。実際は皆さんがおっしゃっていることで良いのだが、とにかく今我々の考え方というのは、持ち直しから回復へのパスは非常に緩慢だと言うしかないから、もう少し時間をかけて持ち直していくというようなところに変えていくということなのだろうということで、良いと思っている。ただ、前の「転じつつある」と「持ち直しつつある」ということの違いだが、英語でみると前は「showing signs of recovery」になっていて、今度「持ち直しつつある」と言ったら何という言い方をするのだろうか。

関根調査統計局参事役

今、手許で持っている案であるが、そこは「Japan' s economy has started to pick up」という形で執行部の案を考えている。

雨宮企画局長

確かに「転じつつある」というのをどう訳すかという時に、signs という言葉で「転じつつある」というのを入れたので、sign を取るということで表現としては良いのだと思う。

須田委員

それでそれなりに伝わるということであるのか。要するにこの「転じつつある」と「持ち直しつつある」というのは、どの程度進めたのか。半歩なのか何なのか。進めたのか進めてないのかよく分からない。

雨宮企画局長

これは受止め方で、その英語の感覚は、私は解釈する能力はないが、少なくとも転ずるという言葉で signs という言葉を入れて、それを取るということでは——少なくともどうかと言われれば——、これはそういう意味では気持ちは強まっているのだと。

須田委員

そういうことと理解したので、それで結構である。それから企業金融についても少し私は半歩でも進んでいると思っていたのだが、どなただったか、引き続き改善……。

野田委員

私が言ったことである。

須田委員

そういうことを意識されたのかと思って……。

野田委員

全くそのとおりである。

須田委員

それならば、そういうことでも良いかと思う。つまり「拡がっている」という中に、少し改善ということが含まれていると合意されているのであるならば、それで良いのかという気もする。

野田委員

あと一点だけ、少し気になっているので。雇用・所得環境であるが、厳しさが増すというはっきりとした明確なニュアンスはないものの、恐らくこの「増す」というのを取ったというのは、足許の雇用関連指標がそうであったからそうなのだろうが、もう少し年末までみて、この表現を残しても良いのかという気持ちが半分近くないし半分位あるということだけ——ジャストオピニオンということで結構であるが——、申し上げておきたいと思う。

白川議長

他にオピニオンはないか。ないようであれば、これで最終案が固まった。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、政府出席者は一時退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

中曾理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始するとともに、ただ今の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。

VII. 議事要旨（9月16～17日開催分）の承認

白川議長

次に、9月16、17日開催の決定会合の議事要旨の承認である。既に議事要旨の案については配付済みであるが、皆さんご異議はないか。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、19 日月曜日の 8 時 50 分に対外公表の予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、10 月 30 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、厳正な機密管理を宜しく願います。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。解禁時刻は1時14分の予定である。

白川議長

解禁時刻が1時14分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13時09分閉会)

以 上