

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年11月19日（14:00～16:53）

11月20日（9:00～12:30）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）
山口廣秀（副 総 裁）
西村清彦（ 〃 ）
須田美矢子（審議委員）
水野温氏（ 〃 ）
野田忠男（ 〃 ）
中村清次（ 〃 ）
亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	香川俊介	大臣官房総括審議官（19日）
	野田佳彦	財務副大臣（20日）
内閣府	梅溪健児	大臣官房審議官（経済財政運営担当）（19日）
	津村啓介	内閣府大臣政務官（20日）

（執行部からの報告者）

理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	大谷 聡
企画局企画役	中村康治

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、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、五番目に10月30日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に2009年7月～2010年6月の金融政策決定会合の開催予定日等の変更の承認である。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、内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえて、ご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向からお願いします。

外山金融市場局長

それでは、本日配布させて頂いた資料－1、2（追加）に沿ってご説明申し上げます。まず、調節であるが、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。前回決定会合で一連の暫定措置についての決定がなされたが、同時に本行が当面低金利水準を

維持し、潤沢に資金を供給し続けるという姿勢を示したこともあって、市場は極めて落ち着いて推移している。除くゆうちょ銀行ベースの準備預金残高であるが、10月積み期前半にやや前倒しで積みが進捗していたが、前回会合以降、10月積み期後半も大きく残高を落とし込むことなく、

台半ば前後で推移した。なお、11月積み期は、台後半でスタートしている。図表1-2の日銀当座預金の保有状況をみると、10月積み期は、外銀が期末要因の剥落により残高を減少させたが、それでもなお、地銀、第2地銀ともに高水準の超過準備を保有している。一方、都銀は積み進捗を前倒しさせていた一部行が積み期後半も余剰資金を抱え込み、最終日にかけてこれを放出し切れなかったことから、都銀全体としても昨年12月以来、日割りでも平均1,000億円を超える超過準備を記録することとなった。図表1-3の09/7月積み期以降の短期金利の推移をご覧頂くと、GCレポ・レート・スポット・ネクスト物は0.13%にほぼ張り付き、極めて安定して推移している。これは、レポ市場における最大の資金放出先である都銀が、長国投資の手控えで積み上がっている余裕資金を一定のレート目線でレポ市場に振り向けていることによるものである。一頃に比べ金額が大きく減少している本行の国債買現先オペであるが、日々オファーしていることが安心感に繋がっているという声が聞かれている。図表1-4と1-5であるが、コール市場残高は低水準での推移が続いている。朝方に都銀がビットを引いてしまうと出合いがほとんどみられなくなって、このことが積みの進捗調整をコール市場ではなく、DD取引に向かわせるなど、悪循環を形成しているという声が聞かれている。

図表1-6でオペの実施状況をご覧頂く。引き続き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。まず、共通担保オペは、ベースの資金供給となる長めのオペとファインチューニングのための短めのオペを組み合わせることで、落札レートは0.13~0.14%と安定している。なお、11月13日に、通常は3か月、8,000億円で実施している長めのオペを、4か月、1兆円でオファーしたが、落札レートは0.14%と落ち着いたものとなった。市場では一定

のサプライズとなった模様であって、企業金融支援特別オペ打ち切りに向けた地均しであろうとか、継続的に実施することによって、日銀の意図が伝えられるだろうといったポジティブな受止め方が大宗であったが、一部には中途半端なタームと金額であるという声も聞かれた。C P等買現先オペについては、毎週2回オファーしており、いずれも落札レートは0.10%となった。国債買現先オペについては、レポ市場において、都銀や系統、信託が安定的に資金を放出していることから、日々のオファーはスポット・ネクスト物で6,000億円ないし8,000億円、1ウィーク物で6,000億円にとどめている。C P等買入オペについては、3回オファーしたがいずれも応札はみられなかった。応札なしはこれで6回連続、累計で7回ということになる。社債買入オペは11月9日にオファーしたが、落札額は127億円と低調な結果となり、月末残高は初めて減少に転じた。米ドル資金供給オペについては、11月4日と17日にそれぞれ70日物、28日物をオファーしたが、11月4日の分は開始以来初の応札ゼロになった。また、11月17日の分も1億1,000万ドルの応札にとどまる中、残高は、4億1,500万ドルまで減少した。企業金融支援特別オペは4回オファーしたが、全体として期落ち額を上回る応札となって、残高は7.1兆円まで回復した。図表1-8の本行受入担保残高の推移であるが、10月末の共通担保受入残高は100.9兆円で、前月末比4.4兆円の減少となった。一方、民間債務の受入は、一般手形、企業向け証書貸付債権の増加から前月末比やや増加した。なお、買入残と合わせた民間企業債務受入額は13.3兆円あるが、このうち中堅企業分は500億円、中小企業分はゼロとなっている。残りは資本金10億円以上の大企業になる。また、本行が適格A B C Pとしている銘柄は20銘柄あり、このうち中堅中小企業向け債権を裏付けとしているとみられるものは2銘柄あるものの、10月末現在の差入残高はゼロとなっている。

次にマーケットの動向について、ご説明申し上げます。図表2-1の短期金利の推移をご覧頂くと、T I B O Rの3か月物が緩やかな低下基調を継続している。前回の決定会合以降、月初に少し低下が続いたということが

あったが、当面の金利の低位安定が確認されるもとの、安心感が広がったこともこの動きに寄与しているとみられる。短国では、一時、増発への警戒感から長いものを中心に金利が強含む時期があったが、長国金利の反落や入札の堅調などから足許は落ち着いてきている。図表 2-2 の C P 発行レートであるが、今回から統計のベースが変わっていて、これまでの日本銀行が取り纏めたものから証券保管振替機構の公表計数に変わっている。10 月分だけは両方出ているが、新しい保振の計数は週次の統計であって、週毎の四角があるところを結ぶ形にしている。それぞれの統計には、カバレッジの差などの若干のベースの違いはあるが、今回 3 か月物の定義あるいは単純平均を加重平均にするといったところでは、日銀の統計を遡及的に改訂している。ほぼ同じような水準になるので、概ね繋げてご覧頂いても宜しいかと思う。C P 発行レート自体は、横這いないしやや低下している。前回の決定会合で C P 等買入オペの打ち切りが決定されたが、今のところ C P レートにおいて影響は出ていない。マーケットの中では、企業金融支援特別オペが打ち切られた段階ではやや上昇するだろうという見方が支配的となっている。図表 2-4 の (2) のユーロ円金利先物からみたフォワードレート・カーブであるが、前回決定会合以降、低金利が先々まで続くという見方がやや広がる形となっている。

次に、長期金利について図表 2-5 でご説明申し上げます。まず、(2) の 10 年国債利回りの推移にある米国の金利であるが、11 月に入ってから、株価が堅調に推移してきたことや入札が 1 週間で 810 億ドルもあるといったようなことが上昇要因として作用した。しかし、F e d の低金利政策は長く続くだろうという見方が強まってきたこと、あるいは雇用統計等の指標が弱かったことから、その後は低下傾向を辿っている。日本の金利についても、前回会合以降は乱高下という形になっていて、一時は 5 日に行われた 10 年物の入札が非常に低調であったことや、財政悪化懸念を背景とする需給悪化が今後起こるだろうという予想から、10 年物レートは 9 日に 1.47% まで上がった。もっともその後は、米国金利の低下あるいは 12 日の 5 年物の入札が無難に経過したこと、さらに 12~13 日にかけて、特

定の大口投資家から纏まった買い注文が5年物、7年物、10年物辺りで入ったといったことから、急速にレートを下げてきている。なお、都銀の動きであるが、この間目線は上下しているが、依然として基本的には静観している。本格的な買いにはまだ入っていない。

図表2-8で、社債の対国債スプレッドについて申し上げる。格付け別にみていくと、AA格がほぼ横這い、A格とBBB格はやや緩やかにタイト化しているといったことで、堅調な需要が示されている。この間、消費者金融や空運の特定企業で事業再生ADRの申請の動きがあったが、この影響は今のところ個別の企業またはセクターにとどまっている。また、前回決定会合での決定の影響も、社債市場では特段みられていない。

図表2-10の株式相場であるが、前回決定会合以降の時期では米欧が大きく上昇してきていて、特に米国の場合は年初来高値を更新してきている。これは、企業の決算内容が好感されていること、あるいは金融セクターの収益も堅調に推移していることに加えて、Fedの低金利政策は続くという見方が強まっていることも背景にあるとみられている。ただ、一方で、一頃の勢いが続いているということではなくて、余熱に過ぎないといった見方も出ていて、第3四半期の決算の発表が一段落した後は、材料難の中で一時的に軟調になるという見方も出始めてきている。一方、日本の株価であるが、米欧とは逆に下落傾向にある。色々要因が取り沙汰されている。主なものを挙げると、日本企業の決算内容の好転が売上増ではなくて、リストラによるものであるため、将来に不安を残しているという見方あるいは円高が多少進んできていること、さらに増資を発表する企業が増加していて——特に金融セクター等であるが——、これによるダイリューションの警戒感がマーケットを支配してきていること、さらに新政権の政策の不確実性ないし成長戦略が不十分であるといった見方が出ていること、それから日本企業が新興国、資源国の成長を十分に取り込めていないという見方、さらには、これは構造的なことであるが、財政、人口、コーポレートガバナンス、規制といった面で長期的な構造課題がまだ多く残されているといったことである。

図表 2-12 の為替市場であるが、前回決定会合以降、リスク・アペタイトが戻ってくる中で、ドルは他通貨に対して安くなってきている。ただ、この間、ドル/円あるいは円の実効為替レートはほぼ横這いになっている。色々要因がある訳であるが、F e d の低金利政策が継続されるだろうという見方のもとで、ドルの余剰感が強まっていること、あるいは長期金利の金利差がやや縮小してきているということもある。また、人民元の切上げが容認されるのではないかといった見方が広がり、これが円買いの連想に結び付いたといったようなことも材料視されている。図表 2-14 のクロス円は、ほぼ横這いの動きである。外為証拠金取引の動向をみると、ドルについて、一旦ロングに傾いた時期もあったが、再び円ショートに戻っているところが特徴的ではないかと思う。図表 2-15 のエマージング、コモディティについては、リスク・アペタイトの回復を受けて値を切上げている。金は史上最高値の更新を続けている。

終わりに、図表 2-16 の内外金融市場の局面比較であるが、今回はシャドーが付いたところはかなり増えている。ただ、シャドーが外れたところも 2 箇所あって、それは長短クレジット市場の C P - O I S スプレッド、日本の a - 2 格におけるパリバ・ショック前との比較、それから日本の C D S プレミアムのリーマン破綻前との比較である。シャドーが増えたのは 5 箇所あって、(4) 株式市場のインプライド・ボラティリティ、日経平均と V I X 指数のリーマン破綻直前との比較、それから (5) の外国為替市場等におけるインプライド・ボラティリティ、ドル/円のリーマン破綻直前との比較、エマージング、コモディティのアジア通貨のリーマン破綻直前との比較、さらにラ米株のパリバ・ショック直前との比較となっている。

以上を纏めると、国際金融資本市場では、勢いに欠けつつも、リスク・アペタイトが回復するという動きが続いている。しかし、我が国市場は、株価が下落し、債券価格は乱高下するという展開となった。この間、前回決定会合における諸々の暫定措置についての決定や展望レポートの市場への影響は限定的であった。短期金融市場における関心は、企業金融支援特別オペから共通担保オペへの移行方法と時期に移っていて、円滑な移行を実

現するための日銀とオペ先との対話を要望する声が聞かれている。金融市場局としては、情勢の変化に即応できる機動性を確保しつつ、オペ手段の組替えが円滑に実現するよう知恵をしばっていきたいと思っている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

金融調節の説明で触れていた、都銀の所要準備超過額がいつもよりも少し増えてしまったという件については、今回だけのことであって、基本的には所要準備で維持しようという思いは持っているともみていて良いか。

外山金融市場局長

然り。今回の経験に鑑みて、当該都銀は、今積み期に入ってから平準を下回るペースでの進捗ということにしている。全体の資金のバランスの中では、なかなか積みの進捗の平準化は難しい場面もなくはないのだが、最終日に調達額を残すという意味で平準化するというディシプリンは、全ての都銀において共通に守られていると理解している。

須田委員

外銀がこれだけ積んでいるのは、やはり低い金利で調達できるためか、その他の理由はあるか。

外山金融市場局長

為替スワップ市場やユーロ円レートが低い時、例えば 0.07%位で調達できて、これを日銀当預に積んでおけば十分鞘を抜けるということで、そのような行動がみられるということである。こうした動きは、期末等に特に大きくなる。これに加えて、なお信用力に不安を残しているというよう

なこともあって、それぞれのマーケットにおいて十分な流動性を確保するというビヘイビアがまだ残っているというようにも聞いている。

須田委員

GCレポ・レートが全く変化しないというのは、市場としては非常に奇妙な形である。これは、先行き変わっていくというように思っている。このように低レートがずっと続くというのは…。

外山金融市場局長

今は、都銀が長国の買いを控えているから、手許に資金が潤沢にあって、これをレポ市場に放出しているという面がある。元々資金の出し手と取り手が偏った市場——特に出し手については、寡占的な状況にある市場——ということなので、こうしたことが起こりやすい訳であるが、現在は特に資金が余剰になっているということで、いわば資金割当てのようなマーケットの構造になっているということだろう。従って、都銀が少し長国を買い始めれば、放出額も日々かなり振れてくると思うので——そのときは本行のオペもそれに従って、また潤沢に供給をしなければいけない場面も出てくるかもしれないが——、そうするとまた、もう少しマーケットらしくなってくると思う。

須田委員

今日は説明がなかったのだが、ターム物や国債の市場の流動性はどの程度回復しているのか。それともまだ問題が残っているのか。

外山金融市場局長

インターバンクのターム物については、ユーロ円のレートをお示ししてはいるが、ほとんどが気配値であって、出し手と取り手との間の差がなかなか埋まらないという状況が続いている。日本の市場は、元々それ程長いもので資金取引があったという訳ではないし、やはり特に外銀が相手にな

る、取り手として外銀のネームが並んでいることが多いという状況だから、なかなかそれに応じる日本の銀行は出てこないという状況がなお残っている。国債市場の方も、先程申し上げたように特定の先が大きく買いに入ってきたということはあったが、それを除くと、都銀の様子見姿勢が続いていることもあって、なお商いは低調である。従って、流動性が薄い中、レートが大きく動きやすいといったようなこともあろうかと思う。

野田委員

そうはいつでも、一頃に比べれば随分良くなったということか。

外山金融市場局長

然り。一頃に比べると。

野田委員

市場に変な歪みが大きく出てくるとか、そういう状況は全くないということか。

外山金融市場局長

色々観察されていた歪みのうち、例えばスワップ・スプレッドのように是正されているものはそれなりにある。しかし物価連動国債の市場のように、さらに流動性が低下しているところもあるので、全面的に戻っているということではない。

中曽理事

ベア・スターンズやリーマンの破綻の後に、いなくなっていたと言われているヘッジファンドのうち、アービトラージ系、つまり裁定する人達については消えたままであり、以前の市場参加者が全部戻ってきた訳ではないということだと思う。だからスワップ・スプレッドなども、多少戻ってはいるが、こういうアービトラージ系が戻っているという訳ではなくて、

くなったということを考えると、先程の六つのうちどれが有力と言えるか。

外山金融市場局長

四番目に申し上げたことが新しい動きとして挙げられる。新政権の政策、要するに財政収支の行方について、クレディブルなパスが示されていないといった見方がマーケットの中には根強くあって、そうしたことが、特に外国人投資家が日本株を売る材料になっているということである。

中曽理事

図表 2-11 にあるように、主体別にみると売っている人ばかりにみえる。外国人も買ってはいるが、段々減っている状況である。ただ、ここで一つ考慮しておかなければいけないことは、公募がこれだけやられている訳で、誰かが買っているということである。そこでプライマリー、発行市場と合わせてみると、個人がやはり買っている。ここでおみせしているのは、セカンダリーなので少し売り越しになっているのだが、プライマリーを含めると個人は相当な買い越しになっている。今の公募というのは個人投資家が受け皿になっているということである。従って、須田委員の質問に即して言うと、彼らが持ち続けるインセンティブをどの程度持っているか、彼らの相場観なり、景況感なりが重要である。これによっては、セカンダリーで個人が売ってくる可能性もあるかもしれないが、今のところは、個人が一応公募のかなりの受け皿になっているというのが実態である。

中村委員

公募の分は、半分位は外国人が消化しているという話を聞くのだが、そうではなくて、やはり個人が主体であるか。

中曽理事

然り。プライマリーまでは個人が結構大きい。

中村委員

現在、企業があれだけ色々な公募増資を発表しているということは、消化できる余力が十分にあるということか。

外山金融市場局長

最終的には価格に反映されるということになるのだと思う。余裕をもって消化できる状況ではないという見方があるので、現在、株価が下がっているのだろうと思う。

亀崎委員

先程、日本の長期金利の最近の乱高下について話があった。現在は実体経済そのものが弱くて確実性がないし、財政の悪化懸念もある。加えて、米国の動向も必ずしも明確ではない中で、唯一はっきりしているのは潤沢な流動性である。それだけは明確であって、結局これが振れを大きくする作用をしている。また日本の場合は、国債の保有者が非常に偏っているから、そこが同じような行動を採り始める可能性があるというのは、非常にリスクが大きいという感じがする。

外山金融市場局長

最終的には、都銀が限界的にマーケットに影響を及ぼす最大の買い手ということになるのだろう。貸出需要がこれだけ減少している中では、いずれは国債を買って、そこで収益をあげていかなければいけないということになると思う。マーケット周りのプレイヤーは、いつ都銀が実際に買いにくるのかということを見て、自らの行動を決めるという行動様式にある。先程、須田委員が少しおっしゃっていたレポ市場と同じような行動様式が、国債市場にもみられているということかもしれない。もう少し色々な主体がマーケットに入ってきてくれば、深みのあるマーケットになると思うが、現在は、一部の都銀の力が非常に大きくなっている。

亀崎委員

乱高下があっても、それで戻ってくれば良いのだが、同じ方向に一気に動くようでは…。

外山金融市場局長

そのようになりがちなマーケットだということだろう。

山口副総裁

短国と長国についての当面の市場参加者の金利観はどういう状況なのか。また、そのバックグラウンドがどうなのか、少し教えてもらいたい。

外山金融市場局長

短国の中でも、やや長いゾーンはある程度長国の影響を受けて動いていると思うが、短いものについては、日銀の金融政策がどうなっていくか、とりわけ、企業金融支援特別オペが3月末に打ち切られた後のオペがどのような姿になっていくのかということ、マーケットの人々は気にしていると思う。CPレートも合わせたマーケットの見方であるが、今のところ、スケジュールが明示されている、金額が無制限であるなど非常に使い勝手が良く、市場に安心感を与えているこのオペが終わるということで、CPレートは例えば3か月物で0.18%位に上がるだろうという見方が支配的である。官民逆転が解消されるということもその前提にあり、短国レートは3か月物で0.16%位になっていくのではないかというのが今のマーケットの見方になっている。

一方、長国については、10年物金利が1.47%位まで上がった局面では、少し目線が切り上がって1.3~1.6%位を推移するのではないかと、その中で買い場をみつけていきたいといった見方があった。しかし、その後金利が大幅に低下し、現在では1.40~1.45%位になればまた買いに入りたいという見方となっている。問題は、財政がどのように収まっていくのかになるが、まだ不確定要素が色々多くて、コンセンサスがある訳では勿論な

いということだろう。ただ、いずれは買いにいかねばいけないという先程申し上げた事情もあるので、例えば来年位にかけて金利が大きく跳ね上がっていくといった見通しは、少なくとも日本の投資家からは聞かれない。

中曾理事

目先の需給は財政による影響が大きい。まず今年度についていうと、変動利付国債、物価連動国債、それから個人国債ではめこめなかった分 2.7 兆円が既に増発されてきていて、1~3 月以降も、我々の理解しているところでは歳入欠陥分など合計 6 兆円強に上るかもしれない情勢である。これが主として短国、つまり 6 か月、1 年といったところで発行されるから、このゾーンの需給はある程度緩くなってくると思う。一方、それがどの位消化されるかということであるが、恐らく、銀行は余資運用に困っているから、キャッシュ潰し的な運用ニーズが非常に強い。レポで取って T B で運用するというようなニーズが非常に強く、6 か月、1 年物にはこういった買い要因が今はあると思う。従って来年初以降の需給は、これまでに比べると、かなり短いところで供給増加圧力によって緩んでくるところがあるとみている。今のところレートは跳ねていないが。

また、長国については、来年度の財政の状況がどうなるかにもよるが、ここは基本的には、亀崎委員の先程のご質問に関係するところがあるのだが、当面はかなり需要が強い。銀行は運用難であるし、超長期のところは、年金基金、保険などにおけるデュレーション・マッチングニーズが相応にある。だから今回も、長期金利が少し上がったところで猛烈な買いが入ってきたということだと思う。特に現在は、 が期近債を売って、長いところに乗りに換えているということがあるので、恐らくこういう大きな構図というのは暫くはあまり変わらないのではないかと。ただもう少し先をみていくと、こういう状況がサステイナブルとは思えないと皆が思い出すと、それが一定程度プレミアムという形でレートにはねてくる可能性はある。

中村委員

コモディティ価格であるが、前回の会合から結構色々な物が上がっている。その背景は、ドル安のほか色々言われているがどういうことなのか。

外山金融市場局長

商品によって異なるところもあるが、基本的には、流動性相場の中でリスク・アペタイトが新興国等の景気の拡大を眺めて戻ってきているということであり、原油等、ある程度実需に裏打ちされているものについては、そういう見方が価格を押し上げてきている。日々の相場の振れは、在庫統計ほか色々なことによっても左右されるが、基本的にはそういうことではないかと思う。

金については、これが恐らく最も投機的な動きということになると思うが、基本的にはドル安が続く中で金を買われていると説明される。そうはいつでも史上最高値ということで、これはドルを基軸通貨とする現在の体制に対する一つの不安のようなものが——どの程度現実的なものとみているかはわからないが——心理的に広がってきているといったことがマーケットでは言われている。

須田委員

長期金利の話題に戻りたいのだが、が現在落ち着いていない中で、今回大量に買いに入ったということで、それに対してマーケットが少しの視線を持ったということはないか。これからものではないかという見方であるが、そこまでいかないか。

外山金融市場局長

が買いに入ったというように言われているが、どういう動機でどのような購入をしたのかということについて、我々も情報を持って

ので、それだけではなかなか説得的な理由にはならない。そこで今回一つ出てきた材料というのが、人民元について、今回の人民銀行のレポートの中で切上げが容認されるのではないかという思惑がマーケットの中で広がったということである。過去の例をみても、人民元が切り上がる時には、円が買われるのだという連想から円に対しても買いが入っているという話も聞かれている。それから、これはむしろ短期的な動きというよりは、中長期的な話なのだろうと思うのだが、インバランスのことを考えれば、円高になるというようなことがあって、それが円ドルの中で働いているということも底流にはあるのだろうと思う。

ただ一方で、例えばリスク・リバーサルドル・プット・オーバー超が最近若干縮まっているところに現れていると説明されることであるが、日本の財政が将来非常に大変なことになるだろうという見方から、円は長期的には安くなるという見方がある。この要因は足許の円高とは逆に効くはずであるが、そのような力学も作用し、色々なことが絡み合って、足許やや分かりにくい動きをしているのかなと思う。

西村副総裁

今の話の言い方を少し変えると、色々な市場に入ってアービトラージする参加者が非常に少なくなっているために、鞘が縮んでいかないと考えて良いのか。現在は、逆方向に動いても良いような材料が沢山ある。本来ならば、そういうところには当然アービトラージャーが入ってきて、グローバル・マクロみたいな形か、どうかはよく分からないが、鞘を抜く行動に出るはずである。

外山金融市場局長

債券市場などと比べて、為替市場にはそれなりに厚みがあって、色々な参加者が参加している。

西村副総裁

そうであるにもかかわらず、どうしてそういうような事態となっているのか。例えばオプションでは、先行き円安になるという大きな見方がある。一方、手前では円高になっている。

外山金融市場局長

それは、色々な見方をもった市場参加者が、色々なところにポジションを張っているということ以上のものでもない。それらが積み重なってレートを形成しているということなのだが、おっしゃるように上手く裁定機会をみつければ、そこで利益を獲得することがあり得るのかもしれない。

白川議長

先程の人民元の話は、仮説として定性的にはそうだなという気はするのだが、それはどちらかと言うと短期のプロキシ・ヘッジのような話である。一方、私が国際会議に出ている印象を言うと、人民元の影響を最も強く受けているというある種の被害者意識を持っているのは、ユーロが一番強いという感じがしている。彼らは、人民元が対ドルでフィックスしている分だけ、貿易不均衡の調整圧力をユーロが被っているという意識を持っている。実際ユーロの水準は、歴史的に非常に高い数字に接近しつつある。そういう意味で、人民元の問題にも短期のプロキシのような話と貿易不均衡の話と二つあると理解して良いか。

中曽理事

おっしゃるような構図からみると、ドルと円の関係は、やはり extended period of time の効果が効いており、そのもとでキャリー通貨としての色彩がドルの方が強いので、リスク・アペタイトが回復した時にはドルの方が売られやすい。いずれにしても、ドルと円とは、同じようなファンディング・カレンシーとして同じような方向に動くけれども、ドルの方がよりキャリー通貨的には売られやすいという関係がまずあって、それ以外の通

貨、ハイ・イールドとの関係を考えると、いわゆる介入をやっていないと言われているような非アジアのハイ・イールドとの関係では円は当然売られる関係にある。ところが、アジアのエマージングとの関係になると介入の思惑が入ってくる。人民元はドルと一緒に安くなっているが、それに合わせようとするアジア諸国が、人民元を意識しながら自国通貨の売り介入をやってくるため、円は、対非アジア・エマージング通貨程は安くない。このような関係を総合すると、名目実効為替レートは結果として大体フラットになってしまっている、そういう構図でも捉えられると思う。

西村副総裁

11月13日にオファーした4か月、1兆円の共通担保オペについては、差し当たりサプライズということであったが、逆に我々の意図は次第に浸透していくかどうか。その点に関して、少し見通しのようなものがあれば伺いたい。

野田委員

それと関連するが、そもそも今回の1兆円について、皆さんの意図はどういうところにあったのかをはっきり教えて欲しい。

外山金融市場局長

先程申し上げたように、マーケットの関心は企業金融支援特別オペが打ち切られた後、共通担保オペをどのように活用するのだろうかということにある。このオペが果たしてきたような機能が十分発揮されなければ、レートは大きく上がってしまうのではないかという懸念がある訳である。これに対して、私どもとしては、共通担保オペというのは、タームや期日を自由に設定できるため、より高い機動性をもって資金の繁閑に対応できるというメリットがむしろあるのだということを強調していきたいということである。その一方で、少なくとも私が局長に着任してから、別にルールがある訳ではな

いが、長めのオペを同じ頻度、同じ金額で打ってきたということがあって、わざわざ自らを縛っていたようなところがあった。このため、マーケットに対しても、また私ども自身に対しても、共通担保オペの機動性、重要性というものはもっと高いのだということをリマインドする狙いがあった。

今後、長めの共通担保オペをどのように使っていくかについては、マーケットの状況がどう展開していくかということにもよるので、まだかっちり固まった考えがある訳ではないが、取り敢えずこの4か月物の長めのオペを年内にもう1回、来月に入ってから打ってみたいと思っている。これが実現すると、初めての年度末越えということになるので、ここでレートが落ち着いてくれば、年度末の資金繰りに対しても一定の安心感を与えることになるのではないかと期待している。

さらに3月末あるいはそれ以降を目指してどのようなオペを打っていくかについては、現在検討中のところもあるが、先程申し上げたように、スケジュールが明示されているとか、金額無制限であるといった企業金融支援特別オペの設計が市場に大きな安心感を与えていたとすれば、全体として円滑なロール・オーバーができるように、4～6月に到来する企業金融支援特別オペの期日にスタートするような長めの共通担保オペを打っていく方法がやはり基本になると思う。金額的にも十分出していく。

それから、これまでの企業金融支援特別オペは、資金需給の面からは中立的な日にスタートして、中立的な日に落ちて、それをさらに折り返すということを繰り返していたが、1～3月のスケジュールを組む段階では、4～6月の資金が少し余っている日に期日を合わせるというようなことをやると、マーケットに対して安心感を与えることになると思う。そのような工夫を重ねながら、できるだけマーケットの安心感を壊さないような、激変緩和措置的な運営をしていきたいと思っている。このほか、国債買現先オペをどの位打つかとか、CPの買現先オペをどの位打つかといったことについては、レポ・レートやCPレートがどのような水準で着地するかにもよる。この辺りは、マーケットの状況をよくみながら、その都度判断していきたいと思っている。

須田委員

安心感を与えるのは大事だと思うが、こういうことをやると、直ぐにもっと金額を多く、もっと期間を長くという声が出てくる。それに対しては少し毅然とした態度で臨んだ方が…。

外山金融市場局長

そのとおりである。今のところ、月一度位と考えているのも、あまりこれを積み上げてしまうと、先々自らの手を縛ってしまつて、我々として使えるバッファーが少なくなってしまう恐れがあるためである。今は意図をアナウンスするのが第一であるから、月一度位静々と始めるというところでやらせて頂いている。

亀崎委員

企業金融支援特別オペの残高は、大体7兆円でここ暫く頭打ちのような感じであるな。その規模の中で、4月以降直近まで大体ロール・オーバーであった。ということは、今後4月以降に期日がくるものを十分カバーできる規模をオファーすることによって安心感が出てくるな。

外山金融市場局長

その時々資金需給を勘案する必要があるため、必ずそうだということとは申し上げられないが、基本的には、企業金融支援特別オペで足が来る金額以上の金額を、共通担保オペでオファーしていくというのが基本になると思っている。

白川議長

他にないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは次に、海外経済情勢をお願いする。

大野国際局長

それでは国際局から海外経済情勢についてご報告申し上げます。前回会合以降、公表された経済指標から確認できた主な特徴点として、三点ほどあったと思っている。一つ目は、米国では個人消費が極く緩やかながらも基調として増加に転じていること、二つ目は、米国、ユーロ・エリアともに在庫調整の進捗、そして新興国向けを中心とした輸出の回復から生産の持ち直し傾向が続いていること、三つ目として、アジア新興国において、これまで輸出と在庫調整に牽引されていた部分が強かった訳であるが、次第に内需の増加も徐々に明確になってきたこと、と整理できると思う。こうした状況を踏まえると世界経済全体は緩やかな回復局面に入ったと判断して良いと思う。もっとも米欧の雇用、所得環境は、悪化テンポが和らいできたとは言えるが、依然悪化が続いている。過剰債務問題を抱えた家計部門にとっては厳しい状況が続いている点に変わりはない。世界景気は、全体として、これまで当局が提示してきた標準シナリオに沿って動いていると言って良いかと思う。

それではいつものとおり、決定会合資料－3(参考計表)追加分を使ってポイントを説明したいと思う。図表1の米国経済である。まず個人消費の動きをみると、3. 実質個人消費は9月が前月比－0.6%と、販売促進策の終了を受けた自動車購入の減少から5か月振りに減少している。しかしながら、自動車を除く部分の寄与をみると、2か月連続で増加という形になっている。緩やかながらも辛うじて増加しているという見方ができると思う。実際、5. 小売売上高——こちらは自動車を除くベースであるが——は、10月まで増加を続けている。また自動車販売についても、最新の民間予測によると、本年中の残り11月、12月は大体1,080万台ペース程度という見方となっている。勿論、昨年リーマン・ショック直後の低い水準ではあ

るが、再び減少に転じることはなさそうであるという見方が多くなっている。しかしながら、家計のバランスシート問題を背景に消費の増加ペースは当面緩やかなものにとどまる可能性が濃厚である。4. 家計貯蓄率をみると、自動車販売による押し上げ効果が消えた今、再び上昇傾向に転じている形となっている。

次に、住宅市場については、昨晚、10月の住宅着工の数字が出た。52.9万戸、前月比-10.6%と、市場の予想を下回る数字である。これは一つには、財政面からの税還付措置という需要刺激策が当初11月で終わるということになっていたもので、10月にはその反動減が入ってきているとみて良いかと思う。しかしながら11月の6日であったが、この初回住宅購入者向けの税還付措置が当初の11月末から来年の6月末まで延長されることが決まった。従ってこの後、住宅着工が年末にかけてどのような動きをするか少し分かりづらいとは思いますが、結局、財政支援策絡みの凸凹が年内は入ってきてしまう。ただし、基調としては、一本調子の回復に転じる地合いにないという我々の判断は変える必要がないというように思っている。

次に貿易面、11. 財・サービス貿易収支であるが、このところ米国において輸出が増加するとともに、輸入も自動車関連、原材料を中心に増加している。その結果、貿易赤字幅はやや拡大している。生産面についてみると、12. I S M製造業指数が上昇傾向を続けているほか、13. 鉱工業生産も10月まで4か月連続の増加となっている。内訳をみると、在庫調整の進捗を背景として多くの品目が増加傾向を続けている。米国生産は、全体としては持直し傾向がより明確になっていると言って良いと思う。

一方、雇用面については、14. 失業率をご承知のとおり10.2%まで上昇している。これは1983年4月と同水準で、戦後一番悪かった時期が1982年11~12月の10.8%なので、それとそれ程遠くない非常に悪い数字ということである。15. 非農業部門雇用者数の減少幅の動きから分かるように、ここにきてさすがに雇用の悪化ペース自体は緩和しているが、企業のコスト・カットに向けた動きはなお続いている。こうした雇用削減の動きは、

雇用者所得の減少を通じて家計の債務返済負担を重くするといった形で景気の改善ペースを鈍くすると考えて良いと思う。

物価環境についてみると、18. ユニット・レーバー・コストは、雇用削減による生産性の高まり、それと労働需給の悪化に伴う賃金の伸び鈍化により下落幅を拡大している。また昨晚出た10月のコアCPIは、前月比で0.2%、前年比で1.7%のプラスと、市場の見方よりやや高めの数字となっている。特に前年比1.7%もの上昇の背景については、昨年、リーマン・ショック以降の落ち込みということで自動車を相当値引きしたという話があり、どうもその裏が出ているのではないかという見方ができる。従って基調としては、CPIは落ち着いた動きを辿るとみて良いと思う。米国経済を巡るいま一つの留意点としては、銀行貸出の落ち込みという点がある。大企業の方は資本市場の機能正常化に伴って、それ程痛痒を感じていないという見方が多くあるが、銀行貸出に対する依存度の高い中小・零細企業については、資金のアベイラビリティについて懸念をする声が強まってきているということは要注意点としてあると思っている。以上、米国である。

次に図表2-1、ユーロ・エリアをみる。7~9月分の実質GDPが公表され、前期比年率1.5%と小さい数字ではあるが漸く待ち望んだプラスをつけた。昨年の1~3月以来のプラス成長に転じた。国別にみてもドイツ、フランスが2期連続のプラス成長であり、ここには掲載していないが、イタリアが去年の1~3月以来のプラス成長となっている。需要項目別内訳はまだ公表されてはいないが、私どもとしては新興国向けを中心とした輸出が恐らく増加しているだろうと、それから在庫調整の進捗によって在庫投資がプラスに寄与している可能性が高いという見方をしている。輸出持ち直しの動きについては、3. 独海外受注（域外）の増加、こちらからみて今後もそういう傾向が続くとみている。

鋳工業生産は、9月まで幅広い財で増加に転化ないしは減少幅が縮小している。こうした生産の持ち直し傾向は、輸出の増加と在庫調整の進捗を背景に今後も続いてくれるものと期待している。ただし内需関連指標をみ

ると、7. 新車登録台数をみる限り、新車販売の方は政策効果によって減速しつつも何とか増加を続けているが、自動車を除いた 6. 小売売上数量の方は、小幅ではあるがユーロ圏においては減少が続いている。こうした内需の弱めの動きをみる限り、ユーロ・エリアの景気回復に向けたモメンタムの持続性については依然、慎重にみる必要があるかと思う。

最後に雇用、物価関連であるが、11. 失業率は上昇を続けている。賃金の伸び鈍化を通じて物価に対する下方圧力となっている次第である。実際 12. 消費者物価のコアCPIをご覧頂くと、伸びの鈍化傾向が続いている。一方、総合ベースの消費者物価は、昨年後半の原油価格の下落の影響が剥落する形でマイナス幅が縮小している。

次に図表 2-2 の英国である。英国経済は、一言で申し上げて下げ止まりの状況に変化なし、ということである。1. 実質GDPが、7~9月は-1.6%になったことは前回ご報告したとおりである。、4. 鉱工業生産は7~9月に前期比-0.8%の減少となっている。ただこれについては、北海油田の大規模な修繕が影響しているという話である。これを除いてみると、製造業では-0.1%とほぼ横這いの生産の状況である。ハード・データは今一つ弱い、ソフトの方のデータ、サーベイ・データをみるとやや明るい兆しもみられる。例えば、3. 消費者コンフィデンスは、2007年11月の水準までマイナス幅を縮小しているし、5. PMIも、サービス業を中心に改善・悪化の分岐点である50を上回って推移している。この間6月の失業率は上昇を続け、賃金の伸びは鈍化している。

次に、新興国経済についてご報告する。図表 3-1 の 1. 中国については、10月の指標が出揃った。生産、小売、投資いずれも高い伸びを続けていることが確認された。またアジア向けや欧米向けなどで輸出の増加も明確になってきている。中国では、10月に国慶節の祝日があったため、今年は昨年と比べて営業日がむしろ少なかったとカウントできるのだが、それでも9月並みの水準となっている。今後、景気刺激策を受けた固定資産投資の高い伸びはさすがに徐々に縮小していくとみられるが、輸出の増加がそれを完全ではないにせよ相当程度カバーしていく姿が徐々にみえてき

ているとの見方が、チャイナ・ウォッチャーの間では広がっているようである。この間中国では、四半期に一回の人民銀行による金融政策執行報告が公表された。その中で、人民元に関するこれまでの表現、すなわち「妥当で均衡の取れた水準で基本的な安定を維持する」という従来の記述が削除される一方、新たな文言「国際的な資本フローや主要通貨の変動を考慮して人民元相場の形成メカニズムを改善する」と、こういう言葉に置き換わった。これを受けてマーケット、特に人民元の先物などがより元高方向に振れている。ただしオバマ訪中を挟んでも、直物相場の方は厳格にドル・ペックとなっていたし、表現はあまり良くないかもしれないが、ほとんど微動だにしないというのが本日までのところである。

他のアジア諸国についてみると、図表 3-1 の 2. インドでは、鉱工業生産が自動車など幅広い品目において高い伸びとなっている。そうした中、干ばつの影響による食料品価格の上昇も手伝い、卸売物価の上昇が加速しつつある。インド準銀では、卸売物価の前年比上昇率は 3 月末には +6.5% に達するという見方をしている。そうしたことを受け、市場の一部では 12 月ないし 1 月頃にインド準銀が利上げするのではないかとの憶測もみられ始めている。また、図表 3-2 の N I E s、A S E A N については、新しい指標はインドネシアの 7~9 月の実質 GDP が前期比年率 5.8% と高い伸びとなったところである。既に公表済みの韓国、シンガポールで、第 3 四半期の実質 GDP 成長率が前期比年率で 10% を超えているということ併わせてみると、N I E s、A S E A N 経済全体として 2 期連続で潜在成長率——3% 台後半という見方が多い——を超えることは、ほぼ確実といった状況になっている。こうしたことからみると、この地域の景気情勢については持ち直しから回復局面入りしたと言って良いと思っている。足許も、輸出が高い伸びとなる中で消費、投資といった内需も増加しており生産の増加も続いている。この他、その他の諸国では、一点少し気掛かりな材料としてウクライナ情勢がある。ご承知のとおり来年の 1 月に大統領選挙を控えて、政治情勢で不安定要素を抱える中において、IMF のプログラム、丁度去年の 11 月の上旬に作ったプログラムのレビューが難

航しているという話が出ており、この辺少し注意を要するかと思っている。

最後に金融面であるが、今回は図表6として米国の投信を経由した新興国への資金流出入動向を示すグラフをつけた。(1)がエマージングの株式ファンド、(2)が債券ファンドであるが、やはり夏場以降と言うか今年の後半に入って、かなりの資金の米国からの流出というものがみとれると思う。この大きな流れの評価については、この間、米国の株高が投資家のリスク・アペタイトを高めて、新興国、資源国への資金流入を一段と刺激しているとみとれると思う。この結果、米国の株高と、ファンディング通貨としてのドル安が共存する姿になっていると言って良いと思う。また先程議論になったが、コモディティでは金の価格が上昇している訳で、先日のFOMCの声明も受けた米国の低金利長期化期待が株高とドル安をもたらしており、またそのドルの代替資産としての金の価格の上昇を促している、こういった解釈が可能かと思う。なおこの間も、新興国、資源国は通貨高対策を行っているようである。マーケット情報によると、韓国、台湾、タイ、フィリピン、これらの国はドル買い自国通貨売り介入を行っている模様である。また台湾については、外国人による3か月物定期の再預金を禁止する規制を導入している。こうした海外資本の流入規制は、先月お知らせしたブラジルの金融取引税の導入に続く動きである。こうした規制の実効性はともかく、エマージング諸国に向けた資金流入の動きと、各国の政策対応、出口戦略については今後とも注意してモニターしていく必要があるかと思っている。国際局からは以上である。

白川議長

質問はあるか。

水野委員

現在、景気が一番良いのは中国である。そうした中で、NIEs、ASEANも持ち直しから回復ということになってきている。これには内需がついていっているという点にも全く違和感はない。ところで、そのもとで

中国が人民元高を容認しないことに対するフラストレーションというものはどうなのか。先程、それはユーロ圏にはあるという話が出たが。NIEs、ASEANと中国とを比べた場合に、経済は中国の方がより強いのであるが、実際に足許をみていると、人民元以外のアジア通貨の為替レートは、介入をしつつも少しずつ強くなってきている。中国向け輸出に依存した半年前の動きから比べると、最近は幸い内需がついてきているので多少余裕があるとは言え、その辺りのフラストレーションというのはあるのだと思う。グローバル・インバランスという問題の中で、将来このフラストレーションが顕在化した場合に、中国とNIEs、ASEANとの関係はどういう形で調整されていくのか。ポリティカルな面もあるので非常に難しい問題だと思うのだが。

大野国際局長

おっしゃるとおり、事実からすれば、例えば対ドルで見ると人民元の方は完全にフラットというかペッグになっている。一方、アジアのエマージング諸国の通貨というのは、例えばこの1か月、2か月でみても4~5%位は高くなっている。

水野委員

対ドルで年初来高値をつけているな。

大野国際局長

然り。そういう中では、人民元との間で言えば、例えば輸出品目で重なるような部分については競争関係がある訳だが、今のところは、このNIEs、ASEAN諸国から中国に対する大きな不満というのはないというように思っている。その一番の理由は、価格競争力の問題があるにせよ、結局のところ、各国の回復を支えている輸出の仕向地というのは中国になっているという、その需要で支えられているというところが大きいと思われる点である。

現在は、何とか良い感じで、申し上げたように輸出から内需に回復の動きが広がってきているのだが、これがそのまま続くかどうかに関してはリスクが二つあると思う。一つは、欧米先進国の方がある程度でも、ゆっくりでもしっかり回復していつてくれるかについて、非常な不安感があるということである。二つ目は、中国は介入をしながら国内において色々な景気刺激策を打つ、あるいは潤沢な流動性を供給するというところを行っているが、その効果が内需の消費までで丁度納まってくれば良いのだが、水を注ぎ過ぎて、それが漏れて資産価格、不動産とか、そういったところに入ってしまいかどうか、そろそろ危険領域というか黄色信号に入っているのではないかということである。そうすると、やはり彼らの国内政策としては、ある程度金利を上げる、あるいはその裏にあるのは、為替ももう少しアプシエートするということになるかもしれない。その段階では、今のところは元との関係がそれ程大きな問題になっていないというように私は感じているが、先行き元との間のいわゆる摩擦といった意識が強まる可能性はあるのではないかという気がする、これは私の意見である。

堀井理事

アジアの中央銀行の幹部と話をしていると、今のところ非常に慎重にやってきて——というのは、でもなく、それなりにどうにか凌いできているなという感じに——、変な話であるが若干の自信すら、彼らの言葉の端々から感じる。例えばインドネシアであるが、

一つは、やはり資源国であるから資源の輸出で儲かっているというか、その結果、内需も強くなって、それで資本も入ると。近隣のアジア諸国よりもこれまで高いインフレ率だった訳であるが、

ことによって、これが近隣の方に大分収斂してきているというところで、これを活かすことができていると、こういう認識である。

それから韓国であるが、韓国の中央銀行はやはり一方で資産価格が高騰してきているので、ここはやはり、これを活かしたいという

姿勢がかなりはっきりと出てきている。

然は然りながら、

については、経済のファンダメンタルズの状況や先行き見通しと対比して
経済の安定化を図るのが良いだろうというようにみている訳である。そういう意味では、単に人民元だけということではなくて、国内のバランスというものをより意識するような形での運営になってきているのではないかと思う。

野田委員

むしろ、中国に向けられても良さそうなその矛先が、先進国の金融政策に向けられていると言った方が、今のところはある意味ではフィットするような気がするが。

大野国際局長

エマージング諸国からすると、現在入ってきている資金について何が怖いかというと、次にいつ出ていくのかということである。そういう意味では、アメリカの金融政策を中心に、出口政策がどういう形で行われるかということに対する不安が高まっている状況だと思う。

中村委員

この間北京に行った時に、
にお会いして為替のことを伺ったのだが、基本的に
ということであった。また、経済の混乱期においては、人民元とドルの関係を緩やかに維持することは危機に当たった一つの対応であると、こういう説明があった。

野田委員

私が行った時は、
とっていたが。

堀井理事

中国人民銀行も、あるいは他の責任ある立場の当局も、国内の資産価格の上昇なり、銀行貸出の非常に高い伸びなりについては、かなりの警戒をしている。ただし、最近のアメリカ、それから十数年前の日本の経験も踏まえながら、急速にその与信を引き締めることのリスクも分かっている、そこに主眼を置いた金融政策というか、金融の運営がこれから年末、来年にかけて進んでいくと思う。

須田委員

N I E s、A S E A Nの話は聞いたのだが、その他、例えば、先程ユーロ・エリアの説明の中で、ドイツからエマージングへの輸出がこれから少し持ち直していくかもしれないという話があったが、そのエマージングと言った時に中東欧向けはどうなっているのか。資源国も含めたN I E s、A S E A N以外のエマージング諸国の経済について教えて頂きたい。

また、韓国ではインフレーション・ターゲティングの数字がまだ出せないでいるという話があって、その裏では数字を決めるのに中央銀行と政府とでことが上手く運んでいないとも聞いたが、この先法律改正があるのか。そういった中で、政策をやっていくうえでポリティカルなところに引っ張られてしまうということが、今、韓国では少し強いのか。

大野国際局長

ユーロ・エリアのエマージング向け輸出といった場合、今やはり一番期待されているのは中国を中心としたアジアである。欧州のエマージングというと中欧・東欧になると思うが、中欧・東欧はある程度沈み込むところは止まって、一服というか、底割れはしなかったので一安心という感じであり、恐らく本体であるユーロ・エリア経済が持ち上がるに従って、徐々に緩やかに回復してきてほしいという状況である。従って中欧・東欧情勢自体は横這い、ないし底割れは回避する中で、ユーロ圏はむしろアジア、

それから資源国——それは南米も含めてということであるが——、そう
いったところに向けた輸出の回復を少しでも期待したいということだ
と思う。その例外として注意しなくていけないことは、先程一言申し上げた
ウクライナであり、ここは少し注意と思う。ロシアも一頃に比べると少し
落ち着いている。それは勿論、資源価格の回復といったところが新材料だ
と思う。

それから韓国については、勿論政治的な状況が非常に深く影を落として
いることはお察しのとおりだと思う。それからもう一つは、韓国の為替も、
それからインフレの数字についても、どこを拠り所にしたら良いかという
問題がある。インフレ・ターゲットを導入してそれ程歴史が長くない中で、

そうしたそもそもの技術
的な問題がある。それから、これは聞く人によって違うかもしれないが、
私が話を聞いている
でも、やはりコアCPIからス
タートして、これは欧米とも共通であるが、

資産価格をどう入れられるのか、入れられないのかについて、勉強
ベースでは相当考え、悩んでいると思う。それともう一つの法的な問題で
あるが、どういう形でことを進めるかになると、政府と韓国銀行の関係、
それからさらに全体的な政情、政治の不安定性といったところが、新しい
道を開くうえでなかなか困難な課題として立ちはだかっていると認識し
ている。

堀井理事

これまでは、何せインフレ・ターゲティングさえやっていたら良いとい
うように簡単に考えていて、それ一本槍で押していれば良かった訳だが、
欧米の資産バブル、金融のバブル発生と崩壊を受けて、中央銀行もあるい
はその周辺の人も、皆やはり、もう一回色々なことを考えなければいかん
ということになっている。そういう中であっては、単に数字だけ決めれば
良いという訳ではないものだから、先程少し触れたように、銀行貸出の状
況、資本流入の状況、為替への圧力、そういうものを総合的にもう一回見

直しながらどうのように整理をしていくか、というのを悩んでいると思う。

西村副総裁

アジアにおける内需の回復といった場合、これは基本的には金利水準が非常に低くなっていることの影響が圧倒的に強いと考えて良いか。

大野国際局長

金利水準もそうであるし、財政からの各種刺激策の影響もある。

西村副総裁

私の興味は、財政の刺激策と金利の影響とを分けてみるところにある。財政の刺激策というのは、恐らくピンポイントである。そうすると、ピンポイントでどれ位のものが出て、全体としてどれ位のものが出ているかはある程度比較できるのではないかと思う。金利の方が大きいという印象か。

大野国際局長

どうであろうか。両方の影響があるという気がしているし、バランスは国によっても違う。例えばインドなどでは、税制面での措置が自動車販売とかそういったものに効いていると思うので、必ずしも金利だけではない。勿論、固定資産投資であるとか、銀行貸出を通じた実物の投資、設備投資、それから地方公共団体を含めた公共事業という意味での内需ということであれば、財政、金融政策のそれぞれが相当程度効いている国が少なくなっているのではないかと考えている。

白川議長

欧米、特にアメリカの景気について一点聞きたい。アメリカの景気は、様々な景気刺激策あるいは在庫調整の完了という一時的な効果に支えられている面が大きいと思うが、この前のバーナンキの講演では、それだけ

ではなくて、それ以上だという評価をしていた。アメリカの内需の自律的な回復力について、国際局は現在どのように評価しているのか。

大野国際局長

アメリカにおける今回のバランスシート調整の、その一番の根っこの問題は恐らく二つあると以前から申し上げてきた。一つは家計であり、もう一つが恐らくこれからより深刻になる財政である。このシナリオというのは変えていないし、むしろ思っていたとおりに、あるいはそれ以上に企業と家計との関係においては、企業は相当人員を削減する、そしてその賃金も抑えるという形で企業の競争力というカリストラを続けて、その効果は出ている。その一方で、家計については、その皺寄せと言っては何だが、家計の所得、雇用環境等がかなり厳しくなってくるというところまで来ていると思う。

問題は、その先、内需の中での生産、所得、投資といったいわゆる自律的な回復のメカニズムに上手く火が点火するかであり、それに対する不安というか、不透明感、不確実性は、ここまできて、私なり、国際局なりとしては一段と強まっている。思ったとおりに、あるいは思っていた以上に、来年以降の回復のパスが相当緩やかになるのではないかと考えている。9月のこの場でダブル・ディップの議論になった時であったと思うが、須田委員からご質問があって、あの段階では「ちょっと間違えるかもしれないが、7～9月と10～12月はGDPはプラスが付くかもしれないが、その先の回復のパスの確からしさ、あるいは強さということについては不安がある」というお話をした。実際に11月まで来て、やはり来年の回復のパス、しかも自律的な成長のメカニズムの不確からしさに懸念を抱いている。

堀井理事

バーナンキ議長は、恐らく、ためにする議論というやや失礼だが、公開のスピーチで話していることは、少し強めに言っているなという感じがする。経済に出始めたオプティミズムを、

敢えて自分の手で消したくないということだろうか、そういうふうにみている。

中村委員

ヨーロッパの経済だが、ドイツやフランスも自動車販売を除けば、消費のほとんどの部分は非常に弱いような感じである。独仏以外の国をみても、自動車のインセンティブが出ていない国の自動車の売れ行きは物凄く落ちている。要するに、ヨーロッパ全体では、消費というのは自動車の刺激策の効果を除けば、やはり非常に弱いのが実態なのだろうか。

大野国際局長

然り。国によって違うかもしれないが、全体で見れば、横這い圏内の本当に僅かなプラス・マイナスというような感じだと思う。そのため、そこで何とか押し上げているのが、先程話題になった輸出であり、輸出が引っ張ってくれているお陰で取り敢えず水面の上に顔だけ出ているかなと、そんなイメージである。

西村副総裁

為替関係で申し上げる。例えばアジアというサブ・ブロックを考えて、その中での価格の調整を考えた時に、あるかなり大きなブロックで為替が動いていないということは、残りの他の部分には非常に大きな影響を与える訳である。まさにルシャトリエの法則が効いてきている。こういう状況になって、非常に歪んだ、普通では考えられないような相関関係が出てきたりしているのではないかという気がした。この点はテイク・ノートしておきたい。

白川議長

他にはないか。一時間経っているが、このまま続けたいと思うが宜しいな。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢をお願いします。

門間調査統計局長

それでは資料4の参考計表を使わせて頂く。まず、図表1にある7～9月の1次QEだが、前期比+1.2%、年率換算で+4.8%となった。+1.2%の内訳をみると、純輸出の寄与度が+0.4%と4～6月よりもプラス幅が大幅に小さくなったが、国内需要の寄与が+0.8%と、一気に大き目のプラスになった。これには在庫投資の寄与度が4～6月の-0.7%から7～9月は+0.4%へと大きく変化したことが効いている。在庫調整の進展による経済活動のリバウンド、これが7～9月のGDPが強かった第一の背景である。二番目の背景は、個人消費の寄与が+0.4%と2四半期連続でそこそこのプラスになった点である。因みに、4～6月の個人消費の寄与の+0.6%のうち+0.4%が耐久消費財で、7～9月も+0.4%のうち+0.3%が耐久消費財である。政策効果による個人消費の持ち直しが確認されたということである。それから第三の背景は、設備投資の寄与が+0.2%と6四半期振りにプラスに転じたことである。4～6月まで大きく落ち込んだ後、非常に低い水準ではあるが、設備投資も輸出や生産の増加を受けて下げ止まりつつある。展望レポート作成時のイメージに比べると、在庫を中心に上振れている。さらに、この後の10～12月も、後程申し上げる生産等を踏まえると、比較的しっかりとしたプラス成長が引き続き見込めそうである。因みに、10～12月以降ゼロ成長の場合で、2009年度の仕上がりは-2.7%、前期比+0.5%のペースでいけば年度は-2.4%になる。2009年度-2%台前半辺りまでの上振れは十分視野に入ってきてつつあるように思われる。一方、表の一番下の名目GDPであるが、こちらは前期比-0.1%と6四半期連続のマイナスである。GDPデフレーターは、これは正式な統計はないのだが、実質GDPの+1.2%と名

目GDPの-0.1%から逆算すると、丸めの関係で若干ずれるが、-1.2%と大幅なマイナスになっている。ただし、これはほぼ展望レポート作成の頃の予想通りであって、必ずしもネガティブ・サプライズではない。この前期比-1.2%という足許のデフレーターであるが、国内物価の下落がここに来て前期比ベースで加速しているということでは必ずしもない。因みに、これを内需デフレーターと外需デフレーターに分解すると、内需デフレーターの寄与が-0.3%で、外需デフレーターの寄与が-0.9%である。つまり、足許のデフレーターの前期比の大幅な下落は、国内物価下落の加速というよりも、むしろコモディティ価格の上昇が続く一方で、輸出価格が弱いということによって、交易条件が悪化していることによるものである。無論、それはそれで企業収益の圧迫要因である訳だが、内需デフレーターの下落ペース自体はむしろ徐々に緩やかになってきているというのが実態である。ただし、この外需デフレーターと内需デフレーターの関係は、公式統計の前年比をみると、見え方が全く違う。少しややこしくて恐縮だが、図表2の方をみて頂きたい。GDPデフレーターの前年比は、まず全体の7~9月が+0.2%と、まだプラスを維持している。しかし内訳は、交易条件を表す外需デフレーターが大幅なプラスで、物価を表す内需デフレーターが大幅なマイナスということで、先程の前期比とは異なるうえに、この内需デフレーターの前年比下落幅は実は51年振りという大幅な下落になっている。さらに、少し見え方としてやっかいかもしれないのは10~12月以降であって、前期比ベースでは内需デフレーター、GDPデフレーターともにマイナス幅が小さくなっていくのだが、その場合でもこの公式統計の前年比ベースでは、内需デフレーターのマイナスがそこそこ残る中で、外需デフレーターが前年に対する反動局面が終わって一気にマイナスになってくるので、そのためにGDPデフレーター全体では2%を超えるかなり大幅なマイナスが来年の半ばまで続く可能性が高いと思っている。今まではGDPデフレーターの前年比が全体として曲がりなりにもプラスだった訳だが、これからは表面的にはマイナスが大きくなるということで、むしろデフレ論議に拍車がかかりやすいデータの出方に

なってくると思う。以上がGDP関連であって、残りの指標については、前回みて頂いているものも結構あるし、7～9月の動向は主にこのGDPで尽きているので、10～12月以降を展望するうえで役に立ちそうなことに絞って話をする。

図表4の公共投資のうち、先行指標である請負金額だが、データは10月分まで入っている。振れがかなり大きいのであるが、均してみればなお増加基調にある。GDPベースの公共投資と出来高は、いずれも7～9月は4～6月に大きく伸びた反動もあって若干減少しているが、請負金額の動きを踏まえると、10～12月は再び増加する可能性が高いのではないかと考えている。ただ、その辺りで恐らくピークをつけるとみられ、年明けには頭打ちないし減少に向かうという展開になっていくことが予想される。

公共投資は以上であって、次の輸出では特に新しい数字は出ていないので、図表15まで進み、設備投資の先行指標をご覧頂きたい。機械受注・民需（除く船舶・電力）は、前回の7～8月の統計ではまだ下向きだったのだが、9月が強かったために7～9月はご覧のようにほぼ横這いの前期比-0.9%で仕上がった。さらに、その先の10～12月の見通しが+1.0%と、これもほぼ横這いとなっている。建築着工床面積も9月までデータが入って、7～9月の前期比が-1.1%と、概ね横這いとなっている。先程GDP統計のところで設備投資は下げ止まりつつあると申し上げたが、これらの先行指標を踏まえると、この先直ぐにはっきり回復するという感じまでは出てきていない。マイクロ情報でも、一部半導体関連で2009年度計画を上方修正するという話も出始めてはいるが、一方で全体的には下方修正も目立っている。当面は今の低水準で底を這う動きが続きそうである。

次に図表17で、企業収益を確認しておく。(1)大企業のグラフは、野村証券調べによる上場企業の年度見通しであって、黒い丸を繋げたのが直近11月の調査である。製造業は、9月調査からさらに幾分上方修正されて、2009年度は+7.4%と増益予想に転化している。3月調査から比べるとかなりの上方修正になっていて、業種としては自動車、電機といった、やは

り政策効果が最も強く現れている業種での上方修正が目立つほか、それらからの波及、及び中国向け輸出が好調であった化学も上方修正になっている。一方、非製造業であるが、3月時点では2009年度は増益予想だったが、直近11月調査まで下方修正されてきており、-12.1%と減益予想になっている。特に運輸、電力、住宅・不動産、そういった業種で下方修正が目立っている。

企業部門は以上であって、次に個人消費である。図表19をみて頂きたい。7~9月は大体先程GDPの箇所でも説明したので、その後ということになるが、ハード・データで10月が出ているのは新車登録台数だけである。除く軽ベースでみると、10月は前月比で+6.0%と強い数字になっている。7~9月対比では+8.4%、前年比では+19.0%という数字になっている。エコカー補助政策が引き続き販売を押し上げている。家電販売も同様である。一方、図表20(1)小売店販売のグラフにある各種業界からは、消費者の節約志向が引き続き強いという声が聞かれていて、持ち直しの兆候はない。ボーナスの減少などがじわじわ効いている可能性がある。百貨店についても、グラフにある9月までの状況では下げ止まり感もみられているが、10月以降の状況をヒアリングした感触では、再び一段と弱くなっている模様である。10月は天候要因もマイナスに作用した可能性があるが、夏頃にかけて一旦持ち直しかけた株価が秋以降もたついていることが、消費者心理に影響を落としている。従って高額商品が一段と弱いという声が聞かれている。(2)サービス消費のうちの外食も弱くて、それから旅行についても、9月はシルバーウィークの効果が出たが、10月以降は再び厳しくなっていると聞いている。このように個人消費は、自動車と家電のみが好調であとは軒並み弱い状況が続いている。単純に足し算をすると、前者が勝っているので何とか緩やかな増加傾向になっているが、自律的な押し上げのメカニズムが働いている訳ではなく、根っ子の部分の弱さは依然として大きな懸念材料である。この点、図表22の消費者コンフィデンスの指標をみると、このところ改善の動きが鈍化ないしは頭打ちとなっている。景気ウォッチャー調査は、特にその傾向がはっきりしている。政策効果も、

もし延長ということになると、暫く大きな反動減は出ないということは言えるが、いずれにしても追加的な押し上げの力は段々薄れていくと考えられるので、先行きの個人消費動向は注意深くみていく必要があると考えている。それから一点お断りである。図表 21 の個人消費(3)では、従来、販売統計合成指数を掲げていたが、一部基礎データの入手が困難になったこともあって、今回から取り止めた。代わりに内閣府作成の消費総合指数を入れてある。因みに、金融経済月報の公表図表からも販売統計合成指数は落とす。そして、ウェブ上で公表している販売統計合成指数の数字自体、12月上旬公表予定の10月分をもって最終回としたいと考えている。

個人消費は以上で、次に図表 23 の住宅である。7~9月の着工戸数・総戸数は年率70.7万戸、前期比-7.2%となって、これで7四半期連続の減少である。9月単月では6か月振りに前月比プラスとなっていて、漸く下げ止まりの兆しが出てきたように思うが、マイクロ情報等を踏まえると、まだ当分ははっきりした回復には向かいそうもなく、底這い状態が続くそうである。

簡単であるが住宅は以上で、次に生産である。図表 25 の鉱工業生産は、前回の会合以降9月の数字が確報で上方修正されて、その結果7~9月の前期比が+7.4%、予測指数を繋げた10~12月の見通しが、脚注にあるように+6.4%となっている。ただ、これは前回申し上げたように、予測指数は一般機械を中心に強く出過ぎている感じがあるので、マイクロ情報も踏まえた我々の予想では、10~12月は4~5%の増加とみている。それでも1か月位前に比べると幾分上振れてきている。上振れの背景は、第一に、中国を中心とする新興国の需要の予想以上の強さ、第二に、国内エコポイント効果の上振れ、第三に——以上のこととも一部関連するが——、世界的なIT関連需要の持ち直しを受けた韓国、台湾勢の半導体関連設備投資の再開ということである。因みに、10~12月の生産の増加予想業種を申し上げますと、プラス寄与が大きい順に、輸送機械、一般機械、電子部品・デバイスと、御三家が上位に来て、それに鉄鋼、情報通信機械、電気機械が続くという予想である。なお、情報通信機械というのは普段はあまり増

加しない業種だが、今回はテレビの増産が相当効いている。その後の1～3月については、一番確かな数字が聞ける自動車においても、今のところ1月分しか聞けていないので、1～3月全体ではラフな見通しになるが、その柔らかい段階のものとして、一応横這い圏内というようにみている。4月以降についてはまだ分からないし、そもそも1～3月についても、不確実性が大きくて上振れ下振れ両方の可能性があると考えている。下振れ要因としては、やはり欧米クリスマス商戦後の電子部品・デバイスを中心とする在庫積み上がりのリスクということになる。他方、上振れ要因としては、新興国の需要が強いということである。中国の個人消費関連は、国慶節が良かったということもあって、年末から春節にかけてもかなり強いのではないかという期待が出てきている。今のところ半導体関連が、今日新聞にも出ていたが、DRAMとかNANDフラッシュの市況を中心に結構強い。意外なほど強いということがあって、どちらかという上振れ気味に情勢が展開しているのではないかと私は感じるが、そこは予断を持たずにみる必要もあると思っている。それからエコカーの補助金とか家電のエコポイントが延長されることになると、4～6月以降の生産の反動減リスクが低下するということは明らかである。ただし、10～12月、1～3月については逆に駆け込み需要が業界想定ほどに出ないという可能性もあるので、影響は微妙である。以上が生産である。

次に図表29の雇用関連指標である。有効求人倍率は9月が0.43倍、雇用量の前年比が-1.1%、それから失業率が5.3%と、ここまでは前回お話しした数字である。失業率が2か月連続で合計0.4%ポイント低下した点については、その後判明した7～9月のGDPも踏まえるとある程度うなずける動きであると思っているが、元々振れが大きいデータなので、7月までが実態以上に急速に上昇していてその反動が出ているという面も否定できないように思う。また、より基本的な問題は、従来から申し上げているように、労働生産性のトレンドがかなり下方シフトしたという仮定を置かない限り、過剰雇用はまだ相当大きいということである。来年入り後回りから生産やGDPの増加ペースが鈍ってくれば、失業率に再び上昇

圧力がかかる可能性が高いとみている。まだまだ厳しい雇用情勢が続きそうである。それから毎勤統計の名目賃金もはっきりとした減少基調が続いている点に特段の変化はない。9月の名目賃金は、前年比-1.6%と表に入っているが、昨日の確報で-1.8%へ下方改訂されている。それから冬季賞与については、夏と同じ位の前年比マイナスとなる可能性が高いことを示す情報がさらに増えてきていて、一番最近では11月4日時点の日経新聞調べで、夏の-16.6%に続いて冬の予想は-14.0%である。雇用・賃金は以上である。

次に、物価をご覧頂きたいと思う。図表37の国内企業物価であるが、3か月前比をみて頂くと、9月に一旦若干プラスになったが、直近の10月は再びマイナスになっている。国際商品市況は引き続き強含みとなっているが、最近は円高がそれを打ち消しているということである。続いて最後に消費者物価、図表40である。前回会合の時にご紹介したデータであるが、改めて確認しておく、9月の除く生鮮の前年比は-2.3%、除く食料及びエネルギーでは-1.0%であった。その後、中身をチェックしたが、特段サプライズや注意すべき動きはなかった。概ね想定どおり推移している。図表41の計表をご覧頂きながら、先行きの見通しを申し上げる。今申し上げた9月の-2.3%の後、10月はマイナス幅が若干縮小するとみている。若干であるので、データの振れ等によっては縮小しない可能性もある。ただ、11月は一気に-1%台の半ば、そして12月は-1%程度と、年末までの2か月間でマイナス幅が急速に縮小するとみている。もっとも、そこで昨年の高騰の裏要因は大体終わるので、1月以降暫くの間、前年比の数字はあまり変わらないのではないかと予測している。なお、以上の見通しの前提として、除く食料・エネルギーのマイナス幅は、足許の概ね-1%からはもうあまり拡大しないだろうとみているが、その点で見誤りがないかどうか、当面注意深くみていく必要がある。

以上、前回会合からあまり時間が経っていないのだが、GDP統計で7~9月の状況が想定以上に強かったことが確認されたこと、さらには10~12月の生産も比較的強そうであることなどを考え合わせると、足許の

経済動向は幾分上振れていると思う。ただし、それでもなお9月の生産水準はピークを22%下回っているし、7~9月の実質GDPはピークを6.7%下回っている。つまり日本経済は、今から2%成長を丸々3年続けても元に戻らない。そういう低い水準にまだあるということである。また、先行き、とりわけ4~6月以降は、不透明感はなお強い状況にある。足許の景気判断としては持ち直しているともても良い状況になってきたと思うが、同時にそれはあくまでも政策効果に支えられた、メカニズムとしては自律性に乏しいものに過ぎないという点も強く意識しておく必要があると思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

個人消費であるが、今お話しになったように、エコポイントの家電とエコカーとが押し上げているというのは、まさにそのとおりだと思う。ただ、その効果はいずれ段々薄れていくだろうという中で、取り巻く環境をみると、景気ウォッチャー調査のDIは10月に少し後退しているし、消費者態度指数も原系列は横這いになっている。これは新しい数字であるな。それから、雇用をみると、失業率は高水準であるし、内定者も随分減っている。それから雇用者所得は大幅に減っている。ボーナスも今度はもっと減るだろうという話であった。こういう環境の中だと、エコカーとエコポイント対象家電以外というのは、非常に弱い感じがしている。今後については、先程それ程強くないというようなお話をされたと思うが、私自身も消費を刺激策だけでずっと押し上げていくのかどうか非常に疑問である。売上げはデパートもコンビニも全部悪い、旅行も外食も悪い。そういう環境なのだが、先程は緩やかな増加という表現を使っていたな。

門間調査統計局長

一応足し算をしてみると、足許のところは、緩やかに増加しているということになる。足許までのところは、今おっしゃった要因のうち、家電とか自動車といったプラス要因の方が若干勝っているというのがGDP全体でみた姿ではある。ただ、そこを剥がしてみるとやはり他の部分はおっしゃったように弱い。押し上げ要因が剥落するまでの間に、十分に自律的なメカニズムの基盤が展望できるというようになっていけば良いのだが、そこはそう近い将来には展望できそうもないというのが、今日の私の話である。

亀崎委員

その話からいくと、つい3週間前の展望レポートで、個人消費について、耐久消費財では持ち直しの動きが窺われるものの、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が続く可能性が高いと言っていたが、その言い方のままの方が私にはびたっとくる感じがする。

門間調査統計局長

そういう趣旨のことを一応申し上げているつもりである。

野田委員

門間局長はそうおっしゃったのではなかったか。

亀崎委員

しかし、資料4の6頁、個人消費の本文をご覧頂きたいのだが、これは同じようなことを言っているようであるが実は違うのである。というのは、「個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している」とあって、現状はそのとおりである。しかし、先行きに関して、「厳しい雇用・所得環境が続く中にあっても、当面、各種対策の効果などから、耐久消費財を中心に持ち直

し基調が続く可能性が高い」としている。つい3週間前には全体的に弱いと見通していたものがである。しかも、その後出た指標というのが、先程の景気ウォッチャーほかの悪い方向のものである。

門間調査統計局長

そういうことであるか。了解した。ただ、展望レポートは2011年度までであるので。

亀崎委員

いや、展望レポートは、ここで弱いと言っておいて、その後先行きについて述べているところが別途あって、判断は強くなるな。

門間調査統計局長

その先行きは、2年位の少し長いスパンの中でまさに…。

亀崎委員

しかし、それは後半部分に書いてある。個人消費は全体としては弱めの動きが続く可能性が高いと判断しているのは、先行きのことではないだろう。それを言った後に、そのもとで、見通し期間の後半になってどうこうということが書いてあるのである。個人消費の持続的な回復が展望できるのは見通し期間の後半になるというように。

門間調査統計局長

認識にあまり差があるような感じはしないので、もし月報とかステートメントの話であれば、またその段階で詰めて頂くということをお願いしたい。

亀崎委員

了解した。

野田委員

ここはだから、この今月のところは、当面であるな。

門間調査統計局長

然り。

野田委員

また、当面という表現がどれ位を指すかということは議論しなくてはならないが。

須田委員

宜しいか。GDPの在庫の動きなのだが、特に名目でみると、在庫だけが強く引っ張っているという姿である。これをどうみておけば良いのか。かなり下方修正される可能性があるともみていた方が良いか、それともやはり在庫はこの程度は引っ張るということか。

門間調査統計局長

2次速報で新たに入ってくるデータは法人季報であり、原材料在庫と仕掛品在庫の情報が追加されてくる。正直いって、仕掛品在庫というのは比較的ウェイトが高いのだが、そこは本当に分からない。従って、事前には上方修正か下方修正か全く分からない。ランダムでノイズになって、後から分かってくるというものである。原材料在庫もあまり予断は持てないのだが、7～9月は原油をはじめとして原材料は輸入が結構入っているため、どちらかというところ、原材料在庫は上方修正かもしれない。このため、GDP統計に即して考えると、在庫の数字が強く出過ぎていることは取り敢えずないと思う。

野田委員

この在庫について、先行きに繋げて考えた時に、いわゆる自律的な最終需要の増加を見込んだ在庫増なのか、ということが問題である。先行き足許程度のあまり強くない需要で吸収されていくとすると、在庫増は一時的な動きであるという理解も成り立つ訳である。在庫の評価というのは常にそういう側面があると思うが。

門間調査統計局長

然り。まずマクロでいうと、在庫の水準はまだ結構高い。だから、おっしゃったように今後1年とか2年とか展望した場合に、今の在庫が重石になってなかなか生産の増加に繋がっていかない要因の一つになる可能性は十分にあると思う。ところが、今起きていることは、自動車とか家電、あるいは中国向け輸出のように、一部の業種について急速に最終需要が増えていて、そこでは在庫調整が完全に終わってしまっている。一方で、なかなか需要が盛り上がらない機械とか、中小企業が沢山持っている部品とか一部の流通在庫とかについては、ほとんど捌けずにずっと底溜まって残っている。それはどのみち売れないので、そういう部分は追加的には生産に対して上にも下にも効いていない。そうしたある種底溜まりの在庫がある中で、一部の好調業種のところで最終需要が増加してきて、そこにストレートに生産が反応している、それが今の状況である。取り敢えず比較的強い需要が出てきている分野では、今の在庫は全く制約条件になっていないので、需要の分だけ生産が増えていく、GDPも増えていくということである。ただ、少し長い目で見た時に、おっしゃったような在庫調整が実は慢性的にあるのだということは意識しておく必要があると思う。

水野委員

今おっしゃったことは、需要の弱い世界では流通在庫はなかなか減っていないということであるな。意図せざるというか、望ましくない在庫が積み上がっていると。すると、在庫積み上がりと在庫復元とが混在している

という感じなのだな。

門間調査統計局長

然り。建設関係や一般機械などでは、恐らく最終的に廃棄しなければいけないものも相当あるのではないかと思う。そういういわゆるデッド・ストックが溜まってしまっている業種がそこそこあるということである。

水野委員

了解した。ところで、雇用関係だが、雇用調整助成金の利用状況という統計をみていて、9月の対象者が今ざっくりと言って200万人ということで、これは労働力人口の約3%位だと思うが、これについては潜在失業者予備軍という感じでみていて良いのか。

門間調査統計局長

そもそも、丸々全部休んでいる訳ではなくて、一回につき何日間かのみ助成金をもらっているケースが多いのである。そういう日数をきちんと勘案して試算したベースでは——民間の調査機関のベースだが——、45万人位過剰雇用があるとされている。ただ同時に、雇調金は申し込まないが実は過剰だということも相当あるので、この数字だけからはなかなか全体像は掴み切れないと思う。だから、私がいつも申し上げているような労働生産性のトレンドとか、そういうのをみながら総合的に評価していくと、やはり結果的にであるが200万人位の過剰雇用が今あるとみてもおかしくないとは私は判断している。

水野委員

門間調査統計局長がいつも言っている数字を一生懸命調べた結果だったのであるが。

門間調査統計局長

偶然、大体同じ位のオーダーであったということである。

野田委員

雇用調整助成金の利用状況の計数は延べ数字になるな。月に一回休んで、一回分だけ支給を受けているケースも同様に入っている訳だな。

水野委員

たまたま一緒だったということであるな。

須田委員

先程の、流通在庫は結構残っているということであるならば、それを処分しようという動きはないのか。そのまま溜めておくだけのコスト負担は相当大きい。

門間調査統計局長

そこに対しては恐らく金融がきちんとしていているということであり、ある種の安定化効果が出ているということなのだと思う。調整がなかなか進まないという意味では良くないのかもしれないが、取り敢えず在庫の投げ売りという形での負のフィードバックは起こっていないということである。

水野委員

しかし、最終需要が持ち直さなければ、いずれは処分していかないとはいけないのではないか。

野田委員

そういうことである。いずれは消えていく。

山口副総裁

我々が、来年度の前半位までは回復していくにしてもスピードは緩やかだと言っている一方で、世の中一般は、最近、二番底、二番底と言っている。定義が曖昧でよく分からないが、世の中で言う二番底と、我々が取り敢えず来年度半ばまでは緩やかだが回復ペースは維持するということの、ここの判断の違いというのは——二番底の意味がよく分からないから、なかなか難しいのだが——、門間調査統計局長の憶測も含めて考えると、どういうように考えたら良いのか。

門間調査統計局長

元々そこにあまり矛盾はないと思っはいる。我々も、今の政策のままていくと恐らく来年度の初め位のところで、自動車、家電を中心に一旦反動減が来る局面があるだろうということは元々言っている。海外の方も、段々様々な政策の効果が弱まっていくと考えているので、そこでこれまでのGDP生産の増加ペースが多少鈍る、場合によっては一時的にはマイナスになることがあり得るというように考えている。私が色々聞いている感じでは、恐らくそのことを指して、世の中では二番底というイメージで呼んでいるのではないかと思う。少なくとも元のところに戻ってしまつて、もう一回這い上がつてこなければいけないということではないように思う。

白川議長

少なくとも、景気判断のD I 上での底を意識している議論ではないということか。

門間調査統計局長

ごく一部であるが、意識している人がいることはいる。今回は景気動向指数の局面変化なので、今年の2月辺りにボトムがついたのではないかと、うように判断されているが、エコノミストの中には、これは最短の景気

回復であって、12月にはピークがつくと言っている人もいる。ただし、それは極少数派であり、あまり気にする必要はないと思っている。来年4月以降、生産がなかなか上がっていかないとすると、またそこで定義上局面変化になってしまって、ひょっとするとピークがついてしまう可能性もない訳ではないので、全く無視していい話ではないが、その可能性は低いとみておいて良いと思う。

野田委員

二番底の底という言葉の語感、ニュアンスはいわゆる鍋の底という感じだが、色々なエコノミストとか文章を読むと、そうではなくてフライパンの底位の感じに聞こえる。ただ、政治家の皆さんの中には、二番底というときに、もっと深いスープ鍋のような底をイメージしておっしゃっている方もいるような気がしないではないな。

門間調査統計局長

業種別にみると、やはり建設関係は公共投資が落ちるから、これは業績が落ちるのだと思う。このように、業種によっては本当にある程度明確に需要が減少するところもあるので、そういう雰囲気は何かしら増幅されて、底という言葉で伝わっている面はあると思う。しかしマクロでみると、恐らく踊り場という状況にかなり近いような局面が一旦来るのではないかとこのイメージで考えている。

野田委員

展望レポートの記述もそういう意味だったな。

白川議長

まさにそうである。だから我々自身はそういうイメージを明確に伝えている訳である。しかし、それとは違う意味で二番底だという議論になっている気がしていて、そうするとその場合の二番底というのは一体何なのか

という自然な疑問が湧いてくる。

山口副総裁

世の中には、日本銀行の見方は非常に楽観的だ、世間一般はより厳しくみているという声がある。しかし、門間調査統計局長の理解では、微妙な程度の差はあっても大きな差はないということか。

門間調査統計局長

然り。少なくとも、民間エコノミストが出している 2010 年度の数字についていうと殆ど差はない。もし大きな底が来てしまうとそういう数字にはならないので、そこはやはり精々踊り場程度のものをみているのではないかと思う。数的に言うと 2011 年度について日本銀行は少し強くみているというのはそうかもしれないが、それは先のことなのであまり議論にはなっていない。2010 年度についてのイメージはあまり変わらないのではないかと、少なくともマクロのエコノミストとはあまり変わらないのではないかとみている。

白川議長

他はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境をお願いします。

雨宮企画局長

それでは、資料5の参考計表でご説明申し上げます。図表1、家計・企業のインフレ予想であるが、前回会合以降新たに出た統計は、消費動向調査の10月調査であり、1年後の予想インフレ率が0.6%ということである。今年の5月が0.6%と同じ値であるが、春まで大分下がった後、概ね0.5～

1.0%の間、横這い圏内での動きということである。図表2の(1)は、エコノミストの長期予想であり、物価の予想は直近11月調査が出ているが、ご覧のとおり前月調査とほとんど変わっていない。年間のイメージを申し上げると、今年度が-1.5%、来年度が-0.9%である。今回は一つ、特別調査というものがあって、これは2011年度であるが、これが+0.1%ということである。一応エコノミストは、段々マイナスが縮まっていく、こういう見通しになっている。その他は大きな変化はない。

図表3がマクロ的な金融緩和・引締め状況であるが、7~9月のGDPが出たので、新推計にしている。CPIのマイナスで実質金利が上がっているということと、これはトレンドの成長率をフィルタリングで出していることで、足許マイナスになっているということと、7~9月はかなり大きな引締め方向になっている。ただ、恐らく7~9月がピークであり、10~12月になると、CPIのマイナスが縮まっていくという格好で実質金利が下がるので、これは縮まっていくとみられる。また、図表4のテーラー・ルールで計算した実質金利との差で取った金融の引締め度合いについても、これは10~12月になると、今申し上げた実質金利の要因と需給ギャップが計算上縮まっていくという両方の要因で、これも10~12月になると縮まっていくとみている。

図表5の資金調達コスト関連であるが、9月の貸出約定平均金利がまだ出していない。データとしては、前月末の決定会合でご報告したCP・社債発行レート以外もほとんどないので、全体としては変わっていない。前回の決定会合で、A-2格のCPがリーマン前を下回ったということを速報ベースでご報告したが、10月を締めた結果も0.26%であり、リーマン前の1年間で0.33%であったので、やはり10月を纏めても同じであったということである。先程、外山金融市場局長からお話があったが、11月の新たな保振ベースのデータでも、当初10日間のデータで0.21%であるので、状況は変わっていない。先般の時限措置取扱いの公表後もほとんど状況は変わっていない、むしろ若干縮まっているとこういうことになる。

次に、図表11で量の動きをご覧頂きたい。民間部門の総資金調達は、

10月は+0.2%と、9月から横這いである。中身は、銀行・信金・外銀計が+1.0%から+0.9%に若干寄与度を縮めている。それに対して、直接市場調達が-0.1%からゼロということで寄与度を高めている格好である。銀行貸出をご覧頂くと、9月+2.1%から10月+1.9%ということで、今年の1~3月以降徐々に伸び率を低めている。これに対して、CP・社債発行残高計は、10月は+1.4%と、1~3月以来久方振りに前年比プラスになっている。内訳をみると、CPは残高的にはほぼ横這いであるが、横這いであるが故に前年比マイナス幅が大きく縮まってきているということに加えて、社債の発行が引き続き非常に活発であるということである。その社債であるが、発行額をご覧頂くと、10月も5,670億円と引き続き旺盛な発行が続いているし、市場環境としても先程申し上げたとおり、社債については良好な状況が続いている。この間、9~10月と少し目立ち出しているのが、株式調達額である。ここに掲載しているのは、除く銀行ベースであり、証券会社は入っている。10月は6,100億円ということで、このうち大手証券会社の発行が4,000億円強あるが、それを除いた一般事業法人もかなり大きな増資を行っている。この増資の傾向は非常に目立っており、因みに図表15の(2)株式調達額の中で特に公募増資をご覧頂くと、今年半ば以降急増している点がみて取れる。

そこで若干この統計から離れて、公募増資の動向を少し纏めて申し上げたいと思う。この決定会合資料の計数は、公募増資だけではなく第三者割当を含めており、かつ銀行を除くというベースで作っているのだが、過去と比較するために少しこの数字から離れて頂き、全業種の公募増資だけで申し上げると、今年の発行は5兆円に達する見込みである。10月までの累計で3.2兆円、この後公表されている公募増資の予定が1.7兆円あるので、それを合計すると約5兆円というオーダーになる。この5兆円の水準であるが、過去を遡ると、公募増資のピークはバブルの絶頂だった89年の5.8兆円であったので、今年の額はこれに次ぐ規模になる。

この増資の特徴点を四点ばかり申し上げると、まず一つ目は、業種別の内訳である。今年半ばまでは圧倒的に銀行・証券が中心であり、これは自

己資本の強化を目的に、銀行・証券の発行額は恐らく今年 3 兆 5,000 億円位になると思われる。ところが、年半ば以降は、一般事業法人の増資も増えてきているというのが特徴である。一般事業法人の今年の増資額は、恐らく 2 兆円位になると思うが、この 2 兆円という額は、過去のレベルからみるとそう高い訳ではない。数年前までは、おおよそ年間 2 兆円～3 兆円発行されていたが、昨年がなんと 8,000 億円というように非常に低かったので、それと比べると今年に入ってかなり復調しているということだろうと思う。ということで、まず、銀行・証券が圧倒的であるということと、一般事業法人がついてきたということが業種別の特徴である。二つ目は、一般事業法人の中では非常に久しぶりの増資が多いということであって、例えば、大手電気メーカーが 27 年振りとか、大手海運で 40 年振りとか非常に久しぶりに増資を行う企業が多いということが二つ目の特徴である。三つ目は、増資の目的・内容である。目論見書等をみると、恐らく負債の返済による財務基盤の強化と、新規プロジェクト資金の調達が多々というイメージだろう。因みに、先程の大手電機メーカーは転換社債も含めて 4,000 億円の調達をすと発表しているが、うち 2,000 億円で財務体質を強化し、2,000 億円をリチウム電池等新規プロジェクトに充てるということであるので、いわば財務基盤の強化と前向きなプロジェクトの両面で経営基盤の拡充を図るという動きがあるということが三つ目の特徴である。四つ目の特徴は、残念ながら今申し上げたような経営基盤の強化という目的に対する市場の評価は厳しいということである。増資発表前後の個別株価の動きをみると、11 月以降増資を公表した企業で計画発表後に株価が上がったのは 1 社だけであり、あとは軒並み急落ということである。今のところ、市場はまだ厳しい評価をしているということであろう。

以上纏めると、企業の調達の主眼は、今年の初めまでは短期の調達でどうやって穴を埋めるかということであり、専ら CP と銀行借入でどうするかがいわば本年春先までの課題であった。それが春先位から長短比率の是正ということに目的がシフトして、専ら社債の発行に繋がったということである。現在は、長短比率というよりはデット・エクイティ・レシオの是

正という目的で、増資に向かい出している、こういう変遷できた。ただ、社債まではマーケットもついてきたが、増資の段階になって若干評価が厳しくなっているという感じだろう。以上が調達動向の1年を纏めてみて目立った動きである。

次に、図表 17 でアベイラビリティ関係の指標をご覧頂くと、出ているものは日本公庫と商工中金の調査であるが、全体としてやはり少しずつ改善が進んでいると思う。資金繰り D I の計表で日本公庫の中小企業と商工中金の中小企業をみると、相変わらず大きなマイナスではあるが、少しずつマイナス幅が縮まっている。金融機関の貸出態度は、横這いかむしろ少しプラス幅が縮まっているのだが、これは振れが大きい数字であるのもう少し様子を見てから判断したいと思う。図表 19 に日本公庫、商工中金でみた資金繰りの D I のグラフがあり、特に日本公庫の中小企業の資金繰りは相変わらず悪いのだが、大分戻ってきていて、レベル的にいうと 2004 年の半ば位のところまでは戻ってきている状況である。図表 20 は企業倒産である。10 月は 1,261 件で前年比 -11.8% の減少である。季調済みのレベルも、10 月までのところは少しずつ下がってきている。

最後にマネー関係の図表 22 をご覧頂きたい。マネタリーベースは 10 月が +4.4% ということで、一頃の高い伸びから伸びは大分縮んできているが、まだかなりのプラスが続いている。内訳をみると、少し目立つのは銀行券がゼロという点であり、これは専ら金融機関保有現金——リーマン・ショック以降いざという時の引き出しに備えて金融機関が銀行券を積んだもの——の取り崩しが主因である。それからマネースtock統計であるが、これはむしろ伸びを高めており、M2 でみて 10 月 +3.3%、M3 でみて +2.4% という数字になっている。これは過去のどの位かという点、図表 23 の(2)の長期時系列グラフをご覧頂くと、大体 2002 年の 10 月、丁度エンロン・ショックで投信からマネーにどっと資金が戻った時にマネーの伸びが高まったが、それが少しずつ静まり出した辺りに相当する伸びであるし、M3 は 2000 年 4 月まで遡る伸びになっている。図表 22 に戻ってマネースtockの内訳をみると、専ら預金通貨、特に法人の預金通貨が伸びた格

好になっている。図表 24 のバランスシート分解をご覧頂くと、引き続き財政要因が寄与しており、特に 9 月、10 月については還付金で相当企業に金が戻っているということがある。結局、企業は一時のキャッシュ・アウトが一段落し、むしろ若干キャッシュ・インになってきた。それに加えて、財政からの払いも入っている。その金が貯まる格好で法人の預金通貨が増え、それがマネーを押し上げている、こういう格好になっていると思われる。この結果、図表 23 の(3)の名目 GDP 対比でみたマネーの量であるが、マーシャルの k がなんと 160%近いということになっている。最近デフレの議論でお金が足りないと言う人が数名いるようであるが、そういう方はこういうグラフをみたことがないのかなと思う。因みに、この GDP 対比でみた M2 マネーの量、我が国は 160%辺りにあるが、アメリカは M2 で大体 60%、ユーロ圏は M3 でみて 105%位であるので、これをどう評価するのかというと非常に難しいところではあるが、単純に数字だけみると、日本はこういう状況になっているということである。

以上であるが、金融環境では前回 10 月末の会合から大きな変化はないが、DI 等で引き続き改善傾向が続いているということで、評価としては前回までは特にリーマン前に戻るかどうかという点も踏まえて、「改善の動きが広がっている」という評価であったが、今月は「改善が続いている」という評価で宜しいかと思う。以上である。

白川議長

質問をどうぞ。

中村委員

増資ラッシュが起きているということであるが、この時期は、特にそういうタイミングなのか。

雨宮企画局長

まず金融機関の方は、明らかに規制の絡み等々があるが、一般事業法人のラッ

シュについてはいくつか理由があって、基本的にやはり翌年に向けても全体として経済環境が厳しいとみられる中で、格下げリスク等に備えて早めに財務体質を直しておきたいと。それが先程申し上げたとおり、今年の半ばまでは長短比率の是正だったものが、DEレシオの是正というように、焦点がDEレシオに移ってきたというのが一つある。もう一つは、実は今年の秋口までの株価の回復をみて、企画を始めて、始めた企画がいま出てきたという見方もある。ただ基調的には、やはり財務基盤の強化という方に益々目が向いているというのが基本的な理由ではないかと思う。

山口副総裁

今年だけみると、DEレシオの改善ということになるが、実は、資本効率が下がっているのではないか。従って、本来はもっとデットを取って良い状況にもかかわらず、むしろデットを減らしているのではないか。

雨宮企画局長

今の企業経営者の目線は、経営効率を上げて、資産収益指数を上げようというよりは、財務構成比を良くする、非常に極端に言えば格下げリスクをどうやって回避するかというところにあるように思う。長い目でみた資本効率を上げるというよりは、まずは財務体質を良くするという方向に少し目線が寄っているような気がする。

中村委員

コストとしては、企業にとっては高くなるということか。

雨宮企画局長

本来そうである。

白川議長

増資の事実というのは非常に面白いと思うが、ちょっとその件は横に置

いておいて、一つ聞きたい。先程の金融市場局の説明では、足許、日本の株価が冴えないことをどう説明するかという一つの要因として、増資を挙げていた。1989年のようにバブルの時には、企業が増資をする時にいわゆるエクイティ・ストーリーが描けるといいう中で株価が下がらなかったが、現在のようにエクイティ・ストーリーが描けない時には、ダイリューションによって株価が下がるという話であった。そこでなのだが、株価をみる時には、先々の収益見通しを映しているという観点から評価するという切り口が伝統的にはあるが、今のような時には、株価ではなくて株式時価総額、東証時価総額がどういうふうに動いているのかをみた方が良いということになるのだろうか。つまり、個別企業ではまた別だと思うが、マクロでみた時に、従来株価から求めていた情報の価値は、今はあまりないということなのだろうか。増資の場合、株数調整というものは基本的にしないので、バブル崩壊後、日経平均は随分下がったが、時価総額はそこまで下がっていなかった。それと同じ現象がこの短期間に起きているということなのだろうか。考え抜いての質問ではないが、今の話を聞きながら思った。

中曽理事

もう少し良く考えてみないといけないと思うが、今起きていることの一つの特徴として、先程、金融市場局長の説明の中にもあったが、買い手、つまり増資の受け皿は一応いるのだが、しかしそういう投資家層、個人投資家層がやはり先行きを必ずしも強くみていない、株価について、あるいは成長期待と言って良いと思うが、そこはあまり強くないとマーケットが思っているから、株価が上がってこないという部分がある。もう一つは、アメリカもある程度そうであるが、取引額が非常に少ないということである。ターンオーバーが構造的に落ちてきているというのがもう一つあるので、そこを組み合わせるとどう考えるかということである。

白川議長

株価下落の背景をどう理解するかということは勿論あるのだが、私の

言っているのはむしろ即物的な質問である。つまり、日本の株価がなぜ下がっているかという時に、実は今中曾理事が言ったことではあるが、個人投資家が先々に自信を持ってない、エクイティ・ストーリーを描けないということで、株価が下がるということが現に起きている訳である。ということは、株数×株価でみたベースでは前と同じだが、しかし株価自体は下がっているということであれば、株価をみて日本経済のパフォーマンスが悪いと言うことではなくて——だからといって別に良くもないのだが——、時価総額ベースでみななければならないということを論理的には意味しているということにはならないか。

雨宮企画局長

株数は増えたが、時価が下がることによって結果的に時価総額が同じであつたら、企業部門全体の収益性に対する評価が同じで、株が増えただけで、増えたことの意味はなかったが、という理解であるか。

白川議長

恐らくネットでみれば減少しているのだと思うが、株価でみる程には時価総額が下がっていないとすれば、である。これは少し点検しないと分からないが。

山口副総裁

その場合、株式を買う人はどういうことを考えて買っているのだろうか。投資家はどういうパフォーマンスを期待しているということになるのだろうか。

白川議長

多分下がった後の株価を基にすれば期待できるということではないか。だからこそ増資が成立している訳である。既存株主のダイリューションのもとに、株価が調整されているから、新株主はここであれば買おうかと

思って増資に応じるのだと思う。損すると思って応じる人はいない。

確かに論理的には説明出来ないような気もするが、何かその辺がもやもやしている。

山口副総裁

しかしその場合、既存株主はホールドし続けるのだろうか。

白川議長

売っている人もいると思うが…。

山口副総裁

それはそうであろう。

須田委員

企業価値を考えるのであれば、トータルでみるということだと思う。

西村副総裁

企業価値とパフォーマンスは違う。

須田委員

一株当たりというように、株数が多くなっても、トータルの企業価値（除く負債）を株数で割っていけば良い。

白川議長

別の数字で見ると、今、アメリカでは、勿論IPOを含めても新株発行は日本程にはない。そういう意味で足許の日本の増資というのは、異常に増えている。

西村副総裁

それは単純に、日本の企業経営者が株主価値の最大化をしていないと、そういうようにマーケットがとっているということである。

白川議長

株式発行が多いことが良いとか悪いとかいうことではなくて、現に起きている株価下落をどうみるのかという、どちらかというとい即物的な疑問である。

雨宮企画局長

議長の質問に直接お答えすることにはならないが、ただ現在実際に起きていることを考えると、恐らく株数が増える以上に株価が下落していて、結果的には日本の企業の収益指数に対する厳しい見方が株価に反映していることになっていて、実は等額になっていないように思う。少なくとも増資を発表した企業の時価総額をみると、結果的にイコールになっているのではなくて、要するに発行した後の増資額と下がった株価と掛け算すると、前と同じだというよりは、むしろ下がっており、そういう意味では株価でみても、発行総額でみても、厳しめの評価が現れていることにはなるように思う。

野田委員

それは言い換えれば、元来、エクイティ・ファイナンスが出来る状態ではないということであるな。

白川議長

そうであろう。

山口副総裁

企画局長の話は、少し長いタイム・スパンで見た時に、本当にそうなの

だろうか。

雨宮企画局長

多分、今は少なくともそういう評価を受けているということである。

山口副総裁

ごく短期的にみればそうかもしれない。しかし、本当にそうだとすると、実際に投資家はついて来ないであろう。

雨宮企画局長

結果、そこまで価格が下がる場合には…。

野田委員

私は、株価というのは、投資家が予想する先行きのキャッシュ・フロー見込みまで織り込んでいるという前提で話している。

山口副総裁

我々が景気の先行きについて非常に慎重にみているということと、この企業行動とそれを前提とした投資家の行動をトータルにどう説明するのかという、非常に大きな問題が別途でてくる。しかし、今のところ我々は、それを説明出来るだけの論理と材料を持ち合わせていない。現在現れてきている姿からすると、日本の企業の先行きに対する投資家の見方は、強気とまでは言わないが、それなりに良い方向に向かっていくということだろう。

白川議長

例えば、ある企業が増資を発表するとして、仮にエクイティ・ストーリーが描けない場合には、取り敢えず株価が下がるという現象が起きる訳である。一方、時価総額ベースでみると、まだ増資に見合う株式は発行されて

いない。株価はこれから出てくるダイリューションを織り込んでいるが、時価総額の方はまだそうになっていないので、そういう意味で、数字をみるうえで株価だけみていると過度に悲観的になってしまうのではないかと。時価総額でも勿論下がっているが、ただ株価ほどには下がってないのだろうと思う。そういう意味で、これだけ大量に増資がある時に、株価をどういう情報としてみるべきか。投資家が正しく評価しているかどうかは別にして、株価をみるときウエイトのかけ方が少し変わるのではないかと、そういう疑問である。

水野委員

個人的な見方であるが、世界的に株価をみると、現在は金融株の上値が非常に重い。これの一つの理由というのは、金融監督行政が今後どうなるかが不透明であることである。増資圧力がかかってくるということと、あとは金融機関もこれからはブレイク・アップを求められるかもしれないということである。そういうことを考えると、金融機関とその他とは少し評価が割れているのではないかと思われる。すなわち、グローバルに展開している事業会社の株についてはそれなりにしっかりしているが、金融株の弱さが際立っているという感じがしている。特に日本について言えば、増資を発表出来る金融機関は相応に評価されているのだが、ただそうではない先を含む将来の金融機関全体を取り巻く環境が不透明な分だけ、今はそれ以上株を買い進めてはいけないということになっているのではないかと。個別金融機関の収益力だけでなく、世界の金融機関を取り巻く金融監督行政——これは、もうすぐはっきり出てくるのだが——がまだ十分把握出来ていないところがあるのではないかと。そのため、全体を一括りにする議論は、少し無理があるという感じがしている。

雨宮企画局長

株価の評価については、少しまた考えさせて頂くこととしたい。

白川議長

十分考え抜いた訳ではなく、咄嗟の質問なので、後から前言を翻すかもしれないが。

中村委員

投資家にとって、配当利回りは高い物になるのか。

雨宮企画局長

配当利回りが高くなるというか、期待収益指数との比較で、期待が高くなるまで株価は十分下がるということである。

山口副総裁

資料5の「金融環境の現状評価」の概況本文では「低金利の緩和効果が減殺されている」という評価がなされている。また参考計表の図表3や4にある政策金利水準と実体経済の関係をみると、決して緩和的になっていないという感じになっている。

一方で、総裁が記者会見で言っていることでもあるが、0.1%の政策金利を維持することで、GDPが少しずつ良い方向に向かっている、企業収益も改善しているということがある。従って0.1%という金利が維持されたとしても、そうした経済環境の中であれば、緩和効果は自然に高まっていく筈である。スプレッドについても、去年の暮れから今年の初めに比べれば縮まっている。それから雨宮企画局長がいつも言っているように、アベイラビリティもそこそこ改善してきている。こうしたことからすると、緩和効果は0.1%の政策金利を維持しつつ、時間の経過とともに高まっている筈である。

以上のような評価と、初めに言った緩和効果は減殺されているという評価、それから図表3と4による評価、これらについては全体としてどう考えたら良いか。

雨宮企画局長

政策金利あるいはその金利の持つ緩和効果は、実体経済や企業収益と比較して判断すると減殺されているという判断であるが、これは何を材料に考えているかということ、取り敢えずまず狭い意味では、成長トレンドとかテーラー・ルール的な計算、それから企業収益との比較でもって議論している訳である。

それは7～9月までは厳しい方向にきていたが、今後10～12月以降は先程少し申し上げたとおり、恐らく反転が始まるだろうとみている。さらに言うと、先程お示ししなかったのだが、収益との比較をご覧頂きたい。図表10は四半期毎の企業のROAと平均支払金利の比較であるが、これが実はもうそろそろ反転し始めていて、現在見込まれているような調子で企業の収益が少しずつ改善してくれば、早晩、恐らく10～12月にはこれも緩和方向になるだろうと思っている。

この辺りを見極めたうえで、名目金利の持つ緩和力については、少しずつ評価を変えていくことになるのだろうと思う。そういう意味では、総裁がおっしゃっているような、同じ名目金利でも周りの成長であるとか、収益が変わっていけば、緩和の力は強まっていくというような話はその筈なのであり、それがもうすぐ目にみえる局面に入ってくると思う。

それに加えて、アベイラビリティとか市場の機能とかを含めた総合的な金融環境がどうなるかについては、改善が進んでいるということで、総合的に評価しているというふうに一応考えている。狭い意味では、先程申し上げたとおり、もうすぐ目にみえる反転が始まるだろうとみている。

須田委員

私も図表3や4だけみていたら、総裁のあの言葉と合わないと思っていたが、先程の説明でこれから先は引き締め度合いも縮んでくるということを書いていたので、この後縮んでいくなら表現も変わってくるのであらうと思った。

雨宮企画局長

少なくとも経済、収益が見通しどおり良くなっていけば、やはり一定の金利の緩和力はどんどん強くまっていって格好になる筈である。

白川議長

他はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要の説明をお願いします。

関根調査統計局参事役

既に委員からご意見を頂いているが、取り敢えず私どもの意見をご説明させて頂きたい。まず、現状の冒頭表現である。「内外における各種対策の効果などから持ち直している」とし、前月が「持ち直しつつある」と言っていたことから比較すると、判断を進めた形になっている。その内容がどうということによるのかが次のパラグラフである。理由の一つが輸出も生産も「増加を続けている」ということである。二つ目が、設備投資について、減少を続けていたのが「最近では下げ止まりつつある」というようになったことである。そして理由の三つ目が、個人消費についてであるが、「各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している」ということである。この三つについて、それぞれ先行指標とかQEで確認できたということでこういう表現を採らせて頂いている。公共投資については、7～9月期がマイナスであったというQEの結果と、その一方で9月の請負統計がそこそこ強い数字であったので、10～12月は少なくとも増加を続けるであろうということで、「振れを伴いつつも増加を続けている」という形にしている。

先行きについてであるが、現状をそういう形に変えたことも踏まえて、

先行きについては「景気は持ち直しを続けるが、当面そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる」にしている。その続きのパラグラフであるが、色々下線が付されているが、私どもが意図していることは大きく言って二点である。一つは、前回まで国内民間需要を一つで括って書いていたが、現状のところ設備投資とか個人消費の書き振りを少し変えていることもあって、そこを二つに分けて、個人消費と設備投資を別々に書いた。もう一つは、公共投資について、先々は補正減額の影響が出てくることを踏まえて、表現を変更している。順番に読ませて頂くと、「個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続く中であっても、当面、各種対策の効果などから、耐久消費財を中心に持ち直し基調が続く可能性が高い。一方、設備投資は、収益がなお低水準で、設備過剰感も強いもとの、当面はなお横ばい圏内にとどまる」としている。公共投資については、「徐々に頭打ちになっていく」ということである。

先程、亀崎委員から頂いたご意見に対してなのだが、ここでは野田委員のフォローにもあったとおり、「当面」がまずキーとなるタームとしてあるということであって、「当面は持ち直し基調が続く可能性が高い」という、この「当面」に強いストレスがある。それとともに、実際我々が書いて思ったことを申し上げると、ここは先行きの総括判断にもある程度リンクしていて、景気を「持ち直しを続ける」という言い方をする中であって、各論部分で前月から比較して何か目立った変化というものをプレイ・アップすることができれば、それはメッセージが伝わりやすいということである。そういう形でみていくと、仮に例えば個人消費は引き続き弱いと書いてしまったりすると、勿論、これは輸出、生産が増加を続けるというところで、しっかりとメッセージは出るのだが、なかなかメッセージが伝わりづらいだろうということもあって、ここについては今申し上げたような表現を考えた次第である。以上が実体経済面である。

物価については、実績を踏まえたうえでの変化であって、C G P Iについては、「製品需給緩和の影響などから、足もとは幾分弱含んでいる」、C P Iについては、前月は「下落幅が拡大している」であったが、今月はそ

のようなことはないので、「下落している」と単に書いた次第である。先行きについては、C G P Iは「国際商品市況の強含みが押し上げに働くものの、製品需給緩和の影響が続くことから、当面、弱含みで推移するとみられる」、そしてC P Iについては、10月はマイナス幅が大きい、その後下落幅が小さくなるという、先程の門間調査統計局長の説明にあったことを踏まえて、「年末頃にかけて下落幅が縮小すると予想される」と書いている。私からは以上である。

加藤企画局参事役

続いて、金融についてご説明させて頂く。今回については、先程、雨宮企画局長からも説明があったが、あまり大きく変えるところはない。まず、最初のパラグラフの市況であるが、こちらは少しマーケットが動いているので、明日の状況もみながら多少変えさせて頂こうと思っているが、円の対ドル相場については、10月30日の会合の頃が大体90円位、10月の1回目の会合の頃も90円程度であったので、若干円高の方向になっている。長期金利については、前回は1.3~1.4%位であったので、水準はあまり変わらない。株価については、大体1万円程度であったので、これが9,500円位になってくると、少し株安となるが、明日のマーケットの状況を見て修正させて頂ければと思っている。金融環境の総括評価については、先程ご説明したように、改善の動きが先月までは「拡がっている」としていたが、今月はかなり良いところまで改善して来て、方向として改善の動きが続いているので「続いている」という表現としている。あとは、C P・社債市場について、非常にテクニカルな話であるが、先月は「良好な発行環境となっている」となっていたが、それが続いているので「続いている」と変えている。その2行下では、「社債の残高は前年を上回っている一方、C Pの残高は減少している」と書いている。この部分は、先月は「社債の発行は高水準となっている一方、C Pの発行は減少している」と記述していた。昨年9月のリーマン・ブラザーズの破綻以降は、毎月の社債・C P発行市場の変化の状況をフォローしていくことが重要と考え、発行市場の

状況を記述してきていたが、かつては企業の資金調達の動向を点検する趣旨からストックでみていた。マーケットが大分落ち着いてきたので、これからは資金調達の動向として、残高でみていきたいと考えており、社債の残高とCPの残高という形に記述を変更させて頂いている。マネーストックについては、3.3%という数字を反映して「3%台前半の伸びとなっている」と書いている。私からは以上である。

白川議長

質問はあるか。

須田委員

先程の亀崎委員の話とも関係してくると思うが、先行きに関する記述において、物価も含めて「当面」という言葉が三回使われている。それぞれは、その言葉の持つ時間軸的なものが違うのか、それとも同じなのか。また、ある程度の期間があるとしたら、どの程度を意識しているのか教えてほしい。

関根調査統計局参事役

厳密に何か月というところまで一文一文について紐付けていないが、大体今回私どもは、1~3月期位までを意識しながら文章を書いている。なんとなれば、もしそれ以上の先のことまで意識して書くとなると、先程の個人消費のところの説明とも、些か不一致が起こるということである。

亀崎委員

ここでは、10月と11月の一か月間の表現の変化を比べている訳である。10月の時は、国内民間需要全体については「企業収益や雇用・所得環境などの厳しさが続くもとで、引き続き弱めに推移する可能性が高い」と、この表現から11月の文案のところに行くということには、私にはジャンプというか飛躍が感じられる訳である。では、この飛躍の根拠は

何なのかと。どういう新しい材料が出てこうしたのか。過去のGDPは確かに強い。しかし、新しく出たデータ——景気ウォッチャー調査——は下がっている。それから原系列の消費者態度指数は横這いである。そうすると、過去は確かにそうだったかもしれないし、しかも、あの頃は定額給付金というのもあった訳である。しかし今度はない。それから、先程の民間調査統計局長の話でも、この効果というのは段々薄れてくるものだろうと。全体感としては、雇用は絶対悪い。それから、所得環境も悪い。ボーナスも悪い。こういう中で、ガラッと変えて「持ち直し基調が続く可能性が高い」とするまで、そこまでいくのかなと思う。10月の「引き続き弱めに推移する可能性が高い」というこの後に、横這いが続いている状況もない、下げ止まりもないまま、いきなり上がっていくような飛躍がある。その間に幾つか先行きのポジティブ・データが出たなら別であるが、先行きのデータはどちらかというとながティブである。そこのところが直ぐにはついていけない。その間、展望レポートを10月30日に出した時も、先行きについてだけは上向きのことを書いてあるが、手前は10月の表現と同様である。ここは少しジャンプしたなという感じがするので、先程も少し申し上げた。

関根調査統計局参事役

おっしゃるとおり、全くジャンプしていないのかと言われれば、恐らく少しジャンプしているところがあると思う。それは、「景気は持ち直していく」と単に書いていたのが、「持ち直しを続ける」という形で、先行きについて総括判断を前に振っているところがあり、そこのところをある程度踏まえたものだと思う。

私どもで色々考えていくうえで、おっしゃられるように個人消費について何が新しい材料なのかということになるが、我々が思っていたとおりはあったが、確認できたところで申し上げると、やはり耐久消費財とその他のものを足し上げた時に、耐久消費財のプラスの方が、7~9月期は一応勝ったと。どうもそれが10~12月、1~3月期とみてもその辺りまでで

あれば——厳密な意味でずっとプラスかどうかは振れの大きな統計であるので気をつけなければいけないところもあるが——、そこそこプラス基調を続けるであろうということが少しは自信を持って言えるようになったということで、こういった表現になった。

そういった心根のところを表わしてこう書かせて頂いたが、それがみる人によっては非常に大きな断絶にみえると。私どもにしてみると、そこは「当面」と申し上げているところにあくまでもエクスキューズがあるのだが、そのメッセージが十分伝わらないのではないかというご意見であれば、それはそれとして承る次第ではある。

亀崎委員

今の環境からいくと少し強いのではないかという感じがしないでもない。雇用も悪い、所得も悪い、それから百貨店も小売店もコンビニまで悪くなってしまった訳である。旅行も悪い、外食も悪い。良いのはエコの方だけで、しかし、これは効果が段々薄れていくだろうと。そういう中で、このところが非常に材料に乏しい。持ち直しているから、そのためにここを変えなければいけないというのは本末転倒だと思う。

関根調査統計局参事役

そうである。ただ、その一方でエコの方が強いというところはまた新たなデータで確認されていることも事実かと思う。

野田委員

私もこれまでずっと言い続けてきたのは、エコの政策効果を除くと弱めというより、私は弱い動きが続くとはっきり言ってきた。そういう意味では、亀崎委員の認識、ご判断と違わないのである。ただ、政策効果がやはりこれまでずっと説明も頂いているし、我々も認識しているように、多分予想以上の効果を現していて、ある種おつりが来ている訳である。これが前期、前々期の個人消費のプラスにつながった。そうだからといって、こ

れが今のご説明のように 1~3 月まで続くだろうとはっきりとしたことは言えないが、基調は続くだろうということであれば、今回国内民間需要というものを個人消費と設備投資に分けて記述していることからみても、ぎりぎり接点があるのかなと私は受止めて、先程の「当面」でフォローさせてもらった。

山口副総裁

結局、明日のステートメントをどうするかということと絡んでくる。

関根調査統計局参事役

この各論のスペシフィックな表現は色々あると思うが、勿論総括判断も含めて、明日のステートメントに合わせさせて頂くので、それは当然いつものようにやらせて頂く。

白川議長

それでは、明日また景気全般、それから個人消費について、最終的にステートメントをどういう表現にするかという中でじっくり論じようと思う。取り敢えず今日のところは他に質問はないか。ないようであれば、今日の会議はこれで終了する。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、この場の皆さま方におかれては、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。

(16 時 53 分中断、20 日 9 時再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

本日の議事進行だが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、五番目に10月30日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に2009年7月から2010年6月の決定会合の開催予定日等の変更の承認である。

政府出席者のご紹介である。財務省からは野田佳彦副大臣、内閣府から津村啓介大臣政務官である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。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にしたいと思うのでよろしくをお願いします。

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

野田委員

金融経済情勢について総括すると、前回会合以降利用可能になった経済指標、調査結果等は多くはないが、我が国経済が持ち直していることを裏付けるものでもあった。我が国の7～9月期の実質GDPは前期比年率で+4.8%と予想比上振れたが、在庫投資の上振れによるところが大きく、これは10～12月期以降の需要に吸収されるものと考えると、10月の展望レポートのストーリーに修正を迫るものではなく、その見通しに概ね沿って推移しているとみている。

この持ち直しの動きは、前回同様、内外の在庫の復元及び各種景気の下支え政策という、ともに一時的な効果に大きく依拠している姿ということ

は変わらない。従ってこれらの効果が減衰した後、内需を含めた最終需要
が十分に回復し、生産が自律的な回復軌道に進めるかどうかについては、
なお見通し難く不確実性が高いといえる。

海外経済は、全体として前回会合以降も改善の動きが続いている。ただ、
回復のテンポについて先進国と新興国との差が拡大している。すなわち、
先進国経済が緩やかな回復にとどまる一方、新興国や資源国の経済は想定
を上回る回復を示している。これには、当該国が実施した景気刺激策のほ
か、先進国の緩和的な金融政策を背景とする新興国、資源国への資金流入
が指摘されるが、資産価格の上昇という副作用もみられ始めている。国際
的な資金フローや新興国、資源国等の金融経済情勢あるいは通貨政策を含
む政策対応への目配りが益々重要になってきたと考える。

地域別にみると、まず米国経済であるが10月のISM指数が、製造業、
非製造業ともに改善、悪化の分岐点であるところの50を引き続き上回る
など、持ち直していることが一段と明確になった。

もっとも、一つに失業率の10%超えに象徴される雇用・所得環境の悪
化、二つ目に商業用不動産向け貸出等の潜在的なものも含めて多額の不良
債権をバランスシートに抱え、自己資本バッファに余裕がない中、なお
貸出姿勢をタイト化させており、現に貸出残高を90年代の日本よりも急
ピッチで減少させている銀行部門の問題、さらには、より構造的な問題と
して家計におけるバランスシート調整など、米国経済の先行きには数多く
の重石が引き続き横たわっており、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みざるを得ない。また、足許
までの持ち直しは各種景気下支え政策にも依存しており、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日本同様、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、7~9月期の実質GDPは前期比年率
1.5%となり、6四半期振りにプラス成長に転じた。回復に向けたテンポ
は他の先進国に比べてスローではあるが、域外輸出の回復と各国の景気刺
激策を受け、持ち直しつつある。先行き、緩やかな回復を辿るといえるの

コンセンサスではあるが、金融セクターの脆弱性と欧州新興国の停滞というのが最大のリスク要因であることには変わらない。

続いて、中国経済である。固定資産投資が前年比伸び率は鈍化傾向にあるとは言え、なお同3割を上回る高い伸びを続けているほか、個人消費も自動車販売の大幅増に象徴されるように極めて堅調であり、加えて、ここ1年不振をかこっていた輸出も前年比のマイナス幅を縮小させつつある。引き続き高めの成長を続け、これが周辺国を中心に世界経済の回復を支えているという評価は変わらないが、資産価格の過度の上昇や生産能力過剰の深刻化というアップサイド・リスクからは益々目が離せなくなったと言える。

次に、我が国経済であるが、まず企業部門から点検すると、7～9月期のGDP速報においては、設備投資は6四半期振りに増加に転じた。設備投資の先行指標である機械受注と建築着工床面積をみても、7～9月期の前期比がそれぞれ-0.9%と-1.1%とゼロ近傍となり、設備投資の先行きは漸く下げ止まりに向けた動きがみられている。一方、企業収益は、日経新聞によると中間時点で上方に修正され、上場企業の2010年3月期は通期で僅かながらも増益が見通されるどころまできているものの、収益動向にはなお不安定さと不透明さが残っていること、また製造業稼働率指数が80.3ポイントになおとどまるなど、設備過剰感は依然として強いということから、設備投資回復のモメンタムは暫くは弱々しいものになる可能性が高いと思われる。

家計部門であるが、7～9月期の実質GDPのうち、民間最終消費支出も、エコ関連の自動車や家電の販売好調が、それ以外の財・サービスの弱さをカバーして余りある形となり、二期連続で前期比プラスとなった。9月の毎勤統計では、一人当たりの名目賃金は16か月連続の減少となり、また夏のボーナスが統計開始以来最悪を記録したことも示されたが、冬のボーナスについても夏並みの大幅な減少、すなわち二桁のマイナスになるとのアンケート調査も既に複数みられている。このような引き続き厳しい雇用・所得環境のもと、各種の政策による下支え効果も基本的には一時的

とみられるので、このままいけば、エコ関連の需要先食いの反動減の重石も加わり、個人消費はいずれ比較的是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というこれまでの見方は変わらない。

最後に、物価であるが、川上のC G P Iについて、10月分のデータが公表されたが、昨年の石油製品価格高騰の反動の影響が薄れてくる中で、前年比のマイナス幅は2か月連続で縮小した。C G P Iや前回会合当日に発表された9月のC P Iの内訳をみると、下落品目のすそ野が一段と広がっており、経済全体の需給バランスの悪化や、ごく一部の耐久消費財以外の財・サービスに対する消費の根本的な弱さが、物価形成上大きな下押し圧力となっていくのではないかとの警戒感は強まることはあっても、緩まることはない。最新のアンケート調査の結果等からは、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、今後とも物価関連諸データを丹念に点検していきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

では、水野委員お願いします。

水野委員

2009年7～9月期の実質G D Pの1次速報値は、前期比+1.2%、同年率+4.8%と、4～6月期のそれぞれ+0.7%、+2.7%から大幅に加速した。市場予想の前期比+0.7%を大きく上回る結果となったが、最大の押し上げ要因は、在庫の寄与度が前期比+0.4%となったことである。これに加え、輸出や個人消費が高めの伸びを続けたほか、設備投資も漸く前期比プラスに転じており、4～6月期以降、我が国経済が回復局面にあることが改めて確認された。

しかし、7～9月期の成長率を押し上げた在庫には、一般機械や建材などの流通在庫の意図せざる積み上がりという負の側面もある。また、個人消費の持ち直しは主に政策効果に依存したものであり、設備投資の底打ちもこれまでの急激な落ち込みの反動に過ぎないと判断される。このため

10～12 月期の実質 GDP は、前期比プラスにはなるもののそのテンポは明確に減速すると見込まれる。

我が国経済が持ち直していることは事実であるが、実質 GDP の水準はピークであった 2008 年 1～3 月期の水準を 6.7% 下回っており、企業の成長期待の低下が懸念される。また、設備投資についてであるが、今回の GDP 統計では 6 四半期振りに増加しており、企業金融を取り巻く環境が改善するもとで、機械投資、建設投資ともに下げ止まった可能性がある。もともと、7～9 月の機械受注（船舶・電力除く民需）は前期比 -0.9% と、6 四半期連続での減少となり、比較可能な 1987 年以降の最低水準を更新した。10～12 月期の見通しも前期比 +1.0% にとどまっており、製造業を中心に、設備投資の回復力の弱さを示唆している。金融市場では、このところ 8 割経済という言い回しが一般化しているが、これは、企業の成長期待は既に相当下がっているとの認識の現れではないかと思う。

また名目 GDP であるが、前期比 -0.1%、同年率 -0.3% と 6 四半期連続でマイナス、名目雇用者報酬は前年同期比 -3.7% と 5 四半期連続でマイナスとなった。名目賃金の下方硬直性の崩壊とも言うべき状況が確認できる。この間、完全失業率は、8 月、9 月と 2 か月連続で低下したが、雇用調整助成金の利用増加による面があり、潜在的な失業率は上昇傾向にある。家計が所得の減少を一時的ではなく恒常的なものと判断した場合、消費支出の抑制が続き、デフレ予想が強まるリスクがある。

一方、製造業では、当面、設備の廃棄、設備投資の抑制、雇用調整、冬季賞与の大幅削減などの固定費削減、稼働率の引き上げや維持を目的とした販売価格の引き下げを継続すると見込まれる。これらは、いずれ物価のさらなる下落圧力になる。企業収益の回復力の弱さと、雇用・所得環境の悪化を受けた家計の節約志向の強まりにより、企業と家計の期待インフレ率が低水準にとどまる可能性が高いと思われる。

以上を纏めると、国内の経済活動は引き続き低い水準にあり、過剰な雇用や資本ストックに対する調整圧力が根強いもと、依然として内需主導の自律的な景気回復が展望できる状況とはいえない。

中間見通しについてコメントするが、9月の全国コアCPIは前年同月比-2.3%と7か月連続のマイナス、総務省算出のコアコアCPIは同-1.0%と9か月連続のマイナスとなった。需給ギャップを反映しやすいコアコアCPIのマイナス幅がじわじわと拡大している。財・サービス別の動きをみると、生鮮食品を除く財は同-4.3%、サービスは同-0.4%となっている。サービスについては、一般サービス価格のうち他のサービスが下落の主因であり、賃金の下方硬直性が弱まるもとでの雇用者所得の減少の影響が出てきていると判断される。コアCPIの前年割れ幅は、来年1~3月期に-1%台前半まで縮小するものの、その後は夏場まで-1%より小さなマイナス幅にはならないという事態も想定される。

次に、海外経済について述べる。まず米国経済についてであるが、自動車販売促進策、初回住宅購入者向け減税の効果から、7~9月期の実質GDPが前期比年率+3.5%とプラスに転じた。国際局による「持ち直している」との判断に違和感はない。ただ、民間需要主導の自律的な回復には程遠いとみている。実際、FRB高官からは最近米国経済の先行きに慎重な発言が目立つ。バーナンキ議長は11月16日の講演で、米国経済の回復は続くものの、景気回復テンポを抑制し得る二つの重要な要因として、抑制的な銀行貸出と弱い労働市場を指摘し、現状分析と先行き見通しを詳細に説明している。これと合わせて、ドル相場をサポートすると解釈される異例の言及を行ったこともあって、金融市場では超低金利政策が長期化するとの見方が強まった。サンフランシスコ連銀のイエレン総裁も、金融機関の信用創造機能の弱さ、商業用不動産価格の下落などが、L字型の景気回復とインフレ率の下振れの原因であると指摘している。

世界経済は全体で見ると、緩やかな回復を続けていくと予想されるものの、いわゆる two speed economy、すなわち、停滞する先進国、好調な新興国の構図にあり、そのもとで新興国は為替介入を行っている。こうした中、新興国主導で持続的な回復軌道に乗る可能性と、新興国への過度な資本流入が局所的あるいは世界的な広がりをもって資産バブルを発生させる可能性が今は拮抗していると判断される。以上である。

白川議長

では、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合以降明らかになった日本の経済指標をみても、GDP統計速報のような強い指標と各種サーベイ指標のような弱い指標が交錯する展開となっている。現状の景況は過去最悪に迫るところまで大きく低下した水準から、かなりでこぼこのある緩やかな上り道という回復状況である。達観すれば今後も改善方向にあるということを示唆する指標の出方であるから、展望レポートのメインシナリオに沿った動きであると考えている。この点から、執行部の用意した月報概要案の現状と見通しをみると、大筋の判断に異議はない。月報はその時点時点の状況をできるだけ淡々と書くべきであると考えているが、ただ敢えて申し上げると、現在の形では以下の二点について、言い回し、表現が若干、ためにする誤解を招かないか心配な所がある。

第一に、現状であるが、政策効果もあり持ち直しているとする、足許国内民間需要が大きく落ち込んだ後、政策効果以外の点ではまだ自律的な回復の力が弱々しいという状況判断が上手く伝わらないのではないかなという嫌いがある。第二に、先行きについては、持ち直しを続けるがペースは緩やか、という言い方では、ペースに緩急があるものの、しっかりとプラスが続くという誤解が生まれないとも限らない。先程申し上げたように、でこぼこの緩やかな上り道ということであるから、場合によっては方向がプラスではなくマイナスとなる可能性もある。とするならば、持ち直しを続ける、と言い切る表現では若干強過ぎるようにも思える。これは表現の綾であるので、今後のディスカッションの中で考えていきたいと思う。

以下、金融市場と実体市場の動きについて、日米の差について話し、その後、物価の動きについて述べたいと思う。

米国では前回申し上げた二極化の状況がさらに進んでいる。一方で金融・資本市場いわゆるウォール・ストリートの回復が鮮明になり、生産も足許の底堅いGDP成長率にみられるように回復してきている。他方で雇用の減少が続き、いわゆるメイン・ストリート、つまり大方の国民にとっては状況が悪化している。実はウォール・ストリートのめざましい回復はメイン・ストリートの状況悪化の上に成り立っているという点にも注意する必要がある。

第一に、昨年秋以来、先行きの経済状況に大きな不安を感じた企業が大規模に雇用を削減、あるいは臨時雇用に置き換え、加えて賃下げも同時に行った。このため一方で労働生産性は急速に上昇し、企業収益は予想された程落ち込まなかった。このため、インベストメント・グレード以上の企業は資本市場でファンディングが容易になり、また株価も堅調に推移した。他方で、失業率は10.2%に達し、そしてより重要なのは臨時雇いも考慮したいわゆる不完全雇用率、アンダー・エンプロイメント・レートであるが、これは17.5%に達している。

第二に、金融危機で生き残った金融機関の集中度が高まり競争が低下したうえに、非常に低い利子率が長期化する見通しのため、金融機関がトレーディングで十分な収益を得ることが可能になった。このため、リスクを取って貸出を高める誘因が小さくなったことが指摘される。これはウォール・ストリート企業の収益を嵩上げするが、メイン・ストリートの消費者、中小企業いわゆる *small and medium sized enterprises* への貸出が縮小し、メイン・ストリートの業況感をさらに圧迫している。

このようにウォール・ストリートの回復はメイン・ストリートの状況悪化のうえに成立しているが、この二極化は維持可能ではない。ウォール・ストリートの持続的な活況は最終的にメイン・ストリートの状況が回復しなければ不可能である。そこで消費需要を喚起する政策、またさらに新規雇用を作り出す政策が現在考慮されているようであるが、メイン・ストリートウォール・ストリートに鞘寄せする形で二極化解消を目指しているというように考えることができる。しかし、現在の需要が短期的な施策

に相当依存しているように見え、持続性に疑問があることも否定できない。例えば、10月最終週と11月最初の週の住宅ローンの申し込みの申請指数が大幅に落ち込んだが、これはFirst-Time Homebuyer Credit、つまり初めての住宅購入者向け税控除の期限切れが迫り、延長されるかどうか不透明だったために、住宅購入を控えたことが原因であるというような報道もある。もしこれが正しいとすると、初めての住宅購入者向け税控除の影響の強さが顕著に現れていると考えられる。今後、現政権による短期的な緊急の政策が途切れなく暫くは続くと考え、そのために大きな二番底は考えにくいというのがメイン・シナリオであるが、消費者や企業の将来見通しが改善に向かい、しっかりとした支出動向がいつ戻るのか不確実性は高いと考えられる。

日本の金融・資本市場は丁度米国のミラーイメージの状況にある。第一に社会慣習の違いから雇用調整を米国ほど大幅に行うことができず、不完全雇用が企業内に生じ、労働生産性は低下、賃金の調整も追いつかず、また大胆な企業再編の動きも少なく、企業業績は回復はしているが米国に比べれば業績の戻りは鈍い形になっている。そのため株主に対する還元で評価される株価の戻りは米国に比べて大きく出遅れている。第二に今般危機で欧米のように金融機関の事実上の破綻で金融機関の集中が進んだという訳ではないので、金融機関の収益が増加した訳でもない。トレーディングの利益をみても欧米金融機関のような回復をみせていない。これが日本の金融・資本市場が大きく出遅れている一つの理由とも考えられる。

しかしながら、失業率の上昇は緩和され、所得の減少も失業に伴うような急激なものではなく、緩和されたものになっている。また各種消費刺激政策の効果が十分に発揮される地合いとなっていると評価することも可能である。この点は十分な評価が必要だと私は考えている。実際、耐久消費財に対するインセンティブは、雇用者所得の伸び悩みにもかかわらず、大きなものとなっている。加えて、自動車販売をみると、インセンティブの対象外への染み出し効果もみられる。また一部高額

商品にも需要回復の兆しがみられる。レクサスとBMW等の高級外車のセグメントをみると、10月は前年同月比で7.8%増加と底入れから回復の兆しがみられている。執行部の原案では、消費はもっぱら政策効果に依存しているような書き振りであるが、適切なインセンティブに消費需要が効果的に反応し、それが染み出していくような素地が出来つつあるのかもしれないので、慎重に見極める必要があると考える。

最後に、物価情勢であるが、今次危機における需給ギャップのマイナス幅の急速な拡大に対して、日本、米国、欧州この三極ともに物価の下落圧力が弱いという点に注目する必要がある。つまり、どのインフレ率から出発するかにかかわらず、マイナスの需給ギャップが物価下落を引き起こす力が非常に小さいということである。まず米国であるが、食料とエネルギーを除くCPIの動きをみると、インフレの抑制圧力はもっぱら家賃と帰属家賃の部分だけに集中している。その他の項目は比較的安定して上昇しており、全体の物価の下落は従来比遥かに小さいと言わざるを得ない。実際、水曜の夜に発表された10月食料とエネルギーを除くCPIは+0.18%と8月の+0.07%を底に着実に上昇している。前回深刻なリセッションに見舞われた80年代のコアCPI、米国流のコアCPIであるが、このコアCPIの下落は今回より遥かに劇的だった。同様なことは英国や欧州でもみられる。日本もかつてない大きさの負の需給ギャップにかかわらず、価格下落の力は大きくない。これはただタイミングが遅れているだけなのか、それともフィリップス曲線が従来よりもさらにフラットになっているのか判断が難しいところであり、これからの動向を注意する必要もある。しかし、以前2008年のブルッキングス研究所での私のスピーチで明らかにしたように、日本ではそもそもフィリップス曲線の存在そのものがあやふやになっているようにも見える。とすると、今後負の需給ギャップがなかなか縮小しなくても、物価は、エネルギー、商品価格乱高下の影響が剥げるにつれて、予想よりも早く下落幅を縮める可能性があることには留意しておきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは中村委員をお願いします。

中村委員

世界経済を概観すると、先進国では7～9月の経済指標が出揃い、雇用環境は引き続き厳しい状況が続いているものの、輸出や生産が低水準ながらも回復しており、総じて経済が持ち直していることが明らかになった。一方、新興国経済は、輸出の回復や固定資産投資等の増加などから、アジアを中心に相対的に高めの成長を続けている。

金融システムの状況をみると、米国では事業向け金融会社であるCITが破綻したほか、13日までには123の地方金融機関の経営破綻が明らかとなった。英国ではRBSとロイズが政府から二回目の出資を受けると同時に、一部事業を売却することが決定されており、欧米の金融機関を取り巻く経営環境は厳しい状況が続いている。

海外経済についてだが、米国ではバーナンキ議長が講演で述べたように、景気は一時的な持ち直しではなく、来年にかけても成長が持続する可能性が高いようである。10月の鉱工業生産は回復ペースが鈍化しつつあるが、四か月連続で増加するなど持ち直している。

また同時に、景気はなお強い向かい風に直面しているとも述べており、先行きは楽観できるような状況ではない。銀行貸出は引き続き減少しており、FRBの銀行貸出調査では貸出基準は改善しているが、クレジットのアベイラビリティは引き続き厳しい状況である。雇用環境も10月の失業率が10.2%まで上昇するなど厳しい状況が続いている。また、輸入貨物や国内貨物輸送の動きをみると、最悪期は脱したものの目立った回復はみられず、消費の改善の弱さを示唆しているとも考えられる。

欧州では、実質GDPが6四半期振りにプラス成長となったほか、ドイツの域外海外受注が増加を続けているなど輸出が牽引する形で経済は持ち直している。ただし、自動車を除く小売売上数量やドイツの9月の国内投資財受注の前期比が減少し続けるなど、内需は弱めの動きとなっている。

中国経済については、金融緩和や大型の景気対策の効果から、個人消費や固定資産投資を中心に高い伸びを続けている。先日、内陸部の重慶、成都を訪問したが、イトーヨーカ堂や自動車ディーラーでの来店客数の多さや、高額商品を含む販売の活況振りには目を見張るものがあった。また、道路や地下鉄の建設、新幹線等の鉄道網の整備といったインフラ投資や、都市圏が拡大する中での住宅開発も急ピッチで進んでおり、高成長の一端を垣間みることができた。一方、名目GDPの3割程度を占める輸出の落ち込みについては、緩やかにしか経済が回復しない欧米向け輸出の復元には、多くを期待しておらず、アジア、アフリカ等の新興国向け輸出を伸ばすとともに内需の振興により、成長を高めていこうとする当局者の強い意志が感じられた。内陸部の2都市を訪問した限りでは、当面、高成長が維持されるように窺われた。一方、非効率的な企業や過剰設備の統廃合をし、十大産業の産業構造の転換を図るとの中央政府の意向は、地方段階では必ずしも徹底されていないようである。省以下の段階では地域の利益や発展が優先され、一部では産業構造の歪みが温存、拡大しているとの話もあり、今後の動向については注視する必要がある。

続いて国内経済についてだが、国内経済については海外経済の改善を背景に、7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率+4.8%と予想を上回り、在庫投資や実質輸出、生産も高い伸びとなり、経済全体を牽引しているが、内外の経済刺激策に負うところが大きいようである。設備投資についてみると、7～9月のGDPの設備投資が6期振りに増加に転じたほか、機械受注も概ね下げ止まっている。10～12月の受注見通しは前期比+1.0%と小幅の改善が見込まれているが、設備過剰感が強い中、大幅な増加は見込みにくい状況である。

企業収益は、11月13日までに決算発表を行った金融業を除く東証一部上場企業を対象とした新光総研の集計では、2009年度通期の売上は前期比-12%、金額にして59兆円減少するものの、合理化努力により経常利益は前期比+2%、額にして3,000億円の増加を見込んでおり、改善の動きがみられる。特に電気機器、輸送用機器では、両業種合わせて前期比

17兆円の大幅な減収にもかかわらず、2兆円の増益を見込んでおり、我が国主力産業の損益分岐点引き下げに対する厳しい経営努力の姿勢が窺われる。

個人消費は経済対策の効果により、家電や自動車といった耐久消費財の販売は好調だが、百貨店やスーパー、コンビニエンスストアの売上高は減少傾向を続けている。所得環境は、一人当たり名目賃金が引き続き下落しているほか、大企業の冬季賞与支給支払いも前期比15%程度の大幅な減少が予想されるなど、厳しい状況が続いている。従って、これまで以上に商品の価格と購入満足度に対する、消費者の価値判断は一段と厳しくなっており、単に節約志向が高まっているだけでなく、消費者行動そのものが変化しつつあるように思われる。

物価についてだが、消費者物価（除く生鮮食品）は原油価格反落の影響が薄れていくに従って、年内は下落幅が縮小してくると見込まれる。先行きは経済全般の需給が緩和した状態が続く中、消費者の低価格志向が一段と強まってくることもあり、石油価格が変わらなければ、下落幅の縮小は緩慢になると想定される。

最後に、景気の現状評価に関して執行部案は、7～9月の実質GDP成長率が堅調だったことなどから、総括表現を「内外における各種対策の効果などから持ち直している」と一歩前に進めて上方修正している。発表された数字のうえでは理解できるが、経済の実態から判断すると若干の違和感を感じざるを得ない。今年の金融危機に伴う落ち込みが極めて大きかっただけに、生産は今年の8割程度までしか回復していないなど、経済活動は未だに低い水準にとどまっており、これまでのように変化率だけで景気情勢を表現することは、必ずしも適正なメッセージの発信とは言えず、一般国民の誤解を招くのではと懸念される。戦後最大とか、百年に一度とか言われる世界経済危機から、緩やかにしか回復しないとみられるだけに、ある程度水準感をも加味した表現に工夫できないか、検討の余地があるように思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

世界の景気は緩やかに回復しており、先行きもこの回復の基調が続くものと思う。しかし、未だに全体として力強い回復力に欠けるほか、今後の推移についても不確実性が高い状態が続いている。

国・地域別にみると、米国は実質GDPの前期比が、7～9月に5期振りのプラスとなるなど持ち直している。個人消費の大幅な伸びは、一時的な自動車買い替え支援策の効果とみられるため割り引いてみる必要があるが、これまで最大の懸案だった住宅投資が、各種施策の効果もあって約4年振りのプラスとなったことは評価できると思う。このほか、企業部門でも設備投資の減少幅が縮小したほか、内外での需要回復から輸出入が揃って増加するなど、幾つかの好材料が確認できた。今後についても、自動車買い替え支援策は終了したものの、住宅取得支援策が延長されたことから、家計の支出は、当面大きく落ち込む可能性は少ないものと思う。ただ、足許10月の住宅着工が2桁のマイナスとなるなど、引き続き楽観視できない状況にある。また企業収益が改善方向にあり、景気刺激策に盛り込まれた公共事業の効果も明確化してくると思われる中、企業の支出も増加する可能性が高いと思う。そのため、経済全体としてこれからも回復に向けた動きが続くものとみている。ただし、雇用情勢の悪化が続いており、加えて金融機関の体力も落ちている中、今後とも力強い回復は期待できないと思っている。

ユーロエリアも、実質GDPの前期比が7～9月に6期振りのプラスに転じるなど持ち直しつつある。これは、周辺国経済が昨年秋以降の危機から幾分持ち直していることや、中国の高い成長などが輸出を後押しし、域内の生産活動が活発化していることが主因だと思う。今後も、輸出の増加が起点となって緩やかな回復に向けた動きが続くものと思う。ただ稼働率が低迷し、失業率の上昇も続く中、内需の戻りは今後とも弱いものと思われる。

る。

中国は、内需主導で高い成長が続いている。輸出についても、各国景気が持ち直しに向かう中で増加し始めている。今後も、政府が成長維持のためには景気刺激策の追加も辞さないという構えでいるため、高成長の持続が期待できると思う。ただ、景気を腰折れさせるほどのものではないにせよ、バブル潰しのための施策を強めることはあり得るように思うので、日本の輸出や現地進出企業への影響も含め、注意してみていく必要があると思う。

次に、日本だが、日本は実質GDPの前期比が4～6月、7～9月とプラスを続けるなど、持ち直していると判断される。特に設備投資が6期振りにプラスに転じたのは評価できる。もっとも、今後については予断を許さない。すなわち、まず在庫復元の効果は次第に薄れていく。また、公共投資も、政府の今年度二次補正予算と来年度予算の内容次第の面もあるが、年明け後には前政権下での一次補正予算の執行停止の影響が出てくるものと思われる。加えて、エコカー減税やエコポイントなどの政策効果で持ち直していた耐久財消費も、冬季賞与が大幅減額となり、年度上期にみられた定額給付金の効果も消える中、これまでのような力強さが続くかどうかは疑問である。こうしたことから、年明け後には一旦踊り場という可能性が相応にあると思っている。実際、各企業からは足許の状況は改善しつつあるが、年末が近づいている現在においても、年明け後の状況は見当がつかないという声が聞こえている。これから先、景気が自律的な回復へと向かっていくかどうかについては、次の二点、すなわち第一点は、海外需要が力強さを増し、輸出が伸びるとともに国内設備投資が持続的な増加方向に転じるか、第二点は、政府が打出す施策の中身とその消費喚起の効果がどの程度か、が当面キーポイントであり、そこに注目してみたいと思っている。

次に、物価情勢である。国際商品市況は新興国による旺盛な資源買い付けや、ドル安を背景とした商品買いの動きもあって上昇している。世界景気に弾みが見つからない中で、原油価格が1バレル80ドル前後まで上がり、

金価格が最高値を更新する状況にはやや不安を感じる。この背景には、世界的な金融緩和による過剰流動性がある可能性があるため、政策効果の負の側面として注意する必要があると思う。ただし、日本の輸入物価はこのところ為替相場が円高傾向で推移していることもあって、9、10月と再び下がってきている。

CPI（除く生鮮）の前年比は8月に-2.4%となった後、9月には-2.3%と小幅マイナス幅が縮小した。石油製品は、今後もマイナス寄与が剥落して12月にはプラス寄与に転じる可能性もあるため、全体としてもマイナス幅は縮小していくものと思う。この要因を除いたコアコア部分についても、景気持ち直しにより需給ギャップが縮んでいく中で、マイナス幅は徐々に縮小していくものとみている。もっとも、雇用・所得環境が悪化して個人消費が弱めで推移する中、価格下落圧力が強いほか、円高の影響もあって、前年比でのマイナス基調は続くものと考えている。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

前回会合では、2011年度までの経済・物価情勢について包括的に点検を行った。それ以降多くの指標が出た訳ではないが、出された経済指標とかマイクロ情報などを踏まえると、概ね我々の見通しに沿って展開していると言って良いだろうと思う。

最初に、国際金融資本市場の動向だが、まず短期の市場については、ターム物金利のスプレッドがパリバ・ショックのあった2007年夏頃——二年あまり前だが——の水準まで戻っており、落ち着いていると言って良いと思う。また、クレジット市場でも、社債のスプレッドが米欧とも縮小傾向を辿っている。

それから株価だが、アメリカとヨーロッパについては、このところ企業

決算が予想を上回ったことなどを背景に、上昇基調にある。エマージング諸国の株価も、各国の経済が高い成長をみせる中で、海外からの資本流入の影響もあって、上昇を続けている。こうした株価の上昇モメンタムをみると、諸外国と比べて日本の勢いが今一つであるという感じを否めない。昨日、金融市場局の外山局長がこの辺りについて幾つか背景を指摘していた。日本の企業がリストラを迫られていること、円高傾向にあること、相次ぐ増資がダイリューションを招いている可能性があること、新興国の成長に日本の企業が上手く乗っていない可能性もあることなどを指摘していた。ただ、金融面での問題が、日本の場合には米欧と比べても軽微であることを踏まえると、やはり中長期的にみた日本経済の潜在的な成長力に対する市場の見方が、なにがしか影響している可能性があるのではないか、とやや悲観的ではあるが、そうした見方も頭の片隅に置いておく必要があるという気がしている。

次に、世界経済をみると、アメリカでは生産が上向いてきており、個人消費も極く緩やかながらも増加するなど、全体として持ち直していると思う。自動車販売促進策の終了に伴う個人消費の減少が懸念されていたが、自動車はさすがに減少したものの、自動車以外の消費が着実に増加している。また、これまで懸念されていた住宅価格も、ケース・シラーの住宅価格指数は3か月連続で上昇している。勿論、家計のバランスシート調整という問題は引き続き残存している訳であるし、失業率も再び上昇した。従って予断を持つことなく、先行きの状況を見ていく必要があると思っている。欧州についても、輸出や生産が持ち直しており、改善の動きがみられているが、高水準の失業率が続いているほか、個人消費も弱めの動きとなっており、懸念材料は引き続きあるという認識である。

一方で、新興国、資源国については、引き続き高い成長を続けている。中国は、内需を中心に高めの成長を続け、その他の東アジア諸国も、中国のそうした成長がスピルオーバーしている面もあって、輸出、生産の増加などを背景に回復している。全体としては冒頭述べたように、我々の想定どおりの展開というのがこの間の動きだと思っているが、新興国の景気展

開について言えば、我々の想定対比多少とも上振れ気味で推移しているとみて良いと思っている。

これらの動きを纏めると、世界経済は全体としては緩やかに回復しており、今後もこうした動きが続くとみていて良いと思っている。なお、先進国における金融緩和が、新興国、資源国への資本流入などを通じて、当該国の景気のさらなる上振れに繋がる可能性が小さくないということについては念頭に置いておく必要があると改めて思っている。

次に、我が国経済だが、輸出や生産は増加を続けている。設備投資も、最近では下げ止まりつつあると思う。家計部門をみると、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直していると思う。従って、景気の総括判断については、先月の「持ち直しつつある」から、今月は「持ち直している」という表現に一步進めることが適当ではないかと思う。ただし、民間需要の自律的な回復力は依然として弱く、この点は我々の認識としてもしっかりと踏まえておく必要があると思っている。先程中村委員から、景気の水準の弱さあるいは低さ、その辺りをどう織り込むかが大事なポイントだというご指摘があったが、その点に繋がる認識ではないかという気がしている。

次に、生産だが、10～12月は引き続き高めの伸びが見込まれており、その後1～3月は横這いの推移、さらにその先となると、依然不透明な状態ということだろうと思う。ミクロのヒアリングなどでは、現時点でも最終需要の先行きがみえないという企業の声が少なくない。こうした不安感、各種の需要刺激策の効果が減衰していくことに対するある種の危惧の現れといった面が大きいとみられるが、それに加えて、我が国の企業が中長期的な成長のビジョンをなお描けていないことによる面も影響しているように思う。いずれにしても来年度前半にかけては、成長率の勢いがやや衰え、場合によって前期比マイナスをつける可能性もあるように思う。西村副総裁が言っておられたように、結構凸凹のある景気回復パスになるだろうと思われる。引き続き、注意深く動きをみていく必要があると思っている。なお、こうした景気の先行き展開を表現して、二番底といった声

も聞かれるが、先行きを慎重にみているという点、つまり先行き決して平坦な回復がある訳ではないとみている点においては、我々の見方とそうした懸念の声との間には大きな開きがあるようには思っていない。

それから物価についてだが、消費者物価の前年比でみて-2%程度の下落が続いている。先行き数か月は、消費者物価前年比の下落幅はハイピッチで縮小していくと思っている。しかしながら、前年比-1%程度まで一旦縮小した後の縮小ペースは緩慢になるだろう。引き続き、しっかりと点検していきたいと思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは須田委員お願いします。

須田委員

まず総括判断であるが、前回の会合で、私は生産、輸出が増加基調を続ける中、内需にも持ち直しの動きが広がりつつあること、第3四半期の実質GDP成長率が2期連続プラスとなる蓋然性が高まっていることなどから、我が国経済は「持ち直している」と、判断を一步進めても問題はないと申し上げた。実際、実質成長率は想定以上の数字となった。また内閣府は景気動向指数の基調判断を局面変化へ上方修正している。今回の総括判断としては、「内外における各種政策の効果などから」を付け加えることで、自律的な回復とは言えないことを示唆している点も含め、持ち直しているとした執行部案に賛成である。

それでは海外、国内の順に、前回会合以降判明した経済指標をもとに簡単に整理しておく。最初に米国経済であるが、ブルーチップによると、米国経済の2010年の見通しは、四半期ベースでみてプラスであるが、依然としてばらつきが大きく、不透明感の強い状態が続いている。そうした中、バーナンキ議長も認めるように、米国経済はジョブレス・リカバリーの様相を呈している。失業率が10.2%まで上昇するもとの、労働生産性が急回復し、ユニット・レーバー・コストの大幅低下を伴いながら企業収益は

改善し、生産は持ち直し、設備投資は下げ止まりつつある。しかし、こうした企業部門の持ち直しが家計部門に波及するペースは、緩やかなものにとどまるとみている。足許では、9月にキャッシュ・フォー・クランカーズの打ち切りに伴う反動減がみられていた自動車販売が、10月には再び年率1,000万台を回復したほか、自動車を除く小売売上高も3か月連続で増加するなど、消費は意外と底堅さをみせている。株高による資産効果がみられるのかもしれない。しかし、決して力強い印象はない。失業の長期化も進んでいるし、家計には過剰債務の問題もある。消費者コンフィデンスも頭打ちとなっている。今後の消費の堅調度合いを占ううえで、まずはクリスマス商戦が大いに気になるところである。また商業用不動産市場の悪化と地方銀行の破綻増のもと、中小・零細企業のクレジット・コンディションの悪化予想が気になる。中小・零細企業にとって最も重要な問題は売上不振ということで、この点、日本と同様だと思うが、金融機関問題の根が深い分、日本よりも厳しい面がある。米国においても大企業と中小・零細企業の二極化の問題がより顕現化する可能性があるかとみている。

他方、強さが目立つのがアジアである。中国では、10月の自動車販売が前年比でみて大幅な増加となる中、生産、小売売上高が伸びを加速し、1~10月の固定資産投資も高い伸びを維持した。また、インドでも自動車販売が大幅な伸びを示しているほか、NIEs、ASEANでも韓国、シンガポール、インドネシアの第3四半期の実質GDPが引き続き高い伸びとなるなど、他のアジア地域も力強さを増している。

こうしたアジア経済やその他資源国の経済の強さは日本経済の上振れ要因となるが、気になるのはグローバルな資本移動と新興国、資源国の資産価格や商品価格の動向である。新興国の当局者や市場参加者の間では、ドル・キャリートレードに象徴されるような行き過ぎた投資行動や、それに伴う資産価格の高騰、インフレ・リスクに対する警戒感が一段と高まっているように窺われる。資源国には利上げに踏み切る先もみられているが、対先進国通貨に対する通貨高を忌避する新興国の姿勢は、先進国の金融緩和を輸入することになるので、過熱やバブル、国際商品市況の高騰に繋が

る可能性がある。米国や新興国には問題は相手国にあり、という態度がみられるので、政策対応が遅れる可能性がある。為替政策を含めた各国の政策対応や資本の流れをしっかりとチェックしていきたいと思う。

こうした海外経済を背景に日本経済は持ち直している。第4四半期入り後も、輸出の増加が続くことや、10月の新車販売など引き続きエコカー減税といった政策効果が奏効していること、機械受注（船舶・電力除く民需）も第4四半期は7四半期振りのプラスに転じると予想されていること、在庫復元の動きなどから、生産も年内は増加を続ける見通しであること、などから実質GDP成長率は第4四半期もプラスを維持するとみられる。ただし、冬季賞与に期待ができず、景気ウォッチャーや消費動向調査の消費者態度指数など、消費者コンフィデンスが頭打ちとなる中で、政策効果も減衰していくので、第3四半期ほどの高い伸びは期待できそうもない。さらに2010年第1四半期については、政策効果の剥落や補正予算の組み替え等からマイナスもあり得るとみている。もっとも、そうした政策の反動減に伴う振れは10月の展望レポートで示した我々の見通しに既に織り込まれており、多少のプラス・マイナスがあつたとしても、均してみれば2009年度後半以降緩やかに持ち直していくという我々のシナリオに影響はない。

なお、昨日から消費を巡って議論が行われているが、消費については人口減少、高齢化社会のもと基本的に強い姿は想定できない。また企業はグローバルな基準で海外企業と同程度の投資リターンを求められており、企業はそれに応えようとするが、生産性の伸びが海外に比べ劣る中で、おのずとそのつけが雇用者所得という形で労働者に回らざるを得ない。先行きに対する不安の解消や企業による需要の喚起などによって貯蓄率の低下が見通せないと、消費の先行きについては然程期待できず、企業から家計への波及効果はあまり望めないとみている。また最近、我が国の失業率が他の先進国ほど悪化しない代わりに賃金の下落幅が相対的に大きいことを捉えて、日本の場合、人件費の圧縮が雇用の削減よりも賃金の引き下げによって行われる傾向が強いと改めて指摘されている。特に近年では、雇

用調整助成金などの政策効果もあり、そうした傾向が一層強まっている可能性がある。こうした特徴は、賃金を維持する代わりに雇用を大胆にカットして労働生産性を急回復させている米国とは対照的である。賃金を調整して雇用を維持する日本の場合、雇用不安を通じたコンフィデンスの急激な悪化や消費の落ち込みを防止するという利点がある一方で、サービス価格等の下押しを通じて物価に下落圧力として作用するリスクがある。今のところ賃金下落といっても、それは時間給の引き下げではなく、労働時間の短縮という形で行われており、インフレ予想は引き続き安定しているとの見方を変えていないが、物価動向やインフレ予想を考えるうえで賃金の動向が鍵を握っていることは間違いなく、今後所定内の時間給賃金まで調整が及ぶことはないかどうか、しっかりとみていきたいと思う。

物価の先行きについては、インフレ予想は安定しているという想定のもと、CPIは年末までに-1%程度まで下げ幅が縮小した後、その後の縮小は緩やかになるという見方に変更はない。なお、先程、過去との比較を西村副総裁が指摘されたが、ここでは2008年から2010年にかけての消費者物価のパスを欧米と比較してみると、2008年から2009年にかけてのインフレ率の低下も、2009年から2010年にかけての回復も日本が一番小さくて、日本の物価が硬直的である、ということがみてとれる。

最後になったが、リスク要因については展望レポートのとおりであるが、前回会合で述べたように、経済・物価ともリスクは、私は上下にバランスしているとみている。ただ、金融政策運営上、敢えて言えば、見通し期間の前半は下振れリスクを、後半は上振れリスクをより意識しているということ再度述べておきたいと思う。以上である。

白川議長

10月末に展望レポートの議論をしたが、少し長めの先行きの経済見通しについてこの3週間で変わったということは、どなたの話も聞いていないと思う。基本的に前回の展望レポートの判断に沿っているということだと思う。皆さんの話を聞きながら、若干自分自身の考えを申し上げ

げたい、あるいは議論を深めたいと思った点があるので、幾つか申し上げます。

一つは、足許の景気の判断であるが——これは先行きということではなくて足許、あるいはこの次の展望レポートまで、つまり春位までの姿を展望しての話であるが——、景気の持ち直しの状況について、数字を素直にみると確かに改善してきている。それは内外の政策効果によって支えられている面が大きい訳であるが、逆に言うと自律的な回復力がなお弱いという判断をしていることになる。ただ、どの程度が政策効果であり——それが相当大きい訳であるが——、一方で自律的な回復の芽はどの程度あるのかということが議論したい点である。先程、西村副総裁がエコ関連の話の中で染み出しが若干みられるのではないかという話をされていたが、常識的な判断としては、今のところ、そういう部分はそう大きくないと思う。実際には政策効果が中心であるということは、かなりコンセンサスがあると思う。そのうえで、皆さんは自律性がどの程度あるとみているか、そこを若干議論してみたいと思う。これは、対外的にどのように情報発信するか——これは最後に議論する話であるが——という問題とは別に、我々自身の景気の判断として、足許の回復の性格をどういうふうに理解していくかについて、もう少し議論を深めたいと思った。

二つ目は、世界的に株価が上がる中で日本の株価がこのところ下落していることを、どう理解をするかということである。これは、先程山口副総裁から言及があったし、明示的な言及がないまでも皆さんの発言のベースにあったというふうに思っている。これには日本の株式市場固有の要因もあるが、背後に日本の潜在成長率というか、そうしたものに対するやや悲観的な見方があるのではないかという話もあった。いずれにせよ、ここに来ての日本株の評価の弱さをどのように考えた方が良いかということである。

三つ目は、新興国の強さである。ほとんどの方が指摘していたように、新興国の経済は我々の春先の予想に比べて明らかに強く拡大していると思うし、今もその傾向が続いていると思う。その一つの要因として、先進

国を含めた世界的な金融緩和の影響がある訳である。これは先進国の金融緩和の副作用というよりは、まさにそれ自体が金融緩和の効果のルートにもなっているというように思うが、新興国の経済について追加的に何かご発言があればお願いしたい。

次に、物価であるが、先程、西村副総裁から、需給ギャップが物価を説明する力が非常に弱くなっているという話や、そもそも日本ではフィリップス曲線があるのかという話があった。また、FOMCの議事要旨を通じてFRBの議論をみたり、あるいはFOMCメンバーの様々な発言を聞いたりしていると、物価の決まり方に関する理解自体が大きく割れているという感じがする。それは別にアメリカに限らず、今は世界中で、物価というのはそもそもどうやって決まるのかということについて、必ずしも確立された理論がある訳ではないというように思う。そのうえで、これだけ成長率が落ち、負の需給ギャップが拡大したにもかかわらず、負の需給ギャップの拡大ほどには物価が下がっていないという、前回の日本もそうであったし、今回のアメリカなど多くの国で起こっているこの現象をどう理解するのか。これはこの席でも何度も議論したが、改めて若干議論をしたいと思う。

私自身は、金融システムの安定、つまり金融面の要因が非常に大きいと感じている。昨日、門間調査統計局長の説明の中にもあったが、一般的に金融システムが安定していることが物価の下落を防ぐうえで効果があるということは直感的には理解できる。もう少しそれを即物的に、具体的に言うとうちかと考えた時に、例えば中間在庫が大量に溜まっているとして、普通であれば在庫の投売りが起こるはずであるが、取り敢えず在庫を持つというのは、やはり金融的な要因が大きいと思う。それから、雇用の保蔵についても、確かに雇用調整助成金など色々な仕組みもある訳であるが、一方で、雇いを保蔵するためには、取り敢えず保蔵できるだけの原資が必要である。そういう意味で、実は金融の緩和というのは、デフレの悪化を防ぐうえで、しっかりと底支えをしている——ただしそこから引き上げていく力はなかなかない訳であるが——というように思う。改めて需給ギャップと物価について、もし追加的なご意見があればお願いしたいと思

う。

最後は、情報発信についてであるが、これについては後から皆さんのご意見を聞いてから申し上げたいと思う。

必ずしも全て以上の点に沿って議論する必要があるという訳ではないが、最終的に発表する公表文との関係もあって、取り敢えず、現在の景気の持ち直しについて、これはほとんど政策効果によるものなのか、あるいは自律的回復の芽がどの程度あるのかということについて、ご意見があったらお願いしたい。

須田委員

自律的かどうかということを考える時には、タイムスパンも意識しなくてはいけないと思う。色々なことが考えられるのだが、例えば非常に大きく落ちたあとはもう自律反発するしかないという部分はある訳で、それが今出ているというところもあると思う。それから、このところ輸出増加に伴って設備投資で少しプラスの動きが出てきている。勿論、輸出というと海外における政策効果に支えられている面があるとは思いますが、しかしエマージングのマーケットが元々持っている成長力というか強さもある。輸出の増大の中には、やはり政策には関係ないもの、資源国向け、最近であれば中東向けの自動車輸出が増えているし、アジア新興国に対する輸出というものももう少し自律的なものだと思う。これに伴ってある程度の設備投資が国内で起こっているのであれば、それもまた自律的なものであろうと思う。

ただ、消費については難しい。耐久財の消費が増加しているといった時に、その耐久財の強さの中にはどの程度政策効果があるかはもう少し時間が経ってみないと判断出来ないのではないかと思う。

亀崎委員

来年の春位までの日本の景気を見通した場合、政策の効果に支えられる面が大きいですが、それ以外にどうかということであるな。それであれば、政

策効果以外の最大のキーは海外経済の動向であり、とりわけ米欧であると思っている。その米欧については、金融機関の脆弱性の問題には簡単に対応できないであろうということが1点ある。それからもう一つは、やはり雇用・所得の問題であって、失業率は高水準で、所得環境も良くない。この持ち直しには相応の時間がかかると思う。そうすると、米欧の回復のパスは、先程もお話があったように、平坦ではなくて、時間もかかるし、浮揚感の乏しい状況が続くことになる。そして、それが日本の輸出に影響してくるということであるから、やはり持ち直しから回復の過程の中で、今の輸出が必ずしも直ぐ強くない、時間もかかる、緩やかであるというリスクがある訳であり、我が国経済が横這いとか踊り場となることはあり得るというふうに思う。勿論政策効果はあるが、政策効果にも限界があるので、評価としては、片方は政策効果であるが、片方には海外のそうした力の弱さが日本の輸出に及んでくるといったリスクがあるのではないかな。だから、下がりほしめないにしても、精々横這いとか…。

白川議長

少し私の質問の言い方が悪かったのだと思うが、向こう2年、3年を展望しても、バランスシート調整が続くので、そもそも成長のテンポ自体が緩やかであるということは勿論我々の基本判断としてある。そういう長い見通しの中で考えると、日本だけでなく海外当局も皆政策をやっていて、その海外の政策効果が日本の輸出を支えているのだとすると、その政策効果がなくなった場合——例えば来年3月に打ち切る政策も結構多い——、元々弱いものがさらに落ちるものなのか、あるいはそうではない自律的なモメンタムが少しずつ少しずつ生まれるということなのかという、そういう意味での質問である。

野田委員

輸出を起点として、生産、所得、支出だな。すなわち、企業が所得を増やして、それを設備投資や給与所得の支出に回して、それが個人消費に

回っていくということだが、この起点のところから考えると、やはりこれまでのメカニズムは、海外の輸出も含めて政策効果に依拠していると言わざるを得ないと思う。確かにそこからくる染み出しとして、自律的に回ってくるという部分もあるが、起点に向けてずっと辿っていくと、やはり本来的な意味での自律的な回復の芽というものは、まだなかなか見出せるまではっていないと私は言わざるを得ないと思っている。

白川議長

その評価自体も、私も含めて皆さんそうだと思う。そのうえで、敢えて数量化すれば政策効果が、日本と海外を含めて100%なのだと考えるのか、あるいは9割、8割が政策効果であると考えているのかということである。

野田委員

あそこまで落ち込んだのだから、先程須田委員がおっしゃったように、ある種のペント・アップ・ダイヤモンドというものはあるだろう。これを自律的と言えは自律的であり、そこの部分を計量的に言えば、7～9月のGDPのコンポーネントの要素としては2割とか3割とか、ちょっとこれは分からないが、かなり達観すればその位のものはあると思うが。しかし、我々が景気判断していく時には、よく「全体として」と捉える訳で、そういう言い方をすれば、やはり大宗は政策効果であったと言わざるを得ないだろうな。ペント・アップの部分はどうみるかという点については、それもある種の自律的な動きであるという人もいるから、議論の余地があるかもしれないが。

白川議長

それは取り敢えずここで議論する「自律的な動き」ではない。

水野委員

野田委員がおっしゃったメカニズムを考えてみると、そもそも生産、所

得、支出のメカニズムにはまだ乗っていないということであると思う。生産の見通しについて企業は慎重であるという情報が入ってきているし、そうしたもとで、企業が設備投資を本格化するとか人件費を増やすとかいう動きはまだみえない。つまりメカニズム的なものはまだ描けないということからすると、まだ自律的な回復メカニズムには入っていないという点は、恐らく支持されると思う。

それから、白川議長が挙げた点のうち、新興国の強さについてコメントすると、恐らく財政赤字が比較的小さくて、元々潜在成長率が高く、それに加えて色々な方がおっしゃっているように、ドル・ペッグの為替政策を採っているということで、いわば先進国の政策にフリーライドしている部分があるということだと思う。その中で、輸出だけでなく、内需も強くなってきた、政策効果から内需主導型の回復への道筋がみえるところまできたのはどこかと言えば、中国、東南アジアということになるのではないか。

物価についても一言だけ言いたい。それは期待インフレ率が、国によって全然違うという点である。先進国の中でも違うし、それから新興国と先進国では明らかに違う。期待インフレ率が高い国は、米・英だと思われ、これは悪くすると、財政赤字が増えて長期金利の上昇とハイパー・インフレにつながりかねないという悩みがあるが、一方で、上手くすると、期待インフレ率の高さが景気の回復に対する期待を醸成し、新興国の景気回復の助けを得ながら、回復に向かっていくというシナリオを描くことができる。そういった期待の存在が、日本よりも株価が多少なりとも強いことの背景にあるという、そういう感じがする。

中村委員

私も、今の需要を支えているのは、かなりの部分、8割～9割は、財政支援策であると思っている。これは世界中同じで、例えばヨーロッパにおいては自動車購入にインセンティブを出しているところと出していないところがあり、出しているところは良いのだが、出していない国では売

上が大幅に落ち込んでいる。アメリカにおいても、自動車のインセンティブがなくなったら販売はどんと落ちたし、住宅についても同じである。やはり今は政策効果が経済を支えている。

企業からみても、政策効果が落ちた後の需要がどうなるのか読めない。その先を見出せないから、それを見極めるまで皆じっと縮こまっているような感じである。特に先進国において、先行きの不安感が全然消え去っていない。そういうことを考え合わせると、やはり仮に今の時点で刺激策を止めたら、かなり落ち込むと考えざるを得ないという感じがする。

山口副総裁

グローバルにみて、政策効果と、自律的な動きをはっきりと見分けることは多分出来ないだろう。新興国、資源国におけるインフラ整備のための需要と言っても、出発点は政策効果かもしれないが、その後の展開としては自律的な動きを伴ってきているのではないかと思う。そのことが日本の輸出の増加に繋がり、そして企業収益の増加に繋がり、設備投資需要を高めるといったことは十分起こり得る。

そうしたことが既に起きているかどうかという点はまだ十分ではない。ただ、新興国、資源国の景気が想定よりも上振れてきている中で、実はグローバルにみての自律的な動きも、実際にみられ始めているように思う。そうしたグローバルな動きを国内でどう評価していくかという話なのだろう。そのような動きが現にあると考えると、国内についても、政策効果と自律的な動きとに分けて議論することの意味が必ずしもあるのかどうかという気がする。

野田委員

分けて議論することの意味はあまりないであろう。先に株価の話題に進むかもしれないが、問題は、今のそのグローバルなところでの自律的な動きをどうやって掴まえていくのかということであろう。それが株価の動きに現れていて、我が国の場合は、そこが少し遅れているというか、取り込

めていないということではないか。

中村委員

先進国と新興国を少し分けて考える必要がある。

西村副総裁

先進国に関して、私がきちんとみておく必要があると思った点は、今回は、政府が資源配分に対して直接の介入をしたということである。今までは、どちらかというところ減税などのマクロ政策であったが、今回はかつてない、ある意味で非常に大掛かりな資源配分の動きに対する直接介入である。そしてそれが極めて大きな影響を及ぼしたというのが、恐らく今回の重要な点である。これが上手い方向にいけば良いのだが、ある意味では危険なものでもある。そういうことから考えると、マクロ経済政策そのものに対しての考え方が、少しずつ変化してきているというふうにみていくのかもしれない。そういうポテンシャルな大きな問題があるのではないかと考えている。

それからもう一つは、相対価格の変化に対する介入に対して、消費が強く反応したという事実は、やはり重くみていくべきではないかということである。私は染み出しが少し出ているように思っているのだから、そういうことから考えると、単なる相対価格の変化以上の影響が少し出てきているのかなと、そしてその部分に関しては持続可能な自律的な動きというように考えて良いのではないかと考えている。

いずれにせよ、世界で行っている政策効果のかなりの部分が相対価格に対する大きな介入になっているということは、逆に言えばマクロの政策については、単純にGDPレベルで考えるのではなく、もっと細かい部門間の資源配分というところまで考えた大きな経済政策として考えなければいけないということを示しているのではないかと考えている。自律という場合には、我々が今後どういう部門の成長に賭けていくのかという話と密接に絡んでくるので、この点を避けて考える訳にはいかないし、それは新

興国との関係でも絡んでくる問題だと思っている。

須田委員

今、相対価格と言っていたが、何を意味しているのか。

西村副総裁

例えば、資源・省エネなどの問題に関連づける形で景気刺激策を行う場合には、当然、市場レベルで消費者が選んで均衡に達する価格に加えて、何らかの形のインセンティブを与えている訳である。その部分に関しては、相対価格に対しての直接の介入になる訳で、今回、それに対して消費者が非常に大きく反応したというのは、ある意味驚きでもある。

須田委員

ということは、消費は、所得によって影響を受けるだけでなく、相対価格によっても影響を受けるというふうに考えるということか。

私の場合は、マクロで内需を考えている時には、あまり相対価格効果を考えていない。どれだけが自律的な動きかという時には、やはり世界全体で考えるのが一番簡単である。世界を一つの経済として考えればクローズド・エコノミーになるから、輸出、輸入を考える必要はなくて、消費と投資と財政だけを考慮すれば良くなる。それでそのように考えてみて、では世界全体の消費の伸びが政策だけで動いているのかと考えたら、やはり自律的なものもあるのだろうと。そう考えると、世界の成長の分け前を、輸出という形で日本が得ていることになるから、そこには自律的な部分もあるということになる。

相対価格効果をマクロでみた場合、世界を足し合わせてもキャンセル・アウトしないでその影響が残っているというのは、マクロをやっている人間からするとなかなか難しい問題である。大まかに議論する時は、私は、そこは少し無視して議論するしかないと思っている。

西村副総裁

私は、どちらかというところ、日本のところをみて言っている。日本がどういところで付加価値を取っているかというところをみての議論である。世界全体——世界全体でも、私は相対価格が若干関係すると思うが、それは別とすれば——、世界全体としてみるならば、相対価格の変動そのものは消費者が雇用水準から受ける影響に比べてあまり大きくない筈であり、須田委員がおっしゃったとおりである。

しかし、一国のレベルで考えた時には同じ物を生産している訳ではないので、その中では世界的な相対価格の変動は、非常に大きな影響を及ぼしてくる訳である。その部分に関して我々はどのような形で対応したら良いかというところ、単純にGDP全体を大掴みで考えるのではなくて、やはり2部門、3部門、4部門等そういった形で区分して行って、それぞれに対する経済政策を考えていくという形に持っていく必要があるのではないかと議論である。

水野委員

西村副総裁が先程おっしゃった分配政策のところに関して思ったことをお話すると——津村政務官が出席しておられるので丁度良いのだが——、所得の再分配に介入することというのは、上手く説明していかないと、日本国としてはある意味非常に危険であると思う。市場参加者は、政府の介入が少ないほど自律的な活力が高まっていくと考えているから、基本的に小さな政府を好む。現在は、そうはいっても、日本経済は非常に弱っているから、小さな政府以外のことでやっていくということだな。その狙いは分かるのだが、一方でデフレ期待、デフレ圧力は強まらないとか、成長期待も残っているという前提でいかないと、結局財政赤字という問題だけにフォーカスが当たってしまう。大きな政府を目指していないにもかかわらず、大きな政府に繋がっていると受取られ、それは株価にとって最悪であるし、下手をすると長期金利の上昇に繋がってしまう。

政府は、基本的にはいわゆる需要刺激策としてのマクロ政策をやろうと

していて、再分配政策についてある意味で非常にユニークなことをやられているということは分かる。分かるのだが、その目標、最終目標がこうであるという姿を示していかないと、株式市場の反応は恐らくいつまで経っても良くなるのではないかという感じがする。

亀崎委員

どれ位が自律かという点については、私は、山口副総裁がおっしゃったようにあまり意味がないのではないかと思う。要するに、エンストが起こっている状態の中で、エンジンが始動するために何が必要かということだが、元々そのためにインフラはなければならぬから、インフラ整備をもって自律的な動きとするならば、そこは自律的なものかもしれない。しかしそれを引っ張るのは政策効果であったり、輸出であったりすると思うから、何割かというのは…。

白川議長

勿論そうであるが、私が何故それを聞いたかということ、今、執行部の案として「わが国の景気は、内外における各種対策の効果などから持ち直している」という表現がある訳である。これ自体は後から議論するが、仮にこの文章が残るとすれば、この「などから」について、我々自身がどういうふうに判断しているかを議論しておく必要がある。一旦そういう思考作業をやったうえで、しかし最後は山口副総裁や亀崎委員がおっしゃったようなことになるのであるが、一応このように書く以上は議論しておくべきであると思う。

また、今の議論の中で、新興国に話は移ったが、私も、やはりポイントは新興国だろうと思っている。IMFの予測でも、寄与率でみて2/3は新興国である。本来的には新興国の経済も含めて自律的なメカニズムというものがあるはずであり、新興国を通じて先進国の経済、あるいは日本の経済に跳ね返ってくるという面があるので、そういう意味でこの問題というのは考えておく必要があると思った。先程山口副総裁がおっしゃったよう

に、グローバルな視点が必要であると私自身も感じているので、多少の問題提起をした訳である。先程来の議論については、私自身ほとんど違和感のない仕上がりだと思っている。

水野委員

今、2/3は新興国が引っ張っているという話があった。成長率は確かにそうであるが、経済の大きさは全然違う。やはり、北米、先進国は圧倒的に大きい訳である。

白川議長

先程言ったのは、世界全体の成長に対する寄与率である。

水野委員

成長の寄与率。

白川議長

世界経済全体の成長率が例えば3%であった時の寄与度をみた場合に…。

水野委員

ただ、経済の大きさ自体はそうではない。やはり米欧がどういう形で立ち上がってくるのかみえないので、なかなか世界経済はどうかみえない。伸び率で見ると新興国に期待したくなるが、最後はそれが日本だけでなく、米欧経済ともどういう形で関わるかまでみななければならないと思う。

須田委員

しかし、先進国と新興国との成長率の差はかなりあるので、結局経済規模でみたとしてもエマージングが相当大きくなっているということも正しいと思う。中国が日本を追い越すということがあるように。ウエイトと

しても、新興国がかなり大きくなっているという認識を持っておく必要があるとは思ふ。

白川議長

本件だけに時間を使う訳にもいかないのだから次に移りたい。物価については恐らく政策のパートとも関連するので後で扱うとして、あと一つだけ、株価それ自体を議論するという訳ではないが、ごく短期的な動きもさることながら、日本の経済に対する少し弱気な見方が強くなっているような気がして、そこは少し気掛かりな動きでもある。これについて、先程話があったこと以外に何か論点はあるか。

野田委員

主体別売買動向の中で、これまで一番注目していたのはやはり外国人である。最近の動きをみても、やはり相当細っている訳で、彼らが日本の経済、あるいは経済政策運営等を厳しくみているということの影響は相当大的な圧力だろうと思う。

中村委員

かつては売買の6割位を外国人が占めていると言われて、外資の色々な投資部門においても日本担当とアジア担当が別々だったが、今ではアジアと日本は一緒になったということである。そして、良くみるとアジアには日本よりも魅力的な投資先があるということで、日本は置いてけぼりになっている。アメリカの方が、むしろ海外の収益等で企業収益がそれなりに伸びている訳である。

須田委員

ここにきてということであれば、やはり成長戦略というか、これから日本経済の成長性を高めていくためにどういうふうにしていけば良いのかという点が、新しい政権になってなかなかまだ伝わってこないというところ

ろがある。ある程度成長率を高めていくためには、海外もそうであるが、国が資金を出していくという視点もあり得る。そして、経済をどういうところに持っていかうということがみえてくると、日本の潜在成長率ももう少し上がるかもしれないという期待を呼び起こすことが出来ると思う。もし今の時点で海外の投資家の視線が厳しくなっているとしたら、今のところまだそこがみえないという不確実性が影響しているかなという気がする。

亀崎委員

同感である。

水野委員

そのとおりだと思う。それに加えて敢えて言うと、実は日本というのは、グローバル化の恩恵を最も受けた国の一つなのだという見方が、海外では意外とされている。そこからスタートすると、このところ生活者重視ということが強調されている訳だが——私は、これはこれで一つのユニークな、否定的ではなくユニークな政策であると思っているが——、では企業に対する政策はどうなのかというところであろうと思う。例えば、ドイツでは、今、企業減税をやろうとしている。それから長期的な研究開発等に対する支援をしていくという方向が出ている訳である。日本経済については、勿論国内民間需要が強くないといけないのだろうが、これを引っ張っていくのはやはり輸出であって、そうすると、製造業大企業、簡単に言うと輸出企業であるが、ここに対して政策的にどういう目配りをしているのかが少しみえてこない。

山口副総裁

理屈を付けて言えば、日本の中長期的な潜在成長率についての見方が少し弱くなっている、あるいは企業が新しいビジネス・モデルを構築できていないといったことになるのではないかと思う。しかし、株価の時々の動

きを合理的に説明しようとしても難しい。後になってみると説明どおりになっていないということがままある訳である。従って、最近の動きからあまり多くのことを読み取ろうとするのは、それ自体リスクがあるのではないか。特に日本の株式市場では外国人投資家のウエイトが高く、彼らの目線に左右される度合いが大きいといった点をきっちり押さえたうえで、それでもなお、合理的な説明を加えるとするとは何が考えられるのかという議論の組み立てが大事だという気がする。

野田委員

2006年、2007年位までの成長期、それからショックの後、日本株は米欧の株価に相当相関した動きがかなり長い間続いた。ところが、このところ相当置いていかれている。今は、この非常に短期的な、足許の話をどうするかという議論をしている訳であろう。中長期的にみたらどうなのかというのは、山口副総裁のおっしゃるとおりだと思うが。

白川議長

株価の短期的な動きを無理に合理的な説明をしようとすることの弊害を今まで何度も経験しているので、その危惧自体は皆共有していると思う。ただ、株価の弱さについては、このところ色々なエコノミストも含めて議論が多くされていることも事実であるので、日本銀行として何がしか説明を求められた時に——細かい説明をする訳ではないが——、どう説明すべきか多少皆さんと気分を共有したいという趣旨で申し上げた。

昨日、外山金融市場局長が指摘した要因は、それぞれ何がしか当たっていると思うが、自分自身の感想を多少付加すると、成長戦略の不在という言い方がよく聞かれる。多少曖昧なところもあると思うが、この議論は専ら政府というか公的当局の成長戦略の不在という文脈でなされている。勿論、成長戦略をしっかりと考えるというのは非常に大事だと思うが、同時に企業自身がどういう成長戦略を考えていくか、新興国の需要をどう取り込むかということも含めて、自分達自身も実は戦略を描き切れていないというこ

ともあると思う。それをすべて成長戦略の不在という形で、当局だけを批判するという精神構造は、私は個人的に好きではない。それは、やはり両方、政府もそうであるし、日本銀行もそうであるし、民間も必要だと、そういう感覚で成長戦略を考える必要があるという気がする。

もう一つは、先程西村副総裁がおっしゃったウォール・ストリートとメイン・ストリートの議論と多少重なるが、今のアメリカというか先進国の春以降の株価の上昇をみていると、日本のバブル崩壊後の最初の株価の立ち上がり局面と似ているなという感じがしている。やはり経験がないだけに、株価が上昇するとその分ユーフォリックになりやすいという気がする。一方、日本の場合は、何度も株価が上がったが、その後景気も落ちたという経験をしているので、バランスシート調整の厳しさについて非常に認識が行き渡っていて、逆に悲観的な気分が横溢するという感じもある。そういう意味では、恐らく先進国の反応にはユーフォリックな面があると同時に、逆に日本の方では、悪い材料が出たらこれは悪い、良い材料が出てもいやこれは悪いと言う感じで、ペシミスティックなトーンで皆が議論していて、そのこと自体が自己実現的になっている面が、短期的には何がしかあるかなという気もする。それもこの株価の違いを説明する要因ではないかと思う。ただ、いずれにせよ株価がどうであれ、日本経済の成長をどうやってしっかりと支えるかということが第一であるが。

須田委員

実は、私は次のセッションでその話をしようと思っていた。

白川議長

そうであったか。

西村副総裁

二点申し上げる。一点目は、株式市場の話であるが、やはり基本的には株式のことであるので、株主に対しての還元がどうなっているかというこ

とを世界は圧倒的に問うてくるのであるということ。二つ目は、その前提条件として、最終的には一国の経済がどうなっているかということを知りてくるということである。

前回決定会合での発言と同じようなことなのだが、結局、消費の刺激策というようなものが、実は同時に成長に対するある種の考え方も説明する形になる。従って、そこの間の整合性、その間のコンシステンシイがあれば、これは明解な形でアピール出来るので、そういうことを考えて頂きたいということである。それがわかれば、見通しのかなりの部分がみえてくると考えている。

山口副総裁

一点だけであるが、最近企業経営者の方々と話していると、明るい話をしてくれという声が多い。我々も景気などについては慎重な見方をするし、政府もそうである。もう少し花も実もある話をして欲しいというか、花と実を実現するのだという意思を、もう少し出して欲しくないかという声非常に多くなっているような気がする。多分追い込まれているが故にそうなのだろうと思う。勿論、気分だけで景気が良くなるとは思わないが、一方で景気も気からという面がない訳ではない。その辺りのところを意識していた方が良いのかもしれない。

水野委員

その点、欧米のポリシー・メーカーはかなり意識している。実態と比べると、少し言い過ぎではないかという位楽観的なこともある。

白川議長

昨日、堀井理事も言っていたが、その点は自分自身が分析者として経済をどうみるかということと、パブリックな席でどう発言するかということの間で、いつも意識している話である。改めて最近のFRBとECB、アメリカとユーロエリアの当局者がどういうふうに言っているのかをみて

みたが、この前のバーナンキの講演では「We are seeing early evidence of economic recovery」と「recovery」という言葉を使って多少強めに言っていると私は思った。それから、野田副大臣と一緒に出席したこの前のG20での記者会見では、アメリカの政府はもっと強めに言っていて、「US economy and global economy are growing again」と、ここまで言うかという位強めに言っていた。もっとも、内実を聞いてみると、色々と慎重にみていることも分かっている。

最後のセッションでのテーマになると思うが、先程山口副総裁が言った、出来る範囲でどういう情報発信をするかという話である。中央銀行というものは、バブルの時のように皆が強気になっている時に、強い強いと言うのではなくて、慎重に言う傾向がある訳である。ただ、ポジティブなバブルでも、ネガティブなバブルでも、その時に皆と全く同じように言っていると、自らがそうした動きを増幅してしまうという面もあると思う。我々はその辺りの微妙なバランスを常に意識して発言している訳であるが、それが時として日本銀行は楽観的ではないかという批判に繋がる訳である。これは我々がいつも悩んでいる点でもある。恐らく政府にも同じような悩みがあると思うが。

それでは、一旦中断する。10時50分の再開ということでお願いします。

(10時39分中断、10時50分再開)

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

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

野田委員

前半で述べたとおり、我が国の経済、物価は、10月の展望レポートの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が弱い中、景気全体の浮揚感も乏しく、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中心的な見通し、あるいは見通しを巡る極めて高い不確実性とリスク要因というものは基本的に変わっていない。こうした情勢を踏まえれば、今後も当分の間、極めて低水準の金利と潤沢な資金供給を維持することにより、極めて緩和的な金融環境を粘り強く確保していくという金融政策運営方針を堅持していくことが重要である。こうした運営方針を踏まえれば、次回会合までの金融市場調節方針について述べれば、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の現在の方針を維持することが適当である。

ところで、前回会合後に公表したステートメントでは、金融政策運営に関して、展望レポートにおける文言より具体的な文言を付した。すなわち、「1. 当面の金融政策運営」として、「当面、現在の低金利水準を維持するとともに、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を通じて、きわめて緩和的な金融環境を維持していく」という文言である。これは、前回会合で、これまでの時限措置に関する決定が、金融緩和姿勢の変化を意味するものではないということを明確にするためのものであったというように私は理解している。従って、今回会合後のステートメントの記載は、従来の例に倣って末尾のパラグラフで展望レポートの表現をなぞるといって十分だと考えている。市場では、コアCPIの前年比が2011年度までマイナスが続くという政策委員の見通しと合わせて、これらの文言を時間軸政策に踏み出したものと受止めている向きも少なくないようである。私は前回会合で、市場に我々の運営方針を明確に伝達し、市場の期待形成に働きかけることが重要であると述べたが、市場での時間軸云々の議論は兎も角も、少なくともこれまでのところ我々の運営方針に対する

実質的な市場の理解、あるいは市場参加者の理解は十分に得られたものと評価している。

話は変わるが、前回会合における各種時限措置に関する決定に対する市場の反応等について、若干コメントを加えたいと思う。3月末までは企業金融支援特別オペが利用可能であり、前回の政策決定の影響が直ちに市場動向に現れにくいということもあるが、CP・社債市場は引き続きしっかりとしており、買入れ打ち切りの影響はほとんど窺えない。また前回会合前まで上昇していたユーロ円金先レートは、決定後低下しており、企業金融支援特別オペの3月末打ち切りの影響もこれまでのところ観察されていない。このように、市場の反応は総じて落ち着いたものであった。一方で、一部の経済団体や私どものコンタクト先の一部企業からは、このオペについて、4月以降も継続して欲しいとの声も聞かれている。これに対する対応については、やはり丁寧なコミュニケーションを続けるということに尽きようかと考えている。前回会合の席上、私は「やる時も果敢に、やめる時も果敢に、また再開する時も果敢に」と述べ、また会合後に公表したステートメントには「今後とも、金融市場の安定を確保し、それを通じて企業金融の円滑化を支援していくうえでは、金融市場の状況変化に即応した、最も効果的な金融調節手法を採用することが必要である」と明記したところである。この、状況変化に即応するという部分を繰り返し丁寧に説明していくことが重要であるとの思いを新たにしている次第である。私からは以上である。

白川議長

それでは水野委員、お願いします。

水野委員

リーマン・ショック後、世界の政府と中央銀行は景気の急激な悪化に歯止めを掛け、回復させることを最優先する方向に政策の舵をきった。主要国では、その甲斐もあってか、簡単にいえば大規模な金融・財政政策と金融システム対策の効果で、景気は持ち直した。しかし、財政赤字拡大とバ

ランス・シート調整に苦しむ欧米主要国では、マクロ政策の発動余地が乏しく、銀行の信用仲介機能も低下していることから、景気は持ち直しつつも、足取りは鈍い状況である。我が国も、企業の成長期待の不安定さ、雇い所得の減少による家計の節約志向の強まり等から、景気回復の持続性と力強さには疑問が残る。

こうした中、財政赤字の拡大と構造的失業率の上昇は主要国共通の悩みであり、主要国中央銀行の目先の課題はインフレ防止よりもデフレ防止となっているように思う。一方、アジアや中南米など新興国の多くは、バランス・シート調整圧力や財政赤字が比較的小さいため、マクロ政策面で自由度が高く、旺盛な潜在需要が顕在化しやすい環境にある。為替介入により対ドルでの自国通貨高を緩やかなものにとどめている新興国は、先進国における金融緩和効果を楽しんでいる。政策課題は、過度な資本流入による資産バブル発生への阻止に加え、早くも景気過熱とインフレ抑制にシフトしている。今回の金融危機の背景の一つであったグローバル・インバランスは、米国の過剰消費体質の修正によって一旦収束しつつある。しかし、内需の強さを背景とした新興国への資本流入が資産バブルを発生させ、新たなグローバル・インバランスを引き起こされる可能性が懸念される。

2010 年前半は、国内における景気刺激策の効果の減衰、公共事業の執行停止、削減などにより、景気の回復モメンタムが損なわれ、我が国経済は踊り場局面入りする可能性がある。また、既に経済活動の水準が相当切り下がっているだけに、展望レポートで指摘する下振れリスク要因のうち、どれか一つでも顕在化すれば、生産・所得・支出の逆のネガティブな循環が生じ、景気が一段と低い水準に落ち込む可能性がある。展望レポートの本文にも書かれているが、中心的な見通しだけでなく、様々なリスク要因に十分注意を払う必要がある。個人的には、上振れ・下振れ要因のうち四番目にある、企業の中長期的な成長期待の動向に最も注目している。

金融政策運営を議論する際の大前提は、足許及び先行きのマクロ経済環境の見通しである。景気は、水準をベースに考えれば弱く、しかも外需依存の構図である。こうしたもとでは、本来なら追加的な金融緩和を検討す

ることが適切である。企業と家計の期待インフレ率が低水準にとどまる可能性が高いとも思われるだけに、政策当局としては、デフレ期待のようなものが定着することがないように注意を払う必要がある。

我が国の財政赤字拡大への懸念が内外で高まっている。もっとも、期待インフレ率の低さ、為替円高、銀行の預金超過構造、国内の国債保有比率の高さ、経常収支黒字、暗黙の時間軸効果などから、我が国における長期金利上昇圧力は必ずしも強くはなく、むしろ、インフレ期待の高い米英の方が、超低金利政策の結果として通貨安と長期金利上昇の悪循環に陥るリスクがあるように思う。しかし、少なからぬ海外投資家が、「我が国がデフレから脱却できない場合には、税収が増えないことから財政健全化の道筋が描けない、このため、やや長い目でみると、英米よりも、日本の財政破綻のリスクの方が大きい」との見解を示している。最近、我が国のソブリンCDSの спреッドが拡大しているが、その背後にもこうした見方があるように思われる。その意味でも、デフレ期待をこれ以上強めないマクロ経済政策が極めて重要であると言えるが、我が国の場合、リフレ政策や通貨安政策によって財政を再建するという考え方は馴染まないで、結局、企業の中長期的な景気見通しをもう少しポジティブにする政策を検討するという事なのであると思う。我が国経済をリードし、多額の納税を行う大企業、製造業を勇気づける政策対応がない限り、デフレ期待を後退させるのはなかなか難しいのではないかと思う。

なお、当面の金融政策運営については、現状維持が適切だと思うが、定例の総裁の記者会見において、デフレに関してもし聞かれた場合には、物価下落圧力がさらに強まることのないように、細心の注意を払って内外の経済・金融情勢をウォッチしていくことを強調していただければと思う。つまり、物価動向に対しては本行も強い関心を持っており、必要とあれば躊躇なく、果敢なあるいは断固たる措置を採るつもりだ、という考えを示唆してはどうかということをおもう次第である。

最後に、少々大きな話をつけ加えさせて頂く。このところ、海外の市場関係者との対話を通じてひしひしと感じるのは、経済、金融の両面でグ

ローバル化が益々進展する世界経済の中で、我が国のプレゼンスが急激に低下していること、残念ながら我が国の金融、経済に対する海外からの関心が急速に薄れていることである。このまま日本が埋没してしまうようなことを避けるためにはどうしたら良いのか。私は、マクロ経済政策運営において、大きな方向として、小さな政府を目指す姿勢、すなわち、民間の活力を引き出すため、政府の役割を必要最小限にとどめるという基本的な姿勢を打ち出すこと、それから、デフレ阻止と雇用拡大に向けて政策当局が具体的なアクションをとることという、この二点がポイントになると考えている。このことを申し上げて、私の任期最後の金融政策決定会合における意見表明を終わる。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

金融環境であるが、まず前回での各種時限措置の取扱いに関する決定の影響は、既に野田委員がお話したとおり、十分に消化され、悪影響は出ていないと判断している。CP発行スプレッドは、11月入りも落ち着いた状況であり、買入対象であった残存期間の短い社債の流通スプレッドも11月入り後も低下していることから、落ち着きがみられている。さて、金融市場の現状全般を評価すると、前回会合での状況から大きな変化はないと考えており、月報概要の「厳しさを残しつつも改善の動きが続いている」という判断に異論はない。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続いている。CP・社債市場は、低格付け社債を除き発行条件は良好という月報の評価は、当を得ていると思う。社債市場では、複数の個別銘柄の経営不安があるものの、あくまでも当該銘柄の個別的な問題とされており、それが全般的な影響を及ぼすような事態にはなっていない。逆に投資家のサーチ・フォア・ワールドの傾向が次第に強まっているようにすら見える。

しかしながら、間接金融の市場においては、日本公庫の中小企業資金繰りD Iや商工中金の資金繰りD Iをみると、回復傾向にはあるものの、まだ水面下の深いところに位置している。日本公庫の小企業資金繰りD Iは大きく下がった後の回復は、高々フィードバックというか弱々しいとしか言いようのない状況が続いている。これは、先週金曜日に発表された個人企業経済調査の結果と符合している。個人企業経済の業況判断D Iをみると、先行きの改善は見込んでいるものの、足許再び若干低下した。前回も全く同じパターンであったので、前回の改善の期待が裏切られたという形になっている。このように回復の広がりは見られるものの、総体としてみるならば、企業金融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、粘り強く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ている。次回までの金融政策運営方針は、無担保コール（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するように促すという現状維持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、中村委員お願いします。

中村委員

我が国経済は、持ち直しの基調が続くと想定されるが、世界経済の回復のペースが緩やかなものにとどまるとみられることに加え、国内においても景気刺激策の効果が次第に減衰する中で、雇用・賃金面の調整圧力が残存することなどから、持ち直しのペースは緩やかになると思われる。

こうした景気の見通しに係るリスク要因としては、展望レポートに記述のとおりであるが、前回会合以降では、アジアの新興国経済の成長が、展望レポートで想定したよりも幾分強めに推移しているように思われる。すなわち、N I E s、A S E A N経済では、これまでの在庫調整の進捗に伴う輸出や生産の拡大が、所得の増加、個人消費の拡大に繋がっているだけでなく、海外からの資本流入もあって、設備投資も持ち直しており、景気

が回復しつつある。中国経済も高い成長率を維持できる見通しである。また、先般のG20 財務大臣・中央銀行総裁会議では、世界経済や金融システムが健全性を取り戻し、回復が確実となるまで景気刺激策を継続することが合意されたが、先進国経済も緩やかに回復していくとみられる。このため、中国をはじめとするアジア新興国の拡張的な金融・財政政策による景気刺激策の効果が、想定以上に大きくなる可能性がある点には留意が必要である。また、足許では世界経済の持ち直しの動きやドル安、余剰資金の流入等を背景に、金をはじめとする一次産品価格や海運市況が上昇している。新興国経済の成長に伴い、これらの一次産品価格の水準が大きく切り上がってくると、世界経済回復の阻害要因となりかねず、注視する必要がある。

ここで若干物価について述べたいと思うが、物価については、経済が緩やかに回復している見通しのもとで、金融システムが総じて安定しているほか、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率も、これまでのところ安定していると考えられるため、足許では、物価下落が起点となって景気を下押しするいわゆるデフレ・スパイラルの状況に陥る可能性は小さいと思われる。最近、デフレに関して様々な議論が行われており、本行が何らかの対策をさらに打つべきとの論調もみられる。また、先月末に公表した本行の経済・物価見通しは、追加的な措置の導入を求められないように、故意に楽観的な見通しになっている、といった批判をする向きもみられる。物価の安定を図ることを通じて、国民経済の健全な発展に資するという本行の目的が必ずしも理解されていないだけでなく、中央銀行は物価の下落よりも上昇圧力に対する取組みに軸足をおいているとの印象が強いだけに、本行が物価の下落の影響についても十分に注視し、必要に応じて最大限の貢献を行うという真意が十分に理解されていないようである。

先行きの不透明感が強い中では、将来、起こり得るシナリオが多数存在するため、それぞれの状況下での金融政策の対応が事前に明示できないし、明示することは必ずしも適切ではないが、本行の金融政策方針に誤解や不信感を招き、金融政策の効果が減じることは好ましくない。このため、従

来にも増して、繰り返し本行の方針を丁寧に説明して理解を求めていくプロセスが重要だと思う。このため、本行が極めて緩和的な環境を維持し、我が国経済が物価安定のもとで持続的成長経路に復帰していくところを粘り強く支援していくという方針を、繰り返し説明していくことが必要だと思う。

次に企業金融について、若干触れるが、前回会合にて、昨年秋以降に導入した一連の企業金融関連の各種時限措置の取扱いを決定したが、CP発行スプレッドや、社債の流通スプレッド、並びにターム物金利に大きな変化はなく、足許では特段の負の作用は顕現化していないようである。一部の市場参加者からは、事前にある程度織り込まれていたことや、本行が政策方針などを丁寧に説明したことが、安心感の醸成に繋がったとの声も聞かれた。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おり、昨年みられた資金調達環境の異常な事態は既に解消されている。CPや社債の発行環境は、良好な状況が続いており、年度末越えCPも円滑に発行されているようである。企業の資金需要が低下していることに加え、これまでの長期負債比率や間接調達比率の是正を目的とした社債発行も一巡しつつあることから、先行きの起債ペースは鈍化傾向にある中、投資家の社債投資意欲は引き続き強いため、良好な発行環境が継続しそうである。

次回会合までの金融政策運営方針であるが、現在の低金利水準を維持するとともに、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を通じて、極めて緩和的な金融環境を維持していくため、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

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

金融環境の改善の動きが続き、景気も持ち直している現在も金融政策運

営に当たって注意すべきリスク要因は変わっていない。引き続き、次の点を指摘したいと思う。

まずは、グローバル金融市場におけるショックの発生である。金融市場のショックは即座に世界中に広がり、各国の実体経済との間の負の相乗効果をもたらすほか、物価の下落圧力も強めるため、最も警戒が必要なリスクである。さすがに、この先リーマン破綻の再来はないと思うが、先月末、米国大手ノンバンクCITの破綻時には株価が大きく下げ、ヒヤリとした。実際、欧米主要金融機関では、サブプライム問題の処理は概ね一段落したようであり、市場環境の改善から投資銀行部門を中心に好調だが、実体経済の悪化に伴う信用コストの増加により商業銀行部門の収益は低迷しており、先行きの不透明感は払拭されていない。特に米国の商業用不動産価格の下落は経営上の大きなリスクであり、体力のない中小金融機関ではこれが命取りになって破綻する先が相次いでいる。

また、各国の金融・財政政策も、昨年秋以来強力に実行されているだけに、その動向には目が離せない。足許、成長余力の大きい途上国や資源国では、自国の景気刺激策に加え、各国の金融緩和を背景とした資金流入もあって景気が上振れている。こうした状態が広がりを持って継続していけば、世界経済にとっても予想外の上振れ要因となる。一方、各種施策の終了後の反動は逆のリスクである。一部には、マクロ政策の出口に関する動きもみられ始めている。具体例としては、欧州委員会が、域内各国に過剰財政赤字の削減プログラムの策定、そして実行を具体的に求め始めていることや、豪州やノルウェー、インドなど一部の資源国や新興国で金融を引締め始めていることなどが挙げられる。これらの動きは、世界経済の下振れ要因ともなり得るので、十分注意が必要だと思う。

この他、各経済主体のマインドや行動パターンの変化も、引き続き見逃すことができない。米国については、先日来日したガイトナー米財務長官が、借入れと消費の社会から、輸出と貯蓄の社会へと向かうことを示唆していた。中国については、人民銀行が元の柔軟性を一段と高めることを示唆する報告を発表するなど、内需型社会を目指すような気配がある。仮に

世界の需要の中心が、米国のような先進国から、中国のような新興国という全く異質な市場に移った場合、日本はかつての先進国市場における成功体験を捨てて、新興国市場に相応しい新たな戦略を持って臨む必要がある。このように世界経済の流れが大きく変わる中では、それに上手く適応できるか否かが、今後の日本の成長を大きく左右することになるが、その帰趨は不透明である。

日本の政策も、輸出促進よりも内需拡大、公共投資よりも個人への給付金支給へと重点を変えようとしている。また、年金問題の解決や、大幅なCO₂削減策など、各経済主体の将来ビジョンに関わる施策も出てきている。こうした施策が、これまでの経済や社会の基本構造や、個人のマインドを変えるかもしれない。

以上、この先の上下方向のリスク要因について述べたが、合わせてみれば、民間最終需要の動向を中心に、なお下振れ方向のリスクをより意識せざるを得ないと思う。金融環境の改善の動きが続き、景気が持ち直している中でも、下振れリスクが大きい状況下では、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%という十分低い水準に維持するのが適当と考える。併せて、潤沢な資金供給を続けることを通じて、極めて緩和的な金融環境を維持していく方針も、堅持していく必要があると思う。

先月の決定会合では、非常時に採った幾つかの時限措置を完了する方針を決定したが、これは我々が、日本の金融市場が異例で緊急の状態から脱したと判断し、それらの時限措置をいつまでも続けることは市場機能を歪めると考えたからである。ただ、今後とも金融市場の安定を確保していくため、状況の変化に即応した最も効果的な金融調節方法を考え、実行していくことが求められる。そうした意味では、事態が再び悪化すれば、前回完了を決定した措置を含め、その状況に相応しい施策を果敢に実行すべきだと思う。また、本行が状況の変化に対応し、臨機応変に動く姿勢にあるということを、金融市場に対し機会ある毎に繰り返し説明していくことも必要だと考えている。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

最初に金融環境の評価について述べたいと思う。前回会合で各種の時限措置の見直しを行ったが、金融市場はこれらを冷静に受止めて、引き続き落ち着いた状況が続いているというのが全体的な評価であろうと思う。先程、野田委員からあった話と重なるが、こうした状況の中で、一部財界から、必要に応じてCP・社債の買い取り措置を再開すべきであるとか、企業金融支援特別オペは継続すべきであるといった意見が出されている。率直に言って、マーケットの受止め方からすると、やや違和感のある提言ではあるが、そういう声があるということ謙虚に受止めながら我々としての考え方、あるいはマーケットの反応などを折に触れて丁寧に説明していく必要があると改めて感じている。

個別市場の動向について、まずターム物の金利は、落ち着いた動きとなっており、年末越えプレミアムは、低水準にとどまっている。それからCPの発行環境をみると、下位格付け銘柄も含めて引き続き良好である。発行スプレッドはa-2格も含めてリーマン破綻前を下回る水準となっているし、社債市場も全体としてみれば引き続き良好な発行環境が維持されているとみて良いと思っている。こうした動きからみても、臨時措置見直しに伴う攪乱的な影響はほとんど生じていないと認識している。

以上のような動きを含めて、我が国の金融環境をみると、中小企業などで厳しさが残っているが、これまでの改善の動きが各市場で引き続きみられているという評価であろうと思っている。

次に、金融政策運営に関してであるが、まず政策金利については、現在の誘導目標水準を維持することが適当だと思っている。日本経済は持ち直しの局面にあり、当面予断を許さない状態が続くと見込まれる。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、引き続き極めて緩和的な金融環境を維持していくことが必要である。

ここで、デフレについて、一言述べておきたいと思う。先般の展望レポートでは、2011年度にかけても物価下落が続くという見通しを公表したが、その後、予想されたことではあるが、デフレに関する議論が世の中で高まってきている。また、かつてのように物価はマネタリーな現象であり、デフレの原因はマネーの不足であるといった議論もまた目にするようになってきた。我々の理解としては、物価の持続的な下落、これをデフレと呼ぶとすれば、それは、マクロ的な需給バランスの緩和、言い換えれば需要の弱さの結果として生じている現象だと認識している。従って、そうした状況から脱出していくためには、設備投資や個人消費といった最終需要が自律的に拡大する環境を整えることが不可欠であり、家計の将来に向けての安心感や企業の長い目でみての成長期待を確保することが最も大事なことだと思っている。仮にそうしたことが実現できれば、2002年からの回復局面にみられたように、ある程度の物価下落が続くもとであっても景気回復が現実のものとなる可能性が十分あるということである。我々はそうしたことを期待しながら、極めて緩和的な金融環境を引き続きしっかりと維持していくということだと思っている。同時に、スパイラル的なデフレを生じさせないよう最大限の努力を払っていくことについて、従来にも増して対外的に明らかにしていくことも重要ではないかと考えている。こうした面での市場とのコミュニケーションの取り方についても、いたずらに人々のデフレ心理を強めるといったことがないように様々な工夫を加えながら適切に行っていく必要があると考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、須田委員お願いします。

須田委員

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。足許の経済指標は今年度後半以降緩やかに持ち直していくというメイン・シナリオに沿った展開となっているが、展望レポートで指摘したとおり、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路へ復帰していくことを粘り強く支援していくために、極めて緩和的な金融環境を維持していく必要がある。今後、徐々に年末越えの資金調達が活発化してくるとみられるので、執行部におかれては、金融市場の安定を意識し、ただし市場機能維持も忘れずに、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、金融資本市場の動向についてみておくと、海外対比弱めの株価、財政リスク・プレミアムの影響も否定できない長期金利の変動など、今後しっかりと注視する必要があるが、時限措置の取扱いの公表の影響については、一言で評するならば、特段目立った反応は窺われなかったということである。短期金利やオペレート率の安定、CP発行レート率の官民逆転や社債市場の一部の過熱感、CP・社債の応札状況など、市場の状況はこれまでと何ら変わりはない。こうしたことを踏まえれば、金融市場の安定を確保し、それを通じて企業金融の円滑化を支援していくうえでは、金融市場の状況変化に即応した、最も効果的な金融調節手法を採用することが必要との我々のメッセージが概ね受け入れられたと理解している。また、OISをみると、政策金利は当面据え置かれるとの見通しに、前回会合以降も変化は窺われない。展望レポート発表と同時であったことも誤解を防ぐためには良かったと思っている。とは言え、企業ヒアリングからも分かるとおり、企業の間には、特に効果が強いと受け止められている企業金融支援特別オペについて、それを停止することでどの程度影響が出るのかが見極めがたいとして、漠たる不安を感じている先も少なくないということも事実である。金融調節に当たっては、この観点からも、新しい金融調節手法へのスムーズな移行を念頭に置きながら、これまでどおりCPの発行レートや社債の発行状況などに肌理細かく目を配り、柔軟かつ機動的に潤沢な資金

供給を行っていく必要がある。

今回の時限措置の扱いや展望レポートの見通しを巡っては、様々な報道や論評がみられた。以下では、そのうちコミュニケーション上、気になった点について、私なりの考え方を述べておきたいと思う。まず、ステートメントにある「当面」という言葉を巡る思惑である。英訳版で「for some time」と訳されていることもあって、市場では時間軸を示しているのではとの声が少なからず聞かれた。私としては、これまでも折に触れ申し上げてきたが、時間軸は市場が経済・物価情勢と金融政策の考え方を念頭に置き自ら想定するものであって、中央銀行が直接コミットするのは適当でないと考えている。市場の適切なリスク評価のためには、一定レートがいつまでも続くという安心感を醸成させてはいけないということもある。また、現時点でも、当面、現在の低金利水準を維持するということは言えるとは思っているが、「当面」をステートメントで使い続けると、今後、「当面」とはどの程度の期間か明らかにして欲しいとか、その言葉の変更の有無を巡って混乱を生じさせる可能性があるので、そのような言い方ではなく、前回もそのつもりでいたが、今回の展望レポートの言い振りで対話していくことが望ましいと考えている。

足許の物価の下落幅が大きいいため政策対応を、との声も聞かれる。これについても何度も申し上げてきたが、金融政策は効果が出るまでに時間がかかるので、フォワード・ルッキングである必要があること、メイン・シナリオや不確実性の程度、上振れ下振れリスクを考えたいうえで、様々な政策の選択肢の費用対効果を分析し、先行きを見通しながら各時点で最適な政策を採っていること、従って、足許の物価のように想定どおりである場合には、新たな政策対応を要しないということを説明していく必要がある。他方、想定を大きく外れる蓋然性が高まれば、それに対応して機動的に政策対応を行うことも大切だと言うことも大事だと思っている。

また、3年連続の物価下落を想定しているのに、F e dなどに比べてバランスシートが拡大していないことをもって、日銀はデフレ阻止に向けた緩和努力を怠っているといったバランスシートと緩和度合いを結び付けた

意見もあった。この中央銀行のバランスシートと金融緩和の関係については、単純ではないことを今後も粘り強く丁寧に説明していく必要があると感じている。まず、日本では財政や銀行券の受払いなど当座預金を変動させる要因の振れが大きいいため、政策金利を適切に目的水準に誘導するためには、比較的大きな短期資金を資金需給に応じて機動的に調節することが必要であり、平時でもバランスシートは大きくならざるを得ない面があること、市場機能補完のための資産買い取りなど、中央銀行の肩代わりによって生じたバランスシート拡大については、市場機能回復によるプレミアムの低下に伴い民間に取引が戻れば逆にバランスシートが縮小するが、プレミアムの低下自体がそもそも金融緩和を示唆していること、最近の F e d をみると分かるように、超過準備付利もあって、たとえ膨大な超過準備が存在していても、貸出の増加やレバレッジの拡大に繋がるとは限らないこと、などを認識してもらう必要がある。

国債買入を伴う量的緩和政策を求める意見もあった。日本の政府債務残高は、2014年にGDP比245.6%に上昇するといったIMFの試算などにみられるように、OECD加盟国の中で最悪の財政状況と言われているもとので、財政再建に対する信認が確保されていない時に中央銀行がマネタイズするといった見方が台頭すると、長期金利への悪影響が無視できない。日本銀行の長期国債買入に日本銀行券発行額という上限を置いている理由についても説明し続ける必要があるであろう。

最後に、今回のQEに対する株式市場の反応やエコノミストなどの論評をみて改めて感じたことであるが、なぜ日本の市場参加者はここまで物事を悲観的に捉えるのか、という点である。最近、各国の株価が軒並み上昇する中で、日本株のパフォーマンスの悪さが話題となっている。確かに、日本株を買えない理由を探そうと思えばいくらでも探せるし、先行き不透明感の強い今、敢えて日本株に手を出す必要はないかもしれない。しかし、こうした冷めたセンチメントには、当局の情報発信もなにがしか影響を及ぼしている可能性もある。前回の金融経済懇談会でも指摘したことであるが、FOMCの2003年6月会合の議事録をみると、当時のアトランタ連

銀総裁は、「デフレについて外部で話をする際には、自己実現的なデフレ予想を醸成しないよう、細心の注意が必要だ」と指摘している。当局者がデフレだ、デフレだと繰り返せば、国民は、情報が限られた中でデフレだと感じてしまうものだと思う。無論、事実を曲げてまで楽観的な情報発信をするべきではないし、情報を発信していけないと言うつもりもないが、必要以上に慎重な物言いでマインドを冷やしているとすれば問題である。デフレとは何か、果たして今がデフレなのか、日本経済のメカニズムにおいてデフレのどこが問題なのか、などを冷静に分析し、マーケットのポジショントークや政治的な思惑などによって我々の情報発信が歪むことのないよう、留意することが重要だと思っている。以上である。

白川議長

若干議論を総括したいと思う。金融環境については、厳しさを残しつつも改善の動きが続いているという言葉で表現できるような内容であったと思う。今回のご発言のポイントは、前回発表した時限措置の扱いが市場でどのように評価されたかということであったと思うが、この点、この決定による市場への悪影響は観察されず、基本的には我々の意図が市場に正しく評価をされたということだと思う。

そう申し上げたうえで、先程、山口副総裁からも言及があったが、経団連等からCPや社債の買入れについて、必要があれば再開をして欲しいという要望があったということについての若干の感想である。発表文でも書いているし、それから私自身もパブリックな場での発言でも、金融市場の変化に即応して中央銀行として金融市場の安定に貢献していくということを中心に、しつこい位に言っている訳であるが、それは中央銀行である以上、当然の話だというふうに思っている。そう申し上げたうえで、多少違和感を感じるのは、自由主義経済を標榜する企業の集まりが、中央銀行が個別企業の信用リスクをとるような政策を採ってくれということを行うことである。中央銀行が必要な時にやらないということではなくて、それは勿論やると言っている訳であり、市場経済を守っていく総本山であっ

て欲しいという感じは、個人的にはしている。

次に、金融政策運営であるが、無担保コールレートの誘導目標については現状維持ということで、私自身もそういう意見である。それから金融政策運営のスタンスをどういう言葉で表現していくかであるが、「金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく方針である。日本銀行としては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく考えである」と、これは今回の決定会合後の発表文でも出した方が良かったというのが皆さんの意見だったと思うし、私もそういうふうに思う。前回は、時限措置の扱いを発表することで、市場に対する誤解を防ぐために、「現在の低金利水準を維持するとともに、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を通じて、きわめて緩和的な金融環境を維持していく」という文章を同時に発表した。今回は従来同様、展望レポートで示した基本的な先行きの政策運営を示していくことの方が、我々の政策方針を正しく伝えることになると思う。

また、これは前半の議論とも若干関連するが、情報発信について皆さんからご意見があった。その皆さんの意見とほぼ重なるのだが、幾つか申し上げたいと思う。まずデフレについてであるが、我が国の物価動向をみると、本年前半までの需要の落ち込みが極めて大きかっただけに、物価下落圧力がかなり長期間残存する可能性が大きいという点は、前回展望レポートで示したとおりである。こうした物価の状況をどのような言葉で表現するかについては、所詮デフレをどう定義するかという話であるから論者によって異なる訳であるが、いずれにせよ私自身は、緩やかなデフレの状況にあるという今回の政府の見解は、持続的な物価下落という定義に基づいていると理解しており、そうした物価動向の評価という点では、日本銀行が以前から示している判断と異なっていないと思う。

物価は短期的には様々な要因で変動するが、しかし、持続的に物価が下落するという状況になる場合には、基本的な原因はマクロ的な需給バランスが緩和しているということ、言い換えると、需要の弱さの結果として生

じている現象であるという理解をしっかりと持つことが大事だと思う。そういう意味では、結果であるデフレの部分だけを積み上げて、これをどうするかというのではなくて、その根本原因にどう我々自身に取り組むかということが、この問題の本質だと思う。そうした状況を改善するためには、要は設備投資や個人消費といった民間最終需要が自律的に拡大する環境を整えることが不可欠であり、言い換えると家計の将来の安心感や企業の成長期待を確保することが最も大事な課題である。どういう言葉で表現するかは別にして、これが最も大事な課題だと思う。政策当局も民間経済主体も中央銀行も、皆がそういうことを意識して努力をしていくということだと思う。この点では、日本銀行は、既に企業や家計の経済活動を金融面から支えるために極めて緩和的な金融環境を維持し、我が国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粘り強く支援していく方針であるということを示している。これからも、粘り強く支援していくということを示すことを、粘り強く言っていくということだと思う。

これに関連して厄介なのは——こういう言葉は本当はあまり使うべきではないのだけれど——、やはり誤解が多いということである。単純に中央銀行のバランスシートの大きさでもって、金融緩和姿勢を評価することは、これは誤解以外の何物でもないと思うのだが、未だにそういう見方が多いと感じている。超過準備で考えると、日本の場合は量的緩和の時に6%弱で、今回のアメリカは6%台であるから、かつての日本も、現在のアメリカも同じような超過準備を供給している訳である。しかし、そのこと自体によって物価上昇率が上がっていくということには必ずしもならず、むしろF e dの方が、これだけ出してもインフレにはならないということを示すことを、今、一生懸命言っている訳である。

量を出していくことに意味があるのは、金融システムがまさに崩壊するような不安がある時に行うことによって金融の安定を確保することにある。そしてそのことが物価の下落を防ぐうえで大いに効果がある訳である。しかし、物価を継続的に上げていくためには、先程申し上げたように需要がしっかりと増えていくような環境を作っていく、いわば成長に対する皆の

自信が湧いていくような環境を作っていくということだと思う。

それからさらに量という面からいくと、中央銀行のバランスシートはいずれにしてもインプットに当たる訳であるが、最終的に中央銀行が資金を供給して銀行がどれ位貸出をしているのかということで見ると、この1年間は日本と欧米では随分違う気がする。先程、野田委員からもあったように、今、アメリカの貸出をみていると、日本のバブル崩壊後にもなかったような急激な残高の伸びの低下が起きている訳である。この1年間の伸びの低下というのは本当に大変なものである。一方、日本のこの1年間の貸出をみると、伸び率は昨年秋以降拡大し、その後少し落ちているが、欧米とは明らかに違う。つまり、日本銀行は潤沢に資金を供給し、その結果日本では、銀行貸出の伸びが急減するという事態にはなっていない訳である。つまり、中央銀行がしっかりと支えているという感じが私にはしている。そうしたことも含めて、正しく理解してもらおう努力をしていく必要がやはりあるなど、改めて感じている。そのことを何かディフェンシブに言うというのではなくて、ポジティブに上手く伝えていきたいという気がしている。取り敢えず私の方からは以上である。

水野委員

確かに資金調達に関しては、欧米と日本とで少し動きが違っていて、専門用語ではタームアウトと呼ぶのだが、長期化ということである。資金調達の長期化という動きなのだが、欧米ではこれが起こっている。つまり、銀行貸出が落ちている上にCPの発行も落ちているので、社債の発行が増えているということである。一方日本は、去年CPで調達した部分の乗り換えを社債でやるという動きが多少出てきているが、タームアウトは欧米に比べるとそれほど目立ってはいない。これは、銀行貸出がしっかりしているという構図が、日本ではまだ確保できていることの裏返しということであると思う。

野田委員

銀行貸出は、これまでのところは彼我の感があったが、来月、再来月以降と、言い方には段々気を付けないといけない。少しフォワード・ルッキングなことも言っておかないと。日本の銀行貸出はしっかりしていると言い続けていて、そこだけピックアップされてしまったら都合が悪い。

白川議長

そういう意味で、マネタリーな現象であるという議論に対して、そうではないと説明する時に、まさに今野田委員がおっしゃったように、そこだけピックアップされて、また不毛な論争に入っていくとことがある。その意味でこの辺りはなかなか難しい。言えばそういう不毛な論争に入るし、言わなければぼわっとした感じになってしまう。注意しながら情報発信してはいるが、その点はおっしゃるとおりである。

多少感想めいた話であるが、最近、アメリカの議会では、FRBに対して非常に厳しい議論になっている。今回の経緯に至る前の過程でのFedの対応がどうであったかということについては、色々な議論は勿論あり得る訳だが、しかしリーマンの破綻の後の金融市場の収縮に対して、Fedが様々な形で最後の貸し手機能を行使したというのは、私は、これは必要であったと強く思うし、サポートもしている。しかし、ある程度落ち着いてくると、議会の方では、民主主義社会の中でFRBがこういうことをやって良いのかということで、物凄いバック・ラッシュが起きている。この状況を見て、改めて中央銀行が金融システムの安定化を図るという一番大事な仕事を果たすことを巡る、政治的な意味での様々な難しさというものを感じている。結局は、許される範囲で日本銀行のマンデートをしっかり果たしていくということであり、それが何であるのかを判断するのがこの政策委員会の役割であるが、今回のFRBをみながら、改めてそういうことを感じた。

中村委員

デフレについては、デフレという言葉のインパクトが強いだけに、どう言うかは難しいな。やはり、デフレについては中央銀行として非常に注意を払っているし、必要であれば対策をとるのだという姿勢がヒントになるかもしれない。なかなか難しいのだが。

白川議長

過去のデフレというのは、ほとんどが金融システム不安と背中合わせであった。そういう意味では、中央銀行はそういう事態にならないように、アクティブに行動するということは言っているし、実際にやっている訳である。これからもそういうことを粘り強く言っていく必要があるということだと思う。ただ、今まで言ってきて、それでもなおそういう受止め方だとすると、恐らく我々自身の言い方が説得的ではないということだろう。しかし何故そうなのか。それが分かれば、それに沿ってもっと言える訳であるが。

山口副総裁

一つは、我々が、デフレという言葉の意味合いが多様だということ、多義的だということ意識するあまり、我々から進んでデフレを語ることを避けてきている面があると思う。デフレについては、不況、あるいは資産価格の下落等々、様々な意味合いで使われている。そうした多義的な言葉を不用意に使うと、かえって議論を混乱させる。しかし、我々がデフレという言葉あまり使わないために、結果として日銀はデフレに対して鈍い感覚しか持っていないのではないかと思われているようなところがある。この点、この場で議論するほどの話かという感じはあるが、我々なりにデフレを定義しつつ、世の中に発信していく努力も、場合によっては必要かもしれない。この辺りについて何かご議論があれば聞かせて頂きたい。

亀崎委員

内閣府は二年連続で物価が下落した場合をデフレと定義していたように思うが。

津村内閣府大臣政務官

内閣府としてはそうした定義はしていない。

白川議長

それはかつてIMFが計表を作った時に、脚注においてここでデフレというのは消費者物価指数が二年連続マイナスであると定義したものである。「2000年代初頭のIMFの計表の脚注の定義を使うと」と言った方が良い。今の内閣府ということではなく、かつて内閣府がそういうことを言ったのであって、なんとなくそれが人口に膾炙しているということである。ただこれは、内閣府というよりはIMFの表の脚注が人口に膾炙しているのである。

須田委員

それ以前に、私は経済企画庁でデフレの定義に関する検討に参画したことがあるのだが、その時はそれまでと同じで、物価下落と景気の悪化の両方を合わせてデフレと定義していて、それで良いという話をしてきた。それから間もなく、IMFの定義に従うとデフレであるという言い方に変った。

亀崎委員

山口副総裁がおっしゃったような印象、つまり、デフレという言葉は色々な規定によってどうにでも使われるからということで、なんとなくデフレということのを避けているような印象は、私も持っている。こういう前提であれば、これはデフレであるということが出来るかどうか、言うかどうか。あるいは本当にデフレの定義をしっかりと作り上げるかでないと、確

かにそういう印象は拭い去れない。使いたがらないという受止め方だけをされていると、同じようなものをみながらみていないように受取られかねないので、そのところをどういうように工夫できるかという感じはする。

須田委員

私自身は、デフレという言葉はやはりあまり使いたくないと思っている。例えば、資産デフレというような使い方もあって、色々な人が色々な現象をみてデフレであると思っている時に、我々がデフレと発言したら、いくらどんな定義を前につけようが、デフレ、デフレという言葉だけが飛んでいってしまうだろう。このため私は、ここから何年の間物価は下落するであろうと、そしてそのことに対してこういう方針できちんと臨むというように、そういう想定に対して言うて行く方が良いと思う。そういうデフレマインドを醸成し、却って自己実現的にしてしまう可能性があるということが非常に気になる。

野田委員

バイで話す時は、相手の定義に乗っかって我々はこうであると言えるが、やはり広く一般的にコミュニケーションしていく時には、須田委員がおっしゃったように、言葉が独り歩きしてしまうリスクがある。デフレに対しては、それぞれの受止め方が本当にそれぞれのポジションによって…。

白川議長

違うのだな。

野田委員

然り。デフレになった方が良いと思っている人もたくさんいるし、そうでない人もいる訳である。そこはやはりマクロの観点でどうなのかという我々の立ち位置というものはっきり示すことまで考えると、なかなかデ

フレという一言で説明するというのは難しいな。

亀崎委員

しかしそのままであるとすると、いかにもデフレというのを認めないような印象が強まる。だから、例えば2年連続で物価が…。

野田委員

だからそれは認めるのであろう。敢えて認めるということならできるのだから…。

亀崎委員

いや、そこにとどまるのではなくて、例えば2年連続で物価が下落することをデフレと言うなら、我々の見方はこうだという言い方はできないだろうか。要するに、絶対的に避けているという気がするのだな。独り歩きさせないためには、そのような説明をして、それはそうなのだが私の見方はこうである、中長期的にみてこういう傾向にあるからというようにはできないか。なんとなく、デフレというのは禁句なのだ、その言葉を使うことは相当悪いことだ、というような感じがあるのだが。

白川議長

デフレは色々あるからということは、私は先程言わなかったが、勿論長く言えば言い方はある。今回の政府の見解は、縮めて言えば、持続的な物価下落という定義に基づいて緩やかなデフレの状況にあるということである。そうした物価動向の評価という点では、我々は以前からの展望レポートの評価と異なっていないということを言っている。最初に色々なことを言うと、山口副総裁がおっしゃったような印象になるかもしれない。それは確かに言い方に気をつけた方が良くと思う。

ただ、狭い物価指数に限定した場合でも——これから起こることは分からないが——、例えば二年後、三年後を考えた場合、我々が去年の夏に経

験したように、一方で資源価格がぐっと上がる、しかし財価格は下がるということになるかもしれない。そうすると、一方でこれは資源インフレだと言い、一方では、いや財のデフレだと言う議論になる可能性があり、実際これは去年起こったことである。そういう意味では、比較的狭い物の世界に限定してみても、デフレという言葉の使い方は実は大変難しい問題だと思う。

F e dの言い方をしてみると、やはりデフレーションという言葉はできるだけ避けようとして、unwelcome decline in inflation rate という、持って回った表現をしている訳である。そういう意味では、どの国でも、そういう言葉の持つ魔力というか、それに対する周到な配慮をしているという感じがしている。

ところで、私は先程政府云々と言ったが、この定義は政府自身が発表している訳ではなく、今のところ新聞で言われている話はこの意味で申し上げた。少し縮めて言ったが、あくまでも 2000 年代の初頭に内閣府が定義したデフレの定義がそうであるという話である。そこはまた後からご発言があるかもしれないが、誤解のないようにお願いしたい。

山口副総裁

須田委員がおっしゃったデフレが自己実現的だという点についてだが、自己実現させないために、デフレという言葉は一切使わないことが効果的なかどうかは、良く分からない。

須田委員

物価安定を維持することが大事だということを言い続けていくことが主眼である。デフレの定義もあるが、特にデフレ・スパイラルの懸念とかと言った場合の、その懸念のようなことが出てくると、マインドに非常に大きな悪影響を与えると思う。

物価が下落していても、それがマイルドな形で持続し、かつ景気が非常に良いと言うのであれば、逆にそれは以前の「良い物価下落」ということ

もあり得る訳である。人々に不安を生じさせるようなことが、非常に気になるのである。

白川議長

かつて、プラザ合意の後で急激に円高が進行した時に、円高デフレという表現がよく使われた。その時は、別に物価が下がるという意味での円高デフレではなくて、要するに円高によって景気が悪いということを円高デフレと言っていた。その当時は、デフレというのとはどちらかというところと景気が悪いことを表現していたが、その後景気低迷と物価下落がミックスする状況がデフレであるとも言い、それから先程の消費者物価指数に限定して定義するというものもある。事実として色々なところで色々な使い方をされているというのが、コミュニケーションがやりにくい最大の原因だと思う。

野田委員

それと厄介なのは、同じ人が言っているにも、シチュエーションによってデフレと言っても、全然違うことを言っていることが大いにある。私は何回も経験している。

中村委員

デフレ・スパイラルが問題だということであるな。

白川議長

整理としてはそうである。ただ、デフレ・スパイラルが問題だという言い方についても、私自身、世の中の反応をみていると、デフレは構わないがスパイラルはいけないのだというふうに受け止められているのかなと思う。そうすると、デフレ・スパイラルという言葉も、誤解を招いている面があるかもしれない。ただ、これはどの言葉を使ってもそうであるから、ある程度宿命的なものではある。

須田委員

もっと言えば、政策として、インフレが高くならないようにしっかり対応することが大事なのである。それが上手く対応できないと却ってデフレになってしまう。その意味では、我々は前からしっかりとツールを持っていると思う。ただ、いざ本当にデフレになってしまった時、我々はどのような金融政策ができるかということを考えると、やはりかつてのことを考えると、マネー、リザーブを我々から銀行にどんどん出していくということになる。それは景気が悪い時には全然動かないお金である訳で、そのままであるが、いざ何か有効需要が出てきた時の変化の速さは凄い訳である。従って、我々は常に金融緩和の効果がない場面と急にインフレになってしまう場面という非連続なところを考えているのであるが、そうした中で、インフレになるということを意識するとまだデフレなのに何を言うかと言われる。このためデフレのところから上手くインフレをコントロールするのは非常に難しい。そこも、もし自分達がきちんとコントロールできるという自信があるならば、しっかり対応していくと言えるのだが、非連続的なところでどうコントロールするのも決して簡単ではない。

白川議長

それは今まさにF e dが直面している問題の一つだと思う。F e dの中では、物価上昇率の下落を心配する人の方が多いと思うが、その一方で、バランスシートの拡大はインフレにはならないということを一生懸命言っている訳である。多分、須田委員がおっしゃった非連続なポイントがあることをやはり意識しているのだと思う。特にアメリカのように対外純債務を大きく抱えている国では、ことのほかそうだろうと思う。

水野委員

企業の成長期待を確保していくことが大事だという意味では、デフレは良くないという話であると思う。日本の場合、少し心配なのは——敢えて

デフレの定義を曖昧にしながら言うが——、インフレ期待が下がってきている、あるいはデフレ期待が強まっている、そしてそれが定着しつつあるということである。アメリカでは多分インフレ期待がまだあってF e dの中でもビューが割れているのだが、日本の場合は、これだけ賃金が下がってくると、あるいは企業収益がこれだけ悪いということであると、国民の中で期待インフレ率が少しずつ下がってきているということは認めざるを得ない部分がある。そしてその中で、物価の下落に対しては前よりもセンシティブになってきているということではないか。従って、我々もそういうことを踏まえて発言を少しずつ変えていかないと、誤解をより受けやすくなる。以前、外から日銀をみていた頃、良いデフレと悪いデフレの議論があって、当時雨宮企画課長の頃だったと思うが、日銀では非常に悩まれているとお聞きしたことがあり、日本銀行の仕事は大変だと思ったことがあった。その後自分が日本銀行の中に入ると思っていなかったが。その時目にしたのは、マスコミ、あるいは市場参加者も含めた国民は、局面局面で非常に変わってしまうということである。今はどういう局面かをまず踏まえて、少しずつ我々も変えていかないといけない。現在は、賃金の下落が大きいと思うが、デフレというマインドがもうかなりのところまで来ているし、あるいは企業にとっては円高に対する懸念が少し高まってきている局面かなという感じはする。

須田委員

水野委員の話の中で、賃金の下落について触れられていたが、賃金といっても要は時間なのである。今はまだ時間給が下がっているということでない。水準でみると、そこは本当に横這いなのである。資源価格の上昇で物価は上がったかもしれないが、時間当たり賃金の変化がゼロで、物価水準は元に戻ってきていて、非常に安定しているということになる。変化率でみると、上がったたり下がったりというようにみえるかもしれないが、ゼロインフレで期待が安定し過ぎているというのが私の印象である。賃金の話をする時も、全体ではなくて、サービス価格にも影響するという意味

で時間当たりの賃金をみることも重要であろう。勿論それが下がっていくというのであれば問題だが、今のところはまだ安定的に維持されているのではないかと思っている。

亀崎委員

須田委員のおっしゃったことを数字でみると、2005 年を 100 とすると、今は 100.2 である。2008 年 8 月がピークで 102.6 となっているが、これは石油がバーンと上がったからである。そういう意味では、おっしゃるように非常に安定しているのであって、これだけみると上昇した去年の 8 月～9 月が異常であって、今は 2005 年と同じようなところであって、そこから下がってきている訳ではないと。昨年からみると少し落ちてきてはいるが、2005 年と比べるとほとんど同じというか、それより上にある。

須田委員

勿論、気をつけなくてはいけないという意識はあるが、やはり変化率でだけでみていると。

亀崎委員

それはある。

野田委員

先程、水野委員が話していたインフレ予想とか期待とか、デフレ期待ということなのだが、やはりその言葉自体も、我々としては使い方に気をつけなくてはならない。仮にも、我々がデフレ期待なんていう言葉は使えないだろう。だからこそ、今回の展望レポートから予想物価上昇率という言葉を使った。そういうことを考えると、変に誤解を招かないように、ここはかなり正確に言葉を使っていくところなのだろう。

水野委員

言葉を大事にするということは、重要なことである。

野田委員

この中で議論している分には、前後の文脈できちんと理解されるのだが、外へ向けて話す時には必ずしもそうはいかないと思う。私自身も、何と云うか、何回か誤解を受けたことがあるので引き続き注意したいと思う。

水野委員

そうだな。

西村副総裁

一つ説明したいのは、マクロでは物価が安定していてほとんどゼロだということであるが、それぞれの企業毎にみると、物価が上がっている企業と下がっている企業があつて、恐らくそのうちの比重をみると、物価が下がっている企業の方が多分大きいだろう。そこから考えると、仮に大企業物価と中小企業物価というものに分けるとすると、恐らく中小企業物価の方がかなり下がっていると思う。そうすると、中小企業に雇用されている人の方が大きいので、下落という部分に関しての実感がより大きく出てくる訳である。我々はマクロでみがちなのだが、ミクロに関してのそういった見方というのにも考えなければならない。

同時に、経済活動が非常に大きく変化している時は、相対価格が変化していかなければならないのだが、変化する時にどちらの方が変化しやすいかを考えると、一般にはある程度のインフレ的な状況がある方が物価の動きがあるので、価格の調整は楽である。従って、そういうことから考えると、完全にゼロの状態が本当に望ましいかどうかというと、やはりそれはちょっと望ましくないだろうということになると思う。

水野委員

中長期的な物価安定の理解では概ね 1%ということを行っているので、それと平仄が取れている。

西村副総裁

だから、そこからしても現在の全くゼロということに関して言うならば、それは若干低過ぎるということだと思う。

もう一つ申し上げると、デット・デフレーションということがあって、これは確りと定義されている言葉である。先程言ったように、中小企業のように販売価格が下がっている部分の方が大きいとすると、この辺りに対して非常に大きな影響を与えてくる形になるから、この点についてもやはり考える必要があると思う。実は、ここが現在の経済状況にかなり大きな比重を持ってきているということについては、考えざるを得ないと思っている。

山口副総裁

要するに、一番の問題は、我々はかつてデフレと言う言葉を使ったことがあるということである。デフレ懸念が払拭されるまで、と言ったり、デフレを克服するため、という表現で使ったことがある。それ以降はあまり使わないようにしているが、このことが人々との間のコミュニケーションを難しくしている面があるのではないか。今、ここで結論を出すことではないが、我々がデフレ・スパイラルに陥らないように最大限努力するということ自体、それだけで十分なのか、という話になってしまう。やはり我々の表現というか言葉遣いというか、その辺りはよくよく考えておかなければいけないという気がする。

水野委員

時間軸効果は今自然に醸成されているから良いのだろうが、おっしゃるとおり、時間軸効果を強める必要があった時に使った訳である。

須田委員

デフレ懸念というのは、デフレ・スパイラル懸念だったということだろうか。

白川議長

当時私は金融政策のラインではなかったのですが、決定会合の場での議論は知らないが、恐らく、当時念頭においたロジックはデフレ・スパイラルであったと思う。それをデフレ懸念が払拭するまで、ということを使ったと思う。そのデフレという言葉が、その後どういうふうに使われていくのかという経緯をずっとみたうえで、デフレという言葉の持つ魔力は金融政策の最終的な目標にとって必ずしも良くないという反省がある。それで今我々が使っているのは、できるだけ日本銀行の法律の規定に沿って、物価安定のもとでの持続的な経済の成長とか、物価安定のもとでの健全な国民経済の発展という、そういう言葉にしている。取り敢えずデフレという言葉を使い、平たく言えば、デフレから脱却するという言葉で良い時であっても、人によってデフレという言葉は様々に理解されるという反省に立って、我々は物価安定のもとでの持続的経済の成長の実現という言葉にしている。これは、なかなかアピール力がないという面もあるが、多分そういうことだろうと思う。

野田委員

かつて使ったのだが、デフレ・スパイラル、つまり我々が言っていたデフレには至らなかったという経験ないしは実績を経て、今で言うデフレに直面している訳であるから、そこはやはり変化があった訳だな。

山口副総裁

あった。

野田委員

ただ、それがそのままストレートに繋がっているということではないということだな。

山口副総裁

私は、デフレという言葉を使え、と懲憑している訳ではない。

野田委員

その議論はしておく必要があると思う。仮にそういう指摘があったとすれば。

山口副総裁

私の言っていることは非常に単純である。インフレという言葉については割と頻繁に使う一方で、デフレという言葉になると、非対称的に非常に用心深くなっている。ここところが市場からどう受け止められるのかということである。この点についてのコミュニケーションが大事だということとを共有できるのであれば、しっかり考えておかないと具合が悪いかもしれないということである。

白川議長

そこは本当に、粘り強く情報発信をすることは勿論必要である。ただ従来と同じように発信しても、なかなか上手く浸透しないだろう。そういう意味で、先程来議論していることは、私は非常に有用だと思っている。

先程、話に出たインフレという言葉であるが、実は私はほとんど使っていない。過去のスピーチや記者会見で、インフレという言葉は——勿論質問に応じて言うことはあるが——全然使っていない。それは、今のこの環境の中ではインフレという言葉は多少違和感があると感じているからである。そういう意味で、例えば物価安定の基盤が崩れるとか、そういった言い方にできるだけしている。ある言葉が、自分が意識、意図しないよう

な結果を生むことになりはしないかすごく考えている。だから自分自身は、インフレという言葉もデフレという言葉も、実はできるだけ使わないようにしている。物価安定という言葉を使って、文脈に応じてそれを分かりやすく言うことにしている。擦り込まれているイメージというのがやはりあるのだから、何か工夫をしないといけないと思っている。

中村委員

世の中はやはりデフレということをもっと気楽にと言ったら語弊があるかもしれないが、実際使うから。

白川議長

今はそうだな。

水野委員

国民はやはり名目の世界でものをみている。また政府にとっても、名目GDPがマイナスであると税収が増えていかないという問題があるから、政府が我々以上に気にするのは当たり前な環境であると思う。今がどういう環境なのかを理解したうえでやられているということは、私は分かっているつもりだが、その気持ちまで理解されるかどうかは別である。

白川議長

別だな。

野田委員

一部繰り返しになるが、やはりデフレという言葉が色々な意味で使われているということが事実であるという認識であるとする、いずれにしても我々としてデフレという言葉を使う時は、極めて細心の注意を払う必要があるということであるな。

白川議長

然り。それは先程来の議論を通じて、勿論その場その場の状況はあるが、恐らく皆さんの間での合意事項となると思う。

西村副総裁

細心の意図で使うということは、勿論それはそうなのだが、そもそもデフレについてどう考えるか、定義をどういうふうにするかということについて、ある程度この中で考えておく必要があると思う。私は単純に、持続的な物価の下落という定義とするならば、一般的にどういう意味で使うかは別としてそれで良いと。我々は少なくともそういうものをデフレとみていると定義することで、言葉の定義だからそれで良いように思うのだが。

白川議長

ただ繰り返しになるが、その場合には物価というものが何なのかという点が問題となる。CPIなのか、あるいは商品市況も含むもう少し広い概念なのか。また、下げがどの程度であれば該当するのかという問題もある。日本の戦後をみても、物価上昇率がマイナスという時期自体は幾つかある。昭和20年代もあるし、その後もある訳である。どの程度の幅であればデフレかと、定義する場合には実はそういった問題もあるのだろうと思う。

亀崎委員

世の中は、実は日本銀行というのはここまで深く考えていて、そのうえでやはりデフレという言葉は使いにくいと判断しているとは受取っていないと思う。知らないのである。そして、デフレというと何か悪いことだと考えている、要するに使うことを避けているのだと受止めている。何故日本銀行はそんなに強気なのか、同じものをみているのに違うことを言っていると、そういうふうにしにしか受取らないのだ。

デフレと言うと我々が意図していないように取られる危険があるという話であったが、逆に言えば、皆、そのように深く考えて受止めていない

のではないか。デフレと何故使わないのだろうか。むしろそのところのリスクの方が大きいと思う。だから、何も言わないというのはおかしいと申し上げている。デフレという言葉を使うのなら、先程おっしゃったように、もう少しこういうことでデフレなのだということに。デフレという言葉正面から使いたくないのなら、そういうことをやはり言うしかない。そうでないと、何となく避けているとか、強気だなということに思われ続けることになると思う。

須田委員

強気ではない。3年間、物価上昇率はマイナスという見通しを既に出している。

亀崎委員

いや、だから何故デフレという言葉を使わないのかと。普通の方は、やはり避けているなどと思う訳である。

須田委員

それは、誤解を…。

亀崎委員

だから説明しないとイケない。

須田委員

それは、誤解を生みかねない、だから使わないと言うと理解してもらえらると思う。

亀崎委員

だからそれでは、逃げているなど思われるのである。

白川議長

別に使わないとは言っていないで、デフレの定義は様々あるということを行っている。私が先程言ったのは、消費者物価指数で定義するならば、現在は継続的に物価が下落していて、それは我々の判断とは違わないということを行っている訳である。ただ、デフレという言葉で定義しないで使っていくと、それはやはり混乱を招く。我々自身がどうみられているかも大事だが、一方で、最終的に経済自体をしっかりとさせていくことが目標である訳だから、やはり目標は何かということもしっかり見据えたうえで情報発信であるべきだろうと思っている。

他にご意見はないか。ないようであれば、政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に財務省野田佳彦副大臣からよろしく願います。

野田財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、景気は、持ち直してきているが、自律性に乏しく、失業率が高水準になるなど依然として厳しい状況にある。また、先行きについても、雇用情勢の一層の悪化や海外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。また、物価動向についても、長期間に亘って物価上昇率がマイナスになると見込まれるなど、先般の展望レポートにおいて、日本銀行自らが厳しい見通しを示されたところである。

政府としては、現下の経済・雇用情勢を踏まえ、景気の下支えを図るための経済対策を取り纏めることとした。

日本銀行におかれては、以上のような経済認識や政府の対応を十分踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、津村啓介内閣府大臣政務官願います。

津村内閣府大臣政務官

16日月曜日に公表した7～9月期のGDP1次速報は、実質成長率は前期比年率+4.8%、名目成長率は同-0.3%となった。今回のQEは、景気の持ち直しの動きを反映したものであるが、我が国の経済は依然として厳しい状況にあることに変わりない。また、先行きについては、雇用情勢の一層の悪化や海外経済の下振れ懸念などのリスクに留意する必要がある。政府としては、こうした厳しい経済情勢を踏まえ、緊急雇用対策を推進するとともに、雇用・環境等について迅速かつ重点的な取組みを行い、景気の下支えを図るための経済対策を取り纏めていく。今回のQEでは、名目GDP成長率が2四半期連続して実質GDP成長率を前期比1%ポイント以上下回り、名実逆転が続いている。また、大幅な需給ギャップが続いていることから、この先も物価下落が続く見込みである。こうしたことから、デフレ的な状況に入りつつあるのではないかと考えている。デフレは、日本経済の安定性にとっての重要なリスク要因であると考えている。日本銀行におかれては、こうした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。また、物価安定のもとでの持続的な成長を達成する中長期的な道筋について、国民や市場に丁寧に説明していくことが重要と考える。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは、お配りした議案を読み上げる。一枚目が調節方針、二枚目が対外公表文である。公表文の方は、今回展望レポート後ということで大幅に文章が変わっているの、見え消し版は付けていない。それでは一枚目の調節方針である。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

二枚目、対外公表文である。今申し上げたとおり見え消しを付けていないので、読み上げた後、若干変更点等についてご説明申し上げたいと思う。

「2009年11月20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. わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している。すなわち、公共投資が振れを伴いつつも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改善、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。設備投資は、厳しい収益状況などを背景に減少を続けてきたが、最近では下げ止まりつつある。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している。この間、金融環境をみると、厳しさを残しつつも、改善の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、下落している。3. 先行きの中心的な見通しとしては、2010年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。その後は、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられるため、わが国の成長率も徐々に高まってくるとみられる。物価面では、中長期的な

予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、石油製品価格などの影響が薄れていくため、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比下落幅は縮小していくと考えられる。4. リスク要因をみると、景気については、新興国・資源国の経済情勢など上振れ要因がある一方で、米欧のバランスシート調整の帰趨や企業の中長期的な成長期待の動向など、一頃に比べれば低下したとはいえ、依然として下振れリスクがある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。5. 金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく方針である。日本銀行としては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく考えである。以上。」である。

まず 2. の現状判断であるが、一行目の総括判断は、昨日から今日のご議論を踏まえ、昨日月報でご提示したものは「内外における各種対策の効果などから持ち直している」ということであったが、ここに「国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの」として、回復のメカニズムを含めても慎重に判断しているという意味合いを付け加えさせて頂いている。それから二行目であるが、「公共投資が振れを伴いつつも」とあるが、このうち「振れを伴いつつ」という部分は今回入れた部分である。それから五行目の設備投資であるが、これまでの「減少ペースは緩やかになってきている」という表現を「最近では下げ止まりつつある」と変えている。それからその下の個人消費であるが、現状判断は、これまでの「弱めの動きが続いている」から、「各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している」としている。さらにその下の、金融環境であるが、前月までは「改善の動きが広がっている」という判断であったが、今回これを「続いている」という表現に変えている。その二行下、物価の最後の部分であるが、前月までは「下落幅が拡大している」という表現だったが、下落幅が若干縮まり始めているので、ここは「下落している」という表現に変えている。3 パラグラフ以降は、基本的には前回の展望レポートを要約して纏めたも

のであるが、一点、西村副総裁からご指摘頂いたことであるが、展望レポートをそのまま要約すると「先行きの中心的な見通しとしては」の次に、持ち直しが続くといった文章が入るのだが、この短いステートメントの中では、先程のご議論を踏まえても、当面このペースは緩やかなものになるというのがメイン・メッセージと考え、それを入れるのをやめてこういう表現にしているということである。リスク要因、それと金融政策運営の表現は、展望レポートと基本的に変わっていない。以上である。

白川議長

ご意見はないか。

雨宮企画局長

宜しければ、ステートメント以外で一つ申し上げたい。月報の方の表現であるが、昨日若干ご議論のあった個人消費の件である。現状は、このステートメントということであるが、先行きの表現については、月報の中では「持ち直し基調が続く」という表現だったが、確かに基調という言葉は少し強いとも考えられる。ただ、一応来年の初め位までは持ち直しの動きが続くだろうということで、この基調という言葉を考え直して、「持ち直しの動きが続く」といったような表現に執行部の方で変えさせて頂きたいと考えている。ステートメントの方は影響ない。以上である。

白川議長

発表文についてはないか。それでは、議長提案の最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、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、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

中曾理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。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。

VI. 議事要旨（10月30日開催分）及び2009年7月～2010年6月金融政策決定会合の開催予定日等の変更の承認

白川議長

最後に、10月30日に開催された決定会合の議事要旨及び2009年7月～2010年6月の決定会合の開催予定日等の変更について、一括してお諮りする。既に両方ともお配りしているが、ご異議はないか。それでは採決に入りたいと思う。

[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。いずれの案件についても、賛成 8、全員一致である。

白川議長

議事要旨及び日程はいずれも原案とおりに承認された。議事要旨については 26 日木曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。また、日程の変更については、本日の会合終了後速やかに公表することとする。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、12 月 17、18 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取

扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆さんにおかれては、厳正な機密管理をお願いする。それから本日は、水野審議委員の最後の決定会合である。長い間の決定会合へのご貢献に感謝する。それで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12時35分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時35分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時30分閉会)

以 上