

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年12月17日（14:00～16:27）

12月18日（9:00～12:08）

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）
野田忠男（ 〃 ）
中村清次（ 〃 ）
亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	香川俊介	大臣官房総括審議官
内閣府	梅溪健児	大臣官房審議官（経済財政運営担当）（17日）
	津村啓介	内閣府大臣政務官（18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	中村康治
企画局企画役	奥野聡雄

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、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の取り纏めと採決、五番目に 11 月 19、20 日開催分の決定会合の議事要旨の承認、最後に 2010 年 1 月から 12 月までの金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。

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する。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料一、2）

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。最初に金融調節と金融・為替市場動向についてお願いする。

外山金融市場局長

それでは、お手許の資料に即してご説明申し上げたい。まず、図表 1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）であるが、臨時決定会合以降は 0.091～0.113%と、概ね誘導目標水準近傍で推移しているが、本行の資金供給量が増加するにつれて、低下しやすい地合いになってきている。すな

わち、オーバーナイト取引が細る中で、生保や投信等、補完当座預金制度非適用先が資金を出し切れずに0.1%を下回るレートでのビッドにギブンするケースが目立ってきている。これらの先の中には、無担保コールターム物やレポ市場での資金放出を図る動きもみられるが、これも無担コール市場オーバーナイト取引の減少に拍車をかけている。また有担保コール市場では、短資ブローキングのオーバーナイトレートが0.08%から0.07%に低下している。準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は、臨時決定会合以降、
から
へと徐々に水準を切り上げて推移した後、固定金利型共通担保オペのスタートとなる14日には一段と増加して、
まで増加した。12月積み期——16日スタートであるが——は
でスタートした。

図表1-2、日銀当座預金の保有状況であるが、臨時決定会合以降、暫くの間は増加した当座預金が、短資会社や一部系統、証券に溜まる流れが続いていたが、次第に準預先についてもレートが低下する中で、資金をコール市場やレポ市場で放出できずにそのまま抱える展開が目立ってきている。中でも都銀は、なお積み進捗をコントロールしようという姿勢にはあるが、預貸ポジションが上振れた当日に資金を放出することができずに、結局、前積み期には一部都銀が最終日を待たずに積みを完了してしまっ

図表1-3、短期金利であるが、GCレポ・レート（スポネ物）は、臨時決定会合以降の本行の調節方針を巡る思惑が揺らいで、数日間は0.10~0.13%の間を上下したが、次第に目線が定まって、足許は0.11~0.12%程度で推移している。すなわち、臨時決定会合を受け、固定金利型共通担保オペの実施に先立って、ターム物金利の低下を促すことを企図し、12月2日にスポネ物国債買現先を直近の8,000億円から2.5兆円に引き上げてオファーしたが、これによりレポ・レートは0.11%まで急低下した。しかし、12月4日には、第一に、本行が前日より国債買現先オペを2兆円に減額させたこと、第二に、一部系統が付利水準引き下げに伴う傘下金

融機関の預金引出しに備え、レポ市場での流動性確保に乗り出したこと、第三に、短国価格の上昇時に投資家の利益確定売りが嵩み、証券会社の在庫が重くなっていたことなどが相俟って、レートが日中 0.18%にまで急上昇した。これに対し 12 月 7 日に本行が国債買現先を 3 兆円にまで引き上げた。これが市場に安心感をもたらし、レポ・レートは 0.11~0.12%に再び下落した。このように本行は買現先による資金供給量を機動的に変更しつつ、レートの低位安定と市場の機能確保の両立を図ってきている。足許の水準では、先日付で資金を放出しようとする動きも限界的にみられてはいるが、目線が合わないとしてそのまま資金を抱える先も多く、本行の資金供給への依存度が確実に高まってきている状況である。

図表 1-4 と 1-5、無担コール市場の残高であるが、臨時決定会合以降、オーバーナイト取引が明確に減少してきている。特に、都銀による調達が少ない日には、これまで 2~3bp は乗せないで調達できなかつたような証券会社や外銀も 0.1%を下回るようなビッドを提示するといったことにみられるように、板の様相が大きく変わってきている。一方、ターム物取引については、レートが低下する中で、地銀、系統に加え、信金、損保等が年末越えの取引に積極的に応じていることからやや盛り返している。もっとも、ドバイ・ショックもあり、外銀に対するクレジット・ラインの再設定は滞った状況が続いている。

図表 1-6、オペの実施状況をご覧頂く。先程レポ市場について述べたように、臨時決定会合以降、ターム物金利の目線が定まるまでやや時間を要したが、足許では、本行が市場機能を完全には封殺しない限度において資金を潤沢に供給し、ターム物金利のできる限りの低下を促していることから、共通担保オペは概ね 0.10%での低按分ないし 0.11%での高按分程度で落札されている。共通担保オペの中で、1 日にオファーした T+1 ベースの共通担保オペが大幅な未達となったことを受けて、2 日には約 1 年振りに即日オペを実施したが、0.10%未満での応札を不採用としたことから、若干の未達となった。臨時決定会合で導入した固定金利型共通担保オペは、最初に 10 日、それから昨日 16 日に実施した。証券、都銀、信託等がこぞっ

て応札したことから、応札倍率はいずれも約8倍ということになった。按分率もそれぞれ12.2%、11.8%とほぼ同じような率となった。また3日には、年末スタートの末初オペを実施して、決定レートが0.10%となったほか、11日には年度末越えとなる4か月物のオペを実施したところ、これも決定レートが0.10%で決まった。国債買現先オペについては、先に触れたように、1.8兆～3.5兆円でオファーしている。スポネ物についてはそういう金額でオファーして0.10～0.12%で落札されている。3.5兆円というのは本日のオファーである。1週間物はコンスタントに毎日6,000億円でオファーして、これも0.10～0.12%で落札されている。CP等買現先オペについては、引き続き週2回オファーしているが、11月26日に落札レートが0.11%に上昇して以降は、全て0.10%で落札されている。CP等買入オペについては、応札ゼロが続いていて足許の残高もついにゼロになっている。社債買入オペについては、12月7日に最後のオファーを行った。落札額は低調で、32億円ということにとどまった。足許の残高は2,300億円弱まで低下しており、今後も徐々に減少していく見込みである。もっとも、最終的に残高がなくなるのは、来年の12月ということになっている。米ドル資金供給オペについては、12月1日のオファーに対しては応札はゼロであったが、15日オファー分については5億4,500万ドルの応札がみられ、3億ドルの増額ロールオーバーとなった。企業金融支援特別オペについては、12月8日、14日にオファーしたが、全体として減額ロールオーバーとなり、残高が7兆円を僅かながら上回るというところまで低下した。

図表の1-8、本行の受入担保残高の推移であるが、11月末の計数は106.1兆円ということで、前月末比5.2兆円増加した。民間債務の受入は前月末比微増となった。

今後のオペ運営について概略申し上げておく。政策委員会から頂いているマンデートであるが、第一に、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移させる、第二に、流動性を巡る懸念が金融機関行動の制約にならないよう潤沢に資金を供給し、やや長めの金利のさらなる低下

を促すということであって、こういった二つの目的を追求していくことが基本となる。すなわち、資金供給量を拡大していくとターム物のレートは低下するが、同時に、都銀によるコール市場での調達必要性が薄れてくると、コール市場はさらに機能低下し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は0.1%を大きく下回ってしまう懸念がある。またターム物のレートにしても、実質上の下限である0.10%に張り付き、イールドが完全にフラット化してしまうと、レポ市場やターム物コール市場での資金の出し手がいなくなり、市場機能が大きく損なわれてしまうことにもなりかねない。従って二つの目的を追求するにあたっては、市場における資金の出し手を確保し、市場機能を完全に封殺しないという点にも引き続き配慮していきたいと考えている。都銀が積み進捗を引き続きコントロールしようとするかどうかの一つの鍵になるものと考えている。当面、資金需要が高まる年末にかけては、週1回、8,000億円の固定金利方式共通担保オペを、従来の週2回の長めの共通担保オペに追加する形でオファーして、準預残高、当預残高を積み上げていくという運営でも大きな支障は出ないと見込まれる。ただし、年明け後は今申し上げたような条件を満たすよう市場と対話しつつ、資金供給を機動的に行っていこうと考えている。固定金利方式の共通担保オペを毎週1回実施し、3月に残高が10兆円に積み上がることになるほか、企業金融支援特別オペも3月まではほぼ毎週実施していくことになるため、他のオペと併せて資金供給量が多くなり過ぎ、申し上げた条件を満たされないような場合には、長めの金利入札方式共通担保オペや国債現先オペ等を減額する、あるいは間引くといったような調整を行うこととなろうと考える。ただし、調整を行う際にはレートの落ち着き状況を確認しつつ行うこととし、本行が潤沢に資金を供給する姿勢が市場の目からみて崩れないようにしていきたいと考えている。レートの低下につれて各市場における、出し手の目線がどの程度低下するのか、あるいは資金を他の運用先に振り向けてしまうことになるのかといったことが事前にはなかなか見通しづらいため、予め当預残高や準預残高の目安は設けずに運営していく。

次に、マーケットの状況について、ご説明申し上げます。図表 2-1、ターム物レートであるが、臨時決定会合を受けて大きく低下している。中でも、T I B O R が 12 月 1 日の水準から比べると、昨日までちょうど 5bp 低下している。さらに短国のレートも大きく下がっていることと、それから 3 か月から 1 年にかけてのイールドもほぼフラットになってきていることがみて取れる。一方、ユーロ円のレートであるが、捗々しくは下がってはいない。ビッド・アスク・スプレッドが大きく開いたまま、出合いがほとんどみられない中での動きということであるが、あまり大きく下がっていない背景には、ドバイ・ショック等もあって、外銀に対する見方がなかなか改まらない中で、そのプレミアムをなかなか落とそうとしない姿勢もあるとみている。

図表 2-2、C P の発行レートであるが、ほぼ低位横這いである。個別銘柄でみると、決定会合以降やや低下はしている一方で、ドバイ・ショックを受けて、建設がやや上昇している動きもみられている。

図表 2-4、T I B O R、L I B O R 及びユーロ円レートの実勢レートを比較しているが、ご覧頂けるように、T I B O R については、着実に低下をしている。それから実勢レートであるユーロ円レートは、若干下がった。L I B O R については、低下はしているが、T I B O R ほどではない。これについても、欧州の銀行のリスクが意識されている可能性があるともみている。

図表 2-6、長期金利であるが、まず、欧米のレートをみていくと、米国で、ドバイ・ショック懸念の後退あるいは雇用統計、F O M C で景況感が良いということが確認されたこと等から、長期金利は上昇してきている。一方、欧州であるが、これまで米欧の金利が比較的パラレルに動いてきたのだが、ここにきて、ほぼ横這いの推移になっている。ここにはドイツ国債のレートを出しているが、スペインやギリシャの財政悪化懸念から、こういった国債を売って、ドイツ国債を買うといった動きもあって、ドイツ国債については、ほぼ横這いになっている。日本であるが、短中期ゾーンは、臨時決定会合での金融緩和を受けて低下している。一方、長期ゾーン

は、臨時決定会合が開催されることがアナウンスされた時に、決定内容が長国の買入額を増加するのではないかといった思惑が流れたことで、一旦、1.2%を切るところまで進んだが、実際の決定内容を見て、目算が狂ったということで上昇した。国債の増発懸念はなお現存しているが、さらなる金融緩和への思惑といったものもマーケットにはあって、当面は狭いレンジでの推移が見込まれている。一部の都銀が、この間入札を中心に、積極的にリスク量を積み増しているといった動きも出始めているところである。

図表 2-9、社債流通利回りの対国債スプレッドであるが、米国については、ドバイ・ショックが落ち着いて、再び緩やかな縮小に向かっている。日本については、低格付け銘柄については、物色が続いて緩やかにタイト化している。グラフで大きく跳ね上がっているように見えるのは、プロミスがA格からBBB格へ遷移したことによって、その二つの格付けのグラフが動いたもので、これを均してみると、緩やかにタイト化ということである。一方、高格付け銘柄は、金利の低下あるいはスプレッドの縮小、さらに11月下旬にかけての株価下落を受けた換金売りといったようなことがあって、11月下旬から12月上旬にかけて、投資家の購入姿勢が幾分後退したといった現象がみられた。ただ足許は再び落ち着いてきている。CDSのプレミアムについては大きな変化はない。

株式相場であるが、国内の株価については、決定会合を受けて大きく反転している。この間の為替の円高の修正も、株価の上昇に寄与している。米国の株価であるが、ドバイ・ショックの影響が軽微であったこと、それから直近ではFOMCによって比較的景気の強さが確認されたといったことも、ある程度材料となって緩やかに上がってきている展開である。欧州であるが、ドバイ・ショックの影響が欧州には比較的効いている。特に、金融株を中心にやや軟調といった展開になっている。

主体別売買動向であるが、今申し上げたように、日本株が大きく上昇してきたということで、外国人が久々に大きく買い越しているのが数字の上でも裏付けられている。

為替相場の動向であるが、主要通貨について、まず名目実効為替レートをみると、ドルであるが、リスク・アペタイトが後退したこと、それから長期金利がやや上昇してきているといったことで、ドルが買われるという展開である。一方、ユーロであるが、リスク・アペタイトの後退によって売られる、またはギリシャ、スペイン等の財政悪化懸念ということも手伝って、ユーロは下落してきている。この間、円は大きく上下しているが、決定会合を受けて、基本的には円高が修正されてきた。90 円台になってきたところで輸出勢がドル売りに入った、あるいは直近に予定されている金融機関の増資に関する円買いのフローといったこともあって、やや円高に戻すというような局面もあったが、足許は 90 円内外で動いている。それをドル/円、ユーロ/円、ユーロ/ドルで引き直すと、上のようなグラフになってきているということであって、ドル/円については円高の流れは一応修正されて、揉み合いで動いている。それからユーロ/円については、ユーロ安の方向になっている、すなわち当初は円安が効いていた展開であったが、その後はユーロ安が効いている。それからユーロ/ドルについては、ドル高ユーロ安の動きになっている。

クロス円取引についてであるが、これも円安が大きく効いて上昇した局面もあったが、全体としては概ね軟調といった展開である。外為証拠金取引については、逆張りの動きの中での動きということである。為替の先行きについての見方であるが、当面はクリスマス休暇ということもあって、閑散とした商い、レンジの中での推移ということである。輸出勢の手当てが一通り終わったことで、90 円での壁は、かつてよりは薄くなっていると思う。一方で、85 円を一旦つけてしまったということで、そこに並んでいたトリガーも消滅してしまっている。年明け以降は、底流にはドル安ということがあるので、緩やかにドル安に向かっていくのではないかといった見方が主体的であった。

最後に、図表 2-16、エマージング、コモディティの動向であるが、エマージング通貨は、ドルが戻す中で、概ね下落しているが、中でも東欧とか北欧通貨の下落幅が大きい。北欧は、エマージングというよりも先進国

であるが、世界の通貨の中で、そういった通貨の下落幅が大きいということである。コモディティ価格は、足許、調整局面になってきている。ドル高を反映したものだと思う。私の方からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

野田委員

短期金融市場の市場参加者の日銀の調節方針に対する理解は大分進んできているのだろうと思うが、目線というのは、一頃に比べて定まってきたという理解で宜しいか。

外山金融市場局長

決定内容自体がファシリティを新たに創設するという事で、レートを変えるとといったようなことではなく、日本銀行がそれによってどの程度のレートの低下を期待しているのかについて、必ずしも具体的なメッセージがなかったので、そこは、本行の調節でマーケットと対話をしながら、お互い手探りの中でレートの落ち着きどころを探ってきた。私共として特に一定の具体的なレートの目安を持っていたということではないが、先程申し上げたように、出し手がなお残る程度の市場機能を確保していくうえで、どの程度までレートを下げられるかを対話しながら探ってきている。その結果として、足許では、レポ・レートで0.11～0.12%内外、それから3か月物について言えば、短国で0.125%内外で、今は落ちついてきている。

須田委員

この程度の金利——短国とレポのちょっとしたスプレッド——があれば、市場金利が活かされるというか、取引は行われると言って良いか。

外山金融市場局長

ある程度は残るということだ。やはり、市場機能が減殺されてしまうところはある。ただ、例えば、メガバンク等だと、レポ・レートがこれまでは 0.15%を超えれば少し積み進捗を遅らせてでも、あるいはコール市場で取ってでも「出していこう」と言っていたが、その目線を「0.13%に切り下げた」と言っているとか、そういう話は聞かれている。それぞれの立場において、少しずつ目線を下げてきているということである。ただそうは言っても、コールレートの 0.1%内外という岩盤も意識されているので、段々鞘が少なくなっていく中で、どこまで下げられるかを市場参加者も探っているということだろうと思う。資金利益は、金融機関の収益の中で、最も確実に期待されてきた分野であったので、それが少し剥げてくることになろうかとは思いますが、今のところは、ついてきて頂いていると思う。

須田委員

先程、最初の頃、資金供給量を国債買現先オペで増やしたという話があったが、そうやって量を出したり引いたりすることで、マーケットから却って量に対して目線が定まらないという声を私は聞いていた。そこについての誤解は取れてきたと思って良いか。

外山金融市場局長

然り。最初の週は確かに少し苦労したが、私共の目線は、あくまでも量そのものではなくて、そのレートが申し上げたような条件を満たすところで定まってくるということで、それがどの辺かを探っていた。マーケットの方も——おっしゃるような参加者自身が——どの程度出し続けられるのかを自ら探りながら、落ち着きどころを求めてきた。それが 3、4 日経ったところで、大体定まってきたという感じだと思う。ただ、10 兆円供給するということの意味について、マーケットの中で、必ずしもまだ統一的な理解がある訳ではない感じであり、14 日に初めてオペを打った時に、それが二日後に、そのまま当預残高の増加に繋がるのかどうかをマーケッ

トはみていたようなことはあった。そういう声も意識し、そこはそのまま積み上がるようにしてある。昨日もオペを打ったが、恐らく明日はそのような運営になると思っている。

亀崎委員

そういう状況だと、こういうふうに金利が低下する状況になった時に、吸収オペというような形でやるのではなく、出し方を工夫していかないといけない。そうでないと、今は量的緩和そのものではないが、そういう方向にあるのに、彼らは「えっ、違った方向に来たな」というように思ってしまう。もっとも実際は逆で、臨時会合の後、最初に打たれたオペが——新型オペの8,000億円の前に——2.5兆円規模と大きかった訳なので、それをマーケットでは「量的緩和みたいな姿勢が——緩和的姿勢が——出たな」という反応もあったように思う。そういうことを考えると、これから調整が大変だろうが、そうならないように出し方を工夫しないと。吸収オペというところちょっと方向が違うので。

外山金融市場局長

然り。吸収オペをどうしてもやらなければいけないという時には——そういう局面も今から排除してしまうものではないが、極力やりたくないと思っているので——、申し上げたような条件を満たすような資金量を出していくように、前々から仕組んで、上手く調整していきたいと思っている。それから、本当に10兆丸々積み上げることになるのかどうかも、先程の条件をどう満たすかということに繋がるので、何とも言えないが、既にコールレートが0.1%を下回る日が何日も出てきているので、恐らくはそこまで積み上げなくても良いだろうと思う。その場合には、申し上げたように、やらなければいけないオペというのは決まっているので、金利入札型の共通担保オペとか、国債買現先オペを絞っていく形で対応していきたいと思っている。

須田委員

今、年末にかけて積み上げている訳だな。それが過ぎた時にはどうなるかと想定しておけば良いか。

外山金融市場局長

年末までは資金需要があるので、申し上げたように、積み上げれば良いのだが、恐らく年明け以降は、資金需要が引いていくことになるので、供給量は年末に比べれば当然、それから年末直前に比べても少しずつ絞っていくようになるだろうと思っている。だから、現在の、年明けに向けてのオペの仕方というのは、そこがきちんと調整できるように、まず、ベースを置いておいて、それで最後はファイン・チューニング的に現先オペとか、短めの共通担保オペで調整という形にしている。

中曾理事

亀崎委員がおっしゃったように、量的緩和の時は、当座預金の量をターゲットにして、そのターゲットを達成したうえで維持する、量が増えてしまうような場合は吸収する、という意味で、吸収は自然な方法だった。今、我々は、金融市場局長が言ったように、レートに目線を置いている訳だから、基本的にそういったレートを達成するために供給を工夫していくということなので、今次局面は、吸収オペは打っていない。その辺の調節手法も前回の量的緩和の時とは違うと言えると思う。年末にかけて、金融市場はタイトになるし、銀行券はどんどん出ていく、それから、年末の資金需要が金融機関サイドにあるから、金融機関の需要を思い切り満たしてあげる意味で、我々の供給オペのスタンスもかなり積極的になっていく。そういう中で、固定金利オペが打たれる訳だから、それを利用しながら当座預金を積み上げていくということである。しかし、別に積み立てること自体に目的を置いている訳ではない。だから、資金需要の強いところは——当面は年末、そしてその次は年度末——、結局、供給が積極的になる限りにおいて、当座預金の量もかなり増えるようになると思う。ただこ

の端境期——年末から年度末——は、当然、金融機関の資金需要が落ちるので、その分、当座預金の量は落ちる。だから、量的緩和の時とは、資金需要に応じて当座預金が増えたり減ったりする、こういう違いが出てくる。

中村委員

12月11日の4か月物の全店共通担保オペの落札レートが0.1%ということだが、これは、今の時点では、3月末の期末越えは、あまり意識されていないということか。

外山金融市場局長

今回はかなり早く打ったということである。それから、前の日に固定金利型のオペを打ったばかりだったこともあって、まだその余韻が残るような形で、あまり積極的な応札ではなかったという印象を持っている。ただ、日銀が資金を潤沢に供給するだろうという期待があるので、先々についてまだまだケアをする段階ではない、というのが多分一番大きいと思う。マーケットの一部には、金利を低下させるリスクがあるという声があって、そうすると0.10%でも割に合わなくなってしまうので、あまり長いオペには応需できない、といったような声も一部には聞かれる。

山口副総裁

仮に、従来型の共通担保オペのレートが0.10%に揃ってくると、市場機能は封殺されたことになるのか。

外山金融市場局長

そこまで下がってきた時に、実際の取引レートも0.10%に揃う、あるいはそれに近いところになってしまうと、裁定の余地はほとんどなくなってしまうので、市場機能はかなり減殺されることになると思う。

山口副総裁

仮にそういう状態になったとして、レポ・レート、TIBOR、ユーロ円といったレートも全部0.10%で揃ってくることはないだろう。

外山金融市場局長

市場参加者が違うので、特にレポ・レートについては証券会社等が在庫ファイナンスのために利用しているので——そこにはプレミアムが付きやすいので——、銀行間、特に日銀からの供給が全て0.10%になったとしても、多少のプレミアムは乗るという可能性はあると思う。TIBORは、まだ大きく離れているので、0.10%になるのは、今のペースでも相当先の話になると思う。

山口副総裁

何に拘っているかと言うと、市場機能を封殺しないということについて、どう考えておいたら良いのかということである。オーバーナイト・レートについては、0.10%を保つということで市場機能を封殺しないぎりぎりの線にした。それがターム物に広がってくると、ターム間の裁定が働きにくくなるが、他の市場との間では同じタームであっても多分裁定はなにがしか残る。とすると市場機能もなにがしか残るのではないかという気がするが、そう理解してはいけないのかどうか、ということである。

外山金融市場局長

その部分だけは残るとは思う。

須田委員

TBとレポのレートが逆転してしまったら、きつい。

外山金融市場局長

TBのファイナンスとしてレポ・レートが利用されるということだから、

基本的には、一時的にはともかく、逆転はしないものだと思う。

中曽理事

0.10%で・・・。

須田委員

0.10%となってしまうたら・・・。

中曽理事

0.10%で付利している訳だから、例えば、限界的にそこよりちょっと低い1bp、2bpのブローカレッジを取れる位で調達して、日本銀行当座預金に預けておけば、それを市場機能と言うかどうかは別として、市場で調達して日本銀行に預けるという限りにおいては、半分は市場機能が活きているというような言い方もできる。1/1,000まで潰してしまえば、多分そういうことも起きないだろうから、やはり0.10%でフロアがかかっているというのは、そうは言ってもそれなりに市場機能を残している。

白川議長

タームのレートのグラフ——図表2-4——をみると、タームレートというのは一体何なのかという疑問を次々に惹起するという感じがしている。TIBORが、今回若干下がったのは、があったと思うが、それよりか私自身は、今LIBORに興味がある。改めてLIBORについて、円、ドル、ユーロそれぞれパネル行がどういうレートを実際に出しているかをみると、

ようなレートの出し方をしている訳である。

を出していたりしている。勿論、大きく捉えれば大した差ではないが、これだけ各国の金利水準が下がる中で、

——の結果としての指標であるという感じが強くする。そういうことは勿論これまでもあったと思うが、これだけレートが下がってきている中で、このレートの読み方が従来以上に難しくなっているという感じがする。聞いたかったことは、他の中央銀行がタームレートを判断する時に、どういうレートに軸を置きながら判断しているのだろうか。つまり、それぞれの国でも短期の国債金利が非常に低い一方で、LIBORが高い訳である。彼ら自身が、タームレートを判断する時に、LIBORをどの程度みているのか。確か、私の記憶だと、サブプライム・ローン問題が起きた後、LIBORが高止まる中で、

ような記憶がある。現状、その辺はどんな感じであるか。

中曽理事

確か、サブプライムの後、ドルLIBORの問題が一時取り沙汰され、その時は、

結局、今、何が起きているかと言うと、一つは、市場流動性が全般に戻ってきて、LIBORの指標性が相応に復権していることもあると思うが、やはり各国の中央銀行が短期のところをよくみているのはLIBOR—OISなので、そういう意味では、LIBORは中心的な指標の一つであると思うし、割とそういうステータスがエスタブリッシュしているのだと思う。ただ、彼らが実際に市場情勢を判断する時は、他の色々なタームのレート——レポのレートだとか、あるいは我々でいうところの円転コストみたいなやつ、それからTBのレート——をみているというのが実態だと思う。従って、LIBORについては、流動性があるという前提付きではあるが、その限りにおいては、なお中心的な指標の一つとして、各国中銀がモニターしていると思う。

外山金融市場局長

ドル、ユーロのLIBORについても、実勢より高いと思う。ドルLIBORは、今0.25%ちょっとだが、に聞いても0.22%程度で3か月

物は資金が取れるということであるので、

ということである。ユーロについても、同じようなことだというふうに思う。円については、

と思うので、恐らくドル、ユーロについては、実勢レートより高いが、しかし、そうは外れていないレートであるので、「参照にしても大丈夫だ」という程度かと思う。

中曽理事

今回みたいに、国際的な金融の混乱が起きている時は、国際的に比較する指標がなくてはいけない。国際的な比較において、典型的なLIBOR-OISは、LIBORのレファレンス行がほとんど同じ銀行なので、そういう意味で、横並び比較しやすい指標、そういう利便性も兼ね備えた指標、というのが注目されているのだと思う。

白川議長

他にはないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局からは前回11月の定例会合以降公表された経済指標に基づき、現状評価をさせて頂く。過去1か月の世界経済の動きを一言で述べると、世界経済は緩やかな回復局面にあると言い表せると考えている。特徴点としては、一番目、米国については個人消費のごく緩やかな増加が続く中で、雇用者数の減少幅も、11月単月は出来過ぎとは言え、縮小傾向が続いたこと、二番目、ユーロエリアについては、内需の動きが引き続き弱めの動きを示す中で、輸出の持ち直し傾向が続いていること、三番目、

アジア新興国では、生産・所得・支出の循環メカニズムが働いている姿を改めて確認できたこと、である。もっとも、米国の雇用環境は悪化テンポが和らいできたとは言え、依然厳しいことには変わりはない。欧州の内需も弱めの動きが続くとみられるため、先進国を中心として、依然、ダウンサイド・リスクを無視できない状況が続いているものと判断している。

それでは、いつもの資料に基づいて、実体経済について主なポイントを説明させて頂く。まず、米国である。シャドーのかかっている部分がこの1か月の間に判明した計数である。個人消費の動きをみると、5行目の小売売上高は、11月も増加を続けた。株価の上昇や住宅価格の下げ止まりといった資産価格の動きが押し上げ要因の一つになっているとみられる。なお、クリスマス商戦を占うため、小売売上高のうち、ギフト商品に当る計数があるので、こちらをみてみると、11月分については、前年比-0.6%となっている。今のところ、事前の予想の範囲内、前回会合でも申し上げたほぼ前年並みといった結果になる公算が高い状況である。また、6行目の自動車をみると、販売促進策の終了によって9月に大幅減少した後、10月には1,000万台を回復、11月については1,110万台まで増加している。3行目の実質個人消費をみても、10月まで自動車を除くベースでも増加が続いている。これらの指標は、米国において個人消費が全体として極緩やかではあるが、増加しているとの判断に沿ったものと言って良いかと思う。次に、住宅市場については、8行目の住宅着工、こちらは10月に2桁の減少の後、11月は+8.9%となった。初回住宅購入者向けの税還付措置の期限が、当初の11月末から来年の6月末に延長された。これは11月6日に決定されたが、この影響もあって、住宅需要は、下げ止まりから緩やかな持ち直しを期待して良いのではないかとみている。この間、住宅価格の方は9月まで上昇を続けており、引き続き住宅価格の下落圧力が弱まっていることが確認できている。次に、生産面については、12行目のISM製造業指数が改善悪化の分岐点である50を4か月連続で超えている。この他、13行目の鉱工業生産をみると、11月まで増加傾向をたどっている。内訳を均してみても、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。全体として、生産の持ち直し傾向がより明確になっていると言って良いかと思っている。11月の雇用指標については、14行目の失業率が若干低下をするとともに、15行目の雇用者数の減少幅が大きく縮小し、雇用環境の悪化ペースが和らいでいることが確認された。ただし、こうした雇用指標の改善がみられる一方で、恒久的なレイオフ比率、あるいは平均失業期間は既往ピークを更新するなど、ジョブレス・リカバリーを示唆する材料も引き続き確認されている。このため、標準シナリオとしては、依然、米国家計の債務負担がなかなか軽減しない結果、景気全体の回復テンポも緩やかなものになるという見方をしている。この間、物価環境については、16行目のCPIの前年比は、コアでみて、2か月連続で+1.7%となった。これは昨年後半、経営不振を受けた自動車メーカーによって大幅な値下げが行われていた影響やエネルギー価格の下落を受けて、公共交通料金が引き下げられていた影響が一巡してきており、前年の裏要因が大きいものとみている。以上米国である。

次に、ユーロエリア経済をみたいと思う。1行目の実質GDPの7~9月分について、重要項目別内訳が明らかになった。事前の予想どおり、在庫投資、輸出のプラス転化等によって、前期比年率+1.5%と2008年1~3月以来のプラス成長に復した姿が確認されている。輸出の持ち直しについては、3行目のドイツ海外受注の増加傾向からみて、今後も続くものと期待している。2行目の輸出の仕向け地別内訳からは、仕向け地としてアジア、中南米といった新興国向けのほか、英国向けも、恐らく自動車とみられるが、輸出の持ち直しに寄与していることが分かる。こうした輸出の増加や在庫調整の進捗を受け、9行目の生産は、中間財や投資財を中心に増加傾向を辿っている。ただし、内需関連指標をみると、4行目のドイツ国内投資財受注が、8月以降、政策による自動車販売押し上げ効果の低減に加え、基調的な投資力の弱さもあって、減少が続いている。また、7行目の新車販売は、11月に減少に転じ、ユーロエリア全域でみても、政策効果がピークアウトしてきていることを示唆している。6行目の自動車を除く小売売上数量も均してみると、引き続き小幅ではあるが、減少が続いている。ユー

ロ圏においては、こうした内需の弱めの動きは、景気回復に向けた動きの持続性について、依然、慎重にみる必要があることを示唆しているとみている。最後に、雇用・物価関連であるが、11行目の失業率が上昇を続けており、賃金の伸びの鈍化を通じて、物価に対する下方圧力となっているようである。実際、12行目のコアCPIの前年比は、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については、昨年後半の原油価格下落の影響が剥落する形で前年比プラスに転じている。

次に、英国経済であるが、1行目の実質GDPの7~9月の改定値が公表され、速報値の前期比年率-1.6%から-1.2%に若干上方修正されたが、主要先進国の中で、英国が唯一マイナス成長を続ける姿は変わらない。今回公表された需要項目別内訳をみると、輸出がポンド安などを受けて増加に転じた一方、個人消費と設備投資が減少幅を縮小させつつも減少を続けている。足許は、景気の持ち直しに向けた動きが続いているとみられるが、8行目の住宅価格は上昇を続けているほか、2行目の小売売上数量も緩やかに増加している。自動車販売は、ここには載っていないが、政策効果から増加を続けている。こうした需要動向を受けて、4行目の鉱工業生産は、足許、下げ止まっている。ただし、6行目の失業率は高止まり、賃金の伸びも鈍化するなど雇用情勢は引き続き厳しい状況であり、米国同様、英国においても、個人消費の回復に対し重石になっているとみられる。なお、ヘッドラインでみたCPIの方は、11月は前年比で+1.9%と、昨年後半におけるガソリン価格下落の影響が剥落して上昇幅が拡大しており、他国と同様である。

次に、新興国経済であるが、まず、中国について11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る。輸出も、アジア向け、欧米向けなどを中心に増加傾向がさらに明確になってきている。ただし、固定資産投資については、前年比でみて、高い伸びを続けているとは言え、このところ若干減速傾向が明確になっており、+24.3%である。これをみて、市中のエコノミストの中では、景気刺激策による押し上げ効果も伸び率ベースではピークアウトしつつあると、多少

ネガティブに捉える向きもあるようだが、私共としては、中国当局にとってはむしろグッド・ニュースとみるべきだというふうな見方をしている。なお、中国においては、来年の経済運営方針を決める中央経済工作会議が開かれた。ここでのメッセージは、積極的な財政政策と適度に緩和した金融政策を継続することを決定したことである。この間、個別には、銀行に対する自己資本規制強化として、大手行で8%から11%に引き上げ、住宅の転売に対する規制強化が打ち出される一方で、減税など自動車販売促進策の期限延長が決定されている。いわば、硬軟両面の政策が打ち出されている訳である。中国政府は、不動産価格が上昇する中で、こうした各種政策の組み合わせにより、経済の安定的な高成長の維持を目指すものと思われるが、こうした行政的な手法に頼っただけの政策の組み合わせで果たして上手くマクロ経済のコントロールができるかどうか、予断を許さない状況にあるとみている。

次に、他のアジア諸国については、インドでは、7~9月の実質GDPが前期比年率+14.6%と、内需を中心に市場予想を上回る高成長となった。また、NIEs、ASEANも7~9月の実質GDPが出揃ったが、多くの国で第2四半期に続き、幅はあるが、年率+4~+5%から、高いところで+15%の高成長を遂げている。内訳をみると、全体としては、輸出、内需、在庫投資が揃ってプラス寄与となっており、好調な姿が確認できる。足許までの個別指標についても、輸出・生産が減速しつつ増加を続ける中で、消費・投資といった内需が増加をしており、生産、所得、支出の循環メカニズムが働いている様子を見て取れる。なお、インドの物価をみると、前年のエネルギー価格下落の影響一巡と足許の食料品価格の上昇を受けて、卸売物価が前年比+4.8%まで高まっている。インド中銀によれば、2010年3月末に、この卸売物価は+6.5%まで上昇する見通しとしており、これを受けて、市場ではインド中銀が1月から利上げを開始するとの見方も広がりつつある状況である。

最後に、ドバイ・ショックの影響について若干触れたいと思う。今回、図表6を用意した。ドバイ政府が、ドバイ・ワールドとその傘下企業の

債務返済の延期要請を発表したことをきっかけに、ドバイとアブダビの株価が大幅に下落した。サウジアラビアなど他の中東湾岸国でも株価が下落したのはご承知のとおりであるが、その後、中東湾岸諸国の株価が軟調に推移した後、今週の月曜日、ナキール債の償還に目処がついたことを受けて、株価は幾分反発している。他の新興国の株式市場への波及状況を見ると、債務返済の延期要請公表直後は、いずれの地域でも株価の下落がみられたが、その後反発して、全体として底堅い動きをみせている。我々のサーベランス・チームとしては、現時点における暫定的評価としては、グローバル投資家のリスク・アペタイトにそれほど大きな変化はみられず、高成長を遂げる新興国への資金流入は、選別色を強めつつも継続しているとみている。図表 6 (2) の株価インデックスをみると、中東湾岸国は下がっているが、その他の地域については、概ね良好である。今後の留意点としては、一番目、アブダビ政府による資金提供決定を受けて、ナキール債の償還に関する不確実性はひとまず落ち着いたものの、ドバイ・ワールド関連の債務全体の再編交渉が引き続き行われる中で、交渉がもし不調となった場合、他のドバイ・ワールド関連債務において、投資家の意に反した債務不履行が生じる可能性もまだ残っていると看做すを得ない。二番目、今回の一連の動きは湾岸諸国の政府系企業に対する暗黙の政府保証など曖昧な条項に関する見直しなど、慎重なデューデリジェンスの必要性を再認識するきっかけとなる可能性がある。三番目、他方、逆に、今回のケースを受けて、少なくともグローバル債権については、政府による救済が結局なされる結果、これが湾岸諸国の政府系企業に関する投資家の楽観的な見方を助長することに繋がるとのリスクを指摘する向きもある。こうしたことからみて、ドバイ周りの状況については引き続き要注意ということだと思ふ。この間、ドバイ問題と直接の関連性はないと思ふが、グローバル投資家の選別姿勢が強まるもとの、EU加盟国のうち、財政赤字の拡大が顕著なギリシャ、アイルランド、スペインなどで、クレジット・スプレッドの上昇圧力が高まっている。こうした欧州の各国については、財政赤字是正に向けて動き出してはいる。そうした取組みが実効性を上げ、市場の

信頼を再び得られるかどうかは今後注目される場所である。

以上総括すると、現時点ではグローバル投資家のリスク・アペタイトに大きな変化がみられないとみられる。高成長を遂げる新興国への資金流入は選別色を強めつつも、継続しているように窺われる。ただ、欧米金融機関のバランスシート問題が解決していないもとで、先行きも国際金融資本市場が神経質な展開を示す場面もあると考えられるので、幅広い視点から市場動向を注視していく必要があるということかと思う。以上である。

白川議長

質問はあるか。

西村副総裁

二点ほどお伺いしたい。一点目は、アメリカの自動車販売である。確かに良くなっているが、幾つかアネクドタルな話を聞くと、とかとかの3社はフリートをかなり入れた。旧年モデル、旧型モデルの在庫が大きく落ちており、かなりのインセンティブと言うか、直接押し込み販売みたいなものでかなり支えているようにも見える。また、不完全就業率が17.2%に上るような、2割近い人が不完全就業の状態にある中で、なかなか、こういう物が伸びるとは考えにくい。多分、地域差もあると思うが、いわば消費全体のサステナビリティについて、今、非常に慎重にみているのは分かるが、それでもやはりこれだけみていると強すぎるような気もしないでもないで、それについての判断を伺いたい。二点目は、ユーロエリアの消費者物価については——このH I C Pは基本的にはインピューテッド・レントが入っていないので——、実際上は、日米と比較する場合は、このコアはもっと下がっているのではないかという気がするのだが——いわばレントを入れたものであるが——、それについて何かそういう議論がもしあれば教えて頂きたい。

大野国際局長

一番目の自動車について、相当押し込みインセンティブ等々でかなり売り込んでいるというのは、全くおっしゃるとおりであると思う。その動きは去年位から、まず割引から始まって、インセンティブの付与という形で来ているので、年率換算の数字として、9月の939万台から、10月1,064万台、11月1,110万台といったところまで上がってきたのは、ほぼ市場の予想どおりであるが、恐らくこの辺が限度かなと思う。全般的な雇用所得環境からして、ここを上を抜けていくということは極めて厳しいと思う。それから、米国の消費全体についてどうみているかであるが、国際局としては、大体、市中の人達よりも、かなり個人消費については注意深くみている。足許、多少プラスではあるが、色々な指標をみると、非常に緩やかなペースであるので、この辺のところでは何とか緩やかな消費需要を保って欲しいとみている。それから、二番目のユーロエリアの消費者物価であるが、単月で言うと、11月、アメリカはレントの要因は入り込んでいないので、11月については、このコアとヘッドラインの較差は、比較的そのまま素直にみて良いかと思っている。ただし、基調的なところではレントの問題があるので、ユーロエリアはもう少し実勢的に弱い可能性は高いとみている。ただ、コアの中で、アメリカとユーロと、それから英国をみた場合、恐らく英国に今後下方の圧力が一番加わっていくと感じている。今後の見通しについて確たることは言えないが、このコアベースの消費者物価については、我々の標準シナリオどおりに経済が動いた場合に、第一にイギリス、第二にユーロ、第三にアメリカの順番で、物価に対する下押し圧力が強まっていくのではないかという見方をしている。

須田委員

国際局は、アメリカもヨーロッパも含めて、下振れリスクということをおっしゃるが、アメリカもEUも、リスクについてはバランスしていると言われている。Fedなどとの違いはどのように考えているのか。シナリオとしても弱く考えて、しかももっと下振れを意識しているのか。

大野国際局長

F e dとの違いだと、少しグレーになるが、欧州の場合は、割と単純である。例えば、E C Bであるとか、B O Eが思っている標準シナリオと、我々国際局のシナリオを較べると、少し我々の方が強めにみている。我々は強めでみて、若干下がると言っている。彼らは上目でみて、バランスがあると言っており、それなりに評価が違うということだ。ただ、バック・トラックをみると、恐らく過去半年をみてみれば、ここまでのところは、我々の心証——見方——はかなり当たっていたということでご了承頂ければと思う。

西村副総裁

アメリカのケースだと、非常に短期とちょっと長期では、かなり違うと思う。凄く手前をみると、それなりに強く見えるので、そこをどうやって上手く説明するか、難しいと思う。これは基本的にはちょっと長めをみているということで考えて良いのか。

大野国際局長

然り。長めというのは、2か月前に須田委員と議論させて頂いた秋位の時には、私達の標準シナリオはかなりニュートラルに近かったと思う。むしろ「本当に7~9月とか、10~12月にプラスが付くのか」という厳しいご指摘を頂いて、「間違ってしまうかもしれないが、恐らく今のままでいくとプラスが7~9月中にもいける」ということで、実際は——まだ第4四半期が出ていないが——、当時、私達が思っていたよりも少し強めかなという感じはある。問題は、その長めということでは、この1~3月から4~6月にかけて、米国経済の自律的な生産・所得・投資との循環メカニズムが起動するとの確信が得られないという意味で、緩やかなプラス成長をみているが、来年の前半にかけての成長のパスは相当緩やかであるという我々の標準シナリオの姿を変えていないということである。

白川議長

今の点と関連するが、別途の機会で国際局から説明のあった世界経済の見通しでは、アメリカの2010年、2011年の成長率については、この前出されたFOMCの見通しの数字と民間の予測数字は、かなり差があって、FRBの方が高かった。しかし、その点について、FRBと民間で有意な差があると一般的に言われているようには感じないが、あの数字はどのように解釈すれば良いか。FRBが言っているストーリーを聞くと、我々が言っているものに割合近いと思うが、あの数字自体は、私達が思っている感じよりも間違いなく高いと思うし、コンセンサス・フォーキャストよりもかなり高い。その辺は、何か議論はあるのか。

野田委員

関連で言うと、外向きには少し良いように……。

白川議長

然り。さはさりながら。あそこまでの……。

野田委員

仲間の中ではかなり厳しいことを言っている。

白川議長

ただ、さはさりながら……。

野田委員

それが数字にも出てきている。

大野国際局長

FRBの見通しについては、まだそれほど消化できているという感じで

はないと思うが、他の民間のリサーチとか、

は、やはりちょっと高過ぎるという感じでみているようである。それからコンセンサスとの関係も、普通は逆である。どちらかと言うと、民間が少し高くて、当局が厳しめという感じであるが、FRBがどうしてあそこまで高い数字を出すかについてはクエスチョンが付いている。これから出てくると思うが、民間の方がFRBの見通しの方に鞆寄せられるという感じは今のところない。ただ、確かにこの1週間でみると、やはり雇用の計数の判断がどっちにつくかということになるかもしれない。我々もそうであるし、まだ民間も色々幅があるが、IMFも含めて、やはり家計それから家計のバランスシート、雇用の調整がまだ続くというチームの方は、やはりFRBまではいかないという感じかと思う。今、プラスとマイナスがミックスした数字が出ているので、もう少し皆、確からしさを確かめたいということかと思う。

中村委員

中国の固定資産投資について、11月は7ポイント下がっているが、一般的に下がっているのか、中身に何か特徴的なものがあるのか。

大野国際局長

この数字の読み方は非常に難しいと思うが、多分、その前の+30何%という数字が相当高過ぎたと私は思う。色々なインフラ投資など地方の投資が活発であるが、先程少し申し上げたように、10月、11月と、色々な投資を少し押さえるような行政指導であるとか、銀行の貸出についても——風速でみると残高ベースで+34%とか+33%と猛烈に伸びているのだが——、やはり行政指導という形で少し締め付けが来ているので、さすがにその影響が出てきて、どこの地域とか、どこのプロジェクトということよりも、全般的に少しだけ熱が抜けたということではないかとみている。ただ、これも12月から来年にかけてどうかと言うと、まだまだ楽観は許されないと思う。

西村副総裁

また少し関連した質問であるが、+30 何%から+24%に下がったその内訳をみると、例えば、国有企業と民営企業とでは、国有企業が非常に伸びた訳であるが、その部分が下がったと考えて良いか。民営企業についても同じように落ちているのか。

大野国際局長

落ち方が6%なので、どちらが典型的かと言うと、国有部門、民営部門ということでは、それほど大きな違いはないと思う。

須田委員

私もついでに質問したい。中国に対して直接投資がかなりまた増え始めているが、そうすれば、それもここに入るか。

大野国際局長

投資をすれば、この中に計上される。

山口副総裁

図表 7-4 の、ユーロエリアのマネーサプライと貸出の急速な落ち込みに関連して、その先行き見通しと実体経済との関係については、どう理解したら良いか教えて欲しい。

大野国際局長

国際局としては、特にユーロエリア、それからイギリスも似たような動きがあるが、貸出あるいはM3が大きなマイナスに突っ込んでくる動きは、相当程度、実体経済の何らかのシグナルを示しているのではないかと極めて注目している。こうしたこととか、内需が弱いこと、それから今後一部でバランスシート調整も必要であるし、さらには欧州においては、財政面での

ブレーキを踏まざるを得ないということからすると、先行きについては、相当慎重にリスクをみておくべきだと我々は考えている。しかし、どうも当局者、E C Bの方々は「ローンサーベイをみれば、貸出のタイト感というのはあまり厳しくなっていない」、それから「供給要因ではなく、需要がない」と説明している。日本のバブルの経験と併せてみた場合、彼らはこういう現象を少し過小評価しているのではないかと気になっている。

野田委員

2007年当時、これがどっと増えて、その目標値というか、参照値と大きく乖離していた時も、あまり意に介していなかった。何のための参照値なのかなどと、ここで議論した記憶がある。

大野国際局長

ご承知のとおり、元々E C Bはマネーについては極めて重視する立場だったが、

堀井理事

マクロの経済金融情勢あるいは金融政策を直接所管している役員等々は、対外的にその金融政策について説明する時は、今、大野国際局長が言ったように、比較的等閑視というか、今までの異常の巻き戻しという言い方をしている。 フィナンシャル・スタビリティ問題にどっぷり浸かっているような幹部

そこでは、貸出の大きな減少——ユーロの貸出は、地域別あるいは用途別にみても全部マイナスになっている——

先行き数か月経った時に、マク

口の金融政策を巡る議論にも、
出てくるかなと予想している。

山口副総裁

景気は持ち直していくという我々の中心シナリオに関わるリスク要因だという評価だろうが、それをさらに進めて、中心シナリオそのものも見直さなければいけないという可能性についてはどう考えたら良いか。

堀井理事

今のところは、そこまでは意識していない。

亀崎委員

図表 5-7 だが、アメリカでも銀行貸出がずっと減っている。元々、アメリカの今回の経済の落ち込みは、金融機関の問題、それから住宅の問題であった。住宅の問題については、住宅投資が増加したし、価格下落も弱まっている。そうした中で、金融機関の方はバランスシートにまだ不良資産を抱えたままである中で、銀行貸出が減っているが、社債発行額をみると、堅調にいつている。そうすると、アメリカの金融は直接金融が救っていくのか。片方では、8,000 位あると言われる地方の金融機関が 100 いくつも倒産しているが、それはほとんど影響してこないということだと、最初の問題として金融と住宅があったが、金融はストレステストをやった後、今はもう公的資金も返済するような状況になっていて、そしてこういう社債発行の状況ということで、金融が実体経済の足を引っ張るというようなことにはもうならないのかどうか。最初は、金融機関のことが頭にあったが、何となくもうあまり問題にならないような…。

須田委員

今の点に追加的な質問であるが、今回の FOMC の声明では、金融市場が成長をサポートしていくという言い振りだったので、少しサプライズで

あった。そこも関連していると思うので、そういう部分についてはどう考えるか。

大野国際局長

アメリカについては、一言でいえば、微妙な状況であると思う。ただし、先程から話題になっているヨーロッパと比べた場合には、それは委員がおっしゃったように、大企業の方は、社債市場で資金繰りがある程度助けられるので、足の引っ張られ度合いは少ないと言えると思う。ただし、中小企業は、やはり日本とある意味で似ている位数が多いし、それから雇用者もたくさん抱えているので、そこはやはり所得というか、バランスシート調整とその循環メカニズムに関わるブレーキの要因というのは決して小さくないと思う。であるので、アメリカにおいても、中小企業を中心として、バンキング依存の高いところが、今のような状況で相当程度逆風に耐えていることについては、しっかり、それこそリスクシナリオの一つとして考えていく必要があると思う。それから、金融面からは、この間、オバマ大統領自身が——日本ほどではないが——中小企業等に対する金融をしっかりとやれと言っている訳であるから、FRBとしても、現在、金融制度改革の中で厳しい議論に晒されている中で、金融面から実体経済をしっかりと支えることをきちんと意識しているというメッセージを出したとみている。

野田委員

ヨーロッパの直接金融市場——社債市場——は相当小さい訳であるが、感覚的に日本と比べてどうなのか。ヨーロッパも、先進国はおしなべて、大企業については調達環境は相当良いという感じであろう。むしろ資金がだぶついている位の状況である。ヨーロッパの大企業もそんな感じでみていて良いのか。この間、私はオーストラリアに行ってきたが、オーストラリアも全く同じである。大企業は直接調達でかなりジャブジャブなのだが、中小企業はおしなべて貸し渋られている。彼らは「それは先進国

共通である」と言い、「日本もそうか」と聞くので、「そうだ」と言っておいた。

大野国際局長

欧州の場合、主たるマーケット——資本市場——はロンドンになってしまいが、欧州の大企業については、ある程度はロンドンで起債するし、社債も伸びている。しかしながら、特に欧州大陸系の企業については、ドイツ系の企業も、フランス系の企業も、バンクに対する依存度が相当強いので、それこそダイレクト貸であるとか、シ・ローン系のウエイトが高いと思う。数字を持っている訳ではないが、アメリカの場合、半分以上の大企業は資本市場で調達できるということに関して言えば、恐らくユーロ系の大企業の場合はそのウエイトは、その半分以下というところである。

白川議長

少なくともマクロの数字をみる限り、アメリカ以外は——ドイツもフランスもイギリスもそうであるが——大体 80%前後が銀行から借りている訳である。大企業、中小企業に分けると、今言われたとおりだと思う。

中村委員

全体量をみると、日本よりも間接金融の割合が高いと思う。

大野国際局長

欧州大陸の場合、間接金融の割合が高い。

野田委員

承知した。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、次に、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、資料－4（参考計表）でご説明する。図表 2、実質GDPであるが、7～9月のGDPの2次速報を確認すると、前期比+0.3%と、1次速報の+1.2%から大幅な下方修正となった。ただし、2四半期連続のプラス成長は維持されている。この4～6月、7～9月のプラス成長の特徴を改めて振り返っておくと、(2) 需要項目で申し上げると、純輸出の寄与度が+1.4%、+0.4%、それから個人消費の寄与度が+0.7%、+0.6%と、ともに2四半期連続でしっかりとしたプラスになったことが大きい。因みに、個人消費の4～6月の寄与度+0.7%のうち+0.4%が耐久消費財、7～9月の寄与度+0.6%のうち+0.5%が耐久消費財である。言うまでもなく、自動車、家電の政策効果の押し上げである。もう一つ、在庫投資であるが、4～6月までの大幅なマイナスが、7～9月で1次速報の+0.4%に比べれば下方修正されたとはいえ、プラスに転化している。以上を踏まえると、過去半年間の日本経済が、内外の政策効果と在庫調整を主たる背景に、持ち直してきたという姿は2次速報でも変わらなかったと言って良いと思う。ただし、設備投資については、7～9月の寄与度が、1次速報時点の+0.2%から-0.4%へと大幅に下方修正されている。法人季報によって建設投資の弱さが判明したためであって、これで6四半期連続の減少である。この部分は、1次速報時点のイメージがやや大きく変わってしまった。因みに、足許で設備投資が下げ止まって、10～12月以降横這いで推移した場合でも、2009年度の設備投資は、実質ベースでは-16%、名目ベースでは-19%と、大幅な落ち込みになる。これは、先日の短観の年度計画と概ね整合的である。それから、GDP全体について、年度計数に関する留意点を申し上げておくと、1次速報から2次速報の間に2008年度の計数が確報化されたこともあって、2008年度から2009年度へのゲタが展望レポート作成

時点では-4.4%だったのだが、それが現在は-3.8%と+0.6%ほど上方修正になっている。ゲタがこれだけ変わると、2009年度の見通しの計数もある種オートマティックに影響を受けることになってしまう。因みに、10~12月以降景気が完全に失速して、10~12月、1~3月ともにゼロ成長と仮定した場合でも、2009年度は-2.9%となる。実際には、後程申し上げるように、鉱工業生産の動きからみて、少なくとも10~12月はある程度しっかりとプラス成長が続くとみられるので、現時点では、2009年度は-2%台半ば位が最も蓋然性が高いのではないかと考えている。そうだとすると、景気の実態は10月の展望レポートのほぼ想定どおりなのに、年度の計数は展望レポートの中央値が-3.2%であったから、ちょうどゲタの分位は上振れてしまうという話になってしまう。勿論、来月、まだ1か月あるから、景気実態について改めてきちんとレビューする必要があるが、実態は想定どおり、計数は結構上振れという組合せが十分あり得てしまうので、その場合は、情報発信上の工夫も必要かもしれない。次に、図表3、GDPデフレーターであるが、こちらも少し過去の姿が変わってしまったので、申し上げておく。過去1年間は概ね下方改訂なのであるが、特に4~6月、7~9月、直近の2四半期の下方改訂幅が大きい。数字を申し上げますと、4~6月、7~9月とも前年比-0.5%となっているが、1次速報時点では、4~6月が+0.5%、7~9月は+0.2%であった。確か私は、前回、足許まではプラスだけれども、10~12月以降はマイナスになって、しかもその幅は2%を大きく超えると申し上げたかと思うが、実は足許、既にマイナスになっていたということであって、そのまま先行きも下方修正して考えると、10~12月、1~3月辺りは、前年比-3%程度と、かつてなかったような落ち込みになる可能性が高まってきているとみている。因みに、今回のGDPデフレーターの遡及改訂は、CSP Iの2005年基準指数への切替え、CGPIの遡及改訂など、我々が作っている基礎データの変更による部分もかなりありそうである。GDP統計の関連は以上である。

図表4、公共投資であるが、まず、〈公共工事請負金額〉からである

が、10月が前月比-9.4%となっている。さらに、この資料作成後に11月分が出たので申し上げると、10月の-9.4%に続く、11月の前月比は-9.3%であって、この結果四半期ベースの前期比は、今-2.2%となっているところは-6.7%に変わる。公共投資は、受注段階ではいよいよ減少し始めている可能性が高いと思われる。次に、＜公共工事出来高金額＞の公共工事の出来高であるが、9月の前月比+1.8%に続き、10月の前月比が-1.1%である。この結果、7～9月の前期比-3.7%に続き、10月の7～9月対比が-1.0%となる。この数字と、先程申し上げた＜公共工事請負金額＞の請負の11月分までを踏まえると、振れを伴いつつも増加を続けているとしてきた公共投資の判断については、頭打ちとなりつつあるという判断に変更する方が、妥当性が高いのではないかと考えている。この後、少しは横這い圏内と言い得る状況が続くと思うが、減少へ転じていくのは時間の問題かと思う。公共投資は以上である。

次に、図表7、輸出である。実質輸出は、10月分まで順調に増加を続けている。内訳は、図表8で、輸出全体では、10月の7～9月対比が+7.5%の増加であるが、このうち自動車関連については、4～6月、7～9月と2割以上のハイペースで増加した後、10月は一桁の伸びまではっきりと減速をしている。勿論、これでもまだしっかりとした伸びではあるとは言えるが、やはり在庫復元の一巡と政策効果の減衰による予想されていた減速局面が始まった可能性が高いとみている。一方、ウエイトの大きい資本財・部品であるが、こちらは前期比+7.3%、+9.8%と伸びが高まってきている。10月は、振れの大きい船舶に押し上げられている面もあるが、基本的には、半導体製造装置などアジア向けを中心とした海外の設備投資関連の輸出がはっきりと増加し始めている。この先、輸出全体として、これまでよりペースは鈍化するが、増加基調自体は維持されていく可能性が高いと考えている。ただし、1～3月以降の増加ペースが、どの程度まで落ちるのかについては、クリスマス商戦後の世界的な情報関連財の在庫状況等に左右されるので、不確実性が依然として大きいと考えている。輸出関連は以上である。

図表 19、設備投資関連であるが、先程の実質GDPの設備投資では、7～9月での下げ止まりは確認できなかった訳であるが、(1)の資本財総供給をみると、7～9月、さらに10月と持ち直してきている。それから、さらに図表 20の先行指標、(1)の機械受注も10月分まで入って下げ止まりがはっきりとしてきている。(2)の建築着工もこのところ横這いで推移している。これらも踏まえて、総合的にみると、設備投資は下げ止まりつつあるという前月と同じ判断で良いと考えている。簡単であるが、設備投資は以上である。

次に個人消費であるが、図表 23 (2)の耐久消費財が、政策効果を背景に好調に推移し、図表 24の各種指標は弱い動きを続けているという状況に変化はない。ヒアリング情報では、生活の現場に近いスーパーを中心に廉価品へのシフトとか、特売、セール待ちといった消費者の節約行動が、賞与の大幅減少もあってか、一段と目立っている模様である。新しいプライベート・ブランドを投入しても新鮮味が直ぐに薄れて、集客効果が長続きしないとか、値下げをしてもライバル店にも値下げをされて、効果が出ないといった声が聞かれていて、価格競争が激しい様子が伝わってくる。

(2)のサービス消費については、このグラフでは持ち直しているように見えるが、細い線の外出については、ファストフードの販促強化等による一時的な要因が大きいと聞かれている。それから、太い線の旅行については、シルバー・ウィーク効果で押し上げられた9月分で止まっているが、この資料作成後に10月分が出ていて、それが前月比-9.4%、本当は左目盛なのだが、分かりやすいように右の目盛で申し上げると、94の辺りまで落ちている。年末年始の予約状況も芳しくないと聞かれている。それでも個人消費トータルで総括すると、図表 25になるが、消費包括指数のグラフは10月まで入っているが、このように実質ベースの個人消費は、耐久財中心であるが、持ち直しを続けているという評価で良いと思う。ただ、若干気になるのが、図表 26の消費者コンフィデンスであって、このところ総じて改善の動きが止まってきているし、特に<参考>の景気ウォッチャー調査は、直近11月分がかなり大きく悪化をしている。景気ウォッ

チャーは月末の調査なので、11月下旬の株安や円高で少し弱く振れ過ぎているのかもしれない。また、元々この調査は、景気の変動に対してある意味過敏過ぎる位に反応するところがあって、過去においても、例えば2002年から2003年にかけて、あるいは、2004年から2005年にかけての局面のように景気の回復自体は続いているにもかかわらず多少踊り場的になるだけで、指数が一旦低下するという傾向がある。従って、足許の低下についても、これを直ちに個人消費腰折れのサインとみる必要は今のところないと考えている。ただし、短観でも非製造業中小企業の業況判断が底を這うような状態が続いているということを考えると、数量もさることながら価格面も含めて内需関連、個人消費関連の動向には、細心の注意を払って見ていく必要があると思う。以上が個人消費である。

次に、図表28、住宅である。(1)の総戸数、着工ベースであるが、10月は年率76.2万戸となっていて、10~12月はこのままいくと、7四半期振りに増加するということになる。着工ベースでは、漸く下げ止まりつつあるとみて良いと考えている。ただし、極めて低水準での底這いに近い状態がまだ暫く続きそうな感じである。簡単ではあるが、住宅は以上である。

次に、図表29、鉱工業生産であるが、今回はこの資料に確報が間に合っていて、10月はご覧の前月比+0.5%と、これが確報である。速報から変化はなかった。3月からこれで8か月連続の増加、11月、12月の予測指数もプラスであって、それを繋げた10~12月の見通しが脚注にあるように、前期比で+5.0%である。我々のマイクロ情報でも、+4~5%程度の増加という感触である。7~9月までに比べると、自動車を始め多くの業種で増加ペースが鈍化する一方で、一般機械については、低水準ではあるが、輸出向けを中心に伸びが幾分高まる見通しである。こういう業種別の特徴は、先程の輸出と整合的だと考えている。それから、1~3月の見通しについては、生産全体で横這い圏内というように我々では考えている。業種によっては、大きく増えたり、減ったりするところが特にある訳ではなく、どの業種も押し並べて横這い圏内というようにマイクロ情報では聞かれている。もっとも、まだ不確実性が大きいので、1~3月についても、

まだ上振れ、下振れ、両方向の可能性を引き続き意識しておく必要がある。海外については、中国の需要について、年明け後も堅調という見方が強まる一方で、米欧については、依然として慎重な見方が多い。また、内需の面では、経済対策に盛り込まれたエコカー補助金、家電エコポイントの延長が実現すれば、少し前まで懸念されていた4~6月の生産の落ち込みのリスクは、かなり軽減されることになる。ただ、政策支援が生産を追加的に押し上げていくという効果はどの道小さくなりつつあるし、政策支援停止に伴う心配事は、今度は2010年度の後半に残されるということになる。生産は以上である。

次に、図表34、雇用関連である。(1)の有効求人倍率であるが、10月が0.44倍、2か月連続の上昇ではあるが、極く僅かな変化なので、ご覧のように低水準で概ね底這いと言った方が良いと思う。一方、失業率は、7月のピーク5.7%から直近10月は5.1%まで低下してきた。10月の失業率低下については、労働市場からの退出、いわゆるディスカレッジド・ワーカーの増加による面もあるが、振れが大きい統計とは言え、3か月連続でここまで低下するのは、さすがに想定外であった。やはり雇用調整助成金による雇用の繋ぎ止めや、緊急保証等の金融支援による中小企業の倒産抑制など、いわば現状保持型のセーフティネットの効果が結構効いているということだろうと思う。勿論、今後、景気の持ち直しテンポが緩やかになる局面で、雇用者数の減少にはなかなか明確には歯止めが掛からないと思うし、従って、失業率が再びある程度は上昇するという可能性はまだ高いと考えている。しかし、雇用調整助成金の需給要件も緩和されたし、失業率が一頃懸念していた6%まで達するという可能性はかなり小さくなってきていると現時点では判断をしている。この間、図表37(1)の名目賃金の前年比であるが、こちらの方は概ね想定していた位のマイナスが続いている。右端は、ボーナス月が入っていないので、マイナス幅が一旦縮小しているが、今のところ冬のボーナスに関する各種の情報も概ね想定範囲内の大きなマイナスであって、それを基にすると、次に出てくる棒グラフは、夏の棒グラフと同程度の大きなマイナスになると予想される。雇

用・賃金は以上である。

次に、図表 43、物価である。国内企業物価であるが、3 か月前比を (2) の〈月次〉のグラフでみて頂くと、足許は若干のマイナスで推移している。11 月は -0.5% である。上の方に出ている点々の為替・海外市況連動型の部分であるが、国際商品市況自体は強含みで推移してきたのだが、円高で打ち消されて上昇幅が小さくなっている。12 月も同じような状況が続くと予想しているが、足許、原油価格が一頃より低水準で推移しているし、鋼材の国内市況も弱含んできているので、年明け以降国内企業物価がもう少し弱くなる可能性は、念頭に置いておく必要があると予想している。最後に、図表 46、消費者物価である。(1) の除く生鮮は、10 月の前年比が -2.2% 、除く食料・エネルギーだと -1.1% であった。除く食料・エネルギーのマイナス幅の拡大傾向がまだ止まり切っていない。需給ギャップが底を打ってからタイムラグや短観の価格判断 D I もさらに目立って悪化していた訳ではないことなどを踏まえると、この先除く食料・エネルギーのマイナス幅拡大は、そろそろ止まってくるのではないかと予想している。ただし、それは確信を持って言えることではない。むしろ、先程、個人消費のところで申し上げたように、アネクドータルには、値下げ競争が熾烈を極めていく感があるので、注意深くみていく必要がある。それを踏まえたうえで、除く生鮮の当面の見通しであるが、10 月の前年比 -2.2% はこの後、11 月は -1.6% ないし -1.7% 程度、12 月は -1.1% ないし -1.2% 位までマイナス幅が急速に縮小していくと予想している。そして、年明け 1 月以降は、その -1% 強のマイナス幅で、暫くはあまり変わらずに推移するのではないかとみている。ただ、そもそも -1% 強というマイナス幅でも、歴史的には、まだかなり大きなマイナス幅であるし、それが暫く続くということ自体、厳しい物価情勢だと認識している。また、繰り返しになるが、それからさらに下振れ方向というリスクも注意はしなければならないと考えている。

以上、簡単に纏めさせて頂くと、今月も輸出、生産の増加が続いており、短観の業況判断の改善継続も確認された。景気は、政策効果などを背景に

持ち直しているという判断を維持することで問題ないと思う。ただし、その景気持ち直しの主役である輸出や生産の増加ペースは、マイクロ情報や短観の先行き判断などからみて、鈍化する局面にそろそろ入りそうである。そのこと自体、我々の想定範囲内であって、企業自身もある程度そういう動きを予測して慎重に対応してきているので、意図せざる在庫増から、文字通りの二番底に入るという可能性は小さいと考えている。勿論、そうではあっても、経済活動のレベルがまだ低く、過剰な設備や雇用を抱えたまま景気の上昇モメンタムが少なくとも一旦は弱まるという局面に入っていく訳である。日本経済は、何らかのバッド・ニュースに対し、脆弱な状況に置かれ続けるということになるので、細心の注意を持ってみていく必要があると思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問があれば、どうぞお願いします。

野田委員

ほぼ毎回お聞きしているかもしれないが、消費者物価のコアコアのところのパス——足許は前年比-1.1%であるが——は、10月の展望レポートの想定とほぼ同じ感じで宜しいか。

門間調査統計局長

然り。

野田委員

特に下振れているという動きはないか。

門間調査統計局長

特に下振れているということはない。先程申し上げたような1~3月位の感じが実現すれば、やはり年度全体で前年比-1.5%位になるとみてい

るので、今のところ、物価はほぼ想定どおりと言って良いと思う。

中村委員

自動車の輸出だが、先程、在庫復元が一巡して、少し鈍化しているということだった。図表9の米国の自動車販売台数をみると、現地の米国製日系自動車販売は伸びている一方で、輸入はずっと減ってきている。米国市場は回復しても、結局、日本からの輸出を減らして、むしろ現地の生産を伸ばすという傾向になりつつあるのか。

門間調査統計局長

恐らく現地の10月は少し特殊要因と言うか、単月の綾かもしれない。基本的には、9月でかなり盛り上がって、その後、必ずしもそんなに良くはない。むしろ、極く足許は、販売があまり伸びないことを懸念しているメーカーの方が多いと思う。

中村委員

それで、来年3月、4月以降も、生産計画をなかなか出していないということか……。

門間調査統計局長

その不確実性の要因は、むしろ国内の補助金がどうなるかとか、そういう問題の方が大きかった。そこは、取り敢えず、延長されたが、今度はそうになったらそうなたで、本当に実力がどの辺なのかということも良く分からない。それから、先程少し申し上げたが、足許、確かに補助金は効果はあるのだが、追加的な押し上げが徐々に鈍ってきている。極く足許の販売である11月は非常に伸びているのだが、11月の販売が伸びたというのは、それまでの受注残に生産体制が追い付いて、わっと生産して販売したところが結構大きい。むしろ、いわば需要の実勢というか、受注ベースにおいては、夏頃までは常にメーカーの想定対比受注が上振れて入ってきた

が、足許は、そういう上振れ傾向がなくなってきていて、車種によっては、少しおやっと思うような弱い動きもあると聞かれている。既にレベルが高いから、ここからさらにいくら補助金があったとしても、プラスがさらに積み上がっていく——これを維持するのが、多分精一杯でさらにプラスが大きくなっていく——ということは、段々考えにくくなっているところをどう見極めるかという心配もあると思う。

須田委員

指数の改訂について、先程、ゲタの話があったが、全体の動きとしてはそうであるが、2008年度の消費がかなり落ちていたということのようだが…。

門間調査統計局長

実質の個人消費であるか。

須田委員

然り。実質でかなり悪かった。そういうものは「過去はそうだった」で終わってしまうのか、それとも、そういったことが現状を解釈していくうえで影響を与えるということがあるのか。

門間調査統計局長

正直に言って、2008年度について図表2をみると、第2四半期が相当大きく落ちている。これは、私が聞いているところによると、かんぽの年度の決算が漸く今位にはっきり分かるので、それまでは、保険などは、言ってみれば、適当に置いている訳である。それが、確報段階になって初めてそのデータが入ってくるので、その計数が2008年度も入った結果として、個人消費全体が2008年度に下振れた。

須田委員

生命保険・・・。

門間調査統計局長

かんぽの生命保険である。大体、公的セクターほどディスクロージャーが弱いので、情報が遅れる。従って、その決算が明らかになったことによって、今回、確報で初めてその状況が判明したと聞いている。かつ、それは、四半期毎にきちっとデータがある訳ではないので、四半期割はかなり機械的である。そうすると、年度の変わり目のところで、実態はこんなに落ちていないのだが、がくっと落ちることは、統計作成上、起こることがあると聞いている。であるから、その意味では、これをみて実態と思うのも思い過ぎだし、しかし、後から入ってくるデータの方がより真実に近い訳であるから、やはり 2008 年度全体をみる時に、日本経済が必ずしもリーマン・ショックで初めてだーんと打たれた訳ではなくて、その前から様々な要因で弱くなっていたという認識自体は、そういうふうに考えた方が良いのではないかと考えている。

白川議長

門間調査統計局長は、GDP 統計に関する内閣府の作業に参加されている。私の印象では、日本の GDP 統計は、かつては色々問題があったが、近年は色々な努力をやってきたので、かつてほどの大幅な改訂は段々なくなってきた、まあまあという感じになったという感じがしていた。そういう意味で、今回襲ったショックの性格はかなりユニークなものであったのか、あるいは統計作成上生じる色々な問題——これは内閣府が悪いということではなくて、彼ら自身が制約条件に直面している訳であるが——なのか、どちらか。つまり、今後、この程度のことはやはり起こり得ると考えておいた方が良いのか。

門間調査統計局長

まず、私の統計委員としての任期は一応終わったので、もう今は議論はしていないが、私がした議論に基づいて、後任の方々、あるいは役所の方々が統計の整備を努力している最中ということだ。そのうえで申し上げますと、今回の改訂というのは、必ずしもリーマン・ショックと直接関わりがない部分ではないかと考えているので、やはり今少し申し上げたが、公的セクターのデータを中心に、元々、非常に速報段階では分からないデータは沢山ある訳である。それが、今回たまたま結構大きくいたずらをしたと考えている。それと、公的セクターということになると、まさに地方とか市町村とか、そういうところの公共投資の進捗状況は、昔から分からなくて、これは実は一番課題になっている一つだが、これまでは、公共投資が2007年までなだらかにほとんど増えも減りもしないで、横這いで2、3年きた訳である。ところが、2008年度というのは、かなり公共投資の予算が付いて実際にそれなりに動いたので、今みている数字が本当に確報でもこうかとなると、実は、公共投資が振れる年ほど、やはり誤差も大きくなる可能性はあると思う。その場合に、少し問題なのは、生産動態統計を使って速報を作っているが、これを工業統計表でもう一回確報に直すと、そこから今度、公共投資の数字を引くことによって出てくる設備投資の方も影響を受けやすいということになる。公共投資と民間設備の入れ繰りのところも変わってくる可能性があるので、公的セクターが動くと、確報時点でGDP統計の不確実性が高まるという傾向は残っていると思う。

白川議長

分かった。他にないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境をお願いします。

雨宮企画局長

それでは、金融環境の現状評価について、資料-5（参考計表）に基づいて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、新しく出たデータは、(2) 内閣府の消費動向調査から作った家計の1年後の予想インフレ率であるが、11月+0.5%、1か月前の10月が+0.6%であったので、少しずつ下がっているが、大きく言うと横這い圏内の動きと思っている。図表2の(1)のESPフォーキャストは、11月調査と12月調査もほとんど重なっていて変わりはない。ただ、この表とは別に、今世の中で長期的な物価予想のアンカーということが議論になることが多くなっているせいか、ESPでも向こう5年間の長期予想というアンケートを半年に一度取るようになってきている。因みに、半年前、6月に取った2011～2015年の平均の物価上昇率が+0.5%だったが、この6月の時の5年予想に比べて、今回12月の新たな予想が+0.3%になっている。若干下がっているが、足許の物価が凄く下がっているので、いわば足許を除いてインプライド・レートを計算するような格好で、実績を除いて先行き5年後の着地をどういうふうに予想しているかというのを逆算してみると、2015年の着地が6月調査では+0.8%だったものが、今回12月調査は+0.7%であるので、これもほぼ横這いだが、少し下がっているような感じかなと思われる。インフレ予想は、以上である。

図表3の政策金利と実体経済の評価であるが、まず、実質コールレートと成長率の比較でみると、CPIのマイナス幅が少し縮まってきたことを反映して、漸く悪化に歯止めが掛かりつつある。(1)のグラフでみると、コアで計算した実質コールレートであるが、少し曲がっている。ただ、これは、第4四半期について、CPIの前年比は10月の前年比を使用して計算しているので、いずれ11月、12月が-1%まで縮まるというデータができると、明確にここで反転という絵になると思われる。図表4のテイラー・ルールで計算したのも同じであって、第4四半期は若干下げ止まりという感じであるが、これも10～12月全体が出ると、もう少しはつき

り安定ということになってくるだろうと思っている。それから図表5、資金調達コストは、全体として今年の前半は政策効果等でかなり低下し、その後横這いという評価をしてきたが、足許のデータを点検すると、再び低下が始まった可能性がある。まず、9月、10月の貸出約定平均金利であるが、新規の総合（除く交付税特会向け）をご覧頂くと、9月1.428%、10月1.434%であり、4~6月、7~9月辺りと比べると少し低下という感じがみて取れる。恐らく、この9月、10月については、借入需給が緩和してきて、段々レートを上げにくくなってきている、あるいは下がっているといったことを反映していると思われる。それから、直接調達のレートであるが、まず、CP発行レートは概ね横這いということだろうと思う。ただ、非常に細かい話であるが、ここにある11月のデータの右側で、12月11日までの11日間の速報のスプレッドを申し上げると、A1+格で-0.03%の後、-0.00%になっていて、その意味では、これまで時々問題になってきたCP市場における官民逆転が、非常に縮まってきている。ただ、主因は、本行の新しいオペレーションに基づくTB、短国レートの低下の方が主因である。いずれにしてもCPは横這い、社債はむしろ低下という感じであって、ここの出来上がりのレートをご覧頂いてもまだ少し下がっている。ということで、この三つを合成して全体としての資金調達コストのイメージは、図表6の(2)の総資金調達コストの一番右端、まだ10月までであるが、主に新規貸出約定平均金利が下がっていることを映じて、幾分低下とみて良いかと思う。また、その先行きであるが、ちょうど、図表7のスプレッド等をご覧頂くと、これも特に(2)の<短期>の辺りが昨年のリーマン・ショック以降の借入需要殺到を背景にスプレッドが相当上がってきて、そろそろ一服から反転かなということだったが、その反転感が出てきている。これは短期、長期ともそうである。しかも、この後、ターム物の市場金利が低下する可能性が高いことを踏まえると、貸出金利は、もう暫く弱含みでいくのかなとみている。

以上が資金調達コストの動きであるが、この資金調達コストを収益との

比較でどうみるかということで、法人季報が出ているので、図表 10 で企業の資金調達コストと収益性の比較をご覧頂くと、7～9 月ではあるが、約 1 年振りに金利を収益性が上回るという格好で緩和的な方向に戻っている。これは全企業でお示ししてあるが、中身を分解して規模別（大企業、中小企業）に分けても、ほぼ同じような絵になるので、その意味では、先程申し上げた成長率と実質金利の比較、テイラー・ルール金利との比較とこの表も含めて、マクロの金融環境については、漸く変化の動きが出てきたと判断して良いかと思われる。

図表 11、民間部門総資金調達であるが、資金調達量の方はむしろ伸び率を鈍化させ、11 月の前年比は -0.4% になった。これは、2008 年 5 月以来のマイナスということである。中身として 10 月から 11 月の変化が大きいのは、銀行・信金・外銀計の $+0.9\%$ ポイントから -0.0% ポイントへの寄与度の変化であって、＜民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高＞の貸出残高でご覧頂けるとおり、特殊要因調整後で 11 月の前年比は $+0.5\%$ ということで、これは前々からここでもご議論頂いて予測していたことではあるが、貸出の伸びの低下が明確になっているということである。このうち、都銀等と言うと、 -1.0% と、2008 年 2 月以来のマイナスになっている。その一方、CP・社債の発行残高については、前年比で、CPのマイナス幅が縮小しているのと、何と言っても社債が未だに積み上がって $+7.1\%$ になっているので、こちらはプラスである。その直接調達の発行の規模のイメージであるが、これは、今までご報告していることとほとんど変わっていない。11 月の公募社債の発行額は 2,380 億円と少し控え目であったが、12 月は手許で計算すると、既に 8,500 億円を上回っている。先程、外山金融市場局長からあったとおり、11 月の終わり頃にかけて若干投資家の手控え感もあったが、結局それを加味しても発行が順調であるという感じである。それから、株式調達額も 11 月は 1,397 億円と少し控え目だったが、12 月は今分かっているものでも、時価発行増資を含め 6,000 億円が予定されているので、これを加えると結局本年の時価発行増資額は 5.1 兆円ということで、バブルのピークであった 1989 年の 5.8 兆

円に次ぐ大きさになる状況である。

それから貸出の内訳について、図表 13 の (2) に、企業規模別と資金使途別の動きが出ているが、企業規模別をみると、中小企業は引き続き低調な状態が続いている中で、一時リーマン・ショック後、非常に強く伸びた大企業向けの伸びがどんどん縮まってきているのがみて取れる。資金使途別をみると、一時盛り上がった運転資金需要が急激に縮小してマイナスになっていることがみて取れるかと思う。これを銀行サイドではなくて、企業サイドからみたのが図表 16、法人季報による資金需要の中身を分解したものである。7~9 月までのデータで少し古いのだが、大体今まで申し上げたような動きが計数上もトレースできると思う。(2) 資金需要の内訳で、資金需要のプラスが縮まっているが、大きな要因は二つある。一つは、斜め線がかかっている運転資金の増減のマイナス寄与が少し大きくなっているということと、灰色がかかっている「キャッシュ・フロー設備投資」のマイナス寄与が少し大きくなっているということである。基本的には、やはり設備資金と運転資金の減退が資金需要を鈍らせている大きな要因になっている。それから、図表 17 が、企業金融関連、アベイラビリティ関連の指標である。多少、単月の凸凹があるが、緩やかな改善傾向は続いているとみている。金融機関の貸出態度であるが、今回、12 月短観が出ているが、大企業で-1%ポイントということで、これは緩い、厳しいの分かれ目のところまで改善している。中小企業では引き続き厳しいということであって、ほとんど横這い圏内で、-11%ポイントである。それから、資金繰りであるが、大企業については、既に4~6月に「楽である」超になって、7~9月と10~12月は横這いである。中小企業もゆっくり改善している。少し意外なのは、大企業の資金繰り判断が横這いであった。業況の改善、あるいは貸出態度判断は、今申し上げたとおり、ほとんど緩い、厳しいの分かれ目まできている中で、資金繰りが横這いだったというのは少し意外なのだが、業種別に特徴を申し上げると、どうも二つ位のグループがありそうである。一つは、前回短観と比べて業況も悪くなったし、資金繰り

も悪くなったと答えているグループで、建設、飲食店、宿泊、それと対個人サービス、あるいは公共事業関係である。一方で、業況は非常に良くなっているのに、資金繰りはあまり良くなっていないと答えたグループがある。例えば、鉄鋼は、今回業況のプラスが+19だったが、資金繰りは僅か+1とか、あるいは非鉄金属とか卸売とか、あと自動車もそうである。業況は+28なのだが、資金繰りは+9と一桁である。この辺には、足許の業況は良くなっているのだが、資金繰りに対しては、やや慎重にみているということが表われているのかもしれない。以上が、アベイラビリティの動きである。

倒産は、図表 20、新しいデータである。11月の倒産件数は1,132件で、前年比-11.4%と引き続き減少傾向であって、季調値でも9、10、11月と連続して減少している。

最後に、マネー関係であるが、図表 22、マネタリーベースは引き続き高めの伸びではあるが、若干プラス幅を縮小させていて、11月は前年比+3.8%であった。特徴点として、銀行券の発行高が11月は前年比-0.3%となったことである。主因は、金融機関保有現金が、リーマンの時に念のために保有していたものを今リリースしているということであるが、銀行券発行高の-0.3%というのは、1991年4月以来のマイナスである。因みに、1991年4月というのは、その前の年の1990年4月にいわゆる8%定額郵貯の大量満期というのがあって、そこで銀行券が引き出された。1990年4月に物凄く銀行券が出てプラスになったことの裏で1991年4月はマイナスになったのだが、それ以来のマイナスということになる。マネーストックは、M2でみて、11月も+3.3%である。金融の量的指標としては、クレジットの伸びが縮まりつつある中で、マネーが比較的高めの伸びをキープしている状況に変化はない。

以上、纏めると、今月の金融環境としては、変化点は、三つ位ある。一つ目が、資金調達コストが再び低下という評価で良いのではないかということ、もう一つは、マクロの金融環境に変化の動きが現われ始めているということ、三つ目が、銀行貸出の伸びの低下が明確になってきたこと、こ

の三点であるが、全部合わせた総括評価としては「厳しさは残しているけれども改善の動きが続いている」という見方を変える必要はないというふうに判断している。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

一点、図表1の企業のインフレ予想で、短観からの推計というのは……。

雨宮企画局長

これも新しい。新しいが、これは何しろ1四半期先なので、これでもって長めのインフレ予想を議論するのは少し難しいと思う。ただし、これは1四半期先という意味でのインフレ予想がリバウンドしていることを表している。

山口副総裁

12月1日の措置は、金融環境としては、どういう部分に現われていると考えるのか。それから、この先どういうことが予想されるのか、その辺少し教えて頂きたい。

雨宮企画局長

金融環境全体であるか。資金調達コストであるか。その二つは、一緒にお答えした方が良いように思う。さすがに、この前の政策の効果が直ちに金融環境で現われているということではないが、先程申し上げたとおり、企業の資金調達については、今年の春先まで、日本銀行の政策効果を反映して、相当の低下をしてきた訳である。その後、横這いに転じて、足許、また緩やかだが低下し始めているとみている。それは、一つは、元々、貸出の需要が大分緩和してきたことに加えて、日本銀行がこの前の措置とそ

の前——金融緩和姿勢の明確化等々——も含めて、全体としてターム物の金利の安定に働きかけ出していることも、この後、もう少し明確に出てくるのではないかと思う。その先行きの見方も踏まえて金融環境全体を評価すると、また金利と量とアベイラビリティという観点でみると、景況感が今の見通しどおり良くなるとすれば、多分、アベイラビリティは良くなってくるのだろう。それから、量という意味では、恐らく資金繰りが良くなることによって、むしろ縮んでいくという現象が起きると思う。この後、一番重要なのは、金利の評価であって、恐らく名目の金利も少し弱くなっていくだろうし、大事なことは、マクロ環境で先程申し上げたが、実体経済や物価、あるいは収益率との比較でみた場合、低金利の持つ金融緩和の力は、むしろこの後、強まっていく筋合いにあるという目でみておくべきではないかと思っている。その辺は、毎月、こういうマクロの環境でご報告申し上げたいと思うが、その方向感の転換が、漸くお待たせしましたという感じで現われ始めた、そういうことだと思っている。

野田委員

緩和効果が今までは相当抑えられていたけれども、ここにきて出てくると…。

雨宮企画局長

ただ、緩和効果という場合には、アベイラビリティの面と、名目の調達コストの面と、例えば収益との比較と、色々あるから、少なくとも収益あるいは実質潜在成長率の比較という観点で評価する限り、むしろ、これは実体経済が回復すると強まってくる面がある訳で、そういう効果はこれから目にみえて出てくるのではないかなと思う。

白川議長

先程、国際局の説明の時に、マネーサプライと貸出の議論をしたが、先進国をみると、実体経済は大体同じような動き——数字は若干違うが、基

本的な流れは同じ——をしている。しかし、マネーサプライについては、他国が急速に下がってきている中で、日本は逆に足許ステディに上がってきている。日本国内でのマネーサプライの説明は色々できると思うが、ここに来ての国際的な動きの違いというのは、どう考えれば良いか。

雨宮企画局長

マネーサプライの場合、基本的には銀行のバランスシートでみる。要するに、クレジットがどうなっているかという裏側で決まってくる。そういう意味では、日本の場合には二つあって、一つは、クレジットの落ち方がやはり欧米と全然違う。落ちていない。漸く少し落ちてきた位であって、基本的には落ちていない訳である。もう一つは、クレジットについては、対政府クレジットが非常に大きな要因であるので、日本の場合には、バランスシート分解で申し上げているとおり、国債の保有という格好で物凄くクレジットを拡大している訳である。従って、欧米と日本のマネーの違いの背景は、銀行のクレジット、信用創造のプロセスの違いがあって、信用創造のプロセスの違いについては、民間企業貸出の動きが全然違うし、政府向けクレジットが違う。

白川議長

分かった。

須田委員

ファイナンシャル・インバランスをみると、マネー・ギャップが段々大きくなっているが、どう読めば良いか。

雨宮企画局長

先程もECBの話で出ていたが、ファイナンシャル・ギャップは、どれか一つで全て代表させるというのは、多分難しくて、例えば、根底にユーフォリア的な行き過ぎた成長期待があって、それが金融活動、金融の不均

衡に出ると考えた場合、量と価格とに出るといように考えると、量の場合にはマネーという負債の側面、あるいはクレジットという面、あとプライスという面でも、金融資産の価格に出るケース、土地とかレントとか、実物資産に出るといことで、幾つか出る側面があるのだと思う。それぞれに、アンテナを張っている必要があると思うのだが、日本のバブル期、あるいは崩壊期に起きたことは、恐らく、マネー、クレジット、色々な資産価額、全てに異常が現われていた。今、日本で何が出ているかと言うと、例えば、マネーとか貸出は、結構高めのギャップとして出ているのだが、一方で、株価などはむしろ逆である。その意味で、ある種、金融の不均衡の蓄積が相当広範に溜まっているとまで判断する状況ではないと思う。ただ、そういう状況は、日本のバブル生成期と崩壊期である。あと、アメリカの 2000 年代のバブルの生成期、それと多分今のヨーロッパは相当近いなという感じがする。そういう意味では、マネーが落ちている時に「これは需要要因である」と――先程、大野国際局長のご説明であったように――、日本銀行も 1990 年代の初めにそういう説明を随分した気がするのだが、そういう意味では、このファイナンシャル・インバランスの指標については、どれか一つを代表させるのは難しく、色々な側面を総合的にみていくということだろうと思う。

野田委員

これで見ると、地価はこれからやはり下がって…。

雨宮企画局長

地価は、日本の場合、何しろバブルの時とその後、あまりに変わった動きをしているので、上手くトレンドを描くことができない。

野田委員

トレンドからの乖離であるから。トレンドそのものが少し…。

雨宮企画局長

然り。要するに、この20年に亘って、物凄く下がったトレンドになってしまっているのです、それでトレンドを引くと、どうしても足許はむしろ高いということになってしまう。ちょっとこの辺は、もう少し工夫の余地があると思う。

西村副総裁

マネーストックの動きについて、我々のもう一つの説明は「プレコシヨナリ・デマンドがある時に景気が悪くなると、マネーに対する需要が増大する」と言っていた訳であるが、今回は日本において、そういうことはないということか。

雨宮企画局長

日本で、であるか。足許、マネーは供給要因で説明すると、やはり財政要因が大きいと思う。マネーの伸びが少しずつ他の指標と比べて高めであるという感じになってきた時は、株価が下がって、投信から安全資産への戻りということも言われていたので、そういう面もやはりあったかと思う。

白川議長

2008年の秋から本年の初めにかけては、そうした要因があったという説明がこの場でもあった。多分、今でもそうだろうと思うが、ただ、その後、上がってきているということが…。

雨宮企画局長

今は、プレコシヨナリ・デマンドかと言えば、プレコシヨナリ・デマンドなのかもしれない。やはり、マネーが伸びている裏側を預金でみると、法人預金が伸びている。かつて、2007年か2008年はむしろ個人預金が株とか投信からマネーに戻ったが、今は、法人預金が結構増えている。これは、例えば税の還付金とかの格好で政府の信用——お金——が企業に

入って、それでキャッシュが溜まって、それを返そうとしないで持っているという、その意味では、いわば予備的資金需要はまだ相当根強いと思う。そういう側面は、残っているように思う。

野田委員

手許資金があまり減っていない。もう少し減っているのかと思ったら……。

雨宮企画局長

それは、ご指摘のとおりである。グラフで言うと、図表 16 の (2)、先程申し上げた資金需要の内訳をご覧頂くと、7～9 月では、設備資金と在庫資金はマイナスなのだが、手許の積み上げはむしろ逆に増えている。

野田委員

前年比で。

雨宮企画局長

だから、企業部門では、何かそういう動きはまだかなり根強く残っているということなのだろうと思う。

白川議長

他にないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

関根調査統計局参事役

それでは私から、実体経済・物価についてご説明をさせて頂く。実体経

済・物価に関しては、総括判断は、現状、先行きとも変わっていない。ということで、下線部分を中心に説明させて頂きたい。実体経済の現状の二つ目のパラグラフの各論に、「企業の業況感は、製造業大企業を中心に、緩やかに改善している」というのが入っている。これは先日の短観を反映させたものである。そしてもう一つであるが、先行きのところをご覧頂くと、二つ目のパラグラフに「輸出や生産は、増加ペースが次第に緩やかになっていくとみられるが、海外経済の改善が続くもとで、増加基調を続けるとみられる」という形にしている。これは、先程、門間調査統計局長から説明があったとおり、輸出・生産の先行きについて、伸び率自身は若干鈍化していくということを反映させたものである。そして、もう一つ、先程、門間調査統計局長からもお話があったが、公共投資について少し判断を変えた方が良いのではないかとということであって、お手許のものは、変更はしていないが、我々が今持っている文案を紹介させて頂きたいと思う。まず、現状のところの二つ目のパラグラフの「公共投資が振れを伴いつつも増加を続けているほか」というところは外してしまう。その次を輸出・生産は増加を続けているという形にして、そこからパラグラフを始める。「輸出や生産は増加を続けている」である。取り除いた公共投資をこのパラグラフの一番最後のところ、住宅投資の前に持っていくということであり、「この間、公共投資は頭打ちとなりつつあり、住宅投資は減少している」という形に変更したいと考えている。そして、公共投資の足許の評価を頭打ちと変更させて頂くと、先行きの各論のパラグラフの最後に「公共投資は、徐々に頭打ちになっていくとみられる」と少しバッティングをしてしまうので、こちらの方も変更させて頂きたいと思っている。こちらの方は、「この間、公共投資は、次第に減少していくとみられる」と変更させて頂きたいと考えている。物価については、実態的な変更点は全くないので私からの説明は割愛させて頂きたいと思う。以上である。

野田委員

現状のところをもう一度、「この間」の後をお願いします。

関根調査統計局参事役

公共投資のどちらの方が。

野田委員

現状の方である。

関根調査統計局参事役

「この間、公共投資は頭打ちとなりつつあり、住宅投資は減少している」である。

野田委員

分かった。

加藤企画局参事役

続いて、金融をご説明させて頂く。最初の段落は市況である。市況の為替、長期金利等はマーケットの明日の動き等も含めて変えさせて頂きたいと思っている。1行目、「短期金融市場では、オーバーナイト物コールレート（加重平均値）は0.1%前後で推移しており、ターム物金利も横ばい圏内の動きを続けている」と表現しているが、ターム物金利がやや低下していることを反映し、「オーバーナイト物コールレート（加重平均値）は0.1%前後で推移している」と、まず一回切ったうえで、「ターム物金利は幾分低下している」という形に変更したいと考えている。以上が市況である。

次に、金融環境である。先程、雨宮企画局長からご説明したように、金融環境全体の総括判断は変更がないので、先月と同じように「わが国の金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続いている」と表現している。各論については、先程、三点ほど変化があると申し上げた。企業の資金調達コスト、マクロの金融環境、銀行貸出であったが、それぞれについて

て先月から変更させて頂いている。一つ目が、1行目の企業の資金調達コストであるが、こちらについては「幾分低下している」という表現にしている。次は、マクロの金融環境である。ROAの改善が平均支払金利を上回っていること等を反映し、先月までの「実体経済活動や企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺されている」との表現から、今月については「減殺されているものの、その度合いは和らぎ始めている」という形で変化を表している。三点目は、銀行貸出である。これは、「銀行貸出は、前年における著増の反動もあって伸びが低下している」という形で表現を変えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。それでは、明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様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27分中断、18日9時00分再開)

白川議長

それでは決定会合を再開する。本日の議事進行だが、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11月19、20日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に2010年1月から12月の決定会合の開催予定日等の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは津村啓介大臣政務官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。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としたいと思うので、宜しく願います。

する。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。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分ずつご発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日は、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、山口副総裁、須田委員、野田委員の順番である。では西村副総裁お願いします。

西村副総裁

金融経済情勢について、月報概要の表現に違和感はない。景気の現状認識としては、「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」という判断は妥当であると考えている。加えるとするならば、リスク要因として、国際金融面での動きなどが、企業マインド等を通じて実体経済に及ぼす影響について前回会合に引き続き言及するのが適当であると考えている。

次いで、国際金融市場であるが、引き続き強弱両方向のニュースに敏感に、かつ時としてイレギュラーに反応する神経質な地合いにある。前回臨時会合直前のいわゆるドバイ・ショックについては、市場はひとまず冷静に上手く消化したと言える。とは言え米国で11月雇用統計がきっかけとなり大きく振れる展開となった。雇用統計の強いヘッドラインを受け、Fedの利上げ観測が高まり、長期金利も幾分上昇、為替市場ではドルが買い戻され、急ピッチで上昇していた金も調整売りが入った。この間、株価については、雇用統計以降は、景況感の改善を示唆する強めの経済指標が出ても、これを早期利上げのサポート材料とネガティブにみて、素直に好感しない歪んだ反応が見受けられるほか、原油等も売られやすい展開となっている。米国経済の強さが意識される一方で、ギリシャの格下げ等もあって欧州経済の弱さ、特にいわゆるP I I G Sや東欧等周辺国のファン

ダメンタルズの弱さに注目が集まりやすくなっており、注視していく必要があると思う。

続いて実体経済、まず海外経済であるが、まず米国については、11月の雇用統計で非農業部門雇用者数の減少幅が市場予想対比一桁違い、かつ9～10月分が合計+15.9万人上方修正されるという状況となった。詳細をみると、人材派遣の増加が続き、建設や小売業での雇用の減少テンポが緩やかになった感がある。この間、小売売上高も増加しているほか、生産等企業まわりの経済指標をみても、全体として持ち直していると評価できると思う。しかし11月雇用統計では失業者の平均失業期間が28.5週とさらに長期化し、27週以上に亘る長期失業者が約590万人に達し、失業者全体の約4割を占めるなど、失業問題は深刻化しており、ジョブロス・リカバリーからジョブレス・リカバリーにやや改善した程度というのが妥当な現状評価であると思う。従って、達観すれば、米国経済は足許急速な低下後、短期的には比較的強い経済指標が特に大企業セクターを中心として続くと予想されるものの、厳しい雇用・所得環境とバランスシート調整が今後も重石として作用し続ける蓋然性が高いと思われる。生産活動が比較的早く持ち直している中であっても、このところ企業、家計のコンフィデンス指標が総じてみれば回復が一服、低位で横這い圏内の動きにとどまっている背景には、こうした見通しも影響していると思う。

欧州経済については、輸出が持ち直す中で全体として持ち直しつつあるという評価で良いと思う。ただし、貸出やマネーストックの急激な落ち込みは、間接金融の比重の大きい欧州にあっては、今後の生産や設備投資の回復の大きな重石になる可能性には十分に留意する必要があると思う。

この間、新興国経済においては、ドバイ問題のコンテイジョンも総じて限定的であり、むしろアジアやラテンアメリカのファンダメンタルズの良さやレジリエンスが再確認されたという見方もある。ただし、中国については内需を中心とする高成長を続けているが、その一つの牽引役は、大都市のみならず地方での新規の不動産投資である。しかし、これまでも述べているとおり、これは持続可能でない期待に基づいている危険性も孕んで

いる。都市化が進み、大都市だけではなく地方においても人々に住宅取得への強い期待が生まれていることを考えれば、信用の急速な拡大と住宅価格の高騰が相俟って、信用膨張を伴う資産価格の高騰という望ましくない状況になるリスクが否定できない状況である。さらには住宅価格の高騰とインフレの高進が同時に繋がると、大きな社会不安をもたらす可能性がある。中国当局も適切な金融引締めタイミングを模索しているようだが、この中国のリスクは低いとはいえ、グローバル経済へのダメージはドバイの比ではないことは留意しなければいけないと考える。

次に日本経済については、前回臨時会合以降、7～9月の実質GDP2次速報、短観、景気ウォッチャー調査などが公表された。7～9月期の実質GDPが極めて大幅な下方修正になったことは、特に第一に設備投資についての需要側計数と供給側計数の大幅な齟齬、第二に2007年度確々報、2008年度確報等原系列改訂によるベースの効果、第三には季節調整等が複合的に絡まった問題であり、現在のGDP統計推計の問題点が累積的に生じた形になっている。2次QE段階で設備投資は-0.4%と大きな下方修正となったが、設備投資の評価としては、需要側計数に内在する誤差の大きさを勘案し、かつ複数の供給側指標の動きからみて、下げが続くというよりも下げ止まったという月報概要の評価が適当であると考えている。

他方12月短観では、企業マインドが製造業を中心に改善が続いていることが確認されたとみるのが自然だと思う。ただ、同時に、先行きの業況判断については、従来からあったバイアス以上の慎重さがみられること、生産設備、雇用人員の過剰感は改善しているとは言え水準としてはなお高いこと、こうした中で設備投資計画及び新卒採用計画がかなり慎重なものになっていることが改めて確認されたと考える。これに対し、足許のセンチメントの変化にオーバーセンシティブに反応しがちな景気ウォッチャー調査では、11月にはこの間の急ピッチの円高進行や株価下落等を受けて現状判断DI、先行き判断DIとも前月から急低下しており、短観に比べて直接に外部環境悪化の影響がみられたことには注意する必要があると思う。

物価動向については、消費者物価（除く生鮮）前年比は、前年高騰した裏という意味合いの石油製品のマイナス寄与が、これから数か月急速に縮小していく中で、下落幅も急速に縮小していくことが予想される。ただ、それ以降は物価を押し上げるモメンタムは弱い状況が続くと考えられる。また、物価動向については、足許の弱めの動きや、一部の過度に物価下落を強調する報道等が、企業や家計の期待インフレ率の低下をもたらし、自己実現的にさらなる物価下落を招く悪循環の可能性については、十分注意していく必要があると考える。

これに対して最後に一点提案したいと思う。前回臨時会合で、日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識しているということを改めて明らかにし、そのもとで新しい資金供給手段を導入しやや長めの金利を低めに誘導することで金融緩和の一段の強化を図った。こうした日本銀行の政策が十分な効果を上げていくためには、従来にも増して日本銀行の物価安定についてのスタンスが誤解や曲解なく理解され浸透する必要があると考えている。従って、コミュニケーション・ポリシーの観点からも、臨時会合直後のこの定例会合で、中長期的物価安定の理解について検討し、より明確に表現し、公表するのが望ましいのではないかと思っている。つまり、臨時会合での、デフレを脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰する重要性を明確にした文献とセットの形で、ここで理解を検討、明確化するのが自然だと考えている。第二ラウンドで私自身の現在の考えをやや詳しく述べたいと思う。以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

11月19、20日の決定会合以降、世界経済に対する見方を大きく変えるような指標の公表はなかったが、ドバイの政府系持ち株会社の債務不履行

懸念が高まったほか、ギリシャの格付けが引き下げられるといった国際金融面での動きや、為替市場が不安定となる局面があった。これまでのところ、こうした動きに伴う混乱は落ち着きを取り戻しているものの、国際金融資本市場は未だに脆弱さを残しており、市場の機能が十分に回復していないことが確認されたほか、特に、新興国のソブリン・リスクが意識されるようになったと思う。今後、市場参加者がリスク回避的になることで、このところ上昇傾向にあったリスク資産の価格が大きく調整したり、金融・為替市場が混乱した場合には、実体経済活動に対し悪影響を及ぼしかねず、引き続き国際金融資本市場の動向を注視していく必要がある。

続いて海外経済だが、米国経済は持ち直している。住宅販売件数は、低い水準ながらも引き続き増加しているほか、住宅価格の前年度比下落幅も縮小している。個人消費も、11月の小売売上高——除く自動車、ガソリン、建設資材——が前月比0.6%増加したほか、11月の新車販売台数も年率換算で1,110万台と、販売刺激策終了後も予想されていたほどには落ち込んでいない。

所得の源泉である雇用情勢については、11月の非農業部門雇用者数が前月比1万1,000人の減少にとどまったほか、失業率も低下するなど、雇用環境の悪化に歯止めが掛かりつつあることが窺える。また、米政府は、雇用創出の担い手となる中小企業への金融支援拡大などを柱とした追加雇用対策の概要を発表したが、足許、590万人が6か月以上失業状態にあるほか、11月の平均失業期間は28.5週間と、1年前の18.9週間で大幅に上回っている。こうした雇用環境のもとで、消費者行動は慎重化しており、銀行の貸出姿勢が依然として厳しいことを併せて考えると、家計支出が単純に拡大していくことは見込みにくく、米国経済の回復は緩慢なものとならざるを得ない。

欧州では、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設備投資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。欧州域内で相対的に景気がしっかりと持ち直しているドイツ、フランスに対し、スペインやギリシャ、アイルランドなど、高

成長により所得水準の改善を続けてきた周辺国は、その過程で蓄積した経常赤字等の不均衡や様々な歪みが顕在化し、第3四半期においても実質GDP成長率はプラスに転じておらず、ユーロ圏の景気回復の足枷となる懸念もある。

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。これまで落ち込んでいた輸出も、11月は前年比-1.2%まで下落幅を大きく縮小している。12月上旬に開催された中央経済工作会議では、経済回復の基礎は未だ堅固ではないとの厳しい認識を示すとともに、積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を継続することを決定しており、懸案であった経済発展のモデルの転換を図りつつ、成長を高めて様々な格差の是正を図ろうとする当局の強い意志が感じられる。その後、国務院常務会議は、家電や自動車等の販売促進策などの消費刺激策の延長を決定しており、当面は高い成長が維持されるように思われる。一方では、人民元貸出の高い伸び率が、不動産バブルに繋がったり、インフレ懸念を高めているとの見方も強まっている。11月初めに中国を訪問した際には、いずれも経済にやや

過熱感が生じていると認識していることが感じられた。また、不動産価格や生活必需品の価格が上昇していくことにも、やや警戒的であり、これからは金融が引き締め傾向となり、金利も徐々に上昇していくことを見込む先が多かったようだ。先般、国務院常務会議が消費刺激策の延長を決定した際、不動産投機を警戒して、住宅関連政策のうち個人の住宅売却時にかかる営業税の免税対象の範囲を狭めたのは、バブル懸念に対する対策の一環とも考えられる。政府が実体経済活動に直接的に関与できる余地が、日本などに比べて極めて大きいことを勘案すると、相応に経済実態を管理できるのではないかと考えられる。

続いて、国内経済については、12月短観が公表となり、輸出や生産の増加に伴い電気機械や自動車といった製造業大企業を中心に業況感が緩やかに改善しており、我が国経済は先の展望レポートで示したシナリオに沿って、緩やかな持ち直しの基調を辿っていることが確認された。もっと

も、業況感の水準は未だに低いことに加え、先行きについて、製造業大企業では改善ペースが鈍化する見通しであるほか、中小企業は悪化する予想となっており、企業は先行きを慎重にみているようだ。こうした中、資本財総供給や機械受注からは、機械投資が持ち直しつつあることが窺われるものの、建築着工床面積でみると、非居住用建設投資は大幅に下落した後も横這い圏内の動きとなっている。先行きの設備投資についても、12月短観では2009年度の投資計画が前年度比大幅な減少となっている。先行きの不透明感が強く、収益水準が低いことに加え、設備過剰感が強く、為替相場が現状の水準で推移する中では、企業は国内での投資に慎重な姿勢で臨んでいると考えられる。こうした先行きを慎重にみる動きは、企業だけでなく消費者も同様であり、11月の消費者態度指数や景気ウォッチャー調査は悪化に転じている。雇用情勢が厳しさを増し、一人当たり名目賃金が下落する中で、年金問題をはじめ、少子高齢化や人口減少に伴う将来の保障に対する不安感が高まっていることが主因と考えられる。従って、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、消費者の節約志向は一段と強まっている。流通業の企業経営者からは、購買単価だけでなく、これまで安定していた来店客数も10月以降、前年を下回るようになったという話が聞かれた。また、消費者は商品の販売価格に一段と敏感になっており、消費行動そのものを変化させているとの話も聞かれる。例えば、自動車にガソリンを給油する場合には、事前に元売り業者が公表している翌週の卸価格を確認し、足許より価格が上昇する場合にだけ給油するといった動きが広がり、販売計画を立てにくくなっているようだ。

雇用環境は、足許、悪化傾向に歯止めが掛かっていることを示唆する指標もみられるが、企業は多数の企業内失業者を抱えており、雇用の過剰感が高い水準にある。このため、今後、景気が回復しても雇用者数や所得の増加にはなかなか繋がらず、新卒採用の抑制などから、環境が一段と悪化する可能性も想定される。

消費者物価の前年比は、経済全体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いることもあり、耐久財だけでなく、食品工業製品等幅広い品目に下落が拡大している。もっとも、先行きは、原油価格反落の影響が薄れていくに従って、下落幅が縮小すると見込まれる。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

世界の景気は、緩やかに回復している。今後についても、なお不確実性は高いものの、回復を続けていくものと思う。しかし、民間最終需要が主導する自律的な回復には相応の時間を要し、当面は在庫復元と政策効果に依存した緩やかな回復パスとなるのではないかとみている。

国、地域別にみると、米国は最大の懸案だった住宅投資が増加し住宅価格も下げ止まってきており、企業活動も強まっていることから、全体として持ち直している。また景気刺激策の押し上げ効果もこれから強まっていくとみられるため、先行きは回復に向かう動きが続くものと思う。ただ、雇用情勢は、一段の悪化に歯止めが掛かり始めた点は評価できるものの、未だ好転には至っておらず、大勢の失業者がジョブマーケットに底溜まりしている状況である。また、金融機関や家計など各経済主体のバランスシートの修復にも時間がかかると思う。このため、かつてのように個人消費に景気の牽引役を期待するのは当分難しいと思う。

ユーロエリアは、周辺国やアジア向けなどの輸出と生産が主導して持ち直しつつあり、今後も緩やかな回復に向けた動きが続くものと思う。ただ、内需については、設備や雇用の大きな過剰を抱える中、自律的な回復力は弱いものにとどまっている。景気刺激策についても、自動車買い替え促進策が終了し、受注残が捌けた後の反動減が懸念される。そうした中でも追加の刺激策については、域内各国とも赤字の削減が求められる状況にあり、期待しがたいため、今後の動向が懸念される。

中国は、内需を中心に高めの成長が続いている。今後は、米国景気が回復に向かう中で輸出がしっかりと増加していけば、一段と力強い成長が期待できると思う。中国は、景気回復力が弱まった場合でも、財政的な余裕から追加対策が期待できるため、先行きは明るいものと考えている。ただ、今月行われた中央経済工作会議や国務院常務会議、それを受けた金融当局者の発言などによると、当局は、今後とも景気刺激策を維持、強化する一方で、バブル抑制のための施策も強化していく方向にあるようなので、注意が必要である。すなわち、「家電下郷」や「以旧換新」といった耐久財の消費促進策の拡大や延長、都市戸籍の取得制限緩和を通じた農家所得の向上策など、一段の消費梃子入れを図る一方、個人の住宅販売にかかる課税免除条件の緩和策の廃止や、貸付金の質や効率の向上、集中リスク低減のための管理厳格化などのほか、新規融資の量的抑制にも踏み込む可能性があるとの声も聞かれる。こうした策の影響は読み辛いため、今後とも政策動向については過度に楽観視せず、注目していきたいと思う。

N I E s、A S E A Nは中国などへ向けた輸出や、個人消費が増加し、設備投資が持ち直すなど回復している。先行きも回復傾向を維持するものと考えられる。

日本は、12月短観の業況判断D Iが引き続き改善したことからもみられるように、持ち直していると判断される。しかし、このところの経済指標をみると、個人消費は全体としては強めであるものの、エコ消費関連施策の効果がみられる耐久財以外は引き続き弱く、また設備投資も下げ止まりつつあるものの引き続き弱いため、民間最終需要の自律的な回復力は依然として大変弱いと感じている。

こうした中、年明け後には、在庫復元効果や政策効果が剥落し、一旦踊り場となる可能性が高まっているように思う。すなわち、生産の持ち直し局面は1年近く続いているものの、先行きの力強い需要回復が見通しにくい中、さすがにこれ以上の在庫積み増しは難しいと思う。また、第2次補正予算案は閣議決定されたが、執行までのタイムラグもあって、第1次補正予算の執行停止の影響を打ち消すことは難しいと思われる。さらに、消

消費者のマインド指標の中には悪化するものもみられ始めており、これまで好調に推移している耐久財消費が弱まってくる可能性も危惧される。各企業からも、年末のこの時期になってもなお、年明け後の不透明感を訴える声が聞こえる。

その先については、増加ペースは緩やかながらも、海外経済の回復が力強さを増して輸出が伸び、関連需要の増加が見込まれることなどから、景気は再加速していく可能性が高いと思う。ただ、国内民間最終需要の自律的な回復に至るまでには、なお相当の時間を要するのではないかと考えている。

次に、物価情勢である。国際商品市況は、高めではあるものの、足許では、ドバイ・ショックなどから信用不安が再燃する中で調整している。これまで過剰流動性の捌け口として、ファンダメンタルズからやや乖離して上昇していた部分が幾分剥げたと言える。ただ、金融市況ともども、このところ不安定な動きとなっているため、予断を持たずにみていきたいと思う。

CPI（除く生鮮）の前年比は、8月の-2.4%をボトムに、10月は-2.2%まで小幅にマイナス幅が縮小した。今後は、昨年夏以降大きく下落した石油製品の裏要因が出てくることから、マイナス幅は明確に縮小していくものと思う。また、石油製品と食料を除く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くる中、マイナス幅は徐々に縮小していくとみている。もっとも、厳しい雇用・所得環境のもとで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、前年比のマイナス基調は続くものと考えている。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最近公表された経済指標やミクロ情報などを踏まえ、景気、物価の現状

評価と先行きの見通しについて、お話ししたい。

まず、国際金融資本市場の動向から確認したい。短期市場については、ターム物金利のスプレッドがパリバ・ショック前と遜色のない水準で推移するなど、引き続き落ち着いた動きとなっている。クレジット市場をみても、アメリカ、ヨーロッパともに社債スプレッドが全体として縮小傾向を辿っている。

株価については、ドバイ・ショックを受けて、アメリカとヨーロッパの銀行株を中心に一時下落したが、その後、ドバイ・ワールドの債務見直し交渉に関する不透明感の後退もあって、買い戻される展開となっている。いずれにしても、ドバイ・ワールドの問題は、アメリカ、ヨーロッパの金融システムが依然脆弱な状態にあることを改めて我々に認識させる出来事であったと受止めている。

次に、世界経済の動向である。まずアメリカは景気の緩やかな持ち直しを続けている。金利の低下や住宅減税といった政策効果などから住宅販売件数が増加しているし、ケース・シラー指数も9月まで4か月連続で上昇するという状況である。住宅減税措置が来年6月末まで延長されたこともあり、当面、住宅市場の回復基調は続くともっている。個人消費も株価の上昇や住宅価格の回復などに後押しされて、緩やかながら増加している。自動車以外の消費が引き続き健闘しているほか、9月に一旦大きく落ち込んだ新車販売も、足許再び増加の動きがみられる。こうしたもとの生産は在庫調整の進捗などから持ち直しており、7月以降5か月連続の増加となっている。雇用者数の減少幅もここ数か月縮小している。

勿論、手放しで楽観できる訳ではなく、平均の失業期間は長期化しているし、これが家計のバランスシート調整を遅らせる可能性もある。また、消費者ローンの劣化は、商業用不動産価格の下落とともに、金融と実体経済の負の相乗作用を再燃させる可能性がある点にも注意が必要である。

一方、欧州に目を向けてみると、ここでも輸出や生産の増加を背景に持ち直しつつある。しかしながら、失業率の上昇傾向が続いているうえに、個人消費も弱めの動きとなっており、アメリカと比べても景気の足取りの

重さが気になるという状況である。こうした中で、銀行貸出やマネーストックはともに減少を続けている。このことが実体経済の先行きにどのようなインプリケーションを持つのか、減少ペースが急かつ大幅であるだけに注意してみていく必要があると考えている。

一方、アジアを中心とする新興国は、力強い成長を続けている。中国は内需が依然として高い伸びを示しているほか、輸出もはっきりと増加している。NIEs、ASEAN諸国は輸出や個人消費の増加に加え、設備投資も持ち直している。これらの国々では、内外の在庫調整の進捗や貿易取引の拡大を背景に生産・所得・支出の自律的な循環メカニズムが作動し始めているように見える。

以上を総括すると、世界経済は各国間、あるいは各地域間での景気回復、景気拡大ペースに大きなばらつきを伴いながらも、全体として緩やかに回復しており、先行きもこうした動きが続くとみて良いであろう。ただし、バランスシート問題の重石を抱え、金融システム不安が燻り続けるアメリカ、ヨーロッパを中心に、なお下振れリスクが存在することには注意が必要である。一方で、逆のリスクという感じになるが、各国の景気回復のスピードにばらつきがある中で、一部の国を除くと多くの国がいずれも政策面からもエンジンを吹かし続けているという状況である。こうしたことについては、それぞれの国にとってはそれぞれ十分な説明がつき、必要なことではあるが、世界経済にとっては小さくない歪みを蓄積しつつあるのではないかといった懸念も拭い切れないように思う。

次に日本経済について述べたい。まず、輸出や生産は増加を続けている。ヒアリング情報によれば、自動車や電子部品などで生産の増加ペースは緩やかになるが、10～12月の生産についても3四半期連続ではっきりと増加となりそうである。先日の短観に関しては、製造業大企業を中心に業況感の着実な改善を示す内容だったと素直に受止めている。個人消費については各種対策の効果などから、耐久消費財を中心に持ち直しの動きが続いている。

景気の総括判断としては、先月と同様「持ち直している」とすることが

適当であると思う。こうした持ち直しが内外における各種政策効果に支えられたものであり、民間需要の自律的回復力はなお弱いという点もこれまでと同様である。

先行きについては、海外経済の改善が継続し輸出や生産が増加基調を続けることを背景に、我が国の景気は持ち直しを続けていると考えている。しかし、これまでもずっと言ってきたことであるが、在庫復元や景気刺激策の効果が減衰していくことなどから、来年度半ばにかけて持ち直しのペースは鈍化していくであろう。この点は、第2次補正予算の効果をも今の段階で織り込んでみても、大きな変化はないと受止めている。

このように我が国の経済は、今後、これまでの急速なリバウンド局面から、非常に緩やかな回復局面、場合によっては、前期比でマイナスをつけるといった状況も含めての踊り場とも言えるような局面に変わっていく可能性が高いように思う。このこと自体は展望レポートでも概ね想定していたところであり、ここにきて俄かに不透明感が増してきたという訳ではない。ただ、生産の水準がなお採算ラインをカバーしない8割程度にしか回復していないうえに、多くの企業が中長期的な成長ビジョンを依然として描き切れていないという状況にあることを踏まえると、この時期、我が国経済が下方ショックに対してかなり脆弱な状態であり続けることについては、改めて意識しておかなければならないように思う。今回の短観の結果に対するメディアの評価などが過度とも思われるほど悲観的であったのは、こうした我が国経済の脆弱性とやや長い目でみた企業家心理の脆弱さを反映したものであるのかもしれないと思う。

物価面であるが、消費者物価の前年比下落幅は9月、10月と徐々に縮小してきている。来年初にかけては、-1%近くまでハイピッチで縮小していこう。しかしその後は景気回復ペースが緩やかなものにとどまることもあって、物価下落幅の縮小ペースもかなり緩慢な状態が続くと考えている。

こうした中で、最近の民間エコノミストの予想などをみると、中長期的なインフレ予想が若干ながら低下してきている。勿論、これをもって直ち

に中長期的な予想物価上昇率が下振れてきているとは言えないが、最近の経済・物価情勢を踏まえると、インフレ予想の動向については引き続き、というか、従来にも増して警戒を怠れないと思う。

我が国の金融環境と先程西村委員から指摘のあった我々の「中長期的な物価安定の理解」についての私なりの考え方に関しては、後半のセッションで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、須田委員をお願いします。

須田委員

最初に総括判断であるが、執行部案に賛成である。足許のハードデータはメインシナリオに変更を迫るようなものはみられず、景気は持ち直していると判断している。もっとも、最近のデフレ報道や円高、ドバイ・ショック、厳しい所得環境などを背景に、コンフィデンス指数が頭打ちとなる中で、新興国の高成長で輸出は増加しているものの、我が国経済の自律的な回復力は依然として弱いと言わざるを得ない。以下では、そうした内外の経済指標について簡単に整理したいと思う。

まず、米国では、市場予想を上回る指数が目立った。最もサプライズだったのは雇用統計である。11月の非農業部門就業者数の前月比減少幅は、前月に比べ減少幅を大きく縮小させた。また、失業率も、10月10.2%から11月10%へ0.2%ポイントの低下となった。勿論、こうした動きだけで雇用情勢の先行きを楽観視している訳ではないが、悲観的な見方はかなり後退したように思われる。ベージュブックの雇用環境に改善の兆しが見受けられ、FOMC声明文でも、労働市場の悪化が和らいでいる、と記されている。加えて、株価堅調や住宅価格の下げ止まり、家計の純資産の増加などを背景に、12月のミシガン大学消費者信頼感指数は3か月振りの上昇となった。こうした中、販売促進策打ち切りに伴う反動から、9月に大幅な落ち込みを示した自動車販売が、2か月連続で年率1,000万台を上回ったほか、自

動車を除く小売売上高も、11月は市場予想を上回る高い伸びとなった。この間、ISM製造業景況指数も4か月連続で50を上回ったほか、住宅市場においても、中古住宅販売件数や新築住宅販売件数が増加を続けている。

もともと、平均失業期間や恒久的レイオフ比率が既往ピークを更新するなど、ジョブレス・リカバリーの様相を呈しており、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、というこれまでの見方に変わりはない。仮にクリスマス商戦を無難に乗り切れたとしても、雇用者所得環境の改善ペースは長い目でみれば緩やかとみているし、家計の過剰債務の問題や、引き続きタイトな金融環境も消費の足を引っ張ると考えられる。また商業用不動産市場の悪化や、中小零細企業のクレジット・コンディションの悪化といった二極化問題も引き続き景気回復の足取りを重くする要因だとみている。住宅市場も在庫水準の高さや、6月以来の低水準となった全米ホームビルダー協会住宅市場指数などをみても、スムーズな回復は期待できそうもない。

ユーロエリアやアジアについても、基本的に見方は変わっていない。ユーロエリアでは、PMIが製造業、サービス業とも10月に50を上回った後も、緩やかな上昇を続けるなど、景気は持ち直しつつある。ただ昨日も議論があったが、マネーストックの伸びや貸出の急激な低下の示唆するところが気になる。アジアでは、これまで同様、強めの指数が目立っている。すなわち、中国では、固定資産投資が足許伸びをやや鈍化させているとはいえ、生産や小売販売高とともに引き続き高い伸びを維持しているほか、インドやNIEs、ASEANでも輸出や生産だけでなく、消費や投資といった内需関連にも増加傾向が明確化している。

こうした海外経済を背景に、実質輸出は10月まで7か月連続で増加している。また個人消費についても、政策効果から、耐久消費財を中心に持ち直しの動きが続いている。さらに、設備投資については、法人季報や12月短観で足許かなり慎重な姿が確認されたが、想定範囲内であり、資本財出荷や機械受注（船舶・電力を除く民需）などから、下げ止まりつ

つあるとの判断自体に変更はない。この間、生産も増加を続けているが、今期も増加が見込まれる。その後は不確実性が高く、横這い圏内の動きと想定している。

もっとも、厳しい冬季賞与が予想される中、年末商戦の帰趨がやや気になっている。冒頭申し上げたように、最近のデフレを囃す報道や国際金融面の動きなどが消費者コンフィデンスに悪影響を与えているとみられる。実際、11月の景気ウォッチャー調査では、政府によるデフレ宣言がマインドの悪化を通じて、消費者の支出行動に少なからず影響を及ぼしていることが指摘されている。新聞報道でも、11月以降デフレに関する記事が急激に増えており、12月短観の業況判断DIが外部環境の厳しさの割にしっかりとした回復を示しており、全体としてもメインシナリオを裏付けるものであったにもかかわらず、ポジティブな報道に繋がらないという異様な雰囲気を感じた。こうした状況のもとでは、消費が先送りされてしまう可能性がある。我々を含め、当局が情報発信の中でデフレとか、二番底といったマインドに悪影響を及ぼしかねない言葉を使用する場合には、そうした言葉が一人歩きしないよう、細心の注意を払う必要があると思っている。

また、もっと長い目で見た場合には、人口減少、高齢化社会のもとで消費に高い伸びは期待できない。企業サイドでも、グローバルな競争の中で海外企業と同程度の投資リターンを求められるため、生産性の伸びが劣る中、そのつけは雇用者所得の減少として労働者に回らざるを得ないとみている。このため、企業から家計への好循環のメカニズムは、2002年以降の景気拡大期と同様、なかなか期待どおり働かない可能性もあると思っている。

物価の先行きについては、インフレ予想が安定しているという想定のもと、CPIは年末にかけて-1%程度まで比較的速いペースで前年比の下げ幅を縮小させた後、スラックが当面物価下押し圧力として働くため、縮小ペースはごく緩やかなものになるというこれまでの見方に変わりはない。

最後に、足許で気になっているリスク要因について述べておきたいと思

う。一つ目は、グローバルな金融資本市場や金融システムが動揺するリスクについてである。ドバイ・ショックは、幸い今のところ、リスク・アペタイトを大きく低下させるには至っておらず、選別色を強めつつも、新興国への資本流入は当面続くと想定される。ただ、先行き不透明感は払拭されておらず、中東への影響に加え、脆弱性を抱えているギリシャやスペイン、中東欧といった国、地域への飛び火や、日本ではゼネコンへの影響が気になる。

二つ目は、拡張的なマクロ経済政策に関するリスクである。内外の継続的な金融緩和政策のもと、ドルキャリー取引だけでなく、円キャリー取引という言葉も再び耳にするようになった。このような動きが、過剰な投資行動や市場での行き過ぎたポジションの造成、その後の巻き戻しに繋がるようなことがないか、注意してみていく必要がある。また、財政規律への疑念による長期金利の上振れリスクにも引き続き警戒が必要である。特に我が国では、来年度予算編成に係る国債発行額に関連して、今年度補正予算後の 44 兆円が財政規律の維持を占う基準のように捉えられていたが、それだけ財政規律に対する市場の注目が高まっている証左とみることができる。日本の財政破綻ストーリーにベットしているヘッジファンドもいるそうである。このような状況のもとで日本銀行が国債購入を安易に拡大させるようなことを行なえば、中央銀行によるマネタイゼーションだと、財政規律への疑念を惹起する格好の材料とされてしまう惧れがある。

三つ目に、物価に関するリスクである。家計平均購入価格指数が 13 か月振りに下落幅を縮小させたが、目先は、内外経済が下振れ、それに伴ってインフレ期待が下振れてしまうリスクや、価格競争が物価を押し下げるリスクを意識しておく必要がある。他方、やや長い目でみれば、グローバルな金融緩和が続くもとで、新興国や資源国における過熱やバブル、国際商品市況の高騰を通じてインフレ率が想定以上に上振れてしまうリスクに留意する必要がある。海外でも、特にアジアをはじめとする新興国では、そうした中長期的なインフレの上振れ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。私からは以上である。

白川議長

では、野田委員お願いする。

野田委員

金融経済情勢について、総括すれば、前月の定例会合以降利用可能になった経済指標、調査結果等は、概して我が国経済が持ち直していることを裏付けるものであった。12月短観では、足許の景況感が製造業を中心に改善しており、全体としてポジティブに捉えられるものと評価しているが、先行きの判断材料としては、限定的とは言え、企業を取り巻く環境がなお厳しいことを示唆するものであった。

10月の展望レポートの想定との比較では、世界経済がアジア等新興国を中心に、各種景気刺激策の効果や在庫調整の進捗から想定を上回るペースで回復する一方、為替が円高に振れていることなどから、我が国経済は10月の展望レポートの見通しに沿う形で推移していると考えられる。

今後の最も重要なポイントは、各種政策効果及び在庫復元の効果が減衰していくことが避けられない中で、内外経済の持ち直しの足許の動きが、内需の自律的な回復に繋がるかどうかである。この点について、設備、雇用の過剰感は改善されつつあるとは言え、過去との比較においてはなお強いことから、確信を持つには時間を要すると思う。

まず、海外経済であるが、全体として引き続き緩やかに回復している。米国経済から述べると、10月の実質個人消費が再び前月比プラスに転じ、11月の小売売上高も小幅増加基調が続くなど、個人消費は底堅い動きとなっている。住宅部門は、販売件数は増加、在庫率は低下、価格は回復するなど、ここ数年の苦境から脱しつつあるように見える。こうした中で、生産も在庫調整の進捗から持ち直しの動きが続いており、雇用は、11月の雇用統計で非農業部門雇用者数の減少幅が大幅に縮小するなど、悪化テンポが相当緩やかになってきている。このように、米国経済

は、全体として持ち直している。

しかしながら、なお厳しい雇用環境、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、なおタイトなままの銀行のクレジット、さらには、より構造的な問題であるバランスシート調整など、米国経済の先行きには、バーナンキ議長の講演での言葉を借りれば、ひどい向かい風、フォーミダブル・ヘッドウィンズに直面しており、今後の米国経済の回復テンポについては、緩慢なものになる可能性が高いとみざるを得ない。

ユーロエリアであるが、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が、個人消費に力強さがなく、回復に向けたテンポは他の先進国に比べてスローである。

先行き、緩やかな回復というのがコンセンサスであろうが、一つに、ドバイ・ショックで改めて認識させられた金融セクターの脆弱性、二つに、ギリシャをはじめとする周辺国や中東欧の停滞が、ユーロエリアのみならず、場合によってはグローバルにも大きなリスク要因であり、注視する必要がある。

中国経済であるが、政府による景気刺激策の効果から、固定資産投資が、伸び率を鈍化させながらも、なお前年比2割を上回る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、堅調であり、加えて、ここ1年、不振をかこっていた輸出もこのところ前期比ではっきりした増加を示している。このように足許まで高い成長を続けているが、今月に入って共産党中央と政府レベルで、来年のマクロ経済運営について、積極的な財政政策と適度に緩和した金融政策を継続することが確認された。これにより、先行きの下振れ懸念は幾分か後退したように思われる。一方で、11月のCPIは前年比プラスに転じており、資産価格の過度の上昇や生産能力過剰の深刻化等の点も併せて、アップサイド・リスクを肌理細かく点検していく必要性が増したとも思える。

次に、我が国経済について述べると、今後の最も重要なポイントは、冒頭にも述べたとおり、現在の持ち直しの動きが内需の自律的な回復に

繋がるかどうかであるが、12月短観で今年度の設備投資計画の修正状況を見ると、例年の修正パターンと比べて、明確に弱いと言える。一致指数である資本財総供給に引き続いて、先行指数である機械受注（船舶・電力を除く民需）や建築着工床面積でも、漸く下げ止まったか、あるいは下げ止まりに向けた動きがみられており、7～9月期の法人季報では、設備投資額が過去の下限である減価償却費を大きく割り込むレベルにまで減少した。経験的には、増加へと反転してもおかしくない訳であるが、設備過剰感も強いレベルにとどまっているもとのため、これも12月短観で確認されたが収益環境の厳しさが暫く残ることから、設備投資は弱い動きとなる可能性が高いという見方は変わらない。

家計部門であるが、個人消費は10月の実質消費支出が前月比+0.7%となるなど、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姿が続いている。10月の雇用関連指標を見ると、一人当たりの名目賃金は17か月連続で前年を下回り、冬のボーナスも、夏並みの大幅な減少になることが確実視されている。雇用・所得環境は全体として、当面、厳しいものと予想される一方で、個人消費を下支えしているエコ関連の販売促進策の延長が閣議決定された。強弱の材料が入り混じるもとのため、個人消費は、当面、一進一退の動きを続けるものとみている。

以上の需要動向を映じて、10月の生産は8か月連続の増加となった。生産予測調査やアネクドタルな情報からは、年内は前期比プラスになる可能性が高まっているが、年明け以降は、在庫復元と各種政策の効果が減じていくことから、一旦減速することが見込まれる。ただ、その程度は、IT関連を中心としてクリスマス、年末商戦の帰趨によるところが大きく、なお不確実性が高いと言える。

最後に、物価であるが、10月のコアCPIは前年比-2.2%と、昨年の石油製品価格高騰の反動から、下落幅が2か月連続して縮小した。もともと、食料・エネルギーを除くベースではスローなペースながらも、なお下落幅が拡大しており、経済全体の需給バランス悪化や、極く一部の

耐久消費財以外の財・サービスに対する消費の根本的な弱さが、引き続き物価形成上、下押し圧力となっているとみられる。最新のアンケート調査の結果等からも、引き続き相応に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も含めて、今後とも物価関連データを丹念に点検していく必要がある。私からは以上である。

白川議長

それでは、私の方から若干発言する。前回というか——11月の会合と、12月初の臨時会合があるが——、11月の会合を取り敢えずベンチマークにすると、大きな変化はなかったという感じがする。まず、我々の景気判断は、10月末の展望レポートの線に沿って動いているというのが、皆様の共通の理解だったと思うし、私自身もそう思っている。12月に発表された短観についても、そうした日本銀行の判断を裏付ける内容であったと思う。格別、各項目について言及する必要のある事項があるとは思わないが、全体観を纏めてみると、我が国の景気は、国内民間需要の自律的回復力がなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから、持ち直しているという、これまでの判断を踏襲したものだと思う。ここで終わってしまうのは、あまりにも身も蓋もないので、自分自身の感想ということで、あるいは若干の議論もあるが、幾つか申し上げたい。一つ目は、かなりの方が言及されていたが、今回の短観の業況判断をどう理解するかということである。足許の業況判断を素直に読むと、製造業大企業を中心に、緩やかに改善しているということであったと思う。一方、先行きについては、慎重にみているということであった。私自身がやや違和感を持ったのは、短観が発表された日の夕刊、あるいは翌日以降の色々な報道をみると、非常に暗い報道が多いということである。勿論、我々自身、先行きについて、非常に慎重にみているから、慎重にみているという点について異存はないのだが、ただ、過度に悲観的に報道されているという感じがする。これは、別に報道姿勢を批判するという意味ではなく、その背後に何があるのだろうかということである。企業マインドについて、あ

るいは消費者マインドもそうであるが、短観に表われているように、改善していることも事実であるが、しかし他方で色々な場で企業経営者と会ってみると、確かにマインド的には、暗くなっていると映る部分もある。しかし、その企業経営者自身が、業況感は改善していると現に回答している訳であるから、これをどう解釈するのかということである。これは、幾つかの原因があると思うが、私自身は、多分、企業経営者自身が持っている先行きに対する不安感というのは、極く短期的な景気のこともあるが、もう少し長い先の日本経済の行く末、あるいはその中での企業の生きる道についての不安感だと思う。この慎重な企業マインドをどう解釈したら良いのかについて、もしご意見があれば、追加的にお聞きしたいと思っているし、私自身これは、ずっと自問自答しているテーマである。それから、二つ目の感想は、デフレである。日本銀行自身は、この10月末の展望レポートで先行き物価下落圧力が長く続くということを示している。また、日本銀行の政策運営スタンスとしても、物価安定のもとでの持続的な景気回復の経路にできるだけ早く復帰するということを政策の基本的な考えとして発表している。そういう意味で、改めてデフレ脱却ということを明確な言葉で表現をしたということである。私自身が、いわゆるデフレ論議で多少気になっていることの一つは、先程、須田委員からも言及があったが、確かに11月以降、新聞にデフレという言葉が登場する回数が異常に増加してきたということである。これだけデフレ、デフレと世の中で言い始めると、その面からマインドが弱くなっていくということは多分あったのだろうと思う。そういう意味で、デフレと言うことによる自己実現的な景気の弱さということに対する懸念がある。それから、もう一つ私がより気になっているのは、日本経済が現在直面している本当の問題は何なのかについて、皆の関心が逸れてしまう危険性があることである。確かに、デフレは克服しないとイケない課題であるが、これは、より根源的な問題の反映に過ぎない。しかし、「デフレを脱却しない限りは」という言い方をすることで、本当の問題を我々が考えなくなってしまう危険性を秘めているという感じがする。これは、一番最初の企業マインドの話とも関連するのだ

が、勿論我々自身は政策的にデフレ克服について努力をしていく訳であるが、しかし日本経済全体のより大きな問題について、しっかり考えて対応していくということがない限り、やはりデフレから脱却できない、そういう感想を持っている。それから、三つ目、これは感想というよりは、皆様に追加的にご意見があればということであるが、11月以降の敢えての変化というと、前回臨時会合でも言及したように、ドバイ・ショックに端を発する国際金融面での動きがあるが、これを現時点でどう評価しておけば良いのかということである。取り敢えず、ドバイから始まった訳であるが、改めて欧州域内で、ギリシャ、スペイン等の財政状況に対する関心が高まり、相対的に銀行の与信内容が懸念される国のソブリン・リスクが注目されるといった地合いになっている。現状では、注意は必要であるが、国際金融市場がこれで大きく混乱するということではないと思う。この点についても、もしご意見があれば、ご意見を聞かせて頂ければと思う。以上である。

中村委員

企業の成長マインドに関して——先程、山口副総裁も触れられ、私も後段でコメントしようと思ったのだが——、日本のこれからの経済回復は、輸出と種々の景気対策に依存している訳であるが、海外経済は、想定よりも、特に新興国中心にむしろ成長のピッチが速まっている。国内で、企業家のマインドがやはり少し落ちてきていることは、私も何人かの経営者の話を聞いて、少し前と随分違うなと感じている。例えば、輸出についてみると、従来、日本の企業は、アジアや中国などを生産基地としてみていて、マーケットとして全くみていなかった訳ではないが、取組みが若干遅れている。加えて、中国について、日本企業は、何となくリスクを感じているというか、何か腰が引けたところがある。内陸の重慶とか成都にいくと、やはり日本企業は進出が遅れていて、一方の欧米の企業は、ヒューレッドパッカーなど、色々なハイテク関係の大規模な工場を作ろうとしている。拡大するアジアで販売する様々な製品も、従来のように日本から

輸出するのではなく、それぞれのマーケットに最適なものを現地で生産していかなければ対応できなくなっている。従って、これからの経済回復というのは、単に元に戻るということではなく、投入商品の構成とか、あるいは生産基地の拠点をどうするか、といったことについて避けて通れない問題を抱えている訳である。一方国内では、政権交代もあって、様々な見直しが行われており、予算や税制、環境問題などが対象となっている。今、大きな見直しを行うには——そうでなくとも多くの変動ファクターがあるのに——見極めにくいということもあって、先行きの事業計画の立案、実行を見合わせている企業が結構あると思う。中には、待つ余裕は残されていないとして、踏み切る経営者も少なくないと考えられるが、不透明感がより強まったこともあり、何となく先に進めないというか、一時に比べたら企業家の成長マインドが若干落ちているのかなと私も感じている。これは、一時的なものだと思うが、長期化すると景気の回復にとってマイナスに働く可能性があるのではないかと懸念している。

須田委員

私は企業の方のことはよく分からないが、僅かな経験から言うと、それは10年以上も前の話で、インドに結構行ったことがあるが、そこに他の国が進出しても、日本は行かない。中国もそうであるが、日本が凄く慎重だというのは、今に限った話ではない。なかなか決断するのが遅いというのは、ずっとそのままだと思う。私は、デフレについては、期待インフレの部分があるから、その部分については今は何とも言えないが、そこは別にして考えた時には、企業の生産性の問題だと思う。先程も生産性は高くないと言ったが、簡単に言うと、もし要素価格が均等化するような世界を考えると、例えば、世界の平均的な生産性に見合うだけ株主に対して配当していかなければいけないとなった時には、生産性が低ければ、賃金に回るものが少ないので、そうすると、賃金から消費へという部分は、どうしても弱くなる。私は、企業は今のよう新興国の需要の強さで収益を上げていくのなら、そこに出ていくしかなくて、それを、為替レートがこうだ

からとか言って躊躇したり、円安になったからまだ居るとかという、そういう時代ではなくて、しっかりとしたビジネスモデルとして外に出て行き、国内には、本当のコアのところ、研究開発のようなところを残しておくべきだと思う。加工・組み立てとか、消費財の最終的なところは、現地にどんどん出ていくということをやらないと、生産性がなかなか上がらないし、安い賃金も使えない。いずれにしても、日本にとって、このままでは結局は賃金は安くならざるを得ないと思っているので、そのこのところをもう少しはっきりやっついていかないと閉塞感があるなということ、最近凄く感じている。企業としてそれは大変だとか、国内が空洞化したらどうするかについては、今、新しい政府も、色々な規制緩和も含めて、内需をどう活かすかということを一生涯懸命やっている。だから、その部分で内需を作っていくということで動いていかないと、なかなか閉塞感から抜け出せないという気がしている。デフレ脱却についても、常に生産性のことが頭から離れないというのが、現状である。

亀崎委員

今年9月に本行が生活意識アンケートをやっている。これをみると、景気が悪くなったというのは74%だった。なぜそう思うのかという質問に対しては、50%は自分や家族の収入の状況から、それから、41%は勤め先や自分の店の景気から、30%はマスコミ、報道を通じてとある。景気指標とか、経済統計などをみたというのは12%しかない。そうすると、先程の報道の影響はかなり大きく、デフレに関する報道も関係していると思う。日本人のフィーリングをみていると——マインドというか、ブームというか——、例えば、一時、20~30万円のスーツがわっと売れたり、数十万円の時計がわっと売れたりした。今は、どういうことが起きているかと言うと、ジーンズが800円台で出るとか、弁当が200~300円出るとか、こういうことがマインドに影響する部分が極めて大きいので、やはり報道におけるデフレという言葉自体が影響したということもあるのではないかと思う。一方で、現状をみると、例えば、来年度の予算編成については、

我々の国民生活に密接に関連するところがどうなるのかまだ分からない。右に行くのか、左に行くのか、止めるのかどうかということが。加えて、中長期の成長戦略がどうやって示されるのか。やはり、国民というのは、なかなかその辺の姿がみえてこないと不安になる。だから、我々としては、マインド——ブームとまではいかないが——に対して、統計とか指標とかはあまりみないと思うから、マスコミを通じてでも働きかけていくことは、やはり必要かなと感じた。

須田委員

先程、マスコミでは、デフレ、デフレという話が多いと言ったが、去年は、同じように、インフレ、インフレという話が多かった。新聞は本当に一方向に偏ってしまう。新聞でチェックしたが、去年のインフレよりも、今のデフレの報道の方が少し多くなっている。インフレで大変だという話は、その時は、実質所得が下がっていくという懸念材料として言われていた。いずれにしても、ニュートラルよりも一方向に走ってしまうことが人々のマインドに結構影響を与えているなということを感じている。

野田委員

最近、新聞を読まない人が増えているが、テレビなどをみると、これは、とにかく取材方針、インタビュー、出てくる人、答えを、言ってみれば意図的に選んでいる。一方向というか、まさにデフレ、それから安売り競争——先程、亀崎委員がおっしゃったような話だが——、そういうところは、やはり我々は如何ともしがたい部分がある。第四の権力と言われて久しい訳であるが、ここの権力構造に我々も何らかの形で迫る必要がある。

白川議長

マスコミの報道についての感想は勿論あるが、何かマスコミ批判をしたということでは全くない。やはり、大なり小なり、そういう傾向はある

のだと思う。ただ、そのことが何を物語っているのか、それから、本当の企業マインドなり消費者マインドが悪化したとすれば、それは何なのかということ、我々としては理解したうえで政策をやる必要がある。別にマスコミ批判という趣旨では全くない。

中村委員

先程、須田委員が日本企業は海外進出には元々非常にヘジテイトだと言われたが、日本の場合は、先進国にはもうかなり進出していて、アジアなどには生産拠点としてかなり出ていっていると思う。この間中国に行った時は、日系輸送用機器メーカーなどでは、やはり研究・開発まで移さないと対応できないと言っていた。だから、各企業は、そうした思い切ったシフトに踏み切るべきか否かにかなり迷っているようである。そういう意味では、日本はもぬけの殻になるかもしれないが、そこまでしないともう中国市場は押さえられない。日本では生産はできない。ハイテクであれば別だが、もう少し質の落ちる物を効率的に作ることは日本ではなかなかできない。ただ、その技術を出してしまうと何が残るのか、さらなる技術開発が可能なのか等を考えている企業が多いような感じがした。

野田委員

研究開発も——今おっしゃったように——外に出ていくというのは、私も幾つか実例で聞いている。この間、オーストラリアに行ってきたが、某精密機械は、数百人規模でオーストラリアで雇っている。技術研究とか、製造技術の研究というよりは、もっとその前の基礎研究などを含めて既に外でやっているところがある。

須田委員

企業の行動をみる時に、韓国と日本はどうしてこんなに違いがあるのか。韓国はどんどん出ていっていて、それも研究開発も一緒に出ていっているということなのかもしれないが、どうしてリスクの取り方が、日本は凄く

慎重なのか。今、沢山出ている需要に対して韓国が結構供給していて、日本は、世界のせっかく伸びた需要に対して、雇用も採りたくないというので、なかなか応えられない訳である。どうしてここまでなのか——勿論韓国も中小企業が沢山あるから、有名な一部の企業だけだろうが——、そこを不思議に思う。

中村委員

韓国は寡占化していて、それから国内のマーケットが日本に比べれば小さい。日本の場合は、1億数千万人のかなり大きなマーケットがあるが、韓国の場合は、最初から外のマーケットを前提に考えているという違いがあるのかもしれない。

西村副総裁

要するに、インテグラルという擦り合せのところと、それに対して完全なモジュールのところでは、韓国は中間のところにいる。今までインテグラル的な擦り合せが非常に重要だったものが、次第に——これまで日本の工作機械がそういう形でやった訳であるが——、ある程度モジュール化できるようになったところに韓国企業が入って行き、量を出す。だから、韓国企業はマーケティングの企業である。韓国のやり方は、基本的には、リバース・エンジニアリングであるから、日本の企業が出したものをあつという間に全部分解・分析して、その中で使えるものを取ってくる。そして、一番儲かるところに関して、物凄く大きな形で——マーケティングは、要するに量が出るということが重要であるから——出してくる訳である。この形でやると、最終的に重要な点というのはスピードになる。だから、相手より一歩でも早くという形になるから、結局、工場を建てる、工場を止める、このデシジョンが速くないといけない。韓国企業は、ついこの間まで中国に出ていくという話があったが、今は撤退することで有名である。つまり、それだけ、出入りが明確に速い。そして、そもそも雇用の仕方が全然違うから——特に、サムスンなどは強烈な形で直ぐ首を切るの——、

日本の企業と比べると、要するに、技術の流れとそれからそれにどういう形で乗るかというところで、日韓の差がちょうど出た。つまり、韓国は、ある意味では、時流に乗ったということである。ただし、韓国の場合はやはり結局リバース・エンジニアリングでやっているのだから、その限界が韓国にとって今一番大きな問題と言われている。先程あった技術開発というのは、単純な話ではない。先程、基礎研究の話があったが、特に重要なのは、工場における技術開発である。よく企業経営者の方は、日本にはマザー企業やマザー工場が残っているから、それだけはきちんとやると言うのだが、よく話を聞いてみると、マザー工場に何も残っていないというのが結構ある。だから、これを含めて、やはり日本に本当の意味で——先程、生産性の話があったが——、将来、基本的な生産性の優位が残る芽を残すことができるかという問題が今一番クルーシャルになっている。つまり、為替そのものは動くので、逆に言えば、為替に応じて出ていくこともできるし、また戻ることもできる。それができるような体制を上手く作っておかなければならない訳である。上手くそういうような情勢になっているのかどうか。もし、ここの状態で工場を含めて、全てのものを外に出してしまったら、これはもう戻ってこない。一部のプリンターの製造工場などは、はっきり言って、中国の工場の方に全部移転してしまって、そちらの方が生産性が高いというようなことが起きている。そういうことを含めて、日本のマザー工場をどれだけ強くしていくか、もの作りをどれだけ強くしていくか、そういう観点がやはり根本的に必要なのだが、必ずしもそれが理解されていないというのが、今一番大きな問題だと思う。

野田委員

私がこちらに来る前に、重電メーカーの役員——社外役員——をやっていたが、やはり海外に行く時に、ある部門が全部いくと、国内に製造技術が残らなくなってくるので、いつもその部分をどうするのかとの議論になった。やはり日本の企業というのは、どうしても一部を残したいのである。それは、はっきり言って、相当効率が悪くなってきているから、もう

丸ごと出ていくというデシジョンに少しずつ傾いていったという記憶がある。今の西村副総裁の話の聞いていると、やはりオール・オア・ナッシング的になりつつあるということは言える。そうしないと、よく言われるアジアをどうやって取り込んでいくかという時に、なかなかそこが中途半端になる。その決断が今なかなかつきかねている、見極めかねている、というところだと思う。

西村副総裁

その時に、今の貿易の仕方というのは、要するに産業内貿易であり、かつ製品内貿易になっているので、どの部分のどれを出して、どれを残すか、このデシジョンが一番重要である。全部出してしまってはだめである。必ず何かコアは残さなくてはいけない。残すコアは一体何なのかということちゃんと本社が分かっているかという、そういう話なのである。今起きていることは、現場は立派、本社はだめ、これが起きている訳で、これを何とかしないといけないというのが多分一番大きな…。

亀崎委員

その観点からいくと、かつて 1980 年代に日本は産業の空洞化と言われたが、それはそこまではいかなかった。ただ、現状をみていると、税制の問題があり、それから F T A で完全にハンディキャップを負わされている。日本が F T A 結んだのはまだ 11 か国・地域しかない。韓国などは、もう E U と結ぶは、アメリカとも結ぼうと。かつては韓国製品は、家電品などはまあまあ強くなってきたと思っていたが、この前、私がヨーロッパで日本のメーカーに色々聞いた話では、今は車にしても価格だけでなく、クオリティも非常に良いと。これは、例えば関税が 10%、12% も違えば、もうコンピートできるレベルではないと。関税は、企業努力を超えるインフラなのである。ハンディキャップを負わされることになるので、やはり F T A をどんどん結んでいかないと、韓国などにやられる。だから、そういう意味では、日本から持っていくと関税がかかってもうだめだから、先程

の話のように、海外で生産をする。これがまた空洞化を促進する材料になってしまう。今、海外で稼いだ利益を日本に持ってきても課税しない、今までは差額を課税されたがそれをしない、と新しくなったが、それどころでは済まない。むしろ、国内での生産、輸出そのものがなかなか難しくなっており、一段と海外生産が必要な状況になっている。そういう意味では、1980年代よりももっと厳しい状況には置かれているのではないかと思う。

野田委員

オーストラリアでもやはりそういう声が聞かれた。

山口副総裁

須田委員をはじめ皆さんもおっしゃっていたように、国内でだめなら国外に出ていけば良いのではないかと、という話だが、伝統的な産業を中心にして、そうした動きは当然進むだろうと思う。しかし、国外での利益を国内に持ってくるだけでは、この国の経済全体としては、いかに人口減少社会とはいえ、回っていかないと思う。国内で所得をどう創出していくのかを別途考えなければいけない。この点、答えはみえていない。どのような産業群で利益を上げていくのかがみえないところに、企業家心理の根本的な弱さがあるという気がする。しかし、ここは、企業家自身がみつけないといけないところでもある。もう一つ指摘しておきたいのは、日本銀行のこれまでの対応とも絡む点である。我が国においては何か大きなショックが起き、景気が悪化し、失業者も増えた場合に、失業者対策、雇用対策という形でセーフティネットを張ることは良いのだが、その手前のところで、企業倒産を許さないという対応が、図られることがままある。そうすると、経済全体としての生産性がどうしても低くなる。それが、今の状態に繋がっている。これは、日本銀行もなにがしか寄与してしまっている点であり、政府ばかりを批判できない。企業が倒産する自由、マーケットから退出する自由を我々としてある程度割り切って認めていかないといけ

ないという気がする。勿論、その結果生み出される失業については、別途の手当てが必要だが、その二つをきちっと分けた政策対応をやっていかないと、日本経済全体としての生産性を上げることはできないと思う。

白川議長

私が最初にこういう議論を始めたので、狭義の金融政策以外の話も頂いたが、これはやはり大事な議論だと思う。自分なりに結論を出すという話ではないが、短期的な景気指標でみると、景況感は、素直に考えると、やはり改善をしていると思う。ただ、先行きについて、あるいはより長い先行きを展望した場合に、多くの企業経営者が不安な感じを持っている。そういう意味でマインドが暗くなっていることも事実だと思う。その原因が何なのかという時に、抽象的な言葉で言うと、生産性をどう高めていくのか、なかなかその道筋が描けないということに多分なると思う。生産性の話はこの10年位、日本銀行も随分議論してきたが、生産性という言葉は、何となく原始的な意味で、個別企業の生産性をどうやって高めていくかと受取りがちである。勿論そういう意味での生産性もあるが、経済全体の生産性というのは、生産性の高い分野、効率の高い分野に、資源が移っていくことによって実現していく。効率の低い分野が拡大しても、経済全体としては生産性が拡大しない。そういう意味では、やはり最後は、配分の問題になっていくのだと思う。先程、山口副総裁が言われた参入と同時に退出があるということは、やはり大事であるが、我々の方は、資金という面で、金融政策として関わっている訳である。金利水準という面でもそうであるし、信用のスプレッドという面でもそうであるが、決して我々自身が無関係な話ではない。ただ、そういう話と長期的な政策の整合性を考えながら、短期的な景気の問題にも対応しなければいけない。短期だけに走ってはいけないし、長期だけに走ってもいけないという、そのバランスが難しいからこそ、ずっと悩んでいる訳であるが、少しそんな思いをしながら話を聞いていた。

西村副総裁

ちょっと一点だけ。今ずっと、もの作りの話をしていたのだが、IT産業の話は少しする。IT産業で欧米、特に米国と日本の違いの一つをみると、企業間の格差というか、企業間のばらつきが非常に大きい。米国の場合、生産性の低いところは凄く低いのだが、生産性の高いところがあって、そして生産性の低いところは比較的早く止め退出するというメカニズムで、相対としてみると高くなっている。日本は、そこが非常に少ない。その時の一つの問題というのは、退出を許せば良いという話ではなくて、退出をした時に、その退出をした人達のところにある生産要素を如何にスムーズな形で他に移していくかという、その問題のところがやはり重要なのである。例えば、そういう時には、ある種のファンドなり何なりでやっていくという、そういうようなスタイルでやはり考えていかなければならないと思う。単純に、放っておけば誰かが新しくやるという形では多分ないので、その部分は、やはり考えなければならないのではないかと思う。

野田委員

今まで少産少死の構造だったから、それはいらなかったのだろう。

西村副総裁

ただ、少産少死は、戦後だけである。戦前は、物凄く多産多死だった。

野田委員

然り。成長のパイで、色々なものを癒してきた。言いたいことは一杯あるが、止めよう。

白川議長

それから、今のラウンドでは、何人かの委員方から、中長期的な物価安定の理解について、検討することが適当ではないかという趣旨のご意見、問題提起があった。中長期的な物価安定の理解については、金融政策運営

と密接に関わるものであるので、次のラウンドで議論したいと思う。このラウンドで、今まで議論した論点以外について、もし議論がなければ、取り敢えずここでコーヒブレイクに入りたいと思うが、ご意見はあるか。ないようであれば、10時35分に再開したいと思う。

(10時25分中断、10時35分再開)

白川議長

それでは再開する。

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

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。なお、先程のラウンドでは何人かの委員方から、中長期的な物価安定の理解について検討することが適当ではないかとのご意見が出された。その点についてのご意見も併せてお願いしたい。それでは先程と同じ順番で西村副総裁からお願いしたい。

西村副総裁

国内金融市場については、臨時会合の措置以降、短期金融市場では、各種ターム物金利は幾分低下したと評価できる。この間、長期金利は、均してみれば横這い圏内の動きとなっている。一方、株式市場は、ドル安円高が幾分是正されたこともあり、日経平均は、1万円台を今回復しているなど安定化の動きがみられた。もともと、国際金融市場でのバッドニュースや為替レートの急変動に脆弱な構図は変わっていない点は引き続き念頭に置いておく必要があると思う。このように回復の広がりは見られるものの、総体としてみれ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は望ましいと考えている。従って次回までの金融政策運営方針は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促すという現状維持が適当であると考えている。以下では、「中長期的な物価安定の理解」について、現在の私の見解を述べたいと思う。

まず、「理解」はその導入の経緯から、特定の時期や状況に条件付けられていない一般的な「物価安定と理解する数値的なイメージ」であると考えている。そこで「理解」設定の基礎となった、バイアス、のりしろ、国民が物価安定と考える物価上昇率の三つの中長期的要素について概観しておきたいと思う。第一に、ラスパイレス指数であるCPIにあるバイアスの中長期的な平均であるが、CPIの指数の作り方が劇的に変わった訳ではないので、ここでバイアスの中長期的な平均が大きく変化したとは考えにくいと思う。第二に、長期的にみてゼロ金利に陥らないために必要なのりしろ、言い換えれば平常時、つまりゼロ金利制約にない状況で、今後ゼロ金利制約に陥らないためには、どの程度のりしろを持つことが必要か、コスト・ベネフィットを勘案して、そののりしろがどの位かという点についても、物価や賃金の形成メカニズムが今年4月の点検時と比べて大きく変化したとは言えないので、のりしろも大きく変化したとは考えにくいと思う。第三に、国民が物価安定と考える物価上昇率、つまり企業や家計の物価の見方も、各種サーベイデータをみている限りにおいては、明確な変化を示唆するものは出てきていない。従って、私の「中長期的な物価安定の理解」については、現時点で、大きな変更をする理由は見当たらない。以上、「物価安定の理解」を構成する私自身の理解には大きな変化はないことを述べたが、ただ、コミュニケーション・ポリシー上、気になる点の一つある。それは各政策委員それぞれの物価安定の理解を纏めた総体としての「中長期的な物価安定の理解」が正確さを前面に出すあまり、若干分かりにくく、かつ部分的に誤解、あるいは為にする曲解を生むところがあったのではないかという点である。具体的には、0~2%程度であり、大勢の中心値は1%の前後で分散していたという表現のうち、第一に、

「0～2%程度」という表現が、0を含むマイナスの領域を若干含んでいるかのような誤解をどうも生んでいるように思える点である。第二には、「1%の前後で分散していた」という表現が、1%よりもかなり下方に多くばらついているかのような印象を与えたかもしれない。もし、そのために金融市場の金利体系になにがしかの影響が出ているとするならば、それは望ましいことではないと思う。勿論、これは私の今の時点での判断なので、他の委員方のご検討をお聞きして、最終的な判断をすることになるが、もし、こうした私の見方が間違っていなかったとするならば、今回の検討を経て、「2%以下でプラスの領域、そして大勢は1%程度を中心」という類の明確化をするのが望ましいのではないかと思う。そうすることによって、金融市場の金利体系に、本来の我々の意図が反映するようになることを期待したいと思っている。ただ一点、これは追加的なことであるが、「中長期的な物価安定の理解」の検討とは直接関係ないが、重要な論点だと思うので、指摘しておきたいことがある。以上は、物価安定の中長期的理解というのは、特定時点に依存しない「物価安定と理解する数値的なイメージ」であったが、それを離れて、より特定の、2009年12月というこの現在の特定時点で、「今後数年後を展望した際に、私が考える2005年基準消費者物価（総合）上昇率の目線はどこか」と問われるならば、それは私の今の「物価安定の理解」よりも高くなるという点である。その理由を述べたいと思う。第一の理由は、CPIバイアスの性質である。よく知られているように、基準改定時期から離れるに従って、一般的にはバイアスが増大する。「中長期的な物価安定の理解」では、CPIバイアスが時期によって変動するという不都合を避けるために、その長期的な平均をみている。しかし、現時点で、今後数年後を展望した消費者物価（総合）上昇率を考える場合には、直接に現行基準CPIに存在するバイアスが現在どの位かを勘案する必要があると思う。具体的には、2009年現在の2005年基準による足許のデフレ率は、基準時点から時点が離れているために、真のデフレ率を過小に評価している可能性等を考慮に入れる必要があると思っている。このデフレの過小評価を勘案すると、2005年基準インフレ率の目

線は、その分高くならなければならないことになる。第二の理由は、現在はデフレの状況にあるうえに、ゼロ金利制約で縛られている、つまり経済情勢からみれば、オーバーナイト政策金利をもっと大きく下げるのが望ましいが、市場のインフラを守るために、これ以上は下げることができない、という状況にある点である。しかも人々のインフレ期待は、過去のインフレの実現値の平均に影響される事が知られており、もし、デフレが長く続く時には、人々のインフレ期待が下方にシフトする、つまりデフレ期待がさらに高まる、という可能性が生じてしまう。従って、現在は人々のインフレ期待を下支えしなければならない状況だというふうに考えている。そして人々のインフレ期待は、インフレの過去の平均と中央銀行の数年後を展望した目線との両方に依存することを示唆する多くの理論的実証的研究の結果があるので、それをみるなら、デフレが続く時には、中央銀行の数年後を展望した目線はそうでない時に比べて、高くする必要があると思われるからである。以上である。

白川議長

それでは中村委員にお願いします。

中村委員

12月1日の臨時の決定会合で導入した新しい資金供給オペ手段については、導入決定翌日からレポ金利や短国、LIBOR、TIBOR、金先等のやや長めのターム物金利を低下させる効果があったほか、年末や年度末越えのオペの落札レートにもほとんどプレミアムが乗っておらず、本行が緩和的な金融環境を維持していくという方針が、新型オペの導入により、レートにも織り込まれているようである。もっとも、当該措置の導入に伴い、「当座預金残高が10兆円純増する」とか、「量的緩和」といった言葉が一人歩きし、今回の措置の本来の目的である「低金利を維持すると共に、金融市場における需要を十分に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」ことが、必ずしも正しく理解されていな

い面もあるようにも思われる。また、政府が11月20日にデフレ宣言をしたこともあり、最近ではデフレ対策に関してマスコミ等を通じて、様々な意見が述べられており、中には、将来的な弊害や副作用を無視するかのような論調も散見される。本行に対してもデフレ脱却のために長期国債の買入増額を始めとする、追加的な対策を求める向きも少なくない。財政ファイナンスは財政法で明確に禁止されているにもかかわらず、財政支援のために、日銀は国債の消化に協力すべきであるとの意見すら聞かれる。本行が現在行っている年間21.6兆円の長期国債買入オペは、長期性資金の供給のための手段であり、国債価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものでないことは言うまでもない。また、足許では企業の資金需要が限定的であることや、金融機関の財務体力や収益力が充分でないこと、並びに融資先の信用リスクが高まっていることなどを背景に、金融機関の与信リスク許容度は限定的となっており、中央銀行の潤沢な資金供給が貸出増には繋がりにくい状況となっている。従って、中央銀行が潤沢に流動性を供給しているにもかかわらず、金融機関を介しての企業活動に対する資金面からの支援に必ずしも繋がらず、準備預金が積み上がることは、多くの先進国の中央銀行が共有している悩みでもある。国民や市場参加者の理解と認識が得られていないために、本行の金融政策方針に誤解や不信感を生じ、金融政策の効果が減じたり、誤解に基づいて世論形成されることは好ましくない。このため、本行が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持続的成長経路に復帰することを粘り強く支援していくという方針を丁寧に繰り返し説明し、容易なことではないが、引き続き理解を求めていく必要がある。本行に対する理解という観点からは、西村副総裁が指摘されたように、本行の金融政策運営に関連する「中長期的な物価安定の理解」についても、日本銀行の考え方を正しく理解してもらうことが肝要である。すなわち、消費者物価指数の前年比で0~2%程度の範囲内としている「中長期的な物価の安定」には、ゼロが含まれており、日銀はマイナスでなければ良いと考えているとか、物価の下落よりも上昇圧力に対する取組みに軸足を置いている、との印象が一部に持たれ

ていると思われるからである。従って、政策委員会において、改めて「物価の安定についての考え方」につき確認のうえ、分かりやすく説明し、理解を深める必要がある。国内の企業金融を取り巻く環境は、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解消されており、資金効率のために、一旦膨らませていた手許流動性の圧縮に取り組む企業も増えているようである。CPや社債の発行環境も、良好な状況が続いており、先行きについても、企業の資金需要が低下し起債ペースが鈍化傾向にある中、投資家の社債投資意欲は引き続き強いため、良好な発行環境は継続すると思われる。また、中小企業の資金繰り、並びに金融機関の貸出態度判断についても、引き続き厳しい状況にはあるが、緩やかに改善の動きが続いていることが12月短観からも確認できたと思う。次回会合までの金融市場調節方針は、現在の低金利水準を維持すると共に、極めて緩和的な金融環境を維持していくために、現状維持とすることが適当だと思う。

最後になるが、先般の臨時会合開催の対外公表時刻が、10年国債入札日の債券先物取引の前場引け後となったことは、市場参加者からは不評であり、一部では円滑な価格形成に支障を来したともいわれている。本行は、市場との対話を充実させていく必要があるだけに、今後、同じような事態が極力生じないように、公表時刻についても可能な限り、市場にも配慮する必要があると思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員にお願いする。

亀崎委員

金融政策運営に当たって注意すべきリスク要因としては、引き続き以下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。先月末のドバイ・ワールドの債務返済延

期要請は大きなショックであった。ドバイについては、アブダビが支援するなど問題が大きく拡大せずに済みそうであるが、これによって世界全体の信用不安が煽られた結果、新興国や債務過多の国への目線が厳しくなってきた。実際、メキシコやギリシャの格下げ、スペインの格付け見通しのネガティブへの引き下げが行われている。EU内では、このほかポルトガルやアイルランドなどを加えたP I I G Sと呼ばれる公的債務が多い国の信用力が改めて警戒されている。ECBのシュタルク理事は、今月8日に「ドバイは驚きだったが、これだけでは済まないかもしれない」と語っており、引き続き新たなショック発生に対して最大限の注意を払っていく必要がある。

また、各国の金融・財政政策の動向も、引き続き大きなリスク要因である。新興国や資源国では、各国の金融緩和による過剰流動性の影響を受けて、世界中から資金が流れ込んで景気が予想以上に上振れており、世界の景気見通しも、それにより上方修正が続いている。これ自体は、現時点において好ましいものと言えるが、新たなバブルに発展して急速な引締めへ転じざるを得なくなることはリスクである。日本など先進各国では、新興国や資源国への輸出増加が景気持ち直しに寄与している部分が大きいため、国内民間最終需要の自律的回復が始まる前に、これら諸国が引締めへ転換すると、景気回復シナリオを修正せざるを得なくなる可能性が高まる。実際、豪州やノルウェー、インドなどが金融引締めを開始したほか、中国も一部でバブル抑制策に取り掛かり始めている。韓国やニュージーランドなども、中央銀行総裁が比較的早期の引締め転換を示唆する発言をしている。先進国自身も、大きな財政赤字を抱えているため、財政は引締めへ転じざるを得なくなるかもしれない。米国では、議会で赤字拡大に否定的な主張が強いため、先月の初回住宅購入者への税控除プログラムの延長でも、あるいは現在の医療保険制度改革法案でも大きく揉めている。EUでは、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・実行を求めている。このように、欧米では、財政面からの一層の追加策の実行は期待しにくい状況となっている。

このほか、各経済主体のマインドや行動パターンの変化も、考えておかねばならない。先月触れたように、世界経済の構造変化が予想される中、こうした変化をも見越して、我が国の目指すべき中長期の戦略をいち早く策定し、各主体がそれに沿って行動を開始することが何より重要だと思う。

以上、リスク要因について縷々述べたが、結論としては、なお下振れリスクが大きいということである。このような状況下では、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。なお、景気マインドが悪化するもとの、今月初めの臨時決定会合で決定した、固定金利型の共通担保資金供給オペは、一定の効果がみられ、金融緩和の強化策として機能したと評価できると考える。この先、日本経済が、物価安定のもとで持続的な成長経路に復帰していくことは極めて重要であり、本行としては、今後とも緩和的な金融環境を粘り強く維持していくことが必要である。そのためには、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、引き続き求められる。本行がこうしたスタンスについて、分かりやすい言葉で情報発信に努めるとともに、実際に臨機応変に対応していくことは、金融市場の安心と安定を実現し、金融政策の目的を達成する道である。なお、先程の「物価安定の理解」については、後程議論の場で意見を表明させて頂きたいと思うが、本行がデフレを容認しないという姿勢を示すこと、これは先程の議論の場が出たが、これは人々のマインドに働きかけるといった意味で基本的には賛成である。後程また意見を述べさせて頂く。

白川議長

それでは山口副総裁にお願いします。

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。まず、ターム物金利をみると、先日の臨時会合以降、短国レートは一段と低下し、ユーロ円レー

トも低下ペースを速めている。株式市場、為替市場等の市場参加者のマインドも一時に比べれば落ち着きを取り戻している。こうしたことをみる限り、新しいオペを導入して、それによって長めの金利の低め誘導を図るといふ政策については、早い段階からその効果を発揮し始めているようにみえる。今後、こうした効果が特に貸出金利などにどのように波及していくか、政策効果を見極めるうえで、注意深くみていく必要があると思っている。CPの発行環境であるが、ドバイ・ショックの影響から建設業など一部の先で発行金利が幾分上昇したものの、全体としては、引き続き良好な環境が続いている。社債市場についても、格付けの低い先を除いて、信用スプレッドの縮小や発行銘柄の拡大などが続いている。CP・社債買入れの完了は、スムーズにマーケットに受入れられつつあるということだと思われ、さらに言えば、むしろ市場取引の活発化を促していると評価して良いと思っている。企業の資金繰りに関し、今回の短観では、大企業で横這い、中小企業で小幅の改善となった。中小企業については概ね予想どおりの結果であったが、大企業については業況感の改善の割には、やや弱い印象も受ける。もっとも、CP市場・社債市場の活況やミクロの情報などを併せて考えると、全体として改善の動きが続いているという、これまでの評価を維持することで良いと思う。以上を纏めると、我が国の金融環境は、先月同様、「厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている」という評価が適当ではないかと思う。次に、政策金利についてであるが、現在の我が国の経済・金融情勢を踏まえると、現行の誘導目標水準を維持することが適当だと思う。新しい資金供給手段の効果も含め、金利面や流動性供給面から、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だと思っている。

ここで、私からも、「中長期的な物価安定の理解」について、一言述べておきたい。これは皆さんとしっかり議論することがより重要だと思っているが、取り敢えず私の意見を申し上げたい。我々自身は、「物価安定の理解」に関しては、「消費者物価指数の前年比で0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」と表現して

きた。合議制の下にあるボードとしてコンセンサスを纏めるとなると、こうした表現とするのが適切という判断で行ってきたものと私自身は理解している。一方で、消費者物価の前年比割れの状態がここ暫く継続するとの見方が、我々自身もそうであるが、広く浸透する中で、デフレの認識を巡る議論がかまびすしくなってきた。このような状況下で、我々は、先日、臨時会合を開催して、「日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題である」という認識を対外的に示すと同時に、一段の金融緩和に踏み切った訳である。マーケットの反応などをみる限りは、先程も申し上げたが、我々の意図は、それなりに理解されているものと判断できる。しかしながら、国民や市場がデフレの下にあって、この先の我々の金融政策スタンスを読み取っていかんとすると、我々の今示している「物価安定の理解」の表現振りは、やはり今ひとつ明快さを欠くことも率直に言って否定しがたいように思う。例えば、表現が全体としてやや持って回った言い振りになっており、直截さに欠けるという憾みがあるし、また、「委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」という表現も、我々が合議制の下にある以上やむを得ない面があるとは言え、一般の人々には分かりにくいものになっているように思う。現在、デフレの克服と物価の安定の実現について、我々がどう考えているかという点が、消費者などの物価についての予想の下振れを抑えていくうえでも特に重要になっている局面だと理解している。従って、我々自身の考え方について曖昧さがあるとすれば、それをできるだけ排除し、明確な表現によって、我々のスタンスを明らかにしていくことが、従来にも増して重要になってきているように思う。私の理解する限りということであるので、後程議論があろうかと思うが、委員方の多くは、物価の安定を消費者物価でみて、2%以下のプラスの領域と考えており、また、1%程度をその中心としてみていると思っている。もし、そういうことであるとすれば、この際、ゼロ%とそれ未満のマイナスの値は我々として許容していないということ、それから1%程度の前年比を中心として重視していること、を併せて世に示すことで、我々の考え方を従来以上にはつき

り浸透させることができるのではないか、また、浸透させるべきではないかと思う。結果として、消費者や企業の物価予想に対し、一定のアンカー機能を与えることができると同時に、我々のこれまでの物価安定の表現振りが、市場、特に債券市場での金利形成に対し、なにがしかの歪みをもたらしてきていたとすれば、それを多少とも修正し、相応の金利低下を促すこともあり得るかもしれない。これを市場が時間軸的な効果と理解するのであれば、我々は敢えて否定することもなく、そのまま受け入れれば良いように私自身は思っている。最後になるが、仮に今回「物価安定の理解」を今述べたように変更するとしても、それだけではやや片手落ちの感があるのではないか。今回の世界的な金融危機の経験を踏まえると、政策運営上、一般物価の動向を注目するだけでは十分ではなく、資産価格あるいはレバレッジの動向など金融面の不均衡を示唆するかもしれない動きにも周到な目配りが欠かせないと思う。この点をしっかりとこの機会に対外的に訴えていくことも、もう一つ重要な点であると思っている。私からは以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

最初に次回決定会合までの金融政策運営についてであるが、現状維持が適当だと考える。足許の経済指標はメインシナリオに概ね沿った展開となっているが、当面、国際金融面での動きなどによって、マインドが下振れるリスクが意識される中、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していくためには、極めて緩和的な金融環境を維持していく必要がある。執行部におかれては、年末越え資金の潤沢な供給や誘導目標金利の達成はもとより、市場機能維持にも配慮しながら、ターム物金利へも働きかけるという柔軟かつ機動的で、神業的な調整をお願いしたいと思う。

次に、臨時会合以降の短期金融市場の動向についてみておくと、新たな資金供給手段の導入後、各種ターム物レートはフラット化しながら低下している。G Cレポ・レートは業者のファンディングによる振れはあるものの、現在1週間物から3か月物まで0.12%台で推移している。また短国レートも、新オペ導入直後大きく低下した後、3か月、6か月、1年のいずれのゾーンも0.1%台前半で安定的に推移している。この間、ユーロ円では3か月物レートを中心に低下しているほか、T I B O Rも緩やかな低下傾向を辿っている。このように新たな資金供給手段の導入は、期待先行もあって、各種の短期金利に明確な引き下げ効果を与えていると評価でき、年末越えプレミアム、年度末越えプレミアムも、現在のところは限定的なものにとどまっている。

為替や株も反応を示した。政策効果の切り分けはできないが、結果論で言えば、臨時会合後、円相場は大きく下落し、日経平均株価は急反発した。なお、企業金融については、C Pが全ての格付けにおいて発行残高が増えているほか、社債も12月入り後起債が膨らむなど良好な発行環境が続いている。

以上のように、今回の新たな資金供給手段の導入を巡っては、短期金融市場のこれまでの反応をみる限り、次第に目線がそろってきたように窺われる。しかしながら中央銀行のコミュニケーションの観点からは、幾つかの悩ましい問題が浮かび上がっている。

最初の問題は、日本銀行の独立性に対する疑念が国民の間で生まれていないかという点である。今回の臨時会合における決定を巡っては、B O Jウォッチャーの間から、政府のデフレ宣言によって、日銀もデフレを認めざるを得なくなったとか、日銀は政治圧力に弱いということが実証されたといった声が少なからず聞かれた。こうした誤解や疑念を差し挟まれること自体、我々の説明が不足していることの現われであり、金融政策の信認に関わる問題だと危惧している。その意味では、これまで持続的な物価下落を軽視していた訳ではなく、私自身それを単純にデフレという言葉で置き換えることに消極的であったのは、その言葉が一人歩きをして国民のマ

インドに悪影響を与えることのないよう配慮してのことであるし、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していくという取組み姿勢も、従来から今日まで何ら変わっていない。こうしたことを、きちんと説明する必要がある。そのうえで、政策決定プロセスが不透明だと言われたり、説明が唐突で過去の説明と整合的でない印象を与えてしまうことのないよう、政策の打ち出し方やコミュニケーションには細心の注意を払う必要がある。

二つ目は、中央銀行のバランスシートと金融緩和との関係についてである。これまでも機を捉えて申し上げてきたが、両者の関係は単純ではない。まず、第一に、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標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、第二に、市場の機能不全のもと、民間の肩代わりとしての資産買取りなどで拡大した中央銀行のバランスシートは、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ると縮小するが、それはプレミアム低下による金融緩和を示唆しているということ、第三に、超過準備に対する付利もあって、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が指摘できる。この点、直近で言えば年明けにも資金需要の減少に伴って資金供給量が減ることが予想される。その際、市場からデフレ脱却のために資金供給量を拡大させるのではなかったのか、といった批判が出てくることも考えられる。日本銀行としては、量で緩和度合いを測るのではなく、あくまで金利水準がターゲットであること、極めて緩和的な金融環境を維持していくという金融調節方針に何ら変更はないことを、地道に説明していく必要がある。

三つ目は、財政規律に対する日本銀行の姿勢である。市場では、国債購入を伴う量的緩和政策を求める意見が少なくない。先程述べたように、先進国の中でも最悪の財政事情の中で、財政再建に対する信認が確保されないまま日本銀行がマネタイズするといった見方が台頭してしまうと、長期

金利へ悪影響を及ぼすリスクが高まることになる。勿論、財政規律に対する疑念は、株式市場においても日本への投資を忌避する材料となる。日本銀行が長期国債購入に日本銀行券発行額という上限を設定しそれを守ろうとしているのは、金融調節の円滑化のためだけではなく、財政ファイナンスといった見方が台頭しないようにするためでもある。このことについても丁寧に説明し続ける必要がある。

四つ目は、中長期的な物価安定の理解と時間軸効果についてである。まず物価安定とは、概念上はゼロインフレと答えることができるが、それを具体的な数値で示す場合には、物価指数のバイアスやインフレ率ののりしろについて検討する必要がある。のりしろは、潜在成長率、賃金の下方硬直性、金融システムの頑健性、ゼロ金利下での政策運営の工夫などによって異なってくる。これらを考慮に入れて概念上のゼロインフレを具体的な数値に落とすとしたら、長期的にみて若干のプラスのインフレ率となるだろうと私は繰り返して述べてきた。2006年3月に、中長期的な物価安定の理解として、より具体的に数値を考える必要が生じた時には、これらの検討に加えて、これまでのインフレ率の平均的な水準や国民の物価観についてのサーベイ結果も参照した。その考え方は今も変わりなく、その結果求めた私の物価安定の理解の中央値は1%よりもゼロの方に近いプラスの値というものである。従って今回、物価安定の理解について、先程から議論があるように「0~2%程度」ではなくて、「2%以下のプラスの領域」といった形で明確化することであれば、私の理解はそこに含まれているので問題はない。

市場では、今後の日銀の追加策として、この物価安定の理解を用いた時間軸効果強化策がしばしば取り上げられている。しかしここで物価安定の理解を明確化するにあたって、以上示したように私自身の考え方は全く変化していない。ここでの明確化は、基本的にこれまでの考え方をより分かりやすく誤解を生まないように示したものであって、時間軸効果の強化を企図したものではない。物価安定の理解の下限、上限についてのこれまでの市場の認識に依存して、長めの金利に何らかの影響が及ぶ可能性はあるが、

その程度は定かではないし、それを結果的に認識できるかどうかも分からない。ともあれ、今回の明確化が時間軸の強化を狙ったものであるとの受止め方をされないように、説明していく必要があると思っている。

物価安定の理解の明確化は、足許の物価の変化がプラスになるまで緩和政策が維持されるということの意味しない。金融政策は物価の変化と経済成長とを勘案してフォワード・ルッキングに行う必要がある。現時点では消費者物価の前年比がプラスになるまでには、かなりの期間が必要だというのがメインシナリオであるが、非常に低い短期金利が長期に亘って維持されると期待されると、過剰なリスクテイクに繋がり、ブームと金融面の不均衡の蓄積をもたらし、その崩壊後深刻な不況、デフレに繋がるリスクがある。こういったリスクを避けることの重要性も指摘しながら、物価安定のもとでの持続的な経済成長を目指して、金融政策を運営していく必要があると思っている。以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

野田委員

前半でも述べたとおり、我が国経済は10月の展望レポートの見通しに沿う形で推移している。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や、見通しを巡る極めて高い不確実性とリスク要因は基本的には変わっていない。

こうした情勢を踏まえれば、先の12月1日の臨時政策決定会合で導入した固定金利方式の資金供給オペと既存の資金供給手段を機動的に駆使することにより、市場の資金需要を十分に満たすに足る潤沢な資金供給を行い、短期金融市場におけるやや長めの金利を含めて、極めて低水準の金利を維持することを通じて、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当分の間堅持していくことが極めて重要である。

こうした運営方針を踏まえ、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に促す、との現在の方針を維持することが適当である。

ところで、臨時政策決定会合後の短期金融市場は、各種金利はターム物を中心として一段と低下した。やや長めの金利のさらなる低下を促す、との金融緩和強化策の目的は、現時点までに所期の成果を挙げたものと評価できる。

市場参加者からは、日本銀行がどこまで金利を引き下げつもりなのか分かりづらい、との声も聞かれた。その後のオペを通じて、幸い足許までに市場参加者の理解も相応に進みつつあるが、我々はやや長めの金利について、オーバーナイトのようなターゲットを設定している訳ではなく、新しい資金供給手段を活用し、やや長めの金利を可能な限り、最低限の市場機能の確保に配慮しつつ、低下させていくということを、市場との対話あるいは実際のオペレーションを通じて浸透させていくしかないと考える。

また、臨時会合後の記者会見で、白川議長が、量が制約となって金融機関行動が制約されることがない状況をしっかり作り出すという意味では、広い意味での量的緩和だと考える、と発言されたが、この広い意味での量的緩和について、それが市場機能を犠牲にする緩和なのか、市場機能を活かしながらの緩和なのか、あるいは、その程度はどうなのか、といった疑問を呈する向きもみられる。会見では、金利機能低下によるマイナス効果についても、しっかりと説明されているので、この議論はある種為にする議論であると考えられる。ただ、「物言えば唇寒し」の感は禁じ得ない訳であるが、政策上極めて重要なことであるので、準備預金の量というものは経済を刺激していくうえでのあくまでも結果、産物に過ぎないということ、それから準備預金の量と金融緩和の程度には直接的に結び付くものではないということ、愚直にかつ丁寧に説明し続けていくことが必要である。

そのコミュニケーションのベースとなっているところの「中長期的な物価安定の理解」について、かいつまんで私の意見を申し述べたいと思う。三つのチェックポイントについては、何人かの委員がおっしゃったとおり、本年 4 月から基本的には特段の変化は生じていないというふうに判断しており、従ってこれまでの私の理解、すなわち繰り返すと 0.5%から 1.5%というものを変更する必要は毫もないと考えているところである。従って、私としては 0%以下のマイナス値は許容していないということは改めて言うまでもないことである。12 月 1 日の臨時会合で、日本経済がデフレから脱却することが極めて重要な課題であるとの認識を明確に示した直後の本会合で、委員会として 0%以下のマイナス値は許容していないということを明確化し、きちんと表明する意義は小さくないものとする。その理由としては、一つは我々の理解の表明の目的の一つが、いわゆる中長期的なインフレ期待をアンカーすることであり、明確化はその機能を強化するものであると考えられること、二つ目に、短中期的には臨時会合で示した金融緩和強化の姿勢を明確化によってエンドースすることは、結果として市場の期待形成に有効に働くと考えられることである。コミュニケーションのうえでは、特に後者の観点も重要であるかと思う。すなわち、この明確化というものは、あくまでも 12 月 1 日の追加緩和策と一体をなすものであり、将来の政策に対してインプリケーションを微塵も持つものではないということである。

なお、この「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いたうえで、二つの柱により経済・物価情勢を点検するという、これまでの金融政策運営の枠組みは何ら変わらないということも最後に確認しておきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、最初に、金融環境の確認からいきたいと思う。「厳しさを残しつつも改善の動きが続いている」という、従来使っている言葉で表現できる金融環境であると受止めた。CP・社債市場は、低格付けの社債を除

き、良好な発行環境が続いている。銀行貸出については、昨日、執行部からも説明があったが、前年における著増の反動もあって、伸び率は徐々に低下をしている。ただ、欧米での貸出伸び率の急低下と比べると、日本の場合は伸び率の低下は非常に緩やかだと思う。それから、資金繰りについては、今回短観が出た訳だが、「中小企業を中心になお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いている」という従来の判断をサポートする内容だったと思う。それから12月1日の臨時会合で採った措置についての評価であるが、措置の評価に入る前に——中村委員からご発言があったが——、臨時会合の開催を公表するタイミングについても、可能な限り市場への影響を配慮して設定すべきであるということは、全くそのように受止めている。様々なやむを得ない事情があった。政府の出席者に霞ヶ関から30分ですぐ来てくれという訳にはいかず、ある程度の時間を取るという必要もあったし、それから、できれば——結果的には無理であったが——マーケットが開いている時にとということもあった。今回は、それらの中でぎりぎりの選択ではあったが、その点については意識をしていきたいと思う。

次に、措置それ自体の効果をどう評価するかということである。勿論、日が多く経っている訳ではないので、完全に評価をするのは時期尚早ではあるが、ただ言えることは、ターム物レートは緩やかに低下をしているということで、そういう意味で、所期の効果を挙げつつあると思う。それからターム物レートを離れてもう少し広く金融市場——これは為替市場、それから株式市場も含めてであるが——をしてみると、先程の須田委員の言葉を借りれば、やや落ち着きを取り戻す動きになった。因果関係は必ずしも分からないが、取り敢えず、やや浮き足立つという感じから、落ち着きを取り戻すという相場展開になったと思う。今後は、資金調達コストのさらなる低下等の効果が期待されるということである。ただ、昨日も議論になったが、ターム物レートというのがいったい何を指すのか、勿論幾つかのレートはある訳だが、ザ・タームレートがある訳ではないから、様々なターム物レートをみながら判断していくということになる。いずれにせよ、

さらなる資金調達コストの低下という形で金融緩和効果が期待できるということである。以上が、金融環境関係である。

それから、金融政策運営であるが、まず、無担保コールレートの誘導目標については、全員が現状維持である。金融政策運営の基本的なスタンスについては、臨時会合の後の公表文でも改めて明らかにしたことだが、要するに、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復することが極めて重要な課題であると認識している。そのためには、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくということである。従って、金融政策運営に当たっては、極めて緩和的な環境を維持していく。この点で議論があったことは、臨時会合でデフレからの脱却と言っている訳なので、改めてこのタイミングを捉えて——いわば前回の措置のフォローアップ・セットとして——、我々が考えている物価安定という状況はどういうことなのかを明確にしていく、明確な言葉で表現することがやはり重要な課題ではないかということである。そういう意味で、「中長期的な物価安定の理解」についてなにがしかの誤解なり、曲解があるということを前提にした場合に、このタイミングで理解の内容について、分かりやすい言葉、明確な言葉で語ることを検討しようというのが、皆さんの合意であったと思う。そう考えた時に、まず「中長期的な物価安定の理解」それ自体を理解する作業からやってみたいと思う。振り返ると、これは2006年3月にこの決定会合で議論して公表したものであるが、この物価安定の理解に限らず、目標であれ、定義であれ、数値を出す時に、合議体で発表することの本当の難しさは必ずしも中央銀行外では理解されていない。各人各様の経済観がある訳だから、その中で色々な形で、しかし国民に対して目標なり、定義をどう分かりやすく説明するかということが必要になって、そういう中で「中長期的な物価安定の理解」というものが生まれた訳である。私自身は、合議体というものを考えると、良く考えられた仕組みであると感じている。2006年の3月に公表した後、FRBの同僚からよく言われたことは、
ということである。実際に
と思うが、

合議体として中央銀行が発表する数値の仕方としては、私は基本的に適切だと強く思っている。我々は本年4月に点検を行った訳であるが、その時は「消費者物価の前年比で0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている。」ということであった。多くの方が言及されたが、現在の表現をコミュニケーションという観点から見た場合に、一つは、「0~2%程度」であるから、0の方にも「程度」が掛かっているとすれば、マイナスも入っているというような議論は可能である。それから「委員毎の中心値」についても、何となく「中心値」という意味が必ずしもよく分からないとか、「大勢として、1%程度となっている」というのも、何となく「なっている」のだという感じで、政策委員会全体としての判断がみえにくいというような印象を確かに与えるかなという気もする。これは当時の合議体の中で、こういうものを発表するうえでは、私は必要だったと思うが、今この時点でもう一回考えた場合には、確かに検討事項だと思う。この点は、また後から議論をする。それから、コミュニケーションの問題に入る前に、そもそも今のこの数字について、どういうふうに考えるのかということである。全員がまだ意見を発表されている訳ではないが、この後の議論をきちんとするために、取り敢えず、議論を表明された方を中心に、私自身の観察を申し上げる。まず、物価安定の数字的な定義を規定するうえで、要素としては「バイアス」と「のりしろ」と「企業・家計の物価観」があるということであるが、結論的には、本年4月に点検を行って以降、大きな変化は生じていない。勿論、委員によって、小さな変化は生じているかもしれないが、大きな変化は生じていないと私自身は観察している。少しブレイクダウンして申し上げると、次回の基準改定時に——これは2010年の8月頃であろうか——、ある程度の下方修正の可能性があるという意味では、「バイアス」は存在をしているということである。それから「のりしろ」については色々な議論があり得るが、景気変動に対応するためには、ある程度の「のりしろ」が必要だということのも、大勢としては変わってないと思う。それから「企業・家計の物価観」であるが、短期的な見通しは低下しているが、中長期的な物価観は引

き続き1%程度で推移していると思う。このように考えると、コミュニケーションの前提となる物価安定の数値的な定義については、大きな変化は生じていないという感じがするが、この点、もう少しお聞きしたいと思う。具体的な表現をどうするかはまた最後に議論するが、この段階で理解の内容を明確化することについて皆さん賛成かどうか、念のために確認したい。そのうえで明確化すべき内容は何なのかということである。「0%以下のマイナスの値は許容していない」あるいは「委員の大勢は1%を中心と考えている」という、この二点を考えるということが良いのかどうか、その辺についてお聞きしたいと思う。

須田委員

一つ質問して宜しいか。野田委員が先程おっしゃったことが気になったのだが、今回、明確化するのは、委員会としてとおっしゃったが、委員会としてと言われると、それはどういう、要するに…。

白川議長

委員会としてという意味は、最終的にこれを明確化した場合、決定会合が終わった後に、公表文を出す訳である。そのステートメントの中に、こういうものが入るという意味で、委員会として、ということである。執行部が勝手に出している訳ではないという意味である。

須田委員

だから、これは制度決定したという話ではないな。

白川議長

決定というのは、これを決定するということではなくて、今回、明確化した内容を文章にしたものを、政策委員会として出す訳だから、それを決定というか、採決するということである。

須田委員

これまでと変わっていないという位置付けで良いか。

白川議長

然り。それから、野田委員が強調されていたように、このこと自体は必要なことであるが、このことが自動的に次の政策への期待を高めるということのないように、十分に注意しないといけないという点は、全くそのとおりだと思う。金融政策については、勿論、経済・物価情勢を毎回点検して判断していく訳であるので、このことが自動的に政策変更結び付くということは勿論ないし、次の政策変更への期待をいたずらに高めるということがないように、細心のコミュニケーションをしないといけないと私自身は受止めている。皆さんも同じような理解だと思う。色々な論点が絡み合っているが、まず、最初に、この会合で明確化していくということについては、皆さん宜しいか。それではどういうふうにクラリファイするかであるが、まず全体として「バイアス」、「のりしろ」、「物価観」について、先程、観察を述べたが、そういう観察で大勢正しいと考えて宜しいか。先程、西村副総裁の方から若干のリザーベーションはあったが、皆さんが理解するこの委員会メンバーの理解は、先程私が申し上げた観察で正しいか。

中村委員

私は、その「中長期的な物価安定の理解」について、本年4月から変わっていないと思うし、この考え方とか数字そのものをレビューする必要はあるのかと思う。ただ、誤解を招いているなら、それをクラリファイする意味があると思うのだが、この場でそれを確認することについては、私自身も考え方は変わっていないし、必要があるのかという感じがする。

須田委員

私も前から変わらない。ただ「物価観」といった時に、どう取るかは先程の白川議長とは私はちょっと違うので、そのまま言われるとちょっと困

る。やはり、そこは個々人の考え方でそれぞれが変わっているかどうか、
というのをみたらうえで、変わっていないということであれば、それで済む
話だ。

白川議長

私が言ったのは、もう少し即物的な話である。決定会合後の記者会見で、
こういうふうにクラリファイしたと言う時に、クラリファイは良いのだが、
元々の内容について、今妥当していないものをクラリファイしても意味が
ない。そういう意味で、概念的にクラリファイする以上は、基本的には、
4月と同じ判断に立っていて、委員会全体としては——委員ごとに意見の
違いはあるが——、4月と判断を変えていない、ということがないと、
ちょっと立ち往生してしまう。そういう意味で、一応皆さんに宜しいか、
とお尋ねしたということなのだが。

亀崎委員

そういう意味では、内容を変えるというよりも、前回のああいいう一層の
緩和措置を採った、そのフォローアップとして、ということであるな。

白川議長

然り。

亀崎委員

結局、物価とは需給ギャップ、それも国内だけではなくて、グローバル
な需給ギャップとか、商品価格、原油、為替、色々なものがある中で、日
本銀行ができるのは、金融調節を通じての、現在の極めて緩和的な金融環
境の維持、それにもう一つできるのは、先程も議論にあったマインドに働
き掛けるということではないか。そういう意味では、前回のフォローアップ
という形で、今回明確にするということではないかと思う。私自身は、
4月の時点の物価安定の理解というのは「0ないしは2%で、1%程度を中

心」と。それはマイナスということは頭の中には置いていなくて、マイナスの物価はむしろ排除すべきだと考えていたので、先程の副総裁のおっしゃった「2%以下のプラスの領域、1%程度を中心、0以下マイナスは許容していない」ということについては賛成である。

白川議長

表現をどういう形で明確にするかということであるが、先程、西村副総裁から「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」という表現の案が示されたが、この案については如何か。

中村委員

私は賛成である。異存ない。

須田委員

賛成である。

亀崎委員

賛成である。

野田委員

結構である。

白川議長

最終的には発表文として採決するが、こういう形で発表する時に、我々自身が注意しないといけないことは——私自身も強く思っているが——、このことが直ちに追加緩和だとか、あるいはインフレーション・ターゲティングを日本銀行が採用するのだとか、そういう議論になっていくということは、避ける必要があるということである。先程、何人かの方が言及

されていたが、今回のグローバルな金融危機を経て色々な議論が行われる中で、金融政策との関係では、改めてインフレーション・ターゲティングの位置付けが随分変化をしたという感じがする。危機が起こる前からインフレーション・ターゲティングに対して少しずつ冷静な評価になってきた訳であるが、今回の危機を経て、その議論がより一層進んだという感じがする。インフレーション・ターゲティング自体は、別に批判すべきものではないが、インフレーション・ターゲティングの使われ方というか、インフレーション・ターゲティングはこういうふうに使われているという議論のされ方も含めてみると、やはり行き過ぎがあったという感じがする。つまり、消費者物価指数で定義される物価指数の動きに、過度に焦点が集まった結果、結果として非常に景気が良いにもかかわらず、物価が低いという、その一点でもって、低金利が長く続いたというのが 2000 年代の半ばの世界経済であったと思う。その結果、様々な金融的な不均衡とも言うべき現象が広がって、最終的にバブルの拡大とそれから崩壊という形で今日の事態をもたらした。結果的には、元々の物価安定自体も崩れてくるというのが、今回我々が経験していることだと思う。これは狭い意味での物価安定が大事ではないということではなくて、そこだけに過度に焦点を合わせると、結局、物価の安定を含めて、経済の安定が確保できなくなるということも、一方で認識しておく必要があるということだと思う。金融的な不均衡と言う場合に、ではそれは何なのか。これも一つの数字で定義できるものではないが、少なくとも資産価格や信用量、あるいは流動性についての期間のミスマッチもそうだし、後から振り返ってみると、色々な形で金融的な不均衡が随分蓄積していたということだと思う。そういうことについて意識的に点検をしていくという努力——これは難しい訳ではあるが——をしていく必要があるということだと思う。日本銀行の場合は、2006 年に量的緩和を解除する時に、ある意味ではこうした事態も念頭に置いたうえで、二つの柱の中で意識的にその習慣を定着させようとしてきている訳である。勿論実際には、難しい作業であるし、仮に分析的に認識できても、政策論として理解を求めていくということは、さらに難しい作

業ではある。しかし、これは非常に大事な作業だと思うし、今回の経験を経て、各国とも、表現の仕方は違うが、こうしたことを意識する方向に明らかに変えつつあると思う。それから、物価安定の理解を明確化する時に、それがまた新たな誤解を生まないように、注意する必要があると思う。

それからあと、多少、議論をしておいた方が良いと思うのが、いわゆる理解の明確化による効果をどう考えるのかということである。日本銀行の物価安定の理解について誤解なり曲解があるとすれば、その誤解が解けて日本銀行の考え方が一層浸透するということは、全体としては、金融市場における金利形成の安定化に資すると考えられる。そういう意味で、今日の記者会見では、日本銀行は時間軸政策を採用したのかという問いが必ず出てくると思う。しかし、これは、日本銀行がかつて量的緩和の時に採用した消費者物価指数で先々の金融政策を約束する、つまりコミットをするという意味での時間軸政策とは、明らかに異なると思う。我々自身の政策のツールという意味では、日本銀行が量的緩和政策を採用し、時間軸政策を採り入れた時の環境と、それから現在の環境は随分違っている。あの頃は、そもそも物価安定の数値的定義である「物価安定の中長期的な理解」それ自体がなかった訳である。それから「二つの柱」による点検も——勿論、内容的には同じところもあったが——、当時はなかった訳である。それから、経済の見通しの期間も、今は非常に長くなって、マックス3年近くになってきている。このように、実は我々自身がもう色々な道具を持ってきている訳である。今我々が持っている全体の武器でもって将来の金融政策について情報発信をしている訳だから、それはマーケットがマーケットなりに消化をして金利に反映しているのだと思う。我々自身の情報発信の巧拙も含めて、最終的に市場で形成される金利は、それはそれで我々として受止めている訳だから、その効果を市場の方が時間軸的な効果だと言うのであれば、それはそうだろうと思う。ただ、これが時間軸効果を狙ったものかということ、やはりそうではないと私自身は理解しているが、そういうふうに考えて良いのか。一方で、我々自身の考え方が浸透することは、全体として金融市場における金利形成の安定化に資するので、これを広い

意味で時間軸効果と呼ぶのであれば、そうした効果はあると思う、という言い方で、時間軸政策の一人歩きみたいなことにならないように、注意をしたいと思う。

実は後から議論しようと思っていたが、臨時会合の後、ターム物オペをやっていくという時に、これは量的緩和ではないと言うと、またデフレ論争のように一連の論争を引き起こすから、日本銀行は十分に量を供給する必要がある、ということについて、一般の人に分かりやすく伝えるために、「広い意味で」という言葉を使った訳である。あまりこちらの方からそれを言うつもりもないのだが、聞かれた時には、そういうふうにするということである。全ては相手のある話であるから、どういうふうに報道されるか分からないが、先程言ったような整理で一応宜しいか。

須田委員

私にはちょっと分からないところがあるのだが、その金利形成の安定化というのはどういう意味か。

白川議長

我々自身がマイナス領域はないのだ、ということ今回言う訳である。そうすると、今まで日本銀行がマイナス領域を追求していたと思う人がなにかしかいるとして、その部分は、多分、低金利が続くと認識される時期が、そういう人からすると、長くなるだろう。

須田委員

いると。

白川議長

そういう人がいないのであれば、そもそもクラリファイする必要はない。

須田委員

そこは要するに、声の大きい人が、為にする議論としてやっていたためなのか。中心が1%というような言い方をしているが、そこをどう思っていたのか。それは同じようにこの2%の方も言えて、程度だからそれを超えることも許している人がいたとしたら、それが切られてしまうと、逆方向に働くはずだ。そこは、どういう人がいたかというのは分からない。

白川議長

ただ、後者は、勿論、理論的にはいると思うが、日本銀行が1%程度と言いながら、実は3%を考えていたと思っている人は、常識的にはいないかなと。

須田委員

それは、いないと思う。

白川議長

理論的には勿論あり得るのだが。

須田委員

この明確化するということに関しては、だから、誤解がなかったら効果がほとんど出てこないということもあり得る。そこは、やはり分からないのだと思う。

白川議長

それから、インフレーション・ターゲティングを採用したと誤解されることは、もっと大きな誤解だと思うので、先程の金融的な不均衡ということもしっかり言っていないといけない。それから、我々自身がこの後示していく経済の判断が、やはり大事であると思う。

量的緩和については、先程、野田委員からご指摘のあったとおり、量は

あくまでも結果である。それから、量自体の評価については——最終的な記述はいつも難しい訳だが——、我々自身の経験、それから今のアメリカをみてもそうであるが、当座預金の量の拡大それ自体が実体経済を刺激する効果というのは限定的であるという、そういう情報発信は、これは従来もやっているし、今後も続けていきたい。

須田委員

こういう話をこういう定義論で色々議論してしまうと、先程のインフレーション・ターゲティングもそうであるが、学者によっては日本銀行ももうそこに入っているという捉え方もされるから、違うのだということも…。

白川議長

然り。インフレーション・ターゲティング、量的緩和、デフレも、全て大きく包み込んで、「広い意味で」と言っても、全て世の中、「広い意味で」と言ったら同じだと。ただ、そうは言っても、やはりこれは外してはいけなかなというものもある。一方で、我々自身があまり几帳面になり過ぎて、結果として大きなコミュニケーションに失敗することになってはならない。これはあまり言っただけとはいえないのだけれど、最後は、日本銀行自身の情報発信とその受け手との双方の能力なり意欲の積に比例するという感じがする。一方だけでは、やはりなかなか上手くいかないというのが率直な思いである。

野田委員

私が「物言えば唇寒し」と申し上げたのは、そういうことである。言えは言うほど、何か逆の方に取られてしまい兼ねない惧れがあるので、そこは、本当にTPOというか、状況に応じてきちっと対応していかないと。ただいたずらに正論を言い続けければ良いという訳でもないだろう、という意味を込めて申し上げた。

須田委員

量的緩和にしても、マーケットの人たちが思っているものと違ったら、そこはそこで対話を続けていけば、分かってもらえるという、その努力を一生懸命やっっていこうという…。

西村副総裁

昔から、ケインジアンとマネタリストの話がある。ある時フリードマンが我々は皆ケインジアンだと言ったり、後で皆マネタリストになったと言われたりという話があるから、あまり本当に定義が違う、違わないという形でやるよりは、できるだけ合意にみえるところでやっていった方が良いでしょうには思うが。

白川議長

他にはないか。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に財務省の香川俊介大臣官房総括審議官に願います。

香川財務省大臣官房総括審議官

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、高い失業率や下落傾向にある物価水準など依然として厳しい情勢にある。また、先行きについても、雇用環境の一層の悪化や円高・デフレによる景気抑制圧力の拡大などの懸念材料が存在している。

政府は、現下の厳しい経済・雇用情勢、直面する円高・デフレ状況を踏まえ、「明日の安心と成長のための緊急経済対策」を取り纏め、去る 15 日、関連する補正予算を閣議決定した。政府としては、本補正予算と平成 22 年度予算を一体として切れ目なく執行することにより、景気が再び落ち込むことを回避し、その着実な回復を図る所存である。

日本銀行におかれては、引き続き政府との緊密な連携のもとで、適切か

つ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。

白川議長

それでは、津村啓介大臣政務官にお願いします。

津村内閣府大臣政務官

我が国の景気は持ち直してきているが、依然として厳しい状況にある。7～9月の実質成長率は、前期比年率+1.3%の伸びとなり、名目成長率は同じく-3.4%とマイナス成長が続いている。政府は12月8日に鳩山政権の初めての経済対策である「明日の安心と成長のための緊急経済対策」を決定した。また、12月15日には予算編成の基本方針を閣議決定し、「子育て」「雇用」「環境」「科学・技術」に特に重点を置いて、平成22年度予算を編成することと、新たな成長戦略を年内にも示すことなどを決定している。これらにより、厳しい経済・雇用情勢に対応し、確実な景気回復を目指すとともに成長力強化と財政規律の両立を図り、持続的な経済成長を実現していく。このところは、物価が財とサービスの両分野で下落し、緩やかなデフレ状況にある。政府は国民が景気回復を実感できるためには、デフレの克服が重要であると考えている。こうした認識を日本銀行と共有し、日本銀行と一体となって景気回復・デフレ克服を確実なものとしていくよう政策努力を重ねていく。日本銀行におかれては、政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政策の運営によって経済を下支えするよう期待する。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、経済・物価情勢および中長期的な物価安定の理解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、読み上げさせて頂く。二枚ある。一枚目が調節方針、二枚目が対外公表文である。まず一枚目である。「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が、今回前半はほとんど前月からの修正が大きい。後半は全く新しいパラグラフであるので、見え消し版は付けていないので、第2パラグラフまで読み上げた後、口答で補足させて頂く。では読み上げる。「2009年12月18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、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、輸出や生産は増加を続けている。企業の業況感は、製造業大企業を中心に、緩やかに改善している。設備投資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。公共投資は頭打ちとなりつつある。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」。ここで若干注釈させて頂くと、変更点であるが、まず四行目「企業の業況感は製造業大企業を中心に、緩やかに改善している」。これは短

観が出たことを踏まえて、挿入しているものである。そのすぐ後であるが、「設備投資は下げ止まりつつある。」という表現、これは結論は変わっていないが、前月までは「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」というこれまでの話があったが、時間の経過に伴い、これは省略し、現状だけの文章にしている。それから、公共投資については、前月まで「振れを伴いつつも増加」ということであるが、昨日からの報告のとおり「頭打ちとなりつつある」というふうに変更している。それから、次のパラグラフ3、先行きの見通しであるが、これは前月と全く変更ないので、読み上げは省略させて頂く。それから4.のリスク要因であるが、これも前月までと基本的に変更はないが、一点だけ、三行目の文章については、前回の臨時決定会合での公表文でのリスク要因を踏まえて付け加えてある。ここだけ読み上げさせて頂くと、「また」からであるが、「また、当面は、国際金融面での動きなどが、企業マインド等を通じて実体経済活動に悪影響を及ぼすリスクについても、引き続き注意する必要がある」。「国際金融面での動き」というのは、勿論ドバイ・ショックのみではなくて、それを範疇に発生した様々な不確実な要因であるということである。パラグラフ5は、これはこれまでの政策運営方針について、展望レポート以降の政策方針とそれから前回の臨時決定会合での政策運営方針を合体して作ったものである。読み上げる。「5. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。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考えである」。それからパラグラフ6、7、8が物価安定の理解に関する表現である。全体の作りを申し上げると、6.が今回の意図で、より明確な表現により日本銀行の考え方の浸透を図るという文、7.が文章の文言、8.が物価以外のリスクも点検しつつ、二つの柱による点検を続けていくという内容である。読み上げる。「6. 本日の金融政策決定会合では、上記認識のもとで、『中長期的な物価安定の理解』について検討を行った。その結果、委員会としてゼロ%以下のマイナスの値は許

容していないこと、及び、委員の大勢は1%程度を中心と考えていることを、より明確に表現することにより、物価の安定に関する日本銀行の考え方の一層の浸透を図ることが適当であるとの結論に至った。7. このため、『理解』については、『消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている。』とすることとした。8. 今回の世界的な金融危機の経験を踏まえ、物価安定のもとでの持続的成長を実現するうえでは、資産価格や信用量の動向など金融面での不均衡の蓄積も含めたリスク要因を幅広く点検していく必要があるとの認識が、各国においても広がっている。日本銀行としては、上記の『理解』を念頭に置いた上で、様々なリスク要因にも十分注意を払いつつ、2つの『柱』による点検を行い、適切な金融政策運営に努めていく方針である。以上。」である。

白川議長

ご意見はあるか。

須田委員

先程の、「委員会としてゼロ%以下のマイナスの値は許容していない」ということは、もし新しい委員がマイナスも良いと言ったら、そこはそれで変わるということで良いのか。

白川議長

原則毎年、一年に一回点検するということであるので、理屈のうえでは意味は変わり得るものである。変わるかどうかは別として、変わり得る。

野田委員

然り。

白川議長

ご意見はないか。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する。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

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7、全員一致である。

白川議長

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

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7、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（11月19～20日開催分）の承認及び2010年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

白川議長

それでは、11月19、20日開催の決定会合の議事要旨の承認、及び2010年1月から12月の決定会合の開催予定日等について、一括してお諮りする。議事要旨案、日程については既にお配りしているが、ご異議はないか。それでは採決をお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（11月19、20日開催分）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

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

[2010年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日等について
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

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 7、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通り承認された。議事要旨については 24 日木曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。また、日程については、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、2010 年 1 月 25、26 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆さんにおかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 13 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時13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08分閉会)

以 上