

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年2月17日（14:00～16:27）

2月18日（9:00～11:40）

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）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	大谷 聡
企画局企画役	奥野聡雄

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決、最後に1月25、26日開催の決定会合の議事要旨の承認である。

政府出席者のご紹介である。財務省からは香川俊介大臣官房総括審議官である。内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。会合中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-1、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。金融調節、金融・為替市場動向からお願いする。

外山金融市場局長

それでは、まず金融調節の運営実績についてご説明申し上げる。図表1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、概ね誘導目標水準近傍で推移した。2月3日までは資金余剰感が強まる中、主要な出し手である生保、投信が低めのビッドに歩み寄る形で、平均レートは0.1%を下回って推移する日があったが、2月4日以降は、第一に、2月2日の共通担保オペで大幅な札割れが発生し、準備預金残高が数日間想定をやや下回る事になったこと、第二に、2月4日に一部邦証で7,000億円もの海外送金

を資金管理上カウントしていなかったミスが判明して、翌日以降調達を前傾化させたこと、第三に、税揚げ、保険料受入れといったことに加えて、地銀の出し余力が長期国債の押し目買いから減少したこと、といった要因が重なって、レートは0.1%を上回って推移した。ただし、一部都銀が積み最終局面でユーロ円での資金調達を抑制したり、レポ市場での資金放出を積極化させるなどした12日辺りから再び落ち着きを取り戻している。この間、当座預金残高は13~15兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は概ね                      で推移している。先日の札割れ直後のほか、非準預先の当座預金残高が想定比増加した局面などで、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）が                      を割り込む結果となった。

図表1-2で当座預金残高の保有状況をご覧頂きたい。1月積み期については、一部都銀が前積み期に最終日まで1週間程度残して積み終えてしまったという反省から、当初より積み進捗を抑え気味にコントロールしており、全体としても平準化されたペースで積みが進んだ。超過準備額についても、都銀ではほとんどみられなかったほか、地銀や外銀等でも大きく減少している。一方で、このところ証券会社等非準預先がオペで調達した資金をそのまま抱え込むケースが目立っている。これらの先の中には、余剰資金をレポ市場等で放出しない先も多いため、その比重が増加する場合には市場流動性が減少し、攪乱要因となる。

図表1-3で、短期金利、GCレポレートをご覧頂くと、0.11~0.12%と低位で推移した。本行が1月25日以降はスポネ物の国債買現先オペを実施していない中ではあるが、主要な取り手である証券会社にとっては固定金利型共通担保オペなど低利で資金を調達する機会が増加しているため、資金を余剰に抱える都銀が一定の目線で放出しようとしても、出し切れないケースが目立った。もっとも、2月4日以降は、先述した一部邦証における資金管理ミスのほか、2月3日、5日の短国入札でそれぞれ一部邦証、外証が強めのレートで大量に落札し、そのかなりの部分が暫時売れ残った結果、偏った資金調達ニーズが発生し、レポ市場においても幾分レートは強含んで推移する場面があった。足許では0.11%に復している。

図表 1-4 と 1-5 で無担コール市場残高をご覧頂くと、本行が幅広い業態に資金を直接供給し、取り手金融機関の市場調達額が減少していることを背景として緩やかな減少傾向を辿ってきたが、2月入り以降は一部地銀や都銀において資金調達量が増加したことから、足許の残高は 5.5 兆円を超えて推移している。もっとも、出し手金融機関の運用難に対する警戒感は根強く、投信の中には選別的に外銀に対するクレジット・ラインをリオープンする先もみられる。ただ、こうした動きは限界的な動きにとどまっている。また、取引量の減少を受けて、地銀の中には資金部署の人員を削るといった動きも出始めている。

図表 1-6 でオペの実施状況をご覧頂くと、12月の臨時決定会合以降、資金を一層潤沢に供給し、やや長めの金利の低下を促してきている。一方で市場機能の維持にも配意してはいるものの、実際には申し上げたように市場での取引が低調になってきており、個別金融機関の要因によってレートが大きく変動する等の弊害も起こりやすくなってきている。また、金融機関における流動性管理が弛緩し、ぎりぎりのタイミングまで資金調達に動かないといった行動が蔓延する結果として、本行のオペに対する応札も減少してきた。2月2日には金利入札方式共通担保オペで大きな札割れが起これ、資金供給にも支障が生ずる事態となった。このためオペ運営に当たっては、本行の資金供給は極力長めのタームとし、短期的な資金偏在の調整は市場に委ねる方向を模索してきている。国債買現先オペは1月25日以降スポネ物を見送り、1週間物だけに絞ってきているほか、金利入札方式の共通担保オペについても、これまで1週間から2週間と比較的短いタームでほぼ毎日実施し、ファイナ・チューニングに用いてきたT+1物を1か月物まで延ばす等比較的長い期間で実施するといった対応を採ってきている。固定金利方式の共通担保オペは、前回決定会合以降2月1日と9日と2回実施して、同オペによる供給額は8兆円まで積み上がった。1日のオペに当たっては、長めの金利入札方式共通担保オペに0.10%で応札した方が高い按分率で落札できるなど、固定金利方式共通担保オペのメリットが相対的に低下していたこともあって、これまで限度額一杯で応札

してきた都銀や証券で応札を見送ったり、応札額を減らしたりする先が増加した。この結果、1日実施分の応札倍率はこれまでの最低となる6倍弱にとどまった。しかし、金利入札方式共通担保オペの落札レートが0.11%へと上昇した9日のオペについては、再び応札倍率が7倍台の半ばに復している。CP等買現先オペについては、昨年12月の賞与支払以降、発行額が減少する一方、投資家のCP購入意欲が強く、金融機関の手許保有額が少なくなっていることから、前回決定会合以降オファー額ぎりぎりの応札が続いていたが、2月10日実施分について遂に札割れとなった。このため、昨日2月16日実施分についてオファー額をそれまでの4,000億円から3,000億円に引き下げたが、これも札割れとなった。国債買現先オペについては、申し上げたように、1月25日以降は1週間物のみ日々8,000億円のコンスタントなペースでオファーしている。落札レートは、2月4日までは0.10%、2月5日以降は0.11~0.12%となっていたが、16日には再び0.10%に復している。国庫短期証券買入オペについては、前回決定会合以降3回実施しており、ほぼ市場実勢に沿った応札となっている。国債買入オペについても、ゾーン別の買入れをスケジュールに沿って淡々と実施している。企業金融支援特別オペであるが、前回決定会合以降3回実施した。元々少額の期日の折り返し分として実施したものであるが、いずれも減額ロール・オーバーとなり、残高は6.1兆円まで減少してきている。

次に、市場の動向についてご説明申し上げます。まず図表2-1、短期金利の推移であるが、ターム物レート等の推移をご覧頂くと、ユーロ円の金利がさらにじわじわと低下傾向にある。ただし、マーケットでは邦銀同士、あるいは外銀同士の取引に分断されていて、邦銀と外銀はお互いにリスクを取らないといったような状況が続いている。また、6か月物については、たまに出合いが付くといったような状況にとどまっている。短国レートについて、足許、特に3か月物を中心にやや強含んでいるが、これはレポ・レートの上昇とそれから業者に在庫がややたまっていたことを受けてのことである。図表2-2、CP発行レートの推移であるが、ジグザグして

いるが、全体として引き続き緩やかに低下している。事業法人や系統が積極的にCPを購入しているといったことで、発行量が少ない中、このようにレートが低下してきている。マーケットの中では、3月末に特別オペのオファーが終わっても、いわゆる官民逆転は是正されないのではないかとといったような見方がじわりと増えてきている。

図表2-3はあまり変わってないので、図表2-4であるが、上段ではTIBOR、LIBOR、ユーロ円の実勢レートの推移を示している。相変わらず、実勢レートからTIBORもLIBORも——緩やかに下がりつつはあるものの——乖離しているという状況がまだ続いている。下段では、LIBORの3か月物と6か月物について、円とドルの比較をしている。左の3か月物は僅かに円が上回っているが、差はほとんどないといった状況になっている。ドルのレートも0.25%のところまで、ほぼ底這ってきている。一方、LIBORの6か月物は、円は緩やかながらも低下をしてきているが、ドルがここにきて下降を停止したような状況になっている。この背景として言われているのは、1月27日にSECがMMFの保有証券の平均的なマチュリティー——平均残存期間——を90日から60日まで短縮化するといった新しい規制を打ち出したということである。この規制が導入されるのは早くて5月と言われているが、その影響でMMFが長い資金を出せないといったことが、6か月物以上のところに影響を与えている。

図表2-6、長期金利の推移である。前回決定会合以降、米国については、株が下落して長期金利も低下したが、その後足許戻している。低下していた期間の方が長かったが、それにもかかわらず横這いまで戻したということである。これは、四半期の定例入札が2月上旬にあって、3年物、10年物、30年物と合計810億ドルの入札があったのだが、いずれも低調に終わっていることも作用していると聞いている。日本であるが、こちらもレンジ圏内での推移となっている。株価は、やはりこちらも下落傾向にはあったが、銀行が資金収益について年度計画を既に達成しているといったことで様子見に入っていること、あるいは潜在的には財政悪化懸念といったこともあって、レートは低下せずに横這い圏内で推移した。

次に、図表 2-9、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移をご覧頂  
く。我が国のスプレッドについては、緩やかながらもなお低下あるいは横  
這いを続けているが、米国あるいは欧州についてはスプレッドがややワ  
イドニングしている。これはギリシャ問題等を受けて、投資家がやや様子見  
姿勢に入ってきているということであって、その間起債の延期や中止も多  
くみられている。図表 2-10、CDS プレミアムの推移であるが、この間  
のリスク・オフといった流れの中で、日米欧ともにワイド化してきた。こ  
の間、注目されているソブリンCDS プレミアムであるが、ご案内のよう  
にギリシャが大きく跳ね上がった状況になっている。もともと、2 月 11  
日のEUでの首脳会合の後には一旦落ち着いた状況になっている。英国と日  
本について、大きな動きはないが、形としてはギリシャ等の問題にある程  
度引き摺られた形になっている。ただ、ソブリンCDSの中で、日本につ  
いての取引は全体の中で 27 番目であって、これは、去年からの伸び率で  
いくと、全ての中で最も高い伸び率を示しているとはいえ、絶対額が非常  
に少ないマーケットであるので、振れやすくなっているということである。  
因みに、米国については、より取引が少ないが、50bp 内外のところを動  
いている状況である。

図表 2-11、株式相場である。ギリシャの問題、あるいは中国における  
金融引締め観測、米国における金融規制の帰趨といった不透明感により、  
前回決定会合の直前位から調整直面に入っていた。ただし、ガタガタと大  
きく崩れるような展開にはなっていない。また足許は、米国における景気指  
標等により、やや回復した動きになっている。前回決定会合以降でみると、  
米国についてはほぼ同じ位のところに戻ってきた。欧州はギリシャ問題が  
あるので、日米欧の中では大きく下落したままであるが、日本については、  
本日の上げまで加味すれば、かなり良いところまで戻ってきている。図表  
2-12 の主体別売買動向であるが、1 月の下旬からの調整局面の中で、現  
物については、ご覧頂くように外国人が売り越しに転じているが、然程大  
きな売り越しではない。長期投資家は比較的しっかりとホールドしている  
と思う。ただ一方で、先物については 1 月 25 日以降、外国人の売り越し

が大きくなっており、短期筋を中心とした先物の売りが相場を作っていた。

図表 2-13、主要為替相場であるが、今申し上げた株と同じようなリスク・オフの流れの中で、ドルと円が買われてきた。ドル／円相場については、1月下旬のFOMCで出口が意識される展開の中で、金利差がやや拡大して、その分、そうでなければより円高になるところが横這いにとどまったといった展開であった。主要3通貨の中では、名目実効為替レートでご覧頂くとおり、ドルと円が強くなり、ユーロが大きく下落しているといったところが顕著である。通貨オプション、先物市場の動向であるが、リスク・リバーサル、IMMネットポジションもユーロについて弱気な見方が進んでいる。円については、円高を警戒するようなポジションが少し膨らんだといったことになっている。図表 2-15、クロス円取引であるが、こちらの方も今申し上げたリスク・オフの流れの中で、下落という展開になっている。中でも英ポンドは、1月26日に発表された第4四半期のGDPが予想比下振れたことや、BOEの2月10日のインフレ・レポートにおいて、2年後のインフレ率が2.0%を大きく下回るといったことになったこと、それから財政状況に対する危惧もあって、特に大きく売られている。図表 2-16、エマージング、コモディティについても、リスク・オフの中で、売られている。

以上、ギリシャ問題をはじめとして、中国の金融引締め、米国金融規制等、不透明な要素が増えてきており、市場はリスクを取りにくいモードから後退しているが、逆に慌ててリスク量を落とすといったこともなく、様子見の姿勢に入ってきているということである。足許は、多少回復がみられている。ただし、投資家がリーマン・ショック以降、テール・リスクを意識したリスク管理手法へと一斉に転換したこともあって、さらに事態が悪化し、投資家の損失が膨れ上がるシナリオが意識されるようになる場合には、雪崩を打って各市場から資金が引き揚げられる可能性があることには留意が必要だと思っており、注意深くモニターを続けて参りたい。私からは以上である。



白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

LIBORの動きについて、3か月物はよく為替レートの子料として指摘されるが、今、3か月物がほとんど同じということで、6か月物にどれだけの乖離があるかということが聞かれることがある。今、MMFの話があったが、その他の話として、この乖離——拡大した部分——を説明する要因はないのか。

外山金融市場局長

拡大したというか、MMFで申し上げたのは、ドルのLIBORの低下が止まったということである。むしろ、乖離幅はほとんど変わってないが、ドルが止まったところで円が低下しさえすれば、一応縮小方向にはなっているということである。ただ、まだ円とドルの乖離は大きいままではあるが。

野田委員

先程のMMFの説明の中では、6か月物のドルは結構動いている訳であろうな。

外山金融市場局長

動き始めていたが、このMMFの動きを受けて、少しまた低調になる可能性もある。邦銀からは、MMFにかなり長いCD等を買ってもらえるようになってきたという話が暫く前に聞こえていた。それが恐らく止まってくることになるろう。

須田委員

先程の説明では、もしMMFの問題がなかったら、ドルのLIBORは

もっと下がったと想定されるということか。

外山金融市場局長

他の要因がなければ、そのように動いていたと思う。

須田委員

それは何故か。

外山金融市場局長

これまでのトレンドで、まだ下がる余地があるということである。この手のものはゆっくり動く。3か月物については、誘導目標レンジの上限までできているので、そういったことも意識されて、暫く前から横這いになってきていた。

須田委員

レポ・マーケットであるが、元々、出し手としては大手行がメインで、それがどう動くかでレートが振らされるという話があったが、個社の情報で動くようになったら、それは放っておいた方が良いのか、それともこちらがある程度出て行こうとしているのか。要するに、レートをある程度動かして欲しいと思う一方で、あまり動くと困るということがあるのだが。今の状況はどういう感じであるか。

外山金融市場局長

資金供給量が全体としてぎりぎりであれば、そのような要因で大きくレートが跳ね上がったり、あるいは低下したりといった時には、ある程度それに配慮した調節になるだろうと思う。今、全体としては十分な金額が出ているので、ある程度は市場に任せておいても、例えばその日に切り切れなかった金融機関が出るといったことは回避できるのではないかと基本的には思っている。ただ、そういったことをより促すためにも、申し上

げたように、極力資金は長く出して市場機能を確保したうえで、市場に解決してもらいたいというメッセージを出している。

山口副総裁

企業金融支援特別オペの残高は、3月末まで見通すとどの位になっていくのか。また、それ以降企業金融支援特別オペを実行しないと、積み上がった残高についてはオペレーション上どのように対応していくのか。見通しがあれば教えて頂きたい。

外山金融市場局長

これからどの位の残高になっていくのかは、これから実施していくオペでどの位入ってくるかに依存するので、読み切れないところはあるが、今レートがかなり全般的に落ち着いてきていて——一時的に上がったとはいえ——、普通の共通担保オペ等も0.10%で入るようになってきていることを前提にすると、無理して民間債務を使って——特別オペを最後までぎりで使って——資金を確保しようとする動きはそれほど起こってこないのではないかと思っている。従って、ベースラインとしては、現在の6.1兆円前後が3月末に残っていく程度ではないか、と今のところは考えている。3月末まで特別オペは打っていくが、その足が4月～6月に順次来る訳である。これまで特別オペは、担保がありさえすれば確実に資金が取れるという安心感を与えていたことが大きかったとすれば、そこの足が来たところで何も手当てをしないと混乱を起こさないとも限らないので、一応足が来た金額に見合う規模の共通担保オペ——普通の金利入札型の共通担保オペ——を長めに夫々打っていこうと考えている。固定金利型の共通担保オペも引き続き並行的に実施していくので、資金のアベイラビリティに不安があるということにはならないのではないかと思う。

山口副総裁

企業金融支援特別オペの足が来たところで、固定金利型のオペレーショ

ンをそれと見合う形でやっていくということでもないのか。

外山金融市場局長

固定金利型は固定金利型として、また4月～6月にオペの足が来るが、それは、そこから足をまた打ち返していくことを考えている。そういった意味では、長めのオペが色々並行的に動いていくことになろうかと思う。

亀崎委員

そっちの方は按分があって、必ずしも全部充分に取れないけれども、他にもどんどん入札式のオペが打たれるし、しかもそれらがほとんど0.1%と低い、という安心感があるのだろうか。でなければ、企業金融支援特別オペをロール・オーバーしていかなければ心配になってくるが、それらが大体そういう低い0.1%——4か月でも0.1%——だから、その辺で取れるだろう、それ位多くのオペをやってくれるだろう、ということなのだろうか。

外山金融市場局長

それが安心感を醸成していると思う。

中曾理事

今、3か月以上の長いものは0.1%である。6月の税揚げを越える一番長いところも0.1%で取れている。そういう意味では、安心感があるので、企業金融支援特別オペの期日が来たら、単純に共担に乗り換えていこうと。もし敢えてあるとすれば、特別オペで纏めて取っている先の中には、ロールの時にあまり大きな金額が期落ちしてしまうと嫌なので、3月に向けてロール・リスクを軽減する意味で、少しずつ応札を下げていく先はあるかもしれない。

須田委員

その安心感は良いのだが、C Pの買入れを止めたら少しばらつきが戻ってきたと思っていたのに、最近はまだ銘柄間の格差がなくなって、完全に潰されてしまっているという声も聞く。その部分は、大量に供給しているこの特別オペを止めたら、また回復するという芽はないのか。

外山金融市場局長

そういう可能性があるようにも言われてきたが、足許C Pの発行量が随分減少してきている一方で、先程申し上げたように、事業法人がN C Dよりレートが良いということで積極的にやっているとか、あるいは系統の分散投資の中で一定量を買わなければいけないといった投資行動があるので、そういった投資家からのニーズが強い。それで金融機関の手許に玉がなくて、現先オペ等で札割れを起こすといったことが続いている。従って、マーケットでは、他の条件が変わらない限りは、3月末を過ぎてもあまりレートが上がってこないのではないのかという見方の方が段々強まってきている。ただ、C P買現先オペは、昨日から4,000億円から3,000億円の減額しても札割れになったが、これを4週間物ではなく、もう少し短いタームの物で行うと、応札もそれなりに残る可能性もある。もしそうだとすると、C P買現先オペによってレートの低下をある程度支えられるといったこともある。

野田委員

かつては四半期に一回であったか。

外山金融市場局長

然り。

野田委員

かつてというのは、その前の正常期であるな。

外山金融市場局長

今は一週間に2回である。

野田委員

そこまで戻す余地はあるということか、取り敢えずは。

外山金融市場局長

極端な場合は。そこまで戻さないが、少しずつ間引いていくというやり方もあるかもしれない。

中村委員

先程、一部の銀行は、アベイラビリティがあるので、ぎりぎりまで資金を取らない動きがあると言っていたが、そういった市場の変化——というか潤沢感——は、最近の現象——年が変わってからの現象——であるか。

外山金融市場局長

やはり臨時決定会合以降、段々と資金供給量を増やしてきて、私共の打つ色々なオペも0.10%で——按分率はともかくとして——必ず取れるといった感じが、1月の半ば位から強まってきていた。それが2月の頭位に極地に達していたということではなかったかと思う。

須田委員

市場機能が回復しているかどうかをみる時に、よくターム物の取引が薄いのでまだということが言われるのだが、今のようなマーケット状況で、金利が潰れている中では、やはり経済が変わっていかないと、なかなかターム物の取引は増えないとみておいた方が良いか。

外山金融市場局長

運用難の中で、足の短いところにはとても資金が出せないなので、止むなく少し長い資金を出していきこうという動きが限界的にみられなくはないが、それが大きく広がっていく感じにはまだなっていない。それから、資金の取り手の方も、先程も申し上げたように、いつでも取れるので、ここで敢えて長めの資金を取る必要もあまり感じていない。

西村副総裁

関連するが、先程、一部の地銀では、短期資金市場から人員の削減を始めているという話があった。また一方で、邦銀同士と外銀同士の間で市場が分断されているというのをみると、この一部の地銀の人員削減は、要するに、この状態がずっと続くと思ってやっているのか、短期的なものなのか、どのようにみたら良いのか。

外山金融市場局長

量的緩和の時に、もっとこれが起こっていたが、それと同じようなことが少しずつ起こりつつあるということである。短資会社等に話を聞くと、地銀の資金セクションの体制が随分縮小してしまっていて、人も随分若手に変わってきていて、なかなか話もできなくなっているとのことである。

白川議長

ソブリンのCDSであるが、ソブリンのCDSを売っている人はどういう人が多いのか。一般的には、日本のCDSであれば、日本ではなくて海外ということになるが、何か情報はあるか。日本だけではない一般的な傾向はあるか。

外山金融市場局長

ソブリンCDSが最も取引されている国はイタリアである。イタリア、トルコ、ロシアといった国が上位に並ぶ。この辺りは、ある程度そういっ

たところにエクスポージャーを持っている人がプロテクションを買うという実需に基づいていると思う。売っている人も、これまでのAIGとかモノラインといったところがある訳でもないのに、そういった実需を商っている中で逆のポジションを取るとか、あるいは多少収益を嵩上げしようという人が売りに向かっていると聞いている。一方、日本などは、実際にデフォルトが起こると理解しているのではなく、例えば格付けが下がって、それでCDSのプレミアムがさらに上昇すれば、それで良いという取引をしている。恐らくは短期筋が中心だろうが、これもやはりそういうポジションにかけるファンド筋がいる一方で、逆のポジションを敢えて取ろうという人が向かっているということであろうと思う。

#### 白川議長

情報がない中で、無理なことを聞いているのだが、定性的にはそうだと思うが、仮に格下げになった場合には、具体的にどういう人が売りに向かうのか。先程のモノラインだとか、多少イメージを掴みたいと思う。

#### 中曽理事

それこそアネク的な話になるかもしれないが、プロテクションのバイヤーは国債を持っている人、日本で言えば、例えば機関投資家もそうであるが、銀行がたくさん持っているので、そういうところを買ってもおかしくはない。セラーは誰かというところ、これは我々が聞いている限りでは、一つはインベストメント・バンク系のディーラーである。ただ、彼らが今ポジションを持っていても最終的なリスク・テイカーにはならず、その先に誰がいるのかは今一つ分からない。しかし、例えばとして聞いているのは、地銀等はプレミアムの収入が取り敢えず入るので、そういったものに少し目を向けてリスクの売り手になっている先もいるやに聞いている。

#### 西村副総裁

仕組債に組み込む形でやっているということか。



外山金融市場局長

ソブリンCDSは日本ではあまり取引されていないので、ソブリンCDSの他にスワップションで、例えば日本の長期金利が大きく跳ね上がるポジションにかけるといふファンドの動きが去年の秋口等々にみられた。これに対しては、主に外資系の、銀行をバックに持ったインベストメント・バンク、それから今中曾理事がおっしゃったように、日本の地方の機関投資家というように聞いている。これは、例えば日本については、長期金利がそんなに跳ね上がることを想像していない主体が、今の低い金利を少しでもトータルで高くしようという動機から向かっていると聞いている。

野田委員

純然たるリスク軽減——リスクのプロテクション——という感じではないということであるか。

中曾理事

すごく目線が長いのである。今のスワップションみたいのものは5年、10年など、要するに5年後に金利が上がっていれば儲かるようなポジションなので、逆に言えば、こういうスワップションは物凄くアウト・オブ・ザ・マネーになっている筈である。プレミアムが低い、安い、しかし海外の投資家はどこかで上がると思っているので、取り敢えず買っておこう。ディーラーの方は大したリスクではないので、取り敢えず持っておこう、誰か最終的にリスク・テイカーがいれば売ってしまおうという構図であると思う。であるから、非常に長いベットに出ているという構図ではないかと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済の現状評価をご報告申し上げます。席上配付した資料－3 参考計表の追加分をご覧頂きたい。図表 1、米国の主要経済指標である。まず、1. 実質GDPをみると、昨年10～12月期の実質成長率は前期比年率+5.7%と第3四半期の+2.2%から大きく伸び率を拡大させている。直前の市場予想は+4.8%であったので、それを上回る伸びとなった。内訳をみた特徴点としては、一つ目に、在庫削減のペースが鈍化したことから在庫投資のプラス寄与が大幅に拡大していること、二つ目に、輸出の増加から純輸出もプラス寄与に転じていること、三つ目に、設備投資についても6四半期振りに増加に転じており、全体として下げ止まっていること、が挙げられる。この間、個人消費の方は、自動車販売促進策による押し上げ効果が剥落したことから伸び率を縮小させてはいるが、引き続き緩やかな増加を続けているという形になっている。まず、個人消費をコンポーネント別にみていく。3. 実質個人消費は、12月+0.1%と微増であった。自動車を除くベースでは、6月以降7か月連続で増加が続く姿となっている。また、5. 小売売上高は、1月に、量販店、通信販売などを中心として増加しており、本年入り後も個人消費の緩やかな増加基調が続いている姿が確認されている。この間、6. 自動車であるが、このところ大体1,100万台で中位安定的な推移が続いている。次に、住宅市場についてみる。8. 住宅着工は、今晚公表される予定であるが、住宅販売の統計をみる限り、このところは、例の11月末に一旦期限切れとなる予定であった税還付措置に伴って、11月、12月と需要の反動減が一旦出てしまっている。ただ、同措置が本年6月末まで延長されたので、年明け以降については、目先、住宅の購買意欲が持ち直していくとみて良いかと思う。こ

の間、住宅価格の方は、9. ケース・シラーにあるが、11 月までは極く緩やかに上昇を続けている。ただし、中古の差し押さえ物件も依然多いので、動きとしては横這い圏内の動きが続くと私共としてはみている。次に、設備投資関連であるが、10. 非国防資本財受注は、増加を続けている。このところ、機械投資が持ち直していることは確認されている。勿論、商業用不動産など非居住用の建設支出は減少が続いているが、先程申し上げたとおり、GDP 統計で設備投資がプラス転化したことからみても、設備投資全体として下げ止まってきているとみて良いかと思う。また、輸出、輸入についても、このところはっきりと増加傾向が窺われる。ただ、収支としては、原油価格の上昇の影響もあって、輸入の増加が輸出の増加を上回り、このところ、11. 収支にあるが、貿易赤字が拡大という形になっている。生産面については、12. ISM 製造業指数が上昇し、改善・悪化の分岐点である 50 を 6 か月連続で超えているほか、非製造業指数も 1 月には若干上昇して 50 を超える形となっている。こうした中で、15. 雇用者数の減少ペースは和らいでいる。12 月に大幅減少の後、1 月は小幅の減少ということである。均して四半期ベースでみると、減少幅が縮小している姿が窺われる。なお、14. 失業率は、単月では低下した。9.7% ということで、失業率の上昇圧力は幾分歯止めが掛かっている。以上、米国である。

次に、ユーロエリアをみたいと思う。図表 2-1、ユーロエリアでは、GDP が公表された。前期比年率で +0.4% と、かろうじてプラスである。その前の期の +1.7% から伸びを大幅に鈍化させた。市場の予想は +1.2% だったので、市場予想対比でもかなり低い数字ということである。国毎にみると、ばらついている。ドイツはプラスであるが +0.0% と、前期の +2.9% から大きく伸びを鈍化させている。その一方で、フランスは、主として政府が本年入り後に自動車販売促進策を縮小させたので、その前の駆け込みもあって、10~12 月は前期比年率 +2.4% と高い伸びを示している。このように国毎に動きが異なるが、ユーロエリアの GDP の伸びを全体として捉えた場合、2 期連続でプラス成長を続けていることから、何とか持ち直しのモメンタムを維持していると言って良いかと思う。こうした

動きを内外需に分けてみると、外需が持ち直す一方で、内需は弱めの動きを続けるという姿に変わりがない。3. 製造業PMI輸出受注指数は、速報性が高いということで、今回から使わせて頂いている。サーベイ・データではあるが、ユーロエリア全体の輸出の趨勢を捉えている。このところ改善・悪化の分岐点である50を上回って推移していることからみて、ユーロエリアの輸出が持ち直していることが確認できる。内需であるが、設備投資については、4. ドイツの国内投資財受注は、12月は前月対比小幅縮小している。個人消費については、6. 小売売上高をみても分かるように、年末にかけても力強さを欠く展開となり、内需は相変わらず弱い姿である。雇用環境の方も厳しい状況が続いている。11. 失業率は2桁の10.0%に達した。こうしたもとで、12. コアCPIは、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化を背景に、均してみるとプラス幅を緩やかに縮小させている。また、企業向けの銀行貸出は、マイナス幅を拡大させている。金融機関のタイトな与信姿勢は、今後もユーロエリア経済の重石となるとみられる。

次に、図表2-2、英国経済をご覧頂きたい。1. GDPの10~12月の速報値が公表された。前期比年率+0.4%となっている。2008年1~3月以来、7四半期振りにプラス成長に復した。英国経済が遅ればせながら持ち直しつつあることが確認された。こうした背景には、住宅市場の調整進捗から、8. 住宅価格の上昇が続いていることがある。こうした要因も受けて、3. 消費者コンフィデンスが均してみても改善している。英国については、もう一つ、7. CPIが昨日公表された。予想どおりと言って良いかと思うが、+3.5%とインフレーション・ターゲットの上限の3%を超えている。昨日、キング総裁からダーリング蔵相に対するレターが発出されている。レターの中で、キング総裁としては、物価が上昇した背景として三つ挙げている。一つ目は、ご承知のとおり、VATの率を今年の1月に2.5%に戻していたということ、二つ目は、原油価格が上昇しているということ、それから三つ目は、折からのポンド安がやはり物価上昇圧力として効いていること、この三つを述べている。ただし、先行きについては、生産過剰感が強い中で、早晚インフレ率は低下を辿るだろうということで、インフ

レ・レポート等だと、早ければ第2四半期には3%超えから2%台に復元する、それから、むしろ場合によっては、今年の年末から来年初にかけては2%を下回る、そういうパスをBOEでは描いているようである。以上、英国である。

新興国市場であるが、図表3-1、中国については、引き続き高成長を続けている。今回出た指標をみても、製造業のPMIは引き続き50を大きく上回っている。輸出も均してみれば、増加を続けている。なお、8. CPIは、前月から伸びを鈍化させているが、これには旧正月の日程に伴う要因がある。旧正月の時に上がるのだが、去年は旧正月が1月で、今年は今週が旧正月になっていて、去年が高め、今年は低めなので、恐らくこのCPIは2月には少し上がるだろうという見方が一般的である。こうした中、9. M2と10. 人民元貸出は、減速をしつつも高い伸びを続けている。報道では、年明け後、最初の2週間で1兆元超の新規貸出という非常に大幅な増加がみられたとされている。こうした動きを懸念した政府当局が、月半ばから後半にかけて、一部金融機関を対象に窓口指導の強化や0.5%の差別的な預金準備率の適用を行った結果、1月の新規貸出は約1.4兆元となり、窓口指導は月後半の貸出を抑制するのには、それなりの効果を発揮したとみられている。また、ご承知のとおり、人民銀行は先週末2月12日に2回目の預金準備率をさらに0.5%引き上げることを公表した。実施は2月25日である。これは、資金需要が高まると思われる旧正月明けに大量の資金吸収を行う必要もあって、実施されたものとみられているが、事前に準備預金率の引き上げをアナウンスすることで、人民銀行としては過剰流動性を放置しないというスタンスを明確化することを意図したものとみられる。今回の措置も窓口指導などと並んで、金融緩和の修正に向けた施策の一環として位置付けられるとみられる。

次に、他のアジア諸国についてみる。2. インドについては、鉱工業生産とPMIの二つをみると、高めの成長が続いていることを示している。貸出も高い伸びを続けている。こうした中で、物価は、食料品、エネルギー価格を中心に急速に伸びを高めている。インフレ懸念の高まりに対して、

インド準銀は、1月29日の金融政策決定会合で、預金準備率を75bp引き上げる決定を行った。次に、図表3-2(1) NIEs、ASEANについてみる。韓国、インドネシア、フィリピンのGDPが出ている。韓国の10~12月のGDPは前期比年率+0.7%と、伸びが鈍化している。内訳をみると、昨年春以降、大幅に増加してきた輸出がさすがに反動減となっているが、総固定資本形成は堅調に増加しているようである。インドネシア、フィリピンのGDPも高めの成長を続けているし、その他のアジア新興国の指標をみても、内需関連、生産関連ともに堅調な推移となっている。

最後に、欧州の財政問題について、一言だけ付け加えさせて頂く。ギリシャにおける動きは——外山金融市場局長からの説明のとおりであるが——、様子見の小康状態である。ただ、その中で、少しポルトガルがギリシャに引きずられている感じがある。2009年の財政赤字について——ポルトガルについてであるが——、従来予想よりも拡大するとの見通しが示され、その結果、ポルトガルの国債の落札利回りが上昇し、政府は発行額の縮小を余儀なくされている。また、ポルトガルほどではないが、スペインでも政府が2010~2013年の財政赤字見通しを各年のGDP比約2%ずつ上方修正——悪い方に修正——した。これを受けて、国債の落札利回りが上昇している。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問あるか。

須田委員

FOMCは、MBSの購入を止めることを予定しているが、MBSマーケットにおけるその織り込み方について、少し教えて頂けるか。

大野国際局長

ご承知のとおり、当初予定で3月末に取り止めることについては、ほぼ予定どおり行われるのではないかということである。マーケット関係者等

の見方は少し分かれているが、比較的楽観的と言うか、何とかソフトランディングできるのではないかという見の方が優勢である。勿論、一部の人は、F e dが全部引いてしまったら、MBSマーケットが相当混乱するのではないかと心配しているが、現時点では少数派である。多数の見方は、潜在的な買い手はかなりいるのではないかというものである。一つは、年金を含む機関投資家である。投資家自体の潜在的な需要が——全部F e dが買って来てしまっているので——今、他のマーケットに行っているが、3月以降は戻ってくるのではないかとみている。二つ目は、米国だけではなく、海外の投資家も米国のMBSについては潜在的な期待と言うか、購買意欲を持っているところが少なくないのではないかとみている。今、皆が思っている標準シナリオは、3月末にF e dが引いた場合に、少しは飛び跳ねるかもしれないが、恐らくそれは現在のレベルからすると30～50bp上がる程度でとどまるのではないかというものである。引き続き注意してみていくつもりである。

野田委員

他のマーケットに行っているものが戻ってくるという、ある種、マーケット間でのリバランスが起こるとすると、出ていく方のマーケットはどうなるかという問題はあまり議論されていないのか。総じて言えば、ストックが残っているのではないかということか。

大野国際局長

そうである。

野田委員

F e dのバランスシートにストックとして残っているのではないかということからきているのか。今の話を総合すると。

須田委員

F e dが買ってかなりスプレッドが小さくなってしまった部分は、買いを少なくすることによって拡大するのか。そして、これを止めることでもう少し正常化するということなのか。

大野国際局長

止めることに伴って、潰れていたスプレッドが少し広がって、それで価格の妙味が出て、潜在的な需要が戻ってくるというシナリオである。それで、その幅は大体 20～50bp ではないかという見方である。

野田委員

同じようなこと——フローかストックか——は、イギリスの国債の買入れにも言われている。今度のインフレーション・レポートについて、政策との整合性をどう考えれば良いのか。前回、要は、買い増しは止めた、取り敢えずこのまま様子見をすとした政策——あの判断をした時は、多分インフレーション・レポートは視野に入っていたと思う——と今回のインフレーション・レポートをどう理解すれば良いのか、少しご見解を教えてください。

大野国際局長

BOEの中では、それなりに整合性があるのかなと思う。ただ、私共がみていると、英国経済の実態的な判断について、やはりBOEは少し楽観的過ぎたところがあったと思っている。今回のインフレーション・レポートについても、彼等が出す実体経済の見通しは第4四半期の数字だけである。ただ、それをFTとかブルームバーグとかが計算する訳であるが、それで見ると、前回のインフレーション・レポートから今回にかけて1%位下方修正している。大体1.3%位の成長率見通しなので、私共からみたら、やっとそこまで落ちてきたなという感じである。国際局では2010年については、0.7%とか0.9%とか、1%未満位の見方をしていたが、BOEが



そこに寄ってきたということだと思う。そうすると、BOEは景気に対する見通しを厳しくしているのに、量的緩和的なものは終了してしまったということなので、野田委員の今のご質問からすると、逆ではないかということになる。そこは、彼等自身が去年の後半については物凄く悩みながらとにかく量的緩和を続けようということだったが、やはり時間が経過してきて、むしろ数字は下がっているが、どうも2010年については、非常に緩やかだが住宅価格は先程申し上げたように戻ってきているし、何とか回復のパスみたいなものは非常に緩やかだが見通せるという中で、やはり非常にアンオーソドックスな政策は止めても良いという判断に至ったのではないかというのが私自身の推察である。

西村副総裁

少し微妙だが、実はインドで と話をして、これが話題となった。スタティスティカル・オフィスが発表するGDPよりも、実態は良いのではないかと。

野田委員

それよりも良い…。

西村副総裁

良い、というようなニュアンスのことをおっしゃっていた。もしかすると、そういうような——これは前にロンドン事務所からのレポートにもあったが——ところが少しあるのかもしれないなという感覚を持った。

須田委員

私は、BOEが量的緩和をやる時のインフレーション・レポートが凄く楽観的だったのは、量的緩和の効果をかなり強くみていたのではないかと思う。しかし、それがなかったなので、その織り込みを止めてしまったと凄く簡単な見方をしていた。

野田委員

それだと、物凄く腑に落ちる。

大野国際局長

BOEとしては、QEの効果はそれなりにあったということだとは思いますが。

亀崎委員

米国であるが、先程、失業率の上昇圧力には歯止めが掛かっているとの説明があったが、改善までには少し時間がかかると思うし、また住宅市場の調整も長く続くと思うが、今月公表された指標——実質個人消費、小売売上高、消費者コンフィデンス、ISM指数、鉱工業生産等——をみると、いずれも改善傾向が続いている。こういった中で、米国の景気後退が再燃するリスクは低下しつつあるという見方が結構広がっているようだが、どうか。

大野国際局長

私共を含めて、大方の見方としては、一頃言っていたダブル・ディップというか、二番底の危険性はだいぶ薄まったということで良いかと思う。むしろ、その後、どれだけ時間がかかるか、どれだけの角度で離陸するかについては、引き続き雇用環境が厳しいし、家計のところまでどこまで個人消費が伸びていけるのかというクエスチョンは相変わらずある。

中村委員

中国経済だが、バブルの懸念から引締め策が色々と採られているが、  
が経済で一番気にしているのは、物価  
なのか——春節の影響もあるが、CPIそのものはまだ低いレベルにあ  
る——、あるいは一般庶民用の住宅というか、こうした資産価格なのか。

一方で、ある程度の経済成長は何が何でも続けなければいけないという命題が物凄く強いと思うが、一番気にしているポイントは何か。

大野国際局長

中村委員がおっしゃった中で、CPIはどうかについては、勿論、  
は心配しているし、  
としてもCPIだけみているのは怖い  
ということ、それこそ日本の経験等を随分彼等は勉強しているから、  
まず間違いなく感じていると思う。それでは何をだが、多分二つの大きな  
政策目標があって、一つは、やはり最低限の成長を維持すること、それは  
大体9%、8%と言われているが、それがボトムラインとしてある。ただ  
一方で、過剰流動性みたいなものが非常に豊潤になっていることについて  
も心配している。それがどこに出てくるかという、一番はやはり不動産  
価格だと思う。もう一つは、株式市場というのはあるが、これは幸い、上  
海の株等についてはぎくしゃくはしているが、そんなに過熱感が溜まって  
いる感じではないので、取り敢えずは不動産市況ということになる。それ  
からもう一つ、  
の頭の中にあるのは、銀行の貸出が去年  
から非常に増えているので、やはり資産価格の下落が生じた場合に、その  
貸出が新たな不良資産としてフィードバックするかどうかという、その二  
つの流れを一番気にしている、あるいは気にし始めていることは明らかで  
はないかと思っている。

中村委員

不動産価格も緩やかに上がる場合・・・。

大野国際局長

国トータルで言うと、緩やかに上がっているように見えるが、地域地域  
では、やはり相当大的な変動、しかも上向きの変動をしているところが多  
い。都市部であるとか、今の開発が進んでいる中部において、バブルの芽  
が育つのではないかという懸念は気にされ始めていることは間違いない

と思う。

中村委員

不動産価格の値上がりが、ある程度地方の再開発の原資になっている面もある訳である。

大野国際局長

地方の税収に繋がるという点は、おっしゃるとおりである。逆に言えば、地方政府のインセンティブが強く、目を瞑ってでもどんどん行こうという意味で、過熱が醸成される土壌が強いということだと思う。

野田委員

中国の今の話とは別だが、これまで固定資産投資等を通じて国営大企業中心で走ってきた経済の修正——政策的な見直し——は、このところ出てきているか。目立ったものは、まだ出てきていないか。

大野国際局長

あまりそういう国営企業であるとか、あるいは大きな意味での企業セクターの効率化の話であるとか、あるいはガバナンスみたいな話は、大きな動きとして出ていないように感じている。

野田委員

そういうところをメイン・エンジンで暫く走らせるという感じが残っているとみた方が良いか。我々はかねてからいつまでも続かないと危惧している。

大野国際局長

一方で、そういう話を彼らにすると、地方とか、これから開発するところについては、インフラ投資も含めてそういう健全なニーズが潜在的にあ

るのだと言う。であるから、要はそこに上手く流れれば良いのだが、結局、行政指導とか政治的な力関係で資金の配分が行われているので、やはり地方のコントロールがしっかりできない中で、上手く金が行くのか、変なところにどんどんいってしまうのではないかという不安が残る。私は、現在の中国の体制はやはり後者のリスクをいつも抱えながら走っていると思う。

野田委員

一部のレポートでは——官民と言って良いのかどうか分からないが——、格差が相当また広がっていると言っている。

須田委員

もう一度、米国に戻って申し訳ない。これからデータをみようとすると、天候要因がかなり影響を与えてしまうかもしれないのは、雇用、住宅、それ位か。あと、小売もあるか。データをみる際にどういうものを気にしておけば良いか。

大野国際局長

それは、非常に雪が降って、という話であるか。

須田委員

然り。

大野国際局長

少しチェックしたいと思っはいるが、巷間言われている空港が止まることかどの位幅広いかによると思う。ただ、東海岸の心臓部が今回相当やられているので、恐らく今おっしゃったような小売にはダメージが出てくるかと思う。それから、住宅であるとか、箱物みたいなものを作るということでは、着工ベースとか進捗ベースに影響があると思うが、どの程

度であるか。今年は大変な大雪とは言いが、米国では3、4年に一度位はこの程度のことは起こっていると思えば、そう気にし過ぎることはないという気が今のところしている。

須田委員

結構色々なところで、この影響に関するメモが出ているから、今回は大きいのかなと。

大野国際局長

大きい可能性は勿論ある。

白川議長

中国の預金準備率の引き上げは、どういうものとしてみておけば良いのか。勿論、中国と先進国の金融市場は違う訳であるから、同じように考えてはいけませんが、オーソドックスに考えると、預金準備率の引き上げ自体は金融引締め効果を持っている訳ではない、というのが先進国の理解である。短期金利が上がる程度において意味があるが、そうでなければ意味がない。そうすると、広い意味でのアナウンスメント効果ということになるが、正確にそれは何なのかということである。日本の場合は、例えば、窓口指導の強化と金利引き上げはセットになるからこそ意味がある。金利引き上げがなくて、単に預金準備率を引き上げても意味がない。そういう意味では、実態があるのは、将来、金融政策を本格的に引き締めるための前触れとして一定のウォーニングを発しているのであれば、その程度に応じてなにがしか皆の経済行動に影響を与えるという意味でのアナウンスメント効果なのだと思う。その辺について、つまり金利と預金準備率と窓口指導と三つに分けた場合の預金準備率それ自体の見方なのだが。

大野国際局長

マクロ的な効果としては、今白川議長がおっしゃったとおりで良いかと

思う。つまり、実態的な資金吸収の効果があるかと言うと、それはほとんどないということで良いと思う。

白川議長

吸収自体には、私は効果はあると思うのだが……。

大野国際局長

吸収というよりも、今マクロ的には大幅な超過準備がある状態なので、その追加部分がないということが一つ。それから、もう一つは、おっしゃるとおり、金利がそれに伴ってフレキシブルに動いて上がればそれは効果がある訳だが、その兆候は今回の2回について認められていないので、そういう意味での政策的な効果はほとんどネグリジブルであると考えて良いと思う。ただし、人民銀行がどちらを向いているかについてのサイン、アナウンスメント効果、あるいはデモンストレーション効果と言っても良いと思うが、そこについてここ2回続けて出すことの意味は大きいと思う。それからもう一つは、実態はよく分からないが、預金準備率があまり透明な形になっていないようである。これは報道ベースなのだが、凄く貸出が進んでいて超過準備がない可能性があるところに対して、選別的に積めと言っているらしい。だから、先進国的な預金準備率の使い方というよりも、もう少し選別的な窓口指導の延長線上でこのツールというか、手段が用いられている可能性がある。その場合には、中国の銀行はアナウンスメント効果というか、それ以上のものを感じて、自分達の貸出姿勢についてももう少しやはりディシプリンを持たなくてはいけないと考えるという効果は、出ているのではないかと推察される。

白川議長

そういう意味では、選別的な金融引締めをやっているか、あるいは将来の金融引締めへのサインであるということか。もし后者であるとすれば、将来、中国人民銀行が実際にアクションを採って初めて効果があるし、も

し採らなければ、その部分の効果は剥落するということであるか。

大野国際局長

おっしゃるとおりである。それともう一つ、中国においては——前回西村副総裁からもお話があったが、過去をあまり例として採り上げるのはどうかという面はあるが——、これまでの彼らが金利の引き上げにいく助走段階では、このシグナルは非常に荒っぽく言えば2回から4回位やっていた。ただ、その裏には為替政策も動かすということがセットになっているようである。

白川議長

分かった。他に質問はあるか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは最初にまず、本日お配りした資料－4、参考計表【追加】で説明し、後程、事前にお配りしてある資料を使わせて頂く。図表1、実質GDPの10～12月の1次速報は、前期比+1.1%である。年率では+4.6%になる。需要項目別には、個人消費の寄与度が7～9月に続き+0.4%となっている。因みに、ここには出ていない個人消費の内訳まで申し上げると、7～9月も10～12月も耐久消費財だけで+0.5%の寄与であるので、それ以外の消費は7～9月、10～12月と2四半期連続で若干マイナスであったということになる。それから、設備投資が+0.1%と7四半期振りにプラスになったことも特徴の一つであるが、設備投資は2次QEでかなり変わる可能性が常にある。次の在庫も+0.1%と4四半期振りにプラスであるが、これも2次QEで変わる度合いが大きい項目である。それから、公的固定資本形成については7～9月、10～12月と2四半期連続のマイナス



となり、頭打ちが明確になってきた。そして10～12月のプラスが一番大きかったのが純輸出+0.5%である。全体としてまさに内外の政策効果等により景気は持ち直しているという現状判断を素直に裏付ける読みやすい数字であると思う。なお、季節調整の変更を主因にして、過去のデータも遡及改訂されている。上段のグラフの点線の系列が今回の太線の系列に変わった。従って、足許の10～12月の風速だけでは中間評価対比の上振れ下振れの評価がしにくいので、2009年度全体がどうなりそうかということで申し上げますと、この後残りの1～3月がゼロ成長の場合に2009年度は-2.2%になる。今のところ1～3月は小幅のプラス成長ではないかと思っているので、2009年度全体で-2.1%ないし-2.2%位で着地する蓋然性が本日時点では相対的に高いと考えられる。中間評価の中央値が-2.5%であったので、概ね予想通りとみるか、若干上振れとみるか微妙なところではあるが、若干上振れているという評価をするならば、その主因は純輸出の上振れである。ただ、繰り返しになるがあくまでも、この数字をベースとすればという評価であって、2次QEをみないと分からない部分が結構あることも事実である。それから、もう一つの特徴であるが、今回は名目GDPが+0.2%と、7四半期振りにプラスに転化している。ただし、実質との差でみて頂ければ明らかなように、GDPデフレーターは前期比-0.9%と引き続き大きなマイナスになっている。

図表2をみて頂いて、これはそのGDPデフレーターを前年比でみたグラフであるが、右端の10～12月が-3.0%である。交易条件の好転局面が終わり、白い部分の外需デフレーターのプラスが一気に消えたということが主因である。以前から予告していたとおりの動きであるのでサプライズではないが、この-3.0%というのは過去最大のマイナス幅になる。この後1～3月も内需デフレーターの方はマイナス幅が縮小していくとみているが、交易条件の方が前年対比ではっきりと悪化しそうであるので、GDPデフレーター全体としては、マイナス幅がさらに幾分拡大する可能性を十分念頭に入れておく必要がある。

GDP統計は以上で、次に公共投資であるが、上段の公共工事出来高は、

先程 12 月分の数字が入ったが、10～12 月でみると数字はほとんど変わらない。今+5.1%となっている前年比が+4.9%になる。前期比は-0.6%で変わらないので、2 四半期連続のマイナスが確定したことになる。公共工事の請負金額であるが、1 月の数字が入っていて 1～3 月の 10～12 月対比が-2.7%と、こちらも 2 四半期連続のマイナスであるので、公共投資は頭打ちから次第に減少傾向へと向かう状況が計数面に表れつつあるということかと思う。

この資料は以上で、それでは事前にお配りしてある資料-4 の参考計表で引き続きご説明する。図表 7 をみて頂いて、輸出関連であるが、実質輸出が 10～12 月も順調に増加したことは先程の GDP 統計でも表れていたが、図表 7 の上段の地域別の表で流れとして振り返っておく。昨年 4～6 月以降、まず東アジア向けがジャンプ・スタートで回復し始めて、回復が早期かつ急速であった分、第 4 四半期にかけて幾分減速してきている。一方、米国向けについては、自動車の在庫が秋口に一旦減り過ぎたこともあり、その補充が続いたことや、足許は資本財・部品も多少出始めているので、第 4 四半期まで概ねコンスタントに 1 割程度の伸びを維持してきている。また EU 向けやその他向けは回復の始まりが遅かった分、むしろ足許の第 4 四半期が高い伸びになっている。この先については、少なくとも米国向けや EU 向けについては、最終需要の回復力の弱さなどから考えて、足許の増加ペースは続かないとみるべきだろうと思う。東アジア向けは基本的には良好な輸出環境が続くと考えられるが、それでも昨年第 2 四半期、第 3 四半期のような伸びには戻らないと考えられる。従って、輸出全体として伸び率の鈍化を伴いながら引き続き増加していくとみるのが妥当かと思う。下段の財別の方で整理しておく、これまで政策効果と在庫復元効果が最も出ていたのが自動車関連であって、これは中国の需要が強いのだが、さすがにこの伸びは続かないとみている。一方、足許は資本財・部品の伸び率が高まってきており、少なくとも半導体製造装置に関するマイクロ情報では、受注がこの 2～3 か月前の状況よりも良くなってきているということであり、この資本財・部品はウエイトも高いので、これがどこま

でしっかりと増加を持続できるか、この辺りが当面の一つのポイントになると考えている。輸出は以上である。

次に、設備投資であるが、10～12月の実績については、GDPで説明がほぼ尽きているので、図表15で先行指標の動きをみて頂きたい。図表15の上段の機械受注であるが、12月分まで出揃ったこの四半期ベースのグラフだと、黒い太線の民需で右端10～12月は概ね横這いとなっている。厳密には、10～12月は前期比+0.5%と僅かではあるが、7四半期振りにプラスに転換している。11月の弱さは、基本的には振れだったという評価で良いと思う。実際11月に弱さが目立つと申し上げた通信や金融、保険が12月は戻っている。ただし、振れが概ね均されたとみられる現時点でみても、製造業は底入れしている感じがあるが、非製造業は若干弱いという基本的な構図は変わっていないと思う。全体としては、あくまで底這いという段階である。このグラフには含まれていない電力についても、なかなか出てこないという懸念が前回一部の委員から示されたと思うが、12月はしっかりと出ている。このグラフの右端が1～3月の見通しであるが、数字で申し上げると、前期比+2.0%と2四半期連続の増加が見込まれている。この見通し調査は、企業から聞いた生の数字に過去3四半期の達成率を乗じるという調整を施して出しているが、その過去3四半期の達成率が89.8%と低い数字である。因みに、達成率の長期平均は95%位である。従って、普通に考えると、この見通し調査はやや保守的な見積もりになっていると言って良いと思う。勿論、需要の先行きに関する不透明感が強いもとで、上振れの可能性を敢えて強調するつもりはないが、機械投資は徐々に底が固まりつつあるという位にみておくことはできると思う。下段の建築着工の方も概ね下げ止まりとみて良いと思う。マイクロ情報では、一部ではあるが、建設延期となっていた工場やショッピングセンターなどで再開の動きが出始めているという話もある。どこまで広がりがある話なのか現時点では掴みきれていないが、そういう話が出始めているということは小さいながらも一つの変化ではないかと思う。以上を踏まえると、設備投資は下げ止まりつつあるという判断が引き続き妥当であると考えてい

る。先行きについては、次第に持ち直していくという基本的な方向性と矛盾するような材料は出てきていないが、さりとてすぐに持ち直しに転じると信じるに足る材料も乏しいので、当面は横這い圏内かと思う。

設備投資は以上で、次に図表 19 に進んで頂き、個人消費である。図表 19 の下段であるが、耐久消費財についてはこのところ横這いになりつつある。このうち家電販売については足許の増勢一服は短期的な綾であって、上昇トレンド自体はこの後も続くということが相応に期待できるとみている。しかし乗用車販売については、自動車メーカーの見方などを踏まえるとさすがにこの水準からさらに上に伸びていくことは考えにくく、4~6月にかけては幾分減少か、良くて横這い圏内と聞かれている。右の図表 20 でそれ以外の消費をみて頂くと、いずれも弱い基調にあまり変化はない。強いて申し上げると、上段の百貨店であるが、最近 1 月、2 月に関するヒアリング情報を踏まえても低下トレンドが幾分緩やかになってきている。他方で、スーパーは、12 月分はセールの効果で何とか持ちこたえたが、1 月以降の状況は再び悪化していると聞かれている。すなわち、ある程度資力に余裕がある人達の選択的消費が中心の百貨店については、リーマン・ショックに敏感に反応して大きく落ちた後、足許は景気や株価の持ち直しによって下支え効果が若干出てきている可能性がある。一方で、生活必需品が中心のスーパーの方は、当初の落ち方こそ緩やかであったが、厳しい雇用・賃金情勢が続く中で、庶民の節約志向はなかなか和らがないということかと思う。下段のサービスは依然低調であるし、図表 22 の消費者コンフィデンス、こちらも一進一退という状況である。以上を踏まえると、先行きの個人消費については、耐久消費財の勢いが弱まる分を他で埋め合わせる動きが出てくるとは予想しづらいと思う。従って、全体として持ち直しがこのまま続くというよりは、一旦横這い圏内位になる蓋然性の方が相対的に高いように思っている。個人消費は以上である。

図表 23、住宅着工であるが、12 月の着工戸数が全体で 81.9 万戸となり、これで 4 か月連続の増加である。四半期ベースでも 10~12 月は 8 四半期振りの増加となった。ただし、先程の GDP 統計の住宅投資は 10~12 月

はまだ若干マイナスであったので、住宅投資の判断としては下げ止まりの動きがみられるという位の前月と同じ評価で良いと思っている。先行きについても、右の頁のグラフでみて頂いても、着工がこれで明確に上向きになってきたというように言えるかどうかはもう少し見極める必要があると思うので、徐々に下げ止まりがはっきりしていくという位にみておくのが適当かと思う。簡単であるが、住宅は以上である。

次に、図表 25、生産である。鉱工業生産の数字、ここに書かれている12月の+2.2%は速報であるが、確報が出ており+1.9%へと下方修正になっている。その結果、10~12月の+4.6%、これは+4.5%になっている。それから脚注2で書いてある1~3月の前期比+3.8%、これは+3.6%へと下方修正になっている。数字はそのように若干下方修正になっているが、10~12月までの生産は速いペースで順調に増加してきたという評価は変わらない。1~3月についても増加を続けるとみられる。ただし、そのペースはこの予測指数よりは少し弱くて、マイクロ情報を踏まえた我々の予想では+2%程度と考えている。さらに問題は4~6月であって、今のところ4~6月は横這い圏内というのがマイクロ情報から得られている感触である。業種的には、一般機械は4~6月も増加を続けそうである。その一番大きな理由は、基本的にはアジアの設備投資が半導体関連を中心に強いということである。しかしながら一方で、4~6月は自動車若干減少するという見通しになっている。先程申し上げたように、国内販売が今の高水準からさすがに多少減少するのではないかというのが主たる背景である。それから公共投資の減少で、鉄鋼など建設関連も若干減少すると見込まれている。ただ、いずれにしても4~6月については、まだ上振れも下振れも相応にあり得るとみている。一つイベント・リスクとして意識しておく必要があるのは、中国の春節明け、すなわち2月下旬以降の状況である。中国経済に関する主要業界の見方は、ここ数か月間ほぼ一貫して上振れてきており、春節明けも上振れモメンタムが続く可能性は十分ある。しかし、逆に皆がかなり強気になってきているので、そうであるが故に、春節が明けてみたら意外に在庫が多めで一旦調整気配が漂うという可能性

もあるので、注意が必要である。勿論それ以外にも、国内需要も含めてあらゆる部分に不確実性があるので、夏にかけての生産動向は慎重に見極めていく必要があると考えている。生産は以上である。

次に、雇用である。図表 30 である。雇用は足許あまり大きな変化はないので簡単にみていく。上段の太い線、失業率は直近の 12 月は 5.1% と高止まりが続いている。細い線、有効求人倍率は直近 12 月が 0.46 倍で引き続き極々緩やかな上昇にとどまっている。次の図表 31 であるが、上段の太い線の労調・雇用者数は前年比 -1% 台半ばでの動きが続いている。下段の所定外労働時間は着実な回復が続いており、前年比は間もなくプラスに転じるとみられる。それから右頁、図表 32 の上段であるが、名目賃金は右端、冬期賞与の大幅減少により大きなマイナスになっている。ただ、昨年夏の賞与に比べると冬期賞与のマイナス幅は幾分縮小している。このグラフでは、右端がまだ 12 月分だけであるので、マイナスが大きく書かれているが、この後 1 月、2 月がデータが入ってきて、3 か月分で評価すると特別給与の減少寄与度が薄められて、賃金全体の減少幅も縮小するというように考えている。恐らく 6~8 月よりもマイナスが小さくなると現段階ではみている。それでも非常に厳しい雇用・賃金情勢が続いている状況には全く変わりはない。雇用関連は以上である。

次に、物価である。図表 35 をみて頂く。まず国際商品市況であるが、上段の黒い太線の指数をみて頂くと、月次ベースでは 1 月まで緩やかに上昇基調を続けて、2 月は極く足許は日足ではまた反発しているが、1 月との対比で見るとなお幾分弱くなっている。これを受けて、国内企業物価は一旦強含んだ後、上昇一服となる蓋然性が近い将来については高いというようにみている。その点具体的に、図表 38 で確認していきたいと思う。図表 38 の下段の右側であるが、3 か月前比は 12 月までの弱含みから右端直近の 1 月分は +0.3% と強含みへと転化している。この強含みの動きは点々の部分のプラス幅の拡大、すなわち先程ご覧頂いた既往の国際商品市況高によるものである。この後の 2 月も同じ位のプラスが残りそうであるが、3 月は横這い位になる蓋然性が今のところ高そうである。ただし、も

う少し先までのインプリケーションを持ち得る動きとして、足許プラス方向で若干気になっているのが、縦縞の鉄鋼・建材関連である。ご覧のように1月はマイナス幅が縮小している。アジアの需要が強いことを反映して、鋼材やスクラップの国際商品市況が堅調であることが基本的な背景である。さらに申し上げると、そうしたアジアの需要好調を主たる背景に、鉄鉱石や原料炭の国際スポット価格がかなり上昇しているので、春以降の鉄鋼原料高、それを反映した高炉製品の値上げの可能性が高まっている。国内需要が低調な中で、原材料価格が上昇するという2年位前の状況に類似した局面が来るかもしれないということである。この先アジアを中心に、世界経済が強ければ強いで、日本経済にとって、輸出増加がもたらすプラス面と交易条件悪化のマイナス面とのバランスがどのように展開していくのかというところにも注意を払っていく必要があるそうである。企業物価は以上である。

最後に、消費者物価である。図表 41 をご覧頂く。上段の右側、前年比であるが、太い線の、除く生鮮の12月が前年比-1.3%とマイナス幅が縮小しているが、細い線の、除く食料・エネルギーだと-1.2%とマイナス幅が若干拡大である。サービスは大体みていた通りであったが、財が想定していたイメージよりも全般的に弱い印象がある。特にどの分野ということではなく、食料品、耐久消費財、被服、その他全般的に若干弱いという印象である。一応、単月の振れによる部分が大きいとみており、今の時点で中間評価対比下振れとまでみる必要はないと思っている。実際、東京の1月分はマイナス幅が若干縮小している。勿論、そうは言っても、引き続き下振れ方向に注意しながら点検していく必要があるという局面かと思っている。この先の、除く生鮮の見通しであるが、向こう数か月間-1.2%前後で推移するとみている。すなわち、これまでのマイナス幅の縮小傾向は、ここで一旦足踏み気味になると予想している。その後、高校授業料無償化等の影響はまだ分からないが、そういった特殊要因を考えなければ、年央辺りから徐々にマイナス幅が縮小していくというこれまでの見方を変える必要は現時点ではないと考えている。

以上、本日時点でみた日本経済の現状及び先行きについては、前回中間評価の時点から基本的には変化していないと思う。強いて言えば、アジアの需要を中心に、若干上振れ気味とみることができなくもない。少なくとも下振れてはいないという認識で良いと思う。ただし、時間の経過とともに、元々予想していた踊り場的な場面へと段々近付いてきている。見通しが悪い難所に差し掛かりつつあるので、今後どういう展開が我々を待ち受けているか、心を柔軟に試みていきたいと思う。以上である。

白川議長

ご質問はないか。

須田委員

消費者物価が当分今のような水準で動くということであるが、需給ギャップは改善しているという判断をするとすれば、いつ頃からその影響が出始めるのか。

門間調査統計局長

まず、食料・エネルギーを除くベース、図表 41 であるが、これはずっとこれまでマイナス幅が拡大傾向できた訳である。その拡大がそろそろ止まってくること自体、そもそも需給ギャップが改善していることの影響が出始めていると、足許判断している。それが本当に正しい判断かどうかは、まだ答えは出切っていないが、一応そのように判断している。さらにその効果が強まってきて、年央位からマイナス幅が若干縮小していくのではないかというのが現時点での見方であるが、そこはますます答えは出ていないので、虚心坦懐にみていく以外にはないと思う。

西村副総裁

過去の経験で、大体一年であるな。



門間調査統計局長

然り。

西村副総裁

あまり過去に拘ることはないが、大体一年というか、特にサービスに関して言うならば、エネルギーの価格は半年位遅れるし、その他に人々との交渉があるから、やはり一年位遅れるというのは非常に自然である。それに関してはあまり変わっていないと判断して良いのか。

門間調査統計局長

一応そのようにみている。その意味では、4月にサービス価格の改訂があるので、そこでどういう動きになってくるのか、今のところ明らかに下がるという話が聞かれている訳ではないが、実際に実績をみて、そこは場合によっては評価を変えなければはならないことも起こり得るということも頭に入れたうえで、これまでの関係を基本的に機軸に据えながら判断をしている状況である。

須田委員

企業物価の方は少し凸凹があって分かりにくいですが、当面はエネルギー価格の影響が出て、それが少し続くが、その後はなくなる。一方、鉄鋼等その他の価格の影響がそれを相殺するという感じか。

門間調査統計局長

そのところは、まだはっきりとは分からない。しかし、大まかなマクロ的なピクチャーで考えると、基本的には強含みではないかと思っている。であるから、足許、商品市況は2月入り後若干下落したが、それは先程来説明があった国際的な金融環境の変化——ギリシャ問題等々——に端を発するリスク・アペタイトの低下によるものである。恐らくその影響は3か月前比だと、春先3月位の企業物価に出てくるので、そこで一旦上昇が

止まるかなと思っている。その後は、先程申し上げたように、鉄鋼原料、それから原油も、本当に中国の需要が強いということになるともっと上がるかもしれないので、そういうマクロ的なピクチャーから考えると、基本的には上昇方向にみておくべきではないかと考えている。

#### 山口副総裁

門間調査統計局長の直感で良いのだが、このところの企業のマインドは、どうなっているのか。去年の11月の終わり位から12月の初めにかけて、マインドの後退が相当懸念されたが、その後マインドの悪化には一応歯止めが掛かったと思っている。さは然りながら、実際どういう感じなのか、ヒアリングなどの印象を踏まえて教えて頂きたい。また、最近の企業収益との関係で、何か整合的でない動きがあるのかどうか。さらに、設備投資についてはどうみておくべきなのか。この三点について教えて頂きたい。

#### 門間調査統計局長

マインドについては、4月の初めに短観が出るのでそこで確認するということになるが、我々が聞いている感じでは、引き続き緩やかに好転しつつあるとみている。ただし、これも、前回の短観の先行きでもあったように、改善のペースは多少鈍ってきているのではないかという感じも同時にある。ただそれは、あくまでも全体的なピクチャーであるが、業種や企業によって相当差があることも同時に感じている。基本的には、中国向けのビジネスが好調なところ、特に最近は電子部品業界では非常に需要が強いので、そういった分野ではマインドが良くなってきている。現に収益も上振れ気味にきていると思う。典型的には、メモリーやNANDフラッシュを作っている企業などは非常に良くなってきている。その一方で、内需関連の、例えば倉庫業や小売業や不動産などは、業況そのものの改善があまりみられていないというのが、ヒアリングから聞かれる雰囲気である。勿論、この辺は短観でも確認する必要があるが、やはり内需については、先

行きについてあまり期待をしていない、期待ができる状況ではないとみている企業が多いように思う。

さらに申し上げますと、最近、地域経済担当が関東近辺の商工会議所に行って色々な話を聞いているのだが、どうもやはり中小企業は相当厳しいというのが正直な実感である。これも恐らく個社でみると、オンリーワン企業とか良いところはあるのであろうが、頭数で考えると、中小企業は全般的に非常に苦しくて、ある種負け組と勝ち組の選別の過程の中で、数から言ったら、負け組になりつつある企業の方が多いような感じがする。この間、倒産件数などはあまり増えていないが——むしろ減り気味なのであるが——、実態的には廃業というか、仕事がないので廃業していくという企業も随分増えてきているという話もアネクドータルには耳にする。中小企業は、特に内需関連産業や、製造業であってもグローバル競争の中で選別されて負け組に分類されつつある企業については、やはり相当厳しくなっているのではないかという印象をヒアリング等から受ける。

そのうえで、収益との関係はどうかであるが、今日は飛ばしたが、図表17 というのがあって、前月までと少し体裁を変えているが——中段に各年度の収益の見通しの推移が載っているが——、ご覧のように製造業は一貫してほぼ同ペースで上方修正が続いている。一方、非製造業はほぼ横這いということであるので、先程申し上げたグローバル企業の一部は非常に良くなってきているが、内需関連産業はあまりぱっとしないというのが、まさにこういうところにも表れているとみているので、我々が聞いている情報とこういう数字は概ね整合的だと思っている。

それから設備投資についても、先程申し上げたように、機械受注をみても製造業は底に入ったという感じが強まっている一方で、非製造業はまだ少し弱い印象があるということ、それから建設投資についてもまだ相当弱い。それから2010年度の見通しについても、製造業の一部では、例えば先程申し上げたDRAMやNANDフラッシュを作っている会社ではかなり大きな投資をやっていくという話が聞かれるようになった一方で、非製造業関係であまりそういう話がないということで、大体今申し上げた話

はほぼ整合的に理解できるのではないかと考えている。

#### 中村委員

設備投資関連であるが、数日前に、石油精製会社が設備を2割廃棄すると報道されていた。業界全体でかなり余剰を抱える中で、そういった廃棄の動きは、来期以降の数字を見直す過程で、そろそろ出つつあるのか、どのような感じか。

#### 門間調査統計局長

廃棄の動きまであまりつぶさに聞いていないが、報道であるとか様々な情報を踏まえると、素材産業の一部ではやはりそういう動きが始まっているのは事実である。いわゆる加工組立産業で、それが明確になってきているところはあまりない。ただ、特に電機産業などは——自動車も一部そうなのだが——、既に半年、一年位で集約などがかなり行われてきている。事実上の廃棄ではないにしても、実態的に効率を上げるとか、基本的には使われなくなっていくところが出てきているのは事実である。その意味では、自然に、ある種の統合・再編が企業内で進んでいるようなことが起こっているのだと思う。

#### 亀崎委員

先程の山口副総裁の話と関連するが、最近の新聞によると、企業収益について、上場企業の12月決算であるとか、2010年1~3月期決算が、企業業績の底であった前年度と比べて大幅に回復する見通しで、2010年3月期通期も12%経常増益だという。あるいは新興企業でも、経常収益を集計したら、2009年10~12月期は前年同期比8割の増益になったという。中小企業ではないのだが、上場企業を新聞でずっとみていると、かつて減益だとか大幅損だったのが段々上方修正され、そして黒字が結構あちこちに出てきている。また、生産計画も段々上方修正というのがちらほらみえるようになってきていて、それが設備投資にまだ結び付かない——設備投

資はまだ冷えたまま——ということが私は何となく気になっていた。方向としては、暗いところから段々明るいものが出てくるようになってきた。その点が、この企業収益の見通しにも出てきていると思う。それが生産などの計画の修正に繋がってきていればと思うが、その辺の動きはまだ出ていないのか。

#### 門間調査統計局長

2009年度中は駄目である。2010年度について、先程申し上げたように、一部の業種では多少強い話が出始めているのは事実であるが、全体としては、まだ漸く底這いから少し持ち直しの方へいくのかどうかという段階であって、どの段階からはっきりと上向きになるということが言える段階ではない。その背景は、基本的には、おっしゃったように、方向としては生産、収益とも上向いているがレベルがまだ低いということである。レベルが低いところで、さらに先行きについて、まだ需要見通しが確たるところになっていない。恐らく中国を中心に新興国の需要については、段々皆自信を持ち始めているが、それは主に海外に投資をするということになるので、内需や先進国を含めたグローバル需要全体についての持続性にもう少し自信を持たないと、国内で投資をやっていくというようにはなかなかなりにくいのが現状かと思う。

#### 須田委員

実際の姿について伺いたいのだが、製造業と非製造業を比較すると、その売上をみた時、昔は、非製造業はノン・トレーダブルズで、製造業はトレーダブルズという認識でいた。それがどんどん変わりつつあって、今は、非製造業の海外の売上と国内の売上の比率をみると、製造業よりも海外の比率が高いということが起こっている。従って、非製造業の話をする時に、国内の需要がどうのこうのという時代ではないと認識しているのだが、それはそれで良いか。

門間調査統計局長

確かにそういう面はある。商社は勿論そうであるが、それ以外の小売でも製造業でもいわゆる身の回り品——化粧品や日用品や衣料品など——も皆そうであるし、いわゆる運輸であるとかそういうところでも、新興国へ出て行って、そこで商売を拡大するという動きが出てきているので、それはおっしゃるように、単純に製造業だから海外であって、非製造業だから国内という訳ではないという面はあると思う。であるから、アナリストの分類をみると、最近では、単にマニファクチャリングかどうかよりも、むしろグローバル企業かどうかとか、ハイテクかどうかとか、むしろ機能に着目して分析をしているのが増えてきている。その意味では、本当は、製造業も非製造業も設備投資を考える時、海外の投資は基本的に海外の雇用にはプラスになるが、国内の雇用にはプラスにならないので——一部日本から人は行くであろうがそれは限定的であるので——、本来は日本にもっと海外の企業が入ってきて、日本で投資することが同時に増えていく、そういう形で国際分業が起こっていかないと、なかなか日本の雇用や内需は増えていかないということになる。どうしても既存の供給構造からスタートして、海外に行く企業に行くなという方向に物の見方が偏りがちなのだが、もっと来て欲しいという方へ物の見方を切り替えていかないと、国際分業で出て行く方は、当然出て行く方に有利性があると思って出て行く訳であるから、入ってくる方に有利性があるという企業や資本をどのように見つけ出していくか、そういう環境を作っていくかということがむしろポイントかと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境をお願いします。

## 雨宮企画局長

金融環境をご説明する。資料5の参考計表のうち、家計・企業のインフレ予想だが、新しく出たデータは、計表の左下の内閣府の消費動向調査を使った1年後の予想インフレ率である。一番右端、ちょっと跳ねているところが1月の直近調査である。前月、12月までやや大きく下落したことについて、それは昨年末までの消費者物価の下落がラグをもって反映されたものであろうとご説明した訳であるが、1月は横這いになった。図表2に出ている左上のエコノミストの先行き物価予想だが、ご覧頂くとおり、昨年12月以降ほとんど変化なしということになっている。因みに、暫くお伝えしていなかった年度を纏めた数字を申し上げますと、2009年度の平均が-1.6%、2010年度の平均が-0.9%、2011年度の平均が-0.3%になっており、マイナスはマイナスだがマイナス幅は縮むという意味では、展望レポートの見通しと似たような数字になっている。その右下、インプライド・フォワード・レートは、足許1か月の動きだけご覧頂くと、ほぼ横這いで大きな変化はない。右側の政策金利の評価であるが、GDPが出て計算し直しているが、大きな変化はない。図表3、新しくGDPが出ているので、実質GDPのトレンド灰色線の部分が少し変わるが、一つデータが追加されただけなのでほとんど変わらず、基本的には緩和方向への反転が始まったという絵は変わらない。少し変わったのは、図表4、これはテイラー・ルール計算であるので、トレンド成長率だけではなく、需給ギャップそのものも影響を与える。新しいGDPの数字で計算してみると、太線は反転が始まったようにみえているが、これはもっとくっきり反転する。また、反転していない点線——これはコアコアで作ったテイラー・ルールだが——も明確に反転する姿となる。これはまた次回ご説明申し上げますが、マクロ的な金融環境も、全体として緩和方向に風向きが変わり始めているということかと思われる。

それから、その右側、企業の資金調達金利だが、全体としては引き続き低下傾向という判断で良いと思われる。まず、上の貸出金利であるが、真

中あたりの新規約定平均金利の総合（除く交付税特会）をご覧頂くと、12月末のデータで1.444%と、若干の低下である。その下のCP発行レート、社債発行レートも概ね横這い圏内の中で、なおジリジリ下がっていると思われる。社債発行レートをご覧頂くと、足許0.97%と0.89%で、その左側の四半期毎の数字で7~9月と比べるとやや大きく下がっているように見えるが、これは若干計数の取り方の問題があり、全期間の平均で取っているため、昨年10月以降、やや短めの社債が出たことに伴う影響もあり、これほど大きくではないが、基本的には低下傾向と思われる。ただし、この三つを加重平均したもので12月をご覧頂くと、図表6だが、12月は年末の資金繰りのために季節的に貸出が増える月であり、その貸出のウエイトが高まる格好で資金調達コストが上がったように見えるが、基本的な傾向としては先程申し上げたような判断で良いと考えている。

資金調達の総量の動きだが、図表11、こちらは資金需要が後退するもとので、全体としてマイナス幅が拡大している。一番上の数字をご覧頂くと、2010年1月の数字が-1.9%と、その前の-1.4%からマイナス幅を拡大させている。なんと言っても、主因は銀行貸出であり、真中のブロックの塊であるが、銀行計の特殊要因調整後で2010年1月は-1.4%、特にマイナスが大きくなっているのは都銀等で-3.3%と、1年前の貸出著増の反動に加え、足許、設備資金需要、在庫資金需要が弱いことがこの辺りに表れていると思われる。一番下、公募社債、株式による調達であるが、基本的には良好な発行環境が続いている状況は変わらない。社債の発行はそろそろ縮小してくるのではないかと、一巡してくるのではないかとという声が聞かれ始めているが、今のところ2月までそう大きく減少し出したとの声はあまり聞かれておらず、引き続き投資家の積極的な物色が続いている。そのため、目線もAAA格からA格やBBB格に少し移ってきている状況に変わりない。ただし、BBB格クラスの発行が少し増えているのは良い兆しではあるが、この発行が大きく拡大することではなさそうである。その背景としては、第一に、資金需要そのものが強くないこと、第二に、資金需要がある場合でも、金利との関係で、社債発行よりむしろ銀行借入の方が



良いということで、BBB格が大きく増える地合いではないようである。一番下の株式調達額は、1月も2,600億円と多いようにみえるが、実は自動車メーカー1社の第三者割当増資が効いており、それを除けば1月は株式調達は大きくなかった。銀行貸出の感じを少しご覧頂くために、図表13であるが、一番上で借入主体別の動きをご覧頂くと、企業向けの貸出が1年前の大幅な増加の反動を主因にマイナスに転じている。その下、企業向け貸出の内訳で、左側の企業規模別をご覧頂くと、典型的なアップ・アンド・ダウンが大企業で表われており、足許、大企業がマイナスになり始めていること、その右側、資金用途別では運転資金のマイナスが大きいこと、が特徴である。

企業金融関連で、図表17であるが、今月は中小企業関係のDIが出ている。一番右の1月の数字で、ゆっくりではあるが緩やかな改善という傾向は続いており、真中の金融機関の貸出態度で、日本公庫の中小企業の数字が1月は9.4%ポイントと、毎月凸凹しているが、その左側で四半期毎の数字で比べて頂くと、ゆっくりとした改善がみてとれる。一番下の塊で、資金繰りも同様であり、日本公庫および商工中金のデータはそれぞれ緩やかな改善ということで、前月触れた零細、やや取り残され感がある零細は今月は出ていないので、評価としては変える必要はないと思っている。絵のイメージをご覧頂くと、19頁の右下であるが、太実線それから点々のついている線でご覧頂くと、中小企業でもそれなりに資金繰りは改善してきており、過去で言うと大体2002~2003年の前回の景気回復期が始まった頃と同じ位までは戻っている。

このような改善傾向が窺われるという意味では、倒産も同じであり、図表20をご覧頂くと、1月の件数は1,063件で、引き続き前年を大幅に下回っている。負債総額は2兆6,000億円だが、このうち2兆3,000億円がJALの3社であり、2兆3,000億円を除くと2,800億円となり、前年比は-66%と負債総額は大幅に縮小している傾向にも変化はない。倒産の減少傾向は、そのグラフの丁度右側の太実線の倒産件数の季調済みをご覧頂いてもみてとれる。

次に、マネー関係であるが、図表 22、こちらも大きな変化はない。まず一番上のマネタリーベースであるが、銀行券の発行高が引き続きマイナスではあるが、当座預金の伸びが高いことを主因に、4~5%内外の伸びが続いている。真中のマネースtockであるが、これも達観してみれば3%程度の伸びが続いている。1月は+2.9%であった。ただ、若干伸びが縮まっているようにもみえ、この縮まっている主因は預金通貨、準通貨である。例えば、準通貨でみると1月は+2.7%、これは11月が+3.0%位だったので、この辺の預金の伸びが縮まっている。ここの統計には出ていないが、別途、3業態の預金統計でみると、実は、法人預金はまだ+5.4%とかなり高い伸びを続けている。個人預金が大體+2%位だが、これも伸びが少し落ちている程度であり、今のところどちらかが大きく落ちているという感じではない。どちらかという個人において恐らく所得環境の厳しさが預金の取り崩し等に繋がっている可能性はあるかもしれない。

以上が需要要因の説明であるが、供給要因はクリアであり、図表 24 の上半分でバランスシート分解をご覧頂くと、マネーサプライの比較的高めの伸びを維持しているのは、この白抜きの財政要因と海外要因であり、黒い民間資金調達要因はマイナス寄与を少し深めている状況である。

当月はそれぞれの項目で前回の判断とほとんど変化はないので、後程ご説明する基調判断も全く変えていない。むしろ、4~6月に向けて、金融環境をみるうえでの注意事項というか、留意事項を三点ばかり挙げたい。一つ目は、これは昨年10月位からずっと議論していたことであるが、量の動きの減少が恐らく4~6月位にさらに際立ってくるだろうということである。量といった場合には、まず一つ目は貸出があるが、先程申し上げたとおり、今のところのマイナスはやはり昨年の著増の反動という面が強いようにみているが、足許は設備資金需要の弱さ、在庫資金需要の弱さという面も出てきているので、恐らくマイナス幅は4~6月に向けてもう少し大きくなるだろう。また、これはまだ分からないが、社債もさすがに段々一巡感が出てくる、あるいは出てくる可能性はそれなりにあると思う。そうすると、CPは既にかなりマイナスであり、

貸出、C P、社債とそれぞれがマイナス、あるいはプラスを相当縮減することになるうえに、マネーの伸びも若干鈍ってくる可能性があるということである。ただ、これは言うまでもなく、全体として資金需要が減少し、あるいは金融システムの不安の後退に伴い、手許の積み上げニーズが後退したという要因によるもので、その解釈もよく説明していく必要があると思うが、この動きが出るということが一つ目である。

二つ目は、企業の資金繰りの動きであり、これは先程も門間調査統計局長のところでも議論になっていたが、収益環境という意味では、恐らく少しずつ良くなる、大企業は特に良くなるだろうと思う。それに伴い資金繰りも恐らく好転してくるのだろう。これは次の短観で確認することになるが、一方で、大企業と零細企業等との格差がどうなるか、今の動きおよび公共事業の頭打ち傾向がこの後強まることを考えると、このギャップがどうなるかが一つの論点になると思われる。

それと三つ目は、マクロ金融環境であり、これは収益が良くなり、かつC P Iのマイナス幅が縮まっていくと、同じ名目金利水準を維持してもマクロ的な金融環境は恐らく緩和の方向性を強めていくとみられる。それは先程申し上げたような、実質G D P成長率との比較とか、テイラー・ルールとか、あるいは次回の法人季報を用いてもう一度点検したいと思っているが、法人季報で利払いと収益率とを比較してみても、恐らく金融緩和の力は強まっていくという判断になると思われる。ここは、いわば現状維持という言葉の扱いにくさでもあるが、金融政策、金利水準は同じ水準でも、むしろ周りの環境との比較では、緩和力は強まっていくということをどのように説明し、評価していくかが次のポイントかと思っている。この三点である。私からは以上である。

白川議長

質問はあるか。

西村副総裁

少し細かいことで質問がある。図表 13 の右側、資金使途別であるが、凸凹があるのは今回も例のアパートに関連するということで、これは前と同じか。

雨宮企画局長

前と同じである。

西村副総裁

全く同じであるのか。

雨宮企画局長

正確にいうと、今西村副総裁がご指摘されたところは、この 13 頁の真ん中の右側で、2009 年初めから中頃に一回ジャンプがあって、その前にも 2004 年と 2006 年に 2 回ジャンプがある。2004 年、2006 年ともアパマンローンを個人ローンに誤って入れていた先の設備への付け替えでジャンプしている。今回と前 2 回が違う点は、前 2 回は銀行の方から間違っていたという申し出があったが、今回は、こういう基準で書いて頂きたいともう一度確認した結果出てきたので、もうジャンプが起こるようなことはないと思う。

須田委員

貸出は先行き——4～6 月——もっと下がるということであるが、要するに、設備投資は底這っていてもこれから先上がっていく可能性があるし、もし資源価格等が上がればもう一回運転資金も上がるだろう。ただ、他方で、リアルは出ても価格を掛けた名目では、設備投資についてはちょっと弱いだろうと思う。今おっしゃったのは、設備投資と在庫の弱さは、例えば 4 月は前年に比べてももっと弱くなるということか。

## 雨宮企画局長

まず、設備投資と在庫ということ言えば、この後、設備投資が戻ってくれば、それなりに資金需要が戻ってくると定性的には考えられるが、多分、それが目にみえて銀行借入れに結び付いてくるまでには、もう少しラグがあろうと思われる。もう一つは、とにかく企業がこれだけ社債を発行しているということは、手許資金を相当積み上げているということで、先程申し上げたとおり、今3業態の法人の預金の前年比がなんと+5%である。どこかの段階で、いよいよ金融システムの不安もそれなりに後退した、設備も出すということで取り崩すという局面に入る可能性が相当高いとみていた方が良くも思っている。その意味では、設備が戻ったとしても、銀行借入れに結び付くまでにはラグがあるということ、今の手許を取り崩す余地は相当大きいということ、を考えると、もう暫くもう少しマイナスが大きくなる蓋然性が高いのではないかと思っている。因みに、過去半年の銀行貸出の季調値のマイナスの瞬間風速を向こう半年まで伸ばしてみると、もう1%位マイナスが深くなってもおかしくない。

## 野田委員

一昨年暮れから昨年の初めにかけて調達したものが、結局、そのまま実需に出て来ずに留まっている。ただ一方で、銀行に返したいが、銀行との取引関係もあってなかなか返しにくいというのが、手許資金であるな。彼等は、社内的には——恐らく私の過去のヒアリングの経験からいくと——、トップには——CFOも含めて——将来の需要増加に備えているという説明を今必死にやっていると思像している。

## 雨宮企画局長

金融経済月報の資金需要の説明の中で、「運転資金需要、設備資金需要とも後退しているほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金取り崩しの動きもみられている」という表現があるが、これがなかなか「動きもみられている」から進まないというか……。

野田委員

その表現はずっと毎回目に付くが。

雨宮企画局長

初めて書いた時は、どこかで取り崩すと思われたのだが、実はこれが半年位取り崩されていない。法人預金の実際の伸び率だけをみると、12月まではむしろ高まっていたというのが実情である。

野田委員

そういうことであれば、この先暫くは約定平均金利も下がっていくということか。

雨宮企画局長

そういうふうに見ている。

白川議長

貸出について、何がしかの感想と質問を一つ一つ述べると、貸出の伸びが下がってきているのは、基本的には前年の裏と、それからプラスして金融市場が若干良くなっているという、二つを挙げられたと思う。改めて欧米の数字をみると、リーマン・ショックの時に跳ね上がるという現象がない中で、その後下がってきた。一方、日本の場合は行って来いという感じである。それだけに欧米の貸出は、文字どおり減少しているということである。つまり、2年前比を計算すると多分はっきり出てくるのだと思う。そういう感想を持っている。

雨宮企画局長

あるいは、季調済みで描いてみると、もう少しはっきりする。日本はほとんど変わっていない。

## 白川議長

変わっていない。以前も少し議論したことがあるが、日本に限らず欧米も含めて、銀行貸出は弱く、資本市場は活況を呈していることをどう解釈するかということを引き続き感じている。勿論、大企業か中小企業かという資金の借り手から説明することになるが、一方で最後に資金を出す人、つまり銀行貸出は勿論銀行であり、社債等の場合には——勿論銀行も買っているが——銀行以外の主体であって、それらのリスクをテイクする能力が、これだけ大きなショックが加わったにもかかわらず、際立って違うという説明がないと、なかなか総合的に説明ができないような気もする。本当にそういう理解で良いのか。あるいは、その背後に銀行に関する規制の強化が影響しているのだろうか。これには、自分自身も答えがなくて、たまたま先日ある会議でそういう議論をした時に、自分自身もそういう問題提起をしながら、よく答えが分からなかったもので、敢えて聞いてみたい。

## 雨宮企画局長

以前もご説明したが、社債市場に限って申し上げると、社債の買い手の構造が日本とアメリカでは物凄く違っていて、アメリカは社債の買い手の相当の部分は銀行ではなくて、ファンド系である。今でもジャンク・ボンドのマーケットは非常に活発で、その意味では、あれだけの大きさのショックがあり、金融部門が疲弊しても、ある種リスク・マネーが残っているのだと思う。従って、よく白川議長がおっしゃるように文化論になってはいけないのだが、アメリカの場合、引き続きそれなりにリスク・マネーが残っていて、むしろこういう状況では、そこでリスクをテイクして儲けようという動きが必ず出てくる。その意味で、今なおアメリカではジャンク・ボンド市場が活況であるというのは、そのリスク・マネーが残っているということの現れだと思う。それに対して、日本で社債市場が活況なのは、リスク・マネーが残っていたというよりは、今まで満たされていなかったニーズ、例えば発行サイドとして長短の是正をここでしておこうという

ニーズと、運用サイドでもあまりに金利が低くて、いわばサーチ・フォア・イールドでこれしか買えないという要因がマッチした結果、たまたま増えたということで、何かこう日本の社債市場の活況とアメリカの活況とは大分性格が違うような気がする。

白川議長

日本とアメリカでは多少違うとは思うのだが、ただそれが欧州大陸もイギリスも、先進国は世界中でそうである。日本では、今おっしゃったような綾も——現象としては同じであっても——多少あるとは思いますが、しかし何か気にはなる。

野田委員

リーマン・ショック前後の社債市場と今の社債市場——日本の場合であるが——をみると、確かに色々な問題はあったが、本当に同じ市場なのかという位の差がある。それなら何が変わったのかというと、本当はあまり何も変わっていないのではないかという気がするが。

雨宮企画局長

日本の社債市場は、歴史的にショックがあると必ず育つものである。それは何かというと、要するに、元々リスク評価に沿ったプライシングがあまりできていなかったものが——前回もそうであるが——、ショックがあるとそこである種のレート形成がされるようになる。そうすると、この位のレートだったら買っても良いというニーズが出てくる。今回も日本の社債市場はあのショックの前と後で変わったとおっしゃるのは、幾つか色々な意味があると思うが、そういう面は私はあるように思う。

野田委員

前のラウンドでお聞きした方が良かったのだが、銀行貸出について言えば、FRBとECBでは、銀行貸出の減少について、現象的に減少してい



るという認識は同じなのだろうが、どうも物の言い振りが少し違うような…。

白川議長

違うな。

野田委員

これは何なのか。今、特に注目しているのは、FRBは今回の声明では銀行貸出の減少をはっきりコメント・アウトしているが、ECBは前からこれは需要の減少だ、要するに調達サイドの問題だと言っている。その辺はどういうふうに理解すれば良いのか。

白川議長

という気はする。

野田委員

後者の方にであるな。

中曾理事

よく分からないが、先程の白川議長のご質問にお答えすると、リーマンのショックの後で直撃を受けたのは、欧州の銀行セクター、それからCMBSという点で言うとアメリカの地銀セクターである。であるから、その供給力は大きなショックを受けている。もう少し時間をかけてみなければいけないと思っているが——日本は別なのだが——、投資家のリスクテイク姿勢がどの位のタイムラグを受けて現われてくるかである。最近の極々限界的な変化は、先程金融市場局長も言っていたが、欧米の社債——AA格みたいな良い格付けの社債——の спреッドも、限界的ではあるが上がり始めている。これは日本と正反対の動きをしている。海外では、C

DSのプレミアムの上昇と、もっとスティッキーではあるが、社債のスプレッドが同時に拡大を始めているので、これは何を意味するののかもみていれないといけないと思っている。

#### 亀崎委員

今まで日本では、銀行貸出はこれまでに増えた分が減っただけであったが、直近は下がってきている。今後しばらくは貸出が減少し、社債もあまり発行が盛んにならない中で、マクロ的には金融環境は緩和である。一方で、零細は苦しい苦しいという状況である。そうした中で、なぜ資金が全体としてそんなに必要でなくなっているのかを、しっかり正確に理解してもらうことが益々必要であるな。そうでなくても金が足りない足りない、もっと出すようにと、こういった一部の過激な意見があるので、正確に状況を知ってもらう必要がある。

#### 野田委員

ある種ここも二分化というか、二極化ということが起こっているな。

#### 白川議長

先程も申し上げた世界的な二分化について、気になっているのは、経済の実態を反映したものなのか、もしかすると、当局者がある程度作り出したもの——銀行規制の強化あるいは銀行規制に関する不確実性というもの——なのかということである。最終投資家は銀行と全くイコールではないが、経済全体がこれだけやられた時に、銀行以外の投資家は元気だが、銀行だけ元気ではないということもやはり考えにくいという気がしている。あれだけの差をどうやって説明するのかということである。

#### 須田委員

その場合は、先程も一つの説明として大企業と中小企業の話があって、そもそも借入れは誰がやっていたのかという部分もある。

白川議長

それはまずある。他にご質問はあるか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

次は、金融経済月報の概要である。

関根調査統計局参事役

それでは、実体経済と物価であるが、実体経済は、総括判断は現状も先行きも変更ない。各論であるが、まず、最初の現状の二つ目のパラグラフの公共投資である。下線はなく、「公共投資は頭打ちとなりつつある」となっているが、これは先程の説明にもあったとおり、QEベースで公共投資が2期連続マイナスということもあるし、請負金額等も減っているのです。ここの部分は「公共投資は頭打ちとなっている」に変更させて頂きたいと考えている。続いて、先行きであるが、個人消費の先行きについて、先月までは「持ち直しの動きが続く可能性が高い」となっていたのが、「横ばい圏内で推移するとみられる」に変更している。これは、先程の門間調査統計局長からの説明にあったとおりである。物価の現状であるが、CGPIについては実績に合わせて、「足もとは強含んでいる」、そして、CPIのところは「石油製品価格の動きなどを反映し」にしている。これは、先月は「石油製品価格変動の影響が薄れてきたことなどから」となっていたが、12月から石油製品価格が前年比押し上げに寄与してきているので、前月から表現を変更したところである。物価の先行きであるが、CGPIについては、「最近の国際商品市況反落の影響が、徐々に反映されてくるとみられる」にしている。ただし、ここの部分も先程の説明にあったとおり、1月の中旬から国際商品市況が下がり出したということで、こういった表現になっていたが、2月に入ってから足許にかけて少し市況が持ち直してきていて、「反落」とわざわざ言うほどのものでもないということも

ある。この部分については、「反落」という表現を落として、「国内企業物価は、当面、強含みないし横ばいで推移するとみられる」とシンプルに書かせて頂きたいと考えている。

野田委員

もう一度お願いしたい。

関根調査統計局参事役

「国内企業物価は、当面、強含みないし横ばいで推移するとみられる」である。そして最後にCPIであるが、先月までは石油製品価格について色々書いていたが、そちらの影響もなくなったので、「当面は現状程度の下落幅で推移したあと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、下落幅が縮小していくと予想される」にしている。私からは以上である。

加藤企画局参事役

続いて、金融面である。金融の最初のパラグラフはマーケットの動向である。円の対ドル相場は前回会合時が90円10～20銭、それから長期金利——これは10年債で大体みているが——は1.31～1.33%であった。株価については、日経平均でみると1万300円程度と、いずれも本日のマーケットをみる限り同じ水準なので、「前月と概ね同じ水準となっている」と記述しており、明日も同じであればこのままいかせて頂きたい。金融環境については、先程、雨宮企画局長からご説明したように大きな変更がないので、こちらの文章も一箇所を除き全く変えていない。一箇所についても、銀行貸出が先月に続いて2か月連続でマイナスになっているということから、「減少している」という表現にテクニカルに修正しているだけである。私からは以上である。

白川議長

質問はあるか。

野田委員

原案から変更されるのは、先程の公共投資とC G P Iの先行きということだな。

関根調査統計局参事役

然り。

須田委員

「公共投資が頭打ちとなっている」というのは、先程の説明では、Q Eが2期連続マイナスで、請負も減少しているから、公共投資はそのうち下がっていくと言う……。

関根調査統計局参事役

然り。先行きについては、ご覧頂いているように「公共投資については次第に減少していくとみられる」という表現が妥当になっていくのではないかと考えている。

須田委員

今、減少していくとしないのは、何か理由があつてのことか。

関根調査統計局参事役

確かにマイナスなのだが、まだ然程大きなマイナスでもないということであつて、大体この位であれば、一応「頭打ち」位で良いのではないかということである。

白川議長

他に質問はあるか。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、この場の皆さまにおかれては、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、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に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、最後に1月25、26日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは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。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。

### 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。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。本日のご発言の順番であるが、亀崎委員、山口副総裁、須田委員、野田委員、西村副総裁、中村委員の順番である。それでは亀崎委員、願います。

亀崎委員

世界経済は緩やかな回復が続いており、今後もなお不確実性は高いもの

の、回復傾向は続くともみている。こうした情勢判断は、先月の決定会合時点から大きく変わっていない。しかし、グローバル金融市場では、ギリシャの財政赤字の問題などから、投資家はリスクに敏感となっており、株価や為替相場などは大きく動いている。このように、金融市場はまだ不安定な状況にあるため、その実体経済に与える負の影響を考慮し、先行きの景気はなお慎重にみていくべきだと考えている。

国、地域別にみると、米国は、昨年10～12月期の実質GDPや、1月のISM製造業指数など景気指標が大きく改善、また昨日公表の住宅着工件数、鉱工業生産指数、設備稼働率指数等もそれぞれ改善しており、緩やかな回復局面に入ったものと思われる。個人消費は、廃車補助金制度の終了後も緩やかな増加が続いており、設備投資も下げ止まりつつあることは評価できる。しかし、成長の牽引役が、削減ペースが鈍化しつつある在庫と、いずれ期限が来る住宅対策を含む政府の各種施策の効果、そしてドル安による輸出の増加という状況では、景気回復の自律性はなお乏しいとみざるを得ない。従って、先行きも回復傾向は続くものと思われるが、いずれ回復ペースは鈍化する可能性が高いと思う。特に、雇用情勢を示すデータは、足許、強弱入り混じってきつつあるものの、これは悪化に歯止めが掛かってきている状況に過ぎず、明確な改善に至るまでには相応の時間を要するものとみている。また、金融機関のバランスシート調整も、不動産価格の動きが弱い中、思うように進んでいない。こうした状況下、米国景気の先行きについては、まだ慎重にみていく必要があると思っている。

ユーロエリアは、内需は引き続き弱々しいものの輸出の増加を主因に、実質GDPが2四半期連続で前期比プラスとなるなど持ち直している。今後も、世界景気回復に合わせ、緩やかな回復に向けた動きが続くと思う。しかし、協定により財政赤字を抑制しなければならない域内各国では、各種景気刺激策の延長は望みがたく、オランダなど財政状況が比較的良い国でも緊縮予算が組まれている状況では、内需は引き続き弱いものにとどまらざるを得ないと思う。さらにはギリシャの財政赤字に端を発する金融市場の動揺は、スペインやポルトガルなど同様の問題を抱えるP I I G S諸

国へと広がっており、今後、財政支出の削減や、それに伴う所得と消費の減少、景気悪化懸念に伴う投資意欲の減退に繋がる可能性があるなど、景気全般への大きな重石となっている。市場では、ギリシャに関し、4、5月に大量償還を迎える国債の借り換えが円滑に行われるか、財政健全化計画が予定通り実行されるか、EU支援の具体策がどうなるか、といった点が注目されているが、その帰趨次第では、ユーロの信認、そしてグローバル金融市場へのインパクトが大きくなりかねないため、細心の注意が必要な状況だと思う。

中国は、内需を中心とした高成長が続いている。人民銀行が預金準備率を2か月連続で引き上げるなど、当局の過熱抑制スタンスが明確化していることから、今後は内需の伸びが多少鈍化するものと思うが、世界景気の回復から輸出が伸びるため、高成長自体は続くものと思う。一方で、人民銀行が、2月11日に公表した金融政策執行報告において、全体的に物価安定に関する潜在的なリスクが若干高まっていると指摘したうえで、インフレ期待を適切に管理すること、そして人民元為替レートの形成メカニズムを整備することなどを今後の政策の重点課題と表明したが、そのための施策の具体的な内容と、経済に与える影響について、今後注目していく必要があると思う。NIEs、ASEANについては、輸出と内需が揃って回復している。今後も、こうした傾向が持続するものと考えている。

日本の景気であるが、緩やかな持ち直しが続いている。10～12月期の実質GDPは前期比年率+4.6%と大方の予想を上回る強さであった。足許の指標も、アジア向けを中心とした輸出の増加や、耐久財を中心とした個人消費の持ち直しが続き、また先月懸念された機械受注が持ち直して設備投資の下げ止まり感が窺えることなど、外需、内需揃って想定より強い動きとなっている。分配面からみても、雇用者所得は想定どおりに厳しい一方で、企業収益は、好調な海外需要や国内の節約志向をうまく取り込んだ企業による今年度見通しの上方修正が相次いでおり、これまでの景気は全体として想定をやや上回って推移していると思う。とは言え、今後は公共投資が減少し、雇用・所得環境が厳しい中、個人消費もエコ消費支援策



の効果の低下などにより横這いとなるとみられることから、景気は一時的に鈍化する可能性が高いように思われる。その後、来年度後半以降は、世界経済の回復による輸出の加速と関連需要の増加、加えて政府の所得分配策の消費喚起効果もあって、景気は次第に再加速し、国内民間最終需要は自律的な回復軌道に乗ると考えている。ただ、世界景気の回復には不確実性があり、内需についても、先行き不安が強い中での消費性向の低下や、為替円高などを理由とした国内投資の一段の圧縮も考えられるため、こうした見通しの実現に向けたハードルは決して低くないと思っている。

次に、物価情勢である。国際商品市況は、このところ上下動を繰り返しているが、基調としては、新興国の経済成長を背景に国際商品への需要は強く、価格上昇傾向自体は変わっていないとみられるため、基本的には国内物価の押し上げ要因とみておくべきだと思う。C P I（除く生鮮食品）の前年比は、12月には石油製品価格が上昇寄与に転じたことなどから、-1.3%までマイナス幅が縮小した。しかし、食料・エネルギーを除くベースでは、-1.2%と過去最低を更新している。また、C P Iを構成する全524品目の前年比をみると、12月の下落品目数は335まで増加して上昇品目数139との差は196、全品目数に対する比率は37.4%と価格下落の裾野は大きく拡大している。これは現行の2005年基準では最大であり、既往ボトムの2001年ないし2002年並みのレベルである。今後は、石油製品価格のプラス寄与度は高まるものと思うが、電気・ガス料金などのマイナス寄与度も高まる可能性が高く、目先はC P I（除く生鮮食品）のマイナス幅縮小のペースは落ちると思う。むしろ、一昨年まで大きく上昇した食料品価格の一層の下落が始まれば、マイナス幅が幾分拡大する可能性も考えておく必要があるように思う。いずれにせよ、物価のマイナス基調は当面続くものとみている。

最後に、国内の金融環境についてであるが、期末を控えた現在も改善の動きが続いている。すなわち、本行の施策によって市場への資金供給は潤沢である一方、企業の資金需要は弱いため、市場の資金は余剰状態にある。こうした中、企業の資金調達コストは低く、C P・社債の発行環境も良好

で、金融機関の貸出態度や企業の資金繰りは改善している。中小・零細企業についても、依然厳しさは残っているが、景気が持ち直す中で、セーフティネット貸付や緊急保証制度、金融円滑化対策の効果等により、一段の状況悪化は避けられている。ただ、こうした企業の金融環境は、前回の景気回復局面でも然程改善しなかつただけに、今回の持ち直し局面での推移についても注意していく必要があると思う。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

前回会合以降明らかになった経済指標などをみる限りでは、金融経済情勢を巡って今回特に論点になるようなことはないのではないかとこの印象を持っている。そのうえで、まず、我が国経済の現状と先行きについて極く簡単に述べさせて頂きたい。景気の現状であるが、輸出や生産は、海外経済の改善を背景に、高めの伸びを続けている。個人消費は、耐久消費財を中心に持ち直している。設備投資は、下げ止まりつつあるという状況からなかなか脱け出せていない状況だろうと思う。先日公表された昨年10～12月のGDPは、今述べたような動きとまさに平仄の取れたものであったと評価している。景気の総括判断としては、「国内民間需要の自律的な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」ということで良いと思っている。先行きについても、景気は持ち直しを続けるとみている。自動車業界最大手のリコール問題も、この先の対応が順調に進めば、我が国経済全般への影響はそれほど大きくないとみておいて良いのではないかとこの印象を持っている。ただし、本年夏頃にかけては在庫の復元や各種対策の効果が減衰することもあって、成長率が鈍化し、踊り場的な様相を呈する可能性も小さくないと思っている。先行きに関する評価としては、「持ち直しを続けるが、当面そのペースは緩やかなものにとどまる」ということで良いのではないかとこの印象を持っている。

物価面であるが、消費者物価の前年比については、下落幅が縮小している。先行きについても、マクロ的な需給バランスの改善を背景に、下落幅は徐々にではあるが縮小していくとみている。やや気になる点を挙げれば、我々の想定対比極く若干ではあるが、下振れ気味に推移していることである。財を中心とする需給バランスの軟化あるいは民間経済主体の物価観の下振れといったことが関係していないのかどうか、こうした点を注意深くみていく必要があるかもしれないと思っている。

次に、海外経済の動向である。先進国の景気は緩やかな持ち直しが続いている。こうした動きは、我が国同様、在庫復元や政策の効果によるものであり、自律的な回復は依然として弱い。先行きの回復テンポについても、バランスシート調整圧力がかかり続ける中で、緩やかなものにとどまるとみられる。新興国、資源国の景気については、中国を中心に強めの展開が継続中である。大勢観察としては、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが作動し始めたと言って良いように思う。先行きについても、一部で資産バブル発生の懸念はあるが、全体としては好調さが維持されると見込まれる。この間、国際金融資本市場の動向であるが、総じて安定した状態にあると言って良いと思っている。ただし、新興国、資源国における金融引締め動き、金融規制に関するオバマ政権の提案、欧州周辺国での財政問題が取り沙汰される中で、株式市場を中心にかなり神経質な地合いが続いている。これらの問題は、財政当局、金融規制当局、中央銀行といった政策当局の政策遂行能力にかかわる問題である。現局面が、大規模な信用バブルの崩壊といった危機的な状況からの立ち上がりの過程であり、しかも政策効果がグローバルに波及する度合いを増しており、効果の大きさと広がりなどが事前にはなかなか読みにくくなっているもとの、政策当局が適切に政策を遂行していくことができるのかどうかといった点に関する市場の懸念の現れであるようにもみられる。いずれにしても、国際商品市況が軟調に推移していることと併せ考えて、世界的に投資家のリスク選好がやや低下している可能性が高いように思う。こうした動きに関しては、今後とも注意深くみていく必要があると思っている。私からは以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

最初に、月報の概要についてであるが、執行部案で特に違和感はない。前回会合以降公表された指標をみると、我々のメイン・シナリオに概ね沿った展開となっており、新興国のバブル懸念や国際金融資本市場の脆弱性など、引き続き不確実性が高い点も前回会合から変わっていない。また、厳しい所得環境のもとで各種対策効果も頭打ちとなりつつあることから、消費の先行きについて横這いとした点についても、特に異論はない。

それでは海外経済からみていきたいと思う。まず米国だが、2009年10～12月期の実質GDPが前期比年率+5.7%と堅調な伸びとなるなど、持ち直しの動きが続いている。雇用については、非農業部門就業者数や失業率の推移、コンファレンスボードの雇用トレンド指数の上昇、マインド指標の雇用関連指数の改善などから、雇用者数のプラス転化、失業率の頭打ちなど、雇用環境は今後改善に向かう可能性が高くなったとみている。こうした中、自動車販売や、自動車を除く小売売上高は、緩やかではあるが増加を続けている。また、企業収益は想定以上の増益であり、企業向け貸出態度が大企業向けを中心に徐々に緩和するもとで、設備投資も回復傾向を辿っている。もっとも、失業期間が再びピークを更新するなど、引き続きジョブレス・リカバリーの状況であることに変わりはない。ネガティブ・エクイティの比率が高止まりしていることや消費者信用残高の減少が続くなど、引き続き金融機関や家計のバランスシート調整が消費回復の足取りを重くしている。今後貯蓄率がどこまで上昇するのか、消費の動向だけでなく不均衡の調整という観点からも注視していきたいと思っている。住宅市場においても、在庫水準の高さ、差し押さえ件数の増加や商業用不動産市況の悪化など、不動産市場は依然として予断を許さない状況にあるとみている。商業用不動産市場の悪化については、ここでもウォーク・ア

ウェイが起こっているとの指摘もみられる中で、それが地銀、そして貸出先である中小企業へ与える影響が気になる。しかしながら、1月27日のFOMCの声明文では、「持ち直し」が「力強さを増している」へ変更されたほか、財政・金融刺激策が緩やかな回復に貢献しているといった趣旨の記述が削除されるなど、幾つか前向きな修正が行われ、市場は、米国経済の政策頼みの回復から自律的な回復への移行をそろそろ展望しつつあるように窺われる。今後は、このような前向きな見方が増えつつあることも念頭に置き、また、豪雪による一時的な影響も想定しつつ、各種指標をチェックしていきたいと考えている。また、物価については、リーマン・ショック後、住居・光熱が緩やかな低下基調へと大きく姿を変えており、その動向もみておく必要がある。なお、FOMCは3月でMBSの買い取りを終了させるとみているが、終了へ向けて、MBS市場の動きも注視していきたいと思う。中央銀行の資産買入の効果については、ストックかフローかといった議論が行われているが、それはストックに比べてフローの大きさがどの程度か、また市場の流動性がどの程度か、言い換えれば、市場の需給均衡がどの程度のインターバルで行われていると考えるかに依存してくる。ストック対比フローが大きいほど、また市場流動性が低いほど、フローの買入停止は市場に影響を与えると思われるので、そういった点も含めて市場をみていきたいと思う。

ユーロエリアについても、緩やかながら持ち直しつつあるという姿に変わりはない。ただし、第4四半期の成長率をみる限り、回復のペースが想定に比べやや鈍い印象がある。ギリシャ問題を契機に財政規律への意識が高まり、欧州各国国債の対ドイツ国債スプレッドが拡大しているもとで、ソブリン・リスクの金融セクターへの波及、弱い内需への影響が気になるところであり、注意深くみていきたいと思っている。一方、アジアは引き続き内需中心の力強い成長が続いている。とりわけ中国については、マネーや貸出の高い伸びが続くもとで、市場では特に不動産バブルを懸念する声が増えている。消費者物価の上昇幅も拡大傾向にあり、中国当局は引き締め方向に動き出しているが、地方政府のコントロールの難しさもあつ

て、ビハインド・ザ・カーブに陥るリスクが気になっている。

次に、国内経済である。10～12月期の実質GDPは、前期比年率+4.6%と予想を上回る高い伸びとなった。内訳をみると、特にサプライズはなかった。このほか、前回会合以降に公表された主な経済指標をみてみると、まず、実質輸出は年明け以降も堅調に推移している。生産も、中国をはじめとする新興国向けの需要増加等を背景に、想定対比やや上振れて推移している。自動車会社のリコール問題は今のところ受注残があるので、想定を変更するほどのインパクトはなさそうだが、問題が長引いたり広がったりしないか注意しておく必要はありそうである。また、設備投資関連では、12月の機械受注（船舶・電力を除く民需）が市場予想を大幅に上回る伸びとなった。資本財出荷が増加基調を続けていることや、1月の工作機械受注の増加、機械受注が第1四半期も前期比2%の増加が見込まれていることなどを踏まえると、設備投資は下げ止まったと判断できそうである。ただ、非製造業には政府方針が不透明で様子見姿勢がみられていること、また投資は海外でということもあって、非製造業の国内での投資スタンスは予想以上に弱い可能性があると思っている。

一方、個人消費のベースとなる雇用・所得環境をみると、足許厳しさが増しており、雇用者所得は大きく減少している。そうした中であって、12月の実質家計消費は前月比+1.0%と、思いのほか堅調な結果となった。しかし、景気ウォッチャー調査の個別回答からは、各種対策効果と値下げによって支えられている姿が窺われ、消費の地合いそのものが強い訳ではなさそうである。足許では耐久消費財の販売に頭打ち傾向が窺われているし、グローバル競争のもとで企業の賃金抑制姿勢は今後も続く予想されるので、年後半にかけて想定している企業から家計への好循環についても、期待どおり働かないリスクを意識しておく必要がある。またヒアリング情報、倒産、資金繰り、公共投資の減少などから、中小企業、とりわけ零細企業の厳しさが増しているように感じられ、気になっている。ただ、個人企業経済調査の動向編では、個人企業の業況判断DIはずっと大幅悪い超であること、平成17年度に入ってから趨勢的により悪化していることが

示されており、このことから分かるように、大企業と中小企業の二極化の問題は、構造変化を促すことが解決策である部分もかなりあるということ、しっかりと見定めていく必要があると思っている。

この間、12月のCPIコアをみると、前年比-1.3%と4か月連続でマイナス幅を縮小させており、概ね想定どおりの動きと言える。もっとも、先行きを考えるうえでは、食料・エネルギーを除くベースの前年比がマイナス幅を僅かながら拡大させている点が気になっている。先般のデフレ宣言やデフレ報道の活発化によってインフレ予想が下振れている可能性があることや、需給ギャップの改善の効果が必ずしも想定していたようには出てこない可能性があることから、CPIコアコアの下落幅拡大の動きが一時的な振れなのかどうか、予断を持たずにみていきたいと思う。

最後に、改めてリスク要因について整理しておきたいと思う。まず、今申し上げたインフレ予想の下振れリスクの高まりに加え、新興国や資源国における過熱やバブルの発生と、それに伴う国際商品市況の上振れリスクには、引き続き留意が必要である。また、何らかのショックをきっかけにグローバルな金融資本市場や金融システムが再び動揺するリスクにも警戒が怠れない。ドバイ債のCDSスプレッドが再び拡大しているほか、最近ではギリシャ問題がソブリン・リスクとなって、ポルトガルやスペインといった他国へも飛び火する様相を呈している。その煽りで海外の社債市場では起債のキャンセルや減額が目立ち、高格付け社債のスプレッドが拡大するなど、しばらくは起債・流通市場とも神経質な展開となるとみられている。市場では、財政規律に対する疑念を惹起するようなニュースに敏感に反応する傾向を強めており、我が国にとっても決して対岸の火事ではない。また、以上のような国際金融市場の脆弱性は、拡張的なマクロ経済を長引かせ、過剰な投資行動や行き過ぎたポジションの造成に繋がるリスクも高めるので、こうした点からも留意が必要だと思っている。私からは以上である。

白川議長

野田委員をお願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すれば、先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、総じてみれば我が国経済が持ち直していることを裏付けるものであり、1月の中間評価時点での見通しに概ね沿っているものと評価している。今後の最も重要なポイントは、内外経済の持ち直し、回復の足許の動きが国内民需の自律的な回復に繋がるのかどうかである。IMFが1月の世界経済見通しの中で示した「自律的な、つまり、政策に誘導されたものではない、民需が根付いていることを示す指標は、少なくとも先進国ではほとんど見当たらない」というこの見方について、現時点まで然したる進展はみられていない。

まず、国際金融資本市場からみると、一つに、ギリシャをはじめとする欧州周辺国における財政バランス悪化によるソブリン・リスクの高まり、二つ目に、金融規制が銀行の収益力を圧迫し、ひいては実体経済にも負の影響を及ぼすのではないかとの警戒感のくすぶり、三つ目に、中国をはじめとする新興国における金融緩和の修正の動き、これを背景に、前回会合直前に強まった投資家のリスク回避の姿勢が根強く残っている。グローバルな株価や商品市況が揃って下落し、クレジット市場ではCDSプレミアムが、債券市場ではスプレッドが拡大した。足許では安定化の方向に少し向かっているようではあるが、神経質な地合いは変わっていない。ここで挙げた三つの背景は、リーマン・ショック後の金融と経済の劇的な収縮とそれに対応した異例の政策の延長線上にあるものであるが、こうしたマクロ経済政策、金融規制の議論、あるいはその背景となる政治情勢の変化が、世界経済のレベルが全体としてなお低い中であって、金融資本市場や金融システムの潜在的な脆弱性を顕在化させかねないと考えており、注意を怠れない。

こうした中、実体経済自体は、新興国経済と先進国経済の成長格差を鮮



明にしつつも、全体として緩やかな回復を続けている。米国経済についてみると、10～12月期のGDPは、個人消費や輸出が緩やかに増加し、これらが在庫投資を大きく押し上げ、前期比年率+5.7%と伸び率を大幅に拡大した。在庫投資を除いた最終需要ベースでも、伸び率は拡大しており、はっきりした改善が確認できたところである。1月に入っても小売売上高や生産は着実に回復している。もっとも、1月の雇用統計で非農業部門雇用者数が減少を続けるなど、一本調子で回復に向かっているような勢いはないことも示されている。またFRBによる1月の銀行貸出調査では、大・中企業向けの貸出基準が漸く僅かながらも厳格化から緩和化に転じるなど、実体経済の緩やかな回復傾向と整合的な動きがみられたが、商業用不動産向けやモーゲージ貸出については、引き続き厳格化超が続いており、銀行貸出は事実、減少を続けている。1月27日のFOMC声明文では銀行貸出の縮小に言及し、2月5日にはFRBを含む金融規制当局は、中小企業向け貸出の削減を牽制する声明を公表した。その他のデータを含めても、今後の米国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のこれまでの見方を変えるものはなかった。

次に、ユーロエリアであるが、10～12月期のGDPは、前期比年率+0.4%にとどまった。域外輸出の回復と各国の景気刺激策に支えられ持ち直しているとはいいながら、個人消費に力強さがなく、回復のモメンタムは弱いことを裏付けた。膝元のソブリン・リスクの問題が、相対的に回復力の弱い欧州全域の金融市場や実体経済にどのような影響を及ぼしていくのか、十分注視していく必要がある。

アジアの新興国は総じて内需の回復を伴いながら高い成長を続けている。中国経済は、景気牽引の担い手を増やししながら、高めの成長を続けている。こうした中で、CPIの前年比上昇が続き、不動産価格は一段と上昇するなど、アップサイド・リスクがさらに高まっている。中国人民銀行は、11日の金融政策執行報告で「徐々に危機対応から正常な状態に戻す」と表明し、続く12日には預金準備率を1月に次いで引き上げた。インドは、鉱工業生産は10～12月期も年率で10%を超える増加となり、内需中

心の力強い経済の拡大を示唆する一方、卸売物価は1月、前年比8.6%の上昇を示した。こうした中で、インド準備銀行も、1月29日に預金準備率を引き上げた。今や世界経済のリード役であるアジア新興国、そのまたリード役である中国、インド両国の政策の修正は、足許はグローバル市場にネガティブに捉えられているようであるが、これが成長の持続性確保に向けた秩序的な政策変更へのポジティブな第一歩であるということを期待したい。

次に、我が国経済について述べる。企業部門であるが、10～12月期のGDP1次速報においては、設備投資は7期振りにプラスに転じた。10～12月期の資本財総供給や建築着工床面積が前期比プラスとなったほか、11月に二桁の前月比マイナスとなり心配していた機械受注は、12月はポジティブ・サプライズとも言える伸びを示し、四半期で僅かながらプラスとなった。非製造業の機械投資や建設投資が弱いのが引き続き気がかりであるが、設備投資は下げ止まりつつあることははっきりした。もっとも、先行きについては、設備過剰感の強さ、先行きの経営環境の不透明さ、収益水準の低さ、海外需要の構造変化、などの抑制要因も多く、企業は設備投資への慎重なスタンスを緩めないとみられることから、持ち直しに向けた動きへと一気に進むことは考えにくく、暫くは横這い圏内の動きとなる可能性が高いとみている。

家計部門であるが、10～12月期の実質GDPのうち、民間最終消費支出は、エコ関連の販売好調がそれ以外の財・サービスの弱さをカバーして余りある形となり、3期連続で前期比プラスとなった。もっとも、家電販売額は11月、12月連続で前月比マイナスとなり、乗用車登録台数も1月にマイナスとなり、政策効果が一息ついてきた感がしなくもない。10～12月期のGDP速報における実質雇用者報酬は前年比-1.5%、季節調整済の前期比でも-0.4%となった。雇用環境の悪化には歯止めが掛かる兆しが窺われるが、企業の人件費抑制スタンスは続くともみられ、雇用者所得のはっきりした回復は見込み難いことから、個人消費の先行きは当面、回復感に乏しい展開となるものとみている。

住宅投資は、GDPベースでは10～12月期は引き続きマイナスとなったが、着工ベースでは7～9月期の歴史的低レベルを底として這い上がってきており、先行きについても持ち直しの動きが続くとみられるが、本格的な回復には時間を要するとみられる。

最後に、物価である。12月のコアCPIは前年比-1.3%と、今年の石油製品価格高騰の反動の収まりから前年比の下落幅は4か月連続で縮小した。一方、食料・エネルギーを除くベースでは前年比の下落幅の拡大に歯止めが掛かっていないほか、下落品目数は一段と増加しており、価格引き下げの動きが続いていると思われる。需給ギャップは、実体経済の持ち直しにつれて昨年第2四半期以降着実に改善しているものの、依然として歴史的にみても大きいギャップが残っていると考えられ、足許まで物価下落圧力の緩和に繋がった形跡はみられていない。中長期的なインフレ予想を含め、物価関連指標に対する丹念な点検を続けたい。金融環境については次のパートで述べたいと思う。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁お願いします。

西村副総裁

金融経済情勢について、メイン・シナリオとしては、1月の展望レポートの中間評価にほぼ沿って推移しており、現状、先行きともに月報概要の表現に違和感はない。敢えて言えば、足許2009年度はGDPに代表される経済活動はやや上振れ、消費者物価は心持ち――0.1%ポイント位であるが――下振れているという程度である。

国際金融市場は、前回会合以降、第一に、中国が金融を過度に引き締め、それが世界経済の成長にネガティブな影響を及ぼすリスク、第二に、米国の新しい厳しい金融機関規制が実現するとリスクを取る資金の流れを阻害するリスク、第三に、ギリシャのソブリン・リスクがユーロ域内他国、そして域外国にも伝播するリスク、等が強く意識されるようになった。

そのため投資家のリスク許容度が結果として低下し、ハイ・リスク市場から資金が流出し、質への逃避とみられる動きがみられ、振れやすい状況が続いている。ここの特徴は、こうしたリスク削減の動きが速く、かつ反応の幅が大きいということである。まだ顕在化していない、あるいはまだ小さな兆しに過ぎないものに対して、従来に比べて敏感に反応している。

国際金融市場は確かに価格やレートのみならず、リーマン破綻以前、あるいは市場によってはさらにパリバ・ショック以前にまで回復している。しかし、第一に、市場の厚みは薄く、流動性がまだ回復していない市場が多いこと、それからそれを背景に、第二に、投資家はテール・リスクに非常に敏感になっておりテール・リスク回避の姿勢が強い、ということがあつた。そのため、第三に、投資家の投資ホライズンが極めて短く、資金の足が速くなっている。それから第四に、低コストで調達される大量の資金が市場に滞留している。この四つが重なり、市場の動きが敏感になっていると考えられる。この動きは一方で、ショックに素早く反応するので、ショックが蓄積されて大きなものになるのを避ける、という望ましい点もある。しかし他方で、小さなショックに大きく反応し、かつ従来よりも目立って大きくなった相関関係を通じ、ショックの伝播の幅と度合いが大きくなるという望ましくない点もある。俗に言えば、市場が荒っぽい動きをすることになるので、当たり前と言えれば当たり前であるが、表面の荒っぽい動きに過度に影響されることなく、しかしショックの伝播の広範さには細心の注意を払い、大きなショックに発展しないか常に留意していく必要があると考えている。

実体経済であるが、前回会合での判断に沿った形で推移している。米国では、足許経済活動は強く、2009年の第4四半期のアドバンスド・エスティメイトでは年率換算+5.7%と高く出てきた。さらに12月の経済活動はBEAの予想よりも強く、今後さらに上方に改訂される可能性も取り沙汰されている。2010年の第1四半期も、北部の厳しい気候という特殊要因のための下振れでみえにくくなっているが、好調を維持する可能性は高

いと考えられる。しかし足許の強さにもかかわらず、将来への不確実性は高い状態が続いている。2月12日のミシガン大学の消費者センチメント・サーベイをみると現在評価は1月の81.1から2月は84.1と改善しているが、将来予想は70.1から66.9へと悪化している。特に雇用状況は、今後数年は大きな改善はみられないという悲観的な見方が消費者に広がっている。欧州での改善度合いは、米国よりもさらに弱い状況が続いている。これに対し、他の委員も述べられているので繰り返さないが、インド、中国といった新興国経済は強さを維持しており、若干過熱気味とも言える状況になっている。特に中国の不動産市場の過熱はスピード、その拡大の程度からみても注意が必要である。民間の比較的信頼できるとされる中房上海住宅指数でみると、今次金融危機における2008年の下落というのは、2005年の下落よりも遙かに小さいと言える。そして1999年10月から2004年11月まで、5年をかけて2倍になったのに対して、2009年2月から11か月で約1.5倍になるなど、足許の加速の度合いは著しいと言える。加えて、過熱度は実は上海や沿海部よりは内陸部の方がさらに著しいと言われている。単純な比較はできないが、80年代末の日本の不動産のいわゆるバブルの最終局面で、東京都心の地価高騰が地方に波及し、かつ地方の高騰の度合いが東京都心のそれを遙かに上回っていたことを思い起こさざるを得ない。

国内経済では、足許2009年の第4四半期の1次Q Eは、季節調整済みの対前期比で年率+4.6%と比較的しっかりした回復を示した。ただし、対前期比は季節調整のパラメータを異例な形で、この時点で変更したため、過去に遡ってかなり大幅な変更となり、変化の実質が却ってみえにくくなっている。そのため原系列前年同期比でみると-0.4%と、2009年の第1四半期の-8.8%を底に、水準は低いもののはっきり回復しているということが分かる。またサーベイ・データをみても、景気ウォッチャー調査や消費動向調査のD Iも回復基調にある。ただ、政策効果に支えられた自動車や家電という耐久消費財消費の伸びも次第に鈍化傾向にある。ただし、リーマン・ショック以降大きく落ちた高所得層の消費は消費実態調査をみ

る限りにおいては、最近回復傾向がみられる。これはポジティブなサインであると思っている。さらには、海外、特にアジアでの製造技術の向上、国内需要の減退と現地需要の増大から、国内投資ではなく海外での投資に軸足を移す動きが顕在化しており、国内投資の回復度合いは必ずしも急回復とは言えない可能性が無視できない。また、生産面では、大手自動車会社の世界規模のリコール問題の推移にも不確実性がある。そのため、2009年第4四半期、2010年第1四半期は底堅く推移すると考えられるものの、その後に踊り場的な状況になるという従来の見方どおりの展開になりつつある。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いする。

中村委員

前回決定会合以降に公表された指標は、高い成長を続けている中国をはじめとする新興国だけでなく、日米欧の2009年第4四半期実質GDP成長率が連続してプラスとなるなど、世界経済が回復していることを示すものであった。もっとも、先日のイカルイトG7での議長総括のように、世界経済の回復は依然として確固たるものとはなっておらず、特に先進国では景気刺激策の継続が必要な状況に変わりない。また、経済金融情勢が一昨年の危機的な状況を脱してきたことから、これまでに各国当局が緊急避難的に行ってきた政策対応の一部巻き戻しや、中長期的な観点に基づく政府債務の持続性に注目が集まり始めている。例えば、米国の新たな金融規制や出口戦略、中国政府の金融引き締めの動き、ギリシャをはじめとする欧州周辺国の財政問題などが材料視され、先行きの不透明感が幾分高まっている。国際金融資本市場では、リスク性資産の価格が下落するなど、リスク回避的な動きが強まる局面もあった。FRBやECBの調査をみると、米欧金融機関の融資姿勢厳格化の動きに一部では変化もみられるようだが、金融機関の貸出残高は減小傾向を辿っており、信用創造を通じた企

業や家計の経済活動の拡大に貢献できる状況にはないようである。

続いて海外経済である。米国では、在庫調整の進捗に加え、純輸出が増加したことなどから、2009年第4四半期の実質GDP成長率は、事前の予想を上回る伸びとなり、経済が回復していることが確認された。アジアから北米向けのコンテナ貨物の荷動きも、水準はピークである2006年の8割強だが、昨年10月以降改善傾向が強まっており、本年1月よりは運賃の修復も浸透しつつあるようだ。雇用環境も、1月の失業率が9.7%に低下したことに加え、非農業部門雇用者数の減少幅が引き続き縮小し、週平均労働時間が増加するなど、改善の兆しがみられている。もっとも、オバマ大統領は一般教書演説でも雇用対策の重要性を強調しているが、2010年の経済報告において非農業部門雇用者数は月平均9万5,000人の増加にとどまる見通しとしているように、楽観できる状況ではなく、家計のバランスシート調整もあり、GDPの7割を占める家計支出の本格的な回復、ひいては米国経済全体の自律的な回復には相応の時間を要するようである。欧州でも、2009年第4四半期の実質GDPが公表され、ユーロ圏並びに英国では前期比年率+0.4%と緩やかながらも持ち直している。ユーロ圏の12月の小売売上数量(除く自動車)がリーマン・ショックの影響を受けた昨年を下回ったように、内需は引き続き脆弱であり、輸出が牽引する形で経済は持ち直している。足許、財政赤字問題が高まっているギリシャ、ポルトガル、スペインはいずれも内需依存度が高いため、財政再建に向けて、大幅な歳出削減を進めることは、結果としてこうした国々の成長率を抑制し、ユーロ圏全体の景気持ち直しのペースを緩和させる可能性がある点には注意が必要である。中国経済については、1月の自動車販売台数が、優遇税制の見直しがあったにもかかわらず既往ピークを上回ったように、個人消費は堅調に推移している。また、輸出も均してみれば増加を続けており、成長の牽引役が固定資産投資だけでなく、内需や輸出にも広がっている。この間、12日には、人民銀行が前月に引き続き預金準備率の引き上げを発表した。政府が適度な金融緩和を政策の一つの柱に掲げつつある中では、景気抑制に繋がる急激な金融引き締め政策の導入は考え

にくく、予防的な対応を採り始めたようであるが、今後の中国政府の適切な対応が期待される。

続いて国内経済であるが、2009年第4四半期の実質GDP成長率が前期比1.1%増加し、前回会合の見通しに沿う形で経済が成長しているようである。設備投資は、7四半期振りに増加に転じたが、製造業稼働率の低さが示すように企業の設備過剰感が強い中では、当面、低調に推移すると見込まれる。2月15日までに決算発表を行った東証一部上場企業を対象とした新光総研の集計では、2010年3月期の通期経常利益見通しは、輸出・生産を増加させている電機、輸送用機器の2業種がそれぞれ1兆5,000億円を超える大幅増益により黒字転化を見込んでいる。製造業全体でも、昨年度82.4%の減益に対し今期は62.1%の増益を見込んでおり、回復傾向が読み取れる。対照的に、金融を除く非製造業については、昨年度の29.5%の減益に引き続き、今期も売上が総じて1割程度減少する中で8.6%の減益見込みとなっており、大変厳しい状況にある。公共投資については、2009年第4四半期も前期に続き減少するなど頭打ちとなっており、2次補正予算でも公共事業関係費が減額されたことを勘案すると、先行き減少していくとみられる。個人消費は、経済対策の効果などにより、家電や自動車の販売が好調なことなどから持ち直しているが、政策効果も減衰しているため耐久財販売の伸びも鈍化している。雇用情勢の改善が見込めない中、一人当たり名目賃金が大幅な下落を続けており、年金問題だけでなく、財源不足に伴う消費税引き上げ議論が俎上に上るなど、将来不安が高まっているだけに、消費者の購買意欲は低下しており、個人消費の本格的な回復は期待できない。続いて物価であるが、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は下落を続けている。経済全体の需給が緩和した状態が続く中、消費者の生活防衛志向が強まっていることもあり、耐久財だけでなく、食料工業製品等幅広い品目の価格が下落している。当面は、石油製品価格と電気代の変動の影響が相殺する形で下落幅に大きな変化はみられないものの、その後は、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから下落幅は縮小していくと想定される。私からは以上である。



白川議長

景気物価情勢の現状、あるいは先行き判断について、前回の会合と比べて、特に大きな変化はなかったように思う。時間的にも大分速いテンポで進んでいるが、そのことを映しているのかなという感じがする。敢えて前回との違い——皆さんが気になっていること——ということで、私なりの感想を申し上げる。一つは、消費者物価について、下落の裾野が少し拡大しているのではないか、あるいは中身をみても少し弱さが気になるというコメントがほぼどなたからも出たと思う。これについては後から議論する必要があるかもしれないと思う。もう一つは、リスク要因として、我々が以前から意識している国際金融市場の動きについての言及が多かったというように思う。我々が国際金融市場という言葉でイメージしているのは、一つは、ソブリン・リスクというか、財政のリスクである。二つ目は、前回会合直前に発表されたオバマ提案に代表されるような金融の規制改革の動き、三つ目が、中国あるいはインド等の金融緩和政策の修正の動きである。現状、これらについて明確な方向感を出している訳ではないが、全体として、グローバルな投資家のリスクテイク能力が、前回との比較で若干下がっているのではないか、あるいはそのことがどのような影響を及ぼすのかという関心が強かったように思った。

私自身も全く同じような感想を共有しているので、敢えて別の観点からいくつかの感想を申し上げたい。いずれも前回との比較ということではなく、感じていることである。一つは、財政あるいはソブリン・リスクの話である。これは後半のパートでまた触れる方もいらっしゃると思うので、必ずしもここで議論したいという訳ではなく、自分自身の感想ということで申し上げたい。今申し上げたように、前回会合以降、財政あるいはソブリン・リスクを巡る議論が高まり、国際金融市場でも、このことが大きなテーマになっている。先般のG7でも、これは主要な議論のテーマの一つであった。色々な論点があるが、三つ申し上げたい。一つは、財政悪化の分類学のような話である。二つ目は、財政悪化とデフレ克服との関係であ

る。三つ目は、その金融政策との関係である。最初に、財政悪化の分類学であるが、勿論、全ての分類学がそうであるように、完全に分類しきれぬ訳ではないし、現実には色々なケースがミックスしている訳である。今の議論を聞いていると、少なくとも三つ位のケースに分けて考えた方が良いのかなという感じがする。第一は、日本に典型的に現れているが、政府は大幅な赤字、一方で国内民間部門は黒字、あるいは貯蓄超過というケースである。第二は、アメリカ等に代表されるように、政府は大幅な赤字で、これを全部ではないが、少なからず海外からのファイナンスに頼っているケースである。第三は——これが足許で議論されているケースであるが——、ギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランド等に代表されるように、政府は赤字で、海外からのファイナンスに依存しているということでは第二のケースと同じであるが、ただし為替レートという調整メカニズムを使う余地がない国というケースである。最初にも申しあげたが、勿論これ以外のケースもある。海外からのファイナンスに依存すると言っても、勿論100%依存する訳ではないので、現実にはこれらのケースのミックスである。財政は無限に赤字を続けられないという点では、勿論どのケースも同じであるが、多少短期的なダイナミクスは異なるという感じがする。今、問題になっている第三のケースを考えると、問題は財政の不均衡という形で表面化してくる訳であるが、このケースについては欧州域内で為替レートが固定されているので、名目為替レートの調整という手段を使えない、従ってギリシャにしてもスペインにしても実質為替レートの調整は、名目為替レートではなく、物価の下落を通じてしか調整できないということになる。つまり、為替レートの調整を使えない分だけ、当該地域の経済に対して短期的には大きな調整圧力がかかり得るということである。勿論、域内で財政のトランスファーをすれば別であるが、それがなければ当該地域の経済に対して大きな調整圧力がかかることになる。欧州域内の各国の色々な景気指標をみると、このところ、域内の景気格差が拡大しているという感じがするが、そうした傾向がさらに強まるかもしれない。そうなると、財政の再建措置それ自体が、各国において難しくなっ

てくる。そうすると、ギリシャの財政問題は当該国の財政問題ということだけでなく、ユーロエリア全体の経済に対して影響を及ぼしていく、あるいは通貨に対して影響が出てくるかもしれない。

一方、第二のケース——アメリカのようなケースで、大半のケースがこれに該当する訳であるが——は、第三のケースと同じように、財政再建の努力が必要である。海外からのファイナンスに依存する分だけ、後から申し上げる第一のケースに比べて、グローバル投資家のリスク・アペタイトに影響される度合いは強くなっていく。ただし、アメリカの場合は基軸通貨国のため、そうでない国と比べると、ファイナンス上は当面は有利であると言えるが、いずれにせよ最終的には財政再建の努力がない限り、継続したファイナンスはできない。

一方、日本が属する第一のケースであるが、これは第二、第三のケースに比べると、市場の圧力に晒されにくいという意味で恵まれている。しかし、その結果として、改革のモメンタムも生まれにくいということでは裏腹の現象ではある。そういう意味で、短期のダイナミックスは少し異なるが、しかし長期的にはそれが問題を抱えるということになる。

次に、取り上げたい二つ目の論点であるが、財政悪化とデフレ克服との関係である。仮に実質GDPが成長しなくても、デフレが克服されれば、言い換えるとインフレが起きれば、財政バランスは解決するかというところではない。企業の場合でも、確かに製品価格だけ上がって、原材料が上がらなければ勿論良いのだが、そういうことは現実の経済ではない訳で、単に名目だけが上がる場合には、売上もコストも上がる。政府も全く同じであるので、大きな括みとしては、歳入も増えるが歳出も増えるので、財政バランスの改善には基本的には繋がらない。実質経済成長率が高まっていき、その結果として物価が上がるという状態にならない限り、財政再建は達成できない。そういう意味で、まずデフレさえ克服すれば財政の問題も解決する、あるいは容易になるというパーセプションが一部にあるというのが気になる。

三つ目の論点は、金融政策運営との関係である。先程、山口副総裁か

ら——この文脈だけではないが——、国際金融市場、ソブリン・リスクとの関係で、マーケットは政策遂行能力をみているという趣旨のご発言があったが、私も同じような思いがする。つまり、金融政策が物価安定のもとでの持続的成長の実現という目的から離れて、財政ファイナンス、あるいは長期金利の特定水準への誘導を目的としていると受け止められると、リスク・プレミアムを高めてしまい、そもそもの財政バランスの改善にも悪影響が及んでいくということだと思う。勿論、財政の再建を急ぎすぎると、今度は経済の悪化が生じるので、そうした点も含めて財政政策の運営、金融政策の運営に対してマーケットが注目している。先程申し上げた三つの類型によって多少状況が違うと思うが、こうしたことを今マーケットはみているように思う。私からは以上である。

特にこの論点を議論したいというものはあるか。デフレの問題にしても、財政の問題にしてもこれまで毎回議論しているので、新たな論点が早々にある訳ではない。無理に出す必要はないが、もし何かあれば。

#### 西村副総裁

もし、やろうとすると、少し論点を整理しなければいけないと思っている。世界が今後デフレ傾向になるのか、それともインフレ傾向になるのかというのは、かなり大きな論点である。それも、長期と短期の両方を考えなければいけない。デフレ気味になるとすると、それはやはり過剰設備が世界的に高まっている、特に中国で高まっている、というのが一つある。インフレになるとすると、二つの可能性があって、一つは、これだけ資金が——マネーが——過剰であるから、これがどうなるのかということと、それからもう一つは、新興国の需要から資源及びコモディティに対する需要が増加し、これがコスト・プッシュになるという可能性である。最終的には、企業がプライシングするところで——企業が名目の価格を決める訳であるから名目の価格のところ——決まる訳であるが、そうするとここにも多分三つ位論点がある。一つは、通常に考えれば、これだけギャップがある、過剰設備がある時には、価格は当然下がる訳であるが、しかし、場

所によってボトルネックが生じている場合には、当然そこから価格は上がってしまう。これがどこかに生じているかどうかというのが一点。もう一点は、価格の決め方である。これは、昔から言われている、いわゆるターゲット・プロフィット・プライシングであるが、そういう価格政策をするのかどうか。すなわち、需要よりもいわば収益を重点的にやるために価格を下げないということが起こるのかどうか。それから、最後は、コストの硬直性があるかどうかだと思う。あまり論点になっていなかったが、ターゲット・プロフィット・プライシングは、少しこのところ重要になっていると思う。それは、イギリスのCPIが12月に上がった時——インフレーション・レポートで驚きであったという議論があるのだが——の一つの理由として、これに近い議論、すなわち収益を守るために価格をあまり下げないという議論がある。これは、アメリカでも同じような動きがどうも生じているような感じがしている。実は、今回の価格の低落をみると、前二回の景気の後退期と比べると、前二回の景気の後退期では、財の価格が凄く落ちたが、サービスの価格は一定だった。それが今回は逆で、サービスの価格が落ちて、財の価格が比較的安定している。そうすると、財の価格でみる限りにおいては、今回はターゲット・プロフィット・プライシングみたいなことが起きているのではないか。アメリカにおいては、大量の解雇が行われたが、これもある意味では、ターゲット・プロフィット・プライシングの一つの証左である。そうすると、英米においては、かなりターゲット・プロフィット・プライシングになっていて、逆に言えば、価格が下がりにくいという状況にあるのではないかというように思う。欧州は、コストの硬直性の方が——ご案内のように——大きくて、このコストが下がらないために、価格が下がらない。日本は、逆に言えば、フレキシブルであるがために価格が下がるという状況が今起きているのだろうと思う。中国においては、このボトルネックが生じるかどうか、一番大きな 이슈になるのではないかと考えている。従って、短期をみた場合には、過去の経緯というか、英米においては、どちらかと言うと、ターゲット・プロフィット・プライシング的なものは——実は1970年代に多かつ

たスタグフレーションの時代にあったのだが——、少しスタグフレーション的な傾向が高まってくるのではないか。欧州に関してはもっと強い形でそれが出てくる可能性がある。日本は、短期的にみれば、やはり物価は下がっていく、つまり、逆にフレキシビリティがあるために下がっていく、という状況が強いのではないかと思う。中国に関しては、今度は、ボトルネックが生じるかどうかということで、どちらにもいく可能性があって、少しみえにくい形になる。一方、長期的にみた場合には、実は、パブリック・デット——先程の話もあるのだが——、財政赤字がどうなっていくのか、それから、長期的な資本に対するレート・オブ・リターンがどうなっていくのか、ということに恐らく依存している。レート・オブ・リターンが低くなっていくということであれば、つまり全般的にみて成長率が落ちていくということになれば、これはやはりデフレ気味になっていくのだと思う。一方、パブリック・デットから事実上のマネタイゼーションに関しての人々の見方が強くなってくると、これはインフレ加速の形になっていくというように思われる。これも場合によっては、世界でかなり大きな違いが出てくるかもしれないというように思っている。非常にみにくいのだが、今のところは、過去それぞれの国が持っていた構造のヒステリシスみたいな状況が続いているというように考えて整理するのが一番分かりやすいのではないかと考えている。

#### 須田委員

少し観点が違うのだが、先程、白川議長がおっしゃった幾つかの点について、私は後半のパートで話したかったのだが、最初の整理のところ——財政が悪化した時の債務をグロスで考える——については、マッキンゼーの面白いレポートがあった。その分析によると、日本は財政は悪化させたけれど、結局は、その分を国内で吸収している。つまり、対外的には債務を増加させた訳ではなくて、債権を増加させるということが起こっている。赤字の国というのは、対外的な債務も増やし、そして財政の債務も増えている。それで、そういう時に調整がどうなるかは、固定レートか変動レ

トかに関して言うと、やはり変動レートで自国通貨が減価するということであれば、それは調整の負担をある意味海外にトランスファーさせている訳であるから、それができる限りは調整が非常に楽になる。日本のように国内でやるよりは。他方、もし財政支出したら通貨はどうなるかは、財政の悪化がその国の通貨の信認に対して悪影響を及ぼしたら、通貨は減価するが、財政を出すこと自体は、場合によっては、金利の上昇を通じて通貨価値が上がるかもしれない。そうすると、そういう負担転嫁はできないということになる。為替レートがどう動くかも、それが負担をどう軽減するかもなかなか分からない。全体としての動きは、最初にグロスでと申し上げたように、実際には、財政が悪化している時に、それぞれの個別の主体、例えば韓国であれば家計の負担が沢山増えている。あるいは、スペインとかそういうところでも家計の負担が増えている、ということが同時に起こっている。グロスでみた時に、どれだけ各主体の債務が増大しているかということも一緒にみながら、現実の問題として考えていかなければならないとマッキンゼーのレポートをみながら考えた。

白川議長

良いレポートであるな。

西村副総裁

パブリック・デットを考える時は、やはりレート・オブ・リターンの問題を考えなくてはならない。日本の場合、なぜ国内で吸収できたかと言うと、簡単に言えば、他のところのレート・オブ・リターンが下がったために、しかもデフレになったために、マネーとして持っていることが、簡単に言えば、預金することが有利であった、そして銀行が国債を買うことになったということが大きい訳である。これは、卵が先か鶏が先かという話になるが、レート・オブ・リターンが落ちたから、これが生じたのか、それともパブリック・デットが大きくなったために、それがある種のクラウディング・アウトを起こして、それが逆に言えば、将来に対する期待を落

として、さらにレート・オブ・リターンを落としてしまって、預金に対する需要が増えた形になったのか、そのところは分からないが、しかし双方の作用が多分あったのではないかと思っている。日本は、国内でファイナンスされているのだから安全だという考えは、非常にまずいと感じる。

須田委員

それは、勿論。次に言おうと思っていた。

西村副総裁

そうすると、今度は逆に、為替レートが本当に上手く働くのかが、私には少し分からないところがある。

須田委員

これまで、アメリカがどうしてきたかと言うと、そういう調整の負担を、為替レートの調整を通じて海外に転嫁してきた、それで解決してきたという部分がある。

西村副総裁

それは、基軸通貨だからであるな。

白川議長

私が、先程のような整理を申し上げたのは、最近の国際金融市場の動きをみてもそうであるし、それから国際会議に出ても、財政、ソブリン・リスクの問題が非常に大きなものになっているからである。その時に、財政が少し悪くなったというレベルではなくて、財政も金融も十分に伸び切っている、しかも先進国はどこもそうであるから、やはりレジームが大きく変わってきていると思う。そういう中で——足許については、色々な議論があり得ると思うが——、大きな目でみて、我々はどういう経済観を持つべきなのかということだろうと思う。過去の色々な政策の失敗を考えた場



合に、小さな景気判断の失敗ではなくて、結局、大きな変化を我々自身が上手く捉えていない時に失敗が起こった。これは別に日本銀行ということではなくて、どの当局もそうである。そういう意味で、何か分析的に直ちに正解が出る訳ではないが、そういうことを常に考えていく必要があると思って、敢えてかなり大胆な整理なのだが、最近少し感じたことを申し上げた。

野田委員

ただ、これは先程の三つのケースにきちっと分けられないとおっしゃったけれど、日本も常にケース1のところにいるということではないということであるな。

白川議長

然り。

野田委員

そこが大事なポイントである。

白川議長

然り。他にはないか。時間的に早いですが、それでは、10時20分に再開する。

(10時09分中断、10時20分再開)

白川議長

それでは、再開する。

#### IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

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

亀崎委員

金融政策運営に当たっては、なお以下の点を注意して見ていくべきだと思っている。このところ、グローバル金融市場は再びフラジャイルとなっており、大きなショックの発生に注意する必要があると思う。最近の市場の関心は、ギリシャなどの財政悪化、中国の過熱抑制策、米国の金融機関規制案など、各国の政策面にある。市場は、景気悪化時には積極的な景気浮揚策を求めたが、景気が回復に向かっている現在では、その結果としての財政悪化や先行きのバブル発生に関心を向けている。政策当局は、そうした目先の市場の関心だけでなく、より長い目でみた安定も考えて政策方針を決めねばならない。ただし、景気の足腰が弱い現在、直ぐに強い施策を打つ訳にはいかず、かといって先延ばしすれば足許の市場の不安定化を招くうえ、先行きのより強い施策が必要となってしまう。また、施策が中途半端では、事態はより悪い方に転びかねない。まさに、市場の信頼が得られるようなタイミングとペースを適切にアナウンスし、その実行を図っていく微妙な匙加減が必要である。これは、我が国の金融・財政政策運営でも同じであり、市場の反応を考慮しつつ、長期の安定成長に繋がる施策を実行していく必要があると思う。

また、各経済主体のマインドや行動パターンの変化にも注意が必要である。例えば、米国は 5 年間で輸出を倍増するという今までにない戦略を打ち出しており、具体策として、米国通商法の厳格適用やアジアにおける多国間通商協定の推進が挙げられている。日本は、すでに韓国や中国などの FTA 攻勢や製品の品質向上に直面しているが、さらに米国も同様な戦略が実行に移されていけば大変な脅威である。日本は、国内外での自動車の相

次ぐリコールや航空機シートの偽装などの問題を早急に解決して日本の技術のイメージを維持するとともに、環境技術等の比較優位を持つ技術力をさらに高めるなどによって攻めに転じていくことができなければ、ただでさえ新興国の技術力が高まって競争が激化している中、先行きの輸出増加をベースとした成長見通しに影を落としかねない。

前半パートで述べたとおり、我が国の景気・物価情勢は持ち直しており、それに伴いリスクはバランスしつつあるが、なお景気の下振れリスクは相応にあると考えている。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。日本経済がこの先、物価安定のもとで持続的な成長経路に復帰するためには、まずは実体経済において、供給力に見合うだけの需要が回復することが不可欠である。それが実現するまでの間、本行は、緩和的な金融環境を粘り強く維持していく必要がある。状況変化によっては、それに即応した最も効果的な金融調節方法を考え、迅速に実行していかなければならない。また、併せて、市場のセンチメントやインフレ期待といった重要ファクターを安定させ、政策目的を実現していくためには、外部から本行への信頼感を高めることも必要である。そのためには、本行施策の内容や狙いへの理解と、そのスタンスに対する共感を得ていく必要がある。具体的には、様々なチャネルを使った外部とのコミュニケーションに、十分意を尽くす努力が一段と求められているものと思う。以上である。

白川議長

山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

最初に、我が国の金融環境についてお話ししたい。まず、結論であるが、金融環境の現状評価としては、「厳しさを残しつつも、改善の動きが続いている」というこれまでの評価を踏襲することで良いと思っている。C P・社債の発行環境は、低格付け社債について、なお厳しい状態が続いて

いるが、それを除くと、良好な発行環境が維持されている。企業の資金繰りに関しては、全体としては改善傾向を続けている。ただし、企業規模などによるばらつきは大きく、特に規模の小さい零細企業では、資金繰りの厳しさを訴える先が少なくないという状況である。

次に、当面の金融調節方針についてであるが、先程のラウンドで述べたような経済・物価の情勢判断を踏まえると、現状を維持することで良いと思っている。

最後にやや長い目でみた金融政策運営について一言述べておきたい。昨日、雨宮企画局長が指摘したこととも関連するが、今年の半ば頃までを見通すと、政策運営に当たっては幾つかの点を念頭に置いておく必要があると思う。一つは、金融緩和の度合いは、企業収益の改善もあって、一応高まる方向にあるということである。二つ目は、さは然りながら、我が国の景気は特にこの夏頃までは、ショックに対してかなり脆弱な状況が続くとみられることである。三つ目は、企業金融は企業規模などに応じて相当のばらつきが想定されるということである。特に、零細企業を中心とした資金繰り面での困難はかなり続く可能性があるということである。そして、四つ目であるが、グローバルにみた場合には、金融資本市場の動揺を招きかねないような様々なリスクが潜在しており、それが時には表面化する可能性が小さくないということである。我々は、前回の金融政策決定会合で中間評価を行い、我が国の景気については、2011年度にかけて基本的には緩やかな回復を展望し、それにまつわるリスクに関しても、上下バランスする方向に一步踏み出す判断をしたと理解している。しかしながら、日本経済の根本を規定する力そのものは依然としてひ弱だとみている。今程述べた幾つかの点まで併せ考えると、当面の政策運営にあたっては、予断を排しながら、虚心坦懐の対応が従来にも増して求められているように思う。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、前回会合以降の市場の動向からみていく。まず、短期金融市場だが、本行による潤沢な資金供給を背景に、各種短期金利は低位安定的に推移している。年度末越えプレミアムも極めて限定的なものにとどまっている。CP及び社債市場についても引き続き良好な発行環境が続いている。まず社債市場だが、優良企業を中心に積極的な起債がみられているほか、BBB格についても改善の兆しが見受けられる。流通市場でもA格以上の需給はしっかりしているし、BBB格についても、スプレッドの緩やかな縮小傾向が続いている。また、CP市場では年末を越えて発行量が減少するも投資家の需要は強く、レートは、建設業等の一部銘柄を除き、緩やかに低下もしくは低位横這いで推移している。こうした中、銘柄間格差が一段と縮小し、量的緩和の時よりもクレジット・スプレッドが潰れているとの声も聞かれている。この間、株式及び為替市場では神経質な動きがみられる。すなわち、日経平均株価は、ギリシャ問題に端を発するソブリン・リスクへの警戒感、中国の金融引締め観測、米国における新金融規制案の不透明感等を背景に、欧米株価が下落する中、足許1万円近辺で一進一退の動きを続けている。為替市場では、ユーロが弱含むもとで消去法的に円が買われ、名目実効為替レートは円高に推移している。一方、我が国の長期金利は、株価軟調やデフレ懸念といった買い材料と、財政悪化懸念等の売り材料が綱引きとなる中、投資家の様子見姿勢が強まり、1.3%台で膠着商状となっている。

なお、我が国の債券市場では、ギリシャ問題はユーロ圏内で処理可能な問題との認識が一般的であり、S&Pの日本国債に対するネガティブ・ウォッチへの移行に対しても、今のところ大きな反応には繋がっていない。しかし、CDS市場や欧州の債券市場がソブリン・リスクを材料に不安定な地合いを強める中、我が国の市場参加者の間でも、このところ財政規律に対する意識が急速に高まっている。欧州では、今月11日に開催されたEUの臨時首脳会合で、ギリシャに対する支援が表明されたが、これはE

Uとして確固たる支援の意思を表明しつつ、同国政府に対して財政再建に向けた自助努力を厳しく促すものである。今回、欧州を訪問して、ECBをはじめ、ギリシャに対し極めて厳しい目が向けられていることを痛感したが、こうした財政規律に対する厳しい目が必要なのは、我が国も全く同じである。日本国債は大半が国内投資家に保有されているから、あるいは経常収支黒字だから大丈夫といった慢心は極めて危険である。運用部ショックやVaRショックのように、長期金利が非連続に高騰してしまうリスクは常に存在する。こうした目線で注意深く内外の市場動向をモニターするとともに、財政のマネタイゼーションとの謗りを免れないような政策運営や、そうした思惑を呼ぶような情報発信を行ってしまうことのないよう、細心の注意を払っていく必要がある。逆に、政策当局者として財政悪化に対する懸念を強調し過ぎるのも危険である。財政規律への意識を高めるつもりが、財政規律に対する疑念を高めてしまうようなことにもなりかねない。政策当局者の発言の重みを踏まえた慎重な情報発信が求められる。

また、コミュニケーションの観点からは、日銀のバランスシートと金融緩和度合いを関連付けて論評する向きが相変わらず多いことも気になっている。これまでも機を捉えて申し上げてきたことであるが、日本銀行の金融政策運営はあくまで金利水準をターゲットとしており、量で緩和度合いを測るのは正しくない。市場機能が回復し、民間取引を代替する必要がなくなると、それに連れて本行のバランスシートも縮小していくことになる。この間、リスク・プレミアムが縮小していけば、むしろ金融緩和度合いは高まっていると言える。また、極めて緩和的な金融環境を維持するもとで、いつでも資金がとれるという安心感からオペに積極的に参加しなくなると、札割れが生じる可能性があるが、このような場合、この結果生じたバランスシートの縮小は金融緩和度合いの低下を意味しない。バランスシートの縮小をみて、デフレ克服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ることも想定される。しかし、例え膨大な超過準備が存在したとしても、それだけで貸出の増加やレバレッジの

拡大に繋がるとは限らない。実際、かつての日本や今日の米欧をみると、そのようなことにはなっていない。こうしたことを、粘り強く説明し続ける必要がある。

また、デフレ克服のためにインフレーション・ターゲティングを採用すべきという声もかつてほどではないが、聞こえてくる。しかし、今回のバブルとその崩壊の経験は、インフレーション・ターゲティングに大きな課題をつきつけた。かつての日本と同様に、今回のバブルも物価が安定しているときに発生したからである。その後、物価だけでなく、バブル発生のリスクを意識して金融政策を行うべきかどうかの議論がグローバルに行われるようになった。金融政策にバブル発生の責任はなく、バブル防止には規制などで対応するのが望ましいとのバーナンキ流の考え方は一つの考え方だとは思いますが、F e dの長きに亘る緩和の継続がバブルに繋がったと捉えている専門家は少なくない。私の見方もそのような見方に近いと言える。日本銀行の現在の金融政策の枠組みは、バブルの可能性をリスクとして第二の柱で検討し、金融政策運営に活かすというものであり、日本の経済・物価の特徴を踏まえつつ、インフレーション・ターゲティングを進化させたものであると自負している。物価安定のもとでの持続的な経済成長という我々の政策目標の達成には、インフレーション・ターゲティングよりも優れた枠組みを備えていること、しかしショックが大きく需要の落ち込みが大きかったので、そのパスの復帰までには時間がかかることを分かってもらう必要がある。また金融政策の効果が出てくるまで時間がかかるので、中央銀行は政府よりも長いタイムスパンで政策を決定する必要がある。従って、例え同じ目標を政府との間に共有していたとしても政策の方向は異なる可能性があることも理解してもらう必要がある。

最後に、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。これまで述べてきたように、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、国際金融資本市場の脆弱性、マインドの悪化に伴うインフレ予想の下振れ懸念、新興国のバブルとそれに伴う商品市況の上振れ懸念など、リスクは上下にバランスしつつも、

依然として両サイドにテールの伸びた不確実性の高い状態が続いている。こうした状況下、日本銀行としては、想定される様々なリスク・ファクターを注意深く点検しながら、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路へ復帰していくよう、引き続き粘り強く支援していく必要がある。現在のところ、年度末プレミアムは無視できるほどのレベルでしかないが、予断を許すべきではない。執行部におかれては、引き続きディレクティブを中心に、潤沢な資金供給、市場機能への配慮、ターム物金利の低め誘導も考慮に入れながら調節を行って頂きたいと思う。なお、3月に終了予定の企業金融支援特別オペについてであるが、その終了が意識される中でも、市場に安心感があること、CP発行が減少している中、クレジット・スプレッドが潰れ、官民逆転が残存していることなどから、そのまま完了して良いと思う。それが市場機能の改善にどの程度役立つかは定かではないが、僅かであれその方向への働きかけになるとは思う。また、2008年10月14日に市場を通じた企業金融の円滑化のための措置として、CP現先オペの頻度と金額の面でより積極的活用を図ることを決めたが、これについても札割れが続いている中、役割を終えつつあるのではないかとみている。私からは以上である。

白川議長

次に野田委員お願いする。

野田委員

前半で述べたとおり、我が国経済・物価の見通しは1月の中間評価時点での見通しと基本的には変わらないという評価である。すなわち、我が国経済は、海外経済の回復を前提として、持ち直しから持続的な回復軌道に向かう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前年比でマイナス圏内で推移するとの中心的な見通し、さらには、見通しにかかる高い不確実性は、1か月を経た現在も基本的には変わっていない。



こうした情勢を踏まえると、昨年 12 月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を含め既存の資金供給オペ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かつ弾力的な資金供給を行い、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、緩和的な金融環境を粘り強く確保していく、という方針を、当分の間堅持していくことが重要である。従って、次回会合までの金融調節方針を言えば、無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0.1%前後で推移するよう促す、との現在の方針を維持することが適当である。

次に、短期金融市場の現状についてみると、12 月の固定金利方式のオペ導入により、資金余剰感は一段と高まったが、潤沢な資金供給の継続により、その状況は続いていると思う。ターム物を含め短期金利は下げ余地がほとんど乏しいレベルで低位安定している。年度末越えプレミアムも極めて限定的なものにとどまっており、全体としてしっかりと落ち着いている。これまでのオペを通じて、市場は資金のアベイラビリティに対する安心感、すなわち、市場における需要を十分に満たす潤沢な資金供給がいつでも行われるという安心感が、このところ順に醸成されてきていると評価している。2月2日の共通担保オペの札割れは、ある意味では、その証左であると考えられるが、ブロードな意味での金融市場調節方針に対する市場の理解が浸透してきているということでもある。また、日々の投資家の資金偏在の調整は、短いタームでの資金供給のウェイトを落とすことによって、極力、市場に委ねているところであるが、このことは、市場機能の維持にも配慮するという、いわば潤沢な資金供給とはトレードオフの関係にあるチャレンジングな命題にも正面から取り組んでいるということでもあり、金融市場局のこれまでのご努力を多としたいと思う。

金融環境であるが、厳しさを残しつつも、改善の動きが続いているという総合評価は前回と変わらない。CP・社債の発行環境についてみると、低格付け社債を除き、良好な発行環境が続いている。CP・社債買入れの時限措置を昨年末に完了したことに伴うネガティブな反応は、特段観察さ

れていない。企業の資金調達動向をみると、企業の資金需要が後退している中で、銀行貸出は、前年の高い伸びの反動もあり、引き続き前年を下回っている。企業の資金繰りについては、中小企業も含めて改善の動きが続いていると評価できようが、中小企業、特に小企業、零細企業の資金繰りについては、収益の回復が遅れている中、緊急保証の利用可能性も実質的に徐々に低下していく可能性もあることから、先行きについては再び厳しさを増す懸念を持っている。

最後に、中央銀行のバランスシートにかかる市場等とのコミュニケーションについて、一言触れておきたいと思う。中央銀行のバランスシートについては、準備預金の量は、危機対応政策のあくまでも結果に過ぎないということ、さらには準備預金の量と金融緩和の程度は直接的に結び付くものではないということは、世界の中央銀行の中では既にコンセンサスとなっていると理解しているが、昨今の報道等を見る限り、かつて我々が量的緩和政策を採用していたこともあってか、誤解が根強く残っている。量は多ければ多いほど良いとか、バランスシートは大きければ大きいほど良いといった多々益々弁ずの論調である。これに対しては、粘り強く丁寧に説明していく以外にはないと考えているところであるが、この点に関し、ニューヨーク連銀が「なぜ、銀行は沢山の超過準備を持つのか」という論文を出しているが、この中で準備預金の量と金融緩和の程度は直結しないことをクリアにしている。如才もないが、結論部分だけを引用しておきたいと思う。「F e dが危機対応のために導入した流動性ファシリティや与信プログラムが、副産物として巨額の準備預金を作り出したということ。それから、銀行システム内の準備預金の量は、F e dの各種施策の規模を反映しているだけで、銀行貸出や実体経済全般への施策の効果を意味している訳ではないということ」。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

国内金融市場については、前回とほとんど変化がなく、月報概要の評価に違和感はない。従って、金融政策運営方針についても、前回会合から変更すべき理由はないと思う。従って、現状維持というように考えている。以下では、前回からの重複が多いが、オンレコとするために、要点を簡単に述べておきたいと思う。

まず、インフレ予想であるが、新たに利用可能になったデータをみると、消費動向調査1年後のインフレ率予想は、前月に大きくゼロまで低下した後、今月は+0.1%と下げ止まっている。このことは、家計の中長期的なインフレ予想への下方圧力が若干緩んだというようにみることも可能だと思う。直近のエコノミストのインフレ予想の分布も、ここのところほとんど動きがない。従って、前月に懸念した中長期的なインフレ期待が大きくデフレ方向に振れるという傾向は、今のところ目立った動きとはなっていないというように評価できるのではないかと思う。

国内金融市場では、もう既に各委員が指摘されたように、資金余剰感は強く、金利は弱含む傾向にある。社債発行市場では、引き続き投資家の需要が旺盛で、堅調な地合いであるし、社債流通市場も需給はしっかりしている。貸出は確かに減少しているが、これは前年の予備的な需要急増の裏が出ているということであるし、加えて、資金需要が設備投資資金、運転資金ともに減退している影響が大きいと思う。そのために、特に大企業では、資金需要が緩んでみえるが、これは実体経済の厳しさの反映である。今後実体経済が次第に回復するにつれて、この影響が——金融緩和の効果が——段々強くなっていく訳である。確かに、このような回復の広がりも続いてはいるが、総体としてみれば、企業金融の厳しさが続いているという判断は適正だと思っている。特に小企業の金融環境は、大企業、中堅企業に比べて大きく出遅れている。この現状から考えると、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。そして、同時に構造変化に対して、金融構造が適正に自分を変化させていく必要性についても十分に考えて

いかなければならないと考えている。以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

前段においても既に議論されたが、先行きのリスク要因は、前回会合から大きく変化していない。16日のEU財務相理事会では、ギリシャの財政再建策が条件付きで了承され、市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、ギリシャなどのソブリン・リスクを巡る動きには注意が必要だと思う。国内の企業金融を取り巻く環境についてであるが、中小企業を対象にした日本公庫や商工中金の調査をみても、業種や規模によっては厳しさを残しつつも、全体としては改善の動きが継続していると考えられる。先日、福岡での金融経済懇談会においてから、「政府による保証や融資関係の制度はほぼ完璧な水準まで整備されたことから、中小企業の資金繰りは一息付いている。ただし、病状の悪い患者に対して投薬や延命治療を行っている面も強く、制度融資をはじめとした様々な対策の効果が切れた時の対応を考えると、より深刻な状況を作りつつあるのではないか」との懸念が述べられた。一方、地元の金融機関からは、「中小企業等金融円滑化法に基づいて条件変更の要請はほぼ全件について応じているし、地域金融機関は地元企業に融資し育成することは使命であると考えている。従って、法律の有無にかかわらず、従来から地元企業に対して同様の対応を行ってきたと自負しているし、取引先に対する経営指導も積極化している」との披瀝があった。地域金融機関は、地域社会との共生を図りながら、信用仲介機能を果たさなければならないだけに、融資先に対する複眼的な審査能力やリスク管理体制のさらなる充実、強化の重要性を改めて感じた。足許、一段と金融環境が緩んできており、運用難に陥っている金融機関からの借入要請が一段と強まっているとの話も一部の大企業からは聞かれる。また、旧財閥系グループの製造業とはいえ、BBB格

企業による社債も当初予定額から増額して発行されて順調に消化されるなど、起債環境は引き続き緩やかに改善している。もっとも、こうした緩和的な金融環境にもかかわらず、設備投資を始めとする企業の資金需要は弱いようである。企業は、設備の過剰生産能力を抱える中、経済活動が世界同時不況前の水準まで暫くは戻らないことを前提に、これまでの延長線上にはない新しいパラダイムのもとでの企業戦略に取り組んでいるようである。アジアをはじめとする新興国需要の取込みや、環境をはじめとする成長分野を拡充するために必要な新規投資計画については、最終需要等の先行きの不透明感の高さから、投資計画の具体化のタイミングを図りかねている面もあると思われる。我が国の短期金融市場についてであるが、本行による潤沢な資金供給を背景に資金余剰感が極めて強い状態が続いている。金利は低水準で推移している。特に、期間が短いオペに対する需要は低下しており、2月2日にオファーされた共通担保オペは大幅な札割れとなったほか、2月10日以降にオファーされたCP買現先オペも、運用難に陥っている機関投資家がCPを保有していることから、オペ先に玉がない状態となり、札割れとなっている。市場では、金融市場局による適切で肌理細かなオペ運営により、資金調達環境に対する安心感が醸成されていることから、年度末越えプレミアムも限定的なものにとどまっている。今後も市場機能を極力活かしながら市場の状況に応じた機動的なオペ運営によって、市場の安定に努めてもらいたいと思う。

最後になるが、次回会合までの金融市場調節方針は、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を積極的に支えるために、市場との対話を図りながら資金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要であり、現状維持とすることが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

まずは調節方針であるが、皆さん現状維持ということで私も同じ意見で

ある。景気は持ち直しつつあるとは言っても、各種の対策の効果に支えられているという面が大きく、民間需要の自律回復力はなお弱いという状況の中で、現状維持がやはり適切であると思う。いつもこの席でも申し上げているとおり、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へ復帰することが極めて重要な課題と認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く進めていく、現在の極めて緩和的な金融環境を維持していくということだと思う。皆様のご発言を聞いていると、調節方針としては現状維持で、広い意味での情報発信——コミュニケーション——についての感想が多く聞かれた。私もいずれも同じ感想を持っているが、敢えて分けると、一つは、金融緩和効果が強まっているということ、二つ目が、バランスシートの大きさで日本銀行の緩和姿勢を凶っていくという議論に対する評価、三つ目は、インフレーション・ターゲティングについてである。若干自分自身の感想も交えて申し上げたいと思う。

最初の金融緩和の効果であるが、日本に限らず、主要国の中央銀行はこの1年間でオーバーナイトの金利という意味では変更はない。しかし、この1年間に限ってみても、あるいは足許の半年間をみても、同じ短期金利のもとで、金融緩和効果は確実に強まっていると思う。日本のケースに即して言うと、ターム物金利は低下しているし、信用スプレッドも低下した。一方、収益率は改善方向にあるので、現在の低金利が持つ金融緩和効果は確実に高まっているということになる。それから、金融市場の安定とともに、アベイラビリティも改善している。先進国全体の金融緩和の結果として、新興国への資本流入の増加、あるいは資産価格の上昇等を通じて、新興国の景気拡大に貢献し、それがまた先進国の輸出の増加、あるいは設備投資の増加等に繋がっていると思う。そういう意味で、様々な形で金融緩和効果は現に強まっているということである。勿論、金融緩和だけで需要を十分に押し上げる力が現状ある訳ではないが、金融政策は止まっている訳ではなくて、効果を発揮しているのだということについて、粘り強く説明していくしかないと思う。これが第一点の感想である。

二つ目が、バランスシートについての感想である。私も全く同じ印象を持っている。去年の秋から国会の予算委員会に呼ばれた回数は、私自身が四回で、山口副総裁が三回位か。四回呼ばれたうちの三回までが中央銀行のバランスシート問題であった。ボードを持ってこういうふうになっている、日本銀行は緩和姿勢が足りないということを繰り返し繰り返し言われている訳である。それに対して、先程野田委員がおっしゃったようなことも含めて——毎回ほとんどメンバーも同じであるので、また日銀は同じようなことを言っているなという感想を持っているのだと思うが——いつも同じように言っているが、これがなかなか浸透しない。勿論、海外でも誤解があるからこそ、先程のニューヨーク連銀のような論文も出ている訳ではあるが、しかし、これほどまでのギャップがある国というのは珍しいという感じがする。前回については、私はまだ分かる。つまり、日本だけがゼロ金利という状況になり、その中で量的緩和政策を試していくということは、政策当局として一つの判断だと思う。それに対して、それ以前の経済学の世界では、量の拡大でいとも簡単に解決するという議論が多かったので、当時そういう議論があったのは分かる。しかし、その後の日本の経験、それから今回欧米が同じようなことを経験して、日本銀行と全く同じような事態になって、ほぼ同じことを言っていて、そういう議論をこれだけ色々な海外の人も含めて言っているにもかかわらず、なぜ日本ではここまでのギャップがあるのだろうかということである。多少、フラストレーションも感じるが、しかしそこで単に感じていても仕方ないので、これも粘り強く説明していくしかないと思う。

三つ目が、インフレーション・ターゲティングである。この点についても、議論の深まりが全然感じられないというのが私の率直な印象である。インフレーション・ターゲティングを巡る議論については、明らかにインフレーション・ターゲティングを採用している国、あるいはかつてインフレーション・ターゲティングを強く主張していた人が、議論上は防衛サイドに回っているというのが今の議論の構図である。つまり、短期的な物価の動向に過度に焦点を当てて政策を考えるというマインドセットという

かメンタリティが結果として金融経済の不均衡を拡大し、今回の危機発生の一因となっているのではないかという問題意識がある。勿論、それに対して、正当な反論もあるので、議論に決着がついているという訳ではないし、私自身が特定のポジションを取ろうという訳ではない。しかし、少なくとも今皆が議論しているのは、インフレーション・ターゲティングの枠組みが持ちやすいバイアスをどう克服していくのかという問題意識である。それだけに、時々出てくるこのインフレーション・ターゲティングの議論についても、先程の議論と同じような感じがする。ただ、私自身がインフレーション・ターゲティングについて感じることは、ターゲティングを採用している国も、採用していない国も、金融政策の枠組みはむしろ近年非常に似通ってきているということである。一つは、物価安定に関する何らかの数字的な定義や目標を有していること、二つ目は、先行き数年間というかなり長い経済・物価の見通しを公表していること、三つ目は、そのうえで金融政策の運営に当たっては足許の物価動向だけでなく、中長期的にみた物価や経済・金融の安定をより重視する必要性への認識が高まっていることである。この三つは、日本銀行も含めて、主要国の中央銀行にはいずれも共通している。そういう意味で、どういうラベルを貼るかというのは実は今はあまり重要でなくなっているという感じがする。そのうえで、どうやって中長期的にみた物価や経済、金融の見通しを的確に立てていくかということが一番重要であるし、そのもとで、どういうコミュニケーションや説明をしていくのかということが課題であるので、インフレーション・ターゲティングを採用するか、採用しないかというレベルの話ではないということである。ここで息巻いても勿論仕方ないのだが、粘り強く説明していくしかないなという感じがする。以上である。

#### 中村委員

インフレやデフレの問題には、即効薬——短期でできること——があたかもあるような議論が物凄く多い。しかしながら、デフレの克服には時間がかかるし、海外の中央銀行は中長期的な視点で政策を行っているという



点が物凄く欠けているというか、なかなか理解が得にくい。そこが一番違う気がする。

白川議長

先日、中村委員が福岡での講演で、色々な現象が全てデフレに結び付けて議論されているという話をなさっていたが、私も同じような印象を持っている。

須田委員

量についての議論をする時、以前は、もう少しマネタリスト的な議論でそれを主張していた人が多かったが、今はそのような主張をしている人はほんの一部である。マーケットのエコノミスト達でこういうことを主張する場合は、量を増やせば円安になるのではないかという議論の方が多いが、それにしても、そんなプラスのメカニズムがある訳ではない。前にも言ったように、為替レートのために金融政策をやるということは近隣窮乏化政策であって——そのこと自体ができるかどうかは別として——、決してやってはいけないことである。だから、こういう議論は理論からではなく、何でも良いからどうにかしろという主張に聞こえてきて、私自身凄くフラストレーションが溜まる。それから、少し話は違うが、今日の新聞にも出ていたが、市場機能を活かすことが出口に近付くというような議論は、私は逆だと思っている。これから先、利上げがあるということになったら、自動的に市場機能は回復していくので、その時にはあまり考えない。やはり今、量を潤沢に出していかなければいけない、これをまだ当分続けなくてはならないという時に、どうやって少しでも機能を活かしていくか、却って緩和を強めている時にこそ市場機能を考えており——だから矛盾しているというような言い方をされるが——、方向はどちらかというのと逆だ。そう考えていることがなぜ出口論に結び付くのか、非常に残念なことだと思う。

## 野田委員

今の円安というか、為替と結び付けて考えるというのは、やはり量を出せば、その分だけ金利が下がる、そして円安に結び付く、こういうパスが背景にあるのだと思う。そもそも量に結び付ける、量そのものを重視する考え方であるな。

## 亀崎委員

先日、本行に各信金や地域銀行の方がみえた際に、私は、近畿、九州、それから関東といった地域の方とそれぞれ別々にお話ししたのだが、いずれも一様に、「金融機関としてはお金をきちんと出そうとしているが、メーカー・サイドから言われるのは、お金ではなく仕事が欲しいのであって、量が潤沢な状況であることはよく分かっている」とおっしゃっていた。一方、メガバンクの経営の方と別の機会に話をしたら、「企業としては、そういう状況にあることはもう十分分かっている。ただ、どうしてエコノミストとか一部の人達はもっと量を出せというのか、これは自分達もよく分からない」とおっしゃっていた。だから、非常に理解のない、本当に分かっている人達がデフレについて語ると、政府は何をやっている、日銀は何をやっているという話になる。オフレコ・ミーティングをしても、記者は皆「次は何をやるのか」と。そういう非常に短絡的なヘッド・ラインを見出したいようなことを言っている。私も、どうしてこれほど分からないのかと、このギャップには本当に苛々する。日本銀行は「今十分やっている、もうやっている」ということをあまり言うよりも、「こういう回復局面においてもローコストで潤沢な資金を供給して企業活動を一生懸命支えている——今まで何もやっていないという人もいるが——、随分やってきている」と言った方が良いのではないか。このことさえ分かっているかもしれないが、「今の状況においてベストなことをやっていて、今後も状況が変われば、それに応じて一番適切な対応をローコストで潤沢にやっていくのだ」ということを、もう一度言った方が——何かやっているから、もうやらないのかという、ないものねだりみたいなところがあるので——良

いのではないか。

白川議長

そこは常に言っている。

亀崎委員

おっしゃっているな。

白川議長

私は、今まさに亀崎委員がおっしゃったような印象があるのは良くないといつも思っている。勿論、その場の状況に応じて、どの程度の長さの答えを期待されているのかにも依存するが、いつも言っていることは、決して予断を持たないということである。予め何か特定の政策を排除する、あるいは逆にやることはないということをもまず言ったうえで、状況が変化した場合には、我々は対応する用意があるということも、講演等でいつも言っている。言っているのだが、そうならないという現状が続いている訳である。粘り強く説明をしていかなければいけないのだが、今までと同じように粘り強く説明しても多分そんなに事態は改善しないだろうという気持ちもどこかにあって、なかなかこれは一朝一夕には解決しないような気がする。

野田委員

逃げてはだめである。

亀崎委員

例えば、印象として、これだけ長々と行ってから、最後に少しだけ違うことを言ったとしても——印象は要するにそういうレベルの反応なので、余計そう感じるのだが——、何か決まり文句みたいなので、最後のところだけ聞いていない感じがある。むしろ我々としてもベストで——ローコス

トで潤沢な資金供給を——やっていくのだということを、むしろそちらの方をもう少し強調できないだろうか。最後の決まり文句は皆聞いていないような気がするが。

白川議長

否、最初に言っているのだが……。

亀崎委員

そうであるか。そうすると説明が……。

白川議長

最初に言わないと、おっしゃったようなことになる。亀崎委員が触れられたことも分かるが、私はいつも最初に言っている。

須田委員

どこをどうやって議論していくかである。私は為替レートに関心があるのでそう思うのかもしれないが、量と円安とを結び付ける時に、どうしてこれほど円高を嫌がるのか分からない。円高メリットをもう少し本気で考えないといけないのではないか。当然、円高で収益を上げている人が黙っているということはあるのだが。例えば、今年のGDPを比較してまだ中国より日本が高かったことを——まだ2位だったということ——議論した時に、あれは円安になっていけば簡単にひっくり返っている訳であるし、M&Aを進めていく際には——生き延びていくために、一から作るのではなくて海外の企業を買っていく時には——、円高であればすごく買いやすい。それから、もし円安が続くとしたら、国民が国内で持っている資産をどれだけ外に出していくのかということもある。一体、円高が日本国民にとってどういう意味を持つのか。何となく円安が良いのである、だから量と結び付ける議論があるのだが、どうして円高がそれほどいけないのだろうか。輸出業者が、輸出が大事だからという世界ではなくて、この程

度の円高で海外に出て行かなければいけない人は、私は出て行けば良いと思っている。本当に円安になって、日本の企業がどんどん買われて、日本のガバナンスというか日本企業らしさがなくなった時に、国民は何と云うのだろうかということである。そうしたことも含めて、もう少し長い意味で考えた時の為替レートの影響について——実質為替レートはあまり変わらないと言ったらそれまでであるが——、この議論をもう少し抑えるためにも、単純に円安が良いのだということではなくて、円安が進むことが本当に良いことなのかということをもう少し本気で考える必要があるのではないか。最近、円安論にすぐ飛び付く人の議論を聞きながら、そういうことを非常に強く感じている。

白川議長

為替レートについては、多分色々なご意見があると思う。各人が色々な考え方を持っているが、これは多分タイム・ホライズンの問題だと思うので、短期的な話と長期的な話があると思う。ただ、日本銀行として、例えば私の記者会見で、今須田委員がおっしゃったような形で言うのはなかなかやはり…。

須田委員

勿論、絶対言えない。言えない話だが。

白川議長

議論に対する観察としてみた場合に、短期の議論だけでなく、中長期的な議論ももう少しバランスよく考えた方が良いのではないかという点は、おっしゃるとおりだと思う。

須田委員

もう一つ、先程言い忘れたが、円高メリットとして交易条件の効果も当然ある。

## 山口副総裁

金融政策を運営するに当たっての時間軸とも関連することであるが、企業経営者にとっては、中長期的にみての経営の将来がまだ読み切れていないということがあるのだと思う。ここ十数年に亘り日本経済が停滞を続け、未だその状態から脱け出せていないことに対するある種の苛立ちが強くなっているような気がする。そういう意味では、量的緩和の時期と今とは多少趣を異にしている。そうした企業マインドを前提とした場合に、我々としてどのようにコミュニケーションを行っていけば良いのかは、実は難しい問題だと思う。日本銀行としては、必要な政策は迅速果敢に行っているにもかかわらず、企業経営者の焦燥感との関係では、我々のアクションは遅いと思われがちなムードができていているように思う。これに対して、どう対応するかということである。やるべきことはやっているというだけでは、多分理解を得られないところに今来ているような感じがする。企業経営者としても、果断にやるというなら、果断にやっている姿をみせて欲しいという気持ちになっているのではないか。この辺りの我々の受止め方と対応は、非常に難しい問題だと思っている。

## 須田委員

ただ、企業サイドでよく聞かれるのは、やはり中小企業の話が多い。そういった中小企業の人からは、例えば、日銀が量を供給しても自分達のところにはお金は来ないだろうと言われる。そこが難しい。まだ大手などであれば、我々が、企業金融としてこの間やったように、異例の措置によってより早くあるいはよりリスクを取っていくこともできる。しかし、中小企業に対してどうやって資金をより効率的な形で流すことができるかと考えたら、結局は実体経済を如何に良くしていくかということを通じてしか、なかなか我々は貢献できないということだろう。従って、企業の方の苛立ち、そういう人達の苛立ちに対しては、なかなか応えられないのではないかと思う。

#### 亀崎委員

その苛々が頂点に達して、もうどうしてくれるのだという時に手を打つのはあまり効果がない。しかし、凧というか、状況が変わっていないのに手を打つのは適切ではない。状況が変化し、かつ苛々の頂点になる前に、さらに一歩進める緩和の浸透策を打っていくということが、素早いアクションになると思う。その辺の見極めがどの程度なのかである。前回はドバイ・ショックで、円高に振れ、株安に振れた結果、マインドが非常に打たれた時に手を打ったので、かなりの効果があった。この時は苛々になる前であって、かなり対応が早く、だから効果もあった。そういうタイミングとどういう手を打つかが重要である。

#### 山口副総裁

適切な比喻かどうかは分からないが、病人が病気がなかなか治らなくて苛々している時に、医者まで苛々して良いのかという問題があると思う。我々自身がフラストレーションを溜めてしまい、我々が働きかけるべき企業家や消費者に対して、我々のフラストレーションをみせてしまったのでは、上手なコミュニケーションはできないだろう。そういう意味で、粘り強く語りかける際に、我々としてももう少し工夫の余地がないかということをもいつも考えていくべきではないかと思う。

#### 亀崎委員

そうであるな。

#### 中村委員

一方、中央銀行にとって、できることとできないことがある。企業家からすれば、中央銀行は色々なことができるという前提に立っていることで、フラストレーションが溜まっているとすれば、これはこれでまた問題のような気がする。

白川議長

企業経営者も含めて、日本経済に対するフラストレーションと言っても良いかもしれないし、あるいは焦燥感と言っても良いが、その原因、日本経済の本当の問題は何なのかということだと思う。その本当の問題をどういう言葉で表現できるのかという時に、取り敢えず今よく使われるのはこのデフレという言葉である。しかし、今の日本経済が直面している最大の問題は何なのかというと、日本経済の生産性が徐々に下がっている、潜在成長率が下がっているという中で色々な問題が今出てきているということであって、その象徴としての一つがデフレなのだと思う。そういう意味で、大きな状況認識として、何が最大の問題かという点をやはり我々は的確に理解する必要があると思う。数回前のこの席でも申し上げたが、デフレ論議の最大の弊害は、我々が直面している本当の問題について、我々の認識をやや曖昧にしたことだと思う。そう考えた時に、もう一回どうやって生産性を上げていくのかということについて、色々な面で総点検をしていく必要があると思う。それがない限り、経済は本格的には成長をしない。にもかかわらず政策当局として「いやいやまだこういう策があるのだ」というふうにプリテンドすることは、多分良くないと思う。我々にできることは、今の低金利政策をしっかりと続けていく、それから金融市場に混乱があれば、果敢に流動性を供給する、これは中央銀行しかできないことであるので、しっかりとやっていく。しかし、今我々自身が感じているのは、多分、別の焦燥感だと思う。今回、デフレという問題に限ってみた時に、改めて国によって経済システムは違うのだと思った。日米欧ともに大きな需要の減少というショックが加わった訳であるが、反応の仕方は、例えば労働でみると、明らかに違って、日本の場合は賃金の引き下げと時間減で主として吸収した訳である。雇用は勿論減少したものの、欧米対比では雇用自体の減少は少なかった。アメリカは雇用の減少と賃金の上昇率の引き下げで対応した。欧州は時間減と残った調整圧力は雇用減で吸収した。改めて、今、一人当たり賃金をみると、日本の場合は絶対値で前年対比6%



位下落している一方で、欧米の場合は伸び率は下がったものの、引き続きプラスの世界である。そのことのみラー・イメージとして、失業率の上昇がある。日本は勿論上昇はしたが、その上昇幅が一番小さかった。意識的な選択があったとは思わないが、日本の労働市場がどういうふうに変化したかという、結局賃金を引き下げて、その分雇用は確保するという道を選んだ。最終的に、経済政策で何が大事とされたかと言うと、しっかり雇用は確保するというように、よく言われる名目ではなく実質——雇用というのは実質そのものであるから——を重視した政策を日本社会全体としては採った形になっている。どの対応が良いのかというのは勿論分からない。欧州型の対応も、一つの選択肢としてはあると思うし、アメリカ型もあるし、どのモデルが良いのかは勿論分からないが、少なくとも同じショックに対して各国が異なった反応の仕方をしている。デフレの問題を議論する時に、デフレのその部分だけを議論するというやり方は、多分議論としてはバランスを欠いていて、全体として雇用がどうなっているのか、経済全体がどういうふうになっているのかということとのバランスで判断していくのだと思う。これは短期の話であるが、そういう意味で、短期の議論、長期の議論ももっと議論を深めていく必要があると思う。

#### 亀崎委員

今まで、極めて本質的な問題について、十分理解を得ていくと同時に、果敢にアクションを採ること——金融政策として、真ん中直球のストライクゾーンの中での施策を打つこと——についてはもうやっている。しかしながら、変化球という世界がまだあるのではないだろうか。今はずっとその世界をストライクゾーンの中でやってきているが、先程の苛々の頂点のところではないタイミングとしてあるかないかはやはりよく勉強して、詰めて考えていかなければいけない。

#### 野田委員

一つだけ、ご異論もあるかもしれないが。今のように次に何かまだ出て

来るだろうという期待を市場が我々中央銀行に対して持っていることもあって、今、潜在的なリスクを抱えつつも、何となく全体として一頃のような危機感がなくなっているし、安定の方向に向かいつつあるということが醸し出されている。だから、そのオプションのようなものを我々がどう使っていくかということも——今の亀崎委員のご議論を少し引き延ばして言えば——政策の一つだし、全くこれ以上ないのだということもある。かと言って、何かないと出てこないというのも我々の信認にとってプラスではないだろう。信認や、よく言われる独立性という意味からも、プラスではないだろう。やはりその刀を抜く時のタイミングが常に一番難しい問題ではあるが、重要であろう。

#### 白川議長

私自身大事だと思うことは、我々自身が行う施策が単なるパフォーマンスではなくて、細かいかもしれないけれども、こういう形で経済と繋がっていることをやっていくことだと思う。それがあれば勿論やるし、ない時にあるかのようにやるのは良くないと思う。先程の量的緩和についてもそうであるが、コミュニケーション上の難しい局面というのは、ずっと日本銀行でもあったし、昨日も少し議論になりかけたが、イングランド銀行でも直面しているという感じがしている。やはり中央銀行が信頼されていくうえでは、自分達なりに——100%証明する必要は全くないのだが——リーズナブルにこういうルートがあり得るといえるものがあって、それでその政策なり措置を講じていくことが大事である。その基本姿勢をずらしていくと、中央銀行というものの性格が全く変わってくるという気がする。先程、国際金融情勢の話をしたが、これは日本銀行からみると先程来の議論になるし、欧米からみると別の文脈で非常に難しい状況になる。欧米ではデフレという問題は生じていないが、あれだけの高い失業率がある中で、彼ら自身のバランスシートは伸びきっている、金利はもうゼロになっている、財政もこれ以上拡張は難しいという状況になっている。そういう中で、一方でエクスペクテーション・マネジメントはしていく。しかし一方で、中

中央銀行も含めて政策当局に対する信頼が崩れると、元も子もなくなってしまふということだと思ふ。そういう意味で、繰り返しになるが、我々自身がリーズナブルに「これはチャンネルがあるのだ」というものを考えないといけないと思ふ。

#### 須田委員

おっしゃるとおりだと思ふ。僅かでも効果があったということだろうが、そうはいっても今度はそれからイグジットする時のコストがある。それまで結構時間がかかる時はそのコストの大きさが問題である。BOEをみても、あるいはFedをみても、様々な政策はその時に必要だったので、やむを得ずやったことでもあるし、主体的にやったことでもある。出ていく時のコストの大きさに対して、日本銀行はそこまで大変な金融危機の直接の影響を受けなかったから、相当余裕を持って対応できるという有り難さはあるが、我々はそのコストまで考えて効果も評価していかないといけない。そこでまた慎重だと言われてしまうかもしれないが、やはり私は長い目でその部分をしっかりと評価したうえで政策を考えていきたいと思ふ。

#### 白川議長

日本銀行も含めてどの中央銀行も、ポテンシャルなベネフィットと今おっしゃった難しさをバランスにかけながら、入念に設計しているということだと思ふ。

#### 野田委員

そういうように言うと、我々もかつての量的緩和、ゼロ金利の長期に亘ったコストはそれなりに今評価をしている。必ずしもプラスだけでなく、コストも大きかったとこれまでもずっと言い続けてきている。だから、今、須田委員がおっしゃったように、現時点でのグローバルな状況を見ると、日本はまだそれほどコストがかからないだろうということははっきり言

えると思う。

山口副総裁

出口としては、緩和からの出口と将来あるかもしれない引き締めからの出口の二つある。この二つの出口についてはコストは非対称でないと思う。我々がデフレ克服が重要だと認識した段階でこの点は明らかになっている。

野田委員

非対称だということであるな。

山口副総裁

そうではなく、対称だということである。緩和からの出口、つまり引き締めに移るののは難しく、逆に引き締めからの出口、つまり緩和に移るののは容易だと考えると、非対称になってしまう。ここが問題なのだと思う。この点は、人々が我々を評価する際の一つの軸になっていそうな気がする。この辺りについて誤解を解く努力をしていかないと、我々を評価する目にバイアスがかかってきてしまう気がする。

野田委員

要するに、そのコストに対する見方とそれから市場の評価とはアンバランスだということであるな。我々はイコールだとしていても、世間はそうみていないと。

白川議長

そういうことである。

野田委員

市場はそうみてくれないという辛さであるな。

白川議長

他にないか。ないようであれば、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。財務省の香川俊介大臣官房総括審議官お願いします。

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、自律性に乏しく、未だ厳しい状況にある。先行きについても、国際的な金融情勢の動向、雇用情勢の一層の悪化やデフレなどのリスクが存在し、民需主導の力強い成長経路に復帰するための基盤は依然として脆弱である。

政府としては、現下の厳しい経済情勢のもと、デフレを克服し、景気回復を確実なものとしていくために、去る1月28日に成立した平成21年度第2次補正予算と、現在国会でご審議頂いている平成22年度予算とを一体として切れ目なく執行していく所存である。

日本銀行におかれても、昨年12月18日の金融政策決定会合において、マイナスの物価上昇率を許容していないことを明らかにすることにより、デフレ克服への決意を示されたところであるが、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、デフレ克服をはじめ、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。

白川議長

それでは、内閣府梅溪健児大臣官房審議官お願いします。

梅溪内閣府大臣官房審議官

2月15日に公表した昨年10～12月期のGDP1次速報では、実質成長率は前期比年率+4.6%、名目成長率は同+0.9%となった。今回のQEは、景気の持ち直しの動きを反映したものであるが、我が国の経済は依然として厳しい状況にあることに変わりない。また、先行きについては、雇用情勢の一層の悪化、デフレ圧力の高まりによる需要低迷などのリスクに留意

する必要がある。我が国経済の当面の課題は、雇用を確保しつつ、確実な景気回復とデフレの克服を図ることである。消費者物価は、平成 22 年度においては、マイナス幅が縮小するものの緩やかな下落が続くと見込まれる。デフレの克服に向け、日本銀行と政府が一体となって、できるだけ早期のプラスの物価上昇率実現に向けて取り組んでいくことが重要である。政府としては、デフレを克服し、景気を持ち直しの動きを確かなものとするため、昨年 12 月に決定した「明日の安心と成長のための緊急経済対策」を着実に実施するとともに、先月 28 日に成立した第 2 次補正予算と平成 22 年度予算を一体として切れ目なく執行していく。また、新たな需要と雇用を創出していくための新成長戦略の施策の追加と具体化を進めるなど、その責任を果たす対応に取り組んでいく。日本銀行におかれても、昨年 12 月 18 日の金融政策決定会合において、消費者物価上昇率に関し、「ゼロ%以下のマイナスの値は許容していない」としたことを踏まえ、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運営によって、デフレ克服を目指すとともに、経済を下支えされるよう期待する。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは議案を読み上げる。一枚目が金融市場調節方針である。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 対外

公表文は別途決定すること。以上。」である。二枚目、対外公表文である。一番だけ読み上げさせて頂いて、二番以降は微修正であるので、修正部分だけご覧頂ければと思う。「2010年2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。」パラグラフの2. は現状判断であるが、ご覧頂くとおり、6行目、「公共投資は頭打ちとなりつつある」から「なっている」というように変更している。その3行下、物価であるが、「変動の影響が薄れてきたことなどから」を「の動きなどを反映し」というように変更している。3. 先行きの見通しは、前月と変えていない。4. は、展望レポートの中間評価が終わったので割愛している。裏をご覧頂いて、5. のリスク評価——項番が変わって4.になるが——、旧6. ——新しい5. ——の当面の金融政策運営方針、この二つのパラグラフは変更ない。以上である。

白川議長

ご意見はないか。ないようであれば、これで確定したいと思う。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します。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁  
西村副総裁  
須田審議委員  
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]

VI. 議事要旨（1月25～26日開催分）の承認

白川議長

最後に、1月25、26日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付している議事要旨案についてご異議はないか。ないようであれば、議事要旨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

議事要旨は原案通り承認された。議事要旨は 23 日火曜日の 8 時 50 分に  
対外公表の予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、3 月 16、17 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、この場の皆様におかれては、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 11 時 45 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 11 時 45 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。

(11 時 40 分閉会)

以 上