

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年3月16日（14:00～16:13）

3月17日（9:00～12:44）

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（16日、17日10:44～

12:44）

金融市場局長

外山晴之

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

関根敏隆

国際局長

大野英昭

（事務局）

政策委員会室長

飯野裕二

政策委員会室企画役

橘 朋廣

企画局企画役

大谷 聡

企画局企画役

中村康治



きくなっているが、これは3月の初めまでは税揚げに向けてやや神経質な展開となる中、本行が厚めに資金を供給したのに対して、市場が落ち着いてきて以降は、積みが前倒しで進捗していたこともあって、供給額をやや絞り込んできたことによるものである。図表1-2で日銀当座預金の保有状況であるが、引き続き、地銀、外銀等が超過準備を保有している。ただし、外銀は、一部欧州の銀行において、本部からの回金が大幅に減少したことや、大幅な円転地合いとなる局面が少なかったこともあって、前積み期に比べれば、超過準備額を減少させている。この間、都銀は積み期後半に入ってから大きくブレーキをかける形での積み進捗のコントロールを図ったが、複数行が預貸の上振れによって、昨日の最終日を待たずに積み終えてしまった。このところ、財政資金の出るタイミングが不確実さを増してきていて、これも積みの管理を難しくする一因となっている。図表1-3の2009年10月積み期以降の短期金利のグラフでGCレポ・レート（スポネ物）をご覧頂くと、本行が日々の国債買現先オペの金額を一定に保つ中、0.100~0.125%のレンジで推移した。短国については、2月末までは、低めのレートで新発物を大量落札した一部証券会社と一定の水準を確保したい投資家との目線が乖離した結果、そのような証券会社の在庫負担がやや重くなっており、レートが強含む面もみられたが、それ以降は積み進捗のコントロール姿勢を強めた都銀やレポ・レートの低下による短国の売却円滑化を企図とした一部証券会社が資金放出を積極化したこともあって、レートは大きく低下した。なお、証券会社の中には、本行の資金供給オペに積極的に応じた挙句、担保不足に陥り、レポ市場で担保を調達した先もみられたことから、誘導目標水準を下回るビッドもみられ、こうした動きもレート下落の一因となった。

図表1-4、1-5、無担コール市場残高をご覧頂くと、1月に5兆円を割り込むところまで低下した後は、やや復元して足許は6兆円前後で推移している。もっとも、これについては、一部信託や一部系統による調達訓練がみられたことや、2月と3月にそれぞれ決算がある短資会社への協力として、通常DDで行われている取引を当該短資経由の取引としたことから

嵩上げされたといった指摘もみられる。

図表 1-6、オペの実施状況であるが、市場機能の確保にも配意しつつ、金利入札方式、固定金利方式の共通担保オペを中心に潤沢な資金供給を継続している。基本的には、長めの資金を主体に供給して、資金偏在の調整を市場に委ねるようにしている。もっとも、本年 3 月は、国債償還に加え、地域活性化交付金や公共事業費の支払い等により 9.3 兆円の資金余剰となる見通しであり、しかも 3 日の税揚げによる 5.0 兆円をボトムに不足日が続いた後、23 日の償還日以降急速に財政資金が出てくる見通しにある。このため、約 15 兆円程度の凹凸を均すべく、3 月入り以降は、3 月下旬及び 4 月上旬にエンドを到来させるような短めのオペを数本オファーしている。なお、3 月 8 日に 3 月 31 日スタートのオーバーナイト末初物オペを実施した。落札レートは、0.10%であった。固定金利方式の共通担保オペは、2 月 24 日オファー分で供給額累計が 9 兆 6,000 億円に達した。3 月 5 日以降は、期日到来分のロール・オーバーとしてのオファーとなっている。応札倍率は緩やかに低下してきていて、直近 3 月 12 日のオファー分は 7 倍を割り込んでいる。都銀や地銀で応札を見送る先が若干出ている。国債買現先オペについては、1 週間物だけオファーしている。オファー額は、前回決定会合以降、3 月 1 日までは毎日 8,000 億円、レポ・レートが落ち着いてきた 3 月 2 日以降は、毎日 6,000 億円としている。落札レートは、0.10~0.12%であった。企業金融支援特別オペであるが、前回決定会合以降 5 回オファーして、いずれも減額ロール・オーバーとなっている。一部都銀において、CP の発行量が減少し、担保を確保することが難しくなってきたことや、別の都銀で資金余剰感が強まり、オペによる資金調達を抑制していることなどが背景にある。なお、特別オペのオファーはあと 1 回で完了する。4 月以降、この 1~3 月に実施した特別オペのエンド日が順次到来するが、これらエンド日をスタート日とする長めの金利入札方式共通担保オペをオファーしていくことを予定している。CP 等買現先オペについては、低調な応札動向を眺め、2 月 16 日以降 1 回当たりのオファー額を 4,000 億円から 3,000 億円に減額し、直後はそれでも札割れとなった

が、前回決定会合以降は、短資会社等からの相応の応札があつて、札割れは発生していない。後程、市場動向についての説明で述べさせて頂くが、C Pは発行量が減少する一方、投資家の購買意欲が強く、特別オペが終了しようとする中にあつても、高格付け物の発行レートは、短国レートを下回る状態が続いている。このため、今後の市場動向を見定めたいうえ、徐々にフェーズアウトを図っていくこととしたい。

図表 1-8、2 月末時点での担保の受け入れ状況であるが、共通担保総額で 112 兆円と既往ピークとなっている。このうち、民間債務は 10.6 兆円と、こちらの方は前月比ほぼ横這いであつた。全体としては、共通担保総額に占める民間債務の比率は約 1 割弱になっている。ただ、金融機関間のばらつきが大きく、一部信託やその他といった業態で与信額に占める民間債務への依存度が高くなっているところがみられる。なお、年度末越えの資金繰りに関する懸念は聞かれていないが、年度末に向けては資金の巡りが悪化するのが例年のことであるので、今後、当座預金残高、あるいは準備預金残高（除くゆうちょ銀行）ともに積み上げていく方針である。もっとも、特に 23 日以降は、財政資金が一気に出てくるために、本行の資金供給オペは、固定金利方式の共通担保オペや、国債買現先、C P 等買現先オペ、特別オペ等、一定の頻度、金額で実施しているものを淡々とオファーしてだけで、残高はかなりの高水準となる見通しである。逆に言うと、その他のオペは、ほとんどオファーする余地がないといった状況である。従つて、資金量が多くても、資金偏在の調整に円滑さを欠くことになる可能性は排除できず、また、この他にも財政資金の支払いが減少したり、時期がずれたりした場合には、機動的に対応することとしたい。逆に、資金余剰感が強まり都銀の積み進捗が大きく進んでしまうなどして、無担保コールレート（オーバーナイト物）が誘導目標水準を大きく下回るような場合にも、逆の意味で機動的に対応していきたいと考えている。

次に、市場の動向について、ご説明申し上げます。図表 2-1 (2)、ターム物レート等の推移であるが、特にユーロ円の 6 か月物のレートがここに来て低下してきているのが目立つ。一部系統や地銀が運用難から目線を下

げて放出をしていると聞いている。それから短国のレートであるが、特に3か月物でやや振れた展開になっている。大きくはレポ・レートに沿った動きになっていて、その元を辿れば、証券会社の在庫積み上がり状況に即応した動きということである。図表2-2、ターム物レートの推移、まずTIBOR-OISスプレッドであるが、直近をご覧頂くと、年度末に対する警戒はほとんどみられていない状況である。(2)のCP発行レートであるが、先程申し上げたように特別オペ打ち切りの影響はほとんどみられていない。レートは多少振れてはいるが、総じてみればほぼ横這いなし緩やかな低下を続けている。発行額が減少しているということ、それから特別オペが打ち切られてもCP買現先オペがあるということが効いているとの指摘がマーケットから聞かれるところである。図表2-3、LIBOR-OISスプレッドであるが、各通貨のうち、ドルのスプレッドが足許やや低下している。これは、LIBORも少しは低下しているが、それ以上にOISがここにきて少し上昇していることが効いている。米国の短期金利の足許の上昇については色々要因が言われているが、税揚げあるいは国債決済といった一時的なことから、ファニーメイがクレジット・ラインを絞り込んだといった噂、あるいはファニーメイも含めたGSEがバイアウトをしているといったこと、それからSFPの増額、さらにT-Billの発行増加といったようなことも材料として言われている。それから、図表2-3の(2)のドル転コスト対ドルLIBORスプレッドであるが、このところ円転地合いが弱まっている。邦銀がドルでの運用を減らしていることが言われている。あと、これはアネクドータルではあるが、一部生保も外債投資を若干引き上げているといったことも聞かれている。それから、図表2-4であるが、TIBOR、LIBOR、ユーロ円実勢レートを並べた中で、やはりTIBORの下げがここにきて鈍くなっているのが目に付く。貸出基準レートになっているが、スプレッド貸のウエイトがかなり大きくなってきている中で、

だろうとみている。なお、TIBORについては、4月1日にレファレン

ス・バンクが交代することが発表されている。全部で 17 行あるが、そのうち邦銀 2 行が退出して、新たに外資系が 2 行入ってくることになっている。毎年、市場取引量とか、円資産残高、レピュテーション、レート呈示実績等を見て、全銀協が入れ替えるということであって、この入れ替えがレートの下押しに働くのではないかといった声がマーケットから聞こえている。それから L I B O R であるが、図表 2-4 の (2)、3 か月物をご覧頂くと、ドルの L I B O R が先程申し上げたような要因が働いているということで、僅かに上昇している。この間、円の L I B O R は、なだらかに下降を続けているので、足許にきて再逆転となっている。一方、L I B O R の 6 か月物についても動きとしては同じようなことではあるが、まだ開きがある状況であって再逆転には至っていない。

図表 2-6、長期金利である。まず米国であるが、前回決定会合以降、公定歩合の引き上げがあったり、入札を控えた懸念がマーケットを支配するといったことで、一時的にレートが上向いたこともあったが、その後、F e d の高官等から低金利を暫く続けるといった発言が続いたことから、逆にレートは下降トレンドに入った。均してみると、ほぼ横這い圏内での推移になっている。欧州、日本もほぼ同じような動きであるが、日本は特に振れが小さくなっている。欧州については、ドイツ債の金利に触れさせて頂いているが、焦点はむしろギリシャ等のソブリン・リスクが言われているところの国債とのスプレッドである。日本については、投資家の動きが鈍い中で、レンジ内の推移ということである。こういった中、年度明けのアノマリーを囓して、買い場を探ろうとする動きもあったが、ここにきてトーン・ダウンしている。低金利が持続するという見方が強まってきているように窺われる。なお、海外ファンドが、スワップション等で長期金利の上昇にベットする動きがあるということを何回かご報告申し上げているが、こうした動きも足許をみると、若干尻すぼみ気味になっている。日本の国債マーケットについて少し学習をしたところ、これはなかなか勝ち目がないかもしれないということが分かり、こういうような動きが出てきたということである。いずれにしても、現物への影響はみられていない。

図表 2-8、日本のインプライド・ボラティリティであるが、一時 3%を切るなどパリバ・ショック前のレベルまで戻ってきて、かなり落ち着いたレート推移が予測されている。長国先物の値幅・出来高比率の推移をご覧頂いてもかなり落ち着いていることがみて取れる。図表 2-9、社債と国債のスプレッドであるが、(2)、(3)の中で米欧をみると、欧州では、スプレッドが再び縮小に向かっている。ギリシャ等への懸念が台頭していた折に、起債がキャンセル、先送りされていた銘柄は、ここにきて集中的に発行され消化が進んでいるといった話を聞いている。日本であるが、消費者金融銘柄のスプレッドは上昇しているが、投資家が運用難から選別的に物色をしている中で、各格付けについて、横這いなし緩やかに低下が続いている。図表 2-10 の CDS プレミアムをご覧頂いても、ギリシャ問題等で一時上がったプレミアムがここにきてまた下がってきている。

図表 2-11、株式相場の推移であるが、前回決定会合以降、日米欧とも上昇している。ギリシャの財政赤字削減策の追加策が 3 月 3 日に発表されたこととか、3 月 5 日に米雇用統計が発表になり、これが予想よりも良かったことが材料となって回復を続けてきている。ギリシャを巡る懸念が払拭され切った訳ではないが、ギリシャの進むべき道筋が示されたことでやや収束してきたといったところである。図表 2-12、主体別売買動向であるが、データの出ている直近週に至るまで外国人が 4 週連続で買い越しになっているが、12 月、1 月の買い越し額と比べると、少ないものにとどまっている。それから、ボラティリティもかなり低下してきたことがお読み取り頂けると思う。東証 R E I T 指数であるが、引き続きリファイナンス・リスクが意識される展開ではあるが、下位銘柄において新スポンサーが決まった、あるいは合併が行われた、それから昨日であるが官民ファンドが初めて利用されたといったようなこともあって、やや愁眉を開いたような形になっている。

図表 2-13、最後に為替相場であるが、大きくみると、主要 3 通貨のうち、円とドルはエマージング通貨対比で下落する一方、ポンド対比で上昇するといった中で、全体としては、横這いなしやや下落といったことに

なっている。一方、ユーロは、それまでの下落から反転はしているものの、やはり上昇の動きは鈍いままになっている。この間、円レートは多少上下に振れているが、2月17日に公表されたFOMCの議事録がややタカ派的であったこととか、2月18日にディスカウント・レートが上昇したということで、一旦円安に振れたが、その後、バーナンキ議長等の打ち消し発言があって元に戻し、さらに足許では3月3日の先程申し上げたギリシャの赤字削減追加策の発表等でまた戻すといった展開になっている。それから、図表2-14、リスク・リバーサル、あるいはIMMネットポジションをご覧頂くと、なおドル・プット超になっているが、これが若干縮小をみている。IMMネットポジションはほぼゼロ近傍であるが、足許は、ややドル・ショートになっている。ただ、マーケットの見方を聞いていると、短期的な見方は分かれているが、少しここにきて先行き円安を予想する向きが増えてきているといった印象を持っている。特に、円／ドルでみると、日米の金融政策の方向性がここにきてはっきりと違ってきているといったことが意識されている。こうした動きを受けて、輸出勢では輸出為替を控えたり、あるいはオプションを買うといった動きが出ているほか、生保では外債投資についてヘッジを外してオープン化するといった動きも出ている。図表2-15、クロス円取引であるが、ポンドがやや軟調である。これは、材料に事欠かない訳であるが、政局の不透明感が増して、選挙の後、政権交代となる可能性が高いといったこと、貿易赤字の予想比拡大、格付け機関による財政に対するネガティブなコメント、それからイギリスの生命保険会社がアメリカの生命保険会社を買収するといったような動き、さらにはバンク・オブ・イングランドから資産買取ファシリティーの枠を場合によっては拡大するといった発言が出ているといったことが、全てポンド安の材料となっている。

それから、図表2-16、エマージング、コモディティであるが、これも直近のギリシャ等への懸念の台頭で大きく下落したところを中心に戻ったという展開になっている。特に通貨で言えば中南米、特にブラジル、チリ等の通貨が上昇している。それから、エマージング株価については、特

に落ち込みの大きかった中東欧での反動が大きくなっている。コモディティについては、リスク・アペタイトの回復につれた動きということで、特に原油が足許は少し下がっているが、基本的に上昇を続けてきた。金は横這い圏内の動きになっているが、これは中国の外貨管理局が金を買うことに慎重な姿勢を示していることが出てきているものである。私の方からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

西村副総裁

先程お話のあった資金の偏在である。これについて、予兆はある程度見やすいのか。あるいは、即日で何とかしなければならぬ状況になるということか。

外山金融市場局長

今は、全体として資金が大量に供給されているので、我々が追加的に即日投入しなければ回っていかないような事態にはなっていない。ただ、我々としても、財政からどの位のお金が出るかが直前になるまで読めない、あるいは見通しが大きく崩れてしまうといったことも多くなっている。これは、銀行にとっても同じようなことが起こっている。その日、蓋を開けてみないと、特にメガの複数の銀行が当日に見通していた金額と大幅に違う着地になっていることが度々起こっている。その分の保険をより多く必要とするようになってきているということかもしれない。

須田委員

財政について少しみにくくなったとおっしゃったが、理由はどのようなことか。

外山金融市場局長

元々3月は色々な支払いが立て込む月であるが、特に今年度については、補正が2回組まれて色々なタイプの資金が出てくる中で、資金の支払いのやり方がこれまでと変わって、一つの省庁から他の省庁に一旦行った後、それが実施されるといったようなことになった。その辺がこれまでとは少し様子が違うものだから、我々としても直前になるまで読み切れない部分があるということである。

須田委員

それは今後も続くと考えておいた方が良いか。

外山金融市場局長

今後は、3月ほど予想が大きく外れてしまうようなことは恐らくはないと、期待も込めて考えている。

野田委員

エマージングの株価をみると、中東欧が少しアウト・パフォーマンスしているような感じがあるが、これは何か理由はあるのか。

外山金融市場局長

やはりギリシャ等のソブリン・リスクが少し心配されている時に、思惑で大きく下げていたものが戻したというところが大きいと思う。

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

国際局から海外経済の現状評価について、ご報告申し上げます。資料-3「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表の追加分である。前回会合以降に公表された経済指標を総合すると、世界経済は緩やかな回復を続けており、今後も続けていくとの私共のメイン・シナリオを改めて確認するものであった。

米国経済からご報告する。図表 1、実質GDPについては、改訂+5.9%で、当初は+5.7%であったので小幅の上方修正である。風速として高い成長になったことが改めて確認された。次に、実質個人消費については、1月まで緩やかな増加が続いていることが確認された。また2月についてもリコール問題を受けたトヨタの販売減、あるいは豪雪の影響もあり、自動車販売は減少したが、小売売上高は増加を続けた形となっている。次に、住宅である。ここには掲載していないが、住宅販売は中古住宅が昨年末にかけて大幅に増加した反動から足許減少している。新築も低水準での動きが続いている。こうした低調な需要動向のもとで、住宅着工をみると、低水準で横這い圏内の動きとなっている。ケース・シラー住宅価格指数も昨年夏以降ごく緩やかに上昇してきていたが、達観すれば足許については横這い圏内の動きにとどまっている。次に、設備投資である。非国防資本財受注（除く航空機）については、1月単月で前月比-4%となっている。ただ、発電機等大型案件の振れが生じているようである。均してみると、機械投資は、低水準ながら持ち直し傾向を維持しているのではないかとみている。設備投資全体としては、下げ止まっているとの判断を変えていない。次に、輸出・輸入である。1月単月では減少した。均してみると、減速しつつも、輸出・輸入ともに増加傾向が続いている。中でも輸出については、新興国を中心とした世界経済の回復、輸入については米国経済が緩やかながら回復していることを映じた動きと言える。次に、生産面である。今申し上げたように輸出が増加し、個人消費も緩やかに増加するもとで、ISMは50台後半で推移しているし、鋳工業生産も3月は+0.1%と緩や

かに増加傾向を維持している。続いて労働市場である。非農業部門雇用者数は、市場予想ほどは悪化しなかった。2月は豪雪の影響があったにもかかわらず、減少幅の拡大が小さなものとどまっていた。ただし、失業期間については、既往ピーク圏内で推移しており、恒久的なレイオフの比率も高水準にあるなど、雇用情勢自体は依然厳しいと言わざるを得ない。物価面については、コアCPIは伸びが鈍化している。内訳をみると、不動産市場の軟調を映じた家賃、サービス消費の節約を受けた外泊費の下落が目立っている。なお、3月から4月にかけては、昨年のたばこ税引き上げの影響が一巡するというので、今後コアベースでみて0.3%程度の押し下げ効果が見込まれている。また、10~12月のユニット・レーバー・コストは-5.9%に改訂されたが、このマイナス幅は1947年の統計開始以来最大の前年比マイナス幅となっている。こうした賃金コストの状況を踏まえると、先行きも米国のコアCPIのプラス幅は低下傾向を辿るという見方が多くなっている。以上、米国についてである。

次に、図表2-1、ユーロエリア経済についてである。ユーロエリアについては、実質GDP改訂値はほとんど変わらなかった。当初+0.4%であったが+0.5%となった。今回、需要項目別の内訳が判明した。中身をみると、輸出が増加を続ける一方で、個人消費は横這い、総固定資本形成は減少、ユーロエリアは輸出主導で持ち直している姿が明らかとなった。また、国別にみると、フランスが増加、ドイツは横這いとなる一方で、やはりギリシャやスペインはマイナス成長が続いている。域内で景況感の格差が開いていることが確認できた。輸出は、製造業PMI輸出受注指数からは、輸出の増加傾向が足許まで続いていることが確認できる。もっとも、小売売上数量、新車登録台数、消費者コンフィデンスはいずれも悪化している。消費が足許まで弱めの動きを続けていることも確認できる。こうした消費の弱さには、失業率が9.9%と高水準で推移しているように、雇用情勢の厳しさが影響しているとみられる。このように内需と外需が対照的な動きをみせているが、生産をみると、鉱工業生産は1月も+1.9%と増加を続けている。製造業PMIも50台前半で推移している。生産の方は

持ち直しの動きを続けているとみて良いと思う。物価面については、コアCPIで緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化を背景として、財・サービスともにプラス幅を縮小させている。1月はコアでみて+0.9%であり、2月も総合のみであるが+0.9%と、直近で+1%を割る形になっている。また、掲載していないが、クレジット環境についても、企業向け銀行貸出がマイナス幅を拡大している。M3は前年比ゼロ近傍の動きとなっている。内需の弱さやマネーの低迷を踏まえれば、インフレ率のプラス幅の縮小傾向は、欧州についても今後続くものと考えて良いかと思っている。

図表 2-2、英国について申し上げる。実質GDPは大幅な改訂となった。第4四半期+1.1%で、当初の+0.4%から大幅な上方修正となっている。内容的にみると、ポンド安を受けた輸出のプラス寄与、在庫投資のプラス寄与が大きくなっている。一方、英国における内需面では、設備投資が減少を続けているほか、個人消費も増加しているものの、自動車販売促進策の効果、あるいはVAT引き上げ前の駆け込み需要の影響等が10~12月については大きい。今後これらの反動減が第1四半期に予測される。

次に、新興国の経済である。アジアの指標については国際局で季節調整を行っている。今回、定例の季調替えに伴い、系列を遡及改訂していることをご承知頂きたい。まず中国である。1~2月の指標が公表された。中国の場合、旧正月の影響がある。去年は旧正月が1月、今年は2月で、多くの数字は1~2月を均した数字を置いており、これを中心にご説明したい。輸出については、増加を続けている。内需面では、固定資産投資は減速しているが、消費財小売売上総額は高い伸びを続けている。また、ここには掲載していないが、自動車販売をみると、1~2月で平均144万台と既往ピークの水準にある。こうした需要動向のもと、工業生産は高めの伸びを続けており、貸出については2月の月間増加額は+0.7兆元と、1月の+1.4兆元からは縮小したが、ペースとしては速いものがある。CPIは2月単月では前年比+2.7%である。食料品、非食料品ともに前年比プラス幅が拡大している。なお、中国については、全国人民代表大会が3月5日から14日まで開催された。結果としてそれほど目新しい動きはなかつ

た。具体的には、追加引き締め策は打ち出されなかったし、閉幕にあたっての会見で温家宝首相は「従来の積極財政と適度に緩和的な金融政策を継続する」という意向を改めて示した。温首相会見の中で、注目点は二点ある。一つ目は、不動産価格の高騰や物価動向を非常に心配していると記者等とのQ&Aで述べていることであり、状況に応じて政策スタンスを調整する可能性を滲ませている。二つ目は、為替政策について、人民元相場は過小評価されていない、と米国等の動きや圧力に対して牽制的な発言をしていることである。

他の諸国についてみると、インドについては10~12月の実質GDPが+6.0%と、+7.9%と高い伸びとなった前期からは減少してはいるが、まだまだハイペースでの成長が続いている。鉱工業生産、製造業PMI等を併せてみてもインド経済は高めの成長が続いているとの判断ができる。卸売物価についてであるが、2月の前年比が+9.9%であり、上昇が加速する形となっている。

次に、NIEs、ASEANについてであるが、10~12月の実質GDPが出揃った。台湾、タイ、マレーシアは前期比年率で+10%を超える高成長となっている。その他の多くの国でもプラス成長を続けていることが明らかとなった。これらの需要項目別の内訳をみると、在庫投資のプラス寄与が縮小する中で、個人消費が伸びを高めたほか、輸出、総固定資本形成も増加している。足許までの指標をみても、IT関連需要の拡大もあり、輸出が増加を続けているほか、生産や内需の増加基調も続いている。NIEs、ASEANについては、景気の拡大局面入りが視野に入ってきたとみている。もちろん新興国では、政策効果に関するリスクが考えられる。これまで既にマレーシア、オーストラリア、ブラジル、インドといったところが利上げや準備率の引き上げ等に踏み切っており、金融緩和を修正する動きが徐々に広がりつつある。こうした政策は、新興国が自助的成長を維持するうえで必要不可欠な措置であるが、NIEs、ASEANでは多くの国で、昨年10~12月も二桁台の高成長を達成したと先程申し上げたとおりであるので、昨年春頃からの急回復が続いている中で、現在の政策

変更のスピード・規模で十分と言えるのかどうか、国によってはビハインド・ザ・カーブになっていないかを今後注意深くみていく必要があると考えている。

最後に、欧州の財政問題であるが、ギリシャが——高クーポン 6.25%ではあったが——3月初の国債入札を無事通過した。4月、5月の償還額 230 億ユーロに対して、今年に入ってから合計で 130 億ユーロを調達できた。これは約半分強であり、一定の調達が進んだと言って差し支えないかと思う。今般、ギリシャ政府が付加価値税利率の引き上げを含んだ追加的な財政赤字削減策を公表した。ユーロ各国もギリシャ政府の対応を一応評価しており、市場は今、小康状態を保っていると言って良いのではないかとみている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

中村委員

米国の住宅関連について、価格や業者のコンフィデンス等で幾つか弱い指標が出ているが、これは例のインセンティブで厚化粧していたのが剥げて元に戻ったということで、弱くなっているというよりも、均されているということか。

大野国際局長

インセンティブについては、当初 11 月に一旦打ち切る予定であったものを 6 月まで伸ばしているもので、1~3 月はむしろもう少し底上げ効果——下支え効果——が期待できるのではないかと思っている。従って、夏場にかけての反動減が怖いところである。ただ、マーケット自体については——価格もそうであるが——、新築というより中古の在庫が減らないし、さらに差し押さえ物件が流れ込んでくるので、中古も含めた需給が非常に弱いということが言える。もう一つは、中間層あるいは低所得者層の

雇用環境が厳しいため、住宅市場については、なかなか注意の目を外せない状況が今後半年続くのではないかとみている。

#### 亀崎委員

その住宅市場を含めてであるが、米国の指標をみていると、GDPが2009年の第3四半期、第4四半期に改善して、今年に入っても個人消費、小売売上等が改善しているが、根本的に大きな問題である米国の雇用、住宅市場、それから金融機関——今年の3月の第2週までに30行、去年は17行も破綻している——、この三つの大きな問題の改善は必ずしも進んでいないと思う。これまで緩やかな回復過程にあった米国であるが、この先のリスクをどのようにみているのか。難しいところではあるが、必ずしも一番大きなところの改善が進んでいないことが気になる。

#### 大野国際局長

先行きについては、亀崎委員がおっしゃることと全く同じ考えである。むしろ私共としては、去年の年末、それから足許の1月も含めて、これまで消費と企業活動、あるいは設備投資が健闘してきていることが、多少良い方のサプライズである。そういう意味では、そこから先のパスについては、本質的な問題である家計のバランスシート調整、銀行のバランスシート調整もあり、また中小金融機関のその向こうにある中小企業の貸出の問題もまだ解決されていないので、そういった色々な本質的な課題をどのようにこなしながら、米国経済がよりしっかりした自律的な回復基調に辿りつくかといったところは目が離せない。因みに、多少良かったのは何故かというと、勿論米国経済の底力という面もあるが、やはり中国やアジアなど新興国向けの輸出がある意味で背中を押していると思う。その部分は、世界経済全体の中では、もう少し期待し続けても良いのかと思われる。その辺りのプラスとマイナスの引っ張り合いの中で、米国経済が動いていくのかなと思われる。

## 須田委員

米国経済の消費をみるうえで、貯蓄率がどこまでいくのかが気になっている。統計の変更もあるのでなかなか難しいが、消費が健闘している一方で、これはまだ上がっていくとみていた方が良いのかということが一点。財政政策をやり、金融面でも確かに色々なことをやってきたのは分かるが、リアルな面で公共投資等を考えた時、この前の説明で、地方がなかなか問題だという話を伺った。財政面で今までやると言っていた政策が、結果的に地方に問題があるから、もうこれ以上出てこないのか、それともまだ遅れている部分があるのか。前に危機対応として出してきた財政のパッケージのどの程度が実現されているのかがなかなかみえない。その辺のところを少し…。

## 大野国際局長

米国の消費が何とか持っているということについては、貯蓄率がある程度どう動くかということと関連性が高いと思っている。日本と比べた場合、米国の方がもう少し感覚が楽観的なものかもしれないが、通常であれば、これだけ雇用環境が厳しい状況であれば、貯蓄率は上がる方向にみておいた方が良いのではないかと私は思っている。そういった中で、消費、その裏にある貯蓄率の動きは、元々マイナスであったものがどこまで戻るかということもあるが、そう一方向に行き続けるということも考え難いが、当面はもう少し上がってもおかしくはないかと思っている。二番目の財政の刺激策等がどこまで出てきて、地方のブレーキがどうかかかっているかということであるが、個々の地方、州については、例えばカリフォルニア等では、財政状況が厳しい中で、予定どおり執行が進んでいないという面はあると思う。ただ、米国全土のマクロ的な計数で見ると、そこが当初の予定よりもそんなに遅れているということはないように思っている。四半期、半期のパターンでどの程度まできているかについては、おおよそ1~3月から4~6月のところで風速としてピークを付けて、その後、年後半についてはGDPの押し上げ効果としては、若干のマイナスというパスではないか

と思っている。それほど大きな段差が付くというよりは、今年の中では春先から4~6月位のところをピークにして、緩やかに減少していくような形でいくのではないかと、地方政府の若干の進捗の遅れも含めてみている。

#### 堀井理事

須田委員と亀崎委員のご指摘のクロスポイントであるが、地方財政が悪いことが一段とはっきりしてくる。先程も住宅の話があったが、もっと下げ止まりが鈍いのは商業不動産である。いずれにせよこの両方の面で税収がかなり落ちてきているので、基本的には地方政府はバランス・バジェットであるので、従って、税収が落ちた分はどこかで支出を落としていかなければならない。それが教育とか公共サービス分野における雇用の削減に繋がる可能性もあり、短期的には例のセンサスで雇用が一時的に増えるが、そういうものを除くと、むしろ地方政府のところから雇用のマイナスが出てくることも考えられる。従って、亀崎委員も根っこの問題であるとおっしゃっていて、須田委員も地方の財政が気になるとおっしゃったが、両方表裏でこれからマイナスがでてくる可能性があるともみておいた方が良くと思う。

#### 野田委員

その雇用について、アメリカとヨーロッパで状況は一緒であるが、構造的には違う。構造の違い等を踏まえて、今の回復の格差も米欧ではっきりしてきた。雇用は、どのようにみているのか。雇用統計そのものは恐らく早晚プラスが出てきてもおかしくはないが、実際の中身はどうか。裏返して言えば、労働生産性の高さはどこまで続くのか。一般的には相当緩やかにしか回復しないという見方が強いが、私は、ヨーロッパは緩やかな回復というか、もう少し悪くなるのかとみている。この点、どうか。

#### 大野国際局長

米国の雇用については、短期的な動きとしては、取り敢えず最悪のとこ

ろは少し通過しつつあるかと思うが、自律的な回復と言えるかどうか。堀井理事がおっしゃったことを考えると、状況によっては、また踊り場的なところで再度悪化するという可能性もないとは言えない。それに比べると、欧州の方は、もう少し構造的ないし深刻な問題として、ワークシェアリングとか保蔵雇用といったところで、表面の数字以上の深刻さを内包しているということが言える。また、内需やギリシャ問題、それから一番大きな問題として、緊縮的財政の効果が相当大きな下押し要因として出てくるということになれば、欧州の雇用情勢についてはもっと悪化するリスクが高いとみておいた方が良いでしょう。

#### 須田委員

エマージングないしは資源国のインフレについてであるが、需給ギャップがほとんどなくなってきた、食料品も含めてかなり上がってきている、あるいは賃金も上がってきている。このインフレが日本からみた時に、輸入財価格の上昇となって影響してくるかということに関心がある。一般の食料品だけではなく、そういった製品も含めて物価が上昇していくというのがみえてると捉えて良いのか。それとも主として食料品等がインフレのメインな部分であるとみておいた方が良いのか。

#### 大野国際局長

エマージング、特にアジアの新興国等の物価については、食料品を例外的なものとして捉えるよりも、食料品の価格を起点としてそれが物価全体に跳ねるリスクを先進国以上に意識しなければならないというのが一点目である。そういう意味では、多くのアジアのエマージング諸国——含む中国——については、一般物価上昇の懸念があるということである。二つ目は、それだけではなく、コア・インフレに対しても、中国、インド、タイといったところでじりじりと上昇圧力がかかっている。日本との関係あるいは競争力との関係で注意しなければならないのは、韓国である。私としては、特にインドと韓国については、冒頭で申し上げたように、場

合によってはビハインド・ザ・カーブ的なリスクがかなり増大しつつある状況ではないかと思っている。ただ、色々な事情がある。韓国については、例えば中央銀行総裁の任期が4月初であるが、まだ決まっていないという状況で色々難しい問題もあると側聞している。また、タイについては、相当の政情不安があり、そういった中で金融の引き締めができるかどうかといったこともある。それぞれ国によって事情は異なるが、そういった中で食料品の価格上昇が顕現化しているが、その他にコア・インフレに対する注意がより一段と必要となっている状況に差しかかりつつあるということではないかと思っている。

白川議長

他にご質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、資料－4 参考計表でご説明する。図表1、10～12月の実質GDP 2次速報を確認すると、前期比+0.9%、1次速報の+1.1%から幾分下方修正された。変わったのは、在庫投資であり、寄与度で+0.1%から-0.1%に修正された。それ以外の項目はほとんど変わっておらず、概ね想定どおりであった。なお、遡及改定により7～9月のGDP成長率が-0.1%となり、3四半期連続のプラス成長ではなくなった。ただ、過去3四半期平均して年率+3%程度の速いペースで回復してきているという事実は変わらない。この後、1～3月がゼロ成長ならば、2009年度は-2.4%になる。実際には1～3月もそれなりのプラス成長が続いて、年度が-2.3%程度で仕上がる蓋然性が相対的に高いと考えている。簡単ではあるがGDPは以上で、以下足許の指標を確認していく。

図表 3 の公共工事請負金額だが、資料作成後に 2 月の数字も出ているので申し上げる。1 月の前月比 $-2.6\%$ に続く 2 月の前月比が $-9.3\%$ である。この結果、四半期ベースでは 10~12 月の $-6.7\%$ に続く 1~2 月の数字が $-7.2\%$ ということになる。公共投資は先程の GDP ベースでも緩やかな減少が始まっており、このように請負段階での減少が鮮明になってきているため、これまでの頭打ちという判断を、減少していると変更するのが適当かと考えている。

図表 6、実質輸出は、上段の太い実線右端 1 月が 10~12 月対比 $+3.6\%$ と順調に増加を続けている。毎四半期 1 割前後の増加であったこれまでのペースに比べると減速しているが、次の 2 月の数字が出て、それが確報に変わる 3 月末のタイミングで季節調整替えを行うため、1~3 月の減速の程度については今の時点では幅を持ってしておく必要がある。データ上の制約は承知のうえで、内訳をみておく。図表 7 であるが、上段の地域別、第 1 四半期の列で特徴的なのは、一番上の米国向けの減少である。中身はほとんど自動車が増加している。今申し上げた季節調整の問題もあり、第 4 四半期と第 1 四半期でこれだけコントラストがつくのは大き過ぎるかと思うが、昨年夏の買換え支援策によって一旦枯渇した現地在庫の補充が概ね終わっているという意味では、1~3 月がやや弱めになること自体は想定範囲内である。一方、東アジア向けであるが、1 月は非常に高い伸びになっている。春節のタイミングにより、1 月が強く出て 2 月が弱く出るという年であり、さすがにこの 1 月はでき過ぎと思われる。しかし、ミクロ情報では、東アジア向けは実勢として好調を維持している模様であり、春節明け後の中国の足許の状況も引き続き強いと聞かれる。輸出の先行きについて、少し前までは海外経済において政策効果が弱まってから自律回復力が強まるまでの繋ぎ目で一旦ややはっきりと減速するのではないかとみていた。しかし、足許の上振れ気味の動きにより、昨年急速なリバウンド局面から次第に巡航速度のパスへと繋ぎ目が目立たない形、シームレスな形でもって滑らかに移行していく可能性が高まりつつある。この点、先程申し上げた 2 月確報後の季節調整替えの状況も踏まえ、展望レポート

作成時までにはもう少し具体的なイメージが持てると思っている。輸出関連は以上である。

設備投資は図表 13 をご覧頂きたい。法人企業統計の設備投資については、10～12月のGDP統計に反映されている。機械受注だが、1月の10～12月対比が+4.3%となっている。製造業が+6.9%と10～12月の大幅な増加の後、さらに増加を続けている。素材関連を中心に振れかもしれない動きもあるので、足許の強さは多少割り引いてみた方が良いかもしれないが、電気機械については、均してみても持ち直し傾向が徐々にはっきりとしてきている。自動車については、方向としてはやはり持ち直し傾向であるが、そのペースはかなり緩やかである。一方、非製造業は10～12月の減少に続き、1月の10～12月対比も-4.0%と、こちらは弱い動きが続いている。ただし、今回は携帯電話が足を引っ張っているが、それを除くベースの試算値が公表されており、それだと非製造業も下げ止まりといっても良いような動きになっている。因みに、機械受注全体の数字が2009年7～9月の-0.9%から、10～12月の+0.5%、2010年1～3月の+4.3%となっているが、それに対応する除く携帯電話ベースの数字を今の順番で申し上げると、2009年7～9月が+0.8%、10～12月が+4.0%、2010年1月の10～12月対比が+9.1%である。この最後の+9.1%は先程申し上げた振れもあるとみられるが、それを割り引いても、このベースでみれば下げ止まりというよりは、持ち直しと言った方が良い位の状況になってきている。それから、もう一つの先行指標の建築着工であるが、こちらも1月は10～12月対比で+16.2%と良い数字が出てきている。ただし、こちらは明らかに小売関連の大型再開発案件の影響があり、まだ持ち直しという判断まではできない。下げ止まりの段階とみておくのが適切と考えている。

それから、関連する企業部門の指標をもう少しみってみる。図表 17 で、これは年1回の企業行動アンケート調査であるが、それぞれのグラフの右端が今回1月中旬の調査分であり、一段目、二段目の今後3～5年程度の期待成長率をみると、さらなる下振れは回避されていることが確認できたという理解で良いと思う。そうしたもとの、三段目の今後3年間の設備投

資についても、一年前の調査よりは改善している。ただ、これで漸く過去の景気ボトム並みの段階と言える。因みに、この同じ調査における輸出企業の採算為替レートだが、今回は92円90銭となっている。

次に、企業収益を確認しておく。右の図表18であるが、三段目の法人季報の売上高経常利益率で、右端の10～12月は全産業、全規模で3.30%とかなり改善してきている。かつ内訳4部門とも全般に改善傾向にある。時系列は図表19であるが、どのセクターもV字回復となっている。大幅にコストカットしたところで需要が回復してきていることが基本的な背景である。とは言え、他の様々な指標との平仄を考えると、今回の法人季報の収益は中堅、中小を中心にややでき過ぎの感も拭い切れない。元々四半期の収益は振れが大きいいうえに、特に中小企業は年度毎のサンプルの振れの問題もある。さらに図表20の一番下、中小企業の利益関連DIは、まだかなり低い水準にある。特に右下、法人季報の対象にならない零細企業、個人企業が含まれている小企業の採算DIは前回のボトムを大幅に下回ったままほとんど改善がみられていない。このように法人企業の収益については、第一に、振れの要素があり得ること、第二に、対象外の零細・個人企業がより厳しい情勢にあるとみられること等を踏まえ、少なくともマクロの付加価値創出力という観点からは、幾分割り引いてみておく方が良いのではないかと考えている。しかし、多少割り引くとしても、企業収益は意外としっかり回復してきていると申し上げて良いと思う。その一方で設備投資については、まだ漸く下げ止まった段階であって、当面はなお横這い圏内となる蓋然性が高いと思っている。しかし、その先については、今の収益の状況や先程の先行指標等からみて、設備投資が次第に持ち直していくというシナリオを、従来よりも少しばかり自信を持って描き得る状況になりつつあると考えている。

次に、個人消費、図表22である。下段の耐久消費財であるが、前回予想したとおりの展開になっている。すなわち、家電販売は前月までの増勢の一番はやはり綾だったのであって、引き続き強い増加トレンドにある。一方で、自動車については頭打ち傾向がはっきりとしてきている。この足

許の自動車販売の水準評価であるが、自動車メーカーに聞いてみると、サステイナブルな水準と比べて、政策の効果によって1~2割程度押し上げられているのではないかという感触である。そして先行きについては、4~6月は横這いないし幾分減少する位のイメージで推移して、補助金終了前の7~9月に駆け込み需要で1割位増加して、補助金が切れた10~12月は反動で一気に3~4割落ちる。それから来年の1~3月にかけて次第に持続可能な水準まで戻すというように、かなりぎくしゃくとしたパターンになると自動車メーカーではみている模様である。それ以外の個人消費の指標については総じて弱めの動きが続いている。ただし、図表23上段の黒の太い線の百貨店をはじめとして、全般的に一頃よりは減少テンポが緩やかになってきているようにみえる。第一に、景気情勢、株価の持ち直し、第二に、雇用・所得環境の最悪状態からの脱却、第三に、価格低下の需要下支え効果等が基本的な背景と考えられるが、家計部門の厳しさが本当に和らぎつつあると言えるのかどうかについては、もう少し様子を見る必要があると思っている。当面の個人消費では、10~12月まで大幅に増加していた自動車が頭打ちになってきているという点が一番大きな変化であるため、全体としてこれまでの持ち直しから一旦横這い圏内になるとみておく方が引き続き妥当性が高いと思っている。

次に、住宅投資、図表27である。住宅着工であるが上段の太い線の右端、着工戸数は全体で86.3万戸という数字である。これで5か月連続の増加である。着工ベースでは下げ止まりから持ち直しに転じつつあるとあって良いと思われる。下段の細い線のマンションの在庫が随分と低下してきており、価格の調整も進んでいることで買い時感が強まっており、ペントアップ・デマンドが徐々に顕在化してきている。各種政策の効果であるが、それ自体としては大きなものではなさそうだが、買い時感をなにしたが強める要因にはなっていそうである。ただし、先行きの回復ペースについては緩やかなものにとどまる可能性が高いと引き続きみている。住宅は以上である。

図表28の生産・出荷・在庫関連指標であるが、鉱工業生産の数字、こ

ここに書かれている 1 月の +2.5% は速報だが、その後確報が出て +2.7% へ上方修正されている。その結果、脚注 2 にある予測指数を繋げた 1~3 月の前期比は、+4.6% から確報で +4.8% になっている。ただこの予測指数の数字は、元々強めに出ている可能性が高いと思っており、ミクロ情報を踏まえた我々の予想では +3.0% 程度とみている。もとより、こうした我々の予想自体も月を追って上方修正されてきており、1~3 月は大きく減速するという感じではなくなりつつある。さすがに 4~6 月については自動車一旦ピークアウトするとみられることもあり、減速する可能性が今のところ高いと思っているが、それでもほぼ完全に横這いになってしまうとみていた前月段階に比べると、小幅なプラスが維持されるというように幾分上方修正してみている。このような生産の上振れの基本的な背景だが、なんと言っても新興国需要の上振れである。需要分野としては、情報関連、インフラ関連、設備投資関連と幅広く上振れの動きがみられている。業種に翻訳すると、一般機械、電子部品・デバイス、鉄鋼などが幾分上振れている。中でも東アジアのファウンドリとか EMS の設備投資が急回復している模様であり、それらからの受注を受けている国内メーカーの中では納期に間に合わせられるかどうか心配であるという繁忙感を訴える向きも一部ではあるが出てきている。少し前までは、生産は夏頃までが正念場と申し上げていたが、その辺りまでの視界は段々開けつつあるということかと思っている。ただし、むしろエコ・カー補助金が終了する 10~12 月以降に心配事が先延ばしされている面もあるということは注意が必要である。それから、統計的には、生産の統計の年間補正、季節調整替えが 4 月 15 日に行われる。経済・物価の展望レポートの前に多少過去の分が変わるのでその点は留意されたい。

生産は以上で、次に雇用関連である。図表 32 であるが、一番上の有効求人倍率は季節調整替えが行われており、12 月まで 0.43 倍で底這いを続けた後、直近の 1 月は 0.46 倍まで僅かに改善という姿になっている。次に中段の労働力調査の 1 月であるが、雇用者数の前年比が -0.6% と 10~12 月の -1.4% に比べて減少幅が急速に縮小している。季節調整済み前期

比では+0.7%とかなり増加している。その結果、3行下の失業率についても1月は4.9%とかなり改善している。これらは生産やGDPの着実な改善が雇用面にも及び始めている可能性を示唆する動きではあるが、逆に余りにも急に良くなり過ぎていてデータの振れの可能性が強く疑われる。この点、下段の毎月勤労統計の常用労働者数の方は、1月の前年比が-0.2%、季節調整済み前月比も0.0%で、前月までの数字と何も変わっていない。やや長い目でみた傾向的な動きは労働力調査でみて、月々の変化は毎月勤労統計でみるのが雇用関連統計の見方の基本原則である。この基本原則に照らすと、足許、雇用の改善が始まったと言って良いのかどうかは、もう少し慎重に見極めていく必要があるようである。先程の失業率についても、実際はまだ5%台で高止まりしているという位にみておく方が良いと思う。下段の中程の名目賃金だが、こちらも1月分は+0.1%と、それまでの大幅なマイナスから一気にプラスに転化している。賃金については毎月勤労統計でも月々結構振れてしまう。所定外給与の+2.2%はうなずける動きであるが、所定内給与のマイナスが0.5%まで一気に縮小している点や、特別給与の前年比が+10.3%となっている点、この辺りは実勢かどうか多少疑わしい。そもそも明日の確報で、かなり変わる可能性がある。それを踏まえたうえで、さらにもう1~2か月位様子をみていく必要があると思っている。全体として雇用・所得環境については最悪期は脱しつつあるという位にはなってきたと思うが、足許のデータは多少でき過ぎという感じもあるので、なお厳しい状況にあるという評価をしておくべきかと思う。雇用関連は以上である。

次に、物価である。図表38をご覧ください。上段の黒の太線の日本銀行国際商品指数であるが、前月よりも上昇傾向が幾分はっきりしている。このことが今回、国内企業物価の先行きの見方を若干変更する背景となっている。その先行きについて申し上げる前に、足許の国内企業物価の状況を確認しておく。図表41、下段の右側であるが、3か月前比で1月に+0.3%と強含みに転じた後、右端直近2月は+0.4%となっている。ここまでは想定どおりであり、前月時点では、この後の3月に一旦プラスが消える位

になるとみていたが、その後の国際商品市況の反転上昇により3月も2月と同じ位かあるいはそれ以上のプラスになる蓋然性が強まってきている。さらに4月以降については、前回申し上げた鉄鉱石と原料炭値上げの影響が出てくるのが確実にようになってきている。しかも前回みていたよりも上昇幅が大きくなりそうである。そうした点も踏まえると、国内企業物価の先行きは当面、「強含みないし横這い」というよりは、単純に「強含み」で推移するという状況に微妙に変わりつつある。しかし、この川上の動きが消費者物価にまで目にみえる影響を及ぼすとは現時点では考えにくいと思っている。消費者物価、図表44であるが、上段の右、濃い線の総合（除く生鮮食品）は1月の前年比が $-1.3\%$ 、細い線の総合（除く食料およびエネルギー）、いわゆるコアコアであるが、これが $-1.2\%$ と、ともに12月と変わっていない。想定よりこれは若干弱いかという感じもなくはないが、コアコアのマイナス幅拡大がそろそろ止まってくるという想定の大枠範囲内にあるとみておいて良いと思う。この後の除く生鮮食品であるが、結局コアコアの動きで大枠決まってくるのでマイナス幅の縮小は極くゆっくりとしたものにとどまると予想される。3月頃までは今位のマイナス幅からほとんど変化せず、さすがに景気がボトムを打って丸1年が経過する4~6月位からマイナス幅が徐々に縮小に向かって、夏頃には $-0.7\sim-0.8\%$ 位を目指す展開になるのではないかと予想している。ただし、こうした予想は、あくまでも需給ギャップの改善からの過去平均的なタイムラグや、中長期の物価予想が崩れないこと等を前提に、考え方として整理しているに過ぎない面もあるので、この予想が本当に当たるかどうかについては、今後の毎月の展開を緊張感を持ってみていく必要があると思っている。

以上、本日申し上げたことを総括すると、日本経済は足許に関する限りは1月の中間評価対比、幾分上振れている可能性が高いと思っている。その基本的な背景は、新興国の需要の強さにある。雇用関連や個人消費など家計部門についても、データそのものは幾分強めに出ているが、これはデータの振れかもしれず、実勢として上振れているかどうかの確証はまだ

ない。このほか、住宅投資や設備投資については、想定に比べて特に上振れているというほどではないが、持ち直しに向かう兆候が次第にはっきりしてきているということは心強い動きである。ただし留意点が二つあり、第一に、新興国経済が幾ら強いとはいっても輸出の増加ペースはこれまでのリバウンド局面に比べると、いずれ必ず減速していく。新興国の成長自体がインフレ圧力の台頭によって一旦ブレーキがかかるリスクもある。第二に、国内面で、エコ・カー補助金が終了する10～12月辺りに生産が一旦減少する可能性を今度は多少心配しなければならなくなっている。すなわち、少し前までは日本経済は夏頃まで一旦踊り場的になり、その後再びスピードが上がっていくというイメージを持っていたが、今は足許が上振れる一方で、年度後半にそれなりのハードルがあるという状況になりつつある。海外経済が上振れ気味に推移している今の中に、国内民間需要の自律回復の芽がどの程度育ち、どの程度のショック耐性を備えて年度後半を迎えるのか、そういう辺りに我々の視点も徐々に移していく必要があると思っている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

労働分配率について、データによって別々の動きがあるという指摘があるが、どのようにみておけば良いか。

門間調査統計局長

これは非常に難しい。今回はここに明示的にデータを付けていないが、要は法人季報の収益がこれだけ回復しているので、法人季報の人件費を法人季報ベースの付加価値で割った労働分配率というのは、今はもう非常に低下している。一方、GDPベースの方の労働分配率は、上がったところからあまり低下していないというのが足許の状況である。そのうえでどち

らを信じるかであるが、ここはなかなか難しいところがあって、少し足許の法人季報の収益が振れの部分があるかもしれないということと、人件費の削減のペースがGDPの雇用者報酬よりも相当速い。これも、もしかすると年度のサンプルによる振れがあるかもしれない。あくまでも最終的にはGDPベースで評価するので、まだ労働分配率はそれほど下がっていない可能性が高いというのを基本に据えつつ、そうは言いつつもそれなりに調整が進んでいるという位の見方でみている。

#### 中村委員

この25頁の消費者コンフィデンスであるが、季節調整済系列で、生活不安度指数とか下を向いているものもあるが、この辺はどのようにみているのか。

#### 門間調査統計局長

この中段の月次ベースの消費者態度指数は、実は昨日この後もう一つ出ている、少しまた上がっている。その意味では、色々な指標がばらばらであるという状況である。ただ、聞き方も微妙に違って、例えば、今はまだトレンドが下を向いている日経消費予測指数、これはむしろ過去一年間を振り返ってこの一年間に良くなったかどうかということを知っている。一方、今ご指摘にあった生活不安度指数は、一年後までを展望して先行きを聞いているということで、一年間タームがずれている聞き方になっている。それから、消費者態度指数はその中間位で、6か月位先までを聞いていてタームが微妙に違う。従って、これを素直に読むと、過去は悪かったが下げ止まってきている、目先はそこそこ楽観するが一年後は心配と、そのように読める。ただ、そこまで深読みしなくても、取り敢えず一進一退というふうに評価をしている。

#### 亀崎委員

鉄鋼原料——鉄鉱石および原料炭——の件についてである。原料炭は

2008年に300ドルまでもの凄く上がった後、昨年は下がったが、四半期毎の交渉に変わった今回の妥結は恐らく200ドル位、すなわち55～56%のアップとなった。鉄鉱石は、昨年比80%ないし100%のアップで、これは2008年のピークを上回るかもしれない。四半期ごとに変化するが、基調としては、やはり新興国の需要が強いから堅調にいくだろう。これは自動車とか家電品とか、ずいぶん広範囲に影響を及ぼすこととなろう。ピークであった2008年は、年後半に随分値上げをしていったが、今年も、ミルはどうしたって上げていかなければいけないという状況になっている。先程、今回の鉄鋼原料の値上げは、CPIにはあまり影響しないのではないかという話であったが、2008年のあれだけ上がった時でも、その影響はあまりみられなかったということか。

門間調査統計局長

みられなかった。

亀崎委員

ということは、メーカーが吸収してしまったということか。家電メーカーとか自動車メーカーが吸収して、消費者に転嫁しなかったということか。

門間調査統計局長

そうである。メーカーは苦しんだと思う。今おっしゃった通り、2008年度は鉄鉱石はそれまでの50ドルから80ドルに上がった。今回は——2010年度は——60ドルから90～100ドルに上がるだろうと言われている。石炭——原料炭——は、2008年度は豪州で雨があったので極端に上がったのであるが、今回はそこまでは上がらないということで、今おっしゃった数字なのである。今、我々が色々聞いている感じでは、恐らくそういうことも全部含めて、かつ国内の需要が当時より弱いので、恐らくCGPIベースで2008年度の時に比べると上げ幅は半分位になるので

はないかと考えている。先程の図表 41 をもう一度ご覧頂きたいが、半分がどういうイメージかというと、下段の左側、3 か月前比でみて頂いて、2008 年度の中辺りに結構大きな縦縞の棒が上に立っている。これが当時の上げ方なのであるが、これの半分ぐらいのイメージが取り敢えずの感触である。

これだけ上がった 2008 年度の時に、C P I がどうであったかを、先程の図表 44 でもう一度ご覧頂くと、鉄であるから基本的には耐久消費財等に一番跳ねそうであるが、図表 44 中段の財の図表をみると、これは前年比でみているが、耐久消費財——斜め線——はずっとマイナスである。この時上がったのは、要するに石油製品と食料品なので、原油とか穀物が上がらない限り、C P I はあまり上がらないというふうに今回も想定し得る。

亀崎委員

なるほど、分かった。

須田委員

これからの設備投資について、少し明るい話をしていたが、企業金融のメモをみていると、電力とか通信は来年度に入ったらかなり投資が出て、全体を押し上げるような記述もあった。「少しは」というのは、そういうミクロのデータも踏まえて、そういう判断をしているということか。

門間調査統計局長

そうである。今やはり一番前向きになってきているのは電気機械関連だと思う。何しろ先程申し上げたように、東アジアが沸騰状態なので、部品とか部材とかでも一部相当品薄になっているものもあるので、生産能力の強化が段々関心の的になってきている。そろそろ設備投資をしても良いかという意見も出てきているということである。特に D R A M とか N A N D フラッシュであるが、これらは元々今年度から投資が始まる予定もあったので、そこは確実に出てくると思う。それ以外に、自動車については、ま

だ持ち直しはゆっくりという感じになるし、かつ先程の10月以降の国内販売の状況如何によって、改めて投資のペースを決めていくということかと思うので、まだ不確実性は相当あるが、それ以外の一般機械とかそれから素材関係がアジア関連の需要を中心に、全般に良くなっているのは支援材料だと思っている。

須田委員

他方で、償却というか、廃棄する方の動きはどの程度進んでいるのか。

門間調査統計局長

少なくともいわゆる能力指数ベースの動きはほとんどない。ただし、ミクロ情報とか決算情報等では減価償却はそれなりに立っているので、企業の意識としてこれは経済価値がないという意味での整理はできてきていると思う。それはある程度実態に即してそういう整理をしているはずなので、ある種そこは能力にはなっているが、今後はもうそこは使う当てがないということなのだと思う。ただそこは、統計上はこれは物理的に除却しないと能力指数が落ちてこないもので、稼働率指数が実態に比べると少し過小評価になっていくという可能性は今後あると思う。今ちょうどその稼働率が、その意味では確報のところで申し上げれば良かったが、図表28をみると、2010年1月の稼働率が指数で87.6まで上がってきている。12月の84.3に続く指数が87.6である。これで漸く2001年末のボトムを上回ってきているということである。であるから、表面上指数が普通の不況の水準になり、かつこれが恐らく若干過小評価なので、設備投資の持ち直しへの基盤は段々出てきていると考えて良いかと思う。

野田委員

先程の収益の見方について、少しばらつくのだろうが、大企業はそれほどブレないとすると、キャッシュ・フローは相当貯まってきた。その辺と設備投資との関連——収益との関連——からみると、先程おっ

しゃったように、従来みていたよりも相当良いというか。相当というか、そこそこ良いという感じか。

#### 門間調査統計局長

足許までの収益は予想外に良かったという評価で良いと思うが、設備投資は今のところ大体想定通りである。元々、そろそろ下げ止まって、2010年度に入る位から段々持ち直していくという感じで我々は思っていたので、その蓋然性がより自信を持って言えるようになってきているのではないかということである。キャッシュの使い道については、まだまさにこれから企業が検討していくのだろうが、取り敢えず借金を返済したいという声はあちこちから聞こえる。ただ、銀行との関係もあるので取り敢えずはまだ手許に置いておくが、本当は返したいという声はずいぶん聞かれている。

#### 西村副総裁

設備投資に関して、海外シフトの強さはどの位の感じでみているのか。それとも、ある程度国内にも出ていると考えて良いのか。

#### 門間調査統計局長

今、そこも精査している最中であるが、取り敢えず出てきている話は海外が多い。ただ、我々が例えば数か月位前から掴んでいたような情報に比べて、足許ことさら海外シフトが進んでいるかという点、そこまでの動きでもない。それなりに国内でも投資するという動きが残っている感じであるので、今のところ従来からみていたような、海外投資はある程度進むだろうが、それによって国内が空洞化してしまうほどではない、国内投資も緩やかに持ち直してくるのではないかと、という延長線上でみておいて良いと思っている。

野田委員

先程の 10～12 月期辺りが一つの注目だとおっしゃっていたが。それはかつてみていた 4～6 月期、年半ば位で踊り場的な様相があり得べしというような見方が単純にずれたということなのか。そのこのところのイメージをもう少し伺いたい。

門間調査統計局長

自動車に関しては、単純にずれたと申し上げるのが一番明快で良いと思う。ただし、ずれている半年間で世の中全体が変わっている。今明らかに起こっていることは、新興国経済を中心とする世界経済の上振れだと思う。場合によっては、個人消費も少し上振れ気味かもしれないといった感じである。そういう、新興国から来ている企業収益の強化、設備投資へ繋がっていく経路、それがこの半年間でどの位確固たるものになっていくのかポイントになる。先程、最後に申し上げたように、4月にショックが来ると日本経済はまだ結構脆弱であるが、半年後であるならば、その段階でもう少しショック耐性が強まっているかもしれない。そこがポイントになる。

野田委員

要するに、4～6 月、7～9 月位までで水準を稼げる、経済のレベル感が大分上がってくるというところが、大分違ってくるということか。

門間調査統計局長

そのとおり。かつ、その中身が本当に 2010 年度に入った位から設備投資がある程度はつきり出てきて、かつ雇用面の調整も大体終わってくるということになってくると、年度下期の心配事もだいぶ薄らいでくと思う。そこがまさにこれから大きなクエスチョンマークとしてみていくべきところだと思っている。

野田委員

分かった。

山口副総裁

企業経営者を取り巻く環境で言うと、抽象的な聞き方で悪いが、霧の濃さは一頃よりはずいぶん薄らいできたということか。それとの関連で、中長期的な成長期待の下振れについて、経営者がどの程度意識しているのか。その辺も少し変わってきているのか。

門間調査統計局長

取り敢えず、その足許のところはさらに一段と下振れるという感じは、先程のアンケートをみても、それからアネクドータルにもない。問題は、上がり方がこの位の上がり方で良いかどうかだと思う。そこについては、正直申し上げて、例えば自動車などでも、やはり 2007 年の水準にはなかなか数年間戻らないだろうという見方は相変わらず強いし、電子部品の一部では既にピークに近づいてきているという話はあるが、一般機械もまだ稼働率はかなり低いので、その意味では、日本の大きな——いわゆる御三家と言われる——業界のうちの二本柱がまだ中長期の期待について十分に回復できていない段階であることも事実である。そのことと関連するが、そういう中でも大企業は海外進出とか色々な手を使ってそれなりに生き延びる道を模索してくるのだろうが、結局そういう大企業の力が十分に強まらないことのある種の影響が、中小やさらに零細——2 次下請け、3 次下請け——といったところに出てきている。従って、地方やあるいは東京近辺でも中小企業の商工会議所等の話を聞くと、全く回復感がないという話がこれはもう異口同音に聞かれる。これは業種を問わず聞かれるので、若干仕事は増えたが全然足りない、まだまだ仕事が欲しいという状況は、基本的に中小企業、零細企業は変わっていないということだと思う。そういう意味では、大企業は生きる術は多分見付けられるだろうが、中小を含めたマクロ全体でどうかということになると、まだ大きな不確実性がある

ということかと思っている。

山口副総裁

あと一点。私自身は設備投資の回復ペースに比べると雇用の回復がやや遅いという感じを持っていたが、図表 17 の企業行動に関するアンケート調査の今後 3 年間の設備投資伸び率の見通しと雇用者数増減率の見通しを比較すると、雇用の回復も意外に早いのではないかという気もする。これについての評価はどうか。

門間調査統計局長

元々 2008 年度の時のアンケートで——一年前であるが——、設備ほど急角度では落ちなかったというところが一つのポイントである。ここはなかなか難しいが、やはりこれは大企業に聞いているので、大企業はある程度、あまりブランクを置かずに人を採用していこうという意識が元々強いし、それほど雇用について大きく落とさなければならないというふうには思っていなかったのだと思う。それは何故かという、これはいわゆる非正規が入っているかどうかがよく分からないのである。要は、この一年間で大企業がやってきたことは、非正規を落とし、外注を削り、自分の社員を守った訳である。その意味では、そういう状態のもとでこういうアンケートが行われてきているかもしれないので、これも大企業対中小零細企業という問題になるが、ここで大企業があまり雇用を落とさなくても良いと言っていることの裏側として、実は零細企業の受注が減っているとか、仕事が増えないという面があるかもしれない。従ってそこは、まさに先程申し上げたような大企業の裏側にあるものも含めて考えると、マクロ的には雇用は大丈夫だとか、企業の期待は下振れていないということだけで済まして良いのかという問題は残ると思う。

白川議長

先程の亀崎委員の質問とも関連するが、原料炭や鉄鉱石が値上がりして

も最終的な消費財の方にはほとんど影響しなくて、結果として企業の収益がスクイズされるという話は私もそうだと思う。ただ、消費者物価との関係でみるとそうなのだが、国際商品市況が上がってくることに伴う世界の景気あるいは国内の景気への影響——実質的な経済活動への影響——ということで考えてみると、結局価格が上がるというのはそれに対する生産を増やしていくというシグナルだと思う。そうすると、勿論日本は原料炭や鉄鉱石を作っている訳ではないが、その素材から始まって、中間財、最終財という一連の段階の中で、何がしか価格が上がっていく、何がしか生産活動が高まっていくということは、抽象的には考えられるような気もする。その辺をどう考えるかが第一点である。第二点は、門間調査統計局長がおっしゃったように、2008年頃を振り返ってみても結局原油あるいは穀物の値段が上がらない限り、なかなか消費財価格は上がらないということだと思う。38頁のグラフをみると——これらは必ずしも全部をカバーしている訳ではないと思うが——、原料炭とか鉄鉱石の上がり方と比べてみると、穀物の上がり方は小さい。原油と比べてみても今回は穀物の上がり方は小さく、ほとんど上がっていない。ただ、基本的には新興国の拡大によってドライブされているとすれば、若干時間の差はあるにせよある程度上がっていくと考えるのが自然かと思うが、その辺はどのように考えれば良いか。

#### 門間調査統計局長

前者の方については、2008年度もそうであったが、資源価格が上がる背後には世界経済が過熱気味位に強いという実態があった。今回も、世界全体に過熱と言うかは別として、新興国がかなり強くなってきていることは間違いない。現に、鉄鋼メーカーでも鋼材の輸出価格は上がるだろうと言っているのも、そちらは採算が取れる訳である。従って、マクロ・トータルでまさに資源価格の上昇を輸出にどの位転嫁できるかということと、ボリュームがどれ位稼げるかということ、それと、そうは言ってもトータルでは交易条件は恐らく若干悪化するということで、バランスをどうみて

いくかということになると思う。これは2008年度と全く同じ構図である。

それから、交易条件の悪化という意味では、これが穀物などに来てしまうと一番困る。これは食べてしまうものなので、転嫁のしようがない。ここが上がるかどうかは、我々も少し気にはしているが、2007～2008年と明らかに違うのは、2007年から2008年にかけてはバイオエタノールのブームがあったということである。かなり投機的に世界各地でいわゆるエネルギー用の穀物の囲い込みがあって、それは相当投機を煽った。そういうことは今回まだ起きていない。ただ、これも経済が段々強くなってくると、どこでそういう動きが出てこないとも限らないので、おっしゃったように注意をしてみていく必要があると思っている。

野田委員

原油価格次第であるな。

門間調査統計局長

そのとおりである。まさにエネルギーであるし、穀物も原油との代替関係があるという意味ではそうである。

白川議長

分かった。他に質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

雨宮企画局長

それでは、金融環境の現状評価を、事前にお配りしている資料-5の参考計表でご説明する。初めに今月の特徴点を纏めておくと、量やアベイラビリティではあまり大きな動きはないが、金利面で低金利政策の持つ緩

和効果が強まる動きが幾つか明らかになってきているという点が一つ特徴として挙げられるようになってきている。中身は三つ位あり、一つは、実際の企業の資金調達コストが一段と低下している、あるいは低下していることが再び明らかになったということである。二つ目は、頭の中で実質金利を計算する時の期待インフレ率、人々の物価予想がどうなるかということが、昨年 11 月のデフレという言葉が踊って以降、特に消費者のアンケート調査はかなり大きくシフト・ダウンした訳であるが、これが止まる兆候が少しみえてきているということである。三つ目は、そうして考えた金利を収益や経済活動との比較でみた場合も、緩和の程度が増す方向にある、特に先程調査統計局長から説明のあった企業収益との関係でみると、その傾向が鮮明になっている。このように、実際の資金調達コスト、期待インフレ率、成長率や収益との比較という点で緩和効果は強まる方向にあるという感じかと思う。

そういう点を中心にご覧頂くと、図表 1 であるが、企業・家計のインフレ予想の左下、内閣府の調査であるが、これは資料配付後に 2 月の調査結果が出ており、その 2 月の調査を我々流に集計した数字を申し上げますと、この端が 1 月調査で 0.1% だが、この 1 月の 0.1% がもう 1 か月伸びて 0.3% である。従って、11 月が 0.5% だったが 12 月調査で 0% に落ち、その後 1 月 0.1%、2 月 0.3% という格好になっている。

図表 2、ESP フォーキャストをご覧頂くと、1 月、2 月、直近の 3 月調査とほとんど変わっていない。右下のインプライド・フォワード・レートについても、端の 2~3 ミリをご覧頂くとほとんど変わっていない。従って、新たなデータとしてはこの内閣府の調査であるが、物価予想は足許は落ち着いていると思われる。

それから、図表 3、図表 4、実質コールレートと成長率、テイラー・ルールとの比較であるが、これも数か月前から出た指標で、CPI が出る度に公開しているものであるので、基本的にまだ相当引き締め方向ではあるが、改善方向に動き出しているという点では変化はない。

企業の資金調達コストは、図表 5 である。1 月の約定平均金利が出てお

り、これが相当下がっている。ただし、すぐこの後申し上げるが、一つやや特殊要因があるのでそれを割り引く必要があるが、取り敢えず表面の数字だけご覧頂くと、1月の真ん中当たりで、例えば新規の総合で1月の1.190%は既往最低である。その下の、除く交付税特会向けの1.397%も、元々除く交付税特会向けを作ったのは2000年以降なのだが、恐らく既往最低であろうと思う。その三つ上の短期の0.999%も既往最低である。長期については、これは量的緩和最後の局面である2005年位に、これより低い時があったので、これは既往最低ではない。ただし、先程申し上げた特殊要因であるが、企業再生支援機構が1月から民間入札制で資金調達を開始しており、これが相当の規模で低利の入札結果になっている。恐らく全部ではないが、これがここに入っている。再生支援機構の公表データでは借入金額は3,500億で、これが相当の低利ということなので、これが押し下げ要因に効いている点を割り引く必要があると思う。ただし、割り引いても1月はやはり貸出金利は低下傾向が少しはっきりしたという評価で宜しいかと思う。そのうえで、その下のCP発行レート、社債発行レートはほぼ横這い、幾分下がっているように見えるが横這い圏内、弱含みであるので、この貸出金利とCPと社債を合わせた全体のイメージが図表6、一番右端の1月をご覧頂くと、今月は明確に下がっている。先月、先々月と若干ウエイトの問題もあってあまり下がっていなかったもので、「資金調達コストは低下している」と言うのには若干逡巡があったが、今月は下がっている。これは需給という観点からみても、7頁の真ん中、短期のスプレッドはこのところ縮小傾向が明確になっている。これは、基本的には資金需要の後退を背景とする需給の緩みを現していると思っている。そのうえで、こうした資金調達コストを収益と比較したのが図表10である。これは7~9月からそうであったが、10~12月は明確にROAが平均支払金利を上回るという格好であって、下をご覧頂くと、こうやってみた緩和の程度は大体2003年位のイメージになっている感じである。

その右側、民間部門の資金調達の量の動きであるが、これは2月はあまり大きく変わらなかった。図表11の一番上の数字をご覧頂くと、2月

は-2.1%であるので、1月、2月と-2%程度のマイナスが続いているということである。内訳をご覧頂くと、これまでマイナス幅拡大の主因であった銀行については、取り敢えず1月、2月はマイナス幅は横這いであって、むしろマイナスを若干深めた主たる理由は、下から二つ目のCPである。一方、社債は+0.7%と高めの寄与が続いている。ただ、一番下の社債のグロスの発行額をご覧頂くと、2月は3,450億とさすがに12月、1月に比べると少し落ち着いてきた感じはある。社債の発行環境の改善状況は変わらなくて、引き続き増額発行が見受けられるということと、投資家の関心が格付けの低いものにも及び始めているという点では、環境の改善は続いているが、発行額そのものは少し落ち着いてきた可能性がある。今、3月のまだ途中であるが、1~3月の合計を平均すると、大体過去10年間の1~3月の平均値並みになる可能性があり、その意味では発行はさすがに落ち着きつつあるのかもしれない。ただ、2月の数字には12月、1月の発行ラッシュの反動が含まれているので、3月の数字が纏まったところでまた判断したいと考えている。

貸出の動きは今までと同じ特徴であるが、図表13をご覧頂くと、一番上の主体別では、何といたっても企業向けの落ち込み——昨年の増加の反動——が大きい。その増加の反動の中身をみると、企業規模別では、一昨年から昨年にかけて盛り上がった大企業向けの反動でマイナスになっているということ、また、設備資金、運転資金別にみると、運転資金が大きくマイナスになっているということが特徴である。

こうした点をさらに包括的にみたのが、図表16、法人季報でみた資金需要の中身である。一番上、あるいは真ん中のグラフの太実線をご覧頂くと、資金需要の勢いが昨年夏場位から段々乏しくなっている点が見えるが、直近の10~12月に特徴点が二つある。一つは、マイナスに引っ張っているのが、シャドウがかかっている灰色の棒グラフで、「キャッシュ・フロー—設備投資」でマイナスが少し大きくなっているのがみてとれると思う。恐らく両面あるとあっていて、キャッシュ・フローが収益の好転に伴って伸びているということと、設備投資が10~12月に落ちているという二

つで、「キャッシュ・フロー設備投資」が、資金は要らないという方向に動いているというのが一つ。もう一つは、中身がみにくいが、白抜きの棒グラフのプラスが縮まっている「その他」であるが、これをさらに分解したのが一番下であり、この中でも白抜きの部分、「特別損益・自己株式消却等」の寄与が小さくなっている。中身はよく分からないが、恐らく昨年一年間、退職金支払い等のリストラ費用が相当キャッシュ・アウトで出て行ったと推測されており、それが一段落しつつある面もあるように思う。従って 10～12 月について、この法人季報で分かることは、キャッシュ・フローの増加と設備投資の低迷とリストラ費用の一段落、こういったことが資金需要の後退をもたらしていると読める。

一方、こうした需要が減退する中で、アベイラビリティそのものは少しずつ改善している。右側の図表 17 である。出ている指標は単月の日本公庫、商工中金であるが、例えば真ん中の金融機関の貸出態度で中小企業（日本公庫）をみると、2 月は 11.3%ポイントと、ゆっくりゆっくり改善が続いているし、一番下の資金繰りの D I、これは少し振れがあるが、概ね振れの範囲内とみておけば良いと考えている。

中小企業の金融周りでは、減少傾向が非常にクリアになってきたのが企業倒産であり、図表 20 が企業倒産件数である。一番上、2 月をご覧頂くと 1,090 件、前年比-17%である。1 月、2 月とも 1,000 飛び台——1 月 1,063 件、2 月 1,090 件——であり、このレベル感をご覧頂くと、右側の過去のグラフの太実線が倒産件数であるが、2005 年の 3 月が 900 件と 1,000 件を割っているが、そこを飛ばして 2005 年平均が 1,083 件であって、暦年ベースの平均では、この 2005 年の 1,083 件というのが既往最低であるので、1,000 飛び台というのは件数だけみるとそれ位の低レベルであるということになる。ただし、この後は、先程門間調査統計局長からも説明があったが、公共工事の減少がどうなるのか、それと保証が来年切れる訳だが、その影響がどうなるのか、それまでに景気回復の力が中小企業にも及んでくるのかどうかという引っ張り合いになるかと思う。

最後に図表 22、マネー関係である。まず一番上のマネタリーベースで

あるが、さすがに2月については日銀当座預金の前年比がプラスはプラスであるが、+15.3%にとどまった。これは昨年の2月に企業金融支援特別オペを開始して残高が積み上がったことの反動である。マネタリーベース全体の伸びは+2.2%と、プラスはプラスであるが、少し落ちてきている。真ん中のマネーストックは、大体+3%前後であるが、2月は+2.7%と、こちらにも徐々に伸びを低めている。中身として大きいのが準通貨であって、預金統計別にみると必ずしもはっきりしないが、印象としては企業はまだ引き続き+5%前後の預金の伸びをキープしている一方、個人の定期預金やはり所得形成の鈍さを背景に伸びを低めている可能性があるともみている。以上である。

従って、今月は企業金融、金融環境の基本的な総括判断は変える必要はないと思うが、マクロ的な金融環境については、収益と対比してみた場合は改善の動きはあるので、その部分については評価を少しずつ変えていく必要があると考えている。以上である。

白川議長

では、質問をどうぞ。

須田委員

企業がまだ当面、手許資金を保有したり、預金を持っていることの意味であるが、まだ不確実性が高いのか、次の設備投資のための待機資金という意味合いが強いのか、その辺はどのようにみているのか。

雨宮企画局長

個別の大企業のミクロ・ヒアリング調査等々から出てくる大きなヒントは、一つは、まだ先行き不透明感があるので取っておきたいという警戒感に伴うものと、銀行との付き合いの関係で、借金を返済するのを躊躇しているという部分もあるように聞いている。逆に、もう少し先行きに安心感が広がると、今言った二つの要因、先行きの警戒のために手許を厚くして

おこうということと、そろそろ銀行との関係で返しても大丈夫だろうという、その両方の動きが出始めると、貸出やマネーの減少テンポはさらに強まるとみて良いように思う。

もう一つは、企業の手許預金がこの半年間に結構増えてしまったのは、勿論、収益が良くなったという面と、法人税の還付などで戻ってしまったという面があって、これをどうしようかとまだ考えている面もあるように思う。

野田委員

配当金しか出てこない、決賞資金という意味では。

雨宮企画局長

法人季報では、それがみえない。

野田委員

運転資金の中に入っている。

白川議長

先程の金融緩和効果の浸透という三つのルートについては、いずれもそうであるなど思いながら聞いていたが、技術的なことで一点質問したい。図表 10 について、法人季報ベースのROAと貸出約定金利との比較は、大きな当たりを付けるという意味では適当だと思うが、これはストックベースの方が良いのか、あるいは金融緩和効果は限界概念だから、新規の約定金利の方が良いのか。新規は多少振れもあるが、長いタイム・スパンでみる場合、新規の方が良いかとも思うが、その辺はどうか。

雨宮企画局長

おっしゃるとおり、ざっくり金融緩和の力、あるいは低金利の力を考える場合——コスト対効果を考えるためには——、設備投資をやる場合の限

界費用などは基本的には限界概念であるので、増分あるいは新規貸出で比較することも併せて考えるべきだと思う。もっとも、法人季報ベースだと新規は取れない。

白川議長

そうであるな。

西村副総裁

もしそうだとすると、ROAの方も変えなくてはならない。

雨宮企画局長

本当はそちらも変えなくてはならない。

西村副総裁

それは少し大変だな。

白川議長

ただ、ROAの方は一応期間概念で、リターンは営業利益である。だから、一応、每期每期、新規に利益は幾ら上がったという意味で——勿論本当の限界ではないが——限界にある程度近いという気がする。いずれにしてもどちらかに統一できる訳ではないが、両方あった方が金融政策の効果をみるうえでは分かりやすいと思う。

図表 22 の日銀券であるが、金融機関保有現金の前年比マイナス幅が拡大している一方で、銀行券平残それ自体は昨年の12月が-0.3%で、今年の1月が-0.2%、2月が+0.1%と、僅かながら伸びているが、この動きはどう考えれば良いのか。

雨宮企画局長

純粋に非銀行部門の現金をみたマネーストックの表の真ん中の現金通

貨をご覧頂くと、もっとその特徴が出ていて、1月が+0.5%まで下がったのに2月は+1.0%になっている。今のところ、この2月に1.0%のプラスになったのは、曜日要因や技術的要因が大きいとみている。全体の流れとしては、昨年春先から夏場にかけて、定額給付金の関係で銀行券の伸びが高まって、それが収まって暫く+0.5~+0.6%で推移していたものが、再び一年前の伸びに戻ったという大きな掴みでみている。2月については少し曜日要因があるように聞いている。

#### 山口副総裁

2頁のインプライド・フォワード・レートだが、1年後から3年後までの太い線と3年後から10年後までの細い線の乖離が、2009年から段々広がってきている。この点はどう考えれば良いのか。

#### 雨宮企画局長

技術的ではなくて、インプライド・イールド・カーブが立ってきたということである。要するに、2009年の頭はリーマン・ショックの影響もあって少し下がったが、それが戻った。ただし、大きくみると大体1.5~2%位の間で一種アンカーされている。それに対して、1年後から3年後までの、割と近場のところは——これは名目成長期待に類似するものだとすると——成長期待と物価上昇期待が少し弱くなっていることをそれぞれ反映しているとみるのが直感的には。勿論そこまで合理的に考えるのかという問題もあるし、その間、日本銀行が金利を下げているという面もあるので…。

#### 中曽理事

フォワード・レートについては、短い方は確かに金融緩和期待の影響を受ける訳である。

山口副総裁

長い方はどうか。

雨宮企画局長

長い方が相対的に安定している、あるいは下がっていないのは、実質成長率なのかインフレ予想なのかを区別するのは凄く難しいが、両方合わせて、ある種の予想というものはまだそんなに下がっていないと読むのが、今までの読み方だと思う。

山口副総裁

下がっていないと読むのか。多少とも上がっているということではないのか。

野田委員

戻っているという考え方もあるな。

雨宮企画局長

リーマン・ショックの時に、一時、非常に極端に悲観的になったのが戻ったという面はあるかもしれない。

中村委員

図表 19 の右下、日本公庫の小企業の資金繰りが下を向いている。

雨宮企画局長

足許の 1~2 か月分については、振れの可能性は頭に置いておいた方がよいと思うが、しかしそれを除いて、去年のリーマン・ショック後のボトムからの戻り具合を比べると、日本公庫や商工中金が調べたいわゆる中小企業と比べると明確に差があるし、実際にその差が大きくなっている。大きな傾向として、これを構造的と言って良いのかどうか分からないが、別

の問題をやはり物語っていると思っている。先程も言ったが、零細企業はなかなかということもこれに投影されていると思う。その意味では、毎回議論になっているが、これに投影されているのが金融環境なのか事業環境なのかは特に難しい問題だとは思う。

白川議長

他にご質問はないか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要の報告をお願いします。

関根調査統計局参事役

それでは私から実体経済、物価をご説明する。現状、先行きについて総括判断に変更はない。ただし、今月は各論で幾つか変更点がある。変更の内容、理由については先程門間局長から説明があったので、私からは、アンダーラインを一つ一つなぞるような形で、どこが変更になったかをハイライトさせて頂きたい。まず、現状であるが、各論のパラグラフをご覧頂くと、「設備投資は概ね下げ止まっている」である。法人季報とか2次Q Eを踏まえたうえでの変更である。次に、「住宅投資は下げ止まりつつある」。これも先程の話にあったが、着工で5か月連続の増加であるので、住宅投資についてもそろそろ「下げ止まりつつある」というように表現している。「この間、公共投資は減少している」、これも先程のご説明の中にあったとおりである。

先行きであるが、アンダーラインをご覧頂くと、「収益が回復しているものの」と、法人季報の読み方が難しいという話もあったが、そうは言っても回復しているので、そういった表現にしている。公共投資の先行きであるが、現状を「減少している」としているので、先行きについては「減少を続けるとみられる」という形にしている。

物価についてであるが、最初のアンダーラインはC P Iの現状である。このところは右側をご覧頂くと、「石油製品価格の動きなどを反映し」と前月まで入っていた。当月からは石油製品の話等々についてはいちいち言わなくても良いだろうということで、そこを外している。ただし、「下落が続いているが、下落幅の縮小傾向は続いている」と、「下落」という言葉と「続いている」という言葉が二回連続して出てきて若干読みづらいので、内容は変わらないが、表現の変更ということで、この部分を見直したい。具体的には、「下落が続いているが」のところを「下落しているが」、その次の「下落幅の縮小傾向は続いている」を「その幅は縮小傾向を続けている」、順に言うと、「下落しているが、その幅は縮小傾向を続けている」という形に変更させて頂きたい。物価の最後のところで、C G P Iの先行きだが、これも先程の話にあったが、「強含みで推移するとみられる」としており、先月までは「強含みないし横ばい」としていたが、そこを「強含み」という形にしてある。私からは以上である。

#### 加藤企画局参事役

続いて、金融をご説明させて頂く。最初の段落は市場動向である。まず、為替は前回会合時が大体 90 円前後であった。長期金利は 1.32%位であり、株価が 1 万 300 円程度だったので、大体、今日のマーケットの状況であれば、事前に提出した「前月と概ね同じ水準となっている」という表現で変更しなくて良いかとみている。続いて金融環境であるが、こちらは先程雨宮企画局長からご説明したように、全体の総括判断は特に変える必要はないと判断している。また、各論についても、それほど大きな変更はないが、一点だけ、金利の緩和効果が少しずつ変わってきている、特に企業収益との対比でみて変わってきていることを表現してはどうかと考えている。右と比べて頂くと、「実体経済活動や企業収益との対比でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるものの、企業収益の改善などを映じて、その度合いは低下している」と書いている。ここで、「その度合い」とはどの度合いかを示すことが適当と思われるので、表現を少し修正させ

て頂きたい。「実体経済活動や企業収益との対比でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるものの」までは変わらないが、「その度合いは、企業収益の改善などを映じて低下している」とした方がより分かりやすくなると考えている。あと修正しているのは一番下の行であるが、マネーストックは数字が+2%台になったので「2%台後半」と修正した。

白川議長

ご質問はあるか。ないようであれば明日は午前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、この場の皆さんにおかれては、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。

(16時13分中断、17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。本日の議事進行の説明であるが、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2月17日、18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内閣府大臣官房審議官である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いをお願いします。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

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。発言の順番であるが、

山口副総裁、須田委員、野田委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員の順番である。それでは山口副総裁にお願いします。

山口副総裁

今日はトップバッターでもあるので、やや包括的に国内外の金融経済情勢についてお話ししたいと思う。まず、海外経済の動向である。前回の会合以降に公表された指標などを踏まえると、海外経済全体は、1月の中間評価時点の我々の想定に比べて上振れながら緩やかな回復を続けているという評価だと思う。先進国については、緩やかな持ち直しを続けているとはいえ、バランスシート調整の影響が重くのしかかっているうえに、天候要因もあり、弱めの展開となっているように見える。一方、新興国・資源国については、中国を中心に我々の想定をやや上回るパスを辿っており、景気の強さを改めて確認した。

先進国の景気は、総じてみれば、緩やかな持ち直しを続けている。ただし、こうした動きは、在庫の復元あるいは政策の効果によるものであり、民間需要の自律的な回復力は引き続き弱い状況が続いている。米国については、緩やかながら回復しているが、このところ住宅関連の指標が再び弱い動きとなっていることがやや気になる。天候要因による一時的な振れである可能性もあるが、当面注意深くみていく必要があると思っている。欧州諸国においても、自動車の販売促進策が終了ないし縮小方向にある中で、失業率が10%近くで高止まりしており、個人消費を中心に弱めの動きがみられる。銀行貸出も低迷が続いている。米欧経済の先行きについては、バランスシートの調整圧力がかかり続ける中で、回復のペースは緩やかなものにとどまると予想される。

新興国・資源国の景気については、中国を中心に高い成長が続いている。拡張的な財政政策の効果が維持されるもとで、民間部門における生産・所得・支出の好循環メカニズムが作動してきているとみている。もっとも、幾つかの国では、景気過熱の兆候がみられ始めており、金融政策のスタンスを引き締め方向に修正する動きも出ている。先行き、持続可能な形で経

済成長を続けることができるかどうかは、今後のマクロ政策の運営如何に大きく依存しているとみている。

次に、国際金融資本市場の動向であるが、ソブリン問題について、一応の目途が付きつつあることから、市場は総じて落ち着きを取り戻してきていると評価して良いように思う。ギリシャ政府による追加の財政赤字削減策の公表やギリシャ国債の入札の好調を背景に、ソブリン・リスク・プレミアムはやや低下している。この間、米欧をはじめとする海外の株価も全般に上昇している。ただし、我が国を含め各国の財政事情に対する市場の目線は依然として警戒的であり、今後とも、市場は様々な情報に反応しながら神経質な動きを続けるのではないかとみている。

次に、我が国経済の現状と先行きについて述べたい。景気の現状であるが、まず、企業部門について、輸出は中国を中心としたアジア向けを中心に引き続き増加している。また、生産も、輸出の増加に加えて、国内についても、政策効果を反映した耐久消費財需要の増加などから、しっかりとした動きとなっている。輸出や生産は、1月の中間評価において我々が想定したパスよりも強めとなっているのではないかと思う。10～12月期の法人季報では、企業収益の回復と設備投資の下げ止まりが確認できた。企業マインドも、ヒアリング情報等によれば改善方向である。ただ、12月短観では、企業収益の回復の割には、非製造業を中心に、業況感の改善テンポは緩やかであった。この辺りは、4月の短観で改めて確認してみる必要があると思っている。

家計部門についてみると、雇用・所得環境については、このところ明確な動きがみられている。労働時間の回復傾向が明らかとなっているほか、有効求人倍率も底を打ったようである。失業率も、振れを伴いつつ、頭打ちとなってきている。ただし、こうした動きも、雇用調整助成金などの政策効果に支えられている面があるほか、統計の振れもあるかと思う。基調を判断するにはもう暫くデータの蓄積を待つ必要があるように思っている。個人消費をみると、政策効果から耐久消費財を中心に持ち直してきている。ただ、自動車の売れ行きと家電の販売では、このところベクトルの

向きが違ってきているようにみえる。双方とも、販売促進策が延長される見通しであるが、自動車は頭打ちの一方、家電は伸びを高めている状況である。こうした動きが先行き見通しとの関連でどのようなインプリケーションを有するのか、慎重にみていく必要があると思っている。

景気の総括判断としては、引き続き、「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。冒頭で述べたように、海外経済は、新興国を中心に上振れ気味の展開となっている。従って、来年度前半にかけて、我が国の輸出や生産の伸びがかなり鈍化し、経済全体としても踊り場的な様相を呈する可能性があるとのこれまでの慎重な見方については、明るい方向への修正が可能になってきているように思う。こうした点については、今後、展望レポートに向けて丹念に点検していく必要がある。取り敢えず、現時点での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」ということで良いと思っている。

一方、物価面であるが、1月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、-1.3%と、12月と同じマイナス幅になった。緩やかなデフレが続いている。消費者物価の推移としては、マイナス幅の縮小ペースがやや鈍いといった印象もなくはないが、基調的には中間評価の見通しに概ね沿って推移しているということであろう。消費者等の物価観については、各種のデータをみる限り、一応アンカーされているとみて良いように思う。当面消費者物価の下落幅は、徐々ながら縮小していくとみられるが、緩やかなデフレ状態自体が続くだけに、人々の物価に対する見方が下振れることがないかどうか注意してみていく必要がある。

ここで、以上述べてきたことを踏まえて、我が国経済の置かれた状況について改めて確認しておきたいと思う。ポイントは四つ。一つは、生産の水準や稼働率に示されるように景気のレベルは依然低い。国内民間需要の自律回復力はなお弱い。二点目は、物価はデフレ状態を続けている。ただ

し、下落幅は縮小方向にある。三点目は、景気・物価の先行きを巡る不確実性は依然として大きい。四点目は、一方で、新興国の力強い経済成長に牽引されて、景気の回復スピードは想定比上振れて推移している。

こうした経済の状況を比喩的に述べると、「全体としては、なお暗さが残る中で、一条の光、あるいは一筋の明かりがみえ始めた状況」とでも言えるのではないかと思う。この一条の光ないし一筋の明かりを、どう大事にしていくか、どう後押ししていくかという点については、後のラウンドで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、須田委員お願いします。

須田委員

最初に、月報の概要についてであるが、執行部案に賛成である。前回会合以降に公表された経済指標は、私が描いているメイン・シナリオに概ね沿った展開となっており、設備投資の修正についても、私自身は前回会合で既に下げ止まったと判断していたので、特に違和感はない。

まず、海外経済に対する見方については、基本的に前回会合から変わっていない。以下では、主として米国についてみておく。前回会合以降公表された経済指標には、米国景気が緩やかに回復していることを裏付けるものが多くみられた。雇用については、非農業部門就業者数は2月も小幅減少となったが、家計調査で「悪天候のため仕事に就けなかった」との回答が多かったことを踏まえれば、豪雪がなければプラスに転じていた可能性が高いとみている。2月の自動車販売は、リコール問題や悪天候があった割にはまずまずの結果であったし、小売売上高もプラスとなるなど、個人消費は緩やかな増加基調を維持している。設備投資も、航空機を除く非国防資本財受注が、若干の振れを伴いながらも持ち直しの動きを続けるなど、全体として下げ止まっている。財・サービスの輸出も幅広い項目で増加している。

もともと、失業率が高止まり、失業期間もピーク圏内で推移するなど、雇用環境は依然として厳しい状況にあることに変わりはない。労働生産性の大幅な上昇を背景に、景気回復に見合った形で雇用が増えていかない可能性もある。そうした中、消費者信頼感指数が低水準圏内の動きを続けているが、その背景には今後半年間、所得が減るとみている消費者の方が、増えるともみている消費者より多いということがある。家計の債務残高もまだ高い水準にあるし、ネガティブ・エクイティの比率も高止まりしており、家計のバランスシート調整圧力が引き続き消費回復の足を引っ張っている。金融危機前よりも上昇している貯蓄率についても、どの程度まで上昇していくのか、個人消費の先行きを考える上で注目している。また、住宅着工件数や住宅価格指数など、このところ底入れの雰囲気が出てきた住宅市場であるが、足許、販売戸数が減少し、在庫が再び増加に転じている。それには減税効果に伴う駆け込み需要の反動や悪天候など一時的な要因も含まれているが、差し押さえや延滞が過去最高レベルで推移する中、差し押さえほどコストがかからないショートセールスが今後急増するとみる向きもいて、住宅価格が再び下落に転じるリスクもあり、住宅市場に回復感が出るようになるまでにはまだ時間がかかりそうである。商業用不動産についても、貸出が依然引き締まった状態にある中で、まだまだ楽観視できるような状況にはない。地方政府の財政悪化に伴う引締め効果も気になる。この間、CPIコアをみると、緩和的な需給環境やユニット・レーバ・コストの統計開始以来の最大の低下を背景に、家賃等の伸び率低下等を受けて、前年比プラス幅は緩やかな縮小を続けている。こうした物価を取り巻く環境は今後も続き、加えて昨年のおたばこ税引き上げ効果の一巡もあり、CPIコアの前年比プラス幅は引き続き縮小していくとみている。

ユーロエリアは輸出主導で持ち直している。ただし、国ごとのばらつきは大きく、各国の政策自由度がない中で、問題国は賃金・物価の下落による調整を余儀なくされる可能性があるため、今後の動きを注視していく必要があると思っている。アジアは内需中心の力強い成長が続いている。とりわけ不動産バブルが囁かれている中国では、マネーや貸出の伸びは縮小

する方向にあるが、不動産販売価格が前年比 2 桁の上昇となっているほか、C P I 上昇率の拡大傾向が続くなど、インフレ懸念が一段と高まりつつある。アジア・資源国の需給ギャップはほぼ解消されており、そのもとでの政策対応の遅れも気になるところである。

次に、国内経済である。前回会合以降に公表された経済指標は、輸出・生産などメイン・シナリオに概ね沿った展開となった。当初は慎重な企業の生産計画も、月を追うごとに上方修正されるというパターンが続いており、例えば中国向け需要が旺盛な電機メーカーの経営陣と話をすると、最近では先行きに対する自信を少しずつ取り戻しているように窺われる。こうしたマインドの改善は、企業行動に関するアンケート調査で、企業の期待成長率が若干なりとも上方修正されていることから窺われる。ウエイトの高い自動車は、一部メーカーのリコール問題の影響や、エコ・カー補助の打ち切りに伴う反動から、現時点の計画では 10～12 月にかけて生産をかなり減少させる可能性があるとのことであるが、当面、生産は増加基調を続けるとみている。また、製造業の稼働率の回復に伴って、雇用環境も失業率や有効求人倍率など改善傾向を辿っている。一人当たり名目賃金も、僅かではあるが 20 か月振りに増加に転じた。足許の改善はでき過ぎの面もあるが、雇用・所得環境は改善しつつあるとみている。そのもとで、消費包括指数が 1 月もプラスを維持するなど、個人消費は底堅く推移している。この間、設備投資を取り巻く環境も改善している。10～12 月の法人企業統計をみると、売上高が大きく回復し、経常利益や損益分岐点売上高も急速に改善を示している。資本財出荷が増加を続けていることや、機械受注（船舶・電力を除く民需）も携帯電話を除けば増加していることなどから、市場でも設備投資は下げ止まったとの評価が一般的となっている。

以上のような、生産・輸出の増加に伴う稼働率の回復、設備投資の下げ止まり、雇用・所得環境の改善は、中小を含む企業や家計のマインドにも確実にプラスの影響を与えていることが各種調査から窺える。もっとも、こうした足許の指標の改善は、内外の各種政策効果に支えられたものであり、依然として水準は低く、本年後半にかけての「自律的な景気回復への

移行」に確信が持てるほどには至っていない。耐久消費財の販売には頭打ち傾向が窺われているし、二極化現象についても状況は変わっていない。グローバル競争のもと、企業の賃金抑制姿勢も続くと見込まれるので、企業から家計への好循環メカニズムが期待どおり機能していくのか、引き続き慎重にみておく必要がある。

この間、1月のCPIコアの前年比をみると、12月まで4か月連続でマイナス幅を縮小させた後、-1.3%で足踏みとなった。経済指標が改善を続けていることとの整合性や、東京のCPIコア、刈込平均指数、家計平均購入価格指数などのマイナス幅縮小を踏まえると、下落幅が縮小していくとの従来の見方に変更はない。同時に、インフレ予想が下振れている可能性や、需給ギャップの改善の効果が必ずしも想定したようには出てこない可能性についても、引き続き物価に関する下振れリスクとして意識している。

このほか、物価に関するリスク要因には、新興国や資源国における過熱やバブルの発生、それに伴う国際商品市況の上振れリスクがある。S&Pが中国の資産バブルの可能性を警告したり、市場参加者の間で原油市況が95ドルまで上昇するとの予想が聞かれるなど、そのリスクは確実に高まっているように思われる。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。ギリシャ問題については、いくつかのイベントをこなし、落ち着いてはいるが、ソブリン・リスクや財政規律に対する意識が強い状況に変わりはない。さらに、以上のような国際金融市場の脆弱性は、拡張的なマクロ政策を長引かせ、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を高めるので、こうした点からも留意が必要である。私からは以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すると、前回会合以降利用可能になった経済指標、調査結果等は、総じてみれば我が国経済が引き続き持ち直していることを裏付けるものであり、1月の中間評価時点の中心見通しに概ね沿っている——厳密に言えば、若干上振れて推移している——と評価している。見通しを巡るリスク・バランスは、一頃と比べるとバランスしてきているが、なお下振れリスクに若干ながらもウエイトが残っている。輸出や生産は増加を続けているとはいえ、直近の水準はピーク比でともに16%ほど低く、実質GDPもピークの水準を6%ほど割り込んでいるなど、経済の水準は依然として低く、設備や雇用に強い過剰感が残っている。また、新興国の高成長等をにらみ、海外生産のウエイトを一段と引き上げる企業も多くみられている。こうした状況では、設備投資や雇用の増加を通じた生産・所得・支出の好循環メカニズムの作動が想定よりも遅れるリスクがあり、この点を最も心配している。

国際金融資本市場からみていくと、ギリシャをはじめとする欧州周辺国におけるソブリン・リスクの高まり、金融規制案への警戒感、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等を背景として、1月半ば以降リスク性資産の調整の動きがあるが、この動きはひとまず落ち着きを取り戻し、足許は回復の動きがみられる。しかしながら、最初に挙げた背景は、リーマン・ショック後の金融と経済の劇的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り、世界経済のレベルが全体としてなお低い中であって、こうしたマクロ経済政策、金融規制の議論やその背景となる政治情勢の変化が、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いう状況が変わった訳ではない。

こうした中、世界経済は、新興国経済の成長が一層際立ち、それに牽引される形で全体として1月の中間評価よりも若干上振れ、緩やかながら回復を続けている。

米国経済からみると、2月の小売売上高が大雪の影響があったにもかかわらず、2か月連続で増加し、家計の支出が緩やかに回復していることが

確認できた。また、企業の支出も下げ止まったとみられ、全体として緩やかながら回復を続けている。2月の雇用統計は非農業部門雇用者数が減少を続けたが、大雪の影響がなければ増加に転じていたとの見方も有力で、2年に亘って続いた労働市場の縮小もそろそろ終焉を迎えそうな気配である。しかしながら、企業の雇用に対する慎重姿勢に大きな改善がみられている訳ではなく、家計の支出に急激なモメンタムの変化を与えるような材料はほとんど窺われない。現に、コンファレンス・ボードの消費者信頼感指数は昨年春以来足許まで一進一退を繰り返している。また、住宅販売も再び減少し、住宅価格の回復も一服している。

次に、ユーロエリアである。域外輸出の回復に支えられ持ち直しているとはいえ、小売売上数量や新車登録台数の減少が続くなど、個人消費は弱めの動きが続いており、回復のモメンタムは米国と比べてはつきりと弱いと思う。膝元のソブリン・リスクの問題が、財政再建のための歳出削減や金融市場の動揺を通じて、回復のモメンタムをさらに弱めるリスクがある。ECBは声明文で景気を巡るリスクについて、概して上下にバランスしているとの見方を続けているが、ユーロエリア固有のリスクだけを取ってみれば、下振れリスクが強まっているとみざるを得ないと思う。

中国経済は、1~2月の輸出が前期比で2桁の増加となり、輸出の回復が明確になった。また、自動車販売が既往ピークを更新し、小売売上高は伸び率を高めている。景気牽引を主導してきた固定資産投資は、高水準ながら減速気味である。先日の全人代で温家宝首相が明らかにした「経済パターン転換および経済構造の調整——すなわち、経済発展の質、効率と持続可能性との向上——に注力する」との今年の政策運営方針に足許のデータは少なくとも方向性では一致している。一方で、2月のCPIは前年比+2.7%となり、政府目標の3%程度に早くも接近し、不動産価格が一段と上昇するなど、持続的成長を中長期的に脅かす過熱リスクが徐々に高まっている。こうしたリスクに対して、中国人民銀行やインド中銀は既に預金準備率の引き上げや窓口指導の強化を行ったほか、今月に入ってマレーシア中銀が利上げに踏み切った。私は、これらの政策修正を、中長期

的には持続的成長にとってポジティブに捉えたいと、これまで繰り返し述べてきた。このように各国当局がアップサイド・リスクを適切に制御するという前提のもとでは、中国を含むアジアの新興国は、内需の拡大を伴うかたちで、生産・所得・支出の好循環メカニズムが機能し、高い成長を続ける可能性が高いと考えている。

次に、我が国経済について述べる。1月の実質輸出は10か月連続の増加となった。アジア経済の想定を上回る回復に支えられて、高めの伸びが続いている。この先は、さすがに在庫復元の効果が減衰し、ペースはやや緩むものの、増加基調は維持するものとみている。

設備投資をみると、GDP2次速報ベースでも10～12月期の設備投資が前期比プラスとなったほか、1～3月期の資本財総供給、機械受注、建築着工床面積が揃って前期比で比較的是っきりしたプラスとなり、建設投資の弱さが若干気にならない訳ではないが、全体として設備投資はほぼ下げ止まったと言える。もっとも、設備過剰感の強さ、制度面も含めた先行きの経営環境の不透明さ、海外需要の構造変化などが、収益が比較的順調に回復している中でも、企業の国内での設備投資に対して抑制要因として働くと思われることから、先行き暫くは底這いないしは極めて緩やかな持ち直しにとどまる可能性が高いとみている。

個人消費は、エコポイント効果やオリンピック要因等から家電販売が好調を持続しているものの、それ以外は、厳しい雇用・所得環境を映じて、横這い圏内の動きを続けている。雇用環境の悪化に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思われる、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。

以上の需要動向を映じて、1月の生産は11か月連続の増加となった。生産予測調査等から、本年の前半までは前期比プラスを続ける蓋然性が高まっているが、それ以降も、前述のようにアジアの新興国が高い成長を続けると見込まれる中で、輸出が増加基調を続け、生産もプラス基調を維持する可能性は低くないとみている。

最後に、物価である。コアCPI、コアコアCPIとも、前月と同じ前年比下落幅となった。需給ギャップのマイナス幅は昨年第2四半期から縮小に転じており、その影響がタイムラグを経て出始める時期にそろそろ差しかかっていると考えられるが、指数上からは未だしかと確認できない。11月の政府のデフレ宣言による物価下落の自己実現効果が、物価下落幅縮小の動きを鈍らせている可能性がある。もっとも、10%刈込平均値は2か月連続で下落幅を縮小させるなど、トレンドとして下落幅の縮小は続いていると言って良いと思う。1月の中間評価時点での私個人の見通しには概ね沿って推移しているものと評価している。物価の下落幅縮小の動きが鈍くないかとの懸念や仮説に対しては、引き続き慎重に点検していく必要があるが、現時点で政策委員会として「物価が中間評価時点の見通しから外れた」というには無理がある。こうした観点から、横這っている観のある12～1月の状況がある種の発射台と捉えると、2月あるいは3月の物価指数には、この先の中期的な物価動向を展望するうえで格別に注目していきたいと考えている。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

金融経済情勢について、まず全体としての評価を三点ほど指摘し、その後個別に検討する。第一に、前回会合以降発表になった足許の経済指標をみる限り、各種需要刺激政策の延長や効果のラグ、それから新興国の強い刺激策の効果の波及から、実体経済は想定比高めに推移していると考えられる。第二に、対照的に数的にみれば大半を占める中小企業を中心とした企業、また所得の低位にある消費者の経済への見方やマインドの落ち込みは大きく、回復はまだであり、実体とマインドの間に大きな乖離が生じているとみられる。第三に、こうしたマインドの落ち込みから今後の中長期的な国内の成長期待の下振れ、そして中長期的インフレ期待の下振れとい

う懸念を呼ぶ状況になっている。

まず、実体経済をみると、以前にもあった、年度前半下振れリスク懸念は、年度後半に後ずれするようにもみえ、さらに状況次第ではこれも然程ではなく乗り越えられる可能性も出てきた。逆に、年央にかけて、場合によっては強い需要を背景に新興国でインフレ傾向となり、それが日本に影響を及ぼす可能性が出てきている。

足許、米国は、低水準ながら下支え政策の延長の効果で底入れの気配がある。3か月先行性を持つコンファレンス・ボードの雇用トレンド指数も明確に回復しており、急速な雇用の減少には歯止めが掛かっている。さらに今年前半からセンサスによる一時的雇用もあり、今後一進一退ながらも雇用増となっていく蓋然性は高いと思う。消費も若干持ち直しの傾向があり、想定比底堅く推移している。ただし、厳しい雇用環境と住宅価格の回復の遅れの相乗作用が再び効いてくる可能性も否定できず、商業用不動産市場の行方、その地域銀行へのインパクトなどを考えると、下振れリスクは依然としてあり、足許から政策効果が薄れる年後半から来年へと後ずれしていると考えるのが妥当なところであろう。欧州の状況は低調で、特に財政危機にある南欧諸国は通貨の切り下げができないために、賃金・物価の引き下げによるいわゆるインターナル・デバリュエーションに頼らざるを得ない。これは欧州域内で強い収縮圧力となり、欧州経済はデフレ傾向が強まると考えるのが自然だと思う。

他方、新興国、特に中国は過熱色が強く、強いインフレ懸念が存在する。生産設備の過剰があるためにインフレにならないという見方もあったが、以前の会合で説明したように、地域間、産業間のボトルネックの存在によるインフレや、賃金等コスト上昇の転嫁によるコスト・インフレは、過剰設備があっても起こる。実際、今後中国で起こり得るのは、需要の短期間の急増に追い付かない供給側のボトルネックやコスト増転嫁のインフレであろうと考えられる。つまり、一様に全ての価格が上昇するのではなく、需要増から激しい上昇を示す部分とそうではない部分の併存、ばらつきが予想される。この点、足許、上海の不動産価格について、住宅価格の急騰

が続くのに対し、オフィス価格が若干の低下を示しているのは特徴的である。

日本の実体経済も、足許は若干の上方修正となっている。政策効果の大きい耐久消費財消費は均せば強さを維持し、百貨店等の高額消費にも下げ止まりの兆しがある。大きく落ち込んでいた住宅投資も底入れが次第にはっきりしてきており、不動産市場の業況判断DIは目立って改善している。設備投資も漸く下げ止まりの感が出つつある。しかし、法人季報から企業動向をみると、収益の改善から余裕資金は蓄積されつつあるものの、それが前向きの設備投資には結び付いていない。

この点は、第二の点、中小企業を中心とした企業、そして比較的低所得の家計のマインドの弱さに関連する。実体経済の回復と、企業そして家計のマインドの弱さのコントラストの背景には、従来からあった製造業大企業に代表される比較的大きな企業とその他の企業との落差がある。それが、今般の大幅な経済活動の落ち込みとその後の回復過程で、さらに広がっているように見える。特に、比較的大きな企業の企業収益の改善が、いわゆるリストラで賃金、雇用の抑制によってなされている点を見無視することはできない。新規学卒者の厳しい就職状況に典型的にみられる国内の雇用面の厳しさ、そして雇用面で大きなシェアを持つ中小企業、特に零細企業の厳しい状況に、企業・消費者マインドの落ち込みが影響され、また影響もしている。さらに経済を取り巻く情勢の行く末も見通しがきかず、目先や現時点の不安だけでなく、将来への不安が強いというのが特徴である。こうしたマインドの落ち込みのため、雇用に直結する国内需要の成長期待の下振れ、対応する国内の物価見通しの下振れが懸念される状況になっている。特に最近、デフレという言葉が全ての問題の根源であるかのような、キャッチ・オール・タームになっている状況が現出している点には十分に注意する必要があると考える。

その物価であるが、その動きを虚心坦懐にみるなら、確かにデフレの状況にはあるものの、小さいながらプラス方向へのサインが確実に出ています。将来のヘッドラインCPIの動きを予測する際に、比較的精度が高いとき

れている——野田委員もおっしゃった——10%刈込平均であるが、これは昨年10～11月を底に低下幅は減少傾向にある。さらに、需給ギャップの変化にCPIの動きが約4四半期遅れるという経験則からすれば、経済活動の最も落ち込んだ一昨年末から昨年初の影響は今後薄らいでいくと考えるのが自然である。さらに、もし新興国のインフレ傾向が続くなら、特に新興国からの開発輸入品による価格へのダウンサイド・プレッシャーは和らぐと考えるのが自然である。とは言え、こうした小さな基調の変化に比べて、高校授業料の無償化といった政策に依存する特殊要因の方が遥かに大きいことは事実である。そして、これがもたらす心理的要因にも十分に注意する必要がある。確かにこれは一過性の特殊要因であるが、企業や消費者のマインドへの影響は無視できない。心理的な要素が重要であるとすると、論理的に説明すれば分かる、事足りる、というのではコミュニケーション・ポリシー上、不十分なのかもしれない。以上である。

白川議長

それでは中村委員、お願いします。

中村委員

前回の決定会合前後では、ギリシャ問題や米国、中国をはじめとする主要国の経済動向及び金融財政政策の帰趨に市場の注目が集まっていた。こうしたテーマについて最近の動きをみると、ギリシャ政府が追加の財政赤字削減策を公表し、一部の措置については議会を通過したことに加え、EUの内部でも支援に関する基本的な合意が纏まりつつあること、公表された経済指標は、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はなく、先進国も含めた世界経済が確実に回復していると示していたこと、中国の全国人民代表大会でも適度で緩和的な金融政策のもとで、8%程度の成長を目指すことが決定されるなど、リスク回避的な動きの緩和に繋がるものとなり、株価や新興国・資源国通貨が上昇した。こうした中、一部の新興国や資源国では預金準備率や政策金利の引き上げが行われ、各国に

において地域間の経済成長の較差が顕在化し始めている。先行きの各国当局の動きも区々となる可能性が高いだけに、グローバルな資金の流れが急変し、金融資本市場が混乱しないか等を注意しておく必要がある。

続いて海外経済についてであるが、米国経済は、16日のFOMCが総括しているように、引き続き回復している。雇用面では、生産の回復に比べ緩慢であるが、雇用者数の減少ペースは和らいでいる。また、2月の自動車、ガソリン、建築資材を除く小売売上高は、2か月連続で増加し、既往ピークであった2008年7月の水準も上回った。

もともと、2月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数が大きく下落し、3月のミシガン大学消費者コンフィデンス指数も前月を下回るなど、マインド面で弱さが窺われる。1月の実質可処分所得は、納税額の増加といった特殊要因の影響が大きいものの、6か月振りに前月割れとなったほか、1月の消費者信用残高も学生ローンを除くと引き続き減少しており、家計支出の本格的な回復には相応の時間を要するようである。また、住宅市場も、1月の新築や中古住宅販売件数は前月比大幅に減少し、2月の着工件数も減少しており、改善は緩慢なものとなっている。また、価格面でも、12月のFHFA住宅価格指数が再び前年割れとなるなど、価格の回復も限定的となっており、経済全体が自律的な回復軌道に復するまでにはまだ時間がかかりそうである。

欧州でも、景気は緩やかながらも持ち直している。3月4日には、ECBのスタッフ見通しが公表され、昨年12月時点に比べ、見通しの中心値は2010年は横這い、2011年は上方修正された。ただし、その内訳をみると、世界経済の見通しを引き上げたことに伴い、輸出が上方修正された一方、2010年の域内最終需要は大幅に引き下げられており、内需の弱さが明確になっている。ギリシャをはじめとする各国が早急な財政再建を迫られている中で、ユーロ圏全体の景気持ち直しのペースは、緩慢なものとならざるを得ない。

中国経済については、2月の輸出が、これまでも高い伸びを続けてきた電気機械やハイテク製品に加え、衣類や履物、家具といった消費財も大幅

に増加した。また、鉄道運輸や電力等のインフラ関連投資の増勢が鈍化してきたが、不動産投資は引き続き高い伸びを続けている。小売売上高も堅調に推移しており、経済は引き続き高い成長を続けている。この間、14日に終了した全人代では、2010年の実質GDP成長率の目標値は、前年に引き続き+8%程度とされた。これは、政府が経済成長のスピードを追及するのではなく、インフレを抑制しながら、経済発展の質、効率と持続可能性の向上に注意し始めたことを示しており、実効性が伴えば、世界経済の振幅を抑制する観点から好ましいことだと思う。

続いて国内経済であるが、2009年第4四半期の実質GDP2次速報値が下方修正されたが、景気は本行の見方に沿ったものであることが確認された。また、先行きのリスク要因については、前回会合から大きく変化していないが、アジアを中心とした新興国の想定を上回る回復に支えられ、今年後半に経済が踊り場的な状況に陥るリスクは低下したと考えられる。

1月の実質輸出や鉱工業生産は、引き続き海外経済の持ち直し、特にアジア経済の好調さを背景に、増加を続けている。鉱工業予測指数や調査統計局のヒアリング情報からは、先行きも輸出や生産が増加を続ける姿が想定されるが、新年度入り後の動きを企業は必ずしも自信を持って見通せている訳ではないようである。

この間、設備投資については、2009年第4四半期の実質GDPや法人企業統計などをみると、前期比改善しており、下げ止まりつつある。先行指標である機械受注（船舶、電力、携帯電話を除く民需）は、先行きの設備投資が持ち直していくことを示唆しているが、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。また、電子部品メーカーも海外生産の強化を打ち出すなど、新興国需要の拡大が日本からの輸出増加や国内設備投資に繋がらない可能性があることには注意が必要である。

雇用関連では、1月の失業率が4.9%まで低下したほか、有効求人倍率も小幅上昇するなど、生産の増加などを映じて改善しているようである。もっとも、雇用調整助成金の支給対象者数が、昨年夏頃の255万人から減

少しているとは言え、1月も150万人が対象であったことを勘案すると、雇用の過剰感は依然として強いようである。春闘労使交渉も定期昇給の凍結を回答する企業もあるなど、交渉は総じて雇用重視となっており、雇用者所得が改善するまでにはまだ時間がかかりそうである。

個人消費は、景気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。ただし、2月の乗用車販売の季調済前期比が2.6%下落して頭打ちとなるなど、政策効果の減衰に伴い耐久財消費の伸びも先行き鈍化すると考えられる。また、雇用・賃金環境が厳しい中、一人当たり名目賃金が大幅な下落を続けていることなどから、消費者の購買意欲も高まらず、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。1月のCPIは、石油製品価格の押し上げ効果を電気料金などの下落が相殺する形となり、前月と同様に前年比-1.3%の下落となった。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、一般サービス価格も下落幅が縮小していない。先行き、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ことが想定されるが、石油製品のプラス寄与があまり拡大していないこともあり、当面は、1月の前年比から大きく変化しないと考えられる。また、我が国が直面している持続的な物価の下落は、幾つもの要因が複合的に作用しているだけに、短期間に解消できるとは考えにくい状況である。私からは以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

世界経済は、引き続き緩やかな回復が続いており、今後も回復傾向は続いていくとみられる。ただ、これまでの回復は、在庫復元と財政・金融政策に支えられた部分が大きいだけに、今後の動向には不確実性が大きく、

回復のペースには注意していかなければならないと考えている。また、先進国と新興国、資源国とのコントラストはより際立ってきているように窺える。すなわち、強力な財政・金融政策のもとでも、バランスシート調整圧力が強いため回復に向けた動きに勢いの付きにくい先進国と、一方、そうした圧力がなく、世界中の政策が影響していることもあって力強い成長となっている新興国、資源国のコントラストである。

こうした経済情勢のもと、国際金融市場は、市場参加者のリスク許容度が回復し、各国の株価は上昇、ボラティリティ指数は低下するなど、概ね落ち着いてきている。しかし、大幅財政赤字への懸念が、ギリシャからスペインやポルトガルなど、より規模の大きな国へと広がり始めているのも事実である。今のところ、ギリシャ政府の赤字削減策は一定の評価を得ており、国債の入札も順調であったが、赤字削減策がシナリオどおりに進むか、また進んだとしても実体経済にかかる強い負の圧力に国民が耐えられるか、また計画どおりに進まなかった場合の欧州各国機関やIMFの支援体制はどうかなど、依然として懸念が払拭されるには至っていない。ここで何らかの不都合が生じると市場は混乱に陥り、世界各国の実体経済への影響も避けられないため、慎重にウォッチしていく必要がある。

次に、各国・地域別の経済情勢をみると、まず米国経済は、昨年10～12月の実質GDPが強く、年明け後も小売売上高や鉱工業生産などの指数が改善を続けていることから、緩やかな回復局面にあるものと思われる。ただ、2月の雇用統計は、大雪の割に堅調だとの評価はあるが、雇用者数の減少に歯止めが掛かっていないことに変わりはない。また、1月の新築住宅販売戸数は、過去最低を再び更新している。さらに、年初から3月第2週までの銀行破綻数は30行と、昨年同期の17行を大きく上回って推移している。このように、これまで経済の足を引っ張ってきた弱い部分の改善はあまり進んでいないように窺われる。7,800億ドルの景気刺激策導入から1年が経過し、各種施策の限界的な効果が低下してもおかしくない頃でもあるため、景気回復のモメンタムに変化がないか、一層注意していきたいと考えている。

ユーロエリア経済は、輸出の増加に支えられて持ち直しており、今後も緩やかな回復に向けた動きが続くと思われる。しかし、足許では、ドイツの自動車販売に昨年の政策効果の反動減が本格的にみられ始めるなど、内需の弱さが目立っている。ギリシャの財政赤字を発端とする金融市場の動揺が、実体経済に与える影響の度合いは今のところ定かではないが、経済的繋がりの深い欧州主要国を含めて景気の下押し圧力となるのは間違いなく、大きなリスクである。

中国経済は、内需を中心とした高めの成長が続いている。当局の緩やかな引き締め策の効果から、幾つかの指標の伸び率が若干鈍化しているが、これ自体は早過ぎた回復に対するスピード調整であり、持続的成長のためには望ましいものと考えられる。ただ、人民銀行の周行長や郭行長補佐、温家宝首相など政府高官の最近の発言からすると、2月のCPIが+2.7%まで上昇し、不動産価格が地方を含めて高騰する現状下、インフレや資産バブルへの警戒感は強まっており、今後は預金準備率の引き上げだけでなく、利上げや人民元レートの引き上げ、あるいは財政引き締めや規制強化など、追加策の導入の可能性も高まっているのではないかと思われる。その場合でも、全人代で今年の成長目標が+8%と設定されたことや、上海万博の開催などもあって、過度に強力な引き締め策の導入は考えにくいと思われるが、施策によって日本経済への影響度合いも異なるだけに、注意してみていく必要があると思っている。

NIEs、ASEANについては、台湾、タイ、マレーシアで、10～12月の実質GDPが前期比年率+10%を超える高成長を遂げているほか、多くの国がプラス成長を続けており、引き続き内需、外需ともに回復している。こうした中、マレーシアが利上げに踏み切ったが、インドネシアやタイ等、域内他国も追随する可能性がある。しかし、全体として差し迫ったインフレ懸念がある訳ではなく、急速な利上げには繋がらないと思う。従って、景気は今後一段と強まっていくものと考えている。

日本経済は、10～12月期における実質GDPの高めの成長が確認され、年明け後の景気指標も概ね強めであることから、今のところ景気は踊り場

とはならず、緩やかな持ち直しの動きが続いていると判断される。ただ、やはり輸出とエコ関連施策による耐久財消費の強さに支えられており、国内民間最終需要の自律的回復力はなお弱いという構図に変わらない。今後は、エコ関連施策の効果は次第に剥落していくものと思われるが、代わって政府の所得分配策の効果が出てくるものと思う。また、輸出についても、海外の在庫復元効果の一巡に伴い、次第に勢いが鈍化してくる可能性はあるが、その国内への波及効果が次第に強まり、在庫投資や設備投資が下げ止まりから持ち直しに転じてくる可能性がある。こうしたことから、緩やかな景気の持ち直しは続くものと考えている。しかし、景気の牽引役のバトン・タッチが上手くいかなければ、この先、景気が一時的に踊り場状態となる可能性はまだ残っていると考えている。足許でも、P I I G S 問題など海外経済の動向や、新年度入り後の施策の効果、円相場の動向、トヨタのリコール問題など、見通しを不透明にする 이슈が多く、楽観視はできないと思っている。

次に、物価情勢である。国際商品市況は、引き続き不安定な動きを示しているが、傾向としては、新興国の経済成長を背景とした上昇基調にあるとみている。こうしたもと、C P I（除く生鮮食品）の直近1月の前年比は、石油製品価格は上昇寄与を拡大したが、その他の品目で下落の動きが広がっていることから、昨年12月と同じ-1.3%と、4か月続いたマイナス幅の縮小が止まった。食料・エネルギーを除くベースも、12月と同じ-1.2%と、過去最低水準にとどまっている。除く生鮮食品ベース、全524品目の1月の前年比をみると、下落品目数が342とさらに増加し、上昇品目数130との差は212、全品目数に対する比率は40.5%となり、既往最大である2002年9月の44.0%以来の水準まで達し、物価下落の裾野は非常に広範囲に亘っている。ここまで物価の下落が広がってしまった以上、C P I のプラス転化には相応の時間を要すると思われるため、一層注意してみていく必要があると考えている。以上である。

白川議長

私の方からは、景気情勢と物価情勢について、若干感じていることを申し上げたいと思う。景気の判断については、皆様、使っている表現は微妙に違うが、1月の中間評価時点での見通しにほぼ沿っているということであつたと思う。私自身も同様に思っている。景気判断をどういう言葉で表現するかは、また後から議論するが、我々自身がこれまでどういう言葉を使ってきたのかを振り返ってみると、直近2月はご承知のとおり、「わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから、持ち直している」という表現であつた。ここで鍵となる表現は二つあって、一つは、国内民間需要の自律的回復力が「なお弱い」ということ、もう一つは、内外における各種対策の効果などから「持ち直している」という部分である。この二つの要素自体は、昨年11月からずっと使っているものである。今我々が使っているこの表現自体は、ある意味で、非常に汎用性の高い表現であるから、多少状況が変化しても、こういう表現で一応括れるということで、私自身もこの表現で良いと思つている。一方で、我々自身、毎回毎回の決定会合で、景気の現状・先行きが変化する時の微妙な変化を上手く捉えていないという感じもしている。つまり、前回会合以降のインクリメンタルな変化という意味でみるとこの表現で良いが、累積してみると、概ね沿ってはいるが、微妙な変化という意味では少しずつニュアンスの差が出てきているという感じがしている。今日の皆様の意見陳述をお聞きしていると、少なくとも前回2月の決定会合の時の景気の現状判断、あるいは先行き見通しから下振れているという方はいらっしゃらなかった。人によって表現は違っていたが、程度は別にして、幾分上振れ、あるいは横這いという感じで、全体としてみれば多少変化をしているという判断であつたと受止めた。私自身も、まさにそういう感じで微妙に上振れているという気がしている。これは何と云っても、世界経済自体がそういう形で変化しているということ、特に多くの方が言及されたように、新興国経済が力強く成長していることの影響が大きいと思う。私自身は、毎月出張して国際会議に出ているが、中国、インド、ブ

ラジル等の新興国からの出席者の発言はやはり非常に印象的である。これらの国では、政策運営をこれまでの緩和政策から少し修正する方向に入っているが、先程、野田委員あるいは亀崎委員からも言及があったように、経済の持続的な拡大を図っていくという意味では、こういう形で政策スタンスを調整していくことは、これらの国にとっても、世界経済にとっても望ましいことだと思う。

国内景気については、本格的には4月の展望レポートで点検するが、改めて項目毎に前回2月の会合と比較してある種の星取り表を書いてみると、方向としては、少なくとも良い方向に変化をしていると感じた。まず、純輸出は、今申し上げた世界経済、特に新興国経済の成長を反映して、昨年第4四半期に続いて、この第1四半期も上振れ気味であり、それを受けて企業の生産計画も上振れ気味である。設備投資についても、これは過去のデータではあるが、GDPの2次QEで下げ止まりという姿が出ている。それから、住宅投資も、レベルは非常に低いが下げ止まってきている。企業収益もややでき過ぎの感はあるが、昨年第4四半期の法人季報をみる限り、かなり回復している。それから、雇用者所得をみると——2月の労働力調査は、統計の振れという面が勿論あると思うが——、全体として雇用環境の数字は改善している。企業マインドの面でもどんどん悪化していくという局面ではなくて、幾分改善しているということだと思う。そういう意味で、足許については、前月の会合対比で明るい方向の動きが今月は多かったように感じる。ただ、先行きについてどう判断するかというと、多くの方がおっしゃっていたし、私自身もその判断を共有している訳であるが、やはりまだまだ不確実性は大きいと思う。不確実性に関しては、既に展望レポートでも指摘されているが、改めて今の時点で考えてみると、新興国がインフレを回避しながら、持続的成長を上手く遂げられるのかというリスクがあるし、エコ・カー減税終了後の自動車等の生産の反動減といった、新たな不確実性も加わっているように思う。それから企業間のばらつきも非常に大きいし、何よりも、景気のレベルがまだ低い。そういう意味で、先行きについては、引き続き慎重にみていく必要があるが、そう

は言っても、足許の動きを含めて、少しずつ上がってきているということも認識しておく必要があるように思う。それから、物価であるが、西村副総裁が使われた言葉で、デフレという言葉がキャッチ・オール・タームとして使われる傾向が益々高まっている。これは前回も確か中村委員が別の表現で使われていたが、まさに色々な問題が全てデフレという言葉で括られていて、それだけに日本経済が直面している問題の本質がなかなかみえにくくなっていることは好ましくない傾向だと思う。物価情勢については、皆様のご意見をお聞きしていると、人によって若干ニュアンスの差はあると思うが、中間評価対比変わっていないということだと思う。私自身もそういうふうに見ている。足許の動きについて私が受止めた感じは、最悪期に比べると少しずつ改善してきているということである。これは、何よりも計数的に、CPI（除く生鮮食品）の前年比が、昨年8月の下落のピーク時の-2.4%から、足許-1.3%にまで縮まっているし、刈込平均でも、僅かな変化ではあるが、マイナス幅が縮小してきている。あるいは西村副総裁がおっしゃったように需給ギャップと物価との経験則から考えてみると、需給ギャップ面での最悪期を過ぎている以上、これが少しずつ物価に出てくるということもあるだろうし、新興国経済の成長が商品市況等も含めて影響を与えることもあるだろう。それから、昨年秋のデフレ宣言のいわば後遺症も段々消えてくるということもある。そういう意味で少しずつ良い方向に変化しているというのが私の受止め方である。ただ、将来の物価を考えていくうえでは、何よりもインフレ期待、先行きの予想物価上昇率がしっかりとアンカーされることが大事である。現状はまだアンカーされているということではあるが、この点については、注意深くみていこうというのが皆様のコンセンサスであったと思う。物価下落の解消がどういうスピードで進むのかであるが、中村委員からは、物価の下落は複合的な要因が絡んでいるので短期的にはなかなか解消しにくいという話があった。我々自身の出した見通しもそうであるが、物価の下落がどの程度のスピードで解消していくのか、あるいは物価の上昇率がどの位のスピードで高まっていくのかという過去の経験則を改めて振り返ってみた。

今ちょうどC P I のマイナス幅が-1.3%であるから、これが少なくともゼロになるというのは、要するに、パーセンテージポイント幅として1.3%ポイント上がるということである。日本で過去20年間、C P I が1年の間に1.3%ポイント上がった局面がどういう局面であったかを振り返ってみると、二回ある。一つは、1996年から1997年の消費税率を3%から5%に引き上げた時期、もう一つは、2007年7月から2008年7月の商品市況が上がった時期という二回である。これは、日本だけがそうかと言うと、実はアメリカやユーロエリアをみても、1年間で1.3%ポイント上がっている時期は何回かあるが、基本的に原油あるいは食糧が上がっているという時期で、いずれも国際商品市況絡みである。そうした事実を考えてみると、やはり物価が上がっていくというのは、需給バランスが改善し、少し時間を経ながら物価が上がっていくという姿が基本だろうと思う。また、どういう経済が望ましいかという観点からみても、物価の上昇それだけが欲しい訳ではなく、景気が上がっていったって、その結果物価が上がるという、そういう経済を我々は希望している訳である。前回も申し上げたが、単に物価が上がるだけという状況のもとでは、企業からみると、仕入価格も販売価格も両方上がるから、別に収益は改善しない訳であるし、財政的にみても財政バランスや国債残高の対名目G D P比率も改善しない。つまり、物価だけ上がっても別に事態は全然改善しない訳である。そういう意味では、景気が回復し、時間はかかるが物価が上がっていくという姿を粘り強く実現していくことだと思う。先程、中村委員がその話に触れたので、少し私自身も思っていることを申し上げた。取り敢えず、以上である。議論したい論点があれば、どうぞおっしゃって頂きたい。

#### 須田委員

西村副総裁に少し聞きたい。先程、授業料が下がるとマインドに悪影響があるというようなことをおっしゃったが、授業料が下がったことで消費者物価が下がったとしても、企業ではなく、政府の財政の問題にはなるかもしれないが、授業料が下がること自体は家計にとって嬉しいことだし、

学校にとっても、授業料を払ってもらえないケースが結構あると聞くから、そういうところはまたそれで嬉しいので、問題は財政の問題ということではないか。価格が下がって、それがデフレだからと言うよりは、やはりそれが何を意味しているかでマインドに与える影響が違うと思う。なぜマインドが落ちると思われたのかが少しよく分からなかったのだが。

#### 西村副総裁

授業料というのは、話題になっている大きい例なので、それを典型的な形として言及した。その他の例として、色々なところでよく言われているのが、例えば介護の保険料とかそういうものである。介護の保険料は、価格表のところでは下がってきた訳である。下がってきた時に、それは個人にとっては、価格が下がるというのは望ましいことであるというように考えられていた。しかし、このところのサーベイデータの動きなどをみると、こういった価格下落が全体にどう影響を及ぼすかに関して、少し見方が変わってきているという、懸念というか、そういうものが少し出てきているということを私はここで少し強調したいということである。どういうことかと言うと、調査統計局の色々なアネクドタルな話をみていると、価格が下がるということが、最終的には、自分達の需要に影響を及ぼしてくると捉える人が段々増えてきているなという印象を持っている。先程言ったように、個々のものについて言えば、例えば、高校授業料とかはミクロでは望ましいとは言っても——とはいえ高校の授業料が関係ない人にとってはそもそも関係ない話ではあるが——、それがマクロの価格水準の変化を通じてデフレ状況となり、それが自分の売っている財やサービスへの需要の減少をもたらすという、そういったようなパーセプションの変化が出ている。そういう今まであまり考えてこなかった効果が少しずつ出てきているかなという気がしていて、それは怖いなと思う。これに関しては、こういうことが起こることは必ずしも合理的に説明しづらいことなので、そういう意味で、今まで考えていた見方より少し違って、少しもっとフレキシブルにある種の非合理的な行動を人々もするかもしれない。それ

を考えながら、我々も政策をしていかなければいけないのではないかというスタンスの変化を少しずつ持ちつつあるところである。

須田委員

まだよく分からないのだが。

西村副総裁

だから、全てが例えば相対価格の変化であるとするならば——需要要因であるとするならば——、物価の上昇・下落は、本来あるとすれば、シュレーザー・コストとかその程度のことにはかならない訳である。しかし、ここで問題になりつつあるのは、相対価格でなく、絶対価格の低下が直接に経済活動を低下させるコストがあるということである。物価の上昇に関して、色々なコストを我々は言ってきた訳であるが、物価の下落に関して、今まで言ってきたデット・デフレーションとか、そういうところ以外にも、人々の期待の変化を通じてなにかしら影響してくるというところが、このところ私は少し気になっている。

須田委員

それは、きっかけとしては、これだけの需要ショックがあって、大きな物価下落が起こったことが背景なのかなと思う。先程、政府の今回の新しい授業料を取り上げ物価が下がるとおっしゃったから誤解したのかもしれないが、この変化がどういう観点から起こっているかが分かるの良いという気がする。

西村副総裁

色々な説明の仕方があると思うが、一つは、マクロの物価が、自分が購入する財、若しくは自分が売る財に対してどういう情報を持っているかだと思う。マクロの物価変動とミクロの需要変動に関してみるならば、以前は恐らくミクロの需要変動の方が遥かに物価に対する影響が大きかった

訳である。これは、理論的にこの形でモデルを組み立てることができる。ところがそういう中で、マクロの物価変動がミクロの自分のところに対する変動に対して、より強く情報コンテンツを持っているということが起こった。今回の場合は、一度にマクロ全体がどんと落ちたということから考えると、マクロの価格の変化がミクロの自分達の需要に大きく影響を及ぼしてくるというところに皆が思い至ってきたと考えるのが、私は自然だと思う。そのため、デフレ——絶対物価水準下落——が需要に影響を及ぼすことになった。

#### 須田委員

その考え方は分かるが、調査統計局のメモに、企業はマクロのことはほとんど安定的だからあまり考慮に入れていないというのがあった。少なくともアンケート調査によると、企業の方々は、やはり相対価格の変化の方が大きいから、この程度のマクロの物価変動ならば意思決定するのにほとんど影響を及ぼさないという考え方を採っている人の方が、今のところ多いような感じがする。

#### 西村副総裁

こういったアンケート調査を採る時の大きな問題は、表面的な回答とその回答の裏にある動き——これは私は心理のことを言っているので、少し合理的個人による説明と矛盾するところもあるが——を区別する必要があるということである。もう一つこのアンケート調査からみえるのは、マクロの物価のことは確かに言っていないが、マクロの需要——特にマクロの需給ギャップとは言わないが——、要するに経済状況が非常に悪いということが自分のところに非常に大きな影響を及ぼしているということも強調されている訳である。そういうことから考えると、先程言ったマクロの物価の情勢は、ある意味では、マクロの需給状況を現していると考えるところならば、今言ったことと私は整合的だと考えている。ここは凄く難しいところだ。

野田委員

授業料の問題などを言えば——今心理的とおっしゃったが——、私が一番心配しているのは、表面的に物価下落率が拡大し、それが一人歩きすることである。我々は、基調を捉えていつも丁寧に説明しているが、それがなかなか届かない。政府のデフレ宣言以降のマスコミ報道で、我々は苦い経験をしているが、今後またヘッドラインがさらにマイナス幅拡大とか物価下落拡大となると、またこのデフレという言葉——先程のキャッチ・オール・タームではないが——に繋がることを私は最も心配している。今西村副総裁が色々説明された辺りは、私ももう一回よく勉強してみたいと思うが、差し当たってはそこを一番注目している。

須田委員

私もそこを気にしていたが、マスコミはやはり飽きるのだな。例えば、景気が良くなった途端に、報道は、デフレだけれどもこれだけ景気が良くなっている、もっと高いものを買うようになった、というように変わりつつある。授業料が下落したって、これは政策である。政策としてやっていて、そして政府もデフレ脱却という目的を共有していて、それで別に物価が下がったから大変だという話にはならない。先程言ったように、授業料が下がって大変なのは、政府の財政の問題なので。

野田委員

だから、私が申し上げたのは、須田委員のように冷静に受止めてくれる国民が多数を占めれば、私も全くそれは杞憂に終わると思うが、そうでないということもこれまでであった訳であるから、そこを心配しているだけである。

須田委員

私も去年はそうであったが、今は少しムードが違うと思う。だから、こ

れから景気の足取りがよりしっかりしてくると、人々の関心はやはり景気なので、少しトーン・ダウンしていくという期待を持っている。あと、政府サイドがその部分を別扱いしてくれた方が良いのではないかと、それを除いた物価を出して頂けたら、国民に対するマイナスの影響も少ないのではないかと思っている。

#### 西村副総裁

少し補足すると、色々な意味でミクロとマクロのそれに関して混同が起こる時に、こういう問題が生じる訳である。人々は、日本銀行の発表とか、そういうものとはある意味では無関係に自分のところでみて、自分の知っている状況でもって判断する。そうした混同の中からどういう結果が出てくるのかをみなければならぬので、その面には、少しやはり注意していかなければいけないという気がしている。心理的要因というのは、そういう意味で使っている。

#### 白川議長

私の方から一点、皆様に感じをお聞きしたい。マスコミ的な用語ではあるが、二番底のリスクということが去年の秋からずっと言われた訳である。常識的な受止め方として、二番底のリスクは大分消えていったというのが世間一般の受止め方であると思うし、多分この席でもそうだと思う。先程、中村委員から踊り場というリスクは後退してきたという話があり、亀崎委員からはまだ意識しておく必要があるという話があった。昨日、門間調査統計局長の話聞きながら思ったが、我々は従来、もう少し早い段階で景気が少し中だるみする局面が来るかどうか心配で、それをどうぐり抜けるかという問題意識を持っていた訳である。それが少し先に伸びた。先のリスクとして、一つは、エコ・カー減税が終わった後、大分生産が落ちるという懸念、あるいは中国等の景気過熱抑制策から景気のスピードが落ちるというリスクがあり、いずれも先に伸びたという話があった。しかし、同時にこれは門間調査統計局長も指摘していたが、実際の経済をみていく

時には、需要が人為的に増えている時に、今増えている需要以外の内需が自律的に増えていくような経済に上手くバトン・タッチできるかどうか、その実態的な判断が一番重要である。例えば、エコ・カー減税が典型であるが、需要を人為的に作り出すのは、インターテンポラルというか単なる時間的なシフトに過ぎないとも言える。しかし、それを言い始めると金融政策も所詮、金利を変更し、単に需要をシフトしているだけであるから、要は、その間に上手く経済が自律的な回復に戻るかという判断なのだと思う。そういう実態的な判断を加えた時に、単にシフトしただけなのか、あるいはもう少し行き場が固まりつつあるのか——これは勿論 4 月の展望レポートでまた議論する話だが——、私自身は、単なるシフトではなく、少しずつ行き場が固まってきているが、しかしまだ十分に自信が持ていないということだと思う。その辺についての皆様の感じをお聞きできればと思う。

#### 西村副総裁

需要のポジションがどういようように変化しているかが、多分一番重要である。特殊要因がほとんど無関係だということが実はそうではなかったという一つの典型が、住宅の偽装問題である。ああいうところにみられるように、今回の場合の落ち込みのかなり大きな部分は、やはり住宅が落ち込んだのが相当大きな意味があったと思う。逆に言えば、住宅の部分が回復することは、それなりに大きなモメンタムが出てくるのだろう。そういう意味で、一時期と比べれば私は比較的楽観的にはなっているが、これがどういようように繋がっていくか、住宅は非常に裾野の広い産業なので、こういったものがどういよう影響を及ぼしていくか、それが自律的に影響を及ぼしていくかということ、一つの大きなポイントではないかと思う。

#### 亀崎委員

単純に伸びたかどうかは、私も分からない。少なくとも、今年の初め位か、4～6 月かなと思っていたら、少し伸びた。それはそうだが、単純に

伸びたかどうかは分からない。なぜ分からないかというと、昨日も少し申し上げたが、米国については基本的には力強いが、住宅市場の問題、金融機関の問題、雇用周り、この辺の根本的なところの改善がまだみられないので、不確実性がある。欧州はかなり悪い。新興国は非常に良い。こういう中で日本はと言うと、機械受注は良くなってきた、あるいは設備投資が下げ止まってきたと言うが、昨日、門間調査統計局長のお話にあったように、設備投資の下げ止まりは能力増強投資ではなく、更新投資の増加によるものである。また、雇用は物凄く悪いし、雇用者所得も非常に下がってきている中、個人消費になかなか繋がっていきにくいのではないか。こうしたことを考えてみると、民間最終需要へのバトン・タッチが上手くいかない、いきにくいというか、いくのに時間がかかるとなると、そこが踊り場となるかもしれない。つまり、はっきりとは分からないということである。そこがうまく繋がらない可能性は、手前ではほとんどなくなったが、先に伸びただけかもしれないため、やはり踊り場はないとは言えないという意味で申し上げた。

#### 野田委員

二つあると思う。一つは、皆様異口同音におっしゃられていたアジアを中心とする需要は——我々からみれば外需であるが——、ひいては内需にはなにがしか跳ね返ってくるとすると、内外需要が想定以上に大きくて、これが例えば1~3月あるいは4~6月辺りの踊り場、ないし二番底を相当埋めた。これが単に先取りしただけかと言うと、今申し上げたように、底は上がっているから、その分が一番やはり大きな要素だと思う。需要を先食いしてしまった部分は確かにあるが、一方で言えば、その先食いしたものが、先程私も触れた経済の水準そのもの、GDPギャップで言えば、何%ポイントかは——多分それで1~2%ポイントだと思うが——上げている訳であるから、そこが上がったことによる——私はよく低所恐怖症と言っているが——低所恐怖症が緩和するという効果は相当ある訳である。そうということからすると、10~12月ないしはその先に少し調整がのびたと言っ

でも、その調整幅というのは、従来考えてきた二番底とか踊り場と言っていたものよりも相当縮まっているのではないかと私は思っている。であるから、先程、生産もプラスになる可能性は一概に否定できないという趣旨を申し上げた。そういう筋道を立てて、現にESPフォーキャストなどをみても、1%半ばで水平に動いていて、四半期ベースでも前期比で回復していくという絵が——これは平均ベースであるが——描かれているし、従来のグラフからすると、相当平坦化している。前期比の伸びという意味で平坦化しているというのは、その辺からきているのではないかと思っている。

#### 須田委員

私も野田委員の考え方に基本的に賛成だ。私は、ショックに対する耐性が今しっかりしていれば、その分だけ後になってそれに耐えられるということと、政策期限を少しのぼしたということで、駆け込みがじわじわと時間を通じて出てくるということもあるので、急激に大きく反動が出てくるということではないと思う。自動車でも、メーカーによるインセンティブがあるから買いたいという部分もあるので、ショックも小さくなるのではないかと感じている。

#### 中村委員

時間の経過とともに、やはりマインド面が少し良くなってきている。経済活動の水準が急激に落ちた時は、リバウンドした後の巡航速度がどれ位か分からない。経営者などは、とにかく操業度が6割でも利益を出せるようにしなければいけないと言っていた。また、経済の状態が悪い時は、自動車などを買うことが罪悪であると意識され、買い替える前と同じ色を買う人が多いとか言われた時期もあった。そうしたマインドの悪化も徐々に改善しているほか、経済の巡航速度もそんなに低くないということは、少しずつ確認されつつあるのではないかという気がする。

## 須田委員

一言だけ付け加えておくと、私自身は、政策による需要の先食いというより、需要を作って、そこをより伸ばしていくということをやると、消費の外部効果みたいなことがあって——誰かが持っていたら自分も買いたいということがある——、プラスマイナス・ゼロではなくて、それなりのプラスの効果があるのではないか、私自身も自動車を買いたいと思っていることもあって、やはりプラスの効果があるのではないかと思う。

## 山口副総裁

景気の回復局面では、いつもこうした形で我々の見通しが良い方向に裏切られることが続く一方、特にそうした局面の最初の段階では、我々自身なお確信が持てないので、慎重な見方を続けてしまうということになりがちだ。今回も同じようなことが十分起こり得る。ただ、頭に置いておくべきは、景気の水準が、民間調査統計局長の表現を借りれば、依然として通常の不況期のどん底に近いレベルだということである。このこと自体の持つ意味をどう考えるかだろうと思う。やはり今の時点では、バックワード・ルッキングになってもいけないが、足許のデータなどを一つ一つ確認しながら、景気の判断を固めていくことが非常に重要な局面ではないかと思っている。

## 西村副総裁

少し宜しいか。一点だけ。さらに言えば、ドンと落ちて、そこからガーっと上がっていった人達は、やはり規模の大きな人達である。規模の小さい人達はまだ下がり続けている、若しくは少しある程度の下支えがあるという位だ。實際上、世の中の就業者数や事業者数のことを考えれば、規模の小さい人達の方が遥かに多い訳である。そういう人達のマインドは極めて重要で、私は、そういう人達も自動車とかのインセンティブに食い付いてくるのは、やはりポジティブなものがあるから食い付いてくる訳であると考えている。そういうところにポジティブなサインがあると思う。しかし、

サインが広がりを持つためには、二極化でまだ厳しい状況にある人達に新しい見通しがみえてくるというマインド効果が出てくる必要があるだろうと思う。そういう中では、先程言った住宅とか、そういったより裾野の広いものが出てくるのが極めて重要だと考えている。

白川議長

それでは、ここで一旦終わって、10時40分に再開したいと思う。

(10時29分中断、10時39分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、再開したいと思う。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針等についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同様である。それでは山口副総裁からお願いする。

山口副総裁

まず、国内の金融環境について述べたい。結論を先取りすると、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」ということで良いと思う。

CP・社債の発行環境をみると、低格付社債を除き、良好な発行環境が維持されている。発行スプレッドも落ち着いた動きとなっている。CPの発行額は、運転資金需要の後退を背景に、前年を下回る水準で推移している。社債についても、設備資金需要に動きがみられないうえに、格付けの高い企業を中心に、負債の長期化を図る動きが一巡してきていることから、発行額がやや減少している。公募増資の動きも一頃に比べれば落ち着いてきたと思う。企業収益の回復につれて、企業のキャッシュ・インが増加する一方、運転資金需要や設備資金需要が弱い中で、企業の外部資金に対す

る需要は低調にならざるを得ないと思う。そうしたもとの、企業の資金繰りに関しては、引き続き中小企業に厳しさがみられるが、全体としては改善の動きが続いている。この間、企業の資金調達コストは低下傾向が続けている。また、金融緩和の効果については、企業収益の改善を背景に高まる方向にある。

次に、当面の金融政策運営について述べたい。最初に当面の金融調節方針であるが、前のラウンドで述べた私自身の経済・物価情勢判断からすると、現状維持が適当だと思う。二つ目は、先程のラウンドで、なお暗さが残る中で、一筋の光をどう大事にし、どう後押ししていくかといった問題意識を述べたが、これに関連して一段の金融緩和を図ることについての私の考え方をお話ししたい。まず、昨年12月に導入した固定金利オペの効果に関し、簡単に総括しておきたい。ポイントは三つある。一つは、ターム物を中心に長めの金利の低め誘導を実現できている。二つ目は、その波及効果として、企業向けなどの貸出金利も低下してきている。三点目として、昨年末にかけて広がりつつあった企業等のマインド後退には、一定の歯止めを掛けることができた。この点は、株式市場、債券市場、為替市場などの動きからもある程度読み取れると思う。以上の点をまとめると、それぞれ限界的な効果ではあるが、政策のアナウンスメント効果も含めて、相応の成果が得られたと評価して良いように思う。一方、金融緩和効果の浸透という点では、先程も述べたように、企業収益が明確に改善し、それとの比較でも金融緩和がより浸透しやすい状況に今なってきている。こうした事情に加えて、経済情勢も、全体としてはなお暗さが残るとはいえ、このところ比較的是っきりとした明るさがみえ始めている。それだけに、企業心理などの面でも弾みがつきやすい状況になってきていると思っている。

今述べたような一連の情勢認識に立って、この際、効果が相当程度確実な政策ツールを活用しながら、一段の金融緩和を図り、我々のデフレ克服に向けてのスタンスを明確にしつつ、経済・物価情勢の回復の動きを今一度後押ししていくことが適当ではないかと考えている。

具体的な方法としては、例えば、昨年末に導入した固定金利オペの資金供給額を増額するということが考えられる。固定金利オペは 3 月末でオファーが終わる企業金融支援特別オペの代替ツールとしての役割も果たしてきている。一段の金融緩和という趣旨を明確にするためには、企業金融支援特別オペなどの残高を単に振り替えるだけでなく、それ以上の資金供給額を上乗せする必要があるのではないかと思っている。いずれにしても、具体的な方法も含めて後程議論させて頂きたいと思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは、須田委員お願いします。

須田委員

まず、前回会合以降の市場の動向を概観することから始めたいと思う。短期金融市場では、本行による潤沢な資金供給を背景に資金余剰感の強い状況が続いており、各種短期金利は引き続き低位安定的に推移している。この間、TIBOR-OIS スプレッドでみた年度末越えプレミアムは、確認できないほど低い状態となっている。

また、CP およ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 A 格以上の高格付社債は、一部銘柄を除き、スプレッドが低位安定的に推移しているほか、発行体にも広がりが見られている。BBB 格についても、投資家による物色がみられ始めており、スプレッドは緩やかな縮小傾向を辿っている。また、CP 市場では、発行量の減少が続く一方、高格付銘柄を中心に投資家のニーズは強く、レートは総じて低い水準で横這いとなっている。

この間、株価は、米株高や本行の追加緩和に対する思惑等から幾分上昇している。ギリシャ問題に端を発するソブリン・リスクへの警戒感も、幾つかのイベントをこなしながら落ち着きつつあるようである。長期金利は、年度末を控えて投資家の様子見姿勢が強まる中、1.3% 近傍の狭いレンジ

内で動意の薄い展開となっている。ドル／円も、投資家のリスク回避的な動きが一服する中、金融政策に対する思惑が交錯し、90 円を挟む狭いレンジで膠着している。

以上のように、企業金融が改善を続け、金融市場が全般に落ち着いて推移しているもとの、先に述べたように足許の経済指標はメイン・シナリオに沿った展開となっている。しかしながら、先程示した様々な上振れ・下振れ要因があって、リスクは上下にバランスしつつも、依然として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、わが国経済が物価安定のもとの持続的な成長経路に復帰していくよう、引き続き粘り強く支援していく必要がある。従って、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当だと考える。

前回会合で、私は、企業金融支援特別オペの予定どおりの完了と、CP 買現先オペの積極活用の必要性の低下について述べたが、こういった対応は金利の官民逆転の解消に役立つ可能性がある。また、特別オペの終了に際しては、「共通担保オペ等の金融調節手段を活用して潤沢な資金供給を行う態勢に移行する」と昨年 10 月に表明している訳であるから、その方針に従って、昨年 12 月に導入した新型オペを含む既存のオペを機動的に活用しながら、円滑な移行に努めて頂きたいと思う。その際、これまでと同様、誘導目標金利の維持に加え、潤沢な資金供給、市場機能への配慮、より長めの金利の低め誘導、に配慮しながら、特別オペやCP 買現先オペを他の既存のオペにどのように振り替えるのか、執行部で適当に判断して頂きたいと思う。

以上の方針が、経済・物価情勢や金融市場の現状、さらには現行の金融政策運営の枠組みに照らして、もっとも自然な選択であると考えているが、現在、市場では今回の決定会合で追加緩和があるとの思惑が広がっている。しかしながら、第一の柱によるメイン・シナリオの評価、第二の柱によるリスク点検の双方とも、前回会合から変わっておらず、私は、今回追加緩和は必要ないと判断している。今後、追加緩和が必要かどうかは、4 月の展望レポートの際に、現行の金融政策運営の枠組みに従って、しっかりと

判断したいと思っているが、現在、株式や為替のマーケットでは追加緩和を既に織り込んでいるように窺われる。このことから、市場やメディアでは、年度末を控えやらないことのコストは大きい、との声が少なからず聞かれている。しかしながら、私は、以下に述べる理由から、むしろやることのコストの方が、より長い目で見た場合には大きいのではないかと危惧している。

第一に、今回追加緩和を実施するとした場合に、合理的な理由付けが困難であるという点である。まず確認しておきたいことは、金融政策を判断する際は、政策効果が出るまでのタイムラグに配慮し、中長期的な経済・物価・金融の安定を重視することが重要であるという点である。そうした考え方のもとで策定された現行の金融政策の枠組みが、現時点では最適だと考えているし、その枠組みに従って、その時々で最適な政策をとってきているので、メイン・シナリオとリスク評価に特段の変更がない中で、今回の追加緩和という結論はストレートには出てこない。かつて、景気について上方修正を行いつつも、中央銀行の姿勢を示すために追加緩和政策を行ったこともあるが——因みに、私は反対を表明した——、そのようなスタンスで臨めば、いつまた同じように政策が市場から要求されるのか非常に不透明であるし、市場からは、景気循環上の回復過程にある局面で金融緩和を強化すると、バブルの発生リスクを高めるほか、必要な構造調整や経済の新陳代謝を遅らせることになる、との批判も聞かれている。

なお、昨年12月1日に、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図るとして、新型オペの導入を行い、実際各種短期金利は低下した。足許、短国レートは0.1%台前半で推移し、ユーロ円レートは、オペレートが潰れるに従って出し手の目線も下がっており、6か月物等、長めのターム物を中心に緩やかな低下傾向がみられている。また、TIBORが高止まりしているとの声も聞かれるが、3か月物レートをみると、実は2006年10月以来の低い水準まで下がってきているし、今後も低下が見込まれている。私はこれまで幾度となくより長めの金利の低め誘導を執行部にお願いしてきたし、その姿勢に変わりはないが、これ

までの政策効果を評価するためには、本来ならば、下がり方が十分かそうでないか具体的な検証が必要であるし、どのようなペースでどの程度の水準まで引き下げるのか、具体的にボードで議論する必要があるのではないか。その際、1月の新規貸出金利が——特殊要因を含んでいるとはいえ——総合でみて既往最低となる水準まで下がっている中で、金融機関の収益——リスクに見合ったリターンの確保——に与える影響や市場機能の毀損といった観点からも検討が必要だと思う。

第二に、量が政策的な意味を持ってしまいかねないという点である。すなわち、新型オペによる資金供給量を、ステートメントではなく別紙で示すとしても、結果的に量の拡大に焦点が当ることになり、市場では金融緩和度合いと量とを結びつけて考える傾向が強まることになる。前回の会合でも述べたが、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、とりわけ一つのオペの残高で緩和度合いを測るのは正しくない。市場の資金ニーズ見合いで変動する量と金融緩和度合いとを結び付けるような政策運営や情報発信を行なってしまうと、あらぬ誤解や批判を招いたり、出口戦略で苦勞することにもなりかねない。また、デフレ脱却への姿勢の証とか、時間軸を補強する材料といった様々な役割が量に割り当てられる可能性も排除できない。そうなれば、好むと好まざるに関わりなく、量をボードの議決事項とせざるを得なくなる可能性もあると思っている。

第三に、市場が織り込めばそれに従わざるを得ない、との見方が強まるリスクがあるという点である。今回のマスコミ報道をきっかけとする追加緩和の織り込みは、私にとって大きなサプライズであると同時に、今後を考えると憂うべき出来事であった。市場は、経済・物価に関する指標等を自ら評価し、金融政策の先行きに対する予測を、月報や議事要旨、総裁記者会見といった我々との対話を通じて適切にコレクトしながら、自律的に相場に織り込んでいくものと理解している。従って、一旦織り込まれた市場の予測に我々が従わなければならないということはない。逆に、市場の反動を恐れ、市場に織り込まれた予想に従うというパターンを定着させて

しまうと、市場による適切なコレクションが行なわれなくなり、投機的な動きが強まる可能性がある。また、現在、政府が騒げば日銀は動くといった残念な声が市場から聞かれている。こうした見方が強まると、金融政策の信認、独立性に疑念が生じかねないし、財政規律の観点からも好ましいことではない。マネタイゼーションとの誇りを免れない政策運営を行なわないという観点からも、市場が織り込んだからということではなく、2つの柱に基づく点検の結果として、粛々と政策判断を行なうことが重要であると考えている。

デフレ脱却に向けた政策を政府とともに断行していくということに、私としても全く異論はない。ただし、金融政策は効果が出るまでタイムラグがあるということをしっかり理解をしてもらう必要がある。そのためには我々と市場や国民との間で、正しい相互理解が必要であるし、そのための適切なコミュニケーションが不可欠だということを、ここで改めて強調しておきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

前半で述べたとおり、我が国経済・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——厳密に言えば、経済は若干上振れて推移している——という評価である。すなわち、一つに、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、二つに、こうした見通しにかかる高い不確実性は、2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れば、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、極めて低水準の金利を維持することを通じて、極めて緩和的な金融環境を粘り強く確保していく、という方針を当分の間、堅持していくことが重要である。

私は、この方針を前回会合で「ブロードな意味での金融市場調節方針」と呼んだが、この方針と昨年12月に導入した固定金利方式の資金供給オペ——新型オペ——が2月末に当初の目安——10兆円程度——に達したことと、企業金融支援特別オペが今月末をもって終了すること、この関係をどう関連付けて考えるかという論点がある。

私は、政策変更について、今月4日の滋賀県における講演でも述べたが、次のように考えている。すなわち、今後も、極めて緩和的な金融環境を維持することによって、金融面から需要を下支えする。金融・経済や物価の動向を「2つの柱」により点検したうえで、必要と判断する場合には、迅速・果敢に行動したい。これに照らし、今、迅速・果敢に行動すべき時か否か、すなわち新型オペの増額等により、一段の金融緩和を図る時かと考えると、次に述べる2つの理由から、そのタイミングではないと考えざるを得ない。

一つは、これまでコミュニケーション・ツールとして用いてきた、金融政策の枠組みとの関係である。我々は予てから毎回の決定会合で、「2つの柱」による点検を経て金融政策運営方針を決定してきた。前々回、1月の会合で、我が国経済は10月の展望レポートで示した見通しにほぼ沿って推移した、との認識を共有し、前回会合以降は中間評価対比で基本的には変わらない、ないしは若干上振れている、というのが大勢の理解であったと承知している。物価動向については、足許までの動きの見方には仔細に言えばばらつきがあるが、先行きの見通しを大きく変えなければならないという見方はなかったと思う。物価の下落幅縮小の動きが鈍くないかとの懸念や仮説に対しては、引き続き慎重に検討していく必要があるが、現時点で政策委員会として物価が中間評価時点の見通しから外れた、という

には無理がある。リスク要因についても然り。これまでの我々のコミュニケーション・ツールとして使ってきた枠組みとの整合性を踏まえると、今日この時点で金融政策を変更する——つまり追加的緩和政策を打ち出す——論拠が私には見出し難い。昨年12月1日の臨時会合で「金融緩和の強化」を講じた際のように、国際金融面での動きや為替市場の不安定さなどが企業マインド等を通じて実体経済活動に悪影響を及ぼすリスクが明確になっている訳でもない。中長期的に日本銀行の政策に対する国民や市場の信認を確保するには、政策判断一つ一つのコンシステンシィが重要であるということは今更言うまでもなく、さらに言えば、今まさにこのことが我々日本銀行に問われているということを私は痛感している。折角の貴重な追加策が、日銀に対する信認の毀損に繋がるようなことがあってはならないと考えている。

もう一つは、現時点の金融市場の状況等を踏まえると、追加緩和策は効果を期待し難いという一方で、観測報道に金融政策が振り回されたとの先例を残す等の大きな問題——いわば副作用——があることである。追加緩和策の効果を考察すれば、これまで新型オペを含めて、やや長めの資金を潤沢に供給してきたことにより、レポやTB等のターム物の市場金利は0.1%に限りなく近い水準まで低下しており、追加策による限界的な金利低下の効果は極めて限定的であると考えられる。こうした限られた金利低下効果よりも、実は私が重視しているのは追加策が企業や家計のマインドに働きかける効果——アナウンスメント効果を含めてであるが——である。この点については、3月5日の報道により、その効果は大きく減殺されたと言わざるを得ず、極めて遺憾である。株式市場や為替市場は追加策を既にほとんど織り込んだと言われており、金融市場という尻尾が金融政策という頭を振り回すという本末転倒の状況となっている。仮に追加策が打ち出されても、材料出尽くしで株式は売られる、との観測すら出ている。我々は、観測報道に金融政策が振り回されたという先例を残して良いのか、むしろ本日の会合では、追加緩和策についての報道が出ていることはよく承知しているが、中間評価時点の経済・物価見通しに基本的に沿って推移し

ているため、現時点では政策変更は行わないと決定し、説明すべきではないかと考えている次第である。

なお、特別オペの残高の減少分を他のオペで資金供給する必要があるが、当初想定どおり金利入札方式の共通担保オペにより潤沢に当面資金を供給すれば、金利上昇等の大きな問題は生じないとみている。

一方、「2つの柱」による点検結果から遊離して、副作用も懸念される政策変更を現時点で行うことには違和感がある。物価の下落幅縮小ペースが鈍化していないか等の下振れリスクについては、月末の消費者物価指数、来月初の短観、そして来月の展望レポートでしっかりと確認すべきである。これまで時間をかけて築き上げてきた枠組みを放棄してはならないと強く感じている次第である。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針について述べれば、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」との現在の方針を維持することが適当である。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

金融経済情勢に関する討議で述べたように、日本経済の現状を評価すると、足許経済活動は想定比やや強めである。しかし、中長期的な成長期待や中長期的なインフレ期待は、下振れから漸く踏みとどまっているとも言える状況にある。かつ、将来の不確実性、それから生じる不安感が短期にも中長期にも高止まっている。

金融市場の現状は、前回会合時と大きな変化はなく、改善の動きが進んでいる。しかしながら、より詳細にみると、回復の動きが遅いセクターがあるのも事実である。大企業では資金需給は緩んでみえるが、これは実体経済の厳しさ、中長期的な成長期待の弱さの反映であり、設備投資資金需要はまだ低迷している。さらに中小企業、特に小企業の金融環境は、大企

業、中堅企業比大きく出遅れている。

こうした状況が、過半の企業や家計の中長期的な国内における成長期待、そして中長期的なインフレ期待の下振れを、ボディブローのようにもたらしリスクを無視することはできない。大きなショックがもたらし経済活動の下振れに対する対応は分かりやすいが、実はこうした真綿で絞めるようなボディブロー型の下振れリスクに対応する方がはるかに難しいが故に、長期的にはより重要であると考えている。

現在、2008 年秋以降の危機の際に、著しい不確実性と過度の不安感に対応するために導入した措置が期限を迎えつつある。このため、金融調節上、潤沢な資金供給を続け、市場の資金調達にかかる安心感を維持するための措置の拡充を考えることが必要な時期になっていることも事実である。従って、この時点で、中長期的な成長期待や中長期的なインフレ期待の下振れを防ぎ、将来の不確実性、不安感を可能な限り下げするためには、思い切った施策を打つのが適切と考える。

どのような形の施策があり得るかについては、中心には金融緩和の実をさらに強め、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するための中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく、という意図を明確にする必要があると思う。その点から考えれば、長めの金利の低め誘導の効果をさらに強めるということで、固定金利オペの大幅な増額という拡充も考えられると思う。その他の施策も考えられるが、具体的な施策については、現在の状況で最も効果的なものは何かについて、自由討議の中で検討していきたいと思っている。

このように適切な施策を採るという前提のもとで、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、前回同様、無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0.1%前後で推移するよう促すということで良いと考えている。

以下、二点ほど追加したいと思う。まず、足許見通し比経済活動が上振れてきているときになぜ思い切った施策が必要かという点である。確かに、足許見通し比経済活動が上振れしているが、水準は低くかつ将来の不安が

強いのも事実である。とはいえ、上振れるということは、経済には上方に動く力、モメンタムがある。つまり、働きかけに対してポジティブな反応をする潜在力があるということでもある。言ってみれば、疲れた馬を川辺に連れて行っても、疲れ切っているために水を飲まないとする、そうした試みは無駄になる。しかし、馬が疲労からある程度回復しているならば、川辺に連れて行けば喜んで水を飲み、再び走るようになると思われる。水が栄養を含んだ水なら、その力の回復の度合いはさらに強くなると思う。とすると、将来の期待に働きかけるエクスペクテーション・マネジメントという観点がこのところ重要になってきているが、そういう観点からするならば、経済に上向きのモメンタムがある時には、実は思い切った施策が十分な効果を期待できる状況であると考えていることも可能であろうと思っている。

次に、今回の拡充策の位置付けである。確かに、今回私が考えようとしている拡充策等は、危機対応時限措置の解除に伴う激変緩和措置という面もある。具体的には、企業金融支援オペの終了に対する対処という側面もある。しかし、今回の拡充策を単なるこうした金融調節上の技術論で説明するのではなく、中長期的なインフレ期待の下押しを許さないという政策委員会の意思の明確化として対外発信すべきであると考えている。今重要なのは、期待への働きかけだと考えている。この点からみると、金融調節上の技術論にウエイトを置いてしまうと、ロジックとしては間違っていないくとも、期待への働きかけという点ではマイナスの反応をもたらす可能性があることに注意しなければならないと思っている。以上である。

白川議長

次に、中村委員お願いする。

中村委員

国内の企業金融を取り巻く環境は、業種や規模によっては厳しさを残しつつも、全体として改善の動きが続いている。企業の資金調達コストも、

貸出金利が1月には幾分低下したほか、CPや社債の発行金利は総じて低水準横這いとなっている。こうした調達コストの低さは、企業収益が改善していることもあり、金融緩和度合いを強める方向に作用しているようである。もっとも、こうした緩和的な金融環境にも関わらず、設備資金をはじめとする企業の資金需要は弱く、銀行貸出やCP発行残高は減少している。特に、業績の改善による収入増や、リストラ費用の減少などから企業の手許資金の余剰感が強まっており、中には金融機関との関係維持の観点から年度内の繰上げ返済を手控えて、多額の資金を手許に残している企業もあるようである。従って、企業金融を取巻く足許の環境に限っていえば、追加的な緩和策が必要とは考えられない。

企業業績面では、金融を除く東証一部上場企業300社を対象に大和証券キャピタル・マーケットが2月25日に行った集計では、2010年3月期の経常利益は、全社平均で12.3%の増益見込みとなっている。ただし、増益企業146社の内訳は、増収・増益は37社に過ぎず、残り109社は費用削減により減収を補っているようである。また、非製造業を中心に集計対象の過半となる154社が減益予想となっており、景気回復局面での業績回復は一様ではなく、企業間格差が拡大しているようである。

また、中小企業の景況感に関し、商工中金が取引先1,000社を対象とした中小企業月次景況観測を2月末に公表している。その景況判断DIは昨年1月を底に急回復してきたが、昨年10月からは3か月連続で低下している。その後本年1月より反転上昇し、3月も改善を見込んでいるが、過去の景気後退局面と比べても依然として低い水準にとどまっている。また、仕入れコストの上昇と販売価格の下落を受けて、採算状況DIは昨年12月以降3か月連続で悪化しており、統計の振れも考えられるが、業績回復は平坦ではないようである。業種によっては悪化に歯止めが掛かっておらず、中小企業にとっては大変厳しい経営環境が続いている。

最近の金融経済懇談会での地元経済界の方々との意見交換の模様をみても、「日銀は景気が持ち直していると言うが、足許の実体経済は改善しておらず、日銀の見通しは楽観的過ぎるのではないか」とか、「需要不足

解消に繋がる景気対策やデフレ脱却を金融面からしっかり支援して欲しい」との要望や意見も出されていることは、商工中金の景況観測と総合的と言える。

我が国経済は最悪期を脱し、景気は確実に持ち直しているが、実態はリーマン・ショックに伴う需要の急落後、主として内外での在庫調整の進捗や輸出の回復、耐久消費財の販売増等に支えられたものであり、自律的な回復力は弱く、回復の恩恵を享受できている業種は限定的である。また、足許の経済活動の水準は極めて低く、持ち直しのテンポも緩やかなだけに、景気回復の広がりも限定的となっている。従って、業績の回復が相対的に遅れている産業や地域経済に携わっている多くの国民にとっては、日々の経済活動を通じて実感している景況感と改善傾向にあるマクロ経済指標が示す経済の姿との間に乖離が生じており、足許ではさらに拡大していることにより、閉塞感が高まってきていると考えられる。

このような背景から、財政からの追加支援の余地が限定的なこともあり、需要拡大に向けての金融面からの追加支援への期待が足許では一段と高まっており、この裏返しとして、日銀はマクロ経済しかみておらず国民の目線で考えていないといった批判に繋がっているとも考えられる。本行に対する要望は、国債の買切り増額を含む追加金融緩和、中小企業金融支援、デフレ脱却、円高対策等、多岐に亘るが、必ずしも中央銀行である本行の目的や機能、政策手段の実効性を理解したうえでのものでないことも事実である。景気持ち直しのペースが極めて緩慢なことや、経済活動の水準が低いことから、多くの国民が景気回復を実感できるまでには相当の時間を要すると思われるだけに、企業や家計の成長期待が下振れるリスクには注意が必要である。従って、今月末に企業金融支援特別オペが終了するこの機を捉えて、昨年12月に導入した固定金利型共通担保オペの量的拡大を行い、我が国の経済が持続的成長経路に復帰し、デフレから脱却することを強力に支援するという本行の姿勢を明確にすることにより、景気回復をより確かなものにするとともに、人々の成長期待に働きかけるということを検討してはいかがかと考える。また、本措置により企業や金融機関に資

金調達面での安心感を与え、金融機関の金融仲介機能のさらなる強化に繋がることにも期待したいと思う。

本行が、4月末までにかけて追加的な金融緩和措置を採るとの観測記事が報道されたことから、一部の市場では追加緩和を既に織り込んでいるとも言われている。今回、仮に追加的な措置の導入が決定された場合、金融政策の運営を一部のマスコミ報道や市場に委ねるのかといった批判が間違いなく起こると想定される。そうした批判に対しては、金融政策の運営は、金融政策運営の枠組みに従い、我が国経済にとって最適な施策を最適な時期に行うことのみが判断基準であり、それ以外の要素は排除しており、金融政策は市場に追随して決定されるものではないことを記者会見等の場で明確にすることが肝要だと思う。

なお、今回の決定会合に至るまでの一連の報道は、本行の信認やコミュニケーション戦略に悪影響を与えた可能性があるだけに、今後のマスコミ対応や市場とのコミュニケーションにつき検討の余地があると思う。

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、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

亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

国内の金融環境は、期末を控えた現在も改善の動きが続いている。本行が資金を潤沢に供給している一方、企業の資金需要は依然として弱いため、企業の資金調達コストは低下し、CP、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、零細企業の金融環境も依然厳しさは残っているが、景気が持ち直している中、一連の政策効果等もあって一段の状況悪化は避けられている。

グローバルな金融環境も、現時点では概ね落ち着いている。しかし、P I I G S 諸国の財政悪化や中国の過熱抑制策、米国の金融機関規制案などへの懸念は消えてはおらず、このまま落ち着いて推移するとは限らない。日本はこうした懸念材料に直接的には晒されていないが、そうであるが故に、デフレや財政状況の悪さなど経済の負の側面は脇に置かれて、グローバルな金融環境が不安定化する度に、むしろ円高が進んでしまうのは皮肉なことである。

前半パートでも述べたとおり、これまでの経済・物価情勢は、1月の中間評価時点での見通しに概ね沿ったものと判断している。しかし、波動的な円高によるデフレ圧力もあって日本経済の足腰はなお弱く、C P I のプラス転化までの道のりが遠いことに、国内の各経済主体の苛立ちは募っている。その分、本行の新たな施策及びその効果に対する期待は高まっており、何らかのサポートを行う余地はないものかとの思いを巡らせてきた。デフレ解消のための最大の鍵は、何といても需給ギャップの改善を図ることであることは言うまでもない。従って、本行はこのために企業や家計の支出活動を支えることを目的として極めて緩和的な金融環境を維持してきた次第である。しかしながら、現状はデフレが諸悪の根源のように言われており、依然として企業、家計も投資行動や消費行動に慎重な姿勢をとり続けている。こうした中であっては、まず無担保コール（オーバーナイト物）の誘導目標については、既に十分に低い0.1%と限界にあるため、引き続き現行の水準を維持するのが適当と考える。一方、昨年12月に導入した固定金利での共通担保資金供給オペは、これまで14回の応札状況を見てみると、5.8～8.9倍となっており、いずれも高い応札倍率が続いてきている。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、その実現を金融面から少しでも後押しするという意味において、金融緩和度合いの一層の深化を図る必要があると思料している。具体策については、執行部の意見も聞いたうえで討議の中で述べたいと思う。

これまで、本行は、日本経済がデフレから脱却し物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識してきて

いる。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である、この旨コミットしてきているが、こうした努力を続けていくことが、アクションをもって続けていくこと自体が、本行のコミュニケーション能力向上の最大の手段であり、それが市場のセンチメントやインフレ期待といった重要なファクターを安定させるとともに、期待インフレ率の安定化にも繋がっていくのではないだろうか。今後とも、状況に応じて最も適切な金融調節の手法をプロアクティブに考えて、実行していくことが重要だと思う。

なお、先程中村委員からもあったが、一部マスコミが今回の決定会合における新たな措置の導入に関する具体的かつ確信的な報道を行ったことは大変遺憾だと思っている。こうしたことはこれまで何度かみられたが、情報の公平性の観点や各政策委員の自由な討議を縛りかねないという観点から、大いに問題であると言わざるを得ず、こうしたことが続くと本行の信認にも響きかねない。再発防止に向けて、マスコミ対応について真摯な反省と対応が必要と考えている。以上である。

#### 白川議長

まず、調節方針は皆さん現状維持ということで、私も勿論、現状維持である。今まで6名の方が意見を表明されたが、そのうち4名の方が新型オペの増額について述べられ、須田委員と野田委員からは、新型オペについては従来の共通担保オペの中で活用すること、金融緩和措置として発表することについて賛成できないという趣旨のご発言があった。このように新型オペの活用について意見が分かれている訳だが、この議論に入る前に、新型オペの効果をどういうふうの評価するのか多少の整理をしてみたい。これは、今回に限らずこれまでも何回か議論にあったが、このオペの効果については、元々金利水準自体が非常に低いところにあり、ターム物金利もかなり低い水準にあるため、追加的な低下余地は限られているが、オペの後ターム物金利は相応に低下した。貸出金利もそれなりに低下をした。それから11月末にかけて経済全体のマインドが著しく弱気化していたが、

そうした流れに対して一定の歯止めを掛けることにも効果はあったと思う。株価、為替レートにも相応の影響が出ている。ここまでの評価は、これまでも何回もこの場で議論されているが、私自身が色々なマスコミの論調、それから個人的に色々と意見を聞いたりしたことも含めて、もう少し広い意味での評価ということで感じていることを申し上げたい。自分達の行ったことの評価を自分達で語るというのは、私自身の趣味にはあまり合わないが、多少申し上げると、11月末にかけての状況は色々な意味で非常に難しい状況であったと思う。マインドが悪くなっていたこともそうであるが、もう一つは、デフレを巡る議論が必ずしも正確になされていない中で、色々な政策論議が混乱をしていたと感じている。やや不合理な政策も含めて日本銀行に対して色々な要求が強まる中で、多くの国民あるいは真面目に企業経営をしている方に対して、どういうふうに日本銀行として情報発信していくのかが問われた時期であったと思う。そうした中で我々自身が採ったことは、ターム物金利の低下を促すということであり、新型オペを行うということであった。逆に言うと、量的緩和政策に復帰して量をターゲットに金融緩和をしていくという政策は採らなかった訳である。我々の頭の中で考えて、効果の絶対値が大きいということではないが、手段と効果が繋がっている措置は行う、その一方で、弊害のある政策は打たないという中で、ぎりぎりどういう選択肢があり得るのかということを追求めた。そうした諸々の状況について、ある程度経済の知識のある人達やマスコミに対して——全部ではないかもしれないが——、ある程度伝わったとは思っている。そういう意味で、狭い意味での経済金融の評価だけではなく、我々自身が難しい状況の中で、どのように選択し対応したかということについての評価もあったという感じが勝手ながらしている。今回、我々自身がどういう状況に直面しているかであるが、一つは、大変技術的な話だが、4月以降、特別オペの期日が到来して残高が減っていく。勿論、我々は共通担保オペを活用していく方針を強くアナウンスし、かつ新型オペもこの共通担保オペに入っている訳だから、それも活用することは既に発表している。ただ、新型オペ、従来の特別オペについては金額が一応はっきり分

かっている訳だから、今後どのように運営していくのかについて、私自身は記者会見等の場で、あるいは皆さんも色々な場で対応を聞かれる訳である。そういう時に、おおよそどういう方針で臨むのか——それ自体は決定会合で決定する方針でなくても——についてある程度の理解があり、それをもとに説明をしていく必要があるというのが第一の状況である。それから経済・物価の情勢からすると、第一ラウンドで議論したとおり、少なくとも中間評価対比あるいは去年の12月対比、経済は幾分良い方向に向かっているということである。三番目に、また後から申し上げるが、様々な憶測報道がなされている、あるいは政府関係者が様々な発言をしているということがあり、冷静な議論がなかなかしにくい環境が醸成されていると思う。我々に問われていることは、こういう情勢の中で、中央銀行にとって最も大事な信頼感をどう維持して、その上で中央銀行としての責任を果たしていくのかということだと思う。そのやり方については皆さんの中に多少の差はあるが、信頼感が大事だという点については全員共通していたと思う。勿論、今日は中央銀行論の時間ではないが、中央銀行の仕事の最大の難しさは、どうやって信頼感を維持し責任を果たしていくのか、それを具体的なケースに則して判断していくという作業だろうと思う。ご意見を聞いていて、一見、差は大きいかと思ったが、実のところ差はそんなに大きくないという感じが私自身はした。多分、技術的な議論と本質的な議論と両方あるし、私自身も色々申し上げたいことがあるが、議長としては、取り敢えず先程の意見の表明の分布からして、多数の方が新型オペについて言及しているので、これから執行部に説明を求めて、そうした技術論も踏まえた上で、本質的な論点をしっかり議論したいと思う。執行部からターム物金利や貸出金利の動向、あるいは当面の金融調節の論点についての説明をお願いしたい。取り敢えず、政策論ではなく、技術的な点に限ってお願いしたい。

雨宮企画局長

今、白川議長からターム物金利の動向と金融調節上の技術的な論点につ

いて説明するようご指示があった。ターム物の方は、各委員が言及されたので私から付け加える点はない。確認のために、数字のイメージだけ説明させて頂く。昨年11月30日——新型オペ導入前——と今日を比べると、例えば3か月物のレポは、11月30日に0.15%だったものが今日——3月15日付ではあるが——は0.12%ということで3bp低下、TB3か月物が0.16%から0.12%なので4bp低下、LIBORでは3か月物が0.30%から0.25%、LIBOR6か月物が0.50%から0.45%でそれぞれ5bp低下、割と多めに下がっているのがTIBORで、3か月物が0.52%から0.45%で7bp、TIBOR6か月物が0.63%から0.56%である。先程からのご議論の背景にある数字の確認であるが、このやや長めの金利の低下を促すというのは、その効果を上げ、これが貸出金利、マインド、その他の市場にも波及しているということだと思っている。

それを踏まえて、この後の調節上の技術的な論点であるが、三つのオペの現状についてまずご説明申し上げる。新しく導入した固定金利オペであるが、12月以降、毎週8,000億円をオファーしてきており、2月末に目安としての10兆円程度——具体的には9.6兆円であるが——にもう到達している。その後、同額ロール・オーバー、あるいは残高を維持している状況である。それから、企業金融支援特別オペであるが、3月末をもってオファーを完了する予定であるので、現在の残高は5.4兆円であるが、これが4月以降3か月かけて漸次減少することになる。あともう一つ、執行部としては技術的論点として——昨日の外山金融市場局長が少し触れたが——、CP買現先オペの扱いがある。これは、一昨年、リーマン・ショックの時の10月の金融政策決定会合で、企業金融円滑化のための措置として、このCP現先を積極活用するという方針が打ち出されている訳であって、それに基づいて増額した結果、今2兆円になっている。これは、その前はほぼ残高はゼロ、たまに期末等で3,000億円位実施するという状況であったので——これも昨日、外山金融市場局長からフェーズ・アウトと説明したが——、4月以降はいわばそういった平時の運用に戻せると考えられる状況である。従って、4月以降は、調節面では、一つは、この特別オ

ペの漸次減少の 5.4 兆円、それから C P 現先の——これはどのように減るかはまだ決めている訳ではないが——2 兆円分であるから、合計 7 兆円強について、これを他のオペによって資金供給する必要があるということになる。勿論、これは普通の入札方式の共通担保オペで埋めるという方法もあるし、この後のご議論で、このやや長めの金利の低下、これまでの効果を踏まえ、これを促す措置を拡充するというような合意がもしあれば、我々としては今申し上げた 7 兆円を若干上回る金額で、例えば 10 兆円をさらに固定金利オペで供給するという方法はあると考えている。その場合には、10 兆円が 20 兆円に結果としてなるということになる。技術的論点としては以上である。

白川議長

今の技術的な論点についてのご質問があれば、ここでお願いします。

ないようなので、それではどなたからでも結構であるが、ご意見を頂きたい。私自身の方は、皆さんのご意見をお聞きしたうえで、自分の考え方を申し上げたいと思う。

須田委員

宜しいか。今の世の中に閉塞感があるといった時、私自身は、問題は構造問題——構造問題というのは世の中の構造が変化したことに対してしっかりと反応できていない日本経済の問題——にあり、将来における財政再建あるいは社会保障問題、それから少子高齢化といったものの先行きがみえない、あるいはグローバル化でこれから先企業としてどのように生きていけば良いかがみえないということが、閉塞感のメインファクターだと思っている。金融政策であれば「今までのスタンスは変えるのである、あるいは今までの枠組みとは違ったものでやっていく」と言えば、まだ少しは効果もあるかもしれないが、今一番望ましいのは、我々の描いている枠組みの中で対応していくことである。そこで、今おっしゃっているようなことが、本当に思い切った政策なのだろうか。逆にそういうことを言っ

てしまうことがどういうふう to 受け取られるのか懸念している。私は、今出てきているような話は、技術的なものだ to 捉えているので、それが非常に思い切った政策だ to いうのは、私自身の判断と凄くギャップがある。そこで、本当に今の日本の問題、例えば中小企業の方の話 を聞くと、お金ではなくて仕事が欲しい to いうことが正直な声 to して聞こえてくる中で、そういった問題 to 対応するもの to いうことで打ち出していくこと、要するにそういうことを言うと、これから先 to 対する懸念 to して、今後も対応を続けていかなければいけない to いうことがある。多分、物価は時間をかけない to なかなか上がっていかない中で、そのようにマインド to 働きかけよう to しても、実際はそう反応する経済ではないので、それほど簡単に改善して行かない。そうすると、また私は、この物価が下落する to いう問題 to については、短期的には国民の関心は景気の方に引っ張られるが、世の中では——私は誤解だ to 思っているが——、財政の問題はデフレが影響している to いう議論がかなりされていて、その議論が人々の頭にずっと残る to 思っているので、このデフレ to いう問題への関心は、景気が回復しても財政の問題を抱えている限りはずっと持続する to 思っている。要するに、私自身は、ここで何か実施しても、先行き to 対するマインドが改善していくことが想定できないこともあって、この政策をもって追加緩和だ to 思わないし、そして今の状況で追加緩和政策を採る to いうことが——先程色々な理由を述べたが——良い to 思わない。そもそも、より長めの金利の低下を、と言いながら、我々はまだ元の額でも、ストックかフローか to いう問題もあるが、効果がどこまで出てくるのかがよく分からない to いうえに、色々なことをお願いしている中で、いったいどこまで長めの金利を潰すのか to か、市場機能を潰して行くのか to いうことも考慮に入れる必要があり、本当にただ単により長めの金利の低下を促す to いうことで、それでうまくきちんと対話をしながら政策をやっていけるのだろうか to いう思いもある。私としては、こういった部分に関して凄く曖昧にしたままでも技術的にやるのであれば良い to 言いたい but、緩和をする to いうこと、それからオペ増額を緩和政策だ to して打ち出すことに関しては、後ろ向きにならざるを得

ない。

#### 野田委員

技術的な問題だけであればどうなのかということで、どうしても追加緩和とか、一段の緩和強化ということに結び付けざるを得ないということだろう。今、私が一番申し上げたかったのは、追加緩和策というのは今後とも必要であるということについて否定している訳では決してない。ただ、今この時点でというのは、思いが強い訳である。それは今、須田委員が少しインプリケートされたと思うが、これからデフレがそう簡単に、方向は別として時間的にクリアな形で克服するのに相当時間がかかるとすると、結局、市場の要求ないしは何方かがおっしゃった企業の苛立ちというのはとどまらない訳である。やはり、私も先程の発言の中で申し上げたが、せっかくの貴重な追加策を今この時点ですべて出してしまうのかと、非常にドライな言い方をすると、そういう思いが強い。そこまでドライな言い方を先程はしなかったが。それに対して、今の状況は、期末を控えた金融市場の問題、あるいは企業金融環境の問題、それらは去年の固定金利オペを打ち出した時に比べると、初期の期待以上の状態になっているということであれば、少なくともあと一回、二回の決定会合の中で、その辺を十分検討する時間的な余裕、あるいは環境が許してくれるだろうと。これからもっと長い道のりを歩いて行かないといけないということを踏まえると、そういう思いがあるということである。

#### 白川議長

今慎重論の方がお二人いらっしゃったが、残りの4名の方は、先程皆さん触れられたので、追加的な論点や先程少し言い足りなかったということがあればお願いします。

#### 中村委員

今、野田委員が貴重な追加緩和策とおっしゃったが、私もその通りだと

思うし、我々はそれほどたくさん緩和策を持っている訳ではない。そういう意味では、ここで実施するとしてもきちんこの場で皆で認識しなければいけないと思う。それから、私は中小企業のことを申し上げたが、ただ、外部に対して、今須田委員もおっしゃったが、中小企業のために追加緩和するというのは少し危険な面もある。特定の目的のために実施するというと、将来、同じ状況があればまた緩和ということになりかねない。それからもう一つ、野田委員が触れられた市場に織り込まれたからという理由で絶対に政策対応すべきではない点については、同意見である。私が一番気になっているのは、日本の中小企業の状況が良くないことである。なおかつ、去年のショックの後、去年の1月がボトムであったが、全体が悪い時はそれでも良かったが、昨年秋頃から段々、全体のマクロ経済が良くなってくると、大企業と中小企業の景況観の乖離がどんどん広がってくる。そうした中で、日本銀行は景気が良くなっている、もう必要なことはやっている——事実その通りであるが——と言うことは、中小企業が目線との差を益々広げてきて、全く放っておくこともできないのではないか。やはりどこかできちんとみているということを示すことも必要な時期に来ているのではないかという感じがしている。ただ、申し上げたように、そのことを理由に金融政策をやるということは中央銀行としては、具合が悪いと思うが。

白川議長

亀崎委員、先程何か。

亀崎委員

デフレの根本的な解決のためには、勿論需給バランスの改善が不可欠であるというのは、私も全くその通りだと思う。一方、企業や家計に対するマインドに働きかけるという、ここである。景気は、気持ちのところはずいぶん大きく左右されるので、ここは非常に大きい。日本銀行はデフレ脱却のために粘り強くやって行くということを言いながら、ただじっとみて

いるのか。策がないならば、万策尽きたならばそれで良いが。前回のこの決定会合において、山口副総裁が、人々の苛々がずっと募ってきているのではないかと言われた時に、私が申し上げたのは、マインドへ働きかける効果は、企業とか家計の苛々やフラストレーションが募って、追い込まれてアクションを採った場合よりも、早めにアクションを採った場合の方が大きいのではないか、ということである。今回の局面での物価の下がり方は、過去 71 年以降の推移をずっとみても、これまでにない下がり方だった訳である。これが人々のマインド面にも影響し、デフレは諸悪の根源みたいに言われている中で、打てる手があるならば——これをずっとやらないというのであれば別だが——、やはりこういう時には早めに打って、そして「日本銀行もやるのである、やはり行動するのは日本銀行なのである」ということをみせることで、マインドに働きかける意味があるのではないか。人々の、あるいは企業の——この場合、企業より人々であるな——マインドというのは、経済全体でみれば合理的ではない。例えば、物価が上がるのをどう思うか、というアンケートでは「物価が上がるのは迷惑である、困ったものである」というのがほとんどで、多くの方は下がった方が良いのである。人々は、これからも下がった方が良いと思い、実際にも下がるため、もっと買い控えてもっと先におおとすから、需要がずっと減る。そうすると、経済全体が悪くなる。人々のマインドには、こういう経済全体としてみれば合理的でないところがあるので、放置しておくのは危険だ。追加策をこの 1 か月先か 2 か月先にいずれやるのであれば、私はもうこの時点でやった方が、マインドに働きかけるということにより大きな意味があると思う。

#### 白川議長

自分自身はまだまとまった形で意見を申し上げてないが皆様のご意見を聞き、それから議長という立場で考えて、結論的には新型オペを拡充するという方向で今回考えることが適切ではないかと考えている。これはずいぶん考えたが思考の回路を振り返ってみると、今日皆さんがおつ

しゃったことを全て自分自身の頭の中で反芻して、そのうえで最終的にどちらに傾いたかということである。それで、四点ばかり申し上げたい。

今のデフレをどういう現象として考えるか、デフレの原因をどう考えるか、デフレと金融政策の関係をどう考えるか、これらについて我々はこの場で何度も議論をしてきている。なかなか我々の考えていることが十分に理解されないということについても、何度となく議論をしてきた。勿論、今後とも粘り強く説明していく必要がある訳であるが、それと同時に、我々の考え方が十分に理解されていないことも、事実として受け止めないといけないと思う。私自身が一番気にしているのは、我々からみて明らかに極端で間違っている議論をしている人ではなく、日本銀行に対して普通の感覚を持っていて、経済の現場で一生懸命仕事をしているような人の間で、日本銀行は現在の状況について何も理解していない、あるいは日本銀行というのは非常に頑なだという感覚だけが独り歩きして、結果として日本銀行にとって最も大事な根っこの信頼が崩れていくことは私はやはり避けたいと思う。そういう意味で、私自身は信認というもの——市場の信認という言葉はあるが、私自身はやや安っぽい言葉だと思っていてあまり使わないが——、本来的な国民の信頼というものをやはり大事に考えたいというのが第一点である。

二番目に、私自身はエクスペクテーション・マネージメントという言葉はあまり好きではなくて一切使っていないが、マネージメントというと我々自身が粘土細工のように、何かエクスペクテーションをマネージできるというニュアンスがある。中央銀行はそういう意味では能力はないと思うし、仮にある一定期間成功したとしても、それは次の時にしっぺ返しを受けるということだと思う。Fedの近年の政策はまさにそれを物語っていると思う。そういう意味で、エクスペクテーションをあまり重視して、自分達がこうやればこうなるということを強く考えすぎると、結果として失敗してしまう。我々自身大事なことは、自分達が採る政策手段が最終的な目標との関係で効果がある、あるいは効果が非常に大きくななくても、効果の道を我々自身が描けるということが必要だと思う。効果がなくても念

ずればというプラシーボ——偽薬効果——療法のようなことは、中央銀行として私はやるべきではないと思う。私自身、かつての量的緩和について——今もそうであるが——非常に否定的なのは、金融システム不安がない中で単に量を拡充していても、効果がないと思っているからである。そういう意味でプラシーボ療法的に量を拡充した政策をやっていくことについては終始否定的な訳である。この新型オペについては、先程も申し上げた通り、ターム物金利が既に低い訳であるから、そこから下げたとして今我々が直面しているデフレの問題に一体どれほどの効果があるのかというと、それは勿論限られた効果であることは事実である。しかし、少なくとも逆方向に向かって行くという政策ではない。また、単に効果があれば良いというだけではなくて、同時に副作用・コストとの関係も考えていかなければいけない。我々自身は実務的な政策当局者であるから、一つ一つの政策について、その効果についてリーズナブルにどう評価するのか、一方でどういう副作用・コストがあるのかということを経済的に点検していくことが必要だろうと思う。それは、第一に申し上げた国民の信頼ということも含めた意味で、最終的にベネフィットとコストを評価するという作業だと思う。そういう意味で、これは打ち出し方——後で申し上げるが——にも勿論依存するが、私自身はそういう分析の結果、効果の方が勝るといふふうに頭の中では整理している。

それから、三番目に、先程情報発信ということで申し上げたが、今日の会見では、新型オペは共通担保オペの一つではあるが、これをどのように運用するのかについて問われると思う。そういう時に、私自身が何らかの運営の大きな方針をやはり言わないと、説明責任を果たしたことになると思う。どう位置付けるかについてはいつもの議論になるが、それについてはやはり説明を求められる。先程の雨宮企画局長の説明によると、7兆円位は少なくとも振り替わりとしてある。効果を冷静に考えた場合、10兆円にしたからといってデフレの状況が大きく変わるという訳では勿論ないので、その意味では7兆円やりますというのは一つの選択肢だとは思う。ただ、そこで敢えて7兆円ではなくて、切りの良い10兆円という数

字で、我々自身として、デフレ克服に向けての姿勢を明らかにしていくということについて頑なにいけないと言うのは、やや極端かという感じも正直する。これは多分どういう措置として位置付けるかということだと思う。10兆円にするということは、勿論7兆円でないという意味においては追加緩和である。しかし、この3兆円によってデフレが克服されるかという、目に見えて効果がある訳では勿論ないので、それを追加緩和というのかというような気持ちも勿論あると思う。しかし、7兆円ではなく10兆円にしたことによって我々の気持ちをそこに現わしているということである。ただし、先程申し上げたプラーシーボ療法になってはいけない訳であるから、デフレについて粘り強く説明していくということとを並行していくのだろうと思う。景気が少し良くなっている中でどうしてやるのか、あるいは展望レポートを待ってやれば良いのではないかという議論も私はあり得ると思う。しかし、例えば2つの柱で点検していて、展望レポートで出していると説明しても、いや展望レポートは日本銀行が年2回そういうふうにセットしているだけであって、決定会合でいつもその2つの柱で点検しているのであろう、必要な時には、そういう時を待たずにやるということなのではないかという反論もあり得る訳である。そう考えると、今回たまたま7兆円の処理をどうするかという問題がある時に、2つの柱で点検したうえで、今回こういう措置を採ることは、フレームワークをないがしろにするという訳では必ずしもない。私自身がフレームワークという面で気になるのは、金融政策の2つの柱というフレームワークもそうであるが、やはり日銀法の枠組みというフレームワークをしっかり尊重するということが大事だと思う。つまり、色々な意見を聞き、政府との間でも意思疎通を十分に図って、そのうえで最終的に日本銀行が責任を持って判断していくというのが日銀法で決められたことであり、我々はそれに対して忠実に行動しないといけない訳である。政府の方は、この場を通じて金融政策についてのご意見を表明され、それを透明性あるプロセスで世の中に発表していくというのが、まさに国会で決めた日銀法の枠組みであるから、このフレームワークを大事にしなが、我々自身がしっかり責任を果たして

いくということである。世の中でどういう声があるかということ踏まえて、我々自身がこの法律に従って忠実に職務を果たしていくという意味でのフレームワークの重要性というのを非常に感じている。先程、情報発信について、今回起きたことは非常に遺憾であるという意見表明があった。私自身も議長として非常に遺憾に思っている。金融政策についての決定に関わるメンバーはこのボードメンバーだけであるし、それからスタッフに限られている訳であるから、改めて各人が胸に手を当てて自分の行動をもう一回振り返ってもらいたいと思う。そのうえで、二度とこういうことがないようにしっかり対応して欲しい。私自身は、日本銀行の方から出たとは思わないが、様々なマスコミの報道、その他の動きについて私自身非常に遺憾には思っている。そういうことがないかどうか改めて点検をしていって頂きたいと思う。

#### 山口副総裁

白川議長が纏められた後で私が発言するのも妙な感じであるが、メディアとの関係について、申し上げておいた方が良いと思う点がある。多くの方が触れられていたが、二つの要素があると思う。一つは、あのような形で事前報道されること自体が問題だということである。もう一つは、メディアの報道が行われてしまうと、それに従わなかった場合のマーケットの反応が非常に気になる。それが故に、報道に従った政策対応が安全だということにもなりかねない、ここの部分をどう考えるのか、そういう意味での問題もあると思う。事前に誰かがリークして書かせたということであれば、これはあってはならないことであるから、執行部でもボードメンバーでもきちっとチェックするという事だと思う。二つ目の、事前報道がなされ、市場がそれを織り込み、織り込んだ状態の中での政策行動をどう採るかという問題は、日本銀行にとって常に悩ましい問題としてあった。ある程度市場に織り込ませないで、政策がサプライズを生んだとして批判されることも現にあった訳である。市場とのコミュニケーションが円滑であるとすれば、あるいはメディアとのコミュニケーションが円滑であると

すれば、なにがしかの政策に対する先読みというのは現実には行われていないとおかしいという議論があり、それに対して我々は否定もしてこなかった。ただ、そうは言っても、我々として正しくない判断はしない、正しいことだけを実行するということは心構えとしてしっかり持っていた訳であり、今回このような報道が行われたからと言って、その点は崩すべきでないと思っている。仮に今日、メディアが報道しているようなことを我々が政策として選択しなかったとすると、一時的にはマーケットは悪い方向に反応すると思う。しかし、仮にそうであっても我々がそれを正しいと考えるならそれはそれで決断すべきであると、私自身は思っている。結局、メディアとの関係、マーケットとの関係は、我々が正しいと思うことをきちっとやり続けることによって形作っていくしかないと思う。こんな説教めいたお話をして申し訳ないが、今回のような報道は非常に嫌な報道ではあるが、しかしこれもまたメディアの一つの対応だということだろう。我々としてはそれをある程度前提にしながら、我々として正しいと思うことを引き続きやっていく、そのことが一番重要なのではないかという気がしている。これはぜひ申し上げておきたい。そのうえで、私自身も勿論そうであるが、メディアに対して何らかの情報をリークするというようなことはあってはならない。勿論リークしようにも、政策を決定するのはこの場でしかないので、事前に政策の方向性を出すことすら、ボードメンバーにせよ、執行部にせよ、実際問題としては非常に難しい。ただ、メディアに対する物の言い方によってミスリードする可能性は十分あるので、その辺は心して対応していく必要があると、改めて、自戒の念も込めながら思っている。

#### 須田委員

今おっしゃった二つのテーマはあると思うが、私がもう一つ今回の大きな問題と思うのは、我々がしっかり議論しているものが出てしまったのならまだサプライズはないが、実体経済とか色々なことを考えて、政策についてまだ私自身はどうすべきかを考えていない時にああいう記事が出て、

私自身サプライズであった。そうすると、そこから出発しているということの方が、私にとっては凄く大きな問題であった。ここで議論しているということではなくて、何かすぐ票読みされて、あとはこれだけ言ったら決まるのだみたいなことを、記者にそういう議論をされてしまうと、ボードの信認にも関わると思ったので、単に出たというのではなく——これまでも何度も出ているが——、考えている前に、まだ政策を考えている前の話であったことのショックが、私にとっては大きかった。

白川議長

それは、自分自身も全くそうである。須田委員がそうであれば、私にはもっとサプライズであった。そういう意味では、どの委員も同じだと思う。それだけに、報道自体についての感想は、どういう言葉で表現するかは別にして、皆さん同じだと思う。

須田委員

それからもう一点。白川議長がおっしゃった7兆円よりも3兆円多いから緩和だと言われてしまうと、私としてはやはり量で緩和を図ってしまうのかという印象を持ってしまいが、そのところはどうか。

白川議長

自分自身はここでの議論を踏まえていつも国会でも記者会見でも発言しているつもりだが、こここのところの国会で受ける質問もほとんどが「量的緩和についてやるつもりはないのか」というものである。それについては、私自身はここでの議論や前回の量的緩和の経験、今回の海外での経験を踏まえて、量的緩和の効果についてのいつもの評価を述べている。勿論将来についてある政策は採用しないと断言はしないが、そこは非常に慎重な言い方をしている。前回12月に新型オペを始めた直後は、日本銀行は当座預金をターゲットにするという意味での量的緩和政策に移る訳ではないと言ったにもかかわらず、そういう観測も若干あった。しかし、

その後の運営をみて、そういう政策ではないということについて、段々理解が浸透していったと思う。そういう意味で、勿論これも我々自身がどういうアクションを採るかによって結局は規定される訳であるから、我々自身がそういう方向に踏み出そうとしない限り、それはそうはならないということだと思ふし、したくないと思ふ。

#### 須田委員

私は、この共通担保オペで乗り換えて、それで潤沢な資金供給をしようと言った時に、同じ額で乗り換えるとは想定していなかった。特別オペの部分に見合うだけ市場を安定化させるための資金供給と言う際に、それはいくらになるか分からないという認識でいたのである。そういう意味では、この額は7兆円でそれを10兆円にするから、これを緩和だと言われると、その時点でまず分からない。しかも、レートを提示すれば量がしっかり取れる共通担保オペの良さもあるから、このオペと固定レートでやるのとどちらでやったらより市場にとって良いのか、その程度についての評価もできない。だから市場機能への配慮から色々全部ひっくるめて色々お願いしている中で、金融調節をどういうウエイト、どういう割り振りにすれば、コストを最低にしてできるかということについては、私ではできないから執行部にやって頂くのが良いと思っている。この、額が増えたからその分が追加緩和だという感覚は、私はちょっと…。

#### 白川議長

おっしゃっている意味はよく分かる。

#### 野田委員

宜しいか。マスコミの報道に対して批判的なことを言っていて、マスコミの報道を引用するのは何だが、勝手にあの人達が追加緩和、追加緩和だとか言ってくれているので、これを追加緩和ではないと、こちらから言い出すことはないだろうという意味では、追加緩和に乗っかる必要はあると

ということが一点。ただその場合に、まさに須田委員がおっしゃるように、我々も量的緩和ではないが潤沢に資金を供給していくとずっと言ってきて、それならそれはどれだけなのかと言われた時に、明示的な量は求めていないと言って、日々のオペレーションの積み上げで市場にそれとなくこの点が目線なのであろうと。ただ、よくよくみると、量ではどうもなさそうだと、現に当預も一定の幅の中ではあるが、相当上下しているということで、市場との対話を図ってきている。であるから、方法論的に言えば、今回——私は取り敢えず反対意見を出しているが——、仮にそういう方向になった時にいくらにするかということ、例えば期落ち分プラスアルファの10兆円であると、追加が10兆円であると、払い込みまで明示することが本当に良いのかどうかということは、私もまだ今お話を頂いていて、自分の頭の中ではしかとは整理できていないのである。ただ、追加緩和と世の中が言ってくれているので、そうではなくて、これは単なる技術的な振り替えであると言うのは、少しばかばかしいということである。

白川議長

今、野田委員がおっしゃった感覚は、ほとんどの人が共有している感覚だと思う。どういう表現にするかは最後の段階であるが、他にも議論があるだろう。この件に関して、追加的にご意見があれば。

中村委員

足許、デフレの問題にしても経済にしても、両方とも改善傾向にある。今回の話はその傾向にあることを後押しするというニュアンスになるかと思う。我々はそんなに緩和策を持っている訳ではないから、どういうふうに一般国民に説明するか、難しいと思うが、デフレにしても経済にしても改善傾向にあることは間違いない。補足というか、後押しするというか。

白川議長

どちらかという、後押しという感覚だろう。自分自身の感覚で言うと、

景気や物価は、ほぼ中間評価に沿っている、あるいは幾分景気については強いという感じの中で、この時点で 10 兆円を出すことで、日本銀行自身の姿勢を明確にすることは、景気回復を確かなものにするに資すると思う。そのことは、時間的なラグを経て、物価の方も後押ししていくという感じである。従って、積極的に追加金融緩和と打ち出していくというのではなくて、我々自身の政策姿勢を明確にすることを通じて景気を後押ししていくという感じである。共通していることは、こういうオペを打つことによってデフレから直ちに脱却できるという言い方をすることは避けられないといけない。一方で日本銀行はきちんと取り組んでいることを——現に取り組んでいる訳であるから——分かりやすく伝えていくということも、世の中に阿るという意味ではなくて、やはりそれは必要なことである。その辺の微妙な判断をどの辺で線を引くかということだと思う。

それでは、意見が粗方出たので、もう一度整理をさせて頂く。日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが重要な課題であり、そのために中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくという方針が確認されたと思う。多くの委員から、日本銀行がこうした政策運営方針にあることを改めて明確に示し、固定金利方式の共通担保資金供給オペを大幅に増額することにより、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充することが適当であるという意見が出された。その際の金融調節であるが、先程執行部から企業金融支援特別オペの残高 5.4 兆円が 4 月以降漸次減少していき、6 月には残高がゼロになること、さらに現在残高が 2 兆円程度の CP 現先オペを平時の運用に戻した場合には、現在の残高が大きく減少することを踏まえると、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充するという観点からは、固定金利オペを 10 兆円程度増額し、合計で 20 兆円とすることが適当だという説明があった。以上のような整理でもし宜しければ、固定金利オペを増額し、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充することについても、公表文に盛り込んだうえで、お諮りをしたいと思う。増加額も含めたオペの具体的な運用方針については、公表文と同時に執行部としてこれを公表するとともに、記者会見で私から説明するこ

とを考えている。非常に難しい判断であるが、先程来の議論を十分踏まえたうえで、今日の議論の整理としてはこういうことで宜しいか。

野田委員

少し確認だけ。先走った質問になるかもしれないが、仮に、今、白川議長がおっしゃったような形で決まるとした時に、先程の7兆円だの10兆円だのというのは決定事項ではないということであるな。

白川議長

そのとおりである。

野田委員

それは誰が決定するのか。

白川議長

皆さんの先程来の議論を考えると、まず、オペの金額の振り替わり分、それから長めの金利の低下を促すということについては判断の差はあったが、多数説であったのでそうすると何がしか追加することになる。一方で、市場機能への配慮は大事な要請事項であるから、それを全体的に判断していく。これは金融市場の状況をみて判断していかざるを得ないので、これは金融市場局長が調節する日々の措置の中で実施していくものである。ただし、それは毎回毎回決定会合で報告をしていく訳である。日々の運営はそういう形で行い、もし、運営の方針がどうもおかしいと言われれば、その時はここで議論をして、もう少しこういうことに配慮した方が良いと、そういう議論を踏まえらると思う。そのうえでまた金融市場局長は次の段取りを日々入念に反映させていくということだと思う。

野田委員

それは多分私もそうだろうと思う。今言った10兆円というのは、我々

がここで決める訳ではないということはよく分かったが、それでかつ市場への発信はその辺を考慮しながら、白川議長がこの後、記者会見で…。

白川議長

そういう意味では…。

野田委員

前回の固定オペを導入した時、たまたま私は欠席していたので記憶にあまりないので申し訳ないが、それ自体、確か8,000億円かける幾らということが出ていた。あれとの連続性ではどうなのか。

白川議長

そういう意味では、今回私が考えていることは、10兆円程度という数字を盛り込んだ公表文を決定会合で採決にかけるということを考えている。

山口副総裁

「大幅に」ではないか。

白川議長

申し訳ない。「10兆円」ではなく「大幅に」である。それを採決にかけていくということになる。そのうえで、オペの運用要領と決定会合の公表文を同時に発表し、私が記者会見の席で丁寧に説明するということである。「大幅に」ということで、言い間違えて申し訳ない。

野田委員

了解した。

雨宮企画局長

宜しいか。説明だけさせて頂きたい。

今の白川議長からのご説明について、前回野田委員がご欠席であったこともあり、今までパターンは幾つかあって、政策委員会で何かをご決定頂く、あるいは方針を確定して頂くということがあって、別途そのもとで、執行部が具体的な金額の割り振り等を行う時には、その政策委員会のご判断のもとでの執行部の方針として別途発表するということがある。例えば、最近でいうと、例の国債のゾーン別買い入れをご決定頂いた時には、ゾーン別買い入れを決定し、そのもとで各ゾーンにいくら割り振るかというのは、別途、執行部の決定として紙を一枚出すというパターンが基本になる。前回、新型オペを導入した時は、その場で週一回 8,000 億円を積み重ねると 10 兆円だという議論をさせて頂いて、その 10 兆円の頭をお持ち頂いたうえで方針をご決定頂き、具体的に 8,000 億円ずつ 10 兆円だという話は別途執行部から説明させて頂いた。今回、もしそうなるとすると、口頭説明というよりは、執行部の紙として別途用意させて頂いた方が良いのではないかと考えている。

野田委員

了解した。

白川議長

他にないか。それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。財務省の香川大臣官房総括審議官お願いする。

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、着実に持ち直してきているが、なお自律性は弱く、失業率が高水準にあるなど厳しい状況にある。先行きについても、国際的な金融情勢の動向、デフレなどのリスクが存在するほか、雇用情勢の悪化懸念が残るなど、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、平成 21 年度第 2 次補正予算と、現在国会でご審議を頂いている平成 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、マイナスの物価上昇率を許容していないことを明確にされているが、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。

この点について敢えて補足して申し上げますと、昨年 12 月に導入した新型オペについては、供給残高が既に当初予定の約 10 兆円に達しており、他方、今月末には企業金融支援特別オペが終了することとなる。今後の資金供給姿勢について、国民や市場の関心が高まっているところであり、デフレ克服に向けた決意を分かりやすく伝えるためにも、一層潤沢かつ円滑な資金供給を図って頂きたいと考えている。

白川議長

それでは、内閣府の梅溪大臣官房審議官をお願いします。

梅溪内閣府大臣官房審議官

我が国経済は着実に持ち直してきているが、なお自律性は弱く、失業率が高水準にあるなど、厳しい状況にある。また、先行きについては、海外経済の下振れ懸念やデフレの影響などのリスクに留意する必要がある。また、雇用情勢の悪化懸念が依然残っていることにも注意が必要である。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。政府は、日本銀行と一体となって、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と考えている。政府としては、デフレを克

服し、景気の持ち直しの動きを確かなものとするため、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、新成長戦略、基本方針の施策の追加と具体化を進め、今後の経済成長の姿を描くとともに、財政健全化への道筋を国民に示していくこととしており、その責任を果たす対応に取り組んでいく。

先程、昨年12月に導入された新しい固定金利オペの増額に関する提案がなされた。これは、早期にデフレを脱却し、景気の持ち直しの動きをより着実なものとするうえで重要と考える。日本銀行におかれては、今後とも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、早期の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、および経済・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、読み上げる。二枚あって、一枚目が金融市場調節方針、二枚目が対外公表文である。まず一枚目である。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。二枚目の対外公表文であるが、今回議採決の方式をどうするかという話について、これを読み上げた後また説明させて頂く。取り敢えず要点を読み上げる。基本的には大きな景気判断は細かい微調整

であるので、見え消し版でお配りしている。そのうえで、パラグラフを大きく追加したのが 2. である。取り敢えず 1. から——頭から——読み上げて、あとは修正をご説明させて頂く。「2010 年 3 月 17 日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」2. は全て新規挿入である。「日本銀行は、昨年 12 月、金融緩和の一段の強化を図るため、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（固定金利オペ）を新たに導入し、やや長めの金利の低下を促す措置を実施してきている。4 月以降、企業金融支援特別オペレーションの残高が漸次減少していくことを踏まえ、固定金利オペを大幅に増額することにより、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充することとした。」3. 以降は景気の現状判断で、それぞれの項目 3 つについて微調整である。4 行目、設備投資であるが、「下げ止まりつつある」から「概ね下げ止まっている」への変更、その 2 行下、公共投資は「頭打ち」から「減少」への変更、一番下、消費者物価であるが、これは「下落しているが、その幅は縮小傾向を続けている」という表現に修正させて頂いている。4. の先行き見通し、5. のリスク要因については変更ない。最後に 6. 基本的な運営方針は変更ないが、パラグラフの 2. を挿入した関係で一言それに言及している文章を挿入したものである。6. は読み上げさせて頂く。「日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。今回のやや長めの金利の低下を促す措置の拡充もこうした方針に基づくものであり、金融政策運営に当たっては、今後とも、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである。」以上である。

採決の手続きの件であるが、仮に 2. の点についてご異論がある場合には、野田委員の言葉を借りると一種のブロードな調節方針であるので、こ

れに関する議案の採決にならないので、発表文に反対して頂く形式になるかと思う。ただその場合、そのまま発表文に反対であると何に反対したのか分からないので、もし仮にそうなった場合は、今ある脚注は、無担保コールレートの調節方針だけの脚注だが、その場合には 2. の一番最後のところに注 2 を打って、「〇〇委員は——単数か複数かはあるが——、本文中固定金利オペを大幅に増額することによりやや長めの金利の低下を促す措置を拡充することについて反対した。」というふうに、反対している部分を明確に言及させて頂くということかと考えている。以上である。

白川議長

今の説明に対して、ご質問、ご意見はあるか。

野田委員

2. を部分反対しようと思っている人が言う話ではないかもしれないが、企業金融特別オペレーションの残高が漸次減少していくことを踏まえてというのが、まさにここの議論ではそうだったが、なくても良いかと思っている。固定金利オペを大幅に増額するのだというだけでも良いという気がしないではない。他の皆さんの意見はどうだろうか。

雨宮企画局長

そこはむしろ先程来のご議論で、基本的な考えとしては多分技術的なスイッチではないが、これを機にという意味の「ことを踏まえ」という表現を入れた場合の「機」という部分であると思って書いている。

白川議長

他にご意見はないか。

野田委員

今日決定するということであれば、その 4 月以降というのが効いてくる

が、もう少し早く決定しても不思議ではないとすると、何と云うか、今日ここで決定したということに対してわだかまりがある者にとっては、この企業金融支援特別オペレーションの期落ちと結び付けるというのは、やや引っかかる。反対する者がそんなことを言うのはおかしいかもしれないが…。

山口副総裁

その部分も反対事由に書けば良いのではないか。

亀崎委員

4月以降のところの全文を反対するということか。

雨宮企画局長

そうされるか。

野田委員

そこまでは拘らない。

白川議長

須田委員はそれで宜しいか。先程の雨宮企画局長が…。

須田委員

文章としてはどうなるのか、もう一度。

雨宮企画局長

注を打つとすれば、であるか。打つとすれば、この第2パラグラフの一番最後の「こととした」の右肩に(注2)と打ち、(注2)で「〇〇委員は、本文中、固定金利オペを大幅に増額することにより、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充することについて、反対した。」となる。宜しいか。

須田委員

分かった。

白川議長

他にご意見がないようであれば、これで固まった。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。政府出席者は申し訳ないが一時退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成7、全員一致である。

白川議長

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

雨宮企画局長

非常に事務的な話ではあるが、初めから〇〇委員と〇〇委員は反対したという文言で採決を採るというのは良くないので、まずそれなしで採決を採って頂いて、それで反対の文言を入れた文は、私が最後に読み上げて確認させて頂くという段取りで宜しいか。

野田委員

それはそうだ。

山口副総裁

一番上の1.は、全員賛成と最初から書いておくのではないか。

雨宮企画局長

一番上、1.は先程全員一致でもう採り終わったので。少し最初からそれを言われると。

野田委員

全員賛成で。

飯野政策委員会室長

書面上で採決をとるのは最初で…。

雨宮企画局長

もう一度採った方が良いか。

飯野政策委員会室長

2回採る必要もないのではないか。

雨宮企画局長

それでは、読み上げで確認させて頂くということで宜しいな。

白川議長

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

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：須田審議委員

野田審議委員

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 5、反対 2、賛成多数である。反対は、須田委員と野田委員である。

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。

雨宮企画局長

今の、お二方の名前を入れたバージョンを最終確認させて頂きたい。

白川議長

了解した。それが終わってからであるな。

雨宮企画局長

お配りしたものでご確認頂ければ、読み上げは省略させて頂く。これで準備を始めて良いか。

白川議長

皆さん、これで宜しいか。それでは、これでお願いします。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]

調節方針は全員一致であった。対外公表文については、賛成 5、反対 2 であった。

## VI. 議事要旨（2月17～18日開催分）の承認

白川議長

最後に、2月17、18日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付している議事要旨案については、ご異議はないか。それでは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

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 23 日火曜日 8 時 50 分に  
対外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、4 月 6、7 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、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理を宜しく願  
いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橋政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 49 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 49 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 44 分閉会)

以 上