

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年5月20日（14:00～16:27）

5月21日（9:00～12:37）

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（ 〃 ）

宮尾龍蔵（ 〃 ）

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
企画局審議役	吉岡伸泰（21日）
企画局参事役	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局参事役	坂本哲也（21日 10:51～12:37）
企画局企画役	西崎健司
企画局企画役	中嶋基晴

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に 4 月 30 日の議長指示に基づく執行部からの報告、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決、最後に 4 月 30 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。本日の政府出席者のご紹介である。財務省からは香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。会合中でのご発言はすべて記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向についてお願いします。

外山金融市場局長

それでは、資料－1、2（参考計表）【追加】に即してご説明する。まず、金融調節の運営実績であるが、凶表 1－1、無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.087～0.102%と、概ね誘導目標水準近傍で推移した。ただし、レートは一部都銀が締め間際に纏まった調達を行った積み最終日を除いて、引き続き 0.1%を概ね下回っている。月初の税揚げ日を過ぎても、

図表の 1-6、オペ結果をご覧頂く。潤沢な資金を供給している。固定金利方式共通担保オペを中心に長めの資金供給を行っているが、財政が受超幅を拡大する局面に入っていることもあって、このところ比較的期間の短い金利入札方式共通担保オペもコンスタントにオファーしている。こうしたオペや国債買現先オペについては、幾つかの邦証や外証が確実にある程度の資金を確保したいという姿勢で応札したことから、落札レートは 0.11%以上で決定されることが多くなっていたが、足許にかけてレポ市場の需給が緩むにつれて、0.10%での落札決定も多くなってきている。なお、5月7日と10日に実施した即日オペについては、欧州ソブリン問題の深刻化に対応した機動的な措置として、市場の反応は概ね好意的であった。固定金利方式の共通担保オペは連休週を除いて週2回のペースでオファーした。残高は足許16兆円まできている。なお、12月から始めた分のロール・オーバーは、18日のオファーで9.6兆円と全て完了している。応札倍率はロール・オーバー分と追加分ともに6~7倍程度となっている。一頃は8倍程度であったが、このところ信託の一部が運用難から応札を間引いているといった動きが目立っている。国債買現先であるが、1週間物だけを日々6,000億円、コンスタントにオファーしている。マーケットからは、もはや毎日のオファーは不要ではないかという声がある一方で、レポ市場の流動性が低下傾向を辿る中で、本行オペへの心理的依存度が高まっているので必須であるといった声も聞かれている。最後に、18日にドル供給オペの再開後初めて84日物を金利1.24%で実施した。応札は4先2億1,000万ドルであった。他國中銀の応札結果をみると、同日にオファーされたECBで84日物で6先10億ドル程度の応札を集めている。一方、1週間物は三つの中銀が実施しているが、11日オファー後についてはECBで7先92億ドルの応札があったが、BOEとスイス国民銀行は応札ゼロ、昨日行われた分については、ECB、BOE、スイス国民銀行がともに応札ゼロという結果となった。

図表 2-1 以降で最近の金融・為替市場の動向についてご説明する。まず、図表 2-1、短期金利の推移であるが、TIBOR3か月のレートを

覧頂くと、引き続き緩やかに低下を続けている。ただ、先行きについては、カウンターパーティ・リスクを意識せざるを得ないことから、下落は緩やかになっていくのではないかといった指摘も聞かれる。ユーロ円取引レートについては、特に変化はない。一方、短国のレートが少しずつ短い物を中心に低下してきている。投資家の需要が大変旺盛になっていて、昨日行われた3か月の入札は0.1123%と、4年1か月振りの低水準となっている。都銀が増額ロールしているほか、証券会社が落札した分については海外からの買入れが大変盛んであると聞いている。

図表 2-2、CPの発行レートをご覧頂くと、マーケットから聞かれる声としては、官民格差は完全に解消したということである。ただ、このところ投資家の需要が非常に旺盛で、足許のレートはやや低下傾向にある。CP買現先オペを見送り始めたところでレートが1~2bp程度上昇したとご報告していたが、その半分程度戻した格好で、銘柄間格差も縮小ぎみになっている。

図表 2-3、LIBOR-OISスプレッドであるが、特にドルがLIBORの上昇により、このところ切り上がり続けている。ドルLIBORは0.478%まで上昇している。このほか、ユーロとポンドのLIBORは上昇し、円のLIBORについては、若干の上昇をみているが、ほぼ横這いとなっている。一方、ユーロについては、OISが大きく低下して、水準で言うと5月3日に0.439%だったものが、昨日では0.394%まで下がっている。ECBの発表した施策が金融緩和を長引かせるのではないかとといった予想が強まっている。あるいは7月に昨年行った1年物のオペの期日が来るところで金利が上がるのではないかとみていたが、今回打った施策により、そのショックがなくなるとみているようである。ドルのLIBORは上昇しているが、各パネル行の提示レートを見ると、特に欧州系が全体として上がっている訳ではない。ただ、欧州系の中での差が広がっているのが目立っている。ドル転コスト対ドルLIBORスプレッドの推移をみると、ドルオペの実施もあって、為替スワップ市場は落ち着いてきているが、なお流動性は低い。為替スワップ市場はそれでも相応に取引が成

立しているが、ドル・キャッシュ市場においては取引が特にターム物を中心に閑散としていると聞いている。こういった中で、為替スワップ市場で、基本的には円転地合いが続いているが、足許ではやや円投地合いになる局面もみられ始めている。フォワード・レートは特に変化がないので省かせて頂く。

図表 2-5、長期金利の推移であるが、前回決定会合以降、欧州情勢に振られる展開となり、全体としては質への逃避が進み、米国、ドイツ及び日本の長期金利は全て低下傾向を辿ってきている。この間、米国では良好な経済指標が多く出たが、上昇要因とはならなかった。また E C B の利上げ予想時期も 2 四半期程度先ずれしているということであり、これもユーロの金利低下に拍車をかけている。この間、欧州周辺国のスプレッドであるが、E C B の実施したセキュリティーズ・マーケット・プログラムで大きく縮小したが、その後はほぼ横這い圏内で推移している。E C B の発表によると、買入額は 163 億ユーロであり、中身は公表されていないが、流動性の低い国債が買われたようである。社債流通利回りの対国債スプレッドであるが、社債市場において、米欧でリスク回避姿勢が強まり、金融セクターが引き続き拡大しているほか、事業法人も拡大に転じた。一方、日本においては、過熱感の後退したものの、連休明けにみられた悪化した地合いからは戻ってきている。欧州ソブリン問題は日本企業のクレジット・リスクを高めることにはならないといった見方が広まってきている。ただ、サムライ債については、米欧銀行銘柄中心にややワイド化をみている。一方、C D S であるが、こちらの方は米欧におけるプレミアムの上昇が日本にも波及している。5 月 6 日から 7 日にかけて大幅に上昇をみた後、10 日の様々なパッケージの公表によって一旦戻していたが、ドイツ政府が昨日空売り規制を発表した後、再び大幅に上昇をみている。

株式相場の推移であるが、下落であり、米欧では特にコモディティ・セクターが下落している。この間、5 月 6 日にはニューヨークにおいて、一時ダウが 1,000 ドル近く下落するといったこともあった。リスク回避の動きは 10 日のパッケージの公表で一旦戻していたが、その後実効性に対す

る疑念もあり再び強まってきたこと、それから、先程申し上げたように、ドイツで公表された空売り規制により 18 日から 19 日にかけてさらにリスク回避姿勢を強めた。この間、日本株は米欧に比べても弱い動きとなっていて、為替で円高がやや進んだこと、あるいは中国株が弱かったこと、それから一部の都銀で増資が発表されたことが日本株の弱さの材料となっている。一方、先行きについては、ユーロ安による企業収益改善が財政緊縮による成長率押し下げを上回るといったことから、欧州株はそれほど下がらない、いずれ上昇基調になるのではないかとといった買い推奨もみられている。図表 2-11、主体別売買動向であるが、株価が下がった 5 月 6 日週には、やはり外国人が大きく売り越したことになっている。

最後に、為替の動きであるが、こちらの方もリスク回避姿勢が強まり、ユーロが特に大きく売られ、資源国、新興国通貨も売られている。一方で、円とドルが買われたが、円／ドルで見ると、金利差が縮小した関係で、円高が進んだ形になっている。ユーロについては、E C B の様々な施策が金融緩和に繋がるというように取られたこと、あるいはドイツ政府による空売り規制も結局 C D S でプロテクションの買いができないので、プロクシーとしてユーロを売る動きを助長するといったことから、ユーロ売りを加速させることに繋がっている。ただ、昨日は、ニューヨーク時間に入ってから、介入観測が台頭して、一旦その流れに歯止めが掛かった。通貨オプション、先物市場の動向であるが、このような円高の流れを受けて、リスク・リバーサルではドルのプット超がやや拡大といった形になっている。それから I M M ネットポジションについては、ドル・ロングのままであるが、大きく縮小をみている。クロス円であるが、全般に軟調である。英国においては、5 月 6 日に総選挙があつて、予想どおりハングパーラメントになった中で、連立政権が財政再建を思ったようには進められないといったようなことから、軟調な展開になっている。外為証拠金取引では、円が高くなってきている中で、逆張りの積み上がりが目立っている。

エマージング、コモディティであるが、全般に軟調である。特に中東欧

通貨の下落が目立っている。ただ、中東欧通貨はユーロに対しては上昇をみている。ロシアのルーブルとトルコのリラがユーロに対して上昇している関係で、ユーロに対しては上昇をみている。株も同じような動きである。コモディティ価格については、金が、情勢混沌としている中で、安全な資産ということで高値をつけていたが、足許はやや調整が入っている。原油は大きく下がり、70 ドルを割るところまで下落した。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

野田委員

欧州ソブリン問題であるが、先程の説明で我が国の社債には影響はないが、CDSにはあったと。これはマーケットの構造的な問題だろうと思うが、何か他にインプリケーションはあるか。

外山金融市場局長

まさにおっしゃるとおりである。CDSは——ソブリン物がそうであるが——海外で取引されているということで、そうした投資家のポジションの変動にどうしても連動しやすくなっている。社債については、4月に日本においてブームとも言えるような様相を呈しており、スプレッドは大幅に縮小してきた。さすがにその調整はギリシャ問題をきっかけに入ったが、その地合い自体は、資金余剰感が非常に強い中で変わっていないことから、流通市場においてすぐに元の状態に復した。それから発行市場においても、現在は決算発表の前の時期で端境期ではあるが、パイプラインには順調にノンバンク、不動産といったところも入っており、BBB格銘柄もみられるところである。

須田委員

ギリシャ問題から、短期のドルないし国債の市場で流動性がかなり悪化した。現在、様々な介入政策を採っていることを映じて、例えば、周辺国の国債に関して民間の取引は少しは増えているのか。あるデータをみたら、ほとんど取引がないというところまでできていたが。

外山金融市場局長

私共も、買い手として現れているのは、ECB及び傘下中銀だけであり、市場間の取引はほとんどないと聞いている。流動性が薄い中で、中銀の買入れにより大幅にスプレッドを下げたが、一旦下がったところでほぼ動きが鈍った形になっている。

須田委員

買入れは最初の週は多かったが、その次からはそんなに多くないといった報道の記事をみたが。

外山金融市場局長

どのように進んでいくかはまだ分からないが、現在、マーケットから聞かれている声としては、買われた国債は、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドといったところが中心ではないかということである。この3国の発行した国債について、イギリスのプログラム並みに買い入れるとなると、第一週に買った10倍位まで膨らむし、米国並みで5%位であると、その1/5なので、同じ位買って終わりということになる。結局、マーケットが機能していないといった中での買入れであるので、ECBの基準に照らして対象がどういう動きを示すかによって今後の情勢が決まってくると思う。銀行によっては、価格が折り合わないということで、第一週は売却を見送った先もあるようだ。こういったところがどういう方針で今後臨んでくるかも焦点になるかと思う。

野田委員

手の内をみせてないから、どんどん売り浴びせてくるという感じにもならない訳だな。

外山金融市場局長

そのようなところもあると思う。

中曽理事

ECBは買入基準も買入額も公表していない。買入基準自体は教えてくれなかったが、考え方としては、

を作っていると。具体的には、

から買い入れていく。そういう基準からすると、先程、外山金融市場局長が言ったような国の国債が現在の買入対象になるということだと思う。逆に、そういう指標をみていると、どれが買入対象になってくるか、概ね見当がつくということではないかと思う。

中村委員

ヨーロッパの短期金融市場であるが、ECBのドル供給オペへの需要が限定的であったこと、一時ターム物等の取引がほとんどなく調達環境は非常にタイトであったようだが、今はアベイラビリティ等の問題はなくなってきているのか。

外山金融市場局長

ユーロについてか。

中村委員

ドルについてである。

外山金融市場局長

世界を大きくアジア市場、ヨーロッパ市場、ニューヨーク市場に分けてみると、ニューヨーク市場では、今回それほど影響は出ず、流動性が比較的多く残ったが、市場参加者は最終的にニューヨーク市場で資金が取れるか否かが不安で、このためアジア市場、ヨーロッパ市場で流動性が低下するという動きが出ていた。足許では、翌日物の取引はいずれの市場でも戻ってきていると思うが、ターム物は特に戻りが鈍く、看取される最長の取引では、ニューヨークは3か月物位まで戻っているが、ロンドンでは1か月物がマックスである。アジア市場はほとんどが翌日物の取引であり、それ以上の長い取引はみられていない。現在、アジア時間では、出し手が邦銀、オーストラリアの銀行、中国の銀行、一部のネームの良い欧州の銀行である。取り手が欧州の銀行。ロンドン時間に入ると、米銀が参加してくるし、海外の中央銀行も出し手として登場する。これを欧州の銀行が取っている。ニューヨーク時間には、米銀が出して、欧州の銀行が取るという商いになっている。少しずつ流動性が戻りつつあるが、特にドルのキャッシュの市場においては、ターム物で流動性が鈍いのは先程も申し上げたとおりである。

須田委員

欧州の金融機関に対するカウンターパーティ・リスクを意識したラインのカットは、少し落ち着きつつあるのか、まだ拡大している最中か。

外山金融市場局長

情勢が最も悪化した5月6日、7日あるいはパッケージが発表された10日の後にそのような動きが散見されたが、そういった銀行が一旦カットしたラインを戻すというところには至っていない。マーケットが完全に落ち着き切っていないので、少し様子を見てから見直すということであろう。ただ、それ以上にどンドンライン・カットの動きが広がるかということ、そういった動きはみられていない。

亀崎委員

国内だが、3月の会合で決めたやや長めの金利の低下を促す措置の拡充の結果、短期金利の推移をみると、TIBORはずっと低下してきている。そういう意味では、狙いは一応効果があったと思う。一方で、副作用があったかという点、例えば無担保コール市場残高の推移をみると、12月に少し下がり、2月、3月に上がって、4月は下がっているが、3月の措置によって残高が縮小している感じでもない。このように副作用はそれほどみられていないので、措置はそれなりの成果があったと今のところみているが、どうか。

外山金融市場局長

日々の調節を決定するにあたり、極力副作用を抑えるように工夫している。ただ、やはり固定金利オペの比重が高くなってくると、特に資金余剰期においては、その他のオペを打つ余地が段々乏しくなってくる。特に、邦証、外証等があてにしている短めの金利入札型共通担保オペが打ちにくくなっていく。これがレポ・レートを一足許は今下がっているが——上昇させてしまうことになるという声のごく最近まで非常に強くマーケットから聞かれていた。それから、これは3月の措置だけではないが、今かなりお金が貯まっている地銀は、レートがなかなか彼らの目線と合わないこともあって、有担では出してくれるが、無担コールにはなかなかお金を出さないということになっている。先程、表面的には5兆円程度でそんなに下がっていないとおっしゃったが、細かくみると、これがじわっとコール市場残高の減少に繋がってきていると私共ではみている。

須田委員

先程、国債の買現先について、毎日のオファーは不必要だということと、やってくれというのが両方あるとのことだったが、方針としてはどちらを…。

外山金融市場局長

まだ決めている訳ではなく、情勢をみながらということである。足許、レポ・レートが落ち着いている、一部都銀が短国等を購入することによって、レポ市場での資金放出が減少している中であっても、他の都銀あるいは証券会社の出し返し等が結構あり、レポ・レートが非常に落ち着いているという展開になっている。足許だけの感じでいくと、例えば日々オファーしている6,000億円を4,000億円に低下させても恐らく支障は出ないのではないかと思う。ただ、今後6月の下旬以降、余剰期になった中で——亀崎委員のご質問にお答えしたのと同じであるが——、全体として打つオペが減ってくるので、その減った中で、金利入札型の共通担保オペを打つのか、あるいは買現先みたいなものやっていた方が良いのか、レポ市場その他の市場の動向を眺めながら組み合わせを考えていきたいと思っている。

野田委員

資金需給でいくと、6月の資金余剰はどの位の規模になるか。

外山金融市場局長

3月ほどの規模にはならないが、大きい。年金定時払と償還が重なる月が年に2回あり、12月は銀行券があるので、それで打ち消される。6月は、そういう意味では、一番大きな資金余剰月になる傾向がある。今年は3月が財政の払いが非常に大きかったので、大きな数字になったが、そこまでいかないにしても、数兆円台の後半という感じである。

中曾理事

6月は月中の変動が大きい。月初に法人税揚げで大きな不足日があり、中旬に年金があり、月末に国債償還があるパターンのため、調節的には結構大変な月である。それから、先程、ターム物のレートを今日説明させて

頂きながら改めて思ったことがある。先般の

等の議論をみていると、今回のギリシャ問題がキャピタル・フローにどのような影響を及ぼすかという問題意識がある。そういう点からみて、一つ浮かび上がる可能性は——シンガポールが言っていたのは——、全体としての資金フローはギリシャ問題の影響をあまり受けていないが、細かくみると、アジアからの資金流入が増えており、欧米からの資金が少し引いている感じがある。それから、韓国は債券市場に大変お金が入ってきていると言っている。今日の説明でもあったように、日本も短国の買い手に海外中銀が多いので、ひょっとしたらユーロを売ってその他の資産に乗り換えているというフローが生じているのかもしれない。そこに先述のプロクシーとしてのユーロ売りも重なって、ユーロが余計に売られやすくなっている、そういう面もあるかもしれない。つまり、アジア等の中銀やSWFが多少外貨資産の中身をリアロケートしているのかもしれない。これは計数的に今後もう少し確認していく必要があるが、そういう流れの変化があるように改めて感じられた。

須田委員

今の点について、中銀が資金を動かしているのではないかと時々気になっている。中央銀行も機関投資家と同じ行動をするようになると——収益を求めて資金を動かすようになっていくと——、為替市場の安定化のために持っている筈の外貨資産が却って為替を動かしてしまうのではないかという懸念がある。是非その辺りのことが分かったら教えて欲しい。

中曽理事

中銀によって多少違う動きをしているのかもしれないが、少し注意深く追ってみるようになる。

宮尾委員

ユーロ買いの介入も若干あったかもしれないという話だが。

外山金融市場局長

昨日、米国のメドレーというシンクタンクがここまでユーロが安くなれば当局が介入に乗り出してくるのではないかという観測レポートを出したことが材料となった。実際に介入をしているということは私共では確認していない。

白川議長

この空売り規制の影響をどうみるか。先程の説明の中で、プロクシーとしてユーロ売りの動きがあるという話があり、それも一つのストーリーだと思う。しかし、空売り規制そのものがユーロ売りの動きに影響を与えたのか、あるいは空売り規制そのものと言うより、ドイツが単独で空売りを規制した、つまり本来ならばユーロエリアの中で調整し、協調して事に当たるべきだが、その意思がないと感じてユーロを売っている、という両方の解釈があり得ると思うが、前者ということか。

外山金融市場局長

色々な面が複合的に作用して全てが悪い方向に動いたということではないかと思う。ドイツの決定についても、そこまで直接的な介入を行わなければならないほど他に手が無いのかとみられたということもある。また、ドイツの単独の発表に対し、早速フランスの財務省等々が反発するような発言をしており、この問題はギリシャ問題を議論している過程からずっと浮かび上がっていることではあるが、ヨーロッパが一枚岩ではない、不協和音が大きいといった見方があり、様々な施策がこれから肉付けされていかなければならない時に、その実効性が疑われるというような見方がマーケットの中で広がっている。従って、両方の解釈があると思う。

白川議長

もう一つ質問がある。今回、LIBORの上がり方をみると、ドルが一

一番大きい。前回のリーマン・ショック時は、震源地が米国だったので、ドルの上がり方が大きかったのはその面から自然だと思う。今回、震源地自体はヨーロッパであるが、結果としてユーロの資金調達よりもドルの資金調達の方により影響が出ているように見える。ドルの資金調達は、東京、ヨーロッパ、ニューヨーク等で行われているが、いずれにせよ通貨別にみるとドルに影響が一番出ている。これはあまり一般化できないかもしれないが、これから起こり得る危機は——現に危機が起きている最中に次の危機を議論しても仕方がないが——、最終的には、それぞれのマザー・カレンシーより、ドルの方に調達圧力が出てくる形になるのだろうか。

外山金融市場局長

やはりマザー・カレンシーをベースに商売している限りにおいては、それほどどこの国の金融機関にも影響が出ないと思う。しかし、外から市場性の資金を調達して、それを外に出していくという商売には専らドルが使われている。その動きはデレバレッジしつつあるが、まだまだ残っている中で、今回のような事態が起こると、どうしてもドルに調達圧力がかかってしまうということなのだろうと思う。

中曾理事

やはり欧州銀行のドルのカレンシー・ミスマッチがまだ残っているということがまずある。もう一つは、ニューヨークでの連銀のマザー・カレンシーとしてのドル資金供給姿勢をみていると、今はあまりやっていない。バランスシートは大きいままであるが、ファイン・チューニング的なオペレーションは全然やっていない。だから割とレートが上がりやすくなってしまおうということだと思う。

野田委員

この問題が起こる前から少し上がっているのではないか。

中曾理事

一方、ユーロや特に日本はかなり超過準備を供給しているので、円とかユーロは元々マネー・マーケットではあまり上がりにくい。私も今回のギリシャ問題は、ひょっとしたらユーロにくるかと思っていたが、意外にこないのは、やはり 1 週間物を無制限でやって、十分に供給しているので、今のところ落ち着いているという構図ではないかと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、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。席上配付した海外経済・国際金融の現状評価の追加分をご覧頂きたい。米国を始める前に一言だけ申し上げます。前回会合以降、ギリシャ危機をきっかけとした欧州周辺諸国全般のソブリン・リスクに対する懸念が高まったが、実体経済は——これからご説明する実体経済の数字はほとんどが 4 月である——4 月までのデータをみる限りにおいては、これまでのところ引き続き世界経済は緩やかな回復を続けているとの標準シナリオに沿った動きであると思う。ただし、この欧州問題は今後まだ帰趨は分からないが、それは今後実体経済にどのようなインパクトを及ぼすかは、まさにこれから先の課題だと思う。

図表 1、米国経済である。シャドーのかかっている部分が、前回の定例会合以降判明した計数である。1. 実質 GDP、1~3 月であるが、前期比 +3.2%と、これは全く事前予想どおりの結果になった。10~12 月の +5.6%から若干伸び鈍化ではあるが、在庫投資のプラス寄与の縮小が主

なところである。そういった中で、コンポーネントをみると、個人消費は伸びを高めているし、設備投資も2期連続で増加するといった形で、米国の回復傾向を裏付ける内容となっている。個人消費については、5. 小売売上高が様々な業態で回復、増加している。4月単月では-0.2%になっているが、むしろ第2四半期の+0.7%で基調をご覧頂きたいと思う。3. 実質個人消費も3月まで幅広い財・サービスで増加を続けている。次に、住宅については、8. 住宅着工に数字を掲げている。4月までの契約を条件とした減税措置の効果がある。従って、増加はかなり高い伸びで、3月は+5.0%、4月は+5.8%にはなっているが、いずれも低水準の域を脱していない。背景には、差し押さえ物件の流入も引き続き続いていること、あるいは中古の在庫水準も高止まっていることであるので、住宅市場を起点とする米国経済における下振れリスクは依然注意が必要とみている。一方、設備投資については、建設投資が、商業用不動産などで減少を続けているが、10. 非国防資本財受注からみられるように、機械投資は増加している。冒頭申し上げたGDPベースの設備投資の増加も踏まえると、設備投資全体としてみた場合には、持ち直しを続けているという判断で宜しいかと思う。こうした設備投資の持ち直しには、個人消費、それから輸出の増加を背景とした生産の緩やかな増加が効いていると思う。この点をみると、12. ISM、それから13. 鉱工業生産のいずれも改善をしている。こうした生産活動の高まりは、これまで大幅な調整を続けてきた雇用調整の持ち直しにも繋がっている。15. 雇用者数であるが、4月は+29万人というなかなか良い数字であった。この中には、国勢調査に伴う政府の臨時雇用が4月は6.6万人というように言われているが、これを除いたベースでも、基調的には回復、増加と言って良いかと思う。内訳をみても、製造業、非製造業ともに幅広い業種で雇用の増加がみられるようになってきている。ただし、14. 失業率は依然として高く、4月は9.9%に上昇している。今月の動きについては、職探しの再開に伴う押し上げ効果、これが手伝っているとみられる。また、平均失業期間はピークを更新し続けている。すなわち、現在の米国の雇用環境については、量の面では改善しつつも、質の面

では依然厳しいと言って良いかと思う。次に、物価面である。16. コアCPIは引き続き減速している。米国時間の昨日、4月の数字が出た。コアで前年比+0.9%と、米国においても1%台を割っている。これは本当に何十年振りという位のコアCPIの1%割れである。内訳的には、家賃の伸びの低下が目立つほか、他の品目でも伸びが低下した姿がみられている。以上が米国である。

図表2-1、次にユーロエリアをみる。1. GDPの1~3月で、+0.8%が公表された。米国に比べれば、明らかにテンポの強さは欠いているものの、ユーロエリアにしても3期連続のプラス成長となっている。需要項目別内訳はまだ公表されていないが、エコノミストの見方からすると、個人消費、それから悪天候を受けた建設投資が弱めの動きとなる一方で、輸出を牽引役としてプラスを維持しているとみられる。国別の内訳をみると、かなり大きなばらつきがみられる。ドイツやフランスが4期連続のプラス成長となる一方で、1~3月の状況であるが、ギリシャはマイナス成長を続けている。スペインは2008年1~3月以来のプラス成長となったが、そのプラス幅は非常に僅かで、前期比年率+0.3%とほとんど横這い状況である。次に、個別指標をみたいと思う。2. 輸出は、足許まで増加を続けている。この先を占う3. PMI輸出受注は、50台後半で推移している。こうしたことからみて、その傾向は続くとも良いかと思う。これらの動きを映じて、9. 鉱工業生産は増加を続けている。10. PMIも製造業が50台後半まで上昇するなど、生産活動の水準は切り上がってきている。こうした状況のもとで、4. ドイツ国内投資財受注も持ち直しつつある。その一方で、8. 消費者コンフィデンスは低水準横這い圏内を脱し切れていないし、6. 小売、7. 新車登録台数は弱めの動きを続けている。こうした消費の弱さには、11. 失業率が依然10%で推移するといった雇用環境の厳しさが影響しているとみられるほか、4月末以降は、欧州の信用不安の高まりも追加的に影響することが不可避とみられる。さらに、ユーロエリアについては、今後各国が同時に財政再建に乗り出してくる。その規模については、元々大きかったが、足許のソブリン・リスクの高まりを受けて、スペインやポ

ルトガルが追加的な財政再建策を打出すということであるから、この面からのネガティブ・インパクトのさらなる拡大が予想される。その景気下押し効果は、貿易を通じた欧州域内の密接な貿易関係の中で、お互いに伝播し合うし、各国で相乗効果をもって増幅される可能性もやはり気にしておかなければいけないと思う。勿論、ユーロ安の進行という下支え要因はあるが、これらの状況を全体としてみた場合には、ユーロエリア経済の下方リスクが一段と高まったと判断される。最後に、ユーロエリアのCPIをみると、そういった中で、デysinフレ圧力は高まらざるを得ないと思う。4月の12.コアCPIは、前年比1%を割り、+0.7%というところで推移している。

次に、図表2-2、英国経済をご覧頂きたい。2.輸出は、3月は-0.5%であるが、均してみるとポンド安による輸出押し上げ効果を受けて増加傾向を維持している。2.輸出と3. PMI輸出受注を合わせてみれば、そういう評価で良いと思う。そうした輸出の増加を受けて、6. 鉱工業生産は増加しているし、7. 製造業PMIも上昇している。一方、8. 失業率が高水準で推移する中で、5. 消費者コンフィデンスは改善がなかなか進まない。このようにユーロエリア同様、英国でも増加を続ける輸出、生産、一方で、弱い内需というコントラストが引き続きみられている。そうした中、なお、CPI——総合であるが——は+3.7%と、英国の方は増加ということで、恒例のと言っては何だが、3か月に一度のキング総裁からオズボーン新蔵相宛のレターが発出された。英国は以上である。

新興国経済をみていく。図表3-1、中国については、4月の指標が出揃った。かなり強い数字である。4. 小売売上高は+18.5%と、高めの伸びを続けている。ここに掲載していないが、自動車販売も156万台と、高水準で推移している。5. 固定資産投資は+25.6%。内訳をみると、公共投資はやや減速しつつあるようであるが、全体としての高い伸びは維持できている。6. 輸出は、均してみれば増加を続けている。ただし、輸出と輸入のバランスという意味では、貿易収支がかなりの黒字幅縮小という傾向がこの裏に出てきている。このような堅調な内需のもとで、2. 工業生産も増加を続け

ているし、需給環境が引き続き引締まってきていることを映じて、8. CPIも前年比で+2.8%と、鎌首をもたげる状況になっている。ただ、こうした動きの一方で、中国政府の貸出抑制策、あるいは不動産の投資抑制策の効果も徐々ながら出てきているようである。貸出残高をみると、高い伸びではあるが、減速傾向が何となく窺われるし、ご承知のとおり、この間中国人民銀行は預金準備率を数次に亘って引き上げている。さらには、中国政府は、住宅、それから不動産投資に対する色々な施策を矢継ぎ早に打出すという中であって、4月中旬に打出した色々な規制、特に住宅ローンの規制がそれなりに効いているというヒアリング情報もある。こうした施策のもとで、国際局として、これまでご指摘したような過熱リスクがどういう形で低下していくのかを引き続き注意深くみていきたいと思っている。

他のアジア諸国についてみると、インドについては、2. 鉱工業生産が3月に+13.5%と、金属などの中間財、自動車などの資本財を中心に増加傾向を辿っている。3. PMIはそれと整合的な形で50後半で推移している。これらは、インド経済の高成長の持続を示唆している。そうした状況のもとで、4. 卸売物価は高い伸びを続けているし、6. 貸出も足許伸びをさらに高めている。インド準備銀行では、次の金融政策決定会合が7月27日と少し後であるが、前回4月の会合で利上げを決定した後、スバラオ総裁は次回会合を待たずに利上げを行う可能性も排除しないというように公に警戒感を強めるスタンスを述べられている。

次に、図表3-2、NIEs、ASEANについては、香港、インドネシア、マレーシアのGDPが出た。香港では高い伸びが続いている。第1四半期は+10.0%。それからインドネシアとマレーシアでは、伸び率は減速しているが、堅調な動きになっている。内訳をみても、1~3月まで輸出、投資、消費、その他バランスの取れた姿になっている。前回ご報告した、中国、韓国、シンガポールで1~3月のGDPが高めの伸びとなったことを合わせてみると、アジア経済は、国際局がこれまでみてきた想定を上回るテンポで拡大を続けていると言って良いかと思う。そうした中にお

いて、図表 3-3、物価は、コアでみた前年比の伸びは、概ね前月並みで推移しているという感じであり、稼働率の高まりがインフレ率の押し上げ要因になっていることは確かである。ただ、その間、アジア通貨の全般的な上昇が輸入物価の伸びをある程度抑えているということも作用していると思う。コア・インフレ率に対する下押し圧力として、これらの綱引きがどういう形で今後出てくるかといったところがポイントと思われる。

また、ブラジル、それからオーストラリア、マレーシアが利上げを行っている。特にブラジルでは、直近 75bp の大幅利上げを行った。新興国、資源国のインフレ動向については、稼働率の上昇傾向が続くと思われるだけに、通貨上昇の持続性、それから利上げの動きとその効果が、インフレ上昇圧力をどういった形で抑えていけるかが鍵を握るとと思われる。

最後に、海外の金融環境について、一言だけ申し述べたいと思う。欧州市場については、ギリシャ危機をきっかけに欧州全体の信用不安が高まった。その後も不安定な地合いが続いている。短期金融市場で緊張が続いているほか、クレジット面でも社債市場でスプレッドが幾分拡大しているし、発行が足許減少するといった影響もみられている。欧州当局をはじめとした様々な施策、そういったものを受けて、市場の状況が大幅に悪化する事態は免れているが、先程述べたような厳しい財政再建に伴う景気下振れリスク、そもそもの財政再建の実現可能性を巡って、投資家の不安は治まっていないようにみられる。今後市場が一層不安定化するリスクは、なお小さくないと現状では考えざるを得ないとみている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

米国の雇用だが、結構足許良いので、エコノミストの中には、もうジョブレス・リカバリーではないのだと言ったり、それから今回の FOMC の

ミニッツをみたら、失業率が大幅に下方修正されていた。私はジョブレス・リカバリーだと思っていたが、雇用の見方について、先程、量では改善しているが質は厳しいという話をされた。ひょっとしたら前向きに雇用が改善していくという姿も想定して良いのか。やはり、そこは慎重にみていかなければいけないのかについて、今どうみていけば良いと思うか。

大野国際局長

一言で申し上げれば、引き続き慎重にみた方が良いと思っている。雇用の量の増加については、漸く底を打って若干でもプラス基調が定着し始めた段階に過ぎないと思っている。量の面で少し落ち着いたとしても、まだまだ職探しの予備軍は多い訳であるし、それから賃金もむしろまだ下方圧力が強い状況においては、個人消費をさらに元気付けていくだけの迫力はまだ力不足かなと思う。

中村委員

ヨーロッパの実体経済だが、元々回復が一番遅れると言われていたが、それに加えて信用不安の問題等がある。大野国際局長はかなり慎重な見方をされたが、ユーロエリアといってもドイツとかフランスとか色々の国がある。例えば、ユーロエリアの中でもドイツとフランスの両国はユーロ圏GDPの半分近くを占めるし、ドイツなどはかなり輸出で潤っている。そうすると、ユーロ安の問題は、ドイツやフランスにおいては、むしろプラスに働いている。一方、マイナスの影響を受けている所——南欧——もある。信用不安と金融面で大きく崩れた訳であるが、それほどユーロエリア経済の下方リスクが大きいと考えておかなければいけないのか。

大野国際局長

一つ大きな傾向として考えられるのは、ユーロ域内での両極的な動き——ディファレンシエーション——が進みやすいということがあると思う。ユーロは、相当通貨が弱くなっているから、ドイツの輸出について

は勿論プラス要因である。コアのドイツとフランスが、一つは為替面で、もう一つは、今後のECBの政策がどうしても金融政策的に今傷ついている国の方を意識せざるを得ないとすれば、相対的に健全であるドイツとフランスにとっては、むしろ緩和的に働き得ると思う。それらはプラス面である。一方で、今まで申し述べたが、非常に問題が大きいギリシャをはじめとした南欧の諸国では、このバランス調整をするために相当きついインターナル・デバリュエーションが必要になり、実体面で物凄い大きなマイナスのインパクトが不可避だと思う。問題は、それがギリシャから次のポルトガル、そこから次、スペイン、イタリアまで行ったら大変なことになってしまうが、そのようにPIIGSの大きな部分に広がってくると——ある程度までいくと——、欧州の中ではインターナルな貿易——依存関係——が大きいので、最初申し上げたドイツとフランスのポジティブな効果を遥かに凌駕するようなネガティブな効果が大きくなる可能性があり、現状ではその問題がやはり無視できないというのが評価である。あと、財政のデレバレッジをどこの国がどれだけ一緒にやるかということがもう一つの追加的要素である。それについては、フランスはどうか分からないが、ドイツなどがかなり前傾姿勢で、このような状況で財政の再建に突き進んだ場合、さらなる下押し効果もやはり懸念される。

中村委員

スペインまで伝播するかどうかで状況は大きく異なるということか。

大野国際局長

現時点では、欧州各国の当局並びに今回の色々なセーフガードが防波堤となって、そこまで行かないようにとどめて欲しいと強く期待したい。

亀崎委員

財政再建は、ギリシャだけでも非常に難しいが、それ以外の各国とも厳しい財政再建に向かっている。そういう状況のもと、今までずっと欧州の

金融機関の貸出が減少していた一方、今、ギリシャ債券を含め、P I I G S 債券はほとんど欧州が持っている。そうすると、今まで金融機関の仲介機能は非常に厳しかったが、さらにここで大きく機能が低下していくということになってくると、ギリシャからのコンテージョンの問題とまではいかななくても、今のギリシャのみならず欧州全体の財政再建、それプラス今の金融機関の機能低下ということからみると、欧州経済の 2010 年、2011 年は相当下振れ方向と予想しなければいけないのかという感じがする。一つ、先程おっしゃったユーロ安の面はあるが、それはドイツなどは良いのだろうが、それ以外は、非常に厳しい環境の中にあるのではないかという気がする。

堀井理事

おっしゃった二つのネガティブ・フィードバックのメカニズム——財政の健全化と成長率の低下、それから金融機関のバランスシートのデレバレッジと景気の後退——があるということはおっしゃるとおりである。であるから、これがどの程度になるかである。今のところプログラムは出ているが、財政削減については、フロントロードでやるということを行っているので、当初のインパクトは非常に気になるところだ。問題は、逆にそれをなぜフロントロードでやるのかと言うと、それで信認が得られればサステイナブルである、デットのサステイナビリティが高まることで信認が高まってデフォルトの確率が下がる中で、金融機関の損失の額も然程でもないだろうというようになってプラスに回っていけばという狙いがある訳であるが、どちらに転ぶか非常に不透明であるし、難しいと思う。従って、現に市場のインディケーションズから逆にみれば——株価が落ちて長期金利が落ちる中でユーロが安くなっていることをみれば——、金融市場は、リスクの要素も加味して、やはり全体として景気後退的な方向が大きいだろうとみているのだと思う。

須田委員

中国の車だが、4月に入って小型車の受注が急激に減ったというレポートがあった。中国では、元々車はキャッシュで買っているのか。それとも、やはり金融の引締めの対応が中国でも耐久財の消費に影響を与えていることが起きているのか、気になっている。

大野国際局長

あまり確信あるお答えはできないが、中国の銀行貸出において、まず不動産向け——商業用不動産——は相当締めているし、住宅、それからアセット・プライスという意味で株式等の投資——元々これは禁止されているのだが、それでもどうしても皆がやってしまうので——の三つには相当大きく目を光らせているが、一般的な個人のローンをぎゅうぎゅう締めるというところまでは来ていない。それは、貸出の伸び自体はまだまだ高いというところから、リテール、特に車などに大きな影響を及ぼしているということではないと思う。それから今須田委員がおっしゃったとおり、小型車は少し違うかもしれないが、中級以上の車はキャッシュで買うというものもかなり多いと思う。ローンと自動車販売との関係は、米国や日本と比べると、相当低いとみていて良いかと思う。

中村委員

昨年11月に成都に行った時、9割の客はキャッシュで買うとディーラーから説明を受けた。

須田委員

中国では、カード・ローンも少し悪化しているな。

大野国際局長

不良債権というか、クレジット・リスクはそれなりに高まっていると思う。

山口副総裁

アジアやラ米を含めた新興国経済への今回の混乱の影響をどのようにみているか。どういうルートで波及が起こり得ると考えているか。

大野国際局長

先程申し上げた 1~3 月までの姿については、ラ米とアジアは少しは違う部分もあるが、一緒にしてしまえば、今のところバランスは取れた成長を維持できていると思う。今後、これ以上欧州の危機が拡大しないということ的前提にした場合には、私としては、例えば、向こう 3 か月あるいは半年は、アジアを中心としたエマ諸国の経済の拡大のモメンタムは維持できるのではないかと考えている。ただ、欧州のソブリンが、今後、深刻化、長期化する場合、それこそ欧州のソブリン・リスクが实体经济に跳ね返ってそういうような状態になった場合、アジア諸国、それからラ米諸国はそういったネガティブな効果から隔離されるという楽観的な見方はできないと思う。ルートは幾つかあるが、一つは資金の流れがあると思う。通貨の下落、それから株価の下落は足許 1、2 週間でも出ているが、今のところほとんど平行で済んでいる。これは、かつての危機——アジア危機は当たり前であるが——、それからリーマン・ショックの後は、先進国以上にエマ諸国で資金の逃避という形で株価が落ちたということはあったが、今回の場合は、今のところ平行といった形で済んでいる。これまでのところグローバルな投資家のリスク回避の動きが新興市場からの資金流出に繋がっていないということである。それがなぜかという、色々な見方があるが、一つにはソブリンの問題がある。欧州、先進国の場合は、元々民間の債務が財政の債務に伝播して、それでデレバレッジが進行しているが、アジア、エマ諸国、ラ米をチェックすると、リーマン・ショック前からそういった財政面でのバランスシート調整問題をほとんど抱えていない。そうした中で、アジア諸国は今輸出だけに頼らない内需を伴ったバランスの取れた成長を維持している。しかも、インフラ投資などの潜

在的な需要もある。従って、第一段階位でこれが収まれば、アジア、エマ諸国は、現在の拡大テンポは多少は緩むかもしれないが、何とかモメンタムは維持できるのではないかと思っている。それから、もう一つのルートとして、欧州が相当悪くなった場合、それがどこに出てくるかで私が少し心配しているのは、中国である。中国は、日本以上に、特に輸出だけを見ても、欧州への依存は意外と大きい。大体輸出で 20%位と言われているが、先程少し計表をご説明した時に、中国の輸出は増えているが、輸入はもっと増えていて、貿易収支が実は 3 月は単月でマイナスになっていて、4 月も相当苦しい。これは、一昨年は 1,900 億ドルと年間で黒字、それから昨年が 1,700 億ドルであるが、今年は 1~4 月で 600 億ドルもいっていない。貿易収支の黒字が非常に縮小している。それをみると幾つか要因があるが、一つは、やはり為替面で、米国とはペッグしているが、人民元はユーロに対してかなり高くなっている。しかもユーロに対する輸出が 4 月時点で相当落ちているので、もしユーロ経済がかなり落ち込んだ場合、山口副総裁がおっしゃった貿易面でのインパクトで、中国を中心としてそれなりの影響度合いは免れないといったことは、やはり要注意点ではないかと思っている。

堀井理事

先週の末に、クアラルンプールで E M E A P の総裁代理者の会議があったが、今大野国際局長が説明したとおり、参加の中銀の代理者から一言一句同じような説明があった。従って、今のところはある程度の自信は持っている。勿論、ガーデッド・オプティミストというか、危機に対する備えはきちんとしていないといけないことは、一方では常に言っているが。

白川議長

新興国の経済が予想よりも上振れてきている。国際局の見通しも上振れてきているけれども、民間とかあるいは国際機関によるそれもずっと上振れ、上振れできている訳である。そのうちの理由として、一つは、色々な

バランスシート調整といった面を多少慎重にみていたということもあるのだろうが、政策が多少ビハインド・ザ・カーブになっているということもあり得るのかなと思う。ではどの国がビハインド・ザ・カーブかと言うと、マーケットでは、一般的にどの辺の国が遅れているとみられているのか。

大野国際局長

マーケットでよく言われているところで言うと、まず一番心配されていたのは、インドだったかもしれない。インドは今一生懸命そこをキャッチアップしようとしているが、やはり一般物価が——消費者物価も、それから卸売物価も——二桁であることは、未だビハインド・ザ・カーブのリスクが多いのではないかと市場では言われている。それから、もう一つは韓国、それから中国。中国はご承知のとおりであるが、韓国もやはり為替が大分下がっている中で、不動産等のアセット価格が心配だという話と、ビハインド・ザ・カーブと少し違う次元なのだが、金融機関を中心とした対外依存度、要するに為替のミスマッチという問題が潜在的な脆弱性として注意すべきと言われている。次は、政治的なリスクでタイである。それから、ビハインド・ザ・カーブ的なところで、あともう一つリストに加えるとすると、ベトナムが比較的政策面で少し遅いかなというところがよく取り上げられる。

宮尾委員

欧州経済の景気動向に対する今後の見通しについて、少し繰り返しになるが、域内の貿易が先程ご説明があったようにかなり減少してくるというのが懸念されるというお話だったと思う。そういう悲観的なケースを辿る場合に、これまで色々な機関が見通しているユーロエリア全体の成長率の見通しに対して、量的なイメージで結構なのだが、どの位影響を及ぼし得るとみたら良いのか。

大野国際局長

手前味噌だが、国際局だと昨年の夏位から大体 1%いかなくて 0.8～0.9%位かなと思っていた。ただ、IMFをはじめとして——ECBは少しよく分からないのだが、数字自体はあまり大きくなかった——、民間の見通しがどんどんこちらに近付いてきたという感じである。この間、IMFは——確か須田委員が噂では0.9%に下げるのではないかと言っていたが——1.0%のままだったが、でも恐らくIMFも下方修正を今後考えていかざるを得ないのではないかと思う。あまり特定の数字を言うと間違ってしまうかもしれないが、今は皆が大体 0.5～1.0%のゾーンに修正してきているのかなと思う。ただ、一つだけ申し上げておきたいのは、それは平均の数字であるので、中身である。ドイツが、1.何%でも、ギリシャは恐らくマイナス。ポルトガルはどうか。その乖離と、インターナル・デバリュエーションで落ちこぼれ組がどんどん足を引っ張っていくかどうか。ユーロ全体の数字というよりも、その中のばらつきと特に下の方がどこまで落ちていくかをやはり丁寧にみていきたいと思っている。

野田委員

先程、欧州については、域内貿易から下方リスクが一段と高まって無視できないとおっしゃった。ある意味では、そのリスクは一部がもう顕現化している、リスクの範囲を超えてしまっているという見方で良いのか。

大野国際局長

先程申し上げたリスクは、標準シナリオからのリスクと言うよりも、もう実現しつつあるリスクというようにみている。

野田委員

そういう理解であるな。

大野国際局長

そうである。

宮尾委員

ということで言うと、先月、我々が検討していた展望レポートであるが、その前提で一応想定しているような世界経済、あるいは欧州経済の成長に対しても若干修正が必要だと理解した方が良いのか。

大野国際局長

難しい。むしろ、それはここでご議論して頂くことが適当だと思う。

須田委員

宮尾委員のシナリオでどう考えるかだと思う。自分でどういうふう
に…。

白川議長

展望レポートのシナリオ自体は、大野国際局長が作っている訳ではなく、ご質問の趣旨は、国際局として見通しを作った時のイメージと、それから先の展開を踏まえて、国際局の見通しをどうみれば良いかという、そういう質問だと思ったので、それに対しては。

大野国際局長

いわゆる国際局の展望としてお示ししているストーリーからすると、この辺りでこの問題が止まれば、私共の標準シナリオで述べていたリスク・シナリオ1、つまり、欧州に対しては相当デフレショナリーな圧力が起こり得るというオプション1のシナリオの枠内という感じだと思う。だから、標準シナリオの下限のところ、問題は下限からさらに今回の問題で、もう2ノッチ、3ノッチ落ちるといふ新たなリスク・シナリオ——今度は、標準に対するリスク・シナリオ——が今増しつつある状況であるというイ

メージである。

須田委員

ただ、日本から見た時に、輸出を考えたらエマージングの影響が大きい。そちらの方はどちらかという上振れているということだと、トータルで見たらシナリオどおりというような形で当面は良いということか。

大野国際局長

宜しいかと。

西村副総裁

一点、少し話がずれてしまうが、リマインダーみたいな形で、やはり地政学的リスクは常に考えなければならないと思う。特に、商品の動きをみていると、最近原油の動きにしても何にしても、ほとんど地政学とか、それから在庫とか、そういうものと全く無関係に動いているように見える。こういうことから考えて、最近ほとんど国際金融市場の動きに専ら商品市場は振り回されていると考えて良いのか。それとも、やはり地政学的リスクは相当まだある、特にイランの問題がそうであるが、そういう形のものがやはり底流として残っていて、いざとなればまた同じような形が直ぐに出てくるというような、ある種のかなりリスクの高いものだというように考えていた方が良いのか。それについては、どのようなお考えか。

大野国際局長

地政学的リスクが、特にイラン問題中心に底流に流れ続けていることはまず間違いないと思う。今の国際政治情勢においても、その地政学的なリスクが軽減しているという証左はむしろ少ないと思う。ただし、マーケット的な色々なコモディティ等に対する影響力について言えば、ソブリン・リスクの問題であるとか、あるいは中国における政策対応、政策が効き過ぎるのではないかと、一方で、いやいや中国はこれからまだ拡大するか

ら、オイル等に対する需要は少なくならないであろうとか、そういったむしろエコノミックな話題の方が非常に大きく動いているために、相対的に地政学的なリスクの影響度合いが後ろに隠れているだけではないかというように思う。

山口副総裁

二点良いか。欧州域内でのデフレ圧力をどう考えておけば良いかだが、折に触れて色々な説明がなされているので、それを纏めて教えて欲しい。それから、今回の出来事をきっかけにもう少し下振れていくと考えるのだと思うが、その場合に、大幅なデフレに直面しそうな国と、それほどでもないが物価の前年比はマイナスの世界に入ってしまうと考えられる国とに色分けするとすると、どうみておけば良いか教えて頂きたい。

大野国際局長

デフレ圧力について、かなり大きな懸念があるという話は半年位前から申し上げていた。それに沿ったような動きが、むしろ残念ながら表面化しつつあるということだと思う。そういった圧力については、今回のギリシャの問題がこれだけ大きくなってしまった、しかもそれに対する各国政府の対応は、むしろアクセルを加速しなければいけない。特に財政面での緊縮策を追加的に打たなくてはならない状況になりつつあるということは、我々が今まで申し上げていたデフレ圧力は、むしろ強くならざるを得ないと思っている。国別には、かなりばらつきがあって、不可避なのは勿論ギリシャで、ギリシャは恐らく今までの例だと、ラトビアであるとか、アイルランドはデフレ圧力が顕現化してCPI、あるいはGDPデフレーターでみて-3%とか-5%とかといった形できている訳であるし、GDP自体がマイナス成長と、これはもうギリシャについては不可避だと思う。それからポルトガル、それから恐らくスペインについても、バブルが崩壊しているので、そういった道を辿る可能性、危険性が益々高まっている。しかも今回、ポルトガル、スペインの両財政当局がさらなるフィスカル・

ドラッグを打たなければならないといったことを踏まえれば、そういったデフレ・インパクトが一段と強くならざるを得ないと思う。恐らく、G7に入っているような欧州は今のところまだ大丈夫だと思うが、欧州域内全体として、そういったデフレ的な圧力の影響はある意味で逃れることは難しいと思われる。じわじわと、ドイツやフランス、勿論イタリアについても、インフレかデフレかといったところと言えば、そういったコア諸国に対しても方向的にはデフレ的なインパクトが出てくるのではないかと思う。我々は、今までは、フランスやドイツまで一緒にいくかというところまでは、実はあまり思っていなかったが、今回の動きからすると、ユーロ全体としてやはりデフレ的な圧力に覆い包まれる危険も少し強くなってきているの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、「経済活動の現状評価」参考計表【追加】で、まず、本日出たGDP速報についてご説明申し上げます。図表1、1～3月の実質GDPは前期比+1.2%となった。年率で申し上げますと、+4.9%である。4月の展望レポートにおける2009年度見通しの中央値から逆算すると、皆さんの1～3月予想の中央値は1%を少し下回る位であったと計算されるので、それ対比で上振れている。かつGDPは毎回季節調整をかけ直すこともあり、過去のデータが変わっている。ご覧の2009年中のデータであるが、1～3月が下方修正で、4～6月以降は全て上方修正になっている。これまでのデータでは7～9月が-0.1%で一旦マイナスになったが、4四半期連続で

プラスということになった。その結果、足許の1～3月の前年比はかなり上振れており、展望レポートの皆さんの見通しで逆算した1～3月の前年比予想が+3.0%強であったと計算されるのに対して、本日の実績は+4.6%である。つまり、過去1年間を通じて、日本経済は年率+4.6%のハイペースでリバウンドしてきたということになる。年度の計数は記載されていないが、申し上げると、2009年度は-1.9%であり、皆さんの中央値の-2.2%対比上振れである。ゲタであるが、2010年度へのゲタが+1.5%とかなり大きくなっている。その結果、仮に2010年度中の風速が4月の展望レポートどおりに+1%台前半まで大きく減速すると仮定しても、2010年度の成長率は+2.2%になる計算である。

改めて、1～3月の需要項目の特徴点を申し上げる。純輸出の寄与度が、成長率全体の+1.2%のうち+0.7%と最も大きくなっている。個人消費は寄与度が+0.2%と、引き続き耐久消費財の増加によるものである。因みに、昨年4～6月以降の耐久財の寄与度を順に申し上げると、4～6月が+0.4%、7～9月が+0.5%、10～12月が+0.5%、そして足許の1～3月が+0.2%ということで、ほとんどこの数字と変わらない。足許も耐久財の持ち直しはGDP統計では続いているが、それ以外については確認されていない。民間企業設備の寄与度は+0.1%と、小幅ではあるものの2四半期連続のプラスになっている。民間住宅も寄与度0.0%となっているが、厳密に言えば若干のプラスに転化している。この間、公的固定資本形成は3四半期連続のマイナスになっている。以上のように、今回のGDPは展望レポート時の想定に比べてやや上振れており、内容的にも元々強かった純輸出がその強さを維持する中で、国内民間需要も全般に緩やかながら上向きの動きが広がり始めていると言って良いと思う。

図表2、GDPデフレーターであるが、太い線の前期比の方をご覧頂くと、1～3月はちょうど0.0%と、これまでのマイナスから脱却している。ただし、これまでのマイナスの累積があるので、細い線の前年比の方で見ると-3.0%と、かなり大幅なマイナスとなっている。この辺りの動きに特段サプライズはない。GDP関連は以上である。

図表 3、公共投資関連指標はこの追加資料でご覧頂く。計数が事前にお配りしているものと変わっている。変更したのは下段の公共工事請負金額である。正確に申し上げると、計数が変わったと言うよりも、我々が独自にかけている季節調整をかけ直した結果、足許の振れが幾分小さくなった。直近の4月の数字であるが、季節調整済の前月比が+15.1%になっている。これが事前にお配りした資料だと+22.5%となっており、その前の3月のマイナスももっと大きかったが、振れが多少均された。しかし、それでも4月はかなりの増加になっている。これは実際には過年度分、つまり2009年度の予算分の発注が特に増えている。10~12月、1~3月とかなり急速に落ち込んだ発注分のうち、一部は4月へのずれ込みであったということである。ただし、図表4の下段で確認できるとおり、均してみた実勢としては、減少傾向に変化はない。この追加資料は以上である。

それでは、事前にお配りしている資料-4(参考計表)をご覧ください。図表5、前回会合で輸出の数字をご紹介している。従って本日は詳しい説明は省略するが、改めて確認すると、実質輸出の1~3月の前期比は+5.2%と、思っていたほどは減速していない。さらにこの後の4月であるが、上中旬の段階で1~3月対比+10%位の増加と、再び伸びが加速している。勿論、上中旬の情報だけなので振れもあると思うが、マイクロ情報でもアジアを中心にこれまでの急速な増加の反動らしい反動が出てきている様子はない。特に電子部品・デバイスや一般機械で、アジア向けを中心に好調が続くという見方が強まっている。先程ご質問があった自動車についても、日系メーカーから聞く限りにおいては、一部リコール問題の後遺症があるメーカーを除けば、特段の問題はないと聞いている。輸出全体としていずれ減速していくということは間違いないと思うが、当面は強い動きが続く可能性が高いと考えている。

次に、設備投資関連指標であるが、1~3月の一致指標は先程のGDPに反映されているので、先行指標ということで図表15をご覧ください。上段の機械受注であるが、太い実線の民需全体で1~3月は前期比+2.9%であった。小幅ながら、2四半期連続の増加である。その後、4~6月の見

通しも民需全体は前期比+1.6%と、小幅増加が続く見通しになっている。内訳で非製造業が大きめに増加する見通しとなっており、中身としては電子通信機械の増加が大きいのので、携帯電話またはコンピュータと思われる。一方、製造業の見通しは減少見通しとなっているが、過去の低い達成率を乗じた見通しになっているので、上振れの可能性が高いと判断される。次に、建築着工床面積（民間非居住用）であるが、1~3月が出揃い、黒い太線の民間合計で大幅な増加となっている。数字で申し上げると、前期比+26.8%となっており、内容的には不動産の再開発等で大型案件が出ている。全体として、水準はまだ低いが、どうやら底離れしたとみて良いと判断している。大手ゼネコン各社も、2010年度の受注は軒並み1割前後増加するという見通しを出している。以上のように、設備投資は、GDP統計で小幅ながら2四半期連続でプラスとなり、先行指標も着実に上向いてきているので、これまでの「下げ止まっている」という判断から、「持ち直しに転じつつある」という位まで判断を進めても良いと考えている。

次に、図表19、個人消費である。4月以降の状況に関して、ご参考になりそうな事柄を中心に申し上げる。下段の耐久消費財の家電販売額であるが、3月まではエコポイント終了前の駆け込みもあり、急上昇している。4月は3月対比ではかなり明確に減少しそうであるが、上昇トレンド自体はキープできるというのが家電業界の一致した見方である。これに対して、新車登録台数は、4月は少し増加しているが、トレンドは頭打ちになっている。この後7~9月には、補助金終了前の駆け込みが多少生じて、10~12月以降は大きく落ちるといった業界の見通しに今のところ変化はない。この間、図表20、上段の小売店販売の黒い太線の全国百貨店売上高が少し良くなってきている。グラフは3月分までであるが、この後4月分は天候要因によって一旦やや弱めとなった模様であるが、さらにその後のゴールデンウィークの客の入りは手ごたえがあったようであり、この分だと5月の売上高は前年並み、ひょっとすると2008年2月以来の前年比プラスになるのではないかと期待感も出始めている状況である。サービス消費関連も、外食産業売上高はファストフードに偏ったデータである点に注

意が必要ではあるが、全般に昨年末頃の弱さから脱却してきていることは確かである。その点をさらに裏付けるのが、図表 22、消費者コンフィデンスである。指標によって動きは若干違うものの、昨年末頃にドバイ・円高・デフレショックで一旦改善の動きが途切れたが、その後再び改善している。特に、最も速報性がある景気ウォッチャー調査をみると、4月末時点で、レベル的にも 2003 年後半頃の景気回復が鮮明になりつつあった時期の水準と同じ位になってきている。以上を踏まえて、個人消費の先行きをどうみるかであるが、これまでは政策効果の息切れによって一旦持ち直しの動きが途切れて横這いになるとみていた。かつ先程の GDP 統計の 1～3 月までみる限り、その懸念は残っているとは思う。しかしながら、以上申し上げてきた直近の関連指標の動きや、後程申し上げるように雇用・所得環境の厳しさが予想以上のペースで和らいできていることなどを踏まえると、最も蓋然性が高い見通しとしては、個人消費はこの先も緩やかながらコンスタントに増加基調を続けていくということで良いと思う。勿論、統計の振れも含めて、一旦横這いになる可能性は引き続き否定できないが、敢えてその点を先行き判断で強調しなくても良い環境になってきていると判断している。個人消費は以上である。

次に、図表 24、住宅投資関連指標である。新設住宅着工戸数についても、低い水準ではあるが 2 四半期連続の増加となっている。マンション販売動向についても、4 月単月分なので振れもあるかもしれないが、上向きの兆しが出てきている。灰色部分の首都圏の増加がかなり目立っている。首都圏の契約率も、図表 23 でみると、3 月、4 月と 2 か月連続で 8 割前後と、これはかなり販売が良い時の水準になっている。住宅投資は、先程の GDP ベースも若干ながらプラスに転じたということや、以上申し上げたような着工、販売からみて、下げ止まりが明確になってきていると思われる。

図表 25、生産・出荷・在庫関連指標であるが、鉱工業生産の 3 月の前月比が +0.3% となっているが、昨日確報が出て +1.2% とかなり大きく上方修正されている。医薬品の上方修正が中心である。この結果、1～3 月

は前期比+6.7%ではなく、+7.0%と元々の大幅増加がさらに強い数字になった。ただし、このうち+3%強位は4月中旬に行われた年間補正によって生じてしまったとみられる季節調整の歪みによるものである。今回の年間補正では、リーマン・ショック後の生産の急落と、その後の急回復を新しい季節パターンとして一部拾ってしまっている。拾うべきでない物を拾っているので、10~12月と1~3月は実勢よりも強めに、そして4~6月と7~9月は実勢よりも弱めに季節調整値が出るようになってしまった。ただ、それでも、1~3月は実勢で4%近く増加したことになるので、1~3月に入る前の段階で予想していた、概ね横這い圏内まで減速するという見通しに比べると、実勢そのものもかなり上振れて着地しているということになる。主因は、新興国需要の上振れが中心である。先行きについて、我々のミクロ情報を元にした見通しを申し上げる。4~6月は、自動車は実勢として減少する模様であるが、自動車も含めて前月時点の見通しに比べると全体的に上振れており、生産全体で実勢ベースで前期比+2%位のプラスになる蓋然性が高いとみている。7~9月はまだかなり柔らかいが、電子部品・デバイスや一般機械が増加を続け、自動車も補助金終了前の駆け込みから増えそうなので、生産全体で実勢ベースでみて4~6月対比少し強い位の、つまり+2%台後半位の生産ペースになるのではないかとみている。生産はさすがにこれまでよりは減速するが、4~6月、7~9月と実勢ベースで+2.0%ないしはそれを上回る位のペースで増加は続くと考えている。ただし、何度も実勢ベースと申し上げているが、統計として出てくる数字は、先程の季節調整の歪みを含んだものになっているので、今申し上げた実勢だと、統計上の数字は4~6月、7~9月とあたかも踊り場局面のような感じになってしまう可能性もなくはない。勿論、我々の景気判断は実勢で考えるので、先行きの判断としては、生産は増加ペースが次第に緩やかになるが、増加基調を続けるというこれまでどおりの判断で問題ないと考える。生産は以上である。

次に、図表 29、雇用関連をご覧頂きたい。前回会合でご覧頂いたが、厳しさが和らいできている局面であるので、改めて振り返っておく。完全

失業率は3月単月では5.0%と、2月に比べて若干上昇しているが、四半期でみれば、昨年7~9月の5.4%から着実に低下してきている。とりわけ我々が持っていたイメージに比べて上振れているのは、雇用者数である。1~3月の前年比は-0.3%までマイナス幅が縮小している。3月単月では前年比+0.3%とプラス領域に入ってきている。振れが大きい指標であるため、これでプラスが定着していくとは言い切れないが、季調済前期比の四半期パスをご覧頂くと、昨年7~9月は+0.3%、10~12月は-0.1%、1~3月は+0.6%となっている。この3つを足し上げた累積値は+0.8%なので、4~6月は季調済前期比で-0.8%以上マイナスにならない限り、単純計算では前年比はプラスになる計算になる。基調的にみても、雇用の減少が予想以上に早く止まってきたという可能性は十分出てきているとみて良いと思っている。さらに名目賃金であるが、3月単月で速報値の前年比+0.8%からさらに若干上方修正されて、ご覧の+1.0%、1~3月でも前年比0.0%と下げ止まりの様相になってきている。また、この先、夏の賞与についても大企業を対象とする調査では、小幅なプラスという結果が軒並み出てきている。勿論、まだ雇用の過剰感は強く、現に雇用調整助成金の対象者が160万人もいる。従って、この先雇用・所得が明確な増加を示すようになるにはまだ時間がかかるとみるのが妥当であろうと思われる。所得面全般として概ね下げ止まりという段階には意外に早く近付いてきているとみて良いと思う。雇用関連は以上である。

次に、図表37、物価である。国内企業物価(3か月前比)は4月は+0.7%である。前月に想定していたイメージよりも幾分上振れている。国際商品市況を反映した部分と原料価格が上昇している鉄鋼・建材関連の部分がはっきりとしたプラスになってきている。原油の市況は、足許は幾分反落しているが、鉄鋼についてはコスト上昇分の価格転嫁が終わっていないうえ、鉄鋼原料自体も7~9月に一段と上がりそうな情勢であるため、C G P I全体として緩やかな上昇が当面続きそうである。次に、消費者物価であるが、3月、4月の統計について、計数は前回ご紹介しているので、図表41、消費者物価における食料・エネルギーの影響をご覧頂きながら、先行きの見通しを

申し上げたい。今後数か月間で必ず起こってくることは、原燃料費上昇の影響がタイムラグを伴って⑤の電気代、⑥の都市ガス代を押し上げる、ということである。直近3月の電気代の寄与度が-0.30%、都市ガス代の寄与度が-0.12%で、合わせて-0.42%となっているが、これが5月頃から縮小して夏頃には両者を合わせた寄与度がほぼゼロになると予想される。つまり、電気代、ガス代だけで前年比は夏頃までに0.4%ポイント程度縮小する。そのほかに需給ギャップを反映した基調的な物価下落圧力も0.2~0.3%縮小するとすれば、夏頃には高校授業料を除くベースで-0.5~-0.6%程度までマイナス幅が縮小すると考えられる。高校授業料が0.5%位押し下げに寄与するため、表面上は、結局今とあまり変わらない可能性が高いが、実勢としては申し上げたようなマイナス幅の縮小が一応展望できると考えている。勿論、いつも申し上げているように、予断を持たずにみていく必要があるが、少なくとも4月の東京CPIは、マイナス幅縮小の展望をサポートするエンカレッジングな数字であったと判断している。

簡単に総括させて頂く。大掴みに申し上げる点は三つある。第一に、景気回復メカニズムの起点となっている輸出・生産が新興国需要の強さを背景に単に増加を続けているだけではなく、上振れ傾向を続けているということ。第二に、設備投資の先行指標、雇用関連指標、消費者コンフィデンス、住宅関連等にも改善の動きがみられて、輸出・生産から民間需要へと波及する経路が徐々に動き始めているようにみられること。第三に、計数的にみても本日のGDPはしっかりとしていた。確かに2010年度のGDPの風速は過去1年間の年率4%半ばに比べれば、相当緩やかになると考えられる。ただ、回復ペース自体が緩やかになるということは元々そのようにみていた訳であり、むしろゲタが上がっているため、計数的には2010年度の成長率は上振れる可能性がかなり出てきている。以上を踏まえ、先行き様々なリスクはあるものの、前月までの景気の基調判断に入っていた「国内民間需要の自律的回復力はなお弱い」という段階からは一步脱け出しつつあると言って良いと考える。そうであると、景気の局面評価として

も、離陸して間もないというニュアンスが残っている「持ち直し」という言葉よりは、安定飛行のイメージにもう少し近づいた「緩やかな回復」という位の表現の方が相応しい状況になってきているのではないかと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

西村副総裁

毎勤統計の動きをみていて、現在の状況を表していると思われるのは、大企業の労働投入の回復が非常に早くて、中小企業をある意味では上回ってきている。大企業の伸び率そのものをみると、かなり高いところまで伸びている。ということは、輸出関連の大企業に関して言うならば、そこである程度、労働投入、労働者に対する需要の話もあったが、かなりのところまで気分的には戻ってきたと言って良いのか。難しいのだが。

門間調査統計局長

毎勤統計と労調では、業種別に多少違ったりしている。毎勤統計は近年業種変更が行われて連続性がないので何とも言えないが、両方を併せてみると、基本的に足許起こっていることは、製造業の減少が急速に縮小していること、サービス業が若干増えていること、それも労調でみる限り、医療福祉が結構増えている。まさに巷で言われているように、介護など人が足りなかったところに少し人が移っているということが起きていると同時に、実際に製造業は生産の回復ペースが速いので、そこは実際に人が足りなくなって期間工等を入れ始めているということが起きている。その意味では、まさに今おっしゃったような、輸出中心に経済が良くなってきていることを反映している部分は相当にあると思う。ただ同時に、介護の方は色々ミクロで聞いてみると、「仕方がないのでそこに行っている」と言う人も結構いるような感じもある。いずれまた景気が本格的に良くなって

くると、人が出て行くのではないかという懸念を事業者の方が持っているケースもかなりあるようだ。それから、そもそも先程申し上げたように、雇用されている中には、160万人と未だ助成金を貰って雇用という形態になっている人々がいるので、確かに表面上の数字は意外と早く良くなってきたが、ここから後、明確にプラスになっていくというところに行くには、やっぱり多少時間がかかるのではないかと現時点ではみている。

亀崎委員

極めて順調に回復している中で——特に輸出が強い訳だが——、今回の欧州の問題でユーロ安が続くだろう。その中で、日本からの輸出は、欧州向けは10%を少し上回る程度なので、そういう意味からは影響は限定的だと思う。また、中国が20%を超える欧州向けの輸出をやっていて、結構中国経由で日本から行くというものもあるが、欧州の需要減少という下振れの程度が大きくなる限りは、輸出構造の問題はあるけれども、ここにダメージが来るようなことは今のところ考えにくいかなと思う。その辺のリスクはどのように考えているか。

門間調査統計局長

基本的に、日本経済は地域的にヨーロッパとは相対的に遠いと思っている。波及経路としては、ヨーロッパのリスクは、結果的に世界経済全体が弱くなって、それで日本経済が巻き込まれていくというパターンになると思う。そういう意味では、まさにヨーロッパの問題と新興国の強さ、そのせめぎ合いという判断になると思う。勿論、日本の企業でも、一部の企業はある程度ヨーロッパへの依存度が高い企業もある。精密機械とかゲーム系とか何社かは結構ウエイトがあるところもあるので、そういうところの業績にはとりわけユーロ安が効いてくるということがあって、ニュース的に取り上げられることはある。しかしマクロでみると、ユーロ安の問題もヨーロッパの減速の問題も、それ自体としてはダイレクトなインパクトはそう大きくないとみている。まさに、それが世界経済に対してどういう影

響を及ぼすかという、そのルートの問題が関心の的になっていくと思う。

須田委員

門間調査統計局長は、緩やかに回復しているとみて良いのではないかとおっしゃった。私も、日本は輸出・生産が強いというのはほぼ想定どおりだが、それがどう波及していくかが問題だと思う。色々な意味での二極化——大企業・中小企業、都市・地方、ないしは製造・非製造——を考えた時に、その波及が進んでいると言い切れるのか。そこの芽はみえているとか、あるいは芽が少し膨らんでいるというのは分かるが、それは自信をもって言えるのか。例えば、第3次産業活動指数の3月をみると、卸が悪化しているが、これは、企業はコストカットで収益を上げてきているから、そういう部分で中抜きのことが行われているとか、あるいはエコ減税の効果は剥落しているのが少しみえるのではないかというレポートもみた。そういう色々な意味での二極化の中でも、ある程度波及度合いが強くなっている姿がみえるのか、やはりそこはあまりみえない形で景気が回復していくことを想定されているのか、そこは如何か。

門間調査統計局長

そもそも前回の景気拡大局面自体が、かなり二極化を伴った拡大であった。むしろ今回景気が後退したことによって格差が縮小したという感じである。前回、2003年、2004年位に景気回復が本格化した頃から、大企業の収益と中小企業の収益にかなり差がついてきたのが実状だった。その基本的な日本経済の構造は、それ以降変わっていないので、恐らく今後も二極化はどうしても残ってしまうと思う。下の方の負け組が明確に回復しない限り、回復と言えないという話ではなく、そこについては弱さは残るものの、マクロ的にみて、内需への波及はどうかとか、所得面への波及はどうかとか、そういうところを総合的にみて、メカニズムが多少なりとも回り始めているか、そういう目で判断する必要があると思う。そう考えると、足許は完全に回転が始まったというところまではいかないが、回転

が始まる準備はできつつある、そこまではみえてきているのではないかと、今日のデータからみて判断している。

白川議長

22 頁の景気ウォッチャー調査について、一つ教えて頂きたい。今までこの場でも、景気ウォッチャー調査は意外と当たっている、予測力が高いという議論があり、確かにそういう面はあるが、最近のこの数字はどうしても強過ぎるという感じもする。この調査は、やはり変化の方向を聞いていて、景気のレベル感を問うている訳ではないから、多少これが強く出ているのか。少し強過ぎるという感じもするのだが、この数字はどのように読むと良いか。

門間調査統計局長

強過ぎるとみるかどうかは、なかなか微妙である。おっしゃったように、確かに変化の方向を聞いている調査なので、その意味でレベルよりも少し強めに出る面はあると思う。ただ、レベルの方の調査も一応あって、それもそれなりに回復している。それ以外の上の方にある様々なコンフィデンスの指標をみても、全般に足許良くなってきていて、一番遅行性がある「1年前にどうか」という、過去のことを聞いているような日経消費予測調査も、漸く底に入ってきている段階なので、遅行指標も含めて段々揃って上向ってきている。そういう意味では、この景気ウォッチャー調査だけが突出して強いということでもないと思う。

西村副総裁

そういうことから考えると、この直近の景気動向指数（C I）は、物凄く高くないか。

門間調査統計局長

これはちょっと変化が強く出過ぎている。これは元々レベル感が入って

ないので。

西村副総裁

C I は、本当はレベル感が入ってこないといけないはずだが。

門間調査統計局長

ただ、物凄く大きく変動する時には上限と下限があるので、大きな変動に対してきちんとプロポーション的に計れていないという面はある。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、次に金融環境に移りたいと思う。

雨宮企画局長

金融環境の説明は、事前にお配りした資料と今日追加配付した参考計表の二種類あるが、主に事前にお配りした「金融環境の現状評価」参考計表で説明したい。

前回会合以降、出た計数はあまり多くはない。まず、図表 1、インフレ予想関係であるが、新たに出ているのは左下の消費動向調査から計算したものである。お手許の資料はまだリバイスされておらず、3 月の計数で +0.4%であったが、これが直近に出た数字で 4 月分を計算すると +0.6%であった。図表 2、E S P フォーキャストは、この数か月前までは、数か月に亘ってほとんど動かないという状態であったが、この 2~3 か月、特に 2011 年入り後、少しずつマイナスが縮む方向で動いている。2011 年度平均の数字を申し上げると、3 月調査が -0.3%、4 月調査で -0.2%、5 月調査で -0.1%となっている。匍匐前進と言うか、0.1%ポイントずつ縮

まっている状況である。その他はあまり大きな変化はない。政策金利水準の評価であるが、これはGDPが出ているので、計算し直している。それを追加資料でお配りしているが、全体のシェイプはあまり大きく変わっていない。図表3は、1回のGDPが出ても、基調的なHPフィルタによる潜在成長率はほとんど変わらないので、あまり変わらない。4頁のテイラー・ルールで比べたレートは、GDPギャップが縮まるので、政策金利とテイラー・ルールの乖離をみると、これがもう少し緩和方向に動いている姿になるというのが今回のGDPの結果である。

5頁の資金調達コストであるが、これはまだデータは出ていない。約定平均金利が期末で遅れているので、まだ3月、4月とも出ていない。ただ、色々情報を踏まえて、貸出金利がどういう動きかと考えると、多分低下が続いているという評価で良いかと思う。背景は、二つある。一つは、この間、貸出金利の基準となるTIBORが数bpずつ下がっていること、もう一つは、この資金需給の緩和地合いからみて、スプレッドも縮まる方向であろうというこの二つを考えると、貸出金利は低下方向という判断を変える必要はないと考えている。CP発行レート、社債発行レートもほとんど変わらない。社債発行レートであるが、特に昨年後半以降、新顔がどんどん発行しているため、発行レートの変化をフォローするのは、少し凸凹が出て難しくなっている。そこで、本年入り後に二回以上社債を新規に発行している企業のスプレッドだけをトレースしてみると、これまでやはり低下しているので、全体としては社債発行レートも低下という判断を変える必要はないかと思っている。今、スプレッドは低下基調と申し上げたが、一点付け加えておくと、7頁のスプレッド貸出のスプレッドの一番端の3月の数字が少し出っ張っている。これは、メガバンクの政府系機関向けの貸出が出たり入ったりの特異な動きであるので、それを除くと、基調としてじわじわと低下しているという判断である。

資金調達の量の動きであるが、図表11、3月に-2.5%の後、4月は-2.4%と、マイナス幅はほとんど変わっていない。調査統計局のヒアリング情報を踏まえると、企業の資金需要の動きについては、多少フェー

ズが変わりつつあるという感じがしている。まず、一点目であるが、運転資金需要については明確に増加し始めていると言い出す企業が増えている。中身としては、経済活動がまず上向きであるので、それに伴う運転資金需要が増えているということ、原材料コストが上がっているのも、それも運転資金需要の増加に寄与しているということだと思ふ。二つ目は、設備資金需要であるが、これはまだ足許出ているということではないが、いずれこの設備資金需要も増加を見込む先が増えているということである。このように、いわばベーシックな資金需要については、これまでの低一辺倒からフェーズが変わりつつある。ただし、何と云っても、まだ手許資金は極めて厚い状況であるので、こうした資金需要の変化が実際の外部資金需要に結び付くにはまだ時間がかかるとみておけば良いかと思ふ。少なくとも、昨年後半のような運転資金需要も下落、設備資金需要も下落、手許も厚いという状況からは、中身は変わってきているということかと思われる。ただし、手許の厚さであるが、これは別の統計で三業態の法人の預金の額はどの位かをみると、170兆円強ある。リーマン・ショック前が大体160兆円だったので、10兆円強積み上がってあまり減る兆しが無い。この10兆円は三業態の貸出が450兆円位であるので、ほぼ2%に相当する。過去貸出が伸びた時は大体2%位なので、要は、景気が良くなって資金需要が増えても、一年間は借入の純増をしなくても済む位手許を厚く持っているということである。ということで、表面上の数字はまだマイナスが続くと思われる。銀行貸出の前年比は3月に-1.7兆円の後、4月も-1.7兆円と変わらずである。社債の発行額は引き続き好調であり、4月に8,720億円とかなりの増額発行になった後、5月もそこそこの発行が続いているし、4月になかったBBB格の発行も5月に入ってから、新聞社、商社等で二つばかり出ているので、社債の良好な発行環境は引き続きキープされていると思われる。

企業金融関連のアベイラビリティーの指標である。図表17、今月の数字をまずご覧頂くと、新しく出ているのは、日本公庫の中小企業の貸出態度判断DIであり、4月は14.7%ポイントである。1~3月の11.6%ポイ

ントと比べて改善した。資金繰りも 4 月は-5.4%ポイントと、1~3 月の-6.8%ポイントに比べて、少しずつ改善ということである。この間、ずっと少しずつ改善ということをご説明してきたが、この今のレベル感をやや長い目でみるとどの位と評価すれば良いかということで、先程お配りした追加資料をご覧頂きたい。図表 4、これは企業の資金繰り判断 D I について、短観大企業、短観中小企業、日本公庫の中小企業、商工中金の中小企業をお示ししている。1990 年以降の時系列をとったうえで、二点鎖線の横棒が 1990 年以降の約 20 年の平均、細実線が 2000 年以降の 10 年の平均であって、過去の平均値に比べてどの辺にいるかをご覧頂くのがこの表である。実は、結構良いところにある。例えば、短観の中小企業であるが、こうした平均に大分近付いているし、日本公庫の調査あるいは商工中金の調査でも、もう既に 20 年間の平均、あるいは 2000 年の平均は上回っているので、相当の厳しさを経験した後、それなりのテンポで改善は進んでいるということであろうと思う。因みに、前回、日本銀行の金融環境の判断を変えた局面は 2004 年の第 1 四半期であった。例えば、日本公庫の中小企業の D I をご覧頂くと、これは 2000 年以降の細実線とグラフが交差している辺りがこの 2004 年の第 1 四半期である。当時の判断で、企業の資金繰り判断は、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善しているから、企業の資金繰り判断は改善が続いているというように、業態を区別せずに、改善と判断を変えたのがこの辺である。今、ほぼそういう状況に近付きつつあるということである。あと、近付いていないのは短観だけであるので、7 月に短観が出る辺りで、この辺の資金繰りの判断に関する材料が整うということになるかもしれない。

ただし、一つだけ注釈をしておくと、本文へ戻って頂き、図表 19 であるが、今申し上げたのは大企業と中小企業であって、右下の資金繰りの灰色のグラフ、いわゆる零細、日本公庫ベースの小企業については、まだかなり隔たりがある状況にあるということである。

野田委員

今日、新しいのが出たのか。

雨宮企画局長

今日は出ていない。図表 20、倒産であるが、4 月は 1,154 件、前年比-13.2%と、前年比-13%、件数 1,100 件内外という状況は変わっていない。季調済みのグラフをご覧頂くと、一昨年後半から大分落ちてきて、足許さすがにこれ以上減らないという感じで、底に当たっているようにみられる。1,100 件内外で横這いという推移かと思われる。

マネー関連の指標であるが、マネタリーベースは、4 月は+2.9%と少し伸びを高めている。主因は、銀行券の発行高が+0.9%に高まっているということである。これは、恐らく郵貯が定額郵貯の満期に合わせて手許の銀行券を厚く持っていることが主因であろうと思われる。マネーストックが+2.9%と、これも伸び率が若干高まっている。マネーストックには特徴点が二点ある。一つは、今申し上げた現金通貨が 4 月は+1.5%と伸びを高めているということ。もう一つは、先程申し上げた企業の手許が厚いことを反映して、預金通貨が伸びをむしろここでまた高めているということである。4 月の預金通貨は、3 月の+1.1%から+1.6%、さらに企業の手許という意味でCDが典型であるが、3 月の+14.7%から+18.3%になっている。恐らく企業としてはそろそろ手許圧縮という意向はあるが、キャッシュ・インがむしろ収益の好転に伴って良くなっているということ、銀行との関係上むしろ 6 月の決賞資金の時に借入れをしない、手許を使う格好で圧縮しようとしている可能性もある。その意味で、6 月頃には、貸出等のマイナスがもう少し大きくなる可能性もあろうかと思うが、今のところ全体としてはかなり厚く持っている状況である。

今回はデータが少ないので以上である。全体としては、前月に金融環境の判断は緩和方向と判断を変えたが、そうした判断を裏付ける資料が多かったと考えている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

野田委員

社債でB B B格は、幾つあったのか。

雨宮企画局長

5月に入ってから、2銘柄である。

野田委員

スプレッドは如何か。

雨宮企画局長

スプレッドは比べようがないが、B B B格も少しずつ縮まっている。4月に何故こんなに社債がいっぱい出たのか、今一つ理屈は分からないが、新年度に入って機関投資家や地方金融機関、あるいはメガバンクの一角が相当社債投資に資金を割り当てて、それを踏まえて——そうした強い需要を前提に——発行したという声大きい。その中には、B B B格に対する物色も入っているので、それをみて発行したということもあろうかと思う。

須田委員

インフレ予想であるが、E S Pフォーキャスト調査は前提条件は出ているのか。というのは、5月でも我々より少し予想が……。

雨宮企画局長

前提条件という意味では、高校授業料の無償化は入っていると書いてある。従って、先程申し上げなかったが2010年のE S Pフォーキャストをみると、5月で-1.0%である。高校授業料無償化の影響は大体-0.5%とされているので、その意味では、展望レポートの委員の数字との差と

ぴったりという感じである。

須田委員

その次の、2011年…。

野田委員

2011年度は、元々影響はない。

須田委員

影響ないが、2011年は少し弱い。

雨宮企画局長

その意味では、まだマイナスが残っている、2011年については。

須田委員

その前提として、例えば為替レートとか、原油価格とか、そういうのは出ていないのか。

雨宮企画局長

それは多分出ていると思うが、そこは今手許にない。

山口副総裁

銀行貸出と社債の関係については、どのような議論になっているのか。

雨宮企画局長

元々、我々が日本の社債市場が何故育たないかを議論する時に常に出ることは、銀行貸出はリスクを反映したプライシングができていない面があるため、結局、企業からみると銀行貸出の方がコスト的にも有利であることが、日本に社債市場がなかなか育たない理由だと言われていた訳である。

今そういう構造が変わったとは思えないのだが、その割には企業の社債発行の意欲が物凄く強まっている。その説明としては、しばしば、長短比率の是正を目指して、いわば調達構造そのものを変えていこうということが一番大きな理由として言われている。同時に、おっしゃったような銀行貸出との裁定関係が何か変わりつつあるとか、そういう強い証拠は得られていないが、可能性は否定できない。

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に移りたいと思う。

関根調査統計局参事役

私から実体経済・物価であるが、先程、門間調査統計局長から実体経済の総括判断について変更させて頂きたいと申し上げている。具体的には、「国内民間需要の自律的回復力はなお弱い」というフェーズはもう過ぎているので、判断を進めるということであった。それについて、具体的にどういったところに出ているかをご確認頂きたいと思う。現状をご覧頂くと、「海外経済の改善を起点として、緩やかに回復している」と、先月までは「国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの」が入っていたが、これを取り除くこと、「持ち直しを続けている」という表現であったが、これを「緩やかに回復している」と変更するということである。この総括判断に対応する各論部分の変更点ということで、次のパラグラフをご覧頂く。まず、最初のアンダーラインは設備投資だが、「持ち直しに転じつつある」、これは「下げ止まっている」から変更している。続いて、個人消費であるが、先月の表現では「厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから」としていた。これも先程の説明にあったが、雇用・所

得環境については厳しさが和らいできているので、左側をご覧頂くと、個人消費は「各種対策の効果もあって」と「耐久消費財を中心に持ち直している」という表現にしている。最後に住宅投資だが、「下げ止まりつつある」を「下げ止まっている」に変更する。現状を「緩やかに回復している」としたので、先行きの総括は「景気は緩やかな回復傾向を続ける」にしている。先行きの各論部分であるが、先程、個人消費については横這いではないかということだった。そうすると、設備投資と個人消費を特に書き分ける必要性は当面ないであろう。どちらも持ち直しを続けるが、緩やかな持ち直しであるということから、読み上げさせて頂くと、「国内民間需要は、持ち直しを続けるものの、設備・雇用の過剰感が強いことなどから、当面、緩やかな持ち直しにとどまる可能性が高い」としてある。

最後に、物価である。こちらはC G P Iの3か月前比が+0.7%という実績が出て、また先行きもそれ位の上昇が続くということであるので、先月までは「足もとは強含んでいる」という言い方で、「強含み」という言葉を使っていたが、今月については足もと・先行きともに「緩やかに上昇している」、「緩やかな上昇を続けるとみられる」と、「緩やかな上昇」という言葉に変更させて頂きたいと考えている。

ここまで述べたうえで、この資料を配付した後、様々なご意見をお伺いしたので、私共としては、修正というか代替案として二つばかり提示させて頂きたいと考えている。まず、語感の問題もあるが、現状は「緩やかに回復している」とこのままであるが、先行きについて、わざわざ「緩やかな回復傾向」と「傾向」を付けるのはどうかということで、シンプルに緩やかに回復をしているということであれば、先行きについては「緩やかな回復を続ける」と言ってはどうか、ということである。これが代替案の一つ目である。二つ目であるが、「国内民間需要の自律的回復力はなお弱い」というフェーズは過ぎたという点についてはアグリーなのだが、いきなり「回復している」までいかななくても良いのではないか。もう少しここは刻むと言っては何だが、もう少しトーンを和らげるということで、「緩やかに回復している」という現状を「緩やかに回復しつつある」という表現に

してはどうかというのが代替案の二つ目である。但し、この代替案の二つ目を採った場合、先行きについて「緩やかな回復傾向を続ける」では、「しつ々ある」との対応関係でありあまり平仄が取れた感じがしないので、その場合は「緩やかに回復していくと考えられる」と、少し細かい表現だが、変更させて頂きたいと考えている。

以上を纏めさせて頂くと、今我々執行部で考えているのが二つあり、現状についてはこのままにし、先行きについては「景気は緩やかな回復を続ける」。もう一つの案としては、現状については「緩やかに回復しつ々ある」、先行きについては「緩やかに回復していくと考えられる」とするということである。どちらの案を採るかは、明日のステートメントのご議論を含め、今後のご議論を踏まえて我々の方で反映させて頂きたいと考えている。以上である。

加藤企画局参事役

続いて、金融パートについてご説明させて頂く。まず、第一段落は、金融市場の動向を記述している。2行目、ターム物金利については、前回4月の一回目の会合時点と比べると、「横ばい圏内」という記述に変えさせて頂いている。次に、前回4月の一回目の会合の時点における市況を申し上げますと、為替は93円80銭程度を付けていた。10年物の長期国債の金利は1.4%程度、日経平均株価が1万1,200円程度であった。足許の市場動向が明日も続くと考えた場合、為替は上昇、長期金利は低下、株価は下落ということで良いかと思う。為替については、事前にお配りした資料では「前月と概ね同じ水準」としていたが、明日も本日と同じような状況が続くのであれば、「上昇」と記述させて頂ければと考えている。第二段落以降は、金融環境を記述している。先程、雨宮企画局長からご説明したように、幾つかの変化がみられているが、総括判断、個別項目の判断いずれも記述を修正するまでの変化ではないと考えている。ただ、月報の表現についても技術的に二点修正している。一点は、総括判断であるが、前月と判断が変わっていないと先程ご説明させて頂いたが、同じ判断が続いてい

ることを明確に示した形で、「わが国の金融環境は、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが続いている。」と表現している。もう一点は、マネーストックの伸びについて、前は+2.1%だったが今回は+2.9%になっているということを受け、「前年比 3%程度の伸びとなっている」と記述させて頂いている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

案は別として、「起点として」の意味だが、輸出・生産が強い中での「起点」なので、やはりある程度自律的な回復も含まれていると読むのかが一点。あと、先行きについて「傾向」を取り、文章では「当面、緩やかな持ち直しにとどまる可能性が高い」とするということであるが、国内民間需要について先行きとか当面と言った場合、そのタイムスパンをどの程度とみているのかが気になる。

関根調査統計局参事役

まず、最初の「起点として」だが、原案で「緩やかに回復している」と言っている時の「起点として」は、どちらかと言うと、海外経済の回復があり、輸出・生産の増加があり、それが国内民間需要に反映しつつある、ということはかなり意識した表現である。これを「回復しつつある」としても同じ語感が残るので、そこについてはそのような形で考えて頂ければと思う。二点目の先行きのタイムスパンであるが、これはいつも申し上げているように、私共が考えている月報の世界では、大体半年程度を考えている。展望レポートで考えられている2年間とは少し違う。

白川議長

他にご質問はないか。

それでは、明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。

(16時27分中断、21日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に4月30日の議長指示に基づく執行部からの報告、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に4月30日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。会合の中での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、発言をお願いしたい。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后報道の解禁までの間についてはこの会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたい。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。このラウンドでは最近の金融経済情勢について、お一人5分ずつ発言して頂く。その後自由討議としたいと思う。発言の順番であるが、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、山口副総裁、宮尾委員、須田委員、野田委員の順番である。最初に西村副総裁、願います。

西村副総裁

金融経済情勢について端的に述べると、第一に、メインシナリオとして

は、足許総じて予想比明るめの経済指標が続き、先行きも従来よりは見通しは良くなっていると思う。しかし、第二に、先行きのリスクは上下両方ともに増加したと思う。一方で、ギリシャ財政問題をきっかけとした国際金融市場の動揺の影響がある。欧州当局や各国中銀等による一連の対策、つまりギリシャ支援、欧州安定化メカニズムの創設、ECBの国債買入れ、ドル・スワップの再開等でリーマン・ショック後のようなメルトダウン——急性症状——の発現は回避されたものの、ユーロ圏金融市場の脆弱性やガバナンスに関する懸念の払拭には至らず、リスク回避的動きが加速度的に高まりやすい地合いにある。それが欧州だけでなく、貿易を通じ、他地域にも無視できない負の影響を与える可能性がある。為替の動きも不安定である。他方で中国に代表される新興国では、景気の回復は想定を上回り、政策がビハインド・ザ・カーブになり過熱が続く、あるいは既にそうなってしまっている可能性もある。第三に、こうしたリスク要因が大きく顕在化すると、それは長期的にはどこかの時点で急速に巻き戻され、経済に大きな影響を与える。これはテール・リスクであるが、先行き上下両方向のリスクの高まりとともに、このテール・リスクも上昇しているようにみえる点は気がかりである。以下では各論を述べるが、金融市場については次のラウンドに回したい。

海外経済をみると、米国では足許実質GDPは2010年1～3月期も年率+3.2%と2期連続でしっかりした成長となり、4月の雇用統計でも非農業部門雇用者数が29万人増加した。加えて小売売上高、生産、コンフィデンス指標など、総じてしっかりとした経済指標が続いている。従って「緩やかに回復している」という国際局の判断に違和感はない。メインシナリオとして、昨晚のジョブレス・クレイムの増加にみられるように厳しい雇用情勢は続くものの、緩やかな回復が持続する可能性は高いと思う。しかし、雇用環境がなお厳しい中で、個人消費が堅調なことは短期的には景気にプラスな反面、その裏として貯蓄率は再び低下、財・サービス貿易の赤字も緩やかながら拡大している。家計のバランスシート修復が必須なもので、こうした個人消費主導の成長が中長期的には持続できないことには留

意しておく必要があると思う。また比較的明るめな経済指標の陰に隠れているが、住宅価格がこのところ再び軟化している。前回は指摘したが、特にボトム・フィッシングに支えられている側面が強いケース・シラーよりも、メイン・ストリームの住宅価格を反映するFHFAの価格指数がより大きく下落している点は留意したいと思う。さらに先行きのリスクは依然として高い状況にある。例えば一昨日だが、今後4年間のケース・シラー指数の推移予測について、80人を超えるエコノミストに対するサーベイがあった。そこでのメディアンは、今年はゼロ%、来年2%、その後は3~4%というものであったが、そのばらつきは驚くべきものがある。2014年までの累積変化率で、+37%から-18%のばらつきがみられた。これは先行きの不確実性の大きさを示していると考えられる。

次に欧州だが、実体経済をみる限り、P I I G S問題の影響は全体としてみれば限定的で「国ごとのばらつきを伴いながらも、持ち直している」との現状評価は妥当であると思う。しかしながら、先行きについてはメインシナリオとしても、もう少し慎重にみておく必要があるのではないかと思う。ギリシャ問題の本質は、資金繰りではなく債務履行能力にあり、単一通貨制度のもとでは、その改善には徹底した緊縮財政とインターナル・デバリュエーション——賃金と物価の引き下げ——の実施しか選択肢がない。この二つを急テンポで進めると、財政と経済の負の相乗効果が強まる。そしてギリシャ問題を契機に他の諸国も同時に緊縮財政と賃金・物価の引き下げを目指すようにみえるが、このままでは欧州景気を大きく下押し可能性が高いと思う。

一方、エマージング諸国については、中国・インドを中心に高めの成長を持続しており、金融引締めに着手はしているものの、資産価格のみならず一般物価水準の上昇圧力も着実に強まっており、日米欧とはかなり異なる様子を示している。特に中国では、株式市場は調整しているものの、不動産価格のインフレ傾向が再加速しているようにみえる。上海の住宅価格は2009年後半に対前月比年率で100%を超えるような上昇率を示した後、急速に伸びを縮めたが、1月を底に再び上昇しており、これは北京も同じ

である。オフィスビル価格もリーマン・ショック後の大きな下落からマイナス幅を大きく縮小している。4月の消費者物価は前年同月比+2.8%上昇し、3月より伸びが+0.4%ポイント加速したが、伸びは都市で+2.7%、農村で+3.0%の上昇と、農村での上昇の方が大きいようである。食品価格は+5.9%上昇し、居住価格は+4.5%上昇し、これで上昇の大半を占めている。さらに4月の工業品工場出荷価格は前年同月比+6.8%上昇し、3月に比べて+0.9%ポイント加速した。人民元の問題を含め、政策がビハインド・ザ・カーブになっていかないかどうか、慎重に見守る必要があると思う。同じことは現在堅調な他の新興国に総じて当てはまると言っても良いと思う。

日本経済の状況であるが、昨日公表された1~3月期実質GDPをみても、外需から内需への波及の動きが徐々に広がりを見せ始めていることが確認された。消費にも、政策効果が牽引している品目以外にも、外食や高級品等で潮目の変化ともみえる需要の強さがみられる。設備投資も反転と言ってよい段階に達していると思う。また、今次景気後退期に中小企業に比べて大きく減少していた大企業での労働投入の回復が目立つ。この間、雇用・所得環境をみても、毎勤ベースの常用労働者数が2か月連続で前年比プラスとなっているほか、一人当たり名目賃金の下落にも歯止めが掛かったように思われる。また、足許のセンチメントをよりビビッドに表す景気ウォッチャー調査をみても、4月の景気現状判断DIはほぼ50近傍まで改善しており、2007年3月の50.8以来の高水準となっている。ただ、こうした回復トレンドが海外経済の変調や国際金融市場からのショックに脆弱であるという点は改めて言うまでもないと思う。

この間、物価動向については、消費者物価（除く生鮮）の前年比は、基調として下落幅が着実に縮小していると評価している。実際、4月の東京CPI速報値をみると、高校授業料の実質無償化の影響を除くと、その改善テンポは若干ながら強まっているように見える。さらに、データが首都圏と関西圏に限られているが、品質調整済み新規マンション賃料の動きをみると、リーマン・ショック後の後退時点で下げ足を速めたが、足許ほぼ

下げ止まってきているように見える。こうした動きはラグを伴いながらCPIに影響を及ぼしていくと考えられる。

以上の点を考えると、日本経済の現状としては、「海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある」という記述で良いように思う。先行きについては、この現状評価の変化に合わせて、「回復傾向を辿る」とするのが適切ではないかと思う。ただ、こうしたメインシナリオについては、先行き上下両方ともにリスクが大きくなっていることについて、明確にしておく必要があると考えている。以上である。

白川議長

それでは中村委員お願いします。

中村委員

4月末の決定会合以降に公表された指標では、日米欧の2010年第1四半期の実質GDP成長率が総じて堅調であったほか、中国経済も引き続き高い成長を続けており、世界経済が緩やかな回復を継続していることが確認できた。

一方、金融市場では、ギリシャのソブリン問題に端を発した信用不安を背景に、振れの大きな展開とともにリスク回避的な動きが続いている。ギリシャの財政再建策や支援策の実効性に対する懸念の高まりや、EUのガバナンスやユーロに対する信認の低下により、ユーロに対する下押し圧力が強まっている。また、ソブリン・リスクの高まりは欧州系金融機関の財務体質悪化懸念へと波及し、カウンターパーティ・リスクが意識され、ドルの流動性が低下し、ターム物金利が上昇しており、金融規制に対する市場関係者の懸念もあり、欧米の金融市場は緊張感が高い状況が続いている。これは、EUやIMFが纏めたギリシャ支援策や欧州安定化メカニズム、ならびにECBが導入した各種市場安定化措置はいずれも資金支援等を通じ、各国の財政再建に取り組むための時間を確保させるための対策であり、本質的な解決策ではないことが背景にあると思われる。従って、最終

的にはギリシャの財政再建の目途がつくまでは、市場の不安定な状況が断続的に続くことと危惧される。

続いて、海外経済についてだが、こうした混乱の中、ユーロ圏の 2010 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.8%と、全体では緩やかな成長が続いている。ドイツやオランダ、ベルギー等の輸出比率の高い国は、域外輸出の割合も相応に高いため、ユーロ安を受けて成長率が高まる可能性もあるが、ギリシャ、ポルトガル、スペイン、アイルランドの 4 か国では、緊縮財政により、当面、低成長を余儀なくされる。もっとも、4 か国の経済規模は、ユーロ圏経済の 2 割弱にとどまっていることから、金融市場の混乱が長期化せず、実体経済への影響が限定的であれば、欧州全体の経済の大幅悪化には至らない可能性も考えられる。このように、国ごとの成長格差の拡大が見込まれる中、各国の個別の経済状況を仔細に点検した上で、ユーロ圏全体の景気持ち直しの推移を注意深くみていく必要がある。

米国では、2010 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は、個人消費と在庫投資に支えられ、前期比年率+3.2%増加するなど、経済は引き続き緩やかに回復している。雇用面では、4 月の民間部門の雇用者数が幅広い業種で増加した結果、前月比 23 万 1 千人増加しており、改善傾向が窺われる。4 月の小売売上高(除く自動車・ガソリン・建築資材)は前月比減少したが、2、3 月分が上方修正されたことを勘案すると、引き続き堅調に推移していると判断できる。米国の輸入貨物や国内物流も、水準は 2 年前を大きく下回っているものの、年初来、上昇傾向を辿っており、経済活動の改善に広がりが見られる。もっとも、米国の消費は、消費者金融が減少傾向を辿り、高い失業率のもとで可処分所得が伸び悩む中での改善であり、個人消費回復の持続性に対しては不透明感が払拭できない。また、州・地方政府の財政も改善の兆しがなく、多くの州が新年度を迎える 7 月以降、雇用の削減等を通じた一段の歳出削減が行われ、景気回復の下押し要因となる可能性があることには注意が必要である。

中国経済については、4 月の各種指標が公表され、経済が引き続き高め

の成長を続けていることが確認できた。すなわち、消費や輸出の前年比伸び率が拡大する一方、都市部の固定資産投資や工業生産は伸び率が幾分鈍化したものの、引き続き高い水準で増加している。一方では、温家宝首相は「内外の経済環境は非常に複雑な状況が続いており、マクロ経済の調整は多くのジレンマに直面している」としたうえで、「様々な政策の組み合わせがマイナスに作用することのないよう、マクロ経済政策の調整に注意を払わなければならない」と慎重であり、当局が難しい政策対応を迫られていることが窺われる。

国内経済については、2010年第1四半期の実質GDP成長率は、年率+4.9%と大幅に上昇した。個人消費が耐久財中心に引き続き堅調に推移したほか、設備投資、住宅投資もそれぞれ2四半期連続、5四半期振りに増加した。また、中国をはじめとするアジア地域の高成長を受けて輸出も大幅に増え、国内民需、外需が牽引する形となった。また、企業収益も回復基調にある。5月19日までに決算発表を行った金融業を除く東証一部上場企業1,172社を対象とした新光総研の集計では、2009年度は売上が1割減少する中、電気機器、輸送用機器の業績が大幅に改善したことから、全体でも経常利益が2割増加した。2010年度についても、増収増益が見込まれており、企業業績が着実に改善していることが窺われる。

雇用環境については、3月の毎月勤労統計をみると、常用雇用者数が2か月連続で前年比増加したほか、現金給与総額もプラスに転じた。夏季賞与も、大企業を主な調査対象とする民間調査では、前年を上回る見込みとなるなど、雇用環境にも僅かながら明るさがみられる。もっとも、昨年8月から一貫して減少してきた雇用調整助成金の支給対象者数が3月には再び増加するなど、全体としては雇用面での過剰感は根強く、雇用・所得環境が本格的に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、引き続き家電や自動車の販売が好調である。百貨店では、4月は天候要因により衣料品の販売が低迷したようだが、高額品や食料品が下支えするかたちで前年比の減少幅が3%台にとどまった。消費者コンフィデンスの改善も続いている中、先行き政

策効果の減衰に伴い耐久財消費の伸びがどの程度鈍化するのか、また、耐久財以外の消費が持ち直してくるかが、我が国経済の自律的回復力を計るうえで重要なポイントだと思う。

続いて、物価についてだが、4月の国内企業物価指数は、前年比-0.2%と、下落率が前月に比べて大幅に縮小した。中国を中心とする新興国の力強い景気回復を背景に、石油・石炭製品や鉄鋼、スクラップ類などの原材料価格が上昇して全体を押し上げている。消費者物価（除く生鮮食品）については、4月末に公表された4月の東京都速報をみても、マクロ的な需給バランスが徐々に改善しており、物価の下落幅は基調として縮小していくと想定される。消費者の1年後の物価見通しを消費動向調査で確認すると、「低下する」とみる割合が前月比減少傾向を続けているだけでなく、4月には前年同期に比べても減少しており、消費者の物価上昇期待にも変化の兆しが窺われる。

なお、月報の概要については、耐久消費財以外への消費の広がりを見極めたいことから、「緩やかに回復しつつある」との記述にとどめては如何かと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員お願いします。

亀崎委員

まず、国際金融市場は、欧州のソブリン問題に端を発し、不安定な状況が続いている。欧州安定化メカニズムの創設やECBによる市場安定化策は、急拡大した南欧諸国のソブリンや金融機関のCDSスプレッドを縮小させたが、ユーロ安や世界中の株価の下落は続いている。市場混乱を受けて、欧州の社債発行が減少するなど、市場全体の萎縮も見受けられる。欧州市場の動揺は、各施策の効果が浸透するにつれて徐々に沈静化してくるとみられるが、一方で、この先欧州各国の財政再建による景気引締め効果が大きなものとなるリスクがあり、問題の火種は燻り続けると考えている。

資源に乏しく、成長シナリオが描きにくい南欧諸国は、地道に歳出削減と歳入拡大を図るしかないが、厳しい施策に暴動やデモが発生する状況下、容易ではない。従って、懸念が続く状況が長引くこと、またそのことが波及する影響につき留意する必要がある。

こうしたもとでも、世界経済は緩やかに回復している。新興国・資源国がしっかり成長しているうえ、先進国も、全体として改善の動きが明確化している。今後とも、基本的にはこうした緩やかな回復が続くものと考えている。

各国・地域別に述べる。米国経済は緩やかな回復が続いている。これまでの景気悪化の主要因であった雇用や住宅、金融機関のバランスシートといった経済の弱い部分の改善は限定的であるにもかかわらず、個人消費がリードする、これまでの米国経済の通常形での景気回復となっており、底力の強さを感じる。今後もこうした回復傾向は続くものの、景気刺激策の効果が次第に薄れてくる中で、雇用や住宅の改善が緩やかなものにとどまる限りは、回復の勢いがつくまでにはまだ相応の時間がかかるものと思う。

ユーロエリア経済は、全体として輸出と生産の増加により持ち直している。今後は、世界経済の回復に併せ、緩やかな回復へと向かうものと思う。ただし、ギリシャ問題を機に、域内各国の財政健全化に向けた動きが加速し始めており、歳出削減や増税といった直接的な負の効果だけでなく、その実施に対する不安感、あるいはそれが達成できないことによる財政破綻への不安感など、様々な心理的な負の効果もあって景気の下押し圧力は強い状況である。従って、景気回復が遅れるリスクについて注意する必要があると考えている。

中国経済は、4月の景気指標も引き続き強いものが並び、高成長が続いている。人民元貸出や固定資産投資は緩やかな引締め策により一頃よりも減速はしているが、力強さを失ってはいない。ただ、住宅ローン規制や固定資産税といった住宅向けの過熱抑制策は効き過ぎる可能性も指摘されており、注意が必要である。また、中国の向け先別輸出シェアの2割を占

める欧州の景気回復が今後遅れた場合には、ユーロ安とも相俟って輸出の足を引っ張るリスクがあると思う。とは言え、当局は持続的な成長を目指しており、経済の主導役を政府関連から民間へと移行させるため、例えば民間投資の規制緩和などを進めている。従って、多少の減速はあっても、基調としては高めの成長を持続するものと考えている。

NIEs・ASEAN経済は、中国向けなどの輸出増加が、内需の増加に上手く繋がり、回復している。先行きは、国内民需の自律的な成長が主導する力強い成長が期待できるものと思う。タイについては、組織立った反政府デモは終結したが、このまま安定へ向かうかは予断を許さず、投資や消費などに負の影響が出てこないか、注意する必要があると思う。

日本経済は、昨日公表された1~3月期の実質GDPが高い成長となったほか、新年度入り後の景気指標も強めのものが相次いでおり、漸く緩やかな回復の緒につきつつあると言えると思う。4月の消費動向調査や景気ウォッチャー調査が強い結果となり、多くの企業から必要運転資金が増加しているとの声が聞かれ始めるなど、自律回復に向けた動きは人々の実感を伴う形で始まりつつあるように窺われる。ただ、輸出やエコ関連施策に依存した部分が強いことは否めず、自律的な回復軌道に乗ったと言い切るまでの判断は、まだできないと思う。

今後は、世界的な在庫復元一服による輸出の増勢鈍化や、エコ関連施策の終了による耐久財消費の反動減が見込まれる。一方で、稼働率の上昇や企業収益の改善を背景とした設備投資の増加や、それに伴う新規雇用や給与・賞与の増加、子ども手当の支給開始など、雇用・所得環境の改善を通じた個人消費の増加が期待できる。このように、景気の先行きには上下双方向の要因が考えられるが、基本的には両者がうまくスイッチして緩やかに回復していくものと考えている。ただし、こうした景気の牽引役のスイッチがうまく行かない可能性もまだ残っていると思う。また、ギリシャ問題も、ユーロ安や欧州経済の回復の遅れを通じて域外各国の輸出減少に繋がり、それが世界経済へ与えるインパクトの度合いによっては、日本の輸出にも、直接的、間接的に悪影響が及ぶリスクがあることを認識してお

かねばならない。

物価情勢について、まず、資源価格は、足許ではギリシャ問題を受けた金融市場の混乱の影響から、金が上昇する一方、原油などは低下している。しかし、新興国の高成長を前提とすれば、今後とも緩やかな上昇基調には変化がないとみている。そうした中で、企業物価指数は、足許で緩やかに上昇しているが、今後も緩やかな上昇傾向が続くものと思う。CPI（除く生鮮食品）は、3月については、前年比マイナス幅の縮小が止まったうえで、プラスの品目数からマイナスの品目数を引いた値は再び拡大して-212と、今回の物価下落局面で最大のマイナス幅となった1月と並んだ。しかし、プラス幅が拡大ないしはマイナス幅が縮小した品目数から、プラス幅が縮小ないしはマイナス幅が拡大した品目数を引いた値は、2008年10月以来初めてプラスに転じ、品目数ベースでも、物価下落の加速度は落ちたように窺われる。また、4月の東京CPI（除く生鮮食品）をみると、高校授業料無償化の影響を除けば、前年比マイナス幅が縮小し、またプラスの品目数からマイナスの品目数を引いた値も縮小している。これは、新年度価格改定において、一段の値下げを見送った企業が増えていることを示唆しているように思う。さらに、4月の消費動向調査において、1年後の物価が下がるとみる人の割合は、総世帯ベースで16.6%と、政府のデフレ宣言前の昨年9月以来の水準まで低下している。こうしたことから、CPI（除く生鮮食品）は、引き続き前年比マイナス幅を緩やかに縮小していくものと考えている。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

最初に、国際金融資本市場の動向から確認したいと思う。短期金融市場では、欧州のソブリン問題をきっかけとして、欧州系金融機関のカウンターパーティ・リスクに対する警戒感が急速に強まって、5月7日に向け

てドルLIBOR等が大幅に上昇した。その後、各国中央銀行が協調して流動性供給策を打ち出したこともあって、状況の大幅な悪化は回避されている。問題の発端が欧州にもかかわらず、ユーロに比べてドルの短期市場の逼迫が目立った辺りに、ドル資金の確保を優先するリーマン・ショック後のリスク回避行動の特性が現れているような気がしている。長期金利は、今月初にかけてP I I G Sの国債利回りを中心に上昇し、それらの対ドイツ国債スプレッドはユーロ導入後のピークを更新している。その後、上旬末にかけて欧州各国中銀による国債市場介入を含めた各種の政策対応が講じられたこともあって、各国の国債利回りは低下している。ただし、中長期ゾーンの国債利回りはなお高止まりを続けている、という状況である。この間、米国とドイツの長期金利は、質への逃避から低下している。米欧の株価については、欧州の信用不安を受けて、リスク回避的な動きが強まって、月初に大幅に下落した後、幾分戻す場面もあったが、それ以降足許では軟調地合いを続け、さらに昨日から今日にかけては大幅な下落をみている。クレジット市場をみると、社債スプレッドは、金融銘柄を中心に拡大する展開となっている。為替市場は、ユーロが大幅安となる一方で、安全資産としてのドルや円が買われやすい地合いとなっており、今日もご覧のような状況になっている。以上のとおり、国際金融資本市場は全体として極めて緊張感の強い状況が続いている。これまでのところは、政策対応もあって、リーマン・ショック後のような市場機能の低下に直面しているということではないが、欧州周辺国のソブリン・リスク、さらにはユーロの信認といった辺りに問題の本質があることを考えると、市場は、当面かなり神経質な地合いを続ける公算が大きいと思う。

次に、世界経済の動向についてである。まず、米国では、景気の緩やかな回復が続いている。個人消費は1～3月のGDP統計によって3期連続で増加していることが確認されている。4月入り後についても、小売売上高が幅広い業態で増加を示すなど、緩やかな増加が続いている。設備投資も持ち直してきている。こうしたもとで、鉱工業生産は増加を続けている。また、4月の非農業部門の雇用者数が市場の予想を上回り、前月比29万

人の増加となるなど、雇用面にも改善の波が及んできている。しかしながら、不動産市場をみると、住宅販売が低調に推移している。ケース・シラーの住宅価格指数も、このところ横這い圏内の動きが続いている。商業用不動産も低迷が続いており、建設投資は減少している。このように、不動産市場の調整は継続しているし、このところやや忘れられた感のある家計のバランスシートの調整圧力も潜在していることは間違いない。従って、景気は先行きも回復を維持すると考えられるが、そのテンポは緩やかなものにとどまらざるを得ないとみている。

欧州についてだが、国ごとのばらつきは大きい、全体としては持ち直している。新興国向けを中心に輸出が伸びて、生産も増加している。そうした中で、設備投資の減少も小幅になってきている。これまで、欧州経済については、金融機関のバランスシートの問題や旧東欧諸国の過剰債務問題などから、回復の動きは緩やかなものにとどまると考えていた訳である。そうしたところへ、欧州周辺国のソブリン問題が浮上し、財政問題を起点として、それが金融面、そして実体経済面に及ぶ負の相乗作用が作動しかねない情勢になってきている。これらの点を考え合わせると、先行きについては、現時点では緩やかな回復に向けた動きが途切れることにはならないとみているが、その道のりは決して平坦ではないように思われる。

一方、アジアを中心とする新興国・資源国だが、力強い成長を続けている。我々の想定対比上振れていると言って良いように思う。中国は、公共投資関連が減速しつつあるが、固定資産投資は高い伸びを維持しているし、個人消費も堅調に推移している。N I E s、A S E A N諸国は、I T関連を中心に輸出が増加を続け、国内民需も増加基調を辿っている。新興国・資源国は、先行きも、政策当局の手綱さばきの宜しきを得れば、成長を続けるとみておいて良いだろうと思う。

以上を纏めると、世界経済は、全体としては緩やかな回復を続けている。先行きも、米欧を中心とする様々な調整圧力に晒されながらも、新興国等の成長力に牽引される形で緩やかな回復を続けるということではないかと思っている。

次に、日本経済についてであるが、輸出や生産は増加を続けている。4～6月の生産についても、自動車関連などで減少するとみられているが、IT関連や一般機械が増加することから、5四半期連続の増加となりそうな勢いである。そしてまた、その勢いは、実勢ベースでみる限り、7～9月も維持されそうな情勢である。企業収益については、東証一部上場企業の経常利益は、全産業で前年比2割強の増益ということである。設備投資についても、先行指標である機械受注や建築着工床面積がともに持ち直しの動きを示している。雇用・所得環境をみると、一時の厳しさというのは和らいできていると評価できるのではないかと思う。この間、個人消費については、耐久消費財の売れ行きがなお好調を続けているし、消費者コンフィデンスの改善も明確になってきている。これまで、売上の伸び悩みを託ってきた全国百貨店についても、高額商品などを中心に持ち直しの気配が窺われるようである。住宅投資も、先行指標である着工件数をみる限り、いよいよ底離れと評価しても良いように思っている。以上のような国内経済の動きは、設備投資や個人消費等、国内民需の自律回復の芽が膨らみ始めていることを示唆しているのではないかと思う。この点を踏まえると、景気の現状について、これまで国内民需の自律回復の弱さを指摘してきたが、最早それを敢えて指摘する必要はないのではないか。そのうえで、「海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある」とすることで良いと思っている。いずれにしても、国内民間需要の自律的回復に何とか目途がつつあることは、先行きの景気回復に相応の基盤を与えるものと受け止めている。我が国の民間経済主体が抱えるバランスシートの相対的な軽さが、それなりにプラスの影響を持っているものと考えている。

最後に物価面だが、消費者物価の前年比は、基調的にはマイナス幅の縮小を続けている。先行きも、景気の回復が継続するにつれて、さらにマイナス幅は縮小していくと考えている。なお、このところの原油や非鉄金属などの市況の動きについては、その背景について、注意してみていく必要があると思っている。

最後になったが、今回の欧州ソブリン問題に関連して感想を幾つか述べ

ておきたい。一つ目は、2000年代に入ってから経済・金融面での良好な環境は、EUの持つ構造的な問題や矛盾を覆い隠すという点において、それなりに寄与した面があったとみられることである。

二つ目は、そうした過程で何らかのバブル的な要素の蓄積があったとすれば、今回の出来事は、そうした要素の崩壊という側面を有する可能性もあって、その金融面、実体面に与える影響の大きさは決して小さくないかもしれない、ということである。

三つ目は、EUの安定成長協定の達成状況をみると、EU全体としては、財政赤字のGDP比率は6%強、債務残高のGDP比率は80%弱ということであり、いずれも基準を満たしていない。国別にみても、基準を満たしているのは、フィンランドとルクセンブルクの2か国のみであって、欧州周辺国の財政緊縮をカバーし得るだけの財政余力を有する国は存在しないと云っても、言い過ぎではないかもしれない。それだけに欧州周辺国の財政問題がEU全体の景気面に与える影響、ひいては金融面に与える影響を抑え込んでいくことはかなり難しいとみられる。その分ECBにかかるであろう様々な負担は小さくないと思われる。

四つ目は、今回の出来事の金融面でのインシヤル・ショックを防御することについては、リーマン・ショック時の学習効果もあって、各国中銀の協調によって、何とか対応できたように思う。ただ、だからと言って、2次的な金融面への波及や実体面へのインパクトまでリーマン・ショック時との対比で十分小さくできたかどうか、ということになると、目下のところは、その点分からないと思っている。むしろ、そうした点については、時間の経過とともにそれなりのマグニチュードをもってはつきりと顕在化してくる可能性があるかもしれないと思っている。

五つ目は、新興国経済、米国経済、欧州経済の動向をみる限り、これまでのところは、ある程度相互にデカップルされているように見える。しかし、今回の出来事の影響ということについては、金融面、実体面の双方を通じて広範に波及してくる可能性が小さくないようにも思う。そもそも、こうしたデカップル自体がサステイナブルでないという面があるうえ

に、今回の出来事をきっかけとした波及も視野に収めなければならない、ということであろうと思っている。その過程で、日本にも相応の影響が及んでくることを念頭に置いておくべきではないかと思う。

最後に、今回の出来事をみながら、改めて財政規律の重要性を認識させられた。私からは以上である。

白川議長

それでは宮尾委員、お願いします。

宮尾委員

それでは、経済・金融環境の現状認識について申し上げる。4月30日の決定会合からこの間、もっとも重大なイベントは、一部ユーロエリア諸国の財政問題とその影響の世界的な広がりについて、リスクが急激に高まったと窺われる点である。その一方で、米国並びに日本は、主として新興国経済の高成長をベースに、外需、内需とも堅調な回復が続いている。現在の金融市場の混乱は今後も続くと言想されるが、我が国経済への影響やリスクの大きさを考えるうえでは、ユーロ圏全体のファンダメンタルズを改めて評価することや、新興国・米国の実体経済の状況を勘案することが重要であると考えている。

それでは、海外経済について各地域の状況を申し上げる。まず米国経済だが、足許堅調な回復基調が続いている。2010年第1四半期の実質GDPの速報値では、最終需要が個人消費を中心に緩やかに増加していることが確認された。個人消費については、4月の小売売上高も増加基調にあるなど底堅い動きが続いているが、その背景には、これまでの景気刺激策の効果が出てきている中で、非農業部門雇用者数の増加など雇用環境の改善が続いていることが寄与しているものとみられる。この間、輸出は拡大を続けているほか、設備投資、生産活動、設備稼働率は総じて堅調な回復基調を辿っている。

欧州経済については、国ごとのばらつきを伴いながらも、足許引き続き

持ち直し基調にある。雇用面では失業率が高止まりしているなど、なお厳しい状況が続いているほか、個人消費についても弱めの動きが継続しているが、一方で、域外輸出は増加基調にあり、そのもとで生産活動は持ち直してきている。こうした動きを総括する形で、ユーロエリア全体の第1四半期の実質GDP速報は6四半期振りに前年比プラスに転じた。この間、ギリシャの大幅な財政赤字問題を発端として金融市場の混乱が続いているが、5月上旬のEU財務相会合で総額7,500億ユーロの金融安定化策が採択されたほか、ECBは市場の機能不全に対処するため、ユーロエリアの公社債買入に着手した。今後、ドイツをはじめとするユーロ主要国が問題国支援に対する姿勢と行動を明確に示すことを通じて、欧州金融市場は早晚落ち着きを取り戻すものとみている。このリスクについては、後程、やや詳細に申し上げる。

アジアを中心とした新興国だが、内需、外需ともに堅調で、高めの成長を維持している。特に中国経済については、2010年第1四半期の実質GDPの前年比伸び率がさらに高まるなど、力強い動きとなっている。この間、中国で預金準備率が引き上げられるなど、一部の国では、景気拡大に応じた政策金利の変更が行われているが、資本流入の動向や景気過熱のリスクについては、引き続き注視していく必要があると思われる。

一方、我が国経済については、4月30日の決定会合以降に発表された経済指標は引き続き改善の動きを示しており、自律的回復に向けた経路を着実に辿っているものと判断される。すなわち、輸出については海外経済の改善を背景に増加を続けており、通関のデータによれば、4月には伸びが加速する見込みである。これを映じて鉱工業生産指数は増加、設備稼働率も改善傾向を維持している。また、先行きの生産活動も回復の動きが続くものとみられ、ミクロ情報に基づく7~9月の生産計画は、現時点で既に堅調な増加が見込まれている。設備投資については、先行指標である機械受注がコアの民需ベースで2四半期連続の増加となったほか、2010年4~6月期も増加の見込みであるなど持ち直しが続いている。個人消費も、耐久消費財を中心に回復の動きが続いており、それは非耐久財やサービス

など対策関連以外の消費へも広がりつつある。この間、雇用・所得環境については、3月の雇用者数が前年比プラスに転じたほか、雇用者所得も前年比プラスとなるなど、生産の増加基調が雇用・所得面に波及してきている様子が窺われる。

物価については、全国に先行して発表される東京都の4月の消費者物価指数が食料・エネルギー・高校授業料無償化等の要因を除いたベースでマイナス幅が順調に縮小したほか、国内企業物価も緩やかな上昇が続いている。また、2010年1～3月期の国内需要デフレーターは6四半期振りに前期比プラスに転じた。

金融環境については、前回、4月30日決定会合以降、大きな変化はみられないが、社債発行市場においてA格の信用スプレッドが低下傾向にあるほか、BBB格の発行銘柄にも広がりが出てきているなど、総じて緩和方向の動きが続いている。なお、5月10日の臨時決定会合での決定を受け、18日に米ドル資金供給オペを実施したが、足許、我が国金融機関の外貨資金繰りに目立った混乱はみられていない。

我が国経済の先行きについてであるが、リスク要因として、欧州の財政問題を発端とした金融市場の混乱の帰趨を注視する必要があると考える。すなわち、国際金融市場では、4月後半から為替市場におけるユーロ安と欧州株式市況の大幅な下落が進行し、これが日米の株式・為替市況にも影響を与え、株安と為替円高に繋がった。こうした欧州市場の混乱の背景には、ギリシャをはじめとする一部ユーロエリア諸国の大幅な財政赤字と国債の償還懸念、厳しい財政再建策を受けたギリシャ国内の社会情勢の悪化、ドイツの一部にみられる金融支援に対する感情的な反対論、EU及びIMF主導の財政再建スキームに対する懐疑的な見方、ドイツの空売り規制への反応にみられるようなユーロエリア内の一体感の欠如に対する懸念、といった幾つもの要因が重なり合っていると思われる。このため、5月9日のEU財務相会合において金融安定化メカニズムを含む包括的な措置が決定された以降も、欧州株式市況やユーロ相場の下押し圧力が払拭されず、当面はボラタイルな状況が続くと予想される。もともと、足許のユーロに

対する悲観論は、同地域の経済実態を踏まえると行き過ぎのように窺われる。例えば、EU統計局のデータによれば、ギリシャの2009年の財政赤字の対GDP比は13.6%であるが、金融支援の軸となるべきドイツでは同3.3%で、ユーロエリア全体でも6.3%であり、これは日本並びに米国の財政赤字の水準を下回っている。また、一国全体の貯蓄・投資バランスを示す経常収支は、対GDP比でドイツが5.0%の黒字であり、ユーロエリア全体ではほぼ均衡の0.6%の赤字となっている。また、民間部門の貯蓄水準も、ドイツは対GDP比で22.7%、ユーロエリア全体でも同21.0%存在し、日本の28.0%にこそ及ばないものの、米国の18.5%を上回っている。以上の傾向は、2000年代を通じて安定している。

次に、こうした観点からP I I G S諸国の中を比較すると、アイルランドやポルトガルはギリシャと同様に経済環境が見劣りするものの、スペインやイタリアについては、ドイツ、フランスほどではないにしても、相応に良好な状態を維持している。経済環境が劣後しているギリシャ、アイルランド、ポルトガルの実質GDPはユーロエリア全体の7%程度を占めるにとどまっており、また、ドイツ、フランスなどの主要国の輸出額に占める当該3か国向けの割合も3%程度である。従って、厳しい財政再建策の実行を通じて当該3か国の成長率がたとえ下振れしたとしても、ユーロ主要国経済への影響はそれほど大きくないものとみられ、ユーロエリア全体としての信認やファンダメンタルズが大きく揺らぐとは考えにくいと考えている。

現在、ユーロエリアが抱えるリスクの本質は、経済実態そのものと言うよりも、金融安定化プログラムが合意される前の数週間のような状態、すなわち、政治状況によって、ドイツをはじめとする主要国のユーロ維持に対するコミットメントが明確でないという状態が長期化することではないかと思っている。重要なのは、大幅な財政赤字を抱えた国々がその再建に真摯に取り組む一方で、ユーロ主要国が制度としてのユーロを維持する姿勢を明確に示し、一致して行動するということである。それが、ユーロ域外の機関投資家等にユーロ資産を持つことに対する安心感を与え、市場

の混乱の抑制に繋がるものと考えられる。このことは、金融市場のボラティリティが高まってきている現在において、より必要となってきたと思う。これまでユーロ導入によってユーロ圏経済は成長し、ドイツは域内輸出拡大の恩恵を受けてきた。そのことを踏まえると、今述べたような政治リスクが顕在化する蓋然性はそれほど大きくはなく、早晩欧州市場の混乱は沈静化するものとみている。

現在の金融市場の混乱は、今後、欧州経済だけでなく、グローバルな景気回復に遅れをもたらす可能性も高まってきている。しかしながら、足許では、新興国経済の内需が好調で、それが米国における輸出の拡大、企業業績の伸び、設備投資や賃金・雇用環境の改善へと繋がっており、そうした米国経済の堅調な回復や新興国経済の高成長が我が国の外需拡大をもたらすという、日・米・アジアの好循環が形成されている。こうした実体経済の循環メカニズムにより、市場の混乱がたとえ続いたとしても、グローバルな景気回復の腰折れまでには至らないものと現在みている。

なお、我が国の金融機関におけるP I I G S向け債権のエクスポージャーは限定的であるため、仮に貸倒れ等が発生した場合でも、我が国金融システム全体への影響は軽微にとどまると考えられる。

以上、みてきた点を総合して考えると、展望レポートで想定した我が国経済のメインシナリオについては見直す状況にはなく、足許から先行きにかけて、緩やかな回復が続くと考えている。以上である。

白川議長

それでは須田委員、お願いします。

須田委員

まず、総括判断についてだが、展望レポート以降公表された指標は、QEをはじめとして、景気回復の裾野の広がりを示唆するものが多く、「自律的回復力がなお弱い」という判断を一步進めることには賛成だが、現時点で「緩やかに回復している」とまで言い切る自信はない。まず、1～3

月期のQEはほぼ想定どおりだったが、消費については、サービスは3期連続減少し、耐久財以外への広がりも確認できなかった。また、設備投資は2期連続で前期比プラスとなったが、前年同期比は依然としてマイナスだった。そうした中、国際金融資本市場では、ギリシャ・ショック、米欧の金融規制を巡る動き、中国の引締め観測など、様々なイベントが発生したことから、株や為替などが不安定な地合いとなっている。こうした国際金融資本市場の不安定化は、家計や企業のマインド悪化を通じて、消費や設備投資に少なからず影響を及ぼす可能性がある。今のところ、消費に政策効果剥落に伴う反動減が生じたとしても、コンフィデンスや雇用・所得環境の改善などから、持ち直しの基調は崩れないとみているが、不確実性はやや高まっている。設備投資についても、設備の過剰感が強い中、内閣府アンケート調査によると、製造業の今後の生産方針は、海外生産を強化する一方で国内生産は維持という企業が過半を占めているということであるし、グローバル競争を背景とする企業のコストカット姿勢や、大企業・中小企業、製造業・非製造業といった二極化も続いているので、もう少し関連統計の帰趨を見極める必要がある。以上の点を踏まえれば、現状評価に関して「緩やかに回復している」と言い切ってしまうのは、「景気回復宣言」といった報道となることを想像するにつけ違和感を覚えるし、メッセージとして判断がジャンプした印象を与えかねない。現時点で私の評価に合った言い振りは、「回復に転じつつある」ということであり、「回復している」という案には賛成しかねる。それでは、展望レポート以降に公表された指標を中心に簡単にみておく。

最初に、米国経済だが、各種経済指標は、景気が緩やかに回復しつつあることを示唆している。雇用については、非農業部門就業者数が4月に比較的是っきりと増加し、中小企業における雇用増などもあって、雇用の先行きについて強気の見方も散見されるようになった。もっとも、失業率が高止まり、失業期間が既往ピークを更新し続け、ミドル・クラスの雇用が減少するなど、雇用環境は改善しつつあると言っても、依然として厳しい状況にある。消費については足許強めの動きが続いているが、クレジット

カード向け貸出は引き続きタイト化しており、家計のバランスシート調整圧力が消費回復の足を引っ張る姿に変わりはない。住宅市場でも、住宅価格指数が横這い圏内から脱することができない中、延滞率の上昇、差し押さえ物件の増加、住宅ローン保有者に占めるネガティブ・エクイティ比率の高止まり、G S Eの大幅赤字、商業用不動産問題等、厳しい状況が続いている。こうした中、今のところ、緩やかな回復が続くという米国経済の先行きに対する見方を変えてはいないが、市場で囁かれている自律回復へ向けた動きの持続性や、依然として不透明感の強い住宅市場の動向、ギリシャ危機の金融機関や輸出への波及の程度等を、注意深くみていきたいと思う。

ユーロエリアについては、国によるばらつきはあるが、全体としてみれば持ち直しの動きを続けている。もっとも、そのペースは、家計や金融機関のバランスシート調整圧力の強さなどから、米国に比べて緩やかなものにとどまっている。さらに、ギリシャをはじめとする財政問題が顕在化している。そもそも今回の問題は、単一通貨圏における財政政策運営や競争力の維持といった問題を含んでおり、その解決には相当長い道のりと財政再建を通じた痛みを伴う可能性が高く、下振れリスクは無視できない。深刻な財政問題を抱える欧州内外への伝播が懸念されるほか、今後、財政支出の削減や市場の不安定化に伴うコンフィデンスの悪化、貿易や金融機関バランスシートへの悪影響等を通じて、欧州全体として問題の深刻度合いがより一層強まることがないか、十分留意していく必要がある。

中国では、小売売上や固定資産投資が前年を大きく上回るペースで増加を続けており、内需中心に高めの成長を続けている。ただ、株価動向、対ユーロでの元高のもとでEU向け輸出の動向、住宅市場の過熱防止対策やインフレ対策の行方など、今後については、不安材料の芽が僅かながら出てきた感がある。

日本経済については、漸く内外需バランスの取れた成長の姿が示された。輸出は4月も高い伸びが期待されているが、先行きも世界経済の回復に支えられて増加が続いていくとみている。消費については、エコポイントの

対象から外れる一部商品への駆け込みの反動が懸念されるが、コンフィデンスや雇用・所得環境が改善し、この夏の賞与が前年比プラスに転じる可能性が高まる中、かすかにみられ始めている自律的な回復の動きや、アジアを中心とする外国人観光客の消費などが、そうした政策効果の反動をどの程度カバーしていくのかに注目している。この間、収益が大きく改善する中、設備投資も持ち直しつつある。住宅投資も、住宅着工戸数が緩やかに増加するなど、徐々に持ち直している。以上の需要動向を背景に、生産も増加を続けている。先行きも、歪みを修正した実勢ベースでは増加を続けていくとみられる一方、10～12月にはエコカー補助の打ち切り等を背景に、比較的大きな落ち込みになるとの情報もある。なお、先行きの景気回復傾向について、トレンド周りの変動をどの程度とみておけば良いのか、回復力の程度をしっかりと確認していく必要がある。その点、ギリシャ危機の実体経済への直接の影響は現時点ではあまり意識していないが、市場動向を通じた影響は大いに気になる。

物価動向についても先行きの見方に変化はないが、ギリシャ問題を発端にリスク回避姿勢が強まっており、その動向によって資源価格や為替レート、従って、輸入価格にも大きな影響が出てくるので、新興国のインフレ率の高まりの影響も含めて、輸入物価の動向とその国内物価への影響にも注視する必要がある。

最後に、リスク要因については、展望レポートにあるとおりである。現在、ギリシャ問題の帰趨、財政問題が深刻な他の欧州諸国の動向、欧州金融機関のバランスシート問題、欧米の金融規制を巡る動き、中国の引締め観測等が株価や為替など市場を通じて及ぼす影響に十分注意していく必要がある。水準だけでなく市場の大幅な振れ自体、先行き不透明性を高めるため、下振れ要因になる。政府の信認が問われている中、市場の信認を取り戻すには一国だけの対応では難しく、協調行動が必要になるが、迅速な協調行動が欠けたり、それが遅れるリスクも気になっている。我が国においても、財政規律への疑念が高まれば、悪い金利上昇をもたらすリスクがある。国内に目を向けると、グローバル化、二極化が続くもとの、生産・

所得・支出の循環メカニズムが期待どおり機能していかないリスクがある。また、必要以上に長期に亘って拡張的なマクロ政策が維持され、構造変化への取り組みが遅れるようなことがあれば、非効率な分野に資源が滞留することによって、経済全体の生産性の向上が進まず、内需の中長期的な成長期待が益々下振れてしまう可能性があると思っている。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

前回の定例会合以降、日が浅いこともあり、新たに利用可能となった経済指標や情報は然程多くないが、我が国の経済・物価情勢は前回会合で議論、決定した展望レポートにおける先行きの見通しに概ね沿って推移している一方、リスク面では、ソブリン問題から下振れリスクへの意識が高まったと評価している。この間、ギリシャ問題に端を発したソブリン・リスクの懸念の高まりを背景に、グローバルな規模で投資家の質と流動性への逃避姿勢が急速に高まり、株式をはじめとするリスク性資産の価格は下落した。EUの金融安定化策やECBの証券市場プログラム等の公表後、株価が一旦幾分反発したが、その後、軟調な地合いが続いている。

短期金融市場は、欧州系金融機関の資産悪化懸念から、カウンターパーティ・リスクが再び意識され、LIBOR-OISスプレッドが拡大、本行を含む主要中銀間のドル・スワップ協定の再開後、一応さらなる悪化は避けられているが、LIBOR3か月物はジリジリと上昇しており、ドル資金の市場流動性が低い状況が続いている。

ソブリン・リスクの根っこにある本質的な問題——つまり、一つは、発端のギリシャが国民の反発を抑えつつ財政再建に着実に取り組み、実際に成果を示せるか、二つに、そのためには、ギリシャが為替政策・金融政策を行使できないという手かせ・足かせをはめられている中で、国際的競争

力の強化等の難しい課題を本当に解決できるのか——について、展望は拓けていない。このような状況では、国際金融資本市場や金融システムがさらに動揺し、実体経済との間で負の相乗作用が再び強まるリスクは払拭できない。また、欧州各国の財政再建のための歳出削減を通じて、相対的に弱いユーロ圏域内の経済回復のモメンタムをさらに弱める可能性もあるほか、域外に対しても新興国や資源国に流入している資金の巻き戻しにより新興国経済、ひいては世界経済を下押しする恐れもある。このようにソブリン・リスクの問題は、影響の広がりを含め、警戒を怠れない。

こうした中、世界経済は、新興国・資源国経済の成長に牽引される形で、これまで緩やかな経済回復を続けている。米国経済からみると、1～3月期のGDPの1次速報値は前期比年率+3.2%となり、3期連続のプラス成長となった。ただ、在庫復元の動きを除いた最終需要ベースでみると4期連続のプラスであるものの、年率で+1%台半ばの成長となっており、2008～2009年にかけての大幅な縮小の後の回復としては小幅なものにとどまっていると評価せざるを得ない。4月に入っても、雇用統計も市場を上回る増加となり、小売売上高も前月比微減ながら思いの外堅調で、ISM景況感指数が製造業、非製造業ともに高水準となるなど、緩やかな回復を示している。もっとも、住宅投資は1～3月期で再び減少に転じ、4月の住宅着工許可件数などからみても、この部門の回復は未だ見通しがたいものがある。また、金融機関や家計は引き続きバランスシート調整の過程にあり、これが引き続き経済主体の支出行動に対する抑制要因となり、今後の米国経済の回復テンポも緩慢なものになる可能性が高いと思われる。

ユーロ圏経済をみると、1～3月期のGDPは前期比年率で+0.8%となり、域外輸出の回復に支えられて、全体として何とか持ち直していることを裏付けている。もっとも、ギリシャがマイナス成長を続けるなど、国ごとのばらつきが目につく。また、回復のモメンタムは先進国あるいは地域の中でもはっきりと弱く、加えて、下振れリスクが強く意識され始めていることは、冒頭に申し上げたとおりである。

中国経済は、固定資産の伸びは若干鈍化したものの、消費と輸出の伸び

は高まり、全体として高めの成長を続けている。物価とともに不動産価格も上昇しており、この抑制に向けた追加策に注目が集まっている。N I E s・A S E A N経済は、I T需要の拡大を受け、輸出が増加を続ける中、個人消費や設備投資も押し並べて増加基調を辿っており、経済の循環メカニズムがフルに機能しているとみられる。

我が国経済について述べる。1～3 月期の実質GDPの 1 次速報は、前期比年率+4.9%と高めの伸びとなり、我が国経済が緩やかに回復しつつあることを裏付けた。アジア向け輸出に牽引された輸出が主たる成長のドライバーである。個人消費および設備投資が引き続きプラスに寄与し、住宅投資が5 四半期振りにプラスに転じるなど、外需の回復が内需に波及し始めていることも示された。この点は、前回会合までに共有されたと考えているが、「自律的な回復の芽生え」というものを裏付けるものでもあった。ただ、先行きを展望した場合、執行部の月報概要にもあるとおり、「国内民間需要は、持ち直しを続けるものの、設備・雇用の過剰感が強いことなどから、当面、緩やかな持ち直しにとどまる可能性が高い」、このことは取りも直さず足許から当面は国内民間需要の自律的回復力が必ずしも十分ではないということを意味していると理解している。景気の現状判断を「持ち直し」から「回復」に前進させる際のポイントの一つが、経済の「自律的回復力」であると考えているが、景気循環上、自律的回復のメカニズムが作動することが展望できる段階に差しかかっているが、それがしっかりと作動するかどうかについては、なお不確かさが残っていると言わざるを得ない。

このほか、前回定例会合以降のデータでは、設備投資関連で一致指標の資本財総供給の 1～3 月期が二桁の増加となったほか、先行指標の機械受注コアも同四半期に伸びを高めており、設備投資は持ち直しに転じていることがはっきりした。ところで、設備投資に関連して、21 年度企業行動に関するアンケート調査の第 2 次集計が発表されたが、これによると、海外現地生産比率は、21 年度実績見込みの+17.8%から 26 年度は+20.1%まで上昇する見通しとなっている。もっとも、これまでのトレンドとの対

比で言うと、海外現地生産比率の上昇ペースが加速するというほどではないこともみられている。

ところで、住宅投資は、先行指標である新設住宅着工戸数は2期連続で増加し、今後の持ち直しがはっきりとしてきた。首都圏のマンション市場に限って言えば、アネクドータルな情報も含めてみると、足許想定を上回る需要の回復がみられているようである。

リスクに関して一点だけ述べたいと思う。冒頭にも述べた国際金融資本市場の動揺の我が国への影響は、現時点では全体として限定的と評価できる。しかしながら、4月初めまで順調に回復していた我が国の株価が下落したことや為替のボラティリティが上昇していることが、企業マインドや消費者コンフィデンス等に既に何がしか負の影響を及ぼしていると考えられる。いわゆるコンテージョン・リスクには、細心の注意が怠れないと思う。

最後に、物価について述べる。川上のC G P Iについて4月分のデータが公表され、国際商品市況の上昇から、3か月前比は緩やかに上昇し、前年比の下落率はゼロ近傍まで縮小した。このC G P Iや前回の定例会合当日に発表されたC P Iをみると、昨年第2四半期からの需給ギャップのマイナス幅の縮小の影響がタイムラグを経て出始めたようだ。現に4月の東京都区部のC P Iをみると、高校授業料を除くベースでの前年比のマイナス幅は比較的大きく縮小し、上昇品目数と下落品目数の差も大きく縮小した。とは言っても、展望レポートで指摘しているように、需給ギャップの物価への波及効果のタイムラグ、あるいはその度合いについての不確実性は高いものがある。この点や中長期的なインフレ予想など、物価関連データを丹念に点検していく必要があると思う。

なお、金融環境については、後程述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

この後、私の意見を述べたいと思うが、その前に、昨日海外のマーケットが大分大きく動いたし、この後のセッションの議論とも関係するので、

今ここにいるので丹念にフォローはできないと思うが、昨日の決定会合以降の欧米の金融市場あるいは今朝の金融市場も含めて、手短かに報告をお願いできるか。中曾理事と外山金融市場局長、お願いします。

外山金融市場局長

それでは昨日来の、特に欧米のマーケットにおける動きについて簡単にご報告したい。欧州のソブリン問題、さらにドイツによる空売り規制の影響などがなお尾を引いており、欧州市場は軟調な動きに終始した。国債は買われて長期金利が大幅に下落、株価もフランクフルトで2%、ロンドンで1.6%下落した。なお、昨日スペインで10年債の入札があったが、入札自体は好調だったようであるが、その後、流通市場でさっぱり売れなかったということで、流動性の薄さが意識され、これがスペイン等の国債のスプレッドをさらに上げる動きに繋がっている。

米国の市場がオープンして、さらに地合いが悪化し、株価のボラティリティが非常に高くなった。さらに失業保険申請者数あるいはフィラデルフィア連銀製造業指数といった指数が予想を下回ったことで、リスク回避がさらに強まった。また、米国の金融規制は一旦審議の打ち切りが上院で否決されていたが、一日経ち、60対40でぎりぎりではあるが可決されたことが金融株を大きく下落させることになり、これもリスク回避姿勢をさらに強めることになった。

こうした中、各指標であるが、LIBORはドルで0.484%までさらに上昇、ユーロも0.636%まで上昇した。LIBOR-OISについても、それぞれ少しずつ上昇をみている。国債スプレッドについては、先程も申し上げたように、スペイン、イタリア等で上昇、それからCDSのプレミアムであるが、これはギリシャ、ポルトガル、アイルランド等々全て軒並み上昇をみており、10日のパッケージで下がった分の半分が既に戻ってしまった形になっている。

為替市場であるが、昨日、特に米国時間に入ってから、大きく円とドルが買われる動きが強まった。円/ユーロについては、一時109.47円と2001

年の11月29日以来の高値を付けた。さらにドル／円では円が買われる展開になり、23時28分であるが、88円95銭まで円高が進行した。その後、ユーロ買いの介入のルーマーがマーケットに流れ、ユーロが逆に買い進められる形になり、ユーロは対ドルで1.25を上回るところまで上昇をみて、東京時間に繋がった形になっている。

それから、株価であるが、先程申し上げたように、金融株を中心に特に下落している。VIXは45.79まで急激に上昇した。

このようなマーケットのセンチメントを受けて、本日の調節であるが、増減要因としては、銀行券が1,600億円の不足、財政で2兆4,500億円の不足ということで、全体で2兆6,100億円の不足である。これに対して、昨日までに2兆円供給しているので、全体としては前日比6,100億円の不足であったが、昨日まで短期金融市場は非常に落ち着いていたので、これでも十分対応できるかなということであったが、欧米市場の市場全般におけるセンチメントを踏まえて、日本銀行が潤沢に資金を供給するという決意を示す狙いもあり、本日9時05分に即日オペで1兆円供給している。それに対するマーケットの反応は——聞いている訳ではないので、パネルをみて判断する訳であるが——、一時的に円高が89円台の後半から90円台に戻った。日経平均もその頃250円位まで値下げ幅を縮小したが、足許はまた300円を超えてしまったという動きである。

ただ今、即日オペの結果が届き、応札が6,000億円強あったということである。都銀、信託、外銀の一部、証券会社も少額の応札、短資も少し纏まって応札したということである。手許に届いた本日の東京市場オープン後の状況であるが、長期金利であるが、株安、海外金利の低下を受けて買いが先行している。先物は一時140円61銭まで上昇、昨日比36円高、10年物の金利は1.225%と3bp低下している。各年限のレンジ下限を意識しながら金利低下余地を探る展開となっているようである。クレジット市場であるが、社債については銀行の劣後債が弱含んでいる。これまで海外からの影響は少ないと思われてきたものの、さすがにここにきてセンチメントなども指摘されるようになってきている。CDSであるが、海外市場の

影響を受け、水準を切り上げたほか、ビッド・オファーが大きく開いた状態で始まった。160対200である。しかし徐々に落ち着きを取り戻し、足許では159対162に収斂されてきている。株は今申し上げたとおりであるが、海外株安、円高進行、コモディティ価格の下落などを嫌気して、景気敏感銘柄を中心に売られて全面安の展開である。この先も為替や中国株の動きを眺めながら神経質な展開となることが予想される。為替であるが、菅財務大臣の会見で、行き過ぎた円高は望ましくないという発言がなされたことや輸入勢のドル買いなどを受けて、幾分ドル高方向に戻る展開ということである。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

先程の皆さんのご議論を聞いてきて、私自身の意見やこういう点に注目しているということは後から申し上げたいと思うが、取り敢えず皆さんの議論を総括したいと思う。どういう言葉で現状を表現するかは後から議論するが、私自身は「海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつある」ということが、皆さんの共通する評価であったと思う。4月の最初の決定会合で決めて対外的に公表した文章は、「国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、海外経済の改善や各種対策の効果などから、持ち直しを続けている」であった。その後展望レポートもあったが、4月最初のこの表現との比較で考えると、自律的回復力について、勿論先行きについて明確な自信がある訳ではないが、しかし4月最初の評価と比べると、やはり一歩進んだ感じがする。4月最初の会合では、国内民間需要の自律回復の芽がみられたと多くの方がおっしゃっていたが、その後のデータを特に4月の展望レポートが発表された日のデータも含めてみると、そうした芽がみられることをもう少し裏付けるデータが出てきた感じがする。項目別にみた場合に、輸出・生産は、新興国経済の高成長等を背景に増加を続けていると、これは先月と変わらないと思うが、ただ気持ち予想よりも強い感じが個人的にはしている。それから、設備投資は、先月は「下げ止まって

いる」と我々は表現したが、機械受注あるいは資本財総供給その他のデータをみると、「下げ止まっている」という段階から少し進んでいる、レベル自体は勿論高くないが、「持ち直しに転じつつある」というような言葉で表現できる状況かと思う。それから、個人消費であるが、先月は「厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している」と我々は表現した。雇用・所得環境が厳しい状況には変わりはないが、しかしその厳しさの中にも、一時の厳しさが和らいできていることが各種のデータで示されてきていると思う。そして、雇用・所得環境の厳しさが和らぐということも背景にあり、このところ個人消費についても少し感じが変わってきている。百貨店の売上もさすがに足許少し改善してきているし、これはマインドのデータであるが、消費者マインドも改善してきているなど、少し変化が出てきているように思う。そういう意味で、自律回復力の強さをどの程度評価するかについては、色々な議論があるが、しかし先月に比べると、自律回復力がなお弱いと敢えて強調して言う段階は過ぎたということは、多分皆さんも共通の評価であったと思う。

今回、問題のもう一つは、リスク要因の評価であったと思う。多くの方が上下両方向のリスクについて触れられた。上向きのリスクとしては、新興国経済が予想以上に強い、場合によっては、政策がビハインド・ザ・カーブになっているのではないかという上方リスク。一方で、下方リスクとしては、ギリシャ問題に端を発する国際金融資本市場の混乱が我が国経済を下押すのではないかというリスクである。この辺りはまた後から議論したいと思うが、我々自身は展望レポートでも、この下向きのリスクについては、かなり明確に意識した表現をしている。改めて読んでみると、「第3に、国際金融面での様々な動きである。わが国を含め、先進各国は、これまで大規模な財政政策を実施してきた。この結果、公的債務残高は増加してきている。こうした状況の下で、中長期的な財政の見通しに対する市場の評価次第では、長期金利の大幅な変動など金融資本市場への悪影響を通じて、実体経済が下押しされるリスクがある。」と、まさに抽象的な言葉

で我々が表現したことが、少しずつより意識される状況になってきていると思う。私は皆さんの議論を聞きながら、リスクとか、上振れ要因、下振れ要因という時に、この言葉で三つ位の、多少ニュアンスの違うことをおっしゃっているという感じがした。一つは、展望レポートの予測期間の2年程度を考えた場合、中心的なシナリオが今より上に行く、下に行くという意味でのリスクと、それから西村副総裁がおっしゃったテール・イベント——これは中心シナリオを今変えるという意味ではなく、起きた場合は大変だという意味でのテール・イベント——もリスクという言葉で表現されている。もう一つは——ご本人はそうではないと言われるかもしれないが——山口副総裁がおっしゃったユーロが抱える構造的な問題も、今の第一、第二の意味のリスクとも絡むが、ベースとして続くリスクとして意識されている。このように色々なものを取り敢えずリスクとして表現されるので、時としてリスクという言葉での情報発信は難しいと思う。いずれにしても、こうしたリスクを改めて意識させられる金融経済の足許の動きであると思った。以上が、景気情勢に関する私なりの総括である。

自分自身の意見を多少申し上げたい。何と言っても、ギリシャ問題である。このギリシャ問題は、直接的には特に欧州の民間銀行のP I I G S諸国向けの国債の価値の減少を通じて、金融機関のポートフォリオに悪影響を与える。特に、フランス、ドイツ等の金融機関のエクスポージャーが大きい。仮に、国債がデフォルトあるいは大きく価値が減少すると、当然銀行の資産内容が悪化する。民間銀行の信用は、最終的には政府の信用によって支えられている訳であるから、そうしたギリシャの債務遂行能力に対して疑念が持たれた場合には、結局、金融機関の資金調達金利が上がり、貸出金利が上がり、経済に悪影響を及ぼす。それがまた色々な形で広がりを持っていくということだと思う。

今回の件について、リーマンのショックと比較した場合に、この大きさをどう評価したら良いのか、その性格をどう評価したら良いのかということである。現状、そこまで行っているとは言わないが、ある意味ではリーマンのショックに比べてより厄介である点が二つある。一つは、今回はソ

ブリッジ・リスクとして問題が表面化してきているということである。先程も申し上げたが、金融機関の信用は、最終的にはソブリンの信用によって支えられている訳であるから、そのソブリンの信用について疑念が抱かれると、潜在的にその分経済に対する影響が大きいと思う。二つ目には、リーマンの学習効果が生きているということである。リーマンのショックで起きたあのようなことが起こるかもしれない、起こらないかもしれないが起こるかもしれないと思うと、皆身構える訳であるし、その身構え方についても学習を積んだということである。そういう意味では、市場の反応が早く出やすい面もあると思うし、注意してみていく必要があると思う。

今回のギリシャ問題を理解し、これを一言で言う時に、どういう言葉で表現したら良いのかいつも悩む。ギリシャの財政問題に端を発するという言葉がよく使われるが、現在の問題を、財政問題として理解するのは、勿論間違いではないが、財政問題としてのみ捉えるのは、狭過ぎる感じがする。多くの委員が触れられていたように、ギリシャその他の欧州周辺諸国は、競争条件、対外競争力が低下している。従って、対外経済力を付けていくということであるので、当面は賃金、物価水準を引き下げることが勿論必要である。しかし、これだけで対応できるかということ、賃金・物価水準を下げようとするのが当然財政にも圧迫を加えるので、結局はそういう面の努力と併せて、実態的な競争力の向上、生産性の向上というか、構造改革がやはり必要である。そういう意味で、単なる財政の問題ではなく、もう少し大きな問題である。経済財政の改革が必要であるということである。ただし、これは先程山口副総裁が触れられた話でもあるが、もっと突き詰めて考えてみると——対外的に言う訳ではないが——、ユーロに入っていたことによって、むしろこうした問題が生じてしまったのではないかとということである。本来であれば、信用リスクの差が資金調達のコストに反映される訳であるが、ユーロの傘に入ることによって、それが覆い隠されることになる。そういう意味では、本来できなかったことが一時的にできたことで、その中で色々なものが伸び切ってしまったと考えると、入っていること自体に問題があるのかもしれない。ただ、これを今更元に戻すこと

は勿論あり得ないので、今現実には欧州の首脳が取り組んでいるように、どうやって協調して統一したユーロのもとで政策対応していくか、その点について本当に足並みが揃っているかどうかということだと思う。そのように考えると、潜在的には非常に大きな問題を抱えていると思う。ただ、我々の金融政策上、先程の三つのリスクのカテゴリーを最後の部分も含めて全てリスク要因として、どう意識するかということを中心に考えていると、これはまた少しバランスを失しているという感じもする。いずれにせよ、問題の性格を認識したうえで、この問題について注意深くみていく必要があると思った。以上である。

須田委員

先程のリーマンの問題との比較は、おっしゃったとおりで、リーマンの方は一体何が起きているのかよく分からなくて、どこにどのような不良債権があるのかが全然分からなかったが、この問題は、結構理解できる。単一通貨の問題だったり、財政の問題、国債の問題で、それが金融機関に波及すると。だから、具体的に誰がという個別レベルは分からないが、全体として捉える時、不確実性という意味では、今回の方が私は結構捉えやすい問題だと思っている。ただし、これはやはり非常に大きい問題なので、落ち着くまでに――ファイナンスの問題ではないので――相当時間がかかる。そして実際に約束していることをどれだけ実現できるかという点が大事で、もしまた予想が裏切られ、マーケットに仕掛けられるということが起こるならば、皆でなるべくサポートする必要があると思う。一方で、ユーロ圏全体でみて為替レートが決まるということからすれば、本当は、ドイツあるいはフランスは、自分達の実力からみて通貨安になっている訳であるから、そこで得られた益を如何に他国へトランスファーするかということが本当は必要なのだと思う。そういう部分まで出てきたら、もう少し早く問題は解決するかもしれないが、やはり一国が勝手に空売り規制をやってしまうような政治的な問題がかなりあるのをみていると、そう楽観的にみられなくなってきている。このように問題自体は、出てきた時から

ある程度捉えられるという意味では、リーマンの時とは違う。勿論、学んでいるということも随分あると思うが。以上のような認識を私は持っている。

野田委員

私が申し上げたように、本質的な部分はよく分かっている訳である。その本質的な部分は分かっているけれど、それが非常に困難な課題であるということもよく分かっている訳で、そこがやはり問題の深さというか、今後の問題解決の時間の長さを示している。分かりやすいが故に、逆に、先程言ったユーロの足並みの乱れとか、そういうものがさらに問題を——短期的だとは思いますが——深くしている。長期的なリスクとしては、先程、白川議長がおっしゃったように、どこまで認識しておかなければいけないかという問題がある。ただ、私はどちらかと言うと、この問題は——敢えて言わなかったが——やはり短期的なリスクとして捉えた方が良いと思う。事の本質は、まさにリスクとして捉えるのか、どういうふうにリスクを区分していくのかということで、少し悩んだ。私は、敢えて言わなかったが、「短期的な」という一言を入れようかと思って本当は悩んだ。

亀崎委員

前回のショックの時は、サブプライムから始まってリスクが全世界にばら撒かれて、非常に対応が難しい状況だったと思う。今回は、そういう意味では、もうはっきりしている訳である。要するに、ギリシャであり、欧州である。ただ、今のお話のように、問題の深さは、本当に財政再建ができるのか、そもそもユーロの抱えている根源的な問題——要するに、各国の財政はばらばらである一方で、金融政策・為替は一つであり、競争力も全然違うということ——をどうしていくのかということである。今、あの措置が一遍発表されて一旦好意的に受止められたが、やはり市場は安定しない。これは、なぜかと言うと、本当にそういう計画を作ったが、実行されるのかということがある。過去の例をみても、アルゼンチンとかロシ

アなどもやはり債務をカットしている。要するに、ある程度債務をカットして身軽にしたところで再建をするのだが、今回はそれを抱えたまま物凄く厳しいコンディショナリティを付けている。これは、一体守られるのかと。私は、これはずっと続くと思う。続くことがまずいのは、結局、今の状況を見ると、株とか為替に影響していく。為替は、調査統計局の資料を見ると、円の実効レートは然程大きな変化はみられないが、対ユーロ単独で見ると結構厳しくなっている。このことが貿易に影響する。それから、株価はやはり企業心理とか家計の心理に影響する。根源的な問題をどうするのかという問題として、債務カットという話が今も若干出ているようであるが、私はやはりそこまでいかないとどうしようもなくなっていくのではないかと思う。ギリシャの問題はそれ自身問題としてはあるのだが、我々としては株価あるいは為替に与える影響、要するに、投資家達のリスク回避の動きが与える負の影響が、今後とも少し心配だなという感じがする。

須田委員

この問題は、長く続くのはもう分かっているのだが、アイルランドが最初賃金をカットして、一生懸命それに対応した時、ECBなどでは凄く評価が高く、しかもマーケットの評価も高かったが、その想定よりも財政赤字が増えてしまった途端、また仕掛けられてしまった。であるから、時間がかかっても如何にその国が信認を維持するかが、やはりマーケットとの関係では最低条件である。確かに、厳しい条件を付けるのは良いが、ギリシャのように、あそこまでというような条件を付けてしまうと、益々信認は失われてしまう。難しいとは思いますが、実現可能なシナリオを描いていき、それを必ず実現していく、時間をかけてでもやっていくことで、お互いに予想どおりのことを積み重ねていけば、時間がかかっても、ある程度は可能かなと私は思っている。今の状況は、考え方も、早く大きく財政を再建するという事に結構重きを置いているので、多分裏切られることが多いと思う。そして、ユーロで仕掛けてきているのは——ヘッジファンドの人

に聞いたのだが——、ソブリンの形では仕掛けるにも流動性がないし、そこではできないので、その代替としてユーロをどんどん売っているということのようである。であるから、ユーロの動きは少し違う意味を持っているかもしれない。そのように仕掛ける時に売っているということで、財政の問題の程度と直接関係ない動きとなっているような気もしている。

白川議長

先程、総括する時に一つだけ忘れていた。これは決定会合であるから、欧州はどう対応し、その日本経済への最終的な影響について、日本銀行としてどうみるかということになる。日本経済への影響については、短期的には、今影響が出ているという訳ではないし、短期的な影響が今凄く大きいとみている訳ではないという点では皆一致していたと思う。先々の影響について注意深くみていくという点も、また共通している。それから、海外経済一般という意味では、一方で新興国、特に中国、東アジアを中心とする上振れがあり、仮にこのギリシャを発端とする下振れがあっても、今のところ海外経済全体として下振れるということではないが、いずれにせよそこは注意してみたいというのが、今日の共通の認識であったと思う。

中村委員

実体経済と信用の問題は少し違うのではないかと思う。先程からリーマンのことが話題になっているが、リーマンの問題は選れて経済的である。今回の問題は、やはり政治が絡んでおり、EUの問題にしても、ユーロにしても十数か国であるから、結論を出すのがなかなか難しい。今、山口副総裁がおっしゃったように、通貨は統合しているが、政治、財政は統合されていないという矛盾を突かれている。欧州は、これに対する答えをどこかで出さないといけない。確かに、ギリシャの問題は、結局どこかで債務の切り捨て、あるいは別の解決策を模索するのだろうが、その答えを出すには、相当時間がかかるのではないか。財政再建できるまでには、一度解

決したと思った問題が、色々なところでまた顕現化するだろうから、時間がかかる感じがする。

白川議長

この問題は、分析する時の構図としては非常に分かりやすいが、しかし最終的にそれがどういうインパクトをもたらすのかについては、政治的な過程でソブリンへの影響が決まってくる。自分自身がたまたま直近の国際会議の経験に引きずられているのかもしれないが、そこでどういう決定が下されるのか、それ自体について大いなる不確実性があるから、いくら分析上議論が分かりやすいと言ってみても、最後、マーケットに向き合うとそういう訳ではない。そういう意味で、最終的な見立ては別にして、どういう対応ができるのかについては、統一政府がない訳であるから、ドタバタという言葉は適切ではないかもしれないが、やはり先程申し上げた三番目の意味で、これはやはり本当に大きなリスクだなという感じはしている。

須田委員

それはおっしゃるとおりである。私などは、元々単一通貨は上手くいくはずがないと思っていたから、「やはりね」と思われる方は沢山いると思う。当初、私は何度か準備委員会を訪ねて、経済理論的には上手くいかないという話をした。その時に、必ず凄く大きな声でポリティカル・ウィルという言葉聞いた。このように当初は、ポリティカル・ウィルが凄く強かった。だから、この問題もポリティカル・ウィルの強さで解決していかなければならない。私自身は、これを崩壊させる訳にいかないのだから、最終的には、そうなると思っている。しかし、そこが政治家と国民との関係も含めて、今はなかなか上手くいかない。従って、当分問題が出てくるかもしれないが、最終的に壊す訳にはいかないという意味で、最終のゴールについては、楽観論である。

白川議長

私も、そこは楽観はしてないが、最終的にはそれしか選択肢がないから、そういう意味では私も同じ見方をしている。

山口副総裁

定性的に問題を整理すると、おっしゃるとおりだが、財政を出発点にして、金融と実体の負の相乗作用も働くと考えると、どのような影響が蓄積されるのかについては、実はよく分からないのではないか。マーケットは、定性的な問題に勿論着目するが、同時に問題のマグニチュードがどの程度なのかにも関心を有しているはずだ。しかし、マグニチュードを把握することは、実際には難しい。これが今置かれている状況なのではないか。今回は、そこに政治的な難しさが加わっている訳だが、それはリーマン・ショックの時もあった問題だという気がする。私自身は、マグニチュードの大きさについて、現時点で想定できないということ、それから最終的な処理について政治的な配慮がどうしても必要だということの二つを重ね合わせると、リーマン・ショックの時と比較して、今回の方が比較的容易だとか、分かりやすいということではないと思っている。

野田委員

問題の本質が分かりやすいと言っただけで、それは解決が難しいから時間もかかる。その間におっしゃるように色々な波及が起こる可能性は、十分我々も認識しておかなければいけないということである。

山口副総裁

問題の所在がみえている時には、マーケットは時間を織り込んで評価する。従って、時間がかかるようにみえても、我々が直面するマーケットは、実はそれを織り込んだ形で動いている。理屈としては一見時間が与えられているように感じられても、現実のマーケットと対峙した時には、実は我々には時間が与えられていないということになるのだと思う。

白川議長

この後に議論する成長基盤強化の話と、ある意味でパラレルな意味がある。つまり、今、日本経済が直面している最も重要な問題は、潜在成長率の低下であり、あるいは人口の減少とか、あるいは生産性の低下だと思うが、そういう問題を皆認識はしている訳である。その問題に対して十分にアドレスできていないと、それは結局日々バタバタする訳ではないが、経済がいつまで経ってもパッとしないということになる。そういう意味で、繰り返しになるが、今度は、日本銀行の金融政策決定会合という場で、色々な意思決定をしたり対外情報発信する時に、リスクというものについて、その性格を多少認識したうえで情報発信をしないと、何か一方で大変だ大変だという話だけになったり、あるいは逆に全然軽視するということになる。そういう意味では、情報発信について、そういうことを意識したうえで、注意深い情報発信が必要だという感じがする。そうでないと、何かどちらにしても皆が心配して過度に不安になってしまうと思う。

亀崎委員

先程、私は、ギリシャ、欧州問題に焦点を当てて申し上げたが、展望シナリオを変えるような状況ではない。というのは、日本経済の回復、成長に向かって大きな役割を果たしている輸出は、ヨーロッパ向けは12%位で、アジアが五十数%、さらに資源国、ラ米を入れるともっと多くなる。資源国、ラ米、それから中国、新興国、アジアは高く伸びて成長している。欧州は元々低かった。このせめぎ合いでみると、ヨーロッパは無視はできないが、やはり日本の輸出は緩やかに増加していくということに変わりないと思う。

白川議長

海外の方に議論が集中したが、国内の景気、特に国内民間需要の自律回復力を巡る先程の総括で違和感がないかどうか。あるいは、さらに追加的

に何かこの点で違った論点がもしあれば、お願いします。

須田委員

総括判断する時に、昨日は「回復している」というのがメインで、そして今日出てきたほとんど皆様の意見が「しつつある」という話だったが。

白川議長

昨日誰か言っていたか。

須田委員

二つ……。

野田委員

それは、事務方の案だ。

須田委員

ここで説明された。

白川議長

執行部の案だな。

須田委員

説明された訳である。

白川議長

二つあった。今日の皆様の意見は、どちらかと言うと……。

須田委員

そこは比較されないで、「しつつある」ということだった。「している」

より「しつつある」の方が良いというように思われたのは、どういう判断だったのかを聞いたかったのだが。私は、自分の考え方を言う時に、この案よりもこちらが良いということを意識しながら案の話をした。

白川議長

ちょっと皆様に聞かないと分からないが。

中村委員

私は、二つの案があったので、「回復しつつある」という方が正しいのではないかと思う。生産や輸出は好調だが、特に消費について、耐久財消費は好調だが、それ以外のところ——少しずつ広がりはあるが——の回復に今一つ確信が持てない。もう少しみてみたいと思う。回復という方向に間違いはないと思うが、一步よりも半歩位判断を進める方が良いのかなと思う。

須田委員

私もそこは同じだが、もう一步手前の「回復に転じつつある」の方が良いと思ったのは、不確実性の大きさである。私は、今回は上振れリスク、下振れリスクの全体の判断ができないと思った。この問題——今起こっているギリシャ問題から出てきていること——をどう評価して良いかが分からなかったから。その点に加わると思ったら、判断を進めるためのもう一步は狭いものに。だから、今起こっていることの見方は多分同じであるが、不確実性をより強くみて、もう一步手前が良いのではないかと判断した。

野田委員

昨日の執行部の案は二つあった。二つをベースに考えると、やはり「しつつある」というようなことだと思う。そういう意味からすると、須田委員の見方に私も共感できなくもないが、たまたま私の場合は、二つの案を

ベースに考えた時、やはり先程申し上げたように、自律的回復力をキーワードにすると、それは万全かと言うと——途上だから万全でないと言ってしまえばそうなのだが——、そこはどうしても気にかかる。万全でないのは、やはり今中村委員もおっしゃったように、どうも個人消費のところで、耐久財からその他の財・サービスへの広がりがもう少しどうなっていくのかを確認してみたい気持ちが、やはりコンポーネントで言えば一番強いということだ。

須田委員

それは、私も同じである。アネクドータルな話は一杯聞いたが、今度のQEが出てきてみてみると、あまりそうした自律的な動きが確認できなかった。だからもう少し確認したい思いがある。

亀崎委員

私は、「緩やかに回復している」でも良いかとは思ったが、別に今回のギリシャの問題があった訳ではなくて、私は先程申し上げたような「漸く緩やかな回復の緒に就きつつある」と言えると思うので、「しつつある」かと思う。なぜかと言うと、やはり輸出や生産は増加を続けているが、これがより強いなら別として、あとは設備投資は「持ち直しに転じつつある」だし、個人消費も「持ち直している」だし、住宅投資は「下げ止まっている」。これらを総合すると「回復している」では、少しやはりジャンプがあるかなという感じがする。昨日の議論も聞くと、これは「しつつある」の方が良いと思う。

白川議長

そういう意味で、表現は後から議論するが、「回復しつつある」というような感じかと思う。その回復の強さについては、また来月以降数字で——先程、中村委員がおっしゃったような感覚に私自身は非常に近いのだが——確認していきたいと思う。それでは、このラウンドはここで終え

る。少し時間を節約したいので、10時55分に再開する。

(10時47分中断、10時54分再開)

IV. 4月30日の議長指示に基づく執行部報告（資料-7）

白川議長

それでは、再開する。4月30日の金融政策決定会合では、執行部に対し日本銀行として成長基盤強化の観点から民間金融機関の取組みを資金供給面から支援する方法について検討を行い、報告するように求めた。ここで執行部から現段階における検討状況について報告をお願いします。

吉岡企画局審議役

それでは執行部より報告させて頂く。成長基盤強化を支援するための資金供給に関する現段階における検討状況について、手許資料に沿ってご説明申し上げます。検討状況であるが、4月30日の検討指示を受け、執行部では民間金融機関との意見交換を行ってきた。そうした意見交換を踏まえると、1998年から1999年にかけて実施した「企業金融支援のための臨時貸出制度」を参考に、本行が低利・長期の資金供給を金融機関による融資・投資に対応する形で実施すること、これに対しては民間金融機関の間で一定のニーズがあるものと考えられる。幾つか留意点がある。成長基盤強化に向けた金融機関の融資・投資の期間は相当長いとみられることから、これを支援するための資金供給については、現行のオペレーションよりも長い期間をカバーすること、これが金融機関のニーズに合致すると考えられる。ただ、幾つか実務的な点で、成長基盤強化支援の趣旨に合致する融資・投資——本枠組みの対象にするものであるが——については、その特定や把握方法が実務上の課題になる可能性が高く、さらに検討を行う必要があると考えられる。また、貸付総額そして貸付受付期限等については——具体的な条件であるが——、成長基盤強化に向けた融資・投資への金融機関の取組み状況等を踏まえ、今後検討していくことが適切と考えられる。

以上のような現段階のヒアリングを踏まえて、今後の取り運びであるが、成長基盤強化を支援するための資金供給に関して、別紙のような骨子素案を公表したうえで、金融機関との意見交換を進め、具体化を早期に図ることが考えられる。金融機関との間では、骨子素案に基づき、成長基盤強化に向けた融資・投資の取組み方針等に関する意見交換を行うことを考えている。こうした意見交換や実務面の検討を進めたうえで、執行部としては、改めて金融政策決定会合に検討結果をご報告することとしたい。別紙の「成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子素案」であるが、若干ご説明させて頂く。1. 対象先であるが、執行部としては共通担保オペ（全店貸付）の対象先のうちから、希望する先を対象にしてはどうかと考えている。2. 資金供給の方式であるが、電子貸付とし、担保は共通担保で、現行の共通担保オペと同様の方式とする。3. 貸付期間は、原則1年。先程、金融機関のニーズを申し上げたが、やや長めのところがあるというのに合わせた形で、例えば、原則1年とし、借り換え（ロールオーバー）を可能とする。4. 貸付利率は、貸付時の無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準。そして、5. 対象先毎の貸付額である。対象金融機関から成長基盤強化に向けた取組み方針の提示を受けて、そのもとで行われた融資・投資の実績に基づいて、当該金融機関に対して貸し付けを行う。6. 貸付総額、貸付受付期限等については、成長基盤強化に向けた融資・投資への金融機関の取組み状況等を、これから行うヒアリング等を通じて把握したうえで、本措置の開始時に、貸付総額、貸付受付期限（新規に貸付を受け付ける期限）、借り換え可能な回数を定めていく。以上が執行部からの現段階における検討状況に関する報告である。

白川議長

この報告について、技術的な側面からご質問はあるか。

須田委員

一点ある。「3. 今後の取り運び」で、検討結果を報告したいとある。こ

れと、骨子素案に色々決めることがあるが、この報告する時と決める時とは、同じ時期なのか、それとも違う時期なのか。

吉岡企画局審議役

須田委員がご指摘になった「3. 今後の取り運び」の報告は、原則として次回の金融政策決定会合を目指して努力させて頂くが、当然のことながら、これから実務面で幾つかの検討項目を金融機関の方と議論していく過程で、詰めていくべきところが出てくると思う。そうしたところは途中の段階でお諮りさせて頂き、次のご報告で中身を固めていくということになるかと現段階では考えている。一発で勝負するとか、そういう議論には恐らくなくなってこないと思われる。

白川議長

最終的に発表することを考えた場合だが、「電子貸付」という言葉は、我々は意味が分かっているが、世間の人に「電子貸付」と言って意味が分かるだろうか。

吉岡企画局審議役

ここでは、取引先相手を想定して「電子貸付」という言葉を使ったが……。

野田委員

「共通担保オペと同様の方式とする」だけで、シンプルで良いのではないか。

宮尾委員

一般の国民にも伝わるような方が良いのではないか。

野田委員

「電子貸付」であれ「証書貸付」であれ「手形貸付」であれ、それはど

うでも良いのではないか。

吉岡企画局審議役

言葉のところは、先程の白川議長、野田委員や宮尾委員の感想もあったので工夫する。

白川議長

他にご質問はないか。

V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、当面の金融政策運営等に関する討議に入りたいと思う。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針等に加え、先程、執行部から報告のあった成長基盤強化を支援するための資金供給に関するご意見も含め、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じである。それでは西村副総裁からお願いします。

西村副総裁

国際金融市場では欧州のソブリン問題の影響で、ドルやユーロの資金市場で短期金利が強含み、また長めの取引が成立しにくくなるなど、流動性の低下を示す兆候がみられるが、我が国金融市場への影響は、達観すれば比較的限定的である。外国勢のプレゼンスの大きなCDSの市場などでは、欧州、米国に対応した動きが明確にみられるが、本邦勢が主たるプレイヤーである市場では比較的大きな影響はみられていない。短期金利はやや長めの金利を含めて低位に安定している。ただ、足許為替はやや不安定な動きとなっているので注意してみていきたいと思う。

日本の財政状況はギリシャに比較してもさらに厳しいが、現在のところは需給をみる限りにおいてギリシャ問題が日本にすぐ飛び火するということは考えにくいと思う。しかしながら、ギリシャ問題は財政問題の解決

の見通しを市場に示すことがいかに重要かを示唆していると思う。微妙な国債需給バランスのうえに、現在の安定があることを忘れる訳にはいかない。第一に、マクロの貯蓄率が今後人口高齢化に従い低下していく可能性が高いこと、第二に、国内投資家のホームバイアスの強さが永遠に続くとは考えられないこと、などを考えると、何かのきっかけで将来の財政持続可能性に疑問が膨らむと非線形に大きく日本国債の市場が変化する可能性は小さくない。国債が担保等を通じて日本の金融システムの根幹を構成していることを十分に考慮しなければならないと思う。十分に注意してみていく必要があると思っている。

次に、企業の資金調達コストであるが、低下傾向が続いている。CP・社債市場も良好な発行環境が続いており、それが低格付社債市場にも染み出している。企業の資金繰りをみても、日本公庫の小企業の資金繰りDIは依然として厳しい状況を示しているものの、それよりも大きめの中小企業の資金繰りは、日本公庫、商工中金のDIをみても、全体として緩和方向の動きが続いていることを示唆しており、過去の緩和期の始まりとレベル的にも近付いている。こうした点を考慮すると、現在のところは「厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが続いている」という判断に違和感はない。

しかしながら、日本経済は、足許経済活動は想定比やや強めではあるものの、先行きのリスクは大きいと思う。景気は少なくともサイクルつまり循環要素とトレンド基調要素の二面から考える必要があるが、足許の強めの動きは、達観すれば景気のサイクルに沿った動きに過ぎない。景気のトレンドをみると、人口の減少、高齢化の進展、商品開発力の低下、アジアへのものづくり能力の移転等で、日本経済が新しい付加価値を作り出し、技術進歩から経済成長を生み出す能力が低下し、それが景気のトレンドを押し下げているようにみえる。この傾向はリーマン・ショック後強くなってきているようである。そのため、企業、家計の中長期的な成長期待に依然下振れのリスクがつきまとっている。従って、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

くために、現在の金融政策を維持することで良いと考えている。

次に、執行部から「成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子」の素案が説明されたので、それを中央銀行としての役割を踏まえて、若干抽象的な形ではあるが検討したいと思う。日本銀行は、中央銀行として金融システム全体の安定、そしてその能力の向上に責務を負っている。従って、金融システム全体に重大な影響を及ぼす懸念がある場合を除いて、特定の企業、分野に対する資源配分に直接関与することはできるだけ避けるべきである。前回会合において、成長を支える基盤、付加価値創造能力を高める基盤の強化を、中央銀行として金融面から支援する方策を考えなければならないということで、執行部への検討指示がなされた。これは、特定の企業、分野に対する資源配分を意図したものではなく、人口減少、高齢化、アジアの発展等の大きな経済構造の変化に対して、現在の金融システムは必ずしも上手く適合できていない、という判断があるものだと考えている。若干模式的に言えば、過去の日本企業の成長パターンは、人口成長下で増加する日本を含む世界の若者を中心に、自動車等既にアーキテクチャの安定した製品・産業分野で、じっくりと時間をかけて高品質の高級財・サービスを「擦り合わせ型生産」で低コストで大量に供給する、というものであった。このため、資金需要も同種のものがじっくりと時間をかけて大規模に出てくる形になり、融資システムもそれに適合し、製品・産業分野別縦割り型ヒエラルキー型になっていたと思う。これに対し、現在は一方で国内で人口減少、高齢化に直面し新しい分野も小粒で多様となり、他方で情報通信技術の発展で製品イノベーションに「組み合わせ型」が多くなり、生産の海外展開、調整が容易になった。このため、多様で少量でも、素早くかつ新しく組み合わせを模索し、海外展開も早い、言わば横割り型のチーム型のようなものが優位性を持つことになってきたと考えられる。

バブルの崩壊後の不良債権処理のトラウマから、リスクテイクになかなかリソースを割けなかった日本の金融機関は、この新しい状況に上手く適合できず、案件があってもリスクを上手く管理できないので融資せず、融資しないからノウハウもたまらず、従って案件のリスクを上手く管理でき

ない、という負の相乗作用に落ち込むことになった可能性が高いと思う。そのため、現在の「需要がないから融資が出ない、逆に融資がないから需要も出ない」という両竦みの状況になったのではないかと考えている。また、既に述べたように、新しい成長分野と言われるところでは、そこで使われる情報通信技術の特性として、使っている人が多いほど使う利便性が高まるというネットワーク型の外部性が強いと思う。例えば、エネルギー分野でのスマートグリッドなどがその良い例である。こうしたネットワーク外部性が強いところでは、マーケットが十分に大きくないと個別の投資の期待リターンが低く、融資するにはリスクが大きいため融資しない、ということになりがちである。しかし、逆に融資が付かないから投資がされず、結果的にマーケットが立ち上がらないと、ここでも両竦み状況に陥っているように思える。そして情報通信技術の利用の幅の広がりから、こうしたネットワーク型外部性は従来型の産業にも生じつつあり、例えば農業にもそういったものがみられる。このように、金融システムの能力が十分に発揮されず、両竦みの状況に陥っている時は、竦みをほぐして金融システムの能力が発揮されるような仕組みを中央銀行が提供することは、その目的にかなっていないと考えている。そして同時にこの竦み状況が解消されたなら、それ以上中央銀行が介入するのは望ましくない。従って、こうした仕組みには期限を付け、かつできるだけ早く利用されるようにするのが望ましいと考えている。

以上を考慮すると、金融システム全体の能力向上という観点からは、第一に、資金供給対象を十分に広く採る、それから第二に、分野、取組み方針は金融機関側のイニシアチブを尊重する、という点が重要であり、成長基盤、つまり商品開発、技術開発、生産能力向上といった観点からは、第三に、貸付利率で優遇するだけでなく、貸付期間もある程度長くする必要があると考えている。そして、竦み構造を早く解消し、中長期的な成長期待を速やかに高めるためには、第四に、利用金融機関に早期にイニシアチブを立ち上げる誘因を与えることが必要であると考えている。骨子案はこの観点と整合的であり、適当であると考えている。金融機関との意見交換を

さらに進め、スキームの具体化を早期に図る観点から、この骨子素案を対外公表することに賛成である。

白川議長

それでは中村委員お願いします。

中村委員

欧州でのソブリン・リスクの問題が拡大する中で、我が国では、現状、長期金利が極めて低いことにより利払い負担が他国に比べて軽いことに加え、欧米諸国とは異なり、国内投資家が国債の太宗を保有していることや、税制を見直す余地が大きいことなどから、日本はギリシャと異なるとして、財政赤字を深刻な問題として受止めていない論調もみられる。しかしながら、他国比突出した債務比率を持続可能としてきた我が国の金融経済環境も、少子高齢化が進行する中で、永続は不可能であり、市場から宣告を受ける前に財政健全化の道筋を立てておくことが肝要だと思う。また、ECBは機能不全に陥った市場の回復をターゲットに、国債の買入れに踏み切ったが、様々な評価があるようである。当措置が市場安定化に向けた迅速な対応であったと評価する声がある一方、ECBはルビコン川を渡ったとして、マネタイゼーションに一步近付いたとの論調もみられる。国債買入れにより供給された資金を不胎化すると言っても、金額無制限オペを継続しているもとの不胎化は、実務的な困難を伴っており、今回の混乱への対応にECBが苦慮していることが窺われる。こうした中、導入の背景やECBの意図を十分に理解しないまま、ECBが国債を買い入れているという事実のみを論拠に、本行に国債買切りの増額を求める主張も聞かれる。今般、ECBが直面している状況を見ると、通貨や中央銀行に対する信認を維持することは非常に難しく、一旦、疑念を抱かれると、回復することは容易ではない。このため、本行に対する市場やマスコミ、分けても国民の信頼と理解を得るために、本行の政策方針や導入している施策について、引き続き地道に説明していく必要がある。

今般の欧州市場での混乱を受けて、各国ではドルの供給オペを再開したが、我が国では第一回目の落札額は限定的であった。他の指標と併せてみると、欧州では金融機関同士の相互不信感が高まり、長めの資金が円滑に調達できない状況に陥っている一方、我が国市場では総じて安定しているほか、邦銀も支障なくドル資金を調達できているようである。

国内の企業金融を取り巻く環境については、業種や規模によっては厳しさを残しつつも、全体としては緩和の動きが継続している。社債の発行スプレッドも、旺盛な投資需要にも支えられ、A格銘柄を中心に低下傾向にある。企業の資金需要が弱い中で運用難に陥っている金融機関等は、運用利回りを求めるため、信用リスクを取る形で、相対的にスプレッドが厚めの銘柄や残存期間が長めの社債へ積極的に投資しているようである。こうした状況下、企業金融を取り巻く環境は一段と緩和傾向が続いているようである。

次回決定会合までの金融市場調節方針については、日本経済はデフレから脱却し、物価安定のもとで持続的成長経路に復帰することを積極的に支えるため、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。

また、4月末の会合で公表した成長基盤強化のための資金供給面からの対応については、前回会合で議論した当措置にかかる留意点、すなわち、第一に、金融政策運営の制約にならないこと、第二に、ミクロ的な資源配分に介入しないこと、第三に、本行の資産の健全性を確保すること、といった点を踏まえたうえで、先程執行部から提示された資金供給の骨子素案に沿って、資金の供給主体となる民間金融機関や事業会社と意見交換を行い、実効性のあるスキームの成案を図って頂きたいと思う。本スキームは、中央銀行として異例の措置なだけに、関係者も具体的なイメージを持ちにくいと思われる。最近の新聞の論調をみても、本行が産業政策に関わり始めるのではないかといった誤解も見受けられる。このため、本骨子を公表することにより、主体はあくまでも民間金融機関であり、趣旨に沿った金融機関の金融仲介業務の進展を、本行は長めの低利資金を供給することによ

り側面から支援するとともに、呼び水効果を期待するとの本スキームの目的を関係者に理解してもらい、具体的な融資の取組みに関し、より中味のある議論に繋げていく必要があると思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

国内の金融環境は、全体として緩和方向の動きが続いている。すなわち、企業の資金調達コストは低下傾向が続き、CPや社債の発行環境も良好である。また、金融機関の貸出態度や企業の資金繰りも改善が続いている。中小・零細企業については、引き続き厳しい状況にあるが、景気の持ち直しや政策効果等もあって、全体としては改善方向にある。このように、景気が緩やかに回復しつつあり、金融環境の緩和方向の動きが続いている中でも、デフレからの脱却にはなお時間を要するとみられる。従って、金融市場調節の方針としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、現行の十分に低い0.1%に維持して金融緩和効果の一段の浸透に努め、デフレ脱却を推し進めていく姿勢を続けるべきだと考える。

最近の政策の評価としては、まず3月の会合で決定したやや長めの金利の低下を促す措置の拡充策は、所期の目的どおりTIBOR金利の低下をもたらし、金融緩和効果の浸透に成功していると思う。ただし、市場機能の状況については引き続き注意深くチェックしていく必要がある。5月初めに、本行を含む各国中央銀行が協調して再開したドル資金供給オペについては、金利が割高であることもあって落札額は僅かにとどまり、ドル市場金利の緩やかな上昇に歯止めを掛けるには至っていない。しかし、ドルをいつでも調達できる安心感を醸成し、ドルの流動性不安を契機とした金融市場全体の悪化を押さえ込む効果は発揮しているものと思う。

4月末の会合で検討を始めることとした日本経済の成長基盤の強化に資する新たな取組みについては、本行のデフレ脱却を強力に進めていく姿勢

をさらに鮮明に打出すものであり、時機を得たものであると思う。先程執行部より説明のあったスキームの骨子については、異存ない。そのうえで、今後詳細を詰めていく際の考え方を述べると、次のとおりである。まず、貸付期間については、成長基盤の強化には時間がかかることを考慮し、原則1年でも数回のロール・オーバーを可能とし、合計5年程度とすべきかと思う。次に、受付期間であるが、案件発掘に時間はかかるが、早期発掘のインセンティブを与え、かつドライブをかけるという意味から、そう長期間であってはならないと思われるため、2～3年程度の時限措置として打出するのが良いのではないかと思う。最後に、供給額については、案件ごとの上限は不要かと思うが、総額については、金融調節に支障を来さないような規模、しかし、あまり少額ではない、というのがどれ位か分からないが、数兆円程度になるのか、金融調節との兼ね合いがあるので、上限を定める必要があると思う。

なお、今後の金融政策運営に当たっては、引き続き以下の点に留意していく必要がある。まず、最も警戒が必要なのは、国際的な金融面の動きである。まずは、前半パートで述べた欧州のソブリン問題であるが、そのほかにも、米国当局が、ゴールドマンに続き別件で複数の大手金融機関に対して捜査を始めたこと、中国の過熱抑制策などにも注意が必要である。これら市場の不安によるリスク回避的な行動は、各国の実体経済へ負の影響を与える可能性があり、特に日本にとっては円高に繋がりやすいこともあって、景気や物価に対する大きな下振れリスクだと思う。

次に、各国の金融・財政政策の動向である。先進国では、財政建て直しに向けた動きが景気下振れに繋がるリスクがある。新興国・資源国では、景気が力強さを増していく中で引締めが遅れることによる景気の上振れ、資源価格の上振れリスクがある。ただ、引締めの遅れは、その後の強い引締めによる景気下振れのリスクを高めるため、問題はより大きいと考えられる。

このほか、世界経済の構造的な問題にも目を配る必要がある。今般の欧州におけるソブリン・リスクの高まりは、為替と金融政策は一つ、財政政

策は各国ばらばら、というユーロ体制が必然的に持つ根本的な構造問題を炙り出した。この問題を抱えたままでは、本件の解決は容易ならざるものがあると思われ、この先の推移には、大きな不確実性があると考えている。一方、日本のソブリン債務残高の名目GDP比率は世界で群を抜いており、財政赤字の名目GDP比率もかなり高い方である。ただし、欧州諸国や米英とは状況がかなり違っていることは事実である。しかしながら、今後益々国家財政への監視が厳しくなり、いずれ、日本のソブリン問題が顕在化する可能性は高く、このため、財政健全化に向けた取組みは極めて重要な課題であると考えている。また、世界経済の成長の中心が、先進国から新興国へと趨勢的に移っていく中、この先も日本が輸出依存の経済成長を続けていくためには、製品の最終需要地の中心を、先進国から新興国へと移していく必要がある。こうした世界経済の構造変化に、日本が柔軟に対応できるかどうかという点にも、不確実性があると考えている。

最後に、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成長経路に復帰することが極めて重要な課題であるとして認識し、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必要があることには変わりはない。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

最初に、我が国の金融環境の評価についてお話ししたいと思う。まず、短期金融市場だが、米欧での緊張感の高まりにも関わらず、国内のターム物金利は、短国レートが0.1%台前半で安定的に推移し、ユーロ円レートも低位横這いで推移するなど総じて落ち着いた状況が続いている。長期金利については、米欧につれて変動したが、下落幅は小幅にとどまっている。一方で、クレジット市場をみると、CPの発行環境は、企業の外部資金需要が引き続き弱いこともあって、引き続き良好である。社債市場も、国内

投資家の底堅い需要を背景に、スプレッドは安定的に推移しており、低格付社債に関しても、発行環境の改善が続いている。この間、株式市場では、米欧市場の影響を受けながら、大きく下落している。以上のような状況を踏まえると、金融環境の現状判断としては、「厳しさを残しつつも緩和方向の動きが続いている」ということで良いと思っている。

次に、政策金利だが、我が国の経済情勢を踏まえると、金利面や流動性供給の面から、引き続き、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが必要だと思う。従って、現在の誘導目標水準を維持することが適当であると考えている。

最後に、執行部から報告のあった、成長基盤強化を支援するための資金供給について、一言述べておきたいと思う。大枠については、骨子素案に示されている線で違和感はない。この骨子素案を公表して、金融機関などからしっかり意見を聴取したうえで、細部を詰めていくべきであると思う。ただその際に、やはり金融政策運営との関係をしっかりと整理しておく必要があるかと思う。そういったことを整理する中で、貸付期間をどうすべきなのか、それから貸付総額をどうすべきなのか、借り換えを最大何回まで認めるのか、こういったことについて答えを出していくべきだと思う。なるべく金融機関にインセンティブを与えるようにと考えると、貸付期間を長く取り、借り換え回数も多めにということになるが、一方で中央銀行としては、呼び水というところにポイントを置いた対応というのを忘れてはならないし、それをしっかり踏まえておくことが、金融政策運営との切り分けを明確にするのではないかとも思う。こういったことを念頭に置いて、これから議論を詰めていくべきだと思っている。そう申し上げたうえで、簡単に個別の論点について、私なりに考えているところをコメントしておきたいと思う。

まず貸付期間であるが、金融機関による成長基盤強化に関連する融資や投資の期間はそれなりに長いはずである。骨子素案のように貸付期間を原則1年として、そのうえで借り換えを認めることによって金融機関の融資期間に可能な限り対応してやるということが必要だと思う。それと同時に、

実質的に変動金利型にしておくことが、中央銀行としての施策という観点からも適当であると思っている。実質的な貸付期間という意味では、最大何回まで借り換えを認めるかということが問題になる。この点は、金融機関の融資・投資の実状や、本措置で金融機関にどの程度のインセンティブを与えることにするかといった判断とも関係するので、それらの点を踏まえたいうえで決定する必要があると思う。本措置の呼び水効果を最大限引き出すためには、借り換えをできるだけ多くできるようにすべきではないかという考え方もあると思っている。

次に、成長基盤強化の趣旨に合致する融資や投資をどう特定するかという点である。我々には、いわゆる目利きの力が蓄積されていないのは言うまでもない。政府の成長戦略で考えられている分野も踏まえながら、基本的には民間金融機関の判断に乗っていくということになるだろうと思っている。いずれにしても、本措置の趣旨から考えて、対象とする事業やプロジェクトの範囲を可能な限り広く取ることが重要だと思っている。

なお、まだ骨子の素案が出た段階であるので、少し先走り過ぎの感はあるが、今後金融機関との意見交換を長く続けていく過程で、金融機関の融資や投資を裏付けとした証券化商品の組成とか、その市場作りといった動きも出てくるかもしれない。そうした場合には、本行としては、証券化商品の適格担保化などの措置を講ずることも考えて良いのかもしれない。このようなやや長い目でみての本措置の発展可能性ということに関しても念頭に置いておく必要があるのではないかと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは宮尾委員、お願いします。

宮尾委員

それでは、金融環境については先程申し上げたので、金融政策に対する意見を申し上げます。先程も述べたように、我が国経済については、足許から先行きにかけて、緩やかな回復が続くとみられ、4月末の展望レポート

策定時に想定した回復パスを着実に辿るものというようにみている。欧州の財政赤字問題を巡る政治的なリスク、ないしは現在の市場の混乱がユーロ圏、ひいてはグローバルな景気回復の遅れをもたらす可能性というものはやはりしっかり念頭に置かなければならないが、現時点では、その影響は日、米、アジアの実体経済の好循環によって吸収可能ではないかと考えている。この点、先程自由討議の中で議論があった点に絡んで、少し付言させて頂くと、ギリシャ問題解決に時間がかかるというご議論があった。その際、二つに分けて考えられるかと思うが、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド等の財政再建に時間がかかるという面と、ユーロという制度を維持するためにドイツをはじめとする主要国が一致して行動する、そのためのポリティカル・ウィルを明確に示すのに時間がかかるという二つの側面があるかと思う。前者の面については、このこと自体のマグニチュードということで申し上げますと、ギリシャ等の財政赤字国の経済規模から判断すると、ユーロ圏全体に占める規模からみても、先程私が触れたように然程大きくはない。一方、後者の点について、つまり、ポリティカル・ウィルを明確に示すという点について、もしこちらに非常に長く時間がかかるということになると、その影響、あるいはマグニチュードはかなり甚大なものになるのではないかとというようにみている。現在、金融市場が何を懸念しているかと考えると、そのコミットメントがなかなか示されていない、ユーロ主要国の足並みがなかなか揃っていないということが最も懸念されていることではないかと感じているので、その結果、悲観的なセンチメントが続くことになると、グローバルな景気回復の腰折れという最も懸念される、あるいはマグニチュードの大きいシナリオにも繋がってしまいかねないという点である。この点については、私自身は、やはり非常に懸念しているので、今後も注視していきたいと思っている。こうした考察、考えを踏まえて、現在の経済・金融環境に対する現状認識並びに先行き見通しを踏まえると、次回決定会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促す、という現在の方針を維持して、引き続き緩和効果の浸透を図っていくこと

が適当であると考えている。

また、中長期的な成長基盤を支援する新たな措置に関しては、先程執行部が提案した素案の骨子に対して、特段の異論はない。今回の措置は、日本銀行が行動を起こすことにより、民間レベルにおける成長基盤強化の取組みの新たな発掘、ないしは実行を促すもので、先程山口副総裁もご指摘になられたように、期限を設けた呼び水というのが基本コンセプトであるという点をしっかりと踏まえることが重要かと思う。

今後、より具体的な検討を進めるに当たっては、日本銀行法で定められた目的を十分に踏まえ、本措置がくれぐれも金融機関の拙速な融資実行といった問題を招くことのないよう、細心の注意が必要である。4月30日の執行部への指示が公表されて以降のマスメディア等の報道振りをみると、詳細が不明であったこともあり、本措置の意図が必ずしも正確に伝わっていないようにも窺われる。今回は異例の措置であるだけに、国民に対する説明は、従来以上に丁寧に行っていくことが重要ではないかと思う。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、前回会合以降の市場の動向からみていきたいと思う。先程、経済・物価情勢のパートで何度も触れたが、4月末の会合以降、ギリシャ・ショック、米欧における金融規制を巡る動き、中国の金融引締め観測など、様々なイベントが次々と発生したことから、国際金融資本市場は急速に不安定化した。現在でも、予断を許す状況にはない。

もともと、欧州における財政問題は、統計改ざん等から信認が失墜したギリシャだけの問題ではない。そもそも財政赤字の拡大自体は、リーマン・ショック後の世界的な金融システム不安を背景とする急激な景気悪化に対して、大規模な財政政策で対応した各国が共通して抱えている問題で

ある。それが為替変動による域内貿易を通じた調整機能が働かず、厳しい財政規律が求められるユーロという単一通貨圏において、一気に表面化したものと捉えることができる。市場では、P I I G Sのソブリン・リスクや、それらの国に対するエクスポージャーが大きい金融機関のカウンターパーティ・リスクが、引き続き意識されている。こうした中、米欧金融市場では、株価が軟調地合いを続けているほか、ドルやユーロのL I B O R－O I Sスプレッドも拡大傾向を示している。また、為替市場では、ユーロが売られ円が買われやすい地合いとなっている。今のところ、我が国の短期金融市場や長期金利に、特段の影響はみられていない。金融環境も同様である。しかし財政赤字という点からは、むしろギリシャより深刻な我が国への飛び火も含めて、引き続き注意深くモニターを続けていく必要がある。

このように、国際金融資本市場は予断を許さない不安定な地合いとなっている。加えて、展望レポートで指摘した様々なリスク要因もあるので、我が国経済を取り巻く不確実性は、依然として高い状態が続いていると言わざるを得ない。日本銀行としては、引き続き極めて緩和的な金融環境を維持し、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路へ復帰していくよう、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。執行部におかれては、内外市場動向に幅広くアンテナを張り巡らし、市場機能への配慮のもと潤沢な資金供給を行いつつ、誘導目標金利を維持するよう、柔軟な調節を行って頂きたいと思う。

次に、成長基盤強化を資金供給面から支援する措置について意見を述べておきたいと思う。日本の長期低迷、デフレそして財政赤字問題の悪化の基本的な原因は、少子高齢化、人口減少を背景に、グローバル化が進展し、新しい環境への調整が必要であった時にバブルが発生したため、その新しい環境への調整負担がバブル崩壊とともに大きなものになって、遅れて日本経済に降りかかり、生産性あるいは潜在成長率の低下に繋がったことであると捉えている。現在、金融政策は実質ゼロ金利となっており、潜在成

長率を高める方向への融資に金融機関がより積極的になるためには、金利低下を促す効果だけでは力不足は否めない。物価安定のもとでの持続的な成長という金融政策の目標達成に資するべく、生産性を高めるために何かできることがあればやっていきたい、たとえそれが伝統的な政策とは異なるものであっても、と求めてきた。かつて不良債権処理が進まず、その懸念を強めていた時に、それがより促進されるように不良債権問題の基本的な考え方というペーパーを出すに当たって、株式を購入することでそれをサポートしようとしたのと似ていると考えている。今日も生産性を高める方向への構造調整はもう待ったなしで、これ以上遅らせる訳にはいかないという思いの強さが、このような措置を行うことに賛成する原動力となっている。

ただ、思いや理念は説明すれば伝わるだろうが、これまでのところ内容がまだ不明であることもあって、必ずしも市場からは積極的な賛成は聞かれない。民間の資源配分を歪める懸念、産業政策、産業金融であり中央銀行の仕事ではないとの違和感、リスク・マネーを供給できなければ効果は限定的だ、などである。

今回、執行部から提示された骨子素案に特に異論はない。これを公表したうえで、金融機関等との検討をさらに進めて頂き、今回の措置の理念に即したベストと思われるスキームの策定に向けて、先程の意見も踏まえて鋭意取り組んで頂きたいと思う。ここで、スキームを検討するに当たって留意して頂きたい点を、幾つか付け加えておきたいと思う。

第一に、これはお金の巡りを良くするための補助的な手段であり、日本銀行の財務の健全性に悪影響を与えたり、通常金融政策や円滑な金融調節の制約とならないようにすること、第二に、成長基盤強化に資する分野等の切り出し方が論点となるが、資金使途は限定的でないようにする一方で、1年物、固定金利方式、共通担保オペとして、単なるローンの低金利でのリファイナンスとならないように留意すること、第三に、政府系金融機関による政策金融、制度金融との棲み分け、第四に、今回の措置は、あくまできっかけ作りが目的であって、かつ構造調整は早くしなければ問題

は深刻化するので、受付期間は必要以上に長くしないこと。この制度を長く存続させると、成長基盤強化に公的な資金を当てにすることになり、自己矛盾を孕んでいると思うし、イグジットが難しくなる。現在、消費者物価（除く生鮮食品）前年比は、11年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる状況だが、その可能性を少しでも高めるために、現時点では、受付期間は展望の見通し期間と同程度の2年程度が望ましく、ルールは最大2回程度が適当でないかと考えている。金額についても早い者勝ちとなる程度が望ましいと思っている。

そして最後に私が最も重要だと考えている点だが、今回の措置の理念や考え方、中央銀行として何ができて、何ができないのか、金融機関や企業とよく対話するということである。確かに、目利きの力が低下している中で、成長分野を見出し、融資拡大を促していくことは、金融機関にとって簡単なことではない。しかし、お互いの立場を理解したうえで、真摯に対話を重ねていけば、我々の前向きな姿勢や考え方も次第に浸透していき、こうした貸出の重要性、緊急性の認識が高まっていくのではないだろうか。オペのスキームを策定する際には、それを実施することによるメリット、デメリットを慎重に検討する必要があるが、日本の成長基盤を強化するために今何が必要なのか、胸襟を開いて議論すること自体にデメリットはない。また、日本銀行が持っている有能なシンクタンク機能、そして支店のネットワークを活用して何か知恵を出すこと、そして、企業活動に資する具体的な情報発信や提言を積極的に行っていくことも、日本銀行に求められている重要なアクションの一つだと思っている。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

まず、金融環境について簡単に述べる。1～3月期のGDPの1次速報値で確認できた実体経済活動、あるいは最近の決算発表により判明した企

業収益の改善振りなどをみると、これまでの低金利による緩和の効果は一段と高まっていると判断して良いと思う。企業の外部資金需要はなお減少しており、銀行の法人向け貸出は6か月連続で前年を下回っている。こうした資金需要のもとで、直接金融市場では、CP発行金利の低位安定、社債の発行市場の堅調が続いている。欧州ソブリン問題は、我が国に対して、株式市場には相応の影響を及ぼしているが、その他の市場や金融システムへの影響は限定的であると言える。この問題が金融環境全般に与える影響は、これまでのところ軽微なものにとどまっているが、先行きについて十分注意しなければならないというのは、前半パートでも述べたとおりである。

次に、金融政策運営について、述べる。前半パートで議論した、金融情勢、あるいは物価情勢、その先行きの見通し、それからそれを巡る不確実性やリスク要因、こういったものを踏まえると、引き続き、潤沢かつ弾力的な資金供給を行うことにより、短期金融市場において、やや長めの金利を含め、極めて低水準の金利を維持し、このことを通じて、極めて緩和的な金融環境を維持していく、とのブロードな意味での金融市場調節方針を当分の間、堅持していくことが引き続き重要である。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促す、との現在の方針を維持することが適当である。

次に、先程、執行部から中間報告があった成長基盤強化を資金供給面から支援する措置について述べたいと思う。これまでの金融機関との意見交換からは、金融機関に一定のニーズがあるということであり、可及的早期の実施を目指して検討をさらに深めていく必要がある。また、本日の会合でコンセンサスを得られたものを骨子として公表することについては、異論はない。その執行部の骨子案の中身についても基本的に賛成である。

今後の検討に当たっての幾つかの論点については、既に出尽くしているとは思いますが、重複を避けて幾つかのポイントについて現時点での私の考えを述べたいと思う。第一に、本支援措置が、ミクロの資源配分である産

業金融とははっきりと一線を画するということが、また、金融機関の方針と自主的な判断をなるべく尊重するということが重要であり、これらの観点から、対象となる融資の特定、括り出しについては、極力幅広に規定するのが適当ではないかと考えている。第二に、金融機関からの申し出を受け付ける期間であるが、本支援措置の検討に至らしめたのは、前回の定例会合のステートメントでも明示しているとおおり、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題である、という認識であり、そうであれば、本措置は「百年河清を俟つ」という訳にはいかない性格のものである。従って、受け付ける期間については、今次展望レポートの見通し期間程度とするのが適当ではないかと考えている。第三に、実施期間、すなわち、貸付のタームとロール・オーバーの回数の積であるが、これは成長基盤強化という息の長い資金使途の性格からして、比較的長期のものが望ましいと考えている。第四に、貸付総額を設定することについては、本来の我々の金融政策、あるいは金融調節とのコンフリクトを予め避ける観点から、さらには先程も述べたように金融機関の早急な取組みを促す観点からも、必須であると考え。ただ、この場合、この総額がある種の目標額といった受止めはなされるべきではないというように考えている次第である。私からは以上である。

白川議長

それでは、最初に調節方針についてであるが、私も含めて皆さん現状の調節方針を維持するということである。この後、成長基盤の議論に入るが、その前に金融環境について、皆さんの議論も踏まえたうえで、多少自分の感想を申し上げたいと思う。金融市場については、ギリシャの問題もあったが、国内の金融市場への影響は総じて限定的である。勿論、株式市場は世界の各地と同じように影響を受けているが、資金市場という点についてみると、影響は限定的であると言えると思う。前回臨時会合で決定したドルのスワップについても、オペへの応募そのものは少ないが、ドル資金市場の安定という意味では、これは相応の役割を果たしているという評価で

あったと思う。それから、もう少し広い意味での金融環境であるが、昨日企画局からも説明があったが、B B B格の社債の発行についても、銘柄がさらに少しずつ広がってきている。それから自分自身にとって非常に印象的だったのは、中小企業の資金繰り判断D Iが、かなり長い時系列の中でみて、現在は過去の平均並みあるいは平均を上回るアンケートの結果もあったということである。勿論、小企業については非常に厳しいということには変わらない。いずれにしてもこの辺りについては、また来月以降のデータをみて、どういう言葉で表現するのが良いのかを考えていきたいと改めて思った。多くの方から、ギリシャの問題を受けて、改めて日本の財政政策の運営あるいはそれとの関連で日本銀行の国債オペの運営について言及があった。ギリシャの問題をみて改めて感じることは、金融市場の変化は、多くの人を感じられているように、ノンリニアなのだということだ。ギリシャを巡る情勢についても、例えば、昨年末あるいは今年の春から急激に変わった訳ではなく、客観情勢自体は昔からそう大きくは変わっていないにもかかわらず、ずっとギリシャの国債は非常に低い金利で発行できたという事実が現に長い間続いていた。しかし、一旦その認識が変わると、こういう状況になるということで、改めて市場というのはそういうものだという感じがする。勿論、今の日本の状況がギリシャと同じだと思っている訳ではないが、ただ、皆が日本の財政の状況が悪いということは認識している訳であり、最近はあまり長期金利が上がらないので、あまりそれを言うとオオカミ少年になるからと、言うことが一方で憚られる雰囲気がつい最近まであったが、改めて市場はノンリニアであるということ意識しておく必要があると思った。あのようなギリシャの問題が起こると、物事の本質がくっきりとみえてくるという感じがするが、過大な国債を抱えている国が過去歴史的にどういう形で国債の負担から脱却したかは、善し悪しは別にして、三つしかないと思う。一つは、債務の棒引きで、日本もこれは戦争直後にやった訳である。二つ目は、人々の予想を上回る規模でインフレを起こすということである。しかし、この方法は、今の金融市場のグローバル化のもとでは、實際上取り得ないというか、やる

うと思ってもすぐにマーケットが反応するので、インフレ政策で解決できるという認識自体がそもそも甘いという感じがある。そうすると、結局は財政改革というか、経済改革に取り組むしか基本的には解決の道はないということだと思う。その間、中央銀行ができることは、金融政策が物価の安定を通じて経済の持続的な発展に貢献していくのだという姿勢に、全くブレがないということを常に示していくということである。そうでないと、ファンダメンタルズが悪い中で、非常に危険な状況になるということを改めて認識させられた一連の出来事であったという感じがする。

それから成長基盤の強化を支援するための資金供給であるが、皆さんのご意見を纏めると、幾つかの点に集約されると思う。一つは、執行部から報告のあった骨子素案のような枠組みとすることが適当であるということである。二つ目は、金融機関との意見交換をさらに進めてスキームの具体化を早期に図る観点から、骨子素案を対外公表することが適当であるということであった。三番目に、改めて丁寧な説明が必要であるということ全員が指摘されていたと思う。4月末の段階では、勿論、中身について固まっている訳ではないので、ある程度は仕方がないが、今回の素案に当たるものを、もっと素案の素案のような形でしか出せなかった。しかし、丁寧な説明をしていくことが大事であるということであった。丁寧な説明とも多少オーバーラップするが、日本銀行としてより広い意味で対話の努力をしていく必要があるということで、成長基盤の強化に向けて何が必要なのか、あるいは日本の経済が直面している本質的な問題は何なのかについての議論も必要であるし、議論の過程で、例えば証券化であるとか、そういう具体的な市場整備の話も中央銀行として色々な形で協力していくことが必要である。そういうことも含めて、対外的な情報発信も大事である。

少し中身に即して皆さんから頂いたご意見を要約すると、二つある。一つは、日本銀行の本来的な政策である金融政策の遂行能力に悪影響が出ないように、金融政策と整合的なものでなければならないということである。そうした面から、先程の様々な論点についてしっかり考えていく必要がある

るが、一つの大きな判断軸は金融政策の遂行能力に悪影響が出ないようにしていくということだと思う。二つ目に、日本銀行自身に審査能力がある訳ではないので、個別産業あるいは企業のミクロの資源配分への介入とならないように、制度設計をしていく必要があるということである。その面からは、民間金融機関の自主的な取組みを後押ししていくということが、その制度設計の中に基本的になくってはならないということであったと思う。幾つかの点について皆さんのご意見を纏めてみると、これは次回以降また各論を決定していく訳であるが、貸付期間については、先程の金融政策の遂行能力との関係を意識しなければならない一方で、成長基盤強化を支援していくということを考えると、ある程度期間がかかるということも意識しなくてはならない。同時に、これをずっとやっていくという訳ではなく、これはあくまでも呼び水としてやっていくということであるので、ある程度期間を区切ってやっていく必要があるということである。これも多くの方が共通していたかと思う。それから、貸付の総額については、これは金融政策との関係で、総額は設けておいた方が良いということであったし、貸付期間については、ある程度の時限性を設けるということであった。何人かの方は、今次展望レポートの見通し期間ということを言及されていて——全員が言及していた訳ではないが——、多くの方がそういう意見であったというように思う。

対外情報発信について、少し申し上げたいと思う。これは今まで私もそうであるし、他の政策委員会メンバーも色々な形で情報発信してきたことではあるが、改めて今回の措置との関係で、どういう情報発信をしてきたかということ振り返ってみたいと思う。まず、日本経済が今直面している最も深刻な問題は何かと問われれば、それは潜在成長率の趨勢的な低下傾向であると思う。分解すると、人口動態の変化と生産性の低迷ということになると思う。しかも、人口動態の変化と生産性の低迷ということが複雑に絡み合っているという感じがする。この結果、需要の本格的な増加に繋がらないということで、このことがデフレの大きな原因にもなっている。そういう意味で、生産性を高めていくことがデフレの問題の解決にもなる

が、何よりも日本経済が直面している最も大きな問題がここである以上、これを解決していくことが大事だということである。ただ、日本銀行自身がこうした問題を全て解決できる訳ではない。デフレ問題との関係でいくと、まず短期的な需給バランスへの働きかけという意味で、実質ゼロ金利の低金利政策を現在粘り強く続けている訳である。それから中長期的な予想インフレ率という面では、2%以下でプラスであるという形で、中長期的な物価安定の理解を公表している。もっとも、根源的な部分についてはどうするのかということであるが、それ自体は中央銀行の有している手段で直ちに対応できるという訳ではないが、それでも中央銀行として有する手段でどのような貢献ができるかを真摯に考えることは必要であるし、それは責務であると思う。そういうことで今回この素案の提示があって、これから検討する訳である。今日以降、外にこの素案を出した時に、また色々なレスポンスがある訳であるが、先程どなたかが言及されたが、足りないのは流動性ではなく、基本的にエクイティの問題であって、日本銀行が流動性を供給してもこれは問題の解決にならない、あるいは日本銀行が産業政策に入っていくのか、そうことに對してどう説明していくのかである。

自分自身はこんなふうを感じている。確かに、成長基盤の強化には、リスク・マネーが十分供給される必要があるということ、現在の日本では、流動性が大きく不足しているという訳ではないので、そういう意味では、リスク・マネーが大事であるという点については、勿論これはそうであると思う。ただ、日本の戦後を考えてみてもそうであるが、その後大きく成長する企業を誰が支えたのかというと、それは銀行であったと思う。色々な国によって、勿論金融仲介の構造は異なるが、銀行がこの面でも役割を果たしていくということには変わりはない。銀行以外の人にも勿論頑張っ
て欲しいが、その面で、日本銀行から提供される流動性がある程度の期間低利で供給されるということは、これは一つの後押し材料であると思う。少し長い期間、こういう成長基盤強化の融資に取り組む時に、この面からの不安感が少ないということが一つの安心材料であると思う。その時に、日本銀行の果たしている成長基盤強化に関する役割は、先程、西村副総裁

がおっしゃったように、ネットワークになると思う。最初から日本銀行だけで何か自己完結的にできるという性格の話ではないし、一つの民間金融機関だけでできるという自己完結でもないと思う。そういう意味では、民間金融機関、資本市場を担うプレイヤー、政府系金融機関、それから政府、日本銀行、色々なプレイヤーの努力が結集して、初めて実現するものだと思う。であるから、日本銀行が提供するの流動性だから意味がないのではなく、流動性という面で役割を果たしていくということが相応に評価されて良いというように思う。そういうことを一つの短い言葉で皆に理解してもらうのはなかなか難しいのだが、ただそういう感覚は民間との間で共有できれば良いと思う。私からは長くなったが以上である。

調節方針については、皆さん全員現状維持であった。調節方針に付随した金融環境の評価については、また後からお聞きすることにして、最初に、成長基盤強化を支援するための資金供給について、先程の私の総括も含めて、皆さんから追加的なご意見を頂ければと思う。

今日は、骨子の、しかも素案であるし、これから民間金融機関の意見を聞いて決めようということなので、今日はなかなか意見が出にくくて、先程、基本的な精神として各委員がおっしゃったことにほぼ尽きるという感じもするが。

西村副総裁

非常に抽象的なことになってしまうが、先程、両竦みの状態と申し上げた。要するに、何と言うか、英語で言えばディフィティズムである。その影響が蔓延して、しかもコレクティブ・ディフィティズムになっているのが一番大きな問題なので、ここを何とか脱却しなければいけない。なぜそういうことになるかという、先程申し上げたネットワークの問題が大きな問題になっていて、それをなかなか理解してもらえないというのが一番大きな問題であると思う。これは、具体的に例を積み上げていく、ケースを積み上げていくということだろうと思うので、先程、須田委員からもお話があったが、我々も持っているネットワークを最大限に利用して、そ

ういうところに働きかけていくことが重要ではないかと思っている。

須田委員

先程、白川議長が、戦後は金融機関が例えばベンチャーとか新規企業に資金を出してきたのではないかとおっしゃっていたが、今そのところが失われていると思う。昔は、貸出と言ってもエクイティに近くて、金融機関の人もフロー——純増分——の話しかしないで、残高を返してくれというような感覚はなかった。それが問題だということになって今変わってきている訳だが、借り手は借りたものをすぐ返さなくてはいけないということになると本当に安心できない。他方、調達資金をロールする際、金融機関側からみて、それに対応する貸出をどうするかということも考えなくてはいけないのでは安心できない。もし、成長基盤強化で貸した、借りたということであれば、貸し手も借り手もこの間はしっかりと最大期限まで貸借できるという意識を持てる。もっとも、貸し手のタイムスパン——ここでのロール期間——とビジネスをやっていくうえでのタイムスパンは違ってくると思う。その辺りの対話もしていかないと、金融機関から資金は出ていくが、なかなか新しいところには出ていきづらいという気はする。

白川議長

最終的にエクイティの問題というのはある。ただ、資本と流動性というのは全く無関係ではないし、我々ができるのは流動性の部分ではあるが、その点で金利と期間の面でインセンティブを与えていく訳である。しかし、このことだけで全く大丈夫だ、このことだけで金融機関がやっていくというのはやはり難しいであろう。

須田委員

それはそうだが、金融機関の姿勢——自分達がこういったところに貸していくことが、結局は自分達の利益にもなるし、国のためとまでは言わないまでも、相手の企業にとっても望ましいという思い——がもう少し高

まっていかなないとなかなか効果が出てこないという気はする。本行は流動性をロールで供給するだけであっても、彼等は、相手の企業によりエクイティに近いものを貸し、その代わりにお目付け役が——昔よくいた番頭さんのようなものが——入り込んで、ビジネスをやるうえでの様々なノウハウを供給するということも、これから先やっていって欲しいということも含めて広がっていったら良いと私は思う。

白川議長

多少コミュニケーション上難しいと思うのは、前回我々が案を発表した後の民間金融機関の反応あるいは経営者の反応の中に——そのように明示的に言っている訳ではないが——、日本銀行が民間金融機関の努力が足りない、ある種上から目線で言っていると受止める向きもあったと思う。これは別に民間金融機関の経営者が悪いという話ではなく——勿論そういう面がないとは言わないが——、基本的には先程西村副総裁がおっしゃったようにネットワーク的な感じがあると思う。そういう意味で、我々自身が対外発信をする時に、その金融機関の努力が足りないから我々が後押しするという感じになるのではなく、これは取り組んで欲しいということであるから、ともにやっっていこうという方が——正確な分析をした場合にどうかは分からないが——コミュニケーション上は私は良いと思う。複雑な思いは色々あるのだが。

中村委員

私は、金融機関に対しては、できるだけまずトップに理解してもらう必要があると思う。銀行サイドにも、戦後は起業の手助け的なことを行っており、原点に戻って成長資金を出していくことの必要性や有担保主義だけでは良くないという認識はあるようだ。従って、金融機関のトップにきちんと趣旨を理解してもらい、その気になってもらうことが必要ではないかと思う。

白川議長

作った以上、利用してもらわないといけない。

須田委員

利用はして欲しいが、実態が動き出して、別に利用しなくて良いということになれば、それが一番だと思う。先程も言ったように量で評価することはやめたいと思う。

白川議長

それはそうである。前回の記者会見の中でも、量を追求していくという話はしていない。ただ、こういう制度を作って支援していくということは、具体的に制度の利用がある程度あって、それで上手くいけば、展開していくという話であろう。勿論、全くゼロで上手く行くというのは、観念的にはあり得ると思うが。

須田委員

A B C Pを買った時を思い出すと、中央銀行がそういったものも買うならと言って、周りが取引するようになった。だから、これは、別に努力が足りないということではなく、本当に成長分野にお金を流すことが大事だという思いをしっかりと伝えて、彼等が自分で動くようになっていかないか——A B C Pの時を思い出しながら、楽観的ではないが——という希望を持っている。

亀崎委員

今現在のデフレを脱却するというより、私はこの問題は、要するに戦後欧米に追い付いて、この20年間の低迷や人口動態の変化もある中で、成長基盤を見出していこうという、非常に重要な問題だと思っている。そういう意味では、各経済主体と金融機関と政府も一体となって打破していくような、そういう大きな根源的な問題だと思う。そこに、それをネットワー

クとおっしゃっていると思うが、その一体となった活動に、日本銀行としては、資金供給機能を活かして参加するというか後押しする、支援する、言ってみればネットワークに参加する、ネットワークを支援するという立場だと思う。それだけ深刻な問題に今行き当たっていると思う。

須田委員

一体となってやると言った時に、難しさがある。日本銀行は呼び水であるということだ。皆がもっとやっていかなくてはいけない中で、日本銀行は出ていかなくてはいけない。本当はまだまだ時間がかかることだが、なるべく短期決戦でという意識を我々としては持ってやらざるを得ない。そこに難しさがあると思う。

亀崎委員

私は、そこは時限措置だと言っている。

須田委員

時限措置だが、もっと一体となつてと言うか、皆でやっていくと言うのは…。

亀崎委員

ずっと続けていかなければいけない。呼び水であるな。

白川議長

全員がおっしゃっていたが、一方で金融政策との関係もきちんと説明する必要があるのは皆さんがシェアした感覚だと思う。

野田委員

多分ご賛同は得られないと思うが、今の議論をお聞きしていると、「成長基盤強化を支援する」というのがいけないのであって、「参加するため

の」とか。支援などという先程の上から目線というニュアンスも出てくるのも事実である。それなら、他にどういう言葉を使うかというところ…。

白川議長

そういう意味では、記者会見とか割合普通の会話の時には、例えば「後押しする」とか「期限を区切って後押しする」とか、そういう言葉を使うが、フォーマルな文章の時に使うのはなかなか難しいと思う。

野田委員

ご賛同は得られないと思ったが。

中村委員

お手伝いとか。

白川議長

他にご意見はないか。ないようであれば、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。香川財務省大臣官房総括審議官、お願いします。

香川財務省大臣官房総括審議官

我が国の経済情勢をみると、景気は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、緊急経済対策を推進し、平成 22 年度予算を着実に執行するとともに、「新成長戦略(基本方針)」の具体化を行い、その実現を図っていく。

本日のご議論にあった成長基盤の強化に資する資金供給面での新たな取組みについては、実効性のある枠組みとなるようご検討頂きたいと考えている。

また、日本銀行におかれても、デフレ克服に粘り強く取り組む決意を示されているところであり、引き続き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。以上である。

白川議長

それでは、梅溪内閣府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

昨日公表した1～3月期のGDP速報では、実質成長率は前期比年率+4.9%、名目成長率も同じく+4.9%となった。これは、景気の着実な持ち直しの動きを反映しているが、外需の高い伸びや政策効果にも支えられているものである。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。消費者物価指数は、基調として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の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、緊急経済対策と平成22年度予算に盛り込まれた施策等を着実かつ的確に実施していく。また、「新成長戦略」の全体像の取り纏めを急ぐとともに、財政健全化への道筋を国民にお示しし、その責任を果たす対応に取り組んでいく。日本銀行におかれては、中長期的にみて物価が安定していると理解する消費者物価上昇率に関し、「2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」としていることに加え、先日の展望レポートにおいて、来年度はプラスに転じる見通しとしたことを踏まえ、その見通しの実現に向け、引き続き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。なお、市場はこのところ急激な変動を示している。政府は市場の安定を望んでいるところであり、日本銀行におかれても、本日議論があったように、引き続き市場動向に注視して頂きたいと考える。以上である。

VI. 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・物価情勢等と成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子素案の公表に関する記述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

二組お配りしてある。一枚目が金融市場調節方針、二枚目が政策運営のステートメントである。それでは一枚目から読み上げさせて頂く。「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。二枚目は対外公表文であるが、今回は展望レポート後であることと、特に現状評価についてはそれぞれの項目が少しずつ変わっているので、見え消し版はお配りしていないので、このまま読み上げさせて頂く。それから、2. の評価は「回復しつつある」で変えている。読み上げる。「2010年5月21日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. わが

国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある。すなわち、新興国経済の高成長などを背景に、輸出や生産は増加を続けている。そうしたもとで、設備投資は持ち直しに転じつつある。個人消費は、各種対策の効果もあって、耐久消費財を中心に持ち直している。公共投資は減少している。この間、金融環境をみると、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、その幅は縮小傾向を続けている。3. 先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、回復傾向を辿るとみられる。物価面では、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、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、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小していくと考えられる。4. リスク要因をみると、景気については、新興国・資源国の経済の強まりなど上振れ要因がある一方で、国際金融面での動きなど下振れリスクもある。この点、一部欧州諸国における財政状況を巡る動きが、国際金融や世界経済に与える影響に注意する必要がある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。」この4.のリスク要因のところは、基本的には展望レポート以降の記述であるが、この「国際金融面での動き」のところ、昨日今日ということではなく、この間の欧州諸国における財政状況を巡る様々な動きについて、切り出して一点書いてあることが変化点である。「5. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである。6. 日本銀行では、本年4月30日の政策委員会・金融政策決定会合において、成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援していくこととし、その方法を検討してきた。本日の会合では、執行部からの報告を踏まえ、

別紙のとおり資金供給の方法の骨子素案を取り纏めるとともに、これを公表し、より具体的な検討を進めていくこととした。以上」である。別紙では、先程のご報告の中であった「電子貸付」という言葉を書いている。以上である。

野田委員

骨子素案というのは、まだこの段階でも素案ということか。全部決定するまでは素案であると、そういう意味であるな。

須田委員

私はどうしようかと考えている点がある。「緩やかに回復しつつある」というのは英語ではどう言うのか。

雨宮企画局長

「is starting to recover moderately」である。

須田委員

その前の「回復に転じつつある」と言っていた時は、どういう言い方をしていたか。

雨宮企画局長

ほとんど変わらない。

須田委員

前日も持ち直しの話でそこが議論になった。足許までは確かに分かっている、自律的な回復がまだなかなかみえないということは共有しているが、月報の先行きの見通しは展望レポートよりも短期的なものだから回復に自信を持たれているのか、あるいはもう少し短期的云々ということではないということなのか。この「回復しつつある」と、いずれ「回復している」

とすることへの繋がりをどのように捉えておけば良いのか、その部分をもう少し確認したい。「回復しつつある」から「回復している」へ変わっていく時、どういうイメージを持たれているのか。

白川議長

これは私が言うのはどうかと思うが、先程、中村委員あるいは亀崎委員がおっしゃっていた。現状でも「回復している」でも良いかとも思うが、しかしまだデータをもう少し確認してみたい、そういう意味で、今回刻んでいると。先程はそういう趣旨でおっしゃっていたと思う。

須田委員

それなら、「回復している」でも、それほど違和感はなかったと言うことか。

亀崎委員

私はそう思った。ただ、先程申し上げたように、輸出、生産はもう良いのだが、他のものをみると、もう少しまだかなと思った。そうであれば、どちらかと言うと「しつつある」の方が良いと思った。

須田委員

そうすると、生産ではなく消費の広がりや設備投資がよりみえてくれば、そこでということか。

山口副総裁

国内民需の自律回復について、もう少し我々が自信を持てればということだと思う。

中村委員

消費について、このデータがこうだったらということはないと思うが。

須田委員

いずれにしても、どこかで表現を変えていく訳であるが、展望レポートの中でも回復しか言っていないので、どの道「回復」に変えていくことになるので、あとはどういうふうに表現を変えていくかという選び方だと思っている。できるだけ小さい一歩一歩で行くか、あるいはある程度間をおいて様子をみながらとするのか、その選択だけだと思っている。

亀崎委員

この状況だと、例えば短観などをもう少しみてみたいと思う。

野田委員

私も少し申し上げたように、概要のところに出ている「設備・雇用の過剰感が強いことなどから、当面、緩やかな持ち直しにとどまる」という辺りの、その「とどまる」にしても、もう少し先が緩やかな持ち直しにとどまらずに、もう少し拡張していくという確信が得られるということであろう。今、亀崎委員がおっしゃったように、例えば短観で少しその辺が、設備・雇用の過剰という意味では、もう少し新しい何かがないかと。それがまさにおっしゃるような自律的回復の芽が大きく膨らむ、膨らみが確からしくなるということだろうと思う。

須田委員

了解した。この「回復しつつある」からすぐに「回復している」となるのではなく、もう少し時間はかかるということであるならば、多分、タイムスパンはそれほど違わないと思う。

野田委員

我々が展望レポートで議論したようなパスを辿るとすれば、恐らくそう遠くない時期に「しつつある」は取れるだろうということだが、そうでは

ない不確実性もまだ残っているということである。

須田委員

承知した。

白川議長

この文章についてはそういうことで、次回以降、毎回毎回点検していくことになる。他にご意見はないか。

それでは、議長提案の最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者にはご退席頂きたい。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

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

飯野政策委員会室長

準備ができた。

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

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。それから、政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VII. 議事要旨（4月30日開催分）の承認

白川議長

最後に、4月30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

宮尾審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 26 日水曜日の 8 時 50 分に对外公表する予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、6 月 14、15 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ます。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 42 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 42 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願います。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 37 分閉会)

以 上