

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年12月20日（14:00～16:50）

12月21日（9:00～12:50）

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（ 〃 ）  
森本宜久（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 木下康司 大臣官房総括審議官（20日）  
櫻井 充 財務副大臣（21日）  
内閣府 井上裕行 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	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	櫛田誠希
企画局審議役	梅森 徹（21日9:00～9:13）
企画局政策企画課長	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	千田英継（21日9:00～9:13）
企画局企画役	大山慎介
企画局企画役	一上 響

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行であるが、本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決、五番目に 10 月 28 日、11 月 4、5 日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に 2010 年 7 月から 2011 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日の変更の承認、それから 2011 年 1 月から 12 月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。政府出席者をご紹介する。財務省からは木下康司大臣官房総括審議官、内閣府からは井上裕行大臣官房審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向をお願いします。

外山金融市場局長

それでは、お手許の資料に即して、まず、金融調節の運営実績から申し上げる。まず、図表 1-1 であるが、左端の無担保コールレート（オーバーナイト物）は、前回決定会合以降 0.083～0.095%と誘導目標レンジの範

圏内で推移した。12月初めの税揚げに向けて地方銀行が調達姿勢を前傾化させたことから、11月末から12月初めにかけてレートがやや強含む場面もみられたが、基本的には本行による潤沢な資金供給を受け、落ち着いて推移した。当座預金残高は16～20兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は、  
で推移した。次の図表1-2で、日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、外銀の当座預金残高が5兆円前後と引き続き高水準で推移しているのが目立つ。欧州において、周辺国のソブリン・リスク問題が再び台頭し、円転地合いが強まったことや一部邦銀の外債投資原資が外銀との為替スワップで調達されたことが背景である。12月入り以降、円転が効きにくくなる局面において、外銀の超過準備が幾分減少することもあったが、足許は再び5兆円台に復している。また、12月入り以降は、本行オペを積極的に利用する方針に転換した証券勢が当座預金に資金を抱え込む動きが目立った。この間、都銀は一部  
行を除き、積み進捗ペースの調整に努めてきており、中には積みを抑制するためレポ市場での放出目線を0.10%にまで切下げる動きもみられた。ただし、積み期終盤に、レポ市場での資金調達の動きが限られる中、放出し切れず、一部大手都銀が12月14日に積み終える結果となった。図表1-3の下段で、GCレポ・レート（S/N）をご覧頂くと、0.095～0.130%で推移した。元々、証券会社は金利低下を見込んで、債券在庫を厚めに保有していたところ、米国金利の上昇を受け、都銀勢がリスク量縮減や損失抑制のために、長期ゾーンのみならず短期ゾーンの債券まで纏まった売却を行い、これを引き受けた証券会社の在庫がさらに嵩んだことから、税揚げのタイミングで都銀勢が大きく放出を絞り込んだことと相俟って、レートが上昇する場面もあった。もっとも、11月末以降は、都銀の債券売却が一服したことや、証券会社が本行オペに積極的に応札し、資金繰りに目途が付いたことから、レートは低下した。また、12月10日には、担保繰りに窮した一部の証券会社が担保となる債券をレポ市場で調達したことから、レートが0.10%を割り込む場面もみられた。さらに足許では、証券会社の在庫が総じて軽くなっていることもレートの低位安定に寄与している。

図表 1-6 で、オペ運営について説明申し上げる。11 月から 12 月前半にかけて財政が国債発行や税揚げで大きく資金を吸い上げる中、基金の運営による資金供給をややペースアップしたほか、金利入札方式共通担保オペもほぼ毎日オファーして、潤沢な資金供給に努めた。このうち、金利入札方式共通担保オペは T + 2 ベースでの 1 か月程度の期間のものを主力としたが、資金偏在が起りやすいと見込まれる日については T + 4 ベースで早めのオファーを行ったほか、市場の地合いをみながら、随時 T + 1 ベースでの短めのオペも実施した。国庫短期証券買入れや国債買入れについては、証券会社の在庫の重さを反映し、やや甘めのレートでの決着が目立った。右側の基金の運営について申し上げる。前回決定会合以降、3 か月物の共通担保オペは、本日も含めて 13 回オファーをしている。証券会社の応札が増えたことから応札倍率は一頃より回復し、5 倍前後となっている。また、6 か月物は 2 回オファーし、いずれも倍率は 4 倍台となった。9 月開始以降、6 か月物のオペは累計で 5 回実施し、残高も 4 兆円にまで積み上がってきている。国庫短期証券買入れは 11 月 9 日以降本日も含め、4 回に亘って 1,500 億円ずつオファーした。残存期間が 1 年に近い長めの物を中心に応札された。国債買入れは 11 月 8 日以降、1,500 億円ずつ 2 回実施した。10 年債、5 年債で残存期間が 2 年に近いものも対象銘柄としたが、2 年債のカレント物を中心に応札された。これらのオペにおける落札レートは、相当するタームの流通利回りが上昇傾向を辿ったことから、回を追って上昇したが、市場実勢に即したものとなった。社債等買入れは 12 月 3 日に実施した。証券会社が積極的に集玉してオペに臨んだことから、応札倍率は 2.70 倍となった。初回で目線が定まりにくかったこともあり、落札決定レート 0.151% に対し、平均落札レート 0.185% と相応の開きがあった。CP 買入れは 12 月 10 日に実施した。応札倍率は 5.05 倍で、落札決定レートは 0.131% であった。また、信託銀行を通じて実施する ETF 買入れは、12 月 15 日に初回分が実施され、142 億円を買い入れた。また、REIT の買入れは 12 月 16 日に初回分が実施され、22 億円を買い入れた。米ドル資金供給オペは 11 月 30 日に実施したが、5 回連続

で応札がみられなかった。11月30日、成長基盤強化を支援するための資金供給について第二回分として、約1兆円の貸付けを通知した。

図表1-8で、日本銀行のバランスシートをご覧頂くと、資産買入等の残高が増加するにつれ、バランスシートの規模も漸次拡大し、足許では約130兆円となっている。図表1-9で、本行受入担保残高の推移をご覧頂くと、11月末の残高は121.9兆円と既往ピークを更新した。共通担保オペの残高が増加するに伴い、国債の担保差入れ額が増加したことによる。

次に、市場動向についてご説明する。図表2-1までお進み頂きたい。まず、短期金利であるが、11月中旬以降、長期金利の上昇が波及する形で、短国レートがじわじわと上昇した。円高一服で海外投資家の購入姿勢が後退したことも背景にある。この間の入札も予想よりも弱めに入ったり、流れたりすることが多く、特に12月14日の1年物の入札においては、応札倍率が市中公募開始以降、既往最低となる1.81倍にとどまる中、落札レートも事前の予想を大幅に上回る0.19%にまで跳ね上がった。長めのゾーンは投資家の層が薄く、銀行勢が買いを見送ったことで札が大きく流れ、他のゾーンにまで金利上昇が波及した。もっとも、その後、利が乗ったところで買い向かう動きも出始め、12月15日の3か月物の入札が無難に終了したことをきっかけとして、短国市場は全体として落ち着きを取り戻している。一方、ユーロ円レートであるが、足許、短期金利全般の強含みを受けて、幾分上昇した。図表2-2の上段であるが、LIBORについては、為替スワップ市場が円転地合いとなるもと、欧米のパネル行が提示レートを下げたことから、0.18%まで低下した。この間、TIBORについては、横這いで推移している。図表2-2の下段及び図表2-3でCP発行レートをご覧頂くと、短国レートの上昇につれる形で、ややレートが上昇したが、短国レートとのスプレッドについては全体として大きな変化はみられていない。ただし、スプレッドの縮小余地が残されていたABC Pについては幾分タイト化した。なお、図表2-3にシャドーの部分があるが、これは注4にあるように、シャドーの上限はパリバ・ショックからリーマン・ショックまでの平均、下限は2004年1月からパリバ・ショッ

クまでの平均を取って、過去との比較のために表示している。図表 2-4 の上段で、主要通貨のターム物金利についてご説明する。ドルについては、一部欧州周辺国銀行のCPを米国のMMFが引き受けなくなったといったアネクドタルな事例が伝わっているほか、LIBORが僅かに上昇したが、LIBOR-OISは比較的落ち着いていて、全体としては春先にギリシャ問題が台頭した時ほど緊張感が高まっている訳ではない。また、ユーロについても、ECBの資金供給量はほぼ横這いで推移しており、アイルランドの銀行を除いては、周辺国銀行のECB依存度も概ね低下してきている。図表 2-4 の下段で、為替スワップ市場についてご覧頂くと、前回決定会合以降、欧州ソブリン・リスク問題の再燃を受けて、円転地合いがやや強まる局面がみられた。邦銀のドル調達レートも上昇したが、足許では元の水準に復している。一方、ユーロ/ドル市場においては、アイルランドの格下げ等もあって、さらにユーロ転地合いが幾分強まっている。図表 2-6 で長期金利をご覧頂くと、グローバルな連動性が高まっているもとの、日米欧とも大きく上昇している。11月初めのFOMCで決定されたLSAPに対し、内外から批判が高まり、さらなる追加緩和が遠のいたとみられたこと、11月雇用統計を除き米国経済の改善を示す経済指標が多くみられたこと、ブッシュ減税の延長を受け、先行き成長見通しが上方修正され、追加緩和の可能性が一層遠のいたとの見方が強まったこと、欧州のソブリン・リスク問題の再燃により、各国の財政状況に注目が集まったこと、などがその背景として挙げられている。邦銀を含め、LSAP決定に至る過程で長期債保有を大きく積み上げていた先が、金利上昇でリスク量を落とさざるを得なくなり、そのための債券売却がさらに金利を上昇させるといった循環が形成されたことも、相場の動きを加速させたものとみられている。図表 2-7 で、我が国のイールド・カーブをご覧頂くと、6年から9年ゾーンでの上昇幅が大きくなってきているが、上昇は全ゾーンに亘っている。長期債の売却による損失を、利が乗った中期債の売却益で埋め合わせようとする動きなどから、次第に金利上昇が中期ゾーンへと波及し、中期ゾーンでも損切りを余儀なくされる展開になっていった

ものとみられる。図表 2-8 の上段で、インプライド・ボラティリティを  
ご覧頂くと、日米ともに上昇している。もっとも、欧州ソブリン債の格付  
けを巡る動きを背景とした米国金利の低下や、官公庁系の銀行による押目  
買いを受けて、先週末以降は金利は幾分落ち着いて推移している。図表  
2-9 と 2-10 で、社債流通利回りのスプレッドをご覧頂くと、本行の買  
入対象となる残存 3 年未満の A 格、B B B 格の格付けを中心としてタイト  
化した。また、本行の買入対象とならない残存 3 年以上 7 年未満、特に 5  
年未満の銘柄についても格付けの低い物を中心に、スプレッドがタイト化  
した。市場からは本行の買入れに応じるために、一部証券会社が高値で集  
玉したところ、信託や年金がこれに応じて益出しを行い、より長めの社債  
や国債に入れ替えているとの声が聞かれている。なお、こうした取引は一  
時的なもののみなされている限り、売買参考統計値には必ずしも反映され  
ていないとの声もあった。

図表 2-12 まで進んで頂き、株式相場であるが、前回決定会合以降、欧  
州ソブリン・リスク問題を巡るニュース等による振れを伴いながらも、経  
済指標の改善を受けて欧米株が堅調に推移したことや、為替相場で円高修  
正が進んだことで、大きく上昇した。図表 2-14 の上段で示されているよ  
うに、短期筋を主体とした外国人投資家が大きく買い越しているが、引締  
め懸念の台頭しているエマージング諸国の株式から日本株へと資金をシ  
フトさせる動きもみられている。図表 2-13 で、株価水準を評価するた  
めの指標をご覧頂くと、まず、株価収益率（P E R）については、リーマン・  
ショックによる収益の急落をほぼ調整し終え、欧米株式にほぼ並ぶ水準に  
まで再び低下してきている。イールド・スプレッドについてみると、幾分  
マイナス幅が縮小しているが、パリバ・ショックからリーマン・ショック  
までの平均値と比べても、なおマイナス幅は大きいままとなっている。

図表 2-14 の下段で、R E I T 指数についてご覧頂くと、前回決定会合  
以降、ほぼ一本調子で大きく上昇した。足許ではやや下落している。前回  
決定会合までは、本行の買入対象となることを見越して格付けの高い物を  
中心に上昇していたが、前回決定会合以降は、格付けの低い物がむしろ騰

勢を強めた。本行がリスクを取っていることの安心感から、地銀等国内投資家のほか、外国人からの買いがみられている。図表 2-15 で、REIT のイールド・スプレッドをご覧頂くと、このところの価格上昇でマイナス幅が縮まりつつあるが、格付けの高い物ほど過去の平均レベルに到達していない。BBB 格でパリバ・ショックからリーマン・ショックまでの平均値よりもマイナス幅が縮小しているのは、同期間において既に格付けの低い REIT が忌避されていたためである。

図表 2-16 で、為替相場の推移であるが、前回決定会合以降、欧州のソブリン・リスク問題再燃及びドル金利の上昇を受けて、ドルが買われる一方、ユーロや円は減価した。こうした流れを受けて、図表 2-17 で、オプション、先物市場においてもドルをショートに振るポジションが大きく後退している。

最後に、図表 2-19 で、エマージング、コモディティ市場をご覧頂くと、エマージング通貨についてはドルが買われる流れの中、新興国自身の資本規制等の動きや、地政学リスクの高まりも手伝い、軟調な展開となる場面もみられている。特に、ユーロの下落につられた中東欧諸国や北朝鮮による砲撃事件のあった韓国の通貨が大きく下落している。また、エマージング株価も金融引締め等への警戒感が台頭し、これまでの騰勢が鈍る展開となっている。一方、エマージング株式から引き揚げられた短期筋の資金が流入したこともあって、コモディティ価格はさらに上昇した。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

長期金利の上昇の話について、先程、幾つか要因を述べられたが、ロング・ポジションの調整といった面もあったし、それからファンダメンタルズの面もあった。今後、よくマーケットをみていく中で再評価していく必



要があるが、今の上昇がトレンドとして続くような状況ではないとみている。その辺はどうだろうか。

外山金融市場局長

これは、マーケット自体も迷っていると思う。今回の長期金利の上昇は、米国の金利の上昇を受けたものであり、究極的には米国景気がどう展開していくのかの読みが長期金利に反映されてくると思う。F e dが11月の初めにL S A Pを導入するといった決定を行って以降、雇用統計を除いて比較的強い指標が続いたので、L S A Pはさらに追加されることはないであろうという期待の高まりとともに、これまでの景気の見方をややマーケットが修正したことが、金利の上昇に結び付いていったと思う。これがさらに続くかどうかは、取りも直さず今後の米国景気、あるいは物価動向をどうみるかにかかってくると思う。

須田委員

今の話の続きだが、ファンダメンタルズないしは米国の状況次第というのは分かる。ただ、一時的なポジションの調整がどこまで続くかについては、先程、短期は少し落ち着きが見えたということであったので、その調整はそれほど長引かないと思って良いのか。

外山金融市場局長

当初、L S A Pが導入されるまでに金利低下期待が相当強まって、言わば行き過ぎともみえるほどに長期金利が低下していたが、そこからの巻き戻しは取り敢えず終息をしたと思う。ただ、その後も強い経済指標等が続いて、ポジション調整とともに実態的な長期金利の上昇もスパイラル的に作用する展開になっているので、一旦当初の動きは収まったとしても、さらなる金利の上昇に伴って、さらに起こるポジション調整といったものは、まだ続く可能性があるかとみている。ただ一方で、かなりレベル自体が高くなってきたので、官公庁系の値頃感からの買いも入ってくるといった動き

もあるので、一頃と比べれば、少し落ち着いた展開になってくるのではないかとみている。

須田委員

米国の金利の上昇では、MBSの売りに伴う調整はあまり起こっていないと思って良いのか。

外山金融市場局長

そこも起こっているということではあるが、それが主因であるような見方はないようである。

野田委員

MBSも相当買い込んでいたということか。

外山金融市場局長

かなり。邦銀も相当MBSを買っていたと聞いている。

中村委員

メガバンクのそういったポジション調整は、ほぼ一段落したということか。

外山金融市場局長

欧米であるか。

中村委員

邦銀である。

外山金融市場局長

当初、積み過ぎたものを戻したというポジション調整は終息したと思っ

ているが、その後さらに金利が上昇したので、もし景気の見方がさらに強まることによって、金利が上昇する場面があると、ポジション調整もそれにつれて行わなければいけないということだろうと思う。ただ、邦銀は11月に入って以降、かなりポジションを落としてきているので、これ以上落とさなければリスクが取れないといったようなことは、余程の金利上昇がない限りはないと思っている。

#### 宮尾委員

短期金利であるが、短国のレートの方は一年物を中心に比較的落ち着いてきた——この数日落ち着いてきた——ということであるが、ユーロ円金利は今日の資料では、足許はまだ少し強含みが続いているようであるが、ここはどう解釈すれば良いのか。

#### 外山金融市場局長

ユーロ円取引自体が、日々全てのタームにおいてそう取引があるというものではなくて、時折、邦銀同士、外銀同士、極く最近では外銀と邦銀間の出合いもあるといったようなものであるが、ここ数日間に亘って、多少短期金利が上昇したところで出合いが付きやすくなったというようなこともあった。出合いの付いた水準が、これまで私共がみていたレートよりも少し上だったので、ここでレベルを修正させて頂いたということである。一方で、ユーロ円のレートは為替スワップとも裁定関係にあつて、一頃、極端な円転地合いが続いていたが、ヨーロッパ情勢がやや落ち着いてきたことで、円投とまでは戻らないが円転地合いが少し修正されてきた局面の中で、外銀勢のオファーも少し引く形でユーロ円レートにも上方圧力がかかっていたと解釈している。

#### 宮尾委員

短期的な動きということで良いのか。

外山金融市場局長

取り敢えず、そういうこれまでの地合いを受けて反応をみたということであって、短期金利全般が落ち着いてくれば、また元に復してくるだろうとみている。

須田委員

同じように、O I Sのレートが少し振れているのも、結局はあまり市場取引がないというようにみて良いのか。

外山金融市場局長

恐らく、O I Sというか政策金利そのものが上がるとマーケットがみているというよりも、短期金利の上昇へのヘッジをするために、O I Sを買ったといった動きで、期先を中心として0.1%を上回る地合いが続いていたということであろうと思う。ユーロ円金先については、例えば5年物のスワップをヘッジするために使われるということが元々知られているが、今回、O I Sについては、同じようなヘッジでの取引がレートを上昇させたと思う。従って、ここから、日本銀行が政策金利を将来引き上げるといったマーケットの見方を読み取る必要はないと思っている。

山口副総裁

一つ質問であるが、我々の時間軸の説明がマーケットに十分浸透していないということはあるのか。

外山金融市場局長

短期金融市場に極く近い人達は、日本銀行のステートメントをよく読みこなしていて、ここにきて時間軸について解釈を変えたといったことがあったとは考えていない。むしろ今回、長期金利が米国に引きずられる形で上昇する過程で、米国の方のさらなる追加緩和の期待が後退していった時に、L S A Pが終了した後に、F e dの利上げがやや早くなるかもしれ

ないといった見方が日本の長期金利に反映され、そういった取引を手掛ける方々の中から、日米の時間軸がぶれているので長期金利が跳ね上がったといったコメントが聞かれたと理解している。

#### 山口副総裁

3か月とか6か月の金利は、時間軸の最も効きやすい部分である。そのゾーンの金利がこれだけぶれるということは、我々のスタンスについて疑念を持たれているということではないか。長期金利からの波及という技術的なことがあるのは当然理解できるが、一方で、我々の時間軸が効いているとすれば、それがアンカーになって、短めの金利の上昇を抑えるはずだとも思われるが、そこはどうか考えれば良いのか。

#### 外山金融市場局長

これは私の解釈であるが、中央銀行がほぼコントロールできる金利はオーバーナイトだけであって、そうでありながらより長めの金利の低下を促す政策を打っている訳であるし、それから時間軸を明確化させたことによって足許の金利が続くことを鮮明にしている訳である。今回、米国の10年物など長いところから大波が押し寄せるように、我が国のオーバーナイトよりも長い金利について、大きくそれを突き動かすようなことが起こっていったということであろうと思う。従って、日本銀行はオーバーナイトを起点として時間軸を持ち出しながら3か月、6か月あるいはそれ以上のところの金利を安定させることをやっている訳であるが、一時的にその大波をかぶってしまったことによって、そこがぐらついたということであろうと思う。ただ、大波が引けばまた日本銀行の時間軸に対する信頼が、そういった辺りのレートを形成してくると思っている。

#### 須田委員

今の点については、さらに市場が薄くなって、結局、裁定取引が上手く行われなくなっているという部分があると思う。先程のO I Sである

が、元々外国人の参加が多いが、ヘッジに使ったのは本邦の金融機関ということか。

外山金融市場局長

そうである。

須田委員

これも、もし、しっかり取引があったら裁定が行われてもおかしくないと思うが、重ねて聞くがそういう取引は、元々このO I Sの市場では大したことがなかったということか。

外山金融市場局長

O I S市場に限らず、様々なところで邦銀間、外銀間の分断といったこととか、あるいは資金の偏在が起りやすい状況がなかなか是正されないといったことが残っている。もし、そういったところでの裁定が従前のようであれば、須田委員のご指摘のように、こういった歪みはこれほど大きくは出なくて済んだと思っている。

野田委員

先程の時間軸の説明を私なりに解釈すれば、米国金利の上昇を大波とおっしゃったが、この大波でさすがに一部の投資家も狼狽的に売らざるを得なかった。狼狽的な動きは、当然、時間が経てば、それこそ時間軸で元に収斂していくだろう。こういう理解で良いか。

外山金融市場局長

狼狽的と・・・。

野田委員

狼狽的というのは、少し適当ではないか。

外山金融市場局長

V a Rショックの時ほど、急速に大きく売らざるを得ないということではなかったにしても、銀行によって、それぞれリスク量を基に債券の投資を行っている訳であるが、そういったものと比べて、米国金利の急上昇により、リスク量をコントロールせざるを得なくなった動きが、かなり纏まって出てしまったということだろうと思う。特に邦銀の場合は、日本の経験もあるので、米国の長期金利は相当程度長期的に低位安定するだろうという見通しを、米国の投資家以上に持っていたので、そのスウィングが相当大きかったと思っている。

野田委員

そういう理解をしっかりとしておくことは、今後の我々の市場とのコミュニケーションも、そういうことでしっかりやっていくことが一番大事だと思っているので、敢えて再確認させて頂いた。

西村副総裁

敢えてそれに付け加えると、とても気になる点は、本当に元の数字に戻るかどうか分からない中で、どちらかと言うと、また大波がくるかもしれないという予想というか、不確実性があると、ある程度高止まってしまう可能性は、マーケットはどう考えているか。

外山金融市場局長

元に戻るというのは、レベル自体が完全に元に戻るということを含意した見積りではなく、勿論その間に起こった米国の経済の見通し等によって、その水準自体が修正されたところに戻ってくるというようなこともあるかとは思ふ。

## 西村副総裁

金利差の方か。要するに、もし日本でマーケットというかファンダメンタルズが変わらず、米国だけが上がった場合には、裁定がなければ、日本はステイで米国は上がって金利差が高まる訳であるな。連動性があるから、連動性をどう加えるのか、連動性というのは一体何であるか、実態は何であるか、ということである。

## 外山金融市場局長

そこは、連動性が高まってきていること自体をマーケットが織り込んで値決めをするというメカニズムもあろうかと思う。基本的には、米国の景気が上昇してくれば、日本の経済の体温も上がってくるだろうというようなメカニズム、それから銀行セクターの投資行動を介した先程から出ているようなところを通じてのメカニズム、そういったものが合わさっているということであろう。ただ、最終的には、それぞれの経済の見通しの差によって、落ち着いていくべき水準はそれなりに差が出てくるということであろうとは思ふ。

## 白川議長

今即答してくれなくてもいいのだが、もしこういう計算をしていればということ、各国の長期金利は、基本的には金融市場がグローバルに繋がっている以上、連動して動いていて、その連動の仕方が局面によって多少違ってくるというのが大きな括りなのだろうと思う。この春から夏にかけて、米国の金利が下がり、そして他の国の金利も下がり、というその局面と、それから今回上がる局面で、相関関係には変化があるのだろうか。私の感じでは、同じように下がり、同じように上がったということなのではないかと思う。少しその辺について、例えば5日間とか、ある程度の移動平均を取ってみてどのような感じなのかを、もし計算していれば教えて頂けないか。



外山金融市場局長

次の金融市場レポートの準備を今行っていて、そこで連動性の分析をさらに行っているところであるが、実は、春先以降は、それ以前と比べると、かなり連動性が強まったタームとして一緒くたに整理してしまっており、春先以降さらに分断してという分析は行っていないので…。

白川議長

後程で結構である。

野田委員

春先までは連動性が高かった、ということは確認できているということであるか。

外山金融市場局長

リーマン以降、かなり連動性は高まってきている。春先以降と今白川議長がおっしゃった訳だが、春先以降は、リーマン以降連動性が高まっている大きなスパンの中に、両方とも含まれているということである。

白川議長

債券の場合は、株式ほど機械的な運用でポートフォリオをアロケートするビヘイビアは強くないと考えて良いのか。

外山金融市場局長

株式の方は日々みている限り、かなり米国の株式市場の動きにつられて動くというようなことであるが、長期金利の場合は必ずしも米国で上がったなら日本で上がるといったようなことではない。それよりも、もう少しベーシックなというか、ファンダメンタルなニュースが底流としてあって、それである程度流れていくような印象を持っている。

白川議長

投資家のパターンとして、CTAと言ったか、機械的に売買を行うファンドがあるな。株式については、そういうファンドが結構あるが、債券について、そういうファンドがあるとはあまり聞かないが、そういう理解で良いか。

外山金融市場局長

ハイ・フリークエンシー・トレードのようなことを行っている短期筋は、主に株式と為替マーケットでアルゴリズム取引を行っているが、債券では、あまりそのような動きはない。

白川議長

全然別件であるが、REITについて、先程、イールド・スプレッドの説明があったが、包括緩和を発表した後の出来高はどのようになっているのか。

外山金融市場局長

出来高も発表前と比べるとかなり増えている。ただ、倍になったということではなくて、数十%上昇したといったような商いである。申し上げたように、地銀や外国人投資家が買いに乗り出している。

野田委員

先程のREITで、我々の発表後は、本行の対象になるであろうというゾーンが上昇して、前回決定会合以降は、対象外のところにも、スピルオーバーしていつているという説明があったが、その経路はどのように考えれば良いのか。

外山金融市場局長

一種のリバランシングと言うか、我々が買うであろうと思われる銘柄

柄の価格が上昇すると、その他の銘柄が割安にみえてくるといったようなことで、そちらの方にも買いが入ってくる。それから、そもそもREITに対してお金を入れるという発想がこれまではなかったところ、地銀等が物件等をつぶさに今回のことを機に当たってみて、REITに興味を持ち始めて、格付けの低いものについても買いを入れてみようと、こういう動きが広まってきたということであろうと思う。

須田委員

今の話だが、地銀は新しく、なのか。

外山金融市場局長

元々やっていたこともあったが、リーマン・ショック、パリバ・ショック以降はかなり引いていた。これはやらないといったような感じで。

須田委員

日本銀行が買うと言って、動いてきたのは外国投資家の方が多いのか。

外山金融市場局長

両方だと思う。

須田委員

株式——今、上昇しているが——の海外の投資家については、ヘッジファンドがまだメインなのか。

外山金融市場局長

そうである。短期筋が中心である。ただ、ファンド・マネージャーの声などを聞いてみると、これまでは、相当エマージングの株式をオーバーウエイトしていたが、少しそのウエイトを低下させて米国株式や日本株などにウエイトを割り当てるといった動きも少しずつ出ているような感じで

ある。ただ、まだまだ日本株については、アンダーウエイトを縮小させる位の動きであろうと思っている。

山口副総裁

E T F の出来高はどうなっているのか。

外山金融市場局長

これも増えている。

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

次に、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

国際局から、海外経済の状況についてご報告申し上げます。お手数であるが、席上でお配りした「海外経済・国際金融の現状評価」で【追加】をご覧頂きたい。前回会合以降公表された指標は、世界経済が減速しつつも回復を続けている、といったこれまでの判断を確認する内容であった。中国では既に減速局面は終了したものとみており、世界経済全体でみた場合にも減速局面は終了に近付きつつあるという見方を私共はしている。

それでは、米国経済からみていきたいと思う。前回会合以降に公表された経済指標は、ご承知のとおり、幾分強めのものが多くあった。米国経済が緩やかな回復を続けているとの標準シナリオに沿った内容であったと思う。また、このほど合意された財政面での追加刺激策、ブッシュ減税の延長、そして失業保険の延長給付、こういったものが当面の景気回復を後押しすることが予想される。もっとも、家計がバランスシート問題を抱え、

雇用環境の改善が捗々しくない中においては、生産・所得・支出の自律的な好循環メカニズムは作動しにくい状況であることには変わりはない。従って、今後の成長のペースが緩やかにとどまるという見方にも変化はないとみている。

1 頁目の個別指標を説明させて頂く。まず一番上、7~9月の実質GDPは前期比年率で+2.5%と、潜在成長率近傍の着地となった。4~6月の+1.7%と比べても、伸び率が拡大した形である。個人消費関係については、3行目の実質個人消費の最新のデータは10月であるが、+0.3%と緩やかに増加している。2行目の実質可処分所得についても、雇用環境の改善が捗々しくない中で、増加テンポは+0.3%と緩やかなものにとどまっている。そうした中で、5行目の小売売上高については、11月であるが、伸び率は+0.5%から+0.9%に拡大している。12月に入った後も、クリスマス商戦は、意外にと言っては何だが、堅調に推移しているという情報が入ってきている。こうした背景としては、夏以降の株高による資産効果が消費を後押ししているということが要因として挙げられる。6行目の自動車販売についても、緩やかに増加している。年率で1,200万台を超えるところに戻ってきている。これについては、リーマン・ショック後の買い控えによる車齢の上昇もあって、ストック循環上、車の売れ行きが増加しているという見方が大勢である。7行目の消費者コンフィデンス指数は、悲観的な景気見通しの後退、そして株価上昇を受けて幾分上昇してきている。もっとも、長い目で見た場合、昨年央以降の動きを均してみれば、コンフィデンスは横這い圏内からはまだ脱し切れていないというように窺われる。昨年暮れから今年春にかけて、株価が上昇した時にも、個人消費が予想比上振れて、市場では過度な楽観論がみられた時期があった。バランスシート問題の重石から、個人消費の基調が今後も緩やかなものにとどまるという見方は変えていない。次に、住宅関連である。8行目の住宅着工は、11月に幾分増加したが、依然低水準で推移している。また、ここには掲載していないが、住宅販売をみると、新築、中古ともに低水準横這いの動きである。在庫率も高水準となっている。こうした需給環境のもと

で、9行目のケース・シラー住宅価格指数は、少し前の9月ではあるが、 $-0.7\%$ と弱含んでいる。住宅市場については、低調な需要、そして高い在庫水準のもとで、当面、調整圧力がかかり続けざるを得ないという状況である。この間、設備投資については、10行目の非国防資本財受注は、均してみると多少マイナスは付いているが小幅な増加で、機械投資は堅調維持と、設備投資についての緩やかな増加基調はまだ維持しているという見方をしている。11行目の貿易収支であるが、10月は輸出が引き続き増加した一方で、輸入の増勢が一服したことから、7~9月と比べて赤字幅は大きく縮小している。消費財の在庫復元に伴う一時的な輸入増加が、4~6月以降貿易赤字を上振れさせていたが、10月になってこの一時的要因が剥げ落ちたものと考えている。次に、生産関連では、13行目の鉱工業生産の増勢が鈍化している。猛暑で嵩上げされていた電力の反動減があるため、足許の減速度合いが大きめに出てきている。ただ、先行きを占ううえで、12行目の製造業指数のISMをみると、緩やかに上昇している。先行きの生産の伸び率拡大を示唆している次第である。非製造業ISMについても、個人消費が比較的堅調なこともあって、緩やかに上昇している。

次に、雇用関連であるが、11月の雇用統計は、ご承知のとおり、非農業部門の雇用者は小幅な増加ということで、あまり良くない内容であった。失業率も $9.6\%$ から $9.8\%$ であった。単月の内容は少々しくはないが、例えば、新規失業保険申請件数、またISM雇用指数など、他の統計は緩やかではあるが、改善の動きを示している。従って、方向は改善方向にあるとみて良いと思う。ただ、就中、雇用の改善ペースという意味では極めて緩やかで、失業率を低下させるには不十分な内容ということで、FOMCでの判断どおりだと思う。最後に、物価をみる。16行目のCPIコアのインフレ率をみると、振れを伴いつつも、緩やかな低下傾向を続けている。11月については、家賃のマイナス寄与の縮小から、前年比 $+0.8\%$ と、10月比 $0.2\%$ ポイントプラス幅を拡大している。もっとも、需給環境の緩和した状況が続く中では、ユニット・レーバー・コストも下落しているので、米国経済のディスインフレ圧力は当面かかり続けていくとみて宜しいか

と思う。

次に、ユーロエリアをみる。欧州では、ドイツと周辺国の成長格差を伴いながらも、全体としては緩やかに回復を続けている。ただ、周辺国の国債スプレッドは、EUによるアイルランドの支援決定、そしてECBによる大規模な流動性供給の継続決定で縮小しているが、なおも高水準で推移している。金融市場は不安定な状況が続いており、これが欧州経済にとっての先行きのリスクということだと思う。

計数をみる。1行目、7~9月の実質GDPは、ユーロエリア全体では減速、+4.0%から+1.5%である。内容的には、在庫投資と設備投資の伸び率が低下し減速に寄与しているが、個人消費は堅調な伸びを続けている。2行目の輸出は、幾分減速しつつも増加基調は維持している。3行目の輸出受注指数PMIは、足許上昇傾向にあり、先行き輸出が再び拡大する可能性を示唆している。既存のユーロ安の寄与もあって、中国等、新興国向けの輸出が堅調となっている。次に、内需関連をみる。設備投資に関して、4行目のドイツの国内投資財受注は増加を続けている。個人消費については、6行目の小売売上高は緩やかに増加しているし、8行目の消費者コンフィデンスもマイナス領域ながら改善傾向にある。個人消費は緩やかな増加を維持している。こうした需要動向のもとで、生産をみると、9行目の鉱工業生産は減速している。しかしながら、10行目の製造業PMIをみると、緩やかに上昇に転じている。こうしたことからみて、今後、輸出に牽引される形で生産の伸びが拡大していくことが期待できる。物価面については、大きな動きはない。12行目のCPIコアベースは、プラス幅を幾分拡大させているが、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が、引き続きデフレーション圧力として作用し続けるとみて宜しいかと思う。

英国は大きな動きがないので、次の中国、エマージング諸国をみたいと思う。まず、中国については、高めの成長を続けている姿に変わりはない。2行目の工業生産は、自動車生産の増加などで前期比ベースでみた伸びは足許むしろ拡大している。3行目の製造業PMIも4か月連続で上昇しており、こうした生産の増勢拡大は継続する見込みとなっている。内需関連

については、4行目の小売売上高が高めの伸びを続けている。また、ここには掲載していないが、自動車販売は新たに導入された購入促進策の影響もあって増加して、11月には170万台ということで、中国市場で既往二番目の高水準を記録している。固定資産投資については、不動産取引抑制策の効果が少し賞味期限切れというか力不足といったことで、むしろ高い伸びを続けている。6行目の輸出もこれまで増勢が鈍化していたが、足許は伸びが幾分拡大傾向にある。そういった中で、物価面をみると、マネーの大きい伸びが続くもとで、生産要素の稼働水準の上昇、さらには国際商品市況の上昇を受けた食料品、原材料価格の上昇を受けて、インフレ圧力が高まっている。11月は+5.1%であるが、企業部門では物価上昇期待の高まりから、原材料や部品の前倒し調達、あるいは在庫積み増しの動きも一部に出始めているようである。こうした動きは、当面生産を押し上げるが、その後の調整圧力を高めて景気振幅を増大させることがないかどうか、丹念にみていきたいと思っている。ご承知のとおり、そうした中で、人民銀行は10月の利上げ、さらには預金準備率の引き上げを、11月以降既に3回実施している。金融政策スタンスの基本方針についても、これまでの適度に緩和した金融政策を改め、今後は中立、穏健な金融政策への修正を決定しているところである。

NIEs・ASEANをみる。図表3-3であるが、NIEs・ASEANについては、過去1年間における輸出と在庫投資の急回復の反動もあって、輸出と生産の増勢が鈍化している。内需が堅調であることから、全体として回復を続けるとの判断に変化はないが、例えば7~9月のGDPベースをみると、少しプラスとマイナスが並んでいるが、大体合わせると前期比年率+1%弱位の低めという形になっている。それが7~9月の動きである。ただし、その先については、例えば生産の合成指数はまだマイナスとなっているが、先行きについては、例えば韓国の2行目の企業景気実査指数をみると、11月で107.0と回復している。前頁に戻り5頁の一番下の韓国、台湾の11月の新規輸出受注PMIも50.9とかなり改善する動きを示している。私共としては、NIEs・ASEAN諸国については、



理由としては、一つには各国の在庫水準はまだ低い中で、在庫調整圧力を全体としては溜め込んではいないこと、それから二点目に、生産・所得・支出の好循環メカニズムが作動する中で、個人消費、設備投資が増加傾向を続けていること、そういったことから生産の増加基調は途切れていないと考えているし、先程申し上げた輸出をはじめとした先行指数からみて、目先を展望するうえでは、むしろ減速局面から復活して少しスピードを上げる状況ではないかというふうな見方をしている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

米国のCPIだが、コアが0.2%ポイントほど上がってきた。その背景として、家賃が下げ止まっていることをどういうように解釈したら良いか。

大野国際局長

先行きをみるうえで、ここが非常に難しいと思う。前月、前々月までは、大体-0.2%とか-0.3%位のマイナスで引っ張っていたものが、今月、若干であるがプラスになった。色々な解釈があるが、それこそ住宅が全部苦しい中で、いわゆる貸家に移ってきている人が増えたのではないか。ただ、それもマイナスが止まった程度であるので、大方の見方は、恐らく今までのように家賃のマイナス寄与が続くことはまずなかろうと。しかし、先行き、住宅価格がこれだけ弱含んでいる中で、家賃がプラスに転じていくこともなかなか見込みがたいということで、恐らく、少し長めの数か月単位でみた場合には、家賃は今までマイナス寄与を続けていたが、今後はそれほどマイナスにもプラスにも寄与しないニュートラルな動きになるのではないか、というのが大体メインというか、センターの見方ではないかなとみているし、私もそう思っている。

須田委員

住宅の空室率は、結構高いのではないか。依然として。

大野国際局長

空室率が改善しているという話は全然聞かれない。空室率がむしろ段々悪くなっているのは商業用だが、個人についても、捗々しい改善というグッドニュースは入っていない。

亀崎委員

色々な指標が、ゆっくりであるが改善の方向にある中で、住宅価格はむしろ若干悪化している。ずっとみているケース・シラー指数は、今年の5月位にピーク比、10都市では-32.9%、20都市では-31.8%となったのがボトムである。そこから少しずつ少しずつ上がってきて、今年の春位からようやく反転してきたかと思っていたところ、また7月位から段々下がり始めている。7月、8月、9月と。

野田委員

前年比か。

亀崎委員

いや、ピーク比で。それで、10都市も20都市も下がってきている。もっと嫌なのは、今年の5月が全体のボトムだと申し上げたが、実は、その中でフロリダとか、あるいはデトロイト、ラスベガス、クリーブランド、ポートランド、シアトルというところは、まだボトムを打っていない。まだずっと下がっている。これをみると、住宅価格はまだ下がるのかなと。要するに、改善の方向にないと。この傾向は急には変わらない。かなりの数の都市でまだ下がり続けており、ボトムを打っていないということから——住宅価格は、米国の場合、かなり経済全般に影響を及ぼすので——、重石が

あるという感じがしている。

#### 大野国際局長

おっしゃるとおりだと思います。夏前には、一時、底を打って反発するかという楽観的な見方はあったが、その後の情勢については、亀崎委員がおっしゃったとおりである。ラスベガス、フロリダは非常に高級物件なので、なかなか下げ止まるのは難しいところはあるが、全体をみても、底をはっきり打ったかどうか、一つ確実に言えるのは、反発力は極めて乏しい状況ということは明らかだと思う。そういった中で、在庫水準、中古の販売がともに非常に高止まっているし、例の差し押さえ物件も相変わらず流入しているので、需給バランスが改善するような期待は持ちにくいと思う。さらに、もう一つは、今回の財政パッケージ自体は非常にプラスであるが、住宅マーケットについては、必ずしもグッドニュースばかりではなく、特に長期金利がモーゲージ金利を既に 0.2%位押し上げている。それから、例の借換えだが、以前も確か須田委員からご質問を頂いたが、借換えの比率がやはり直近また落ちてきている。従って、そういうモーゲージ金利、それから借換え、そういった周辺環境をみても、住宅のマーケットについては決して楽観を許さない状況にある。価格については、多少期待を込めた表現としても、足許、非常に鈍いというか、おぼつかない状況が続くといったことは、みておいて宜しいのではないかと思う。

#### 須田委員

最初におっしゃった総括判断だが、「減速しつつも」というのが全体的にも終了に近付いてきたと。中国は、その局面は終わった。米国については、どういうように考えておられるか。成長率という意味では、もう底を打って、これから上がっていくという可能性が結構あるような、少なくとも今のマーケットの見方だと、かなり高い。そこはどうか考えれば良いか。

大野国際局長

米国についての見方で、説明の仕方が少し難しいのは、マーケットの見方が相当振れているからである。なので、そこに乗った言い方よりも、むしろ毎回私共が申し上げているシナリオとの対比で言えばという説明の仕方が、私は一番簡単であると思う。それで申し上げれば、我々としては、やはり夏場から——マーケットの見方は、我々からみれば、過度に悲観論が台頭したとみていたが——減速感は相当強かったという見方をしていた。そういうシナリオからのパスという意味で、敢えてご質問にお答えすれば、「ほぼ減速は終了しつつある」あるいは「した」のちょうど中間位の状況ではないかと思う。その後、どのように回復していくかについての見方は、私共は変えていない。変えていないというのは、どういうことかと言うと、何回か申し上げたが、潜在成長率を若干上回る位のパスでいくということである。ついでに申し上げると、それでは良いではないかと言うと、それは非常に大きなショックからの回復のパターンとしては、従来の回復局面と比べると、ペースは相当ゆっくりで、緩やかな回復ではないということである。

須田委員

国際局のメモで、前回まであった「米国経済についても減速しつつある、なお云々」というのが消えて、減速という話であったから、少し気になっていた。

大野国際局長

そういう意味である。

森本委員

少し宜しいか。設備投資なのだが……。

大野国際局長

米国か。

森本委員

米国である。以前、マイニングとか、電力の特殊要因があって、少し高めの伸びになっていたが、今はそうした要因は完全に剥がれた状況なのか。それと、長期金利に関連してモーゲージ金利などの影響に触れていたが、3%を超えるような水準だと、設備投資などにも少し影響が出てくるのかどうか。その辺の考え方を少し教えて頂きたい。

大野国際局長

森本委員がおっしゃった特殊要因みたいなものは——特殊要因は色々なものが次から次からという部分があるが——、大体捌けたとみて良いと思う。しかしながら、基調的な判断としては、設備投資も緩やかな増勢を維持するとみているが、そこも力強く回復するかどうかについては、心配だと思っている。むしろ緩やかなシナリオが標準だと思っている。

森本委員

10月の-4.3%をみると、少し基調が弱くなってきているのかなと思ったりするが。そこは、均してみればそういう感じになるということなのか。

大野国際局長

そうである。-4.3%自体は、かなり8月、9月、10月の凸凹があるので、四半期ベースでみて頂くと、+7.0%、+2.4%である。足許は少し減少し-1.6%だが、ここについては多少下押し要因というようなエクストラなものがある。その他のサーベイ調査等をみる限りは、むしろプラスに回復してくるだろうとみている。ただ、二つあって、一つは、長期金利とか金利の問題が少し影響するだろうということは、おっしゃるとおりだと思う。ただし、大企業の場合には、資金の調達面では、資本市場の方で大

体上手くアクセスできているし、それから手許の資金ポジションは、相当キャッシュ・リッチになっている。もう一つは、米国の大企業の経営者が将来の経済状況に対して確信を持てば、もっと出ても良い懐具合にもかわらず、やはり先行きに対する経済の不透明感が強いので、少し躊躇しているという状況ではないかと思っている。従って、全体的に米国の経済の先行きに対する不透明感が晴れていくような状況であれば、設備投資はもう少し出てきても良いかなと思う。少し楽観的かもしれないが、設備投資はそういう感じである。

#### 中村委員

中国経済については、このところ消費者物価が上がっており、中国当局はそれを抑えようとしている。それから、住宅価格も抑えようとしているが、前年度比でまだ上昇している。また、人民元の貸出も増えている。色々な施策を行っても効かない状況なのか。あるいは、成長を維持しなければいけないので、成長と抑制のバランスを取った結果が今の状況なのか。中国経済については、バブルのリスクもある訳であるが、そういったリスクの可能性はかなり積み上がってきているのか、あるいは今の中国の体制から言って、その双方はバランスを取りながら上手くマネージできていると考えて良いのか、その辺はどうか。

#### 大野国際局長

制御できているかについては、過去一年から直近まで含めて、相当上手くできていたと思う。ただし、その中で、ブレーキの方で一番大きかったのが、ご承知のように、4月、5月の不動産取引抑制策だったが、それが段々力が効かなくなってきたということが一つあると思う。そういった中で、貸出については、相当抑えるということで、アネクドータルではあるが、12月に入ってから、銀行監督当局が相当の銀行に対して「もう12月は貸出を出すな」というような相当きつい行政指導をしているという話も聞かれている。今、中村委員がおっしゃったあの手この手の色々

な行政的な手段で何とかバブルを大きくすることを抑えようと、中国の金融当局も相当苦勞しているところは垣間みえると思う。そういう意味では、明らかにリスクはアップサイドであって、それに対して追加的に何ができるかがあると思う。なかなか難しいだろうが、マクロの金融経済政策の王道である金利を使うかどうか。それに対して、共産党内部も含めたコンセンサスが得られるかどうかがあると思う。それから、もう一つは、来年は、非常に大きな5年に1回の新しい5か年計画のスタートの時期になる。今までの5年周期の中では、ロケット・スタートをする場合が非常に多くある。先程の貸出についても、今年が年間で増額7兆5,000億元であったが、これがもう11月でほとんど尽きてしまったので、慌てて今抑え込んでいける。来年になると、今、巷では7兆5,000億元がもう一回据え置きではないかというようなことが言われており、1月になると手綱を引締めたものがまたわっと出てくるということもあって、これをどういう形でコントロールするかで中国当局の巧みさがテストされる状況だと思う。その他の地方政府にある沢山の潜在的な開発事業みたいなものも、5か年計画の初年ということであれば、相当目白押しで出てくるということであるので、中国については、恐らく来年は失速リスクはほとんどなくて、むしろ上半期におけるいわゆる——中村委員のおっしゃった——バブルというか、アップサイド・リスクをどうコントロールしていくかが、極めて重要な政策課題である。そういった中で、金利政策、それからその裏表である為替政策に対して、果敢な対応を党も含めてできるかどうか注目点だと思う。

#### 中曽理事

先週、中国に行ったので、その辺の感じも踏まえると、ちょうど全体としては、大野国際局長が申し上げたとおりに、リスクは明らかにアップサイドである。たまたま行っている時に、経済工作会議があった。

とか、社会科学系のエコノミストから聞くと、ある程度成長を抑制したい中央政府と、当分は高成長を持続したい地方政府の間の隔たりが一層大きくなっているという感じを持った。人民銀行を含む中央政府は、景気

の過熱、そしてインフレを懸念している。その背景として、先程説明にもあったが、自動車の年間販売が1,800万台に届きそうだ、それから賃金が上がっている、国際商品市況が上昇している、結果、CPIが+5%を超えている。さらに、PMIを作成しているところにも行ったが、

と言っていたが、既に55を突破してきている。そういつた中で、かなり強い指標が出ている。特に、彼等が言っていたのは、インフレ期待が出ていて、原材料の先行手当とか——にんにくとか言っていたが——、一部の食への投機がはっきり出てきていると。であるから、中央政府としては、ある程度成長を抑制して、インフレを抑制したいというところだと思う。ところが、地方政府は、なお高成長が必要だという立場のようで、実際、今回天津に行ってきたが、天津では　　でさえ、経済発展という意味では、後発地域では、当面は+15～+16%は成長しなくてはいけないと言っていた。国家発展・改革委員会の幹部が、報道ベースでは、来年の目標は物価は+4%、成長率は+8%と言っていたと思うが、この数字と比べるとかなり乖離がある。社会科学系のエコノミストが言うところでは、地方政府の強い成長欲を勘案すると、恐らく、来年はこの範囲に収めるのは無理だろうということであった。であるから、当面の中国のマクロ経済面の最大の課題は、この景気の過熱の抑制、物価のコントロールだと思う。地方政府との間の微妙なバランスを保つために、あらゆる——中村委員がおっしゃったように——手段を採用している。マクロの金利政策では、やや効き過ぎるという感じがあるのだと思う。そういう意味で、このところ人民銀行などがよく比喩的に使っているのが、漢方薬という言葉で、漢方薬的なアプローチが良いのだと。米国のQE2みたいなものは、西洋医学でのペインキラーではあるが、副作用も大きい。それよりは、漢方薬みたいに色々な薬をブレンドして、徐々にやっていくのが良いと。西洋医学が勝つか、漢方薬が勝つか、こういう状況ではないかと思う。



須田委員

中国について、少し気になるのは、輸出がまた強くなっている。輸出を抑えて、内需の方も抑えようとしていたが、今、ネットの貿易収支も額としては少し大きくなっている。それは、価格の上昇によるかもしれないという話だったが、そこは置いておいて、そこがまた景気にプラスに働いてしまう部分も意識しておく必要があるのだろうか。

中曾理事

人民銀行は、そういう意味では、もう少し人民元高を許容したいという感じはあると思うが、これも先程申し上げたような文脈の中だと、国務院の高いレベルのところからは違う意見もあるので、人民銀行からみれば、徐々にしか切上げできないという、そういうところなのだろう、恐らく。

野田委員

少しまたミクロの話で、先程の大野国際局長の話に戻るが、不動産取引規制が賞味期限切れになりつつある。規制があるにもかかわらず、やはり需要が大きくて、規制の範囲の中で住宅投資が増えているのか。それとも、規制の網を抜ける知恵が——規制には常にそういうものがあるが——、規制の網を潜るような動きがあるのか。それとも、両方なのか。今の地方政府と中央との関係もあるように想像するのだが、この辺はどういうように理解すれば良いか。

須田委員

付け加えての質問だが、安い住宅というか、官営というか、それをどんどん作っていくべきだということもあったので、そこも含めて。

大野国際局長

まさしく、その二つの合成だと思う。まず、当初の目的であった銀行からお金を借りて、要するに、土地転がしみたいなものをやることを抑える

ということは、多分成功したと思う。ただし、そういった中においても、部分的には、地方であるとか、規制逃れみたいなものが全くないということは、中国の場合にはあり得ないので、徐々に続けている間に、あの手この手で逃れるといった部分が少しずつ増えてきているということはあると思う。ただし、全体として住宅に対する、あるいは固定資産投資の中で住宅が非常に強い伸びを示している基本的な問題は、圧倒的にまだ足りない大衆——10 億人——に対する個人の住宅、営団というか、そういう中低所得者向けの住まいを作っていかなければいけないという、非常に旺盛な需要と政策的な必要性があって、そこまで抑える訳には当然いかないということである。2 軒目、3 軒目というような規制をやっているが、自ずとやはり時間に従って効果が薄れていくのは、ある意味でやむを得ないと思うし、これ以上抑えつけるということもなかなか難しいと思う。

野田委員

もう手段がなくなりつつあるということであるな。規制という意味では。

大野国際局長

色々なことを考えてはくるとは思うが。

西村副総裁

本当に効いたのか。色々数字をみても、例えば、上海が少し下がっただけで、ほとんどそのまま上がっている。それからもっと凄いのは、上海のオフィスビルがもう上がり始めている。ずっと下がってきたのが。なので、大本営発表では、少し効果があったということなのかもしれないが、その後の既に8月の終わりから上がり始めたということから考えると、結構あの手この手で色々なやり方あって、それなりにかなり加速の状態が進んだのではないかという気が少しする。それは、どうしてかと言うと、ここには書いていないが、発電量とか輸入も非常に伸びているし、そういうものをみている限りにおいては、減速したという感じは全くない。

野田委員

同感である。

西村副総裁

これは別に、国際局が悪い訳ではないが、中国の中で最も信頼されていないのは消費財小売売上高総額で、その次に信頼されていないのは固定資産投資である。そういうことからすると——きちんと勿論把握しているのだろうが——、これは相当厳しいというか、多分噴かし続けるような状況が続くのではないか、かなり過熱状況が続くのではないかという印象を持っている。これは単なる私の印象にとどまるが。

中村委員

住宅については、着工の床面積等は減っている訳であるな。

大野国際局長

それは、一旦凄く減った。つまり、5月、6月という2～3か月は、前月に比べて半減であるとか、規制が非常に効いたが、その後もう戻ってきている。私が申し上げた賞味期限というのは、一旦はブレーキが効いたが、また気が付いたらスピードが上がってきているという意味である。今年の年央についてはブレーキは効いていたが、今の状況においてはなかなかその効き目も危ういという意味である。多少、西村副総裁のご意見と比べると、心配は心配だが、物凄く固定資産投資の不動産の部分が噴いているかどうかと言うと、もう少し大丈夫かなという気がするが、その潜在的なリスクは必ずあるということ、しかもそれが新しい5か年計画の初年に圧力が増してくるという意味での懸念については、同感である。

宮尾委員

今の、ずっと気になっている中国の過熱の話で、この過去1か月半位で

——1 か月半位前まではやや減速と言っていたものが——減速が終わったということであるが、結局、何が一番また再過熱に効いたのか。少し気にしているのは、この間の米国のQE2とか、国際的なスピルオーバーで商品価格が上がるというような、国際的な資本移動は、データで見ると少し一服しているようだが、やはり先進国からの資本流入がベースにあって、それが今の過熱のベースにあると理解して良いのか。それともまた内需というか、中国独自の何か固有の理由なのか。その辺をどう考えたら宜しいか。

#### 大野国際局長

なかなか判断が難しいところだ。資本流入について、何がしかのスピルオーバーのエフェクトは当然あったと思う。底流として。ただ、それだけではなくて、中国の夏場からこの秋口にかけて再び成長の力が増えてきている要素としては、やはり二つある。一つは、今、議論させて頂いている色々な政策面での抑制効果である。特に、固定資産に対する規制強化で取り敢えず一旦抑えたものがまた反発してきているというのが一つだと思う。それから、二つ目は、年の前半位から輸出入のところで、輸入については非常に増加する中で、輸出についても、ネットの外需がマイナスという状況が春先まで続いてきたものが、秋口位からかなり如実に輸出がプラスになっている。米国に対しても出ている訳で、この辺はQE2ということではないが、米国であるとか、欧州の実体経済の回復は、やはり足許で少し確かになってきて、そうした先に対する中国の輸出が増えている。この二つが、かなり追加的なスピードアップの要因として大きいのではないかと思っている。

#### 中曾理事

QE2の影響はやはりあるのではないか。彼等が言っているのは、QE2の影響は、一つは、ホット・マネーが投機的な方向に向かっているということ、もう一つは、国際商品市況の上昇がやはり輸入インフレを通じて

国内物価の上昇に寄与しているということ。その限りにおいて、やはりQE2は、足許の景気・物価に寄与しているとみた方が良いと思う。これだけではないが。

#### 山口副総裁

先程、大野国際局長が、須田委員の質問に答えて、米国経済については、この春先からアップ・アンド・ダウンを繰り返しており、先行きはまたダウンからアップに向かう形で、多少見直しがあるかもしれない、つまり国際局が見通している緩やかな回復パスというトレンドにまた戻っていくのではないかと、というニュアンスの話をしていました。これは、この春に、米国経済において広がった楽観論が、今の局面においても広がってきていると捉えるべきなのか。そこをどうみているのか。仮にそう捉えるとすると、この先、長期金利が何がしか下方修正されて、それにつられて株価も下がるだろうから、為替も、ドル／円は今は円安という感じになっているが、円高方向への修正が起こり得るともみられる。その辺りをどう考えておいたら良いか。難しい話ではあるが、感触を教えてください。もう一点、中国については、減速局面を脱して、多少とも回復ペースが加速する局面に入ることだが、原油価格を中心とするコモディティの価格については、どうみておけば良いのか。

#### 大野国際局長

一つ目については、非常に難しいご質問だと思う。感覚的にみると、春先の非常に楽観的、我々として、どうしてここまで楽観的なのだろうかといったところと少し似たように感じつつあるという状況だと思う。そういう意味では、昨年暮れ位は非常に悲観的であった。それが、楽観に振れて、夏場にまた非常に悲観に振れて、今回楽観的な動きがある。これは、元々は、過度な悲観論が薄まりつつということであったのだが、徐々に少し楽観度がまた行き過ぎはしないかという感じだと思う。それで申し上げると、春先の楽観度合いは、我々が真ん中からみていたところからみると、

振れが左右 10 であると、8 か 9 位まで楽観に振れてしまったという感じだったと思う。夏には、逆サイドの 9 か 10 位まで悲観だったものが、11 月位までは真ん中まで戻ってきて、今は真ん中から少し楽観の方に 1 目盛か 2 目盛位入り始めているかどうかを少し注意しなければいけないという感じである。結局、一番難しいのは、それと長期金利との関係がどうかだが、今日は時間の制約であまりご説明できなかったが、図表 4 に、それを何とか解こうと思って色々なデータを並べてみた。(1) に国債の利回りと景気の状況ということで、新規失業保険申請件数を並べてみた。逆目盛なのだが、これは置き方によってどのようにでもできるが、わりときれいにみえている。9 月の辺りから Fed がポートフォリオ・リバランスみたいなものでずっとこの間を膨らましていた部分がちょうど閉じてきて、大体、今年の夏場か少し前位までの線と同じところまで戻ってきているという見方もできる。この見方からすれば、今の長期金利の 3.3%——ピークで 3.5% 位だが——の状況は、足許の実体経済からみて、そうおかしくはないゾーンにはあるという言い方はできると思う。ただし、先程申し上げたように、マーケットには色々な人々がいる訳であるし、そういった中には、我々がニュートラルな見方と信じているものより、もう少し楽観に振れている方々も一部に出てきているということからすると、少し程度の巻き戻しは、やはり意識の中に置いておかなければいけないのかなと思う。非常にぼやっとした言い方であるが、そういうような印象を持っている。

それから、二つ目のコモディティについては、これはやはり世界全体のマネーフローという意味で、どこに資金が回っているかについては、フライト・トゥ・クオリティ的な動きもまだあると思うし、一番大きな動きとしては、一頃とは違うが、まだまだエマージングのエクイティ・マーケットに対する資本流入は続いている。これは、多分もう少し続くと思っている。ただ一方で、QE2、それから先進国の金融緩和基調が続く中で、マネーがどこに向かっているか、あるいは溢れ出している行き先として、やはりコモディティのマーケットが相当の受け皿になっていることも事実だと思う。さらに金融機関の動きとして、米系の金融機関がこのところコ

コモディティにかかるETF等をかなり出している動きがあるが、そこがやはりコモディティのマーケットに資金を集める相当の求心力となっているということも少し注意していきたいと思っている。

白川議長

前回の会合以降の変化という意味で世界経済をみた場合に、米国については、それが実体があるものかどうかについて色々な議論があるだろうが、不確実性が若干後退した。それから、中国についても強い方向の変化だということだが、この間欧州はどうみれば良いのだろうか。データの的には先程説明があったが、アイルランドの問題について一応の決着が付いたが、しかし、欧州のデットの問題に関する色々な論評をみていると、非常に暗いトーンのものが多い感じがする。以前から国際局が説明しているが、インターナル・デバリュエーションで過剰債務を解決していくというのは、これはある種逃げ水現象のようなものである。今回の一連の動きでも、デットそれ自体はリスクしても、デットを削減している訳ではない。そういうことを考えてみると、やはり厳しい論調というのはそれなりに理解できると思う。ただ、そういうことは先々経済を見通すうえで、今メインシナリオを変える大きな下振れ要因というものではなくて、仮にそういうリスクが顕在化した場合には、これは大きな影響があるものだと認識しておけば良いのか、あるいは、メインシナリオを巡って若干不確実性が増したと考えるのかというのが第一点である。

それから、二つ目は、米国のQE2に関連して、マーケット別にみると、長期金利は下がって上がって、為替と株価は一応現象的には期待する方向に動いている訳である。為替については、先程議論にあったようなことだと思うのだが、株価の方も、例えば7~9月の企業の決算をダウの構成銘柄でみてみると、増益企業は、やはり新興国関連のものが多いなという感じがする。そうすると、結局QE2の効果が発現するルートとしては、新興国経由、あるいは商品市況経由というルートを通じるものがやはり大きいという、そういうストーリーになっていくのかなと思う。そこで質問は、

米国株の上昇を仮に要因分解した場合には、新興国関連の寄与はどの位なのだろうかということなのだが。

#### 大野国際局長

まず、欧州の方だが、数か月前と比べてどうかという意味では、短期的な実体経済はむしろ上出来ということだと思う。これは、主としてドイツを中心とした輸出と、意外と、最初に申し上げたように、消費も若干プラスということである。非常に不透明感を強めているのは、アイルランドをはじめとしたソブリン・デットの問題である。ソブリン・デットの問題について、私共の見方は、今、主に言われている見方よりも相当厳しめにみている。それは、幾つかあるが、今、色々なセーフティネットとか、バック・ストップの種々の取組みが準備されている。欧州版IMFについても、昨日枠組みが決まって、来年、恒久的な制度という話があるが、それより前に、今まで、多分大丈夫と思われているギリシャであるとか、それからアイルランドのプログラム自体が来年以降しっかりいくかどうか、それは今白川議長に言って頂いたインターナル・デバリュエーション等の出口が十分みえるかどうかについて、かなりの疑問を持っている。一番は、今回の世界的な金利上昇もあるが、いつも我々はギリシャとかアイルランドのスプレッドをみている訳である。スプレッドは、今回お示しした一番最後のところに、周辺国の国債利回り——図表5——を書かせて頂いたが、実はこれだけではなくて、米国の金利からベンチマークのドイツの金利が相当上がっているということが私は重要だと思っている。その中で、スプレッドが上がっているということがどういうことかと言うと、ギリシャの足許の10年物の国債は、もう今11%位まで上がってきている。アイルランドについても、8.5%とか、8%を超える状況まで上がってきている。今、アイルランドとか、ギリシャのプログラムの中で想定されている国債の金利は、例えば、ギリシャでは5%位なのである。5%というのは、大体、今年の初め位の金利で、それをもって財政再建と経済の立て直しをやるということが、それが今は倍以上の金利が付いている。こういうような状



態が仮に長期間続けば、直ぐにギリシャの財政はパンクしてしまう。プログラムは破綻してしまうと思うし、アイルランドについても、何回か見通しやプログラムが見直されているが、それでも長期国債については、高々4%台位を織り込んでいるものが、先程申し上げた倍以上の金利になっているということである。これは、余程、追い風が生じない限りは、恐らく半年以内にこの問題はもう一回再燃すると思うし、それを乗り越えるためには、今でもギリシャ、アイルランド、他の国でも、色々な社会不安が生じているようなところで、国民が一致団結して、歯を食いしばって、という大きな試練が出てくるという意味で、これをどうこなしていくかということだと思う。

二番目の株価については、大変難しいと思うが、全く恐れを知らずに申し上げると、要因としては、やはり2割、3割位は、新興国経路のフィードバック効果があってもおかしくないと思う。論者によっては、もう少し大きいという見方もあるという感じである。

#### 白川議長

これは勿論恐れを知らずに言う話なのだが、しかし今は世界経済の成長全体の寄与度のうち、新興国が7割とか8割に達している訳である。それで、グローバルに活躍している企業の株価の上昇の中で、新興国の要因が2割、3割というのは、何か私の印象だと凄く小さいなと思ったが、やはりそのようなものか。

#### 大野国際局長

自信はないが、例えば、足許の色々な米国企業の業績で言うと、IT関係であるとか、iPadであるとか、スマートフォンであるとか、そういうものは、あまり景気の状態が良くなくても、欧州であっても、日本であっても、先進国を含めてかなりブームになっているところで、リーディング企業として収益機会を増やしている点で言うと、やはり5割以上はあるかなと思う。

白川議長

別に数字の嵩上げをする必要はないのだが、分かった。感覚的な質問であるから。他に質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

次に、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、資料－4の参考計表で説明する。図表1、短観の業況判断を確認しておく。全般的に弱めの動きとなっており、景気の改善が一服している状況が改めて確認されたと思う。現状判断の悪化幅が限定的であった一方、先行きはやや大きめに悪化しているが、これは、先行きについて悪化材料が明確にみえているというよりは、不透明感が強いために、企業が取り敢えず慎重にみているという側面が大きいと解釈している。

次に、図表2のGDPであるが、直近7～9月のGDPが2次速報で前期比+1.1%、年率で申し上げると+4.5%になっている。個人消費の寄与度が様々な押し上げ要因から+0.7%ポイントと大きくなっている。また、設備投資の寄与度も+0.2%ポイントと4四半期連続でプラスとなり、1次速報対比でも若干上方修正となっている。まだ、レベルは低いし、プラスの幅も小さいが、設備投資は持ち直しつつあると判断して良いように思う。他方、純輸出については、7～9月の寄与度は-0.0%ポイントとそれまでの増加トレンドから足踏みになっている。なお、今回は年に一回の確報化に伴って、過去に遡ってかなりの改定が行われている。基本的には、上段のグラフで2009年1～3月までの大きな落ち込みがあるが、この落ち込みが以前よりも大きくなった。一方、その後の回復も以前よりも大きくなって、過去4四半期、すなわち2009年10～12月から直近7～9月までの4四半期は成長率が全て上方修正になっている。この結果、足許のGD

Pの水準自体は以前のイメージからほとんど変わらないが、ボトムから駆け上がってきた角度が以前よりも大分急になっているので、成長率でみると、2010年度は以前のイメージよりも大分高くなりそうである。因みに、10～12月、1～3月がともにゼロ成長の場合であるが、その場合の2010年度は+3.5%になる。10～12月がエコカー補助の反動等から多少のマイナスになるとしても、2010年度全体では+3%を超える可能性が高くなってきているとみておくべきかと思う。因みに、このGDPの改定を踏まえた民間の見通しも、2010年度は+3%台前半という見方が多くなってきている。ただ、これはあくまでも数字上の話であるので、経済が展望レポート対比上振れているかどうかは、より実態をみながら判断していく必要があると考えている。GDPについては以上である。

次に、図表7、輸出関連であるが、まず上段のグラフ、太い線の実質輸出は7～9月が横這いの後、10月分が7～9月対比で-2.7%になっている。マイナスはマイナスであるが、まだ1か月分であるし、振れの大きい船舶が若干下押しで効いているという面もある。それから機械受注の10月が、外需がかなり強かったということなどを踏まえると、実質輸出は減少しているとまでみなくても取り敢えず良いと思っている。少なくとも、今の時点では横這い圏内という判断を維持することで良いと考えている。図表8で、地域別であるが、第4四半期の列をみて頂くと、米国向けが-2.5%、EU向けも-3.1%とマイナスになっている。東アジア向けは+1.0%と、7～9月に続いて微増であるが、さらにその内訳をご覧頂くと、中国向けがしっかりしている一方で、NIEs向け、ASEAN向けが弱い動きになっている。その他向けも-4.0%と、7～9月に続いて減少している。以上の動きの背景は、これまでも申し上げてきたように、第一に世界経済の減速、第二に円高の影響、第三に特にアジア地域におけるIT関連の在庫調整の影響、その三点であるとみている。ただし、マイクロ情報では、新興国のインフラ関連とか設備関連、あるいは自動車も含めて需要は堅調という声が広く聞かれる。従って、輸出の先行きについては、不確実性はなお大きいですが、今のところIT関連の調整が進むにつれて、年明け頃から輸出

は緩やかな増加トレンドに復するという見方が中心シナリオとして妥当であると考えている。輸出については以上である。

それでは次に、図表 21 まで進んで頂く。設備投資の 10 月以降について、参考になる情報を中心に申し上げる。図表 21 の上段、先行指標、機械受注であるが、太い黒の線、除く船舶・電力・携帯電話のベースでみて頂いて、10 月は 7~9 月対比で -6.0% となっている。しかし、ご覧のように、7~9 月にかなり増えた反動の範囲とみて良いと思われるし、ここには掲載していないが、1 か月早く分かる工作機械の受注が 11 月は強く、数字を申し上げると、工作機械の内需分の 10~11 月の 7~9 月対比が +3.8%、7 四半期連続で増加を保っている。次に、下段の建築着工であるが、7~9 月に大型案件もあってリバウンドした後、10 月分は幾分減少しているが、鉱工業で環境関連の設備投資など増加の動きがみられているために、全体としてあまり大きな反動減にはなっていない。こちらも均してみれば、極く緩やかな持ち直し基調にあるという見方で良いと思う。さらに、図表 22 であるが、短観の設備投資計画も、非製造業・中小企業が短観では弱く出ているという印象があるが、それでも全体として修正の足取りは概ね順調であり、2010 年度は小幅のプラスで着地をする蓋然性が高いということを改めて確認するものであったと受止めている。設備投資は以上である。

図表 25、個人消費関連である。まず下段の耐久消費財であるが、太い黒の線の新車登録台数は、エコカー補助金効果の反動で、9 月、10 月と大きく減少した後、11 月もさらに幾分減少を続けている。10 月、11 月を合わせてみて、我々が想定していたよりも台数ベースで若干下振れている。ただし、主に小型の方で下振れているので、付加価値ベースでみると、概ね想定どおりと判断している。この後、マイクロ情報等を踏まえると、反動の一巡とか新車効果等により、月次ベースでは 12 月から回復が始まって、1~3 月は 10~12 月対比で 1 割位持ち直すという感触を得ている。ただし、その点は各メーカーとも見極めきれている訳ではなく、不確実性はかなり大きい状況である。それから、灰色の線であるが、家電販売の方は右端が

10月分になっているが、12月からのエコポイント半減の前の駆け込み需要が10月からかなり出ており、この後の11月はさらに大きくこのグラフを突き抜けていくというように考えられる。特に、テレビは地デジ対応もあり、業界統計では10月が前年比約3倍の後、11月は前年比約5倍と、爆発的に増えている。ただし、12月入り後は、これまた大きく反動が出ているということである。それ以外の販売統計をみると、図表26、上段のコンビニも、たばこの駆け込みの反動で、ご覧のような振れになっているが、それを除くと、全般的にここに来ての大きな変化はない。下段の太い線の旅行についても、右端が9月分で止まっているが、この後10月分が9月が落ちた以上に回復しているので、そういう点も含めてみると、サービスも振れを伴いつつ横這い圏内であると判断をしている。図表27であるが、上段の四半期季調済系列3本、それから中段の月次系列3本であるが、いずれもコンフィデンスはこのところ若干弱いという感じもあるが、下段の景気ウォッチャーをご覧頂くと、太い実線の右端、11月末——最も近い値——が若干改善している。消費者マインドは決して強くはないが、さりとてはつきり弱くなっているという感じもなく、横這い圏内で推移している。11月、12月に関するマイクロ情報でも駆け込みの反動が出ている分野を除けば、特に悪い話は聞かれていない。株価が持ち直しているせいか、百貨店辺りはむしろ気持ち雰囲気は良くなってきている感じもある。以上を踏まえると、個人消費は全体として特殊要因が重なっていた夏頃に比べると、10～12月は一旦表面上弱くなる可能性が高いが、基調的にみると、それなりの底堅さを保っているというように判断して良いと思う。

次に、図表29、住宅であるが、住宅の着工戸数、太い実線の全体でみて頂くと、振れを伴いつつも緩やかな持ち直し傾向にある。こちらも水準はまだ低いし、持ち直しのペースも非常に緩やかではあるが、これで概ね想定どおりである。内訳をみると、点線の貸家が弱い一方で、細い実線の持ち家、あるいは太い灰色線の分譲では、比較的着実に持ち直す動きがみてとれる。ここにはこれ以上のブレークダウンは掲載していないが、分譲については、特に首都圏においてロケーションが良好な物件を中心に持ち

直しがよりはっきりとしている。こうした動きにはフラット 35 S の優遇金利をはじめとして、様々な住宅購入支援策がそれなりの後押しとなっている模様である。ただ、逆に言うと、政策効果があってもこの程度の持ち直しにとどまっているとみることもできなくもないと思う。住宅は以上である。

次に、図表 30、生産の数字をご覧頂きたい。10 月の前月比が確報になっており、前月比-2.0%である。5 か月連続のマイナスである。マイナス幅が予測指数よりは大幅小さかったために、金融市場ではポジティブに受け止められた。しかし、元々予測指数については季節調整値が足許は弱く出る方向に歪んでおり、従って、その予測指数対比では上振れる位でちょうど良いということである。実態的には、上振れモメンタムが出てきているという感じはない。ミクロ情報等を踏まえて、10~12 月全体の予想を改めて申し上げておくと、電子部品・デバイスの調整が当初想定よりもやや大きくなりそうではあるが、他方で、一般機械が新興国需要の強さなどを背景に想定以上に堅調である。この間、テレビ等の国内販売上振れについては、輸入のウエイトが大きいこともあり、生産全体に大きな影響を与えるほどではない。以上を踏まえると、生産全体では従来の見通しからほとんど変わらず、この後、季節調整の歪みを調整したベースでみて、7~9 月は小幅のプラスになったが、10~12 月は前期比-2%台半ばというように予想している。10~12 月はマイナス寄与が一番大きいのが自動車で、次が電子部品・デバイス、この間、一般機械は比較的しっかりとしたプラスは維持できるというように思っている。その先 1~3 月であるが、これも従来の見方からほとんど変わっていない。実勢ベースで 10~12 月に落ちた分を概ね取り戻して、2%台後半のプラスというようにみている。その要因も、基本的には 10~12 月の反動であり、自動車の国内販売がさすがに幾分回復に向かうことと、電子部品・デバイスの在庫調整が概ね終了する、その二点が大きな要因である。加えて、一般機械も輸出の増加を反映して、生産増加の足取りが再びしっかりしていくというように考えている。なお、今申し上げたのは調整ベース、いわゆる実勢ベースであるが、これ

を公表統計ベースに換算すると、10～12月は-1%前後、1～3月は+4%台後半ということで、いずれも実勢よりはかなり上方にバイアスを持った数字になるという見通しである。ただし、短観の先行き業況判断にもあるように、1～3月の動向については不確実性がまだ大きい。米欧のクリスマス商戦の帰趨、中国の新年需要、国内の乗用車販売の回復の度合いといった辺りを注意深くみていく必要があると考えている。生産は以上である。

次に、図表 35、雇用関連である。上段の細い線の有効求人倍率であるが、10月分が0.56倍となっており、緩やかながら着実な改善が続いている。ただし、太い線の失業率は、10月は5.1%と若干上昇している。振れの大きい指標であるから、時々上昇するのはある程度仕方がないことであり、均してみれば5%程度の高止まりが続いている状況である。それから、図表 36 であるが、上段の太い線の労調の雇用者数は、10月の前年比が+0.7%と、7～9月対比ではプラス幅が拡大している。月次では、9月に既に+0.7%まで拡大していたので、それ対比で横這いである。それから細い線の毎勤も10月の前年比が+0.7%と、こちらも緩やかにプラス幅が高まってきている。労調、毎勤に概ね共通してみられる業種別の特徴を申し上げておくと、第一に、医療・福祉が一貫して増加を続けている。それから第二に、卸小売とか情報通信がこのところ総じて底堅い動きになっている。第三に、製造業については、下げ止まってきてはいるが、はっきりとした増加には至っていない。この雇用の状況であるが、想定と比べて若干上振れているという感じがある。恐らく、これは個人消費を中心に、非製造業の経済活動そのものが、ここまでは幾分上振れ気味できていることを現していると考えられる。ただし、先程申し上げた生産の状況を反映して、下段の太い線の所定外労働時間であるが、ご覧のように、このところ減少が始まっている。さらに図表 37 であるが、先般の短観においても、雇用の過剰感の後退にこのところ一服感がみられている。こういったことを踏まえると、先行き雇用情勢は一本調子に良くなっていく訳ではなさそうである。それから図表 38 であるが、上段の一人当たり賃金についても、

このところ前年比小幅のプラスで推移をしている。しかも、中段の細い線にあるように所定内給与が、これはパートであるが、時間当たりでも若干プラスになってきているというのがここへきての変化かもしれない。ただし、改めて上段のグラフの内訳をみて頂くと、基本的には、特別給与と所定外給与で押し上げられている。この冬の賞与については、大企業を中心としたアンケートでは、夏並みの小幅のプラスというように出ているが、収益の拡大モメンタムは足許若干落ちているので、来年夏の状況は不透明である。また、所定外給与については、前年比のプラス幅はこの後縮小していく可能性が高いとみられる。以上を踏まえると、賃金面も含めて雇用者所得は当面はっきりとした増加を続けていくという状況にはなかなか至らない可能性が高いと引き続き考えている。以上が雇用・賃金である。

最後に、物価である。図表 44、下段であるが、国内企業物価の 3 か月前比、月次のグラフでご覧頂くと、10 月からプラスに転じており、直近の 11 月は+0.4%となっている。白い部分のその他に含まれているたばこが、たばこ税の引き上げによって+0.4%ポイントほど寄与しているので、算数としては、足許の上昇は専らたばこによるものということになる。ただし、より基調的な変化としては、夏頃マイナス方向に効いていた為替・海外市況連動型が、僅かではあるが足許プラスに転じてきたことが注目される。たばこ要因は、3 か月前比では 1 月には計算上消えるが、足許、国際商品市況はなお上昇基調にあるので、今度は国際商品市況の影響が主因となって、国内企業物価は当面強含みで推移する可能性が高いとみている。

次に、消費者物価であるが、図表 47 の上段の右、右端が 10 月分の前年比であり、太い線の除く生鮮食品で-0.6%、細い線の除く食料・エネルギーで-0.8%となっている。ここから高校授業料を除いたものが図表 49 の上段になるが、若干線が入り組んでおり分かりにくいですが、太い黒の線の除く生鮮食品で-0.1%、細い線の除く食料・エネルギーで 0.0%となっている。ただし、10 月以降はたばこが除く生鮮食品に対して+0.28%ポイント、傷害保険料が+0.15%ポイント、合わせて+0.4%ポイント強は特殊要因が押し上げに効いているので、それを除くと、足許の除く生鮮食



品の基調的な前年比は-0.5%前後と認識しておいて良いと思う。こうした足許の動きは、我々の想定に比べて、被服とか外国パック旅行を中心に若干上振れ気味ではあるが、その程度は極く僅かであるので、概ね想定範囲内というように認識をしている。この後、高校授業料を除いた除く生鮮食品は、足許同様、前年比ゼロ%近傍の動きが暫く続くとみている。しかしながら、下段の図表の棒グラフ部分で現れているが、連鎖指数との乖離が足許既に0.4%ポイント位で安定しているので、来年8月の基準改定で前年比が0.5%ポイント前後下方改訂される可能性が高いという点には注意を払う必要がある。

以上、今月の状況を三点に纏めておきたいと思う。第一に、実勢ベースでみた生産の減少が確認された。これは、基本的には輸出が足踏みをしている中で、国内乗用車販売などに反動減が出ていることによるものである。一方で、第二に、夏頃まで輸出や企業収益が好調であったことの余熱が現在タイムラグを伴って経済全体にじわじわ伝わる過程にあって、実際、内需関連の指標は全般に反動減を除くと、それなりにしっかりとしていたように思う。従って、そこに外部環境の改善が加わってくれば、景気は踊り場から脱して、緩やかな回復を続けていくというシナリオが現時点でも相対的に蓋然性が高いと判断される。しかし、最後に今回の短観で確認されたように、当面の景気展開についての企業の見方は慎重である。従って、企業行動が強気化して、自律回復モメンタムが明確になる状況は、近い将来にはあまり期待できず、むしろもたもたした展開が今暫く続きそうであるという点に十分注意を払っておく必要がある。私からは以上である。

白川議長

質問をお願いします。

中村委員

消費について、エコポイントとかエコカーで嵩上げされた消費が沈むと

ということで、それを除けばあまり振れがないということであった。ということは、自動車を買った人が他の物を抑制したのではなく、プラス $\alpha$ としての消費行動をやっている、25 頁の図表をみても過去もずっと大体横這いである、それが今も続いているということか。

門間調査統計局長

過去をみて横這いと言っても、それなりに綾はあったと思う。2009 年は勿論大きく落ちた。今年の前半辺りも若干弱い局面もあったように思うが、そういう局面に比べると、足許は、むしろ意外と底堅いという感じがある。なかなか指標だけでは掴まえにくい部分もあるが、百貨店を中心に多少客の購買単価ないしは買う物のレベルが少しアップしてきているという話が少なからず聞かれている。その背景としては、株価が若干持ち直していることとか、それから所得環境もじわじわであるが好転してきていること、それから2年、3年買うのを随分我慢してきたのが疲れたのではないかという多少感覚的な感想もあるが、そういう声が聞かれているのも事実であるので、多少そういう実感を感じ始めている業界が出てきている、というのは一つの変化ではないかという感じがしている。そうは言っても、やはりこの耐久財の駆け込みは、どの方に聞いても全く想定を上回る大幅なものであったということであるので、相当な需要の先食いがあったとみておくべきであって、耐久財に関しては、向こう1年、2年、ないし3年位停滞する可能性が高いということを使う人もいる。

須田委員

今の駆け込みについて、元々、3月にもう少し駆け込み需要が出るかと思っていた部分が前倒しされたと思って良いのか。

門間調査統計局長

それはそうである。もう一度12月から1月に切り替わる時に、リサイクルをするものだけになるとか、さらに3月が終わると完全にエコポイント

トがなくなるので、その度ごとに若干の駆け込みがあるかもしれないが、今回の11月は尋常ではなかったと思う。ここで、普通に計算すると薄型テレビの普及率は一気に一家に1台を超えていったという感じであって、潜在的に残っている需要が急速にここで萎んだのではないかという位の凄い出方をしているの、ここからは相当減速するのではないかと思う。

野田委員

でも、まだ一家に1台分残っているのではないか。

門間調査統計局長

そうである。今、普通のテレビの普及率は大体2台である。それを完全にリプレイスするとまだ1台分残っているが、そうは言っても、既に足許1台分は完全に超えているので、さすがにここからは緩やかになるのではないかという感じがする。

亀崎委員

乗用車の方は500万台位からずっと毎年毎年減っていく状況が続いた中で、今回の施策でドンと増えて、その終了後にポッと落ちている。今後、過去のトレンドの延長線に戻るとすれば、それは大体どの辺を想定しているのか。

門間調査統計局長

500万台というのは2000年代前半だと思う。そこから少しずつ下降トレンドに入ってきて、ここから先々のいわゆるステイブルな状態をどうみるかであるが、業界で、比較的楽観的なシナリオで400万台を超える位、悲観的シナリオで370~380万台という感じである。我々はその悲観シナリオにちょっと近い方をみているので、足許、リーマン・ショックのまさに直後まで落ちているが、この後、ここから少し戻る位、370~380万台

位で安定してしまう可能性が高いのではないかとみている。先程、このレベルから1~3月は1割位上がると申し上げたが、そこから後はあまり上がらない可能性が高いということかと思う。

須田委員

その場合の車は、台数もあるが、付加価値ベースで考えた時に、もう少し低いものになるのか、それとも省エネということがあるので高いものになるのか。

門間調査統計局長

そこは、両面あると思う。勿論、電気自動車とかハイブリッドは高いので、そちらの方に行けばそれなりに付加価値はあるが、同時にこの間実際に起きたことは、大きな車を小さな車に乗り換えるということが相当起きたので、プリウスを除けばどちらかと言うと全体的には節約志向の方向に車種の変更が行われているというのが足許の状況である。であるから、逆に言うと、ここから後もそういう電気自動車とかエコカーが普及するためには、そこは相当コストを下げても安くしていかないと多分台数も捌けていかないという構造が暫く続くのではないか。

中村委員

売れ筋の車は、軽自動車かハイブリッドといった種類の車か。

門間調査統計局長

勿論、二極化の部分もあると思うが、全体的にみると、やはり若者の車離れもあるし、高齢者はあまり高い車を買っても仕方がないという意識にもなっているので、どちらかと言うと、コスト・パフォーマンスが良い車を買っていくという消費者の意識は暫く根強く残るのではないかという感じがしている。

西村副総裁

消費統計で、ネット販売に関しては最近どのような…。

門間調査統計局長

細かくみていないが、最近トレンドはあまり変わっていないと思う。経産省とか幾つか業界統計に出ているが、加速的に上がっている訳ではなく、直線状に上がってきている感じで、伸び率自体はあまり変わっていないというイメージを持っている。因みに、GDP統計上はむしろ供給サイドの方でそこを押さえているので、こういう統計ではなく、図表 24 に消費総合指数とか消費包括指数とかあるが、消費包括指数というのがその供給面のデータも全て入れたGDPに近い推計をしている指数であるが、この中に一応概念上はネット販売の部分も捉えられているとご理解頂ければ良いと思う。

白川議長

図表 40 の国際商品市況であるが、国際商品市況の上昇をカテゴリー別にみると、穀物の上昇が大きい訳である。一般的なQE2の影響が国際商品市況に現われているという話とは別に、特に穀物が上がっているというのは、どういうふうに考えれば良いのか。

門間調査統計局長

一般的に言われているのは、基本的には新興国の需要が強いという構造的な要因に加えて、今年は天候が悪かったというのがよく言われていることである。ロシアの日照りとか、あちらこちらで、今年はいわゆるラニーニャ現象——ペルー沖の海水温が下がる現象——があった。

宮尾委員

輸出の見通しであるが、先程の国際局の説明と関連して、中国とか新興国がかなり加速して強いということを反映して、来年以降、持ち直してく

るという見方が成り立つのかどうかについて教えて頂きたい。

#### 門間調査統計局長

そこは、そのように基本的にみている。ただし、ダウンサイド・リスクはやはり為替である。結局、実質実効レートで、リーマン・ショックの後に2~3割位円高になっている状況は変わっていない。であるから、アネクドータルにも、例えば、IT関連の部品——液晶パネル等——でも、世界的にみると在庫調整は進んでいるが、対ウォンで厳しいとか、そういう話は聞かれている。それから、こういう状況も含めて、海外へのシフトが起きていくということである。それから、輸出入という意味においては、部材に輸入品を使っていくという傾向がこれから強まってくる可能性が高いということで、そういうダウンサイド・リスクはあると思っている。

ただ、逆に最近時々聞かれるのは、新興国というと何となく低スペックの大量消費という感じがするが、新興国でも景気が良くなってきて、所得が上がってくるにつれて、意外とハイ・スペックのものも必要とされているのである、そういう話もちらほら最近聞かれるような気がする。例えば、エアコンでも、省エネタイプが中国で売れているとか、それから、工作機械なども中国に安いものを売ろうと思ったら、もっと良いものをくれと言われたとか、そういう話も出てきている。それから、スマートフォンは、日本の高スペック過ぎると言われている液晶が結構人気を博しているので、意外と世界経済全体の好転につれて、日本の高スペックも捨てたものではないというようなアップサイドの話もなくはないので、その辺をバランス良くみていくということかと思っている。

#### 野田委員

GDPが、今年の第4四半期から、少しの凸凹がありながらも着実に前期比で増加している。GDPギャップと言われるものが、着実に縮まっているというのが正しい見方であろうが、その一方で、先程の説明では、足許までは一応縮んできたが、少し足踏みして、ゼロ近傍からフラットに続

くという感じであった。この辺は、短期的にはそういうこともあると思っ  
てそれで割り切れば良いと思うが、何か少しその辺で上振れ、マイナスか  
らプラスの方向に抜けていく——過去のGDPトレンドからみて——と  
いう経路は考えられないか。多分、ボトムアップ的なアプローチをされた  
からそうなったのかと思うが。そういう見方をされているのか。

#### 門間調査統計局長

必ずしもボトムアップだけではなく、まさに世界経済全体の成長のパス  
を頭で描き、それと多少この円高の影響等も織り込むと、今、我々が想定  
している年率+2%位の成長が、来期のところでは最も考えられるパスで  
ある。勿論、そこから上方下方にそれぞれ外れ得る可能性はあるが、それ  
以上の強いパスを標準形として持つという材料はちょっと足りていない  
のではないかという感じがしている。

元々、国内の中長期的な成長期待が弱い中で、どの位世界経済がこの後  
強まっていくのかで、今の日本経済はほとんど決まってくるような構造に  
なっている。従って、今想定されているような世界経済の状況と為替の状  
況を考えると、今申し上げたような位の緩やかな回復が一番蓋然性が高い  
と思っている。

#### 野田委員

私が申し上げているのは、GDPギャップ——その需給の関係——が若  
干遅れて——1年とか1年半とか——物価に現れるとすると、もう少し上  
昇基調が続いても良いのではないかという感じがしないではないので、そ  
ういう観点から申し上げた。

#### 門間調査統計局長

上昇基調というのは、物価のか。

野田委員

物価の回復基調、上昇基調である。

門間調査統計局長

我々は、いつも大体1年ずらした需給ギャップと物価の動きをみているが、今、ほぼ整合的なところにCPIの下落率がある。

野田委員

今後、暫くは1四半期程度はフラットにいく訳か。

門間調査統計局長

そうである。それが、まだタイムラグを伴って、これから暫く物価の方向に効いてくる。実は、足許までわりと順調にマイナス幅が縮小してきた動きは、過去1年位の需給ギャップの急速な縮小によるものであって、ここから後、緩やかになっていくに従って、その影響が来年辺りのCPIに出てくるので、そこの変化はあまり大きくないのではないかというのが今の見方である。

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、7)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

榎田企画局長

それでは「金融環境の現状評価」参考計表に基づいてご説明する。最初に図表1であるが、下段の(2)、消費動向調査でみた家計の1年後の予想インフレ率は、9月の+0.9%の後、10月も+0.9%、11月が+0.8%と、



ほぼ横這い圏内の動きであった。

続いて、図表 2、ESPフォーキャスト調査の 11 月調査であるが、太実線の 2010 年第 4 四半期と 2011 年第 1 四半期が若干上振れているが、年度で括ると計数は不変である。2010 年度 $-0.9\%$ 、2011 年度 $-0.2\%$ の後、2012 年度 $+0.2\%$ と、先月までと同様である。なお、ESPフォーキャスト調査は年に二回特別調査があり、6 月と 12 月——今回は 12 月調査であるが——に 2012 年度から 2016 年度 5 年間の平均の予想インフレ率が出ており、今回の調査結果では $+0.5\%$ ということで、6 月調査と同様、不変であった。

続いて、政策金利水準と実体経済との関係である。実質コールレートと実質 GDP トレンドの成長率の乖離の関係であるが、下段のグラフをご覧頂くと、CPI 前年比のマイナス幅が縮小してきている。それぞれ「総合除く生鮮食品」「総合除く食料およびエネルギー」で改善度合いは異なっているが、そうした消費者物価のマイナス幅が縮小してきていることを背景に、政策金利のプラス乖離幅が縮小してきているのが、この図表 3 である。続いて、同様なグラフであるが、テイラー・ルールとの関係でみた場合にどうかというのが図表 4 である。政策金利の水準とテイラー・ルールとの乖離をご覧頂くと、政策金利のプラス乖離幅が縮小してきている。このように、政策金利については、実質 GDP のトレンド成長率あるいはテイラー・ルールという一種の基準に照らすと、CPI の前年比のマイナス幅が縮小してきたことなどから、緩和効果の減殺される度合いが縮小してきていることが、この図表 4 から読み取れるインフォメーションかと思う。

続いて、資金調達コスト関連だが、図表 6、上段あるいは下段、それぞれ総資金調達コストの推移が描いてある。太実線がジグザグして月々によって振れはあるが、振れを伴いつつも総資金調達コストは低下傾向を続けていることが、このグラフのインフォメーションである。

続いて、個々の金利の動向をみる。図表 7 の上段、貸出金利であるが、新規貸出約定平均金利については、振れを伴いつつも短期・長期とも低下傾向を続けてきている。その下のスプレッド貸出のスプレッドであるが、

短期は振れを伴いつつ、緩やかに低下傾向という感じである。下の長期についても、ここ 2、3 か月のところをみると——特に 10 月もそうであるが——、7~9 月と比べてスプレッドが縮小してきている感じである。

続いて、図表 8、C P の関係である。C P については、11 月以降、発行レート及び発行スプレッドとも全体的に低水準での推移である。なお、C P については、これまで事業法人銘柄と比べて利回り水準が高かった A B C P ——先程の外山金融市場局長の説明にもあったが——のスプレッドがこのところ幾分縮小してきている。

続いて、図表 9、社債発行スプレッドである。下段であるが、個別の銘柄要因で左右される面は大きいですが、全体としてみると、低格付けを中心に弱含みになってきている。上段の発行レートであるが、中期国債の上昇で、12 月にかけて発行レート自体は、幾分上昇している。ただ、総じてみれば、水準としてはなお低水準である。なお、ここには記載していないが、社債の流通スプレッドであるが、B B B 格あるいは A 格といったこれまで相対的にスプレッドの厚い銘柄のスプレッドが緩やかな縮小傾向を続けている。また、流通スプレッドを残存期間別にみると、基金の買入対象となる年限を中心に——それより長期の年限も含めて——流通スプレッドは縮小してきている。

続いて、図表 10、こうした調達金利の低い水準が企業収益との関係でどういう意味合いを持っているかであるが、法人季報における企業の R O A と平均支払金利の関係をご覧頂く。平均支払金利を R O A が大幅に上回った状態が続いているということで、企業収益との対比で低い調達コストが持つ金融緩和度合いは強まりつつある状況である。

続いて、民間部門の資金調達の関係である。図表 11、民間部門総資金調達の推移であるが、企業の資金需要が後退する中で、10 月、11 月と前年比 -2.5% で横這いであった。中段の銀行貸出の推移をみると、9 月 -1.6% の後、10 月 -1.8%、11 月 -1.8% と、銀行貸出の残高前年比はほぼ横這いであった。ただ、内訳をみると、都銀がマイナス幅を幾分拡大させている一方で、地銀がプラス幅を若干上昇させている。続いて、C P ・

社債の発行残高前年比であるが、C Pの残高前年比は、マイナスではあるが減少幅が縮小してきている。一方、社債は11月は+2.5%から+2.9%と、このところ残高伸び率を幾分高めている。下段の国内公募社債の発行額であるが、11月は5,812億円とそこそこの水準であった後、12月については10日までのラップで見ると、7,228億円と高水準の発行が続いている。そのうち、B B B格については770億円ということで、良好な発行環境のもとで、発行体の裾野が広がりつつ、良好な起債環境になっている。12月については、B B B格5銘柄のうち4銘柄は、リーマン・ショック後初の起債になった。

続いて、図表17、企業金融関連である。短観結果を確認しておく。中段の金融機関の貸出態度である。大企業、中小企業とも改善していて、全産業でみてもプラス幅を拡大するなど、貸出態度は一段と改善していることが確認できている。この間、日本公庫の中小企業の調査であるが、11月調査は、ほぼ10月から横這いであった。次に、下段の資金繰りD Iである。大企業については横這いであるが、中小企業は改善している。全産業がプラス転換をしたのは、2008年6月短観以来である。その他の中小企業の計数として、日本公庫と商工中金の11月が出ているが、方向感は日本公庫が幾分改善している一方、商工中金は幾分悪化ということで区々であった。こうしてみると、企業の資金繰りは総じて改善していることが確認できたように思う。今申し上げた短観の数字のレベル感だが、図表19のグラフをご覧ください。(1) 企業からみた金融機関の貸出態度については、現在の水準は過去の回復局面で言うと、貸出態度は中小企業、大企業とも2004年の第3四半期にほぼ匹敵する水準まで回復している。(2) 企業の資金繰りについては、上段の大企業については2004年の第3四半期レベル、中小企業については2004年の第2四半期レベルということで、それぞれ2004年あたりの水準まで回復してきている。

最後に、マネー関連指標である。図表22、10月、11月のマネタリーベースは、10月+6.4%、11月+7.6%と、前年比が上昇している。内訳をご覧ください、銀行券が伸びを高めているほか、日銀当座預金も本行の潤沢な

資金供給によって11月にかけて前年比が上昇している。このうち銀行券は10月、11月と伸びを高めているが、この背景としては次の二点が考えられる。第一は、先程も出たが、エコポイント等による消費の駆け込み需要が相当膨らんだことが、現金需要を増加させた面がある。特に、家電については、現金支払いの方がポイント還元率が高いということで、ヒアリング情報でも、現金での購入比率が高いというようなことが言われている。これが現金需要を高めている一つの要因である。もう一点は、

が 手許現金を多めに保有している。

ということが、多少銀行券が高い伸びを示している背景になっているという見方をしている。中段のマネーストックの伸びについては、M2が大体2%台後半での伸びを続けている。

以上、前回会合以降に利用可能になった指標を纏めると、企業の資金調達コストが引き続き低下傾向が続いていること、企業の収益性との対比で見ると、現在の低い調達コストが持つ緩和効果は強まりつつあるということ、政策金利の水準を実体経済あるいは物価との関係で見ると、引締め度合いが縮小してきているということ、CP・社債市場では引き続き良好な発行環境が続いているということ、12月短観の結果を踏まえると、企業からみた銀行の貸出スタンスが一段と改善しているほか、企業の資金繰りも改善している、以上のようなことが確認できたように思う。こうした点を踏まえると、金融環境の現状評価としては、緩和方向の動きが強まっていると判断して良いのではないかと考えている。

それから、今申し上げた金融環境の評価について、包括緩和の効果という観点からどう捉えるかということである。ヒアリング情報を含めて、現時点までに得られている情報に基づいて、大括りに定性的に整理してみると、一つは、基金等による社債等の買入れについてである。社債市場については、BBB格あるいはA格などのスプレッドの相対的に厚い銘柄の中

心に、また、その残存期間別には買入対象となる年限を中心に、そのより長期の年限も含めて、スプレッドの緩やかな縮小傾向に寄与してきているほか、発行銘柄の広がりにも寄与している。こうした発行環境の改善については、競合関係にある金融機関借入れを含めた調達環境全般に好影響をもたらしているといった声が企業等から聞かれている。二つ目は、ETFあるいはJ-REITの買入れについてである。本行によるこれら資産の買入れが市場に安心感あるいは期待感を与えているといった声が聞かれている。特に、REIT市場においては、こうした期待感が投資家の資金を呼び込み、取引の活発化と価格上昇をもたらして、一定の呼び水効果を発揮しているように窺われる。三つ目は、この間の国債等の買入れである。当初、国債金利が低下したことにも表れているように、それ自体は長めの金利を低下させる方向で作用していると考えられるが、長めの金利は米国金利の大幅上昇やそれを契機とするポジション調整の動きなどを背景に、中期の金利を中心に一頃に比べて上昇している。こうした金利動向が金融環境に及ぼす影響という点からみると、CP・社債発行金利などにおいてベース・レートが上がる面があるので、一部僅かながら発行レートが上昇したといった企業の声も聞かれるが、同時にそうした企業においても、現状においては僅かな動きであって、引き続き緩和的な発行環境であることには変わりがないとの受止め方が聞かれるというのが現状である。

以上を踏まえると、あくまで現時点での評価ということになるが、基金による多様な資産の購入を軸とする包括緩和策の効果については、企業の資金調達コストの低下などを通じて、全体として金融環境における緩和方向での動きを強めるうえで有効に作用し始めていると考えて良いのではないかということである。

続いて、今回12月初に成長基盤強化を支援するための資金供給の二回目の実行をしているので、この内容について極く簡単にご説明したいと思う。資料-7「『成長基盤強化を支援するための資金供給』について」をご覧頂きたい。1頁目であるが、二回目の資金供給については、12月7日に貸付けを実施している。貸付総額は9,983億円、貸付先数は106先で、一

回目の資金供給に比べてそれぞれ倍増している。次の業態別をご覧頂くと、貸付額、貸付先とも地域金融機関の増加が顕著になっている。2頁目をご覧頂く。民間金融機関における取り組みを纏めたものであるが、現在、本資金供給の枠組みの対象先になっている金融機関の数は——ここでは「12月15日現在」と書いてあるが、今現在と言い直しても結構かと思う——143先に達しており、この間、地域金融機関の増加が顕著になっている。このうち127先が取り組み方針について本行の確認を受けている。各取り組み方針に掲げられた投資対象分野の内訳を棒グラフに示してある。黒い斜め線のシャドーが第二回目であるが、引き続き医療・介護分野、あるいは環境エネルギー、高齢者向けと、この辺りが非常に高い。各行とも、こういった分野については取り組み方針に載せているほか、その他の分野についても、幅広く広がっていることがこのグラフから読み取れると思う。第二回目の個別投融資の実績については、3頁目である。第一回目と同様、環境エネルギーを筆頭に社会インフラ整備、医療・介護などが高くなっているが、その他の分野にも遍く広がっているのが二回目の資金供給の結果である。このうち、環境エネルギーについては、エネルギー資源の確保や開発に関する資金として電力や石油開発の設備資金が多くみられるほか、省エネルギーあるいはリサイクルで低炭素化の推進に繋がる設備投資や研究開発資金として幅広い業種向けに資金の供給が行われている。今回は、アジア投資・事業というのが増加しているのが特徴的である。具体的にどのようなものがあるかだが、現地での設備資金であったり、現地企業の買収・出資に伴う投融資資金の例がみられる。その他分野も引き続きある。この分野では地場産品を活用した食品関連産業あるいはその地域の基幹産業の基盤強化に向けた設備投資資金などが含まれている。(2) 個別投融資の金額別分布をご覧頂くと、今回の二回目においては、地域金融機関の参加が増加していることを背景に、前回と比べて金額分布では1億円以上5億円未満のゾーンが拡大している。この結果として、平均金額も2.4億円と、第一回目は3.6億円であったが、平均金額も幾分低下——小口化——している。最後に4頁であるが、貸付期間の分布である。全体と

して前回より幾分短期化しているが、それでも右端の平均貸付期間をご覧頂くと5.8年ということである。しかも、投融資の7割強が本行の資金供給の最長期間4年を超える期間になっていて、本行からの資金供給を前提としない期間を含む投融資も引き続き多数実施されているというのが、二回目の結果である。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

金融環境の現状評価の総括判断だが、「緩和方向の動きが強まっている」とあるが、確か前は「動きが続いている」であった。これはどの点が強まっているのか。先程、櫛田企画局長が説明の中で幾つか項目を挙げたが、それぞれ個別にみると特に強まっている感じはなく、これまでの緩和方向の動きが等速で続いているという感じを私個人は受けている。どこがどういうふうに強まっているのかがなかなか伝わってこない。

櫛田企画局長

今回は短観月ということで、企業の金融環境をある程度纏めて短観によって確認できる月である。短観の金融機関の貸出スタンス及び資金繰り判断については、経済の回復に多少一服感が出てきている中で、こういった時は、中小企業を含めて資金繰りなどの面で不安感が出る局面でもあるが、今回は金融機関の貸出態度、資金繰り判断とも順調に改善してきていることが確認できた。短観月は3か月に一回の節目になる月であるので、金融緩和の前向きな効果は、こうした金融環境の面で十分確認できたと言えるのではないかとというのがベースである。

そのほか、企業の資金調達コストは低下傾向が続いており、政策金利の水準を実体経済・物価との関係でみた場合も、消費者物価はオン・トラックで順調に改善してきている中で、こうした実体経済や物価との関係でみ

ても、金利水準が持つ緩和効果は強まってきているほか、収益との関係でも引き続き緩和効果が強まりつつある状況が継続している。これらをトータルで考えた時に、今回「強まっている」という評価をして良いのではないかとということである。

#### 須田委員

今のことだが、等速で少しずつ良くなっていることと、傾きがガタッと非連続で良くなり、その先はまた等速で行くことのイメージとしてどういうことを考えるか。その点から言うと、私が少し気になっているのが、資金繰りのところで、中小企業の商工中金をみると、9月、10月、11月と段々悪化している。それが1~3月というか、4~6月や7~9月の数字よりも悪くなっている。それは一つの例であるが、そうした中で、非連続的にここで傾きが変わってしまったということか、その辺のイメージはどのようなものか。前からよく「続いている」と言っていたのは、強さも含めて「続いている」という言い方で、同じ意味として使ってきていると思う。

#### 野田委員

私も、ほとんど同じことを申し上げたつもりである。

#### 雨宮理事

「続いている」ということであると、ずっと続く訳であるが、ここで非連続的な意味で全く劇的な変化が起きたというよりは、緩和が続いていくうちに段々局面が変わっていく訳である。この間、今月あるいはこの1か月半で出たデータをみると、緩和は続いているのだが、ちょっと局面が変わったかなと判断しても差し支えないのではないかと思う材料は幾つかある。一つは、いつものとおり金利——コスト——とアベイラビリティとに整理してみると、まず、表面のコストが図表6の総資金調達コストにあるとおり、足許の総資金調達コストが量的緩和末期を下回り出した。足許、2010年において、総資金調達コストが過去最低をこの2か月位



下回り出した。過去最低はいつかと言うと、2006年の初めの量的緩和の末期の頃である。表面金利——いわば表面の加重平均金利——が過去最低を更新し、新しい局面に入ったというのが一つである。もう一つは、先程、櫛田企画局長がご説明申し上げたとおり、実質金利あるいはテイラー・ルールとの比較で、引締まりの程度がほぼゼロに近づくまでに来たというのが、二つ目の一種の局面変化である。ただし、ここについては、この後のCPIの動き等もあるので、判断はもう少し時間をかける必要があると思う。もう一つは細かい変化なのだが、アベイラビリティという点では、これは17頁の企業金融関連であるが、これも先程ご説明申し上げたが、一番下の資金繰りで大企業と中小企業を合計した全国短観の資金繰りDIが初めて明確にプラスになったということも——これは2008年以降になるが——変化である。むしろ連続的な変化が、ここになって突然非連続になったというよりは、この緩和が続くうちに、少しずつ局面が変わっているということ、ここで認識しても良いのではないかという頭である。

問題は、この後である。実は、両面あって、今ご指摘のあったとおり、生産や輸出がちょっと一服している影響が中小企業の資金繰り等に出る可能性がある。その一方で、恐らく緩和としては包括緩和の効果等々も含めてもうちょっと進んでいく。この両面があると思うので、その両面を点検しながら判断していくことになろうかと思う。

#### 櫛田企画局長

もう一点、先程、最後に包括緩和との関係で金融環境を評価させて頂いた趣旨は、日本銀行の政策は、調達コストの低下などの金融環境を通じて効果を発揮していくものである。漸く買入れが一巡した段階ではあるが、そうした効果が金融環境のところで部分的に確認でき始めている。しかも短観月で、これまでの動きを含めて、金融環境面での効果はどうなのかということ、きちんと評価する節目としては、非常に良いタイミングである。その傾きが大きく急に変わったのかということ、その議論はなかなか難

しい面があるかもしれないが、ただ今雨宮理事からも申し上げたが、局面が変わりつつある部分は明確に出てきているので、この機会にこういう評価をしておいても良いのではないかということである。

野田委員

腑に落ち兼ねるが、そういうご説明はご説明として承っておく。

白川議長

他にご質問はないか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要の報告に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

それでは、私から実体経済・物価についてご報告する。実体経済だが、現状・先行きとも総括判断に変更はない。各論部分であるが、主に三つの点で変更を加えている。一つ目は、これは季節ものと言って良いと思うが、短観月であるので、最近の短観を反映させたのが一つ目のポイントである。二つ目は、生産である。これは、実勢ベースでみてもマイナスであるので、その部分を反映させている。三つ目は、設備投資について判断を若干進めた。これも、先程、門間調査統計局長より話があったが、SNAベースでみて実質の設備投資が4四半期連続のプラスであったことや、月次の指標や短観を踏まえたものである。その三つのポイントが、どのように文章に表れているかは、アンダーライン部分をご覧頂きたい。各論部分の最初に出てくるアンダーラインは企業収益だが、「企業収益は、改善ペースに一服感がみられるが、増勢を維持しており、」と短観を踏まえたものである。因みに、前回の短観——9月の短観——の時に、ここの表現がどうであったかを振り返ると、企業収益は「引き続き改善」と言っていたので、それ

と比較すると若干判断を後退させた。次の「設備投資は持ち直しつつある。」は、先月までは「設備投資は持ち直しに転じつつある。」としていたところを若干判断を進めた。そして、最後の「生産はこのところやや減少しており、企業の業況感も、最近は、製造業を中心に弱めとなっている。」は、生産は、実勢ベースでみてマイナスであることに加え、短観も反映させている。先行きについては全く変更ない。

物価は、国内企業物価について、実績等を反映させた。まず現状であるが、「国内企業物価の3か月前比をみると、国際商品市況高の影響などから、緩やかに上昇している。」としている。そして先行きだが、先月までは「既往の為替円高の影響が残るものの、」と為替に言及していたが、その部分を外し、「国際商品市況の動きを反映して、」と変更させて頂いている。私からは以上である。

#### 加藤企画局政策企画課長

続いて、金融についてご説明させて頂く。最初の段落は金融市場の状況である。まず、短期金融市場の記述にアンダーラインを引いているが、ターム物金利は、先月は「弱含んでいる」と記述していたが、現在は「総じて低水準にある」と記述させて頂いている。ターム物金利は、前月の会合時点頃と比べて、TIBORは大体低位横這い、LIBORはやや低下している。一方、短期国債金利は6か月、1年物等が幾分上昇している。これらを総括して、「総じて低水準にある」と記述させて頂いている。ただ、この6か月物、1年物の金利水準が現在の水準を続ける場合には——これは明日の金融市場の状況をみてではあるが——、ターム物金利の記述の最後の部分に「一部の金利が強含んでいるものの」という表現を加え、「ターム物金利は、一部の金利が強含んでいるものの、総じて低水準にある」といった記述の方が適切かどうかを見極めたいと思っている。その後に長期金利、株価、円の対ドル相場の記述があるが、こちらは先程の外山金融市場局長よりご説明のあったとおり、長期金利、株価については上昇しており、為替については円安方向になっているということを記述させて頂いた。

2段落目以降は、金融環境である。先程ご議論があったように、金融環境の総括判断は「企業の資金調達コストが低下傾向にあるほか、金融機関の貸出態度が改善するなど、緩和方面の動きが強まっている。」との判断を記述させて頂いている。その背景として、一つは、短観等も踏まえ、企業からみた金融機関の貸出態度が緩い方向に「一段と改善している」こと、それから、C Pの発行残高は、前年比マイナスではあるが、その幅が縮小していること——要するに、社債とC Pの発行環境のさらなる改善——、それから、これも短観を踏まえ、「企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善している。」こと、を受けると、上段で述べたような総括判断で良い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

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50分中断、21日9時00分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。まず初めに、議題の追加についてご説明する。今般、米国のFRBより米ドル・スワップ取極の期限延長の申し出があった。本件の緊急性に鑑み、「『米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長』に関する件」を本日の議題として追加したいと思う。本日の議事進行であるが、最初に「米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長」に関する執行部説明と決定、二番目に金融経済情勢に関する討議、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、六番目に10月28日

及び11月4、5日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に2010年7月から2011年6月の金融政策決定会合の開催予定日の変更の承認と、2011年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。次に、政府出席者のご紹介である。財務省からは櫻井充副大臣である。内閣府からは井上裕行大臣官房審議官である。

会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

### Ⅲ. 「米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長」に関する執行部説明と決定（資料－8）

白川議長

それでは、最初の議題「米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長」に関する件に入る。本日席上に配付した資料－8「米ドル資金供給オペレーションの期限延長」について執行部から説明して頂き、質疑応答の後、採決を行いたいと思う。

梅森企画局審議役

それでは、説明資料に沿ってご説明申し上げます。本件は、来年1月末に期限が到来する米ドル資金供給オペ及びニューヨーク連銀とのスワップ取極を8月1日まで延長してはどうかという案件である。半年間の延長ということであるが、7月末は日曜日にあたるので、中銀間の事務レベルでの相談の結果、新しい期限の案は8月1日とさせて頂いている。考え方であるが、本年5月の臨時金融政策決定会合において、国際金融資本市場の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、米ドルオペの再開と、それからその原資金となるドル資金を調達するためのニューヨーク連銀とのスワップ取極を、それぞれ来年1月31日までの時限措置として

決定したところである。今般、ニューヨーク連銀から、各国の中央銀行との米ドル・スワップ取極の期限を来年 8 月 1 日まで延長することとし、ニューヨーク時間の本日 9 時——日本時間で本日 23 時になるが——に公表することとしたいとの申し出があった。現在、我が国の金融機関の外貨資金繰りについて特段の懸念が生じている訳ではないが、各国中央銀行との協調の観点を踏まえつつ、併せて金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持及び安定性の確保に資するため、申し出どおり期限を延長することが適当と考える。

それでは、付議文に移らせて頂く。3 頁をご覧頂きたい。付議文は、「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件。案件。最近における国際金融資本市場の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、下記の諸措置を講ずること」。記書き以下は、1. 米ドル資金供給オペレーション基本要領、2. 同貸付対象先選定基本要領、3. ニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極要綱、という三つの関連規程の期限を、それぞれ 4 頁から掲げる別紙 1. ~3. のとおり、8 月 1 日まで延長しようとするものである。付議文は以上である。

恐縮だが、2 頁へお戻り頂きたい。本件をご決定頂いた場合の対外公表については、ニューヨーク連銀からの申し出どおり、各国中央銀行と同時に日本時間で本日 23 時に公表する扱いとしたいと思う。対外公表文案は 7 頁の（別紙 2）を用意させて頂いている。「中銀間米ドル・スワップ取極の延長。米国連邦準備制度とカナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、日本銀行、スイス国民銀行は、米ドル・スワップ取極について、2011 年 8 月 1 日まで延長することとした。当該米ドル・スワップ取極は、2010 年 5 月に締結され、2011 年 1 月までとされていたものである。日本銀行の措置。日本銀行は、本日開催した政策委員会・金融政策決定会合において、米国連邦準備制度との間で締結している米ドル・スワップ取極および米ドル資金供給オペレーションの期限を 2011 年 8 月 1 日まで延長するこ

とを決定し、各国中央銀行と同時に本日 23 時に対外公表することとした」。そして、その下に「各国中央銀行の措置」として各中銀のウェブサイトに記載している。また、これとは別に、事務的な基本要領等の一部改正については、執行部より適宜の方式で対外公表させて頂きたいと思う。私からは以上である。

白川議長

ご意見、ご質問はないか。

亀崎委員

主要国の中銀のドル供給オペの実施はほとんどなく、ECBが若干ロール・オーバーをやっている程度なので、広範にドルが必要な状況ではないと思う。日本銀行もこのところずっとドル供給オペをやっているが、応募がない状況である。ただこの中で、欧州のソブリン・リスクの問題がまだ燻っている。こういう中で、国際協調の枠の中ということで、安全弁として備えておくことには意義があると思うので賛成である。

野田委員

念のため、このところの欧州の——アイルランドの——ソブリン問題を背景として、特にこのドル資金絡みの短期資金の調達で、ちょっと良からぬ噂が出たりしている。その辺はどのようにご覧になっているのか。

雨宮理事

実際には、欧州でも、マネー・マーケットそのものは極めて大きく波乱が及んでいるという訳ではないし、日本においても、邦銀においてドル資金調達に問題がある——マーケットにおける調達行動に影響が現れている——という事態には至っていない。ただし、委員のご指摘のとおり、やはり潜在的なリスクは皆感じているので、特別の個別行、特定行という訳ではないが、マーケット参加者の中には、確かに利用実績はないが、ファ

シリティは延長されると、安心感という意味では非常に有難いという声は寄せられている。

須田委員

実際にどういう形で——最初は皆一緒にオペを行うとしていて、それから変わっていった訳だが——日本の場合は、今後やろうとしているのか。

梅森企画局審議役

単純な延長ということである。すなわち、オペは、1週間物をやっている中銀が四つ、3か月物をやっているのが日本銀行とECBで、単純延長ということである。

白川議長

今年の初めに一旦スワップ取極を閉じて、5月のギリシャ危機の時に、バーゼルで皆事務的にはかなりバタバタしながら再開したが、やはり欧州のソブリン・リスクを巡る状況を考えてみると、国際協調の精神から——と言っても、単に他国のためという訳ではなくて、日本自身にも最終的にはメリットが及び得るという意味において——継続することは私も適切だと思う。

つまらない話だが、対外公表文案で見出しに「中銀間」とあるが、やはり「中央銀行間」の方が良いと思う。これは趣味の問題かもしれないが、私的には「中銀」というのはどうかなと思うのと、本文は全部「中央銀行」とあるので、ここだけ「中銀」とするのもどうかなと思う。「中央銀行」がやはり良いと思う。

梅森企画局審議役

過去「中銀」と書いてあったので、そのまま引きずられてしまった。では、そのように。



白川議長

他にご意見、ご質問はないか。

宜しいか。それでは採決をお願いします。

[『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件]  
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

森本審議委員

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 9、全員一致である。

白川議長

本件の公表時間については、ご異論なかったもので、米国 F R B の申し出どおり米国ニューヨーク時間の午前 9 時に、欧州中央銀行など関係する中央銀行が同時に公表する扱いとしたいと思う。この場合、日本時間では本日 23 時、午後 11 時の公表となるので、それまでは対外非公表の扱いとなる。出席者の皆様には厳正な機密管理をお願いします。これまでも中央銀行

間の取極については一切情報が漏れていない。日本銀行の方から漏れると大変な失態になるので、どうぞこれについては十分厳正な機密管理をお願いします。なお、本件に関する席上配付資料は、後程コーヒーブレイク入り後に事務方より回収させて頂くので、ご協力宜しくをお願いします。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、次に、最近の金融経済情勢に関する討議に移る。お一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。本日の発言の順番であるが、中村委員、森本委員、亀崎委員、山口副総裁、宮尾委員、須田委員、野田委員、西村副総裁の順番である。それでは、中村委員からお願いします。

中村委員

前回決定会合以降、世界経済や日本経済の現状と先行きの評価について、展望レポートでのメインシナリオの変更を必要とするような情勢の変化はなかった。

国際金融市場では、欧州のソブリン問題に対する懸念の高まり、朝鮮半島を巡る地政学的なリスクへの懸念、中国など新興国・資源国における金融緩和の修正の動きなどから、ボラティリティが高まる局面もみられたが、全体としては、リスク許容度の低下は限定的なものにとどまっており、新興国・資源国の株式や国際市況商品等のリスク性資産価格は、総じて堅調に推移している。こうした中、日、米では、中長期金利と株価が上昇した。米国では、QE2に対する内外からの批判の強まりや、米国経済に対する過度に悲観的な見方の修正などを背景に、FRBによる一段の金融緩和策に対する期待感が後退したほか、ブッシュ減税や失業保険給付延長等の景気浮揚策の公表もあって、長期金利が大きく上昇した。我が国でも、こうした動きに連動した面があったほか、債券市場でのポジション調整の動きもあり、長期金利が上昇している。この間、円は、相対的な安全通貨とし

ての位置付けは変わらないものの、日米金利差の拡大等から一段の円高予想が幾分か修正され、1米ドル83円台で推移している。もっとも、国際金融市場が潜在的な不安材料を抱えていることから、今後、欧州のソブリン問題の深刻化や、リスク回避姿勢が強まれば、国際金融市場の不安定さが高まる可能性があり、注意が必要である。なお、金融経済月報での概要については、違和感はない。

続いて、海外経済であるが、米国の7～9月期の実質GDP成長率は、その7割を占める個人消費の持ち直しを中心に、前期比年率で+2.5%となり、米国経済は低水準ながら回復を続けていることが確認された。注目の年末商戦についても、全米小売業協会は、前年を3.3%程度上回って着地するとの見通しを維持している。また、11月の新車販売台数も、2か月連続で年率1,200万台を上回った。10月の貿易収支赤字は、新興国の高めの成長やドル安などを背景に、輸出拡大に支えられ、事前の市場予想を上回る387億ドルの減少となった。一方、住宅市場では、低調な販売動向を背景に在庫調整が捗々しくなく、価格面でも軟調地合いが続いている。また、雇用情勢も、11月の非農業部門雇用者数の前月比は大幅に縮小したほか、失業率も9.8%に悪化するなど、回復への道筋が見出しがたい状況である。先行きの米国経済については、輸出や個人消費に支えられ、緩やかな回復が続くとみている。冒頭でも触れたが、ブッシュ減税や失業保険給付の延長等、財政面からのサポートもあり、個人消費は底堅く推移すると期待される。もっとも、家計がバランスシート調整という重石を抱えていることにより、回復のペースは緩やかとなり、リスクについては全体として若干下方に振れやすい状況が続くと考えられる。

ユーロ経済については、7～9月の実質GDP成長率は、前期比年率で+1.5%と、域内での格差の拡大を伴いつつも、全体では緩やかに持ち直している。この間、欧州周辺諸国の財政再建問題の解決に向けての域内各国の取組み姿勢に対する懸念から、対独国債スプレッドは、アイルランド、ポルトガルに加え、スペインについても過去最大幅に拡大する局面がみられた。足許、スプレッドの拡大は一服しているが、欧州のソブリン市場で

は緊張感の高い状態が続いている。先行きについても、ユーロ圏諸国の財政再建やEUのガバナンス問題などから、成長ペースは鈍化すると考えられる。

中国経済は、11月の各経済指標がいずれも高めの経済成長を続けていることを示している。個人消費は、小売売上高が前年比+18%超を維持しているほか、当月の自動車販売も、購入支援策絡みの駆け込み需要もあり、170万台に達している。鉱工業生産指数が高水準で推移する中、製造業PMIも55.2と市場予想を上回った。この間、消費者物価指数は、食料品価格が+11.7%に上昇したことを主因に、前年比+5.1%と増勢を強め、抑制目標の+3%を5か月連続で上回った。また、11月の主要70都市における住宅価格も、前年比+7.7%と高止まっている。こうした中、中央経済工作会議では、2011年は物価の安定を最優先課題とし、金融政策のスタンスも引締め方向への転換が行われた。人民銀行は、11月以降、預金準備率を三回に亘って引き上げた。先行きも、金融引締めを継続すると思われるが、生産・所得・支出の好循環の中で、全体としては、バブルやインフレを抑制しながら持続的な成長を続けると想定される。もっとも、旺盛な内需や所得水準の高まりとも相俟って、景気が過熱し、インフレの加速や成長率の上振れなどアップサイドのリスク、及びその後に成長率が減速するリスクには注意が必要である。

NIEs、ASEANやインド等のアジアの新興国の経済も、7~9月の実質GDP成長率が鈍化するなど減速しているが、底堅い内需や中国の成長にも支えられ、回復基調を辿っている。先行きについても、総じて高めの成長を続けると思われる。

国内経済についてであるが、緩やかに回復しているものの、足許では改善の動きに一服感がみられる。7~9月の実質GDP成長率は、前期比年率で+4.5%と、個人消費を中心に底堅い動きとなった。10月以降の動きを示す指標をみると、輸出の増勢が、アジア新興国向けを中心に鈍化しているほか、10月の鉱工業生産指数も、エコカー補助金の駆け込み需要の反動等から、前月比-2%となるなど、弱い動きとなっている。また、10

月の自動車国内生産台数は、前年比−8.4%の75万台と、12か月振りに前年割れとなった。個人消費は、家電の駆け込み需要があったが、たばこ税やエコカー補助金絡みの需要の反動から、前年比大幅な減少となるなど、全体としては弱めの動きとなっている。一方、設備投資については、12月短観でも示されたとおり、2010年度下期は、前年比+6%と持ち直しに転じつつある。こうした中、短観での全規模全産業の業況判断DIは、現状は−11%ポイント、先行き見通しも−18%ポイントと、前回9月との対比ではいずれもほぼ横這いの動きとなっている。先行きの経済につき、不透明感が残ることにより、引き続き慎重姿勢を維持しているようである。所得環境や雇用環境については、僅かながら持ち直し傾向が続いている。また、日本経済新聞の調査によれば、本年の冬季賞与も、全体では一人当たり支給額は前年を2.35%ポイント上回っている。

我が国経済の先行きについては、景気回復のテンポが鈍化した状況が暫く続いた後、緩やかに回復していくとの基本シナリオを変更する必要はないと思われる。新興国・資源国の高めの成長を背景に、輸出の持ち直しが見込まれる中、生産についても、駆け込み需要の反動の影響が、年明け以降、徐々に緩和していくものと思われる。

続いて、物価であるが、11月の国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況の上昇等もあって、+0.4%とプラス幅が拡大した。国際商品市況は、新興国需要の強さに加え、先進国の緩和的な金融政策の継続に伴うリスク・マネーの流入もあって強含んでおり、今後の推移には注意が必要である。また、高校授業料無償化の影響を除いた10月の消費者物価（除く生鮮食品）は、たばこ税や傷害保険料の引き上げの影響から、マイナス幅が大幅に縮小した。今後は、需給バランスが緩やかに改善することなどから、マイナス幅が緩やかに縮小していくと思われるが、円高に伴う下押し圧力の強まりや、2010年基準への改定の影響が懸念される。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

景気判断は、基本的に、前回 11 月の会合時から大きくは変わっていない。ただし、米国における長期金利の上昇や中国における消費者物価の上昇など、意識しておきたい要素が広がったように思う。

それでは、まず海外情勢であるが、米国経済に関しては、緩やかな回復を続けている。輸出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。また、個人消費は、小売売上高や自動車販売台数にみられるように底堅く推移しており、消費者コンフィデンス指数が好転するもとの、クリスマス商戦の好調も伝えられている。ただし、11 月の雇用統計は、雇用環境の改善が捗々しくないことを示しており、同じ家計部門でも、住宅投資は、着工件数や新築住宅販売件数の不振にみられるように低迷している。先行きは、輸出の増加に加え、緩和的な金融環境のもとで、個人消費、設備投資が徐々に持ち直し、再び成長過程に復すとみられる。しかし、バランスシート調整の重石があるため、回復テンポは緩やかなものにとどまると考えられるし、下振れ方向に振れやすいとも考えられる。この間、各種経済指標の改善やブッシュ減税の延長などを受けた景気回復期待の高まり、あるいは財政悪化への懸念等を背景に、長期金利が急上昇している。これが実体経済にどのように影響するかは、当面十分に注意していく必要がある。まず考えられるのは、モーゲージ金利の上昇によって住宅投資が一段と冷え込むリスクであるが、一方で一段の株価上昇やブッシュ減税等の延長が資産効果を増幅し、個人消費の回復をサポートするといった上振れの可能性も意識しておきたいと思う。

次に、欧州経済であるが、ばらつきを伴いながらも、全体としては緩やかに回復している。輸出は、ペースを落としながらもドイツを中心に増加を維持しているし、設備投資、個人消費などの内需も緩やかに増加している。私は、緩やかな回復という基調が先行き大崩れするとは考えていない

が、来年から主要国でも本格化する緊縮財政が過度に実体経済を下押しするリスクには要注意であると思っている。また、ソブリン・リスク懸念による金融資本市場の不安定化は、EU、IMFによるアイルランド支援の具体化やECBによる国債買入れ拡大観測などにより、一旦小康状態に入ったように映るが、ポルトガル、スペインほか欧州周辺国の状況は、依然諸リスクもあり、心配ないと言い切るには材料不足であるように思われる。引き続き注意深くフォローしていきたいと思う。

新興国をみると、中国では高めの成長となっており、先行きについても上振れの可能性が現実味を持ってきていると思う。輸出、小売売上高、固定資産投資などの主要指標は、10、11月はいずれも増加幅が拡大しており、こうしたもとの生産の増加ペースも再び高まっている。ただし、CPIの上昇が、これまで以上に注目すべきポイントとして浮上してきたように思う。今後、これが好調な実体経済に対してどう波及するか、また、中国当局はどのように対応するか、注意していきたいと思う。

一方、NIEs、ASEAN経済については、情報関連財の需給調整などを背景とする輸出・生産の増勢鈍化から減速している。しかし、個人消費や設備投資など内需は増加基調にあり、先行きも拡大基調を堅持するとみている。

次に、こうしたもとの国内経済である。前回会合以降に発表された経済指標の中で、想定から大きく外れるものはなかったように思っている。12月短観も、企業は先行きを慎重にみているが、基本的には従来の基本認識やリスク評価を裏付ける中身であった。このため、国内経済の基調については、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられるとの判断であり、また、先行きに関しても、景気改善テンポの鈍化した状況が暫く続いた後、緩やかな回復経路に復していく、との見通しを変える必要はないと思う。

実質輸出は、引き続き横這い圏内での動きとなっている。主力の東アジア向けをみると、高成長の続く中国向けが資本財・部品を中心に高めの伸びを確保した。しかし、NIEs、ASEAN向けは、直近では逆に資本

財・部品が足を引っ張る形で低調に推移している。また、米国向け、欧州向けは、経済の減速を映じて減少している。先行きについては、中国向けの資本財・部品の動きなどをみると、新興国では内需拡大メカニズムが働いているため、我が国からの輸出が大きく崩れることはなさそうだ、というのを改めて認識させられる。情報関連財の需給が引締まってくれば、為替動向には引き続き注意が必要なものの、全体として回復していくとみられる。

設備投資は、7～9月GDPの2次速報において+0.8%から+1.3%に上方改訂された。また、2010年度の設備投資計画は例年どおりの修正パスを辿り、先行指標の機械受注もやや長い目でみれば底を打った感がある。これらの点を積み上げていけば、設備投資は、持ち直しつつあると考えて良いと思う。もっとも、今月参加した国内有数の事業所数を誇る埼玉県での金融経済懇談会では、資金調達は全く問題ない、ないしは借りる必要がないほど資金を抱えているが、先行き需要拡大の展望が拓けないため、増産投資どころか更新投資にもなかなか踏み切れない、といった声が参加大企業から聞かれ、中小企業からも、資金繰りの事情は異なるものの同様な声が聞かれた。これが平均的な見方かどうか分からないが、12月短観の生産・営業用設備判断DIにおいて過剰感の縮小が一服したことなどを併せて考えると、国内設備投資の本格的な回復はなかなか見通しにくいのではないかと感じているところである。

次に、家計部門である。個人消費については、10、11月と薄型テレビ等において駆け込みがみられたが、全体としては7～9月期におけるエコカー補助金終了前の駆け込み等の反動から減少している。一方、住宅投資をみると、分譲を中心に持ち直しつつあるように思われる。先程の埼玉県での懇談会でも、住宅ローン減税や住宅取得のための贈与税非課税特例などの住宅取得促進税制が相応に効果を発揮している、との声が聞かれたところである。もっとも、雇用・所得環境をみると、10月の有効求人倍率は上昇し、現金給与総額も前年比プラスを維持する一方、失業率が上昇するなど、厳しい水準で一進一退となっている。このため、個人消費、住宅



投資が本格的に回復する時期については、なお不透明であると言わざるを得ない。

こうしたもとの、生産は幾分減少している。11月分まで判明している大口電力需要をみても、化学、窯業・土石、鉄鋼、機械など主力業種における生産調整は深まっており、全体で前年比+10%を超えていたプラス幅は、2か月連続で+5~+6%程度へと縮小している。ただし、先行きについては、家電エコポイントの反動減に注意していく必要はあるが、裾野の広い自動車における駆け込みの反動の影響は徐々に薄れ、輸出の増加を起点に回復していくとみている。

最後に物価をみると、企業物価指数は国際商品市況の上昇を受けて緩やかな上昇基調にあり、先行きもこの方向性に変わりはないと思われる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）については、前年比マイナス幅は基調として縮小を続けており、当面この基調には、大きな変化はないものと考えられる。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

世界経済は、引き続き減速しつつも緩やかに回復している。もっとも、最近公表された各国の景気指標は、比較的良好なものが多い状況である。そのため、国際金融市場の動きは、欧州ソブリン・リスクに関連した動揺はみられるものの、全体としては、これまでの株高、債券高の流動性相場から、株高、債券安の業績期待相場へと変化しているように窺われる。ただ、年末特有の動きもあるかもしれないので、慎重にみていく必要があると思う。

各国・地域別にみると、米国は、雇用や住宅セクターは引き続き弱いものの、輸出や設備投資、個人消費は増加し、減速局面を抜けたように思われる。足許でも、クリスマス商戦は順調とのコメントが聞かれる。今後も、

F R Bの金融緩和に加え、オバマ政権がブッシュ減税延長などの大型追加刺激策を打つこともあって、来年、再来年と+3%台の成長が予想される。片方に職がなく、また住宅価格の下落で困窮する人がいる一方、片方に株値上昇などから支出を増やす人がいる、すなわち貧富の差に基づく行動格差が明確化しているが、日本と違い、そのために社会全体が節約ブームとなる訳ではないことが、マクロの支出フローの増加に繋がっているのだと思う。ただ、ミクロレベルでのストックの傷みが癒えていないのも事実であり、雇用と住宅、それと商業用不動産、中小金融機関の問題は、改善に相応の時間を要するものと思われる。これを喩えて言えば、切り立った崖と深い谷に挟まれた狭い切り通しの上り坂を、重い荷物を背負ってゆっくりと上っているイメージだと思う。

ユーロエリアは、全体としてみれば、輸出が好調なドイツを牽引役として緩やかな回復が続いている。先行きも、E C Bが、来年、再来年を+1%台半ばから後半の成長とみるなど、緩やかな回復基調は続くと思われる。しかし、今後のリスクとして注意すべきは、金融市場の不安定な状況が長引く可能性である。先月末にアイルランドがE UとI M Fに支援を要請し、ギリシャ問題の勃発時から懸念されていたコンテージョンが現実のものとなった。市場は、さらにポルトガル、スペイン、そしてイタリアへと疑いの目を向けており、国債スプレッドが拡大しているうえ、ベースとなるドイツ国債金利も上昇しており、状況はより苦しくなっている。こうした中、E C Bのフィナンシャル・スタビリティ・レビューは、主なりスクとして、ソブリンへの懸念が銀行セクターの脆弱性と負の相乗作用を起こすことを指摘している。E C Bの増資や協調メカニズムとしてのE S Mの設置が決まったが、根源的にはユーロシステムに起因する根深い問題だけに、引き続き短期間では解決されない懸案事項として、今後も長期に亘り景気の足枷となり続けるものと思われる。

中国は、11月の景気指標が一斉に前月より強まっており、米欧とは違って全面的な景気再加速の様相を示している。C P Iが+5%を超える中、預金準備率が連続して引き上げられており、人民銀行が現在の状況に懸念

に対応している様子が窺える。このように、中国景気は再び強まり始めているが、ホット・マネーの流入を招く可能性のある利上げや為替相場の一段の柔軟化を回避するとすれば、今後、さらに上振れる可能性もあると思う。仮に、これがバブル化するようなら、その破裂の影響は日本にとっても甚大であるため、当局が適切なマクロ・コントロール策を取れるかが重要である。これについては、2012 年秋に党主席交代を控えていることが鍵となると思われる。これまでの党主席交代時と同様に、その直前の2011年以降は、拡張的な政策を取る中でもマクロ・コントロールには腐心すると考えられる。従って、今後とも、比較的安定した成長を続けていく可能性は高いとみている。

NIEs、ASEANは、足許ではIT関連の調整などから幾分減速しているが、海外からの資金流入の影響もあって、国内需要は増加を続けている。

なお、先日訪れたブラジルとメキシコについて簡単にご紹介する。両国とも今年前半の高成長の後、足許は世界景気の減速を受けて成長がやや鈍化している。もっとも、ブラジルは、鉱物資源や農産物の輸出が好調であるうえ、内需も自律的な強さがみられ、活況感があつた。一方、メキシコは、自動車や原油の輸出増加がプラスに効いてはいるものの、隣国米国の景気不透明感から、ややグルーミーであつた。こうした違いは、主要輸出先が、ブラジルは中国等の新興国、メキシコは圧倒的に米国と、景気動向が異なる国であることからくるものとみられる。ただ先行きは、両国とも人口構成が若いことなどから、長期に亘る高成長が期待できそうである。残念ながら、現状では日本との経済関係はまだ強くないことから、日本の成長には直接結び付きにくいのが、米欧景気には貢献しており、間接的な影響はある。このように、世界経済の成長エンジンは、アジアだけでなく中南米にもあることは認識しておく必要があると思った。そして、特にポテンシャルの高いブラジルの今後の動向には注視していきたいと思う。

日本経済は、緩やかな回復は続いているが、海外経済の減速を受けて輸出が横這いとなり、国内のエコ関連施策の縮小もあって生産が減少に転じ

たため、全体として踊り場的な状況となっている。12月短観の足許の業況判断DIからは、企業経営者の判断が慎重化している様子も窺えた。先行きDIも、米欧経済の不透明感や、世界的な電子部品・デバイス関連の在庫調整、家電エコポイントの縮小や終了の影響等から、一段と慎重化している。もともと、円高進行が一服し株価が上がっていること、中国景気が再加速しているとみられること、マイクロ・ヒアリングによると1~3月期の鉱工業生産は反転増加するとみられることなどから、今のところ想定どおり、短期間で踊り場を抜けられる可能性はそれなりに高いと思っている。踊り場を短期間で抜けられるのであれば、これまで約1年半続いてきた景気回復の火種は消えず、1、2年のうちに内需が自律的回復へ向かうというシナリオの変更も不要だと思う。

なお、12月短観において、新卒採用の厳しさが示されたことには憂慮している。企業は既存従業員の雇用確保を優先しているため、失業率は落ち着いており、社会的な安定も維持されている。しかし、若年層の就業機会の喪失は、次世代の生産性低下を意味し、先行きの日本経済の潜在成長力低下とデフレ継続の重大要素となりかねない、大変懸念される事態だと思う。

物価情勢をみると、国際商品市況は上昇基調を続けている。日本の輸入物価も、商品市況の上昇や円高一服からやや強めに上昇し始めており、国内企業物価も緩やかに上がってきている。こうした中、10月の全国CPI（除く生鮮食品）は、たばこ税と傷害保険料の引き上げを主因として、前年比マイナス幅が大きく縮小し、-0.6%となった。高校授業料実質無償化の影響を除けば-0.1%である。また、価格上昇品目数マイナス価格下落品目数も、-187と前月の-197からマイナス超幅を縮小しており、下落品目の広がりには歯止めがかかってきたことは確かなようである。今のところ、マイクロレベルでのデフレ意識はなお強く、なんと靴磨きまでが世間一般のデフレを理由に値下げするような状況ではあるが、一方で、CPIのマイナス幅縮小やマイナス品目数の減少といったマクロ統計があり、また高価な宝飾品の売上増加やディズニーランドの値上げ、全日空の燃油

サーチャージ引き上げといった報道も目にする。こうした中、世の中は、一頃のデフレ一色ではなくなる方向へと徐々に変わり始めているのではないかと、期待感を抱きつつみている。既往の円高の影響もあって、予断を許さないというところではあるが、今のところ、想定どおりデフレ脱却に向けてゆっくりと、しかし着実に歩を進めているものと判断している。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

前回会合以降1か月半が過ぎたが、今日はその間の主な変化に絞ってお話ししたいと思う。まず、国際金融資本市場についてであるが、変化点としては、主に以下のようなことがあったかと思う。まず、一点目は、世界的な景況感の改善などを背景に、グローバルな長期金利の上昇とグローバルな株価の堅調がみられている。しかしながら、その一方で、欧州ソブリン問題に端を発する警戒感が市場には底流している。二点目は、米国市場であるが、小売統計、景況感指標など良好な経済指標が発表されたこと、FedのLSAPに対する議会筋の批判等を背景に、追加の金融緩和期待が後退したこと、個人所得減税等の延長措置が公表されたことなどから、LSAP実施以降、長期金利はむしろ大きく上昇している。三点目は、ヨーロッパ市場であるが、アイルランド、ポルトガル等のソブリン問題を契機として、これらの国債の対独スプレッドが、ギリシャ問題に揺れた今年の春頃をも上回る水準まで上昇している。この間、ドイツ国債の金利自体も上昇してきている。四点目は、為替市場をみると、ドル高が進む一方で、ユーロは下落基調となっている。

これが、この1か月半余りの動きになろうかと思うが、こうした動きをみるにつけて、幾つかの感想を禁じ得ない。まず、一点目は、米国市場における景気の見方が再び大きく振れてきているという印象である。今年の

春に台頭した楽観論、それから夏場にかけての極端とも言える悲観論、そして現在の楽観論という展開である。バランスシート調整の負荷がのしかかる経済にあっては、こうしたマインドの変化が避けがたいのかもしれない。1990年代の我が国をみる思いである。

二点目の感想だが、このような米国市場にあっては、F e dのコミュニケーション対応が益々難しくなっているように見える。市場心理が比較的短期に、しかも大幅に変動する状況のもとで、フォワード・ルッキングに、時間をかけながら市場と対話を進めて、政策の方向を織り込ませていくことは、実は無理なことかもしれないという印象を持っている。マーケットに、ある特定の政策を十分織り込ませた段階では、市場の景況感自体が、各種の経済指標の変化を受けて既に変わってしまっている可能性が小さくないということである。

三点目の感想になるが、これは米国の事情であるが、金融政策が政治化され戦略性を帯びるようになると、先行きの金融政策運営に対する市場の見方自体が不安定化してしまうという事象が起きているように見受けられる。結果として、今回のように、F e dの企図した政策効果が減殺されるといったことが生じかねない。

四点目は、長めの金利への働きかけという金融政策は、「長め」の期間が長くなればなるほど、政策意図と政策効果の峻別が難しくなるということである。それと同時に、一見する限り矛盾した形も取り得るということである。ここにもコミュニケーション上の困難が潜んでいるようにみられる。

五点目は、ヨーロッパであるが、この夏のストレステストについては、金融監督当局もそれからE C Bも相当強く胸を張った訳であるが、実際にはこのストレステストへの疑念と、それから周辺国の財政再建に対する懸念が強く、それだけに大胆かつ説得力のある金融、財政両面からの対応策が不可欠のように見える。今のヨーロッパの体質のもとで、そうした大胆かつ説得力のある対応策が容易に打出し得るものかどうか、仮にそれが容易に打出されないとすれば、欧州経済の先行きはなお厳しいと言って良い

のではないかと感じている。市場はまさにそうした見方に立っているように思われる。

それから六点目であるが、米国市場における楽観論の修正がいずれ行われるとすると、長期金利の低下、株安、そしてドル安円高といった形で、市場の反転が生ずる可能性もないとは言えない。景気の先行き展開が政策当局の読み筋どおりであったとしても、そうした読み筋と市場の見方の間にギャップがある限りは、将来生ずる市場の悲観論へのシフトが、さらなる緩和を催促してくる蓋然性も決して小さくない。こうしたことに対して、どう対応していくのか、政策当局が問われることになると思われる。

次に、海外経済であるが、全体としてみると、夏場にかけての減速局面——場合によっては、踊り場と言って良いのかもしれないが——を脱して、再び緩やかな回復軌道に復しつつあると思っている。後程述べるように、今、日本が踊り場に入っていることからすると、世界経済については、少し早めに踊り場に差しかかったということなのかもしれない。いずれにしても、再び緩やかな回復軌道に復しつつあるとみている。

米国経済であるが、この夏頃の悲観論台頭にもかかわらず、基調としてみれば、緩やかな回復を続けてきている。最近の経済指標からすると、回復のペースは多少とも加速しているのかもしれない。しかし楽観は禁物だと思う。バランスシート調整圧力が続くもとでは、回復ペースは所詮緩やかとみておくべきであろう。

欧州経済であるが、全体として緩やかに回復しているし、先行きも緩やかな回復を続けるとみている。しかしながら、欧州ソブリン問題は、なお解決の道筋がみえていない。この問題が、この先の欧州経済にとって大きな足枷になるリスクは、ここにきてむしろ高まっているのではないかと思っている。

新興国経済であるが、高めの成長を続けている。就中、中国は夏場にかけて減速したとみられるが、そうした減速局面も既に終わりつつあるように思われる。個人消費は堅調であるし、固定資産投資も、不動産投資抑制策などにもかかわらず、高い伸びを続けている。金融緩和政策の転換に

よって、景気のスピード調整が実現することを我々自身期待している訳であるが、このところのインフレ圧力の高まりなどをみても、政策のギアが円滑に切り替わっているとは言いがたいように思う。この辺りは、国際商品市況の堅調振りにも投影しているように見える。先行きの過熱リスクが一段と高まっていくことがないかどうか、益々注意が怠れないと思っている。

最後に、我が国経済についてである。前回会合以降の動きということで言うと、概ね予想どおりの展開だろうと思う。景気回復は一服となっており、踊り場局面と言って良いと思われる。それから、耐久消費財の消費を巡る駆け込みと反動が、いずれも少し大きめではあるが、はっきりと現れている。輸出は、情報関連財の在庫調整などを背景に横這い推移となっている。それから、設備投資は持ち直しつつある。12月短観でも、今年度計画は、業種、企業規模を問わず上方修正されている状況である。

先行き見通しであるが、10月の展望レポートで示した中心シナリオから逸脱してはいないと思っている。世界経済が、新興国に牽引されてその成長率を再び高めていくもとの、緩やかな回復経路に復していくとみられる。ただ、敢えて言えば、12月短観で企業の先行き景況感が慎重であった点、気になるところである。これは、昨日門間調査統計局長が指摘したことであるが、これが、先行きの景気展開のもたつきに繋がることかどうかが、当面注意してみていく必要があると思う。

物価であるが、消費者物価の前年比の下落幅は基調的には縮小を続けている。先行きも下落幅の縮小が続くとみられる。ただし、来年夏に予定されている消費者物価の基準改定がどうなるか、最近の連鎖指数と固定基準年指数とのギャップをみると-0.4%ということであるが、こういった点を視野に入れつつ、物価動向をみていかなければならない局面に入ってきているのではないかと思っている。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・物価情勢の現状認識、先行き見通しについて申し上げます。前回決定会合以降の経済指標をみると、米国経済については比較的良好な内容の指標が続いており、金融・財政の両面からの刺激策の発動・決定も相俟って、短期的には景気の下振れリスクは後退してきている。他方で、欧州のソブリン・リスクが引き続き世界景気の下振れ要因である。一方、アジア・新興国経済については、中国を中心に高めの成長ペースが維持されているが、先進国からの資本流入と商品市況の高騰を背景に、景気過熱のリスクが拡大・蓄積しているように見受けられる。そうした中で、我が国経済は、概ねメインシナリオに沿った動きを続けており、緩やかな回復基調の過程にあるものと認識している。以下では、こうした動きについて、やや詳しくみていきたいと思う。

まず、海外経済であるが、米国経済について、この間、比較的良好な経済指標の発表が続いた。個人消費関連では、GDP統計における個人消費は上方修正され、小売売上高は市場予想を上回り、消費者コンフィデンスも改善が続くなど、個人消費関連は全般に明るさが感じられた。純輸出に関しても、GDP統計の指標が上方修正され、10月の貿易収支における赤字額も縮小した。また、グローバル企業の業績回復を背景に、製造業、非製造業とも業況は改善しており、それら業種の株価も際立って上昇している。他方で、家計がバランスシート問題を抱えているもとの、住宅部門では、販売、着工、価格、在庫など全般的な低迷が続いている。また、雇用環境においても、11月の雇用統計において民間部門の雇用増が5万人程度にとどまったほか、失業率も9%台後半に上昇するなど、改善ペースは非常に緩やかなものにとどまっている。そして、物価上昇圧力についても引き続き弱めの動きが続いている。以上を総合して、私自身の米国経済の見通しについては、減税法案可決による上振れの可能性を意識しながらも、引き続きトレンド成長近辺の低成長が続くという見通しを中心シナリオとして維持している。この間、11月のFOMCで大規模国債買入れが

決定されて以降、米国金利は反転し、10年債金利は2.3%台から一時は3.5%台まで1%以上上昇した。こうした動きは、基本的には年末決算前の利益確定に向けたポジション調整によるものと思われるが、その背後には、景況感見通しの改善、さらなる追加緩和観測の後退、財政悪化懸念といったファンダメンタルズの要因が考えられる。なお、さらなる追加緩和期待の後退については、FRBが米国内外から予想以上の厳しい批判を受けたことも影響していると思われるが、他方で、それは過度なドル安・円高予想の後退も意味することから、日本経済にとっては好ましいサプライズであったと考えている。米国の金利動向は、為替レートや我が国の金利体系へも影響を及ぼすものであり、今後も引き続き注意していく必要がある。

欧州経済については、全体として、引き続き緩やかな回復基調を維持している。7～9月期の実質GDPは、高めの伸びとなったほか、4～6月期からは減速したものの、個人消費や純輸出を中心に拡大基調を維持している。もっとも、国ごとにみると、ドイツが比較的高めの伸びを続けているほか、フランスも拡大を続けているが、ギリシャはマイナス成長、スペインはほぼ横這い、ポルトガルも小幅の成長にとどまっている。雇用面でも、引き続き失業率が10%台と高止まりしているなど、目立った改善には至っていない。この間、欧州の金融市場の動きをみると、ギリシャ、アイルランド等の財政問題を抱えた国々の長期金利が急騰するなど、不安定に推移している。欧州各国の財政収支動向や実体経済の現状、複雑な政治情勢を踏まえると、スペイン、イタリアといった欧州主要国にまで飛び火するのではといった可能性も懸念されている中で、当面、市場では各国の不確実性を示す材料に反応しやすい状況が継続し、金利は高止まりし、これが景気回復の足枷となるものと予想される。

アジア・新興国経済についてであるが、その中心である中国経済は、10月以降、内需・外需とも高い伸びが続いており、その増勢が強まっている。設備投資や住宅建設の伸びとともに、銀行貸出及びマネーも高い伸びを続けており、直接投資の流入も拡大している。そして11月のCPIは前年

比+5.1%まで上昇した。国際的な金余り、ホット・マネーの流入のもと、不動産市場の過熱のみならず、農産物までもが投機の対象となるなど懸念が強まっている。今後も高めの経済成長を続けることが見込まれる中で、一段とインフレ懸念が高まった場合に、政策金利引き上げや為替元高といった対応が先送りされると、リスクがさらに拡大・蓄積され、その後のよりドラスティックな調整と景気の急減速に繋がるという蓋然性が高まってくる。この点には十分留意してモニタリングを行っていく必要があると考えている。

こうした中で、我が国の経済・物価情勢であるが、足許減速しているものの、緩やかな回復基調を維持しており、執行部の総括判断に違和感はない。12月短観における景況感において、大企業・中小企業とも現状弱めの動きとなっており、先行きの業況判断も引き続き慎重である。手許流動性も高水準で、世界経済や為替レート動向などの将来への不確実性が高い状況を意識しているものと思われる。もっとも、こうしたセンチメントは、これまでの駆け込み需要の反動といったものを反映したものが多く、輸出、生産、設備投資、消費などの各項目の動きについては、概ねメインシナリオに沿った動きとなっているとみている。消費者物価についても、マイナス幅の縮小という基調的な動きが継続している状況である。

こうした我が国の景気・物価見通しに対するリスクとして、新興国経済の過熱、先進国の財政問題を背景とした長期金利の上昇、物価動向に関するリスクの大きく三点に特に注目している。

第一に、新興国経済の過熱リスクであるが、程度の差はあるものの、各国ともにインフレ率が高めとなっているため、これが当局によって適切にコントロールされるか否かがポイントである。そうした中で、先進国における金融緩和などを背景に商品価格が上昇基調にあり、一段とインフレ圧力を高める方向にある。また、新興国への資本流入は不動産などの資産価格の押し上げにも繋がっているように窺われる。こうした基調が継続した場合には、新興国では、急激な金融引締めを余儀なくされ、景気が大幅に減速するリスクがある。特に、中国の動向には留意する必要があると考え

ている。

次に、先進国の財政懸念と長期金利の上昇リスクであるが、まず欧州では、足許、先程も申し上げたとおり、一部国債が不安定な動きを続ける中で、スペインやイタリアまで拡大する懸念が燻っている。仮にそうなった場合でも、最終的にはドイツがEUによる救済スキームにコミットし、事態は収束に向かうものと予想される。しかし、その過程において、ドイツの財政負担が増加し、ドイツの国債金利上昇によって欧州金利全般の上昇をもたらし、それが景気回復と財政再建の足枷になるという懸念がある。さらに、米国でも、先日可決された減税措置を背景に財政悪化が意識される状況にあり、欧州での「悪い金利上昇」が米国に飛び火しないとも限らない。また、その意味では、我が国についても、たとえ現時点において多額の国内貯蓄と経常黒字を維持しているとしても、先行きそのリスクから逃れることはできない。先進国の財政悪化懸念と長期金利上昇リスクは、世界経済全般の下振れ要因と考えている。

最後に、物価見通しに関するリスクであるが、特にCPIの基準改定に伴う期待インフレ率の低下に着目している。このリスクについては、来年の夏に予定されているが、人々の期待に関わるものだけに、展望レポートや中間評価の際にコミュニケーションを如何に行っていくかが重要となってくる。その対応方針については、より前倒し的に検討を進めていくことが望ましいものと認識している。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

足許の経済・物価情勢は展望レポートのメインシナリオに概ね沿った展開となっており、月報の概要について違和感はない。以下では前回会合以降、特に気になった点にポイントを絞って、意見を述べておきたいと思う。

まず、国際金融資本市場についてである。11月のFOMCでいわゆる

QE2が決定されたことをきっかけに、ポジションの巻き戻しが生じ、加えて、多くの景気指標が市場予想を上回り景気回復への期待が広がったことや、QE2への米国内外からの批判や追加景気刺激策の合意もあって、QE2の打ち止め感、財政悪化懸念、インフレ懸念などに議論が及び、時間軸が短くなる中、足許にかけて、株価は堅調ながら、長期金利は上昇、為替もドル高への修正の動きが優勢となっている。また、こうした米国の動きにつられる形で、我が国でも、株価が堅調なもとで、長期金利が上昇したほか、短期金利も一部のレートが強含み、為替円高も足許では円安の方向に振れている。また、欧州周辺国において、財政不安の再燃から対独国債スプレッドが大きく拡大するといった不安定な動きが局所的にはみられるが、ドルのLIBOR-OISスプレッドは基本的に横這い圏内で推移しているし、EUの支援決定やECBの固定金利・全額供給オペの継続などを受け、市場は一定の警戒感を保持しているものの、全体としては落ち着きを保っている。こうした長期金利の動きについては、金融政策の効果という面や金融機関の収益への影響もあって注目を浴びているところであるが、私は、米国長期金利のある程度の水準調整については、悲観論の行き過ぎの巻き戻しであって、米国経済が市場予想対比でみて堅調であったことが素直に反映されたものとみている。実際、公表された指標が市場予想をどの程度上回っているかを示すサプライズ・インデックスをみると、11月以降、雇用統計を除いて、ほとんど全ての主要指標が市場予想を上回る結果となっている。ただ、私は、米国経済について、バランスシート問題の解消に時間がかかることもあって、先行きを慎重にみていることもあり、市場参加者の間で、景気に対して過度に楽観的な見方が広がっていないか気になっている。足許、米国のブッシュ減税延長決定をきっかけに、経済見通しを大幅に上方修正する動きがみられていることも踏まえるとなおさらである。日本の長期金利についても、ポジション調整から売りが売りを呼ぶ場面もあったが、基本的には米国金利につれた動きであって現在の金利水準がファンダメンタルズから大きく乖離した水準であるとはみていない。いずれにせよ、今後も、長期金利、為替も含めた

内外の市場動向から目が離せない状況が続きそうである。

なお、米国をはじめとする先進国の金融緩和措置もあって、新興国に資金が流入し、商品市況高を生じさせており、足許では、新興国・資源国においてインフレ率が高まっているなど、景気過熱リスクが顕現化しつつある。これら諸国の中央銀行では、金融引締め方向への動きが広がっているがまだ不十分であり、金融引締めに対する警戒感がある中で、先進国を起点とする国際的な資金フローの動きとその影響には注視が必要である。

次に、海外経済についてであるが、基本的に昨日の国際局の説明に違和感はない。まず、米国であるが、堅調な消費などから減速局面を終え、緩やかな回復を続けているとみている。足許の個人消費については、株価が上昇するもとで、小売売上高、新車販売台数が緩やかながらも市場予想を上回って増加を続けており、全般に想定以上に堅調である。消費者コンフィデンスも、先行きの景気に対する見方が改善したことを受けて、足許幾分上昇している。そうした中、包括的な経済対策が合意され、来年にかけて、徐々にその効果が現れてくるとみているが、経済対策はこれまでの措置の延長が中心で、景気を下支えするとしても拡大するには力不足とみている。つまり、緩和的な金融財政政策のもとでも、雇用環境が目に見えて改善するような成長は期待できず、緩やかな成長、高い失業率、低いインフレ率が続くというこれまでの見方に変化はないということである。先行き強い消費はなかなか期待できないということになる。つまり、雇用環境は、失業率や長期失業者数の高止まり、時間当たり賃金の対前年比の緩やかな低下傾向など、依然として捗々しい改善はみられていない。公的部門の雇用カット、賃金凍結との声も聞こえてくる。クリスマス商戦も好調が伝えられている反面、現金払いの比率が増加するなど低価格・節約志向が続いている。住宅価格は弱含みであり、家計のバランスシート問題は依然として消費の重石となり続けるとみている。

次に、ユーロエリアであるが、全体の6~7割を占めるドイツ経済の好調さなどを反映して、全体としてみれば緩やかに回復している。もっとも、欧州周辺国についてみると、ギリシャが大幅なマイナス成長となるなど、

主要国との成長格差が拡大しており、注意が必要である。つまり、先程述べたように、市場では、欧州周辺国のソブリン問題が再燃しており、アイルランド、ポルトガルのみならず、スペインといった域内大国への波及懸念が台頭しつつある。金融政策や為替政策が独自に使えない中での財政再建へ向けての調整負担は非常に大きく、解決まで非常に時間がかかり、時間の経過とともに実績を市場に示し納得感が得られない限り、何度も問題が再燃するとみている。現時点では欧州金融安定化機構など体制整備が行われ、小康状態が維持されるとみているが、スペインなど域内大国が問題に巻き込まれるような状況になると、不測の事態も起こり得るので、ドイツの財政負担が増加する方向にあることも含め、引き続き注意が必要とみている。

新興国・資源国についてであるが、中国では、固定資産投資の高い伸びや輸出の増加基調を受けて、生産の増加ペースが再び高まっている。製造業PMIも好調であり、一部企業における原材料・部品の前倒し調達の動きも窺える。加えて、国際商品市況の上昇もあり、幅広い財でインフレ率が上昇している。このため、預金準備率の引き上げなど、インフレ抑制に向けた政策対応を始めているが、経済成長が一段と加速しつつある中、インフレ率を抑制できるか難しい局面を迎えているとみている。なお、海外経済のリスクについては、これまでどおり新興国・資源国は上振れを、先進国については下振れを意識しているが、全体としてほぼバランスしているという見方に変更はない。

さて、我が国の経済に目を転じると、景気が足踏み状態にある中、当面の課題はそれがどの程度続くかであるが、それについては不確実性が高いと言わざるを得ない。例えば、生産については調査統計局の聞き取り調査によると、10～12月の落ち込みを1～3月には取り戻す見通しとなっている。輸出についても、米国や中国経済の減速局面が終わりを迎えていること、機械受注や工作機械受注の外需が好調であることなど、輸出が遠からず横這い圏内から脱する可能性を示唆する材料がある。他方、エコ家電の駆け込み需要が制度の見直しにより今年の10～12月期に前倒しされてお

り、その結果 1～3 月期が弱めとなる可能性がある。短観の業況判断 D I も現状は 9 月に予想されたほど悪化しなかったが、先行きは想定以上の悪化が示されている。足許想定以上の下落を示した輸出についても、円高のもとで、競争に負けて外需を上手く取り込めない可能性や I T 関連の在庫調整が長引く可能性などによって、横這い圏内からの脱出が後ずれする可能性も無視できない。こうしたことから、回復基調に復する時期にはかなり不確実性があるとみている。現時点では、来年入り後、生産も増加基調となることをメインシナリオとしているが、下振れリスクを意識していることに違いない。この見極めは、次回会合で展望レポートの中間評価をする際に重要となるので、しっかりみていきたいと思う。

最後に、消費者物価については、マクロ的な需給バランスの改善が物価上昇率を引き上げる力や包括的な金融緩和政策の効果を慎重にみており、慎重な物価見通しを私自身が持っているため、上振れリスクの方を意識している。加えて、足許、新興国・資源国の高成長を背景に、国際商品市況が上昇しており、輸入物価を通じた影響が気になる点であることを付け加えておく。もっとも、原材料の価格上昇を最終消費財にどの程度価格転嫁できるか定かでないため、この点からも物価の先行きについて不確実だと言える。なお、今回、現行の消費者物価指数とラスパイレス連鎖指数との間に 0.5%程度の差があることが示されているが、現時点では後者の方が実勢に近いと言えるので、消費者物価については、これまで以上にこの点を意識した情報発信が望ましいと思っている。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

前回会合以降明らかになった経済指標、調査結果等に、10 月の展望レポートの中心的な見通しに関する判断を大きく変えるようなものはみられなかった。我が国経済は、輸出や生産の増加ペース鈍化に加えて、各種



政策効果の反動もあって、改善の動きに一服感がみられるものの、基調としては緩やかに回復しつつあるとの見方に変わりはない。もっとも、先行きについて、我が国経済は緩やかな回復経路に復していくとの見方の前提となっている海外経済の回復については、米国と中国において正の循環モメンタムが再び加速し始めた可能性が高くなった点をポジティブな変化と捉えている。

まず、国際金融資本市場からみていくと、米国市場では、一つには市場予想を上回る経済指標の公表が続いたことに加えて、政府によるいわゆるブッシュ減税の延長を中心とした財政政策の公表により、景気の先行きについて悲観論が一掃され、逆に一気に楽観に傾き始めたこと、二つ目に、一方、これらによる財政悪化懸念が台頭していること、三つ目に、さらには、これらに伴ってFRBの追加緩和期待が後退していること、などから長期金利が大幅に上昇し、為替市場ではドルが買い戻されている。また、FRBの追加緩和を先取りして上昇していた株価は、その後も堅調に推移している。欧州市場では、アイルランドの銀行支援問題を受け、欧州周辺諸国の国債の対独スプレッドが高水準で推移している。2013年からのソブリン債務リストラの容認と国債保有者の責任分担の可能性が強く意識されるに至った中で、銀行のストレステストの結果に対する信認は低下しており、これらが相俟って、欧州のソブリン・リスクを世界経済にとってのリスクとして再び強く意識せざるを得なくなっている。

海外経済であるが、米国経済と中国経済についてみたいと思う。まず、米国経済であるが、個人消費については、小売売上高が高めの伸びとなったほか、クリスマス商戦も、これまでのところ比較的好調に推移しているようである。消費者コンフィデンスについても、こうした動きを裏付けるように再び上昇に転じている。このところの実質個人消費の伸びは、実質可処分所得のそれを上回っており、株価の上昇が家計のマインドを押し上げ、消費を支えている可能性が高いと思う。FRBによる追加緩和政策は、このルートを通じて、少なくとも短期的には一定の効果を実体経済にもたらしていると評価できよう。もっとも、雇用・所得環境をみると、非農業

部門雇用者数が基調としては緩やかに増加しているものの、失業率の低下に繋がるレベルを一気に超える勢いは目下のところ感じられない。個人消費を巡る環境はなお厳しいことには変わりはない。住宅投資は引き続き低迷している中、足許の住宅ローン金利の上昇が住宅市場の新たな不安材料となっている。この間、生産は、足許まで暫く頭打ちとなっていたが、これに先行して低下していた I S M 指数は新規受注を含めて製造・非製造ともにこのところ比較的是っきりと持ち直しており、生産が先行きも緩やかな増加を続けることを示唆している。F R B による拡張的な金融政策が新興国経済に及び、それが米国からの輸出増加という形でフィードバックしてくる効果に対する期待の高まりを既に一部反映している可能性がある。以上から、予て予測していたとおり、米国経済の循環的な回復が途切れることなく緩やかに続くという蓋然性が高まったと言える。もともと、今後、長い時間をかけてバランスシート調整という構造的な問題を解消していかなければならないもとで、回復のペースは基調としては引き続き緩やかなものにとどまらざるを得ないという点、変化はない。

中国経済については、内需が引き続き堅調に推移している中、輸出が再び増勢を強めてきている。また、他のアジア新興国に先駆けて 8 月から一早く改善に転じた製造業 PMI は、11 月まで 4 か月連続で改善した。中国経済の復調が、周辺新興国の輸出・生産の再拡大に繋がる期待が高まっている。現に韓国と台湾の新規輸出受注 PMI はともに 11 月に 50 台を回復し、改善の兆しを示した。一方、物価は、11 月の C P I 総合前年比が +5.1% とさらに伸びを高めた。こうした中、中国共産党は、12 月初に金融政策スタンスを適度に緩和的から穏健なスタンスに変更し、中国人民銀行は、11 月入り後、預金準備率を三回引き上げている。その一方で、積極的な財政政策は維持しており、マクロ経済政策全体としてみれば、私は、実質的には従来の過度の緩和から適度な緩和への修正と受止めている。いずれにせよ、これらの措置は、中国経済の持続的な成長に資するものとして、現時点ではポジティブに捉えている。

次に、我が国経済について述べる。12 月短観の業況判断 D I は、9 月時

点での 12 月見通しを大きく上回り、悪化幅も限定的となる一方、来年 3 月見通しで 9 月時点のレベルに悪化するというものであった。足許までの判断については各種政策効果の剥落が予想以上に小さかったことと、為替円高進行が一服してきたことに加えて、年度前半の収益が想定以上に改善したことがその背景にあったとみている。他方、先行きについては、各種政策効果の反動の後ずれはあるものの、米国・中国を中心とする海外経済の循環モメンタムの再起動を織り込み切れておらず、現時点からみれば慎重過ぎる判断となっているのではないかとみている。

個別需要項目をみていくと、輸出は、世界的な I T 関連財の調整の予想以上の長期化や為替円高などにより、横這い圏内で推移しているが、中国向けの輸出がいち早く増勢を再び強めていることは、ポジティブに受止めている。設備投資であるが、7~9 月期実質 GDP の 2 次 QE において設備投資は上方改訂され、12 月短観による今年度の設備投資計画も上方修正されている。このような観点を踏まえると、設備投資は持ち直しつつあり、今後その動きが徐々にはっきりしてくるものと考えられる。ただし、短観の設備判断 D I の改善はここにきて一服しており、企業の収益の改善振りや過去の景気回復期の増加ペースに比して力強さに欠けることは否定できない。個人消費については、猛暑効果の剥落や一部の大型消費財における各種政策効果の反動が顕現化している。雇用・所得環境が労働需給、雇用、賃金のいずれの面からも極く緩やかな改善が続いているので、この反動が薄まっていくにつれて、消費は底堅く推移していくものとみられるが、現時点では、反動からトレンドに復するパスをはっきりと見通すことは難しいと思っている。以上の需要動向を映じた生産であるが、10 月の鉱工業生産指数は、前月比 -2.0% と 5 か月連続のマイナスとなった。季節調整の歪みから実勢がみえにくくなっているが、輸出の減速やエコカー補助金終了に伴い、自動車の生産が大きく落ち込んでいることを勘案すれば、実勢はよりはっきりした落ち込みになっているものと受止めている。先行きについては、自動車の反動減の大きさと、海外を含む I T 関連財の在庫調整のスピードに負うところが大きく、この動向を注意深くみていか

なければならない。次に、物価についてであるが、10月のCPIをみると、トレンドを示す10%刈り込み平均の前年比の下落幅は引き続きはっきりと縮小した。マクロ的な需給バランスの改善を反映して前年比の下落幅が縮小していくという基調に変化がないとみている。

最後に、先行きの見通しにかかるリスクについて、ここまでに言及しなかった点について一点述べる。先進国が緩和政策を維持・拡張するもとの、グローバルな過剰流動性に対する市場の期待から投資家のリスクテイク姿勢は前回会合以降も基調的には衰えていない。原油をはじめとする国際商品市況は、このところ株価に比べ、強めの動きとなっている。2008年の市況暴騰時の動きに似ているとの指摘もある。国際商品市況の上昇は、物価の上昇要因となるとともに、交易条件の悪化を通じて国内需要の厳しい抑制要因となったことは記憶に新しいところであり、大いに注意を要するところである。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

最後であるので、ほとんど皆さんが詳細に分析されている。繰り返す必要はないと思うので、少し見方を説明したいと思う。

現在、米国経済の見方について、大きく分けて二つの対極にある見方があると思っている。そのどれをメインシナリオとするかによって、今後、世界経済の推移の姿は大きく変わり、考慮すべきことも変わるので、私なりの整理をしておきたいと思う。その際、新興国、特に中国については過熱状況が続くというシナリオで考えて、欧州のリスクは一応棚上げして考えたいと思う。

第一の見方は、米国住宅バブル、そして金融危機の影響を重くみる見方である。米国家計のバランスシート調整は深く、今後も続くと考え。財政政策や金融政策による刺激や在庫調整の綾、消費者の節約疲れから出る

短期の消費回復で、時にはアップターンはあるが、それは結局見せかけの回復に終わるとみる見方である。この見方によれば、最近の生産面でのポジティブ・サプライズは見せかけの回復に過ぎないということになる。それを実態ある回復と見間違え、現在の米国金利が上昇しているのであり、長続きはしないと考える。米国経済は、深刻な需給のミスマッチ状態があり、今後もデフレ傾向が続くとみている。この見方に立てば、やがて見せかけの回復であることが明らかになる時点で、再び米国金利は低下する。日米金利差が縮小し、このところ金利差に影響を受けやすい為替には円高のプレッシャーが再びかかる可能性が高くなる。米国経済の弱さは、雇用と住宅のところにあることを考えると、きっかけはやはり雇用と住宅のところから発生する可能性が高いと思われる。この場合、FedはさらにLSAPを強化せざるを得ない形になり、米長期金利はさらに低落、再び円高傾向が強まる。他方、商品市場や新興国への資本流入はさらに増加し、資源・穀物インフレ、新興国のインフレ傾向は加速する。デフレ傾向の強い先進国への高級品輸出が多い日本にとっては、資源等輸入価格の上昇に対して、輸出価格は上昇せず、交易条件の悪化がさらに鮮明になる。日本経済としてはさらに難しい局面になるわけで、そうしたコンティンジェンシーへの対処を考えなければいけないというのがこの第一の見方である。

第二の見方は、今回の景気後退も過去の景気回復パターンと根本的な違いはなく、ただ過去と比べて景気の底が深かっただけだという見方がある。過去のパターンから考えると、現在のところソフトパッチは第3四半期で終了し、第4四半期からは穏やかな回復軌道に乗るという形になる。さらに、ブッシュ減税の延長などの政策刺激効果が加わって、2011年は潜在成長力を超える+3%台半ばの成長を続けると考える。2012年は政策効果が剥落するが、その頃にはバランスシート調整の影響も剥落し、レベルは違うかもしれないが、従来と同じような成長経路に戻ってくるだろうと考える。さらに、直近では、ポジティブ・サプライズが続いていることもあり、これを勘案すると、第4四半期は穏やかというよりは、さらに強く+3%台後半にいく可能性もあり、また2011年に入るとさらに加速すると

考えている。この見方からすると、現在の米国金利上昇は短期に反転して元の低下傾向に戻るのではなく、今後も高止まる、あるいはさらなる上昇もあり得ると考える。金利上昇の主因は実体経済の強さであり、企業活動の活発化を先取りしているからである。他方、雇用にはスラックが残り、賃金は落ち着いて推移するので、デフレにはならないものの、物価上昇の強い圧力はなく、インフレ率は低位で推移すると考える。低位のインフレ率が続くことから、F e dの緩和は続くが、今後追加の緩和はなく、今年夏以降の悲観論の時に比べれば、F e dのエグジットは早まると考える。この第二の見方に立てば、日米金利差は拡大し、現在の金利差との為替の相関が高いことを前提とすると、本来は円安傾向となる。しかしながら、現在のように世界的に金利の連動性が上方向に高まっている状況では、米国金利水準の上昇は我が国金利水準の上昇をもたらす、そのために円安効果はかなり減殺されることになる。我が国長期金利の上昇が持続する、あるいはさらに上昇すると、債券発行コスト、住宅ローン等の上昇を通じて様々な形で実体経済に影響が出てくる。米国が潜在成長率を超える成長をすることは輸出を通じて日本経済にプラスの影響をもたらすが、円安効果が減殺され円が高止まりしているため、そのプラス効果も小さくなる。従って、第二の見方の場合は、金利の連動性から日米金利差拡大効果がどの程度減殺されるかがポイントとなる。加えて、米国市場でのディスインフレの傾向は続き、製品値上げがままならない状況では、収益的には厳しいものとならざるを得ない。この見方では、第一の見方ほどのデフレ傾向ではないが、世界経済のディスインフレ傾向に変化はないという形になる。

この二つの見方は対極にあるが、実は、第一の見方と第二の見方の中間の見方もあると考えている。この考え方では、第一の見方のバランスシート調整の深刻さは一過性ではなく、構造変化をもたらしていると考えられる。加えて、人口動態で高齢化が進んでいることにも注目する。そして家計のバランスシート調整の長期化や住宅価格の下落から、地域間でそして業種間で労働者の移動の低下が起こっており、また雇用情勢悪化の長期化から労働者の人的資本が劣化してきている。そのため、インフレを起こさない

失業率の水準という意味での自然失業率が上昇し、同じくインフレを起こさない成長率である潜在成長率が低下している可能性が高いと考える。潜在成長率の低下には、バランスシート調整の影響だけでなく、IT等の技術革新の効果の減衰もあり、それが労働力人口の構成が高齢化していることと関連して潜在成長率の低下をもたらしている形になる。

この第三の見方では、第二の見方のように現在のアップサイドの動きは見せかけの回復をもたらすのではなく、実態であると考え。ただ、第二の見方とは違い、潜在成長率が低下、自然失業率が上昇している状況では、こうした需要の強さは比較的早く物価上昇に転じるとみる。そのため、実体経済の強さとインフレ期待の上昇で米国金利は高止まり、または上昇するとみる。実際、食品とエネルギーを除く財の価格は、前月比で9、10月ともに-0.24%と大きく落ち込んだ後、11月は-0.09%とマイナス幅は縮小しており、他のサービス——CPIシェアは1割強であるが——も9、10月がマイナス領域に落ち込んだ後、11月は+0.2%と戻している。この第三の見方では、米国経済の需要は第二の場合よりは強くはないが、物価の上昇と経済の回復が同時に進む形になる。物価の上昇、それに影響される形で期待インフレ率が上昇し、実体経済の回復と相俟って、米国の金利は上昇し、日米金利差が拡大すれば、円安方向への動きは強くなる。そして米国への輸出の増加と同時に輸出物価の上昇が進むとすれば、日本の輸出企業についても、量だけではなく、価格についてもプラスの効果をもたらすことになる。この見方では、世界経済は、量的な回復とともにインフレ傾向が次第に現れてくると考える。

第二の見方と同じく、第三の見方でも現在の日本にとっての大きな問題は、金利の連動性が高いことである。米国金利につれて、日本の金利が上昇する程度が大きいほど、円安効果が減殺されることになる。この三つの米国経済シナリオについて、さらに中国についての二つのシナリオがあり、そして欧州についても幾つかのシナリオがあり、組み合わせが複雑になるのでこれ以上の説明はここで止めたい。以上である。

白川議長

11月の初め以来、久方振りの決定会合で新鮮な感じで議論を聞いていた。我が国の景気・物価に関する現状判断、それから先行きの判断については、これまでの議論は基本的に展望レポートで示した大枠の中で進んでいると私には受止められた。対外表現は後からまた議論するが、そのように受止めた。若干のポイントについてのみ確認し、そのうえで私自身の若干の感想を申し上げたいと思う。

まず、景気の現状である。先月と同様、「緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる」という言葉で表現できるような景気の現状であったと思う。いずれも、予て予想していたことを改めて数字で確認していったということであるが、生産については、実勢ベースで明確にその減少を確認したということだと思ふ。個人消費についても、エコカーあるいはエコポイントの関係で、色々な駆け込み需要が生まれたり、あるいは剥落するということであるが、足許は一部の財——自動車、たばこがその典型であるが——に駆け込み需要の反動がみられるといった状況だと思ふ。設備投資について、従来「持ち直しに転じつつある」と判断していたが、今回、短観で上方修正を確認したということで、「持ち直しつつある」という言葉で表現できるような状況に至ったということだと思ふ。景気について、今回短観のデータで確認したことは、前回短観における先行き予測との比較で見ると、今回は実はかなり良かったということである。しかし、今回短観における先行きの見通しは、前回短観における先行きの数字とほぼ同じである。つまり、門間調査統計局長が以前使った表現を借りると、霧が晴れないという状況がそのまま続いているということだと思ふ。それだけ企業が先行きに自信が持てない、積極的に将来について改善すると言うだけの自信はなく、取り敢えず景気が良くなるとみるには憚られる状況が続いているということだろうと思ふ。物価についても、前回と特に変わった話はないので省略する。

そのうえで、私自身の若干の感想を申し上げたい。一つは、世界経済の現在の構図を大きくどのように捉えるのかということである。これまでも



皆繰り返してきてきたことの繰り返しではあるが、一言で言うと先進国はバランスシート調整の影響から回復力は弱い、新興国は成長ポテンシャルが大きいという常識的な感想に至る。少しブレークダウンして申し上げると、米国については夏場の行き過ぎた悲観論は後退し、足許は若干楽観論が台頭しているということである。僅かばかりの弱いデータに大きく悲観に振れ、僅かばかりの良い材料に大きく楽観に振れるというふうに感じる。バブル崩壊後の経済成長率あるいは経済活動、あるいは物価の動きを日本と米国とで比較してみると、景気も物価も日米驚くほど似ている、あるいは経済活動水準については、むしろ米国の方が悪いかなという感じがする。勿論これはどこをベンチマークにするかによってずいぶん結論は変わってくるので、単純に日本のバブルのピークであった 1989 年末あるいは 1990 年初と米国の 2007 年を起点にした場合ということであるが、むしろ米国の方が悪いかなという位の感じで推移していると思う。ただ一方で、バランスシート調整というレンズだけで経済をみてしまう危険性も意識しておく必要があると思っている。米国については何よりも人口が増加しているし、それから色々な議論はあるが、経済全体の伸縮性はやはり米国の方が大きいと感じるので、単純にバランスシート調整だけで経済の停滞が長引くとみるのは早計かもしれない。そういう意味では、常に両方を意識しながら現実の経済をみていく必要があると思うが、しかし、やはりこのバランスシート調整の重みは大きいと感じている。

欧州も、米国とは違った意味でバランスシート調整が進行しているということだと思う。ユーロが発足した後、このユーロという共通通貨のもとで、本来であればそうした条件では調達できなかった低金利で欧州周辺国の政府あるいは民間経済主体が資金調達を行い、そのもとで過大な支出を行ったということだと思う。その結果、国によって部門は違うが、過剰債務を抱えているということである。この過剰債務を調整していくということは、理屈のうえでは、ユーロ構成国についてはインターナル・デバリュエーションか、あるいは相対的にバランスシートの余力のある人が債務の減免に応じるという、このどちらかしかない訳である。しかし、後者の道

がないとすれば、前者のインターナル・デバリュエーションが続くしかないということになる。日本のバブル崩壊後も、基本的にはインターナル・デバリュエーションを長くやってきた。勿論為替レートでの調整はあり、1990年代の半ばにかけて大きな円高も生じたが、それでもインターナル・デバリュエーションで調整していくということは、その間ずっと経済に重石が働くということだと思ふ。そのプロセスが続く間、欧州の対応能力を市場が折に触れてテストしていくということだろうと思ふ。そう考えると、下振れリスクというものを常に抱えている経済だと思ふ。

一方、新興国の方だが、これは改めて成長のポテンシャルは大きいということを感じている。足許の動きでいくと、中国は再加速ということである。景気・物価の実態からすると、金利水準は非常に低い訳であるし、金融という面からは非常に緩和的に作用している状況が続いているというのが、新興国の状況だろうと思ふ。そういうバランスシート調整を抱える先進国と、それから成長ポテンシャルの大きい新興国が存在するもとの、国際金融市場がどのように推移するかというのがまたポイントになってくる訳である。

この点で、今度は米国の金融政策についての感想であるが、夏場、8月にFedがQE2をいずれ採用するということのアナウンスして以降の動きをみると、市場では、ドル安と株高と、それから長期金利については一旦大きく下がってそれからこれが上昇するということを観察した訳である。私自身、日本のゼロ金利政策あるいは量的緩和政策の経験から、米国のQE2に対して色々な感想は持っていたが、改めて今回のこの一連の動きをみると、大きな意味で、日本の経験と整合的だなと感じている。まず、今回一番効果が出ていると思われるのは、株高あるいはドル安というルートであるが、国内にバランスシート調整を抱えている経済主体が多い中で、金融緩和の効果というのは伝統的なチャンネルではなく、資本フロー、為替レートを通じる効果が相対的に大きくなってくると思ふ。あるいは、その議論の系ではあるが、国際的な商品市況が上がって、そのこともまた資源国あるいは新興国を潤すということになってくると思ふ。こ

これは米国のQE2が良いとか悪いとか評価の議論ではなく、事実の問題としてそうなる面もやはりあるのだろうと思う。勿論、新興国が変動相場制を採用していれば、今言ったようなメカニズムはかなり減殺されると思うが、しかし完全に減殺される訳ではない。この点では、今、ドルとの関係でペッグをしている国が非常に多いという事実を認識する必要があると思う。米ドルの場合、今は4割がドルペッグ国であるという計算があるが、しかもそのペッグを採っている国も経済的なウエイトが以前に比べると格段に大きくなっているので、その面からすると、米国の金融政策が世界的に大きな影響を持ちやすい状況になっているという現実があると思う。株価の上昇も、米国国内の経済の回復を反映して、米国の企業の収益が改善して、株価が上昇しているという面も勿論あると思うが、しかしグローバルに展開する企業、就中、新興国で展開する、新興国の景気拡大の影響を受ける、そういう企業の収益の改善を通じて米国の株高に繋がっていくという面も、これは少なからずあると思う。そのように考えてみると、米国の金融政策はそういう形で効果を及ぼしていると思う。

一方、長期金利の方であるが、これは下がって上がった訳である。これは、先程、山口副総裁が感想として幾つか触れた中の一つでもあるが、中央銀行が長期の金利を――程度の問題ではあるが――どの程度コントロールできるのかという根源的な問題とやはり向き合っているような感じがする。米国の場合、今回のQE2を始めた局面が、日本に比べると長期金利が高い水準の時期であったから、あるいはその面では多少日本の場合よりは効果があるのかもしれないとも言えるが、しかし基本的には発達した国債市場があるもとの、単に国債の銘柄を交換するだけで長期金利を自在にコントロールできるというのはなかなか難しいと、改めて示しているように思う。Fedの議論をもう一回振り返ってみると、元々、短期金利がゼロになっているもとの、短期国債を買うという形でオペレーションをやっても、これは同じ資産を交換しているだけなので経済に対して効果がない。従って、長期の国債を買うということがロジックだった訳である。しかし、このことは多くの人々がまた指摘していたように、米国の国債管理

政策で、長期の国債の発行を減らして短期の国債の発行を増やせば経済を刺激できるという議論と同じである訳だが、しかし、常識的に考えてみて、そうした国債管理政策で失業率を大きく下げることが可能だとは通常思えない。今回F e dで起きていることも、やはりそのように私には感じられる。いずれにせよ、米国の金融政策の行方については、量ということではなく、非常に低い金利水準を、どの程度米国が維持していくのかということが非常に重要だと考えている。よく比喩的に、米国のお金が新興国に流れ込んでいるという言い方をしているが、物理的に流れ込んでいる訳ではなく、要するに低金利がどの程度続くのかが重要で、そのもとでサーチ・フォア・イールドの現象が生じているのだと思う。そういう意味で、米国の低金利政策がどの程度の期間続いていくのかが、やはり基本的に経済をみていくうえで大事なポイントだと改めて感じている。以上である。

山口副総裁

質問を宜しいか。西村副総裁が言われた三つの見方のうち、いずれの見方が妥当すると思っておられるか。

西村副総裁

そういう質問がくると思った。私は、3割、3割、4割位かなと思う。というのは、多分、皆様がおっしゃったことは、全部この中のどれかに入ってくるので、その意味では、ほとんど全てを満たすような話である。ただ、出てくる結果がかなり違うので、どういう方向に行くかに関しては、やはり気を付けて行かなければいけないというのが、私の考えである。私は、どうして第三の見方が良いかと言うと、第三の見方は私のメインシナリオだから、それを言っている。要は、もし第一にしても第二にしても、第一の場合は特にそうであるが、世界経済のデフレ傾向がそのまま持続するのかがどうか、多分、一番大きなポイントではないかと思っている。それから、新興国に関して言うならば、前回もお話ししたが、やはり中国の今の状況は、ここまで言って良いのかわからないが、単に再過熱という

よりは、過熱がさらに激しくなっているとみた方が私は良いのではないかと  
思っている。というのは、物価に関するアンケートで、物価の状況を不  
満に思っている人達は物凄い数であった。70%か 80%位になっている。  
それから、さらに支出をどうするかというアンケートに対しては、一番大  
きいのは「投資をする」になっていて、その投資の場合は、住宅が一番大  
きなものになっている。ということは、これは、非常に大きなある種のス  
ペキュラティブなフィーバーが溜まっているということであるから、これ  
は単純な形での少々の政策ではコントロールできないような状況に至っ  
ているのではないかとということに危惧している。特に、農業でスペキュ  
レーションが起きているというのはかなり心配で、中国の場合は農業の生  
産力が全般としては低いことから考えると、やはりそういうボトルネック  
のあるところで価格の上昇が起きている形になるから、これはある意味、  
典型的なボトルネック・インフレという形になる。ということは、これが  
影響してくる。財の価格は然程上がらない。つまり、過剰の設備があるか  
ら、財の価格はあまり上がらなくても、全般的な価格上昇で生じる。それ  
が、心理に影響を及ぼしていくという、そういうスパイラルが起きる可能  
性は、かなり高いのではないかと思っている。それは、また逆に言えば、  
新興国の他の国、特にフィリピンの議論がこの間幾つかあったが、それと  
か、マイクロ・ファイナンスの大きな広がりとか、そういうところで、デッ  
トが拡大していることが、草の根レベルであることは、これもまた非常に  
心配な状況だと思っている。ということから考えると、私は、多分皆様と  
の考えが少し違うのかもしれないが、少し長い目でみれば、やはりデフレ  
的な状況は、全般的には、ボトルネックのインフレ的な状況になる可能性  
が高いのではないかと思っている。そこが多分大きな違いではないかと思  
う。生産そのものに関して言うならば、だらだらとした回復を先進国が続  
けるのは、恐らく、皆様と共通だと思うが、それが物価なり、何なりを通  
じて金利にどういう影響を及ぼすかについて、かなり見方の違いがあるの  
ではないかと考えている。

須田委員

今の全体で三つという話は、よく分からないので、また後でじっくり教えて頂きたいと思う。私も、もしこういう状況でインフレになり得るとすれば、それはコスト・プッシュ、つまりエマージングが強くて、資源制約あるいは環境要因がネックとなって価格が上昇することが考えられると思う。その時に、私は、中国などのシナリオとして、それが、日本のオイル・ショックの時のように、高い成長から安定成長に行かざるを得ないという制約要因になって、それで経済の色々な問題が表面化してくるのが凄く怖いと思っている。であるから、ずっとそれが続くとは思わないが、いずれにしても今の状況では、物価が上がるのは、需給という意味では世界全体のディマンド・プルで物価が上がっていくというよりは、想定できるシナリオとしては、コスト・プッシュ型の方が多いと思う。多分、西村副総裁もそういう…。

西村副総裁

ボトルネックである。

須田委員

ボトルネックの方はあると思うが、物価の上昇という意味では、例えば、米国についてよく言われているマネタリー・ポリシーあるいは流動性の問題からくるインフレについては、どのように位置付けているのか。

西村副総裁

そこでは、自然失業率が上がっているとか、そういうことが重要になってくる。わりと小さなスラックがあるようにみえている時に、実は、需要のある種のプッシュがあった時に、自然失業率が上がっている場合には、それは物価の上昇に繋がる訳である。そういうところで影響してくるだろうと考えている訳である。

須田委員

それは、金融政策とは関係ないな。

西村副総裁

金融政策とは直接関係ない。

須田委員

元々、今の状況で、構造的な……。

西村副総裁

だから、私は貨幣数量説の話からしている訳では全くない。

須田委員

海外、エマージングの色々な資源価格なり、あるいは商品が上がっていくと言った時の、先進国の金融政策が与える影響をどのようにみているのか。

西村副総裁

それは、基本的には、皆様と全く同じで、先程、白川議長がサマリーされたような形で動いていくのだと思う。ただ、中国の場合は、内在的なものの方が大きくて、外からの流入は単なるエクスキューズに近いものだと私は思っている。ASEANというか、アジアの中でのフローはある種の玉突き状態で、アジアに資金が入り、アジアの資金が他のアジアの国に行くという形で、資金フローが明らかに大きくなっているので、この部分の国際的な流動性の増加はかなり明確にみられていると思っている。それで、最近では、例えば、米国の会社がインドのマイクロ・ファイナンスの会社を買収するとか、そういったことが起きている訳である。この種は短期の流動性ではないが、そういうようなところから実は、結果的には、短期に近いお金の流れが入ってくることは、今、色々な複雑な形で起きているのだ

と思っている。

#### 亀崎委員

4割の可能性とおっしゃる第三の案であるが、今のお話だと、まず、バランスシート調整は一過性ではなく構造的な問題を抱える、それで潜在成長率は低下する。物価の上昇も速く、金利は高止まるとなると、米国経済については高成長はあまり考えられない。潜在成長率も低くなるということであれば——2%か何か分からないが——、そういう低位成長が続く姿を想定しているのか。

#### 西村副総裁

そうである。低成長というか、モデレートな成長である。つまり、過去の成長がかなり高かったので、それから比べると若干落ちる。成長率は、人口の成長率とか、それから技術進歩率に対応するから、その部分で大きく低下するとは思わないが、かなりノッチは下がる形になるから、そういう形になるのだと考えている。ただ、その分を恐らく新興国がテイク・オーバーするような形で大きく成長するだろう。ただし、その時の新興国のバブル的な状況がどの位サステイナブルなのか、最終的にはサステイナブルではないのだが、どの位続くのか、続くことによって、どの位その後の調整が大きくなるのかということについて、考える必要があるのではないかとというのが私の考え方である。宮尾委員はどうお考えか。

#### 宮尾委員

中国の過熱のサステナビリティについては、今回、これまでの上振れリスクというのをやはり超えて、その先の——先程、須田委員がおっしゃっていた——高インフレがさらに次の低成長というか、景気減速もさらに引き起こしてしまうという次の下振れリスクまで少しみておく必要が展望できる位、過熱している状況である。この点、先進国、とりわけ米国の金融緩和がロックインされている状況で、資本流入——直接投資



——という話について、私も直接投資のデータを確認したらやはり非常に伸びている。その中には短期的な投資も含まれているため——非常に短期的な直接投資もあるかもしれないということも含めて——、新興国への資金流入と景気過熱と、その後の反動ということを少し気にしている状況である。

山口副総裁

西村副総裁のおっしゃっているのは、米国経済について、バランスシート調整圧力が続くけれども、ポテンシャル・グロースを上回る成長はある程度の期間維持可能である。ただし、ポテンシャル・グロース自体は、どういう事情かはともかくとして、漸次切り下がっていく、ということか。

西村副総裁

そうである。

山口副総裁

そうすると、バランスシート調整圧力が続く経済の中で、そういうメカニズムが働く理由というのは、どう考えたら良いのか。

西村副総裁

働く理由は、一つは、自然失業率の方が分かりやすい。自然失業率はどういう形で下がっていくかは、まず、一番古典的なのは、アンダー・エンプロイメントの状況が続くと、パートにいる人達とか、それから失業している人達のヒューマン・キャピタルが減少していく訳である。これは、日本でも起きたことであるが、これは、米国の場合、非常に大きな形で起こる。これが、いわばエンプロイアビリティを下げるとというのが、一点ある。

それからもう一点は、この間、国際局のレポートにもあったが、ホーム・オーナーのモビリティが極端に落ちている。この間、Joint Center for Housing Studies of Harvard University の 2010 年米国の Housing Outlook

をみていたら、この5年間で物凄く下がっている。30何%下がっていたと思う。このホーム・オーナーのモビリティがないということは、逆に言えば、ジョブのあるところに向かって、職を変えて、場所を変えていく、つまりリージョナル・モビリティが減ることであるから、先程、白川議長のお話にもあったが、フレキシビリティの問題であるとか、フレキシビリティがやはり落ちていくという形になる。これは、自然失業率を上げる。それから、企業の起業とか、それから廃業のターンオーバーにもかなりの影響を及ぼす。米国のSMEは、かなりの部分が家計部門に近いところで動いているから、これに影響を及ぼしてくる。それは、実は同じことは、日本でも1990年代に起きて、1980年代の時の事業所のターンオーバー・レシオから比べれば、1990年代のターンオーバー・レシオがかなりの低下をみた訳である。これと同じようなことが起こる可能性があるということである。これが、自然失業率を下げる。

それから、プロダクティビティが下がるのは、まずITの実現の度合いによる。ITは、そもそも色々なものをタダにしていく。そうすると、いわば価値の生産性は、ITの場合は、最初に量が出た後は、価値の生産性の部分は段々落ちてくるので、この部分がやはり下がってくるだろう。それから、これは日本で起きたことで、米国で起きるかどうかわからないが、労働者の高齢化が進むと、IT関連と思われるが、技術進歩率がやはり落ちてくるので、この部分もまた影響してくるだろう。ということで、全体としてみるならば下がっていくだろうと思う。ただし、日本で起きたような下がり方ではないと思うが。

#### 須田委員

でも、今みたいに下がっていくのであれば、やはり期待成長率が落ちていく。それで、需要が超過しないということ、我々が今長い意味でのデフレの根本理由として考えている訳である。米国の人口は増えているけれど、今回の国勢調査で増加率はやはり下がっている訳で、人口をそうみていく時、それでどうして需要がより多く出てくるのか。やはり米国経済も

成熟化して、世界の最大の大国から普通の大国に段々なっていく過程では——移民が沢山いる意味では、エマージング的な側面があるから、強い面はあると思っているが——、やはりマクロでみた時、なかなか期待成長が高まらないと思う。生産性が下がっていく時に。

#### 西村副総裁

私は、もう少し短い話をみている。手前の部分である。手前の部分は、この第二の見方と同じで、落ち方が大きかったので、そこからの回復の部分に関して言うならば、今言ったようなことが起きるのではないかと思う。長期的にみれば、例えば、15年とか20年経った時にみれば、逆に言えば、下がってくるから、恐らく、例えば、住宅価格がそれにかかなり影響されるケースが多い。それをみていると、住宅価格が今後急速に回復するのは、なかなか見込めないだろうと思う。ただ、短期的にみれば、今明らかに起きていることは、職を持っていて、住宅を持っていて、その住宅はずっと前に買って、住宅はまだポジティブ・エクイティを持っている人達は、やはり消費を増やしている訳である。どう考えても。先程の話があったが、ガソリンが比較的高いと思うが、このガソリン価格でSUVが増加している——ガスガズラーのSUVが増加している——ということは、やはりまた再びそういうペントアップ・ディマンドが出ているのだと思う。それは、回復の時には、当然起こり得ることなので、その部分が今足許の状況で起きているのではないかというのが、私の見方である。

#### 白川議長

今、多少ロングランの話に終始したが、足許の景気情勢について、他にご意見はないか。直前議論したテーマは、これは勿論色々な議論が可能である。今、米国をみてもそうであるが、ある人は、インフレになると言い、ある人はデフレが心配と、要するに方向が全く違う議論が行われている。米国でもそうであるし、至るところでそういう議論になっている訳である。ということは、足許のデータに即した点検は、これはこれで非常に重要で

あるが、経済の大きな構図をしっかりと捉えていく必要があるということだ  
と思う。この12月の初めにニューヨークでG30があつて、そこで先進国  
経済の一角ということで、それぞれ米国と欧州と日本が発表したのだが、  
先程、私がここで言ったようなことのエッセンスを話した中で、一番皆の  
関心を引いたのは、やはり人口問題なのである。日本の問題も、結局人口  
問題と大いに関係があるという認識が今かなり広がってきているし、それ  
から、それは同時に自分達自身の問題意識と重なって行って、日本と同じ  
ような人口動態に段々近付いていっていることもかなり認識されてきて  
いる訳である。それだけに、勿論、新興国、中国もそうであるが、非常に  
この問題に対する関心が高いなど。毎月の決定会合に馴染むようなテーマ  
ではないが、しかし一方で、そういうことなしには、経済を語れないとい  
うことも事実だろうと思うので、折々そういうことも意識しながら議論し  
ていきたいと思う。他にご意見はないか。ないようであれば、ここでコー  
ヒーブレイクに入りたいと思う。休憩時間中に、先程の米ドル資金供給オ  
ペレーションの期限延長の資料を事務方が回収するので、机の上に置いて  
おいて頂きたい。それでは、11時10分に再開する。

(10時59分中断、11時10分再開)

## 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、再開したいと思う。このラウンドでは、次回決定会合までの  
金融政策運営方針等について、お一人5分ずつ発言して頂き、その後、自  
由討議としたいと思う。それでは、中村委員から願います。

中村委員

まず、足許の企業金融から話したいと思う。我が国の金融環境は、包括  
的な金融緩和政策のもと、本行の潤沢な資金供給により、緩和方向の動き  
が続いている。12月短観をみても、資金調達環境は全規模全業種におい

て、総じて緩和方向にある。企業が潤沢に手許資金を積み上げていることもあり、資金需要は引き続き弱く、約定金利も低下傾向が続いている。C Pや社債の発行スプレッドは、旺盛な投資家の需要を反映して、低水準横這いで推移している。

続いて、包括的な金融緩和政策の効果についてである。買入資産の詳細発表後、社債市場やJ－REIT市場において、金融機関を中心に買い安心感が広がり、低格付銘柄を中心にリスク・プレミアムの低下や発行銘柄の拡大などの動きがみられた。やや仔細にみると、社債市場では、10月28日に本行が買入対象銘柄の格付けをBBB格にまで拡大する旨を発表して以降、BBB格の流通利回りスプレッドは150bp近傍から100bp近くまで急激に低下した。その後も緩やかな低下基調を辿り、足許では90bp近くまで低下しており、発行企業の裾野の広がりがみられるなど、資金調達環境の改善に繋がっている。また、J－REIT市場でも、本行の買入対象外であるA格やBBB格の銘柄についても、100bp近く低下するなど、波及効果がみられる。ETFについては、買入れが始まったばかりでもあり、顕著な市場環境の変化はまだみられないようだが、本行の同市場への参画によって世間のETFに対する認識が深まり、売買高も増加の兆しがみられるようである。

成長基盤を強化するための資金供給であるが、本行は、成長基盤強化のための資金供給について、12月7日、第二回目の貸付けを実施、第一回との累計では、環境・エネルギーや社会インフラ整備等の幅広い分野を対象に、総額約1.5兆円の資金を、延べ153の金融機関に対して実行したことになる。第一回目との比較では、資金供給先が地域金融機関を中心に47先から106先と大幅に拡大しており、対象分野も多岐に亘っている。また、新たに専用ファンドや投融資制度を創設したり、専門の部署を設置したりする動きが続いているほか、個別投融資の平均期間も6.4年と、本行の実質資金供給期間である4年を超えるなど、本制度が呼び水となり、民間金融機関による自主的な取組みの積極化にも繋がっているようである。銀行間での貸出や金利引き下げ競争を激化させているとの副作用も灰

聞されるが、本制度の主体はあくまでも金融機関や企業等の事業主体であり、本行は初期段階において資金供給を側面から支援し、金融機関の主体的な取組みを後押しする立場であると思う。本制度の導入が契機となり、金融機関の目利き能力や様々な仲介機能が強化され、成長基盤強化のみならず、事業再生や事業の統廃合、またベンチャー企業の育成といった幅広い分野でも資金需要を喚起し、潜在成長率や生産性引き上げに貢献できることを期待したいと思う。

また、中長期金利の上昇について少し述べたいと思う。このところの我が国の中長期金利の上昇については前半部分でも述べたが、米国金融市場での調整に影響を受けた動きや、債券市場でのリスク・リダクションに伴うポジション調整等が影響していると考えられる。市場の不安定な動きを危惧し、本行の対応を期待する向きも一部にはあるようだが、足許の10年債の利回りは1.2%前後と、本年5月下旬頃の水準であり、歴史的にみれば高い水準とも言えない。本行は包括的な金融緩和政策のもと、「中長期的な物価安定の理解」に基づく実質ゼロ金利の継続や資産買入等の基金の創設を通じて、長めの金利を安定的に引き下げることに働きかけ、緩和的な金融環境の維持に努めている。従って、こうした動きが一巡すれば、中長期金利は、本行による緩和的な金融政策が続くもと、安定的な地合いを取り戻すと思われる。しかしながら、長期金利の上昇には、昨今の欧州でのソブリン問題のように、財政規律に対する市場参加者の信認の低下を背景とした側面もあることには注意が必要である。

GDPに対する政府債務の比率が世界で最も高い我が国の場合、中長期国債の約40%を銀行等が、また約20%を生損保等が、流動性と信用力の高い円建て資産として保有している。これまでは、我が国の国債は95%が国内投資家による保有という特殊性もあり、財政赤字の拡大が続く中、財政再建は達成可能な範囲であり、政府の財政規律は損なわれていないとして、国内投資家との信頼関係が維持されてきたと思う。しかしながら、少子高齢化の進展に伴い、貯蓄率が低下傾向にある中、将来的には国債の国内での消化にも支障をきたす事態も想定される。一方、先進各国の財政

健全化に向けた取組みをみると、英国政府は、GDP対比 11%に達した財政赤字を向こう 4 年間で 1%にまで削減する旨決定した。欧州各国は、2011 年から財政再建に着手する予定である。さらに米国でも、オバマ大統領が設立した超党派委員会が財政再建案を取り纏めている。このように、財政再建問題に注目が集まる中であって、我が国のみが財政悪化に歯止めが掛からず、財政再建策の道筋も明らかでないまま、将来的な金利の上昇リスクを回避できるとは考えられない。財政再建は様々な利害が絡み合い、短期間で解決できる課題ではないが、中長期的な解決の道筋を示し、市場からの警告を受ける前に、前広に取り組む必要がある。国債の新規発行額の抑制等、政府の財政赤字圧縮に向けた動きもみられるが、財政健全化へ向けた中長期的なロードマップの早急な作成と実行が求められる。

次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

我が国の金融環境をみると、引き続き緩和方向の動きが続いている。すなわち、コールレートが極めて低い水準で推移するもと、10 月の貸出約定平均金利（ストック・総合）が既往最低を更新するなど、貸出金利は低下傾向にあり、CP・社債の発行金利もなお低水準にとどまっている。これらを併せると、企業の資金調達コストは低下傾向にあると言える。また、アベイラビリティの点をみても、12 月短観では、資金繰り判断DIも金融機関の貸出態度判断DIも改善傾向を維持している。因みに、CP・社債の発行環境だが、社債発行スプレッドはA格を中心に弱含みとなっているほか、社債発行残高は増加しており、CP発行残高をみても前年比減少幅が縮小している。これには本行が包括的な金融緩和政策を打出し、実施したことが影響していると思う。包括緩和の効果と言えば、このところ

株価やREIT価格が上昇している。これに関しても、市場参加者の投資スタンスの積極化だとか、リスク・マネーの仲介の円滑化といった形で、政策の効き目が多少なりとも現れてきたと受止めている。

一方、長期金利の上昇については、米国の長期金利上昇に連動した動きであるとか、リスク量の増加を受けた国内勢のポジション調整によるものであるとか、色々な説明がなされている。まず、これが一時的な振れなのか、一定期間継続する動きなのかをよく見極めたいと思っている。長期金利は、一頃、急激な反転上昇への警戒が怠れないようなレベルまで低下していたので、内外経済や株価などの展開に合わせた一定の調整はあって然るべきであったと言えるのかもしれない。ただ、10年債で言えば本年5、6月頃の水準、2、3年から5年債では昨年11月頃の水準まで戻ってきているが、こうした金利上昇の動きがなかなか収まらないということであれば、長めの金利に働きかけるという包括緩和の目的の一つとの兼ね合いが気になってくるので、引き続き注意深くウォッチしていきたいと思う。

なお、12月7日に第二回の成長基盤強化に向けた資金供給を実施したが、参加金融機関は約140先と大幅に増加した。個別投融资の対象分野も幅広く、多種多様な取組みが進んでいることが確認され、呼び水効果の発揮という点から非常に心強く感じられたところである。引き続き本資金供給をしっかりと運営し、民間金融機関ほか各経済主体の自主的な取組みを後押しすることが重要であると思う。

以上を踏まえた次回会合までの金融市場調節方針だが、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると思う。先行きの政策運営については、引き続き、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と考える。そのため、今後とも包括緩和の浸透を見極めながら、適時適切に対応し、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが重要であると思っている。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、本行の施策の影響もあって、CPや社債、特に低格付社債の発行が増加し、10月までしかデータはないものの、貸出約定平均金利は低下、また短観の金融関連DIが改善するなど、金融緩和の度合いは強まっている。加えて、円高進行が一服し、株価も上がっていることは、心理面も含め、企業の資金調達環境に好影響を与えているものと思う。ただ、最近の市場金利上昇が与える影響は懸念される。また、来年3月以降、金融円滑化法が延長される一方、緊急保証制度やセーフティネット貸付は打ち切られるため、このところ続いていた倒産件数の減少傾向にどのような変化が生じるか、しっかりみていく必要がある。

こうした中、金融政策運営については、今後とも中央銀行として成し得る最大限の努力を続けていくべきと考える。まず、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）の誘導目標を引き続き0～0.1%とし、実質ゼロ金利を維持することが適切と考える。そして本行は、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、この政策を継続していくべきと考える。こうした時間軸の明確化については、10月5日の決定会合後の公表文には記述したが、その後は記述していない。そこで本行は、この時間軸を市場に改めて認識させるべく、コミュニケーション上の手段を採り続けるべきと考える。

資産買入等の基金については、状況に応じて増額を考える余地はあると思うが、まだ始まったばかりであり、効果や副作用について確認していく段階だと思う。本施策の公表後、円高が一服し、株価やJ-REIT価格が上昇しているほか、市場金利が上昇している。その原因は、米国の金融・財政政策に対する反応が日本に波及した部分が大きいと思うが、本施策の影響もあるものとする。例えば、株価上昇は、グローバルな投資家が本行の施策発表を受けて、出遅れ感が強かった日本市場を見直したとも考え

られる。市場金利の上昇は、本施策の副作用と言えるかどうか分からないが、引き続き注意する必要があると思う。こうした中、本行は、先程述べた時間軸効果の浸透のためのコミュニケーションと併せ、状況に応じ、可能な範囲で裁量的な調節を行っていけば良いものと思う。

成長基盤強化に資する資金供給については、先日、第二回目が実行され、第一回目と合わせた総額は約 1.5 兆円となった。本施策は、成長基盤強化の必要性について世間一般の意識を高め、金融機関の企業向け貸出運営スタンスを積極化させているものと思われる。そこで、この先貸付総額の上限に近付いた段階では、呼び水としての効果についてよく見極めたうえ、上限の引き上げについて検討しても良いかと思う。

本行は、今後とも中央銀行として適切に政策対応を行っていく方針である旨、コミットしている。先行きの経済・物価動向を注意深く点検しながら、必要な施策をプロアクティブに実施し、日本経済を支えていくことが肝要だと考えている。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最初に、包括緩和策の効果から評価しておきたい。米国の長期金利が大きく上昇していることから、我が国の長期金利も、銀行等のポジション調整の動きなどを背景に上昇している。また、短国レートやレポ・レート等の一部のターム物金利の強含みにも繋がっている。従って、時間軸の明確化の効果あるいは国債買入れの効果などについては、今の段階では明確にはみえにくくなっているというのが実状である。内外の市場動向をもう暫く見極めたうえで判断すべきであろう。一方で、リスク性資産の買入れのうち社債の買入れについては、相応の効果が現れている。A格やBBB格などスプレッドが相対的に厚い銘柄を中心にスプレッドが縮小している。また、買入対象となる残存年限の銘柄だけでなく、それよりも長めの年限

のものも含めて、全般にスプレッドの縮小がみられている。この結果、ベースレートにスプレッドを加味した仕上がりベースの金利水準も低下がみられている。また、CPについても、従来厚めだったABC Pのスプレッドは縮小してきている。さらに、J-REITについては、買入実施前から上昇していたが、最近でも上昇基調を続けている。取引高も全般に増加している。ETFについても取引量の増加がはっきりしている。さらに企業金融を巡る環境は、資金調達コストの低下などを通じて着実に改善している。以上の点を踏まえると、包括緩和については、全体として金融環境を一段と緩和方向に進める効果を発揮していると言って良いと思う。勿論、その効果は今後さらに強まっていくものと予想されるが、それがどのような形で現れてくるか、しっかりとウォッチしていく必要があると思っている。

次に、金融環境全般の評価であるが、今述べた包括緩和の効果に加えて、12月短観でみられた、企業からみた金融機関の貸出態度判断のさらなる改善や企業の資金繰り判断の改善、さらにはCP・社債の発行環境が良好であること、これらを総合すれば、金融環境の評価としては、改善の動きが強まっているということである。

成長基盤強化の資金供給について簡単に触れておきたい。第二回目の資金供給は先般実施された。対象となった金融機関の数、資金供給の規模ともに前回比概ね倍増ということであった。新規の資金需要の掘り起こしには繋がっていないとか、貸出金利全般の引き下げ競争を惹起しているだけだといった厳しい評価もあるが、一方で、従来にない目線で貸出先企業の経営戦略をみるようになった、あるいは銀行内の稟議体制も、成長分野への融資を積極的に取り上げる方向に見直されている、などの声もあるようだ。あまり喜び過ぎてもいけないが、我々の政策が多少とも所期の呼び水効果を発揮しつつあるともみられるだけに、心強く感じている。今後ともこうした流れが広がるよう、我々としても努力を続けていく必要があると思っている。

最後に、金融市場調節方針であるが、前のラウンドで述べた経済情勢判

断などを踏まえれば、現在の方針を維持することが適当と考えている。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、金融環境から申し上げる。我が国の金融環境であるが、まず短期金融市場において、一部のターム物金利で強含んだものの、総じて金利は低水準にあり、銀行の貸出金利も低下傾向が続いている。12月短観では、金融機関サイドの貸出態度、企業サイドの資金繰りともに一段と改善している。この間、CPや社債の発行環境も良好な状況を維持している。こうした諸点を総合的に勘案し、我が国の金融環境については、緩和方向の動きがさらに強まってきているものと判断して良いと思う。こうした金融環境並びに、先程申し上げた経済・物価見通しを踏まえて、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると考えている。また、資産買入等の基金を通じて、固定金利オペ、国債・社債等の買入に加え、先週からETF、J-REITの買入が始まったが、これによってリスク・プレミアムの縮小を促すなど包括緩和を強力に推進し、人々のコンフィデンスや投資意欲にさらに働きかけていくことが極めて重要であると考えている。ところで、包括緩和の政策効果を十分に発揮させるためには、本行の措置が市場や国民の間で正しく理解されるよう、コミュニケーションには十分な注意を払っていく必要があるということは申し上げるまでもない。そうした中で、短期金融市場において、短期国債などの一部のレートが強含む場面がみられた。今回の動きは、米国の長期金利の急上昇を受けて、国債取引で損失を出した一部の金融機関が、リスク管理上の問題から売却を積極化させていることを背景としており、一時的な動きにとどまるものと思われるが、一方で、一時的とはいえ強含んだ金利を日銀が放置したと認識されると、その結果として、時間

軸効果が弱まったと誤解される恐れもある。そのような誤解が生じないように、市場や国民とのコミュニケーションには十分な留意が必要である。また、実際の日々の調節においても、資産買入れスキームの大枠のもとで、積極的かつ強力な緩和姿勢に変わりのないことを引き続き示していくことが大切であると考えている。

最後に、成長基盤強化支援のための資金供給についてであるが、11月末に第二回目の資金供給が実施され、8月の第一回目と同様に金融機関から積極的な貸付希望があり、幅広い業種で活用されてきている。本措置が浸透してきていることが窺われる。本措置の趣旨は、繰り返しになるが、金融機関自らが成長企業・成長産業を判別し、それを育成していくという主体的な取組みを日本銀行が後押しするものであり、呼び水としての役割を果たすことである。金融機関サイド、企業サイドなどからの取組み事例など情報を集約して、さらなる情報発信の強化等を通じて、こういった呼び水効果をより一層高める工夫を検討することが引き続き重要であると考えている。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

先程申し上げたとおり、足許の経済・物価情勢はメインシナリオに概ね沿った展開となっており、リスクについての判断も基本的に変えていない。従って、次回会合までの金融政策運営方針は現状維持が適当だと思う。

次に、包括的な金融緩和政策についてであるが、先週、ETF及びJ-REITの買入れが始まり、これで資産買入等の基金において、全ての対象資産の買入れがスタートした。包括的な金融緩和政策の一つのポイントはスピードであった訳であるが、10月の政策決定から2か月余りの短期間にもかかわらず、実務的な検討及び所要の準備を経て、ここまで漕ぎ着けることができたことは、大変意義あることと思う。まずは、この間、短期

間にもかかわらず、実務的な準備を進めた執行部のご努力を多としたいと思う。今後、基金を通じた多様な金融資産の購入と長めの資金供給を着実に進めて頂きたいと思っている。そして物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、包括的な金融緩和政策を通じた金融緩和、金融市場の安定確保のための潤沢な資金供給、成長基盤強化の支援という三つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていき、今後とも先行きの経済・物価情勢を点検したうえで適切に政策対応を行っていきたいと思う。その際には、基金の拡充も選択肢の一つであるが、今後、財政悪化への関心がグローバルに高まっていくと考えられる中、マネタイゼーションとの疑念を高めないためにも、私としてはリスク・プレミアムへの働きかけを重視したいと考えている。

さて、前回会合以降の長期金利の上昇ないしは調整に対する対応についてであるが、先程述べたように、米国金利の上昇につられた動きであって、行き過ぎた金利低下の巻き戻しであり、現時点ではファンダメンタル・レートから大きく乖離していないという評価をしている。基本的には、市場参加者のポジション調整が一段落すれば、次第に落ち着きを取り戻すとみているが、米国金利の動向次第という側面もあるので、今後とも長短金利の動向をしっかりと注視していく必要があると思っている。ただ、このようなスタンスが我々の金融緩和姿勢に疑念を呼ぶようなことになってはならず、執行部におかれては、市場と対話しながら、モラルハザードにならないことを意識しつつ、可能な範囲内で機動的な調節を行って頂きたいと思う。明確な時間軸効果を包括的な金融緩和政策の中で打出しているにもかかわらず、この間の一部の短期金利の高止まりないしは変動をみるにつけ、短期金融市場において裁定機能が損なわれつつあることを感じざるを得ない。その代替機能を我々がある程度補っていく必要があると思っている。それと同時に包括的な金融緩和政策の中の時間軸政策について繰り返し説明していく必要がある。他方、残存している市場機能をできるだけ維持していくことも必要である。市場状況に合わせた肌理細かな調節は、量を出せば良いということの意味しない。基金による資産買入れの大きさ

については、効果と市場介入のコストや損失負担の可能性など副作用を考えながらネットの効果が最大限となるように決める必要がある。然るに、包括的な金融緩和政策の効果をバランスシートの大きさや当座預金残高の増加で測ろうとする向きが相変わらずいるが、量的な大きさは我々の三つの措置の結果として自然体で決まるものでしかなく、量の大きさでは効果は測れない。金融政策の緩和度合いの比較を量で行うことは、包括的な金融緩和政策の先進性についての理解を阻害することにもなるので、私としてはこういった議論には与したくないと思っている。

基金の資産買入れ効果については、金利の反転がみられる中で、長めの金利に働きかける効果がどの程度出ているのか定かではない。その点の評価は難しく、その意味から資産買入れの現時点での総括的な評価は難しいとみている。勿論、社債は残存期限が短めのものを中心に信用スプレッドが縮小しているし、より長い期限の社債への染み出し効果やB B B格債の発行銘柄の広がりがみられ、貸出金利への波及もあったとの声も聞かれる。J-R E I T市場においては、買入対象外の格付けまで含めてスプレッドがタイト化し、市場参加者も海外投資家など増加し取引も活発化しており、緩和効果が発揮されつつあることは確かだと思う。ただ、ここで副作用も気になる。このような資産購入については、買入対象となったものとならなかったものとの間に歪みをもたらす可能性がある。また、スプレッドの潰し過ぎで市場の過熱をもたらす可能性もある。ファンダメンタルズに見合った適切なリスク・プレミアムの大きさがなかなか分からない中で、この点からも、資産買入れの政策効果を適切に評価するのは難しいと思っている。いずれにせよ、今後は、実際の経験を踏まえ、現行制度をさらに改善していく段階に入る訳であるが、前回会合でも申し上げたとおり、制度開始後、市場参加者の見方等も参考にしつつ、内容を見直し、必要な場合は、現行制度の変更あるいは追加といった新たな意思決定を行うこともあり得べし、といった姿勢で臨むことが大事だと思う。こうした取組みが歪みなどのコストを小さくし、効率的な資産買取りに繋がり、これらの市場を発展させていくことにもなると思っている。執行部におかれては、この

点を踏まえて、適宜、ボードに対して、取引実態あるいは事後的な検証に関する報告をお願いしたいと思っている。

最後に、成長基盤強化支援資金供給についてである。デフレ脱却に向けた中長期的な取組みについて、オール・ジャパンで危機感を共有し、それぞれが可能な範囲で生産性向上のために努力する必要があるということ、この資金供給を通じて問題提起をしてきたが、こうした取組みを今後も継続、強化していくべきだと思っている。幸い、11月に行われた成長基盤強化に向けた金融機関の取組み状況については、本行の取組みに呼応して、成長ファンドを新規に設定したり、営業部店の融資スタンスを積極化させたりする動きが活発化しているようである。また、企業サイドでも、金融機関取引先を中心に、本資金供給の認知度や関心が徐々に高まっているほか、実際に本制度を利用して設備投資を積極化させる動きもみられており、本行の取組みが一定の成果を出しつつあるように窺われる。もっとも、日本銀行はミクロの資源配分に口を出すことはすべきではなく、また能力的にもできず、実際にやっているのは共通担保による低利の資金供給ということになる。金融機関の確認作業を行うにしても、お金に色は付けられないので、結果的に既存の貸出の金利低下に繋がっても、必ずしもそれを排除できない。そのような状況があるため、金融機関からは、本資金供給をきっかけとする他行競合の強まりを指摘する声が聞かれるほか、他行肩代わりの激化に対する懸念も根強いようである。従って、制度面の要望も色々出始めているようであるが、残高限度までまだかなりあり、またこの制度の趣旨は、成長基盤強化に向けた呼び水であって、残高限度まで実績を無理して作る必要はないので、低金利での資金供給の拡大に即効性のあるような見直しは当面取る必要はないと思っている。ただ、例えば、中小企業が借りやすくするための工夫の余地などがまだあるようにも思う。執行部におかれては、金融機関との対話を通じ、必要であれば制度の手直しを行いつつ、引き続き本制度趣旨に沿った取組みの促進に努めて欲しいと思う。私からは以上である。



白川議長

それでは、野田委員をお願いします。

野田委員

まず、我が国の金融環境についてであるが、全体として緩和方向の動きが続いており、緩和の度合いは累積的に大きくなったという見方に異論はない。

次に、包括的な金融緩和政策導入後の我が国金融資本市場について述べる。短期金融市場については、短国のレートが、需給の緩和や長期金利の上昇を受けて幾分強含んでいるとはいえ、それ以外の短期市場金利は総じてみれば低位で推移している。他方、長期金利が大きく上昇している。11月入り後の米国における長期金利の急上昇を受けて、大手行が夏場以降積極的に積み増していた米債の含み損が急増したことから、米債を損切り売却するとともに、JGBについても、期間を問わず、しかも各行一斉にポジションの巻き戻しを行った要因が大きいとみられる。夏場に長期金利が大きく低下した局面において、金利リスク管理に関して、一つに、VaRショックの記憶が残っていること、二つ目に、運用部門の収益プレッシャーが強くないこと、三つ目に、リスク管理が高度化していること、などを理由に「This time is different」との声が多く聞かれた。私は、8月の会合において、市場参加者、特に大手銀行の同質性と同調性が、短期集中的な巻き戻しに働く可能性を指摘したところである。この点については私の危惧が現実のものとなった訳で、残念としか言わざるを得ない。一方、株式市場では、株価やREIT価格は明確に上昇しているが、これには包括的な金融緩和政策の発表が海外投資家も含めて市場参加者に安心感をもたらし、リスクテイクを促すという効果を生んだことは間違いないところである。資産買入等の基金の早期実行を速やかに実現した執行部のご努力を多としているところである。

一方、長めの金利は、足許、確かに包括的な金融緩和政策で求めている姿とはなっていないと言える。しかしながら、今後、資産買入等の基金を

通じた買入れと長めの資金供給を、大きな流れとしては市場の予見可能性を高める形で粛々と進めることを基本にしつつ、また、時に市場の状況に応じて機動性を持たせることが、短期ゾーンの長期金利の低下を促していくものと考えている。それとともに、包括的な金融緩和政策におけるもう一つの柱である時間軸に対する我々の強いコミットメントが同短期ゾーンの金利を低位にアンカーする力を発揮していく筋合いにあるということも確信している。この点を市場にしっかりと発信していくことがこの際重要である。

ディレクティブとしての次回会合までの金融市場調節方針は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」ことが適当であることは言うまでもない。

最後に、成長基盤強化を支援するための資金供給について若干述べる。貸付実行額は、二回目の実行で既に貸付総額の上限の半分に相当したほか、貸付額が貸付先ごとの上限に到達した先も既に出ているようである。市場の一部には貸付総額の増額を見込む声も出ているようであるが、民間金融機関においては既に独自の成長ファンドを設立する動きがはっきりと広がっているなど、成長基盤強化を支援するための資金供給の所期の目的である一定の呼び水効果が既に相当程度顕現化したと私は評価している。他方で、地域金融機関を中心として、金利競争を助長しているとの声が多く聞かれている。こうした効果と副作用の双方について、今後さらに検証を深め、比較衡量していくことが当面は重要であると考えている。私からは以上である。

白川議長

最後に、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

国内金融市場の評価であるが、既に他の委員が述べられたことに尽きているので簡潔にしたいと思う。企業の資金調達コストの低下傾向が続いて

おり、また 12 月短観での企業からみた金融機関の貸出態度は一段の改善をみせ、多くの指標で 2004 年 3 月頃の水準に達している。包括緩和の効果も出つつあると考えている。皆さんが何度もおっしゃっているので、繰り返しになるが、C P は事業法人等では既にスプレッドが十分にタイトになっており、追加的な効果は限定的であったものの、A B C P ではスプレッド縮小の効果は観察されている。社債もスプレッドの大きなものを中心に縮小がみられ、さらには買入対象ではないものにも浸み出している。J-R E I T では、アナウンスメント効果によるリスク・プレミアムの縮小が幅広く格付けの低いところまでみられた。E T F についても、T O P I X 構成の中、小型株に買いが入っている。包括緩和の一つの目的と私が考えているのは、過度のリスク回避態度を修正するということであるが、それについてもその兆しがみえるように思える。それは、格付けの低い銘柄と高い銘柄の間の格差が縮小しているようにみえるからである。過度のリスク回避態度がある時は、ナイト流の何が起こるか分からない不確実性の高い格付けの低い銘柄への需要が極端に減少し、そうした不確実性の低い安心できる格付けの高い銘柄への需要が集中する。そのため、両者のスプレッドの差が拡大し、そして、そもそも格付けの低い銘柄の発行そのものができなくなる。包括緩和発表後の動きをみていると、格付けの高い銘柄に比べて低い銘柄のスプレッドの縮小が目立つようにみえるし、かつ格付けの低い銘柄の発行にも弾みが出つつあるようにみえる。これは非常にエンカレッジングであると考えている。ただ、包括緩和のもう一つの柱であるリスクフリー金利については、足許、米国金利上昇を受け上昇しており、他において金融緩和度合いが強まっているのに対して、乖離した動きをしているように思える。さらには、こうした金利上昇を受けて、住宅ローン等にも若干影響が出てきているようにみえる。現在のところは、我が国投資家の一部で米国金利上昇に対応してポートフォリオ全体の調整を迫られ、そのため長い年限に始まり、短い年限まで広い範囲で国債の需要が悪化したということであり、どんどん悪化しているということには至っていないと考えている。また、積極的に購入に回る主体もあり、比較的早く

落ち着きを取り戻す可能性は高いように思われる。そうした中で、日米金利の連動性が今後落ち着き、日米金利差がファンダメンタルズの差を反映するようになると思われるが、そうなるかどうか慎重にみていく必要があると思う。

成長基盤について一言申し上げると、これは融資の場——トップがどう考えているかは別として——には非常に良い影響を与えているのではないかと考えている。ついこの間、講演会で融資の現場の方々とお話をしたが、少なくともそこでは積極的な態度、融資に対する態度がかなり変わってきたというポジティブな影響を口にする方が多かったので、そういう影響が出てきているのではないかと思う。ただ、地方等そもそもそういう案件の少ないところでは、やはりどうしても金利競争に走りがちなのかと思う。そういう意味で、もう少し肌理細かい点を考える必要があるかと思うが、それを含めて呼び水効果というのはやはりポジティブな形で生じてきていると考えて構わないのではないかと思っている。それから、「緩和方向の動きが強まっている」という月報表現だが、今回、短観の貸出態度判断D I、資金繰り判断D Iからみると、そうした判断が自然とは思ふ。同時に日本公庫の小企業の資金繰りD Iの悪化、日本商工会議所早期景気観測調査の資金繰りD Iが9月、10月と2か月連続で悪化したこと、既に述べた長期金利等若干気になる動きもある。私としては、この緩和方向の動きが強まっているという判断は、全体としてみればそのように判断できるという意味であると考えている。次回会合までの金融政策運営方針は、現状維持が適当であると考えている。以上である。

#### 白川議長

まず、次回決定会合までの調節方針であるが、私も含めて全員現状維持である。今回、まず何よりも包括緩和の評価がポイントであったと思う。ちょうど米国のQE2の効果をどのように評価するかという議論も意見の収斂をみていないのと同じように、包括緩和政策の効果をどのように評価するかというのは、勿論そう簡単な仕事ではないと思う。しかし、我々自

身この包括緩和をやっている訳なので、毎回の決定会合において、これが取り敢えずどのような影響を及ぼしているかを、効果と副作用もともに丁寧に点検していく必要があると思う。そういう意味では、あくまでも暫定的な評価ということになるが、今日皆さんのお話を聞きながら、それから私自身の感想も交えて言うと、こういう感じかと思う。

まず社債、CPである。BBB格あるいはA格などのスプレッドの相対的に厚い銘柄を中心に、また残存期間別には買入対象となる年限だけでなくそれ以外でも、スプレッドの緩やかな縮小傾向に寄与していると思う。また、発行銘柄の広がりにも相応に寄与しているのではないかと考えられる。ETF、REITの買入れであるが、株価やあるいはREIT価格が上昇基調で推移している。勿論、本行の買入れだけが原因ではないが、しかし本行の買入れがある種の呼び水になっているということは言えると思う。その中で、金利については若干異なる動きをしている。国債等の買入れについては、それ自体は勿論長めの金利を低下させる方向で作用していると思うが、米国の長期金利の上昇を契機とする銀行等のポジション調整の動きなどを背景にして、中長期の国債金利を中心に、一頃に比べ上昇している。ただ、貸出のベースレートとして大きな役割を果たしていると考えられるTIBORは上昇していない。以上が、取り敢えずのファクトと何がしか最小限の評価だと思う。

長期金利の上昇についてであるが、出発点は米国の長期金利の上昇である。これについては、多くの方が触れられたので、その米国の長期金利の上昇それ自体については言及しないが、いずれにせよ米国の長期金利の上昇を受けて、各国で長期金利が上昇方向にあるということだと思う。日本もその埒外ではない。ただ、日本の場合、長期金利水準が既に低いということの結果でもあるのだろうが、しかし、他の国に比べると足許の上昇幅自体は小さいということである。

因みに、米国がQE2を発表した後、現在に至るまでの長期金利の上昇をみても、当事者の米国は勿論だが、英国の上昇が目立つ。インフレーション・ターゲティングを採用して、ある意味では、物価についてアンカー

をかけていると言われている英国もかなり上昇しているということである。逆に、金融市場がグローバル化しているもとで、海外の金利情勢の変化を全く受けないマーケットというのは一体どういうマーケットなのかというと、それは全く世界から孤立しているマーケットを意味する訳である。そうしたマーケットが望ましいとは決して私は思わない。

ただ、長期金利の上昇が経済に対してどういう影響を与えていくのかということは大変な論点である。長期金利をみていく時にいつも感じることだが、二つ必要だと思っている。一つは、長期金利というのは経済・物価の現状、あるいはそれに関する先行きについての市場参加者の見通しを反映して動くという側面と、それから原因は何であれ、長期金利が変動したことが経済に対して影響を与えていくという、この二つの側面が大事だと思う。この二つの側面を常に意識しながら、長期金利の動きを注意深くみていくということだろうと思う。この点では、多くの方が触れたように、一番大事なことは、その時間軸だと思う。我々自身、包括緩和でも長めの金利に働きかけると言っているが、長めの金利について何か金利の誘導目標水準を決めて、それに向けてオペレーションをやっていくということを行っている訳では決してない。長めの金利に対して働きかけるということである。一方、長めの金利に大きな影響を与える将来の短期金利のパスについては、我々は時間軸というのを非常に明確化した訳である。これは、我々の経済・物価の見通しを前提として、それから金融的な不均衡がないということも前提にして、実質ゼロ金利を続けるという明確な情報発信をしている訳である。我々にとって一番大事なことはこの情報発信であって、一つ一つのマーケットの動きに対して何か日本銀行が対応していくということではない。この基本的なことをしっかり情報発信していくことが大事で、それ以外のことは却って混乱を与えるという感じがする。これは私の感想であるが。繰り返しになるが、時間軸について、つまり我々の経済・物価の見通しと、その見通しを前提として実質ゼロ金利を続けるという、この情報発信をしっかり続けていくということだろうと思う。

国内の金融環境であるが、毎回毎回の決定会合でも、前回以降そう

大きな変化がある訳ではないが、改めてこの間の累積的な変化を点検してみると、金融緩和の度合いはかなり進んできたなという感じだろうと思う。昨日、企画局の方からも説明があったが、企業の資金調達コストは、量的緩和末期を下回る水準まで下がってきている、あるいは実質金利と成長率の格差も大分縮まってきた、あるいはテイラー・ルール金利とかなり近くなってきたということもそうだが、それからさらに短観における資金繰り判断がプラスに転化した。これらはいずれも金融緩和の度合いが累積的に強まってきていることを意味しているように思う。勿論この金融緩和だけで景気が直ちに力強く回復する訳ではないが、金融環境というものを評価してみた場合には、強まってきているということだろうと思う。

それから、成長基盤強化について全員からご発言があったが、表現の仕方は異なるが、それぞれ金融機関の自主的な取組みが広がっている、あるいはその呼び水効果がそれなりに発揮されているということポジティブに受止める意見だったと思う。私自身もそのように思っている。ただ、それと同時にこの成長基盤強化については発足当初ほどではないが、それでも色々な懐疑的な意見もなお根強いことも冷静に認識しておく必要があると思う。その面では、コミュニケーションの努力というものがやはり大事だと思う。私自身、この春先と現在を比べた場合、コミュニケーションという面で何がしか改善したかなと思うのは、一つはやはり成長基盤強化に向けた取組みが大事だということが、金融機関の間でも以前に比べるとやはり広がってきたということである。勿論、従来から総論としては十分に意識されていたと思うが、しかし、それが各論における取組みに少しずつ繋がっているように思う。それはポジティブな変化だと思う。もう一つは、日本の経済政策論議全体においてこの成長の問題あるいは生産性の問題、あるいは人口の問題、こうした問題をしっかり考えていく必要があるという認識は、多分この春よりは強まったという感じがする。これは、この成長基盤強化を発表した後、日本銀行——ボードメンバーもそうであるしスタッフもそうだが——全体としてその面に関する情報発信を以前に比べるとやはり強めていることも、何がしか影響していると思う。こう

した情報発信の努力がなくて、ただ単に即物的な意味での成長基盤強化だけをやっていくというのは、これはややドン・キホーテのような感じもするし、やはり両方の努力が必要だと思う。それから、成長基盤強化それ自体について今後見直す点があるかどうか、これは今日も幾つかの意見が出たが、この成長基盤強化の実施状況をみて、これからまた決定会合で点検していきたいと考えている。取り敢えず以上である。

#### 森本委員

宜しいか。緩和環境が「強まっている」という表現なのだが、色々説明を受けて、そう表現する根拠については非常によく理解できる。しかし、一方ではやや長めの金利の上昇の問題があることから、「強まっている」まで言い切るのか、一部にそういう要因がまだあるとすれば、私自身の中では「強まりつつある」位の心境である。ご説明はよく分かるのだが、社会の受止め方を考えた時にどうか。

#### 白川議長

表現それ自体については、また後から議論するが、その実態的な認識という点で、今の森本委員のご意見について何かご意見はあるか。多分、実態認識の方は、それほど変わりはないで、それをどういう言葉で表現する方が今のこの情勢の中で適切なのかという話だと思うので、また後から表現のセクションで議論することとする。

今日は、長期金利について比較的議論が多くあったので、この点について追加的なご意見がもしあればお願いします。先程、野田委員が今年8月の決定会合の時に触れられた、日本の銀行、特に大手の銀行がそうなのだろうが、非常に同質的な行動が多いという指摘だが、私自身も予て感じていて、今回改めてそれを意識した。こういう傾向は、勿論、海外でもあるのかもしれないが、何かやはり日本に強くある傾向かという感じがする。それだけに、色々な情報発信の仕方、我々自身が特定の金利水準についての情報発信をしてしまうと、結局、益々そういうビヘイビアを助長して



しまう。我々自身が我々の政策原理についてしっかり情報発信していくことがやはり大事で、そのうえで各金融機関や投資家がどういう金利観を持っていくのかということが大事なのだと思う。

野田委員

今回が、前回のV a Rショックの時と違うのは、前回は株価も同時に下がっている点である。今回は、結果として、株価の評価益の増加が、債券の評価益の減少を多分上回っていると思うので、これはまさに幸いにしてということと思う。往々にして、両方が同時に下がってくる——債券安、株安——ことがあって、過去はそういう状況であった。そういう意味では、もう少し我々のモニタリングなどの時も——今回、電光石火の如く市場が変動したのだからなかなか難しいが、これはマクロプルーデンスの領域になるが——、今回の出来事を教訓にしていく必要があると思う。マクロプルーデンスの議論が相当深化はしてきているが、予め我が国においては具体的にどういうところをみていくのかが、各論まで行っていないし、金融機関との摺り合わせもほとんどできていない状態なので、これは一つの契機になるかと思う。マクロプルーデンスそのものについては色々な議論があるが、やはり今回の経験は我々の背中を押している気がする。

須田委員

金利リスクについては、ずっと金融システムレポートでしっかり管理して欲しいということは言ってきたし、前は、V a Rショックとか、その限界のところに当たってしまって、強制的に調整せざるを得なかったが、今回はそういうことではなくて……。

野田委員

厳密に言うと違うのである。

#### 須田委員

今回はそういうことではなくて、もう少し事前に彼等が対応したという意味では、少し余裕を持った対応ができたということでは、ずいぶん学んでいるのだと思う。私は、時間軸を明確化してここまでやってきた中で、なぜ短期金利までここまで上昇してしまったかについて、今の市場の薄さというか、機能度の低下が凄く気になる。時間軸を明確化するということは、今回のことでより重要性を凄く意識した——皆さんもずいぶんそういう話をされた——と思う。それでも、今、今回のことについて時間軸が振れたと思っている人はいない。O I Sでそういう議論を結果的にやる人がいても、実際、誰もこれで振れたと思っていない。それでもレートが動いてしまう時に、これを放置することがどういう意味を持つかは少し考えておいた方がよい。私は、このため、市場にどんどん介入して、という気はないが、自分達がこの動きについて、調整なのだからある程度時間がかかる部分もみているとして、機動的な調節もやっていく姿勢を、やはり少しは示しておくことが大事なのではないかと、私は今回の経験では思う。

#### 野田委員

先程、私は意見表明の中で機動的にと申し上げたのは——やや遠慮気味に申し上げたのだが——、そういうところで市場に伝えていくというか、我々の意思を伝えていくということが重要だと思うので、それで申し上げたのである。

#### 宮尾委員

私も今の点は同意見である。非常にその伝え方は難しいと思うが、短期の金利は、やはり我々が基本的に影響を及ぼし得るところでもある。かと言って、何かのレートにターゲットを置いてコントロールする訳でもない。しかし、気にはしているし、何か気にしている姿勢を少しみせることも、市場の短期的な振れを収める意味でも、やはり意味があるのではないかと。そういう方向で少し機動的に構えみたいなものを明確にするのは、やはり

あって良いのではないかと感じている次第である。

中村委員

しかし、今回の場合、米国とかドイツをみると、短期のところはそれほど下がっていない、むしろドイツでは上がっている。日本の場合は、米国債での運用のロスを含み益のある国内債の利益を確定してオフセットしたという面がかなり強かったのだと思う。従って、必ずしも金利観というよりも、利が乗っているものとはにかく利益を確保しようとの動きの影響も大きかったと考えられる。

野田委員

短期ゾーンのところは相当利が乗っているという話である。短中期のところは。

白川議長

先程、須田委員がおっしゃったように、あるいは他の何人かの方もおっしゃっていたが、例えば向こう半年間あるいは向こう一年間の日本銀行の短期金利の誘導方針に揺らぎが生じたと思っているマーケット参加者がいたかという、勿論証明はできないが、多分、私は皆無だったと思う。そういう意味で、揺らぎが生じているようには私には思えなくて、どのマーケットもそうだが、そのポジション上の動きとして、色々起きてきている。我々にとって一番大事なことは、我々自身の金融政策運営のスタンスが何か変化したかということで行くと、そのスタンスが変化すると誤解が生じることが一番怖い訳である。短期的には、勿論、マーケットであるから色々なことが起きて、全てのマーケットの動きをいわば完全に消し去るというオペレーションがもし理想だとしても、多分そうしたオペレーションはできないのだと思う。一番大事なことは、日本銀行の基本的なスタンスについてマーケットに誤解が生じていないかということである。この面でもし誤解が生じていけば、これはこれで非常に深刻に受止める必要

があると思うが、その面では私はなかったのではないかと思う。

山口副総裁

昨日、外山金融市場局長にその辺りを質問した。短期市場のターム物のうち長めの金利が上昇していることについて、時間軸との関係でどう整理するのかという質問をしたが、外山金融市場局長の答えは、一言で言えば、米国の長期金利の上昇に伴うものであるということだった。従って、海外からのショックに近い動きを吸収するプロセスで生じている問題なので、時間が解決するということであつた。しかし、私自身は若干の疑問を持っている。実質ゼロ金利の明確化と言いながら、実現しているオーバーナイト金利は、0.08～0.09%の間で微動だにしていない。このような我々の調節に対し、市場参加者が、日本銀行の言う実質ゼロ金利の明確化とは結局何なのかという疑問を持ったとしても、おかしくない面があるのではないか。その点、気になったので、外山金融市場局長に再三に亘って聞いたということである。正直に言うと、私は、我々の時間軸に関連しての実質ゼロ金利なるものについて、当初市場参加者が抱いたイメージに比べると、ちょっときつめの調節が行われている、そのような受止め方がされているのではないかという感じがしている。この辺りは、もう少し様子をみながら、どのように評価したら良いか考えていきたい。

野田委員

「我々」とおっしゃったが、それぞれ少しずつ我々の中でも違うのだと思う。

山口副総裁

「私は」ということである。申し訳ない。

野田委員

そういう意味では、私の目線からいくと、今の誘導結果の0.08～0.09%

は然程違和感はない。というのは、最初 10 月 5 日に、この包括緩和について議論をした時には、我々が補完当座預金の 0.1% を堅持している以上は、そうそう急には 0.07% になり 0.06% になりということまでは、然程考えていなかった——展望していなかった——ので、敢えて言えば、私は 0~0.1% というのもひよっとしたらいじらなくても良いのかなという議論をこの場でさせて頂いた。私からすると、今のオーバーナイトだけをみて、市場が我々の実質ゼロないしは強力な緩和に対する疑念があるというふうには感じていない。

#### 山口副総裁

オーバーナイト金利はもう少し振れると考えていた市場参加者はいたかもしれない。それに比べると、我々の調節は、0.08% をフロアにしての調節にとどまっている。このギャップが何がしか我々の政策スタンスに対する疑念を生じさせている面がありはしないかということである。

#### 野田委員

それは、多様な市場参加者の中にあっておかしくはない、という意味では同意する。

#### 雨宮理事

調節の実務からちょっと一言申し上げさせて頂く。今、包括緩和後の調節について、私共執行部としては、コールレートをどこかにとどめるという方針では調節していない。むしろ、包括緩和後、新しい資産買入基金に伴う資金供給で——ここでもご議論があったが——、無理な例えば資金吸収をしないで済むようなレンジにして頂いたという理解である。この後、新しい資産買入れに伴う買入れが段々積み上がっていくと、恐らく自然な格好で、結果として資金が積み上がっていけばそれがオーバーナイトに対してある程度下方圧力として多分出てくるだろう、その時に受け入れられるレンジを頂いていると思っている。それが、どのタイミングで、どうい

うふうに出てくるかは実は我々もよく分からない訳で、つまり非常にフレキシブルな調節姿勢を採りながら資産買入れの積み上げをしていくというスタンスで臨んでいる。結果的に、どのタイミングで、どういう低下圧力がかかるかについては、事前にはなかなか言いにくいですが、そうなった場合は、受け入れていくという姿勢である。ただ、今も議論があったとおり、やはり補完当預の0.1%という、上からアンカーと言うか、そういうものがあるので、どんどん下がるということはないだろうが、そうした弾力性のある余地のもとで調節を続けていくつもりでいる。ご指摘があったとおり、当初、やはり実質ゼロ金利ということで、若干ある種の考え、期待を持った向きが、意外とそうでもないなということで、少し議論をした先もあるが、次第にこの包括緩和の性格や目的が理解されるに従って、当初出たそういう声は少し落ち着いているかなとは思っている。

白川議長

ご意見はあるか。

山口副総裁

そうだとすると、時間軸の明確化とは、何をするという事なのか。暫くは様子を見るということか。

亀崎委員

0~0.1%を続けるということを……。

山口副総裁

それをよりはっきりと言っていくということか。

亀崎委員

というのは、先程、私が申し上げたように、10月5日は対外公表文に1.、2.、3.と書いた訳である。その後は、そのことはもう書いていない。

それは、コミュニケーションでしっかりやっていかなければいけない。毎回毎回そうであると。これらは、セットの条件である。従って、私は、そのところが少し。10月5日には書いたが、後は書いていない。しかし、我々としては、今の0~0.1%という政策金利を、安定的な成長、物価が安定的になる見通しがついたところまで続けるのだというのはセットである。そのところを私は申し上げたのである。

#### 白川議長

先程、明確化と言ったのは、今、現に我々が採っている政策内容を説明していくということを明確化という言葉で皆さんは表現したと理解している。今、亀崎委員がおっしゃった決定会合の後の発表文に書いていないということはそのとおりである。しかし、あのことをマーケットの人が忘れるということは、多分全くないと思うし、それから、私の記者会見も講演も国会もそうだが、毎回それは繰り返し言っているし、多分そのことをマーケットの人がうっかり忘れるということは、これは私はないと思う。ただ、そのうえでマーケットの状況を踏まえて、もう一回同じ言葉を繰り返し弛まず説明していくということが大事だと思う。それを明確化だと私は思う。

#### 須田委員

私も、説明していくことがやはり一番重要だと思っている。批判を為にする人がここで動いていて、そのために量を増やせとかいう議論が出てきている訳である。そういう要らぬ要求というか、そういうのは起こさないでおきたい。起こすことはコストなので、みているということが重要で、せめて市場が落ち着くまで時間はかかるだろうが、しっかりみているという発信位はして良いのではないかという思いである。

#### 野田委員

エコノミストの中には、時間軸に対する信認が揺らいでいるとか何とか

言う人も一、二いるが、そういったものは、為にする議論だと私は断じている。

白川議長

今日、決定会合後の記者会見での幾つかの質問の中で、長期金利についてどうみているか、これが多分一番多いと思う。今日のこの議論を踏まえて、直前に議論した意味で、我々の政策スタンスをもう一回説明する。ややしつこいようではあるが、もう一回説明する。その中には時間軸のことも、もう一回説明するということだと思う。その時に、何か長期金利について我々自身が無関心であるとか、あるいは鈍感であるというふうには受止められることが一番良くない。それが決してないようにしたいと思う。

今回、短期の国債の金利が上がった訳である。しかし、LIBORとかあるいはTIBORが上がった訳ではない。我々はどうしても短期金利と言うと、全てが完全に代替財であるような感じで議論するが、実際には、それぞれの商品は若干商品属性が違う訳である。TIBORは売っても別に利が取れる訳ではない。そういう意味で、商品特性の違いがあって、マーケットは色々な違う商品を、基本的には同じ商品だが、しかし微妙に違う商品を取引する場でもある。そうしたもとの、あるショックが加わった時に多少凸凹があるということは、これはもうある程度は仕方ないのである。それを全く消そうと思うと、要するに完全に官製のマーケットにしてしまうということになるが、それは私は行き過ぎだと思う。ただ、繰り返しになるが、先程申し上げた意味での情報発信は大事だと思うし、それから従来も調節の現場で大きな誤解が生じないような情報発信は勿論していると思うが、それは従来もそうであったし、今もやっていると思う。ただ一番大きな情報発信は多分日本銀行の基本的な政策スタンスについての情報発信だろうと思う。

須田委員

先程、少し場合によっては機動的にとも言ったが、同時に今残っている



市場機能も潰さないようにという気持ちもある。従って、普通の状態では、ある程度金利が振れているという状態は重要だと思う。従って、程度の問題だと思う。

白川議長

我々自身が、微に入り細に入りやればやるほど、結局、特定の極く短期間の金利の部分について全て日本銀行がギャランティーするということになる。それはまたある意味で、同質的な投資家の行動を我々自身が創り出していっているというところも実はある。そのバランスを認識しないといけないということを、私は先程から申し上げているつもりである。

野田委員

どこかで誰かがリスクを吸収してくれるだろうというのは、モラルハザードが少しずつ出てくる。

白川議長

それが少しずつ上がっていきっているようである。そのために、段々マーケットの要求目線も上がっていくという、実は、そのゲームなのである。そのことを意識せずに、我々自身が内部に言うところの情報発信をした場合に、どういうことになっていくのか、その帰結もまた冷静に考えていく必要があるということだと思う。

長期金利以外の成長基盤強化支援あるいは包括緩和一般について、ご意見はないか。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に櫻井充財務副大臣宜しく願います。

櫻井財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、このところ足踏み状態となっており、失業率が高水準にあるなどの厳しい状況にある。さらに、海外景気の下振れ懸

念や為替レート、株価の変動などにより、景気はさらに下押しされるリスクがある。また、デフレの影響や雇用情勢の悪化懸念が依然残っていることにも注意が必要である。

政府としては、現下の円高等厳しい経済情勢を踏まえ、「3 段階の経済対策」に基づき、ステップ 2 の経済対策の実施を決定し、11 月 26 日にはその裏付けとなる 22 年度補正予算が成立したところである。現在、ステップ 3 として「新成長戦略」の本格実施を図るべく、23 年度予算の決定に向け全力で取り組んでいるところである。来年度の国債の発行額は約 44 兆円を見込んでいるが、先程、中村委員から財政再建の道筋がみえず、それを作成するべきであるというご指摘を頂いた。これを真摯に受止めさせて頂きたいと思っており、この問題点については財務省としても政府としても最重要課題だと思っており、今後取り組んでいきたいと思っている。その中で、プライマリー・バランスの黒字化等の目標が示されている訳だが、委員からのご指摘もあり、より具体的な政策を示す必要性があると考えている。こういう観点から、今回の予算編成に当たっては、私としてはそれぞれの予算の目的が明確となるように、高い意識を持って事務方に指示をさせて頂いている。例えば、経済産業省関連の予算というのは、我が国としての投資であり、どの程度、何年後に税収増としてのリターンが得られるのか、あるいは雇用がどの程度生まれてくるのか、こういったことの数字を明確に出させたいと、予算査定を行っているところでもある。また、白川議長から成長戦略のお話もあったが、研究開発費に関しては、その技術開発を効率的にかつ効果的に促進していくための規制改革であるとか、支援体制の見直し等も併せて検討を実施することが重要であると考えており、予算だけではなく、こういった体制の整備も今後行っていきたいと思っている。

日本銀行が基金による資産買入れを順次開始していることについては、適切な対応と考えている。日本銀行におかれては、年末、年度末の資金繰りにご配慮頂くとともに、政府との緊密な連携のもとで、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、経済を金融面から支え

て頂きたいと考えている。最後になるが、本日の米ドル資金供給の提案は、各国の中央銀行が協調して金融の安定化に向けて取り組まれる措置の一環をなすものであり、政府としては日本銀行の迅速な対応を評価したいと思っている。以上である。

白川議長

次に、内閣府の井上裕行大臣官房審議官、宜しく願います。

井上内閣府大臣官房審議官

本年7～9月期の実質GDP成長率は年率+4.5%となったが、これは自動車の駆け込み需要や猛暑の影響など一時的要因によるものである。景気の現状は、輸出の弱さを背景に生産が減少するなど、足踏み状態にある。また、円高の長期化や海外経済の減速など先行き景気をさらに下振れさせる大きなリスクが存在している。物価については、10月の消費者物価指数は、高校無償化の影響-0.5%程度及びたばこ税増税の影響+0.3%程度などを含め、前年同月比-0.6%の下落となるなど、デフレが慢性化している。政府は、「新成長戦略」に基づき、デフレの終結をマクロ経済運営上の最重要課題と位置付け、日本銀行と一体となって強力かつ総合的な取り組みを行うこととしている。政府は、現下の厳しい経済情勢や先行き悪化懸念を踏まえ、「3段階の経済対策」に基づき、予備費を活用したステップ1及び補正予算によるステップ2を実施に移している。さらに、これに続くステップ3として、成長と雇用に重点を置いた平成23年度予算編成を行うとともに、デフレ脱却と雇用のための経済活性化の観点から、法人税減税を含む税制改正を行うこととしている。こうした切れ目ない政策努力により、デフレ脱却と景気の自律的回復に向けた対応に万全を期していく。

日本銀行におかれては、包括的な金融緩和政策の効果を確認されるとともに、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、早期のデフレ脱却を目指すとともに経済を下

支えされるよう期待している。

また、日本銀行が国際金融市場の安定確保に向け、欧米中央銀行と協調して、米ドル資金供給オペレーション等の期限を延長することについては、適切な対応として評価する。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

次に、金融市場調節方針等の議案及び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]

楯田企画局長

それでは、議長案を読み上げさせて頂く。「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、0～0.1%程度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」。以上が調節方針の件である。

続いて、対外公表文である。「当面の金融政策運営について」。1. は今申し上げた金融市場調節方針を記載している。「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、0～0.1%程度で推移するよう促す。」2. は景気の現状判断である。最初の一文は前回と同じである。「わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。」その後であるが、「すなわち、輸出は、横ばい圏内で推移している。」は、前回はこちらで輸出と生産を同じように書いていたが、今回は「輸出は、横ばい圏内で推移している」とする。その後の企業収益は短観を踏まえての記述であるが、「企業収益は、改善ペースに一

服感がみられるが、増勢を維持しており、そうしたもとで、設備投資は持ち直しつつある。」は、今回の議論でも「持ち直しつつある」というご意見だったと思う。その次、「雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる。」は、変わっていない。その次、「個人消費は、一部の財に駆け込み需要の反動がみられる。」は、前回「耐久消費財」と書いてあったが、今回は耐久消費財については、反動と駆け込みの両方がみられているので、「一部の財」という言葉とした。その後であるが、「こうした内外需要の動きを反映して、生産はこのところやや減少しており、企業の業況感も、最近では、製造業を中心に弱めとなっている。」と、生産の減少と短観の業況判断の記載をここに入れている。その次、「この間、金融環境をみると、企業の資金調達コストが低下傾向にあるほか、金融機関の貸出態度が改善するなど、緩和方向の動きが強まっている。」は、本日の議論では、中身については皆さんからご意見はそんなになかったように思うが、先程の表現の中でも、この「緩和方向の動きが強まっている」ということについては、ご議論があった。この意味合いは、従来からの動きと短観結果、それと包括緩和の今回の評価を含めて、「緩和方向の動きが強まっている」と表現している。物価面は、前回と変化はない。「物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている。」ということである。3.の先行きの中心的な見通しについては、前回と変更ない記述となっている。4.のリスク要因である。「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、米欧経済の先行きを巡って、なお不確実性の強い状況が続くもとで、景気の下振れリスクにも注意が必要である。」とした。前回までは、「米国経済を中心とする不確実性の強い状況」としていたが、米国の悲観論が今日のご議論でも後退する一方、欧州は引き続き不確実性を抱えているという状況なので、「米欧経済の先行きを巡って、なお不確実性の強い」という表現にしている。その後の物価面は変わっていない。最後に、5.だが、今回はこの後、「リスク性資産を含む

総額 35 兆円の資産買入等の基金の枠組みが整ったこと」について記述している。「順次他の資産の買入を進めることにより、包括的な金融緩和政策の早期の効果波及を図っていく」という一文を前回は入れていた。今回は、そのステージがさらに進んでいるので、5. で現在の基金の買入状況等についての一文を入れている。「日本銀行は、資産買入等の基金を通じた買入れを、すべての対象資産について開始した。今後も、総額 35 兆円の基金を通じた多様な金融資産の買入れと長めの資金供給を着実に進め、包括的な金融緩和政策の効果波及を図っていく」とした。その後は、前回同様であり、「日本銀行としては、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ために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という 3 つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に政策対応を行っていく方針である」。以上である。

白川議長

先程、森本委員からご発言があったが、パラグラフ 2. の金融環境について、「緩和方向の動きが強まっている」を「緩和方向の動きが強まりつつある」にするというご意見だったと思うが、この点も含めて皆さんからご意見を頂ければと思う。

須田委員

昨日も言ったが、「強まっている」については、昨日の説明あるいは包括的な金融緩和政策の効果もここに入れていくということであれば、それで良いと私自身は思った。ただ、これが次回以降どうなっていくのか。要するに、「強まっている」あるいは「強まりつつある」と言った場合、次回はどうするのかがなかなかみえない。一応納得しているが、気になるところである。

白川議長

これに限らず常にある問題の一つだが、今の、次回以降の表現について、腹案はあるか。

榎田企画局長

今回は次回で適切な表現を考えるということ以外にないが、今日のご議論でもあったように、これまでの動きが続くことによって緩和の度合いが強まっている程度——水準は別として度合いが強まっていること——については表現したいと考えている。ただ一方で、政策金利の水準指標が縮まってきているとはいえ、色々な基準から照らして、「緩和」という言葉では強く出てしまうので、そこの部分のバランスを取ってこういう表現にしている。緩和の度合いを水準としてきちんと表せる表現があれば、そういう表現に変えていくのは一つの案である。だが、では現時点で次回の腹案があるかと言うと、これについては次回の状況を踏まえながら、問題意識を踏まえて考えさせて頂くということ以外にないと思う。

雨宮理事

まさしくそのとおりであるが、まず、金融環境については、それこそ今起きているような色々な緩和の動きが強まる動きと、一方で、中小企業でちょっと気になる動きもある訳であるが、まず、実態の判断が先だとは思いう。そのうえで、どういうバランスになるかについては、パターンが——過去の例をみても幾つか例が——あって、もし、仮にこのまま強めていくのであれば、例えば、非常に細かい芸当ではあるが、そもそも方向ではないということであれば、「緩和の動き」という表現を使い出すとか、もうちょっとさらに1ノッチ進めるのであれば、例えば、「緩和した状態が続いている」とか、要するに、変化ではなく、そろそろ状態表現に移行するとか、幾つかパターンはあろうかと思う。従って、パターンは幾つかあるとは思いうが、いずれにせよ実態の判断が先決と思っている。

須田委員

多分、そちらの方向にどんどん行けるという保証がないから気になるのだな。これがそのまま良い方向に行くことがみえているのなら、それほどこの表現は気にならないで済むと思う。

雨宮理事

ただ、これも昨日、今日もご議論があったが、实体经济はわりとアップダウンがあるが、金融環境はわりと連続的に動くものなので、ずっと変わらないと「続けている」がずっと続いてしまう。実は、暫く数か月前も、ある変化の方向を言いながら、一回「強まっている」という表現に変えて、強まった後もう一度「続けている」という表現に変えたこともある。そういう工夫もあり得るかもしれない。

白川議長

要するに、この文言でどう表現するかは別にして、金融政策は金融環境に働きかけて経済に影響を与える訳だから、その金融緩和環境というのはどういうレベルにあるのかという評価は常に持っていないといけない訳である。リーマン・ショック後の難しい局面の中で、その水準評価を敢えて避けてきた。避けることにはそれなりの合理性もあったが、しかし、それが今ずっと続いて行って、いつまでたっても水準評価をしていないということだと思う。そのことが、文章上多少のぎこちなさになっている訳である。そういう意味で、次回以降は勿論今決める訳ではないが、いずれにしてもどこかの段階でその状況に相応しい状態を評価する表現など、そういう言葉を含めて考えるのだろうと思う。

雨宮理事

例えば、様々な金融のD Iが、昨日ご報告したとおり、2004年の第3四半期と――緩和的には相当進んだ――同じレベルになってきていること等々踏まえると、段々その辺の進展も頭に入れながら考えていくステー



ジには入っているかなと思っている。また、ご議論でも感じたのだが、我々執行部もこの案を考えた時の議論の中に、「強まりつつある」案を考えたが、ここまで行くと後は語感なので、なかなかこうだという結論を出しにくい。我々のした議論は、「強まりつつある」だと、わりと初期段階のような印象を与えないかと。要するに、かなり弱くなってそれが段々少し良くなってきたという感じが強くなってしまわないかという議論もあった。

森本委員

私個人は、緩和方向の「方向」という表現に込められている意味合いも分かったので、特に拘るものではない。

白川議長

いずれにしても、私は記者会見では、さっきの長期金利のことと、この金融環境もそうだが、何か日本銀行が足許の長期金利の上昇傾向に対して鈍感である印象のような言質を取られないように発言には十分気を付けたいと思う。では、ここは原案どおりということであるな。それ以外の箇所では表現上のご意見はあるか。

それでは、これで最終案が纏まった。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、一時退室をお願いします。

[政府からの出席者退室]

[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  
森本審議委員

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 9、全員一致である。

白川議長

雨宮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、これをもって指示をする。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。

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

森本審議委員

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 9、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]

全員一致である。

VII. 議事要旨（10月28日、11月4～5日開催分）及び2010年7月から2011年6月の金融政策決定会合の開催予定日の変更の承認、2011年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認

白川議長

最後に、10月28日と11月4、5日に開催された決定会合の議事要旨、それから2010年7月から2011年6月の金融政策決定会合の開催予定日の変更及び2011年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日について一括してお諮りをする。お手許に配付している議事要旨案及び日程案について、ご異議はないか。ないようであれば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

森本審議委員

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。議事要旨、それから開催予定日の件いずれも賛成 9、全員一致である。

白川議長

議事要旨及び日程案はいずれも原案どおり承認された。議事要旨については、27 日月曜日 8 時 50 分に対外公表する予定である。また日程については、本日の会合終了後速やかに公表することとする。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は 2011 年 1 月 24、25 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席

者の方々も含めこの場の皆様におかれては、厳密な機密管理をお願いする。また、先程申し上げたが、米ドル資金供給オペレーション及び米ドル・スワップ取極の期限延長については、米国FRBの申し出どおり、日本時間で本日23時、午後11時の公表となる。それまでは非公表の扱いとなるので、こちらにも厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願いする。それでは、事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時55分である。

白川議長

解禁時刻が12時55分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時50分閉会)

以 上