

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年2月14日（14:00～16:21）

2月15日（9:01～12:32）

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（14日）
	櫻井 充	財務副大臣（15日）
内閣府	梅溪健児	政策統括官（経済財政運営担当）（14日）
	末松義規	内閣府副大臣（15日）

（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
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	峯岸 誠

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、金融経済情勢に関する執行部報告である。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取り纏めと採決、最後に、1 月 24、25 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは木下康司大臣官房総括審議官である。内閣府からは、梅溪健児政策統括官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

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・為替市場の動向である。

外山金融市場局長

それでは、金融調節の運営実績をご報告申し上げます。図表 1-1、無担保コールレート(オーバーナイト物)であるが、前回の決定会合以降、0.087～0.104%で推移した。年度末に向けて増加している調達訓練要因を除いても、0.090%をやや上回って着地する日が増えてきている。これは、準備預金残高が減少する中、地銀が税揚げから年金定時払いまでの資金不足

をコール市場での短期調達で凌ごうとしていることに加えて、為替スワップ市場での調達が難しくなった外銀がコール市場で調達量を幾分増加させていることによるものである。当座預金残高は 15～18 兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は 〃〃〃〃で推移した。図表 1-2、日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、外銀の超過準備保有が大きく減少しているのが目立つ。これは、年末要因の剥落や欧州ソブリン問題への警戒感が足許後退したことによって、為替スワップ市場で円転が効かなくなってきたことによるものである。また、証券会社の当座預金も減少しているが、これは一部邦証が、資金運用レートが 0.105%以上となるタイミングで積極的にレポ市場に資金放出したことによるものである。この間、都銀は、一部 〃〃〃〃行が、 〃〃〃〃までの間滞留させたこともあって、大きな超過準備を抱えたが、 〃〃〃〃については、一部行が日々の資金調節をこれまでのようにレポ市場での運用で調整するのではなく、タームの極く短い短国への投資を積極化させたうえで、一定の調達額を残して調整するスタイルに切り替えていることもあって、積み進捗は概ねコントロールされている。3 連休前に海外から予定外の入金を受けたメガの一角が、その時点で積み終えるという動きもあったが、メガの積み進捗制御姿勢自体は、全体として維持されていると考えている。図表 1-3、2010 年 7 月積み期以降の短期金利で、GCレポレート（S/N）をご覧頂くと、0.100～0.110%で推移した。証券会社が担保調達のために、レポ取引を用いるケースがみられなくなったことから、平均レートが 0.100%を下回ることはなくなっているが、準備預金残高が減少する中であっても、低水準で安定的に推移をしている。図表 1-4、図表 1-5、コール市場残高をご覧頂くと、このところじりじりと減少傾向を辿ってきたが、足許は一段の減少には歯止めが掛かっている。

図表 1-6、オペ運営についてご説明申し上げます。2 月央の年金定時払いまで財政要因による資金不足幅が拡大していく中で、金利入札方式の共通担保オペについては、3 週間物から 1 か月物のタームで期落ちを折り返すようなオペを淡々とオファーし続けているが、2 月 7 日オファー分までは、

全て札割れしていた。札割れが続く中では、市場からは札割れにより本行の積極的な供給姿勢を確認できるとする声も聞かれていたが、一方で、いつでも 0.10%で調達できるとの安心感が、予備的な応札を減退させ、応札倍率をさらに低下させるとのメカニズムも働いたとみられる。足許では、コールレートが強含み、また、債券市場のボラティリティが再び高まっていることを受け、T+1ベースの短めのオペも含めオファー額を厚めにしているが、金利入札方式の共通担保オペの応札倍率が回復している。今後については、市場の金利観にもよるが、再び札割れが続いた場合には、本行の資金供給への依存が過度に高まったり、基金の運営のために実施している固定金利方式の共通担保オペの札割れに飛び火したりすることのないよう意を用いていきたいと考えている。国庫短期証券買入であるが、2月9日に16日振りに実施した。残存期間が比較的長めの銘柄を中心に甘めに落札された。それから、基金の運営について申し上げる。共通担保オペは、3か月物を5回、6か月物を1回それぞれオファーした。応札倍率は、3か月物で概ね3~4倍、6か月物で3.71倍となった。国債買入は、1月28日に1,500億円をオファーし、応札倍率は3.64倍、落札レートは0.191%となった。一部都銀がポートフォリオ入れ替えの一環として処分した2年債を振り込まれた証券会社が持ち込んできた模様である。社債等買入は、2月3日に1,000億円オファーした。応札倍率は2.94倍と、前回の2.70倍から増加したが、落札レートは0.211%と、前回の0.151%から多少甘めとなった。落札状況をみると、引き続きその他金融が最大の落札シェアを占めているが、前回ほどの偏りはなく、製造業や公益事業等幅広い銘柄に分散している。CP等買入は、2月10日に1,000億円オファーした。落札レートは0.123%と、前回の0.125%並みで、応札倍率は3.83倍であった。ほとんどが、ABC Pとその他金融銘柄であった。ETF買入は1月28日と1月31日、J-REIT買入は1月28日にそれぞれ実施した。

次に、最近の金融・為替市場の動向についてご説明申し上げる。図表2-1、まず、短期金利であるが、ユーロ円レートについては変更ないが、ロール・

オーバー以外のターム調達動きに乏しく、レートの実勢を計り得るような出合いが確認されていないためである。短国レートは、2月7日の6か月物の入札がやや低調だったことや海外金利の上昇を受け、都銀が短いゾーンの国債を売却したことなどをを受けて、足許幾分上昇している。また、円転地合いの解消を受けて、今月入り後、海外からの引き合いも低調となって、証券会社の在庫水準はやや重くなりつつある。本日、実施された1年物の入札は、落札レートが0.1727%と流れる結果となった。それから、図表2-2の(1)、TIBORとLIBORについては、ほぼ横這いで推移している。それから、図表2-2の(2)、図表2-3、CPの発行レートをご覧頂くと、低い水準で安定的に推移している。図表2-4の(1)、通貨別のターム物レートをご覧頂くと、ユーロについて過剰流動性の減少を受け、LIBOR、OISとも政策金利である1%を上回る水準にまで上昇したが、その後、オペが増額ロールされたことや、ECB総裁の記者会見が然程タカ派的ではなかったと受止められたことから、OISは幾分低下している。一方、ポンドであるが、一部利上げ観測からOISが若干上昇していたが、先週10日のMPCで政策変更がなかったことから、一旦反落している。さらに、図表2-6、長期金利であるが、経済指標の改善やコモディティ価格の上昇を受け、米国金利が上昇し、日欧金利もこれにつれた動きとなっている。もっとも、我が国の金利については、特に中長期ゾーンについては、押し目で拾う動きもみられて、米欧金利ほどには上昇していない。この点、図表2-8、インプライド・ボラティリティをご覧頂いても、米国では上昇している一方、我が国では、横這い圏内の推移ということになっている。米国についても、足許では、低下をみている。ただ、都銀が保有に消極的な1~2年物といったゾーンでは、荷もたれ感が残存していて、神経質な状況が続いている。なお、S&P社による格下げの影響は特段みられていないが、リスクシナリオとして財政再建の動きが頓挫するなどして、海外勢主導の先物売りを起点に、我が国の国債が売り込まれるといった可能性は、広く意識されている。この間、欧州周縁国の国債の対独国債スプレッドであるが、図表はないが、EFSFによる国

債買入れへの期待などから総じて落ち着いてきていて、ECBによる国債買入れも2週間連続実施されなかった。もっとも、2月のEU首脳会合では、具体的な進展はみられず、個々の周縁国では、アイルランドで政権の崩壊が起こるなど、懸念すべき材料も多く、足許では、スプレッドはやや拡大してきている。市場では、先行きについても当面気の抜けない展開が続くとみる向きが多くなっている。さらに、図表2-9、図表2-10、社債流通利回りの対国債スプレッドであるが、12月初めの初回買入れ以降は、残存期間の長い物は小幅下落したものの、達観すればほぼ横這いで推移している。発行市場でも引き続き銘柄の拡大がみられているが、新発債の供給が重なったことや、投資家の多くが今年度の収益目標を達成していることなどから、中には、過度に強気なローンチ・スプレッドの設定や本行の買入れ対象とならなかったという風評を背景に募残が発生した銘柄もみられている。図表2-12から図表2-14、株式市場であるが、エジプト情勢を受け、一旦売られる局面もあったが、日米欧市場とも米国経済指標の改善等を受けて盛り返し、年初来高値圏で推移している。ムバラク大統領の辞任も秩序立った政権移行への期待を強め、株式市場には好感されている。我が国株式については、海外投資家の買越しが続いているほか、個人投資家も買越しとなる週が出てきている。なお、市場からは、海外投資家は——短期筋が中心であるが——なお日本株をニュートラルまで戻し切れていないことから、暫くは、資金流入が続くのではないかとの声が聞かれている。図表2-14の東証REIT指数の推移と、図表2-15でJ-REIT市場の動向であるが、一部投資法人の増資が希薄化懸念や需給悪化に繋がるとの見方から、前回決定会合までに調整がみられたものの、その後は、ほぼレンジ内で推移している。市場からは、今後オフィス市況が改善に向かい、分配金の増額に対する期待が高まれば、レンジを超えて緩やかに上昇するだろうが、イールド・スプレッドは、過去の平均とほぼ同程度まで下がってきていることから、大幅な上昇は期待しづらいのではないかとこの声も聞かれている。

図表2-16以降で、為替相場であるが、全体としては、ドルの下落傾向

が続く中、円とユーロが幾分上昇する展開となった。もともと、ドル／円は 82～83 円台で膠着していて、日米金利差の拡大にも反応が鈍い状況が続いている。足許は、やや円安に振れた水準で推移をしている。図表 2-17、(3) の IMM ネットポジションをみると、先週 2 月 8 日時点が最新となっているが、この時点では、ドル・ショートポジションが各通貨に対して深くなっていたことが確認できる。足許の円安は、こういったポジションの巻き戻しも勢いを付けたようにみている。図表 2-18 (2)、外為証拠金取引も足許利益を確定する動きがみられて、対ポンド、あるいは対豪ドルといったところで大きく減少している。

最後に、図表 2-19、エマージング、コモディティ市場の動向であるが、エマージング市場の通貨は、一部通貨で金融政策を巡る思惑から振れの大きい展開となったが、全体としては概ね保合いとなっている。株価については、調整局面となっている。引締めや資本規制の導入等に対する警戒感に加え、エジプト情勢を眺め、新興国のリスクが再認識されたことを材料としている。具体的には、ヘッジファンドが資金を引き揚げたとか、ファンド・マネージャーが新興国に振り向けるウエイトを低下させたといったこれまでの動きに加えて、新興国株投信が流出超に転じたといった動きも出ていて、こうした動きが暫く続くのか、あるいは一時的な調整で収束するのか、今後注視していきたいと思う。コモディティ市場では、特に農産物の上昇が目立っている。新興国における需要拡大、天候不順に加えて、エジプト情勢も材料とされたところである。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

為替について、先程、日米金利差に反応しにくくなっているということだが、少しは反応しているのか。

外山金融市場局長

日によって異なる。週末以降の円安は金利差の拡大につられたということであったが、それまでの、より拡大した時は、ほとんど反応していなかった。全体としてみれば、年末以降、金利差が拡大しているにもかかわらず、為替の方はほとんど動いていないという状況である。

野田委員

その背景として考えられることとして、コメントは何かあるか。

外山金融市場局長

先行き長い目でみると、やはり米国のQE2が6月で打ち切られるとあったところを眺めたり、さらに金利差が拡大すれば円安になるだろうとみる市場参加者が多い。ただ、どうしても短期的な動きというものは、そうした理屈で言えば、こうなるはずだという動きよりも、全体のセンチメントあるいは勢いの中で決まることが多い。特に、春節などがあって取引も薄かったことも手伝って、必ずしも金利差が反映されにくい状況にこれまでは動いてきているということだと思う。

須田委員

金融調節で札割れが多く発生していることに関して、基金にも札割れが飛び火しないように工夫していくとおっしゃっていたが、どういうことを考えられているのか。それと、ETF、J-REITの買入額が想定しているよりはあまり進んでいないと言えるかと思う。今の買い方について、時々マーケットから日銀がどうやっているのだろうかという問いが出始めているが、この買い方の評価については、今どのように考えておられるかという点も願います。

外山金融市場局長

札割れが起こるかどうかは、我々の供給姿勢も然ることながら、その

時々、市場の金利観が大きく左右されると思っている。実際、債券マーケットから、先行きの金利観が少し強めになってき出した先週位から、札も入るようになってくるといった情勢になっている。今後、そういった金利観がどのように展開するかはなかなか読みにくい。実際、そういった金利観がどのように動き、札もどのように入るかはなかなか読みにくいところはある。そういった与件の変化を、その時々踏まえながら、金利入札型のオペを入れる頻度であるとか、大きさといったものを調整することによって、できるだけ固定金利オペとの競合を避けながら、資金供給をしていくことが基本になると思っている。

それから、ETFとJ-REITであるが、まだ12月に買入れを始めて、2か月経とうとしているところであるので、当初思っていたよりも確かにペースがやや遅いと思うが、私共として、今の段階で買入基準を変更しなければ、予定どおりの全体の買入れが進まないということを考える必要があるとは思っていない。もう暫く今の基準で買い進めていって様子を見たいと思っている。ETFについては、それでも何回かの買入れがあったが、J-REITの買入れがなかなか進んでいない。実は、我々の買い方について、マーケットの中で色々な推測があるようである。1月の終わりに一度買入れを行った時に、東証のREIT指数が1,100ポイントを割ったところで買入れが行われたとマーケットは信じて、その後、指数が上昇して、さらにだらだらと下がっていった中で、10日以降また1,100ポイントを割ったところで買入れがなかったものであるから、失望でさらに売り込まれる、こういったような動きもあった。我々が基準を明かしていないことで、マーケットがそういった色々な推測をするのは、自由な訳であるし、ある程度やむを得ないということも承知しているが、少し我々のファンダメンタルズに目を向け直すというよりも、我々がどう出るかによってマーケットが動きやすくなってきているのが、少し嫌みな点と思っている。

中村委員

2年物国債の金利についてだが、一時期は、日米の金利差で為替と連動していると言われていた。先程、メガが2年物国債から手を引いているという説明があったが、2月に入ってじりじりと上がってきている。2年物国債は、今何か特殊な要因に基づいて他の金利と違った一時的な動きになっているのか。

外山金融市場局長

金利全体として、やはり米国の金利が上昇しているということで、日本の金利にもそれが影響してきているということだと思う。2年債について、他と違うところがあるとすれば、例えば、10年債だと、超長期ゾーンだと生保という、ある程度金利が上がってくると買いに向かうという主体があるが、2年ゾーンはなかなかそういう決まった主体がない。金利が全体として上昇してくると、買い手がいないため、上がりやすいということが、元々、構造的な要因として指摘されている。かつ、また少し景況感が上向いてきたといったような中で、都銀がこうしたゾーンを少し処分して、5年債辺りに入れ替えるといった動きを今強めている。かつ、一つの都銀だけではなくて、多くの都銀が同じように動いているといったようなことになっていて、このゾーンが特に上がりやすい状況になっていると考えている。

亀崎委員

今は、2年物の話だったが、長期金利の方は、景況感の改善もあって上昇しているが、米国に比べて日本の上昇の仕方をみると——この前の格下げもあったが——、然程上昇幅が大きい。これには、本行の時間軸も効いているのではないかとみているがどうか。

外山金融市場局長

長期とおっしゃったのは、10年ゾーンとか、そういう…。

亀崎委員

そうである。

外山金融市場局長

時間軸は、そうは言っても、効くとすれば、やはりもっと短いゾーンまでであり、加重平均の結果、10年ゾーンにもその影響が一定程度はあるということだと思う。それよりも、先程もご説明申し上げたが、10年ゾーン位であると、ある程度金利が乗ってくると、という大口投資家が一定の目線を決めていて、それよりも金利が上回れば買いに行こうということで、購入されている訳である。こういったところが、買い支える動きをするので、一定程度を超えては大きくは跳ねにくいという構造になっていると理解している。

須田委員

先程の時間軸の効果について、2年先位まで金融政策の影響が出てくるというような言い方を前にされたが、その2年物が動いていることに対して、時々マーケットから時間軸が揺れているというような声が聞こえてくる。それは、本当に一部の人が言っているのもあって、基本的には我々の政策のスタンスについては、マーケットの認識はちゃんとしているのだと思っていて良いか。

外山金融市場局長

徐々に理解は浸透してきていると思う。これは、前々回の決定会合で申し上げたことであるが、2年位のゾーンまでのターム・プレミアムは、勿論、我々としては時間軸を打出し、あるいは国債の買入基金の買入れを行いつつ、そういった金利の低下を促すということをやっているが、それだけで決まるものではない。去年の秋口、あるいは足許多少起こっていることから窺われるように、米国の金利が大きく上昇したような時には、景

況感の改善を伴いつつ、日本の金利も全体として上昇しやすくなる。これが、様々なメカニズムを通じて、2年位のターム・プレミアムにも影響を及ぼすということである。色々な作用が相殺し合いながら、仕上がりのターム・プレミアムが決まってくるということだろうと思う。従って、我々としては、我々の働きかけをしっかりとマーケットに常に示しながら、そのところは微動だにしないという意味で、時間軸はしっかりしているということだと思う。それにもかかわらず、ある程度金利が上昇する場面もあるということは、マーケットの方も理解しつつあると思っている。

宮尾委員

為替先物の IMM ネットポジションの推移だが、ドル・ショート of 規模について、先程、少し溜まってきているというご説明があったかと思う。図表 2-17 をみると、過去の状況と比べて、そんなにドルのショートあるいはドル・キャリーを示唆するような動きが蓄積しているようにはみえない。現状、ドル・ショートなりドル・キャリーの状況について、市場で何か言われていることがあれば、教えて頂きたい。それと併せて、米国のクレジット市場で、社債など全般的にリスク・プレミアムが縮小していると思うが、米国の社債市場あるいは金融環境全般で、リスク・プレミアムが過度に縮小しているとか、過熱しているとか、そういったような動き——あるいはマーケットの声みたいなもの——が何かあれば、併せて教えて頂きたい。

外山金融市場局長

まず、こちらに載せている IMM ネットポジションは、円とユーロについてだけお示ししている。その他の特に対ポンドとか、対豪ドルとか、対カナダドルといったところで、ドルのショートが積み上がっていて、そういった諸々の通貨全体に対するドルのショート幅がかなり大きく膨らんできているというのが、先週の 2 月 8 日時点での結果であった。その後、週末にかけて、円が売られたこともあったので、そういった動きは多少修

正が入っていると思っている。それをもって、ドル・キャリーが大きく伸びているかどうかであるが、これはかつて円キャリーと言われた時にも、色々な取引があつて、その全体像を把握するという事は難しかった訳である。先程、新興国の方で申し上げたように、例えば、エマージングに入っているお金は、今かなり引き揚げられようとしているといった動きがある一方で、ドル・ベースの投資家が今向かっている先があるとすれば、コモディティないし日本や欧州の先進国株式といったところだと思う。これが、かつて円キャリーとして大きく取り上げられた時のように、大きくマーケットを歪めているかどうかは、これは評価の問題になると思うが、今のところ急速にこれまでのトレンドを踏み越えてそういった動きが強まってきているというようには認識していない。

それから、米国のクレジット市場であるが、ここも欧州、中近東、その他の色々なイベントをこなしながら、徐々に全体としてリスクテイクの流れが戻ってきているという中で、クレジット市場にもかなりお金が向かってきているということだろうと思う。ただ、今のところ、その実態のリスクがどこまであるのかについては、今後の景気情勢あるいは企業の収益動向にもよるので、必ずしも現状では判断し切れない部分もあるが、現在の先行きに対する標準的な見方を前提として、クレジット市場に特に過度なお金が入ってきているとは認識していない。

野田委員

市場調節について、先程の須田委員のご質問の延長線上なのだが、飛び火しないように配慮する、配意していくということは、もう少し具体的に言うとどういうことか。札割れする、しないは別として。固定金利オペの札割れは、やはり我々にとっては、歓迎すべからざることである。ただ、一方で、固定金利オペがどんどん積み上がっていく訳だし、従来からやっている長国買入れも進んで、いわゆる長期オペの底溜まりが増えていく訳である。そうすると、なかなか避けがたい状態が徐々に大きくなっていくということになる。

外山金融市場局長

避けがたくなるまで行かないようにということではあるが、段々そのリスクが高まってくるのは、おっしゃるように間違いないように思う。申し上げたように、金利観にもよるので、全くそうならなくなる可能性もある訳であるが、もし、そうでなければ、固定金利オペの応札倍率が徐々に低下していくということに段々なっていくだろうと思う。従って、そちらの方をやはりきちんと積み上げていくのが、私共に課された優先課題だとすれば、他の方法によって資金を供給している部分——特に固定金利オペと競合するような長いタームの金利入札オペ等——は少し間引いていくことも考えなければいけない場面が出てくるかもしれないということを上申しておく。

雨宮理事

結局、札割れが起きるのか、倍率が低下するかというのは、ある種の先行きに関する金利と量の安心感、見方に依存するところがある。今、調節上心がけているのは、決定会合からの指示に基づいて、できるだけマーケットを安定させ、時間軸が効き、量と金利の両面で緩和が浸透するようにすることである。ただし、3 か月、6 か月まで、びた一文金利が動きませんみたいなことになってしまうと、これは札が入らなくなるので、オペの頻度とか期間等で、できるだけ量と金利の安心感を与えつつも、完全にべったり 6 か月先まで不確実性がなくなる——オペはいらない——という状況にしないで、その間のバランスを見極めながら、オペを打っていくということになるかと思う。

須田委員

その時、レポの扱いは少し自由にしておくとか、それとも少し振れたら手を出していくということになるのか。

雨宮理事

その少しのところが難しい。

外山金融市場局長

そこが、非常に難しいバランスをいつも迫られているところである。勿論、レポレート自身は、我々の誘導目標でないから、そこを固定的に考えている訳ではないが、レポ取引は先日付の取引であることもあって、一旦上がると非常に跳ねやすいという性質を持っている。短国レートとレポレートの関係について、基本的には短国レートが上がればレポレートも上がるという因果関係だろうと思っているが、マーケットの方は——ためにする議論も含めて——、いわばレポレートが上がったから、短国レートが上がったのだという評価をする場面もある。おっしゃるように、レポレートを含めた短期のレートを全くべったりにしてしまうと、日本銀行の資金供給が難しくなってくるので、理由がある時には、少しその変動を許容するといったようなことをやりながら、資金供給も確保していきたいということである。

須田委員

もう一つ、外為証拠金取引についてだが、日本の場合、今の状況では大体逆張りをしているということで、私自身は、為替の安定化に資する、ある意味では儲かっているという認識をしていた。しかし、国際会議のメモをみたところ、これに対してかなり批判的な見解がみえた。この位置付けをどうしたら良いのか、今、少し悩んでいる。そこについては、どのように…。

外山金融市場局長

あるいは、金融庁の方でお考えもあろうかと思うが、国際会議に私も出席していたが、マーケットの全体の認識としては、個人投資家のうち8割から8割5分位の人達は、投資した資金を全てロスするというようなマー

ケットであるとも言われている。自ら持っている資産を全て投入してしまえば、一文無しにもなりかねない訳であるが、比較的リスクの高い分野であるという認識をきちんと持って、資産の一定の額をそういったものに振り向けるということであれば、それはそれで一つの投資形態であるというようには思う。国際会議でも出ていたが、従って、金融教育的なところをしっかりと行うことを並行的にやっていくことも大事なことであろうというような取り敢えずの結論になっていた。

須田委員

結局、そうして損しているということは、為替市場に対して不安定化要因であったということか。

外山金融市場局長

為替レートが一定のレンジで動いていれば、安定化要因になるが、一旦突き抜けてしまうと、ロス・カットをしなければいけないので、その突き抜けた方向に益々振れを助長するということになる。

須田委員

その点でロスが大きいということになる訳か。

外山金融市場局長

結局、そういうところでロスを被ってしまう人達が多いということだと思う。

白川議長

他にご質問ないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済の動向についてご報告申し上げます。「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】をご覧頂きたい。前回合合では、世界経済は減速局面を脱した、と申し上げた。その後1か月間の経済指標は、そうした見方を改めて裏付けて、世界経済は回復を続けている、ということが確認できたと思っている。まず最初に、7頁の製造業のPMI、(1)がグローバル、(2)が先進国、(3)が新興国の数字であるが、(1)のグローバルベースの受注在庫バランスは、昨年秋をボトムに改善傾向を続けて、生産の伸びは再び増勢が増しつつあることがみて頂けると思う。この流れとしては、(3)に示した新興国の受注在庫バランスの改善、そして生産の伸びの再拡大が貿易取引などを通じて、(2)先進国の生産増加に寄与してきているという流れでみて宜しいかと思う。特に(2)の足許1月の先進国の計数をみると、受注在庫バランスの改善幅、そして、生産指数の上昇幅が目立つ形となっている。先進国のPMIの改善の中をみると、米国、欧州、英国、日本いずれにおいても観察されているが、特に足許は米国の改善幅が大きくなっている。

その背景について確認するためにも、図表1に戻って、米国からみていきたいと思う。最初に、1. 実質GDPの第4四半期についてであるが、10～12月の実質成長率は、前期比年率で+3.2%となった。前期の+2.6%から伸び率を拡大させている。伸び率拡大の理由は、主として、一つ目に、個人消費が自動車販売の増加、そして年末商戦の好調から伸びを高めたことがある。二つ目は、輸出が新興国向けを中心に増加し、これまで増加していた輸入も反動減になるという形で、純輸出が大幅に増加したことがある。個人消費の予想を上回る増加から、在庫は減少しており、これが先程みた受注在庫バランスの大幅改善に繋がっている。そして、これが先行き

の生産増加を支えることが期待できる所以である。因みに、1～3月の成長率に関する現時点での市場予想は、10～12月とほぼ同じ+3.4%がコンセンサスの予想となっている。次に、3. 実質個人消費は先程お伝えしたように、自動車販売の増加、年末商戦の好調から伸びを高めている。もつとも、2. 実質可処分所得は、雇用環境の改善が捗々しくないことから増加テンポが緩やかで、12月は+0.1%にとどまっている。その結果として、家計貯蓄率は11月の5.5%から12月は5.3%へ緩やかに低下する形になっている。このように、所得の改善テンポが緩やかな一方で、消費支出が堅調に推移している訳であるが、これには、株価の上昇基調を背景とした資産効果が相当程度寄与しているという見方が一般的である。次に、本年入り後の動向——1月計数——をみると、6. 自動車販売が引き続き増加基調にある。年率1,300万台の目前まできている。7. 消費者コンフィデンス指数も株価上昇などを背景に足許上昇し、60.6である。このように、年明け後も個人消費は堅調さを維持しているように窺われる。家計のバランスシート問題は、引き続き家計支出の重石となって作用している。9. ケース・シラー住宅価格指数をみると、引き続き軟調に推移している。家計の過剰債務の削減を遅らせる方向に作用し続けている訳である。次に、設備投資については、10. 非国防資本財受注が緩やかな増加傾向を続けている。中でも、機械投資は堅調を維持している。また、生産関連では、12. ISMが、製造業が輸出の増加などを背景に上昇しているほか、非製造業も個人消費の堅調さを背景として、高めの水準となっている。この間、雇用関係については、15. 民間部門の雇用者数が足許は大雪の影響で増加幅が縮小しているが、これまで横這い圏内であった製造業が増加幅を拡大させるなど、基調としては、緩やかな増加傾向が確認できている。これを受けける形で、14. 失業率は足許9.0%まで低下している。ただし、その低下の全てが雇用環境の改善を反映しているとは言いがたく、むしろ、失業給付の切れた労働者の市場退出による、いわゆる労働参加率の低下の寄与が小さくないようである。その点については、相当程度割り引いてみておくことが適当と考えている。以上申し上げたとおり、ここ最近の米国経済の

回復ペースが速まっている訳であるが、これは、株価上昇の影響を含め、金融、財政両面での景気刺激効果によるところが大きいとみている。問題は、その回復ペースの持続性である。政策効果が減衰しても、民間需要の自律的な増加に繋がるかどうか、という点である。これについては、バランスシート問題が引き続き景気回復の重石となる中で、生産・所得・支出の好循環メカニズムは作動しにくい状態が続くという、今までの基本的な姿は変わっていない、と今暫くの間は慎重にみておく必要があるのではないかとみている。最後に、物価関連である。18. ユニット・レーバー・コストが公表された。昨年 12 月の前年比をみると、依然マイナスを続けているが、17. に示した生産性の伸び鈍化からマイナス幅が徐々に縮小してきている。これまで同様に財市場、労働市場における緩和的な需給環境がデスインフレ圧力として作用している姿には変わりはない。しかしながら、ユニット・レーバー・コストの低下テンポが徐々に和らぎつつある中、今後、コアインフレ率の低下傾向に歯止めが掛かるのかどうか、といったところを注視していきたいと思っている。以上、米国である。

図表 2-1、ユーロエリアであるが、寒波の影響もあって、個人消費など一部に弱めの指標もみられたが、輸出の増加に牽引される形で、全体としては緩やかな回復を続けている。まず、輸出関連である。3. 輸出受注 PMI をみると、足許 57.5 と高めの水準となっている。これまでのユーロ安の寄与もあって、中国など新興国向けを中心に、輸出が増加を続けている。次に、内需関連であるが、設備投資に関して、4. ドイツ国内投資財受注は、輸出の増加基調を受けて、均してみると、緩やかに増加している。個人消費については、6. 小売売上数量は、足許では寒波の影響もあって減少しているが、8. 消費者コンフィデンスは緩やかな改善傾向を維持している。消費は基調としては緩やかに増加しているとみてとれる。もっとも、これまでお伝えしてきたように、各国間の格差、特にドイツ、フランスのコア国とギリシャやポルトガルの周縁国とのコンフィデンスの格差は拡大傾向にある状況には全く変わりはない。こうした需要動向のもとで生産動向をみると、10. PMI は、製造業では 4 か月連続で上昇して 50 台後半、

非製造業も 50 台半ばと、いずれも改善傾向を続けている。物価面についてみると、12. 消費者物価は、総合ベースでは、国際商品市況上昇の影響を受けて、エネルギー価格の上昇から、このところプラス幅を拡大させている。足許、1 月は+2.4%まで上昇している。もっとも、コアベースでは 1 か月遅れではあるが、依然+1%程度の低水準で推移している。中長期のインフレ期待も今のところ安定は維持している。今後、生産過程の川上部門で確認されている物価の上昇圧力が、川下へ波及することがないかどうか、インフレ率の上振れが賃金交渉等に影響を与えることがあるかないか、こういった点を慎重にみていきたいと考えている。

図表 2-2、英国である。1. 実質 GDP は 10~12 月速報値が公表され、前期比年率-2.0%と減少に転じた。もっとも、これは、12 月の記録的な寒波の影響で、建設業、サービス業の生産が一時的に大きく減少したことによる部分が大いと言われている。基調判断として、英国経済は緩やかな回復といった見方は変えていない。ただし、このところの英国経済は、3. 輸出受注 PMI、それから 7. 製造業 PMI は高水準にあるなど、製造業を中心とした企業部門が好調な一方で、緊縮財政を受けて、5. 消費者コンフィデンスは悪化している。10. 住宅価格が弱含むといったことで、家計部門に弱さがみられている。このように、企業部門と家計部門のコントラストが広がる中、国際商品市況の上昇、あるいは今年初め以降の VAT 税率引き上げも受けて、インフレ率が高まってきている。こうした動きが、今後、企業、家計両部門にどのように影響するのかといったところが注意点として挙げられる。以上、欧州である。

次に、中国をみる。図表 3-1、中国については、前回お伝えしたように、昨年末にかけて成長率が一段と高まるなど、高成長を継続しているという動きが続いている。足許の動きは、3. 製造業 PMI でみると、このところ 2 か月連続して低下しているが、52.9 ということである。若干の低下の背景としては、一つ目には、昨年末に政府が導入した物価抑制策を受けて、一部企業における、原材料、部品の前倒し調達動きが一服したこと、二つ目に、自動車購入税の減税措置が昨年末で終了したことなどが

影響しているとみられている。もともと、全体としては、依然 50 を上回っているのので、改善基調は維持できているものと判断している。それから、輸出入の数字は、先程、1 時間位前に出たので、口頭で付け加えさせて頂く。1 月の輸出は前年比で+37.7%、前月比で+19.7%、輸入は前年比+51%、前月比が+32%であった。輸入はかなり増えているが、これは春節が今年は早かったのので、1 月の方に少し膨らんだという事情があるようである。なお、前回会合以降、中国当局は不動産関連で二つの抑制策を出している。一つ目は、二軒目の住宅購入時の最低頭金比率を 50%から 60%に引き上げたこと、二つ目は、一部の都市——上海、重慶など——での不動産税の導入である。こういった不動産に対する抑制策を講じたうえ、今次局面で三回目の預金準備率引き上げも行ったのはご承知のとおりである。こうした引締め方向の施策が不動産市場の過熱感抑制、あるいはインフレ率の抑制に対してどの程度効果をもたらし、实体经济に影響を及ぼすのかどうか注視していく所存である。

次に、図表 3-2、NIEs、ASEANである。NIEs、ASEANについては、内需は元々堅調であったが、外需についても、米国の好調な個人消費、中国の高成長を受けて増加している。そうした動きが、出荷在庫バランスの改善を通じて、生産の増加に繋がっている。今回公表された 10~12 月の GDP 成長率をみると、韓国、台湾では、一頃みられた輸出・生産の減速感を反映して、やや低い伸びとなっている。韓国は+2.2%、台湾は+0.8%であるが、一方で、インドネシア、フィリピンについては、二桁台の高めの成長となっている。NIEs、ASEAN全体としてみると、10~12 月には一頃の減速感が薄れていた姿が確認されたとみている。また、韓国、台湾について、足許の輸出をハードデータやPMIでみると、増勢に復していることがはっきりと確認できると思う。こうした動きは、出荷在庫バランスの改善に繋がっているし、10~12 月のデータを反映した生産合成指数は足許プラスに転じている。生産は増加に転じているとみて宜しいかと思う。こうした中、消費者物価であるが、図表 3-3 (5) に 4 か国挙げているが、国際商品市況の上昇を受けた食料品や原材料価格の

上昇、内需増加に伴う需給圧迫によって、インフレ圧力が強まってきている。月次というより、四半期でみて頂いた方が良いと思うが、総合ベースだけではなく、コアベースについても、じりじりとインフレ圧力が高まっている姿がご覧頂けると思う。現在のところ、新興国の景気回復を支える良好なファンダメンタルズに大きな変化はみられない。しかし、一部の国——インドネシアや韓国など——では、食料品やエネルギー価格の上昇による実質購買力の低下を受けて、消費支出を幾分抑制する動きもみられる。また、新興国への資金流入基調に一服感が出ている。インフレ圧力の高まりなどを警戒する動きもあって、資金の流入テンポはこのところ鈍化している。その一方で、コモディティの価格はまだ増勢を維持しているし、主要な穀物、原油、銅などは、建玉でみても、かなり積み上がっている姿がみてとれる。資金の流入の一つの受け皿として、国際商品市場が機能しているということが言えると思うし、こういった国際商品市況の上昇が続く場合に、これが回り回って新興国のインフレ圧力を高める側面があること、1次ラウンド、それから2次ラウンドのエフェクトといったものをやはり注意してみていく必要があるかと思う。国際局からは、以上である。

白川議長

ご質問をお願いします。

亀崎委員

米国のISMであるが、製造業も非製造業も高めの水準ということであるが、これを2000年代の10年間でみると、これほど高い水準は——これは資料-3（参考計表）の図表4-4（2）に企業コンフィデンスとして出ているが——、製造業は2004年、非製造業は2005年の水準に並ぶ水準である。一方、これと平仄が合うのが税引き後利益で、これも2000年からずっとみると、税引き後では、この10年間で最高で、税引き前では2006年位のピークに並ぶ水準である。そして、その中身をみると、非金融法人の利益がずっと増えているほか、海外法人からの受取りも着実に

あり、ずっと減っていない。国内金融法人は一時的に減る局面もあったが、このところまた盛り返してきている。このように、企業収益という意味では、もうリーマン・ショックから完全に立ち直っていて、良好な企業決算が続いている。こうなってくると、米国の家計資産構成の株式出資金というのは3割を超えているし、投資信託まで入れると4割を超える——43%位である——から、やはりかなり個人消費に効いてくるのではないかと思っている。先程、勿論、重石として住宅市場の問題、それから高い失業率の問題——好循環メカニズムが働きにくいという重石——はあるが、こういった企業収益の高まりをみると、いずれ設備投資とか雇用にも繋がってくるであろうし、個人消費のところでは基調的にはしっかりしたものが期待できるのではないかという気がするがどうか。

大野国際局長

亀崎委員の足許までの消費の堅調の理由については、全面的に同じ考えを持っている。ただし、先行きについては、足許の企業収益は良い訳であるが、果たして株式市場がこれからどれだけ続けて上昇するかという部分の不確実性があるのではないかと思う。それが一点である。今後も資産効果が個人消費を下支えし続けてくれれば、それはかなり良い方のシナリオと言えらると思うが、米国の株式がこれから先、この3か月と同じように上がっていくかどうかについては、まだそこは分からないと思う。企業収益あるいは株価の上昇を支えているのは、一つは緩和的な金融環境であり、もう一つはエマージング諸国の拡大というものがある。それは、色々な資金というか収益を米国に戻すという形でもあるし、企業活動自体がそれに支えられているという部分もある。それがこれまでどおりいくかどうかは、エマージング諸国も少し岐路に立っている訳で、そこの部分については不確実性が残るということだと思っている。

須田委員

米国経済をみると、やはり金融・財政政策の効果も足許は大きいと思う。

今、金融政策については、QE2——今の6,000億ドル——が終わったら、それをそのまま拡大していくということではないという見方が多いのではないかと思う。財政の方も、結局、今行われていることは、インパクトとして出てくるのは、年の前半の方が大きいのではないかということを考えて、年後半に上手く民間にバトンタッチできなかつたら、減速してしまうリスクもあるように思う。そういった見方をどういうふうに見ているか。

大野国際局長

非常に感覚的な答えで恐縮であるが、株式市場についても、あるいは色々な米国の経済に対する見通しについても、これまで何回かここでもお話しさせて頂いたが、少し楽観的なムードが先行している部分があると思う。それについては、先程申し上げた家計を中心としたバランスシート調整の重石が常にかかり続けている訳であるし、須田委員がおっしゃったような財政面からの刺激も、どこかでフェードアウトして来ざるを得ないということもある。それから、金融面については、6月以降のFedの金融政策についても、恐らく、それはほとんどニュートラルとみて良いと思う。後半にかけて、さらに今のペースを上回るような米国経済の回復が期待できるかという点、私共の標準シナリオとしては、大体潜在成長率を少し上回る位のペースが、今の米国経済の財政政策のサポートを含んだうえでの実力ではないかと思っている。

中村委員

欧州の消費であるが、米国経済は輸出と消費に支えられている、欧州は輸出に支えられていると言われている。新車登録台数をみると、ここにきてリーマン・ショックの直前位のレベルまで上がってきている。欧州の消費については、新車登録台数等をみると、強くはないが底堅いということなのか。あるいは足許、何らかの特別な要因があるのか。

大野国際局長

米国に比べて欧州の消費の方が底堅いかと言うと、そこはもう少し緩いのではないかと思う。それが一つである。それから、国別の格差が相当みにくくなりつつある。幸いうエイトの高いドイツはかなり好調であるし、フランスもそこそこであるので、その2か国——特にドイツ——については、消費についてもかなり腰は強いと言えるかと思う。ただ、そのような偏ったエンジンだけで、欧州の景気全体を押し上げていく浮力として期待できるかについては、まだ少し慎重にみておいた方が良いのではないかと思う。もう一つのテール・リスクとしては、今のような状態が仮に続いた場合には、恐らくドイツ——ドイツ自体は非常にインフレに対して警戒的な国ではあるが——にとっては、今の金利水準は彼らの実力からすれば少し低過ぎるし、一方で、アイルランドであるとかギリシャにとっては金利は高過ぎるという状態で、マクロの経済政策運営と、両極化が進むユーロ諸国がどういう形でコンバージェできるか、非常に大きな試練を受けているのではないかと考えている。

野田委員

欧州のインフレ圧力であるが、先程二つ、川上から川下、それから賃金へのセカンド・ラウンド・エフェクトということと言及があった。後者の方——賃金の方——であるが、これは、リーマン・ショック前の欧州一般の労働市場と今の労働市場を比べた時には、かつてほどストレートに賃金の上昇に繋がりやすい構造は少し改善されているのか、その辺はどう理解しているのか。

大野国際局長

難しいご質問だと思う。ドイツの人達は、この5年位、相当、労働市場の改革に努めてきたので、ずいぶん自分達のマーケットはフレキシブルになったということを自慢する。しかしながら、例えば、日本や特に米国の目から見た場合には、欧州のそういった労働市場のリジットさはまだ残っ

ているということで、多分、ちょうど間位のところにあるのではないかと
思っている。それで、今の足許において、色々なインフレ圧力が賃金に跳
ね返ってきているかどうかであるが、これは、フランクフルト事務所など
に確認したが、多少、春の賃金交渉みたいなところで賃上げ的な話が散見
はされている。しかしながら、野田委員がおっしゃったように、かつての
ように物価が少し上がってきたから、それをそのままスライドするとか、
年金についてもそうであるが、そういったところについては、以前ほどの
——あるいはリーマン・ショックよりも前の——行動パターンとは少し変
わってきたというように聞いている。

野田委員

E C B が 2008 年のリーマン・ショック直前に利上げした時は、まさに
その問題が一番多かったと思う。

大野国際局長

そのとおりである。

野田委員

その時と比べてどうなのか。

大野国際局長

その時と比べると、今の賃金交渉や色々な物価の転嫁みたいな動きは、
リーマン・ショックの前——2008 年、E C B が利上げをした時期——よ
りも、今の方が状況は穏やかであると言える。それと違うかもしれないの
が英国である。英国は、V A T 等で——前回も少し申し上げたかもしれな
いが——ビールが上がるとか、マクドナルドが上がるとかいう感じで、少
し転嫁の動きが広がりつつあるようである。

須田委員

国際商品市況について、ファンダメンタルズか、スペキュレーションかという議論がされている。バーナンキ議長は、これは一種の増税だと言い、それからトリシェ総裁も、この上昇は成長率を下げるというような言い方をしている。ただ、マイナス面を主として強調している一方で、ファンダメンタルズでアジアが強いからというような言い方をしている。そうであれば、輸出が出たりというようなことで、もう少しプラス面を強調しても良いにもかかわらず、ファンダメンタルズと言っておきながら、実体経済・物価に対するマイナス面を主張しているような気がするが、その辺は如何か。

大野国際局長

私の意見か。

須田委員

そうである。

大野国際局長

バーナンキ議長もトリシェ総裁も、そのお立場ということであれば、恐らく、商品市況のその背景分析についてはさておき、それがどういうように国内なり域内の経済にインパクトを及ぼすかというところを一番注視されていらっしゃると思う。中央銀行としては、それのもたらす物価あるいはファースト・ラウンド、セカンド・ラウンドのエフェクトに対して警戒的であるというお考えであって、それはもつともではないかと思う。その傾向は、特にトリシェ総裁の方がより強調されているように受止めている。この間も少し申し上げたかもしれないが、両総裁がということではないが、国際的な色々な議論については、どちらかと言うと、アングロサクソンの方々、特にマーケットを抱えている方々は、エマージングの方の急拡大が主因であるというような言い方が多い。一方で、中国であるとか、

アジアのエマージング諸国の当局の人達は、いやいや、それは先進国、特に米国を中心とした緩和的な資金が流れてくる部分が多いというようにおっしゃっている。しかし、実態は両方の要因、さらに需給面で言えば、色々な天候面での不順が、オーストラリア然り、それから中国についても相当の干ばつが心配されているし、そういう意味でのサプライ面からのリアル・ショックといった三つの複合的な影響というように私自身は考えている。

中曽理事

直接のお答えにはならないと思うが、実需か金融かとあまり区別してもその議論自体はあまり生産的ではないが、今よくみておいた方が良く思う点が幾つかある。一つは、幾つかの金融商品については、実需ないし供給ショックだけでは説明できない動きをしている。つまり、例えば、幾つかの金融商品の先物をみると、コンタンゴの状態になっている。もし、供給ショックであれば、バックワーデーションの形が維持されてもおかしくはないが、幾つかの金融商品では先高観がある。それから、多くの金融商品は、少なくとも短期的には供給曲線も需要曲線も非常に立っている、つまりノンエラスティックだ、ということが言えると思う。先物から現物への波及メカニズムは働きやすい部分が残っていると思う。それから、金融取引的な面については、これはよく言われているが、ETFとかインデックス商品がかなり普及してきていて、それが、その投資資金の受け皿になっている。投資資金の受け皿になる場合の投資の資金は、主としてインデックス・トレーダーを通して入ってくるような、わりとロング・オンリーのような資金がどうも多く、粘着的な資金だと思う。そういう変化が生じている。しかし、これは、先進国も新興諸国もかなり実質的な金融緩和が進んでいるので、全体的にみると、やはりサーチ・フォア・イールドのようなお金がそういう商品に流れ込んでいる可能性があると思っている。インプリケーションとしては、かなり幅広い商品群において、先物から実物というチャンネルで価格が上がると、本来、インデックス・トレーダーの人

達は、インフレ・ヘッジのために商品を買っていたと思うが、結果的に幅広い商品が上がってしまうので、これが却ってインフレを助長してしまう自己実現的な動きが出てきているかもしれない。いずれにしても、これは全て留意点、可能性であって、今時点で決めつける訳にはいかない。もう少しよくみていく必要があると思うが、最近の動きをみて気付いた点は以上である。

白川議長

他にご質問はないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、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、最初に資料－4（参考計表）【追加】をご覧頂きたい。本日、GDP統計が公表されているので、図表1、(2) 需要項目別の動向をご覧頂きたい。10～12月の1次速報が前期比－0.3%となっている。年率では－1.1%である。ただし、それ以前の3四半期の1～3月から7～9月までは、全て0.2～0.3%ポイントずつ下方修正になっている。その結果、10～12月自体は中間評価頃における想定どおりであったが、この後、1～3月が我々の想定どおり、つまり10～12月のマイナスをちょうど打ち消す位プラスになると仮定しても、2010年度は+3.0%と中間評価の中央値に比べて、数字上は幾分下方修正になることになる。ただし、これはあくまでも過去の数字が変わったことによるものであり、足許のGDP自体にサプライズはない。10～12月の個別の項目をご覧頂くと、個人消費の寄与が－0.4%ポイントであり、これが10～12月のマイナス成長の最大の要因である。純輸出の寄与度も－0.1%ポイントと、7～9月に続いて小幅のマイナスとなっている。一方、住宅投資は、2四半期連続のプラスであり、

10～12月は寄与度が+0.1%ポイント立つところまで来ている。設備投資の寄与度も+0.1%ポイントで、依然として増加ペースに弾みは全く付いていないが、これで5四半期連続のプラスである。ただし、設備投資については法人企業統計が反映される2次速報を確認する必要があると思う。図表2、GDPデフレーター関連の指標についても、足許、特段のサプライズはない。(1) GDPデフレーター、(2) 内需デフレーターともにマイナス幅は縮小の方向にあるが、なお相応のマイナスが続いている状況である。

次に、図表14、設備投資関連である。機械受注(除く船舶・電力・携帯電話ベース)については、12月の前月比は-0.9%である。10～12月の前期比が-5.8%となっている。ただし、この10～12月の減少は、その前の7～9月に+7.7%増加した反動の範囲内であり、緩やかながら増加基調が続いていると判断している。因みに、携帯電話を除かないベースについては、1～3月の見通しが出ている。系列としては7～9月の+9.6%、10～12月の-6.9%に続く数字で、脚注1に+2.7%と示している。さらに、ここには掲載していないが、1月の工作機械受注の内需分が——これは、我々が季節調整をかけているが——、10～12月が前期比+13.3%であった後、1月の10～12月対比が+27.5%とかなり強い数字が出てきている。さすがに、これには単月の振れがかなりあると思っているが、取り敢えず心強い数字が出てきている。さらに補足的に申し上げると、12月は、この表では外数に当たる電力の大口受注が入っている。電力の大口受注は、前回8月にも入ったが、このところ電力の発注姿勢も多少前傾化してきている印象を受ける。因みに、先程の7～9月の+9.6%、10～12月の-6.9%であるが、これを船舶・電力を含むベースにすると、それぞれ7～9月が+17.1%、10～12月が-3.7%ということになる。

次に、建築着工床面積であるが、10～12月の前期比が-9.7%であり、これもマイナスである。加えて、資本財総供給(除く輸送機械)も-1.7%で、10～12月は全般にマイナスとなっている。ただし、いずれも7～9月の反動が出ていることや、特に資本財総供給については、季節調整の歪み

もあるので、これらについても、基調としては緩やかに持ち直しているという見方で問題はないと考えている。

次に、図表 36、物価の関連である。まず、国際商品指数は、ご覧のように上昇が続いている。一方で、円相場の上昇が止まってきているので、円ベースの輸入物価についても、1月は国際商品市況の上昇の影響が段々と表れてきている。その結果、図表 39 (2)、3か月前比の国内企業物価では、月次で1月分が+1.0%まで高まってきている。前月段階では、ここが+0.8%と予想していたので、多少上振れている。中身をご覧頂くと、「その他」に入っていたたばこが消えた。「為替・海外市況連動型」、すなわち、石油製品と非鉄金属がかなり上昇してきている。鉄鋼、スクラップも足許上がってきているということも踏まえると、先行きについても、国内企業物価は当面上昇が続くと判断している。

次に、資料-4 (参考計表) をご覧頂きたい。図表 5、輸出の関連であるが、実質輸出は12月が前月比+7.3%と5か月振りに増加、しかもかなり大きく増加している。その結果、四半期ベースで10~12月の段階では-3.6%から-1.5%へとマイナス幅が小幅にとどまる形となった。その結果、図表 6 をご覧頂くと、四半期ベースであるので、まだ若干減少している感じはあるが、12月分ではかなり増加している。その結果として、1~3月へのゲタが+4.1%位ある。このように輸出が1~3月に増加に転じるという従来のシナリオに相応の確からしさが感じられるようになってきている——つまり視界が良くなってきている——ので、今月の輸出の判断は「増加基調に復する動きがみられる」という認識が最も実態を表していると判断している。因みに、先程、設備投資で申し上げた1月の工作機械の外需分については、10~12月が前期比+15.6%の後、1月の10~12月対比が+37.3%と4割近い増加となっている。これも単月の振れが大きいので、その可能性を割り引く必要があるが、海外における投資の堅調さが表れてきている。図表 7、地域別にみていくと、米国向けと東アジア向けの12月がしっかりと回復している。さらに、東アジア向けの内訳では、中国向けが+8.8%とかなり伸びている。11月まで弱かったNIEs、A

SEAN向けについても12月は+3.4%、+6.5%とそれぞれ復調の兆しが出てきている。その他向けについても、11月までは円高要因に加えてやや弱い方向に振れ過ぎていた感じがあるが、12月は+7.3%と持ち直している。

次に、図表21の個人消費をみていく。10～12月までの状況は、先程のGDP統計に表れているので、1月以降の展開で参考になりそうな材料を中心に説明する。耐久消費財は、新車登録台数が12月に小幅反発となった後、1月はよりはっきりと持ち直している。この1月の水準を10～12月対比で申し上げると、新車登録台数（乗用車＜含む軽＞）が+12.0%、新車登録台数（乗用車＜除く軽＞）が+13.6%となっており、1～3月は、10～12月対比で1割位増加するのではないかと、という予てからの予想に概ね沿った出だしになっている。先月、下振れの可能性に言及したが、その心配は多少和らいできていると現段階では判断している。小型のハイブリッド車等、昨年の秋から今年の初めにかけて投入された新車の幾つかが需要喚起に繋がっていると聞いている。図表22、各種指標については、ここに来ての特段の変化はない。ミクロ情報によると、1月以降、足許までの状況についても目にみえて強くなってきているという感じまではないが、底堅く推移しているという印象である。例えば、百貨店からは、客単価や高額商品が徐々に回復傾向にあるといった、ここ2～3か月聞かれているようなコメントが引き続いている状況である。

次に、図表25、住宅投資関連である。(1)新設住宅着工戸数は、引き続きこれまでのトレンドに沿った動きとなっている。総計の10～12月が、年率84.1万戸であり、7～9月対比で+2.3%になっている。優遇金利をはじめとする政策の後押し等を背景として、持家、分譲を中心に緩やかな持ち直し傾向にあると引き続き判断される。

次に、図表26、生産・出荷・在庫関連である。鉱工業生産は、12月の前月比が+3.1%で、2か月連続で増加している。この結果、四半期ベースの数字が公表ベースでは前期比で-1.7%となっている。これを季節調整の歪みを調整した実勢ベースに変換すると、-3.0%という計算になり、

元々の想定と比べて、厳密に言うとは若干の下振れとなるが、想定の内
と申し上げて良いと思う。予測指数をみて頂くと、1 月が+5.7%、2 月
が-1.2%である。このうち1月の+5.7%は、前月段階では+3.7%であっ
たので、ややはっきりと上振れている。ただし、上振れの主因である自動
車の大幅な上振れは多少不自然であり、ミクロ情報ともあまり整合的では
ない。その点を踏まえて、1 月の予測指数をある程度割り引いてみると、
1 月、2 月の予測指数の出方は、従来からの想定の内と判断される。
一見強いが、そこまで上振れているという感じはないということである。
実際、最近のミクロ情報を踏まえた 1~3 月の我々の見通しは、従来の見
方からほとんど変わっていない。実勢ベースで、1~3 月は+2%台後半の
増加という見通しである。増加の理由も従来から同じであり、輸出が増加
に転じるもとで、自動車の国内販売が持ち直すこと、そしてIT関連の在
庫調整が進むことによるものである。なお、今回その先の 4~6 月につい
ても申し上げておくと、今の段階ではかなりの不確実性を伴うものとなら
ざるを得ないが、緩やかな増加が続く、敢えて定量化すると、実勢ベース
で前期比+1%台半ば位の増加というイメージである。リスクとしては、
従来の米欧経済や円高の影響についての懸念よりも、最近では、新興国の成
長の持続性の不確実性を挙げる声が産業界でも若干強まってきていると
いう感じがある。

次に、図表 31、雇用関連である。まず、(1) 有効求人倍率であるが、
12 月分が 0.57 倍と、11 月対比で横這いとなっている。毎月大体 0.01 ず
つ改善してきたが、12 月はその改善が一服している。しかしながら、新
規求人数は、12 月も改善を続けている。このグラフは、後方 3 か月移動
平均であるので、新規求職に届いていないが、実は、12 月単月でみると、
若干上回っている。従って、新規求人倍率が 1.01 倍で、2008 年 11 月以
来、2 年 1 か月振りの 1 倍台乗せになっている。これはこれで単月の振れ
で少しでき過ぎかという感じはあるが、基調的にみても、労働需給は引き
続き若干緩やかな改善傾向にあるとみて良いと判断している。失業率につ
いても、12 月は 4.9%となっており、こちらも 10 か月振りに 5%を切っ

ている。先行き失業率は、このまま一本調子で低下する訳ではなく、この先まだ数か月間位は、5%内外で推移するとみているが、もう少し長い時間をかけてゆっくりと低下していく展開かと思う。図表 32 (1)、労調・雇用者数、毎勤・常用労働者数は、ともに目立った変化はない。このグラフには表れない、単月の動きでは、改善ペースが若干鈍化しているが、それでも小幅の前年比プラスが維持されている。この間、(3) 所定外労働時間についても、従来から申し上げていることであるが、季調済みの水準が横這い圏内で推移している間に、前年比プラス幅が段々低下してきている状況である。ここまでは特にサプライズはない。若干サプライズがあったのは、図表 33、(1) 名目賃金は変則四半期であるので、12月の単月分が入っているが、前月、本席でここはプラスになると申し上げた予想が外れ、小幅ではあるがマイナスになっている。プラスになる理由として、特別給与がプラスになると思ったが、冬のボーナスが若干マイナスであった。図表 34、各種アンケート調査でみると、2010年冬季の賞与が全てプラスで出てきていたので、毎勤もプラスになるかと思っていたが、今回はアンケートと毎勤のカバレッジの違いが多少出てしまっているということかと思う。具体的には、毎勤の特別給与では、業種的には、教育・学習支援業、医療・福祉のマイナスが目立っている。これは毎勤には、民間企業だけではなく、公立の学校や病院が含まれているので、人事院勧告による公務員賞与引き下げの影響が出ていると判断される。現在のデータが速報値であるので、この後、12月分が確報になり、ウエイトは低いですが、1月分が入ると、多少マイナス幅が縮小する可能性はある。ただし、プラスになるまで変わるという可能性はあまり大きくないと考えている。従って、厳密に言うと、若干の下振れということであるが、元々、プラスもあまり大きくはないと思っていたので、イメージが大きく変わるほどの変化ではないと考えている。先程からみて頂いている他の指標と併せて、雇用・所得環境は改善方向に向かっている、しかし、そのペースは非常に緩やかであり、これまでどおり、雇用者所得が明確な増加を示すにはなかなか時間がかかるのではないかと考えている。

次に、物価関連である。図表 42、消費者物価であるが、12 月分の前年比は、(1) 総合（除く生鮮食品）で -0.4% 、総合（除く食料およびエネルギー）で -0.7% となっている。総合（除く生鮮食品）からさらに高校授業料を除いた展望レポート対象系列だと、前年比 $+0.1\%$ で、若干プラスに転化している。ただし、たばこ等の押し上げが効いているので、実勢としてはまだ -0.3% 前後ということで認識している。因みに、 10% 刈込平均値でも、3 か月連続で -0.3% である。それでも、マイナス幅が緩やかな縮小傾向にあることは確認できていると思う。その内訳を、財・サービス別にみる。財については、四半期系列で傾向的にみて頂くと、10～12 月は、その他の部分がプラスに寄与しており——これは主にたばこである——、たばこ以外でも若干マイナス幅が縮小している。耐久消費財、食料工業製品、いずれもマイナス幅が緩やかな縮小傾向にある。サービスについても四半期でみると、家賃のマイナスがなかなか取れないが、他のサービスについては、外国パック旅行の上昇を主因にマイナス幅が縮小傾向にある。図表 45、消費者物価（東京）は1 か月早く出るので、1 月分をみておく。総合（除く生鮮食品）は -0.2% となっている。これは前月の12 月に比べて $+0.2\%$ ポイント、10～12 月対比で $+0.3\%$ ポイントの改善になっている。財の全般的なマイナス幅縮小、外国パック旅行のプラス幅拡大等の動きがみられており、消費者物価（全国）の12 月分でもみた動きの延長線上で、東京の1 月分が動いているという感じである。ただし、被服が東京の1 月では結構上がっているが、これはセールの時期が前年対比後ろ倒しになっている一時的な動きと判断される。また、被服については、そもそも東京と全国では動きがかなり違うこともあるので、あまり全国の参考にならない可能性が高いと思っている。今回の東京については、統計作成上のまらめの誤差で $+0.2\%$ ポイント改善しているが、実態的には $+0.1\%$ ポイント位が正直なところであるので、来月1 月の全国は、東京ほどは改善しないと考えている。足許、若干上振れているが、この後1～3 月から4～6 月にかけては、従来、全国で申し上げたように、 0.0% 位の見通しに比べて 0.1% ポイント位上振れるかという感じではある。その先

の10月には、たばこ、傷害保険料が剥落する。8月の基準改定の問題もあるので、足許の動きからプラス基調に転化することが視野に入ってきているとまでは現段階では楽観しない方が良いと判断している。

以上、今月の動きについて簡単に総括する。第一に、今月の一番大きな変化点は、輸出と生産が減少局面を脱して、再び増加基調へ向かう動きがハードデータで確認されている。第二に、企業収益の改善が民間需要の回復を後押しする経路は、途切れることなく作動していると判断されるが、同時にそれはまだ十分強い動きにはなっておらず、とりわけ企業から家計への波及はなお限定的であると判断される。第三に、自律回復の力がまだ十分には備わっていないので、日本経済は外部環境に引き続き左右されやすく、とりわけ新興国の成長の持続性と関連するが、国際商品市況の動向及びその影響には注意が必要ではないかと考えている。私からは以上である。

白川総裁

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

為替の円高であるが、実質輸出が増え、輸出数量も増え、そして企業収益がこのように改善されて、先行きの企業収益も見通しは改善の方向である。一時、円高恐怖という反応が報道も含めてずいぶん大きかったが、あの当時は、先行きがどこまで行くか分からないという恐怖感もあったかと思う。その後、例えば、70円でも80円でもやろうという声が出てきたり、あるいは輸入部品の活用、あるいは円建て契約等色々な対応が進んできて、円高対応能力がかなり付いてきているのではないかと推察されるのだが、その辺りはどうか。

門間調査統計局長

そこはおっしゃるとおりである。元々、日本企業はかつて何度も大幅な

円高を経験している。長期的な比較には注意を要するが、実質実効レート
の水準でも、過去の平均と比べて決して今は円高ではないという事実
もある。要は、ある程度時間をかければ、日本企業は十分適応できるとい
うことが今回も証明されつつあるということかと思っている。ただ、さは
然りながら、経済のレベル自体が先程のGDPでも、大体、10%一旦
下がったところから6%位上がっているの、元のレベルまでまだ4%足
りない。まだ稼働率が十分に高まっていない。これからは、新興国を攻め
なければならない——円高とは別に海外を中心に攻めていく——中で、国
内の閉塞感も強いので、なかなか国内では投資を思い切つてできない状況
が暫く続く可能性があると思っている。

亀崎委員

先程おっしゃったのは、リスクは為替よりもむしろ新興国の成長の持続
性…。

門間調査統計局長

そうである。勿論、多少バランスが変わってくるので、最近の産業界の
声の中では、多少そちらの方向にウエイトがかかっている感じを受け
ている。ただ、本当に新興国が心配というよりも、これからは新興国で生
きていかなければいけないという覚悟が決まってきたので、そこにい
つ、どの位投資するのかという大きな経営判断を迫られるという中で、新
興国の先行きについて気になるということではないかと理解している。

中村委員

先程、生産のところで、1月の自動車に少し弱い動きがあるとの説明が
あった。自動車の輸出について、米国の自動車は、ある程度回復基調にあ
るが、売れているのはSUV等の現地生産車で、日本からの輸出は増えて
いない、むしろ減っている。それ以外の地域についても増えているが、日
本からの輸出車ではなく、海外拠点からのシフト——先程の円高の話で、

日本からではなく——という動きが結構進んでいる。自動車メーカーは、元々、海外拠点を持っていたので、為替の数か月来の動きをみながら、どこから出荷するのが一番良いか判断している。11～12月位まではまずまずの輸出だったが、1月については前月と比べて7万台位減っている。そういった自動車業界の動きというのは・・・。

門間調査統計局長

今に始まった話ではないが、おっしゃるように自動車、家電製品については、日本からの輸出はあまりしなくなっていく方向であろうと思う。特に、タイは自動車拠点として相当充実してきている。元々、関税が安い等の利点もあり、加えて部品メーカーもかなり充実して、ネットワークができてきているので、技術的にも全く問題はない。どのメーカーも、タイをかなり重点拠点として重視している状況が強まってきている。ただ、そうは言っても、日本のマザー工場機能は残るので、特に環境対応車については、日本で開発して、そこから世界にというステップ・バイ・ステップを維持しているので、日本からの輸出が急に減るということは恐らくない。世界経済が伸びていくわりには、日本からの輸出が伸びないという状況が暫く続くことになるのではないかと思っている。輸出全体で言うと、自動車等完成品から、日本が一番比較優位を持っている部品や資本財の輸出が恐らく今後とも牽引していくことになるのではないかと思う。1月の自動車自体については、まだ確認していないが、1月の輸出全体では上中旬の段階で、12月対比ほぼ横這い位であるので、特に落ちているということでもない。横這いで行けば、先程のゲタがあるので、1～3月の輸出は増加する方向で取り敢えずみておいて良いのではないかと思う。

須田委員

先程の円高の影響をどう吸収したかであるが、一つは、量を出して行くということ——輸出——ができたのかもしれないが、元々言われていたのは、コストをカットしていく過程で、例えば、部品メーカー等の中小企業

に与える影響であった。彼等も常に言っていたのは懸念——「ひょっとしたら受注がなくなるかもしれない」という言葉——であったが、実際にはどうであったのか。この過程で、中小企業に与える影響をどうみているか。

門間調査統計局長

ここは難しい。全体で言うと、中小企業は決してそんなに楽観できないと考えておいた方が良くと思う。部品について、コストカットあるいは競争力を高めるという過程において、大企業からの選別が進んでいる。良い部品を持っている、デリバリーが早いといった特徴を持っている中小企業は良いが、その競争についていけない、あるいは海外に行けないという企業については、なかなか先行きの展開がみえてきていないというのが現状だろうと思う。それを資金繰りや雇用対策で支えているという現実もあるので、この先そういう調整圧力がまだ相当残っていると考えながらみておく必要があるのではないかと私は思っている。

野田委員

内需の中で、確かに、企業から家計への波及も進まないが、企業の機械投資をみると、「持ち直しつつある」という域から一つも出ない数字がずっと続いている。その中で、工作機械の増加振りをご披露頂いたが、このインプリケーションはどうみるのか。

門間調査統計局長

判断の文言は多少迷うところである。5 四半期連続プラスなので、もう少し強い表現でも良いのではないかという感じもあるが、もう1か月待ちたいというのが正直なところである。設備投資やGDP統計は、特に2次速報で変わる可能性が結構あるためである。そのうえで、工作機械受注は、1月は確かに良い数字であるが、多少単月の振れが大きいかという感じがある。他の色々な状況と突き合わせてみても、そんなに急に良くなっていく感じまでではないので、緩やかな増加基調ではあるが、モメンタムが強

まってきたという感じもまだ確証を得られていない状況であるので、表現については、もう少し数字をみながら…。

野田委員

私は、数字を、一歩進めたいということで申し上げている訳ではない。先行指標をみる限りでは、一歩進めるにはなかなか進めにくい。来月、法人季報が出て、良い数字が出れば、後付けでそれは良かったということになるが、然程でもなければ、先行きについて明るいものがなかなか出にくいとすると、どう考えたら良いのか。非常にイライラしている。そういう意味では、工作機械の後でインプリケーションをもう少し強めに考えて良いのかどうか。

門間調査統計局長

業種によっては、非常に良いという話は聞く。特に、スマートフォン関連や、日本が比較優位を持っている産業用ロボットとか高付加価値の工作機械が非常に強いと聞く。しかし、如何せん円高だけではないが、全体的にみるとこれからは海外シフトであるという感じが非常に強く、投資するにしても、海外が主体になるという大きなピクチャーがやはりその中で動いているのではないかという感じが強い。キャッシュ・フローが段々増えてきているが、その中で、国内へ投資する配分がなかなか上がってこない。むしろ、キャッシュ・フロー対比で下がってきている可能性があるのも、そこはもう少し企業の行動をじっくりみていく必要があると思っている。それから、若干気になるのは、機械受注も見通しのところで、1～3月はプラスと申し上げたが、非製造業はマイナスである。従って、輸出関連、グローバル関連は、先行きに対してそれなりにコンフィデンスが強まっているが、内需関連が今一つ盛り上がってこないとすると、製造業であっても、内需関連に近いところは、あまりそれに対応した投資を国内でやっていかないということも考えられるので、内需に対するコンフィデンスが十分強まってきていないという辺りが、多少気になるところである。

須田委員

先程の海外シフトの件であるが、メモをみていると、「投資するならば外で」ということが沢山出ている。前回の円高の時も、海外シフトと言っておきながら、為替レートが落ち着いてきたら、あまり海外へ投資されなかったということがあった。今回は、やはり相当行きそうだということか。前回の円高時の対応と比較した場合、どう感じられているか。

門間調査統計局長

まず、前回は結局円高にならなかったということがある。2005年、2006年、2007年度の一番景気が良かった時は、ずっと円安であった。それで、むしろ国内回帰すら起こってしまった。その時とは大分違うと思う。それに加えて、これから地域的にも新興国が中心になってくる。そうすると地産地消等、現地の事情をよく汲み上げていくことになる。基礎開発は国内で行うが、製品段階での開発は現地でということになるので、企業の目は、取り敢えず海外が投資する先として向かっている感じが今は強い。これが国内にもう一度帰ってくるのであれば、ウィンドフォール的な円安が起こる、米国、欧州も意外と強いのではないか、あるいは国内もそれぞれ回復してくるという感じが出てくると、もう少し国内の投資も増えてくるであろうが、まだその段階にはなっていないという感じがする。

野田委員

円高そのものが海外シフトということではなく、確かに背中をちょっと押す力にはなったかもしれないが、基本的には円高そのもので投資判断をしている訳でも、為替だけで判断している訳でもない。前から申し上げているとおり、皆さんもそういう考えであろう。

門間調査統計局長

企業は意思決定する時に、マクロの分かりやすい指標で最終的に意思決

定するところがある。規制が強化されるとか、労働問題など、ある種分かりやすいインディケータで意思決定するところがどうしてもあると思う。

中村委員

企業は、既に生産拠点を海外に持っているので——新規に投資するのではなく——、そこを増設するかどうかである。今回、ここまで円高が定着しているので、従来と同じようになるのかどうか。自動車メーカーは海外生産が進んでいるにもかかわらず、経営者は、為替に対して、国内の生産の比率をどうするのかということで、大変にセンシティブだと思う。

門間調査統計局長

以前、分析をおみせしたが、近年、自動車に関しては多少為替弾性値が上がってきている感じがある。恐らく、その背後にあるのは、二点ある。一つは、海外の拠点がかなり整備されてきているので、スイッチング・コストがかなり低くなってきていること。もう一つは、新興国や資源国が中心であるので、需要側も為替弾性値が結構高いということである。昔のように、米国等にSUV等の高い車を売ってればそれで売れたという時代と違って、もう少しクオリティが高く、同時に安い車を売らないとなかなか売れなくなってきている、そうした違いがあると思う。

宮尾委員

国際商品市況の国内物価への影響について——特に最終的な消費者物価への影響についてであるが——、今の上昇と、かつて2007年、2008年の時の国内への転嫁と比較して、どうなのかと考えている。当時と今回の状況との相違点、共通点があるとすれば、何か。今回、国際商品市況がどれだけ持続的に上がっていくかということが消費者物価への影響を左右するだろう。景気動向は、かつてはどちらかというとも景気がダウンサイドであったが、今は若干持ち直しつつあり、一般的なバックグラウンドとしても多少違うであろう。かつては、結局、国内に転嫁できず、企業収益を

圧迫してマイナスであったという評価であり、景気にもマイナスというネガティブな評価であったようにみている。そういう点を含めて、2007年、2008年と比べて相違点、共通点は何かあるのか。

門間調査統計局長

一番重要なのは、どの位持続的にコストが上がってきているかということである。結構、小麦が上がっているので、恐らく、今度の4月に政府の売り渡し価格が上がると思う。我々の試算では、2割位上がるのではないかと考えている。ただし、前は、2007年10月に1割上がり、その後2008年4月に3割、さらに2008年10月に1割と、1年間位で連続的に上がった。今回は、まだ2割の上昇であるし、その前の2009年辺りは、一旦かなり下がっているので、累積的なイメージからすると、まだキムラティブな上昇圧力は、当時ほど高くないとみて良いと思う。同じように、単純に円ベースの輸入物価指数は、足許から残り2か月位横這いでいくと、2010年度は6%位上がる感じである。一方、2004年度は6.6%上がって、その後、2005年度に17.3%上がり、2006年度に10.7%上がり、2007年度に8.0%上がった。このように、4年連続で二桁近い伸びを示しており、それで漸く2008年に消費者物価が上がった。実は、消費者物価に辿りつくまでにはかなり懐があるという感じである。国際商品市況の動きをみると、2008年の時と今とはそんなに変わらないような感じもするが、やはり先程来議論のあった円相場は、結構影響が大きくて、2005年、2006年、2007年は全て円安であった。今回は2009年、2010年と円高であるので、そこで相当外貨ベースの国際商品市況はまず打ち消される。そのうえで、先程申し上げたように、輸入物価がまだ1年しか上がっていないので、消費者物価に跳ね返るにはもう少し時間がかかるのではないかと考えている。勿論、じわじわと上がっていくであろうし、もう少し細かいことを言うと、前回全く上がってなくて、キムラティブに今回上がっているコーヒーや砂糖類は、多少転嫁されるであろうが、小麦、大豆、とうもろこし等は、近いうちに一気に転嫁されていく可能性はそう大きくはないの

ではないかと考えている。

西村副総裁

答えにくい質問であると思うが、今回、GDP統計が遡って凄く変わった理由は何か分かるか。

門間調査統計局長

GDP統計は、この位変わることもあり得るのかと思うほど、凄く変わった。それにしても、年度が押し迫ったところで、この位変わると、年度の見通しに影響するので、腹立たしく思われるのは、全く同感である。ただ、正直に申し上げて、変わった理由についてはよく分からないところもある。事実だけを申し上げると、主に変わったのは、個人消費である。個人消費はいつもよく変わる。個人消費もよくみると、名目付加価値はあまり変わっていないで、デフレーターが変わっている。ところが、個別のデフレーターはあまり変わっていないので、恐らく、デフレーターを掛け合わせる相手のウェイトが少し変わって、そこを精査した結果、そのウェイトが少し変わり、多少全体のイメージが変わったというのが実態なのではないかと思われる。この位の変化は時々起るので、そこを呑み込みながら、経済を判断していくということではないかと考えている。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、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についてご説明する。最初に、今日追加

配付させて頂いた参考計表【追加】——二枚紙であるが——をまずご覧頂きたい。資料提出後に出た指標として、図表 1 の (2) 消費動向調査がある。家計の 1 年後の予想インフレ率であるが、1 月が出た。12 月は+0.8% だったが、1 月の計数は+1.0%と、予想インフレ率は小幅上昇している。

図表 2、E S P フォーキャスト調査の 2 月調査が出ている。最初に、この 2 月調査から C P I の予測については、現基準——2005 年基準——の C P I の予測値に加え、新基準 2010 年——中身はまだ完全には判明していない訳だが、エコノミストからみた新基準——の C P I の見通しを併せて聴取して公表し始めたということである。四半期計数と年度計数があるが、まず (1) 四半期計数である。四半期計数をご覧頂くと、まず太実線が 2 月調査で、従来調査に比べて上振れて推移した姿になっている。2011 年度計数が、大体每期 0.1%ポイント程度の上方修正、それと 2012 年度中の数字は 0.05%ポイント程度の上方修正になっている。ただ、これを仔細にみると、実勢としては、然程変わっていないのかなと思う。と言うのは、これまでは基準を明確にせずにアンケート調査をしていた関係上、今回、2005 年基準と 2010 年基準に分けて調査した結果、従来、新基準ベースを想定して答えていた人が、今回、現行基準ベースの数字のマイナス幅を縮小させたという関係があるようなので、ここでみるほどは上方修正されていないが、四半期パスについては、若干上方修正されている。新基準であるが、この太い点線の 2 四半期分——第 1 四半期と第 2 四半期——が聴取されているが、この数字は 1~3 月が-1.0%、4~6 月が-0.5%である。現行基準の第 1 四半期が-0.4%、第 2 四半期が-0.1%なので、概ね 0.5%ポイント程度、新基準の方がマイナス幅が大きいという回答をエコノミストはしているということである。下方改訂幅を 0.5%ポイント程度見込んでいるというのが、この E S P フォーキャスト調査の結果である。(2) は年度計数である。同じように、2 月調査の年度計数であるが、2010 年度、2011 年度、2012 年度と、それぞれ年度計数が 0.1%ポイント位上方改訂されている。これも、先程申し上げた回答の基準統一に伴う影響がかなり入っていると判断している。新基準でみた 2011 年度、

2012 年度の計数は -0.6% 、 -0.2% であるので、新基準でみた E S P フォーキャスト調査では、プラス転化は 2013 年度以降という見通しになったというのが今回の調査結果である。追加資料は以上である。

次に、事前にお配りした資料-5（参考計表）の図表 3 をご覧頂く。(1) Q S S 債券月次調査の市場のインフレ予想である。この数字をご覧頂くと、グラフの 1 月調査はそれぞれ右に上がった格好になっている。今後 1 年間の平均値は -0.6% から -0.4% への上方修正、1 年先から 2 年後までの 1 年間の平均値も $+0.2\%$ から $+0.4\%$ への上方修正、2 年先から 10 年後までの 8 年間の平均値は 12 月の $+0.9\%$ から 1 月は $+1.0\%$ と、それぞれ上方修正である。景気動向あるいは物価に関する見方がわりとしっかりしてくる中で、このところの商品市況の上昇もあって、先行きのインフレ率に関する市場の見方が幾分上方修正されているのではないかといった声も聞かれている。

続いて、政策金利水準と実体経済との関係である。これについては、ほとんど計数は変わっていない。先程、G D P の第 4 四半期の 1 次 Q E の数字があったが、このベースではあまり大きくは変わっていない。インフレ率の前年比マイナス幅の縮小に伴って、実質政策金利の水準を G D P トレンドあるいは潜在成長率との兼ね合いでみた引締まり度合いは、引き続き縮小傾向にある。特に、生産関数アプローチでみた図表 5 であるが、潜在成長率との比較ではほぼ実質金利は中立的な水準にあるという形である。

続いて、図表 6、図表 7、同じく政策金利水準と実体経済の関係、テイラー・ルールと比較してみた場合にどうかということであるが、これも先月同様、引締まり度合いは、縮小傾向を辿っている。

続いて、図表 9、総資金調達コストの推移である。(1) 総資金調達コストの推移のグラフをご覧頂くと、月々変化はあるが、太実線の総資金調達コストは、全体としてみると低下傾向が続いている動きに変化はない。中身を個々にみていくと、図表 10 の (1)、まず貸出金利であるが太実線が短期の新規約定平均金利、細実線が長期の新規約定平均金利であるが、いずれも概ね緩やかな低下傾向を辿っており、変化はない。(2) のスプレッ

ド貸出のスプレッドであるが、短期については、前月と比べて当月は上昇しているが、長期は縮小というのが単月の変化である。ただ長期・短期とも、振れを伴いつつも、緩やかな縮小傾向を続けている姿には変化はない。図表 11 の (1) CP の発行金利と (2) 発行スプレッドであるが、これについては、いずれも低水準での横這い推移ということで変化はない。

図表 12、社債関係である。(2) の社債発行スプレッドの推移であるが、発行スプレッドについては、低格付銘柄を中心に実勢ベースとしてはなお弱含みとみている。ただ、市場ではさすがに発行スプレッドがタイト過ぎるのではないか——先程、外山金融市場局長の説明にもあったが——ということで、もはやこれ以上どんどん下がっていく環境ではなくなってきているというのが、マーケットの受止め方だと思う。こうしたもとでの発行金利であるが、総じて低水準横這いでの推移という状況に変化はない。

続いて、図表 14、民間部門の総資金調達である。2011 年 1 月は前年比 -2.2% と、12 月が -2.4% だったため、小幅マイナス幅縮小であるが、企業の外部資金需要は後退したまま推移しているといった全体感に変化はない。銀行貸出であるが、1 月は -1.6% と、引き続きマイナス推移であった。内訳をみると、都銀等が -4.1% 、地銀・地銀Ⅱは $+1.0\%$ と、地銀等が住宅ローンあるいは地公体向け貸出あるいは都内店からの貸出を増やす一方で、都銀等が貸出を減少させるといった構図が続いている。CP・社債の発行残高であるが、全体として前年を上回って推移している。社債については、発行体の裾野が拡大するなど、発行環境は一段と良好なもとで、国内公募社債計の1月の発行額は5,450億円と、当月の発行額自体も高めの水準であった。うちBBB格の発行額も、1,050億円と高水準であった。社債については、リーマン・ショック後初めて社債発行を再開する企業が引き続きみられるということで、先月申し上げた動きが続いている。

続いて、図表 20、企業金融関連指標である。当月出た数字は、企業からみた金融機関の貸出態度で、日本公庫の中小企業の計数の1月分である。概ね横這い推移であった。資金繰りDIであるが、当月は日本公庫と商工

以上が前回以降利用可能になった計数の説明であるが、全体として、ほぼ前回会合時の見方に沿った動きが当月も続いているということかと思っている。すなわち、企業の資金調達コストは引き続き低下傾向が続いている。それと、低格付銘柄を中心に発行体の裾野が広がるなど、CP・社債の発行環境は一段と良好な状態にあつて、しかも金利水準としては低水準で推移している。企業からみた金融機関の貸出態度や資金繰りは改善傾向が続いている。それと、政策金利の水準を実体経済や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている部分はあるが、その度合いはかなり縮小してきている。こうした点を踏まえると、金融環境については、前月と同様、引き続き緩和の動きが強まっているという判断で良いのではないかと考えている。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

今の流動性の話だが、流動性選好が高まっているとおっしゃった。そうすると、日本銀行券の発行高が今+2%位になっているが、これが結構続くという予想を持たれているのか。

櫛田企画局長

に備えて、手許を厚めにするこれまでの動きは勿論続いている。直ちに流出していく訳ではないので、そういう意味では、が今年の1月位で、あとはの金額自体は減っていくが、直ちに引き出される訳ではないという状態が数か月は続くので、こういった要因は残ろうかと思う。加えて、銀行券の動き自体をみていると、何かのきっかけで引き出された銀行券の戻りが一般的に鈍く、むしろその動きは強まっているという感じがする。そういったことから考えると、その背景として一番あり得るのは、去年一年間でも

預金金利はかなり下がってきているので、一旦引き出された銀行券がやはり戻りにくい、手許にとどまるという傾向が強まっているというのが、今一番考えられる背景かなと思っている。それが仮に正しいとすると、銀行券自体の前年比伸び率が直ぐに縮まっていくというよりは、なお高い伸びが続く可能性があるという今の段階では考えている。

野田委員

がいつも手許に持っている現金残高は、把握できているのか。

櫛田企画局長

勿論、正確ではないが、幾ら引き出しているということは一応把握している。

野田委員

そこははっきりしている訳だな。

櫛田企画局長

完全にどれだけかということは、把握していないが。

雨宮理事

正確に言うと、
は取引先なので、当然、保有現金の報告計数は持っている。しかし、

従って、今、野田委員のおっしゃった「正確に
は幾ら持っているか」は、そういう意味では、実は把握できない部分がある。
と定義が異なってくるという問題がある。

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

最後に、金融経済月報の概要をお願いします。

関根調査統計局経済調査課長

私から、実体経済・物価についてご報告する。まず、実体経済の現状であるが、総括部分をご覧頂くと、「改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある」である。先月までは、「改善の動きに一服感がみられる」としていたが、それから比べると判断を進めた形になっている。その理由であるが、先程、関根調査統計局長から説明があったとおり、主に輸出・生産がこのところ増加しているということである。それを、次の各論段階のパラグラフでご確認頂くと、「輸出や生産は、増加基調に復する動きがみられる」にしている。また、本日公表された住宅投資であるが、2四半期連続でプラスであったので、大変恐縮だが、こちらの方はお手許の資料を変更して頂きたい。「住宅投資は持ち直しに転じつつある」を「持ち直しつつある」に変更させて頂ければと思う。以上が現状である。

先行きについては、現状をちょっと進めたことに伴う細かい表現の変更である。例えば、先行きについて、先月の「景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し」から「徐々に」を外すことを考えている。これは、現状で「徐々に脱しつつある」としているので、わざわざ繰り返すこともないということである。各論でも輸出や生産で同じような変更をしている。そして、物価だが、これも先月をまずご覧頂きたい。CPIの現状で、「マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで」の後の「下落しているが」にアンダーラインが付してある。その直ぐ次に「基調的にみると下落幅は縮小を続けている」とあるので、「下落している」という基調判断自身には変更はないが、下落幅自身も大分小さくなってきているので、ことさら

繰り返すこともないということで「下落しているが」を削除しようと考えている。もう一つ、またお手許の資料に反映されていないもので恐縮だが、先だって公表されたC G P Iの現状をみて、少し変更する。物価の現状で、今月をご覧頂きたい。「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」となっているが、この「緩やかに」を外して、単に「上昇している」にする。それに伴い、先行きであるが、お手許の資料では、「当面、上昇基調で推移するとみられる」となっているが、「当面、上昇を続けるとみられる」に変更したいと考えている。私からは以上である。

加藤企画局政策企画課長

続いて、金融面をご説明する。1月と2月の対照表をご覧頂くとお分かりのように、基本的に修正していない。

まず、第一段落は金融市場である。コールレートは概ね0.1%を幾分下回る水準、ターム物金利も先月の会合時点と比べてほぼ横這い圏内である。それから、本日の市況を前提とすると、為替・長期金利・株価も、前月と概ね同じ水準である。従って、いずれも特に修正していない。

金融環境については、先程、櫛田企画局長からご説明させて頂いたように、資金調達コストが低下傾向であるし、低金利の緩和効果も、減殺されている面はあるが、その効果は強まりつつある。また、量とアベイラビリティの面でも、緩和ないし改善が続いていることも、先月の判断から特に変わっていない。それから、マネーストックも前年比+2%台前半ということなので、金融環境については一切変更していない。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

物価のところだが、繰り返しになるから取ったという「下落しているが」であるが、これを取ったが故に、この文章がちょっと読みづらくなっている。「マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるものの」の後に「下落幅は縮小を続けている」とくるのだが、「あるものの」と言いつつ「下落はしている」と。「緩和」と「下落幅が縮小している」と言った時、「ものの」が入るとおかしくなるのではないか。

野田委員

「ものの」がおかしい。

須田委員

「ものの」が凄く違和感がある。

野田委員

今までは、「あるものの、下落していた」だったな。

須田委員

そうであるか。

関根調査統計局経済調査課長

今までは、「あるもとで下落している」と、順接的に使っていた。

須田委員

つまり、緩和状態にあるから、下落するのはある意味当たり前ではないか。この考え方で言えば。

関根調査統計局経済調査課長

ただ、「下落幅が縮小を続けている」と、「縮小」の方に重きを置くと・・・。

須田委員

そうすると、調査統計局の書き方では、緩和状態が縮小だったか、説明資料ではどういう言い方をしていたか。こちらもしフトするような書き方をしていたはずである。「緩和状態が弱まる」というような。そういうもとの「縮小幅が」と言うと、もし、フィリップスカーブを念頭に置いた時に、緩和の「状態」と「変化」を対応させているのが…。

野田委員

需給バランスは緩和状態にあるが、改善しているのであるな。ある種、タイト化しているのだな。

関根調査統計局経済調査課長

敢えて言えば、「マクロ的な需給バランスの悪化幅が小さくなっているもとの、基調的にみると」という、その手の話である。

須田委員

そうであれば分かりやすい。「ものの」と言うと「緩和状態にあるけれど」という意味なので、例えば、それだけで物価が上がっているのであれば「ものの」で分かるのだが、結局は下落幅が縮小していようが何をしようが下落していることに変わりはない。ここで変化について言及するならば、バランスの方でも変化について書いた方が良いのではないか。マクロの緩和状態と書いてあっても、その緩和状態がどういうものかについて、何も触れていない。その方向というか、水準というか。言っていることも、言いたいこともよく分かるが、ただ日本語の問題である。内容でどうこうという話ではない。

関根調査統計局経済調査課長

ご趣旨はよく分かったが、ステートメントと関わる部分でもあるので、

ここで急に文案を出すというよりは、少し考えさせて頂きたい。ご趣旨はよく分かった。ちょっと揉ませて頂きたいと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

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21分中断、15日9時01分再開)

白川議長

それでは金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に、金融経済情勢に関する討議、二番目に、当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に、政府出席者からのご発言、四番目に、金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に、1月24、25日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは櫻井充副大臣である。内閣府からは末松義規副大臣である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から議案作成のための中断の際や閉会后、報道の解禁までの間についてはこの会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する検討に入りたいと思う。このラウンドでは、最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、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、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、中村委員、森本委員の順番である。それでは亀崎委員、願います。

亀崎委員

今回は一番バッターであるので、幾分長めに時間を頂くが、後半パートは圧縮するのでご容赦頂きたいと思う。3週間前の前回会合で中間評価を行ったが、日本経済の現状をみると、概ねその見通しに沿った形で推移していると思われる。すなわち、世界経済は回復を続けており、日本経済は踊り場的な状況から抜け、再び緩やかな回復軌道に戻りつつあるように窺われる。こうした中、内外の金融市場も、全体としてリスク回避姿勢が和らいでおり、株高、債券安の動きが続いている。もっとも、欧州ソブリン問題やエジプト等アラブ諸国情勢は、今後の展開によっては、金融経済情勢に大きな影響を与えかねない要因として注意が必要である。加えて、このところ原油、農作物、鉱物資源といった幅広い商品価格が上昇基調にあり、このことは、先進国、新興国双方の経済に影響を与えるため、その先行きについては十分注意を要するものと考えている。

金融経済情勢を各国、地域別にみると、まず、米国は、ISMの製造業、非製造業指数のいずれも60前後まで上昇するなど、しっかりと回復している。引き続き株価が上昇する中、個人消費は好調で、企業部門にも好影響を与えているものと思う。この間、1月の雇用統計は、雇用者数の伸びが低かった一方で、失業率が9.4%から9%へと改善した。これには、悪天候の影響や、失業保険の期限切れなどから求職活動をやめた人が増えたことなど、様々な要因が指摘されているが、実態としては、緩やかな雇用環境の改善が続いていると考えて良いものと思われる。また、住宅市場は、着工件数が減る一方で着工認可件数が増えていることは、悪天候の影響の可能性が高く、低水準ながら改善方向にあるとみて良いと思う。ただ、ケース・シラー住宅価格指数は、2009年後半以降、サンフランシスコやロサンゼルスなどはしっかり戻り、ニューヨークなどは下げ止まり、シカゴなどは下落ペースが弱まるなど、全体として改善の方向に向かっていたが、

昨年夏以降はいずれも、再び下落に転じるか下落ペースが加速し始め、昨年11月には季節調整済指数でみると20都市中11都市が、2005～2006年頃をピークとする下落局面における最低値となった。全都市集計値も再び緩やかに低下しており、家計のバランスシート調整の道に暗雲が漂い始めている。従って、目先の景気は順調に推移するとみられるが、なかなか弾みが付きにくい状況が続くであろうことは認識しておく必要があると思う。

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に回復している。しかし、欧州周縁国のソブリン問題は、今後、スペイン、ポルトガル等で国債が大量償還を控えていることもあり、依然として目が離せない。国債のリファイナンスを円滑に行い、共通通貨ユーロを安定的に維持するため、各国が協力して問題解決を図っていけるか、注意深くみていきたいと思う。

中国は、製造業PMIが高水準を維持し、春節期間中の小売売上高は19%増となるなど消費も好調で、高成長となっている。商務部は、春節期間中の生活必需品価格は安定していたと発表した。人民銀行は春節休暇の最終日に追加利上げを行った。これは、インフレ懸念の高まりや、本年入り後の銀行貸出が急増しているということ踏まえた施策であり、当局のインフレ抑制に向けた強い姿勢を示すものと思う。私は、このように当局が適切に施策を打っていくことにより、中国は高成長を維持しながら、上手くインフレやバブルの発生を抑えていくのではないかと考えている。一方で、財務部が地方政府に認めた不動産税も、上海と重慶のみが低税率で試験導入したに過ぎなかったことにみられるように、政府部門の中にも温度差があるように窺われるため、今後の推移を注意深くみていく必要があると思う。

NIEs、ASEANは、国内需要が増加を続けているほか、外需も強まっており、回復を続けている。こうした中、インフレ圧力も強まっており、金融緩和を修正する国も増えている。なお、中国などアジア各国を含む多くの新興国でインフレ懸念の高まりに伴う利上げ警戒感が強く、株価

はやや軟調となっている。各国の当局は、景気や為替相場にも配慮しながら、インフレ圧力の強まりにも対処しなくてはならない難しい状況の中にあるものと思う。

日本経済は、昨年10～12月期のGDPが前期比年率-1.1%となるなど、昨年第4四半期には想定どおり踊り場的な状態になったことが明らかとなった。ただ、月次ベースで見れば、鉱工業生産は10月、実質輸出は11月を底として反転したようにみられ、現在は踊り場を抜け、緩やかな回復軌道に戻りつつあるものと考えられる。これは、海外経済の減速局面からの脱却やIT関連の在庫調整の進捗、エコ関連施策の反動が山を越えたことによるものだと思う。勿論、自動車メーカーが、施策による生産、販売の変動を最小限にとどめようと、早くから生産体制を調整したことや新車投入のタイミングを考えたことなど、企業努力も大いに貢献したものと思う。いずれにせよ、こうした動きは中間評価で想定したとおりのものである。

ただ、毎月勤労統計調査によると、冬季賞与がマイナスだった可能性が高いことは、想定外のものだった。この背景には、財政悪化を受けた公務員全般の賞与引き下げの影響が強いと考えられる。このことが個人消費に与える影響は注意しなければならないが、景気が自律的な回復軌道に復していく過程にあるという現在のシナリオに修正を迫るものではないと考えている。

ところで、このところ日本企業の間で、大規模な事業提携や事業再編の動きが目立つようになってきている。特に、海外を含む企業の買収、提携、再編などについては、企業グループの枠組みを超えたものもみられるようになってきている。また、円高進行が一服する中で強い円を活かし、攻めに転じようとしたものと捉えることができるケースも増えている。これらの動きは、新興国、資源国などの新しい需要の取込みを含めて、グローバル市場での競争力を強化したいと考える日本企業の前向きな取組みと言えよう。中でも、このほど発表された鉄鋼業界の合併を見据えた交渉開始はその最たるものであるが、グローバル競争を勝ち抜くための果敢な戦略であり、このような挑戦が広く他の業界にも広がることを期待したいと思う。この

ように、民間企業が他力本願ではなく、自助努力で厳しい環境を切り拓いていこうという姿勢は、形は違うが、先日、金融経済懇談会で訪れた佐賀県の地場企業にもみられた。こうした姿勢の企業がさらに広がりを見せ、成果を上げるものが増えていけば、日本経済がデフレから脱却し、持続的な成長経路に復帰する日もそう遠くはないものと考えている。

次は、物価情勢である。国際商品市況は、新興国需要の強まり、供給ショック、投機資金の流入といった複合要因に加え、エジプト情勢の変化もあって、引き続き上昇しやすい状況にある。これを受け、輸入物価は商品市況の上昇や円高一服から上昇し、国内企業物価も上がっている。こうした中、12月の全国CPI（除く生鮮食品）も、ガソリン価格の上昇などから前年比マイナス幅が縮小し、 -0.4% となった。高校授業料実質無償化の影響を除けば、2008年12月以来2年振りの前年比プラスである。また、価格上昇品目数マイナス価格下落品目数も -175 まで戻り、昨年5月以降のマイナス超幅の縮小傾向が続いている。ただし、前年比マイナス幅の縮小ペースと比べ、価格下落品目数の減少ペースが遅いことには、留意する必要がある。これは、前年比の方に、ラスパイレス指数特有の上方バイアスがあることや、ガソリンなどウエイトや価格上昇率の大きい一部品目の動きに左右されている面があることなどがその理由と思われる。従って、CPIの前年比が実質的にプラスとなったとはいえ、本年夏の基準改定で下方修正される可能性が高いこともあり、慎重にみておくべきだと思う。ただそうではあっても、今後ともガソリン価格などの上昇や需給ギャップの縮小が見込まれるほか、それもある消費動向調査で物価が上がると見込む人が増えていること、航空運賃の上昇などマイクロベースでの値上げ報道が増えていることなどもあり、緩やかにデフレ脱却の方向に向かっていること自体は、確かなものと考えている。以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

前回会合以降に生じた変化を中心に話ししたいと思う。最初に、我が国経済の動向を左右する国際金融資本市場と世界経済の動向について、足許を整理しておきたいと思う。

まず、ターム物金利の動向であるが、米国では、低水準横這い圏内で安定的に推移している。一方、欧州では、E C Bによる利上げ観測もあって、幾分上昇している。米国と欧州の長期金利は、エジプト情勢の緊迫化などを受けて弱含む場面もあったが、2月入り後は、米国の強めの経済指標などを背景にして上昇傾向を示している。この間、米国と欧州における社債スプレッドは概ね横這い圏内で推移している。欧州周縁国の国債利回りの対独スプレッドは、引き続き高水準で推移している。

次に、世界経済の動向についてである。世界経済全体の成長率は、新興国、資源国に牽引される形で、再び高まってきていると思う。米国経済については、一頃の減速傾向から脱して、新興国向けの輸出や個人消費の増加を背景に回復を続けている。生産も緩やかに増加している。しかしながら、こうした明るい動きの底流で、家計を中心とするバランスシート調整が続いている。住宅市場の低迷は長期化しており、労働市場についても、全体として改善の動きは鈍い。雇用環境の改善とバランスシートの修復が進まない限り、米国経済の回復に向けたモメンタムは高まりにくい状況が続くとみている。

欧州経済も、全体としてみれば、緩やかに回復している。ただし、ドイツなど一部コア国と周縁国とのコントラストは依然として大きいようにみえる。

一方、新興国経済であるが、高成長を続けている。中でも中国では、実質GDPが、依然、前年比10%近い伸びを続けており、消費者物価も、幅広い品目で上昇幅が拡大傾向にある。また、中国ほどではないにしても、他の新興国でも、景気の過熱とインフレ圧力に対する警戒感が徐々に高まってきている。ただ、旺盛な潜在需要に加え、先進国の金融緩和のスピルオーバーも継続しているため、これまでの緩和政策の修正にもかかわらず

ず、多くの国ではなお金融環境は緩和的な状況にあるように見える。

以上のような国際金融資本市場や世界経済の動向を踏まえて、我が国経済について述べたいと思う。景気の現状についてであるが、昨年秋口以降続いていた改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつあるとみている。まず、10～12月の実質GDPの前期比年率は-1.1%と、5四半期振りにマイナスとなったが、こうした一服感の要因の一つに挙げられる輸出については、既に改善の動きが窺われる。因みに、12月の実質輸出は5か月振りに増加に転じ、+7.3%という高めの伸びとなっている。海外経済の緩やかな回復や情報関連財の在庫調整の進捗などを背景に、地域別にみても、また財別にみても、ほぼ全ての輸出が高めの伸びを示していることを踏まえると、12月の動きは、我が国の輸出が増加基調に復するサインとみて良いのではないかと考えている。生産についても、自動車の駆け込み需要の反動減の影響が弱まっていることなどから、増加基調に復帰する動きがみられる。ミクロ情報も踏まえれば、先行き1～3月の生産も、自動車や電子部品の輸出の増加などから、実勢ベースで+2%台後半のはっきりした増加となり、4～6月もそれなりの増加になりそうである。勿論、雇用・所得環境が依然厳しい状況にあるもとの、国内民需の自律的な回復が明確になってくるまでには、なお時間を要すると思っている。しかし、最近の輸出・生産の動き、さらには、設備投資に加え、住宅投資も持ち直しつつあることなどを踏まえると、我が国の景気が近々踊り場から脱し、緩やかな回復経路に復していくという姿が確からしさを増してきているとみられる。多少踏み込んで言えば、既に踊り場から脱しつつあるのかもしれないと思っている。

我が国の景気見通しを巡るリスクについては、引き続き、海外経済の動向が鍵を握っていると思う。新興国については、短期的、中期的には、引き続き上振れリスクを念頭に置いている。一方、より長い目でみた場合、各国政策当局が、自国経済を上手く軟着陸させることができるかどうか、重要なポイントとなる。先進国の金融緩和のスピルオーバーは、新興国にとってはコントロールしにくい性質のものであるし、自国の成長を抑制し

ようとすることは、新興国の中央銀行にとっても、難しい政治的配慮が必要になると想像される。いずれにせよ、金融経済のグローバル化が進展する中であって、新興国経済のスピード調整の難度が増してきていることは、十分認識しておく必要があると思っている。

バランスシート問題の重石を抱える米国経済については、引き続き、下振れリスクを意識せざるを得ないと感じている。最近、個人消費の改善期待などを背景に、米国経済に対する楽観的な見方が強まりつつあるが、これも再び修正される可能性がないとは言えない。ただ、今回の楽観論が、昨年春と同様、空振りに終わるのかということ、それも言い過ぎのように思う。前回と違うのは、政策当局を含め、先行きの経済の見方に対する慎重さが窺われる点である。昨年の場合、F R B自身も出口戦略をかなり意識していたが、今回は慎重な姿勢を貫いている。楽観と悲観が繰り返される中で、ある種の学習効果が働いて、その振幅が小さくなる方向にあるのかもしれない。

欧州については下振れリスクを意識している。ソブリン・リスク問題が、国際金融資本市場を不安定化させたり、欧州コア国を含め、域内外の実体経済に広く悪影響を及ぼすこととなれば、我が国経済にも相応の影響が及ぶ可能性がある。加えて、世界的に財政規律に対する関心が高まる中で、財政状況の悪化度合いを材料に、欧州の問題が日本の財政問題にも飛び火する可能性も完全には否定できない。

以上を纏めると、新興国を巡る上振れリスクと先進国を巡る下振れリスクが概ねバランスしているという大きな評価は、これまでと変わらない。ただ、前回会合からの変化を敢えて言うのであれば、輸出や個人消費の増加などを背景に米国経済に対する懸念がやや後退し、下振れリスクが小さくなってきている分だけ、全体としてみたリスクは、僅かながら上振れ方向に修正されてきているようにも思われる。

最後に、物価面についてであるが、消費者物価はこれまで想定していたとおり、基調的にみて着実に下落幅が縮小している。先行きも、マクロ的な需給バランスの改善などから、こうした動きが続くとみられる。ただし、

原油、非鉄金属、穀物など幅広い品目について、国際商品市況が引き続き上昇していることについては、今後の物価の上振れリスクとして、しっかりとみていく必要があると思っている。勿論、物価面だけではなく、景気への影響についても注意を払うことが必要だろう。その際には、交易条件の悪化というマイナス面だけでなく、資源価格上昇の背後にある新興国の高成長というプラスの要因も、バランス良くみていかなければならないと思っている。ただ、現時点ではっきりと述べることはできないが、同じく国際商品市況の上昇に晒されていても、内需の成長が続く新興国や、各種資源の産出国であり、その分、交易条件の悪化が限定的と考えられる米国に比べ、我が国経済が、よりスタグフレーション的な状況に陥りやすい構造にあると考えられる点にも、注意が必要ではないかと考えている。

8月の消費者物価指数の基準改定についても一言述べておきたいと思う。勿論、これによって物価の実勢が変わる訳ではない。その意味では、今後もメカニズム重視の姿勢を貫いていくことが重要である。しかし一方で、政策運営上、数字そのものが一定の意味を持つこともまた事実である。我々自身、的確な情報発信を含め、新たな数字とどう上手く折り合いを付けていくか、今後、基準改定に向けて検討を重ねていく必要があると認識している。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について申し上げます。まず、海外経済であるが、米国経済については、昨年第4四半期の実質GDP成長率が、個人消費や輸出を中心に+3%台前半の伸びとなり、第3四半期からその伸び率が高まっているということが確認された。足許についても、企業の景況感を示すISM製造業景況指数や同非製造業指数、あるいは消費者信頼感指数といったものが改善を続けており、同国経済は一時の減速と

いう局面から脱したとみている。もっとも、住宅投資に関しては、依然として販売が低調であり、価格の低下傾向も続いている。また、雇用環境についても、雇用統計や新規失業保険申請件数の動きなどをみる限り、その改善は緩やかなものにとどまっている。このため、米国経済の回復のペースについては、バランスシート調整を背景とした緩やかなものにとどまるというメインシナリオを引き続き維持している。なお、先般発表された米国の 2010 年第 4 四半期の労働生産性の伸び率であるが、前期比年率で +2% 台半ばとなって、一時懸念していた基調的な低迷に陥るというリスクに関してはまだ顕現化していないように窺われる。もっとも、前年比でみた伸び率でみると +1% 台後半であり、一昨年つまり 2009 年の高い生産性の上昇からの反動の結果、3 四半期続けて伸び率の低下が続いているという状況である。また、これと関連するユニット・レーバー・コスト——企業の労働費用——であるが、これで表される労働費用の伸び率は、前年比で改善はしているものの、依然マイナスの状態が続いている。今後も、こういった形で企業が労働者への分配を抑制する経営を続ける場合には、雇用や家計所得にとって重石となって、物価上昇圧力も抑制されることになる。このため、同国の労働生産性や労働分配率の動向については、引き続き慎重に点検していきたいと考えている。

欧州経済であるが、ドイツ等の主要国を中心に、輸出主導の緩やかな回復が続いている。内需関連も緩やかに増加あるいは横這い圏内で推移しているが、国ごとのばらつきは大きい状態が続いている。雇用環境も、失業率が 10% 前後で高止まりしているなど、依然として厳しい状況にあり、特に財政問題を抱えた一部の国では、なお悪化傾向にある。欧州の金融市場の動きについては、欧州金融安定化ファシリティの強化などに関する議論が進展していることを受けて、周縁国の国債の対ドイツ国債の спреッドが若干低下している国もみられるが、なお水準は高く、不安定な状況が続いており、同地域の景気回復の不確実性は継続している。

アジア新興国経済であるが、高めの成長が続いている。その中心である中国経済は、個人消費、設備投資が高めの伸びが続いているほか、輸出も

増勢を回復しており、高水準の成長ペースが維持されている。N I E s、A S E A N諸国等も、中国向けの輸出の拡大などから、一時の減速局面を脱して拡大基調を維持している。この間、同地域の物価動向については、国際商品市況の高騰や先進国からの資金流入もあり、上昇圧力が高まっている。こうした動きが行き過ぎた場合には、大幅な調整と景気の急減速に繋がるリスクがあり、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。

こうした中で、我が国の経済・物価情勢であるが、改善の動きに一服感がみられた状態から徐々に脱しつつあり、再び、緩やかな景気回復基調に復していくとみている。まず、輸出であるが、12月に入り、情報関連機器の在庫調整の進展や、米国での自動車販売の回復などを背景に、米国、アジア新興国向けを中心に、大幅に増加した。また、内需関連でも、個人消費について自動車販売の底打ち感に加え、百貨店等の小売店販売が底堅く推移するなど、緩やかな回復基調に戻りつつある。設備投資や住宅投資も持ち直しており、雇用・所得環境も緩やかであるが、改善基調を維持している。この間、物価動向であるが、国際商品市況の上昇を背景に、国内企業物価は上昇基調にあり、また消費者物価は、総合指数で強含みで推移しているほか、生鮮食品を除くコアベースで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。我が国経済の先行きについては、本年前半中に、足許の踊り場から脱却していくものと考えている。また、物価面でも、需給ギャップの改善に加え、国際商品市況の上昇による輸入物価や国内企業物価の上昇もあって、引き続きマイナス幅縮小の動きが継続していくものとみている。そう申し上げたうえで、我が国経済の先行きの回復スピードに関しては、メインシナリオを変えた訳ではなく、引き続きどちらかと言うと慎重な見方をしている。その背景の一つが、企業の設備投資動向である。すなわち、2010年度の企業収益をまずみると、上場企業の経常利益は前年度比5割増、短観調査先の大企業のそれは3割増と大幅な増益見通しとなっている。これは想定為替レートを円高方向へ大きく修正した後の数値であり、その意味では大変心強い値である。一方で、GDP統計に

おける設備投資の伸び率は、2008年度に-6.9%、2009年度に-13.6%と落ち込んだ後であるにもかかわらず、2010年度は一桁台前半の伸びとなる見込みであり、非常に緩やかな回復にとどまることが見通されている。これは円高基調が継続する中で、企業のアジアへの生産シフトが続いていることとも密接に関連しているように思われるが、こうした状況にあっては、好調な企業業績が雇用増や賃上げを通じて家計部門へと波及していくという力について、引き続き慎重に考えざるを得ず、結果として成長率も当初の見通しどおり、緩やかな水準にとどまるものというようにみている。また、先行きの物価上昇圧力についても、このような実体経済の動きに加え、労働者への分配が抑制基調にあること、あるいは企業の価格設定行動の粘着性という傾向もあって、その上昇圧力が急速に高まることは想定しがたいというように整理している。

最後に、今後、重要なリスク要因である国際商品市況について若干触れておきたいと思う。商品市況の現在の上昇基調がどの程度持続するのか、そして最終的な消費者物価へどの程度転嫁されるのかが、今後の景気・物価見通しへの影響という意味でも重要な論点となろうかと思う。この点、2007年から2008年にかけて原油を中心に国際商品市況が上昇した際との比較で考えると、当時は需給ギャップの悪化が続いており、消費者物価への転嫁は緩やかに進んだものの、消費者コンフィデンスや企業収益はコスト増に敏感に反応して悪化し、景気減速に繋がった面があった。これに対して、現在の我が国経済であるが、新興国を中心とした海外経済の拡大基調を背景とした回復期にあり、企業は内部留保を蓄積している状況にある。仮に、現在の上昇基調が継続する場合には、企業がコスト増を吸収しやすい環境にあるというようにも言える状況にあり、この点を踏まえると、価格転嫁が相応に進む可能性がある。もっとも、一方で、企業間の競争環境という面で考えると、特に内需関連などを中心に、引き続き厳しいままであることも事実であり、その意味では、価格転嫁がなかなか進まず、コスト増が収益悪化に繋がるというリスクも払拭されない。そういった意味で、見極めが非常に難しい状況にあるのではと思っている。

この点は、その人々の予想インフレ率の動向にも関わる重要な問題であるというように考えており、今後の動向を十分に注視していきたいと考えている。この点、もし可能であれば、執行部におかれても、個別企業のミクロ情報の収集など、我々の判断材料に資する情報の収集や提供などをご検討頂ければと考えている。以上である。

白川議長

それでは、須田委員をお願いします。

須田委員

最初に、月報の総括判断についてであるが、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、判断を進めた執行部案で特に違和感はない。以下では、メインシナリオの蓋然性の程度を判断するうえで重要だと思った点について、ポイントを絞って述べておくことにする。

まず、国際金融資本市場についてである。米欧市場では、金融緩和が続き、経済指標が総じて上振れる中、株価は持ち直し、国際商品市況の上昇に伴うインフレ率の上振れ懸念、金融政策や財政を巡る懸念などから長期金利はレンジを切上げてきている。新興国・資源国についても、成長が高まっており、株価や通貨は総じて堅調に推移している。この間、市場で関心が高かった欧州ソブリン問題については、周縁国の債務問題への対応力が一段と強化されるとのコンセンサスが醸成される中、足許、警戒感が幾分和らいでいるようである。また、1月下旬になって急浮上したエジプト情勢を中心とする北アフリカ・中東問題も、同地域の金融資本市場の規模が小さいことや、欧米金融機関による同地域等への与信も限定的とみられることもあり、今のところ、一時的なインパクトだけで市場に大きな影響を与えてはいない。

もっとも、先行きについて市場を不安定化させる幾つかの要因が指摘できるので楽観できる状況にはない。まず、景況感の振れが挙げられる。前

回会合でも申し上げたとおり、市場参加者の間で景気に対して昨年の年初のように過度に楽観的な見方が広がっていかないか、その場合、反動も予想されるので気になっている。

次に、コモディティ価格の動きである。そもそもコモディティは、実需としてだけでなく、金融商品化が進み金融商品としての需要も加わっているため、その先行きの動向については、不確実性が高いと言える。そのうえ、コモディティ価格の上昇は物価上昇と景気下振れをもたらす可能性があり、そのどちらが強いかで、また政策対応とも絡んで、マーケットが振れる可能性がある。悪影響を大きく受ける新興国から資金が流出する可能性もある。

コモディティ市場では、新興国の高成長を背景とする需要増加に投機的な動きも加わって価格上昇が続いているが、足許では、供給制約ないし供給ショックが新たにクローズ・アップされてきている。例えば、原油については、エジプト情勢の緊迫化等を受け、中東主要産油国への混乱の波及といった負の供給ショックが意識されているほか、農産物については、在庫を持ちにくいこともあり、天候不順による供給制約等から、目立って価格が上昇している。このようにコモディティ価格の上昇は、企業及び実体経済に対するマイナスの要素という側面が強まりつつある。そのうえ所得トランスファーを受ける資源国の状況をみると、産油地域ではバブルが崩壊するなどしているし、穀倉地帯を抱えるラテンアメリカ各国では既に景気が過熱気味であり、付加的な需要増は期待しづらい状況である。従って、こうしたコモディティ価格の上昇が世界の景気回復に水を差すリスクがある点、注意が必要である。

最後に、財政を巡る動向についてである。欧州ソブリン問題については、足許急浮上した北アフリカ・中東問題を前に市場の関心がやや薄れた感があるが、依然注意が必要である。この問題に関連して、私は今回会合に先立ち、ポルトガルに出張してきた。当事者からは先行き多額の借り換え問題を控え、資金繰り懸念は伝わってきたものの、来月3月下旬開催予定のEU首脳会議において、E F S Fの機能拡充など周縁国への対応が一段と

強化されるとみていること、そしてポルトガル経済は足許まで想定を上回る結果を出していることなど、改善努力を続けていることなどから、強い緊張感がほぐれていると感じられた。とはいえ、2月4日のEU臨時首脳会議での合意がまだ十分でないもとで、市場の攻撃は受けやすく、実際、足許、ポルトガルの長期国債利回りは、ユーロ導入後の最高水準に急接近している。しっかりとした対応策を出していくまでのタイムスパンが、市場と各国政府との間で必ずしも一致しておらず、市場が3月下旬の首脳会議に向けて失望した場合、欧州ソブリン問題が一気に緊迫した局面を迎えるリスクがあるとも言える。北アフリカ・中東問題も、今後どのような広がりを持つか気になる。また、日本については、S&Pによる日本国債格下げがあったものの、今のところ金利上昇などの影響はみられていないが、財政悪化による金利上昇リスクは無視できない。財政再建への信認は今のところ維持されていると認識しているが、6月の財政抜本改革に向けて幾度かそれが試されることになるのではと思っている。

次に、海外経済について、まず米国であるが、足許の個人消費は、新車販売台数が緩やかに増加を続けているほか、消費者コンフィデンスも上昇しており、株価上昇や財政刺激策の効果を受けて伸びを高めている。しかし、前回も指摘したように、このような強い消費が持続する蓋然性は高くはないと思っている。その理由は、減税効果は次第に減衰していくこと、住宅価格はまだ下落する可能性があり、株価も含めた資産効果が持続的に期待できないこと、雇用・所得環境の改善は徐々にゆっくりとしか進んでいかないこと、ガソリンなど資源価格上昇が実質所得を目減りさせることなどが挙げられる。なお、1月の雇用統計は、雇用者数は天候要因がかなり押し下げている一方で、失業率の大幅低下は、求職をあきらめ労働力人口から退出した人の影響が大きいということのようで、データが読みにくくなっているが、NABE四半期調査によると、米企業の雇用見通しは、12年振りの高水準に改善したこと、新規失業保険申請件数やISM製造業指数の動き、企業のレイオフの減少などから、改善方向にあることは確かと言える。

次に、ユーロエリアであるが、消費者物価前年比は、既往のユーロ安や国際商品市況高の影響で、プラス幅を拡大させている。なお、成長率だけでなくインフレ率についても、ドイツなどコア諸国と周縁国との二極化が進みつつある。ドイツについては、高い成長だけでなく、賃金上昇も上向き、都市部の不動産に動意がみられるとの声も聞こえてくる。金融システム問題も抱えている中、ばらつきある経済のどこに焦点を当てて、一つしかない金融政策を行っていくのか、物価の上昇懸念が高まっていることもあって、ECBは非常に難しい選択を迫られそうである。欧州周縁国のソブリン問題が解決に向け、まだまだ時間を要するとみられる中で、こうしたインフレ懸念の台頭は問題を一段と複雑にするリスクもある。

最後に、新興国・資源国についてであるが、中国では、コモディティ価格の上昇などもあり、幅広い財でインフレ率が上昇している。このため、中国政府は、昨秋来、様々な物価抑制策を打ち出しているほか、中国人民銀行でも、昨年10月、12月に続き、今年2月8日には再び金利引き上げを発表し、インフレ抑制に取り組んでいるが、経済成長が一段と加速しつつある中、財政政策は拡張的であり、金融政策対応が遅れ気味で、景気の過熱やインフレ率を抑制できるか難しい局面が続いている。その他新興国・資源国についても、中国と同様インフレ率の抑制に向けて正念場を迎えつつある。こうした中、アジア諸国は価格上昇を抑えるため、政府は補助金や輸入関税引き下げなど、財政的な対応策を打ち出しつつある。商品価格の上昇の背景には、景気が拡大していることがあるにもかかわらず、力づくで物価を抑えようとする、景気の体温を物価で感じ取ることが難しくなり、政策対応が益々遅れてしまうリスクがあると思っている。

さて、我が国の経済に目を転じると、昨日の調査統計局長の説明にあったように、海外経済の成長率が再び高まってきたことや情報関連財の在庫調整の進捗から、輸出がはっきりと増加したほか、生産も11月以降増加が続いている。この間、10～12月期の実質GDPは、個人消費の減少等から5四半期振りに減少したが、ほぼ事前予想どおりの結果となった。先行きについても、輸出が緩やかに増加を続けるほか、生産も国内自動車販

売の持ち直しもあって緩やかに増加が継続すると見込まれる。加えて個人消費も、雇用・所得環境は引き続き厳しい状況であるが、その程度は幾分和らいでいることもあり、駆け込み需要の反動が薄まるにつれて再び持ち直していくとみられる。以上から、春頃には緩やかな回復経路に復していくとの見通しの蓋然性が高まったと考えている。またリスク・バランスは上下にほぼバランスしているとみている。もっとも、回復経路に復した後の回復の力強さについては、設備投資については海外シフトの可能性が高いこと、資源価格が当面高止まると想定すると消費については交易利得の悪化の影響が付け加わること、資源価格の上昇は資源効率の良くない新興資源輸入国であるNIEs、ASEAN経済へのダメージが引締め政策効果も含めてより大きいと想定されるので、輸出面での影響を受ける可能性があること、財政の先行き懸念による支出抑制の可能性やマインド悪化の可能性などを考えると、それほど強いものになるとは考えられない。もっとも、それに影響を与える為替レートや国際商品市況の先行きに不確実性があるので、回復スピードについても不確実であると言わざるを得ない。

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引き続き慎重にみているが、コモディティ価格の上昇が続く中、その先行きの動向とそれが物価へ与える影響も加わって、引き続き不確実性が高い状況が続くとみている。コモディティ価格の上昇は、企業の競争圧力や需給の緩和状況を考えると現時点ではコスト転嫁は難しい先が多いとみているが、価格転嫁がビルトインされている部分もあるので、物価上昇、そして期待インフレの上昇に結び付く可能性もある。物価については実勢としてはラスパイレス連鎖指数のマイナス幅の方を意識しているが、刈込平均やいわゆるコアコアの動きなどからゆっくりとマイナス幅が縮小していくという見方に変わりはない。とはいえ、物価を巡っては不確実性が高い状況にあるということを強調しておきたいと思う。そして国際商品市況が先行き大きくオーバー・シュートする場合には、2011年度から2012年度にかけてインフレ率が高まっていくというシナリオ自体が崩れる可能性もあると思っ

ている。以上である。

白川議長

野田委員お願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すると、前回会合以降明らかになった経済指標、調査結果等は、我が国経済が海外経済の回復を起点として、緩やかに回復していくという我々の中心的な見通しに沿ったものであった。すなわち、海外経済は、世界的なIT関連財の在庫調整が進むもとの、NIEs、ASEAN経済においても輸出・生産が再び拡大する動きがはっきりしてくるなど、新興国がリードする形で成長率を再び高めている。つれて、国内経済指標でも、昨年秋口以降弱含んでいた輸出・生産が増加基調に復するという動きが確認された。

それではまず、国際金融資本市場から簡単に述べる。米国市場では、良好な経済指標などを受けて株価が上昇を続けており、こうした株価動向を眺めつつ、長期金利が上昇している。欧州市場では、欧州周縁国の財政問題を巡る警戒感は、EUによる支援措置の拡大期待を背景に幾分和らいだ。この間、北アフリカ・中東を巡る問題が新たにクローズ・アップされているが、世界経済の回復期待の高まりを背景とする投資家のマインド向上が、この問題の国際金融資本市場全体への波及を極めて限定的なものにとどめてきている。

次に、海外経済であるが、米国経済から述べる。2010年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.2%と7～9月期から伸びを拡大した。個人消費が、2000年代半ばの信用バブルによる消費ブーム時にも比肩する前期比年率+4.4%と大幅な増加を示し、GDP全体の伸びの拡大に寄与した。もっとも、この間、可処分所得の伸びも僅小なままとなっており、また、コンファレンス・ボードによる消費者コンフィデンスが年収5万ドル以上の所得階層に限られる形ではっきりと改善している。これらは、足

許の消費の増加が、株価の上昇や個人所得税減税の延長などにより富裕層を中心として家計のマインドが改善したことに支えられたものであることを示唆している。FRBの量的緩和策や財政刺激策が、株価の上昇というルートを通じて家計マインドを押し上げ、消費を後押しするメカニズムが足許から少なくとも暫くは引き続き機能すると考えて良いと思うが、その持続性には自ずと限界があろう。構造的な問題である家計のバランスシート調整が住宅価格の再下落で困難さを増す中、バーナンキ議長も再三言及しているように、雇用の改善にもかなり長期間を要することから、個人消費の回復ペースは中長期的にみて緩やかなものにとどまるとの見方は変わっていない。想定以上に好調な企業収益が雇用・所得の改善の上振れをもたらすかどうかという点に注目していきたいと思う。

新興国経済であるが、中国経済は、昨年8月以降改善が続いていた製造業PMIが、12月、1月と2か月連続で低下したことを警戒する向きがある。しかし、超緩和的なマクロ政策の修正が続いており、持続可能な成長ペースへと経済が調整される過程の動きであると、中長期的にはむしろポジティブに受止めたいと思う。

NIEs、ASEAN経済については、内需が堅調に推移するもとの、昨年後半にかけて増勢が鈍化していた輸出が再び増勢を強めている。輸出の回復を受けて、生産も再び増勢を強めつつある。この間、国際商品市況の上昇は続いており、インフレ圧力はさらに強まっている。新興国自らの経済拡大に伴う実需の増加がその根底にあること、また先進国の緩和的な金融政策をバックとしたマネーの流入も相応に助勢している点は変わらないが、供給面に北アフリカ・中東問題の再発という新たな要素が加わった。

次に、我が国経済であるが、2010年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比-0.3%と5四半期振りの減少となった。個人消費がたばこなどの駆け込み需要の反動を主因に前期比-0.7%となったことが最大の要因であるが、想定範囲内の動きである。個別需要項目の足許の指標は、我が国経済は既に昨年秋口以降の踊り場的な状況から脱却しつつあり、増加基

調に復しつつあることを示唆している。まず、輸出であるが、実質輸出は、11月まで4か月連続でマイナスとなった後、12月ははっきりとした増加となった。米、欧、アジア新興国の製造業PMIが高水準で推移していることや、世界的なIT関連財の在庫調整に進捗がみられていることなどを勘案すれば、単月の動きとはいえ、輸出が再び増加に復する蓋然性が高いことを強く示唆するものと受止めている。鉱工業生産について、前回合合では、支店長会議での報告やマイクロ情報を根拠に、既に増加に転じた可能性が高いと先走ったが、12月のIIPデータは、しっかりとこの見方をサポートするものであった。個人消費は、引き続き一部の財で駆け込み需要の反動が続いているが、消費者コンフィデンス関連指標が改善していることや、アネクドータルな情報も含めてみると、底堅さは維持しているものとみている。もっとも、雇用・所得環境は総じて言えば、幾分和らいでいるとの評価に変わりはないが、データをハード、ソフト両面から仔細にみると、賃金の改善が足許、先行きともにより限定的とみられており、個人消費の回復がはっきりと弾む期待は引き続き持ち得ない。設備投資であるが、先行指標である機械受注は、除く携帯であるが、10～12月期は前期比-5.8%となり、7～9月期の増加分のかなりの部分を帳消しにした。設備投資の先行きについて、持ち直しの動きがはっきりしてくる蓋然性は一向に高まらない。以上のように内需の牽引力、言い換えれば自律的回復力には、なお明確な確信が持ちにくい状況が続いている。

物価について申し上げる。国内企業物価は国際商品市況の上昇を受けて上昇幅が拡大している。円ベースの輸入物価の前期比は昨年11月からプラスに転じ、円高効果も減衰してきている。また、消費者物価の前年比は、除く高校授業料ベースで水面に浮上した。基調的にはマクロ的な需給バランスの改善を反映したものであるが、ここにも原材料価格高騰の影響、パススルーが、極く一部であるが石油製品や食料工業製品にみられ始めている。もっとも、マクロ的な需給ギャップの解消にはなお相当の時間を要するもとの、最終消費財、サービス価格への全般的な波及は限定的なものにとどまると考えられる。

このような国際商品市況の上昇が物価面に与える影響もさることながら、実体経済に対する負荷となるリスクについての警戒感がこのところ強まっていることも指摘しておかなければならない。国際商品価格の上昇は、産出国への所得移転であり、内需は悪化が避けられない。国際商品市況の上昇が、供給面や金融面からのショックが加わるなどして、新興国の経済成長に見合った需要増加トレンドや、先進国の金融緩和が新興国に及び、それがまたフィードバックされる効果などを大きく上回る形で上昇するとすれば、それが内需の持続的回復力に関して構造的な課題を抱える我が国を含む先進国経済は勿論のこと、新興国のうち特に非産出国にとっては深刻な負の影響を与えることになる。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁をお願いします。

西村副総裁

前回会合から3週間経過したが、経済情勢は新興国のインフレ懸念が実体化し、先進国もデフレ懸念からインフレ方向へと市場の予想が次第に変化しつつあるように思う。従って、前々回、前回に説明した三つのシナリオの可能性のうち、第三の可能性、つまり世界景気が緩やかながら回復、インフレ方向への動きが次第に明確になるというシナリオに沿って展開しているように見える。以下、前回会合での発言の繰り返しを避けて、簡潔にしたいと思う。

米国経済は、住宅市場と雇用情勢に弱さが続くものの、持ち直しの流れが続いている。自動車市場でSUVが復調しているが、これをみていると、まるで1990年代後半から2000年代初めの消費華やかなりし頃のリプレイのように見える。SUVで稼ぐ昔風ビジネスモデルで米国企業が復調している。住宅価格は全国では若干の下落は続いているが、ワシントンD.C.やニューヨークの高額物件には底堅さがみられる。このように海外経済と金融緩和の恩恵を受けたウォールストリートの活況に与る雇用の安定し

た高所得層の消費と不動産投資は、住宅市場の低迷と深刻な雇用情勢にあえぐメインストリートとは裏腹に底堅いものがある。雇用面でも、1月の雇用統計は恒例のデータ改訂と悪天候の影響で分かりにくくなっているが、失業率が12月9.4%、1月9%と2か月続いた低下はポジティブ・サプライズであった。これは失業保険切れで労働市場から退出したいいわゆるディスカレード・ワーカーズが多数に上っているの、割り引いて考えなければいけないものの、2か月連続でポジティブ・サプライズというのはそれなりに評価ができるものと思う。株価は上昇し、同時に金利水準も上昇しているが、これは景気回復の初期にみられる姿と解釈する市場関係者が多いと思う。

欧州経済もウェーバー・ブンデスバンク総裁の4月辞任を巡る報道までは、市場の見方に落ち着きが出ていた。ウェーバー総裁辞任はECB総裁人選等不確実性を高めることになり、加えて、欧州周縁国の問題は解決には依然ほど遠いのではあるが、達観すれば、極度の悲観論からの修正がみられると思う。さらに、中国を筆頭に、新興国での景気が過熱に近い状況だと思っている。金融政策の効果には長く可変なラグがあることを考慮すると、現在の引締め気味の金融政策は既に、ビハインド・ザ・カーブになっている可能性がある。少し長い目でみれば、揺り戻しが心配な状況になりつつあるが、足許の強さは暫くは持続する可能性が高いと思っている。

こうした中で、穀物・資源価格が上昇しており、それがきっかけとなって、チュニジア、エジプトを筆頭として中東で地政学リスクの芽が生じ、それが国際商品市場にフィードバックして、国際商品市場は不安定な動きをしている。また、異常気象による被害あるいは被害の予想が投機を促すリスクには十分に注意する必要がある。特に、中国である。FAO——国連食糧農業機関——は2月8日に中国華北地域の干ばつの深刻さに言及し、小麦生産への影響を指摘している。国家発展改革委員会は、国家備蓄を総体としてみれば年間消費の40%を超えると発表しており、それを信じる限り、作物別地域別の局所的な高騰はあるものの重大な問題が生じるようには思われませんが、今後の推移には十分な注意が必要である。そもそも前

回も述べたが、ボトルネック・インフレーションは、経済のリングの最も弱い部分に生じがちである。中国の場合、農業がその弱い箇所である。都市部発展の陰で、都市出稼ぎの所得に比べて農業所得が低いために、農民の農業生産意欲が減退し農業生産基盤が劣化する過程が進行している。地方政府が都市化による発展を望む強いインセンティブがある限り、こうした農業生産基盤の劣化は中央政府の農業農村重視の旗振りにもかかわらず、都市化の急速な進行と歩を合わせて急速に進行すると思われる。異常気象による不作はその意味で、人災でもあり、今後も頻発すると考えた方が良さそうに思う。前回にも述べたとおり、中国や他の途上国では流通部門の効率、資源利用効率が悪く、そのため従来と比べて世界経済の成長に対する穀物・資源需要の弾性値はかなり高く、成長が続けば穀物・資源価格は従来よりも高騰する。従って、2011年はボラティリティを高めながら穀物・資源価格が高水準で推移する可能性は高いと思っている。

日本経済の状況は、10～12月期の踊り場的情況は昨日の速報で確認されたが、その後11月から鉱工業生産、12月から実質貿易収支の回復傾向がデータからも鮮明に認められる。単月の振れはあるものの、住宅投資も底堅く、先行指標である機械受注も弱いながらも水準を切上げてきているというようにみえる。この点から踊り場的情況から次第に脱しつつあるという判断は適当であると思う。

最後に、消費者物価（除く生鮮）について述べたいと思う。12月は、二桁までみると-0.43%で、高校授業料を除いたベースでは、プラスの領域に入っている。二点ほど指摘しておきたいと思う。一点目は、12月の全国指数で、非常に細かい話になるが、液晶テレビ等のエコポイント対象品目での価格下げ幅が明確に縮小している。加えて、被服などで男子背広冬物のプラス転化や婦人スーツ秋冬物の下げ幅縮小など、財価格に上昇モメンタムが出てきている点である。昨日、門間調査統計局長から、東京1月速報の説明としてこれらの品目について説明があった。実際はこの幾つかの数字は非常に大きな数字になっているが、12月は、全国にも既にデータとしては表れているということ、それほど大きなものではないが指摘

しておきたいと思う。二点目は、1月速報が可能な地方都市で、12月に比べると、おしなべて0.2%ポイント程度の上昇あるいは下落幅縮小がみられることである。これは1月東京と同じなのかどうか少し分からないが、また、1月速報が利用可能な地方都市の数は限られており、そこから全国の数字を予想するのは難しいが、ばらつきがなく上昇または下落幅縮小というのは最近あまりなかったことと記憶している。企業の価格支配力が回復し、潮目の変化が起きている可能性があり、慎重にみていきたいと思う。これに付け加えてであるが、フィリップスカーブの話の色々とされる訳であるが、フィリップスカーブから出てくるものは、当然のことながら非常にばらつきというか、予測の誤差が大きい訳である。従って、我々が問題にしている0.5%位のもは、ほとんど目くそ鼻くその状況になっているので、逆に言えば、こういう小さなものというのは、かなり細かいデータまで遡ってみて、それで推測せざるを得ないということになる。これは、足許はそうなのであるが、先行きに関しては逆に言えば非常に不確実性が高い。そういう意味では、不確実性というか、統計には誤差はつきものというのは当然なのであるが、そういう誤差があるということをはなかなか分かって頂けない。将来についてのばらつきの大きさは、できるだけ我々としても積極的に説明していかなければいけないと思う。その時に重要なのは、やはりモメンタムがどういう方向に行っているかということが重要である。統計を作る際に、よくコントロール・トータルという考え方を使う。これは細かいものを積み上げていくと、小さな誤差が積み上がって大きな誤差になってしまうということがある。そういう時には、逆に言えば、大掴みの集計量で、ある種のコントロール・トータルのようなものを作ってそれを配分していくというやり方が、推計の精度が高まるということである。同じようなことがこういう場合も言える訳で、逆に言えば、モメンタムがどういう方向に進んでいるかということを見るということは極めて重要になると思う。その際に、一つのモメンタムの動きの見方だけで判断をするのは危険なので、逆に言えば、様々な言わばシナリオというか、そのコンテンツを色々と考えておく必要があると考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

前回決定会合以降公表された内外の指標の多くは、世界経済や日本経済が、引き続き1月の中間評価でのシナリオに沿った動きとなっていることを示すものであった。また、IMFは、世界経済の成長見通しの改訂を公表したが、昨年10月時点での公表との対比では幾分上方修正しており、世界経済が緩やかな回復基調にあるとの評価となっている。

国際金融市場では、エジプト情勢等の地政学リスクに対する警戒感、国際商品市況の上昇、新興国・資源国におけるインフレ懸念の高まりと金融緩和修正の動き、欧州ソブリン問題の帰趨への懸念などを背景に、リスク回避姿勢が強まり、新興国株等のリスク性資産が軟調に推移し、円が退避資金として81円台前半まで買い進められる局面もみられた。もっとも、市場予想を上回る米国経済指標が相次いだことなどから、米国経済の先行きを過度に悲観する見方が後退していることもあり、国際金融市場は小康状態で推移している。しかしながら、様々なリスク要因の強まりなどから、グローバルな投資家のリスク回避姿勢が強まり、国際金融市場の不安定さが高まる可能性には、引き続き注意を要する。

海外経済についてであるが、米国経済については、底堅い個人消費や新興国向けを中心とする輸出の増加などに支えられ、2010年10～12月期の実質GDP成長率は+3.2%と、緩やかな回復基調が続いていることを裏付けるものであった。個人消費は、1月に入ってから小売既存店売上高が前年比+4.8%と、好調だった昨年の年末商戦を受け継ぎ、堅調地合いが続いているほか、新車販売台数も、年率で1,282万台とSUVを中心に回復基調となっている。また、企業マインドについても、1月のISM景況指数は、製造業、非製造業のいずれも、新規受注指数の改善等を反映し、歴史的にみても高い水準となっている。先行きについても、2月のミシガ

ン大学や1月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数は、いずれも消費者コンフィデンスの改善を示しており、ブッシュ減税延長等の政策効果もあって、個人消費を中心に全体として緩やかな回復基調を辿ると想定される。もっとも、雇用情勢の改善ペースが捗々しくないほか、住宅市場は低迷したままであり、家計のバランスシート調整が米国経済の足枷になっている状態に変わりはなく、リスクは下方向にあるとみている。

ユーロ圏経済については、1月のユーロ圏製造業PMI指数は、ギリシャは42.8と低調ながら、ドイツが60.5と高い水準を維持していることもあり、域内全体では57.3と前月比改善している。また、12月の失業率は、ユーロ圏全体では横這いであるが、ドイツでは東西ドイツ統合後の最低値に並ぶ7.4%となるなど、ユーロ圏経済は、ばらつきを伴いながらも、全体では緩やかに持ち直している。先行きについては、域内諸国による財政再建の影響もあり、回復基調は緩やかなものにとどまると思われるが、欧州周縁国のソブリン問題に対する政策対応を探る間は、金融市場は不安定な動きが続くと思われる。

中国経済は、前回決定会合以降、主要な経済指標の発表はないが、引き続き高い成長を維持しているようである。人民銀行は、1月のCPI発表を控えた春節の連休中となる15日に、昨年10月以降では三度目となる政策金利の引き上げを発表したが、市場はさらなる利上げを想定しているようである。こうした中、今年は2012年のトップ交代を控え、第12次5か年計画の初年度でもあり、中国政策当局は、あらゆる政策手段を総動員してインフレや不動産バブルを抑制しながら、全体として高めの成長維持を至上命題として達成を目指すと考えられる。

NIEs、ASEANやインド等のアジアの新興国の経済は、総じて堅調に推移する中、インフレに対する懸念から、インド、インドネシアにおいても、政策金利を引き上げる動きがみられた。

続いて、国内経済であるが、国内経済は2010年10～12月期の実質GDP成長率がマイナス成長となったが、これは、政策対応に絡む需要増の反動に伴うものであり、想定された範囲内の動きである。この間、輸出は、

香港を含めると輸出構成比率の約 25%となる中国向けを中心に、12 月の実質輸出が+7.3%と持ち直している。個人消費も、株価の上昇や企業業績の改善などを背景に消費者マインドの改善もあり、総じて底堅く推移しているほか、1 月の新車登録台数も、前年比マイナス幅が縮小するなど、底入れの動きを示している。こうした中、生産面では、12 月の鉱工業生産指数は、前月比で2 か月連続でプラスとなり、先行きも増加する予測となっている。こうした状況下、企業業績については、みずほ証券リサーチ&コンサルティングの集計では、2010 年 4~12 月期の実績は前年同期比、売上高で+7.8%、経常利益は+80.7%と増収増益となっている。しかしながら、2011 年 1~3 月期については、売上高は+2%であるが経常利益は-12.7%と、多くの業種で減益との固めの見通しとなっている。企業経営者は、リーマン・ショック以降の大幅な調整局面から漸く持ち直し、昨年後半の急激な円高も乗り越えて足許増収増益を確保し、前向きな取組みへの動きを示しつつも、先行きの収益や設備投資については慎重姿勢を崩していないようである。先行きについては、堅調な海外経済を背景とした輸出や生産の持ち直しのほか、底堅い個人消費などにより、景気の回復ペースは徐々に潜在成長率を上回るレベルに復していくと思われる。この間、上振れリスクとしては、新興国等の景気の過熱などによる海外経済の上振れが挙げられる。これは、一時的には輸出の増加を通じて我が国経済にとってはプラスに寄与する可能性もあるが、そうしたブームの後の調整局面では、下振れリスクとなることが懸念される。またこのところ、国際商品市況が強含んで推移しているが、こうした動きが、企業収益の圧迫や個人消費への抑制を通じて、景気に対して下振れリスクとなる可能性がある。また、企業の想定レートを越えた為替円高進行の継続や海外需要動向の変化を背景に、我が国製造業がグローバルな生産拠点の機動的な活用をさらに拡大し、結果として、海外経済の拡大にもかかわらず、輸出が伸び悩む可能性についても注目していく必要があると思う。

最後に、物価についてであるが、国内企業物価の3 か月前比は、国際商品市況の上昇等を背景に、+1.0%と4 か月続けてプラス幅が拡大した。

また、12月の消費者物価（除く生鮮食品、高校授業料）は、2008年12月以来24か月振りに前月比でプラスとなり、改善方向にあるが、8月のCPIの基準改定に伴うマインド面へ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、森本委員をお願いします。

森本委員

我が国の金融経済の基調判断について、執行部の見方との間に特段の開きはない。まず海外経済であるが、全体として回復しており、先行きも新興国が牽引する形で回復が続くとみられる。最初に米国をみると、皆様から既に色々コメントがあったので詳しくは申し上げないが、10～12月の実質GDPやISM指数など明るい指標が次々と出ており、つれて先行き不透明感も徐々に後退し、楽観に振れているように思う。

しかしながら、雇用環境改善の足取りは依然遅々としている。失業率は2か月連続の大幅低下となったが、非農業部門雇用者数は3.6万人増にとどまった。大雪の影響などがあるとされているが、一方で平均失業期間のさらなる長期化といったことも起こっており、やはりちぐはぐな結果である。低迷する住宅投資と併せ、慎重に基調を見極めていきたいと思うが、いずれにせよ、バランスシート調整の重石から、米国経済の回復のテンポは緩やかなものにとどまると思われる。そうしたもとの、長期金利の上昇や、現段階でWTIは調整局面となっているが、ガソリン価格の上昇などが実体経済に与える影響には注意していきたいと思う。

欧州経済は、ばらつきを伴いながらも緩やかに回復を続けており、前回会合から大きな変化はみられていないと考えている。ついで新興国をみると、インフレ懸念はあるものの、力強く推移している。中国経済は高成長が続いている。ただ、製造業、非製造業のPMIは50を超えるレベルながら足許低下している。過熱抑制策の動向を含め、当面ここは少し注意し

てみていきたいと思っている。N I E s、A S E A Nであるが、個人消費、設備投資など内需が引き続き堅調に推移し、輸出が勢いを取り戻すもと、経済の減速局面は終了したと考えられる。

こうしたもとで、国内経済であるが、10～12月実質GDPは減少したが、現状は改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつあり、先行き緩やかな回復経路に復していくとの執行部の見通しに違和感はない。12月の実質輸出をみると、中国向けは8.8%増と大きく拡大している。また、N I E s、A S E A N向けも、情報関連財を中心に増加しており、今後基調として反転増加となる兆しをみせている。為替動向には引き続き注意が必要であるが、情報関連財の需給が一段と引締まるにつれ、輸出はアジア向け主導で回復していくと思われる。設備投資に関しては、緩やかな回復ということで、特に付け加えることはない。家計部門をみると、個人消費では、1月の新車販売台数の前年割れ幅は先月から明確に縮小したし、コンビニ売上高もたばこ税の反動から立ち直りつつある。また、住宅投資も引き続き持ち直している。もともと、雇用・所得環境に目を転じると、失業率は4.9%まで低下したが、有効求人倍率や名目賃金の改善は足踏みとなるなど、米国と同じようにまだら模様となっている。雇用・所得環境は改善方向にあるものの、状況は依然厳しいという判断は変わらない。こうしたもとで、個人消費、住宅投資の回復にいつ弾みがつくかも見通しにくい状況である。生産については、前回決定会合時から持ち直しに向けた助走が既に始まっているとみていたが、その後発表された12月の生産指数も期待を裏切る内容のない内容だった。加えて、企業に対する聞き取り調査の結果も、1～3月の生産が増加に転じることを示唆している。海外経済が改善するもとで、輸出・生産が回復経路に復するとの想定が現実となる蓋然性は一段と高まっていると言える。次に、物価をみると、企業物価指数は国際商品市況の高騰を受けて上昇しており、当面この基調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）については、前年比マイナス幅は着実に縮小を続けており、当面この方向性に大きな変化はないと考えられる。

最後に、リスクについて申し上げる。まず、新興国経済が上振れする可能性がある一方、先進国では米国経済の不透明感は後退しているが、欧州周縁国の緊縮財政や金融資本市場の不安定化による欧州経済への影響は、依然軽視できない下振れリスクである。

ところで、既に皆様から色々言及されており重なって恐縮だが、国際商品市況の動向が気になりなところである。前回の局面では、原油、小麦等高騰するものもあれば、綿花や砂糖のように大幅な変化とならなかったものも多数あった。しかし、今回の局面では、幅広い品目の価格が、ちょうど昨年夏場から一斉に急上昇している。この背後にある動きを考えると、新興国における旺盛な実需を反映して、そもそも上昇基調であったところに天候要因が加わり、さらにコモディティが金融商品化し、そこに余剰投機資金が大量に流れ込んでいることも相当程度影響して、結果昨年夏場から屈折的に状況が変化しているということであり、まさに複合的な要因によるものである。G20でも議論されることと思われるが、こうした状況からみると、今後市況頭打ちあるいは調整局面入りが早期に訪れるのか、それとも市況上昇が長期化するのか、その影響を含め判断は難しいところである。少なくとも、一次産品価格の高騰は、短期的には資源国経済を上振れさせ、我が国の輸出に好影響を与える可能性がある。しかし、上昇が大幅かつ持続的なものになり、一方で当局の政策対応はビハインド・ザ・カーブということであると、新興国等ではインフレが加速し、その後の景気の振れ幅の拡大であるとか、最悪、政情不安に至るリスクが懸念される。また、我が国に引きつけて考えると、これまでのところ、為替円高により市況高騰の影響はやや緩和されていた。しかし、国際商品市況の上昇がまだまだ続くということになると、交易条件の悪化等によりじわじわと企業収益が圧迫され、企業や家計の行動が締め付けられる可能性が出てくる。こうした懸念もあるので、今後とも商品市況の動向には、その背景に目を凝らしながら注意していきたいと思う。以上である。

白川議長

先月、我々は中間評価を行ったが、今日の皆さんのご意見をお聞きすると、その後の経済・物価の展開は中間評価での見通しにほぼ沿っているということだったと思う。あまり大きな意見の差があったとは思わなかった。従って、景気・物価情勢について幾つかの確認的なことを申し上げて、そのうえで自分自身の幾つかの感想を申し上げたい。

まず、景気である。先月、我々は、「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」と判断した。この、改善の動きに一服感がある、あるいは踊り場という言葉で言われる状態から、徐々に脱出しつつあるというのが全員のご意見であったと思う。正確にいつ脱するのか、あるいは既に脱しているという見方もあるかもしれないが、それについては、多分踊り場という言葉についての定義による違いであって、実態的に脱出しつつあるという点においては違いがなかったように思う。そうしたことが、輸出・生産の数字といったハードデータによって確認されつつあるということだと思う。これが第一点である。二つ目は、昨日、門間調査統計局長が整理された点でもあるが、企業部門の収益の改善が民間需要に波及していくという、その波及ルート自体は作用しているが、同時に、その波及が緩やかであるということである。特に、企業部門である企業収益の改善から家計部門である個人消費への波及が弱いということだと思う。三つ目は、先々どういう見通しを持つにせよ、不確実性が高い、あるいは外部要因に作用されやすいということであったように思う。

私自身の感想として、特別変わったことではないが、今申し上げたことに幾つか付言するような形で申し上げたいと思う。一つは、最後に申し上げた、外部要因に影響されやすいというか、あるいは不確実性が大きいということである。この1年半位の日本経済の動きを振り返ってみても、改めて国際金融資本市場の変化というものにずいぶん影響を受けたという感じがする。一昨年秋、11月から12月にかけてのあのドバイ・ショック、昨年春の欧州のソブリン・ショック、それからイベント色は薄い昨年夏にかけて急速に台頭した米国の景気悲観論、これらはいずれも為替あ

るいは資本市場に大きな影響を与えた訳である。その後、悲観論が後退すると、また少しプラスの動きが働くということで、いずれにせよ、国際金融資本市場の変化というものに非常に大きく影響を受けたという感じがする。金融政策だけではないが、金融政策の効果としてリスク・テイキング・チャンネルの重要性が近年指摘されているし、あるいはもう少し一般的に言うと、リスク・アペタイトの変化を通じて経済活動に影響を与えていくということ、改めてこの1年半感じている。そうしたことがあるだけに、この先も、これは上にも下にも不確実性があるということも、改めて感じている。これが最初の感想である。

二つ目は、新興国経済である。ほとんどの方が触れられていたが、新興国経済の強さ、あるいはその中での金融緩和の修正の遅れである。ビハインド・ザ・カーブになるリスクをどういうふうに考えるのかということである。改めて、アジアの主立った国について実質金利と実質成長率の関係を整理してみると、実質金利のマイナス幅が大きい方から、インドが実質短期金利 -1.9% 、それに対し実質成長率が $+8.9\%$ である。次が、韓国の実質金利 -1.4% 、実質成長率 $+4.8\%$ 、インドネシアが実質金利 -0.3% 、成長率 $+6.9\%$ 、ここからは実質金利がプラスであるが、マレーシアが実質金利 $+0.6\%$ 、成長率 $+5.3\%$ 、中国が実質金利 $+1.5\%$ 、成長率 $+9.8\%$ である。これら以外にもこういう例はある。勿論、実質短期金利で正確に金融政策の緩和効果というか刺激力を測れる訳ではないが、ラフな目安を付けるうえで今のこの二つを計算すると、改めてやはりビハインド・ザ・カーブという感は免れない感じがする。その分、今、新興国経済が強いということではあるが、これが先々景気の大きな波を作らないかというのは懸念事項ではある。それが新興国についての感想である。

もう一つの感想は、先程、亀崎委員からもご発言があったが、このところ、日本の企業、特に大企業を中心として、成長力を強化していく色々なM&Aの案件を含めて、色々な戦略的な案件が増えてきているような印象がある。これは、我々自身がそういう動きが広がって欲しいという思いがあるので、多少、自分自身にバイアスがあるのかなと自戒はしているが、

そういう動きが少し増えてきている感じはする。これは、短期の経済情勢に直ちに影響する訳ではないが、私自身は印象に残ることである。

それから、物価情勢である。物価情勢を考えるうえでは、国際商品市況が前提としてあるので、まず、最初に国際商品市況について申し上げたい。国際商品市況は、勿論、景気の方にも影響を与える訳だが、国際商品市況の上昇の背景をどう考えるかということについては、詳しくは申し上げないが、直前に森本委員がおっしゃったように、様々な要因が絡んだ複合的な現象だと思う。この国際商品市況が実体経済に与える影響であるが、勿論、色々な議論は可能だが、まず、我々として大事なことは、骨格となるメカニズムをしっかりと押さえておくということである。そのうえで、さらに、今、枝葉の議論がまた色々あると思う。やはり骨格の議論は、この席でもいつも議論されているとおり、商品市況の上昇の背後にある新興国を中心とする世界経済の拡大による、輸出の増加効果というのが第一だと思う。第二は、交易条件の悪化、実質所得の減少によるマイナスの効果ということだと思う。この交易条件の悪化であるが、この文脈で改めて指摘したいことは、円高によるプラスの効果である。円高は通常、輸出減少あるいは企業収益の減少、すなわち、マイナス要因として言及されることが多い。しかし、他の条件が同一であれば、これは交易条件の悪化を緩和する効果がある訳である。この1年間の日本の輸入物価は、契約ベースで14%上昇した。従って、他の条件が同一であれば、14%交易条件は悪化することである。しかし、実際には円ベースの輸入価格がこの1年間で4.7%の上昇にとどまっている。これは、名目の実効為替レートがこの間8.9%円高になったことの結果である。そういう意味で、交易条件は勿論悪化している訳だが、その悪化を円高が幾分緩和していることも、同時にバランス良く評価していく必要があると思う。この商品市況上昇の効果は、今申し上げたプラスもマイナスも勿論ある訳だが、その日本に対する影響を考える時に、幾つかのベンチマークがあると思う。一つは、国際的にみて日本への影響は相対的に大きいのか小さいのか、それから、2008年夏と比べてどうなのかということである。まず、国際的にみた場合であるが、

仮に商品市況上昇の背後に新興国、就中、アジアの経済の拡大があると考えれば、そのアジアとの貿易のウエイトが日本は非常に高い訳である。アジア経済の拡大の恩恵を最も受けやすい立場に、国際的にはやはりあるのだと思う。そういう意味では、単純に考えるとプラス効果は相対的に他の先進国に比べると日本は大きく出やすいと思う。為替という面で見ると、円高が進行している分だけ、商品市況上昇による交易条件悪化のマイナス効果が相対的には小さい。特に、欧州との比較で見ると、この交易条件悪化のマイナス効果が相対的には小さいと思う。いずれにしても、これはプラス効果が勝るということを言っている訳ではなく、国際的にみた場合にどのようなディストリビューションになっていくのだろうかという話である。

2008年夏との比較であるが、勿論、細かい議論はできると思うが、大きく捉えた場合に、今回は世界経済の拡大局面である。それに対し2008年夏は、リーマン・ショック直前であるが、景気は既に後退局面であった。それから、交易条件という面では先程申し上げた為替の違いがある。一方で、日本経済も色々構造的な要因は当時に比べると今の方が悪くなっているという議論も勿論可能であるが、取り敢えず、比較的短期循環的な側面で比較するとこのような整理も可能かなと思う。いずれにせよ、商品市況上昇の影響は実体経済に対してプラスにもマイナスにも、それから時間の経過を経て違ったプロファイルが出てくる訳であるから、注意してみいく必要があると思う。

物価については、幾つかのことが言えると思う。一つは、現行基準のCPIでみる限り、下落幅は着実に縮小してきているということである。総合、あるいは除く生鮮食品、あるいは除く食料・エネルギー、いずれで見ても、高校授業料を除くとゼロないし極く僅かなプラスに転じてきている。そういう意味で、この1~2年の流れの中でみると、着実に変化をしてきていると思う。この要因は何なのかということであるが、先程、西村副総裁から指摘があったが、需給ギャップは精度が非常に低いので、しかもこれだけ物価上昇率の変動が小さい中で、あまり精緻な議論をしても意味が

ないということは私も認識している。取り敢えず、大きな枠組みの整理として需給ギャップを使うと、やはり需給ギャップはマイナスである。マイナスであるからこそ、物価は今まだプラスには転じていないということである。しかし、その物価の下落幅が縮まってきている、あるいは若干ながらプラスに転じているものもあるというのは、この需給ギャップのマイナス幅が縮小してきていること、これが第一点である。二つ目は、商品市況上昇の影響が、やはり間接的に出てきているということだろうと思う。予想インフレ率は、これまでもこの場では、取り敢えずアンカーされてきているということであり、今のところ、予想インフレ率がレベルシフトすることは、取り敢えずはまだないのだろう。いずれにしても、こうしたことが、物価上昇率のマイナス幅の縮小の背後にあると思う。問題はこの先である。我々自身の間接評価は、現在の基調が続いていく、物価上昇率の下落幅の縮小テンポ自体は緩やかであるが、方向としてはこの方向が続く、ということである。8月の基準改定を我々は意識しないといけないが、昨日企画局から説明があった民間エコノミストによる基準改定を織り込んだ後の消費者物価の予想値、それから織り込まない予想値をみると、その差をエコノミストは0.5%程度と一応想定している。この予想が正しいかどうかは分からないが、仮にこの予想が正しいとすると、新基準ではその分だけ下振れるということになる。このことは、我々自身意識はしている訳だが、改めて考える時に、物価指数の基準が変わることによって、どういふことを我々は意識しなければいけないかということである。実態的な経済行動自体についてしてみると、基準改定それ自体によって人々の行動が大きく変わるということは、私はないと思っている。というのは、まず極く普通の消費者は、消費者物価上昇率の足許の水準自体をそもそも認識していない。消費者物価上昇率はずっとマイナスを続けてきているが、生活意識調査をみると、この間も消費者が実感している足許の物価上昇率の数字は一貫してプラスで推移しており、それほど消費者物価上昇率の水準自体を消費者が認識しているとは、私は思わない。そういう意味では、消費者が実感として物価をどう感じているかと考えた場合に、この指数その

ものではないのだろうと思う。日本銀行として注意すべきは、消費者行動に対する影響も然ることながら、多分、日本銀行の政策意図を上手く伝えていくうえでの、コミュニケーション上の問題だろうと思う。日本銀行が、こうした消費者物価指数の基準の変化をも織り込んだうえで適切な政策判断を行っているということについての信頼感があるかどうか、その信頼感がないと、それがコミュニケーション上の問題をもたらし、それが新聞のヘッドラインを賑わすということに多分なるのだと思う。それがまた影響を与えていくことになる。そういう意味で、消費者行動自体がこの基準改定によって即物的に何か変わるということではないのだろうと思う。いずれにせよ、前回この決定会合で基準改定の話もあったので、そのことも受けて記者会見では言及もしたが、基準改定幅が今分かっている訳ではない。それだけになかなかコミュニケーション上は難しい面が引き続きあるが、努力していく必要があると感じた。取り敢えず以上である。

亀崎委員

国際商品市況の問題だが、複合要因ではあることは確かだが、この原因が新興国の需要拡大であり続ける限りにおいては、これは日本にとってプラスではないかと思う。というのは、新興国が拡大し続ければ、日本製品に対する需要も増える。また、市況上昇によって、新興国の購買力が増えれば、日本製品の需要が増える。それから、日本は最大の債権国であるので、新興国等の海外に所有する資産からの配当も増える可能性がある。この市況上昇の原因が、新興国の需要拡大が主要因であるとすればプラスである。ただし、この原因が、供給ショックとか、投機資金とかそういうものである場合は、日本の需要拡大には繋がりにくいので、日本経済にとっての影響はプラスにならないのではないかと思う。それを交易利得と海外からの所得ということで、少しみてみた。そうすると、日本にとっての損益は何かと言うと、一つは、輸出入物価の変動による交易利得、もう一つは、輸出入の数量の増減による実質純輸出、それからもう一つは、海外からの所得、配当、雇用者所得——海外からの純受取——である。この三つ

を合計したものである。これをみると、オイルショック時の 1973 年、それから 1978 年は物凄いマイナスで累積損失である。これは、市況が戦争に起因する供給ショックであったために、交易利得の減少と同時に、世界景気が悪化したことで日本の実質純輸出も減り、その後、暫くずっとマイナスである。一方、今回の国際商品市況の上昇は、新興国需要の拡大が原因であるため、世界景気がむしろ改善して、日本の実質純輸出はプラスを続けている。2003 年以降をみると——内閣府の国民経済計算によるものであるが——、交易利得はずっとマイナスだが、交易利得と純輸出と海外からの所得とを全部足して累積していくと、2008 年の後半から 2009 年の前半にかけてだけマイナスで、あとは全部プラスなのである。ということは、やはり国際商品市況の上昇が、新興国の需要の拡大が原因であり続ける場合においては、輸出増加分が交易利得の減少分を凌駕している——円高も交易利得のマイナス軽減にある程度効いている——日本経済にとってはプラスではないかとみている。

須田委員

おっしゃることは分かる。そういう考え方も分かるが、新興国の需要が強ければ、当然、資源価格が上がってしまい、インフレが高くなるので、引締めをしなくてはいけないということがまずある。それから、彼等新興国が、エネルギーを今どれだけ効率的に利用しているかというのと、やはり彼等——資源の輸入国であるエマージング——は相対的に利用効率が悪い訳で、その影響をやはり彼等はもろに受ける。だから、その他の条件を取ってしまっても、彼らの経済が強いということであれば、輸出が増えていくが、実際にはそれに対して政策の対応が行われる。それから、前回、資源価格が上がった時、私は、これは資源輸入国から輸出国に対する所得のトランスファーであり、その所得移転がどのように使われるか、ロー・アブソーパーである資源国でどれだけ有効需要が拡大するか、他方、当然、我々輸入国の方は所得が減るから、それらがどのように世界全体の需要に影響するか、をみていた。前回は、その前と違って、中東ではかなり

インフラ投資が行われた。前々回は如何にオイルマネーを還流するかがテーマであった。資源国は、ロー・アブソーバーであったから、トータルでは需要が落ちた。では、今回はどうかと考えた時、資源輸出側がかなり過熱しているところは、これ以上支出は増やさないだろうし、バブルが崩壊してしまったところは落ち込んでいる。ということで、所得移転を受けた側の金融政策の引締め効果もあって、世界全体でみると、需要は増えないのではないかとこのように私は認識を強めている。トータルで見た時、世界景気を下げる影響があるのだろうと思う。勿論、元々経済が強いということがあるから、実際にはそこは何とも言えないけれど、エマージングの需要が強いから、資源価格の上昇のもとで輸出が増えていくということは、必ずしも今回は期待できないのではないかとこのように思う。

亀崎委員

その点について、私が先程申し上げたのは、新興国の需要、発展が維持し続けなければならないことを言った訳である。そういう条件であれば、ということである。今おっしゃったエネルギー効率が悪く、環境対応も遅れているというのは、確かにそうである。非常に効率が悪い。それを先進国も一緒になって改善に努めると、それは輸出に繋がる。新興国のエネルギー効率も悪い、環境対応も遅れている、そういうところにおいては、改善をしながら、それは先進国も協力しながら、それで発展を続けていく限りにおいては、国際商品市況の上昇は、日本経済にとってプラスであるだろうと、こういうことである。

須田委員

それは、かなり長いタイムスパンで話されている。

亀崎委員

勿論である。

須田委員

資源効率の問題であるな。私は、もう少し短いタイムスパンで、マクロ的な話を考えた。

亀崎委員

短くても、基本的には短い先に先がある訳である。だから、先々を私が言っている訳ではなく、そういう延長線に先があると思うので、基本的な考え方として申し上げた。

白川議長

この商品市況の問題は、まさに今後の世界経済を考えるうえで最も重要なテーマの一つである。だからこそ、今回のG20でもこれが最大のテーマになっている訳であるし、また、膨大な作業をG20でやっていこうということである。勿論、今日答えが出る訳ではないけれども、引き続きしっかり考えていく必要があると思う。どなたか何か。

西村副総裁

先程、経済統計の話が出たので二点ほど。一つは、我々がみていくものを現状の消費者物価指数でそのまま続けて良いのかということ——これは単なる頭出しであるが——考えていかなければいけないと思う。確かに、ラスパイレスの連鎖にするのは、一つの考え方である。勿論、これにも問題が色々あることは分かっているが、しかし、コミュニケーション・ポリシー上、やはり段差が生じてしまう——勿論、ラスパイレスを連鎖にしても実は段差は生じるが——、出方が随分違うということを見ると、何か考えていく必要があるのではないかと思った。もう一つは、GDP統計にしても、米国のように第4四半期から次の年の第4四半期までの変化率を示すスタイルの方が、現在のようにゲタがどの位になった、この位になった、それで、見通しががんがん変わってしまうような状況より、まじかなという気も少しする。この辺のところは、国民との分かりやすいコ

コミュニケーションとして、どのような——いわばデータは変わらないが、そのデータから出てくる派生物として——指数をみていくのかについては、少し検討した方が良いのではないかと考えている。

須田委員

その二つの点について、コミュニケーション上の問題だから、政策対応として私は次のラウンドで全く同じことを言おうと思っていた。

白川議長

先程、米国経済について、山口副総裁は楽観と悲観を繰り返しながらも、少しずつ学習効果を積んでいって、今回は、去年の春に比べると、多少米国の方も慎重な見方をしているということであった。その辺もし何か追加的にあれば。米国の経済について、我々自身は米国の当局者に比べると、一貫して慎重にみていて、これはこれでこれまでのところ当たってきていると思う。しかし一方で、我々自身も成功体験に酔ってしまって、間違ってもいけないと思うので、米国の経済について、あるいは先程の皆様の意見陳述の中にもあったが、何か追加的にもしあれば。

山口副総裁

先程申し上げたが、去年の春に米国で台頭した楽観論については、我々からすると、バランスシート調整の負荷に関し、軽く見過ぎていたのではないかという気がしている。政策当局も、超緩和からの出口を非常に強く意識していたと思う。それに比べると、今回は、個人消費について一定の評価をしながらも、バランスシート調整の重さについてはかなり意識しているような感じがしている。F e d も、バーナンキ議長の発言に象徴されるように、先行きについての慎重論を繰り返し言っているので、今回の先行き楽観論は、一方で強い警戒感も秘めているようにみえる。去年の春先の楽観、それから夏場の悲観、そして今回の楽観と、変化してきているのだが、彼等も経済実態に対する評価について学習効果というか、根本のと

ころでの見方の修正を加えながら、バランスの取れた判断をするようになっていないか。然ればと云って、それが 1990 年代の前半から半ばにかけて、日本で繰り返された楽観、悲観よりは、もう少しマイルドな楽観、悲観に変わってきているのかどうかとなると、まだそのところはよく分からないと思っている。

野田委員

先程、私が意見の中で申し上げたように、今回、楽観に振れたのは、資産価格——彼らの金融資産の構造からいって株価——の上昇が、我々が日頃感じている以上に効いていると思う。それと言うのは、先程少し申し上げたように、はっきり統計にも表れているが、富裕層——月収 5 万ドル以上——だけのマインドが改善していて、その他はほとんど変わっていない。そうすると、この消費は、持続力という点でやはり自ずから限界があるだろうと思う。株価がこのままどんどん右肩上がりが増えていけばまた別であるが、それもなかなか考えにくいとすれば、昨日も国際局と議論したが、どこかで頭を打ってくるだろうと思う。そうすると、今、山口副総裁がおっしゃったような構造的な問題がまた頭をもたげてくる。これの繰り返しがこのところ行われてきた訳である。これはこれですっきりなくなってしまうと考えるのはなかなか難しいと思う。

須田委員

山口副総裁がおっしゃったとおりでと思う。去年はどちらかと言うと、F e d そのものが楽観、悲観を作り出していたというか、自分達が成長見通しを凄く高くして、自分達が落としていったという部分があった。それに対して、確かに今年は非常に彼等は慎重で、マーケットの方がより楽観で、足を引っ張っていているという感じがする。ただ、F e d は構造問題を意識するようになったものの、やはり自分達のやっている政策効果については、相当楽観的なスタンスを出しているというように思う。だから、効果を巡って、今度は、楽観・悲観論ということで、彼等がまたもう一つ

波を作り出してしまう可能性があるなど思っている。

山口副総裁

F e dについて言えば、その先に直ちに出口が待っているとまではまだ思っていない。そこは相当慎重に判断する必要があると考えている分だけ、去年とは構え方に違いがあるようにみえる。ただ、そうは言っても、緩やかな回復パス、しかも平坦なパスを辿り続けることができるかということ、なかなかそうはいかないだろう。抱えているバランスシート上の問題、端的に言えば、住宅市場の問題、それから労働市場の問題が意識される度に、経済に対する下押し圧力がまた表面化してくるだろうし、そうなれば、何がしかの悲観論の台頭は避けられないのではないかと思っている。

野田委員

F e dとしても——楽観・悲観的な見方とおっしゃったが——、ここに来て色々な政治状況などもあって、彼等が本当に冷静に考えているパスよりも、相当楽観にバイアスをかけたコミュニケーションをやっているというように、個人的には理解している。彼等は、本当に楽観をそのまま延ばしているかどうかは分からない。それは、言葉の端々に、労働市場の問題であったり、再三に亘って対比的に言っている。そちらの方も、やはり実はよく読み込んでくれという発信はしていると思う。ただ良い時は良い方ばかりを市場は注目しているが、よくよく行間というか、対比的にみていくと、やはり将来に対する問題はしっかり発信している。バランス良くみていく必要があると思う。

亀崎委員

高い失業率と住宅価格市場の低迷、バランスシート調整の重石があるにもかかわらず、+3%を超える成長をしている。その力がマイナスにならない訳である。昨日、少し申し上げた税引き前利益が過去最高の1兆6,000億ドル位である。税引き後だと1兆2,000億ドル位であるが、税引き前だ

と1兆6,000億ドルで、海外からは4,000億ドルもコンスタントに入ってきている。それに、国内からの収益も伸びてきている。株式と投資信託を合わせれば、家計の資産構成の4割を超える中で、株価が上がってきている。こういうところに今の個人消費の強さがある。先程おっしゃった富裕層は、個人消費をしっかりと支えているところがあり、今回も年収25万ドル以上の個人への減税はもう打ち切ろうとオバマ大統領はしていたが、これも延長を認めた訳である。そういう意味で、私は重石があるにもかかわらず、+3%以上の成長を続けているのは、人口が増えているとか、イノベーション技術とか、ダイナミズムがある米国経済だからだと言われているが、そこにはやはり一定の評価をしている。日本みたいにマイナスに入らないところが凄いと思っている。

中村委員

米国経済を個人消費が支えている分、個人消費の動向は重要である。購入単価を落としても、ボリュームが減らないため、金額ベースでも維持されている。輸入カーゴの動きなどでも、それほど減少していない。なぜ、個人消費がこれほど底堅いのだろうかと思う。やはり、ある程度の消費力があるように感じる。

野田委員

もう一つは、やはり宮尾委員がご指摘になっているように、日本と全く同じ構図で、企業から家計への波及ルートがない。かつては、米国はそういうことがなかった。今回は、日本の我々がよく言われる失われた何年という、企業が全く支出面に対して慎重である。それは、設備投資もそうであるし、労働分配率、ご指摘になったような点もそうである。そのくびきが取れるかを私もずっとみている。企業収益が益々上がって、手許は日本の企業と同じような構造で、手許資金は物凄く潤沢になっている。ただ、根源的な企業支出に結び付いていない。ここは、どのようにみれば良いのか。日本から10年遅れ位で、同じようなことが、来ているという感じが

しないではない。

西村副総裁

雇用と中小企業と一緒にいる。要するに、中小企業——メインストリート——で頑張っている人が全部だめで、外で稼いでいる大企業の人、どんどんアウトソーシングしている人達が儲かるという構図が益々ひどくなっている。

野田委員

雇用に結び付かない。

須田委員

ただ、ADPなどをみていると、中小企業の雇用が増え出している。それから、マインド調査などをみても、少し改善の動きがみられるというところはあっている。

西村副総裁

11月までの数字しかないが、ジョブ・オープニング・レートが少し下がってきている。12月、1月がどうなっているのかよく分からないが。だから、ミスマッチがある程度解消すれば、少しずつ雇用は増えるが、ジョブ・オープニング・レートはあまり強くなっていないというのが、少し気になっている。

須田委員

前回言ったが、結局、収益も日本と同じように海外で稼いでいることが多いとすると、投資するのも雇用も海外ということが同じように起こっているのだと思う。

中村委員

雇用も中小企業でぐっと減った。だから、中小企業が回復しないと、雇用はなかなか増えない。大企業はそれほどには減っていない。

山口副総裁

米国だけ取り上げて言うと、住宅バブルの崩壊からそろそろ5年が過ぎる。日本のバブル崩壊の時期を1991年頃と考えると、5年後というのは、クレジット・クラッシュ直前の頃である。その頃の日本と今の米国とを比較してみると、米国では大銀行に対する資本注入などは終了しており、こうした点で、大きな問題が生じることは多分ない。中小金融機関の問題は依然として続いているが、問題の所在は明確であり、潰すべきは粛々と潰すという方向感も決まっている。要すれば、日米の大きな違いは、金融システムについての対応の仕方にある。この違いが、どのような形で、1990年代後半以降の日本経済とこれからの米国経済の違いとなって現れてくるのかということだと思う。勿論、亀崎委員が言われた人口動態が違うとか、イノベーションの活力が違うとか、あるいは同じようなことではあるが、リスクを取りに行くエネルギーが違うとか、色々な違いがあることも同時に併せ考えると、米国経済と日本経済の展開にはっきりと違いが現れてくる、そういう時期がくるのではないかという気がする。ただ、それがいつなのか、どういう形で現れるのか、予測は難しい。

須田委員

米国について、少し厳しいと思うのは、日本の場合は、債務は企業がメインだったから、そこは対応に時間がかかっても可能だったが、米国の場合は、個人だから、この問題はまだまだ続くのだろうと思う。大きい金融機関はもう処理が終わったが、中小は残り、個人の問題はずっと続いていくのだろうという気がする。

西村副総裁

もう一点の違いは、資産価格の動きがやはり違っている。日本の場合は、ほとんど同じような形で落ちていったが、米国の場合は、戻ってきている。この差がかなり違う。要するに、価格がこれから下がっていくという予想が立っているのか、立っていないのか。そこのところは非常に大きいと思う。

野田委員

落ち方は、大体似たような落ち方であるな。

西村副総裁

同じところまで落ちたが、それから1年位前からの動きが少し違う。

野田委員

足許の動きをどうみるかという点。

西村副総裁

これは、少し分からない。

白川議長

他にご意見ないか。ないようであれば、このラウンドは終了して11時10分に再開したいと思う。

(午前10時58分中断、午前11時09分再開)

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは再開する。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針等について、一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたい

と思う。

それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

国内金融市場では、国際金融市場の懸案事項である欧州ソブリン問題やエジプト情勢は、今のところ影響は然程みられていない。そして国内の金融環境は、金利の面でも、資金のアベイラビリティの面でも、さらに緩和の動きが強まっている。特に、社債スプレッドの縮小、株価やREITの上昇といったリスク・プレミアムの縮小は、世界的なリスク回避意識の後退もあるが、内外投資家の買い安心感を生んだ背景には、本行の包括緩和の実施もあるものと思われる。イールド・カーブは全体的に上昇しているが、これは、最近の内外の景況感の改善によるところが大きいものと思う。ただ、この間、日本国債が格下げされたにもかかわらず、欧米金利と比べれば小幅の上昇にとどまっている。この背景には、日本の成長期待がなかなか上がらないことが大きく横たわっているのだと思うが、包括緩和における時間軸効果が、イールド・カーブ全体に下押し圧力を加えている効果も、ある程度は認められるのではないかとみている。このように、包括緩和などの本行施策は、一段の金融緩和と市場の安定をもたらしているものと評価している。今後とも、日本経済が現在のデフレを脱却し、持続的な成長経路に復帰するため、現在の金融政策運営を続けていくものと考えている。

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当と考える。そして本行は、それを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。今後、景況感が改善していくに従い、金利に上昇圧力が強まりがちになると思われるので、こうした時間軸効果をよりしっかりと市場に浸透させ、長めの金利の低位安定を実現すべく、コミュニケーションに気を遣っていく必要がある。なお、現在のように景気が回復しつつある局面では、同じ金利水

準でも、より金融緩和効果が強まるため、時間軸効果を維持、強化していくことは、デフレ脱却に向けた強力な取組みと言える。

包括緩和については、先程述べたように、一定の効果を発揮しているものと思う。ただ、効果があるものは、副作用についても警戒しなければならない。現時点では、あまり目立ったものは見受けられないが、例えば、社債市場や株式市場、REIT市場では、本行施策の効果が強い分、市場が本行に大きく依存してしまうことになる可能性がないかなどについて、注意深くみていく必要がある。なお、本来的には、市場構造が、本行施策に限らず特定の観点からの取引によって、相場全体が大きく振れるようなことにはなりにくいものへと変化していくことが重要だと思っている。例えば、こうした市場において個人投資家層が厚みを増し、多様な見方を反映した相場形成が行われやすい市場となっていくことが求められているものと考えている。

成長基盤強化に資する資金供給は、第2回までは好評で、これから実施する第3回にも期待しているところである。今後については、この第3回の結果もみながら、考えていきたいと思う。

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

まず、前回会合以降の国内の金融環境についてであるが、「引き続き、緩和の動きが強まっている」と判断している。すなわち、短期金融市場では、本行による潤沢な資金供給を背景に、金利は総じて低水準で推移している。TIBOR、LIBORが低水準横這いで推移しているほか、短期

国債金利も安定している。長期金利は、株価が堅調を維持する中で幾分上昇し、足許 1.3%程度での推移となっている。この間、CP・社債市場をみると、社債発行体企業の裾野の拡大が続くなど、発行環境は一段と良好になっている。貸出金利は、振れを伴いながら、緩やかに低下している。こうしたもとで、企業の資金調達コストは、低下傾向を辿っている。企業の資金繰りや企業からみた金融機関の貸出態度については、企業規模による水準の違いはあるものの、総じて改善傾向が続いており、多くの指標で 2000 年以降の平均、ないしはそれ以上の水準に到達している。

なお、企業金融を巡る当面のイベントとして、この 3 月末の緊急保証制度の期限切れの影響を意識しておく必要がある。当然、企業倒産の増加を含め、それなりのマイナスの影響が出る可能性があるともみている。ただ、既に同制度に対する申し込み件数が減少傾向になっている。加えて、同制度はかつての特別保証とは異なり、対象企業の信用力をそれなりにチェックしたうえで保証を実施する仕組みとなっていることから、倒産の先送り効果という面でも限定的であると思っているし、期限切れがトリガーとなって大きな混乱が生じることはないのではないかとと思っている。いずれにせよ、この点についても、しっかりと点検を続けていく必要があると認識している。

金融政策運営だが、時間軸の明確化について一言触れておきたいと思う。包括緩和の導入から約 4 か月が経過したが、時間軸の明確化の狙いとか、あるいはその内容に対する市場参加者の理解は、徐々に浸透してきているように思う。とはいえ、景気が回復していく過程では、今回の約束の意味するところが、折に触れ試される状況が続くことになると思う。先行き、国際商品市況の上昇によって消費者物価が上振れることとなれば、市場とのコミュニケーションが益々難しくなるかもしれない。結局のところ、物価の安定が展望できる状況とはどのような状況なのか、という本質的な問いに帰着する訳であり、我々としても、その点について周到に確認しながら、対外的に、自らの考え方やそのもとの政策スタンスを粘り強く説明していくことが重要だと思っている。そうした対応により、この政策の効

果を最大限引き出すことが可能になると思っている。

次に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」についてである。これまでの2回の資金供給によって、貸付実行額は上限の3兆円の半分である1.5兆円となっており、この先、貸付額が上限に近付いていくにつれて、本資金供給の今後の取扱いに対する注目が次第に高まってくると考えられる。我々としては、この資金供給の目的を踏まえ、金融機関が成長基盤強化に向けた取組みを進めるうえでの呼び水としての機能が十分かどうか、資金供給の方法として何らか新しいものを工夫できるのかどうか、こういった点を見極めていくことが重要だと思っている。今月末に実施される第3回目の資金供給の状況などもみながら、本件についても、今後、議論を深めていきたいと思っている。

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切と思っている。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、金融環境並びに金融政策に対する意見を申し上げる。まず、市場金利の動向だが、長期金利については、我が国を含めて世界経済が一時の減速局面から脱しつつある中で、強含んでいるが、その一方で、短期ゾーンについては、本行による潤沢な資金供給を背景に低水準で落ち着いて推移していることかと思う。そうした中で、企業の資金調達環境をみると、銀行の貸出金利は総じて低下基調が続き、中小企業に対する貸出態度も改善の動きが続いている。また、CP・社債市場では、BBB格企業による社債発行が増加している。これらの点を踏まえ、我が国の金融環境は、引き続き緩和の動きが強まっているというふうに認識できると考えている。

こうした金融環境のもと、先程申し上げた実体経済の状況を踏まえて、我が国経済は一時の踊り場局面を脱する展望が拓けているということ踏まえ、我が国経済は、その物価安定のもとでの持続可能な成長経路への復帰に向けた動きを着実に続けていくというものになってきている。そこに包括緩和の効果も反映されてきていると考えている。従って、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持し、また、資産買入等の基金を通じた国債、社債、E T F、R E I Tの買入れによって、現在の包括緩和を引き続き強力に推進していくことが適当であると考えている。短い、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、先行きの経済・物価は概ね見通しに沿って推移すると予想しており、リスクも上下にほぼバランスしていると判断しているので、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。以下では、金融政策運営について、現在、気になっている点について、幾つか述べておくことにする。

まず、金融調節についてであるが、札割れが多発する中、基金を着実に積み上げるべく今後も難しいオペ運営が続くと思うが、基本は淡々と、しかし状況によっては機動的に、金融調節をやって頂きたいと思う。

次に、包括的な金融緩和政策についてであるが、長期金利がレンジを切上げていく中、長めの金利に働きかける効果がどの程度出ているのか、引き続き評価は難しいとみている。もっとも、B B B格社債の発行銘柄の広がりや引き続きみられているほか、社債発行スプレッドも明確に低下しており、貸出金利も低下傾向にある。また、J-R E I T市場においても、起債環境は一段と改善しており、緩和効果が発揮されつつあることは確かだと思っている。いずれにしても、資源配分の歪み、金融仲介機能・市場

機能の劣化、財務の健全性の毀損といった副作用にも留意しつつ、包括的な金融緩和政策の効果を評価していく必要があると思っている。この点、今回のもう一つの出張先のスイスでは、スイス中銀がデフレに陥らないようにと行った為替介入の結果、巨額の為替差損を被り、デフレは回避できたものの巨額のロスを出したことに對して厳しく批判されていた。政策目標を達成したとしても、財政政策に近い政策を行って実際にロスを出すと、財政が厳しい折、政策そのものに対しての大きな疑問が呈され、中央銀行の信認が傷つきかねないと思われる。日本銀行の財務の健全性維持は決して庭先きれい論ではないということを知ってもらいたいと思っている。

第三に、金融経済がグローバル化したもとでの金融政策のあり方についてである。先日の記者会見でバーナンキFRB議長は、「商品価格の上昇については新興国におけるインフレの原因をFRBの金融政策に求めるとするのは全くもって不当だと考える」と述べていた。しかしながら、資本移動が自由で経常収支、金利、為替レートが変化する中、米国の金融政策が米国以外の経済・物価に影響を与えることは確かである。全てとは言わないが、「全くもって不当だ」と言い切れないと思っている。バーナンキ議長のような言い方では、相手国への影響とその反射効果をも考えながら政策を行うということにはなりそうもないが、政策担当者は経済の相互依存関係、政策の相互波及効果についての分析や認識をもっと深めて、グローバルにみて適切な政策が行われるよう、対話を続けていく必要があると思う。

第四に、成長基盤強化支援資金供給についてであるが、2月4日に第3回の実施スケジュールが公表され、3月7日には貸付けが実行される予定であり、資金供給実績は第2回目までの貸付実行額と合わせて残高上限額の過半を上回ることは確実な情勢となっている。こうした状況もあり、金融機関あるいは市場関係者の間では、成長基盤強化支援資金供給制度の今後の運営について関心が高まり始めているようである。前回会合でも申し上げたとおり、包括的な金融緩和政策は勿論、成長基盤強化支援資金供給

についても、効果と副作用の差を最大化するためにはどうしたら良いか、しっかりと点検して改善策を図っていくことが重要であるが、併せて制度運営の今後についても、議論を進めていくタイミングに差しかかりつつあると思っている。この点を踏まえて、執行部には改めて検討をお願いしたいと思っている。日本全体で、それぞれが生産性を高める努力をする必要性について、常に注意を喚起しておくことが重要だと考えている。

この点に関して、ポルトガルでは、財政再建に向けて、ギリシャ・ショック以前から取り組んでいる年金制度改革に加えて、公務員給与・人員削減や付加価値税引き上げといった歳出・歳入両面に亘る諸改革に国を挙げて取り組んでおり、その成功に自信を持っている様子が窺われた。また、財政再建以上の課題とみられている低成長の克服については、大幅な経常収支赤字を縮小させるべく輸出拡大・多様化を求め、また、銀行を含めポルトガル企業がポルトガル語圏であるブラジルやアンゴラ、モザンビークといった新興国に進出して活発にビジネスを展開している、といった話が聞かれた。先行きこのような努力が市場の信認を取り付けられるかどうかは結果次第というところもあるが、国を変えていく、変わりつつあるという話を聞きながら、なぜ日本は動かないのか、国民全体として危機感の共有のなさにがっかりするところであった。

最後に、前回も申し上げたが、金融政策がその効果を十分発揮していくためには、市場あるいは一般の国民との対話は不可欠である。長期金利が上昇するもとの、時間軸効果が揺らいでいるといった発言も見受けられるが、我々の政策の枠組みを何度も説明し続ける必要があると思っている。時間軸は、当然、経済・物価見通し如何によって変化するものであるが、最近気になるのは成長率見通しの変更がいわゆるゲタの大きさの修正によってもたらされることが多いということである。数字の上下動をもって見通しのシナリオを変えていると受け取られてしまうと、時間軸にも影響が出かねない。前にも申し上げたが、前年同期比で成長率を示していくのも一案かと思う。また、国際商品市況高による物価高は基本的には実体経済に悪影響が及ぶと考えられるので、物価が「中長期的な物価安定の理解」

に入ることが展望できたからといって、実質ゼロ金利を直ぐにやめるということには結び付かないことも説明しておく必要があると思っている。また、物価についても、できることなら指数改定によって物価変化率が大きく修正されるというようなことは、時間軸効果に与える影響を考えるうえでも望ましくない。こうした観点から、消費者物価については、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%ポイント程度の差があり、現時点では後者の方が実勢に近いということを前広に示していくことが望ましいと思っている。それができないのであれば、当面は物価の先行きについては不確実性が高い、ないしは幅をもってみる必要があるという形などで発信する方が引き続き望ましいと思っている。いずれにしても、このようなギャップをなくすために、将来は連鎖指数で物価を考えていくことも視野に入れていく必要があるのではと思っている。以上である。

白川議長

野田委員お願いします。

野田委員

我が国の金融環境については、短期金融市場では、足許、短国レートが長期金利の上昇に引きずられる形で僅かに上昇しているものの、総じてみれば落ち着いた展開となっている。一方、長期金利については、足許、幾分上昇している。米国長期金利の上昇が影響している面が強いとみているが、我が国経済が先行きについて、ある程度の安心感が熟成されつつあり、市場参加者の景気・物価動向に対する見方が少しずつ強気化していることも反映していると言える。この間、S & P社による日本国債の格下げに対する反応は、特段みられなかった。株式市場では、中東情勢を巡る不透明感の高まりが株価下落に繋がる局面もみられたが、米国株価の上昇につれつつ、企業業績の上方修正による見直し買いもあって反発している。J-REIT市場は、価格面での改善はこのところ一服しているが、増資や投資法人債発行が活発化しており、包括緩和の呼び水効果がプライマ

リー市場にも及んでいるものと評価しているところである。

次に、金融政策運営について述べる。足許の長期金利の上昇は、短期ゾーンの金利にも幾分押し上げ圧力として作用していることが考えられる。包括的な金融緩和政策を含む政策の3本柱を粛々と実行していくことの重要性を再認識している。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淡々と進めることを基本にしつつ、一方で、時に市場の状況に応じて機動性を持たせて実行していくということ、併せて、包括的な金融緩和政策におけるもう1本の柱である時間軸に対する強いコミットメントを市場にしっかりと発信し続けていくこと、これらが重要であると考えている。

このように申し上げたうえで、時間軸効果について若干敷衍したいと思う。2年国債利回りの動きをみると、昨年前半は長期ゾーンの金利変動の影響をほとんど受けず、8月下旬のいわゆる小沢ショックといわれる長期金利急上昇時も低位安定していたところに、11月以降は比較的大きな変動をみている。このことをもって、「日本銀行の時間軸に対するコミットメントが弱いのではないか」等の声が聞かれていることについては、これまでもこの場で議論が行われたところである。これに関して、私はコミットメントの強弱というものはともかくとして、コミットメントの内容を市場が正確に理解していること、すなわち、「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件とする」という我々の但し書きまで含めたコミットメント全体、これを市場がきちんと受止めていることの現れでもないかと思いついており、このところである。前半パートでも議論した国際商品市況の上昇を金融面での不均衡の蓄積に結び付ける明確な証拠はないが、我々の時間軸の明確化を市場が仮に正確に理解し、その理解が、2年国債利回りの形成に何らかの影響を及ぼしているとするならば、市場が金融面での不均衡に対して何らかの警戒信号を発し始めているという評価もできなくはないと考えている次第である。ともあれ、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、現状の「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。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

既に多くの委員がおっしゃったことに全く私も賛成である。特に企業金融、成長基盤については全くそのとおりだと思う。従って、私は短く話をしたいと思う。国内金融市場については、実は月報概要の評価は前月と全く変化はないということであったが、この評価に対する私の判断も全く変更なく、違和感がないということで終わらせたいと思う。従って、前月と同様、緩和的な金融環境を維持し、粘り強く金融面から経済を下支えするという、今までの政策を維持するのが望ましく、次回までの金融政策運営方針は資産買入れを含め現状維持が適当であると考えている。

一点、政策運営を考える際のリスク要因について指摘しておきたいことがある。我々がそのリスク要因を考える時には、通常はリスクとなり得る事象について、個々に検討して評価する。その際に、実はリスクが同時に顕在化する場合の、相乗作用の大きさとか、それが非線形に拡大してしまう可能性を、時として結果的に過小評価しがちになり、対処が遅れたり不十分であったりすることがあり得る。それで、これは注意しなければならないと思っている。なぜこのようなことを申し上げるかと言うと、現在はこのリスク要因の同時発生という可能性が従来よりも遥かに増していると考えられるからである。これは第一に、金融市場のグローバル化が進んだうえ、デリバティブ、特にインデックス取引というような流動性の高い取引プラットフォームが燎原の火のように様々な市場——昔は金融ではなかった市場——に広がっていることがある。第二には、リーマン破綻以後の危機で世界の景気循環が同期してしまった影響が大きいと言える。特に、第一の取引プラットフォームの話であるが、この拡大は実は最近のアルゴリズム取引の急速な拡大と軌を一にするものであり、これは卵と鶏の

関係にあるが、これによって従来あった市場間の境界——こういうものは昔はきちんとあった訳であるが——が完全に越えられてしまって、資産間の相関が急速に高まってきている。アルゴリズム・トレーディングは、ファンダメンタルズの動きより相関関係、特に足許の過去の相関関係、また短い期間のディレクショナル・ムーブメントに波乗りする形になることを考えると、様々な市場でリスクが同時に顕在化すると、あるいは非常に離れたところでコンテージョンが突然に起こるという可能性も否定できない。本来、こういった商品市場——その他はオルタナティブ市場と考えられていた訳であるが——の取引プラットフォームの拡大とともに、株式市場やその他の金融商品との相関が高まっていることをみると、各種商品市場と各国株式市場の間にリスクの同時顕在化、それからコンテージョンの可能性というのが生じてしまう訳である。それが非線形な変化を起こすと、その後相関が大きく崩れてさらに混乱が生じてしまうことは、リーマン後の経験が示すとおりである。この時に起きたことは、投資家が突然市場から蒸発してしまったということであるし、こういうことが将来起きる可能性があるし、それが起きる可能性がまた高くなっているということが問題だと思っている。

問題はこの金融の世界で顕著であるが、先程申し上げたように、実物経済での各経済循環が共時的というか、同時的になってきていることを考えると、金融と実物の相互作用のマグニチュードも大きくなっているように思われる。こうしたリスクの相乗作用が生じる時の対処については、従来に増して早め早めに、個々のリスクに対処していくことが迂遠であるが一番効果的ではないかと思っている。早めに対処して、それが空振りに終わるコストと、事態を見極めるまで待っていてそのうちに相乗作用が起きてしまって大事になるコストとを比較すると、リスクの相乗作用が大きくなっている状況にある時には、早めに対処して空振りに終わるコストの方がより相対的に小さいと考えられるので、こういった対処が必要ではないかというように考えている。以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

短期金融市場をみると、本行による潤沢な資金供給を受けて、無担保コールレート（オーバーナイト物）は概ね0.1%を下回って推移し、ターム物レートも低水準横這い圏内での動きとなるなど、全般に落ち着いている。また、CP・社債市場をみると、発行残高は増加傾向にあるが、スプレッドは総じて低位に抑え込まれている。加えて、間接金融では、貸出金利、スプレッド貸のスプレッドともに低下しているので、企業の資金調達コストは低下傾向が続いていると言える。この間、資金のアベイラビリティをみると、企業からみた金融機関の貸出スタンスや企業の資金繰りは、中小企業、小企業のレベルでも改善傾向が続いている。以上を総合して、我が国金融環境は、包括的な金融緩和政策のもとで、緩和の動きが続いていると考えられる。

その他の金融資本市場をみると、株価は、米国市場の堅調などを好感して上昇している。一方、ドル/円相場は、一定レンジでの動きとなっている。また、米国の長期金利が、ISM指数や2か月連続で低下した失業率等の明るい経済指標に反応して大幅に上昇するもとの、昨年末以降落ち着いた我が国長期金利も再び強含んできている。現段階では、本行が時間軸を明確化したことが効いていると考えられ、長期金利の上昇には限度があるとみているが、我が国の財政が早期に再建の道筋をつけられなければ、今後、財政問題が絶えざる不安要因として国債市況の足を引っ張る可能性もある。為替円高や長期金利の上昇は、企業や個人のマインド、そして経済行動に大きな影響を及ぼすということを念頭に、為替市場、債券市場の動きには引き続き警戒して参りたいと思う。

以上を踏まえた、次回までの金融市場調節方針であるが、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、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よ

う、引き続き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く必要があると考える。基金を通じた資産の買入れとやや長めの資金供給を着実に進めながら、先行きの経済・物価動向を慎重に点検し、中央銀行として適時適切に対応していくことが重要であると思う。

なお、成長基盤強化支援に関しては、皆さんからも色々言及があったが、来月早々に第3回の資金供給が予定されており、今回もまた環境・エネルギーをはじめ幅広い分野において本スキームが活用されるよう期待している。ところで、多少古い話になるが、本行の貸付対象先とはならない信用組合の上部機関である全信組連が、昨年12月より本行と同様のスキームとして、中小企業の成長分野を対象とした「くみれん地域サポートローン」の取扱いを開始した。また、昨年9月、信金中金は、中小企業の活力の維持向上と地域活性化を目的として、傘下の信用金庫を通ず代理貸付商品である「SCB地域活性化ローン」を創設している。これらは、言ってみれば、成長基盤強化支援における本行の役割を系統上部が取って代わり、本行非取引先を含めて、中小の地域金融機関における成長分野等に向けた融資の推進を支援する取組みであると思う。こうした形もまた呼び水効果の現れであり、こうした点も含め、今後の展開をよく点検して参りたいと思う。以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

企業金融、並びに成長基盤強化に対する資金供給に関しては、複数の委員の方から言及があったので省略したいと思う。一点だけ、市場との対話に関して述べたいと思う。

我が国の短期金利は、本行の積極的な資金供給のもと、総じて落ち着いた

た動きを続けているが、残存期間2年近傍から長期ゾーンの金利が強含んで推移している。背景には、米国経済の持ち直し期待の高まりに伴う米国債金利上昇との連動、我が国のCPI前年比マイナス幅の縮小傾向の継続、さらには我が国経済の持ち直しを反映した金利水準の調整の動き等があると考えられる。しかしながら、上昇幅は小幅であるし、水準面でも歴史的にみれば低位にとどまっており、直ちに大きな影響が懸念される状況ではない。注目されるのは、1年物フォワード・レートの動きが、市場では2年以内の利上げをほとんど想定していないことを示す中、昨年前半までは長期債利回り上昇の影響をほとんど受けなかった、残存期間が比較的短い2年債セグメントの利回りが、このところ上昇傾向にあることである。足許では、2年債セグメントの投資家層が薄くなっていることもあるが、本年2月3日以降では、2009年11月以来となる、0.2%台での水準で推移している。

こうしたイールド・カーブの動きは、本行と市場との対話の難しさの一面を示唆しているとも考えられる。本行は、これまで、白川議長も講演等でたびたび言及しておられるように、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、「中長期的な物価安定の理解」のもと、実質ゼロ金利政策を継続するとの時間軸に関する方針を、繰り返し明確に伝えてきた。国債の価格は、様々な要因に基づき形成されるものである。先に述べた残存期間2年近傍の債券の価格形成が、本行の現在の金融政策を投影したものであるのか、また、時間軸についての本行のコミットメントに対する市場の認識がどの程度織り込まれているのかは定かではない。こうした金利上昇は、国際金融市場における様々なリスクや期待が意識され、円が避難通貨として注目を集めている中で起きていることであり、今後も神経質な動きが続くと思われる。

前段でも述べたが、我が国の実体経済が、一時的な足踏み状態を脱しつつある中、景気に対する見方も明るさを取り戻しつつあり、我が国経済に関する現状判断も幾分か前進させることが適切な転換点に立ち至りつつある。こうした局面では、本行の景気の見方に対する微妙な文言の変化を

捉え、一部の市場関係者による、本行の金融政策のスタンスの変更の兆しとの誤解や、あるいは恣意的な解釈を通じて、市場金利の微細な動きが、自己実現的に大きな市場の動揺に繋がってしまうリスクにも、注意が必要だと思う。我が国経済はデフレ状態をまだ脱していない中、包括的な金融緩和政策のもとでの緩和的な金融環境を継続する方針であることを、繰り返し市場に対してしっかり発信し、市場の誤解や本行の政策に対する間違った懸念が極力発生しないように、市場との対話には引き続き十分な配慮が必要と考える。

最後に、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

次回決定会合までの金融調節の運営方針であるが、私も含め、全員が現状維持ということであった。我々の行っている金融緩和政策、包括緩和の効果の評価であるが、本日は詳しくは申し上げないが、皆さんもおっしゃっていたように、一定の効果を発揮しているということである。社債の発行の裾野が拡大している、あるいはREITについて増資や起債も出てきている。それから、長期金利についても、上昇はしているが他の国に比べると相対的に小幅である。これには、時間軸の効果も相応に認められるということである。時間軸については、また後から申し上げる。また、多くの方が、今後の成長基盤強化支援の融資について発言をされた。来月の実施状況を見て、何が我々の目的に沿った措置であるのかについて、検討をこれからもして欲しいというご意見があったし、私もそう思っている。それから、札割れに伴う調節の難しさに言及される方もいた。我々自身が、固定金利オペも入っている包括緩和を行っていくうえで、固定金利オペが札割れになっていくのは非常に具合の悪い事態であるので、この固定金利オペの札割れを避けていくように、常日頃の調節を工夫して欲しいということであった。文学的に言うことは簡単だが、実際に行うことは大変難しいと思うし、札割れ自体も金利観によってずいぶん変わってくる訳である。

世界全体の景気が上向いていき、さらに成長率が高まっていく、その結果、各国の金融政策のスタンスも変わってくるという見方が出てくれば、金利観も変わってくるし、札割れもまたなくなってくるので、今後必ず札割れが起こるという訳では必ずしもないと思っている。ただし、仮に札割れが頻発するという事態になった時に、固定金利オペへの波及を防ぐべく、工夫をして欲しいということである。昨日、執行部からも説明があったが、結局、短期の金融市場が非常に安定しているが故に、札割れが起こる訳である。例えば、典型がレポレートだと思うが、レポレートが多少微細に上昇した時に、それをいわばポジショントク的に取り上げて、短期金融市場が不安定化している、時間軸が揺れているという、ある種のキャンペーンがなされて、それに我々自身が動揺してしまうと、本来は札割れを防げるようなオペレーションの環境を、実は我々自身が潰していくことになってくる訳である。従って、我々自身がそこはどっしり構えていくこともまた必要ではないかと思っている。そうでないと、現場の外山金融市場局長以下にとって、ミッション・インポッシブルのようなことを起こす感じもするので、そこは我々自身として意識しておく必要があるのではないかと思った。

また、何人かの方から、これは調節方針ではないが、時間軸とも関連して、コミュニケーションについて発言があった。これは永遠のテーマで、これまでも何度となく議論されてきたテーマではあるが、改めてGDPの成長率の改定——今に始まった訳ではないが——、あるいはCPIの指数の問題を考えるにつけ、どういうコミュニケーションが一番良いのか考えていく必要があると、私自身も思っている。ただ、これはこういう仕事に長く携わっているためかもしれないが、例えば、成長率について、展望レポートを初めて出す時にも、この議論をずいぶん行った。本来は、米国式の最終四半期の前年比が良いということで、当時もそういう議論であったと思うが、さは然りながら、コミュニケーション上は、世の中では年度平均で議論をしている、政府の経済見通しも年度見通しであるという中で、日本銀行だけが最終四半期の前年比を出して、それで本当にコミュニケー

ションが図れるのかというのは、これは非常に悩ましい問題であるということ、
ことで、当時は見送った。ただ、今後どうなのかは分からない。私自身が
国際会議に行って感じるのは、今のその問題もあるが、より感じるのは、
実は年度で話すのが良いのか暦年で話すのが良いのか、これはまた全然イ
メージが違ってくる。日本銀行の見通しは、いつも展望レポートで年度の
見通しを言う訳だが、特に最近のように変動が大きい場合、他の機関の見
通しと全然違っているの、それを変換するのはなかなか難しい。そうす
ると、ついつい自分自身あまり数字に言及しない形で文学的に説明するこ
とになるが、そこは他の国の説明と少し違くと、いつも私自身が感じてい
る。そういう意味では、例えば、最終四半期と言われても、年度の最終四
半期なのか、暦年の最終四半期なのか、これもまた論点であり、色々な論
点があるという感じがしている。ただ、いずれにせよ、現状よりも少しで
も良いコミュニケーションは何なのかということは、その技術論も含めて
検討していく必要があると、私も思う。

それから、時間軸について、多くの方から言及があった。今のところ、
相対的に日本は、時間軸効果により、まだ長期金利の上昇は小幅にとど
まっているが、我々自身が、世の中に対してははっきり説明すべきは、時間
軸政策のこういう枠組みを取っていることと、それからその背後にある経
済・物価の見通しだと思う。あくまでも、現在のこの金利水準をいついつ
まで続けるという形で、時間軸を明確に説明するというではない。本
質的に問われていることは、経済・物価・金融情勢をどのように説明して
いくのかということであって、実は時間軸政策そのものではない。日本銀
行が時間軸政策という枠組みを取っていることを知らないというのは、多
分マーケット関係者にはいないと思う。経済・物価・金融情勢についての
見方が、折々変化していくので、そこが難しさだろうと思う。この点で私
自身がいつも感じるのは、FRBの前回の政策であるが、つまり、彼等の
政策は、日本のバブル崩壊後の経験について、彼等なりに教訓を引き出し
て——その教訓が正しいかどうかは別にして——、そのうえで低金利政策
を続けていくということをした訳である。しかし、彼等の時間軸政策が、

彼等の当初の意図を超えた副作用も生んでいった。従って、どのように経済・物価・金融情勢を語っていくのかということが重要である。これは、別の言葉で言うと、多くの方がおっしゃったように、効果と副作用の両方をしっかり点検し、そのうえで政策を行っていくということである。野田委員がおっしゃったように、我々の行っている時間軸は、金融面での不均衡がないことを確認したうえで、物価安定が展望できるまで現在の政策を続けるということであるので、経済・物価情勢と金融情勢、両方の点検が不可欠である。そういう意味で、どういう金融的な不均衡が将来あり得るのかを考えた場合に、先程、西村副総裁がおっしゃったこととある意味私自身も共通した感覚を持っている。先だって、金融機関にとって向こう5年、10年のリスクは何だろうかということを書いたレポートを読みながら、そのレポートの内容に私自身は大分インプレスされた。そのレポートを読むと、今、可能性が大きい訳ではないが、金融機関にとってのリスクとして、三つ挙げている。一つ目は、今の金融規制の強化がシャドバンキングを生んでしまって、ここから問題が出てくる。これを第一番目のリスクに挙げている。二つ目は、これも可能性は小さいが、先進国についてのソブリン・リスクの顕現化という話である。三つ目が、新興国への与信の増加である。より正確に言うと、先程、西村副総裁が同期化ということをおっしゃっていたが、単一のリスク・ファクターに左右される経済に入っているということである。これは、商品市況と新興国経済に牽引された世界経済の拡大ということの類であるが、金融機関の経営に即して言うと、新興国に対するエクスポージャーの増加ということになってくる。いずれも、今直ぐのリスクではないが、しかし、金融面の不均衡は、金融機関に翻訳するとそういう話にやはりなってくる。そういう意味で、狭い意味での経済・物価のマクロ情勢と、本質的に重要な金融面、両方についての点検が大事である。我々の時間軸の背後にある情勢判断についても、こういうことについてバランス良くやっていく必要があると思った。

長くなって誠に恐縮だが、日本の金融政策ということから離れて、今、世界の金融政策を考えていくうえでは、商品市況上昇下の金融政策運営とい

うことが、改めて大きな課題になっていると思う。これはコミュニケーションの話とも関連し、この席でも再三申し上げたことではあるが、米国式のコアCPIが良いのかどうかは、これはヘッドラインCPIへの予測力で評価すべき話であるので、別に先見的にあるいは普遍的にこういうコアCPIが良いという訳ではない。あくまでも、その時の経済の構造に即して判断していくべきものだと思う。日本の場合は、これまでは生鮮食品を除くCPIや、あるいは刈込CPIの予測力が高かった訳であるが、今後はどうなのかということである。米国の場合、食料・エネルギーを除くコアCPIが良いのだと言っているが、そこは本当にそうなのだろうかと考えてみることも必要だと思っている。食料・エネルギーがランダムに変動するとか、あるいは一回限りに上昇するという場合には、確かに食料・エネルギーを除いた方が将来のヘッドラインの予測力が高いと思う。しかし、今、我々自身は一方で、これからの大きな経済の流れとして、新興国経済にドライブされた世界経済の拡大というビジョンも持っている訳である。そうだとすると、食料・エネルギーの価格が継続的に上昇トレンドを示していくということもまた意味している訳なので、そういうものを除いた形で予測することが本当に予測力が高いのかということ、それは必ずしもそうは言えないような気もする。これが第一点である。第二点は、これは米国だけではないが、先進国の金融緩和が国際商品市況に影響を与えている可能性を、今、我々は議論している。勿論、これが全てとは思わないし、主因は別のところにあると思うが、しかし、金融面の要因を否定はできないなと感じている中で、いわば先進国の金融政策の影響が出てくる分野を除いて考えることが本当に良いのだろうかという思いである。今、先進国の幾つかの国において、インフレーション・ターゲティングの採用にもかかわらず、金融政策運営についてなかなか難しい判断を迫られている感じがするが、改めてこうした本質的な問題をもう一回考えていく必要があると感じている。以上である。申し訳ない、少し長くなった。

野田委員

先程、西村副総裁がいわゆる経済の同期性ということに触れられて、早めの対応が、迂遠ではあるが、重要であるという話だった。私も同感である。その中で、空振りのコストの方が安く付くという——結果的に安くなるという——ことだったが、空振りのコストを市場にきちんと理解させることは極めて難しい。結果的に、最後は、これまでの経験的に言うと、なかなか先見的な——フォワード・ルッキングな——判断がそのまま政策に結び付くというのは非常に難しかった。ここは全くそのとおりだと思うが、そこがまた一番クリティカルな、中央銀行の政策運営上クリティカルな問題だなと思う。これは感想である。

須田委員

空振りのコストというのは、ある意味、リスク・マネジメントのアプローチであろうか。そこに関して、私自身の考え方は、リスクがある程度顕現化したところで初めて動かないと空振りのコストは大きいと思っている。例えば、デフレのリスクだと言って、まだそうみえないところで政策をやっていくことが、却って問題を引き起こしてしまうことがある。従って、その蓋然性についても、少し皆が共有できる位まで待った方が良いと思っている。

西村副総裁

これは一歩前が一番良いが、その一歩前をどうやって判断するかが非常に難しい。しかし、ある種の前傾姿勢みたいなつもりでやっていて良い位かなという気がする。

野田委員

考えは全く同じである。

須田委員

白川議長がおっしゃった、将来あるかもしれない金融面の不均衡という問題は、実際に、金融面の不均衡を考えながら、金融政策としてやっているとした場合、もう少しマクロ・プルーデンス的な話になってしまうため、なかなかそこを政策に織り込んでいくのは——もし、そういうことが起きたと判断しても——難しいと思っている。

野田委員

これは、純粋金融政策の議論ではない。

白川議長

結局、この 20 年位、バブルと金融政策の議論をやって、繰り返し繰り返し議論している訳である。はっきりしていることは、金融政策だけでバブルが起こる訳ではない。しかし、緩和的な金融政策なしにバブルもまた起きない。金利という面でみると、低金利そのものがバブルの原因ではないと私は思っていて、現在の低金利がずっと続くというエクスペクテーションが、多分レバレッジの拡大——レバレッジというかクレジットというか、あるいは期間のミスマッチだとか——を後押ししていくことを通じてバブルに影響するということだと思う。そういう全体像の中で金融政策の将来の運営について、どういう情報発信というかイメージを醸し出していくのかということが、重要というか、決定的な要素の一つになってくると思う。

宮尾委員

今の議論は、結局、我々の言う第 2 の柱の問題であり、見通しの期間を超えて起こり得るということである。つまり、我々の見通しで、景気・物価の見通しとの対比でと言うよりも、さらに超えた長い期間も含めたリスクを点検するという意味でより難しいし、そういう意味では、白川議長からご指摘のあったコミュニケーションもより難しいということになる。そ

のリスクを定量的に語るのは、さらに難しく、これは我々が日頃から考えている点である。

白川議長

最後に申し上げた点は、日本銀行自体のことも勿論あるが、今、日本の経済と言っても、結局、世界の経済に圧倒的に規定されるので、そういう意味では、世界全体の金融政策の運営思想というものが変わらない限り、日本銀行単独でそこに立ち向かっていくのはなかなか難しいと思う。それに関連して、ある時期に非常に流行する政策思想を後から振り返ってみると、全然違うということがある。例えば、1960年代の金融政策思想が、その後大きく否定された訳である。同じように、ある時期に世界全体として支配的な金融政策思想も、10年経ってみると、あの時は一方の極にずいぶん振れてしまったという感じになるかもしれないという目で、一方ではみていないといけないのではないかという感じである。次回の決定会合でとか、そういう話では全くないのだが。

宮尾委員

先程のフォワード・ルッキングな政策運営について、須田委員がおっしゃったことに全く同感である。リスクがある程度みえてからだということ——リスクの顕現化——が非常に大切な部分だと思う。それと同時に、前倒しで行動することが、もしかすると我々の信認を高める、そういう面もあるかもしれない。非常に重要なリスクについて、前倒しに行動することが我々の信認を高めるということであれば、その空振りのコストも心配しつつ、やはりさらに前倒しにやることの意義もあり得るのかなと思う。

野田委員

全くそのとおりである。そのとおりなのだが、実際に、そういうことが経験的にはなかなか難しかったということを私は申し上げたかった。それが重要であるということは全く同感である。

須田委員

私自身は、漸進主義が望ましいと思っている。そうすると、ビハインド・ザ・カーブになると言われると、早めにとということにどうしてもなるが、それなら、リスクだけのところに出て良いかということ、そこはちょっと引いてしまう。その難しさである。

白川議長

他にご意見はないか。

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。最初に財務省の櫻井副大臣お願いします。

櫻井財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、景気は足踏み状態にあるものの、日銀の政策の下支えの効果もあり、一部に持ち直しに向けた動きがみられ、今後は緩やかに回復していくものと思われる。ただし、失業率が高水準にあるなど、依然として厳しい状況にある。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。さらに、海外景気の下振れ懸念や国際金融資本市場の変動など、景気下振れリスクがあることも事実である。

先般、国会に平成 23 年度予算及び関連法案が提出され、現在、予算の審議が行われている。政府としては、これらの速やかな成立に向けて、全力で取り組んでいるところである。白川議長や審議委員の皆さんも予てから講演等の場でご指摘されているとおり、財政健全化は極めて重要な課題であり、健全化に向けた道筋をしっかりとつけていく必要があると考えている。このような取組みは、金融市場の参加者の信認確保にも資するものと考えている。政府としては、財政運営戦略に基づき、財政健全化への取組みを続けていく。また、社会保障・税一体改革については、政府・与党として、「政府・与党社会保障改革検討本部」のもとに、先般設置された「社

会保障改革に関する集中検討会議」や与野党協議を通じ、各方面からのご意見をお伺いしつつ、検討を進めていく。今後、4月頃までにあるべき社会保障の姿・方向性を明らかにし、6月までに具体的な制度改革案と、必要財源の安定的確保と財政健全化を同時に達成するための消費税を含む税制抜本改革案を提示できるよう議論を深めていく。

足許、景気は一部持ち直しの動きがみられるが、日本経済を本格的な回復軌道に乗せるとともにデフレを終結させるため、政府においては、「3段階構えの経済対策」に基づき、景気・雇用の両面から経済の下支えを図る一方、日本銀行におかれては、包括的な金融緩和政策等を通じた金融緩和等を推進して頂きたいと思っている。

本日のご議論でも、現状の政策を継続していくということであり、政府としては、引き続き日本銀行と一体となって、強力かつ総合的な政策努力を行っていく。日本銀行におかれては、引き続き政府との緊密な連携のもとで、経済・金融面を支えて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

内閣府の末松副大臣お願いします。

末松内閣府副大臣

昨日公表した平成22年10～12月期の実質GDP成長率は、自動車やたばこの反動減等の影響で、年率-1.1%となった。我が国の景気は足踏み状態にあるが、一部に持ち直しに向けた動きがみられる。物価については、消費者物価指数は、このところ石油製品価格の上昇等により下落幅が縮小しているものの、依然緩やかなデフレが続いている。

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組みを行うこととしている。このため、政府は、「3段階構えの経済対策」に基づき、ステップ1、ステップ2を策定し、景気・雇用の両面から経済の下支えを図ってきた。今後は、これらの経済対策をさらに推進するとともに、

成長と雇用に重点を置いた 23 年度予算・税制等からなるステップ 3 に切れ目なく繋ぎ、デフレ脱却と雇用を起点とした経済成長の実現を確かなものとしていく。

日本銀行におかれては、引き続き、政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、包括的な金融緩和政策や成長基盤強化支援の推進を含め、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する。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

次に、金融市場調節方針の議案及び対外公表文の議案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]

榎田企画局長

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」。続いて、対外公表文である。「2011年2月15日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある。すなわち、世界経済の成長率は、新興国・資源国に牽引される形で再び高まってきており、その下で、輸出や生産は、増加基調に復する動きがみられる。設備投資は持ち直しつつある。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。個人消費は一部の財に駆け込み需要の反動がみられるが、住宅投資は持ち直しつつある。この間、金融環境をみると、引き続き、緩和の動きが強まっている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、基調的にみると下落幅が縮小を続けている」。ここの現状判断は、本日の議論を踏まえて、景気は「改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある」という判断に変えている。その背景として、「輸出や生産は、増加基調に復する動きがみられる」という記述にしている。消費者物価では、「基調的にみると下落幅が縮小を続けている」と、事実関係だけを記述した表現に変えている。続いて、先行きである。「3. 先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、景気改善テンポの鈍化した状況から脱し、緩やかな回復経路に復していくとみられる。物価面では、引き続き、消費者物価の前年比下落幅は縮小していくと考えられる」。これは、現状判断を進めたことに伴う変更点である。4. は、前回は中間評価ということで記述していた部分を、今回削除している。従って、4. としてリスク要因の記述である。「4. リスク要因をみると、景気については、上振れ要因として、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けた新興国・資源国の経済の強まりなどがある。一方、下振れ要因としては、引き続き、米欧経済の先行きや国際金融市場の動向を巡る不確実性がある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした国際商品市況の一段の上昇により、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある」。先月指摘した、一頃に比べての米国経済に対する懸念の後退を、当月は「引き続き」という表現で受けて書いている。最後の 5. 政策運営であるが、変更ない。対外公表文は以上である。

それと一点、昨日の議論の中で金融経済月報の表現について、消費者物価のところで、「消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスは緩和状態にあるものの、基調的にみると下落幅は縮小を続けている」という部分について議論があったが、この金融経済月報については、表現として、先月の「下落しているが」を取るだけにして、「消費者物価の前年比は、

マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで、基調的にみると下落幅は縮小を続けている」という形で公表させて頂ければと考えている。一点付け加えさせて頂いた。以上である。

白川議長

ご意見、ご質問はないか。

野田委員

一点だけ。こうしなければいけないと言うほどではないが、本日の議論で、国際商品市況の高騰が实体经济に与える影響をリスクとして議論が行われた訳である。従って、これをリスクとして捉えていることについては、多分、共有認識だと思うが、今回の決定会合の公表文に入れるかどうかについての判断は、また別のところにある。執行部のこの案をみると、その時期にあらずということだろうと推察する。ただ、この議論は——私も意見表明したが——かなり高まっていることは事実である。ここで我々がそのリスクについて素通りして良いのかという疑問は、何がしかある。

白川議長

今のことについて、まず執行部から何かあるか。その後で、皆さんからの意見を伺うことにする。

榎田企画局長

ご指摘があった点については、今、読み上げた 4. のリスク要因ところで、物価面について、「新興国・資源国の高成長を背景とした国際商品市況の一段の上昇により」という形でメンションしており、景気について、それを追加的な要因として取り上げる形にはなっていない。实体经济に与える影響についてのリスクの大きさを付け加える時期に、今あるかと言うと、もう少し待っても良いかなという判断で、この文案はできている。ただ、委員の方々が、否、もうこれは付け加えるべき大きさになっていると

いうご判断であれば、考えさせて頂くというのが、この文案を用意させて頂いた基本的な考え方である。

雨宮理事

ご議論があったことは記者会見で聞かれれば、白川議長がおっしゃることになると思う。

白川議長

多分、今回の記者会見で一番多い質問は、国際商品市況だろうと思う。他に聞くこともあまりないという感じがする。

雨宮理事

ただ、リスクの評価としては、取り敢えず、国際商品市況の上昇で物価がさらに上振れるリスクがある。その次の段階として、所得の減少効果が出てくる。その順番を踏まえて直していくが、今は第一歩にあるという位置付けではある。

白川議長

ご意見はあるか。

須田委員

確かに、今が時期かなという話もあるが、一応、私自身は国際金融市場の動向のところに、既にそれを組み込んでいる。

野田委員

皆様のご意見をお聞きしている限り、物価面だけが先行しているという感じではなく、実体経済面にもかなり差し迫っているとまでは言わないが、景気に対するリスクも同時的に感じているという受止め方を私はした。従って、その実体経済面の影響を妥協しているというのは、外からみると

——多分、今日の記者会見などで仮にそこに議論が及んだ時に——、どうなのかという話になりかねない。言葉は悪いが、若干能天気かなという感じがしないではないので、敢えて申し上げた。

山口副総裁

その一方で、難しいのは、景気についての下振れ要因と考えるのか、上振れる可能性もあり得ると考えるのかである。亀崎委員は、上振れ要因にもなり得るといようなことをおっしゃった。そういったことまで考えると、今の段階で、国際商品市況が景気に与えるインパクトについて決めてかかるのはなかなか難しい。取り敢えずこうした表現で暫く様子を見ろという判断が、私自身は適当ではないかと思っている。ただ、そうした点を意識しなかったのかということについては、世の中的には関心のあるところだろうし、記者会見では多分聞かれるのではないか。その際には丁寧に説明する必要があるだろう。

白川議長

国際商品市況上昇の影響については、記者会見では、前回も前々回もこのところ毎回聞かれている。私自身も、物価面と景気面を含めて答えているが、その都度、先程説明したような本当に教科書的な整理をしている。要するに、プラスもあればマイナスもあって、さらに時間的なプロファイルも違うということをやったうえで、今の段階では決めつけられないから、それらをバランス良くみていくということである。今日も、議論を聞きながら、全体としてどちらかに今傾いている訳ではなく、要するに、不確実性が大きいから注意してみようということだと思った。従って、もし強いご異論がなければ、一応、この文章はこういう形にして、当然聞かれることになるので、購買力の低下による景気の下押しをリスク要因として認識することも勿論あるということをや及しようかと思うが、そういう取扱いで宜しいか。

野田委員

議事要旨にきちっと反映して、それを先月や先々月と比べると、この辺のリスクが高まっているのだというニュアンスを、正確にというか淡々と出していくということであれば、このステートメントに拘るつもりはない。

白川議長

それでは、そこは少し気を付けながら。他にご意見、ご質問はないか。

それでは、議長提案の最終案が纏まった。最初に、金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者には一旦ご退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

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。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（1月24～25日開催分）の承認

白川議長

最後に、1月24、25日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案については、ご異議はないか。ないようであれば議事要旨の採決をお願いする。

[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

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 18 日金曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、3 月 14、15 日に開催する予定
である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席
者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取
扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の
方々も含め、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理をお願いする。
それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 37 分である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 37 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 32 分閉会)

以 上