

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年1月23日（14:00～16:14）

1月24日（9:00～12:26）

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（ 〃 ）  
中村清次（審議委員）  
亀崎英敏（ 〃 ）  
宮尾龍蔵（ 〃 ）  
森本宜久（ 〃 ）  
白井さゆり（ 〃 ）  
石田浩二（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官（23日）
	藤田幸久	財務副大臣（24日）
内閣府	松山健士	内閣府審議官（23日）
	大串博志	内閣府大臣政務官（24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	門間一夫
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
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	橋 朋廣
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	川本卓司

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行であるが、本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に中間評価を含めた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 12 月 20、21 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官である。内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。

### 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

まず最初に、金融調節、金融・為替市場動向からお願いします。

青木金融市場局長

お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】を使ってご説明申し上げます。図表 2－1 からご説明申し上げますが、その前に、全体の感じである。前回会合以降の国際金融市場の動きについて、全体感を申し上げますと、年明け以降、市場参加者のリスク回避姿勢が幾分和らいでいる点が特徴だと思う。その背景は、二つ考えられる。一つは、昨年 12 月以降、主要国中銀が実

施している流動性支援措置である。これによりドル転コストが明確に低下してきたほか、ジリ高基調が続いていたドルLIBORも下落に転じた。ユーロLIBORも下落を続けている。もう一つの背景は、イタリア、スペインの両国で財政再建策が何とかスタートし、市場がこれをひとまずポジティブに評価していることである。両国を含むユーロ圏の国債入札であるが、このところ順調に消化されていて、長期金利も若干低下している。もっとも、このように市場のセンチメントは若干改善したものの、緊張度の高い状況に変わりはない。そうした中で、リスク性資産に対する投資家の姿勢にはなお慎重な部分があり、ユーロは——極く足許では増価しているが——昨年末以降円を含む幅広い通貨に対して下落して、米独日の国債には短い物を中心に根強い逃避需要がある。

それでは、図表 2-1、外貨の資金市場の動向である。(1) をご覧頂きたい。無担保ドル調達の基本レートであるドルLIBORであるが、年明けから下落している。中央銀行のドルオペの利用が進む中で、米国MMFも、絞ってきた欧州系へのドル放出を若干増やし始めた模様で、ドル資金市場の緊張は幾分後退しつつある。図表 2-2 の為替スワップ市場をみても、ドル調達コストは明確に低下している。もっとも、資金市場の地合いが改善に向かっているとはいっても、欧州系金融機関のカウンターパーティ・リスクは未だに根強く意識されている。(1) の円投ドル転コストは、既にドルオペ金利とほぼ同じ水準まで下がっているが、(2) のユーロ投ドル転コストは、特に3か月物をご覧頂くと、低下傾向にはあるものの、依然オペ金利を大きく上回っている。邦銀のドル調達については、MMFからLIBORベースの無担保資金が潤沢に調達できるということで、年明け以降、為替スワップによる調達は比較的少額にとどまっている。このため、年越えの円投がデューを迎えるのに伴い、手許の円資金が積み上がる方向にあって、これが短国市場の需給を一層逼迫させるなどの影響をもたらしている。それから、図表はないが、ユーロ資金の市場でも、先月下旬に行われたECBによる3年物無制限オペを受けて、緊張感の和らぎがみられる。このオペでは、従来の短い無制限オペの期日落ち分と差し引きで、

約 2,000 億ユーロ規模の資金供給が行われた。これを受けて、ユーロ L I B O R が一段と低下しているほか、E C B の限界貸付ファシリティの利用残高も大きく減少した。

次に、図表 2-4、(2) で長期金利をご覧頂きたい。まず、米国の長期金利であるが、概ね横這いの動きである。米国では、強めの景気指標が目立つ一方で、欧州問題を背景に安全資産としての米国債に対する需要も根強く、金利は大きくは上がりにくくなっている。こうした安全資産需要の強さはドイツ国債についても同様で、短期ゾーンの入札では、マイナス金利もみられている。一方、図表にはないが、イタリアやスペインでも、ここへきて国債利回りが低下している。イタリアの 10 年物金利は 6% 台前半、スペインは 5% 台前半となっている。これについては、E C B の 3 年物オペによる資金供給が背景であるという見方もあるが、両国の財政ガバナンスに前進がみられ、こうした動きを市場参加者がひとまずはポジティブに受け止めているということも、長期金利の落ち着きをもたらしている背景と考えられる。この間、(2) の一番下、我が国の長期金利は 0.9% 台で動意に乏しい展開である。消費税増税を巡る不確実性や復興需要の顕在化といった金利上昇要因もない訳ではないが、米独の国債金利が総じて安定的に推移する中で、日本でも金利上昇が意識される地合いにはなっていない。こうした中で、押し目を待つスタンスにあった地銀なども、ここへきて金利目線を引き下げざるを得なくなったようである。

次に、短国の動向であるが、需給は引き続き極めてタイトである。図表 2-7、(2) をご覧頂きたい。流通利回りは、3 か月物から 1 年物まで全て 0.1% となっている。また、最近における発行入札の落札金利をみると、3 か月物がほぼ 0.10% となっている一方で、1 年物が 0.104% と、昨年 10 月の 0.107% といった落札金利に比べ、一段と低下している。内外投資家の短国需要は引き続き根強く、このうち海外勢は、欧州情勢を巡る緊張感などを背景に、昨年来短国への逃避買いを増やしており、昨年全体でみると、合計で約 17 兆円を買い越している。もっとも、足許では国際金融市場の緊張感が幾分緩和し、それにつられる形で円転コストも上昇している

とあって、海外投資家はここからさらに一段と短国を買い増す動きはみせていない。償還分を坦々とロールしている先が多いようである。一方、都銀等の国内勢についても、いわゆるキャッシュ潰しや担保玉確保のための短国買いニーズが根強いが、昨年の秋のように、3か月物レートが付利金利0.1%を下回ってもなお購入するといった過熱感はみられない。むしろ都銀の一部には、短国のイールド・カーブがフラット化する中で、少しでも高い利回りを確保すべく、1年物の短国買入れを増やしたり、2年利付債に手を伸ばすといった先が現れ始めている。

次に、クレジット市場の動向である。図表2-10、(2)をご覧頂きたい。ドルオペやECBの3年物オペを受けて、欧州金融機関の目先の資金繰り不安が後退している中で、欧米の社債市場の流通スプレッドは、金融セクターを中心に縮小している。年明け後、欧州金融機関の一部では、カバードボンドの起債がみられているほか、無担保シニア債の発行再開のケースがみられていて、市場では、凍り付いていた欧州金融機関の無担保シニア債市場に雪解けの兆しがみえるといった声も聞かれている。金融機関サイドでも、多少割高なコストを払ってでも無担保シニア債の発行実績を作ることで、市場センチメントの改善に繋がりたいといった思惑もあるようである。一方、国内の社債流通市場では、電力銘柄を除けば、スプレッドが低位横這いで推移している。東電債についても、公的資本注入の可能性や大口電力料金値上げの方針を受けて、スプレッドがやや縮小している。東電以外の電力債については、原発再稼働の方向性などがはっきりすれば、起債再開もあり得るとの指摘もあるが、その場合でも起債額は大きくはならず、国内社債市場はタイトな需給環境が続くとみられている。

続いて、株価である。図表2-13、(2)で米国の株価をご覧頂きたい。米国経済の回復テンポは緩やかとみられるが、株式市場の参加者は、景気指標の持ち直しを好感して、このところ多少楽観の度を強めているようである。株価は、昨年7月以来の水準に達し、投資家の不安心理を表すVIXは、直近では安全圏とされる水準にまで低下している。一方、(3)の欧州株であるが、指数全体で見ると比較的堅調であるが、銀行株は軟調な地

合いとなっている。また、ボラティリティ指数も高まっていて、欧州では株価の下落リスクに対する警戒感が相対的に高い状態となっている。この間、(1)の我が国の株価も、全体では底堅い展開を辿っているが、対ユーロで11年振りの円高になっているとあって、電機や精密機械といった特定セクターは上値が重い状況である。また、売買代金は、極く足許では多少増えているとはいえ、低水準にあって、日本株に対する海外投資家の目線が改善するには至っていない。また、図表2-15の東証REIT指数についても、値頃感に着目した買いの動きはなくはないが、REIT市場の3割を占めてきた海外投資家のリスク回避姿勢は依然として強く、公募増資案件が相場の戻りを鈍くしている面もあり、指数は軟調地合いが続いている。

次に、図表2-17、(1)をご覧頂きたい。為替市場の動向である。前回会合以降、ユーロが幅広い通貨に対して大きく下落し、対ドルでは1.26ドル台までユーロ安が進んだ。対円では、年末に1ユーロ100円を割り込み、足許99円台と、ユーロ安が進んだ2000年末頃の水準で推移している。こうしたユーロ安の流れについては、欧州債務問題が影響していることは言うまでもないが、加えて、ECBによる大量の資金供給や追加緩和への期待、それを受けた欧州金利の低下基調も与っていると思われる。なお、こうしたもとで、ドル/円相場については、当局の介入姿勢を巡る思惑などを背景に若干の振れもみられるが、極めて狭いレンジでの動きにとどまっている。

図表1-1、金融調節の実績の推移をご覧頂きたい。無担保コール（オーバーナイト物）であるが、概ね0.07%台または0.08%台で推移していて、年末を含め落ち着いた動きとなっている。当座預金残高の動きであるが、12月20日の国債大量償還を受けて、38兆円程度まで増加して、36兆円強で越年した。本年入り後は、国債発行等に伴い、資金需給が不足に振れるもとで、足許では約31兆円となっている。

図表1-6で、最近のオペ結果をご覧頂きたい。まず、資金供給オペの表の金利入札方式による共通担保資金供給については、当座預金残高が高

水準で推移するもとの、実施頻度が減少して、残高は1.6兆円まで減っている。この間、国債買入れについては、月1.8兆円のペースでの買入れを継続している。いずれの残存期間区分についても旺盛な需要がみられてはいるが、最近では、残存1年以下の買入れオペについて、応札額や応札倍率がやや小さくなっている。短国を十分に確保できない大手銀行が、残存期間の短い利付国債を抱える動きが背景にあるようである。資産買入等の基金の運営であるが、固定金利方式による共通担保資金供給については、3か月物の応札倍率が2倍前後で推移する一方、6か月物についてはやや札が入りにくい感じで、今月12日の新規オペでは、8,000億円のオファーに対し応札は1兆円にとどまった。金利先高観がなく、3か月物が必ずロールされるとの安心感も強い中では、担保を半年間固定される6か月物よりは、3か月物の方に札が集まりやすいようである。短国買入れについては、12月半ば以降、年末を控えて短国需給がかなり逼迫していたことから、12月1日オファー分を最後に実施を見送っていたが、先週20日に新発債発行のタイミングを捉えて再開に踏み切った。もっとも、メガバンクのキャッシュ潰しあるいは担保確保ニーズは引き続き強く、需給のタイト感が続く中で、2,000億円の入札に対し応札額は323億円にとどまり、かなり低調な結果となった。基金の短国オペでは初めての札割れである。4.5兆円の目標達成のためには、今後、概ね月4,000億円のペースで買入れを行う必要があって、やや苦戦を強いられそうである。国債買入れについては、10月末の決定会合での増額以降、月2回、1回当たり2,500億円のペースで買入れを行ってきたが、9兆円の残高目標達成のために、今月は1回当たり3,000億円に増額して、これまでに2回オファーした。応札需要は堅調で、落札レートも概ね市場実勢並みとなるなど、これまでのところ順調に推移している。社債等買入れについては、11月、12月と2回連続で札割れとなった後、今月分については札割れは回避された。もっとも、一部のオペ先が特定の業種にかかる銘柄を集中的に持ち込んだことで嵩上げされている部分があり、札が集まりにくい状況には変わりがない。CP等買入れであるが、12月は3回実施、今月は2回実施の予定で、そのう

ち1回を既に実施した。年末越え要因の剥落に伴い、落札レートは幾分低下したが、比較的安定的な応札がみられている。ETF、J-REITについては、それぞれ1回188億円、2回16億円の買入れを行った。こうした買入れ等の結果、資産買入等基金の残高は、1月20日時点で42.5兆円となっている。最後に、米ドル資金供給オペであるが、1月10日にオフアーした3か月物に合計126億ドルの応札があったほか、毎週オフアーしている1週間物についても毎回30億ドル程度の応札がみられ、本行のドルオペ残高は目下202億ドル、一方、ECBは825億ドル、スイス中銀は5億ドルで、合計1,032億ドルとなっている。欧州系のドル調達環境について、ECBでは、調達コストは高止まっているものの、長めのドル転が幾分容易になっているほか、MMFからの無担保調達にも改善の兆しがみられるとのことである。このため、ECBの直近の1週間物ドルオペ応札額は、前回は横這いの59億ドルと、取り敢えず落ち着きをみせている。この間、邦銀のドル調達環境も、年明け後さらに幾分改善しており、3か月物円投ドル転コストは、足許では、0.6%程度のドルオペ適用金利近くまで低下している。それでもドルオペが利用される一因は、為替スワップ市場の取引量がまだ小さい中で、3月末に向けて大きめのロットで調達を進めると、スワップのコストを押し上げてしまうという邦銀の懸念である。大手邦銀等では、ドル資金市場の規模やレート次第では、引き続きドルオペを利用する考えにあるようである。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

イタリア国債のイールド・カーブであるが、前回会合と比べて、3か月とか6か月とか、短期のところは非常に低下した。それで、10年とか7年以上はそんなに下がらなかった。一方で、ソブリンのCDSカーブをみると、逆になっていて、1年から5年の方が上がって、7年から10年の方

が下がっている。これをどう理解したら良いか。

青木金融市場局長

イールド・カーブの正常化については、短いところでイタリアのデフォルトを予想していて、2年が高かったが、落ちてきた。全体として、極端なリスクは小さく意識されるようになってきたということだと思う。しかしそうは言っても、まだイタリアの財政を巡る不安、懸念は払拭された訳ではないので、マーケットは違うが、CDSでは、イタリアのソブリン・リスクはまだ手前の方で強く意識されている。そういうマーケットの違いが反映されているのだと思う。

宮尾委員

為替レートで、ユーロの先物ポジションだが、図表2-18のIMMネットポジションをみると、ユーロの短期的な売りのポジションがどんどん高まっているかと思う。これの背景と今後の見通しであるが、特にマーケットでよく言われているのは、これまではある種リスク回避によるものだったが、最近はキャリートレード——ユーロで借りて他の通貨で運用しリスクテイクをして利鞘を取る——の動きもあるような感じがする。その辺の現状と先行きについて、何かあれば教えて頂けないか。

青木金融市場局長

キャリートレードは、実態が今一つよく分からないところがあるが、大きな規模で行われているかという点、そうではないと思う。一方、為替は、図表2-18、(3)のIMMネットポジションは、確かにユーロ売りが増える方向に向かっているが、一方で、(2)のリスク・リバーサルでユーロ／ドルをご覧になると、最近はユーロ売りの姿勢が段々低下しているという、矛盾したグラフになっているのが分かる。恐らく、これまでずっと不安が高いために、皆がユーロ売りのポジションを高めてきたのだが、極く最近になって、段々緊張を緩和するような動きがぼつぼつ出てきているので、

リスク・リバーサルに表れているように、マーケット全体のセンチメントとしては、ユーロについては懸念が少し薄らいでいるのだと思う。従って、ユーロ売りのポジションについては——(3)が17日までの数字、(2)が20日までの数字ということで、僅か3日とはいえ(3)は足許のデータが古いので、まだ分からないが——、この先、どちらかと言うと下の方に落ちていくのではないかとみている。(3)がこのまま右肩上がりでどんどん上がってしまうようにはみられていないということだと思う。

白川議長

宮尾委員からご質問があったキャリーというのは、為替のキャリーであるか。それとも、ECBから借りて——調達して——、それで国債を買うという意味でのキャリーをおっしゃったのか。

宮尾委員

それも多分あると思う。

白川議長

それを含めてであるか。

宮尾委員

安いユーロで調達して、金利差を取るというキャリーもあるし。

青木金融市場局長

3か月物を取って国債を買うという……。

宮尾委員

それは、為替には影響があるのか。

青木金融市場局長

為替にはない。

宮尾委員

私の理解では、危険回避が少し収まって、そういう動きを反映しているということだが、そういう見方で宜しいか。

青木金融市場局長

キャリーのところにどの位現れているのか今一つ分からないが、為替については、恐らく先程申し上げたことが今起こっているのだと思う。

中村委員

邦銀のドル調達について、足許では、MMFからLIBORベースで取れているということだが、邦銀にとって、このオペを使うのと、あるいは円投でやるのと、MMFと、何が一番今有利なのか。

青木金融市場局長

現在では、MMFから取ろうとすると、LIBORどころかLIBORより安いLIBORアンダーで取れるが、やはり無担保市場で取れる量には限りがあるので、幾ら立派なネームの邦銀であっても、ある程度はやはりMMF以外のところから取ってこななければいけないと思う。それでその時に、先程も少し申し上げたが、円投ドル転でドルを取ってくるという道と、それから中央銀行からドルを取るという道がある。前者の方は、回復してきたとはいっても、円投ドル転のマーケットの規模がまだ完全には元へ戻っていない。そういう中で、円を出してドルを取りにいくと、自分で自分の首を絞めてしまうリスクがある。これは、去年の秋に円投ドル転コストの角度が少し急な形で上がっていったが、あの時に自分達で自分達の首を絞めたという意識が少しあるようだ。そういう意味では、あまりそういうことを繰り返したくないので、レート次第であるが、中央銀行のドル

オペにも行こうと思っていたと思う。ところが、円投の場合、今、マーケットの円投ドル転のコストが随分下がってきているので、この辺までくると、少しどうしようかなと、これ位であれば恐る恐る少し円投ドル転に出ていっても良いのかもしれないと感じ始めているようである。従って、次回2月に3か月物のオペをまたやるが、そこで前回ほど大きく札が入ってくるかどうかは、あまり確かではない。そこはどうかよく分からないといった感じである。

中村委員

メガなどは、日銀のオペを使うのはコスト的に一番安いから使うという、判断としてはそれだけのことか。

青木金融市場局長

そうである。

亀崎委員

短国需要が非常に根強いということは、直近の短国買入れの応札倍率0.16倍という極端な札割れから分かる。一方で、共通担保資金供給の倍率も昨年8月から一貫して下がってきて、足許1.25倍である。これでは、先行き、積み上げが少し厳しいのではないか。短国の積み上げ額は12月末までに4.5兆円である。両方とも同じように倍率が下がってきていて、特に短国買入れでは、今までなかったような札割れとなっている。この先、両方はどのようになっていくのか。

青木金融市場局長

まず、相当潤沢に資金が出ているので、基本的にいずれも非常に難しくなる方向ではあろうと思う。共通担保資金供給の3か月物、6か月物であるが、3か月物についてはまだ何とか入っている。一方、6か月物はやや長いので嫌だという感じだったのが、最近では3か月物も多少入りやすく

なっていて、6か月物については、ロール・オーバーは——今までのが落ちてもう一回転がすのは——まだ比較的良いのだが、新規で6か月物をやろうとすると、1.25倍位がせいぜいで、非常に札が入りにくい感じというのはまずある。一方で、短国買入れの方は、先程お話ししたとおりなのだが、最も買えるはずの短国発行日に合わせて出ていっても非常に厳しいという感じで、なかなか難しいと思う。

#### 雨宮理事

毎回札割れが出る度にこの議論がされて、同じようなことをお答えしているが、これはやはり金融緩和の現れであるので、この後、金融緩和を粘り強く続けていって、徐々に、さらに量の面でも金利の面でも緩和が浸透していくと、この現象はより強くなるというのが基本的な方向感だと思う。従って、どこかのタイミングで、委員会の政策上のご判断として、札が入らないことについてどう対処するかを、ご議論頂くことになる可能性があると思っている。ただ、それがいつかと言うと、例えば、短国は最終的に4.5兆円積み上げる訳であるが、今の残高は12月末の4.5兆円とはほとんど関係ない。要するに、今の残高は12月末までに落ちてしまうので、今一生懸命買っても結局落ちるので、いずれ4.5兆円にするという目的が大事だと考えると、段々大事になってくるのはこの後の局面なのである。それが一つである。もう一つは、今これから期末を迎えて、そうは言っても、このようにある程度資金供給を続ける——札割れが頻発するようになっても、日本銀行はこういう姿勢でオペで資金供給を続けようとしている——ことは、緩和の醸成にある種貢献している部分もあるので、もう暫くは、様子を見ながら進めて、どこかの段階でご相談することになろうかと思う。

#### 亀崎委員

分かった。

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現状評価についてご説明する。席上お配りした国際局の資料－3（参考計表）【追加】をご覧頂きたい。まず初めに、前回会合以降の海外経済の総体的な動きを申し上げる。大きな動きはなく、判断を変更する材料はなしということである。現状については、世界経済全体として減速しているという判断、そして、先行きの見通しについては、やがて緩やかに回復するという見方を変えていない。地域的にみると、米国では、クリスマス商戦が堅調な結果となるというポジティブな材料も増えているが、家計がバランスシート問題を抱える中、先行きの回復は緩やかなものにとどまるという基本的な見方は変化なしということである。ユーロエリア経済については、停滞色を強めている。欧州ソブリン情勢は、膠着状態にある。先行きに対する不透明感は、引き続き強く意識されている。もっとも、実体経済の悪化ペースで言えば、これまでのところ、見通しに沿った緩やかなものにとどまっていると言えると思う。新興国経済については、国、地域によるばらつきが広がっている。全体として一括りにして評価することが難しくなっている。中国を中心とする東アジアでは、輸出が減少しているものの、多くの国で内需は堅調を維持している。これには、インフレ率が低下し、家計の実質購買力が改善してきていることが影響しているとみられる。一方、インド、ブラジルといった国では、経済は減速してきているものの、インフレ率はなお高めで、バランス面で不安が存在している状況である。

それでは、資料に基づいて、地域別にみていきたいと思う。図表1、米

国であるが、10～12 月期の個人消費をみると、(1) 自動車販売が高めの伸びとなったほか、名目の小売売上高も伸び率が拡大している。この間、物価上昇率は低下しており、実質ベースでは、消費はより明確に拡大しているとみられる。クリスマス商戦についても、前年比+3%半ば程度と堅調な結果となった模様である。こうした中、企業セクターをみても、(2) ISM指数は上昇している。こうした個人消費にも支えられ、雇用・所得環境の改善の兆しも、前回会合時点対比でより明確になっている。(3) 雇用者数の増加幅は、月 20 万人程度まで拡大している。これを受ける形で(4) 失業率も低下している。また、雇用・所得環境の改善を受けて、(5) 消費者コンフィデンスも回復の動きがはっきりと出てきている。社会保障税の減税措置について延長される見込みが強まったことも踏まえると、景気が大きく下振れするリスクは、米国については相当程度後退したとみて良いかと思う。

次に、欧州経済である。図表 2 をご覧頂きたい。需要項目別にみると、(1) 個人消費、(2) 設備投資、いずれも減速している。こうした需要動向を受けて、(3) 鉱工業生産は、ドイツなどのコア国を含めて減少に転じている。このように、経済は停滞色を強めている。(4) PMI をみても、引き続き改善・悪化の分岐点となる 50 を下回る低水準で推移している。ただし、単月で見ると、製造業・非製造業とも、11 月から 12 月にかけて久方振りに方向としては上昇している。景況感の悪化が加速する動きには、一旦は歯止めが掛かってきているという状況である。先行きについては、前回会合時点から見方の変化はない。経済が急激に悪化することはないにせよ、緊縮財政継続、そして金融環境の悪化などを背景に、当面、停滞色の強い状態が続くものとみている。(5) 失業率をみても、周縁国では上昇が続いている。財政、金融、そして実体経済の三者間の負の相乗作用が働いていることがみて取れる。(6) では民間の 2012 年の成長率見通しを掲げているが、時期を追って下振れということである。やや振れ過ぎている感じもあるが、下方改訂が相次いでいる。リスク面では、欧州ソブリン問題に対する不透明感が強い中、景気が大きく下振れする可能性につき、引

き続き留意する必要があるとみている。

次に、図表 3-1 で、欧州ソブリン問題の現状について、簡単にフォローアップさせて頂く。前回会合以降、欧州ソブリン情勢は膠着状態にあるとみている。ECBによる3年物オペといった潤沢な資金供給により、市場環境の悪化には歯止めが掛かっている。また、独仏伊の首脳間会合で、財政協定に関する協議が進展をみているほか、独仏伊というユーロ圏主要国の結束が確認されたといったことも、好材料としてはある。ただし一方で、目立った改善がみられた訳ではない。欧州各国による危機対応策、PSI、第2次ギリシャ支援、さらにはEFSF、ESMなどバックストップを巡る議論の方に進展が目立ってみられない。こうした情勢を反映して、先程も少し話題に出たが、図表 3-1 の (1)、欧州各国の対独スプレッドの動きは方向感を欠く展開となっている。そして、期間構造をみても、イタリア、スペインは、先程出たとおり、スプレッドが低下したのは短期ゾーンにとどまっている。さらには、格付けである。S&Pにより1月13日にユーロ圏9か国の格下げが発表され、1月16日にはEFSF債も格下げとなった。もっとも、この情報については、かなりの程度事前に織り込まれていたこともあって、方向感を欠く市場情勢に大きな変化を与えるには至っていない。このように、欧州ソブリン情勢について膠着状態が続いている訳であるが、目先、市場が注目しているのは次の四点である。第一点目は、EU首脳会議である。1月末と3月初に予定されているが、このEU首脳会議で抜本的な対策が進展するかどうか、といった点が一つのポイントである。二点目は、先週末もあったが、PSIの協議がどうなるかである。さらには、PSIは第2次ギリシャ支援の枠組みの前提にもなっているため、この両者がどういう形で進むかが二点目である。三点目は、国債入札、銀行の資金調達、自己資本増強など、これを巡って波乱が生じることがないかという点である。最後に四点目は、格付けについて一段と引き下げるといったことがありやなしやということで、こういったイベントが意識されている。結局、これらのイベントを目先一つ一つこなしていく神経質な展開が続かざるを得ない、というのが現下の欧州ソブリン情勢

であるとみている。

それでは、新興国についてみていきたいと思う。まず図表 4-1、中国であるが、(1) 実質GDP成長率は、10~12月は前年比+8.9%と堅調な結果となった。(2) 輸出は、欧州向けを中心に減速しているが、内需の強さを背景に、生産は鈍化しつつもなお高めの伸びを続けている。内需についてやや詳しくみると、最近は個人消費の強さが目立っている。(3) 消費者物価は、食料品価格、家賃の上昇鈍化を主因に、上昇率が鈍化している。こうした物価動向を受けて、家計の実質購買力は改善している。このことが良好な雇用・所得環境と相俟って、(4) 個人消費の強さを下支えしていると考えられる。一方、(5) 固定資産投資は、前年比でいくと、パーセンテージはまだ 20%強という高い伸びを続けているが、このところ不動産セクターを中心に伸び率が鈍化している。景気の持続可能性の観点からは、この程度の投資の伸び率低下は望ましい動きであり、中国経済全体としてソフトランディングする方向に向かっているとみているが、オーバーキル、さらには下振れといったリスクについては注意してみていきたいと思っている。(6) 住宅価格は、直近については軟調な動きとなっている。住宅・不動産セクターの減速が経済に与える影響について、より注意していく必要があるとみている。

次に、図表 4-2、インドとブラジルについてみたいと思う。これらの国では、中国をはじめとする東アジア諸国とは異なって、インフレ率の高止まりが目立っている。こうした動きには、リーマン破綻後の金融緩和による過剰流動性がなお解消しておらず、労働需給の逼迫が続いていることが影響していると思う。(2) インフレ期待は上昇を続けているし、インドでは賃金上昇率も加速している。インフレが本質的に収まる兆しは、まだみられていないということである。一方、インフレ率が高止まる中であっても、(3) 鉱工業生産が示すように、景気の減速感は強まってきている。これには、これまでの金融引締めの効果が出てきていることに加えて、欧州ソブリン問題の深刻化を受けて、資金が国外に流出しつつあることも影響しているとみられる。東アジア各国と異なり、インドやブラジルでは、

経常収支が赤であるし、企業部門の海外資金への依存度も相当に高いものがある。こうした資金流出は、(4)のように通貨安傾向をも招いているが、これがまた輸入物価の押し上げを通じてインフレ率を高める方向に作用する可能性がある。こうしたことから、これらの国については、インフレ率の高止まりと景気の減速に直面している故、物価と成長の両立を図るため、通貨当局、経済当局としては厳しい政策の舵取りを求められていると思う。

次に、マネーフローについて、図表5をご覧頂きたい。新興国の金融市場の動向を纏めている。前回会合対比でみると、ECBの大量資金供給を受けて市場環境の悪化に歯止めが掛かる中において、株、通貨ともに上昇している。(3)資金フローについても、足許——直近は1月18日の週であるが——流入に転じている。中東欧は流出であるが、その他の地域については流入に転じている。投資家のリスク回避姿勢が幾分和らいだことが窺われる。もっとも、欧州市場の動向と同様、現時点では潮目に変化したかどうかまでは、まだ言えないと思う。ソブリン問題に対して抜本的な対策が打たれていない中において、投資家のリスク回避姿勢の再度の強まりや欧州系金融機関のデレバレッジの進展が、新興国の金融環境に大きな影響を与えるリスクについては、引き続き注意が必要であると思っている。このように、新興国といっても、これまでのように一律に現状評価することは次第に難しくなっている。このほかでも、本日は詳しい説明は割愛したが、中東欧諸国は、貿易・金融チャネルの両面から欧州ソブリン問題の影響を強く受けている。また、東アジア諸国の中においても、NIEs諸国は先進国経済減速の影響を強く受けるなど、相応の温度差がある。新興国経済の先行きについては、こうした各国・地域の温度差も踏まえながら、これまで以上に肌理細かくチェックしていく必要があるとみている。

最後に、イランの地政学リスクについて一言付言させて頂く。国際商品市況、それから世界経済に影響を及ぼすリスクについては、前回会合以降、中東情勢は一段と混迷を深めているとみている。米国・欧州とイランとの対立は深刻である。両者の妥協点を見出していくことは、容易ではないと



いか最近考えているので、ご意見があれば聞かせて頂きたい。

もう一点、金融政策の関係で、例えば、中国の実質政策金利は、計算にもよるが、今大体2.5%位だと思う。ただ、先進国の場合は、政策金利を実質にしてみるのは良いのだが、例えば、中国とかトルコの場合だと、資本流出入の関連であまり政策金利を動かしたくないというところがあると思う。従って、中国やトルコの場合は、政策金利を動かすよりも、リザーブ・リクワイアメントを頻発している訳で、必ずしも政策金利の実質化でみられないところがあると思っている。その辺が少し難しいと思うので、政策判断として、もしご意見があれば伺いたい。

もう一点は、ここ数か月の私達のステートメントで新興諸国の成長を言う時に、新興国・資源国の景気に牽引される形で世界経済が回復していくという表現をしているが、他の方からもご指摘があったかもしれないが、資源国と新興国を一緒に纏めるのはなかなか難しいかなと思う。特に、最近のコモディティ価格が石油とそれ以外でかなり乖離しているので、なおさらそう思うところがある。例えば、中国の生産活動と非常に相関しているのは、いわゆる産業用の資源と言われる銅、ニッケル、鉄鉱石だが、中国が成長すると、そういうものを生産しているペルー、チリ、オーストラリアは成長すると思う。しかし一方で、食料品の価格が上がっていくと、インドとか中国は、今度は実質購買力が下がってしまうので、マイナスになる。資源によって、新興諸国と資源を持っている国の間の関わりは随分変わってくるので、一つに纏めるのがなかなか難しいのではないかと最近思うのだが、それについては如何か。

大野国際局長

沢山質問を頂いた。最初のブラジルとインドとの関係だが、白井委員がおっしゃったお考えに全く違和感はない。ただ、金融政策の果たす役割については、ブラジルとインドでは違いがあって、経済の持っている元来インフレを醸成するという体質としては、やはりラ米の方が相当大きいものがあると思う。従って、そこについては、ブラジルはそれなりに金利を上

げてきているかもしれないが、経済のバランスからすれば、我々からみればもう少し引締め続けても良いのではといったところを、為替の問題もあって、時期尚早に引き下げている。この間、インドについては、今利上げをある程度ポーズしている段階にある。そういった動的な観点から見た場合、ブラジルの方が金融政策はよりカウンターではなくて、インフレに対して少し妥協しているとみて良いのではないかという印象を持っている。

中国については、一つのポイントとして、金融政策というのは経済に対して遍く広くということであるが、ただ、ご承知のとおり、中国の場合は、為替政策がその裏に付いているので、元の先高をどこまで許容するかといったところと、金融政策というものを同時的に判断しなければいけないところがある。今の中国の共産党の考え方は、あくまでもグラデュアルに元高政策を進めるということで、またある意味で、マクロの経済政策としての金融政策という目標一本ではできないといったことがある。むしろ預金準備率の方に少し負荷がかかってきてしまう。そのため、両方——為替政策と金融政策——を併せてみていくことが重要であるというのが感想である。

最後の資源国とエマージング諸国は、恐らくケースバイケースではないかと思っている。大きな流れでみると、やはり資源価格が高くなっている。この一番の要因は、エマージング諸国が経済を拡大していて、それに伴ってエネルギーの需要が増えていってというところで、かなり強い相関関係があると思う。従って、大きな流れとして、資源国とエマージング諸国を一つの括りとして考えるのは、それはそれ相応の合理性があるのではないかと思っている。ただ、局面、局面においては、資源国の動きとノン資源産出エマージング諸国の動きが違う展開になることもあると思うので、その辺は注意深く状況に応じて使い分けていくのが良いのではないかと思っている。

森本委員

ヨーロッパについて、四つ位の着眼点をお伺いしたが、中東欧の色々な動向の影響というか、特にハンガリーがIMFに支援を要請したり、国債利率も高止まりしている。オーストリアなどは結構色々なエクスポージャーを持っていると思うが、この辺については、全体的な影響という観点で、国際局としてどのような見方をしているか。あまり大きな影響はない、まあ大丈夫だろうと、こういう感じか。

大野国際局長

もう少し厳しめにみておいて良いのではないかと考えている。中東欧について、一緒くたにするのは非常に難しい。ただ、ユーロあるいはEUの一部には、もう中東欧も入っている訳である。このユーロの問題には、結局二つのチャンネルがあって、一つは貿易チャンネルである。これはもう明らかに、中東欧の場合は、ユーロ各国との緊密な関係があるので、相当ボディブローで既に効いていることは間違いない。もう一つは、金融のチャンネルを通じてである。欧州コア銀行、それからオーストリアの銀行、こういったものが、ルーマニア、ハンガリー、ポーランド、チェコ、ブルガリア、この辺に相当なエクスポージャーを持っている。これに対して、少なくともロールオフのような動きは出てきていると思うし、今後、そのチャンネルを通じて、中東欧の経済に金融面からダメージを加えるという可能性は、私は今もうじわじわと進行しているのではないかと考えている。従って、ユーロの問題が、貿易チャンネルと金融チャンネルを通じて、中欧と東欧に対して下押し圧力をかける。そして、今度は中東欧の経済が落ち込んでいくと、これがまたユーロの経済の方に戻ってくる。そういう意味で、両者がやはり足を引っ張り合うというこの負のモメンタムは、相当注意しておく必要があるのではないかと考えている。

森本委員

特に大きな影響を受ける国は、どの辺を意識しているのか。コア国と

オーストリア、そういうイメージか。

大野国際局長

オーストリアは、むしろコアに近い部分だと思うが、オーストリア自身は勿論非常に重要で、間に入っているところである。それから、東欧ということであれば、勿論、ハンガリー、ポーランド、チェコはまだ今頑張っているのだが、この辺が崩れてくると、黄色の信号から赤信号ということだと思う。

森本委員

影響は双方向にあると思うが、中東欧下振れの影響を大きく受ける国という意味では、割り切ってしまうとコア国とオーストリアという感じで良いか。

大野国際局長

オーストリアが影響を受ける方かと言えば、勿論そうである。ただ、ハンガリーについては少し特殊で、例の今の政権の問題であるとか、今回も問題になっている中銀と監督当局を合体するという案を出して、これがEU、あるいはIMFから少し待ったという話になった。先週末、大統領がインタビューにおいてこれは廃案にするということで何とか収まりが付くとは思いますが、ハンガリーの場合だけ、これは凶抜けて政治的な不安定性を抱えているので、別格にリスクが高いとみておいた方が良いと思う。

亀崎委員

米国について、質問する。一つは、ケース・シラー20 都市住宅価格指数である。2009 年の春位にピーク比価格が 30%強下がって、ほとんどボトムという状況が結構続いていたが、昨年の後半から、特にこのところそのボトムを突き抜けてまだ下がっている状況である。これが、ブルーチップの民間エコノミスト予測によると、ケース・シラー20 都市のインデッ

クスは今下がっているが、2012年にはボトムを打つと思うかという問いに対して、75.6%がイエスと言っている。この辺はなかなか難しいが、住宅価格についてはどのようにご覧になっているか。

もう一点は、若干中長期的になるが、5、6年前までは、いずれ米国はLNGの最大の輸入国になる——現在は日本であるが——だろうということで、ずっとそういう動きをしてきた。ところが、ここに来て、イノベーションによる技術の進歩とコスト削減で、シェールガス——これは世界中に存在しているが、米国に非常に多く埋蔵している——について、2010年で一日当たり100億キュービックフィートも生産しているが、これが2014年、2015年で2倍位になって、2040年にはもう4倍以上になるであろう、しかも輸出に転じていくだろうと言われている。米国経済は今は非常に厳しいが、人口増、それからダイナミズム、それらに加えて、こういって英国で北海油田が見つかったような状況が出てきているのではないか、という米国のレポートがある。足許直ぐではないのだが、結構明るい材料として今後の米国の成長に寄与していくのではないかとみているのだが、如何か。

#### 大野国際局長

一つ目の住宅価格だが、亀崎委員がおっしゃるとおり、ケース・シラー20のうち、まだボトムを更新している都市が9ある。その他についても、まだボトムを探るような状況ではないかと私共はみている。従って、先行きについては、なかなか慎重にみておく必要があるということである。先程おっしゃったブルーチップについて、2012年にボトムを打つという回答が75%あるということであった。国際局としての見方は、それよりも少し厳しめかなと思っている。今年についても、住宅価格は、当面は横這いしないしまだまだ底を探るような状況が続くのではないかという見通しである。背景は、やはり潜在的な供給過剰の問題が尾を引くのではないかということであるので、先程おっしゃった民間の見通しよりも少し慎重にみておきたいと思っている。これが第一点である。

第二点、シェールガスについて、あまり詳しい訳ではないが、シェールを含むガスの生産が、この1、2年相当急激に成長しているのはおっしゃるとおりだと思う。うろ覚えであるが、この1年位で10%近くそういった生産が伸びているということである。これは、先程、亀崎委員がご指摘になった技術革新の問題、それから勿論原油のコストが非常に高いこともあって、これが採算に乗ってくるということがあると思う。この動きが米国で恐らく向こう数年続くということも、亀崎委員のおっしゃるとおりではないかと思っている。仮に10%位で増えていくということであれば、5年先に2倍といったことも十分視野に入れておいて宜しいかと思う。先行きに対する期待ということ言えば——これは全く個人的な印象であるが——、将来の米国経済の一翼を担うとまで言えるかどうかは未知数だが、一つの期待し得る成長分野ということは言えるのではないかと思う。今一番ネックになると考えられているのは、やはり環境問題に対する対応と配慮で、ここをどうやってクリアしていくかが大きなポイントではないかと思っている。

#### 中曾理事

昨年のG20のコモディティ・スタディグループで自分自身も認識した点なのだが、多くの資源・エネルギー——食物なども含めて——が上昇した中で、唯一逆の動きをしていたのがこのシェールガスである。これは、大野国際局長が申し上げたとおり、わりと長期の投資が結実している側面がある。であるから、昨年その会議の中で聞いた話としては、米国は、行く行くはエネルギーを完全にシェールガスに頼り自給できるところまで持っていけるということである。従って、最近のエネルギー政策などでの米国の強気の姿勢の中には、そういったこともあるのかなど、個人的にはみている。ただ、大野国際局長が申し上げたとおり、一つの留意点は、環境問題——地下水の問題——である。米国の報道などをみていると、そういう問題には、かなり敏感に反応している民間団体もあるので、どんどん生産が上昇していくかという、一つはこの環境問題がネックになる。

ただ、潜在的には、エネルギーリソースとしては非常に大きくて、埋蔵量も多いと聞いている。

宮尾委員

欧州問題に戻るが、欧州のソブリン問題がいつ位に正常化するのか、解決していくのかという先行きの見通しについて、勿論、これから色々なイベントがあるかもしれないが、ギリシャ問題に伴うユーロ崩壊とか色々なテールイベントがないという前提のもとで、欧州のソブリン問題がある程度正常化して、欧州経済が正常化する時期がいつ位とみられるのか。今年、来年は難しいかもしれないが、それが3年後なのか、5年後なのか、あるいは10年かかるのか。色々な見方があると思うが、例えば、日本の不良債権問題も、失われた10年をどうみるかによるが、3年、5年、10年とかなりかかった訳である。欧州の財政引締め、財政健全化あるいは金融システムの問題は、相当長くじわじわと世界経済の重石となるとみるべきなのか、あるいは1~2年、3年位である程度道筋がみえると考えられるのか、その辺の感触について、現在のご認識でもし何かあれば教えて頂きたい。

大野国際局長

大変難しい質問である。

宮尾委員

なぜこんなことを聞くかということ、今のリスク回避のモードがどの位のタームで続くのかを、私自身が知りたいということである。

大野国際局長

むしろボードメンバーの方々でしっかり議論して頂きたいと思う。ただ、この問題がここまでこじれてきてしまったということからすれば、短期の目にみえた解決、出口はなかなか見通しがたいと思う。既にギリシャの間

題が勃発してから、約2年弱である。あの時にもう少しこうしていればというような議論は色々あるかもしれないが、ここまでその問題が幅広く大きく深くなってきている状況においては、今まで色々と指摘されている課題——各国の財政規律、欧州全体のガバナンスの問題、金融機関の問題——の全てをある程度封じ込めていかなければいけないと思う。そういう観点からすれば、願望を込めて言えば、2年とか来年位にということを期待したいが、今までボタンの掛け違いが続いていたので、なかなかそれも、余程上手く大転回しなければ難しい。従って、やはり3年以上かかってもこの問題と世界経済は共存していく、という前提で考えていかなければいけないのではないかと——これは全く私の個人的な感触であるが——思っている。

#### 山口副総裁

一点宜しいか。図表1の米国の貯蓄率の低下についてである。2010年の春頃を当面のピークとして下がり続けているが、こうしたことがなぜ生じているのかということと、これから先の貯蓄率について、どのようにみておいたら良いか、何か考えがあれば教えて頂きたい。

#### 大野国際局長

これは、非常に悩ましいところである。貯蓄率の統計自体が直ぐリバイスされたりして難しいのだが、貯蓄率が比較的下がっているのは、名目の所得が低い中で、消費がある程度出ている、消費性向が上がっているということだと思う。背景として一番効いているのは、去年の半ばから、実質ベース、つまり物価が落ち着いてきて、それに伴って家計の消費意欲が出てきている——ガソリンが下がってきたのでお金が回せる——ことが一つ大きくあると思う。もう一つは、例のウェルスエフェクトである。これも、株価の動きは——非常にぎくしゃくしてはいるが——去年の後半から足許はそれなりに堅調であるので、貯蓄率を引き下げる方向に寄与していたのではないかと思う。今まではそれで良しとして、先行きがどうかであ

る。先行きに対して仮に継続する要因としては、足許、雇用が大分良くなってきたので、この辺が先行きのいわゆる消費者マインドを支えてくれるという期待は可能だと思うが、株価は水ものなので、先行きについてはニュートラルにみななければいけないと思う。それから、最初に申し上げた物価についても、どちらかと言うと資源価格の裏でガソリンが戻ったということであるので、ここから先は、物価は緩やかには低下するとは思いますが、目にみえて物価面から消費を押し上げる、貯蓄率を下げる効果は、少し期待しがたい。また、歴史的にみても——大きな歴史をみれば別なのだが——、中期的にみれば、貯蓄率自体が既に低下しているということからみると、ほぼ横這い圏内位が見通しとして妥当かなという感触を持っている。

#### 山口副総裁

家計のバランスシート調整の重石との関係はどう考えたら良いか。

#### 大野国際局長

これも難しい部分がある。バランスシート調整は、幾つか指標があるが、一つは、住宅ローン等の債務の可処分所得に占める比率は少し低下している。ピークが130%位であったのが、今110%位で、20%位下がってきている。これは、長期平均でみると、底に近いのだが、この平均にはサブプライムの時期が入っているので、その前では大体100%位である。そうすると、これは見方が非常に微妙なのだが、それなりには進んでいるけれども、まだ少し調整が必要かなということが一つである。それから、もう一つはネガティブ・エクイティである。こちらの方でみると、少しは良くなっているが、まだ27~28%で、つまり住宅ローンを抱えている人達の1/3弱がまだネガティブ・エクイティに悩んでいるということである。従って、バランスシート調整の進捗は、ゆるゆるとは進んでいるが、まだ道半ばとみておかなければいけないと思っている。

山口副総裁

それと、貯蓄率の関係はどう考えれば良いか。

大野国際局長

貯蓄率全体としては、やはりローンは返さなくてはいけないから、なかなか一段の低下は望みにくいということであろうか。本当は、貯蓄して返すという行為が必要になるのだが。

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

次に、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

それでは、事前にお配りしている資料－4（参考計表）に沿ってご説明したいと思う。まず図表4、公共投資である。(1)は工事の進捗を示す出来高統計であるが、下げ止まり傾向に変化はない。(2)の請負金額、これは先行指標であるが、振れを伴いつつ緩やかな増加傾向だと思う。震災復興関連では、各地方自治体が復興計画を出しているが、東北の被災3県のうち、提出が遅れていた福島県については、12月に提出がなされた。関連市町村でも、大体40位あると言われているが、その9割近くが年内に提出したということである。今後、復興関連事業については、建設業者の供給制約などからペースは緩やかとは思いますが、第3次補正予算に組み込まれているまちづくり関連など、本格的な部分を含め、徐々に顕在化していくと考えられる。

続いて、輸出入である。図表5の実質輸出入の表で、まず輸出である。前月比が10月に－4.6%となった後、11月も－2.7%と減少した。輸入に

については、月々の振れはあるが、均してみると増加傾向かと思う。図表7で輸出の地域別の内訳をご覧頂きたい。第4四半期は10～11月の数字であるが、タイ向けをみると、この第4四半期が前期比-21.5%と、洪水の影響から大幅な減少となっている。このタイの洪水の影響については、前々から申し上げているとおり、部品類の供給制約を通じて自動車等の輸出に影響があり、これは全世界に対する輸出抑制にも繋がっていると思う。米国向けで、自動車を出したくてもなかなかあまり伸びなくなっているのはその影響である。EU向けについては、これも前月ご説明したが、第4四半期で-7.3%と、大幅な減少である。それ以外の東アジア、中国、NIEs、あるいはその他地域も弱い。色々な要因が影響していると思うが、欧州経済減速の間接的な影響、あるいは円高の影響も及んでいるものと判断している。タイの洪水の影響であるが、ここは定性的に申し上げたいと思うが、11月までは、輸出・生産にかなりマイナスの影響が出たが、12月以降は、排水も完了して、マイナスの影響は和らいできていると考えている。そういう意味でいくと、輸出の前月比では、12月位からプラスの動きに転じつつあると考えている。因みに、12月の輸出であるが、上・中旬の計数から機械的に実質輸出を試算すると、前月比で横這いないしは小幅プラスの様相である。勿論、これは下旬がどうなるかで変わってくるが、少し下げ止まりの感じが出てきている。また、タイの影響からいくと、1～3月のどこかでは、まず第一に、自動車やデジカメ辺りで、落ちた部分を取り戻すための挽回生産といった動きが出てくると思うし、第二に、タイ工場向けの機械設備の生産・輸出も増加することが期待されると思う。海外需要全体については、まだ弱い状態が続いているが、一部、例えば、半導体製造装置などでは、台湾、韓国の半導体メーカーからの受注が出始めたといった声も聞かれ始めているので、微妙な変化があるかもしれない。これは、基本的に米国経済に対して悲観的な見方がかなりあったが、それが幾分後退して、様子見していた投資を少し再開する、ということを反映しているのではないかと考えている。輸出については、当面、横這い圏内で推移するとみているが、仮に、米欧経済の一段の減速が回避されて、新興国

経済についても、インフレの落ち着きとともに成長率が高まってくれば、再び次第に増加に向かうと考えられる。

図表 12、為替レートであるが、(1) の実質実効為替レートについては、足許、少し円高方向に振れているが、ドル/円はほとんど変わっていないので、これはユーロ安に伴うものと考えて頂ければと思う。EU向け輸出は通関輸出全体の 1 割程度であるが、米国市場あるいはアジア市場で欧州と日本企業との競合があり、実質実効為替レートはそこまで一応勘案したのものとなっているので、EU向けのウエイトは 15%程度になっている。また、例えば、自動車のようなセクターでは、米国市場で欧州車が昨年 11 月位からインセンティブを拡大しているようであり、そういったことが日本のメーカーの販売、あるいは日本からの輸出にどのような影響を及ぼすかにも注意していく必要があると考えている。

続いて、国内需要について申し上げたい。図表 16、企業マインドである。ここには 12 月までしか数字が出ていないが、お配りしてからその後、(1) の大企業について、QUICK短観とロイター短観で、1 月の数字が出たのでご紹介しておく。まず、製造業の QUICK短観であるが、12 月の+2から 1 月は 0 と、若干低下したが低下幅は小幅にとどまっております、3 か月後の見通しも 0 となっているので、下げ止まりの感じが出ている。ロイター短観については、12 月に-5 とかなり落ちた後、1 月が-5、先行きが 0 まで戻る見通しになっている。非製造業では、QUICK短観は 12 月が+16 の後、1 月が+19、先行き——3 か月後——は+21 と、改善が見込まれている。ロイター短観については、1 月が+6 で、3 か月後は+10 になっている。企業マインドは、大企業について、ここ数か月下がっていたが、少し下げ止まり感がみられる。多分、タイの影響が薄れていくことによるものと思われるし、非製造業は堅調に推移しているということかと思う。

続いて、設備投資である。まず、図表 18 で一致指標の資本財総供給からご覧頂きたい。足許 10~11 月の数字が出ているが、例えば、機械投資の一致指標である資本財総供給は、増加基調が続いている。図表 17 で機

械受注をご覧頂きたい。前月比をご覧頂くと、9月、10月と2か月連続で減少していたが、11月はかなり大幅な増加となった。この結果、10～12月は-2.4%と、小幅の減少にとどまっている。その下の建築着工床面積は、月々の振れが大きいですが、10～12月でみると前期比-2.5%と、7～9月に続いて小幅の減少となっている。これは、非製造業が少し弱いのだが、一頃かなり増えていた医療・福祉の勢いが少し落ちている影響が出ている。両者とも元々振れの大きい統計であるので、今のところ緩やかな増加基調が崩れているとまで判断できないが、若干微妙な変化もあるような感じもするので、注意してみていきたいと思う。設備投資については、前月同様緩やかな増加基調にあるという判断で良いと思う。今後については、当面は海外経済減速等の影響などを受けると思うが、基調的には被災設備の建て替え等もあり、緩やかな増加を続けるという判断で今月も良いのではないかと考えている。

続いて、個人消費であるが、図表 22、23 辺りでご説明したいと思う。基本的に基調に変化はなく、底堅く推移していると考えている。図表 22 の(1)小売業販売額でみると、震災から戻った後、堅調な動きになっている。(2)の耐久消費財は、家電も自動車も少し弱めになっているが、足許弱いのは恐らくタイの洪水の影響で、自動車あるいはデジタルカメラといったところにも影響があると思うので、基調はもう少しみないと分からない。図表 23 (1)、小売店販売であるが、まず、コンビニはかなり堅調な動きが続いている。コンビニは、売上の1/3がたばこで、これは名目値なのでたばこ価格の引き上げが影響している面もあるが、それを除いても堅調である。これについては、高齢者あるいは単身の女性をターゲットとした品揃えが奏功しているといった指摘がある。百貨店については、11月までしか数字が入っていないが、12月の協会関係の数字をみる限り、12月は気温が低下したことで、冬物を中心にリバウンドしている模様であるので、基本的に百貨店も底堅いということで良いのではないかと考える。(2)のサービス消費についても、いつも申し上げているとおり、しっかりしてきている。ここに計数は載せていないが、外国人の入国者数が11月まで

出ている。震災直後は 1/3 位まで落ちていたが、11 月の数字をみると、震災前の 1 割減程度まで回復してきている。図表 24、消費者コンフィデンスをご覧頂きたい。季調済系列でもそうであるし、原系列、景気ウォッチャー調査をみてもそうであるが、指標によって若干のばらつきはあるものの、総じてみれば底堅いという判断で良いのではないかと思う。例えば、消費者態度指数について内訳をみると、収入とか暮らし向きに関する見方は然程変わらないが、雇用環境、あるいは耐久消費財の買い時判断などが、どうやら改善しているということである。後者については、自動車のエコカー補助金の復活もプラスに作用している可能性があると思う。以上、消費を纏めると、なぜ底堅いかはなかなか難しい面があるが、まず第一に、やはり震災関連が上がっている。これは被災地による消費が好調である、あるいはペントアップ需要が出ている、あるいは雇用改善が影響しているということである。基本的に消費のどの数字をみても、震災前の水準を少し上回った程度であるので、やはり震災から戻っているという要因が一番大きいのであろうと思う。それ以外で考えられることとしては、前月もご議論があったが、何がしかの円高メリットであって、これは輸入業者が安値の輸入品を活用しているということかと思うし、もう一つの要因としては、先程コンビニのところでご説明したが、高齢者関連ビジネスが一部奏功してきている、この辺りではないかと一応整理している。今後の消費については、当面、賃金は伸びないので、なかなか目立った増加は見込みがたいが、今申し上げたような理由から、基調的には底堅く推移するという判断で良いのではないかと考えている。

次に、生産について、図表 27 でご説明したいと思う。鉱工業指数統計の表で、11 月の計数を申し上げると、生産は前月比-2.7%、これは輸送機械を中心に大きめの減少となった。出荷が-1.6%と落ち込んだが、生産ほど落ち込んでおらず、在庫は-0.6%と、自動車を中心に減少した。減少の背景は、大きな流れとしては海外経済減速あるいは円高の影響ということもあるが、11 月については、タイの洪水による部品の供給制約の影響なども大きいと考えている。12 月、1 月は、それぞれ予測指数では

+4.8%、+3.4%と増加している。私共は、ここまで大きく増加するとはみていないが、タイの洪水の影響が薄れることや工作機械での需要が高まっていることなどを踏まえると、幾分反動増が見込めるのではないかと考えている。マイクロシアリングであるが、実勢ベースでみた前期比は、10～12月は小幅減少、1～3月は小幅増加で、均してみると当面横這い圏内になるという見通しが示されている。マイクロシアリングについては、過去3か月、生産計画の下振れ傾向が結構目立っていたと思うが、当月はその下振れが少し和らいだ感じがある。一部ではあるが、IT関連などでも潮目が変わりつつあるのではないかといった声も聞かれないではない。こうした企業の見方については、最近の米国経済指標が底堅いということで、これに反応しているに過ぎない面もあるかもしれないので、私共としては引き続き基本的には慎重にみておきたいと思っているが、先行きの生産持ち直しのサインである可能性も一応念頭に置いておきたいと思っている。

図表 31、32、雇用である。まず、図表 32 の (1) であるが、いつもご説明しているとおおり、失業率は、振れは大きいものの、均してみると低下傾向、有効求人倍率は当月も少し上がって改善傾向、労働需給は改善傾向ということで良いのではないかと思っている。図表 31、毎月勤労統計で賃金について申し上げる。11月は前年比-1.0%とある。これは速報時点であり、確報時点では-0.2%と、ほぼゼロ%で若干のマイナスである。上方修正された最大の要因は特別給与で、速報時点では-22.4%であったが、これが-1.8%になった。賃金はゼロ%ないしは若干のマイナスが続いている。賞与については、11月はまだ冬季賞与の5%位しか占めないもので、これは12月で確認していきたいが、私共としては、上期の企業収益の影響がこの冬のボーナスにもまだ影響すると思うので、多分12月もお弱めであろうと思っている。当面、賃金については、横這いしないし弱含みで推移するというこれまでの見方を維持している。

最後に物価であるが、図表 36 をご覧頂きたい。国内企業物価である。12月が出ているが、前月比は+0.1%となった。3か月前対比では-0.4%で、2か月連続でマイナス幅が縮小している。これは、10月半ば以降国際

商品市況がやや持ち直していることが影響していると思うし、先行きについても、当面その影響から、今は弱含んでいるが横這い圏内で推移すると考えている。なお、先般、東京電力が大口ユーザー向けの自由化部門の値上げを打ち出した。これは17%と打ち出したが、これが仮に全部実現した場合は、機械的に試算すると、4月以降国内企業物価を0.2%弱押し上げることになる。実際どれ位上がるかは分からないので、大体0.1~0.2%位押し上げるというイメージを持っておいて頂ければ良いかと思う。CPIであるが、全国CPI（除く生鮮食品）は、10月の-0.1%の後、11月は若干マイナス幅が拡大して-0.2%と、引き続きゼロ近傍である。12月については、東京CPI（除く生鮮食品）であるが、11月の-0.5%から-0.3%となり、マイナス幅を縮小している。これは、食料工業製品等が若干上がったことなどが影響して少しマイナス幅が縮小しているので、恐らく全国についてもマイナス幅は少し縮小、あるいは場合によってはゼロ%ということかと思う。いずれにせよ、当面、マイナス領域も含めてゼロ%近傍が続くというこれまでの見方で良いと思っている。少し長い目でみた物価であるが、図表45で(1)をみても(2)をみても、リーマン・ショック後、一旦CPIについてはマイナス幅をかなり拡大しているが、それ以降緩やかにマイナス幅を縮小してきて、ゼロ近傍になっている。これは、基本的にはマクロ的な需給バランスの改善を反映したものと考えている。今後については、当面、輸出・生産が横這いということで、若干需給の改善に足踏み感が出てくるが、やや長い目でみれば、需給の改善傾向は維持され、物価を下支えしていくものと考えている。

以上、纏めさせて頂くと、まず実体経済であるが、現状判断としては、先月から判断を変更する材料は基本的にはないと考えており、実体経済は横這い圏内の動きということで良いのではないかと思う。国内需要は総じて堅調に推移している一方、海外経済の減速、為替円高に加え、タイの洪水の影響も残っているもとの、輸出や生産が横這いになっている、ないしは若干弱いということであろうと思う。こうした実体経済の展開は、展望レポートでも概ね想定していたと思うが、欧州ソブリン問題を背景に海外

需要は想定に比べ弱めに推移しており、その影響から日本経済も幾分下振れ気味に推移しているということであろうと思う。先行きの経済であるが、当面、横這い圏内の動きを続けると思うが、第一に、復興関連需要の顕在化が徐々に下支えに作用する、第二に、海外経済についても徐々に成長率を回復させていくことから、緩やかな回復経路に復していくということで、引き続き良いのではないかと考えている。その時期については、なかなか確かなことは申し上げられないが、展望レポートとの比較では、海外経済の減速がやや長引くということなので、それを主因にやや後ずれすることであるが、民間や公的機関の海外経済に関する標準的な見通しを前提とすれば、来年度前半にはそうした動きが出てくるということではないかと思う。消費者物価についても、当面マイナスの領域を含めゼロ近傍であり、恐らくプラスが定着していくのは2013年以降ではないかと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

先程、東京電力が関東地方で企業向けの大口電気料金を4月から平均17%上げるということで、C G P Iが0.2%弱上がるかもしれないということであった。一方、政府は成長率の試算をしていて、大体0.1~0.2%下げるといふ予測を発表しているようであるが、実質成長率への影響をどのようにみているかを伺いたい。

もう一つは、設備投資であるが、図表17、18をみながら伺いたい。2009年、2010年当時は減価償却費に比べて設備投資は少なかった。だから、資本ストックは実質的には減っていた訳である。今年度については、設備投資アンケート調査で、全国短観をみると、2011年度の設備投資計画は差し引き——製造業と非製造業で相殺し合うので——0%である。2012年度は、日本政策投資銀行をみると、マイナスになっている。今後、設備投

資がどうなるのか、実質的にみて、資本ストックが減っている状況の中で、回復していくような傾向がこれからみえるのかを伺いたい。支店長会議では、皆さんが、最近では維持更新のための投資も増えているが、それ以外に病院や介護施設なども建設しているし、色々な店を開店するといった投資が出ていると言われているが、設備投資についてどのような感じにみているか。

#### 前田調査統計局長

まず、第一点目の政府の試算である。私も実は詳しいところまでみていないが、今、企業向けだけではなく家庭向けも値上げするのではないかという報道がなされている。家庭向けが、10%とか5%とか色々な議論はあるが、仮に10%上がるとすると、C P Iが0.1%位上がる。そこまで含めれば、物価が日本経済全体として0.1%位上がることになってくるので、実質経済成長率として0.1%位下振れしてもおかしくないと思う。ただこれも、通常の実質所得が下押しされた場合に、その分だけ本当に経済活動が同じだけ落ちるかどうかまでは分からないし、一方では、一回値上げがあったところで、さらにこれからも値上げをやるであろうという期待まで生まれると、逆にもっと成長率にも影響が及びかねないので、何とも言えないが、一回限りであれば0.1%いくかどうか位の感じ、かつ企業部門だけであればそれほどいかないとみておけば良いのではないかと考えている。

二番目の設備投資であるが、図表 17、日本政策投資銀行については、2012年度の計画は昨年の中ば時点の調査であって、その際にはほとんど設備投資計画は決まっていないので、大体マイナスに出る傾向がある。従って、これは当てにならないと思って頂ければ良いと思う。全国短観については、ここでは0%となっているが、これは土地投資を含んでソフトウェア投資を含まないものであり、GDPの設備投資は土地投資を含まなくてソフトウェア投資を含むので、そういうGDPベースに置き直すと、手許に数字はないが、確か3%位のプラスではなかったかと思う。そういう意味で、少しプラスである。さらに、支店長会議等でも話が出ていた医療法人等につ

いては、こういう短観には出てこないもので、短観以外のところで設備投資が増えている可能性があるということではないかと思う。先程、白井委員からご指摘があったように、設備投資については、リーマン・ショックでかなり圧縮して、今のところ減価償却よりも低い数字にあるが、私共も、これがはっきりと減価償却を上回ってくるとまではみていないが、維持更新投資がかなりできていない面もあるので、減価償却の範囲内であっても、来年度にかけて少し増えていくのではないかと考えている。

#### 中村委員

景気の内外の回復のタイミングについて、非常に難しいのは、そのとおりだと思う。震災の復興需要について、当初1月位だったものが4月以降、あるいは本格的な需要が出てくるのは年央とか言われているが、予算措置も決まって、今どういう見通しを立てておられるか。また、これから先、さらにこの本格的な需要が後ずれする可能性といったことも、ボトルネック等で考えられるのか。

#### 前田調査統計局長

この場でも申し上げたことがあるかもしれないが、震災関連の予算は、3次補正まで15兆円位、来年度の当初予算に4兆円位あるので、19兆円になっている。これは、GDPの4%位を占める。被災3県のGDPは大体4%であり、茨城辺りを含めても6%である。そうなると、6%経済に4%の予算が出てくるということなので、どうしても短期では簡単には進まないだろうと思う。一般的に思われているよりも後ずれしてきたというのは、そういうことについて、我々も含めて100%分かっている訳ではなかったこともあるが、今後もゆっくりと進むのだろうと思う。ただ、今後はこれまでよりは少し進んでいくのではないかとと思われるが、その場合の背景を二つ申し上げると、一つは、色々な復興計画がかなり固まってきたことであり、そうなると色々な事業も進みやすいということがあると思う。二つ目に、実は地公体がこれまでどちらかという地場の建設業者を優先して

入札していたのだが、それではなかなか消化しきれないことがはっきりしてきたので、もう少し間口を広げようという動きも出てきている。また、建設労働者も色々なところから被災地に向かっていくということがあるので、後ずれするリスクはあるとは思いますが、ある程度進捗するような動きも一応出てきているということではないかと思う。

#### 西村副総裁

個人消費の先行きであるが、今の底堅さの要因は、一つは復興需要——これはまあ戻っている——、それから円高メリット、高齢者関連のビジネス、この三つであった。そのうち、震災後の復興需要については大体出尽くしたと考えれば、あとは円高と高齢者関連ビジネスである。円高に関して言えば、これはフローで効いてくるのか、レベルで効いてくるのか、変化で効いてくるのか、ということが一点。それから、もし円高がどんどん進まずに、フローでは逆に尽くし感があるとすると、残るは高齢者関連ビジネスということになるので、これだけでは力強さには欠ける。もしかしたらもっと力強いのかもかもしれないが、欠けるという感じがする。今の私のコメントを含めて、今後の底堅さの見通しについて、当局の説明を聞きたい。

#### 前田調査統計局長

私は、個人消費について力強いとは一言も申し上げていなくて、底堅いという言葉を使っている。力強いと言わないのは、これからそれほど押し上げるような要因が見つからないためである。基本的には、今、西村副総裁がおっしゃったように、震災関連についてはかなり戻っているが、ここからさらに押し上げる力は少し弱まっていくだろうと思う。しかしながら、引き続き、例えば、自動車などではペントアップ需要がまだ残っていると思うし、被災地で生活再建消費みたいなものはなお残っているのではないかと思うので、もう少し続くのではないかと思う。多分、円高については、基本的にはレベルで、そこに収束する過程で起きていると思う。どこかで

円高のメリットも出尽くすということである。しかも、私はそれほど沢山出ているとまでは思っていない。じわじわ出ているという程度だと思う。高齢者についても、せいぜい下支えする程度かと思う。従って、繰り返しになるが、今は雇用者所得がそう伸びていないし、賃金まで含めて暫くそれほど所得が増える訳ではない、公務員給与の引き下げもこれから起きていく、ということを見ると、それほど消費に期待はできないと思うが、そういう中で、景気が本格的に回復経路に復していくまでの繋ぎとして、今申し上げたような要因が個人消費を支えていく、という整理ではないかと思っている。

白川議長

今の高齢者ビジネスは、供給者からみると高齢者ビジネスであるが、消費者からすると、それは高齢者の貯蓄性向が下がってきているという仮説に相当するということであるか。少し長い目でみた場合、かなり前になるが、シルバー消費ということが言われて、その時には貯蓄率が一旦下がっていったということがあったが、その後またその傾向が止まった、というのが多分これまでの動きだと思う。そういう意味では、仮説としては、貯蓄率がまた少し下がっているのではないかということか。

前田調査統計局長

そうである。おっしゃるとおり、高齢者はどちらにしてもウエイトが増えていくので、高齢者のビジネスは放っておいても拡大するが、供給者側からみると、それがアイデンティファイできない。単にウエイトが高まっているだけなのか、消費性向が上がっているのかということである。ただ、アイデンティファイはできないが、供給サイドが高齢者のニーズに対応したような品揃えができているとすれば、仮説としては、少し貯蓄率が下がっているのではないかと考えてはいる。しかし、これも統計で特に今のところ確認できている訳ではないので、一応そういう考え方ができるということだと思う。

白川議長

統計関係であと二つある。一つは、復興予算が実際に執行されて景気にいつどのように跳ね返ってくるかということである。今のところ統計的には、出来高は下げ止まってはいるが、増えてはいない。請負の方は少しずつ増えてきたが。予算には、公共投資すなわち政府投資に分類されるものと、政府消費があると思うが、例えば、除染だとか、あるいは高台移転がどちらになるのか分からないが、大雑把に言えば、公共投資で出てくるものと、政府部門の消費で出てくるものと、どのように目の子で考えておけば良いか。これはあるいは財務省の佐藤総括審議官に聞いた方が良いかもしれないが、どのように考えれば、つまりどの統計をみていれば、我々はそれが分かるのだろうか。勿論、最後は投資に出てくるとは思うが。

前田調査統計局長

かなり難しいと思う。19兆円あるうち金融対策なども色々あって、私共の試算が間違っているかもしれないが、確か19兆円のうち公共投資と考えられるのは、大体14兆円位ではないかと一応考えている。従って、残りの5兆円が金融対策みたいなものと政府消費に出てくるものではないかと思っている。確かそういう感じであったと思うが、一応そのように考えている。ただ、瓦礫処理や除染は、瓦礫処理でも瓦礫処理プラントまで作れば、これは公共投資になるが、単に瓦礫を処理するだけだと政府消費になって、これも一部が例えば請負金額に出たりすることもある。恐らく除染はそういうところには出てこない。除染は、相当人手がかかるので出てはいるが、月々の統計ではなかなか確認はできない、ということになると思う。

白川議長

ということは、政府消費については、基本的にはGDP統計を待つか、あるいはそれが出ていると思われる労働関係の統計をみるしかないとい

うことか。

前田調査統計局長

そうである。労働関係の統計も建設業者ということになるので、これも分けることはできないが。ここはなかなか難しい。

白川議長

あともう一つ、統計関係について聞きたい。先程、QUICK短観とロイター短観の紹介があつて、一回下げたかもしれないが、現状は下げ止まっていて、先行き改善していると言っていたが、これは日銀短観と違って、先行きについて下がるという癖はあまりないのか。逆に言えば、今のような局面では、普通は下がるのだと思うが、上がっているというのは…。

前田調査統計局長

我々も癖までは分析していないが、因みに、12月時点での3か月先行きを申し上げると、先程申し上げた図表16にあるが、例えば、製造業のQUICK短観では、12月時点では3か月先行きは-4であった。ロイター短観も-4であったので、先行きの見方自体も12月より1月は改善している感じはある。非製造業も、それぞれ12月時点では+15と+6で、今月はそれぞれ+21と+10になっているので、少し改善している。ただし、これは月次統計で結構振れもあるので、全てをこれなら良いとまでは言えないが、微妙な変化かもしれないという程度のことは申し上げられるかと思う。

白川議長

了解した。他に質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

ないようであれば、次は金融環境に移らせて頂く。

門間企画局長

それでは、事前に配付させて頂いている資料-5(参考計表)でご説明したいと思う。最初に、図表1、インフレ予想である。(1)が四半期に一度のアンケート調査で、量的質問、質的質問ともに、前回会合以降、12月調査分が新しく加わっている。ご覧のように、現在の実感あるいは今後1年間という短いところを中心に若干弱くなっている。また(2)、月次の消費動向調査の1年後予想も、直近データがさらに若干低下をしている。これらは、足許、ヘッドラインのCPIの前年比そのものが若干低下していることを反映しているとみられるが、いずれにしてもこの程度であれば振れの範囲内と考えて良いと思う。そのCPI自体も、この先ゼロ近傍ながら概ね安定的に推移するという見通しが正しいとするならば、これらのインフレ予想も、さらに低下が続いていく可能性は低いと考えて宜しいかと思う。(3)の企業のインフレ予想についても、これも短観を使っているので、3か月先という短いタームの予想であり、これまでの国際商品市況、あるいはそれを反映したCGPIの動きによって振れていると考えられる。その国際商品市況も足許横這い圏内であるので、企業の予想インフレ率もこのまま低下していくとは考えにくいように思う。

次に図表2、上段のエコノミストのCPI見通しであるが、(2)の年度見通しの方でみて頂くと、2011年度、2012年度ともに直近の1月調査は前回12月調査から変化していない、というかずっとほとんど変化していない訳で、安定的な予想が形成されている。また、今回初めて2013年度の見通しが出ており、ご覧のように+0.1%と若干のプラスにとどまる見通しである。これを(1)の四半期ベースの折れ線グラフでみて頂くと、2013年度の最終四半期で+0.2%ということで、極く緩やかな上昇にとどまるという見通しが出てきている。次に、図表3、(1)のQSS調査、(2)

のインプライド・フォワード・レートともに概ね横這いの動きが続いている。例えば、(1)の太い黒の線でみた中長期——一番長いものであるが——のインフレ予想は、+1%近傍で安定的に推移している。以上、インフレ予想は、一部に若干低下気味のものもあるが、それも振れの範囲内と言える動きであり、中長期を中心に予想は概ね安定的に推移しているという判断で宜しいかと思う。

次に図表9、資金調達コストである。(1)の一番上の細い実線が新規貸出約定平均金利で、それに社債・CP発行金利を合成した総資金調達コストが上から二番目の太い線である。いずれも振れはあるが、緩やかに低下してきているというこれまでの見方で問題ないと思う。そうしたもとの、次に、資金調達の量であるが、図表14をご覧ください。内訳をみると、一番上の民間部門総資金調達は、12月分の前年比が-0.3%であり、マイナス幅が着実に縮小しているというこれまでのトレンドに変化はない。この基本的な流れを作っているのも、これまでどおり銀行貸出であって、中段の民間銀行貸出残高の表で銀行計をご覧くださいと、12月の前年比は+0.7%までプラス幅が拡大している。内訳は、プラスかマイナスかということと言うと、都銀等がマイナスで、地銀・地銀Ⅱが潤沢な余剰資金を背景とした都市部での貸出攻勢等からプラスという状況が続いているが、最近の変化として相対的に大きいのは、都銀等のマイナス寄与が縮小しているという点である。引き続き電力向けや企業買収関連の資金需要が効いている。全体として、被災地を含めて運転資金需要は相応に堅調であるが、設備投資関連の資金需要は引き続き動意に乏しいと聞いている。今月、計数的に若干これまでと違うのが、同じ表のCP・社債の発行残高で、前年比をご覧くださいと、このうちCPは引き続きプラスであるが、社債が-0.1%と若干のマイナス、概ね前年対比横這い圏内という数字になっている。ただし、この点については、一番下の表のグロスの発行額をご覧くださいと、12月も6,700億円で、しっかりと発行がなされている。すなわち、先程の残高の若干のマイナスというのは、12月にたまたま社債の償還が多かったということである。特に発行環境そのものに何らかのネガティブな変化があったという

ことではない。また1月入り後の状況についても、資金需要があまり強くないので、起債そのものはパイプラインも含めて少なめではあるが、投資家の需要は底堅いと聞かれている。相対的に低格付けのBBB格の状況についても、まず12月は400億円であり、そこそこ発行されている。前回本席でBBB格のスプレッドが、秋口までに比べると幾分ワイド化していると申し上げた。その幾分ワイド化した状態はその後も続いているが、それでも十分良好な発行条件であり、1月入り後は製造業のBBB格企業で新銘柄の起債も行われている。こういった状況を総合すると、社債の発行環境は引き続き総じて良好という評価で良いと考えられる。

次に、図表20、企業金融関連のDIである。まず、中段の企業からみた金融機関の貸出態度判断DIであるが、中小企業（日本公庫）の12月分が+28.8%ポイントとなっており、11月に一旦多少低下した分を回復している。四半期ベースで均してみると、着実に改善が続いている。下段の資金繰りDIについても、中小企業（日本公庫）をみて頂くと、前回11月に一旦-2.2%ポイントとなったが、12月は+0.5%ポイントと、再びプラス圏へ浮上している。これを四半期ベースでご覧頂くと、改善傾向がより鮮明である。一方、中小企業（商工中金）は、12月が-4.1%ポイントと、2か月連続で小幅悪化しているが、これも四半期ベースで見るとマイナス幅が縮小傾向を辿っている。それから、先程、日本公庫の小企業の四半期ベースの数字が出たので申し上げますと、まず、中段の貸出態度のところでは、小企業（日本公庫）は、7~9月の-16.2%ポイントの後、10~12月が-12.9%ポイントで、マイナス幅が3%ポイント強縮小している。それから一番下、資金繰りDIの小企業（日本公庫）は、7~9月の-27.2%ポイントの後、10~12月が-26.3%ポイントとなっており、こちらも小幅ではあるが着実にマイナス幅が縮小している。さらに本日の朝、一番上段の金融機関からみた資金需要——日本銀行の四半期に一回の貸出アンケートであるが——の1~3月分が出ている。代表的な数字だけ申し上げますと、一番上の10~12月の0%ポイントという数字の次が-2%ポイントとなっており、0から-2へ若干の低下である。その下の季調済

の計数は、10～12月は+1%ポイントとなっているが、それが-0%ポイントに改訂され、その後の1～3月が-4%ポイントとなっており、企業向けは若干悪化している。一方、個人向けは、10～12月の-1%ポイントの後、1～3月が0%ポイント、季調値が10～12月はこのまま変わらずで、1～3月がカッコの中は+1%ポイントとなり、幾分改善している。それから、図表21に色々それ以外の主要銀行貸出動向アンケート調査の総合的なグラフがある。このうち、貸出運営スタンスについては、今回の調査で若干低下していて、例えば(2)の太い線の中小企業は、右端が数字で言うと+20%ポイントである。これが、1～3月は+15%ポイントまで5%ポイントも低下している。それから細い線の大企業は、右端が+12%ポイントであるが、1～3月は+6%ポイントまで低下している。この辺りは「積極化」超が少し縮小しているが、まだ十分積極化の範囲内であるし、かつ、グロスの慎重化を答えている金融機関は皆無であるということであり、基本的には積極化の中での動きと考えて良いかと思う。(3)以下については、概ね横這いで大きな変化はない。以上、指標によって多少振れはあるが、全体としてみると、金融機関の貸出姿勢および企業の資金繰りは、総じてみれば改善した状態にあるというこれまでの状況に大きな変化はないと判断される。

最後に、マネー関連の指標を簡単にみておきたい。図表25、まずマネタリーベースである。12月分の前年比が+13.5%となっており、最近の中では相対的に低い伸び率ではあるが、四半期で括ってみて頂くと、10～12月が+16.6%と10%台後半の伸びを続けている。内訳をご覧頂くと、日本銀行当座預金が、12月は税揚げ等の影響もあり伸び率が低下しているが、四半期ベースでは8割前後の伸びをキープしている。当面、マネタリーベースは2月までは高い伸びが続くと予想されるが、昨年3月の震災以降高くなっているため、その裏が出始める3月以降は伸び率の低下が予想される状況である。それから、中段のマネーストックである。M2の前年比が+3.1%、M3が+2.6%と、前月までと状況はほとんど変わらない。傾向的にみて頂くと、先程申し上げた民間資金調達のマイナス幅縮小を反

映して、マネーの伸び率は足許極く緩やかに伸びが高まっている状況である。

以上、金融環境について簡単に纏めると、国際金融資本市場は、幾分落ち着きを取り戻したとはいえ、なお緊張度が高い状況が続いているが、その間、国内の金融環境は一貫して緩和の動きが続いており、足許の状況に基本的な変化はないという判断で宜しいかと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

西村副総裁

数字が出たばかりで申し訳ないが、今日出た金融機関からみた資金需要についての評価は、どのように考えれば良いか。

門間企画局長

まだ出たばかりなので分析はできていない。企業の資金需要が若干低下している一方で、個人向けが若干上がっているということではあるが、これまでのこの動き——この図表 21 (1) ——に先程申し上げたような少し1～2%ポイント位の違いが加わる程度であるので、振れの範囲と取り敢えずはみている。それから、一応季節調整をかけてみてもいるが、この季節調整もどれ位当てになるかという問題もあるので、そういうことも含めると、取り敢えずはこれまでの基本的なトレンドにあまり変化はないのではないかと考えている。

西村副総裁

貸出運営スタンスの方はどうか。

門間企画局長

こちら、足許は少し大きめに低下方向ではあるが、まず一つは変化

を——積極化か慎重化かということ——聞いている。どんどん積極化し続けるのか、どこまで続くのかもなかなか判断しがたい部分もあるが、過去約3年間位積極化という方向でずっときていて、結構高レベルできていたので、多少この辺りでレベルが下がって、なおこの辺をうろちょろするという感じでも全くおかしくないのではないかと、取り敢えずはみている。ただ、これも分析がきちんと済んでいないので、暫定的にそのように申し上げておく。それ以外の、この利鞘設定以下は特に足許のところはほとんど変化がないので、そういったことも総合的にみると、基本的な変化はないという理解で宜しいのではないかと、取り敢えず思っている。

白川議長

他にあるか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

ないようであれば、次に金融経済月報の概要に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

それでは、私から実体経済・物価についてご報告する。今月は、変更点がほとんどない。まず、現状の二つ目のパラグラフである。個別項目をご覧頂くと、こちらでは細かい字句の修正や、先月は短観月であったために入っていた業況感の表現を削除することはあったが、どの項目も基調判断には変更はない。こうした状況で、最初のパラグラフで、今月については「横ばい圏内の動きとなっている」としている。先月は「持ち直しの動きが一服している」としていた。ここでの表現の変更であるが、今申し上げたとおり、個別項目で状況が変わっている訳ではないので、実質的な景気判断の変更ではないと考えている。すなわち、先々月まで曲がりなりにも「持ち直し」という判断をしていたので、それとの対比で先月は「持ち直しの動きが一服している」と変更した。今度はそうした状況が続いている

ので、今月については「横ばい圏内の動きとなっている」ということである。因みに、先月時点での先行きは「横ばい圏内の動きになる」としていたので、その線に沿った動きになったかと思う。

先行きについては、これもまた細かい語句の表現の変更はあるが、実質的な変更は全くない。

最後に物価だが、C G P I の先行きについて、現在までの国際商品市況の動きを基にすると、国内C G P I の先行きは「当面、横ばい圏内」という予測なので、そのことを織り込んだ形にしている。私からは以上である。

神山企画局政策企画課長

金融についてご説明する。まず、「金融面をみると」というパラグラフであるが、変更はない。今月、円の対ドル相場、長期金利、株価とも、「前月と概ね同じ水準」としている。

次に、我が国の金融環境の総括表現については、「緩和の動きが続いている」ということで、前月から変更なしである。個別項目については、一点変更を行っている。社債の残高について、前月は「前年水準を上回っている」としていたが、今月は「概ね前年並み」としている。以上である。

白川議長

ご質問はないか。

それでは、明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々を含め、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。以上である。

(16時14分中断、24日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行だが、最初に中間評価を含めた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12月20、21日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは藤田幸久副大臣、内閣府からは大串博志大臣政務官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

最初に、金融経済情勢に関する討議を行う。本日は展望レポートの中間評価を行うので、執行部は政策委員の見通し計数と分布を配付して頂きたい。

[事務局より資料を配付]

それでは、見通し計数の分布について執行部から説明をお願いする。

門間企画局長

まず、大勢見通しの表である。実質GDP成長率であるが、2011年度のレンジが $-0.4\sim-0.3\%$ 、中央値が $-0.4\%$ である。10月時点の中央値が $+0.3\%$ であったので、 $0.7\%$ ポイントの下方修正になる。ただし、脚注3に、「2011年度のGDP成長率の修正には、過去の実績値の改定に伴い、2011年度への発射台が約 $0.5\%$ ポイント低下したことの影響も大きい」と、この影響を除くと小幅な下方修正であることが分かるように書いてある。2012年度については、レンジが $+1.8\sim+2.1\%$ 、中央値が $+2.0\%$ で、前回は $+2.2\%$ であったので、これはあまり変わらないということかと思う。

2013年度については、レンジが+1.4~+1.7%、中央値が+1.6%、前回は+1.5%なので、これもほとんど変わらないということで良いと思う。

次に、国内企業物価指数である。中央値だけ申し上げると、2011年度が+1.8%、2012年度が+0.1%、2013年度が+0.8%ということで、中央値はほぼ前回と変わらず、2012年度のみ若干の下方修正である。

消費者物価指数であるが、2011年度のレンジが-0.1~0.0%、中央値は-0.1%である。前回は0.0%なので若干低下ではあるが、ほとんど変わらないという理解かと思う。2012年度については、レンジが0.0~+0.2%で、中央値が+0.1%、これはレンジ、中央値ともに前回と変わらない。2013年度はレンジが+0.4~+0.5%、中央値が+0.5%で、中央値は前回と変わらない。

全員の見通しをご覧頂きたい。この中で、大勢見通し対比若干幅が大きめのところだけ申し上げると、消費者物価指数の2012年度であるが、全員の方のレンジは-0.2~+0.3%となっており、下限が大勢に比べて0.2%ポイントほど低い。すなわち、多少弱い見通しの方が1名いらっしゃるということである。2013年度も同様であり、全員のレンジが+0.2~+0.6%で、下限が大勢に比べて0.2%ポイント低いということである。

次に、リスク・バランス・チャートをご覧頂きたい。いずれも灰色のピラミッドが今回の分布、白いピラミッドが前回10月の分布である。まず、(1)の実質GDPを上から下へ順番にみて頂くと、2011年度については、中央値が左の方にずれているので、分布全体が左側に寄っている。また、時間の経過とともに、若干であるが前回対比で全体の幅が縮小している——少し狭くなっている——ということかと思う。2012年度については、これも中央値が若干であるが左側にずれているので、それに伴って分布も少し左にずれているが、分布の形状そのものは前回とほとんど変わらないという理解で宜しいかと思う。2013年度については、分布の形状、位置ともにほとんど前回と変わらない。

(2)の消費者物価である。これは刻みが0.1%で書いているので、若干の変化がよくみえるような形になっているが、その影響で、2011年度

のみ少し左側にずれているが、それ以外はほとんど分布の形状、位置とも変わらない。私からは以上である。

白川議長

ただ今の説明に関して、ご質問等はあるか。特にないようであれば、討議の方に移りたいと思う。

まず、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢及び中間評価について、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、石田委員、中村委員、森本委員、亀崎委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁の順番である。それでは、石田委員からお願いする。

石田委員

まず、我が国経済の現状及び先行きについての見方であるが、前回会合時点から大きな変化はない。

海外の動向からみていくと、欧州については、全体としては当面の景気後退色が濃厚になっている。もっとも、既に予想していた動きが、公表された経済指標によって確認された面も強く、前回会合時点から状況が目立って悪化しているというようにはみていない。欧州ソブリン問題を巡っては、米ドル資金供給オペや3年物オペにより、欧州系金融機関の資金繰りへの不安が和らぐ中、年明け後の各国国債の入札や民間セクターの資金繰りについて、これまでのところは無難な結果となっている。また、S&Pによるユーロ圏9か国の一斉格下げが行われたが、市場の反応は限定的であったと思う。懸念されていたイベントを幾つか乗り越えつつあると言える。もっとも、2月から4月にかけて、財政懸念国の国債のリファイナンスの山場が続く中であって、欧州の金融セクターの買入れがどの程度まで積み上がるのか懸念があるほか、財政問題に関する抜本的な解決策が打ち出された訳でもないという状況も変わっていないので、この先も山あり谷ありが続くものと思われる。足許は、ギリシャの債務問題を巡って、P

S I についての交渉が続いている。これについて合意が成立したとしても、P S I が民間投資家を実質劣後ステータスに追いやったという事実の後遺症は残ると思う。

米国経済については、前回会合以降に公表された指標は、改めて米国経済の底堅さを示すものが多かったと評価している。輸出や生産、設備投資や個人消費は増加基調を維持している。雇用についても、非農業部門の就業者数は増加傾向を維持しており、失業率についても緩やかに低下している。住宅関連指標については、住宅価格が引き続き軟調なものの、住宅着工件数や販売件数は、低い水準ながら若干底打ちの動きがみられつつある。潮目が変わりつつあるのかもしれない。なお、F R B が公表している銀行貸出の動向をみると、商工業向け貸出が 2011 年中頃から前年比プラス幅を着実に拡大しているほか、極く足許では個人向け貸出もプラスに転じてきている。銀行貸出の着実な足取りは、想定より強めの各種経済指標を裏打ちしているものではないかと注目している。

新興国については、N I E s ・ A S E A N を中心に輸出・生産に欧州問題の影響がみられる。ある程度の減速は避けられないということだと思う。この間、個人消費を中心に、内需にはなお底堅さがある。先行きについては、幾つかの国でインフレ率が落ち着いてきていることから、実質購買力の回復が見込まれる。また、インフレ率が低下するもとの、金融緩和に転じる動きもみられている。国によって若干の差異はあるとしても、全体としては成長のポテンシャルは失われていないものとみている。

中国経済については、既往の引締め策の効果が本年前半までは残ると思うが、インフレ懸念が後退するもとの、政策対応余地は拡大しており、政府自身も緩和的スタンスに転じ始めているとみている。資金不足から進捗が滞っている建設プロジェクトは多いとの声も聞かれているので、金融面でのグリップを弱めれば、こうしたプロジェクトが動き出すものと思われる。中国経済については、幾分減速しつつもなお高めの成長を続けるとみている。

我が国については、前回会合で、10～12 月、1～3 月の想定を従来のも

のから弱めにみていると話したが、その評価を変化させるような要因は、内外需ともに確認されなかった。海外経済の減速や円高の影響、タイ洪水の被害、震災復興需要の顕在化の遅れなどから、当面、我が国経済は横這い圏内の動きを続けるとみている。物価面についても、従来の見方から特段変化していない。消費者物価指数の前年比は、当面ゼロ近傍で推移するものとみている。

10月展望レポートとの比較では、GDP統計の遡及改定を織り込むほか、海外経済の減速や円高の影響などにより、成長率見通しを若干修正している。もっとも、見通し期間内に緩やかな回復経路に復していくという基本的な考え方に変化はない。また、物価面については、国際商品市況の落ち着きを幾分反映しているが、マクロ的な需給バランスの改善を反映して緩やかに改善していく、という基本的な考え方は変化していない。

リスクについては、当面最大のリスクはやはり欧州情勢である。引き続きリファイナンスの問題が残る中で、ギリシャ問題が一旦落ち着いたとしても、次にポルトガルの問題が浮上してくると思う。基調として緊張状態が続くものとみていかざるを得ないと思う。二つ目は、国内の電力問題である。昨年夏場の節電問題は何とか乗り越えたが、原発再稼働の行方は大変不透明だと思う。再稼働が上手くいかない場合には、今夏については、節電の対象地域が関西も含めて全国区に広がり、かなりのマグニチュードを与えるものと思う。また、夏場の消費電力量が天候次第で想定を超えるリスクもあると思う。三つ目は、震災復興関連支出のタイミングについて、種々の事情により後ずれとなるリスクである。四つ目は、A格までワンノッチのところにある日本国債の格下げリスクも気になるところである。格下げとなれば、主要企業の格付けも下がることになる。2002年にムーディーズがA格に格下げした際には市場は大きくは反応しなかったが、現在のような状況下、どのような影響が出るのか懸念されるところである。最後に、テール・リスクとしては、欧州問題のほかイラン問題を考えている。私からは以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

まず全体観であるが、海外経済は、欧州経済が減速し、新興国経済もややペースダウンしているが、全体としては回復傾向を維持している。こうした海外経済減速の影響等から、我が国経済も足踏み状態となっている。国際金融市場では、昨年末のECBによる積極的な流動性供給が奏功し、過度な悲観論が後退したことや、事前予想を上回る米国等主要国の経済指標の公表などを背景に、足許では小康状態となっている。しかしながら、欧州債務危機の帰趨や欧州金融システムの健全性に関する不透明感は強く、予断を許さない状況が続いていることに何ら変わりはない。

続いて、海外経済である。米国経済は、緩やかな回復が続いており、7～9月期の実質GDP成長率は下方修正となったが、個人消費、設備投資を中心に前期を上回る伸び率を維持している。12月の動きをみても、消費者マインドが持ち直す中、ペントアップ需要もあり、個人消費は底堅く推移している。また、鉱工業生産も増加基調を維持しており、企業マインドも引き続き改善している。先行きについても、給与税減税等が延長されたことなどもあり、底堅い個人消費等に支えられて、回復を続けるものと思われる。住宅市場の一部では底打ちの兆しとも受け止められる動きもあるが、家計のバランスシートの調整が残る中、欧州債務危機の影響による輸出の減少等もあり、回復ペースは緩やかなものとならざるを得ない。

ユーロ圏経済では、牽引役であるドイツの2011年10～12月期実質GDPが前期比悪化したとみられるなど、欧州債務危機による実体経済への下押し圧力が強まっている。先行きも、各国の緊縮政策が続く中、欧州債務危機に対する抜本的な解決策が実行に移されるまでの間は、マインドや金融面からの実体経済への下押し圧力が強く働き、低調に推移すると思われる。さらに、自己資本比率9%を本年6月までに達成するために、欧州金融機関による資産圧縮の動きが加速し、実体経済に対する下押し圧力が一

段と強まる可能性には注意が必要である。

中国経済は、2011年10～12月期の実質GDP成長率は前年比+8.7%と、輸出の増勢鈍化や、物価や不動産価格抑制のための多岐に亘る引締め策の影響から、前期比減速している。一方、今年の春節が例年よりも早めであることにより経済活動が前倒しとなり、計数が押し上げられている可能性もあるが、全体としては個人消費や設備投資を中心に高めの成長が続いているようである。12月の製造業PMIも50を上回り、消費者物価指数の前年比は+4.1%と低下傾向を辿っている。世界経済の牽引役である中国経済の過熱感の後退は、持続可能な経済成長維持の観点からも望ましいと言える。先行きについては、輸出の増勢鈍化もあって、成長ペースは減速するものの、中国政府は成長促進をより意識した経済政策運営に調整する旨表明しているほか、インフレ圧力の後退に伴う金融緩和余地もあり、内需を中心に比較的高めの成長が維持されると想定される。

NIEs・ASEAN経済は、欧州経済の減速、タイの洪水、IT関連の需要の伸び悩みなどを受けて、輸出や生産を中心に弱い動きとなっている。先行きについても、当面は成長ペースが緩やかとなるものの、その後は、旺盛な域内内需やインフレ圧力の低下に伴う金融緩和の余地もあり、持ち直していくと思われる。この間、欧州系金融機関の資産圧縮に伴うマイナスの影響は、現段階では限定的であるが、今後本格化してきた場合の資金流出や与信圧縮に伴う下振れリスクには注意が必要である。

続いて、国内経済について述べる。国内経済は、海外経済の減速や、為替円高、震災復興事業の執行の後ずれ等により、足踏み状態にある。個人消費は、消費者マインドが底堅く推移するもと、四半期ベースで均してみると、小売売上高、自動車販売台数のほか、旅行取扱高、外食産業売上高等のサービス関連消費も堅調に推移するなど、総じて底堅く推移している。1月のさくらレポートによれば、こうした状況に加え、今後益々拡大を続けるシニア層をターゲットにした多岐に亘る分野での積極的な需要掘り起こしの動きが、比較的広い地域で見られるようであり、今後の進展が期待される。一方、11月の輸出と生産については、実質輸出は欧州やアジア

ア諸国の経済の減速、タイの洪水や為替円高の影響もあって、前月比減少したほか、鉱工業生産も前月比伸び悩むなど、弱めの動きとなっている。

次に、10月展望レポート中間評価とリスクについて述べる。昨年10月の展望レポートの中間評価については、同レポート発表以降、我が国経済は足踏み状態にあり、同レポートにおいて想定した持ち直しのパスのイメージは、半年程度後ずれした格好となっている。まず、2011年度の経済成長率については、GDP統計の基準改定に伴うゲタの下振れにより、下方修正を要する。さらに、10月展望レポート公表以降の動きとして、欧州債務危機の世界経済へのマイナスの影響の強まりとともに、タイでの洪水に伴う供給制約が、我が国の輸出・生産を押し下げる方向で作用している。また、国内要因としては、2012年度入り後にも本格化すると想定されていた復興事業の執行も後ずれしている。従って、2011年度の我が国経済の成長見通しは、10月展望での想定対比、下振れが避けられない。また、2012年度については、海外経済の回復ペースが緩やかとなる中、復興事業の本格化に牽引され、2011年度対比高めの伸びになると思われる。2013年度については、公共投資が復興事業一巡の反動から伸び率が鈍化するが、海外経済が新興国の持ち直しに牽引される形で徐々に拡大することに伴い、全体では緩やかな回復を維持できると思う。この間、物価については、我が国経済の持ち直しによる需給ギャップの緩やかな縮小に伴い、前年比マイナス幅を徐々に縮小し、2012年度中にはゼロ%近傍で推移、2013年度は、需給バランスの改善などもあり、プラス幅が幾分拡大すると思われる。なお、イラン情勢をはじめとする中東の地政学的なリスクが原油価格に与える影響については、引き続き注意を要する。

リスク要因としては、次の二点について付言する。第一に、欧州債務危機の帰趨である。ユーロの崩壊は歴史的な経緯等から考えにくいものの、欧州債務危機には、市場からの信認を得るに足る対症療法とともに再発防止のための抜本策が必要であるが、EU諸国間で完全な合意に至るまでは、政治的なプロセスの中で長期化が避けられないと思われる。市場がその間にしびれを切らした場合、市場の混乱が実体経済に深刻な影響を及ぼす事

態や、政治や国民感情が絡むだけに、合理的な判断を超えた突発的な事態の発生も否定できず、状況の推移や市場の動向には注視が怠れない。第二に、新興国ではインフレ抑制のために政策を動員してきた中であって、自国経済の減速懸念や食料品価格高騰の一服などを背景に、金融緩和に転じる動きが広がりつつある。しかしながら、インフレ圧力が高止まったままの国も少なくなく、これらの国においては物価安定と成長の両立の行方を見守っていく必要がある。なお、今後本格化することが予想される欧州系金融機関によるデレバレッジングの新興国経済への影響についても、引き続き注視が必要である。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

最初に、全体観である。我が国経済は、内需は堅調なもの、海外経済の減速等を受けて、横這い圏内の動きとなっており、当面はこうした状況が続くとみている。来年度前半には復興が徐々に本格化し、海外経済も新興国・資源国に牽引される形で再度成長率を高め、緩やかな回復経路に復していくものと考えている。ただ、欧州ソブリン問題の深刻化や原油調達を巡る地政学リスクの高まり等の強いダウンサイド・リスクもあり、引き続き十分な注意が必要だと思う。

まず、欧州情勢である。金融資本市場では、ドル資金供給オペの金利引き下げや、E C Bによる期間3年の無制限資金供給オペによる流動性リスクの後退から、年明け以降、L I B O Rがドル、ユーロともに低下するなど、リスク回避姿勢が幾分後退している。また、S & Pによるユーロ諸国の国債やE F S F債の格下げは比較的冷静に受け止められており、心配された国債入札も現在のところ順調に消化され、市場は小康状態を保っている。ただ、対策の柱となるバックストップについては、I M Fの融資枠拡大のアナウンスはあったが、資金手当てはこれからであり、それ以外に具

体的に目立った進展はみられておらず、債務不安国の国債利回りは引き続き高水準で推移している。目先は、やはりP S Iをはじめギリシャの動向から目が離せないし、4月頃までに迎える国債等の大量償還に伴うリファイナンスの動向や、何より増資が難しい中での欧州銀行の自己資本比率上積みに向けたデレバレッジの加速が与える影響には、十分な注意が必要である。こうしたもとで実体経済をみると、マインド面の悪化から個人消費や設備投資といった内需に弱さがみられており、生産も減少している。足許では、家計や企業のコンフィデンスの急激な悪化には歯止めが掛かりつつあるほか、ユーロ安による域外輸出の下支え等もあり、ドイツを中心にやや安定の兆しも窺われる。しかし、当面は各国の緊縮財政や金融機関のデレバレッジの影響などから、内需を中心にかなり抑制された動きが続くとみている。ギリシャを中心としたソブリン問題の当事者が、市場の信認を回復し、経済の前向きな循環に繋げていくには、なお相応の時間を要すると思われる。

米国経済については、緩和的な金融環境のもと、足許の経済指標は引き続き比較的堅調に推移している。雇用が改善傾向にあるもとで、年末商戦もますますの結果となるなど、緩やかに改善している。先行きは、バランスシート調整が引き続き重石となるもとで、財政統制法に基づくフィスカル・ドラッグの強まりが懸念されるほか、大統領選を前に財政面での有効な対策が採られることも見通しがたく、回復ペースはやはり緩やかなものにとどまると思われる。

次に、新興国・資源国経済をみると、国、地域別の温度差が広がってきている。中国が、旺盛な内需を背景に高めの成長を維持する一方で、N I E s ・ A S E A Nでは、I T関連財を中心に欧州経済減速の影響を強めに受けているし、また、インフレ圧力が根強い国では、既往の金融引締めの影響により減速傾向にある。中心となる中国では、輸出や住宅投資等の減速により、4四半期連続で前年比プラス幅が縮小したが、依然高めの成長を維持した。今後も、所得水準の上昇や都市化を背景とする構造的な内需拡大に期待できるほか、インフレ率低下に伴う実質購買力の回復も消費を

下支えしていくと考えられる。新興国・資源国では、総じてインフレ・リスクを慎重に見極めつつ、経済政策の軸足を成長重視に幾分シフトする動きが広がっており、財政・金融政策のサポートによって相応の成長を確保していくことが可能とみている。

こうしたもとで国内経済をみると、輸出は減速しているが、設備投資や個人消費等内需が比較的堅調に推移しており、横這い圏内の動きとなっている。先行きも、海外経済の停滞や復興需要の遅れから、当面横這い圏内で推移すると思うが、予算執行により春先以降復興も徐々に本格化し、その後、海外経済も欧州情勢が国債の大量償還時期を終えるなど少しずつ落ち着きを取り戻すにつれ、減速局面を脱していくとみられる。こうして来年度前半には、新興国・資源国が牽引する形で、輸出そして生産に改善の動きが明確になり、国内民間需要にも好影響を及ぼすもとで、緩やかな回復経路に復していくものと考えている。

需要項目別にみると、まず個人消費は、雇用環境が改善傾向にあり、マインド指標も堅調なもとで、外食、旅行等サービス消費を含め、全体として緩やかな回復が続いている。個人消費や住宅投資では、エコカー補助金や住宅エコポイント等の政策効果も下支えするとみている。設備投資は、円高等が企業マインドに与える影響に注意が必要であるが、被災地設備の修復、建て替え等復興の本格化や耐震強化等もあり、今後も緩やかな増加基調が維持されるとみている。この間、公共投資は復興にかかる大型予算執行のタイミングがやや後ずれしているとみられるが、徐々に本格化していくことが期待できる。

次に、物価である。国内企業物価は、既往の国際商品市況の下落などから、前年比プラス幅が縮小している。足許の国際商品市況は概ね横這いで推移しており、当面横這い圏内で推移するとみている。消費者物価（除く生鮮食品）は、当面ゼロ近傍で推移するとみているが、需給ギャップの改善や家計等の中長期的なインフレ予想を映じて、消費者物価（除く生鮮食品）が徐々にプラスに転じていく方向性には変わりはないと考えている。

最後に、中間評価である。2011年度の実質GDPは、海外経済の減速

や基準改定の影響等から下振れるが、2012年度から2013年度は概ね10月見通しに沿って展開するとみている。ただ、2012年度は、海外経済減速が少し長引く影響等から輸出や設備投資がやや下振れし、若干下方修正になると認識している。物価については、一部に電気料金値上げの動きはあるが、国際商品市況や食料品、耐久消費財等それぞれの品目で多少の変動はあるものの、概ね前回のバンド内であり、企業物価、消費者物価とも、ほぼ前回見通しに沿って推移するとみている。経済を巡るリスクに関しては、全体として、下振れ方向のリスクにより注意を払う必要があると思っている。展望レポートで挙げたリスク要素のうち、欧州ソブリン問題が一段と深刻化する場合には、世界的な貿易取引の減少や円高、株安を通じて我が国経済にも大きな影響を及ぼすことが懸念される。また、復興需要のさらなる後ずれの可能性、原発再稼働を巡る不確実性や、新たにイランに関する地政学リスクの高まりによる原油価格高騰等のリスクもある。特に影響の大きい国内要因としては、欧州の例をみるまでもなく、財政の維持可能性に関する懸念があるが、財政再建に向け、国を挙げて取り組みを進めていくことが重要だと思っている。以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

前回会合以降の国際金融情勢は、欧州債務問題の行方が主要な関心事となる中、昨年12月のECBによる3年物の大量資金供給オペの実施や中央銀行協調によるドル供給により、金融機関の資金調達に対する懸念が和らいだこともあって、その緊迫度が一層強くなったということではないが、引き続き緊張度の高い状況が続いている。この間、欧州債務問題に関しては取り敢えず時間を買う政策の検討が続けられているが、スピード、規模と実効性において決して満足のいくものではない。当面のリスクとして、本年4月に向けての各国の国債並びに銀行債の大量償還、自己資本増強と

デレバレッジの行方、バックストップの拡充策とその迅速な実施、ギリシャP S Iの帰趨、さらなる国債の格下げ懸念など、多くの強い不透明感が残っている。これらの帰趨によっては金融市場が大きく混乱し、実体経済の悪化と相俟って負の影響が世界全体に拡散しかねないだけに、欧州債務問題は引き続き最大のリスク要因であり、当分警戒を怠ることはできない。

こうした中、世界経済については減速している。欧州では、これまで想定されていたとおりではあるが、実体経済の停滞がはっきりしてきている。域外輸出が伸び悩んでいるほか、内需についても個人消費が減少し、域内で好調を維持してきたドイツでさえ設備投資が明確に減速している。先週発表された世界銀行の見通しでも、2012年のユーロ圏経済はマイナス成長が見込まれている。欧州各国が債務問題に一定の目途を付け、実体経済が回復してくるのには暫く時間がかかるとみている。

米国では、足許好調な経済指標の公表が続いており、緩やかな回復が続いていることを裏付けている。消費者コンフィデンスは、水準としては低いものの、このところ改善傾向が明らかになってきている。また、新車自動車販売は第4四半期全体では前期比+7%となったほか、年間を通してみれば、昨年から120万台増えて全体で1,300万台を回復した。今月公表された地区連銀経済報告でも、クリスマス商戦を含めて経済活動の好調さが確認された。一方で、家計部門ではバランスシート調整が続いている。米国の住宅価格をケース・シラー指数（全米20都市平均）でみると、2006年4月のピークから下がり始め、2009年5月頃より一旦底を打ったかにみえたが、その後さらに下がり続け、2011年11月でも全米20都市中9都市で下がり続けており、底入れしていない。この結果、今月FRBが議会に提出した報告書などによれば、住宅価格の下落により、住宅価格の資産価値と住宅ローンの残高の差であるホームエクイティの額は2006年初め対比で7兆ドル失われたほか、住宅ローンが住宅の価値を上回る、いわゆるネガティブ・エクイティの状況下にある世帯が、1,200万世帯と、住宅ローンを抱える世帯の1/5以上に達し、その額は7,000億ドルに及んでいる

と言われている。こうした問題の根本的な解決のためには、住宅価格が底を打ってさらに上昇に転じることでネガティブ・エクイティが解消されるか、雇用・所得環境の改善により家計の債務返済能力が回復するかのいずれかが必要となる。しかし、過剰債務の調整には相当な時間がかかるというのが日本のバブル後の経験である。こうしたことから、米国経済の回復が力強いものとなるには相当な時間を要するとみている。一方、やや中長期的な話にはなるが、米国に多量に埋蔵されるシェールガスの採掘拡大で、いずれ米国が天然ガス輸出国へ転じることも予想されていることは大きな明るい材料であり、これが今後の米国経済に与えるインパクトにつき注視していきたいと思う。

新興国・資源国をみると、中国の2011年第4四半期の実質GDP成長率は、前年比で+8.9%となるなど、高めの成長を続けている。もっとも、固定資産投資の前年比が2011年10月の+24.9%から12月は+18.3%と減速しているほか、工業生産は、全体としては高めの伸びを続けているものの、このうち自動車の前年比は10月の+1.3%から12月は-6.5%まで下落している。本年10月の共産党指導部の交代を控えて、政策対応余地も十分残っているだけに、基調としては高めの成長を維持すると考えているが、既往の引締め策が経済をオーバーキルしないか注視していく必要がある。NIEs・ASEANについては、先進国経済が減速する中、タイの洪水の影響もあって、輸出・生産が減少している。昨年後半にかけて心配されていたインフレが、このところマイルドになっていることは好材料である。このほか、豪州やロシアといった資源国でも、新興国向けの資源需要の拡大や交易条件の改善から、高めの成長が期待できる。一方で、インドについては、卸売物価の前年比が+9%超で高止まっており、生産活動についても均してみれば減少している。また、ブラジルでも、経済が減速しており、ブラジル中銀は昨年8月より4会合連続で政策金利を引き下げた。このように、新興国・資源国経済の動きには、多少ばらつきが出始めている。こうした中、先行きについては、先進国経済が全体として伸び悩む中で、新興国・資源国経済を中心に世界経済が成長するシナリオを描

いている。欧州債務問題が一段落するにはまだ暫く時間がかかるとみられるほか、米国経済も、家計のバランスシート調整もあって力強いものとはなりそうもないだけに、新興国・資源国経済にかかる期待は大きい訳であるが、これらがどこまで世界経済の成長を下支えしていけるかに注目している。

次に、日本経済である。先週の支店長会議では、東北、四国を除く7地域から、海外経済減速の影響などを背景に、このところ持ち直しの動きが一服しているとの報告があり、昨年12月の金融政策決定会合での景気認識が確認された。また、前回会合以降に公表された経済指標も、総じて昨年12月までの景気認識を変えるものとはなっておらず、日本経済は概ね横這い圏内で推移していると考えている。このうち、設備投資については、このところ弱めの動きとなっていた機械受注の伸びが、11月に前月比で+15%弱の高めの伸びとなり、増加基調を保っていることが確認されたのは一つの安心材料である。先行きについては、震災復興の本格化に伴って緩やかな増加を続けていくとみている。

このように、日本の実体経済の見通しについては、昨年10月の見直し対比で大きな変更はない。2011年度については、実質GDPの統計が過去に遡って改定された結果、上期の実績が下押しされたこと、海外経済の減速や公共工事が後ずれしたことの両方の要因によって、全体としてもゼロ%台半ばのマイナス成長となるとみている。2012年度については、下期にかけての新興国・資源国を中心とする海外経済の回復に伴う輸出・生産の回復、それから復興に伴う公共工事の拡大やそれを受けた設備投資の回復、堅調な個人消費などによって、+2%前後の成長率を予想している。2013年度については、復興需要の剥落から成長率自体は低下するものの、2012年度からの前向きな循環が継続し、相応の成長が見込まれる。こうした実体経済の見通しについては、欧州債務問題の深刻化が、貿易、為替、金融といったルートにより日本にも波及してくる可能性、イランを巡る地政学リスクの高まりに伴う原油価格の高騰、電力供給制約等、2012年度を中心に下振れリスクをやや大きめにみている。

物価については、既往の国際商品市況の下落などから輸入物価の前年比が軟調となる中、国内企業物価は低下を続けている。こうした中、昨年11月のCPI（除く生鮮食品）は、前年比-0.2%とマイナス幅を若干拡大した。もっとも、12月の東京CPIをみると、既往のエネルギー価格の高騰を背景に、ガソリン代、電気代、ガス代のほか海外パック旅行が値上がりした結果、前年比は-0.5%から-0.3%と下落幅が縮小しており、12月の全国CPIの前年比も、若干のマイナスを含むゼロ近傍の値となるとみている。このような足許の動きを踏まえたCPI（除く生鮮食品）の見通しについても、10月の見通し対比で大きな変更はない。2012年度上期頃までは、若干のマイナスの可能性も含めて、ゼロ近傍で推移するとみられる。その後は、マクロ的な需給バランスの改善から上昇率が高まり、2013年度にはゼロ%台前半のはっきりとしたプラスとなるとみている。また、こうしたCPIに関する見通しのリスクについては、実体経済の下振れに伴う下振れリスクのほか、国際商品市況の変化が輸入物価を通じて与える不確実性や、人々の中長期的な予想物価上昇率に関する不確実性から、上下にリスクが存在すると考えている。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

はじめに、足許の国際金融市場、海外経済情勢と先行きの見通しについて、私の見解を述べたいと思う。まず、12月会合時と比べた特徴について、三点指摘したいと思う。一つ目は、国際金融市場では、総じてみればリスク回避姿勢が続いていることである。確かに、LIBOR、ドル転コスト、米国VIX指標の低下にみられるように幾分緊張が緩和しているが、日米独の長期金利が低位安定していることや、新興諸国の株価が先進諸国と比べて相対的に低水準で推移していることから、そう判断している。二つ目のポイントは、世界的に経済が減速する中でも、米国の経済指標が予

想以上に良好なことと、新興諸国では依然として内需中心に成長が底堅いことである。三つ目のポイントは、イラン情勢緊迫化を受けて、原油価格の上振れリスクに注目が高まっていることである。こうした中で、世界経済の不透明感は依然強く、我が国経済に対して引き続き下振れリスクになっていると判断している。以下、これらの点を中心にやや詳しく説明する。

最初に、米国については、輸出は10月から減少しているが、設備投資や鉱工業生産は底堅く、企業景況感や株価は回復傾向にある。消費については、雇用増加、エネルギー価格の下落、株価上昇を受けて、消費者マインドは改善し、小売売上高も緩やかに伸びている。特に自動車販売は好調で、雇用・所得環境の改善のほか、自動車ローンの金利低下による新車ローンの増加が追い風になっているようである。新しい動きとしては、ここ3か月ほど消費者信用残高が増加しており、特に直近の11月の伸びが大きいのはクレジットカードローンが急伸したためとみられる。こうした消費者信用残高の増加は消費を後押ししているが、まだ債務の可処分所得比が大きく、貯蓄率も低下する中で、消費の伸びが持続するのか注視している。住宅市場については、住宅価格が下落を続ける中でも、一戸建ての住宅着工、購入目的の住宅ローンの申請、住宅建設業者のセンチメントで改善がみられる。とはいえ、FRBが今月に議会向けに住宅市場回復のための具体策を提言したことからも、住宅市場の構造的問題は根深く、労働参加率の低下や長期失業問題とともに解決には時間がかかり、引き続き安定的な成長の足枷になっているとみている。

欧州では、金融市場が幾分落ち着きを取り戻している。今月のS&Pによるユーロ圏9カ国国債とEFSF債の格下げは、予想されていたこともあり、ポルトガルを除けば国債市場への影響は限定的であった。また、この間、ドルとユーロの資金調達環境は改善しており、今月から主要金融機関がカバードボンドの発行を再開している。ただ、ギリシャのPSIと第二次支援の行方、及びEFSFやIMFを介したイタリア、スペインなどへの危機波及を阻止する体制整備についての不確実性は強く、国際金融資

本市場が再び不安定化する可能性があると思う。加えて、先行きの懸念として、ギリシャの改革実行力には引き続き注意が必要である。ギリシャでは、経済成長率が2010年は4%減、昨年は6%減、今年はまた3%減との見通しの中で、財政再建は難しく、改革が頓挫する可能性がある。その場合、トロイカ等からの支援が止まることで、国際金融市場の緊張度が高まるリスクがある。さらに今後、E F S Fについて、S & P以外の格付会社が格下げした場合、調達コストが上昇し、アイルランド、ポルトガル、ギリシャ支援において、貸出金利の上昇、それによるこれらの諸国の財政持続可能性が揺らぎかねない点に注目している。こうしたもとで、ユーロ圏経済は、財政緊縮策、金融機関の融資スタンスの消極化や世界経済減速により、鉱工業生産、輸出受注、小売売上高が減少し、企業や消費者のセンチメントも悪化しており、景気減速感が強まっている。ドイツについては、景気減速しているが、GDPギャップの縮小とサービス業PMIや失業率の改善がみられ、低金利やユーロ安も追い風となって、向こう半年間の景気見通しも改善している。しかし、大国のフランス、イタリア、スペインの景気減速感が強いので、域内全体としては今年の成長率は低水準にとどまると思う。

アジア新興諸国については、外貨準備が幾分減少しているが、外国からの投資は変動が大きいものの、12月会合以降は株式投資も増えているようなので、全体として資本流出は限定的なようである。中国については、経済成長率が低下しているが、工業生産、固定資産投資、小売売上高は堅調で、輸出及び自動車産業、不動産市場の不振を補っている。しかし、前回も指摘したが、住宅、不動産の動向には注視している。不動産開発投資、住宅販売面積、住宅価格が低迷しているだけでなく、鉄鋼等の建築資材、家具、家電製品など幅広い産業に影響を与えているようである。しかも、不動産価格の下落は信託貸出や委託貸出を通じて中小企業の重要な資金調達源となっており、中国人民銀行の周総裁も、最近、中小企業の借入れに影響が及ぶ可能性に憂慮を表明している。インフレ圧力が低下する中、金融緩和余地は広がっているが、中国人民銀行調査では7割以上の市民が

住宅価格は依然高すぎると回答しており、住宅価格政策の行方から目が離せないと思っている。

次に、中間評価を含めた我が国経済・物価の現状と見通しについて、私の見解を申し上げる。昨年第4四半期については、世界経済減速、円高、タイ洪水の影響もあって輸出・生産は減少したが、設備投資や消費は緩やかな増加傾向にある。特に、有効求人倍率や常用労働者数の改善に基づく雇用環境の緩やかな改善により、消費者センチメントも回復がみられ、小売業販売額、新車登録台数、旅行取扱額、外食産業売上高などが増加している。従って、景気情勢判断については、執行部案の「横ばい圏内の動きとなっている」が良いかと思う。景気見通しについては、10月時点に比べて、海外経済の想定以上の下振れ、タイ洪水や円高長期化による輸出や設備投資の減速、GDP 遡及改定といった要因を織り込んで、2011年度は幾分下方修正した。もっとも、タイ洪水の影響は年末から和らぎつつあるので、当面は横這い圏内の動きを続けるものの、2012年度前半からは震災関連の復興需要の本格化、後半からは海外経済の回復とともに輸出と設備、住宅投資等が伸びていくという基本的なシナリオには変化はない。2013年度については、潜在成長率を上回る成長を実現できると思うが、原油価格上昇を見込んで幾分下方修正をしている。リスク・バランスとしては、原発停止による電力供給不安の長期化とそれに伴う電力料金の上昇や、欧州を中心とする海外経済の減速懸念は払拭されていないので、引き続き下振れリスクを意識している。

消費者物価の現状及び見通しであるが、当面ゼロ%近傍で推移するとみている。先行きについては、2012年度の物価上昇率は、10月時点と同じく+0.1%辺りにとどまると予想している。これは、景気見通しの下方修正に伴う需給ギャップの縮小ペースの鈍化と、幾分円高での推移を想定したことで、それらが物価押し下げ要因となる一方で、今年4月からの企業向け電気料金値上げに加えて、イラン情勢緊迫化による石油価格上昇の可能性が物価押し上げ要因として作用するので、それらが相殺し合い、全体としては10月対比で変化がないと判断しているからである。2013年度に

は、海外経済全体が緩やかな成長を続ける中で、原油等の上昇とGDPギャップの縮小により、緩やかに10月時点の想定と同様のペースで上昇していくと想定している。リスク・バランスとしては、コモディティ価格の動向等を踏まえ、上振れリスクを意識している。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いする。

山口副総裁

今回は、中間評価を行う会合であるので、内外の金融経済情勢について、昨年10月の展望レポート以降の3か月間の動きと、それを踏まえた先行き見通しを中心にお話ししたいと思う。私は、前回会合において、中間評価の際に念頭に置くべき点を幾つか述べた。それらにできる限り即しつつ、整理したいと思う。

まず、欧州ソブリン問題の帰趨である。12月のEU首脳会議において、財政規律の強化や欧州安定メカニズムの設立時期の前倒しが合意された。加えて、この1か月位で言えば、ソブリン問題解決に向けて、ドイツ、フランス、イタリアの緊密な連携や、イタリア、スペインの財政健全化への前向きな取り組み姿勢が確認されるなど、進展はそれなりにあったかと思う。しかし、喫緊の課題であるギリシャの債務再編に関する協議が難航しているうえに、今月と3月初に予定されているEU首脳会議の成行きも、なお予断を許さないということもあり、全体としてみれば、欧州ソブリン問題を巡る不透明感は依然強いと言って良いと思っている。

二番目に、こうしたもとでの国際金融資本市場の動きである。11月末の六つの中央銀行による協調策や、12月のECBによる3年物オペの実施などを受けて、短期金融市場を中心に、緊張感は幾分後退している。為替スワップ市場では、ドル転コストが低下し、ドルLIBORも軟化している。一方、ユーロ圏の国債市場をみると、スペイン、イタリア、アイルランド等の国債金利が中短期ゾーンを中心に低下しているが、総じてみれば

ば、依然として水準は高いという状況である。市場全般の評価としては、緊張した地合いが続いているということであろうと思っている。所詮はリクイディティ面での対応では問題の本質であるソルベンシーは解決しないことを、市場はそれなりにみて取っているとも言えるかもしれない。先行きについては、ギリシャの債務再編交渉の行方やイタリア国債の大量償還など様々なイベントがあり、当面3月から4月にかけて、かなり神経質な展開が続く可能性が高いとみている。

三番目に、欧州系金融機関のデレバレッジの動向である。既に、市場性資産を中心にEU域外向けエクスポージャーの削減が進んでいるが、今程述べた短期金融市場における緊張感の若干の後退もあって、企業向け貸出を含め、さらなるエクスポージャーの削減が進行しているようには、取り敢えずみえない。ただし、今後について言えば、中東ヨーロッパ向け与信の圧縮に加え、アジア向けの与信や、場合によっては米国証券化商品に対する投資の圧縮が加速することがないかどうか、引き続き注意は怠れないと思っている。

四番目であるが、以上述べたことと関連して、欧州の景気動向をどうみるかである。この3か月間で、それまで堅調を維持してきたEUコア国にも、企業や家計のマインド悪化や金融機関の貸出スタンス慎重化の影響が波及してきている。ドイツでは、秋口以降、設備投資の減速がはっきりし、生産も減少に転じている。欧州の景気は、全体として停滞色を強めているということである。この先も、欧州ソブリン問題の根深さ、そのもとでの国際金融資本市場の緊張感の継続、欧州系金融機関のデレバレッジの動きなどを踏まえると、欧州景気は停滞感の強い状態が暫くは続くともみておくべきだろうと思っている。

次に、米国経済に目を転じたいと思う。最近の経済指標をみると、生産や雇用などに多少明るい動きがみられる。家計の貯蓄率も少しずつ低下してきている。欧州向け輸出のウエイトが相対的に小さいこともあって、貿易面を通じた欧州ソブリン問題の悪影響はさほど目立っていない。こうした中で、市場では再び楽観論が広がってきている。ただ、家計のバランス

シート調整はなお道半ばである。それだけに、先行きの景気回復ペースが加速するとは考えにくく、やはりそのペースは緩やかなものにとどまるとみておくべきだろうと思う。そう述べたうえで、米国の株価が、2009年初をボトムに、一高一低を繰り返しながらも、トレンド的には上昇を続けていることも事実である。我々自身、日本の経験に拘り過ぎているのかもしれない。虚心に経済をみる目を忘れてはならないようにも思っている。

続いて、新興国経済の動向である。この3か月間で、新興国の中の景気・物価に多少ばらつきがみられるようになってきている。インドやブラジルでは、内需が減速しているにもかかわらず、インフレ率の低下は限定的である。一方、中国では、インフレ率が着実に低下しており、景気も、9%前後の高めの成長率を維持しながら、少しずつスローダウンしてきている。経済のソフトランディングという当面の目標に向けて、とりあえず順調に進んでいるように窺われる。欧州ソブリン問題との関係では、輸出依存度の高い中東ヨーロッパやNIEs、ASEANにおいて、欧州向けを中心に輸出の増勢が鈍化するなど、貿易面を通じた悪影響が既に現れている。勿論、そうは言っても、概して内需の堅調な新興国経済の先行きに特に懸念が強まっているということではない。この先、欧州系金融機関のデレバレッジなどの動きには注意が怠れないが、新興国全体としてみれば、いずれは安定的な成長パスに復帰する、というシナリオを基本にしておきたいと思っている。

以上纏めると、欧州ソブリン問題自体について、さしたる進展がみられない中で、欧州経済は停滞色を強め、その悪影響が貿易面を通じて東アジア経済などに波及してきている。これら東アジア経済を含め、新興国経済は、高インフレとそれに対する金融引締めを背景に、総じて減速している。この間、米国経済は、このところ上振れ気味に推移している。しかし、海外経済全般としてみれば、足許かなり下振れているようにみられる。目下のところ、短期金融市場の混乱やグローバルな信用収縮は回避されているが、今後の海外経済については、欧州ソブリン問題の波及を含め、引き続き慎重にみておく必要があると思っている。

次に、国内経済について述べたいと思う。欧州ソブリン問題の影響の第1波は、為替円高として表面化した。その評価については、10月の展望レポートである程度織り込んでいたと思っている。その後の第2波が、欧州を中心とする海外経済の減速の影響である。EU向け輸出は、10月以降大きく減少している。これに加えて、東アジア向け輸出も減少してきている。タイの洪水など様々な理由が指摘されているが、欧州の景気減速の影響が、東アジアを経由して、間接的に日本に及んできている面も少なからずあるとみている。これらの結果、輸出や生産は、このところ横這い圏内の動きにとどまっている。一方、内需は意外と底堅いようにみえる。公共投資は、復興関連投資の執行が予想より後ずれしているものの、下げ止まってきている。住宅投資は持ち直し傾向にあり、個人消費も全体として底堅く推移している。消費の底堅さの背景は、震災後に落ち込んだ部分のペントアップ需要の顕在化や、被災地における消費の高い伸び、さらには円高のプラス面が、サービスを含めて消費面に波及している可能性があると考えられる。こうした動きが今後どうなるのかについては、消費回復のサステナビリティにも関係してくるため、引き続き目を凝らして点検していきたいと思っている。このように、強弱両材料が拮抗する中で、足許の景気は、横這い圏内の動きとなっていると判断している。先行きは、当面横這い圏内の動きを続け、その後は緩やかな回復経路に復していくとみられる。その際、新興国に牽引された海外経済の成長と、震災復興関連の需要の顕在化が、回復の牽引役となるという大きなメカニズムは、これまでと変わりはないだろうとみている。ただし、輸出を中心とする足許の下振れなどを踏まえると、回復経路に復していく時期は、これまでの想定よりも1~2四半期後ずれし、2012年度前半になるとのイメージを持っている。

以上の見通しを展望レポートとの比較で見ると、2011年度の成長率は大きく下振れ、マイナス成長となるだろうと思う。これは、年度下期における海外経済の減速の影響に加え、2010年度からのゲタが大幅に下振れるためである。2012年度と2013年度については、景気回復の基本的なメ

カニズムが維持され、概ね10月の見通しに沿って推移すると考えている。こうした見通しに関する最大のリスクは、言うまでもないが、欧州ソブリン問題の今後の展開である。欧州当局による様々な努力を踏まえれば、国際金融市場や世界経済に深刻なショックをもたらす事態は回避されると想定している。ただ、パニックに至らなくても、貿易、金融、資産価格、さらにはマインド面の影響を通じて、世界経済の下振れをもたらす可能性がある点には、引き続き十分注意が必要であろうとみている。

最後に物価面であるが、国内企業物価については、東京電力による企業向け電力料金の値上げが2012年度の上振れ要因として作用するが、原油以外の国際商品市況の反落などの影響も加味すれば、2012年度、2013年度とも、概ね10月の見通しに沿って推移すると予想している。一方、消費者物価の前年比は、これまで想定していたとおり、ゼロ%近傍で推移している。先行きについても、最近の海外経済減速の影響は多少あるにせよ、景気回復に向けた基本的なメカニズムが変わらないとみられることから、2013年度にかけてゼロ%台半ばになっていくという姿に大きな変化はないと考えている。なお、今後イラン情勢が緊迫化した場合、原油価格が大幅に上昇し、我が国の物価が上振れる可能性がある。勿論、景気面への影響も小さくないだろうと思う。こうした地政学上のリスクにも、十分な注意が必要であると思っている。

我が国の金融環境については、後半のセッションで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、前回会合以降の経済・物価情勢について、変化点を中心に申し上げます。まず欧州経済だが、実体経済面では停滞色の強い状況が続いている一方で、金融市場あるいは金融システムの状況には一定の改善がみら

れた。すなわち、E C B等による一連の政策対応の結果、短期市場金利が低下したほか、金融機関の資金繰りもドル調達を含めて大きく改善した。年明け以降の各国による国債入札も、これまでのところ順調に推移している。もっとも、そういった市場の緊張が緩和された一方で、ソブリン・リスクという根本問題が解決されたという訳ではない。当面の懸念事項は、ギリシャ国債を巡るP S Iの帰趨、第二に、銀行債や国債の大量償還への対応、第三に、銀行自己資本の増強とそれに伴うデレバレッジの可能性、第四に、E F S Fなど救済資金枠の増強、といった問題が鍵となる。なお、第三に挙げたデレバレッジの問題については、これまでのところ全体としてはまだ小動きにとどまっているように窺われるが、この点は実体経済に大きなインパクトを及ぼす問題だけに、引き続き状況を注視していきたいと思っている。

続いて、米国経済であるが、足許までのハードデータで確認する限り、実体経済に関して明るい指標が引き続きみられている。生産、収益、設備投資、個人消費、所得・雇用などの面で、それらが確認される。また、企業の景況感や消費者コンフィデンスも改善しており、株価も堅調に推移している。企業部門を起点とした回復のメカニズムが堅調に機能しているように窺われる。ただし、これらの動きは、金融・財政政策両面からのフル稼働によって底上げされているという面があり、家計のバランスシート調整並びに政府の財政再建といった構造問題が、重石として引き続き存在する点には変わりはない。本年秋の大統領選挙に絡む政治情勢から、財政再建策などの実施に混乱が生じるリスクも懸念される。米景気は好不調の波を繰り返しつつ、中長期的に引き続き極く緩やかな回復を辿るとみている。

次に、アジア新興国だが、中国経済は、直近の実質G D Pが高い伸びを示し、また同時にインフレ率は着実に低下した。消費、設備投資などの内需は堅調に推移している。A S E A N諸国でも基本的に同様の動きとみている。N I E s諸国やインドなどでは気になる動きもあるが、アジア新興国全体としてみると、引き続き内需を中心に高めの成長を維持していくとみている。

そして、我が国経済である。海外経済の減速や円高の影響などから、景気は踊り場の局面に差し掛かっている、という前回会合時の判断に変わりはない。国内需要については、引き続き総じて堅調に推移している。しかし、輸出については2か月連続で減少しているほか、生産も足許横這い圏内で推移している。この間、注目していた設備投資は、先行指標とされる機械受注が、11月は改善したが、均してみればやや弱い動きという見方もできなくはない。こうした現状を踏まえて、先行きの我が国経済は、当面横這いで推移した後、復興関連需要の顕在化及び海外経済の復調などから、緩やかな回復経路に復していくとみている。ただし、その当面横這いの動きというのがどれだけ続くのかは、海外経済の影響を強く受ける生産・輸出動向、及び国内の設備投資動向などに依存しており、それらの見極めが必要であると認識している。

以上の認識を踏まえて、展望レポートの中間評価について申し上げる。まず、実質GDPの見通しだが、点検の結果、いわゆるゲタの影響に加えて、海外経済の成長を弱めにみたことを主因に、見通しを若干引き下げた。具体的には、第一に世界経済の減速、第二に円高に伴う生産あるいは設備投資の海外シフト、第三に株価の低迷、という三つの要素を考慮し、見通し期間中の輸出と設備投資が下振れるというシナリオを想定したものである。その結果として、生産・輸出を起点とする我が国経済の自律的回復のメカニズムは、途切れることこそないものの、雇用・支出へ波及する力は若干弱まるのではないかとみている。そう申し上げたうえで、第二の生産あるいは設備投資の海外シフトについては、前向きな見方もできる点を指摘しておきたいと思う。すなわち、海外シフトにより国外での収益が増加すれば、所得収支の改善を通じて経常収支の黒字を確保し、国民所得を下支えすることが展望できる。仮に輸出が伸び悩んでも、経常収支黒字を維持できれば、それだけ対外純資産を蓄積できるということから、これは、国債に対する信認、日本経済全体に対する信認、あるいはソルベンシーを確保するうえでも重要である。一方で、海外シフトにより、国内の雇用・支出へ波及する力は弱まるため、その分国内景気は下押しされる。この点

で、復興関連や景気対策などの政策面からの対応は、そういった内需の低迷を下支えする重要な役割を担うと考える。

次に物価の見通しだが、今回の点検では、2012年度、2013年度のCPI前年比見通しを若干引き下げた。元々、物価見通しについては委員全体の中央値よりも低めにみていたが、今回その傾向が維持され、若干強まったというものである。その主たる理由は、まずは景気見通しを引き下げたことに加え、物価と需給ギャップの関係、いわゆるフィリップス曲線について、展望レポートで記載されている最近約15年間の関係、つまり傾きがより緩やかな関係に基づいて、物価見通しを私自身が求めているという点にあるかと思う。この関係に基づくと、需給ギャップの改善に対して物価上昇はより緩やかにしか上昇せず、「物価安定の理解」という私共が設定しているアンカー、すなわち長期のインフレ予想になかなか収束、到達しない、あるいはそこに到達する時間がかかるとみているためである。この点に関して、人々の予想インフレ率の動向をみると、直近の生活意識アンケート調査あるいは消費動向調査に基づく家計の短期の予想インフレ率は、いずれも低下基調を示している。また、企業やエコノミストによる予想インフレ率も、足許弱含んでいる。家計のインフレ予想というものは、足許の物価動向の実現値に影響を受けやすいという傾向が指摘されるが、経済には将来の景気・物価動向をフォワード・ルッキングに予想する人と、過去の実現値に基づいて将来予想を形成する人が混在していると思う。従って、後者の過去の実現値に引きずられて予想形成を行うであろう家計の予想インフレ率が低下基調を示すということは、取りも直さず経済全体の予想インフレ率が過去の実現値に引っ張られてなかなか立ち上がらず、その結果、長期のアンカーに収束する力が弱まるということを意味すると考えられる。こうした側面を勘案すると、我が国の物価動向が、短期の予想インフレ率のスムーズな上昇を伴って、例えば過去30年間均してみられるようなより傾きの急な関係に回帰するには、相当ハードルが高いものと判断される。こういったことから、見通し期間中の物価改善ペースについては、より慎重にみることにした。

最後に、こうした景気・物価見通しに対するリスクについて申し上げる。まず、景気に関しては、海外経済の減速とリスク回避の長期化、そしてさらなる円高、株安などのリスクを勘案して、全体として下振れリスクを意識している。一方、物価見通しについては、物価改善のペースを慎重に見積もっているため、私個人のリスク評価としてはほぼ上下にバランスしている。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁お願いします。

西村副総裁

金融経済情勢について、メインシナリオとしては現状、先行きともに月報概要の表現に違和感はない。中間評価については、10月展望レポート比、海外経済減速の影響が予想比下振れ、加えてGDP統計の遡及改定で過去の実績値が下振れたことから、足許はかなりの下振れになっている。ここからの回復経路は、従来に比べ大きな不確実性が伴い、また予想比若干後ずれの可能性は高いが、経済活動を動かすメカニズムを中心に考えると、10月展望レポート時見通しの範囲にはぎりぎり収まるのではないかと想定している。前回会合後の情勢判断について、既に他の委員が的確な評価をなされており、概ね意見の相違はない。ただ、欧州、米国、新興国ともに足許それなりの安定はみられるが、束の間の安定に仮初めにも安心してはいけない、自己満足になってはいけないということが言えると思う。大きな、それも顕在化の可能性の高いリスクが、これから予想されるからである。そういう訳で、以下四つほど申し上げたいと思う。

第一に、欧州金融市場の情勢である。ECBは12月21日に3年物固定金利無制限供給オペ——full-allotmentのLTRO——という従来考えられなかった形で、グロスで4,892億ユーロ、ネットで2,100億ユーロという多額の流動性供給を行った。さらに担保基準の大幅な緩和がなされ、次回2月にはさらに多額の流動性供給がなされると予想されている。金融

システムでは、流動性とソルベンシーが密接に絡んでいることから、足許の金融市場にはある種の落ち着きが戻っている。しかし、これは安定へ向かっていることの証左とは言いがたく、逆に政策当局の対処に緩みが出ると事態の悪化につながる。足許、欧州系金融機関におけるデレバレッジはまだ明確ではないが、デレバレッジは起きると急速に進む。リーマン・ショックの経験からも、事態が分かった頃にはもう対処が間に合わないということは、頭に入れておかなければならないと思う。

第二に、米国経済の比較的底堅い足許のデータの評価だが、二点注意が必要であると考えている。まず、二つのグループへの二極化が進んでいるということ、つまり、雇用に安心があるグループと雇用に不安のあるグループ、この二極化が進んでいるという点である。次に、季節調整の歪みや暖冬の特異要因の影響である。このため、今後春から夏にかけて慎重にみななければならないと思っているし、特に2月以降の雇用統計には注意が必要であると考えている。足許の比較的底堅いデータの背景には、雇用の安心があるグループの中での消費回復の動きがみられると思う。昨年央、前期比ベースで弱い指標が続出した時も、比較的良い指標があったということには注意したいと思う。前月会合で説明した、ホテルの空室率の低下や求人倍率の高さなどの指標である。こうした中、雇用の安心があるグループに関しては、金利低下によるキャッシュアウトの減少に伴って、彼等の考える可処分所得が増加している。他方、住宅を住み替えてアップグレードしなければならないというような社会的プレッシャーが低下して、ビッグアイテムである住宅への投資支出が大きく減少した。代わりに、近場の旅行、宝飾品ギフト、外食等、様々な消費アイテムへ需要がシフトしている。これが最近の消費回復の一つの説明であり、かつ、これが従来から米国景気循環の底で観測された事実と整合的である。しかし、今回の景気循環の特徴は、雇用の不安があるグループが大きく増加したことであり、回復期にもそれが目立って減少していないという点である。従来景気循環に比べて、特に回復が遅れているのは、このグループが今循環では大きな比重を占めているからである。さらに、彼らの重要性が、四半期データ

の季節調整の歪みから、冬場に過小評価されている可能性にも注意しなければいけない。リーマン・ショック後、2009年初春にかけての大きな落ち込みを季節変動としてみてしまい、毎年初春にかけての計数を過大評価している可能性がある。確かに、足許の比較的強い数字には根拠がない訳ではないが、それよりも、季節性の歪みや暖冬等の特殊要因の方が大きい可能性も否定できない。また、設備投資の強さも、2010年税制法に盛り込まれた2011年購入分100%減価償却というインセンティブが年末で切れて、2012年購入分から50%に落ちる前の駆け込み需要という可能性もある。こうした点から、市場の予想は昨年に比べれば遥かに慎重で、今後高々潜在成長率並みとみているが、この潜在成長率すらも低下が心配されているような状況なので、十分注意する必要があると考えている。

第三に、日本である。消費の一部には予想外に良い点がみられるが、海外経済の展開は予想比芳しくなく、10月見通し比若干の下振れ、後ずれという程度、といった評価は妥当であると思う。しかし翻ってみれば、1~2年前に思い描いていた見通しと比べれば、かなり下押ししているということにも注意する必要があると思う。物価の推移をみても、全体としてみると、国内需要の低迷が続いていることから、足許の動きは予想比無視できない下振れであり、見通し期間中でも「物価安定の理解」に達していないという事実は直視する必要があると思っている。

第四に、このところ、イラン等地政学リスクが急速に大きくなってきていることには、十分に注意する必要があると思う。特にイランの問題は、エネルギー価格の推移、エネルギー供給の安定性から重大であり、こうしたリスクの顕在化の可能性、その長さ、インパクトの大きさ、その世界経済、日本経済への影響を考慮して、対処を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

今回の決定会合は中間評価を行う会合であるが、併せていつもと同じように前回会合以降の変化を踏まえながら評価をしていく必要がある。しか

し、皆様のご意見を伺っていて大きな違いがあったようには思わないので、全体的な評価については、後程ステートメントの文章という形で確認をさせて頂きたいと思っている。決定会合で議論する時に、いつも私自身が感じていることだが、前回会合以降にどのような変化があったのかをデータに即して確認していくという地道な作業と、一方で、データ自体は色々なノイズも含んでいるので、ビッグピクチャーを踏まえて先々を点検していく、この両方が必要である。それで、まず前者の前回会合時との比較であるが、足許の動きは横這い圏内の動きであると思う。ただ、これ自体はこれまでの会合でも予想した動きであるので、予想どおり今は横這っているということだろうと思う。この1か月間に限って見た場合に、これをどう評価するかについては、様々な見方があるが、方向としては明るい材料が多かったという感じがする。海外経済からみると、米国経済について、比較的良好な経済データが多かったということと、それからこれは今回だけではないが、株価が上昇しているということである。欧州については、資金市場の緊張は幾分緩和している。国債金利も、勿論高水準であるが、幾分低下している。新興国もばらつきはあるが、中国だけでなく、全体にインフレ率が低下傾向にあるということで、その分、家計の実質購買力の増加、あるいは金融緩和余地が出てくるということで、方向としてはプラス材料だろうと思う。国内経済についても、この前の支店長会議で支店長の報告にあったように、内需は予想外に底堅いと思う。これは、データなり、あるいはマーケットの動きに即した前回会合以降との比較であるが、しかし基調をどう読むかは、これと同じ訳ではない。この点について、皆さんの意見陳述とかなり重複するが、今、自分自身が感じていることを申し上げたいと思う。

欧州の債務問題の中で、明るい部分としては、資金市場の緊張が幾分緩和したということである。これは、欧州中央銀行の3年物の巨額のオペ、それから6中銀の協調行動といったものが、プラス方向に作用しているものだと思う。それをどう解釈するかであるが、私自身は基本的な状況には変化はないとみている。いわゆるファイアパワーというか、資金基盤の強

化という面、それから競争力強化、あるいは財政改革、それからガバナンス改革、この三つが必要な訳であるが、この三つについて市場参加者が納得するには至っていないと思う。その資金市場の緊張緩和をどのように理解するかであるが、これも時々指摘があるが、日本の経験を振り返ってみても、日本の金融機関のいわゆるドル調達に関するジャパン・プレミアムを——少なくともこの数字を——みた場合に、1997～1998年の金融危機の後の資本注入によって、少なくとも表面ベースで見ると——実態は必ずしも同じではないが——ずいぶん縮小した。しかし、問題自体がそこで解決した訳ではないということだとしても、やはり流動性の問題は、中央銀行がアグレッシブに資金を供給すれば、取り敢えず少し改善する面もあるのではないかとみている。デレバレッジについては、多くの方が指摘されたように、既に市場性資産については売却をかなり進めているが、貸出資産についてのデレバレッジがどのように進むのかがポイントになってくると思う。現状、新興国にはまだ大きな影響は出ていないと思うが、しかし、先行きの大きなリスク要因であると思っている。

米国経済であるが、悲観と楽観の繰り返しであるということで、基本はバランスシート調整によって緩やかな成長にとどまるという見方に、私自身も立っている。基本はそのように思っているが、これも先程山口副総裁からも言及があったが、自分達自身のこれまでの予測の成功に基づく成功体験に引きずられて、逆に過度に悲観的になっていないかどうかについて、常に点検していく姿勢も、一方でまた必要であると思っている。家計については、幾つかの指標をみて、バランスシート調整がまだ終わっていないと判断して良いと思うが、企業部門というか、米国株価の上昇をどう解釈するのが、私にとってもパズルである。企業業績の好調を説明しようと思うと、これは金融機関も含めて株価に反映されているので、四つ位要因があり得ると思っている。一つ目は、米国企業のアグレッシブなコスト削減である。しかし、これは性格からしてずっと続くものではなくて、基本的には一回限りで——一回限りといってもその一回が長いのかもしれないが——、ずっと続くものではないと思っている。二つ目は、新興国の成

長の果実を享受しているということである。これは、新興国経済の成長の評価に依存する。三つ目は、既往のドル安である。ただ、足許はドル安からドル高の方に転じているので、もしそうであれば、この要因は消えていく。四つ目は、主として金融機関に当てはまるものであるが、これまでの金利低下、あるいはスプレッドを圧縮するというF e dの金融政策の効果で、それが低下する過程でのゲインを得るということである。しかし、これも一回限りである。そのように考えると、新興国の経済成長をどう評価するかに結局はかかってくるという感じがする。いずれにせよ、株価が上がっていることの評価、それから家計部門のバランスシート調整をどのように理解するのかが、これからも我々にとっての検討課題であると思っている。

新興国経済については、国によってばらつきはあるが、中国に代表されるように、インフレ率が高水準ながらも低下の方向に向かっているということは、中国の成長ポテンシャルとも併せ考えると、プラスの要因であると思っている。取り敢えず、私の意見陳述は以上である。

今回は中間評価月で、その中間評価に関する文章、それ自体はこの後議論する訳であるし、先程、門間企画局長から数字に即しての評価があったが、今回の会合後の記者会見でも、これを総じてどのように評価するのかということになってくる。皆さんのお話を伺っていると、基本的なメカニズムに関する我々の見方は変わっていない。ただ、実現の時期が少し先ずれしている。数字で言うと、2011年度はゲタの要因もあって下振れ、2012、2013年度はほぼ変わらずということである。そういう意味では、先ずれということになってくるが、その先ずれの期間について、先程のお話を伺っていると、宮尾委員が相対的にそこについて慎重にお考えになっている。他の委員方の中にも勿論いたと思うが、この辺の認識について、多少議論した方が良いという感じがした。もし、何かご意見があれば。

宮尾委員

一点補足すると、先程、私が意見表明で申し上げた先ずれの一つの要因

として、海外の生産・輸出は勿論あるが、設備投資をどうみるかがある。予てから注目していることではあるが、今後は、株価との関係で、足許、株価がかなり持ち直してきていることの持続性をしっかりみていきたい。前回の会合でも申し上げたように、株価がファンタメンタルズを反映して、企業の将来収益を反映するというのであれば、世界経済あるいは米国経済の堅調さ等々を含めて、あるいはこれまでの過小評価のようなものも含めて、株価が持ち上がってくると、ひいては国内の設備投資がよりしっかりと立ち上がるかもしれない。私は、今のところ、メインシナリオとしては一段引き下げた形で置いているが、株価と設備投資動向の関係性、今後の推移については、若干上振れる可能性も念頭に置きながら、一応みている。

#### 西村副総裁

今回の場合は、メインシナリオに加えて、メインシナリオの不確実性が物凄く大きいこと、さらにその他にテール・リスクもあること、この二つのリスクをどう上手く説明してくのかが、一番の 이슈である。なかなかどうすれば良いか分からないところはあるが、少なくともその点は、総裁の記者会見及び我々のこれからの対外説明の時に明確に言っていかなないと、誤解される可能性が非常に高いような気がする。特に、マーケットは、一方向に行くと必ずその方向に行く構造になっているので、動いている時は大きく動くが、反転する時も早くて、その反転した時の動きはまた大きくなる。そういうことに対しても、我々はきちんと理解しているということとは明確に言っていく必要があると思う。

#### 山口副総裁

今、西村副総裁が言われたことと関係するが、基本的な日本経済の先行きのシナリオについては、10月の展望レポートと大きく変わらない、皆さん多分そういうことだったと思う。そのメインシナリオが実現する蓋然性が多少とも低下しているのではないかという印象を——あくまでも感

覚論ではあるが——持っている。

一つは、欧州ソブリン問題をテール・リスクだと考えてしまうと、これを除いて蓋然性を考えようということになるが、テール・リスクに至る手前で、欧州ソブリン問題が持つ景気下押し圧力がじわじわと広がっているように感じる。それは、グローバルにである。この部分は、10月の展望レポート対比、弱い部分として意識しておく必要がある。

もう一つは、先程、白川議長が米国の株価の関係で四つほど指摘されて、結局のところ、新興国経済をどうみるかに帰着するという整理をされていたと思う。私自身も、本日の意見表明では、新興国経済については、全体としてはいずれは安定的な成長パスに復帰することを基本的なシナリオとして置いておきたい、という表現しかしなかった。判断を避けたと言われればそうなのだが、実は、新興国の先行きについて、今申し上げた基本シナリオ以外のシナリオを描けるかということ、描けない。しかし、それでいいのかという思いもある。新興国の間でばらつきが生じている状態をどう評価するのか。また、2008年までは——リーマン・ショックが発生するまでは——新興国にリードされる形で世界経済が拡大していった訳であるが、これと同じように、今後2012年度前半のどこかの時点から、世界経済は新興国にリードされて回復していくと考えて良いのかどうか。勿論、そう考えない明確な理由もないので、取り敢えずそう考えておこう、というのが今の私の立場である。そこに何とも言えない不確実性の高まり——これまた情緒的であるが——を感じる。

それらを併せて考えると、基本的なシナリオは変えないが、基本的なシナリオを巡る、テール・リスク以外の通常のリスクは高まっている。言い替えると、基本シナリオがきちっと実現していく蓋然性は少し低下しているのではないかという感じを私は持っている。

白井委員

私も、今の山口副総裁の考え方と近く、やはり下振れリスクは強まっているのではないかと思う。メインシナリオは変わらないが、下振れリスク

は強まっていると思う。欧州の要因は皆さんご存知のとおりであるが、ここに来て、円高の長期化と、原発がこれから本当に再稼働するのもまだみえないし、それに加えてイランの問題が起きているということと、また新興諸国に関してはやはりばらつきが大きいと思う。インフレが低下してきて、金融緩和の余地のある国もあれば、インフレ圧力が依然として高い国も——昨日も議論があったが——あることもそうであるし、新興諸国はやはりフラジャイルだと思う。資本の流出入に影響を受けていて、特に10月、11月は外貨準備が減った国が多かった。今は株が持ち直してきているが、やはり資本移動によって国がかなり影響を受けるということである。それと、欧州の金融機関でデレバレッジが起きていても、今のところ、邦銀を含む他の金融機関が代替しているので、実体面では大きな影響はないが、アジアの金融機関からも、我々だけで欧州のデレバレッジを全部吸収するのは難しいという発言もある。そういった面も考えると、欧州の問題が新興諸国の資本流出入に与える影響も大きいので、やはり全体としては下振れリスクが高いとみている。

#### 石田委員

先程からお話のあった欧州の問題や新興国の問題は、確かにリスクが増えているような感じがする。一方で、よく分からないのは、米国である。米国のバランスシート問題は、日本のそれとは少し違うと思う。日本の場合は、企業部門に膨大な過剰債務があって、それが銀行に飛び火して行った。個人も、一部バブルに踊った人はいたが、ほとんどの人はそれほど大きな過剰債務を持ったという認識は、私にはない。一方、今の米国の場合は、企業部門には過剰債務はほとんどない。だから、あれだけ好調なのだろう。銀行の方も、例えば、シティバンクとかモルガン・チェースとか、あるいはそれをパッケージしたBOAとかは、色々な問題が言われているが、その下のいわゆる昔の大型地方銀行、あるいは普通の銀行の決算をみると、案外底堅い。従って、米国の場合は、一旦フォークロージャーして消してしまえば、かなり回復は早いのではないかと思う。そうすると、残

る個人のところは、まだ競売にも行かないような物が沢山あるとか言われているが、総体としては、ここ 2~3 年の間に相当ばらけてきているので、そこから立ち直った人達はまたお金を使い始めているはずである。あるいは、出口に近くなった人の気持ちは明るくなっていると思う。そういう意味では、私は少し違うような気がしている。それが計数的にどうかという根拠は持っていないが、個別に出てくるデータをみると、案外と、全体の重さは重いけれども、ほどけていく段階でプラスの要素が段々出てきている可能性はあるという気がしている。

#### 白川議長

石田委員が先程の意見表明の際に、銀行貸出の動きの数字に即してお話しされていたが、そういったエクスペンカーとしてのご発言を、私自身も非常に関心を持ってお聞きした。

#### 西村副総裁

もう一点、日本のバブル崩壊の時と米国の違いは、米国はまだブームの産業を持っているということがある。シェールガスもあるし、穀物もある。特に、カンザスは物凄くブームであるし、モンタナ辺りでも、あまり掘り過ぎて地下で地震が起きたとかいう話もあるが、そういったことを除けば、そこはかなりのブームである。今までは意味ではポケットになっていたようなところでブームが起きているので、そういったことが、先程私が申し上げたようなことと関係していて、それが日米のある種の差に恐らく現れているのだろうと思っている。それが、全体として米国の中でのばらつき大きさを説明しているもので、全体が悪くなっていると言うよりは、かなりの部分が悪いがある部分は良いということが続いているのだと思う。日本の場合のブーミング産業は、結局バブル崩壊後は建設業であったので、それとは大分違った様相をしていると思っている。

## 亀崎委員

米国の株価の解釈であるが、その背景には、目下米国企業の収益が過去最高のレベルであることがある。この中味をみてみると、海外法人からの受取りの動きはあまり大きな変化はないが、非金融法人の収益が大きく増えている。今までの伸びをみると、そのような変化がある。過去最高の収益レベルが株価に現れてくる。その背景は、先程白川議長から四つ説明があった。アグレッシブなコスト削減——これはずっとサステイナブルかどうか——、新興国の成長の果実の享受、既往のドル安、金融政策の効果、という話があった。これらがずっと続くのかどうか、株価に大きく影響してくる問題だと思う。

## 西村副総裁

米国の株価をみる時、ダウをみる時とラッセルをみる時では、見方が大分違ってくる。要するに、大きい企業は収益が良くて、小さい企業はあまり収益が良くない。これも、ある種の二極化の一つである。米国内のSMEの中でも、良い部分は先程も言ったエネルギー等があるが、大多数はそれほど良くない。その二極化は、株価の中にも明確に出てきていることは頭に入れておく必要がある。

## 中村委員

要するに、グローバル企業とドメスティック企業の差ということである。先程、日本のバブルは企業で、米国は個人ということで、それはそのとおりだが、一方で、米国経済を支えているのは、個人消費である。それが、今まで借金をしてまで買ってきて、世界の経済をリードしてきたが、今は先程お話があったように、住宅ローン債務者の約3割がネガティブ・エクイティ状態にある。今まで住宅価格は下がらないと思っていたのが下がったということで、相当痛んでいる訳である。これは、時間とともに回復して、住宅産業の一部——全体はまだまだであるが——は底を打ったと思われるようなこともない訳ではない。ただ、やはり日本ほど時間はかか

らないかもしれないが、個人のバランスシートの問題が、これからの個人消費等に相当大きな重石になってくるのは、日本とまた違った意味で大きいのではないかと思う。

石田委員

少し言い忘れたが、日本のバブル崩壊の時は、過剰債務が解消された後も、投資機会がかなり少なかった。それが、今の企業の貯蓄にはねていると思う。一方で、米国の個人の場合は、使えるお金があれば使ってしまうような人が多いので、将来もし上手く回れば、案外そこは期待できる部分である。その辺りは、ストラクチャーが日米で随分違うという気がする。

亀崎委員

その、使ってしまうというところだが、価格が上がるから借金をしてでも買って置く、ということがずっと今まで続いてきた。それがネガティブ・エクイティになってしまっているの、これは中村委員がおっしゃったように大きな重石となるのではないか。

石田委員

米国の場合は、本当に困った人は、頑張る理由がないから、ウォークアウトして渡してしまえば良い訳である。この結果、要するに銀行の方に全部行ってしまいう訳である。

亀崎委員

しかし、相当の数の人達がネガティブになっていて、これをどうやって借り換えやすい金利にしていこうかということは今考えている状況で…。

石田委員

だから、そのような人達がまだいるという事態があって、そのような人達が減っていくという効果があるのではないかと私は思っている。いるの

は確かであって、それも非常に多くいるので、まだまだずっと影響は残るのだろう。ただ、今、この問題が解決したら、米国ではバブルが起こってしまう。今は少し足を引っ張っている訳であるから。

亀崎委員

その重石の程度であるな。逃げていく人達ばかりではなく、持っている人達も相当いる訳である。

石田委員

程度が軽くなってきているのではないか、という議論である。

白川議長

今、石田委員がおっしゃった中で、日本の場合は過剰債務を解消した後もなかなか成長できなかったのは、我々自身が強調している国内の急速な高齢化とか、人口の減少とか、そういう問題も含めて成長ポテンシャルがなかった訳である。米国の場合には、アメリカ人自身がお金を使うことも勿論あるが、移民も含めてやはり人口が増えている。それで、消費のマーケット自体が拡大しているということがあるので、一旦過剰債務がある程度整理されてくるといふ展望が出てきた時には、その弾む力は、日本の2000年代に比べると、あるのだろうと思う。それがどうなるのかというのが、お二人の今の議論であったのだが。

山口副総裁

米国の住宅バブルが2006年の春から半ば頃にかけて崩壊し始めたことを考えると、既に6年が経っている。ある程度調整の進展がみられること自体は、あって然るべきことである。ただ、見方が分かれるのは、どの程度の楽観論に立つのか、あるいは、まだまだだという慎重論に立つのか、多分、そうした点であろう。勿論、米国の株価の状況や企業収益の状況を見ると、ずいぶん良くなってきており、少し雰囲気が変わりつつある。一

方で住宅市場を巡る米国の状態は依然として芳しくなく、バランスシート調整圧力はなお残存している。こうしたもとで、メインのシナリオをどうするか。私としては慎重論に重きを置いて考えていくのが無難ではないかと思っている。

白川議長

他にご意見はないか。それでは、取り敢えずここで一旦休憩したいと思う。今、10時41分であるので、10時50分に再開したい。

(10時41分中断、10時49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、皆さん揃っているので、少し早いが再開する。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、お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同じである。それでは石田委員からお願いします。

石田委員

国内の金融環境については、緩和の動きが続いているとみている。短期金融市場では、無担保コールレートが0.1%を下回る水準で推移しており、ターム物金利も横這い圏内の動きとなっている。この間、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向が続いている。CP・社債の発行環境も、総じてみれば良好な状態である。長期金利についても、R&Iによるソブリン格付けの引き下げ後も低位での推移が続いている。この間、年明け以降の為替相場は、対ドル、対ユーロとも円高圧力の強い状況が続いている。株式市場は、欧州における国債償還の状況や米国における経済指標の動向を受けて、米欧株価が上昇していることから、国内株価もつれて上昇しているが、米欧株価の持ち直しに比べると水準としてはまだかなり低位にあ

と思う。円高が下押し圧力となっている面もあるのではないかと思う。こうしたもとで、先程申し上げたとおり、景気・物価の見通しを巡る不確実性はなお大きな状況にある。現在の極めて緩和的な金融政策を、粘り強く続けていくことが肝要と考えている。

ところで、欧州の情勢をみるにつけ、金融システム安定の重要性を改めて認識する。金融システム安定のためには、個別金融機関の経営の安定が前提となる。金融緩和を推進していくもとで、緩和的な金融環境へ向けての力が各分野で強く働いている中、意図せざる不均衡が生じていないかを点検し、インバランスの蓄積を回避するためにも、金融機関の状況把握の重要性はより大きくなっていると思う。また、欧州において、金融システム安定の観点から、自己資本規制のハードルが一段と強化されているが、政策発動についてのタイミングの難しさ、重要性について考えさせられるところが大きいと思う。

次に、資産買入基金であるが、一部の種目に買入限度額への到達が難しいとみられるものが出てきている。市場もこれから注目してくるかとも思うので、昨日も話が出ているが、期限まで1年を切ったこともあり、対応するタイミングが近づいていると思う。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると考えている。私からは以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

我が国の国内金融市場は、極めて安定した動きとなっている。短期金融市場では、超緩和的な金融環境が続いており、長めのゾーンも含め低位で安定的に推移している。短国レートも0.1%で張り付いており、長めのターム物銀行間取引レートも、低水準横這いで推移している。年末を越える取

引も、落ち着いた市場展開で終わった。また、長期金利——10年債利回り——についても、銀行勢の運用利益確保狙いのポジション積み上げの動き等を背景に需要は底堅く、利回りも1%を下回る水準で安定的に推移している。

企業の資金調達環境についても、本行による包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和措置もあり、緩和的な状況が続いている。CP発行レートは、年末要因もあり、一時的に上昇する局面もあったが、押し並べて低水準横這い圏内の動きとなった。社債市場も、個別銘柄要因を除けば、投資家の底堅い投資意欲に支えられ、堅調に推移している。また、銀行貸出も、運転資金需要やM&A関連需要の増加などを背景に、先月に引き続き前年を上回った。CP・社債のリスク・プレミアムは、電力債等個別の銘柄要因を除けば、安定的に横這いで推移している。

本行の米ドル資金供給オペについては、年末越えとなる3か月物を中心に積極的な応札がみられた。これは我が国の金融機関では、スティグマがほとんど意識されていない中、コストや使い勝手から当該オペを利用するインセンティブが高いことによるものと思われる。我が国金融機関が市場でのドル資金調達に支障を来している状況ではないが、本オペはバックストップとして、本邦金融機関のドル資金の流動性確保に大いに貢献しているようである。

J-REITの市場の動きについて若干コメントしたいと思う。一昨年10月の基金を通じたJ-REITの買入制度導入以降、既に660億円の買入れを行った。J-REIT市場では、日本銀行が同市場に参入することに伴う市場の認知度や信頼感の高まりなど、本施策が呼び水となって、価格の上昇、取引高の高まり、増資、投資法人債発行の活発化などの動きがみられた。また、3月の震災直後の本行によるJ-REIT購入枠拡大の決定は、震災を受けて一旦は大きく下落したJ-REITが投資家により買い戻され、下落幅の縮小に貢献する効果もあった。もともと、その後は、原資産である不動産市場の冴えない市場動向のもと、投資家の広がりには限定的となり、また、金融市場全体のリスク回避姿勢の高まりなども反

映し、J－REIT市場は軟調に推移し、リスク・プレミアムも過去の平均的な水準との対比でも拡大した状況にある。このところのJ－REIT市場では、目立った主たる買い手は日本銀行のみ、と市場関係者が指摘するような状態が続いており、増額を催促する向きもあるようである。しかしながら、本行の買入れ継続が安心感を醸成し、呼び水効果となって、価格形成に一定の寄与を行っていることは間違いなく、市場の好転を期待したいと思う。また、元々の趣旨が呼び水効果を狙った政策対応であるだけに、このところJ－REITのリスク・プレミアムが拡大しているとはいえ、買入枠をさらに拡大することは市場の価格形成等において副作用を増大させる懸念が強く、好ましくないと思われる。

最後に、金融市場調節方針についてであるが、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰することを積極的に支えるために、昨年8月並びに10月に追加した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に実行するとともに、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。ただし、欧州債務危機の世界経済への波及等には不透明感が強く、先行きの経済・物価動向を見据えて状況の変化に対応し、必要と判断される局面では適切な措置を果敢に講じていく必要がある。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

国際金融資本市場は、やや小康を保っているとはいえ、引き続き緊張感の高い状況が続いているが、我が国の金融環境は、本行が強力な金融緩和を推進するもとで、緩和的な状態が続いている。金融市場では、無担保コールレートやターム物金利、長期金利等は、極めて低水準で推移している。企業金融も、CPや社債の発行環境は良好であり、アベイラビリティをみても、企業からみた銀行の貸出運営スタンス、資金繰りとも総じて改善

した状態にある。為替市場をみると、円の対ドル相場は概ね前月と同水準であるが、対ユーロでは、現在は少し戻しているが、一時、11年振りの円高水準となった。対ドルに比べ、我が国経済へのインパクトは相対的には小さいと思われるが、電機など欧州市場のシェアの高い業種を中心に、企業マインドの悪化や輸出への下押し圧力となることが懸念され、その動向には十分な注意が必要である。一方、株式市場は、ここに来て、前段話題になった米国市場の動向につれて上昇し、幾分安心感を取り戻しつつある。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、我が国経済が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を推進するとともに、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援に着実に粘り強く取り組んでいくことが肝要である。包括緩和策では、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」こととしているが、この大きな方針を絶えず発信し、緩和的な金融環境をしっかりと下支えすることは極めて大事なことだと思う。また、金融資産の買入等の基金では、金融経済情勢に応じ規模を大きく拡大し、その着実な実施に努めているが、その効果は、足許の極めて緩和的な金融環境となって確実に現れている。このうち、短国や社債等では、現在のタイトな需給環境から残高の積み増しがやや難しくなっているが、地道にオファーを継続することにより、短期金利や良好な社債発行環境に強く働きかけ続け、市場の安心感を維持することが大切だと思う。当面、世界的にリスク回避姿勢が強く、難しい局面が続くと思われるが、タイミングを図りながら、他資産とともに着実に買入れを実施し、金融緩和を徹底する姿勢を対外的にしっかりと示していくことが重要である。

次に、米ドル資金供給オペについては、調達先の裾野が広がり、年度末越えの3か月物で、同オペ再開後ピークとなる125億ドルの応札があった。ドル調達の安心感から、市場金利をみても、ドルLIBORが年初以降低

下しているほか、円投ドル転コストも3か月物でドルオペの基準レートを極く小幅に上回る水準まで低下し、流動性プレミアムの低下に十分な効果を発揮していると思う。

当面は、現在の政策措置に関し、海外金融経済情勢や円高等経済の下振れリスクに引き続き十分注意しつつ、その効果を確かめながら着実に実行していくことが大事であると考えている。そしてこれからも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、必要な場合には適切な措置を講じていくことが重要である。以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

国内の金融環境は、本行の施策の効果もあって、金利の面でも資金のアーベイラビリティの面でも、引き続き緩和の動きが続いている。この間、中長期的なインフレ予想については、最近のアンケート調査などから得られる家計のインフレ予想が僅かながら低下している。これには、足許の生鮮食品を含む総合ベースのCPIが低下しており、家計が実感する生鮮食品など購入頻度の高い品目に引きずられている面が大きいと思われる。実際、本席でも何度かご紹介した、少なくとも年に1回程度以上購入する品目の前年比が、7～8月の+0.9%から10～11月は+0.5～+0.6%と低下している。また、エコノミストのインフレ予想をみても、概ね横這い圏内で推移しているとは言えるものの、足許については、ESPフォーキャストなどやや長めの予想が下方に屈折している調査結果もみられ、こうした動きが一時的なものかどうかについて、今後も様々な指標を丹念にチェックしていく必要があると思う。

こうした中、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%程度とし、実質ゼロ金利を維持することが適当であると考えている。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」続けることをコミットしている。今回の中間評価でも、C P I（除く生鮮食品）の見通しは、2013 年度に漸くはっきりとプラスになると予想しており、デフレ脱却にはなお時間がかかる見込みである。それまでの間は、この実質的なゼロ金利政策を維持するというコミットメントを維持し、時間軸を揺らぎないものとしていくべきと考える。

資産買入等の基金については、現時点では昨年 10 月の増額後の 55 兆円まで残り 12 兆円程度残高を積み上げていく中で、引き続き緩和効果を確認していくことが適当と考える。こうした中、20 日に実施した資産買入等の基金による短期国債の買入れでは、大幅な札割れが生じた。また、社債等買入れでも、今月は札割れには至らなかったものの、昨年 11 月と 12 月には札割れが生じたほか、固定金利方式による共通担保資金供給オペの 6 か月物では、このところ応札倍率が低下してきている。一般的には、潤沢な資金供給と金利の低下により金融緩和の程度が強まれば強まるほど、資産買入等の基金に対する金融機関の応札意欲は低下する。今回の札割れは、まさに所期の目的である長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小が一定程度達成され、金融緩和の効果が強力に浸透していることの一つの表れと言えるが、金融情勢次第では札割れが今後も発生する可能性があり、結果として年末までに 55 兆円まで残高を積み上げられない事態も想定される。一方、これまで本行は、資産買入等の基金の導入時には「2011 年末を目途に、残高が 5 兆円程度となるよう実施する」、昨年 3 月の増額時には「2012 年 6 月末を目途に増額を完了する」、昨年 8 月と 10 月の増額時には「2012 年末を目途に増額を完了する」ことをコミットしてきた。今後も、55 兆円程度という目標の達成に向けて、買入れを着実に進めていくことには変わりはないし、現時点でその達成可能性を云々することは時期尚早ではある。しかし、最終形として、目標を達成できないという事態に至った場合、それをどう対外的に説明していくのか予め十分に検討しておくとともに、適切なコミュニケーションを図っていくことが重要であると考えます。

被災地金融機関を支援するための資金供給オペについては、第9回の資金供給を行い、資金供給額は65億円となった。引き続き、貸付の申請ペースは低いままであるが、現地のニーズは十分満たしているものと思う。今後とも、被災地の資金ニーズを見極めながら、被災地金融機関の資金繰りが万全なものとなるようにオペを実施していくべきと考える。

また、米ドル資金供給オペについては、1月10日実施分への応札額が155億ドルとなるなど、残高が200億ドルまで積み上がっている。足許、ドルの調達金利は然程上昇していないものの、金融システム不安を背景に予防的にドルを確保しておこうという動きから、このような積極的な応札に繋がったものとみられる。こうした各中央銀行協調のドルオペの実施は、ECBの3年物の資金供給に代表されるような大量の自国通貨の供給と併せて、金融市場の緊張緩和に寄与していると思う。今後とも、金融機関のドル調達を万全なものとするべく、着実に実施していくことが適当であると考えます。

以上のような施策を実行する中で、本行は、先行きの金融・経済・物価動向を注意深く点検しながら、今後とも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

白井委員お願いします。

白井委員

まず、次回決定会合までの金融市場調節方針であるが、現状維持、すなわち「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」が良いと思う。現段階では、現在実施中の金融緩和措置を一段と強化する必要性はないと判断している。その理由は、我が国の金融環境は、前回会合時と比べて一段と緩和的な状態が続いているからである。以下、金融面の情勢を中心に私の見解を申し上げる。

金融資本市場の動向については、短期金融市場で一段と資金余剰感が強

まっている。翌日物無担保コールレート、ターム物の金利、ユーロ円金利、国庫短期証券利回りは全て低位安定している。こうした中で、本行の6か月物固定金利オペや金利入札オペが入りにくくなっており、国庫短期証券に至っては、海外からの需要が旺盛で、本行基金による買入れが困難な状況となっている。

米ドルの資金調達環境については、今年に入ると、円投ドル転コストが大きく低下し、資金の出し手も増えているが、市場の流動性はまだ完全に回復していないように窺われる。こうした中、本行によるドルオペは、対外投資が大きい金融機関にとっては安心感に繋がっており、1月に入っても相応の応札がみられている。

債券市場については、比較的落ち着いている。長期国債利回りは1%を下回って推移しており、総じてみれば低位安定している。長期金利については、今後、国内景気回復ペースの上振れ、債券需給環境の悪化、米国やドイツの長期金利上昇などにより、上昇する可能性も考えられる。しかしその一方で、円高長期化や国内経済構造の転換の遅れによる潜在成長率の低迷が、引き続き下落方向に働くことが考えられるし、当面は、欧州を中心に国際経済情勢が不安定な中で、流動性選好が強いために国債需要は旺盛であるので、先行き低位横這いで推移する可能性が高いとみている。ただ、海外投資家を中心に、日本国債の長期金利上昇のきっかけとして経常収支の赤字への転落を指摘する声が大きくなっており、しかも去年は貿易収支が赤字に転落した可能性が高いようであるので、今後の経常収支の動向には注意を払っていきたいと思う。社債についても、資金が潤沢な中、投資家の需要が大きく、日本銀行による社債の買入入札でも応札意欲が乏しいため、札割れ寸前の状態が続いている。この間、社債流通スプレッドは、B B B格の一部の銘柄で上昇しているが、全体としては低位横這いで推移している。

企業金融については、資金調達コストは低水準で推移している。貸出約定平均金利や住宅ローン金利は低下しているし、C Pの発行金利も低水準で推移している。社債についても、一部の低格付け銘柄以外では、発行レー

トは低水準で推移している。資金供給面については、金融機関の貸出態度は引き続き緩和的である。CPや社債の発行環境も、投資家の運用ニーズが強く、良好である。資金需要面では、海外M&A案件や電力企業のほか、タイ洪水被害の復旧費用をファイナンスするための資金需要が増えており、今後は、震災被災地において、設備投資計画が整い次第、設備・住宅投資関連の貸出が増えると予想される。しかし、1月のローン・サーベイでは、中小企業の資金需要が製造業・非製造業ともに比較的大きく低下し、その理由として設備投資需要の減少を挙げている点は気になるので、今後の動向を見極めたいと思う。この間の資金調達動向をみると、大手銀行によるM&Aや電力企業向けの貸出が積極化しており、CP発行についても、電力会社が銀行借入れにシフトした減少分を超えて、タイ洪水で被害を受けた複数の電機メーカーによる復旧のための発行が増えている。社債については、電力・銀行債を除く発行額が、昨年12月に対前年比減少しているが、これは前年同月に二つの企業による大型発行があったことが影響しており、これを除けば前年とほぼ同じ発行額となっている。こうした状況下で、企業の資金繰りは総じて改善した状態にあると判断している。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

我が国の金融環境については、先月と同様、「緩和の動きが続いている」という判断で良いと思う。短期金融市場は極めて安定しており、CPや社債の発行環境も良好な状態が続いている。我が国金融機関の経営をみても、元々厚めの自己資本基盤を有しているうえ、欧州周縁国等に対する債権も限定的であることから、現時点で、資金繰り面を含め、大きな問題は生じていない。そうしたもとで、米欧とは異なり、企業向け貸出金利は緩やかに低下しているほか、金融機関の貸出態度も改善した状態が続いている。

このように、少なくとも金融面を通じた欧州ソブリン問題の影響は、これまでのところ、しっかりと遮断されていると評価して良いと思う。

次に、当面の金融政策運営について述べたい。先程述べたように、2011年度の成長率見通しは下振れるが、景気回復の基本的なメカニズムは変わらず、展望レポートで想定していた「緩やかな回復経路に復していく」シナリオは維持されると考えている。物価についても、10月の見通しに概ね沿って推移すると判断している。こうした中心的な見通しやそれを巡るリスク要因を踏まえたうえで、資産買入等の基金については、基金の上限55兆円に向けて資産の買入れを着実に進め、その波及効果を確認していくことが適当と考えている。また、当面の金融市場調節方針については、現状維持が適当と考えている。

欧州情勢について言うと、ギリシャ国債の大量償還が3月20日に控えており、この辺りが債務再編交渉の事実上の期限とされているようである。前半のセッションでも述べたように、我々の見通しは、欧州ソブリン問題が国際金融市場や世界経済に深刻なショックをもたらす事態は回避されることを、一応の前提としている。しかし、たとえ可能性が低くても、その影響の大きさを考えると、政策当局としては、万一の事態に備えた準備を怠ることはできない。リスクの根源が海外に存在する以上、我々にできることは、リスクが顕現化し、我が国に波及してきた場合のダメージを、可能な限り小さくすることである。突然のショックにより、金融仲介機能が毀損されたり、金融市場が機能不全に陥ったり、またそうしたことを通じて景気が急速かつ大幅に悪化することもないとは言えない。その際、日本銀行としてどう対応していくかが問題となる。考え得る政策オプションを予め提示しておくことも含め、中央銀行としての適切な対応をしっかりと検討していく必要があると認識している。

なお、この3月から4月にかけては、欧州ソブリン問題が一つの山場を迎える可能性がある。また、国内的には、社会保障および税に関する議論が最高潮に達しているのかもしれない。国際的にも、政治上のイベントが少なくないのもこの時期である。金融資本市場に関しても、何が起きても

おかしくない時であると言っても良いのかもしれない。そういう意味でも、金融システムの状況、金融機関経営のモニタリングを含めて、日本銀行としてのコンティンジェンシー対応には、手抜かりがあってはならないと考えている。

最後に、FRBによる政策金利の見通しの公表について、少し述べておきたいと思う。先月のFOMCでは、今日、明日のFOMC以降、四半期ごとに、FOMCメンバーが適切と考える先行き数年間の予想政策金利の水準と、最初の利上げ時期の見通しを公表することが決定されている。一般に、情報発信を通じて金融政策の透明性を高めることは、独立性を与えられている中央銀行が国民への説明責任を果たす、という意味で重要である。また、金融市場における期待の安定を通じて、金融政策の有効性を高めることにも繋がる。ただし、具体的にどのような情報発信が、本当に政策の透明性や有効性の向上に繋がるかは、経済の状況、金融市場の状況、制度的あるいは歴史的な背景などにより、国ごとに異なり得る。このため、各国の中央銀行は、それぞれ最も適切と考えられるコミュニケーションの方策を常に追求している。この点、我々も、展望レポートや議事要旨などの公表、政策委員会メンバーの講演や決定会合後の総裁記者会見など、様々な手段を使って金融政策の透明性向上に努めている。また、そうした中で、金融政策の時間軸効果を狙って、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」ことも明らかにしている。政策を巡る時間軸に関連して言えば、私は、今のこの形が現状最も適切であると考えている。ただそのうえで、現在の時間軸の考え方と、長めの金利の低下やリスク・プレミアムの縮小を促すという政策の関係を、いずれかの時点では改めて整理しておく必要があるのではないかと考えている。実質ゼロ金利の継続だけが我々の金融政策上の約束ではないことを、表現も工夫しながら、世の中に上手に伝えていく不断の努力が大事だと考えている。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

我が国の金融環境並びに金融政策に対する意見を申し上げます。まず、我が国の金融環境について、企業の資金調達環境についてみると、前回会合時から引き続き、基本的に緩和の動きが続いているということで良いかと思う。一方、金融機関の資金調達環境についても、本行による潤沢な資金供給のもとで、外貨も含め資金繰りに特段の問題はみられていない。邦銀のドル調達コストも、年明け以降急速に低下しているし、足許ではドルオペ基準レート程度となっており、極めて緩和的な環境かと思う。

次に、実体経済へ影響を及ぼし得る金融資本市場動向という観点から、金融環境を点検する。前回会合以降、為替レートに関しては、対ドルで77円台、対ユーロで97～100円といった水準で推移している。この円高水準は、プラスとマイナスの両方の効果があり得るが、それらを総合して全体で捉えた場合、引き続き我が国の景気に対して下押し圧力として作用するとみている。欧州ソブリン問題の長期化、深刻化の可能性などを考慮すると、今後も、対ドル、対ユーロの両面から円高圧力が継続する可能性には注意が必要と認識している。

次に、株価について、TOPIXなど国内株価は既往ボトムの水準で低迷した状況がずっと続いていたが、足許では若干持ち直してきている。先程のセッションでも少し触れたが、株価には、先行きの企業収益に対する見方がファンダメンタルズの観点から投影されていると考えられるので、今後、株価が順調に上昇を続け、先行きの企業収益に対する前向きな見方を通じて企業経営者の投資マインドが改善する、そして国内設備投資が増加していくという方向に動くかどうかについて、注視していきたい。私のメインシナリオでは、ここはそこまで強くみていないが、そういった動きについても注視していきたい。

最後に、インフレ予想である。これも前半で少し申し上げたが、家計・

企業の短期の予想インフレ率は弱めの動きとなっているほか、エコノミストによる 2013 年度までのインフレ予想も、方向は改善方向だが、そのスピードは極めて緩やかになっている。これらは、長期のインフレ予想あるいはアンカーに収束するスピードが弱いことを示唆するものでもあり、前半でも申し上げたように注意が必要と考えている。

以上、申し述べた金融環境並びに前半の景気・物価情勢と中間評価を踏まえ、金融政策に関する意見を申し上げる。前回会合からの変化点をもう一度改めて要約すると、ポジティブな動きとしては、まず、欧州金融機関の自己実現的な流動性危機の蓋然性がかなりの程度抑制された、二番目として、米国経済が引き続き堅調である、三番目として、国内株価や機械受注がやや持ち直した、という点が挙げられる。一方、ネガティブな動きとしては、インフレ予想が弱含み、長期のアンカーへの収束の遅れが示唆されたという点である。そして、中間評価に関しては、展望レポートの下限ぎりぎりの範囲内で景気・物価の見通しが収まっているという見方がかろうじてできるかと思うが、一点だけ、2013 年度の物価見通しに関しては、私の見通しは小幅のプラス程度というものであり、これ自体この政策委員の中では少数意見かと思われるが、私共の「物価安定の理解」との対比という面で必ずしも十分ではないと考えている。

このような状況のもとで、必要かつ適切な金融政策対応とは何かを考える訳であるが、私自身の見通しを前提とすると、選択肢としては、基金等の増額により、金融緩和の一段の強化を通じて、景気・物価をより強力にサポートする、あるいはデフレのリスクを軽減することの正当性はあると考えている。そう申し上げたうえで、一方で、そういった非伝統的政策を強化することのリスクあるいはコストに関しては、これまでも色々なところで議論されているように、慎重に考えなければならない訳であるが、とりわけ現在の日本のように巨額の政府債務が存在し、また、ソブリン・リスクが世の中でもより強く意識されるもとのバランスシート拡大あるいは非伝統的政策の強化という点については、慎重な検討も必要かもしれない。そういった検討を踏まえて、以上を纏めると、引き続き追加緩和

のベネフィットあるいはコスト、そしてタイミング等を見極めながら、かつ景気・物価情勢をしっかりと判断していくということが適切かと考えており、次回までの金融市場調節方針ならびに基金等の金融政策運営については、現状維持が適切と考える。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

国内金融市場については、月報概要の評価に違和感はない。従って、前月と同様に「わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている」と判断している。情勢判断については、今までの委員方の見方と概ね共有しているので、特段付け加えることはない。

金融政策運営方針であるが、足許の一見した落ち着きにもかかわらず、その根源にある欧州ソブリン問題、国際金融市場の緊張は高いままである。日本経済の足許も横這い状態が暫く続くと考えられ、これからの見通しも10月展望レポートの見通し下限ぎりぎりでの推移となる可能性が高く、加えて、海外金融情勢如何では国内需要にも伝播して強い下押しとなるリスクもかなりある。物価見通しも、1～2年前の見通しとの比較という長いスパンで見れば、はっきりと下振れて推移している。しかし、足許の情勢は流動的であり、欧州ソブリン問題、国際金融市場の動向、家計・企業マインドの変化等も急変する可能性にも注意が必要である。従って、次回までの金融政策は、現在の包括緩和政策、つまり実質上のゼロ金利、時間軸、資産買入基金等の規模と構成とも、現状維持とするのが適当であり、金融市場調節方針も現状維持が望ましいと考えている。

最後に、三点ほど付け加えたい。第一に、欧州金融危機を通じて、ECBは、金融システムに対する不安に対処するため、次第に長期流動性の大量供給に向かい、結果として金融緩和が進んでいる。既に米国も金融システム不安期に積み上がったバランスシートを維持し、しかもデュレーション

ンを伸ばし、結果として長期の流動性の潤沢な供給が進む形で、金融緩和が進んでいる。加えて、今まで引締め気味で推移してきた新興国・資源国の中には、そのスタンスに変化がみられる国もある。この欧米二極、そして新興国の動きが、本邦経済に対して、為替等でどのような影響が出てくるのかを注視する必要があると考えている。そして、本邦の金融経済に、何らかの望ましくない影響が予想される場合には、適切な対処が必要であると考えている。

第二に、私自身の間接評価に盛り込んだメインの見通しは、日本銀行が今後望ましい政策経路を辿り、それを市場がきちんと予想し、そうした形を通じて本行の過去および将来の政策が十分な効果を上げ、家計の中長期的インフレ期待が安定し、企業の中長期的な成長期待が回復してくることを前提としている。しかし、現在のところ、国内需要低迷が続く「物価安定の理解」への道のりがさらに伸びることで、家計の中長期的なインフレ期待の下振れと、企業の中長期的な成長期待の下振れが顕在化する可能性は否定できない。そうした下振れの蓋然性が高まるような場合には、機動的かつディサインプな対応で対処する必要があると考えている。

第三に、日本の直面する長期の問題、それを見据えた中短期の対策をきちんと考えていく必要があると痛感している。特に、成長基盤の強化について、現在のA B L等の特則分は、量は小さいものの、呼び水としての大きな効果があるとみている。この例を先駆として、予断を持たずに、あり得る選択肢を検討する必要があると考えている。以上である。

白川議長

まず、次回決定会合までの調節方針であるが、私も含めて全員現状維持である。経済指標については、先程のラウンドで議論したが、背景となる金融環境は、欧州ソブリン問題にもかかわらず、海外と比べても非常に安定していると思う。政策運営については、いつも二つ論点があると思っている。一つは、現在の政策運営は適切かということと、もう一つは現在の政策運営が適切であるとして、それをどのように説明していくかというこ

とである。まず、前者の現在の政策運営は適切かであるが、今回、中間評価月でもあるので、一つの論点は、「物価安定の理解」の数値に到達することは、この見通し期間中には展望できていないが、それとの関係で政策運営をどう考えるのかが——これはいつもそうであるが——今回も論点であると思う。この件に関して、この場での議論もそうだと思うが、景気と物価との関係についてみると、物価だけが先行して上がることは基本的にはなくて、まず景気が改善し、需給ギャップが縮小し、勿論時間はかかるが、フィリップス曲線のカーブの傾きも傾いてはおり、その需給ギャップの縮小を通じて、やがて物価の方に反映していく、というルートである。勿論、物価だけが先行して上がるケースもない訳ではないが、それは石油ショックのようなケースで、そういう事態を我々国民が待ち望んでいる訳ではないし、また、仮にそういうことが起きた場合には——これは景気との関係でも勿論問題になるが——長期金利だけが上昇するということになってくるので、金融機関に与える影響、ひいては日本経済に与えるダメージも大きくなっていく。そういう意味では、あくまでも時間のかかるプロセスではあるが、需給ギャップが縮小していく、あるいは成長力が高まっていく、将来について需要が増えていくという期待が高まるような、そういう状況に持って行く地道な努力が必要だということだろう。そういう面でみて、今回の中間評価においても、基本的なメカニズムは維持されている、成長率も——またこの後議論するが——徐々に高まっていく、あるいは物価上昇率も高まる方向に向かっている、ということなので、粘り強く現在の政策を続けていくことで良いと思う。

もう一つの現在の政策運営をどう説明するかであるが、自分自身が色々な場で話をしながら感じていることをコミュニケーションという面でみると、実質的なゼロ金利政策を物価安定が展望できるまで継続することを我々自身は約束しているし、このことを毎回のステートメントでも講演でも記者会見でも、私も含めて皆さんが発言しているにもかかわらず、この点に関する認識はまだ十分ではないという感じがする。同じことであっても、これを繰り返し工夫しながら言っていく必要があると思う。特に今日、

明日とFOMCが開催されて、彼らの新しいコミュニケーションが発表されて、またひとしきりコミュニケーションに関する議論も高まってくると予想されることもあり、この点については認識を高める努力をさらにしていく必要があると思う。これが第一点である。

第二点は、今度はこういうことについて認識している人を考えた場合に、また誤解があって、これは日本銀行が受け身だということである。つまり、物価が何となく上がってくるまでずっとこのゼロ金利政策を続けるという、そこに積極性を感じないような、受け身的な政策であるというように誤解している感じもする。これもそうではない。景気が良くなっていく、収益率が上がっていく、そういう時でも物価の条件が満たされない限りは、我々自身はゼロ金利を続けていくということなので、これによって景気刺激効果は高まっていく。そういう政策を、我々自身はアクティブに展開しているのだが、そのアクティブな面が意外に認識されていないということである。それから、資産買入れについては、これは時間軸とは別途やっている。年末の55兆円に向けて、さらに買い増しをしていくこともアクティブにやっているが、この面も、一旦、一昨年発表した段階でもう終わりという感じで、今我々がアクティブにやっていることがなかなか認識されていない。我々からすると、先程申し上げた二つの点はある意味ではもう常識になっているが、この常識は意外に浸透していないのだと思う。これは、今の政策自体をどう考えるかは別にして、この政策を前提にしたうえで、コミュニケーションの努力はやはりしていく必要があると改めて最近感じている。

先程、西村副総裁からもご意見があったが、成長基盤強化の支援は非常に大事だと思っている。現在、我々が行っているABLの特則も、当初から我々自身が言っているように、ABLについても金銭的な意味でのメリットを我々が与えることも然ることながら、これを機に認知度を高めていく、あるいはこれを機にABL発展のために何が障害になっているのかについて、もっと議論を起こしていく、ということが大事だという認識であったと思う。この点では、金融機構局が昨年セミナーも行い、大盛会だっ

たと聞いているが、それ以外にも色々なコンタクトを通じて問題点が浮き彫りになってきているように思う。今すぐという訳ではないが、そうした今行っている作業を前提にしながら、浮かび上がってきたABL市場の問題点についても、何か世の中に対して情報発信を少し実務的な形でしていった方がやはり良いのではないかと思う。基金の買入れについても、確か前回か前々回か、宮尾委員、西村副総裁から、実証的な研究をやって欲しいという話があって、この点についても関係局でそういう実証研究がなされて、我々自身もまた別途の機会に報告を受けているが、こういう実証研究の常として、なかなか決定的なことは言えないし、誤解を招く惧れも勿論あるが、もし誤解のない形で情報発信ができるようであれば、そのことも併せて考えて頂きたいと思う。

コミュニケーション関係で幾つか申し上げたが、あと、欧州の問題への対処ということがある。欧州の問題については、勿論、テール・リスクとして本当に大きなショックが起きた場合にどうするかという問題はあるが、その前段階として、今のこの欧州の状況、つまり抜本的な解決策が直ぐには実行に移されないという状況と、我々はかなり長い期間共存しないといけないと思っている。共存しなければいけないというか、共存せざるを得ないだろうと思うし、我々自身の見通しにもその点が入っていると思う。既に入っている部分とは別に、テール・リスクが生じた場合にどうするのか、あるいはテール・リスクが生じるかもしれないことを意識して、我々がどういうことを今やっておくべきか、ということである。これも何人かの委員が触れられたし、あるいは別途の機会でも触れられていたが、中央銀行として何を行うべきなのかという検討は、怠らずにお願いしたい。特にこの点では、問題の性格上、金融システムあるいは決済システム面での対応策が非常に大事になってくると思う。既に行っていると思うが、改めてこの点について、事務方の方でもしっかり検討して頂きたいし、我々自身もそのことをしっかりみていく必要があると思う。

最後の論点として、先程、石田委員がおっしゃった点でもあるが、この金融緩和を粘り強く続けていくことは、これはこれで必要なことであるが、

同時に、金融的な不均衡が蓄積していないかどうか、これも注意してみたい必要があるという話がある。私自身もそう思っているし、我々が二つの柱を置くのもまさにそういう趣旨である。勿論、色々な金融的な不均衡はあり得るが、私自身が気になっていることを一つだけ申し上げると、民間金融機関全体として、金利リスクが蓄積されていっているということだと思ふ。抱えている国債をはじめとする債券の量と、現在の金利水準、自己資本との関係等を考えた場合に、この抱えている金利リスクは潜在的には非常に大きなものがあると思ふ。何回か触れたが、現在、日本の金利が低位で安定していることには、勿論、現在の日本のマクロ経済情勢を反映している面があるが、それ以外に付加的な要因もあって、その付加的な要因が気になっている。一つは、我々自身が国債を買い入れている、あるいは国債を担保に大量の資金供給を行っていることで、それ自体が国債に対する需要を作り出しているし、資本規制、流動性規制ともに国債を優遇しているので、これも国債に対する需要を作り出している。それから、安全資産選好として、日本の国債に資金が流れ込んできていることもそうである。こうした要因は、いずれもずっと続くのであれば勿論問題はないが、しかしこれはずっと続く性格のものではないので、これが逆転する方向に向かい始めたとき人々が感じ始めた時に、問題は起きてくる。そういう意味では、金融的な不均衡の面での警戒は怠れない。そうかといって、今すぐ政策をどうこうということではないが、政策は、常に色々なことを複眼的に考えなければいけないという意味において、先程、石田委員がおっしゃった――石田委員が金利リスクを言われたかどうかは分からないが――金融的な不均衡については、私も同じような感想を持っている。以上である。

#### 白井委員

今、白川議長が最後におっしゃった金融不均衡のところは、全く同感である。バブルの兆候が全くない状況の中で、今、日本で起きている金融不均衡は、債券関連の金利リスクである。その背景は、先程の皆様の議論で

あったように、やはり銀行からみれば資金は沢山ある、預金も増えているが、そういう中で投資先がないということである。投資先がない中で、結果的にそういう債券にお金が回っている。結局、今の日本のデフレの原因もそうであるし、先程のコミュニケーションの関連もそうであるが、日銀としては、バランスシートも結果的には相当拡大してきたし、相当金融緩和をやっているが、そこからお金が回らない、滞留している。成長期待は常に私達も主張しているが、金融機関も含め、やはりそこの関連なのである。従って、そこを——コミュニケーションの関連であるが——国民に伝えていくということである。よく日銀のバランスシートと他の主要銀行のバランスシートを比べて——修正ソロスチャートというものもあるが——、日銀が非常に消極的だという言い方をする人もいる。その背景には、日本の抱えているデフレの原因について十分コンセンサスが得られていないということと、国債がブームになっているということが、全部繋がっているところがある。このため、個人的には、上手く皆で理解が深まっていけば良いと思っている。

また、山口副総裁の先程のコミュニケーションの話——時間軸——についてである。FOMCが新しいやり方——17名全ての委員の金利見通しを出していくというやり方——は、米国の文脈では相当議論されて、恐らく適切なのだろうと思うが、日本の場合は、私達のゼロ金利政策を、「中長期的な物価安定の理解」に基づく物価上昇率の中心値1%が見通せるまで続けるとしているが、このやり方も非常にクリアだと思う。つまり、条件を明確にしている。米国のように、金利を上げる時期を明確にするやり方は、状況が変わり得る、毎回毎回変わっていく可能性もあるが、日本の状況を考えると、変動が大き過ぎると却って分かりにくくなる面があるので、日本銀行のやり方は、ゼロ金利解除の条件を明確にしているところが、非常にクリアだと個人的には思っている。

山口副総裁

私に今明確な答えがある訳ではないが、申し上げたかったのは、「物価

の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」という約束は、それまでの間、現状の政策を継続すると言っているだけなので、受け止め方によっては——先程、白川議長が言われたことだが——待ちの姿勢だという感じが非常に強く出てしまう。ところが、現実に我々が行っている政策は、そういうことではない。そうであれば、我々の現実の政策をもう少し上手く説明する必要があるし、また我々の将来に向けた政策の構えを、必要に応じて説明していくことも大事である。

#### 西村副総裁

そもそも「包括緩和」という全体のパッケージであったのが、「包括」のところが消えてしまって、何かアイテムごとにみられてしまっている。そこがやはり我々のコミュニケーション・ポリシーで足りないところなのではないかという気は非常にする。

#### 亀崎委員

趨勢的な銀行券需要に見合う長期の資金供給として、長期国債を毎月1.8兆円、年間21.6兆円買っていくことについても、次にまだ何をやるのかという話がよくあるから、やはり繰り返しその考え方を言っていくことが一番大事なのではないかと思う。同じように、やはり実質ゼロ金利政策のコミットメントについても毎回必ず言っていく、強く言っていく、そうしなければ忘れられてしまう。今現在やっており、これからもやっていくのに、もうそれは過去のものみたいになってしまう。だが、これは過去のものではなく、現在そしてこれからのものなのである。

#### 白川議長

毎回繰り返し言っていくことも大事だが、私自身色々な人と話してみると、こんな誤解があるのかと気付くことがあるので、それに応じて私自身の言い方も、時と場合によって変えていく必要がある。本質は勿論変わっていないのだが、我々自身が当然と思っている前提がすっぱり抜けている

ために誤解が生じているところもあって、そういう意味では、同じことを繰り返すと同時に、少しずつ表現上の工夫も必要なのだと、最近感じることが多い。

#### 中村委員

先程の時間軸のことだが、毎回毎回の総裁記者会見で言ってもらっているし、我々も色々な講演会で言っているが、そのわりには浸透していない。その理由の一つは、中長期的な物価といったコンセプトで話しているため——数字としては、今であれば1%云々であるが——、非常に分かりにくい。そこを明確にしようとする、色々な誤解を招くので、それは伏せておかなければいけないが、そこが非常に分かりにくくなっている要因だと思う。なので、もう少し踏み込んでも良いのかなという気もする。

#### 森本委員

「中長期的な物価安定の理解」について、この方策を採る時には相当色々考えられて、非常に含蓄の深い言葉だと思う。ただ、一面では「理解」というのが——私だけかもしれないが——少し静態的なイメージがあって、動的な、それに向けて色々行動するというイメージが、少し出にくいという感じがする。そうかと言って、何か良い知恵がある訳ではないが、そういう感じは少ししている。いずれにしても、意味合いや取り組み姿勢について絶えず発信していくことは大事だと思う。

#### 白川議長

今のFOMCの議論も、勿論、中身を詳細に知っている訳ではないが、議事要旨でみる限りは、やはり彼等もこの半年位であるか、小委員会ができて、本当に苦闘しているという感じがする。まさに、彼等の場合には、デュアル・マンデートの関係でどのように整理するのか、それから17名委員がいてどうするのか、しかも、そこにはさらに変数が三つないし四つあって、しかも時間があるという、マトリックスを描くと全部で何種類あ

るのか分からないが、そういう中で、どう分かりやすく説明するのかということなのだろう。引き続き、我々自身考えていかなければいけないテーマである。今回、また記者会見で、F e dのコミュニケーションについて、どのように考えるのかという質問がきた時に、我々自身は、現在のこのやり方が現状では最良だと思うということと、同時にいつも検討はしていくというオープンな姿勢と、両方をバランス良く言っていく必要があると思っている。

宮尾委員

先程、白川議長がおっしゃった金利リスクの問題で、金利リスクが蓄積しているということが金融的な不均衡であるとおっしゃったかと思う。これについて、国債が金融機関に蓄積していること自体は、問題意識として私も皆さんと共有しているが、これを金融的な不均衡と呼ぶことについて、今ずっと考えていた。国債は当然安全資産である。デフォルトがなくて満期まで持てば安全だということが大前提である。しかし、何がしかのバブルが起こる可能性はある。ファンダメンタルズよりもやや価格が上昇している。しかし、基本的には、最終的に最後まで持っていれば安全資産のはずである。それが、そうではないかもしれないというのは、昨今の欧州問題で、デフォルトするリスクが出てきたということだと思う。デフォルト・リスクが、ギリシャ問題で出てきた。私が今思っているのは、もし本当に金融的な不均衡と言ってしまうと、そういう日本国債のデフォルトを念頭に置いて、価格がヘアカットされるとか、価格が100%のものが90%とか80%になるという懸念を、むしろ想起しないかということである。

白川議長

私自身は、日本政府のデフォルトということは全く考えていなくて…。

宮尾委員

勿論、そうであるが…。

白川議長

例えば、典型的に金利リスクが表面化したのは、米国のS&Lである。あれは、大変なロスが生じたが、あの時は別に米国政府のデフォルトについては誰も心配していなくて、基本的には長短ミスマッチによるものだった。短期で借りて長期の国債で——国債だけではないが——運用する。その問題が顕在化した訳である。日本の場合も、別に日本の政府の問題をさて置いても、例えば、米国で長期金利が上がれば、結局、連関しているので、日本の状況とは無関係に長期金利は上がり得る。また、一旦全体の環境が変わってくれば、今、沢山預金が集まっているという構図自体が変わってくるのではないか。そういう意味では、流動性の問題もあるし、それからそもそも危機感の問題もあって、これは資産と負債の何らかの意味でのギャップとか、そういうことを抜きに実は議論できない概念だろうと思う。私自身は、日本政府のデフォルトを心配していることは全くない。対外的にそれを言うべきでないからではなく、そもそもの概念規定としても、そこについての懸念というより、もう少し前の段階の話である。

宮尾委員

分かった。

白井委員

金利上昇リスクであるな。

白川議長

まずは、金利リスクであり、それから流動性リスクがあるということである。それが、取り敢えず先程申し上げた不均衡である。ただ、私自身、これが今一番大きなリスクで、これに注意しなければならないということを行っている訳ではなく、先々に対してどういうリスクがあるのかを考えた場合に、今、我々自身は必要な政策をやっていくのだが、しかし一方で、

どういふことに今なっているのかについても、正確に認識しておく必要があるという趣旨で申し上げた。

他にないか。それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に財務省の藤田幸久副大臣お願いする。

#### 藤田財務副大臣

本日、平成23年度第4次補正予算及び平成24年度予算を国会に提出した。今後、速やかな成立に向けて、全力で取り組んでいきたいと思っている。

先般1月6日、政府・与党社会保障改革本部において、「社会保障・税一体改革素案」を決定した。今後、年度内に消費税法の改正を含む税制抜本改革の関連法案を国会に提出することをはじめ、改革に取り組むことにより、社会保障の安定財源確保と財政健全化の同時達成を目指していく。

財政健全化に向けた取り組みの重要性については、白川総裁をはじめ審議委員の皆様も講演等において強調されているところであり、こうした認識は、政府・日本銀行で共有されているものと考えている。

素案決定までの過程においては、経済状況に関する様々な議論もなされた。素案においては、「デフレ脱却に向けて日本銀行と一体となって取り組んできた。引き続き、景気の下振れの回避に万全を期すため適切な経済財政措置を講ずるとともに」、「デフレ脱却と経済活性化に向けた更なる方策を講じ、日本経済の再生に取り組む」こととされており、今後の経済運営には万全を期す必要がある。

また、本日は展望レポートの中間評価について議論がなされた。中間評価においては、今後2013年度までCPI上昇率は小幅にとどまると見込まれており、中心は1%程度とする「中長期的な物価安定の理解」よりも依然として低い状況が続いている。

さらに、足許の経済情勢をみると、欧州の政府債務問題が欧州の金融システムや国際金融資本市場に影響を及ぼすことにより、海外経済が下振れし、我が国の景気を下振れさせる重大なリスクとなっている。

日本銀行におかれても、こうした我が国経済を取り巻く厳しい状況について認識を共有し、政府との密接な情報交換・連携のもと、デフレ脱却や景気下振れの回避に向けて、適切かつ果断な金融政策運営に取り組んで頂くようお願いしたいと考えている。以上である。

白川議長

内閣府の大串博志大臣政務官をお願いします。

大串内閣府大臣政務官

我が国の景気は、緩やかに持ち直しており、先行きもこの傾向は続くこと期待される。本日閣議決定した平成 24 年度経済見通しにおいては、今後、本格的な復興により国内需要が成長を主導し、景気が緩やかに回復していく結果、平成 24 年度の実質成長率は+2.2%程度、名目成長率は+2.0%程度となると見込んでいる。ただし、欧州政府債務危機が、金融システムに対する懸念に繋がっていることや金融資本市場に影響を及ぼしていること等により、海外景気が下振れし、我が国の景気が下押しされるリスクに対しては十分な警戒が必要と考えている。

本日ご議論のあった展望レポートの中間評価では、消費者物価上昇率は今後上昇を見込むものの、平成 25 年度においては中央値で+0.5%と見込まれており、これは「2%以下のプラスの領域にあり、中心は 1%程度」とする「中長期的な物価安定の理解」に比べ、低いものである。政府が最重要課題として考えている社会保障・税一体改革を円滑に推進するためにも、10 年以上に亘る課題であるデフレからの脱却に、政府と日本銀行が一丸となって、今まで以上に断固とした姿勢で取り組むべきと考える。

デフレ脱却のためには、足許で 15 兆円程度とみられる需給ギャップの縮小に向けた努力が必要である。こうした観点からも、政府としては、「円高への総合的対応策」及び平成 23 年度第 3 次、第 4 次補正予算の迅速かつ着実な実行に努めていく。また、我が国の潜在成長率を高め、民間部門の投資意欲を引き出す観点から、国際戦略総合特区を通じた大胆な規制緩

和等を進めるとともに、昨年末に閣議決定した「日本再生の基本戦略」の具体化を通じて、イノベーションの実現を目指し、成長力の強化に取り組んでいく。

政府と日本銀行は、一体となって、速やかに安定的な物価上昇を実現することを目指して取り組んでいくことは極めて重要である。こうした認識から、1月17日には、野田総理大臣と白川総裁の会談が開催されたところであり、今後もこれを定期的に行い、認識の共有を図っていくことが合意されたところである。日本銀行におかれては、政府のデフレ脱却と経済活性化に向けた取り組みと歩調を合わせ、金融政策面からの最大限の努力をお願いしたいと思う。デフレ脱却に向けて、「物価安定の理解」の中心値であるCPI上昇率1%程度を早期に実現するための方策や、市場とのコミュニケーションの深化を含め、果敢な取り組みを期待する。以上である。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、議案の取り纏めを行いたいと思う。まず、委員方には、成長率や物価の見通し及び分布を再提出して頂く。今回、見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された用紙の「変更なし」に丸を付けて封筒に入れて頂きたい。

[事務局が委員方の見通し及び分布を回収]

門間企画局長

見通しの計数、分布ともに修正はない。

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案及び見通し計数等を含めた対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意し、

説明をお願いする。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

それでは、まず一枚紙の方からである。「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」である。

次に、対外公表文である。「2012年1月24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○）」。注1は下の方にある。「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. わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっている。すなわち、国内需要をみると、設備投資は緩やかな増加基調にあるほか、個人消費についても底堅く推移している。一方、輸出や生産は、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響も残るもとで、横ばい圏内の動きとなっている。この間、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている」。前月からの変更点であるが、1行目の「横ばい圏内の動き」というところで、前月は「持ち直しの動きが一服している」となっていた。時間の経過に伴い、「横ばい圏内」とさせて頂いた。また、4行目のタイの洪水のところであるが、前月は「タイの洪水の影響もあつて」となっていたが、現在は少しそれが残っているということであるので、「残るもとで」としている。それから三点目、前月は短観の業況判断の記述があったが、今月は削除している。以上三点が変更点である。

次に、3.のパラグラフである。「先行きのわが国経済は、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる」。変更点は1行目であるが、前回は「横ばい圏内の動きになるとみられる」としていたが、もうなっているので、「続ける」に変えている。

4.は「10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、2011年度の成長率は、海外経済の減速に加え、過去の実績値の改定の影響もあって、下振れるとみられる。もっとも、わが国経済は、2012年度前半には、緩やかな回復経路に復していくとみられ、2012年度および2013年度の成長率については概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、概ね見通しに沿って推移すると予想される」。ここは、中間評価のパラグラフである。

次に、5.リスク要因である。「景気のリスク要因をみると、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れをもたらす可能性がある。米国経済については、このところ一部に底堅い動きもみられているが、バランスシートの調整圧力は引き続き経済の重石となっている。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。海外金融経済情勢を巡る以上の不確実性が、わが国経済に与える影響について、引き続き注視していく必要がある。物価面では、国際商品市況の先行きについては、地政学リスクの影響を含めて、不確実性が大きい。また、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」。前月からの変更点だが、2頁の1行目、米国のところに、今回は「このところ一部に底堅い動き」という表現を加えている。バランスシートについては、基本的には認識は変わっていない。それから物価であるが、今回は「地政学リスクの影響を含めて」という一言を入れている。前月は「上下双方向に不確実性が大きい」と書いていたが、この地政学リスクはどちらかと

言う、上の方を意識している、「上下双方向」という言葉は削除している。

「6. 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」——注2は下の方であって「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である」——に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針である。また、日本銀行は、資産買入等の基金の規模を累次にわたって大幅に増額することにより金融緩和を強化してきており、そのもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めている。日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。以上」。前月と若干順番を変えているところがあるが、基本的にはメッセージは変わらないというパラグラフである。なお、後ろの方に付いている紙は、先程ご説明した物と全く同じである。以上である。

白川議長

ご質問、ご意見、どうぞお願いします。

宮尾委員

5. 景気リスク要因の米国の表現について、今回変えたところであるが、拘る訳ではないが、リスクの表現であるにもかかわらず、最後に「バランスシートの調整圧力は引き続き経済の重石となっている」と、やや断定口調というか、可能性があるとか懸念があるとかではなく、断定した表現になっている点がやや気になっている。先程の議論の中で、「経済の重石となっている」というのはメインシナリオだが、もしかすると少しずつでも軽くなっているかもしれないという可能性も踏まえつつ議論したようにも思うので、少し気になっている。可能性とかそういうニュアンスが出た方が、私としては違和感がない。あまり拘る訳ではないが。

石田委員

私は、議論に関係した人間なので申し上げますと、先程の議論は、経済の重石となっているのを前提に、その重石が軽くなっているのではないかという議論だったと思う。そういう意味では、必ずしも違和感はない。重石を前提とした議論だったので。

宮尾委員

それはそうなのだが、ここはリスクのところなので、もし重石が軽くなっているという議論だと、むしろ上振れリスクみたいな話になるのではないか。

石田委員

いや、必ずしもそうではない。というのは、重石は重石であるので。皆さんはどう思われるか。

宮尾委員

いや、重石という認識は多分共有されていると思う。

山口副総裁

ここは、リスクの記述なのか、現状評価の記述なのかが、分かりにくい感じではある。ただ、前段の「このところ一部に底堅い動きもみられているが」という記述と、この「重石となっている」という記述の二つを合わせて、結局のところ不確実性があるのだ、と読んでもらおうということであろう。

宮尾委員

慎重にみてもらおうということであるな。これは、反対にするとニュアンスが変わってしまう。

白川議長

今の点、他にご意見はないか。今、宮尾委員がおっしゃった点については、私自身は、山口副総裁が言ったような形で理解している。そのうえで、確かにリスクパートではあるが、リスクの評価だけでなく現状評価に近い部分もあって、何となくすっきりしないところは、一般論としては私もそうだと思う。ステートメントをこういう形で出し始めてから大分経つが、例えば、今回で言うと、2. のパラグラフで日本経済の現状を書いて、3. あるいは 4. のパラグラフで日本経済の先行きを書く時に、実は日本経済を論じるうえで一番重要な海外経済の現状あるいは海外経済の標準シナリオについて、語るパートがあまりない。今は適宜埋め込んでいるが、これだけ欧州問題を中心として海外経済がドミナントなファクターになっている時に、このステートメントで上手くその辺が表現できるのかという問題を予て抱えていて、今、宮尾委員がおっしゃったのも多分その話だと思う。そういう意味では、自分自身も、先々の話として、このステートメントの書き方について、もう一回考えていく必要があるのではないかと考えている。抜本的な修正ということでは勿論ないのだが、おっしゃっている気持ちは、私も共有するところがある。

他にないか。それでは、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。政府出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁  
西村副総裁  
中村審議委員  
亀崎審議委員  
宮尾審議委員  
森本審議委員  
白井審議委員  
石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

対外公表文は、会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。それでは、政府からの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（12月20～21日開催分）の承認

白川議長

最後に、昨年12月20、21日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。ないようであれば、議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁  
西村副総裁  
中村審議委員  
亀崎審議委員  
宮尾審議委員  
森本審議委員  
白井審議委員  
石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

議事要旨の採決の結果である。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、27 日金曜日の 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する。次回は、2 月 13、14 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理を宜しく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時31分である。

白川議長

解禁時刻が12時31分となった。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26分閉会)

以 上