

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年2月13日（14:00～16:34）

2月14日（9:01～12:38）

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（13日）  
藤田幸久 財務副大臣（14日）  
内閣府 松山健士 内閣府審議官（13日）  
石田勝之 内閣府副大臣（14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
企画局審議役	梅森 徹（14日 10:10～12:38）
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	橘 朋廣
企画局企画調整課長	千田英継（14日 10:10～12:38）
企画局企画役	上口洋司
企画局企画役	河西 慎

## 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。議事進行の説明であるが、本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に1月23、24日開催の金融政策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。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

金融経済情勢についての執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

最初は、金融調節、金融・為替市場動向である。

青木金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（参考計表）【追加】と書いた資料である。図表2-2からお話しするが、その前に概況を申し上げる。年明け後、緊張緩和の動きが国際金融市場ではみられていたが、米国の雇用指標が改善したこと、Fedが時間軸政策を強化したことから、投資家のセンチメントが、幾分ではあるがさらに改善している。ドル資金の調達コストは、

引き続き低下し、米国のMMFが欧州系銀行へのドル放出姿勢を軟化させ始めるなどの変化もみられている。この間、欧州各国の国債入札は波乱なくこなされていて、ソブリンの資金繰りについても、小康状態が続いている。もっとも、欧州債務問題への警戒感は根強く、市場におけるリスク回避の姿勢は、まだ大きく後退したとはいえない状況である。例えば、リスク性資産への回帰ということで、株式市場をしてみると、このところ日米ともに株価が上昇しているが、いずれも主な買い手はヘッジファンドなどの短期運用の投資家であり、年金、保険などの長期の投資家はなお様子見の姿勢である。このため、株式市場の売買代金は、やや増えてきたとはいえ、日米ともに低水準であって、薄商いの中で株価が上がる展開になっている。また、LIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルもユーロもいずれも低下傾向にあるとはいえ、なお大きく、カウンターパーティ・リスクが強く意識された状態にある。以下、お手許の図表 2-2 からご説明申し上げる。

(1)、(2)とも右側の灰色の線が3か月物のドルLIBORであるが、前回会合後も緩やかな低下を続けている。(1)の邦銀については、無担保ドル資金の出し手であるMMFが金額、レート、ターム、いずれについてもこれまで以上に積極的な放出姿勢に転じている様子であって、一部の大手邦銀からは期日を迎えた為替スワップのロール・オーバーは必要ないといった声も聞かれるほどである。そうした中で、ドル転コストはLIBORと同水準まで低下している。他方、(2)の欧州の金融機関については依然としてカウンターパーティ・リスクが拭い切れておらず、ユーロ投ドル転コストはなお高い水準にある。それでも、コストさえ払えば、ネームによらず為替スワップ市場でのドル調達に窮さなくなったとの声が聞かれるようになっており、まだ短い資金に限られるとはいえ、MMFからの放出が再開され、後で数字をお示しするように、日本だけでなく欧州においても、ドルオペに対する応札額が減少している。

次に、長期金利、図表 2-4 の(2)である。米国の10年金利については、前回会合時には2%強の水準にあった。その後、Fedによる時間軸

の強化やQE3の可能性を排除しない姿勢が、金利を一時1.8%まで押し下げたが、雇用統計でゆっくりとした景気回復が確認されたことが、金利を再び2%台まで押し上げている。米国債と同様に安全資産として底堅い需要がみられるドイツ国債も、米国債と同様の動きを示している。この間、日本の10年金利であるが、米国金利の上昇にも大きくは反応せず、0.9%台後半の狭いレンジで推移している。(1)のグラフにもあるように、10年以外の年限についても、金利はほぼ横這いであるが、Fedが時間軸の強化に動く中で、日銀の利上げ時期も後ずれするといった見方から、都銀の中には、主な投資ゾーンである5年債にやや多めの買いを入れる動きなどがみられている。なお、日本の財政リスクを材料に海外投資家が先物市場で大きく売ってくるといった動きは、今のところみられていない。オプション市場では、年内の長期金利上昇を予想するヘッジファンドが、固定金利を払い変動金利を受け取るというオプションを買う動きが若干ながらみられるが、こうした極く一部の動きを除けば、消費増税を巡る不透明感といった金利上昇要因は、具体的な投資行動となって現れるには至っていない模様である。

次に、図表2-7(2)の表、右の方が短国のマーケットである。円投ドル転の動きが落ち着き、円転コストが上昇したこともあって、海外投資家の短国需要には、昨年夏頃のような強い過熱感はみられず、短国発行時の落札レートは0.1%を下回らなくなってきた。しかし、これら海外投資家は、期落ちする短国はしっかりとロール・オーバーしているし、都銀等の短国運用ニーズも引き続き旺盛で、0.1%を上回るレートでは引き合いが強く、流通利回りは1年以内の全タームで0.1%フラットと、金利は上がりにくい状況である。欧州情勢が小康状態となり、MMFの資金が米国のT-Billから銀行のCPやCDに戻り始めたことから、T-Bill金利が緩やかに上昇しており、この先、日本の短国に対する逃避需要が低下していくとの見方もあるが、最近の発行入札では、引き続き旺盛な需要が確認されているところである。図表2-8(2)、CP発行レートをご覧頂きたい。最近は全体として落ち着いた動きとなっている。こうした中

で、電気機器メーカーのCP発行がやや増加しており、一部の銘柄ではレートの上昇もみられている。売上不振に伴う運転資金やリストラ費用などが、CPでファイナンスされている可能性がある。また、後程述べるように、電機メーカーの中には、社債の償還資金を割安なCPで手当てする動きもあると推測されている。ただ、こうした動きも、CP発行金利全体には影響を及ぼしていない。図表2-10の(2)、(3)をご覧頂きたい。欧米において、社債市場の地合いの改善が観察されている。ここにはないが、欧米では金融セクターの流通スプレッドの縮小が目立っており、資金繰り懸念の後退が率直に反映された姿となっている。欧米では、社債の発行市場も堅調で、注目されるのは、欧州金融機関による起債が徐々に始まっているという点である。前回会合時点では、まだコア国の優良金融機関に限られていたシニア無担保債やカバードボンドの発行が、最近では、イタリア、スペインなど周縁国の金融機関にも広がりを見せている。いずれのケースでも、スプレッドは総じて厚めとなっているが、海外投資家も含めて需要は堅調であり、ポジティブな動きと受け止められている。(1)で国内の社債流通市場をみると、スプレッドは総じて低位横這いで、BBB格のグラフから窺われるように、東電債のスプレッド縮小も続いている。ただ、良好な発行環境にもかかわらず、年明け後の発行額は例年をやや下回っている。これについては、社債に比べ割安な銀行借入へのシフトが生じていることや、業況悪化が伝えられる電機などの一部業種では、流通市場でのスプレッドが拡大する中で、条件悪化を招きかねない社債の発行を暫く見合わせてCPにシフトしていることなどが背景と考えられる。なお、サムライ市場では、オーストラリアや韓国などの金融銘柄のほか、欧州系金融機関としては昨年11月以来となるノルウェーのDNBバンク、あるいは米国の金融機関としては1年振りとなるJPモルガン・チェースの起債もみられた。こうした動きについては、投資家の慎重姿勢が若干ながらも緩和していることの表れという見方ができると思われる。この間、図表2-12にあるように、民間部門のCDSプレミアムは、欧米ともに縮小が続いており、日本のCDSプレミアムも欧米とともにタイト化が進んでい

る。

続いて、図表 2-13 をご覧頂きたい。株価であるが、(2) 米国の株価は、雇用統計をはじめとする経済指標の改善、F e dによる時間軸の強化やQ E3 を巡る観測などを材料に上昇しており、NYダウはリーマン・ショック後の高値も付けた。投資家の不安心理を表す指標も——今日は若干上昇しているが——安全圏とされる水準まで低下している。もっとも、今の米国株式市場は、長期の投資家が不在で、このため売買代金は前年同時期の2割減となっている。そうした中で、取引高の回復を伴わないラリーでは株価の本格回復は見込みにくい、という声も聞かれるところである。この間、(3) の欧州株も、米国株につられる形で堅調に推移している。金融株も総じて上昇しているが、フランスの銀行株は、サルコジ政権が金融取引税の導入を進めていることもあって、相対的に弱めの動きとなっている。

(1) の我が国の株価も、欧米株式市場の地合い好転を背景に、小幅に上昇しているが、業績の下振れが意識される一部輸出関連では、やや弱めの動きもみられている。F e dによる時間軸の強化が、為替市場ではドル安円高方向に働いた点も、輸出セクター株の上値を重くしている可能性がある。こうしたことから、我が国の株式市場は、楽観よりは警戒感の方が強い感じとなっている。図表 2-15 で主体別売買動向をみると、世界的に株価が復調しつつある中で、このところ、海外投資家が大幅な買越しを続けている。ただ、米国と同様、買いの中心は未だ短期ファンド筋であり、海外の年金などが本格的に流入するには至っていない。売買代金は、前年比3割減という状況である。東証R E I T指数の推移をみると、引き続き増資による需給悪化懸念が重石となっているものの、リスク・センチメントが改善する中で、割安感から海外投資家の買いがぼつぼつとみられるほか、極く限られた動きながら、地銀の中にも投資を再開する動きがみられ、東証R E I T指数は幾分上昇している。

図表 2-17 (2) をご覧頂きたい。名目実効為替レートである。会合間の動きとしては、F e dが金融緩和スタンスを強めたことに伴い、ドルがユーロや資源国通貨、あるいは新興国通貨など幅広い通貨に対して安く

なっている点が特徴的である。グラフにあるように、名目実効レートをみると、ユーロが横這いとなる中で、ドル安が進んでいる様子が分かる。こうしたもとで、(1) のドル／円相場については、我が国の昨年の貿易赤字が意識された場面で一時円安方向に振れた後、米国の金融緩和姿勢の強化を受けて、円が買い戻された。その後、足許にかけ若干円安方向に振れているが、相場は 76～78 円というレンジで落ち着いた推移となっている。図表 2-18 (2) のリスク・リバーサルをご覧頂いても、小幅のドルコール超でほぼ横這い、(3) の IMM ネットポジションも、円買いポジションが若干縮小した程度で、ドル／円の水準調整を窺わせるような特段の兆しは映し出されていない。最後の図表 2-20 (3)、コモディティ価格をご覧頂くと、概ね横這いとなっている。ただし、昨年末にかけて、流動性確保のための換金売りなどから値下がりしていた金については、年明け後、流動性不安が後退する中で反転して、足許でも Fed の緩和姿勢や堅調な雇用指標などを背景に、値を戻し続けている。

図表 1-1 をご覧頂きたい。金融調節の実績の推移である。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、潤沢な資金供給のもとで、概ね 0.07% 台または 0.08% 台で推移していて、落ち着いた動きとなっている。当座預金残高は、財政の揚げを背景に、前回会合時に比べて減少しており、足許は 26～27 兆円台と、昨年の震災後のボトム水準で推移している。先行きについても、3 月下旬の国債大量償還にかけて大幅な資金不足基調で推移する見通しであり、当座預金残高は、低め的水準で推移する可能性が高いものと思われる。図表 1-2 の短期金利の推移をご覧頂きたい。GC レポレートは、年末にかけて 0.100% を下回る水準まで低下した後、当座預金残高が減少するもとで、従前水準である 0.105% 程度まで戻っている。証券会社の在庫ファイナンスの状況などによって日々の振れはあるが、総じてみれば 0.105% 前後で安定的に推移している。

図表 1-5、最近のオペ結果である。まず、金利入札方式による共通担保資金供給については、資金余剰感が強い中であって、実施頻度の低い状況が続いている。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が、引き続き旺盛な需要がみられている。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、資金余剰感が強い中で、短国や2年債の金利が非常に低く、固定金利オペで調達した資金の運用が難しいということもあって、応札倍率が低下傾向にある。表の中にある前回会合以降のオファーは、全てロール・オーバー分であったが、倍率は3か月物で1.5倍前後、6か月物の直近分については1.1倍と、かろうじて札割れを免れている状況である。こうした状況を踏まえ、6か月物の新規分は実行を見送っている。短国買入れについては、前回1月20日オファー分で、2,000億円のオファーに対して応札が323億円という大幅な札割れとなったが、先週金曜日の2月10日には、短国6か月物の発行日に併せてオファーを行い、約6,400億円、3.2倍の応札があった。発行入札においてかなり低い金利で落札された短国が買入対象に入っていて、証券会社等がこれを基金買入れに持ち込んできた。オペの平均落札金利は0.101%であった。国債買入れについては、本年入り後、1回当たりの金額を2,500億円から3,000億円に増額して実施している。3回目となる直近分でも、前2回と同様、3倍を超える応札があったほか、落札レートも市場実勢並みであり、円滑に買入れを実施できている。社債買入れについては、1,500億円のオファーに対し、1.06倍、1,593億円の応札があり、前月に続き札割れは回避された。落札決定レートは、下限金利の0.100%になっている。応札動向は、個別銘柄の需給によって影響される部分が大いなのだが、札が集まりにくい状況に変わりはない。CP買入れは、発行が増えていることもあって、2倍を超える安定的な応札が続いている。ETFの買入れはなかった。J-R E I Tについては、前回会合以降、1回、13億円の買入れを実施した。こうした買入れ等の結果、資産買入等基金の残高は、2月10日時点で43.2兆円となっている。最後に、米ドル資金供給オペであるが、2月7日オファーの3か月物の応札額が約8億ドルにとどまり、1月10日にオファーした前回3か月物の126億ドルから大幅に減少した。また、毎週オファーしている1週間物についても、応札額は次第に減少しており、足許では約7億ドルとなっている。

初めにみたように、前回会合以降ドル調達環境は一段と改善しており、こうしたコスト面での魅力の低下が、ドルオペ利用の減少の背景にあると考えられる。なお、直近における各中銀のドルオペ残高は、E C Bが897億ドル、日銀が189億ドル、スイス中銀が5億ドルの合計1,091億ドルとなっている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

欧州の金融機関のデレバレッジであるが、進んでいるという見方とそうでもないという見方とに分かれているようである。アジアをみると、必ずしも欧州金融機関のデレバレッジが加速しているという動きはみられない状況である。これは、ラグがあるからなのか。現状及びこれから先について、どのようにみているか。

青木金融市場局長

欧州金融機関のデレバレッジの動きであるが、昨年末にかけて、米ドルの資金調達環境が厳しい中で、米ドル資産の圧縮という動きが、大きくはないのだが、みられた。ヒアリング情報によれば、こういう動きは欧州、アジアにおいてみられていたが、特にフランス系の金融機関からは、デレバレッジは米ドル資金のアベイラビリティがきつくなったことを材料にしたものが多く、これまでのところ、E B Aの資本基準達成を目的とした欧州域内での資産圧縮は、ほとんどみられていないという見方が聞かれていた。そういうことなのだが、年明け後に、米ドルのアベイラビリティが改善してきたので、今後、その部分がどんどん大きくなっていくといったことはなく、むしろ縮んでいくのだろうと思う。ただ、その先については、目下十分な情報がないので、見極めがたいというところだと思う。

## 雨宮理事

欧州とアジアの関係で、一点だけ追加しておく。アジアの場合には、資本流入に占める欧州銀行のウエイトが非常に高かったということで、今回、欧州のデレバレッジがアジアの金融市場にどういった影響を与えるか大変注目しているが、ご指摘のとおり、これまでのところあまり大きな影響は出ていない。幾つか要因があると思う。一つ目は、欧州金融機関と言っても、今、青木金融市場局長から申し上げたフランス系以外にも、アジア向けのデレバレッジを元々必ずしもしていないところが結構あるということ。二つ目は、デレバレッジの対象は、取り敢えず直接貸出というよりは、証券化商品を先に始めているということ。三つ目は、多少のデレバレッジの影響が出ていても、邦銀も含め他の国の銀行が、セカンダリーでは非常に慎重に対応しているが、プライマリーの世界ではある程度の肩代わりが行われていること。そして四つ目は、アジア通貨危機と比べると、それぞれの現地の金融機関がそれなりに融資対応力を付けていること。これ位の要因で、今のところ大きな問題になっていないということだと思う。ただし、潜在的には、デレバレッジの動きは、この後の資本調達等によってまだ変わるので、相当注意してみていく必要がある状況だとは思っている。

## 白井委員

その関連なのだが、ユーロ圏の銀行の総資産をみると、ほとんど変わっていないと思う。ただ、B I Sのデータによると、中欧・東欧ではハンガリー、ポーランドを含め明らかに減ってきている。これはどうしてかということについて、全体として資産は減っていない一方で、中欧・東欧が減っているというデータが出ており、その部分がどのように中欧・東欧に影響しているのか。全体が変わっていないということは、中欧・東欧で減らしている分をアジアや他の地域で増やしているのか。この状況をどのように捉えたら良いか。

雨宮理事

国別のデータまではないが、大野国際局長は何かデータを持っているか。

大野国際局長

中欧・東欧については、データは今年の7～9月位までしかない。その後、恐らく秋からさらに動きがあるのだが、そこはデータでチェックできていない。ただ、7～9月の段階で、中欧・東欧については減っていることは明らかである。もう一つは、それぞれユーロ域内については、むしろ維持しようという傾向が強いので、ネットではそれほどプラスということはないかもしれないが、フランスであればフランス国内、ドイツではドイツ国内については多少厚めにとということだと思う。アジアについては、ほとんどニュートラルかと思うので、恐らく全体としては少しは減っている中で、中欧・東欧が減っていて、地元については厚めという傾向が——10～12月以降のデータはまだないが——続いているのではないかとみている。

白川議長

山本理事は、何かこの件で追加的なことはあるか。

山本理事

先程、雨宮理事がおっしゃったようなことで宜しいかと思う。

宮尾委員

何点かある。まず最初に、図表1-5の最近のオペ結果についてである。先程のお話では、国債の買入れは、買切りも基金も順調だということだったと思うが、特に買切りオペで、1～10年物は2,500億円のオファーに対して応札倍率が3倍強になっている。この1～10年というゾーンについて——1～10年と言っても、2年とか5年とか10年とか幅広いと思うので——、何か特徴があるかどうかを教えて頂きたい。二つ目は、株価であ

る。日本の株価の評価について、マーケットでどのようなことが言われているのか。先般からの決算では、一部の業種では下方修正しているという話も聞こえてくる。一方で、株価純資産倍率——PBR——では、1を下回っている、あるいは1倍近辺で低過ぎる——PBRの評価、解釈が色々と難しいのかもしれないが——、過小評価されているという声もある。先程の収益との絡みで言うと、来期の収益はまた持ち直すとか、だからまだ大丈夫だとか、決算や収益に関連して株価の評価も色々声が聞こえてきているのではないかと思う。それについて、もし何かあればお願いします。

#### 青木金融市場局長

まず最初に、図表 1-5 の資金供給オペのところ、国債買入れ——いわゆる輪番オペ——であるが、特徴と言うほどの特徴ではないが、入札を常に前日終了時のイールド・カーブとの金利差で行っているため、その時その時のそのゾーンの需給によって、例えば、ある特定のゾーンを一杯抱えてしまっていて売りたい人がどっと出てくると、その応札が凄く増えてしまうということがあって、一般的な傾向というよりは、その時々そのゾーンの需給によって大分振らされてしまう感じだと思う。今のご質問は多分 1~10 年の中のどの辺かということであると思うが、敢えて言えば、段々もう残りが少なくなってきたものを始末するというニーズはあるにはある。けれども、こういう応札倍率を決めているのは、やはりその時々その需給が大きいという感じがしている。

それから株価であるが、基本的には、リスクオン、リスクオフみたいなことで影響される。特に今は、先程もお話ししたように、まだ年金や生保のような海外の長い投資家が、本格的にリスクが取れると思って入ってくる状況にはなっておらず、あまり日本株に買いが入ってきているという感じではないと思う。それで、株価収益率については、PERの直近の上昇は、必ずしも収益期待が変わったというよりは、そういう短期の買い手が入ってきてくれて、それで株価を海外と一緒に押し上げている結果、数字が上がっているという説明が多い。何かここへきて、先行きの収益見通し

が大きく変わってP E Rが上がっているというよりは、Pの方で、要するに、投資家が要求する価格水準が今までよりは少し上がってきているという説明が多いと思う。

宮尾委員

P B Rに関しては、特に情報はないか。

青木金融市場局長

特にない。

中村委員

先程、国債の話があったが、従来から毎月 1.8 兆円買っていて、最近では基金の買入れもあり、日銀は国債マーケットの買入れを増やしているが、日銀が市場でプレイヤーとして果たす役割、あるいは受け取られ方、あるいは使われ方——使われ方と言うのはやや語弊があるが——は、どのような位置付けになっているのか。

青木金融市場局長

先程お話のあった輪番買入れの方は、極めてマーケットにニュートラルに買いに入っているのです、これは特にない。ただ、安定的に毎月 1.8 兆円も買っているという意味では、大変安心感はあると思うが、相場全体に特定の影響を与えているものではないという正しい理解が行われている。一方、基金の買入れの方については、かなり短いところの買入れを増やしている。主に、2 年債が買えている訳であるが、2 年債に向かってかなり金利が潰れていて、日銀が買っている結果として大分金利が下がっているとまず思っている。それから、残存期間で見た場合、2 年債の残存 1 年以上 2 年以下という基金の買入れゾーンで、日銀が買っていない部分が、大体今 30 兆円位ある。およそ 30 兆円あるとして、そこから 9 兆円買うということなので、大雑把に言うと、そのゾーンについて 1/3 を日銀が買う

ということになり、このゾーンへの影響は結構それなりにあるという認識が多いと思う。

#### 雨宮理事

受け止めという意味では、今、市場全般は青木金融市場局長から申し上げたような格好であり、金利低下に対してある程度効果を現していると思う。それに加えて、むしろこれだけの量を買うことによって、端的に言うと、マネタイゼーション的な懸念が出るかどうかは、別の観点からのチェックポイントになると思う。QE2でFedが国債を大量に買った時に、バーナンキ議長が、これは決して財政のマネタイズではないということを一生涯懸命繰り返し言わざるを得なくなった状況に比べると、銀行券ルールでの買入れは銀行券に対応しているということと、資産買入基金の買入れも明確に金融政策目的であるということは、マーケットから了解されているという意味では、あの時にバーナンキ議長が一生涯懸命説明しなければいけなかったような誤解の可能性は、今のところないと思う。ただし、例えば、日本の国債市場に欧州からの何らかの影響が出ていずれ波乱が起きた時に、日本銀行がどういう行動をするのかということに対する関心は、マーケットの参加者の中では徐々に強まっているように思う。

#### 白井委員

短期国債は、一頃に比べると海外の投資家の需要が少し減ってきていて、かつてのような過熱感がなくなっていると聞いているが、それとオペの3.19倍という倍率の高さとは、何か関係があるか。2月10日のオペは、非常に需要が高かったが。

#### 青木金融市場局長

これは、勿論、全く関係がない訳ではないが、基本的に、海外勢は残高をそれほど増やさない。昨年1年間で15兆円位は増えたが、最近はその水準で横這っている、というのが海外勢の動きだと思う。短国の買い具合

を決めているのは、かなりの程度、証券会社や短資などが、仕入れた短国がどの位売れるかについての予想で、その予想に基づいて、思い切り低い金利で買ってしまおうか、それとももう少し慎重に仕入れるかを決める。その際、業者の在庫の影響が大きい。その在庫が大きい、つまり業者から売れて出ていかないと、オペが入りやすい。そういう業者の先読みの中身によって、かなり影響が出ている——応札倍率が変わる——というようにみえている。

#### 雨宮理事

基調として緩和が続く以上、これによって短国オペは大丈夫だということになったのではないと受け取っておいた方が良いと思う。

#### 山口副総裁

図表 1-3 の無担コール市場の残高について、2009 年の初めに大体 5 兆円に到達し、その後細かくみれば少しは減っているようにもみえるが、ほぼ横這いである。我々が資金供給をかなり増している一方で、この水準が概ね維持できているのは、どういう事情なのか。

もう一つは、ゾーン別で輪番オペをやっているが、ゾーンごとの特徴は何か出てきているのかどうか。金融機関は、長期国債の保有については、デュレーションを大分意識するようになってきているが、彼等の意識と我々のゾーン別のオペに対する応札態度との間に、何か関係があるのかどうか。

#### 青木金融市場局長

コールの市場残高が維持できているということなのだが、基本的には、コール市場はかなりデッドになっていると思う。日々の取引高という意味では、日によって違うが、ほんの 5,000 億円前後、あるいは 4,000 億円程度と物凄く小さくなってしまっていて、コール市場はそういう意味では限界まで小さくなっているとみれば良いのではないかと思う。勿論、それは

どんなにじゃぶじゃぶになっても、多少投信が出してくるという取引はあるので、これ位はできるのだが、やはり限度まで小さくなったという感じにみている。それから、輪番オペのゾーン別の感じについては、格別にはないのだが、やはり1年以下のところでは——今数字はないが——時々応札が悪くなる。要するに、抱える——短い国債を持ちたがる——ということである。時々、そこが入りにくくなるということはみて取れるが、他のところについては、先程も申し上げたことの繰り返しになるが、その時々特定のゾーンを売りたい人、買いたい人が出てくると、そのある特定のゾーンの応札が増えたり減ったりということが起こっている感じである。一番短いゾーンでは、時々そういう動きに気付くが、他のゾーンでは、安定的にみえている——特徴は格別見出せない——ということだと思う。

#### 雨宮理事

今、青木金融市場局長が申し上げたとおり——これは先程の宮尾委員の質問と同じ部分であるが——、その時の前日と翌日の朝の金利差で相当大きく変動する。従って、短期的には大きく動くのだが、1年前と比べて、ある程度の傾向としてみると、どちらかと言うと、短い物——例えば1～10年のゾーンの中だと1年物——の方が増えるという傾向がある。輪番オペでどういう期間の物が入ってくるかという理由はなかなか難しいが、強いて言うと、明確に金利が下がるプロセスにおいては、前日の終値よりも翌日の金利の方が下がっている日の方が多いというパターンが続くと、短い物の方が利が乗るので、入りやすいということがある。さらに、今、地銀がデュレーションを若干延ばすことによって、短い物を少し売りに出しているという部分もあるかもしれない。そういうことで、なかなかこれといった理由は見出しにくいですが、短くなる傾向は少しみられるということである。

#### 山口副総裁

金融機関の市場リスクとの関係で、ゾーン別の配分の仕方を多少工夫す

る必要があるということか。

雨宮理事

リスク管理と言っても、実際問題としては、ゾーン別の工夫をすることによって、金融機関が持っている国債のポートフォリオのデュレーションを、我々のオペで調節するのは相当難しいだろうと思う。従って、それを目的にこのゾーン別の区分を見直すのは、なかなか難しいように思う。一方で、銀行券ルールの関係で、将来到達する時期が平均のデュレーションによって変わってくるので、そういう観点を踏まえてみるということはあると思う。ただ、それだけでみると、今段々短くなっているので、余裕はむしろあるということかもしれない。

白川議長

先程の無担コールの数字については、日々の取引高は、先程、青木金融市場局長が言われたように、オーバーナイトで5,000億円位である。ということは、これをやっていく分には残高はそう積み上がらない訳である。しかし、実際には、残高は5兆円位ある。これは、ターム物があるということと、ダイレクトのコールもこれには入っているということなのか。

雨宮理事

DDは入っていない。基本的に、なぜ残高があるかと言うと、結局、投信を中心に他の運用手段が限られている主体がコールで出す、という残高がぎりぎり残っている。それに対して、どちらかと言うと、例えば、メガなどはもう入っていないので、外銀や地銀といった普段から取引関係のあるところが、いわば固定的な関係として、出し手は信託、取り手は一部の外銀や地銀というように、出し手と取り手の構造が半ば固定して残っていて、その残高が数兆円あるという理解だと思う。

白川議長

そういう意味では、オーバーナイトの5,000億円はあるのだが、プラスターム物があつて、それはケースごとに更新されるという意味か。

雨宮理事

そうである。

石田委員

先程、30兆円で1/3位対象になっているとおっしゃっていたが、あれは正式に言うと、2年以下についてか。30兆円の範囲はどこからどこまでか。

青木金融市場局長

数字のことか。

石田委員

数字というか、期間である。

青木金融市場局長

私が申し上げたのは、買っているのが大体2年債なので、2年債についてである。その2年債について、残存1年以上2年以下のものはどの位あるのかということを見ると、2月13日、今日時点で30.6兆円という数字がある。そのことを先程申し上げた。全部が全部この2年債ではないが、全部これだとすると、9兆円ここで買うことになるので、約1/3と申し上げた。

石田委員

かなり比率は高いという認識か。

青木金融市場局長

そういう認識だと思う。

石田委員

ロックして出てこないものもあろう。

白川議長

他にあるか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

次に、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

国際局から海外経済の現状評価についてご報告する。席上お配りしてある資料－3（参考計表）【追加】をご覧頂きたい。まず初めに、前回会合以降の概観を申し上げる。世界経済の減速ペースは、緩む動きないしは緩む動きの兆しといったものが増えてきているとみている。昨年夏場以降の欧州情勢の悪化などに起因する生産・在庫の調整には、歯止めが掛かってきている。もっとも、先行きについては、世界経済の成長ペースが下げ止まるのか、あるいは下げ止まった後、どういう形で成長率を回復していくかといったことについては、なお不透明感が強い状況にあるとみている。米国については、雇用関連などを中心に底堅い指標が増加しており、緩やかな回復傾向を続けている。ただし、バランスシート問題の重石はなお重く、先行きの回復は緩やかなものにとどまるという従来の見方を変えていない。一方、ユーロエリア経済は、停滞色を強めている。周縁国では景気悪化が続いているが、ドイツなど一部の国では、下げ止まりに向けた動きも看取できるところである。ユーロエリア全体としてみた場合は、経済の減速ペースは、足許はやや緩やかになってきている。最後に、新興国・資源

国であるが、全体として、生産・在庫の調整に伴う下押し圧力には歯止めが掛かってきている。東アジアの多くの国では、インフレ率が低下してきている。こうした動きが、内需の回復に寄与しつつあるように見受けられる。しかし、なお物価と成長の両立に課題を抱えている国も多くある。この点、引き続きばらつきが続くとみている。以上、概観を申し上げたので、次は計表に沿って、各地域別にチェックしていきたいと思う。

まず、米国である。図表 1-1 (1)、10~12 月の実質 GDP 成長率は、ご承知のとおり、+2.8%と前期から伸びを拡大した。前期の反動から在庫投資が大きく増加し、それから個人消費のプラス寄与が目立っている。個人消費の内訳を (2) でみると、耐久消費財が大半を占めているが、この一番大きい要因は、自動車販売の増加を受けたものである。こうした 10~12 月の成長率拡大には、サプライチェーン障害からの復旧という一時的な要因が大きく寄与していると思う。GDP の統計を公表した直後、市場からは米国経済の回復力は弱いのではないかといった失望の声も、年初に一旦は上がった次第である。しかしながら、その後、1 月以降の指標をみると、雇用・所得環境を中心に良好な指標が続いている。例えば、(3) の 1 月の雇用者数は 24 万人の増加であり、昨年 4 月以来の高水準となっている。暖冬も影響しているが、就業者数の増加を主因に失業率も下がって、(4) をみると 8.3%まで改善している。(5) 可処分所得をご覧頂くと、直近は 12 月であるが、はっきりとしたプラスになった。1 月も恐らく同程度のプラスを確保するという見方が強くなっている。また、企業サイドについても、(6) の ISM 指数をみると、製造業、非製造業ともに上昇をみている。このように、雇用・所得面で底堅さがみられるなど、米国経済は緩やかな回復を続けている。先行きも回復を続けるということ为宜しいかと思うが、そのペースについては緩やかなものにとどまる、という引き続き慎重な見方をしている。その理由は二つある。第一の理由は、昨年後半の個人消費が、所得対比でやや出来過ぎであったとみている。図表 1-2 (7) の貯蓄率は、絶好調な自動車販売を背景に最近低下したとみて良いと思うが、12 月には上昇に転じている。先行きについても、貯蓄率がまた

どんどん下がっていくということは、考えにくいのではないかと思う。先行きの個人消費の伸びは、基本的には所得の伸びの程度に沿って、緩やかなものになるとみるのが無難だと思う。第二の理由は、バランスシート調整の重石である。住宅市場であるが、(9)の住宅在庫は、単純にみると減少している。しかし、差し押さえ物件などを含めた潜在在庫は、さらに300万戸程度以上あるのではないかという見方がある。今後、こうした潜在在庫が中古市場に流入してくるということを踏まえると、決して楽観はできない。また、家計の債務残高も高水準を維持している。そうした中において、(10)の住宅価格も、相変わらず軟調に推移しており、底をまだ確認できない状況である。本来、(11)の住宅投資は、通常であれば金利感応度の高いコンポーネントではあるが、今回については過去の景気回復局面とは異なり、非常に鈍い動きにとどまっている。こうした状況は、(12)の構造物投資をご覧頂いても、商業用不動産は、なかなかおぼつかない状況がみて取れると思う。一方で、明るい側面は企業周りである。企業の方は、好調な企業収益や株高なども含めた様々なルートを通じて、経済の下支え要因として波及していくと考えられる。先程の構造物投資の中でも——少しみにくい——収益が好調な鉱業をみると、傾向としては緩やかではあるが、増加してきている姿が見受けられる。雇用・所得環境の改善、それに加えて、一部にみられるようなこうした前向きな動きについて、今後、丹念にみていきたいと思っている。以上、米国である。

図表2、欧州経済をみる。(1)の個人消費、(2)の機械投資、いずれも減少している姿をご覧頂ける。もっとも、(2)のドイツの投資財受注については、ユーロ域内向けが減少しているのに対して、国内受注は下げ止まりつつあるという、対照的な動きがみて取れる。(3)の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が、製造業、サービス業ともに11月を一旦底にして幾分改善する動き——50の下であるが——があり、足許については、景況感悪化が加速する動きに歯止めが掛かっているとみて宜しいかと思う。それから、先程、設備でも申し上げたが、このところドイツとその他の国での格差がさらに拡大して

いる。(4)の消費者コンフィデンスをご覧頂くと、ドイツは、僅かであるがプラス転化している。これに対して、イタリア、スペインは悪化を続けており、差が開いていく感じである。金融環境面をみても格差が出ている。

(5)は銀行の貸出基準である。これはアンケート調査であるが、厳格化の動きが確認されている。(6)で国別にみると、ドイツでは特段変化はみられないが、イタリア、フランスでは厳格化の動きが鮮明化している。図表3-1は同じ貸出の動向だが、過去7月から12月の6か月間の前年比を国別にプロットしている。これをみると、スペインは相当弱い動きであるし、イタリアでも急激にプラス幅が縮小している。一方、ドイツの貸出は堅調を維持しているし、小国であるがAAA格のフィンランドでは貸出の伸びが加速しており、ユーロの域内でも銀行の貸出状況は相当ばらつきが拡大している。この間、マーケットの状況については、図表3-2以降であるが、先程、青木金融市場局長からも話があったとおり、ECBによる大量の資金供給の効果が一段と浸透する中、金融市場は小康状態にある。各国や国際機関のギリシャ問題の動きをみると、財政規律の強化策については進捗がみられた。また、ギリシャ債務問題の民間投資家が保有する政府債務の削減——PSI——、それから第二次金融支援策については、大詰めを迎えている。しかしながら、危機対応としてのファイアウォールの強化については、未だおぼつかない状況であるし、EFSF、ESMの拡充については、3月初めのEUサミットで検討される予定であるが、なおドイツが拡充に反対しているという報道もあり、難航が予想される。まだまだ大きな課題が幾つも残されているということである。最終的な施策の実行、それから決着に向けたタイムリミットなど、非常に差し迫ってきている。市場は、今は小康状態であるが、当面、なお振れやすい状況が続くとみておく必要があると思う。ユーロエリア経済の先行きについては、見方の変化はない。域外輸出を牽引役として、ドイツなど一部の国は次第に下げ止まっていくと期待できる。ただ、緊縮財政の継続、金融環境の悪化などを背景に、イタリア、スペインなどは厳しい状況が続く。そういった中で、景気が大きく下振れる可能性に、引き続き留意する必要があるだろう。

うということで、見方を変えていない。

それでは、新興国経済についてご報告する。図表 4 (1) と (2) では、N I E s ・ A S E A N 諸国の輸出と生産を示している。昨年夏場以降、欧州情勢の悪化などを受けて、N I E s ・ A S E A N の輸出・生産は減少してきた。もっとも、先進国向け輸出の減少に歯止めが掛かりつつある中、タイの洪水による混乱の収束もあって、12 月単月の輸出・生産はご覧のとおり相当回復している。それから、ここには掲げていないが、韓国、台湾は1月の輸出も数字が出ていて、こちらも増加している。そうしたことから、N I E s ・ A S E A N を纏めて言った場合に、輸出・生産の減少ペースは、年末から年初にかけて緩やかになってきているとみて差し支えないと思う。(3) の PMI をみても、幅広い新興国で受注・在庫バランスが改善している。それを受けて、生産の PMI が上昇し、改善・悪化の分岐点である 50 を上回る水準まで戻ってきている。世界経済減速を受けた在庫調整は相応に進展して、生産の減速ペースが鈍化してきていることを示唆しているとみられる。ただし、こうした下げ止まりに向けた動きが今後続くかどうかについては、注意深くみていく必要があると思う。ポジティブな要因は二つある。一つ目は、在庫調整で、これまでのところ順調に進捗している。二つ目は、インフレである。東アジア、特に中国、A S E A N 諸国では、インフレ率が低下している。こうしたことが、実質購買力の回復や政策対応余力の拡大を通じて、今後の内需の回復に寄与することが期待できるのではないかということである。

留意点も二つほど述べたい。一つ目は、インフレは落ち着きつつはあるが、国によっては、物価と成長の両立に課題を抱えているところも少なくない。新興国・資源国が世界経済を十分に牽引していくことができるか、現時点ではまだ確たる確認はできないと思っている。食料品価格高騰の一般、コモディティ価格の一般からインフレ率が低下している国の中でも、基調的にみたインフレ率は高止まっている国がある点についても注意が必要である。例えば、インドネシアは先週利下げをしたが、ここについてはマーケットはかなり厳しい見方である。少し調子に乗って利下げを早

まったのではないかということで、先週はむしろ逆に株価は売られ、インドネシア売りに繋がっている。当局にとってなかなか難しい局面だということがあると思う。二つ目は、中国の情勢である。中国は、この間計数があまり沢山は出ていないが、輸出入の計数が先週出た。ただ、今年は1月に春節があって、去年は2月であったので、相当大きく段差が生じていて、きちんとした評価は1~2月トータルでしかできないと思うが、輸入が少し弱い。銅、鉄鉱石辺りが弱いということで、中国の内需について、一段と注意してみていかなければいけないと思っている。中国のソフトランディング・シナリオが標準シナリオであることについては、勿論まだ変更はしていない。

最後に、図表5で新興国の金融市場の動向を簡単にみたい。(1)の新興国へのファンド資金フローは、株式、債券とも大きめの流入超になっている。こうしたもとで、(2)の新興国株価は上昇している。(3)の対米国債スプレッドも縮小している。また、(4)の通貨についても、ほとんどの国ではっきりとした通貨高に転じている。このように、新興国への資金フローが増加している基本的な背景としては、欧州債務問題が小康状態を維持していること、世界経済の減速懸念が緩んでいること、が挙げられる。しかし、このところの資金流入の加速には、金融市場でグローバルな金融緩和に対する期待が強まっていることも影響しているのではないかと考えられる。勿論、今後は、先程もご議論になった欧州銀行のデレバレッジの影響を受けて、新興国から資金が急速に引き揚げられるリスクも依然として残っている。ただその一方で、逆サイドの、新興国の金融緩和が急ピッチで進んできたことも踏まえると、グローバルな金融緩和への過度の期待が生じたような場合に、新興国などへの資金流入が強まるリスクについても、気配りが必要になりつつあるとみている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

図表 3-1 をみながら、ドイツとフランスの比較を教えてください。ドイツは、ここ暫くの間は固定資産投資などが凄く伸びていた。一方、フランスは、マイナスの時もあってそれほど伸びていなかったと思う。それにもかかわらず、企業向けの貸出の伸びが、ドイツはフランスと比べるとずっと低い。これは、内部留保といったものがあって、借入に依存しなくて済む状況なのか、ということが一つ。それから二つ目は、少し前にみた指標ではあるが、企業向け貸出金利が、ドイツはフランスより高く出ている。フランスも少し上がってきているが、ドイツより低い。ドイツの方が経済状況は良いのに、どうして金利が高い水準なのかを伺いたい。

もう一つは、インドである。先程も、新興国の資本流入では、今少し戻ってきているということであった。インドの場合は双子の赤字だが、インドの資本流入は欧州からの資本流入が多いのか、それともアメリカからが中心なのか、その辺についてももし何か分かるようであれば教えてください。

大野国際局長

まず、ドイツとフランスだが、一つは、企業力ということである。ドイツの方が大企業が多く、資本市場に対するアクセスが大きいということが一つあると思う。もう一つは、貸出に占める個人やリテールのウエイトが、フランスは多いといったことが、その差に少し影響している。三つ目は、固定金利と変動金利の比率が大分違うようで、フランスの方がフローティングが多いということは、一応、一般的には言えるようである。そこが、こうした動きと金利差の基本的な背景になっているのではないかと思う。

インドについては、勿論、インドで一番影響が大きいのは欧州というよりイギリスではあるが、大きな動きとして、欧州のデレバレッジ等の動きによって、特にインドに固有の動きがあるというようには聞いていない。今のところ、デレバレッジについて、インドが特別大きな脅威に晒されているということはないと思う。

## 亀崎委員

先程の米国の雇用の説明では、非農業部門の雇用者数が10～12月も増えて、また1月もかなり増えているということで、緩やかに増加しているが、一方で、住宅価格はまだ下がっているということであった。しかし雇用はやはり依然として大きな問題である。事前の配付資料の図表5-5をみると、2008年から2010年にかけて失業が多くなったが、この中で回復しているのはサービスである。それから卸・小売が少し出てきている。戻ってきていないのは、製造業と建設業である。建設業は分かるが、製造業については、労働生産性が上がってきて、この逆風の中で、結構アウトソーシングなども色々やっている中で、2010年から足許までほとんど戻りがみえない。これはかなり大きい構造的な問題ではないか。この図表5-5をみていると、建設業は住宅部門があるので分かるが、製造業の戻りがほとんどみえないということが、非常に大きな問題ではないかと思う。この辺はどのようにみれば良いか。

## 大野国際局長

亀崎委員がおっしゃったとおりの動きである。製造業において全然雇用が戻ってきていないというのは、本当にそうである。先程、1月は24万人増加と申し上げたが、そのうちほとんど——21万人——が非製造業である。製造業は5万人未満なのだが、これも最近の中では出来過ぎ位である。非常に大きなトレンドでみると、製造業は今1,200万人位であるが、10年前は1,700万人位であった。つまり、もう3割も10年間かけてトレンドとして雇用が減っているということである。ただこれは、裏からみれば、米国の企業の強さ、省力化、省人化によって、生産力を高めて収益性を高めてきたということであるので、米国の国の力としてはこれが長所であるが、雇用の吸収力ということについては、この傾向が大きく変わるのには難しいと思う。1,200万人ということは、雇用に占める比率は既に9%程度である。10年前に13%位あった製造業が、今やもう10%を割る比率

しかないので、この製造業に雇用の受け皿回復の牽引役を期待するのは、やはり望み薄であるとみざるを得ない。それなら、どこが雇用を引っ張ってくれるのかと言うと、建設も足許は少しだけ増えてはいるが、やはり医療、小売、そしてもう一つ、亀崎委員もおっしゃっていたが、人材派遣といった専門ビジネス——これはつまり製造業がアウトソーシングする受け皿でもあるので——、サービス業のうちその3部門が、今後、消費の回復につれて、徐々に雇用を増やしてくれるかどうかポイントではないかと思う。

#### 中村委員

米国のことなのだが、資料-3（参考計表）【追加】の図表1-2（8）に自動車販売がある。年間1,200万台、1,300万台、1,400万台と増えており、ピーク時が1,600万台位あったことからみると、さらに増えるとも考えられる。雇用環境が悪い中で、ペントアップ・ダイヤモンドもあるが、米国の自動車販売の先行きをどうみたらよいか。

#### 大野国際局長

自動車については、12月、1月とも非常に良かった。それはそれでポジティブに評価するということなのだが、中村委員がおっしゃったとおり、ペントアップ・ダイヤモンド、それから日本車については、例のサプライチェーンの回復を待っていて下さったお客さんがいたこと、この二つの要因が大きいと思う。雇用が少し良くなっているとか、株式が少し良くなっているといった、いわゆる資産効果の部分が多少追い風ではあるが、所得環境とそれから貯蓄率との関係を見ても、今のようなペントアップ・ダイヤモンドがずっと続いていくのは、なかなか難しいのではないかと思う。もう一つ注意しなければいけないのは、1月は年率で見ると、1,447万台となっているが——これは日本も同じなのだが——、1月は元々ロットの少ない月であって、大体、年間売上を月平均にした7掛け位である。従って、それが少し大きめに出ていることにも少し注意しなければいけないと思

う。足許強いことは確かなので、向こう 2~3 か月位少し強めの数字が続いて欲しいという期待はしているが、今のような所得環境、全体の雇用環境の中では、年間で 1,400 万台ということはやはりあり得ないと思うので、大体的見通しも 1,200 万台位でいければ良いのではないかと思う。

亀崎委員

2009 年頃に 1,000 万台を切った時があった。あの頃、米国の自動車保有は然るべき台数の規模があるので、いずれ、買い替え需要が十何年サイクルで出てくるという話も聞かれた。その数字が 1,400 万台だったか 1,500 万台だったかは覚えていないが……。

中村委員

皆 20 年位使う。

亀崎委員

買い替え需要が、元々の分母が大きいのだから、いずれ上がってくるとい話があった。だから、今回はペントアップ需要だけではないのではないのかという感じもしている。下がった頃にそういう説があったので、それもそうかな——買い替え需要はいずれ出てくる——という気もする。

大野国際局長

潜在的にはあると思うので、それこそ家計のバランスシート調整が少しでも解きほぐされていくとか、所得が少し順調に増えていけば、耐久消費財、就中、自動車については、最初に消費者が買い替えたいという品目であることは間違いないと思う。

森本委員

N I E s ・ A S E A N の中で、韓国と台湾の輸出が 1 月は少し増加してきたということであった。事前に頂いている図表 3-2 (2) で輸出をみる

と、韓国、台湾の1月は、確かに前月比は伸びているが、前年比ではマイナスで——11月、12月はプラスだが——、特に台湾のマイナス幅が相当大きい。これは為替の影響という感じか。戻ってきていると言っても、中国の輸出入が結構弱いとか、ヨーロッパも状況はそれほど変わっていない——米国は少し好調かもしれないが——といった中で、この辺はどのようにみているのか。

#### 大野国際局長

韓国と台湾については、特に輸出については、やはり昨年第4四半期のところが一番深かったと思う。中身をみると、IT関係で在庫が溜まってしまって調整する局面があって、それが昨年の暮れ位までであった。足許についても同じで、1月の輸出は、台湾も韓国も+7.2%と+1.6%である。それからもう一つは、受注について、ISMをみても、アネクドータルでも、かなり改善してきているという感じがある。従って、予断を許さないが、IT関係の在庫調整を主としたNIEs——特に韓国と台湾——の生産動向についても、多分底を打ちつつあるとみて良いのではないかと考えている。ただ、警戒は必要である。図表の下の方に参考として新規輸出受注PMIがあるが、ここは明らかに目にみえて底打ち——まだ50は割っているが——である。この流れが明るい材料だと思う。

#### 白川議長

米国の失業率の低下について、確かにこの数か月間の低下幅は予想より大きかったが、しかし振り返ってみると、米国の成長率自体が潜在成長率を大きく上回っている訳ではないし、需給ギャップの縮まり方は大きくはないと思う。経済には、あまりリライアブルな法則はないが、米国経済については、オークンの法則と言われている需給ギャップの縮まり方と失業率の低下が、数字だけみるとあまり整合的ではなくて、普通のオークンの法則の計数を前提とすると、やはり潜在成長率が下がったと考えた方が自然のような気がする。この席でも何度となく議論してきたが、足許の失業

率の低下をみて、改めて、米国の潜在成長率について、もう一回議論が起きているのかが一点。

それから二つ目は、先程、大野国際局長が最後に言われた新興国の資本フローについて、足許の動きだけをみると、株式にしても債券にしても、持続性があるかどうかは分からないが、レベル的にはかなり高いところにきている。その場合に、先進国のここへきての金融緩和の影響をどの程度とみるのか。先程おっしゃったこと以上に、もしコメントがあれば教えて頂けないか。

#### 大野国際局長

一番目の、オークンの法則では、潜在成長率の低下なのではないかというところは、非常に重要なポイントだと思う。ただ、色々学者の方々の議論をみても、明確に潜在成長率が下がったという説得的なロジックは、まだ展開されていないように、見受けられる。ただ、もう少しアネクというか、数字の動きに注目した場合に、この半年位で失業率は9%台の後半から今8.3%まで1%位下がってきているが、二つの要素があって、多分半々位である。一つは、雇用者数がしっかり伸び始めてきたということだが、もう一つは、例の労働力化率が低下してきていて、この部分で半分位説明できてしまっている。その中身をみると、一つは、失業がずっと続いてもう諦めてしまっているということで、労働市場から退出してしまったというケース。それから、わりと言われているのが、共稼ぎであった夫婦で、奥様が家事に引っ込んでしまったということである。これは、マクロでいう潜在成長力と直結はしないかもしれないが、社会的な構造的な労働意欲みたいなものが削がれるという意味では、短中期的には、米国のいわゆる成長力を少し損なっている部分が反映されているのではないかと思う。技術進歩等々ということ言えば、そこまで低下していることはないかもしれないが。あと残るものは、これだけ成長が鈍化する中で——投資を控えている中で——、そこに期待されているような新しい成長力みたいなものは鈍っている可能性はあるかもしれないが、これはもう少し長い時限で出

てくるものだと思う。

二つ目の、グローバルベースでの緩和の影響については、私がみている限り、ブラジルがもう4回利下げをし、インドも先月準備率を引き下げ、インドネシアも金利を引き下げた。こういうことのきっかけ、エマージング諸国の政策当局の踏み切る大きな材料に、やはりF e dや先進国の緩和と欧州の問題が密接に関連してきて、それが背中を押していると言うのは少しおかしいかもしれないが、インドネシアのようにわりと時期尚早的に緩和の方に切り替える——ブレーキからアクセルに踏み替える——、そういう流れに繋がっているところには、私は一抹の懸念を持っている。為替との関係でみると、ドルがどんどん切り下がってくると、やはり為替政策面では下げやすい部分があるし、あるいは、従来から言われている擬似ドルペッグの国にとっては、利下げをしやすい環境ということはあるかと思う。

#### 西村副総裁

最初の点について一つと、あと二つほどコメントをしたい。最初の点の米国の労働力の質が低下しているということは、かなり明確に出てきている。最近の数字をみても、高齢者の雇用が増えている。これは、勿論、高齢者の数そのものが増えているということがあるが、質のより高いプライムエイジの雇用ではなく、質では劣る高齢者の雇用が増えているということである。それから、やはりミスマッチがかなり大きな形になっていて、特に長期の失業率が増えているので、そうするとそこでスキルがかなり壊れてきてしまっている。そのため労働力の質が恒久的に低下しているということである。このようにミスマッチが起きていて、いわゆるベバレッジカーブがシフトしているということは言われてはいるが、まだこの議論は学者の段階にとどまっており、エコノミストはそれほどプレイアップしていない。ただ、私はその影響がかなり強いのではないかと思っている。

白川議長

今の西村副総裁の説が正しいとすると、それは潜在成長率に置き換えると、少し下がっているのではないかということか。

西村副総裁

そうである。それと同時に、NAIRUが上がっている。それでNAIRUと関係するのだが、図表 5-6 であるが、米国のCPIと欧州のHICPでかなりコアが上がってきているが、国際局では、これをどのように将来的に判断していくのかお聞きしたい。

大野国際局長

米国の方か。

西村副総裁

米国とそれから欧州も。今、足許は少しゆっくりしているが、傾向としてはかなり上がっているようにみえている。

大野国際局長

コアについては、両方ともわりと粘着性が強いと思っている。米国については、賃金でも2%位増えている。ただし、米国のコアについては、今の程度の経済の回復であれば、緩やかに——PCEでもCPIでも——低下していっておかしくないともみている。それに比べて、欧州の方は、本来は景気はもっと悪いのだが、コアのところの粘着性、労働の構造的な要因がより強いということが一つある。それと、これは本来コアのところに入るのがどうかとは思いますが、これだけまた財政を締めなくてはいけないということになれば、今まで想定していないようなVAT——消費税——の引き上げみたいなものが入ってくると、欧州の場合は、これだけ景気が悪いにもかかわらず、CPIのコアの方がむしろ低下しないという、そういう政策的なジレンマに直面するリスクが大きいのではないかと懸念してい

る。

#### 西村副総裁

前半の米国に関しては、マーケットのコンセンサスと当局は全く同じなのだが、私が若干心配しているのは、先程の話ではないが、ベバレッジカーブのシフトというようなことからすると、意外とこれは落ちないのではないか。財とサービスをみていると、財は明らかに景気変動でかなり動いているが、サービスに関しては、リーマンの時は異常に落ちたが、その後かなり上がってきて、特に足許は加速している。なぜサービスが加速しているかは、よく考えてみれば、業種別の雇用で、サービスは増えている。これから考えると極めて自然で、構造変化が物価にも影響しているのではないか、物価は上がりやすくなっているのではないかという気がする。勿論、大きなショックで需給ギャップが広がれば、これは当然そこで落とされるが、意外としぶといなという印象を持っている。

#### 白川議長

西村副総裁の考え方が妥当だとすれば、米国の今回の先行きの政策に関する政策反応関数は、一体本当はどういうことだろうか。F e d自身は、景気から言っても、物価から言っても、今はコンプリメンタリー——補完的——であるから、低金利にすることがジャスティファイされると言っている訳である。もし、本当にインフレ率が下がってくる訳ではないとすれば、相当程度雇用にウエイトをかけた政策に関する政策反応関数だということか。

#### 西村副総裁

私はそのようにみている。というのは、F e dの中は、一枚岩でなく、どうしてあれだけ分かれているかということ、まさにこの点が分かれている。プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁とか、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁、それからブラード・セントルイス連銀総裁も最近そうみたい

であるが、こういう人達は、やはりかなりの部分——NAIRUが上がっているということは政治的なもので大変なのだが——、今の状態は物価からみれば決して depressed な状況ではないと言っている。その見方を多分取っているのではないかと思う。それが根本的な——タカとかハトとかいう話ではなくて——見方の違いだろうと私は思っている。

白川議長

他にあるか。

### 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、私からご説明する。本日追加でお配りした資料-4（参考計表）【追加】と事前にお配りしている資料-4（参考計表）があるが、まず、本日お配りした資料を全てご説明した後、元々お配りしている資料についてご説明したいと思います。

まず、図表 1 である。今朝、10～12 月の実質 GDP の 1 次速報が公表された。その結果、中程の表にあるとおり、実質 GDP は、前期比 -0.6%、年率が -2.3% と、マイナス成長になっている。名目については -0.8%、年率は——ここには書いていないが—— -3.1% である。この結果、暦年では、実質は -0.9%、名目は -2.8% となっている。10～12 月の中身をご覧頂くと分かるとおり、国内需要は +0.1% と小幅ながらプラスを維持したが、純輸出が -0.6% となった。これは、海外経済の減速もあるが、タイの洪水の影響も大きかったと思う。国内需要については、消費、設備はプラスとなっているので、低めの伸びにとどまった最大の理由は民間在庫品増加であり、寄与度としては -0.3% ポイントであった。これは、タイの洪水の影響も何がしかあるとは思いますが、後程ご説明するように、12 月にかなり製品在庫が減少したことも影響していると思う。公的需要につ

いては、10～12月の段階ではまだ公共事業は若干のマイナスで、震災関連の復興需要については、出てはきていると思うが、大きくプラスに転じるほどの力は今のところまだない。7～9月については、今回少し改定があり、これまでの+1.4%が+1.7%と、0.3%ポイントほど上方修正されている。上方修正の主因は消費であった。この結果、1～3月が仮に前期比+0.8%だとすると、2011年度が-0.4%になる。以上が実質GDPの数字である。

企業周りについてご説明したいと思う。図表16、企業マインドである。まず、(2)の中小企業をご覧頂きたい。これの全産業で分かれるとおり、中小企業については、月々の振れはあるが、1月までの数字をみる限り、マインドは底堅いと思う。(1)の大企業であるが、非製造業についてはかなり底堅い動き、製造業については、昨年秋位からマインドが低下してきていたが、この1月の数字は12月に比べて若干の低下あるいは横這い位になってきたので、少し下げ止まり感が出てきたのではないかと思う。例えば、ロイター短観では、12月が-5、1月が-5である。多分、タイの洪水の影響も薄れてきたことで下げ止まってきているのではないかと思うし、これから輸出環境は少し良くなるのではないかとも思われるので、下げ止まりから持ち直していくのではないかと期待している。一方で、1月末から2月初にかけては、電機あるいは鉄鋼といったところで、決算も——ここには載っていないが——かなり下振れていて、電機などではリストラの動きも相次いでいるので、そういった影響が2月以降の調査にどう出るかは注意してみていく必要があると思っている。

この間、電機のリストラがかなり話題になったので、特徴点を幾つか申し上げる。五つある。一つは、リストラの規模であるが、リストラ費用は大手8社で1兆円位になる。今のところ公表されている人員削減は内外で5万人位になっている。こういった規模は、リストラ費用については、リーマン・ショック後並みである。人員削減については、リーマンの時は最終的には10万人位に上ったので、それに比べると幾分低いということになる。あと、2000年代ではITバブル崩壊後にかなりリストラがあったが、

その頃と比べるとかなり規模は小さいということになる。これが第一点目である。リストラの特徴の第二点目であるが、どちらかというところ、テレビあるいは携帯電話といった民生用電機が中心であり、今のところ、過去に比べると広がりがある訳ではない。テレビや携帯電話は、いずれもグローバル競争の激化に対応しきれないものが出てきているということだと思う。第三に、なぜこの時期に出てきたかであるが、言うまでもなく、東日本大震災、タイの洪水の影響、あるいは欧州危機の影響もあって、決算が大幅に悪化したということで、恐らくここ数年潜在的に意識されていた問題への対処を打出すタイミングとなったのではないかと思う。第四であるが、今後の景気への影響を考えた場合に、まだ正確に我々も把握しきれないが、当然、設備投資とか雇用といった面で何がしかマイナスに作用する可能性はあるとは思う。ただ、電機業界全体の需給バランスあるいは利益水準の面からみて、全体として調整圧力が今のところは然程大きいとはみられていないし、仮に循環的にグローバルなIT需要が上向いてくれば、マイナス効果はかなり減殺される面もあるだろうと思う。第五に、そう申し上げたうえで、今回の問題——日本の電機業界の有り様というより根深い問題——への対応が求められる。結局、2000年代はテレビや国内の携帯電話である程度稼いできた面があるが、ここが上手くいかないということなので、これに各社がどう対応していくか、これは全く今の時点では分からないが、上手く企業価値の増大に繋がる形で事業再構築が行われるかどうか、この辺りは注意してみていく必要があると思う。以上、特徴点を五つ申し上げた。

次に、設備投資であるが、図表 17 をご覧頂きたい。まず、先行指標等の資本財総供給は——機械投資の一致指数であるが——、10～12月で締めると前期比+2.2%となり、増加が続いている。先行指標の機械受注について申し上げますと、10～12月は締めると-2.6%で、4～6月、7～9月に増えた後、10～12月は小幅のマイナスであった。ただ、当初見通しが-3.8%であったので、それに比べて少し上方修正されているし、(注)にあるように、1～3月の見通しは+2.3%になっているので、この

辺りを踏まえると、設備投資についての緩やかな増加基調といったこれまでの判断を変える必要はないと考えている。なお、機械受注で——ここには書いていないが——外需あるいは官公需を含めた受注全体の数字を申し上げておくと、前期比で7～9月が-6%の後、10～12月が+10%、1～3月はまだ見通しの段階であるが+10%ということであり、機械メーカーの直面している需要ということでは、もしかしたらプラス方向に行く転換点かもしれない。

消費については、計数では後程若干補足説明するが、図表 24 の消費者コンフィデンス、これも足許幾つか数字が出ているが、(2) をご覧頂きたい。いずれも少し上向くような形、あるいは底堅い動きになっており、消費については計数面も含めて底堅いということで良いと思う。

続いて、図表 36 で物価について先にご説明させて頂く。まず、中程の国内企業物価をご覧頂きたい。1月の数字が前月比で-0.1%とほぼ横這いで、11月以降3か月連続でほぼ横這いとなっている。この結果、3か月前対比では-0.1%とほぼ横這いになってきており、一頃に比べマイナス幅が縮小している。下げ止まってきた理由は、10月半ば以降国際商品市況がやや持ち直していることを反映したものであり、当面そういった面からみても、国内企業物価は横這い圏内で推移すると考えている。CPIであるが、全国のCPI（除く生鮮食品）は、12月は前年比-0.1%と、11月の-0.2%から若干マイナス幅が縮小している。1月については、東京で逆にまたマイナス幅が若干拡大しているので、全国も場合によっては、マイナス幅が拡大するかもしれないが、引き続き若干のマイナスも含めゼロ近傍で推移しており、当面そういう傾向が続くと思っている。物価については、二点補足したい。後程説明する輸出・生産とも関連するが、図表 37 の(3)、(4)でIT関連の商品市況の動きをみると、少し下げ止まり感が窺われる。これは、基本的にDRAMを中心にかなり生産調整、在庫調整を進めているところが出ていると思うので、ここへきて需要がはっきり増えているという動きはないが、需給改善の一つのサインかもしれないと思う。もう一点、図表 42、企業向けサービス価格について、12月の数

字が出ているので申し上げる。表の一番上、国際運輸を除くベースでみて、前年比ゼロ%である。確報になると、もしかしたらまたマイナスになるかもしれないが、現時点ではゼロ%で、ゼロ%以上となったのは、リーマン・ショック直後の2008年10月が前年比+0.1%であったので、それ以来3年振りのゼロ%になっている。改善してきたのは、下のグラフをみると、白抜きのその他——これはプラントエンジニアリングである——、それから斜め線の設備投資関連——これは土木建築サービス——が改善している。また、シャドーの販売管理費もマイナス幅が縮小しているが、これは一頃に比べると広告が少し戻っている。国内需要については、やはり復興需要を中心に少し良くなってきているので、その辺りが反映されたものではないかと考えている。以上が追加資料についてのご説明である。

事前に配付した方の資料をご覧頂きたい。まず、図表7、実質輸出である。地域別についてご説明したいと思う。まず、全体であるが、(1)の一番下をご覧頂きたい。実質輸出全体としては、10月、11月とマイナスが続いた後、12月は小幅のプラスとなっている。小幅のプラスに転じた理由は、タイ向けが大幅減少の後プラスに転じたことと、米国向けも+7.9%と、それなりに大きなプラスとなったことである。これは、基本的に、タイが復旧するにつれてタイ向けの輸出が増えた、あるいはタイからの部品の制約が代替生産もあって徐々に解消する中で、米国向けの自動車輸出を伸ばすことができたということであろうと思う。ただ一方で、EU向けが12月は引き続き弱く、東アジア向けについても、中国辺りはまだ弱い——NIEsは韓国、台湾辺りで少し戻っているが——ので、まだ何か海外経済全体が良くなって戻ってきたという訳ではないと思う。先行きの輸出については、当面はタイの洪水の影響の反動が多分前月比ベースではプラスに出てくると思うが、海外経済の減速などの影響が続くので、当面横這い圏内という判断で良いと思っている。

ただ、先行きの輸出の持ち直しを示唆する動きも、ちらほらみられているような感じもする。三つほど申し上げる。まず、図表8であるが、先程、大野国際局長からもご説明があったが、(2)のグラフに示されるとおり、

米国の自動車販売台数がそれなりにしっかりしてきている。1月は1,400万台を超えたが、これは日本のメーカーの間では大体今年は1,300万台後半か、せいぜい1,400万台という見方が多いので、ポジティブサプライズということであろうと思う。これによって先行きの見方が変わる訳ではないが、意外と底堅いかもしれないという気持ちが出てきている感じがある。二つ目に、IT関連であるが、図表11をご覧頂きたい。(2)は世界半導体出荷であるが、前期比の動きは、10~12月については、それまでに比べてマイナス幅はかなり縮小してきている。ここには月次では数字を書いているが、12月の動きは11月と比べて米国向け辺りを中心に6%位増えているので、世界のIT関連の需要についても、もしかしたら下げ止まりの方向で良いのかもしれない。三つ目に、このグラフにはないが、機械受注で外需という動きがあるが、これは10~12月が前期比で+8.8%になった。1~3月の見通しについても+23.8%で、少し強すぎるのでこれが実現するかどうかは別として、4~6月、7~9月とマイナスが続いていたので、海外需要も少し下げ止まりから上向きの方向かもしれないという感じである。こうした動きが定着していくかどうか注意してみていきたいと思う。

そのうえで、図表6をご覧頂きたい。今月は、名目の対外収支について少しご説明したいと思う。図表6の(2)をご覧頂きたい。ここには年の数字は出ていないが、皆さんご承知のとおり、2011年については貿易収支が1.6兆円の赤字と、48年振りの赤字となった。前年が8兆円の黒字であったので、かなり大幅に低下したということである。この四半期の動きを(2)でご覧頂きたいが、特に赤字が目立ったのは4~6月と10~12月ということになる。これは、4~6月は東日本大震災、10~12月はタイの洪水の影響で、供給不足の影響がかなり貿易収支の赤字に寄与したということであろう。そのうえで、恐らく年の半ば位からは海外経済減速、あるいは秋位から円高、そして年半ば位からは原発の停止に伴う燃料の輸入増という辺りも影響したのであろう。この後、2012年をどうみておけば良いかについては、基本的に海外経済が暦年ではかなり減速する——IM

Fなども3%位の成長率と言っている——が、一方で、日本の国内は復興需要もあってそれなりに内需はしっかりしているので、内外の成長率格差が縮まって、それは貿易収支の縮小には繋がりやすいと思うし、原発もいつ動くか分からないので、貿易赤字が残る可能性は相応に高いと思う。ただ一方で、供給制約の影響は、当然昨年ほどはないので、一部で言われているような貿易赤字がどんどん拡大する状況でもないと思う。そうすると所得収支はどうかということになるが、昨年は14兆円所得収支があった。今年はどうなるかそこは分からない。本当に14兆円までいくのかどうか分からないが、それなりの黒字の規模はあるだろうと考えると、経常収支については、今年はやはり黒字になると考えるのが自然だと考えている。以上が輸出入である。

続いて、個人消費の中で自動車だけご説明したいと思う。図表22の(2)、自動車販売は、1月はかなり増加した。これはタイの洪水の影響が解消したことと、二点目に、エコカー補助金——これは12月の下旬から始まっているが——の影響があるが、若干補助金を待つという動きもあったので、その反動も出ている。さらには、ハイブリッド車の新型投入が相次いだことがあるし、もう少し大きな動きで言えば、震災後のペントアップ需要も何がしか出ていると思う。1月は元々登録台数が少ないので、それが季調済みの数字でやや出来過ぎに繋がっている面があると思うが、自動車販売は当面堅調に推移するということが良いと思うし、消費全体でも、雇用環境が少しずつ改善しているので、底堅く推移するということが良いと考えている。

続いて、生産である。図表27をご覧頂きたい。鉱工業指数統計であるが、生産の12月は前月比で+4%と増加した。これは輸送機械を中心に増えており、タイの洪水による供給制約が緩和したことが主因だと思っている。出荷もかなり増えて、在庫については-2.9%と、かなり大きな減少になった。多くの品目で在庫が減っているが、特に電子部品・デバイスの在庫の減少が目立っている。生産の予測指数であるが、1月、2月と増加が続くということになっているが、これは自動車が中心で、自動車の挽回生産な

どから増加が続くという見通しになっている。生産を取り巻く環境として、少し良いサインもなくもないと思うのが、先程輸出のところでも申し上げたが、図表 28 (3) の予測指数の修正状況が、一頃タイの洪水の影響もあってかなりマイナス方向に振れていたが、下方修正の動きはかなり和らいできており、通常こういう動きが出る時というのは、生産の転換点に近い時である。タイの洪水が攪乱要因になっているので、そこまで確たることは言えないが、悪いサインではないということである。図表 30、在庫循環図は少しみにくいですが、(5) の電子部品・デバイスを見ると、まだ出荷がはっきり伸びる感じではないが、在庫の積み上がりが相当なくなってきたので、出荷から在庫を引いた棒グラフの出荷・在庫バランスについても改善方向にあり、これが鉱工業全体の出荷・在庫バランスの改善に繋がっている。今のところミクロのヒアリングであるが、いわゆる季節調整の歪みを修正した実勢ベースでみると、1~3 月はタイの洪水の影響の反動もあって小幅増加位、均してみると横這いであるという判断で良いと思う。ただ、4~6 月については、まだかなり腰だめ的であるが、少しプラスになるのではないかという感触を聞いている。

最後に、雇用について極く簡単にご説明するが、図表 31 である。雇用については、図表 31 の職業安定業務統計にあるとおり、有効求人倍率が 12 月は 0.71 倍と、改善が続いている。労働力調査の完全失業率は、かなり振れるがほぼ横這い圏内である。毎月勤労統計では、常用労働者数は引き続きプラスである。名目賃金については、結局 12 月は、特別給与——冬季賞与——は少しマイナスで、賃金全体として前年比若干のマイナスが続いており、大きな変化はない。

以上、簡単に纏めると、まず、実体経済の現状は、先月から判断を変更する材料はないと思っており、想定していた展開だと思う。国内需要は総じて堅調に推移する一方、海外経済減速、為替円高の影響から、輸出や生産が横這いしないしやや弱めで、全体として経済は横這いということであろうと思う。10~12 月は、GDP は少しマイナスであったが、これもいわば見通しとしては大きく変える必要のあるような数字ではなく、横這い圏

内の動きであると考えている。先行きの経済については、当面横這い圏内の動きを続けるが、その後は緩やかな回復経路に復していくという見方で引き続き良いと思っている。その際、来年度に入ると、輸出・生産が徐々に持ち直していくという姿を想定しているが、そうしたシナリオをサポートする材料が少しずつみえ始めているように感じている。ただ、先程、大野国際局長からも説明があったとおり、海外経済の不確実性は引き続き高いということであるし、電機中心に大企業製造業の収益環境も厳しいということであるので、下振れリスクには引き続き注意が必要であると考えている。消費者物価についても、当面ゼロ近傍で推移するということが良いのではないかと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

本日頂いた資料の図表 42 で、企業向けサービス価格を過去からの数字でみると、2008 年も伸びがプラスであった。そのプラスに寄与した項目のうち、「その他」が現在と同じで、「その他」の中に輸送なども入っているが、2007 年から 2008 年にかけてはコモディティ価格の関連で上昇していったのではないかと考えているが、現在はどうか。先程プラントエンジニアリングとおっしゃったが、図表 37 をみると、国際商品価格は振れはあるが結構高い水準である。今は、上昇要因として、コモディティというのはあまり関係ないのか。

前田調査統計局長

この中でコモディティ関連でいえば、恐らく海上旅客輸送とか国内航空旅客輸送だと思うが、海上は前年比まだ少しマイナスである。国内航空については、若干のプラスであるがそれほど大きなプラスではないという感じである。

白井委員

プラントエンジニアリングが上昇しているというのは、どういう背景か。

前田調査統計局長

プラントエンジニアリングについては、前年比でみると12月の数字が+9.7%となっている。これは、震災で設備や工場がかなり被害を受けたので、修理などが必要であったという関係で上がっていることが、基本的背景であると理解している。

白井委員

つまり、コモディティではないということか。

前田調査統計局長

コモディティは関係ない。先程の輸送の数字だが、海上旅客輸送は小幅のプラスであった。海上が+0.4%、国内航空が+0.3%である。若干のプラスではあるが、それほど大きなプラスではない。企業向けサービスについては、大きくみれば、景気全体の動きと比較的似通っているという感じがある。だからと言って、別に景気が良いという訳ではないが、大きな流れとしてはそういう傾向がある。

宮尾委員

物価に関する続きになるが、図表43、消費者物価（全国）の（1）総合（除く生鮮食品）のグラフで総合（除く食料およびエネルギー）をみると、3か月連続で-1%と、少し弱い動きが続いているのが気になっている。（2）の財と（3）の一般サービスをみると、サービスは先程若干回復という話もあったが、財の方は比較的ずっと弱い動きが続いている。特に私が気になっているのが、除く食料およびエネルギー——経済の実力を表す部分——が若干弱いことである。消費者物価（東京）も同じように-1%

程度が4か月位続いているが、先行きはどうみていったら良いのか。

前田調査統計局長

今、宮尾委員から、除く食料およびエネルギーについてご意見があったが、実は食料品についてもなかなか上がってこないという感じはある。一方で、個人消費が良いかどうかがこのように影響するはずなのだが、個人消費は意外と底堅い中で賃金も別に下がっている訳ではない。従って、この説明がなかなか難しいという感じはしている。一つは、食料品については、夏から一旦落ちた、あるいは円高もあったために、当初予想していた値上げがなかなかできなかったということがあるかもしれないが、除く食料およびエネルギーでみてどこが特に弱いのかというと、なかなか特定できない状況にあって、もしかしたら円高みたいなものが、多少幅広いものについて少し物価の足を引っ張っている可能性はある。個人消費が弱ければそれで説明できてしまうのだが、個人消費は弱くないので、もし説明するとしたら、そういう説明があり得るかと思っている。

西村副総裁

ただ、個人消費の中身とC P Iの中身はかなりずれていて、個人消費でも高額品などはC P Iには入ってこないもので、そういう部分があるのではないか。

前田調査統計局長

個人消費なども、今比較的良いのは、西村副総裁からお話があったように高額品であったり、あるいはコンビニで高齢者向けが良いといったこともあるが、そういうものはC P Iには全く入っていない。それは統計の問題かもしれないが、そういうことも影響しているかもしれない。全般になかなか上がらないという感じはある。

## 亀崎委員

48年振りの貿易収支の赤字であるが、直近のことについては分かったが、少し長い目で見た場合どうか。あるエコノミストは、2015年には経常収支は赤字になるという見方を出している。1985年からの経常収支の中身をみると、長い間貿易収支の黒字が経常収支を支えてきた訳であるが、ここ数年は完全に所得収支が貿易収支を上回っている。こういう中で、今回のことが起きた。貿易収支の赤字は、先程のお話のように、かなり一時的な要因が多い。所得収支はこれだけ大きくなっていくトレンドにある。それから、国内の投資が貯蓄よりも抑制される傾向がずっと続いている。私は、このトレンドは簡単には変わらないと思う。2015年にどうしてそうなると言えるのか。これは、国債の消化との関連でもよく言われていることである。そこでそれが出てくるのだが、この経常収支をそのようにみて良いのか。

## 前田調査統計局長

本日お配りした追加資料の最後の頁に、参考図表をたまたま付けさせて頂いているが、今経常赤字説を唱える方は、一つは高齢化で貯蓄が下がるということと、もう一つは空洞化ということを——実は関係する部分があるが——おっしゃる方が多いように思う。貯蓄については、(1)の貯蓄投資バランスをご覧頂きたいが、貯蓄率はリーマン・ショックの関係で少し歪んではいるが、長い目でみれば、やはり高齢化に伴って下がるだろうと思う。一方、高齢化によって成長期待等も下がっていく、人口も減っていくと投資率も下がるということである。これは企業部門だけではなく、住宅についても、むしろ住宅投資は固定資本減耗より低いということになっているので、貯蓄率が下がるという議論には投資率をみていないということがあると思う。投資率も下がるので、その面から経常収支が赤字になるという議論は少し乱暴であると思う。

もう一つは、今亀崎委員がおっしゃったように、所得収支の点である。今、対外資産が相当積み上がっており、(2)にあるとおり、対外資産が

564兆円、負債が317兆円、ネットで248兆円純資産がある。この収益率を一応ご参考までに申し上げますと、過去15年間で最も低かった時であるが、対外資産564兆円に対する収益率が最低で2.7%、国内の負債の収益率が1.2%である。実はこれをネットで計算すると、4.5%が最低ということになる。なぜ対外資産の2.7%より大きくなるかということ、対外資産の方が規模が大きいためである。今後、収益率がどうなるかというのは、対外資産——例えば米国債——のレートが下がっているということもあってよく分からない。仮に、対外資産の金利が2.7%から2%まで下がり、負債が——日本の国内の金利も下がっているが——1.2%から1%に下がるということで計算しても、8兆円位所得収支があるということになる。過去の最低の——先程申し上げた——2.7%とか1.2%、あるいは4.5%で計算すると、10兆円以上の所得収支があるということになる。対外純資産というのは、経常収支が黒字である限りは積み上がっていくので、何兆円かということとは申し上げられないが、それなりの規模があると思う。そうすると、貿易赤字はどの位になるかであるが、ゼロ位の貿易収支、あるいは若干の貿易赤字位であれば、経常収支はなかなか赤字にはならないと、一応分析的にはそうなると思うので、亀崎委員のおっしゃるとおりではないかと思う。

亀崎委員

2010年代はどうか。

前田調査統計局長

この場で、2010年代は赤字にはならないとまではなかなか申し上げられないが、試算などをみると、かなり大胆な前提を置かれて試算をされているという面がある。従って、経常赤字になる可能性はゼロとは申し上げないが、かなりアウトライヤーというか、可能性としては低いのではないかと思う。

中村委員

油の値段の、これからの貿易収支への影響というのは、かなり大きいのか。

前田調査統計局長

勿論、そういうこともあると思う。油の値段……。

中村委員

メーカー分である。

前田調査統計局長

勿論そういうこともあると思うが、これが150ドル、200ドルとなっていけば話は違うかもしれない。あとは、為替レートがどうなるかといったことに依存するので、何とも申し上げられない。

中村委員

本日配られた図表16に企業マインドがある。製造業について、12月、1月と横這いしないしは持ち直しということであるが、震災前の水準に比べるとかなり低い水準といえる。実態として、これは主として輸出型企業だと思うが、相当冷え込んで悪化しているのか。

前田調査統計局長

元々製造業のマインドというのは結構振れやすいのだが、やはり元々震災で相当収益がやられているところに、円高、欧州危機、タイの洪水と、本当にこの1年でもう四つ五つ重なっている。あと、原発の問題もあるが、そういうことから考えると、この位下がってもそう不思議ではないと思う。多分、今年出てくる決算についても、大企業の製造業について言えば、3割位減益になるという可能性もあると思うので、そういうことを考えれば、

DI がゼロないしは若干マイナスでもおかしくないと思う。

中村委員

この先、好転ということは考えられるか。今がボトムというか……。

前田調査統計局長

そうなってくれると良いとは思っている。ただ、タイの洪水の影響は薄れてくると思うが、結局のところ、海外経済の動向と為替の要因によって決まっている部分があるから、そこがどうなるか次第だと思う。今のところ、先程も申し上げたように、輸出や生産に関連するもので、下げ止まりから持ち直すような兆しが出てきているので、そうなっていけば良いとは思っているが、まだ確たることは申し上げられない。

西村副総裁

先程、機械受注に関して、特に外需について非常にインプレッシブなものがあったが、これは、その後の輸出に関してある程度の予測タビリティはあるのか。

前田調査統計局長

例えば、資本財の輸出に対してはそれなりの先行性があったように記憶している。輸出全体を予測するものではないが。

西村副総裁

そのアイテムに関して、かなり強い相関を持っているのか。

前田調査統計局長

かなりかどうかは分からないが、それなりの先行性があったと記憶している。どういうことかと言うと、機械受注の外需の中身は半導体製造装置が多かったりする。実際の通関輸出も半導体製造装置のウエイトが大きい

ので、その辺りで先行性があるということだと思う。

白川議長

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

次に、金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

それでは、金融環境である。既にお配りしている資料-5(参考計表)で  
ご説明をしたいと思います。図表1、まず予想インフレ関連である。(2)は家  
計の1年後の予想インフレ率であるが、右端の下がったところが12月分  
であり、その後1月分までデータが出たが、それは横這いであった。数字  
で申し上げると+1.7%であり、ご覧のように、ヒストリカルには決して  
低くない水準で、取り敢えず緩やかな低下は止まっているという感じであ  
る。この頁は以上である。図表2、エコノミストのCPI見通しであるが、  
(2)の年度見通しをみて頂くと、表に1月調査分まで入っているが、そ  
の後2月の調査分が出ているので、数字を申し上げる。2011年度が-0.1%、  
2012年度が-0.3%、2013年度が+0.1%である。2012年度のみ0.1%ポ  
イント下方修正になっている。(3)、(4)は新しいデータは入っていない。  
図表3は、(1)のQSS調査、(2)のインプライド・フォワード・レート  
ともに、前月以降データがのびているが、ほとんど変わっていない。概ね  
横這いの動きが続いている。例えば、(1)の黒の太線をみて頂くと、中長  
期のインフレ予想は+1.0%前後で引き続き安定している。以上、各種の  
インフレ予想指標は、前月時点からほとんど変化はなく、中長期を中心に  
概ね安定的に推移しているという認識で良いと思う。

次に、図表9、資金調達コストである。(1)の細い実線が新規貸出約定  
平均金利、それに社債・CP発行金利を合成した総資金調達コストが太い線

であるが、いずれも振れはあるが、緩やかに低下しているというこれまでの見方で問題ないと思う。次に、資金調達量である。図表 14、民間部門総資金調達であるが、1 月分の前年比が $-0.3\%$ となり、マイナス幅が前月に比べてさらに $0.1\%$ ポイント縮小している。四半期ベースでみて頂くと、マイナス幅の縮小傾向はより鮮明である。このトレンドを作っているのは、これまでどおり銀行貸出であり、中段の民間銀行貸出残高の銀行計をご覧頂くと、1 月の前年比は $+0.9\%$ 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で申し上げると、都銀等がなおマイナスで、地銀・地銀Ⅱが潤沢な余剰資金を背景とした都市部への攻勢等からプラスという状況は変わっていないが、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の縮小が続いているということである。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。また、被災地については、運転資金需要の増加に加えて、このところ住宅建設や設備関連も若干出始めていると聞かれているが、本格的に資金需要がはっきりしてくると言うにはまだ時間がかかりそうである。それから、このところ計数面で若干違った動きになってきているのが社債である。中段のCP・社債の発行残高であるが、社債の前年比が1 月は $-1.4\%$ と、残高が2 か月連続で小幅ながらマイナスになっている。これは、一番下の表、社債のグロスの発行額自体が、1 月は2,010 億円と少なかったことによるものである。これには、電機等大口の発行体で、業績悪化等によって今起債しても条件があまり良くないだろうという判断のもとに、起債のタイミングを見極めようという様子見が出てきている状況である。もっとも、この様子見の間、資金繰りはCPで繋いでいるので、社債からCPへの一時的な振り替わりが起こっており、実際、中段の表のCPの発行残高は、 $+10.3\%$ とプラス幅が拡大している。こうした動きが生じてはいるが、その一方で、初の起債や十数年振りの起債といった案件もA格でみられているし、この表にあるように、BBB格が1 月は430 億円と、そこそこ出ている。投資家の需要も底堅いもとので、発行の裾野は広いという状態は維持されている。こうした状況からみて、社債市場は総じて良好な発行環境が維持されているという、

これまでどおりの判断で良いと思う。

次に、企業金融関連のD I、図表 20 をご覧頂ければと思う。中段の企業からみた金融機関の貸出態度D Iである。中小企業（日本公庫）の1月分が+31.2%ポイントと順調に改善している。下段の資金繰りD Iについても、中小企業（日本公庫）をみて頂くと、前回12月に一旦プラス圏に浮上したが、直近1月は-0.9%ポイントとなっている。ただ、四半期ベースでは、改善傾向にあるという評価で問題はないと思う。さらに、中小企業（商工中金）については、1月は-1.1%ポイントで、マイナス幅がはっきりと縮小しており、昨年1~3月の-2.6%ポイントよりも良好な水準に達している。実は、この系列がなかなか震災前まで戻らなかったのだが、これで、ここにある資金繰り判断が、全て2000年以降の平均および震災前の水準を揃って上回るという形になった。

最後に、マネー関連のデータを確認しておきたいと思う。図表 25 である。まず、マネタリーベースの1月分であるが、前年比+15.0%である。12月にやや伸びが低下したが、基調的に+10%台半ばから後半といった辺りの伸び率が続いている。内訳をみて頂くと、銀行券が+2.3%と、このところ伸びが安定しており、日銀当座預金は約7割伸びている。この後、2月分についても、マネタリーベースは1月と同じ位の伸びになる可能性が高いとみている。もっとも、これは前月も申し上げたが、マネタリーベースは、昨年3月の震災以降高い伸びになっているので、その裏が出始める今年の3月以降は、伸び率の低下が予想される。少し正確に申し上げると、足許から残高が変わらないと仮定すると、3月以降の前年比は一桁台前半まで一気に低下して、そのうち4月については前年が+23.9%と非常に高かったため、その裏から一桁台前半のマイナスになる可能性が高いと計算される。中段のマネースtockであるが、表には12月分まで入っているが、これもその後1月分が出ているので計数を申し上げる。まず、M2の前年比であるが、12月の+3.1%が+3.2%に改訂され、その後の1月分は+3.0%である。M3は12月の+2.6%の後、1月も+2.6%、広義流動性については、12月の+0.4%の後、1月も+0.4%となっている。どの指

標も、基本的に前月からの変化はほとんどない。傾向的にみれば、M2の前年比が、先程申し上げた民間資金調達のマイナス幅の縮小を反映して、極く緩やかな上昇傾向にあつて、最近は+3.0%前後ということである。

以上、金融環境については、今月も細かい変化がない訳ではないが、資金調達コスト、調達環境、量的指標など、いずれの観点からみても緩和の動きが続いているというこれまでの状況に基本的な変化はないと判断している。以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

宮尾委員

図表1あるいは図表2辺りのインフレ予想の全体観であるが、先程ご説明があったように、長いところでは比較的安定している、あるいは横這いという感じであるが、例えば図表1でざっと全体をみると、特に期間の短い先を中心に、方向としては全体的に下を向いているという傾向がみられるのではないかと。同じような傾向が、図表2をみても、勿論横這いのグラフもあるが、下を向いているグラフもある。これについて、どう考えるのか。特に短いインフレ予想がなかなか立ち上がらない、あるいは下を向いているということが、足許のインフレ率にも何かブレーキをかけているのではないかと。足許のインフレ率は、先程調査統計局の説明のところでも質問したが、コアの部分がなかなか立ち上がらない、それがまた人々の予想インフレ率にもなかなか跳ね返らない、立ち上がらない、という何かお互いがお互いを強め合っているようにもみえるのだが、その辺はどのように考えられるか。

門間企画局長

これもきちんと検証しないと確たることはなかなか申し上げられない部分もあるが、まず、中長期については比較的安定しているというイメー

ジはある。それも、あまり足許の物価に振られずに安定しているというのが近年の状況である。そのうえで、今おっしゃったお互いに強め合うというフィードバックが働いているかどうかであるが、現実のインフレ率が低下すると、この期待の指標が下がるということは、明らかにある。実際に、結構短期的に、生鮮などが下がると期待も下がるというように、実体から期待の方へは起きている。その期待が下がったことが、またさらに次の実際の物価の低下をもたらしているかということ、正直に言うと、直感的にはあまりないように思う。

宮尾委員

もたらしているかというのは、上げないという意味か。

門間企画局長

影響を与えているかということである。いずれにしても、影響を与えるようなことが起きているかどうかと言うと、直感的にはあまりない。つまり、現実が上がると直ぐに期待の方が変わってくるので、あまり期待から現実へということはデータでは読み取りにくいのだが、ここは厳密に検証できていないので、確たることは言えない。

白川議長

普段はあまり質問しない項目だが、図表 26 のマネーストックを改めてみると、伸び率は高くはないがずっとプラスで、少し長い系列でみると、少しずつ上がってきている。インフレといったことを心配しているという意味ではないが、これをどう解釈すれば良いのか。過去 10 年間を考えた場合に、基本的にはゼロ金利環境であることは変わっていない。所得の伸びも、今の方が高まっているという訳でもない。金融システム不安も、2000 年代前半に比べると今の方が、国内的には低いだらうと考えられる。しかし、マネーの伸び、あるいはマーシャルの  $k$  も着実に上がってきている。それだけ個人、企業がキャッシュを溜め込んでいるということではあ

るのだが、改めて、月々の動きではなくこの長い系列をみて、どのように解釈すれば良いのか。

西村副総裁

私も今考えていて、この日本のマーシャルのkの動きは、アメリカのマーシャルのkの動きと全く違う。日本の場合、非常に綺麗なトレンドを持って動いていて、どういう時にこのマーシャルのkがトレンドラインより上がっているかという、1970年代と1990年代と2008年、2009年・・・。

白川議長

1990年代か。

西村副総裁

1990年である。1990年と、1973年、1974年のあの時と、この時は要するにバブルというか、地価が上がった時である。2008年、2009年も実は地価が上がった時である。私の単なる印象論なので、これがなぜであるかは全然分からないのだが。

門間企画局長

少なくとも1970年代前半と1990年は、明らかにバブルで上がったので、GDP以上に取引需要が拡大した。そこはそうなのだが、1990年代後半以降の最近の十数年の動きというのは、それとは明らかに違う。基本はやはりゼロ金利である。若干パズリングなのは、先程おっしゃったのは、金融システム不安がある時にわーっと伸びて、収まったらまた低下するのではないかということであったが、この対称の動きがなかなか出てこずに、一旦マネーが出てしまうと出っ放しで戻ってこない。そういうことの結果として、システム不安がある度に少し上がって戻ってこない、また上がって戻ってこないということを繰り返しながら、段々レベルが上がってきているというのが実態だと思う。確かに機会費用がほとんどゼロなので、一

度持ってしまったとしても何となく返す必要がないと言えばそうなのだが、戻ってこないというのは、確かに若干パズリングな部分が残っているとは思ふ。強いて言うならば、個人の投資需要あるいは貯蓄需要といった、リスク性資産をより保有する動きがなかなか強まってこないということも一つあるのではないか。2000年代前半にも若干投信ブームなどもあったが、その後色々な規制の強化等もあって、なかなか現預金のウエイトが下がってこず、むしろ上がり気味である、といったような個人のビヘイビアも、背後にはあるのではないかと——これは推測であるが——考えている。

#### 雨宮理事

そのマネーの伸びについて、今の議論は需要要因の説明であるが、一方で供給要因は何かというと、図表27のM2のバランスシート分解の(1)M2の要因分解をご覧頂くと、この7~8年をみると、民間資金調達要因がマイナスであったり、その他要因は凸凹しているが、つまるところ財政要因が大きい。要するに、この間、財政赤字を、民間金融機関が国債を保有するという格好でファイナンスしてマネーが供給されている。その財政要因を通じて供給されたマネーが、今議論のあったようなほぼゼロ金利での、いわば流動性トラップの状況の中で滞留している。それが、大きく言うと、この需要・供給両面からのマーシャルの $k$ の上昇の原因ではないかと思う。この10年間、日本の金融で起きていることというのは、信用創造が専ら財政を通じて行われる、それが滞留している、それにもかかわらず名目GDPはなかなか上がらないので比率はどんどん上がる、この三つのことが起きている気がする。

#### 白川議長

2000年代前半は、先程の門間企画局長のラチェット効果みたいなものがあるという話があって、上手く説明できると思うが、足許の数年間はそれだけで上手く説明できるか。今の供給要因は確かにあるのかもしれないが。

門間企画局長

供給要因があるのと、あと昨年の震災もそれなりに極く足許の上昇には効いている。やはり何かそういう不安要因がある度ごとに、もう少しお金を持っておこうかという感じになり、それが戻ってこないということが繰り返されているような感じがする。

白川議長

分かった。他にあるか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

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

実体経済・物価についてご報告する。まず、実体経済の現状であるが、先程、前田調査統計局長からお話があったが、現状については、「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」ということで、前月から変更はない。続く各論の段落だが、各コンポーネントについて、一つ一つの基調判断に変更はないが、三点ほど表現を見直している。一つ目は、最初の文で、今までも海外経済が減速しているという基調判断を下してきたが、その内訳についてもう少し詳しく書いた方が良いのではないかと思い、今回は一文を加えている。「米国では一部に底堅い動きもみられているが、欧州債務問題や新興国・資源国における既往の金融引き締めの影響などから、海外経済全体としては減速している」という形である。第二の点は、続く輸出・生産のところである。先月の文章では、「タイの洪水の影響も残るもとで」というところにアンダーラインが引かれているが、これについては大分その影響も小さくなってきたと判断しているので、その部分を削除している。その一方で、横這い圏内の動きが続

いているので、今月は「引き続き」という言葉を加えている。三点目は、個人消費の部分であるが、個人消費が底堅い動きになっていることについて、少しは説明を加えた方が良いのではないかと思い、「震災後一旦抑制された需要の復元もあって」という言葉を加えている。

先行きについても、細かい表現の見直しである。まず、基調判断の部分であるが、震災復興関連の需要については、先程の個人消費の話も含めて、震災復興関連の需要が既にある程度は出てきているということなので、先月は「徐々に顕在化していく」という言葉を使っていたが、むしろ先行きについては「徐々に強まっていく」という表現の方が適当ではないかということで、表現を見直している。続く各論の段落だが、個人消費について、「引き続き底堅く推移するとみられる」という理由について、一言言おうということで、「雇用環境が徐々に改善に向かうもとで」という語句を加えている。

最後に物価だが、これも先程説明があったが、C G P Iの実績を踏まえて「概ね横ばいとなっている」としている。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、金融市況については、コールレート、ターム物金利は「横ばい」、円の対ドル相場、長期金利、株価、いずれも「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であるが、前月同様、「緩和の動きが続いている」としている。個別項目では、企業の資金調達動向について変更を行っている。銀行貸出残高について、実績を踏まえて、「前年比は、プラス幅が拡大している」としている。また、「C P残高の前年比はプラス幅がやや拡大する一方、社債残高の前年比はC Pへの振り替わりもあって最近は何分マイナスとなっている」としている。マネーストックについては、状況に変化はないが、表現を合わせるため、今月は「3%程度の伸び」ではなく「3%程度のプラス」としている。以上である。

白川議長

ご質問はないか。

森本委員

細かい話だが、現状の「米国では一部に底堅い動きもみられているが」というところだが、住宅関係以外は皆比較的堅調な動きで、「底堅い動きもみられているが」と言う時に、敢えて「一部」とまで言わないといけな  
いのかどうか。米国については、足許は比較的堅調だが色々な制約要因があるということなのではないか。敢えて「一部」を入れるのかどうか。大した話ではないが、先行き少し重いから、足許もやはり「一部」ということにしているのかと思ったりもする。

白川議長

明日、海外も含めて金融経済情勢を議論して、それを受けて若干これもまた修正されるかもしれないし、そこは本当に「一部」なのか、もう少し広がりがあるのか、議論をしていく。

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

(16時34分中断、14日9時01分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に1月23、24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、内閣府からは石田勝之副大臣である。会合の中でのご発言は、

全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。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

それでは、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ時間厳守で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番だが、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、石田委員の順番である。それでは、中村委員からお願いします。

中村委員

前回決定会合以降明らかになった指標は、世界経済や日本経済の現状と先行きについて、1月中間評価での想定に沿った動きが続いていることを示すものであった。また、IMFが公表した世界経済成長見通しも、昨年9月対比では下方修正されたが、世界経済は減速しつつも全体としては回復傾向を維持している、との見通しとなっている。国際金融市場では、ECBの3年満期LTROによる潤沢な流動性供給が続くもと、FOMCは、FF誘導レートを実質ゼロ%とする時間軸を2014年末に延長する旨明示した。一方では、米国雇用統計等、主要経済指標が事前予想を上回り、ギリシャに対する第2次支援に向けた動きにも一定の進展がみられたことなどから、センチメントが改善し、市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、欧州債務危機については引き続き予断を許さない状況が続いている。

海外経済についてだが、米国経済は緩やかな回復が続いている。2011年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と、個人消費や在庫投資を中心に前期比伸び率を高めた。なお、在庫投資は、震災の影響で

品薄となった自動車をはじめ、在庫復元が中心と考えられる。この間、消費者マインドは、雇用情勢の改善もあって持ち直し基調にあるほか、企業マインドも、製造業・非製造業のISM景況感指数はいずれも改善が続いている。先行きについても、緩和的な金融環境のもと、雇用環境の改善や株価上昇などを背景とした底堅い個人消費を中心に、回復を続けると思われる。もっとも、家計のバランスシート調整が続くほか、欧州債務危機の影響による輸出への下押し圧力もあり、回復ペースは緩やかなものにとどまると思われる。FOMCも、2012年の経済成長見通しを、昨年11月時点対比下方修正している。

ユーロ圏経済は、マインドの低下とともに、欧州金融機関の資産圧縮の動きなどを通じて実体経済も下押しされており、全体としては低調である。もっとも、ユーロ圏GDPの約3割を占めるドイツ経済は、IFO企業景況感指数が持ち直しているほか、失業率も6.7%と統一後最低水準となるなど、ユーロ安と競争力の高い製品輸出に支えられた格好となっている。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再発防止に向けた根本的な解決策が実行に移されるまでの間は、下押し圧力が強く働き、低迷は長期化すると思われる。さらに、欧州系銀行の自己資本比率引き上げに伴う資産圧縮の動きが、実体経済に対する一段の下押し圧力となる可能性も考えられる。

中国経済は、世界経済の減速の影響や、これまでに実施してきた多岐に亘る物価や不動産価格抑制策が奏功し、成長ペースは高水準ながらも鈍化している。春節期間中の個人消費は、小売や旅行を中心に前年を大幅に上回った模様であるほか、1月製造業PMIは50を上回った。1月の消費者物価指数前年比は+4.5%と前月比上昇、輸出入額は前年比ではいずれもマイナスとなったが、今年の春節が昨年より早かったことに伴い、指標が実体経済の動向を反映しきれていない可能性もあり、2月実績と併せて解釈する必要がありそうである。先行きは、輸出の増勢鈍化もあり、成長ペースは減速するが、中国政府は、成長促進により意識した経済運営を図る方針であるほか、多様な政策手段の余地もあり、内需を中心に比較的高めの

成長が維持可能と思われる。

N I E s ・ A S E A N 経済は、欧州経済の減速、既往の金融引締め策の影響等から、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になると思われるが、その後は、旺盛な域内内需やインフレ圧力の後退に伴う金融緩和余地もあり、持ち直すと思われるが、インフレ抑制と成長促進の舵取りの行方を見守る必要があるようである。

国内経済についてだが、2011年10～12月期の実質GDP成長率は、輸出や在庫の落ち込みが大きく、前期比年率-2.3%とマイナス成長となったが、海外経済の減速、タイでの洪水の影響、為替円高、震災復興事業執行の後ずれ等を反映したものであり、想定内の動きである。12月の実質輸出は、米国向け自動車輸出の持ち直しやタイの洪水の影響の軽減等を背景に、前月比+1.1%と増加したが、去年の貿易収支は暦年ベースでは48年振りの赤字となった。生産は、概ね横這い圏内の動きとなっており、設備投資は、振れを伴いながらも緩やかな増加基調にあるほか、公共投資も下げ止まっている。この間、消費者マインドは底堅く推移しており、背景としては、雇用情勢の緩やかな改善、震災からの最悪期は脱したとの安堵感、復興需要の被災地以外の地域へのしみ出し等を指摘する声が聞かれる。個人消費は、12月の小売売上高、外食産業売上高等のサービス関連消費も堅調に推移しているほか、1月の自動車販売台数もエコカー補助金の再導入もあって増加するなど、総じて底堅く推移している。もっとも、所得環境の改善が捗々しくないほか、12月、1月は、衣料品を中心に天候要因がプラスに寄与している部分もあるため、持続性については注意が必要である。

企業業績については、みずほ証券リサーチ&コンサルティングが纏めた金融を除く東証一部上場企業の2012年3月通期決算見通しによると、売上高前年比予想は+1.8%と微増だが、経常利益は-18.6%の大幅減益の見込みである。金額ベースの減益幅は約-5兆円に相当し、電気機械-2兆円、輸送機械-1兆円、電気・ガス-1兆円の3業種によってほぼ説明が可能である。経常利益を仔細にみると、製造業の-32.4%に対し、非製

造業全体では-1.2%と減益幅は小幅にとどまっており、海外経済情勢や為替変動の影響を受けやすい外需関連製造業と、底堅い内需を中心とする非製造業との間で、明暗が分かれる姿となっている。

先行きの我が国経済は、当面足踏み状態が続くが、新年度入り頃からは、震災関係経費予算の本格的な執行に伴い公共投資が強まっていくほか、設備投資も増勢を強めていくと思われる。また、新興国経済の持ち直しに伴う輸出の増加や、エコカー補助金による自動車販売への後押しもあり、緩やかな回復に復していくと思われる。

最後に物価についてだが、1月の国内企業物価指数の3か月前比は、-0.1%と前月比マイナス幅を縮小した。また、12月の消費者物価（除く生鮮食品）は、前年比-0.1%となったが、マイナス幅は引き続き縮小傾向にあり、当分はゼロ%近傍での推移が想定される。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

我が国の金融経済の基調判断については、1月の中間評価から大きな変化はない。

まず、欧州情勢である。金融資本市場をみると、各国やECB等各機関の懸命の取り組みによって、長短金利は低下し、国債や金融機関の社債のリファイナンスもこれまで順調に消化されるなど、緊張感は幾分和らいでいる。ただ、長短金利水準は、緊張が一段と高まった昨秋以降のレンジの中で推移しているほか、ギリシャでは第2次支援に向けた前進はあったが、その前提となる財政緊縮策の実行面を含めた今後の動向の不確実性は高く、引き続き欧州ソブリン問題に対する根強い懸念がある。その背景には、短期的なバックストップの構築に具体的な進展がみられないことに加え、新たな財政協定等に合意が得られたとはいえ、周縁国の財政再建やユーロ

圏内のガバナンス強化といった本質的な課題への対応に、未だ明確な道筋がついていないことがある。また、デレバレッジの進行による影響も注意深くみていく必要がある。こうしたもとで実体経済をみると、輸出は伸び悩み、個人消費や設備投資といった内需が弱含みで推移しているが、家計や企業のコンフィデンスにはやや下げ止まり感も窺われる。先行きは、ユーロ安による域外輸出の下支え等もあり、経済が徐々に安定化していく方向にはあるとみているが、ユーロ圏全体として経済の前向きな循環に繋がっていくには、なお時間を要すると思われる。

米国経済については、株価がリーマン・ショック後の高値圏で推移し、雇用情勢も徐々に改善するもとで、個人消費を中心に底堅く推移しているが、総じてみると緩やかな改善となっている。2011年第4四半期のGDPは、最終需要でみると年率換算で前期比+0.8%に減速している。また、1月の失業率の低下についても、労働参加率の低下や長期失業者の割合の高さを考慮すると、楽観視はできない。先行きも、住宅価格が低下するもとで、バランスシート調整圧力が根強いことに加えて、財政問題が尾を引くことから、回復ペースは引き続き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、中国経済は、製造業PMIが2か月連続で50を超え、成長ペースの減速が和らいでいる。旧正月の影響で物価はやや上昇したが、期間中の個人消費は堅調に推移しており、今後も旺盛な内需を背景に高めの成長を維持するものとみている。NIEs・ASEAN経済については、欧州経済減速の影響を強めに受けているが、足許ではタイの洪水による混乱収束もあり、輸出減少ペースは緩やかになってきている。総じてみれば、個人消費は引き続き底堅く推移しており、先行きも、生産・輸出の下げ止まりに伴い、次第に持ち直していくものとみている。

こうしたもとで国内経済をみると、10~12月期のGDPは、海外経済減速や円高の影響等により、年率で前期比2.3%減少した。足許では、比較的堅調な内需や、タイの洪水被害による供給制約の緩和のほか、復興需要もあって、輸出・生産に下げ止まりがみられるなど、概ね横這い圏内の

動きとなっている。先行き欧州情勢が徐々に安定化していけば、中間評価でみたとおり、2012年度前半には、新興国・資源国が牽引する形で、輸出そして生産の改善の動きが明確になり、復興庁発足や復興特区が認定されるなど、国内の復興も本格化するもとの、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、設備投資は、緩やかな増加基調が維持されるとみているが、電機など輸出企業を中心とした収益の大幅下方修正が設備投資抑制に繋がる可能性や、生産の海外シフトの動きがみられていることの影響には注意が必要である。

また、引き続き他のダウンサイド・リスクにも注意が必要である。欧州ソブリン問題の深刻化の可能性や、新興国の成長と物価安定の両立の不確実性、イランに関する地政学リスク、夏場の電力需給の不確実性等にしっかりと目配りしていくことが大事だと思う。

最後に物価である。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。国際商品市況は、地政学リスクなどにより振れやすい状況で、幾分上昇傾向もみられるが、総じてみれば概ね横這い圏内の動きとなっており、先行き企業物価もこれを映じて横這い圏内で推移するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）は、当面ゼロ%近傍で推移するものとみているが、消費者の生活実感に近い食料・エネルギーをみると、緩やかながらも上昇が続いている。中長期的な需給ギャップの改善に加えて、こうした実感が家計等のインフレ予想に作用し、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にあると考えている。以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

前回会合以降の金融経済情勢の動きは、総じて中間評価で示した見通し

を変えるものではなく、横這い圏内で推移しているとみている。ただし、先行きについて、力強い回復が見通せる状況ではないことも確かである。

国際金融情勢については、欧州を中心に、引き続き緊張度の高い状況が続いているものの、昨年末にかけてみられた財政懸念の強い国に対するコンテージョンが危ぶまれるような状況からは、現状概ね脱していると言える。これは、ECBによる3年物を含む大量の資金供給や、6か国協調による米ドル資金供給オペなどが、相応に効果を発揮していることもその背景にあるものと思われる。実際、ポルトガル国債の動きはやや気になるものの、フランス、スペイン、イタリア国債の対独スプレッドは一頃に比べて縮小しているほか、ユーロやドルのターム物金利のOISスプレッドが縮小に転じるなど、欧州金融機関の資金調達環境には改善の動きがみられており、国際金融情勢の現状は小康状態にあると考える。しかしながら、先行きの国際金融情勢は、ギリシャ情勢、欧州諸国の国債の大量償還、デレバレッジの行方、欧州金融機関の自己資本増強、フィスカル・コンパクトの着実な実行やESMの構築など、欧州金融市場を中心に、道筋がみえない多くの差し迫った不確定要素が山積しており、不透明な状況が続く状態に変わりはなく、引き続き警戒を怠れない。

こうした中、世界経済は引き続き減速している。米国は良好な経済指標が続いており、緩やかな回復が続いていると判断している。まず、1月の雇用統計は、予想以上に米国の雇用・所得環境が改善していることを示すものとなった。非農業部門の雇用者数が24.3万人増加したほか、失業率も8.3%と、0.2%ポイント低下した。雇用者数の内訳をみると、これまで主として増加数の拡大に寄与してきたサービス業に加えて、製造業でも増加しており、業種に広がりが見られ始めた。こうした中、消費者マインドも昨年夏前の水準まで回復してきているほか、新車販売台数が1月に1,400万台ペースに乗ったのは出来過ぎだとしても、足許の個人消費の好調さを示すものとなっている。もっとも、まだ住宅価格は下がり続けており、家計のバランスシート調整は長引いている。ケース・シラー指数をみると、全米20都市中9都市でボトムを更新し続けているほか、全米20都

市平均でも下がり続けており、米国の住宅価格は底入れしていない。米国の個人消費が力強く回復するためには、この先雇用・所得環境が劇的に回復するか、あるいは住宅価格が底を打って上昇に転じる必要があるが、現時点ではそのいずれについても確たる見通しが立たない状態であると考ええる。

欧州では、個人消費や設備投資などの内需は弱く、ユーロエリアの域外貿易についてもドイツを含めて減速しており、景気は停滞している。一方で、経済指標の一部に明るさがみられているのも事実である。しかしながら、今後、各国が財政再建に向けた取り組みを強化しなければならない中、何らかのショックをきっかけに金融市場が不安定化するリスクを孕んでおり、実体経済が下押しされるリスクについては引き続き十分に注視していかなければならない。

新興国・資源国については、まず中国では、貿易面で輸出・輸入が弱含んでいるほか、M2や貸出の伸びが鈍化している。旧正月の時期のずれによって実態がみえにくくなっている面はあるものの、海外経済の減速や既往の景気引締め策等の影響から、高めの動きを続けつつも幾分減速するものとみられる。先行きの景気減速の程度と、これに対する財政・金融両面での景気刺激策については注視していく必要がある。一方で、それ以外の新興国・資源国は、先進国経済の減速の影響を受けて幾分減速している。こうした中、新興国・資源国の中銀は、成長重視路線へと舵を切っている。ブラジル、タイ、フィリピン、インドネシアでは利下げが行われたほか、インド、フィリピンでは預金準備率が引き下げられている。もっとも、先行きについては、国によって政策対応余地が異なるため、多少政策にばらつきが出る可能性がある。インド、ブラジルなどインフレ圧力の残る国では思い切った金融緩和策を取りにくい一方で、豪州などインフレ率が安定している国では経済情勢次第で金融緩和を行う余地が大きいとみている。

次に、日本経済は、引き続き横這い圏内で推移している。輸出は、米国向けが自動車関連を中心に在庫復元の動きもあって増加しているが、他の国・地域向けの輸出は、欧州向けを中心に押し並べて減速している。こう

した中、2011年の名目貿易収支は約1兆6,000億円のマイナスと、1963年以来48年ぶりの赤字となった。一方で、経常収支は9兆6,000億円の黒字となっている。これは、既往の直接投資や証券投資からの収益の増加によって、所得収支が約14兆円の黒字となったことが主因である。先行きについては、短期的には、海外経済の減速や燃料需要の増加等を受けて、貿易収支が赤字で推移すると考えるが、所得収支の黒字が貿易収支の赤字を大きく上回るため、当面、経常収支が赤字となることはないと考え。やや長い目でみても、国内純投資は国民純貯蓄以上に抑制されるとみられることから、国内の貯蓄投資差額と一致するこうした経常収支のトレンドは、今後も維持される可能性があるとみている。一方、設備投資については、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）の動きや資本財総供給・出荷の動きなどから、多少の振れを伴いながらも緩やかに増加していると判断できる。この間、4～12月期の企業決算が相次いで発表されており、先行きの企業収益見通しについては、大企業製造業で下方修正される一方で、大企業非製造業（除く金融）で上方修正の動きがみられるなど、ばらつきはあるが、総じてみれば横這い圏内の動きとなっている。ただし、こうした企業収益見通しの数値には、業績が大きく悪化した電気機械等における修正が織り込まれていない可能性もあり、先行きの企業収益や設備投資計画の修正には十分に注意が必要である。こうした中、個人消費については、冬のボーナスが若干のマイナスとなったが、雇用環境が徐々に改善に向かう中で底堅く推移しているとみている。なお、昨日公表された昨年10～12月期の実質GDPの1次速報値は、海外経済や円高などが輸出の下押し要因として働いたものの、民間消費や設備投資など内需が比較的底堅く、全体として横這い圏内で推移していることを裏付けるものとなった。

最後に、物価については、既往の国際商品市況の動きを反映し輸入物価が伸び悩む中で、国内企業物価の前年比も、このところ横這い圏内で推移している。こうした中、昨年12月の全国のCPI（除く生鮮）は、前年比-0.1%と前月よりマイナス幅が0.1%ポイント縮小した。これは、既

往の原油や天然ガスなどの商品市況の上昇により、電気・ガス代や石油製品の価格が全般的に上昇していることや、海外パック旅行が値上がりしていることを主因としている。先行きの全国のCPI（除く生鮮）を占う観点から、本年1月の東京のCPI（除く生鮮）の動きをみると、前年比-0.4%と前月よりマイナス幅が0.1%ポイント拡大している。この点からみても、全国のCPI（除く生鮮）は引き続きマイナス幅が拡大する可能性があり、はっきりとしたプラスの領域に移行するまでには、なお相応の時間を要するとの中間評価を裏付けるものとなっている。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、前回会合と比べ、国際金融資本市場では、投資家がリスク回避姿勢を幾分後退させており、株価が世界的に上昇している。これは、米国で良好な経済指標が多かったこと、並びに1月25日のFOMCによる時間軸政策の強化と追加緩和策の示唆によって、低金利持続期待が高まったことがきっかけとなったとみている。また、ユーロ圏でも、金融機関の資金繰りの改善や、域内全体の景気後退色が強まる中でもコア国ドイツについては企業景況感と雇用環境が改善していることも、追い風となっている。新興諸国では、中国が個人消費や固定資産投資を中心に、インドネシアでは消費を中心に、比較的高い成長を実現している。また、インド、ブラジルなどでは景気減速しつつも、製造業PMIが50を超えて改善している。これらの状況を受けて、新興諸国には再び国際資本が流入し始めている。

こうした中、我が国では、昨年12月からタイ洪水による供給制約などが解消しつつあることや、米国の内需が堅調であることも重なって、自動車、情報通信機械等を中心に、鉱工業生産や出荷が増加し、輸出は名目・実質ともに前月比プラスに転じている。個人消費も比較的堅調で、足許、小売業販売額、百貨店売上高が増加し、エコカー補助金の復活や新車モデ

ル投入効果もあって自動車販売も増えている。雇用・所得環境についても、賃金は伸び悩んでいるが、有効求人倍率、製造業の所定外労働時間などが改善しており、特に被災地では幅広い業種で人手不足が生じている。以上を纏めると、我が国の景気情勢の判断については、執行部案のとおり、「横ばい圏内の動き」で良いと思う。

先行きについては、当面、横這い圏内の動きを続けた後、海外経済の成長率の高まりや復興需要の本格化により、緩やかな回復経路に復していくという従来の見方に変更はない。リスクバランスについては、第一に、全原発の稼働が停止した場合の夏場の国内生産への影響、第二に、円高の長期化、第三に、欧州でのデフォルト懸念も含めたギリシャ情勢の悪化リスクなどを考慮して、引き続き下振れリスクが高いと判断している。

物価については、生鮮食品を除くコアCPIは前年比ゼロ%近傍で推移しており、ガソリンなど燃料価格の上昇が、テレビ、冷蔵庫など耐久消費財価格の下落でほぼ相殺される状態になっている。今後は、景気の緩やかな回復に伴いGDPギャップが縮小するにつれて、物価がプラスに転じていくとみている。なお、原油価格については、中東情勢如何では上昇ペースが加速する兆しがあり、その場合、CPIについて前年比プラスの領域に入る時期が早まる可能性がある。

なお、物価については、最近、私なりにいろいろ考えを巡らせているが、CPIとGDPデフレーターの乖離がここ数年続いていることが気になっている。具体的には、コアCPIの動向を1990年代から概観してみると、2008～2009年に上下の振れはあるが、ここ10年ほどはゼロ%近傍で推移しており、このデータからは日本経済がマイルドなデフレ状態にあると言える。一方、GDPデフレーターをみると、年次ベースで、1998年以降は一貫して前年比でマイナス基調となっており、しかも2000年を境にしてこの下落率は概ね-1%かそれ以上となっており、直近では-2%前後まで拡大している。この数字をみて、日本経済は比較的大きなデフレ状態にあるとの見方も耳にする。このように、デフレ状況の判断は、どの指標をみるかによって幾分ずれが生じている可能性がある。こうした違い

を考えるうえでは、かつて日本銀行でも議論されたように、両指標の統計的な性格の違いを踏まえることが重要である。つまり、CPIは、消費者が購入する財・サービス価格等を総合した指数であるのに対して、GDPデフレーターは付加価値総額の価格を示す指数であり、特に輸入物価の影響が控除される点が大きな違いである。こうした違いも踏まえると、CPIと比べてGDPデフレーターが下落する原因は、以下の三つに整理できると思う。

第一に、輸出企業の価格行動である。円高局面で輸出デフレーターが下落する傾向があり、これは、輸出企業が円高局面でも輸出シェアを維持するために、円建て輸出価格を引き下げて、外貨建て価格の上昇を抑制する価格行動を取っている可能性を示唆している。この場合、輸出企業の企業収益は低下するので、円建て輸出価格の下落が納入部品や中間財価格の低下圧力や賃金抑制等に繋がっている惧れがある。第二に、原材料を輸入する企業の価格行動である。特に、2003年以降に石油など輸入物価が高騰した時に、輸入デフレーターが下落することでGDPデフレーターが押し下げられている。これは企業が輸入物価の高騰を最終財価格になかなか転嫁できない実情を示しているとみている。こうした状態が比較的継続的に起きていることを踏まえると、企業収益の減少に繋がるので、第一の場合と同様、部品・中間財価格の低下圧力や賃金抑制に繋がっているように思われる。第三に、投資財や消費財の品質向上の影響である。内需デフレーターは1998年から下落傾向にある訳だが、中でも設備投資デフレーターは、国際競争力の激化によって価格が下落しているだけでなく、品質向上が著しい投資財が多く含まれており、それらが価格下落として反映されていることの影響があると思う。下落の程度は小さいが、個人消費デフレーターも、需要不足だけではなく、品質改善による価格調整などを反映して下落しているようである。

CPIとGDPデフレーターの乖離が、以上申し上げたような理由から生じているとすれば、たとえGDPギャップが解消し、CPIベースの実際のインフレ率がいわゆる中長期の期待インフレ率に近づいたとしても、

GDPデフレーターの変化率もプラスの領域へシフトしていくとは限らない。恐らく、GDPデフレーターもプラスへ恒常的にシフトして初めて、企業の価格行動に変化が生じることで、企業・消費者ともにデフレから脱したとの意識を、実感として持てるのかもしれない。一般的に、日本銀行を含めて大半の中央銀行が、物価の安定を議論する際にはCPIを用いているが、その主な理由として、GDPデフレーターがCPIに比べて公表時期が遅く、作成頻度も四半期ごとで改訂もあり、改訂幅も大きいために、使い勝手が悪いという問題があるからである。ただ、実際の経済・物価情勢の判断においては、日本銀行でも様々な統計の性格を踏まえて、GDPデフレーターを含む幅広い物価統計を活用している。私自身はそれについて異論は全くないが、同時にGDPデフレーターの動きやその背景にある企業の価格行動に注目していきたいと考えている。

なお、企業が円高あるいは輸入物価上昇の影響を最終財価格になかなか転嫁できない状態は、企業が付加価値の高いビジネスモデルへの転換を促進していく必要性を示唆しているが、デフレ状況下で迅速な調整が難しい面もあるかと思う。この状況下で、日本銀行として何ができるのかという点については、次の金融政策運営に関する討議で、私の見解を述べたいと思う。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

先月、中間評価を行ったばかりであるので、内外経済の現状評価と先行き見通しについては、大きな変化は勿論ない。従って、私からは、最近の変化点を中心に簡潔にお話ししたいと思う。変化点としては、五つである。一つ目は、国際金融資本市場の動きをみると、短期金融市場だけでなく、クレジット市場を含め、比較的広い範囲で市場の緊張が和らいできているということである。二つ目は、欧州系金融機関のデレバレッジの動きは、

ひとまず小康状態を保っているように見えるということである。三つ目は、米国経済については、これまでも、生産や企業設備など、企業部門は比較的堅調に推移してきた訳であるが、最近は、雇用や消費関連の指標にも明るめの動きがみられるようになってきている。株価の堅調地合いなどと併せ考えると、最近のこうした動きが、それなりに確かな景気回復に繋がっていく可能性も、あながち否定できないように思っている。四つ目は、中国経済であるが、経済の減速とともに、インフレ率も着実に低下してきており、ソフトランディングに向けて順調に歩を進めているように窺える。五つ目、最後であるが、我が国経済をみると、設備投資や個人消費などの内需が、その持続可能性になお懸念はあるが、意外に底堅く推移しているということである。以上、五つが最近の変化点と認識している。

このように、最近の変化点をみる限り、我が国経済の先行きにまつわる不確実性が、多少とも低下するような望ましい動きがみられていると評価できるのだろうと思っている。しかしながら、不確実性が依然として大きいことも事実である。とりわけ、欧州債務問題の帰趨は、引き続き最大のリスク要因である。加えて、国内においても、夏場にかけて電力需給が逼迫する可能性や、円高の定着が輸出や企業の生産体制に及ぼす影響など、気がかりな点が少なくない。我々としては、これらの点を含め、引き続き内外経済情勢を注意深く点検していくことが大事であると思っている。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

それでは、私も前回会合以降の変化点を中心に、ポイントを絞って申し上げたいと思う。まず欧州経済であるが、金融市場、金融システムは、昨年末に実施された 3 年物無制限資金供給オペの効果がさらに浸透する中で、小康状態を維持しているとみている。もっとも、そうした状態が続く

もとで、ソブリン・リスクという根本問題が解決された訳ではないという点も、皆さんと認識を共有している。当面は、ギリシャの第2次支援に関する合意や、今年6月期限の自己資本増強、それに伴うデレバレッジの可能性、あるいはE F S Fなどの救済資金の増強などといった懸念事項があるため、市場の緊張が再び高まる可能性には十分注意が必要と認識している。また、欧州の実体経済についても、昨年末にかけてドイツを含め減速が鮮明となった一方で、年明け後には、特にドイツなどで製造業PMIなどやや下げ止まり感も出てきている。欧州の金融機関の貸出スタンスの厳格化、あるいは企業の資金需要の減少などに伴い、スペインやポルトガルなどで貸出も減少してきており、デレバレッジが大きく進行しないか、状況を注視していく必要があると認識している。

米国経済であるが、足許までのハードデータを確認する限り、実体経済に関して明るい指標がみられ続けており、自動車販売が好調であるほか、企業収益、雇用環境の改善など、企業部門を起点とした回復のメカニズムも引き続き機能し、また物価も上昇してきている。こうした動きのもとで、家計のバランスシート調整や政府の財政再建といった従来からの構造問題は、依然として重石として作用しているという認識に変わりはない。そのため、景気回復のスピードは引き続き緩やかなものにとどまるとみている。この間、F e dは、1月のF O M Cで、景気が改善する中で追加緩和を行い、ゼロ金利解除時期を後ずれさせるとともに、コミュニケーション・ポリシーを見直した。この結果、株価は上昇し、実効レートでみたドル安も進行している。今回、F e dが、物価の安定と雇用の最大化を等しく重要と強調したことは、私自身重要と考えており、既に物価面では目標の2%をほぼ達成しているという状況であるので、その物価を多少犠牲にしても、まだ目標との乖離が大きい雇用の確保に向けて、必要であれば一段と金融緩和を強化する可能性を強く示唆したものであって、非常に強い決意の表明とも解釈できる。いずれにしても、基軸通貨国であるF e dの政策は、我が国そして世界経済に大きく影響するため、今後の動向を注視していきたいと思う。

アジア新興国経済は、皆さんと認識が一緒である。中国経済、N I E s ・ A S E A N 諸国とも、基本的に堅調な内需をベースに、引き続き高めの成長を維持するという認識を持っている。

続いて、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、景気の踊り場局面が続いている。足許にかけては、内需が総じて堅調に推移する一方で、輸出、生産、設備投資は弱含むというこれまでの状況が続いているものと認識しており、こうした動きは、昨日公表された 2011 年 10～12 月期の実質 GDP の速報値でも概ね確認されたと理解している。特に設備投資であるが、先行指標とされる機械受注の動向をみても、足許あるいは先行きを含めたレベルの推移でみると、私自身はほぼ横這いの動きと理解していて、その点が気がかりである。そう申し上げたうえで、一方で、世界的に I T 関連の在庫調整が進んでおり、情報関連の輸出や外需の機械受注といった点では堅調な動きがみられており、これは好ましい動きの兆しである可能性があるかと理解している。

今後も、我が国経済は、当面横這いで推移した後、緩やかな回復経路に復していくとみられているが、当面のこの横這いの動きというものがどれだけ続くのか、そしてその回復の動きがどれだけ確かなものになるかは、海外経済の影響を強く受ける生産・輸出動向、及び国内設備投資動向などに基本的に依存しており、それらの見極めが必要と認識している。特に、足許、昨年 10～12 月期の企業決算が非常に多くの企業で計画対比下振れたことが気になる。具体的に少し数値をご紹介しますと、下振れした企業数は、T O P I X の銘柄あるいは日経平均の銘柄で、いずれも 70% 程度の企業が当初の計画対比で収益が下振れたと報告している。こういった動きは、今後、企業が設備投資を手控える、ないしは後ずれさせるという懸念材料として考えられている。また、その一方で、株価の純資産倍率などの指標からは、現在の日本の株価はなお過小評価されているという見方も可能であり、今後、株価の適正な評価——すなわち上昇——を通じて、株価に先行きの企業収益に対する前向きな見方がもし投影されることになれば、企業マインドが改善して設備投資も増加していくといった動きに繋が

ることが重要だと認識している。

最後に、物価動向であるが、12月のCPI（除く生鮮）の前年比は、前月から0.1%ポイント上昇して-0.1%となった。先行きは、マイナス圏も含め、当面ゼロ近傍で推移する見通しに変わらない。もっとも、食料・エネルギーを除いたベースのCPIが、この数か月-1.0%近傍で低迷が続いているという点は気がかりであると申し上げたいと思う。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

金融経済情勢について、国際金融市場、海外経済、そして国内経済ともに、前回会合後利用可能になったデータは予想よりも良い数字であり、端的に申し上げますと、足許は回復傾向にみえる。これら足許のデータの吟味については、今までの委員方と評価を概ね共有しているので、ここで繰り返すことはしない。ただ、足許のデータが意外にしっかりとしているということは、昨年末にかけての強いストレス状態に比べればということであり、目先のデータに一喜一憂して大局観を失ってはいけなさと考えている。その意味では、前回1月との比較よりは、暫く前の昨年11月との比較が大局観を持った現状把握に役立つのではないかと思う。翻って、昨年11月会合を振り返ると、私は、世界経済の先行きに関して、不確実性は高まっており、日本を含め世界的に不安心理が深化しており、それが海外経済の急減速をもたらし、さらに円高傾向が続いて企業マインドの萎縮が進み、需要のさらなる下振れリスクが顕在化する惧れを指摘した。そして、8月会合に思い切った政策変更を行い、10月会合にも追加緩和を行ったが、リスクはじりじりと拡大しているようにみえると述べた。その時点では、この経済の下振れリスク以外に、欧州債務が国際金融市場のシステムック・リスクに発展する可能性があり、情勢を見極める必要があった。その後も、12月会合と1月会合と、このシステムック・リスクは重く残ってい

たと言って良いと思う。しかし、このところ、ECBの3年物LTROで欧州金融市場では極度の緊張感は和らぎ、米国経済指標も比較的良いものが出るようになっており、一時の国際金融市場のシステミック・リスク顕在化の惧れは弱まっている。しかしながら、11月会合で指摘した、経済活動が活発化せず逆に円高等でさらに弱められるリスクは、このところの目先の内需の幾つかの底堅さにもかかわらず、11月会合に比べて減少したとは言えないことには、きちんと留意しなければいけないと考えている。しかしながら、先行きの不確実性は依然として大きいとはいえ、変化の兆しもみられる。まだ力強さには欠けるものの、米国では雇用、消費に自律回復への予兆のようなものがみえ、欧州ではコア国で底堅い経済指標が散見される。新興国でも、金融政策の方向性の変更から底入れに向かうような動きもみられる。これに呼応する形で、日本でも、自動車販売等の消費の底堅さや企業のセンチメント指標に、改善の兆しを示唆するものがみられている。つまり、情勢は深刻ではあるものの、経済に動きがみられ始めている。これを例えれば、大雨のぬかるみでタイヤが空回りしていて立ち往生していた車が、漸く硬い道路面を捉えて動き始めたというところではないかと思っている。このタイミングを捉えて、アクセルを踏んでぬかるみから逃れるということができれば、それが最も望ましいと思われる。この点の政策への含意については、第二ラウンドで詳しく述べたいと思う。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

我が国経済の現状及び先行きについての見方だが、前回会合時点から基本的に変化していない。この間、海外については、一部の経済指標が市場予想を大きく上回るなど、先行きの明るさを示す兆しもみられている。

まず海外であるが、欧州については、実体経済面では、マインドを示す

ソフトデータの一部に意外としっかりしたものもあるが、ハードデータについては、引き続き景気後退色の強いものとなっている。ECBの3年物大量資金供給によって、欧州民間金融機関の資金繰りに対する警戒感は後退し、足許、一定の落ち着きがみられる状況である。一方、これら域内銀行の企業向け貸出基準は、大幅に厳格化している。調査期間からして、3年物オペの効果が十分に織り込まれていないとの見方もあるが、この種の基準は短期間で傾向が大きく変わるものではないことから、今後の下押し圧力に留意する必要があると思う。また、ギリシャ問題も一進一退を繰り返し目が離せない状況が続いており、この先も山あり谷ありが続くとみている。

米国については、雇用統計など引き続き強めの経済指標が出ており、マインドの改善が感じられる。しかし、このところ、強めの指標が続いた後に弱めの指標が続くという繰り返しが起きており、財政に期待できない状況のもと、このまま上に行けるのか、足許、もう暫く注視していく必要があると思う。

新興国についても、大きな変化はない。なお、中国では、1月のCPI前年比伸び率が6か月振りに前月を上回ったほか、輸出、輸入とも1月は前年比マイナスとなったが、現時点では春節の影響とみている。国によって差異はあるとしても、全体として、新興国については成長のポテンシャルは失われていないとの見方は変わっていない。

我が国については、予想されたように10~12月期の実質GDPがマイナスとなったが、12月の輸出・生産は、タイ洪水による下押し圧力が和らぐもとで、前月比プラスに転じたし、雇用・所得環境も緩やかに改善している。当面は、横這い圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、海外経済や震災復興関連の需要に牽引されて、緩やかな回復経路に復していくとの見方に変化はない。ただし、この回復の力は、決して確かなものではなく、欧州の一定の安定、米国の回復継続、またこれらを前提とした新興国の今後の成長に依存したものであり、極めて微妙なバランスの上に立っている点に特に注意が必要だと思う。また、前回会合以降、ドル/円

が1円程度円高に振れた際の強い反応は、円高がマインドに与える影響の大きさを示しており、引き続き十分な注意を払っていく必要を改めて感じさせるものであった。物価面についても、従来の見方から特段変化していない。以上である。

#### 白川議長

前回1月の決定会合では中間評価を行ったが、その中間評価時点と比べると、全体としては足許の経済の展開については変化はないということであったと受け止めた。我が国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、横這い圏内の動きとなっているということが確認されている。前回との比較という意味で、今日の話聞いていて、また自分自身もそうであるが、このところみられている若干なりとも明るい動きをどのように解釈するのが論点であるように思う。世界経済と国内経済に分けて話をしたい。

世界経済、あるいはグローバル金融市場という点で、このところ国際会議に出ると、1月の会合、2月初の会合とやはりムードが変わってきている感じがする。レベルはともかくとして、方向として、欧州金融資本市場の緊張が和らぐ方向にあるということである。金融市場の金利は、ドルについてもユーロについてもそうであるし、スペイン、イタリアの国債金利も、勿論水準としては高いが、昨年夏の水準にまで戻ってきている。兎にも角にも、これは明るい方向の動きである。米国についても、バランスシート調整の重石はあるが、このところ、雇用や消費を中心にやや明るい動きが出てきている。新興国についても、物価上昇率が幾分低下してきて、その分金融緩和政策を展開できる余地が広がってきている。

国内についても、足許の動きは輸出・生産を中心に横這い圏内であるが、先行きの輸出の持ち直しを示唆する動きも少しずつ出てきている。昨日前田調査統計局長からも説明があったが、米国向けの自動車販売、あるいはIT関連財、あるいは機械受注の外需の動きもそうであるが、そうしたことを背景に、鉱工業生産の予測指数の下方修正が止まってきている、あるいは

は企業マインドも下げ止まってきている。これは勿論、その微細な変化に着目した話で、全体という話ではないが、こうした動きをどう理解するのかということである。ただ、先程西村副総裁がおっしゃったように、大局観というか、ビッグピクチャーを失ってはいけないと思う。ビッグピクチャーをどう考えるのかということであるが、まず大局観という点からすると、引き続きリスク要因、不確定要因は大きいという認識は皆さん共有していたと思う。言うまでもなく、欧州の債務問題が、世界経済にとって最大のリスク要因だということである。抜本策、つまり経済・財政の改革、財政に関するガバナンスの改革、それからファイアウォールの構築という三つの対応策が必要であるが、この点について前進はみられているものの、まだまだ不確実性が高いという状況には変わりはないと思っている。また、日本経済を考えても、原発停止に伴う電力不足の問題、円高の問題、こうしたリスク要因があるということで大きな姿は変わっていないが、ただ一方でこれまでのようにどんどん悪化していくという感じが止まってきて、幾分改善する兆しも出てきている。このことをどう理解するのか、これもまた必要な大局観だと思う。そうしたことは、今回の決定会合だけで決着がつく訳ではないが、改めてこれから検討していく必要があるということを感じたし、何人かの方がまた次のラウンドで議論したいとおっしゃっていたが、こうしたことの持つ政策的な意味合いについても、また次のラウンドで議論してみたいと思う。追加的なご意見があればどうぞおっしゃって頂きたい。

#### 石田委員

大局的なという意味で、民間部門総資金調達推移をみると、非常に順調にマイナスが減ってきており、もう少しでプラスになる。民間銀行貸出の方は、電力の振り替わり等があるので、今はプラスにはなっているが、もう少し時間がかかるのではないかと。ただ、従来の色々な経緯をみれば、これはやはりかなり明るい方向に来ていると思う。従って、この流れをどうやって上手く腰折れさせないかが、政策的には非常に大切だと思う。

亀崎委員

民間部門への資金貸出は、ずっとマイナスが続いていて、段々上がってきた。上がってきたと言っても、前年に物凄く落ち込んだ後の前年比なので、レベルとしてはどうなのかという感じはするが。

石田委員

過去のトレンドをみると、要するに、水準ではなくて、増えているか減っているかが大切だと思う。水準自体は、日本が豊かになっているので、民間の総資金調達自体はトレンドとしてかなり減っている。

亀崎委員

「金融環境の現状評価」参考計表の図表 16 をみると、前年が物凄く減っている。そこからの戻りなので、前年比で見ると、少しプラスが大きくみえるが。

石田委員

色々あって、2009 年位に上がっているのは、ある意味、リーマン・ショックで、今まで海外で取っていた資金を緊急に日本で取ったりしたものが入っている。2010 年に減っているのは、それが返済されたということである。

亀崎委員

それが返済されて、戻ってくるというのは…。

石田委員

返済されたら、また使われるということなので…。

亀崎委員

その使われ方が、能力増強のための設備投資とか、そういうものに繋がった時は前向きの力が働く。

石田委員

それが理想である。いずれにせよ、資金が市中に出て行くこと自体は、ある意味で体温が上がってくるということだと思う。何らかの形で使われている訳なので。

亀崎委員

そういう意味では、運転資金とか、そういうところに流れているだけであるということか……。

石田委員

色々理由はある。電力だとか。ただ、図表 15 の (1) をみると、社債と CP が一緒になっているので分かりやすいが、もう少しという感じである。

亀崎委員

例えば、図表 16 のグラフでみると……。

石田委員

図表 15 の方が分かりやすいのではないか。図表 16 は民間銀行貸出だけなので。図表 15 をみないと、CP とか社債への振り替わりが分からない。

亀崎委員

図表 15 も図表 16 もそうであるが、相当落ちた後、なかなか戻ってこなかったものが——随分時間がかかると私もずっと思っていたが——今やっと戻りかけたという意味では、確かに傾向としては良いと思う。ただ、その力強さは、先程申し上げたような能力増強とかに繋がった時に、初め

て「これは」と言えるようなものとなると思う。そういう意味では、兆しはあるのかもしれないが、力強いものとなっていないのではないか。

石田委員

ただ、リーマン・ショックの後のショックなので、ある意味では、物凄く強いマイナスの圧力が加わったのが解けてきたと考えられないか。

山口副総裁

私自身も、先日の金融機構局の説明の際に、企業の資金需要に質的な変化が生じているのかどうかという質問をした。その際、前向きなものがどんどん出ている訳ではないが、M&Aの動き等前向きな動きが少しずつ出てきているという話があった。一方で、図表 15 をみると、2002 年からパリバ・ショックの 2007 年までの間は、民間部門の総資金調達は基本的にマイナスであったが、2002 年から 2007 年は景気が長期に亘って回復した時期で、その間、マイナス幅は漸次縮まっていく、特に 2006 年にはプラスの領域にも入っていくような展開を示している。率直に言って、最近の動きは何らか良い方向への動きを示唆するものではないか。そういう目線で、これから先の総資金調達の動きをみていても良いのではないか。多分、資金需要の中味にどのような変化があるかは、リアルタイムでは分からない。ある程度時間が経って分かるものである。こう考えると、最近の動きについても、何か良い芽が出ているのかもしれないという気持ちを持ってみても良いのではないか。

石田委員

このところ、一生懸命返していた人達の、その流れが止まっているということである。貸す方は、一生懸命に貸したい訳であるから。

亀崎委員

図表 16 (2) の資金使途別をご覧頂くと分かるが、設備投資がどう動い

ているかである。運転資金は若干上向いてきている。動きとしては良いが、中身——能力増強投資など——をみると、やはり弱いと思う。

石田委員

マクロ指標で見れば、償却が投資を大きく上回っているので、その点からは資金が必要だということにはならない。

山口副総裁

実は、お二人の議論は必ずしも擦り合っていないように思う。貸出をみると、亀崎委員がおっしゃるようなことなのだが、民間部門の資金需要を考えるには、図表 15 でみるべきである。

西村副総裁

あともう一つは、製造業がこれだけ悪いにもかかわらず、全体がそれなりの底堅さを示しているということは、かなり大きな違いだと思う。日本の中で、非製造業の比重がかなり大きくなっている中で、その中で、非製造業というある意味では非常に捉えどころのないところで、何かしらの良い動きがあるのかもしれない。

石田委員

良くなっていくということではない。その兆しがあるかもしれないということである。

亀崎委員

都銀などはまだマイナスである。どこが引き上げているかと言うと、地銀である。

石田委員

都市部では、都銀が貸すレートよりも地銀の方が安い。そういうことな

ので、業態別に何かがあつてということではないと思う。地銀が東京地区、大阪地区、そういうところに出て来て、貸している分が多いということである。

白井委員

図表 15 である。企業の内部留保は、2007 年をピークに上昇し、その後、若干縮小している。企業の貯蓄・投資ギャップが縮小する中で、2008 年から徐々に貸出が増える状況になっていた。リーマン・ショックの影響で凄く借りたということもあるが、内部留保が使われるような状態になれば、それとの関連でCPなり社債なり借入がトータルでプラスに移っていくのではないかと思う。また、図表 16 (2) であるが、運転資金と設備投資の分類が本当に正確にキャッチされているのか分からないところがある。これは銀行による分類なので、例えば、電力とかM&Aは運転資金に入ると聞いたことがある。設備投資も必ずしも全部が設備投資に入る訳でもないということなので、運転資金だから本当にオペレーティングとかキャッシュフローとは限らないかもしれない。

白川議長

経済・金融のデータは、ミクロに入っていくほど、色々な特殊要因があつて、結局は、一つのデータで経済を語れない。我々が今議論しているのは、大局観を捉えていく時に、細かいことは抜きにして、今どういうことが起きかかっているのかということであつて、その時に幾つかの仮説を立てていく作業の一つとして、この総資金調達をみているのだと、石田委員も私自身も受け止めた。国内経済についても、世界経済についても、全体を掴むようなデータを取り敢えず虚心坦懐にみて、どのようなことがあるのかということで、そういう意味での点検作業である。いずれにせよ、これからもまた議論していきたいと思う。

今、10時02分であるので、10時10分に再開したいと思う。

(10時02分中断、10時10分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

議論を再開する。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。それでは、中村委員から願います。

中村委員

まず、国内の金融市場の動きについて申し上げたいと思う。我が国の国内金融市場は、年度末越え資金も含め、極めて安定した状態が続いている。短期金融市場では、本行による潤沢な資金供給のもと、資金余剰感が強く、短期金利は長めのゾーンを含め低位で安定しているほか、短国レートも0.1%で推移している。長期金利——10年債利回り——については、株価の持ち直しを背景に小幅上昇する局面がみられたものの、銀行勢の運用ニーズの強さ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、包括的な金融緩和策を通じた強力な金融緩和措置の推進もあり、緩和的な状況が続いている。CP・社債の発行レートは、一部の銘柄要因を除けば、堅調に推移している。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、前年度比プラスを拡大している。

続いて、いわゆる「中長期的な物価安定の理解」の明確化について考えを述べたいと思う。日本銀行法では、金融政策の理念を「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」と規定しており、「物価の安定」の概念は極めて重要であり、本行の考え方につき、一般国民の幅広い理解を得る必要がある。「物価の安定」の明確化については、2006年3月に基本的な考え方を「中長期的な物価安定の理解」として、「各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率」

であるとの整理を行った。現在では、「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」としている。2010 年 10 月には、デフレ脱却に向けた「包括的な金融緩和政策」の取り組みの一環として、時間軸の明確化を図り、「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」とのコミットメントを行った。しかしながら、いわゆる「理解」は日銀の意志なのか単なる見通しの集計なのかが分かりにくいか、デフレ克服へ向けての日銀の気概が伝わってこないといった批判が少なくなく、本行のこれまでの取り組みに対する理解が必ずしも深まっていないようである。そうした中であって、先般の FOMC において、インフレーション・ターゲティングを否定しつつも、FRB が 2% という単一の数字による長期のインフレーション・ゴールを掲げたこともあり、中央銀行の「物価の安定」に対する取り組み姿勢に注目が集まっている。このような機会を捉えて、「物価の安定」に向けての本行の意志が幅広く国民に素直に理解してもらえるよう、従来の「中長期的な物価安定の理解」の枠組みを、より明確で分かりやすくするとともに、デフレ脱却に向けた本行の強い意志と取り組み姿勢を対外的に明示すべきと考える。

続いて、金融緩和の強化について申し述べたいと思う。前段でも申し上げたように、我が国経済は足許では足踏み状態が続いているが、復興需要の本格化や新興国経済の持ち直しなどに伴い、回復基調に復すると想定している。しかしながら、欧州債務問題解決の長期化、長期に亘る為替円高の進行、製造業を中心とした今期企業業績の大幅悪化、電力供給制約などの先行きの不透明感の強まりなどもあり、企業マインドは下振れしやすい地合いにあるようである。また、1 月の QUICK 短観やロイター短観でも、大企業製造業の企業マインドは悪化しており、震災前の水準を大きく下回っている。このように、持ち直しつつある我が国経済の動きがより確かなものとなるように、金融面から後押しするとともに、下振れしやすい企業マインドにも働きかけるために、一段の金融緩和を行うことを提案する。また、「物価の安定」に関する枠組みを見直す機会に併せて金融緩和

策を打出すことは、本行のデフレ脱却と物価安定に対する強い取り組み姿勢への理解を深めることにも繋がると思われる。具体的には、資産買入等の基金の中の長期国債枠を増額し、やや長めの金利の低下を促すとともに、さらなる緩和的な金融環境の醸成を図り、成長基盤強化にも貢献できると考える。なお、金融政策は、物価水準のみを目的として行うものではなく、国民経済の健全な発展を目指して、経済活動の様々な分野に歪みやリスクがないかを常に点検しながら行う必要があることについても、国民の理解を得ておくことが肝要である。

成長基盤強化支援資金供給オペについて、若干述べたいと思う。我が国経済は、今なおデフレ状態にあり、潜在成長率や生産性を引き上げていくことが引き続き重要な課題である。その意味からも、人口構成の変化、新製品の開発、技術革新、新興国需要の取込み等に向けた、成長産業や新規事業が今後さらに拡大することが求められており、本行としても何らかの形で支援を継続する必要がある。従って、成長基盤強化支援資金供給制度については、本則分、特則分のいずれについても、本年3月の申込期限を延長することが適当と考える。ただし、本則分については、金融機関の利下げ競争や他行肩代わりを助長しているとの副作用に関する指摘を踏まえ、制度設計を見直す必要があり、執行部にて検討をお願いしたいと思う。

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

白川議長

森本委員お願いする。

森本委員

国際金融資本市場をみると、前段で議論したように、警戒感は多少和らいでいるものの、なお緊張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の、緩和的な状態が続いている。

金融市場では、長短金利は極めて低水準で推移している。企業金融も、C P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。こうしたもとの、資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に増加している。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、F O M Cで緩和的な姿勢が示されたことから一時円高が進んだが、足許では、米国雇用統計など経済指標の上振れ等を受けて、対ユーロ相場とともにやや円安方向に動いている。ただ、当面の海外経済の情勢からは、大きく円安にシフトすることは期待しがたく、現在の為替レートの水準が企業収益や生産の海外シフト加速を通じ、設備投資や雇用等に与える影響には引き続き十分な注意が必要である。一方、株式市場は米国につれて上昇し、やや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切だと思う。先行きの金融政策運営については、我が国経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、引き続き包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和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。包括緩和政策では、「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する」こととしている。加えて、異例の措置として実施している資産買入等の基金については、買入枠の上限を経済金融情勢に応じて累次に亘り大幅に増額しており、本年末を目途に着実に金融資産の買入を進めている。そして、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。

ただ、こうしたこれまでの対応によっても、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するには、なお時間を要すると思われる。また、F R Bが物価上昇率のゴールを明確にしたことを契機に、本行の「中長期的な物価安定の理解」の位置付けが分かりにくく、物価安定に向けた強い

意志が伝わりにくいとの指摘がされている。政策運営の枠組みの本質について、日米に大きな違いはなく、我が国の枠組みも精緻に構成されたものだとは思いますが、一般の人には狙いが正確に伝わりにくい面があるのも事実だと思う。本行のデフレ脱却へ向けた強い明確な意志を伝え、人々のインフレ期待を形成していくための透明性を高めた新たな発信が必要ではないかと考える。こうした観点から、まず、中長期的な物価安定と整合的な物価上昇率を、委員の共通認識である2%以下のプラスの領域にあることを明確化し、そのもとで、現在中心値として示している1%を当面の目指す水準の目途あるいは目安——金融面での周辺のリスク等を十分点検しながらという点をも考慮した場合、こうした言葉が適切だと思っている——として、はっきり位置付けることがより適切だと考える。そして、これを実現していく方策として、実質的なゼロ金利政策の継続と金融資産の買入れ等を強力に推進していくことをコミットしてはどうかと思っている。

そのうえで、現在の経済の状況をみると、前段で議論したとおり、2012年度前半には緩やかな回復経路に復していくものと思っている。しかし、欧州ソブリン問題の深刻化やイランに関する地政学リスク等のダウンサイド・リスクは、程度の差こそあれ、それぞれが顕現化する可能性について決して予断を許さず、現実化した場合の実体経済や家計や企業のマインドに与える影響は極めて大きいと思っている。また、これらが相互に影響を及ぼし合う可能性にも留意する必要がある。懸命の努力により漸く回復過程にある我が国経済を、こうしたリスク要因の多少の変動にも耐え、その回復をより揺るぎのない確かなものとするよう、現段階で先行的に基金をさらに増額し、金融緩和を一段と強化することにより、市場やマインドに働きかけることが有意義と考える。この場合、長めの金利に働きかけ、経済活動をより活性化させる観点から、長期国債の買入れについて、思い切って、例えば10兆円程度の増額をすることが適切かつ有効だと考える。政府や民間による成長戦略の着実な実施と併せ、こうした方策により、金融面からも経済の持続的成長をしっかりと下支えし、後押しすることが重要

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

私はこれまで、政策についてはプロアクティブに実施し、日本経済を金融面から支えていくべきであると述べてきたが、前半パートで述べたとおり、実体経済が踊り場圏内にあり、先行きについても力強い回復が必ずしも見通せる状況ではない中、消費者物価が明確にプラスとなるには、なお相応の時間を要することが確実視されている。今こそ日本経済を金融の側面からより強力にバックアップするため、大胆かつプロアクティブに金融緩和を実施することによって、デフレ脱却に向けた道筋をより確かなものにする必要があると考える。

そこでまず、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、実質ゼロ金利政策を継続していくことが適当であると考えます。そして本行は、物価の安定が展望できる情勢になったと判断できるまで、この政策を続けるコミットをしている。引き続き、この実質的なゼロ金利政策を継続するというコミットメントを維持し、時間軸を揺るぎないものとしていくべきと考えます。

資産買入等の基金については、横這い圏内の動きが続いている日本経済を、金融面から後押しすることが重要な局面であると考えます。このところCPI（除く生鮮食品）の前年比は、ゼロ近傍とはいえマイナスで推移しており、先行きの政策委員見通しの中央値についても、2012年度は+0.1%、2013年度が+0.5%となっている。また、先月本席でも述べたとおり、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は、僅かながら低下している。エコノミストの物価予想も、ごく僅かではあるが、2012年度の物価見通しのマイナス幅が拡大している。以上の点は、中間評価時点の判断に概ね沿ったものであり、現状では金融経済情勢に大きな変化が

ある訳ではない。しかしながら、先行きについては、欧州ソブリン問題、世界経済の減速、復興需要の出方、電力供給の制約、為替円高の高止まりなど、下振れリスクが山積する中であって、日本経済が一日でも早くデフレから脱却し、物価の安定のもとで持続的な成長経路に復していくためには、本行が従来以上に能動的かつ果敢に手段を尽くして政策対応に当たるという構えをみせることが、極めて重要であると考えている。具体的には、基金の規模を10兆円増額して65兆円とし、一層の金融緩和を促すことが適当だと考える。現在、基金の残高は43兆円程度となっており、総額55兆円程度に向けて、本年末までにさらに12兆円程度残高を積み上げていく必要があるが、これに加え、さらに本年末までに基金の残高として長期国債の買入れを10兆円積み上げることにより、緩和を一層推進するとの本行の決意を示すことは、本行の政策に対する信頼度を高め、政策の有効性を高めることに繋がるものと考えている。

成長基盤強化を支援するための資金供給については、新規貸付分の申し込み期限が、本則分、特則分とも、この3月末となり、いずれも残り2回程度の入札を残すのみとなっている。本則分については、総額が上限の3兆円に達するなど、狙いとした呼び水効果が発揮されつつあると考えられる一方、副作用として、貸出金利の引き下げ競争や他行融資の肩代わりを助長しているとの批判も聞かれてきたところである。他方、特則分については、資本性資金の供給や従来型の担保・保証に依存しない融資、いわゆるABLに着目し、これを支援していくことを狙ったものであるが、貸付残高は5,000億円の上限には達していない。本則分、特則分とも新規貸付の受付期限は本年3月末となっているが、まずは残り2回程度の新規貸出を着実に実行していきたいと思う。そのうえで、追加的な措置が必要かどうかについては、今後の金融経済情勢や本資金供給における貸付状況などを踏まえながら、最終的に判断したいと考えている。

次に、被災地金融機関支援のための資金供給オペについては、この1月までで毎月1回ずつ、合計9回実施してきており、2月についても、2月27日を貸付日として実施する予定である。本オペについては、東日本

大震災の被災地における復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援する観点から導入し、昨年10月初めの金融政策決定会合において、貸付期限を半年延長することとしたものである。本資金供給については、延長後の貸付受付期間がこの4月末で終了となるが、まずは2月も含めて残り3回程度、貸付を着実に実施して、その落札金額の多寡に関係なく、きちんと被災地の資金ニーズに添えていくことが重要であると考え。その後の取扱いについては、今後の被災地での資金需要等も踏まえながら検討していきたいと思う。

米ドル資金供給オペについては、国際的な金融環境の緊張度が幾分後退する中で、足許では、3か月物、1週間物ともに落札額が次第に小さくなってきている。しかしながら、残高としては引き続き200億ドル弱まで積み上がっているほか、引き続き国際金融情勢の緊張度が高い中、ドル資金の調達環境はいつ厳しくなってもおかしくないため、今後とも定期的にオペを実施し、市場の安定性確保に貢献していくことが重要と考える。

この間、FRBは、自らの責務と整合的な物価上昇率をロングラン・ゴールと定め、物価安定についての考えをより明確にした。本行では、2006年3月から、物価安定に対する考え方として「中長期的な物価安定の理解」を示し、その数値を公表してきているところである。本行のこの「中長期的な物価安定の理解」については、2009年12月の明確化を経て、概ね理解が進んできていると考えている。もっとも、引き続き、一部からは本行のこうした理解が分かりづらいとの批判を受けているほか、改めて考えてみると、「理解」という表現の語感からは、本行の金融政策に対する静態的な印象を受けることも否めない。これに代わる表現として、「目標」、「目途」、「目安」、「定義」等色々考えられるが、こういった表現が良いのか自分でも考えあぐねているところである。最も適切な表現について、議論してはどうかと考えている。また、これまで中長期的な物価の安定について、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率を「中長期的な物価安定の理解」としてその範囲を公表してきた。しかしながら、これはあくまで政策委員それぞれの理解の範囲を示したもの

に過ぎない。政策委員の各々の考えではなく、日本銀行の意志という形で、中長期的な物価安定と整合的な物価上昇率の範囲を示すことができないか、この点についても併せて議論しては如何かと思う。

以上申し上げたうえで、こうした表現上の工夫と同様に重要であるのは、本行の物価の安定の考え方について、これからも様々な機会を捉えて粘り強く説明し、納得してもらうことであると考えている。本行の物価の安定に対する考え方は、どのように言い方を変えようとも終始一貫していると思う。本行の政策の透明性を高める観点からは、誤解や曲解を丁寧に解きほぐし、正確に理解してもらう姿勢を常に忘れてはいけないと考えている。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。金融環境は緩和的状态が続いており、前回会合と比べても短期資金市場での余剰感は強く、金利低下圧力が強まっている。このため、3か月物と6か月物のオペは、かろうじて札割れを回避する状況にある。ドルオペについては応札額が減っており、市場調達レートもドルオペレートを下回って低下しており、金融機関のドル調達は順調にできている。

次に、先程、金融経済情勢の判断のところで申し上げた点とも関連するが、デフレ問題と金融政策の関係について、私の意見を申し上げたいと思う。日本経済は、世界最速ペースで進む少子高齢化に直面しており、それが潜在成長率を低下あるいは低迷させている。その結果、企業にとっては将来の市場と収益の拡大、消費者にとっては将来の収入増加が見込めないことが、慢性的なデフレの主因になっていると考えられる。このような状

態の中で、日本銀行も、従来のマクロ経済の教科書に書かれていない非伝統的な金融政策手段を行ってきた。例えば、2010年10月からの包括的金融緩和の枠組みでは、実質ゼロ金利政策の実施とその継続期間について時間軸政策を採用し、同時に長期国債やリスク性資産の購入によって長めの金利やリスク・プレミアムへの働きかけを行っている。実際、これらの一連の政策により、長めの金利の低下や株式、REIT価格等の下支えの効果が出ていると思われる。また、銀行に対しても、将来性のある企業を発掘、支援し、不動産担保に偏らない融資手法の発展を促してもらう狙いもあって、成長基盤強化オペも実施している。現在も、こうした政策を実行中である。しかし、それでも結果として我が国がCPIでみたマイルドなデフレ状態でさえ抜け出すことができていないとの批判があることは承知しているが、その背景には、金融政策以外の構造的要因が作用していることは、本行の様々な情報発信にもかかわらず、あまり理解されていないと思う。例えば、中長期的な物価安定の目安として、米国の2%と同様にすべきとの意見も聞かれるが、日本が他の主要国と異なる経済状況に直面している点が、忘れられているのではないか。つまり、米国では、人口が増加していることや企業の新陳代謝が早いこともあって、潜在成長率が2%前後と高く、インフレ率も長期に亘ってより高い水準で推移していることから、米国国民は相対的に高い物価観を持っているように窺われる。対照的に、我が国では1990年代後半から始まった生産年齢人口の減少によって、潜在成長率が趨勢的に低下しているし、1980年代後半のバブル期でさえも、CPIの伸び率が均してみれば1%程度の低いインフレ状況にあったので、米国の場合と比べて、日本国民は低い物価観を持っていると考えられる。潜在成長率とインフレ率の間にはある程度の相関がみられるようであるが、そうであれば、低い物価観とともに先行き期待される潜在成長率が低い日本では、インフレ予想もその分だけ低めに出やすいと思っている。いずれにせよ、こうした我が国の状況を踏まえると、現在でもインフレ率——PCE総合物価指数の伸び率——が2%台半ばもある米国のように、長期物価安定の目安をいきなり2%に置くというのは、やや

実現性を欠いた議論のように思う。日本の抱える問題が人口動態的な変化に関わるだけに、米国よりも厳しいということから考えても、デフレ問題を解決していくためにはより根本的な取り組み、すなわち潜在成長率の引き上げ、中でも就業人口当たりの成長率の一層の引き上げは不可欠であり、そのためには経済構造の転換や、将来不安を和らげるような規制の見直しと、財政・社会保障改革が必要である。

また、日本銀行は、先程申し上げたように、デフレ脱却に向けて様々なイノベーティブな取り組みを進めてきている。とはいえ、日本が置かれている経済・物価情勢、ならびに日本銀行がこれまで取り組んできた非伝統的な金融政策手段について、どのようにしたら国民、市場により理解を深めて頂けるのかという観点から、日本銀行のコミュニケーションや広報のあり方について工夫していく余地があるのでないかと、予てより感じているところである。そうした観点から、日本銀行も日本経済の再生と発展に向けて最大限の努力をしていくという前向きなメッセージが伝わるような分かりやすい用語や表現を用いていくことが、理解促進の第一歩になると感じている。

具体的には、第一に、「中長期的な物価安定の理解」の表現が、やや受け身的なニュアンスで受け止められていることが多いので、この見直しも一案だと思う。まず、「理解」という言葉が誰の理解なのかすぐに分かりにくいという印象があるようなので、より分かりやすい言葉を考えた方がよいと思う。また、現在は「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」という記述的な表現になっているが、国民、市場が注目しているのは上限、下限よりも中心値であることからみても、一つの数字に集約させた方がデフレ脱却に向けた意志が伝わりやすいのではないかと。なお、どの数値を目安とするかという問題は重要である。フィリップス曲線を使った分析によると、インフレ率の説明変数はGDPギャップ以上に期待インフレ率の方が重要だとの指摘も聞かれる。このことから、2%は直ぐには困難だとしても、当面は、現在の中心値である1%を目指すということでよいと考える。ただ、やや長い目でみれば、私

自身は昨年4月の展望レポートの議論の際にも申し上げたが、統計上の上方バイアス、潜在成長率の低さを反映した低い自然利子率、ゼロ金利制約の可能性、国民や市場のインフレ予想、過去の物価観をもとに、1%を上回る水準を目指した方が良いと思っている。

第二に、時間軸表現についての見直しも必要だと思う。日本銀行が、今後も必要に応じて取り得る手段を講じていくというアクションを連想させるような表現が良いと考えている。例えば、現在の「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」という表現を、「1%を目指して実質ゼロ金利政策を含めた金融緩和を継続していく」といった表現にすることが一案として考えられると思う。

第三に、時間軸政策を強化するには、表現の変更だけではなく、国民や市場にその決意を明確な行動で示すことが必要である。そこで、クレディブルなアクションとして追加的な政策発動、例えば10兆円程度の思い切った資産買入等の基金の増額を検討する余地があるように思う。買入対象とする資産は、現在のオペを巡る状況を鑑みて、長期国債が良いと思う。

私自身は、現在の金融環境が極めて緩和的であること、基金の残高もまだ12兆円程度残っていることを根拠に、これまで、新たな追加策は必要がないと申し上げてきた。しかし、依然として景気下振れリスクが高い中でも、日本経済が回復局面を迎えつつある中で、その勢いを下支えするために、今回はコミュニケーション政策を見直し、その政策をクレディブルなものにして政策の効果を高めるために、追加的な政策発動が必要だと考えている。この新たな試みは、主として将来の政策金利パスについて、今よりも多くの情報を提供することで、将来の金利に関する不確実性を和らげ、長めの金利が低下する効果が期待される。例えば、現在、金利先物でみたフォワード・カーブでは、2014年3月位までほぼフラット化しているが、これが幾分長期化する可能性が考えられる。とはいえ、そのことが国民や市場の実際の経済活動や予想インフレに対してどのような効果をもたらすかは、学術的な理論、実証研究が十分蓄積されていない以上、はっきり分からない面もある。実際、米国FOMCについても、1月25日に

新たなコミュニケーション政策の発表と追加金融緩和を示唆した直後には、金利先物フォワード・カーブがややフラット化し、ドル安となったが、直近では元の水準に戻っている。

いずれにしても、今回の対応により、企業、消費者、市場のマインドを改善し、少なからぬ変化を経済活動や予想インフレにもたらす可能性があり、コミュニケーション政策の見直しとそれに併せた追加的な政策発動を考えるべき時期だと思っている。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

私からは、金融政策運営に絞ってお話ししたいと思う。この点に関して、私の問題意識は二つである。皆さんが既にお話しになられたことと同様ではあるが、一つは、我々の金融政策運営の透明性、分かりやすさを、さらに高める必要はないか。もう一点が、追加的な金融緩和を行う必要はないか。この二つの問題意識である。

まず、金融政策運営の透明性についてである。この関連では、「中長期的な物価安定の理解」、それから政策コミットメントの表現の二点が、当面の論点だろうと思っている。我々自身、これらの点については、政策の分かりやすさ、政策姿勢の積極性の示し方といった観点から、予て見直す余地ありと考えてきたところである。そうしたところへ、先月のFRBの決定をきっかけに、FRBとの比較に立って、我々の政策運営は分かりにくいと批判が相次いでいるという状況である。批判に単純に迎合するのは論外である。ただ、我々自身としてそうした問題意識を予て有していた訳であり、また、政策の分かりにくさは、政策の有効性そのものを損ないかねないものであることも考え併せると、現在の批判に謙虚に耳を傾けつつ、見直すべきは見直すという姿勢で臨むべきではないかと考えている。

そこで、最初に、「中長期的な物価安定の理解」をどう考えるかである。

この分かりにくさの原因は、主に二つあると思っている。一つは、この「中長期的な物価安定の理解」は、個々の政策委員の物価安定に関する理解を単純に集めて、そのばらつきの度合いのない範囲を、一つの技術的な文章として整理したものである。従って、元々、政策委員の一致した見解を表現したものではないし、そうしたことに、そもそもの分かりにくさの原因がある。二つ目は、「中長期的な物価安定の理解」は、あくまでも「理解」であって、我々の政策が目指している方向を示す表現になっていない。このことも、分かりにくさの原因に繋がっていると認識している。今述べた二つの点を解決しようと考えれば、政策委員の一致した見解としたうえで、金融政策が目指している方向をそれなりに示す内容にする必要がある。逆に、政策が目指している方向を示すものである以上は、政策委員の一致が前提になるということでもある。

では、実際にどう見直すのかであるが、ポイントは、中長期的にみて物価が安定していると我々が考える物価上昇率をどう示すか、また、それが我々の政策が目指している方向であることを表す言葉として、現行の「理解」に代えてどういうものが適切か、ということである。この二点だと思っている。

最初に、「理解」に代えてどのような言葉を選ぶかについて考える方が、議論を進めていくうえで便利ではないかと思う。「目標」、「目途」、あるいは「目安」など色々考えられるが、内外経済が、今後とも構造変化の波に洗われ、不確実性に晒され続けることを踏まえると、固定的ないし硬直的な印象を与えがちな「目標」という言葉はできれば避けたいような感じがする。一方で、あまりにふわっとして曖昧な印象の「目安」も避けたいような気がする。そうすると、「目途」といったものが有力な選択肢になるのではないかと考える。ただ、用語法はどうであれ、いわゆるインフレ・ターゲットとはどこが同じでどこが違うのか、こうした点を対外的に明確にしておくことが重要であることは言うまでもない。

次に、物価上昇率をどう示すかであるが、大枠として、これまでの「理解」で示してきた内容を踏襲することで良いのではないかとと思っている。

「理解」は、先程も言ったように、元々は各政策委員の考え方のばらつきを示すものであったとしても、それを中長期的にみた物価の安定と整合的な物価上昇率のレンジを表すものと翻訳し直して考えれば、それで良いのではないかと思っている。そのレンジを「中長期的な物価安定の目途」としたうえで、当面目指していく物価上昇率をピンポイントで示すことができれば、我々の物価安定についての考え方を、これまでよりは明確に表現することができるように思っている。具体的にどのような言葉と数値でもって言い表すかについては、物価安定の計測誤差——いわゆるバイアス——、政策運営上ののりしろ、それから国民の物価観、こうした点をどう考えるかといった重要な点もしっかり意識しながら、皆さんと議論したうえで、一致点を見出していきたいと思う。以上が「中長期的な物価安定の理解」の見直しに関する私の考え方である。

続いて、コミットメントの表現をどうするかという点である。現在のコミットメントは、「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」という表現である。これには、分かりやすさ、ないし分かりにくさという点で、少なくとも二つの難点がある。一つ目は、「理解」という言葉を前提にしているために、そもそも政策の方向性が出にくいということである。二つ目は、単に「実質ゼロ金利政策を継続していく」と記述しているために、我々の政策運営の構えが非常に消極的に映りがちであるし、加えて、基金を使って長めの金利などに働きかけ続けている事実、現実が人々に伝わりにくい表現にもなっているということである。これらの二つの難点を、どう修正していくかである。「理解」を「目途」に代えれば、問題の一つは解決するように思う。残りの一つは、表現の仕方の問題であり、これは皆さんと議論しながら詰めていきたいと思っている。ただし、一定の物価上昇率を明示し、その実現に向けて金融政策を推進していくとの言い振りにするとすれば、これまでよりは、何がしか時間軸が強化されることになる点は、念頭に置いておく必要があるのではないかと思っている。

以上が金融政策運営の透明性に関する私なりの整理であるが、次いで、追加緩和の必要性について述べておきたいと思う。前のラウンドで述べたような私の情勢認識——国内経済の先行きを巡る不確実性はなお大きい、そうした中でこのところ多少とも先々に向けて期待の持てる動きがみられ始めているという情勢認識——に立った時、こうした状況であればこそ、金融緩和を一段と強化し、我が国経済が緩やかな回復経路に復していく動きをより確実なものとするよう、金融面から後押ししていくことが必要なのではないかと認識している。具体的な政策対応としては、基金の増額ということにならざるを得ない。現在の緩和的な企業金融環境と短期国債市場の状況を踏まえれば、長期国債だけを買入対象とすることで良いと考えている。そのうえで、増額の規模であるが、国内経済の緩やかな回復パスへの着地を盤石なものとするという考え方に立つのであれば、ここは思い切って10兆円規模とし、しかもその達成を昨年10月の長国買入増額分と同様、本年末までとするのが適当ではないかと思っている。こうした形で追加緩和が図られれば、先程述べた政策の透明性向上のための施策と相俟って、緩和政策の効果はさらに強められるのではないかと思っている。ただ、ここで気を付けておかなければならない点があると思っている。長国の買入規模は、今回10兆円の増額を行うとすると、銀行券ルールに基づくものと合わせ、年間約40兆円にも及ぶ。これだけの長国買入額となると、政府の赤字国債発行額との比較でも、日銀による財政のマネタイゼーションではないかとみられる惧れもなしとしない。ここは非常に重要な点であり、財政のマネタイズでないことを、我々としてしっかりと対外的に説明していくことが、市場との関係を確保していくうえでも非常に重要だと思っている。

以上であるが、なお——と言って良いのかどうか、そんなに軽い話ではないが——、次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当であると思っている。

最後に一言。3月末には、成長基盤強化支援のための資金供給の期限が来る。また、4月末には、被災地金融機関支援のためのオペの期限も到来

する。これらについては、執行部でできるだけ早く方針を固め、それらを対外公表していくのが望ましいように思う。その際、成長基盤強化支援の資金供給については、何らかの新しい工夫を加味して、資金供給規模の増額を図ることができないかどうか、検討する必要があるのではないかと考えている。我々自身、日本の成長力強化がデフレ克服のためにも極めて重要な課題と認識している以上、成長基盤強化支援の資金供給について、手綱を緩めることなく知恵を絞りつつ、対応していく必要があるのではないかと考えているからである。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

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、我が国の金融環境であるが、企業の資金調達環境、金融機関の資金調達環境については、執行部の昨日の説明どおり、引き続き緩和の動きが続いているということで、宜しいかと思う。

次に、実体経済へ影響を及ぼし得る金融資本市場の動向であるが、為替レートに関しては対ドルで77円台、対ユーロでは102～103円といった水準で推移しており、方向としてはやや円安方向に振れたが、基本的に円高水準というように理解できるかと思う。これは、引き続き、我が国の景気・物価に対して下押し圧力として作用するとみている。次に、株価についてであるが、TOPIXに関して、前回決定会合以降またさらに少し回復してきたが、引き続き勢いという面では欠ける展開かと思う。もし仮に、将来の企業収益——先程のラウンドで企業収益の足許の下振れについては申し上げたが——あるいは成長期待が下振れていないということであれば、そうした将来的なファンダメンタルズが維持され、それに対する前向きな見方が株価に反映されて、株価上昇、そして国内設備投資の増加という動きに繋がるはずである。足許では、円高や海外経済の減速といった逆

風のもとで、そうした動きがしっかりと実現していくかどうか、そして来年度にかけての緩やかな回復にしっかりと繋がっていくかどうかは、これからまさに正念場であると認識している。

最後に、インフレ予想であるが、前回決定会合以降得られたデータも含め、改めて、消費者、企業、エコノミスト、債券市場といったインフレ予想を全体として概観してみると、特に1年先、2年先といった短期の予想インフレ率について、方向として、じりっと下落もしくは横這いの推移が続いていて、なかなか立ち上がってこないという傾向が鮮明にみて取れる。こういった短期の予想インフレ率の回復の弱さは、前月も議論したが、物価上昇率が中長期的なアンカーに収束していくという力を弱める方向に作用する。それは、さらに言うと、物価見通しを下振れさせる要因となるため、十分な注意が必要だと考えている。

以上申し上げたうえで、金融政策に関しての意見を申し上げる。まず最初に、「物価安定の理解」の明確化に関してである。多くの方々が既に言及されたように、現下の情勢において、現行の「物価安定の理解」に関して表現をより明確化するなど、さらなる改善の余地、あるいはもし修正するなどのような修正が望ましいかといった点について、私自身考えた意見をこれから申し上げる。現行の枠組みにおいては、各政策委員が理解する物価安定のレンジというものを集計して、それを日本銀行が国民に示すという形で運営されてきたが、もし、何か一つの水準なりレンジなりを政策委員会の総意として合意することができれば、日本銀行はそれを、表現としては例えば「目途」あるいは「ゴール」といった形で、中長期に目指す政策の意図として、明確に国民に示すことができるかと思う。昨年4月の決定会合で、私自身の物価安定の理解は、消費者物価指数の前年比で+0.5～+2.0%、中央値は+1%を若干上回る水準であると申し上げた。今回、バイアス、のりしろ、国民の物価観といった検討事項について改めて点検した結果、大枠で申し上げると変更はないものの、一方で、バイアスとのりしろについては、以下のとおり若干指摘すべき点がある。まず、消費者物価指数のバイアスであるが、ご承知のとおり、昨年夏に2010年

基準への基準改定があった。その結果、1月から7月にかけて、除く生鮮食品でみた指数で、下方修正幅は、毎月の値で申し上げると0.5~0.8%ポイント、除く食料・エネルギーでは0.7~1.0%ポイントであった。5年に一度とはいえ、やや大幅とも言える下方修正を経験した訳である。また、デフレに陥らないのりしろに関してであるが、検討項目として財政政策の発動余地があるが、現下の情勢から、将来的な財政政策の発動余地は、これまでに比べてさらに限られた状況になっていると判断できるかと思う。また、同じくのりしろの検討項目であるゼロ金利下での金融政策の効果に関しても——それは、効果的であればのりしろはあまり必要ない訳であるが——、今、日本を含め先進国でそういった非伝統的な金融政策が進行中であり、まだ政策効果に関するエビデンスが蓄積される途上である。今のところ、その効果の大きさや確からしさについては、まだ部分的な示唆にとどまっているという状況かと思う。こういった状況から考えると、のりしろに関しては、これまでよりも厚めののりしろを確保することが大事ではないかと認識している。

以上の点検の結果から、私自身の「物価安定の理解」としては、先程示したレンジをベースとしつつも、下限で示した+0.5%よりももう少し厚めののりしろをしっかりと確保していくことが重要ではないかと考えている。また、こういった検討をさらに進めていくと、ゼロ%台というものをそもそも排除して+1%以上の水準を目指していくという考え方も、十分に視野に入ってくると考えられる。この点については、これからの経済構造の変化などを見極めつつ、私自身の今後の課題として、引き続き検討を続けていきたいと思う。従って、今回、もし仮に政策委員会として合意を目指すということであれば、差し当たって私の理解とも矛盾せず、また、これまでの中心値であった+1%という水準を、明確な「目途」あるいは「ゴール」とするのが一つの案ではないかと、私自身考えている。

そう申し上げたうえで、仮にそうした水準で政策委員会としての物価安定の目途のようなものを設定できるとすれば、同時に、その達成を目指して強力な金融緩和を推進していくというコミットメントも強化すべきで

あると考える。コミットメントについては、これまで「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」という形で、我々の強い姿勢を示してきた。今回、もし1%を目途という形で合意できるならば、その1%の達成を目指し、それが見通せるようになるまで、実質ゼロ金利政策あるいは資産買入れといった金融緩和を強力に実施するといった、より強い決意、コミットメントを国民に示すべきだと、私自身考える。目標の実現に向けて必要と判断される場合には、将来も金融緩和が一段と強化されるという見通しを人々がもし持てば、先行きをフォワード・ルッキングに見通す企業や家計の意思決定に働きかけることも可能となる。そして、そういった経路から金融緩和の効果をさらに高めることが可能となり、従って、結果的にはより少ない政策発動によって、目標をより早期に達成するといった可能性も期待できるかと思う。そして、そのような我々のより強い決意を国民に浸透させ、また政策効果の向上も目指すためには、単なる言葉というだけでなく、実際の強力な政策行動も伴うことがさらに重要となる。前回の決定会合では、経済・物価見通しの中間評価を行ったが、その際、私自身の評価としては、展望レポートの下限ぎりぎりの範囲ではあるものの、景気見通しは輸出や国内設備投資を中心に下振れて、また物価については、短期予想インフレ率がなかなか立ち上がらないことから物価上昇ペースはより緩やかになるという慎重な見方を示した。そして、基金の増額によって金融緩和を一段と強化して、回復の動きをより強力にサポートする、そしてデフレのリスクを軽減することに正当性はある、ただし、タイミングあるいはその効果やデメリット等に関しては、十分見極めていくことが適切である、と述べた。

今回、「物価安定の理解」を目途 1%という形で明確化し、もしコミットメントをさらに一段と強化するといったことができるとするならば、この機会を捉えて基金の増額を実施することは、まさに絶好のタイミングであると考え。そしてそれは、米国景気の改善や、兆しとしてみられる世界的なIT在庫調整の進捗、あるいは国内復興需要の立ち上がりといった、内外経済の改善方向の動きがみえ始めた現在のタイミングにも対応する

ものである。そういうことを通じて、企業マインドや設備投資に向けた動きを金融面からよりしっかりとサポートし、我が国経済の回復経路への復帰をより確実なものとするといった効果が期待されると思う。そういった強い決意を示すという意味でも、具体的な手段としては、長期国債の増額を非常に思い切った 10 兆円という規模で実施するといった追加緩和手段が適切であると提案したいと思う。なお、残存 1～2 年ゾーンの長期国債の市中残高であるが、現在 60 兆円を超える。昨日、青木金融市場局長から 30 兆円という額が示されたが、あれは確か 2 年物国債そのものだけであつたと思うので、1～2 年ゾーンの長期国債残高は 60 兆円を超える規模が現存する。これまでのオペ結果をみても、10 兆円という規模の増額は十分買入れ可能な規模であると認識している。なお、申し上げるまでもないが、もし、こうしたデフレ脱却の取り組みをすることになると、日本銀行だけでなく、民間企業あるいは金融機関、そして政府も、それぞれの役割に即して、皆が取り組みを続けることが大事である。日本銀行の金融面での取り組みだけでなく、成長力強化、種々の構造改革の取り組みがさらに続けられることが重要だと認識している。

この間、成長基盤強化支援資金供給あるいは被災地金融機関支援オペについては、それぞれの趣旨に沿って着実に実施されてきたところであるが、受付の期限が 3 月末、4 月末とそれぞれ迫ってきている関係で、今後もこれを継続して実施するのかどうか、さらなる工夫の余地があるのかどうか、検討していく必要があるものと理解している。

そして、最後になったが、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。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。前月と同様

に、我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。情勢判断は、今までの委員方の見方を概ね共有しているので、特段付け加えることはしない。次回までの金融政策運営方針は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という、現状維持が適当であると考えている。また、成長基盤強化支援、被災地金融機関支援の各オペも、現状維持が適当である。ただし、先程、山口副総裁や宮尾委員が述べられたように、成長基盤強化に関しては、以前にも申し上げたが、何らかの新しい考え方をできるだけ前広に検討して、成長基盤の強化に対して貢献をする必要があると考えている。

次に、資産買入基金であるが、第一ラウンドで述べたように、現在は、昨年11月会合で述べた「経済活動が活性化せず、逆に円高等でさらに弱まるリスク」が依然として重く存在している。しかし、現在、日本経済には幾つかの底入れや前向きの動きを示すデータが出てきている。しつこいが、第一ラウンドと同じ比喻を使うことを許して頂ければ、ぬかるみに立ち往生していた自動車が漸く前にぐっと動き出したその時に、間髪を容れずアクセルを踏んでぬかるみから脱出するというように、このタイミングを捉えて金融緩和を強化し、前向きの動きを支えることが必要であると考えている。従って、11月会合時に言外に示唆したように、長めのリスクフリー金利の低下を働きかける形の追加緩和、それも思い切った緩和を行うのが適切であると考えている。従って、資産買入基金で現在行っている長期国債買入れを、さらに10兆円、本年末までという現行の枠組みを変えず増額するというのが望ましく、この2月会合が最も適当な時期であると考えている。

加えて、このところ日本銀行の金融緩和の姿勢について、腰が引けているという大きな誤解があり、それが日本銀行のこれまでの施策の効果を弱め、これからの施策の有効性を減じる惧れがある。特に、米国のFedが1月25日に彼等のデュアル・マンドートを明確にする際に、インフレーションに関するロンガーラン・ゴールをPCEデフレーターで2%としたことから、日米の差を云々する論調が目立つようになっている。その際、

金融政策の基本となる物価の安定とは何かを明らかにした、我々の「中長期的な物価安定の理解」が分かりにくいと指摘されている。さらに、物価の安定が展望できるようになるまで実質上のゼロ金利を続けるという、いわゆる時間軸のコミットメントが、単に政策金利を上げないというだけの消極的なコミットメントと誤解されている節がある。従って、今回会合で、「物価安定の理解」を見直して日本銀行の姿勢をさらに明確化し、加えて、物価の安定が展望できるまでという政策コミットメントに、ゼロ金利の維持だけではなく、積極的な金融緩和を行うということを加えるのが望ましいと考えている。

以下、まず「理解」の見直しについて三点ほど述べたいと思う。第一に、物価安定のいわゆる「理解」は、二つのステップからなっていた。まず、第一のステップは、各政策委員が、自分が金融政策を考える時に指標となる物価安定と理解する物価上昇のレンジと中央値は何かを、相互に明らかにすることである。そして、第二のステップで、そのレンジ、中央値の束を全体として過不足なく表現するとどうなるかを文言として定め、その文言を合意した。従って、「理解」は、達成すべき物価安定とはどのような物価上昇率かを日本銀行政策委員会が組織として示したものではない。そのために分かりにくさが生じていると考えられるので、この際、政策委員会が組織として達成すべき物価安定とは何かを、決定すべきであると考えている。

第二に、「物価安定の理解」を考えた 2006 年当時には、政策委員の間に以下の二つの共通理解があったと、当時政策委員であった私は認識している。まず経済は、長い停滞が続いた後、正常状態へ向かう移行過程にあり、また正常状態がどのような状態であるかについても、大きな不確実性が存在するという点である。次に、現在が移行過程であることを十分に頭に入れて、当面目指すべき物価の安定と整合的な物価上昇率を示すという点である。特に、過去の経験に依存している国民の物価観も、十分に考慮しなければならないと考えていた。つまり、将来の大きな不確実性を考慮しながら、過去の経験に依存する国民の物価観にも配慮しつつ、現在目指すべ

き物価上昇率を考慮しなければならない、という共通理解である。現在、政策委員会が組織として達成すべき物価安定とは何かを決定する際、私はこの二つの共通理解は依然として当てはまると考えている。従って、また繰り返しになるが、将来の大きな不確実性を考慮しながら、過去の経験に依存する国民の物価観にも配慮しつつ、現在目指すべき物価上昇率を、当面目指すべき中長期的な物価安定の目途として掲げるべきであると考えている。さらに、意図をより明確にするためには、レンジではなくピンポイントにすべきであると考えている。私自身の当面——これは私は中期的という意味で使っているが——目指すべき物価上昇率は、前回の見通しからは変わっておらず、現在の「理解」の中央値1%と大きな齟齬はない。

第三に、当面——つまり中期——を超えて、長期の正常状態を想定した場合に、持続可能な物価安定と整合的な物価上昇率についても、明確にしておく必要があると、私は考えている。特に、最近F e dが彼等のデュアル・マンドートと整合的なロンガーラン・ゴールとしてP C Eデフレーターで2%と明示し、欧州中央銀行も長期の目標としてH I C Pの——2%以下だが——2%に近いと明示していることは、十分に考慮しなければならないと思う。長期の正常状態を想定する時、主要国の多くが共通の物価上昇率を目指しているならば、それと同じ上昇率を目指す必要がある。これは、過去の歴史を精査した実証研究のコンセンサスでは、長期には購買力平価が少なくとも成熟した国の間では成立しているとみなされるからである。つまり、他の国に比べてインフレ率が傾向的に低い国の為替レートは、傾向的に切り上がっていく。従って、日本を含め、主要国は成熟した国と考えられるということから考えると、欧州、そして米国が2%を目標としている時に、日本だけ1%と、違う物価上昇率を長期的に目指すということは、為替レートの安定ではなく、長期トレンドとして常に円高となる状況を目指すということになり、広い意味での物価の安定に反すると、私は判断している。従って、私は、長期的な正常状態での物価安定と整合的な物価上昇率は2%であると考えている。つまり、私の考える中長期的な物価安定の目途は、長期、正常状態では、他の主要国が長期のゴールと

しているのと同じ物価上昇率で、現在のところは2%である。当面、中期的に目指すべき物価上昇率は1%である。これで、既にもう大分長くなっているの、コミットメントについては、討議の中でお話ししたいと思う。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

色々のご意見が出ているが、私も、中長期的な物価安定の水準としては、2%以下のプラスの範囲にあると思っている。それを踏まえて、当面は1%を目指していくことが妥当と考えている。ステートメント等を通じたコミュニケーションは、受け止める人がどう理解するかがポイントであるので、分かりにくいというところがあれば、我々の思うところが十分に通じるように変えるべきだと思う。また、効果を期待して政策を行うからには、ステートメントが、我々が本気で前向きに取り組んでいるということが、そのとおりに受け止められるものである必要がある。

先程申し上げたように、我が国経済の回復は、極めて微妙なバランスの上に乗っているともいえ、これをしっかりと支えていく必要がある。また、海外の状況について一頃より若干の落ち着きがみられ、先行きの明るさを示す兆しも出てきているところで、回復に向けた動きをしっかりと後押しすることが望ましいと思う。このタイミングで基金の増額を行うことは、本行の景気回復へ向けての強い意志を行動においても示すものでもあり、適切なものとする。基金の増額については、皆さんの言われた長期債10兆円程度が適当と考える。

なお、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する。以上である。

白川議長

盛り沢山の意見表明であったので、議長として効率的な議事運営をしないといけないと思いながら聞いていた。取り敢えず、今出たご意見を私なりに集約すると、テーマとしては三つある。まず一つは、簡単なところからいくと、次回決定会合までの調節方針であるが、現行方針を維持するということであった。第二に、これは政策運営にかかる話であるが、先程の第一ラウンドの、現在の経済情勢に関する議論で我々自身が議論したように、足許の経済について不確実性が大きい中で、このところみられる内外の若干明るい動き、これを捉えて、日本経済が緩やかな回復経路に復していく動きを、より確かなものにすることが必要ではないかということである。そうした面から、予てから議論されていた、デフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けた日本銀行の政策姿勢をより明確化するという話と、そうした政策姿勢の具体的な裏付けとして、資産買入基金の増額を行うことが必要ではないかというご意見、これが二つ目の大きな塊である。三つ目は、この3月末に期限を迎える成長基盤強化支援の融資——これは本則、特則——、それから被災地支援の融資制度であるが、これらの制度について期限が到来する前にしっかり検討して、この方針を明示する必要があるという話であった。なお、この三番目の点については、多くの方のご意見は、これをさらに続けていくということであったようにニュアンスとしては受け取ったが、その際に、単純に延長するだけでなく、何かもう少し新しい工夫ができないか、そうしたことも含めて検討してほしいという話であった。この最後の成長基盤強化支援とそれから被災地支援の融資制度の検討については、執行部の方で、次回会合までに検討してその結果をまた報告して頂きたい。今、三つ申し上げたが、以下では二番目のテーマである政策姿勢の明確化と金融緩和の一段の強化について、それぞれ関連はするが、二つに分けてこの順番で議論をしたいと思う。

まず、政策姿勢の明確化である。具体的な話に入る前に、この議論の位置付けについて、私自身が感じることを申し上げたい。政策姿勢の明確化というテーマで、取り敢えず今申し上げたが、これはある意味で、中央銀

行の行う金融政策をどういう原理で行っていくのかという、ある種中央銀行にとって——ややオーバーな言葉かもしれないが——憲法のようなものであって、非常に大きな話である。非常に大きな問題を議論しているという認識のもとに、これは議論した方が良いと思っている。そうした大きな重要な問題であるだけに、これまで、日本銀行も含めて各国中央銀行はずっと、色々な工夫をしながら、現実の経験を踏まえながら、少しずつ少しずつこれを進化させてきた長い歴史があるように思う。その過程では、主要国の中央銀行はお互いに学び合っている。つまり、日本銀行は海外の経験の中から良いものは学んでいく、それから日本銀行が行ったことの中から海外の中央銀行はこれをまた学んでいって、お互いに学び合っているということである。しかし、最終的には各国の置かれた状況も経済・金融の状況も違うし、中央銀行法も違うので、そういう中でそれぞれ自国の最適な状況を模索するという、大変重い作業を行っているということだと思う。

その政策姿勢の明確化について、先程の各委員の意見陳述の中で、かなり具体的なことを言われた方もいらっしゃるし、原理原則を言われてあまり細かい点には言及されなかった方もいらっしゃるので、どのように議論を進めれば良いのか難しいところがあるが、その政策姿勢の明確化、あるいはその裏側にある分かりにくいという批判の原因を辿っていくと、一つには「中長期的な物価安定の理解」というものの出し方、あるいはそのネーミングということにも関連しているように思う。従来の「理解」は、各委員が理解する物価上昇率の範囲を示してきたものである。その結果、組織としての日本銀行の主体的な判断、あるいは意志が感じられないという批判がある。これは、単純に従来の方式が間違っていたということではなく、当時の状況を考えれば、当時の政策委員会が最適な選択をしたと、私自身は思っている。しかし、その後の経済金融情勢の変化等を踏まえて、それから我々自身のコミュニケーションについての色々な批判や誤解等も考えると、この際、従来の方式に代えて、政策委員会の場で合意された日本銀行としての数値を公表することが、日本銀行としての判断、意志、そう

したものを明確にできると思うし、多分皆さんそうであったと思う。

そのうえで、その場合の判断なり意志を表す数字を、どういう言葉で表すのが良いのかということになってくる。これも、皆さんが言及された訳ではないので、この後で議論する必要があるが、従来なぜ「理解」という言葉を使ったのか、あるいは各国の中央銀行はなぜそれぞれ違った言葉を使っているのか、そうしたことについて深く思いを致す必要があると思う。まず、FRBは今回ロンガーラン・ゴール、ECBはデフィニション、BOEはターゲットという言葉を使っている。それから、FRBも、今回ロンガーラン・ゴールを出す前にはロンガーラン・プロジェクションという言葉を使っていて、色々な変遷を遂げているが、日本銀行としてどういう言葉が良いのか、これは後から議論してみたいと思う。

次に、物価安定の数字の出し方に関する話であるが、今度は具体的な数字の話である。数字についても、具体論を展開されていない方もいらっしゃるが、どういう数字を出すにせよ、改めて議論しないといけないことである。少し整理してみると、このようになるかと思う。これは、従来4月の点検の作業の時に行ってきたことで、繰り返しになるが、現在もこうした理解で考えて良いのかどうか、一応確認しておく必要があるということである。まず、物価安定について整理すると、第一に、物価の安定というのは、概念的に言うと、家計や企業等が物価水準の変動に煩わされることなく経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況である、というのが従来からの整理であったと思う。第二に、その際達成すべき物価の安定は、十分長い先行きの経済・物価動向を予測しながら、中長期的に持続可能な物価の安定を実現するように努めるべきものである、ということであった。第三に、物価指数としては、国民の実感に即した家計が消費する財・サービスを対象とした指標が基本となり、中でも統計の速報性などの観点からみて消費者物価指数が重要である、とこれまで整理をしてきた。こうした整理で良いのかどうかということは、今回どういう数字を公表するにせよ、改めて確認しておく必要があると思う。

以上申し上げたような考え方で概ね良いという場合、今度は具体的に数

値をどうするのか、どの数値を物価安定と考えるのかということである。これまでの点検作業においては、三つのことを重視してきた。第一に、物価安定の計測誤差、第二に、物価下落と景気悪化の悪循環への備え——いわゆるのりしろ——、第三に、家計や企業が物価の安定と考える状態——いわゆる国民の物価観——、この三つをチェックポイントに挙げてきた。こうした整理で良いとすれば、そうした整理に基づいて今回の数字もまた位置付けていく必要がある。

今、申し上げたのは、出し方の話、数字の話であるが、あと三つ目として、数字の出し方とも関連するが、我々自身の時間軸政策の表現の仕方をどのように考えるのかということである。これら全てが関連し合っているが、議論をしてみたいと思う。全部の議論を一気にやるとなかなか難しいと思うので、私の判断で概ねもうある程度理解が共有されていることを確認しながらであるが、今回、「中長期的な物価安定の理解」を、先程申し上げたような精神で見直していくことについては、皆さん賛成ということに宜しいか。その場合に、どこからスタートするかであるが、ネーミング、数字、それからコミットメントと分けた時に、本来ネーミングは実態が決まってからネーミングするものだが、先程申し上げたような精神で行った場合に、その精神を最も正確に伝えるネーミングは何なのかというところからスタートした方が良いように思う。この点について、先程何人かの方が中長期的な物価安定の「めど」あるいは「もくと」と言われたが、「目途」、「目安」など色々な表現の中で、これについてご意見はあるか。

#### 西村副総裁

先程、山口副総裁がおっしゃったように、これは単なる感覚の問題だが、「目標」と言うとあまりにもきつ過ぎるし、「目安」と言うと本当に単なる目安みたいになってしまう。そうすると、やはり「目途」（めど）であるか。そういう意味では、「目途として」とはよく使うので、日本語としてこなれているのではないかと思う。それを「もくと」と読むかということはあるが。

白川議長

私自身も、先程何人かの方がおっしゃっていたが、「目標」という言葉に伴う機械的な目標というニュアンスを避けながら、しかし一方で、日本銀行の意志が感じられる表現ということを考えて場合に、「目途」（めど）という言葉が良いのではないかと感じるが、皆さん、これについては如何か。「中長期的な物価安定の目途」という感じで、取り敢えず宜しいか。

委員（全員）

異議なし。

白川議長

それから、数字について、先程言われてない方もいらっしゃるので、少し議論したいと思う。日本銀行の意志を伝えていくということからすると、レンジではなくピンポイントで示す方が効果的だというご意見があったが、私自身もそのように感じる。一方で、日本経済の構造変化、あるいは日本だけでなく、国際的な経済環境を巡って、景気の不確実性が非常に大きい。先程、西村副総裁が日本経済は移行過程にあるとおっしゃったが、我々自身もそういう状況にあると認識している。しかし一方で、できるだけピンポイントで示した方が良いというニーズもある。そうしたことを踏まえた場合に、どのような表現が良いのか。先程、何人かの委員の方がおっしゃったのは、消費者物価の前年比上昇率で 2%以下のプラスの領域で中心は 1%程度という、従来、我々が時間軸として挙げていたこの数字の実現を目指していくという形で表現するという事だったので、数字としては、2%以下あるいは 1%などが出ていた。これについてご意見をおっしゃっていない方は、お願いしたい。

中村委員

私は、数字は言わなかったので申し上げる。今、白川議長が言われた 2%

以下のプラスの領域で中心は1%程度というのは、現在の枠組みであるが、私も、これに沿ってという考え方で、それを大きく変えるつもりはない。従って、2%以下のプラスの領域で、取り敢えずの中心は1%と、今の枠組みを大きく変えるべきではないと思っている。

#### 亀崎委員

私も、今回は、「物価安定の理解」自体を変える訳ではなくて、分かりやすく表現するために、ピンポイントにしてはどうかということである。従って、やはり2%以下のプラスであり、ピンポイントということでは、中心値が一番ピンポイントと言えるので、1%で良いのではないかと思う。

#### 白川議長

他の方は、数字に言及されたと思うが…。

#### 山口副総裁

私は、明確には言及してない。現在の「物価安定の理解」の大枠を維持することで良いのではないかと申し上げたので、その限りにおいては、中村委員と同じような言い方をした。私は、正直に言うと、2013年度の我々のCPI見通しの中央値が+0.5%であるということを念頭に置くと、ゼロ%台の物価上昇が物価の安定と言い得る物価上昇率であることについては、何がしか抵抗を感じていることは事実である。むしろ、その点、ある種の疑念をマーケットが持つとすると、働くべき時間軸が働かないことになりかねない。従って、私自身としては、レンジよりピンポイントの方が良いと考えているが、1~2%というような形で、物価安定について我々が考え方を整理していくのも、一つの対応ではあると思っている。ただ、今まで政策委員の個々の考え方を一つの集合として纏めた表現をしてきたために、我々の物価安定についての考え方が明確にならなかったという問題があった。従って今回は、私自身の意見に拘るよりは、政策委員会として合意ができることを優先したいと思っている。

白川議長

今、中長期の物価安定の目途の数字の議論をしている訳であるが、この議論をしていくとコミットメントの話に入ってくるので、少しコミットメントの議論をしたうえで、数字の議論を整理したいと思う。現在我々が行っている時間軸政策にかかるコミットメントについて、これをより明確に伝えた方が良いということであったが、この点については皆さんの意見が一致していたと思う。そういう意味では、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の」——「金融資産」というのは今回誤解を解くために新たに入れる表現であるが——「買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」という形で表現して、日本銀行の積極的な緩和姿勢を伝わりやすくするという事だったと思う。この点についても、皆さんご異存はないか。

白井委員

「見通せるようになるまで」という表現で良いのだが、そう言った時に、日本銀行以外の方達がどう受け止めるかは確認しておいた方が良いと思う。「見通せるようになるまで」というのは、例えば、今は0.8%だが近い将来1%が見通せるという意味なのか、それとも今1%だが…。

白川議長

今1%というのは、足許の上昇率か。それとも、足許における将来のインフレ率か。どちらのことか。今、足許の消費者物価が除く生鮮で-0.1%であるが、その-0.1%のことを言われているのか、あるいは今の…。

白井委員

将来その時期になっている時に、例えば0.8%とか、1%、1.2%になっている状況があったとした時に、その時点での展望の意味である。例えば、

0.8%になっていて、さらに数か月後に1%に行きそうだという時に、「1%が展望できる」とするのか、それとも、確実に1%になっていて、今後も1%の状態が安定的に続きそうだという時に、「1%が展望できる」とするのか。これらは少し違うと思うのだが。

亀崎委員

それは、我々の判断ではないか。

白井委員

そうなのだが、その時のメンバーが判断するということか。

白川議長

今は全て物価との関係で議論している。また後から申し上げるが、金融的な不均衡が持続的な経済の成長に対して問題を起こさないといった幾つかの条件はあるが、物価との関係でいくと、ここで言っていることは、従来の時間軸を明確に表現しようということである。今、私が申し上げたことは、従来の時間軸政策の中身を変えようということではなく、従来我々が伝えていることを、より明確に伝えていこうというものである。これは、繰り返しになるが、現在、展望レポートあるいは中間評価で、2年から3年先の経済見通しを発表し、そこでインフレ率がどのように展開していくかであるが、今の我々の予想では、2年後に例えば1.0%は視界に入っていない。そういう中では、実質的なゼロ金利政策を続けていく、ということを行っている。今回の表現でいくと、1%が見通しの中に入ってくる、あるいはそれを超える時には、実質ゼロ金利政策を続けるということではない。その中で、実際にどうするのかは、勿論その時の経済の状況による。そういう意味で、先程申し上げたのは、従来の時間軸を何か変えようということではなくて、より明確に伝えていこうということである。

白井委員

分かる。

山口副総裁

その時に、どういう政策判断をするかは、個々の政策委員の判断である。それは、最終的に政策委員会の場で、一致することもあれば一致しないこともある。従って、何%になったら1%が展望できるようになるので、その段階では金融緩和の手綱を変えていく、というようなことを事前に約束することはできない。

西村副総裁

今の話と関係するので、F e dと我々の方法を比較したい。まず経済を構成する企業・家計・投資家等は、過去の経験や現在の状態だけでなく、将来の売上・所得・投資利益を予想して、現在の行動を決めているということに注目する。先読みをする企業・家計・投資家等に働きかけ、最終的に経済に良い影響を与えようとするのが金融政策の目的であるとする、金融政策は、今のこの時の政策ではなく、将来の金融政策の経路のパッケージで考える必要がある。従って、金融政策の透明性を十分に確保し、無用な誤解を避けるためには、現在そして将来の金融政策経路を信頼できる形で示す必要がある。

その一つの方法が、今回、F e dが行ったように、政策の経路を日程表、つまりスケジュールで示すというものである。つまり、いついつには政策金利を何%とするという方法である。そして、同時にこの政策の根拠を示す。つまり、政策決定の根拠となった経済活動の現状評価と将来見通しを、同時に示すということである。

この方法には問題がある。もし経済に起こるショックを、政策当局が正しくピンポイントに予想できているならば、将来の見通しは必ず実現されるので、いついつには政策金利を何%という日程表型政策金利経路も実現されて、経済は予想どおりに推移する。しかし、ショックをピンポイント

に予想できない時には、時間が経過するにつれて、将来見通しがずれてくる。この場合、経済活動の新しい現状評価と新しい将来見通しに基づいた望ましい金融政策の経路は、ショックが起こる前に時間軸で示した経路とはずれてくる。すると、この新しい望ましい金融政策の経路を採用しようとする、それは人々のかつての予想を欺くことになり、金融政策への信頼性を揺るがしかねないことになる。

これを避ける方法として、いついつには政策金利を何%にとという日程表では示さずに、何々が起こったら政策金利を何%にと、経済活動の条件付けにするやり方がある。さらに言えばこのやり方は幾つかあって、一つの方法は、政策金利を特定の経済量あるいは価格に条件付けるやり方である。過去の例では、「コアCPI上昇率がゼロ%を超えるまでは、政策金利はゼロを続ける」という、日本でいうところの最初の時間軸の政策がこれに当たる。

この場合は、政策手段は一つの経済変数にのみ依存し、将来の金融政策の経路は、企業・家計・投資家等のコアCPI上昇率の将来予想に依存することになる。この場合、政策当局の予想と民間の予想が一致していれば良いが、政策当局の予想と民間の予想が一致していない時には、政策当局が考えている将来政策予想経路と異なる経路を民間が予想して、つまり政策当局の意図を誤解あるいは曲解して経済活動を行って、望ましくない結果をもたらすことがある。

これに対しての解決策は、政策を、政策当局の将来予想に条件付けするというやり方である。具体的には、政策当局の予想がGDPや物価でこれこれの状態の時にはこれこれの政策を行う、というやり方である。これは、広い意味で、現在の包括緩和での時間軸政策のコミットメント——日本銀行が物価の安定が展望できる情勢となったと判断するまで、実質ゼロ金利を継続していく——は、この形の政策である。これは、いわゆるフォーキャスト・ターゲティングという形になる。ただ、これを厳密に書くと、とてつもなく複雑なことになってしまうので、今のところは「目途が展望できるところまで」という文言の形が、私は望ましいと思っている。

白川議長

政策の明確化については、概ね議論が収束してきたと思う。後からまた文章で確認するが、「中長期的な物価安定の理解」を今回は「中長期的な物価安定の目途」ということで、もう一つだけ最後に申し上げたいことがある。金融政策の目的が「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」である以上、目指すべき物価の安定について、できるだけ分かりやすく説明していくこと、数字でも示していくことは大事である。一方で、日本のバブルもそうであったし、今回の世界的な信用バブルもそうであるが、物価に過度に着目したために、結果として低金利が長く続き、バブルが起きたということを、我々は直近これだけの規模で経験していることもまた事実である。従って、金融的な不均衡が経済の持続的な成長にとって問題でないということを確認したうえで、これを行っていく。これは従来も書いていたが、このことの重要性もしっかり意識し、適切な情報発信をしていく必要がある。勿論、今回それを特に強調する必要があるとは思わないが、これは常日頃の情報発信として、そのことは意識する必要がある。これだけ大きな教訓を世界の中央銀行は学んだので、そのことも大事にしておく必要があると思う。

次に、資産買入等の基金の増額の方に話を移したいと思う。大方の委員は、今回金融緩和を強化した方が良いということだった。その際は、資産買入等の基金の増額ということで、この点についても、数字を 10 兆円という形で明示された方もいらっしゃったし、後でまた意見表明しようという方もいらっしゃったが、いずれにせよ、今回大幅に増額した方が良いということであったと思う。この点について、先程、意見表明のなかった委員を中心に、追加的にお願いします。

中村委員

今回の金融緩和は、メッセージ性を強める意味もあるし、思い切ってということなので、やはり 5 兆円では足りないと思う。10 兆円が適当であ

ると思う。

白川議長

他にご意見はないか。多少の重複はあるが、ここまでの議論を改めて整理させて頂く。先行きの内外経済の不確実性がなお大きい中で、最近みられている前向きの動きを金融面からさらに強力に支援し、我が国経済の緩やかな回復経路への復帰をより確実なものとする必要がある。このため、我が国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けて、日本銀行の政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化することが適当だということであった。そのうえで、第一に、「中長期的な物価安定の目途」を新たに示すこと、第二に、時間軸政策にかかるとコミットメントを一段と明確化すること、そして第三に、資産買入等の基金を思い切って 10 兆円程度増額すること、これらについて意見の一致をみたと思う。

宮尾委員

途中で申し訳ない。先程の 10 兆円という額について、私はフィージビリティがあると意見表明を申し上げたが、その点を執行部に確認して頂ければと思う。

白川議長

この長期国債 10 兆円についてのフィージビリティはどうか。

門間企画局長

先程、宮尾委員がおっしゃったとおりである。現在、残存期間 1～2 年の長期国債の市中残存額は 1 月末時点で 68.7 兆円あるので、フィージビリティには全く問題ない。2 年物の新発国債についても、毎月 2.7 兆円新規発行されているので、十分だと思う。

白川議長

それから、この資産買入れの完了の目途であるが、この点について明示的に触れたのは山口副総裁だけだったと思う。他の委員も今回のメッセージ性を考えた場合、年末ということに宜しいか。

西村副総裁

私も、明示的に申し上げた。

白川議長

そうであった。申し訳ない。

宮尾委員

それに関しても同じように確認したい。毎月の買入額がまた増えてくるので、オペに順調に札が入ってくるかどうかについても、もし可能であれば。

門間企画局長

今、大体、資産買入等の基金においては、月に5,000億円購入している。単純計算になってしまうが、もし仮に10兆円を今のご議論のように増額すると、今3.5兆円買っているので、トータルで19兆円にいくまで残りが15.5兆円ある。今は2月中旬なので、これを10で割るか11で割るかは微妙だが、これから毎月大体1.4兆~1.5兆円位を買っていかないと、年内に15.5兆円を買うことはできない。月に買う額が今の5,000億円から一気に1.5兆円位まで3倍位に増えることになる。ただ、先程申し上げたように、新発債が毎月2.7兆円出てくるし、残高が68.7兆円あるので、これは恐らくオペで買っていける金額であると判断することができると思う。

白井委員

少し言葉のことで。「目途」で全く構わないのだが、英語訳がどうなるか合意しておいた方が良くと思う。米国の「goal」が日本では「目標」と訳されている場合が多いが、我々が英語で「目途」をどう表現するかである。

白川議長

幾つか案はあり得ると思うが、今、企画局で考えている英訳案を、ここで雨宮理事から願います。

雨宮理事

先程から「目標」、「目途」、「目安」等色々な言葉を頂いて、英語でどう訳すかという案であるが、英語では、このような「目標」あるいは「目途」を言い表す言葉としては何種類かあって、ピンポイントで示す程度から並べると、一番ピンポイントで示すイメージが「target」、それから「aim」、「goal」、「objective」がある。これは語感なので、必ずしもきっちり定義がある訳ではないが、今言った順番で、厳密な「target」から段々理念に近くなるとすると、先程のご議論であった将来の不確実性を考えると、「目標」という意味の「target」は少し不適切である。一方で、「目安」というふわっとした言葉も不適切である。そう考えていくと、位置付けとしては、結果的に「aim」か「goal」辺りではないかと思う。残念ながら、日本語では、今の四つの単語は訳すと全て「目標」になってしまうが、イメージとしては「goal」かなという感じを持っている。

白川議長

ということは、中長期であるから、medium to・・・。

雨宮理事

委員方がこのイメージで宜しければ、「goal in the medium to long term」

となる。これは定義が書いてある訳ではないので、委員方が共通してこれをお使いになるものをここで決めて頂く方がむしろ良いと思う。

白井委員

私も「goal」かなという感じがする。

宮尾委員

私も「goal」が良いと思う。

雨宮理事

そうすると、「goal in the medium to long term」が良いか。

白川議長

そうであるな。

雨宮理事

それから、もう一つ確認したいのが、「めど」の漢字をどうするかである。

石田内閣府副大臣

普通は、「めど」は「目処」である。「目途」は「もくと」である。

宮尾委員

「目途」は「めど」とも読む。

白川議長

役所や国会は、まさに石田内閣府副大臣がおっしゃったとおりであるが、広く国民にとってはどちらも…。

雨宮理事

ぎりぎり言うと、確かに「目処」が「めど」で「目途」は「もくと」であるが、辞書には「目途」も「めど」と書いてあって、一般的にはこの「目途」という漢字は少し慣れないかもしれない。

白川議長

実際に、この「目途」という漢字を使ってルビを振るということではなく、私自身は「めど」と発音したい。勿論、「目途」を「もくと」と読みたい人はそう読んでも構わないが、「目処」の方は何となくふにゃっとする感じがあると思う。

雨宮理事

事務方が作業する都合があるので、決めて頂きたいのだが…。

白川議長

「目途」を「もくと」と読んでもらっても勿論構わない。今の辞典には「めど」も「もくと」も両方読み方があるので、読む人によって、ということが良い。「日本」も、「にほん」と「にっぽん」の両方あって、私自身はいつも「にっぽん」と読んでいるが、多くの方は「にほんぎんこう」と読んでいる。私は、正式名称として「にっぽんぎんこう」と読んでいるが。

白井委員

「目途」の方が馴染みがある。

白川議長

そこは、一般国民にとっての馴染みということで。

雨宮理事

「目途」で宜しいか。

白川議長

結構である。

藤田財務副大臣

個人的には、「goal」と「目途」には語感的に少し乖離があるように思うが。

白川議長

勿論、語感に一番近い英語を作り出せば良いのだが、我々が英語で文章を発表する時は、まず、日本語で文章を発表して、それに一番近い英語を探していくという作業になるので、色々な英語を探し、シソーラスでも探したりしている。今回、FRBの「longer-run goal」を各新聞社がどのように訳しているかをみると、某大手経済新聞は、これを「目安」と表現している。ただ、「目安」は我々の意志からすると、少し弱いかなという感じがしている。ある新聞は、これを「目標」と表現しているが、ただ、多くの方は「目標」というと「target」を連想する。バーナンキ議長自身も、これはtargetではないと言っているので、「target」は不適切だろうと思う。

藤田財務副大臣

語感的に言うと、むしろ「target」の方が近いかもしれないが、誤解を受けるということであれば、英語の問題なのだが、例えば——金融の単語については詳しくないが——「around 1%」とは言えないか。

白川議長

「around 1%」は、逆に……。

藤田財務副大臣

目標としては、ぼけてしまうか。

白川議長

従来も「1%程度」と言っていたためにぼけてしまっていたので、今回は、そこをぼけさせないようにしたいというのが、明確化の意図であるので。

藤田財務副大臣

そうすると、消去法で言うと「goal」になるということか。

白川議長

そうである。これは実に悩ましく、言葉であるのでどのように使っても最後は段々一人歩きしていくので、我々の意図を離れていく可能性はあるが、なかなかぴったりの言葉がない。そういう意味では、かつての「理解」も色々な言葉の中から出た言葉である。委員間のちらばりという意味でも「理解」だったのだが、一方で、経済が移行過程にある中で、なかなかピョポイントで決めにくいということがあって、また毎年見直していくという意味も含めて「理解」になった。今回、「目途」という言葉がちょうど良いバランスに入っているのかどうか、発表した後も色々な批判はあると思うが、そこは地道に……。

藤田財務副大臣

そういうことであれば、消去法で宜しいのではないか。

白川議長

二点ほど申し上げたい。まず、デフレからの脱却、物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰ということで、我々は金融政策の面から最大限の貢献、努力をしていくということだと思う。だからこそ、今回このような

発表をする訳であるが、この政策の持つ意味合いについても、同時に正確に認識しておく必要があると思う。今回の措置は、イールド・カーブを——もう相当に低水準であるが——全体として下げていくということであるし、その玉突きとして、各種のスプレッドもさらに小さくしていくということになる。そういう意味では、金融環境をさらに緩和方向に持っていくということになる。言い替えると、そのことは金融の仲介をする人、つまり金融機関からすると、それだけさらに利鞘が低下していくということで、ある意味では、それだけ貸出をするインセンティブがむしろ減っていくことを、同時に意味している。そういう意味で、この政策が意味を持つのは、金利あるいはスプレッドが低下してメリットを受け得る最終的な調達主体、つまり企業等が、それを利用して投資等を実施していくということがないと、この政策だけでは実は完結しない訳である。だからこそ、我々自身は成長力の強化に向けた取り組みが必要である。この極めて緩和的な金融環境を活かす努力がないと、効果が発揮されない。そういう意味では、金融——日本銀行と民間金融機関——と、実体的という意味での企業と、それをサポートする政府、これら双方の努力がないと、デフレからの脱却はなかなか難しいということである。そのことも同時に言う必要があると思う。金融政策、すなわち低金利によって、例えば将来の需要を持っていくことができても、将来の需要は無限にある訳ではなく、持ってくる需要自体が段々なくなってくるので、今申し上げたことが必要だということが第一点である。

もう一つは、先程、山口副総裁からマネタイゼーションとの関係でご発言があったが、私自身も全く同じように思っている。客観的にみると、基金による長期国債の買入れペースは、これまでの月間 5,000 億円から月間約 1.5 兆円になる。成長通貨オペで行っている国債の買入れが月間で約 1.8 兆円である。そうすると、本年末までの間、月間で 3.3 兆円、年率換算では 40 兆円という巨額の国債の買入れを行う訳である。勿論、マネタイゼーションではないし、我々自身は、これはマネタイゼーションではなく、日本経済を物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰させるために

やっていくのだということはしっかり説明していく。しかし、後世、我々が行っていることをどのように評価するかであるが、それをマネタイゼーションと言うのだという議論も十分あり得る世界に段々入ってきているようにも思う。そういう意味では、我々自身が政策の中身をしっかりと説明することは勿論大事であるが、我々自身の政策を包み込むロジック、社会の反応関数まで含めて考えた場合、それはマネタイゼーションの危険がないかということ、その危険性を意識しながら、しっかりとした情報発信をしていかないといけないと思う。そのことを言い過ぎると、日本銀行の姿勢が疑われることになってくるので、そこは注意する必要があるが、これはマネタイゼーションではないということを、単に言葉で言うだけではなく、様々な工夫が必要である。それだけ重い決断を今やっている。我々は歴史の検証に晒されているのだということだと思う。

それでは本件については、後程、金融市場調節方針と併せて採決を行いたいと思う。執行部は、基本要領の改正案の作成など、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

#### 亀崎委員

今の点について少し宜しいか。デフレからの脱却は、日本が目指している訳である。金融面からは、我々は最大限やっていく。金融機関も企業も政府も総力を挙げるのだが、バランス良くやる必要がある。どこかだけが突出していくと、やはり歪みが出てくると思う。それぞれが結束してやっていく必要がある。もう一つは、マネタイゼーションという話が出たが、これだけ金融緩和を続けているが、金融緩和を続けていることによって安定的な金融環境ができる訳では決してない。欧州の場合がそうである。そうすると、やはりそれぞれの持ち場がしっかり規律を持たないと、特に財政規律が片方ないと、大変な状況になってしまうことは、我々も注意しなければいけないと思う。

白川議長

そのとおりだ。それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。最初に、財務省の藤田幸久副大臣お願いします。

藤田財務副大臣

我が国経済をみると、昨日公表された平成23年10～12月期の実質GDP成長率はマイナスとなった。先行きについてみると、緩やかな持ち直しが続くとみられるものの、欧州の政府債務危機に端を発する金融システムへの懸念や金融資本市場への影響等による海外景気の下振れ、長引く円高等により、我が国の景気が下押しされる重大なリスクが存在し、政府として大変懸念している。

先般2月8日、平成23年度第4次補正予算が成立した。引き続き、平成24年度予算の速やかな成立に向けて、全力で取り組んでいく。

また、政府としては、先般1月6日に決定した「社会保障・税一体改革素案」に沿って、引き続き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を同時達成すべく取り組んでいる。

デフレ脱却に向け、政府・日銀が一体となって今後の経済運営に万全を期すことが重要である。

本日、10兆円の基金の増額、そして1%目途というような議論が提案されたことは、時宜を捉えた積極的な措置として評価する。日本銀行におかれては、今後とも政府との緊密な情報交換・連携のもと、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

内閣府の石田勝之副大臣お願いします。

石田内閣府副大臣

昨日公表した平成23年10～12月期のGDP速報では、我が国の実質経済成長率は年率-2.3%と、2四半期振りにマイナスとなった。これは、海外景気の回復が弱まっている中、タイの洪水被害という一時的な要因により外需が落ち込んだことによる。景気の先行きについては、復興需要や各種の政策効果に支えられ、緩やかな持ち直し傾向が続くと期待されるが、景気の下振れリスクには十分な警戒が必要である。

物価については、慢性的なデフレから抜け出せない状況が続いている。デフレの背景には、需給ギャップの存在や企業の我が国経済への成長期待の低下に加え、民間部門にデフレ期待が根深く定着していることが考えられる。政府が最重要課題としている「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いうことを改めて申し上げる。

デフレ脱却に向けて、政府としては累次の補正予算を通じた拡張的な財政政策により、復興需要の早期発現を図りながら需給ギャップの縮小に努めている。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、「新成長戦略」の実行加速や「日本再生の基本戦略」の具体化を通じて成長力の強化に取り組んでいく。

日本銀行におかれては、こうした政府の取り組みと歩調を合わせ、デフレ脱却に向けた取り組みの結果を出すべく、金融政策面からの最大限の努力をお願いします。

1月25日には、FRBが長期的なインフレ率の目標を、個人消費支出デフレーターで前年比+2%と設定した。これは、金融政策運営の透明性を強化し、金融緩和を継続するとのコミットメントと合わせ、市場の期待に働きかけるものと考えている。

本日、新しいご提案があった。これは、金融政策運営の透明性の向上と説明責任の強化という世界的な潮流を踏まえた適切なお提案と考える。今後とも透明性の向上に向けた不断の努力をお願いします。以上である。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案、以上に関する記述を含めた金融政策運営に関する対外公表文の議案の取り纏め、「「中長期的な物価安定の目途」について」の対外公表に関する議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部は、全部で四本の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

それでは、順番に読み上げさせて頂く。まず一枚目である。「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」。この紙は以上である。

二枚目である。「「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件。案件。金融緩和を一段と強化し、これを通じて、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとする観点から、下記の諸措置を講ずること」。「記」の読み上げは省略し、後ろに付いている別紙1. をご覧頂いて、このうちの改める部分を申し上げる。資産買入等の「等」の部分が実は固定金利オペであるが、こちらは35兆円のまま変わらない。資産買入れそのものところを、現在の「20兆円」から「30兆円」に改めて、合計が65兆円程度となる。(2)の資産買入れの中身のところだが、このうちの「イ、利付国債」を「9兆円程度」から「19兆円程度」に改める。また、別紙2. であるが、同じように、資産買入の部分について「二十兆円」から「三十兆円」に改める。これは、「日本銀行業務方法書」の改訂である。これについては以上である。

次に、対外公表文である。「金融緩和の強化について」という文章である。「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、以下の決定を行った。(1) 中長期的に持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率として、「中長期的な物価安定の目途」を示すこととする」。(注1)に「『中長期的な物価安定の目途』について」を参照」とあるが、これは後程ご説明する。「日本銀行としては、「中長期的な物価安定の目途」は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とする。(2) 当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを条件とする。(3) 資産買入等の基金を55兆円程度から65兆円程度に10兆円程度増額する。買入れの対象は長期国債とする」。(注2) 基金の内容等については別紙参照」である。「現在、資産買入等の基金の残高は43兆円程度であるため、今回の増額分と併せ、年末までに残高は22兆円程度増加することになる」。(注3) 日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、年間21.6兆円の長期国債の買入れを行っている」。「2. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定した（全員一致または賛成○反対○）。3. わが国経済は、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。一方、わが国の金融環境については、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。4. わが国経済の先行きについては、欧州債務問題の今後の展開やその帰趨、電力需給の動向や円高の影響など、引き続き不確実性が大きい。もっとも、最近では、欧州債務問題を巡る国際金融資本市場の緊張は、昨年末頃に比べると幾分和らいでいる。米国経済では、バランスシート調整の重石はあるものの、このところ改善の動きがみられている。わが国についても、内需は震災復興関連の需要もあって

底堅い展開を辿っている。5. 日本銀行は、先行きの内外経済の不確実性がなお大きい中で、最近みられている前向きの動きを金融面からさらに強力に支援し、わが国経済の緩やかな回復経路への復帰をより確実なものとする必要があると判断した。このため、今回、わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けて、日本銀行の政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化することを決定した。日本銀行としては、引き続き強力な金融緩和を推進していく。併せて、わが国経済の成長基盤強化にも、中央銀行の立場から取り組んでいく。この間、欧州債務問題がわが国の金融市場ひいては金融システムの安定を脅かすことのないよう、万全を期していく。6. わが国経済は、現在、急速な高齢化のもとで、趨勢的な成長率の低下という長期的・構造的な課題に直面している。この課題への取り組みは、わが国経済の新たな経済成長の基礎を築いていくうえで不可欠である。デフレからの脱却は、こうした成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものである。以上を念頭に、民間企業、金融機関、そして政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことが、重要である。以上」。別紙であるが、ここには基金の規模について、導入時の規模から現在の規模、そして今回増額する10兆円があつて、増額後の規模という記載になっている。それから下段のところに、先程の長期国債を別途買い入れているという（注）と、今回の10兆円を含めて「2012年末を目途に増額を完了する」ということを記載している。

最後に、今回新しく導入する「中長期的な物価安定の目途」について」という文章である。「1. 日本銀行は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」を理念として、金融政策を運営している。その際の「物価の安定」は、中長期的に持続可能なものでなければならない。2. 本日の政策委員会・金融政策決定会合では、わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けた日本銀行の姿勢をさらに明確化する取り組みの一環として、「中長期的な物価安定の目途」を新たに導入した。3. 「中長期的な物価安定の目途」は、日本銀行

として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したものである。この「中長期的な物価安定の目途」について、日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とすることとした。従来は、「中長期的な物価安定の理解」として、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率の範囲を示していた。4. 「中長期的な物価安定の目途」の背後にある「物価の安定」についての基本的な考え方については、以下のとおり、これまでと同様であることを確認した。①概念的定義。「物価の安定」とは、家計や企業等が物価水準の変動に煩わされることなく、経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況である。②時間的視野。十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて「物価の安定」を実現するように努めるべきものである。③中心的指標。物価指数としては、国民の実感に即した、家計が消費する財・サービスを対象とした指標が基本となり、中でも、統計の速報性の点などからみて、消費者物価指数が重要である。5. 「中長期的な物価安定の目途」を具体的な数値として示すに当たっては、これまでの点検と同様、①物価指数の計測誤差（バイアス）、②物価下落と景気悪化の悪循環への備え（のりしろ）、③家計や企業が物価の安定と考える状態（国民の物価観）、の3つの観点を踏まえて検討した。その際、日本経済の構造変化や国際的な経済環境などを巡り、先行きの不確実性が大きいことに留意する必要がある。このため、「中長期的な物価安定の目途」について、現時点では、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にある」とある程度幅を持って示すこととした。そのうえで、「当面は1%を目途」として、金融政策運営において目指す物価上昇率を明確にした。6. 「中長期的な物価安定の目途」は、今後も原則としてほぼ1年ごとに点検していくこととする。以上である。

白川議長

以上の文章について、ご意見を願います。一番最初の議案は、金融市

場調節方針の決定なので、これは良いな。実態的には、三番目と四番目になると思うが、まず、「金融緩和の強化について」という——いつものステートメントであるが——文章について、ご意見をどうぞ。

宮尾委員

二番目と三番目と共通するが、「持続可能な物価の安定」という言葉があるが、意味としては、中長期的に持続性のあるという意味か。持続可能性というのは、財政であるとか成長であるとかという形でよくこれまで使ってきたが、物価安定ではこれまで日本銀行の情報発信でもあまり使っていなかったのではないか。

白川議長

いや、使っていた。

宮尾委員

使っていたか。申し訳ない。持続性のあるという理解で宜しいか。

白川議長

そうである。英語のサステイナブルをそのまま……。

宮尾委員

長期的に持続的なのということであるな。

白川議長

そういう感じである。「的」がダブっている。

三番目の文章については、他にないか。四番目の「「中長期的な物価安定の目途」について」、こちらの方の文章については如何か。

山口副総裁

三番目の文章に戻って宜しいか。「金融緩和の強化について」というタイトルの方の文章で、5.の最後のところで、「欧州債務問題がわが国の金融市場ひいては金融システムの安定を脅かすことのないよう、万全を期していく」とある。これは、従来に比べると多少踏み込んだ記述になっているが、「万全を期していく」というのは、何を意味しているのか。このように書いた場合、何を意味していると、我々として理解しておけば良いのか。

白川議長

雨宮理事にお願いしたい。起案者として考えた時に…。

雨宮理事

欧州債務問題が金融市場、金融システムの安定を脅かすルートとしては、多分幾つか、何層か考えられるだろうと思う。今までのリーマン・ショック等々の経験、あるいはその前の日本の経験を踏まえて幾つか整理すると、一つは、流動性の蒸発という格好でのリクイディティ・クランチの影響の仕方がある。もう一つは、資産価格の変動——例えば株価の大幅下落——あるいは為替の変動を通じて、金融機関の資産内容に影響を与えるというルートも考えられる。さらに、実は実体経済の面でも、景気の悪影響が日本経済に及ぶことによって、間接的に金融システムを脅かすというルートも考えられる。従って、恐らくマネーマーケットのルート、資産価格のルート、あるいは実体経済へ通ずるルートと、幾つかあろうかと思う。それぞれに応じて、流動性に対する資金供給、あるいは資産価格が変動した場合の対応、実体経済が変動した時の対応が考えられるが、いずれにせよポイントとなるのは、この中身は恐らく狭義のマネタリーポリシー——いわゆる金融緩和措置も含めたマネタリーポリシー——だけではなく、市場の安定化のための色々なオペレーション、さらにいわゆる金融システム対策、プルーデンス対策も含めたような——これは日本銀行でできる部分と政府の部分と両方あろうかと思うが——金融政策、市場政策、プルーデンス

政策があつて、一応全部を包含した概念として、この「万全を期す」という表現を採つたつもりである。

石田委員

少し趣旨が違うが、この「目途」の「途」というのは、どういう意味であつたか。場所的なニュアンスがあるのか。というのは、「目処」の「処」も「ところ」だが、「目処」と書くとゴールという感じがしないが、「途」という字だと何となくゴールという気がする。行く先という感じがする。

白川議長

これは元々「みち」なのではないか。今、漢和辞典で調べているが。

石田委員

目指すところの場所みたいな感じがある。そこはやはり、この字のそういう雰囲気からゴールと理解するということが宜しいか。

白井委員

そこに向けているという…。

石田委員

そうでないと、「目処」だとあまり向かっている感じがしない。

白井委員

確かに、向かっている感じではない。

石田委員

「目途」だと向かっている感じがある。

白川議長

そのうえで、漢字はそうなのだが、それをどう発音するかということである。

石田委員

発音もそうだが、この字である。こういうつもりで「目処」は使わなかったということでは、もう少し調べておいた方が良くはないか。

山口副総裁

そうであれば、なぜ「もくと」と読まないのかという話になってしまう。

石田委員

それは、最近是一般の国民がそちらを使っている方が多いので、ということで、「もくと」と同じように使っているとは言えないか。

西村副総裁

私は何年か前まで役所にもいたし、民間というか大学にもいたが、「目途」は普通は「めど」と読んでいる。「もくと」というのは、役所に行った時にこう読むのかと知った。

石田委員

「めど」と言うと、もう一つ、刻みという意味の「めど」があるが、これはそういう意味だな。「もくと」的な「めど」というか……。

白川議長

今の三番目と四番目の文章、両方について追加的なご意見はないか。ないようであれば、最初に金融市場調節方針、次に「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件、続いて金融政策運営に関する対外公表文、最後に「中長期的な物価安定の目途」についての採決を行う。

申し訳ないが、政府出席者には一時退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

金融市場調節方針である。採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。

次に、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件について、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

基金の基本要領の改正である。採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合後、適宜執行部より対外公表することとする。執行部は、先程の金融市場調節方針に関する採決の結果を含め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

「金融緩和の強化について」の公表に関する件である。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、「中長期的な物価安定の目途」について」の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

「「中長期的な物価安定の目途」について」の公表に関する件である。  
採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

「「中長期的な物価安定の目途」について」の対外公表文は、金融政策運営に関する対外公表文と併せて、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]

全員一致で賛成であった。

VI. 議事要旨（1月23～24日開催分）の承認

白川議長

最後に、1月23、24日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。ないようであれば、議事要旨の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：白川総裁  
山口副総裁  
西村副総裁  
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ます。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、17日金曜日の8時50分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、3月12、13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、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時43分である。

白川議長

解禁時刻が12時43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。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時38分閉会)

以 上