

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年1月25日（14:00～16:17）

1月26日（9:00～12:21）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）
山口廣秀（副 総 裁）
西村清彦（ 〃 ）
須田美矢子（審議委員）
野田忠男（ 〃 ）
中村清次（ 〃 ）
亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	香川俊介	大臣官房総括審議官（25日）
	野田佳彦	財務副大臣（26日）
内閣府	梅溪健児	大臣官房審議官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	中村康治
企画局企画役	中嶋基晴

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部報告である。明日は、最初に中間評価も含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 12 月 1 日及び 12 月 17、18 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。

本日の政府出席者のご紹介である。財務省からは香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。会合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。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

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

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。金融調節、金融・為替市場動向からお願いする。

外山金融市場局長

それではご報告申し上げます。まず、金融調節の運営実績についてご説明申し上げます。図表 1-1 をご覧頂きたい。左端の無担保コールレート（オーバーナイト物）だが、概ね誘導目標水準近傍で推移した。12 月積み期の期初に当たった前回決定会合以降、数日間こそ一部系統機関が傘下金融機関への付利水準を低下させたことに伴う預金流出に備え、流動性確保に積極的に乗り出していたこともあって、0.10%を若干上回るレートを付けて

いたが、資金供給量が年末に向けて増加するにつれ、都銀による日々の資金調達額も低下し、12月25日以降は、レートは概ね0.1%を下回って推移した。投信、生保といった補完当座預金非適用先が運用難から0.1%を下回るレートで資金を積極的に放出したほか、適用先である一部外銀も円転コストがマイナスになった際に、取引情報の入手や取引先拡大を企図し、0.1%を下回るレートでオファーを入れたことなどが金利低下に拍車を掛けた。一方、1月19日以降はレートが0.1%を再び上回っているが、これは為替スワップ市場が円投地合いとなり、一部外銀が今度は高めのレートで資金を調達して、これを元手に円投したことも寄与している。除くゆうちょ銀ベースでの準備預金残高、また当座預金残高は、年末日等特定日を除くと、それぞれ、14兆～15兆円台で推移した。季節要因もあって単純比較はできないが、臨時決定会合以前に比べると、それぞれ、3兆～4兆円の増加となっている。図表1-2をご覧頂きたい。日銀当座預金の保有状況であるが、12月積み期は11月積み期と比べ3.7兆円増加した。各業態とも当座預金を増加させているが、特に都銀、外銀、信金、証券会社の増加が大きくなっている。都銀はメガ2行が年末日に預貸の大きな上振れで積みが進捗して、最終日まで数日残して積み終える展開となった。当該2行は、1月積み期については超過準備を回避したいとしていて、NCDやユーロ円、DDでの資金手当を抑制するなど、余剰資金を抱えないよう努めている。

図表1-3の下のグラフで短期金利の推移をご覧頂くと、GCレポ・レート（スポネ物）は、年末に向けて0.13%まで上昇する場面もみられたが、本行が年末日決済となる国債買現先オペ（スポネ物）を4兆円まで増加させたこともあって、その後は0.11%に張り付いている。都銀がレギュラーで出し切れなかった資金をスポネ、トムネ、T+0まで順次目線を下げつつ、積極的に資金放出しているほか、短国に対する投資家需要も旺盛で、証券会社が大きく在庫を抱える場面が少なかったことも寄与している。図表1-4であるが、年末日があったので年末日の市場状況についてみると、除くゆうちょ銀の準備預金残高は、当座預金残高は20.3兆円と、

それぞれ昨年末の 、15.2兆円を大幅に上回る水準となった。また取引が細る中、無担保コールレート（オーバーナイト物）、レポ・レート（スポネ物）ともに、低位での年越しとなった。図表1-5と1-6で無担保コール市場残高をみると、本行の資金供給量が増加するにつれて、じりじりと減少している。ただし、足許の残高は5兆円前後といったところであって、量的緩和期のボトムが2003年1月の3.9兆円であるが、これに比べれば1兆円強高い水準である。

図表1-7、オペの実施状況である。前回会合でご報告したとおり、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移させること、やや長めの金利のさらなる低下を促すこと、流動性を巡る懸念が金融機関行動の制約にならない状態を作り出すこと、市場機能を可及的に残存させることといったことを考慮しながら淡々と運営している。これまでのところは資金供給量を増加させる中で、日々の資金需給や資金偏在にも配慮して、国債買現先オペやT+1物の共通担保オペを多用した肌理細かい資金供給を行ってきている。ただ、このところ積み進捗が大幅に早まるとか、あるいは一部のオペで札割れが発生するといった資金の大量供給に伴う市場機能低下の兆候もみられ始めているところである。固定金利方式の共通担保オペであるが、週1回8,000億円のペースで実施している。先週までに累計7回5.6兆円供給した。応札倍率は8倍前後となることが多く、都銀、信託、証券等がこれまでのところは限度額一杯の応札を行っている。金利入札方式の共通担保オペは、T+2スタートの2~4か月物で長めの資金供給を行う一方、T+1スタートの1~2週間物で最終的な資金供給額の調整を行っているが、落札レートは一時的に強含んだ12月下旬央を除き、いずれも0.10~0.11%と極めて落ち着いた水準となった。特に年明け後は、期間を問わずほぼ0.10%で落札された。CP等買現先オペについては、毎週2回実施しているが、概ね0.10%で落札されている。1月19日、21日の最後の2回分だが、昨年9月29日以来の札割れとなった。投資家の買入意欲が強く、これは先程ご説明したとおり、短国もそうであるが、CPについても買入意欲が強く、金融機関の保有玉が減少してい

るといったことが背景にある。国債買現先オペについては、1週間物は継続的に毎日 6,000 億円オファーしてきた。またスポネ物については、12月中は資金供給量の積み上げ及びレポ市場における安定的な金利形成を企図し、概ね毎日 2 兆円以上でオファーしていた。市場での需給動向にも配意して、機動性をもって資金投入を行った中で、年末日決済となる 12月 28 日オファー分は、先程申し上げたとおり、4 兆円まで増加させた。ただし、年明け以降は固定金利方式の共通担保オペ等で資金供給量のベースが厚くなってきたこと、またレポ市場も極めて安定していることから、徐々に国債買現先オペの役割を後退させつつある。1 月 20 日にはスポネ物を 4,000 億円まで縮減させ、本日は一昨年 11 月以来であるが、スポネ物のオファーを見送った。一方で、1週間物のオファーは 8,000 億円に引き上げている。落札レートは、12 月下旬央を除いて 0.10~0.11%となった。CP 等買入オペについては、12 月 18 日に最後のオファーを実施した。最後まで応札ゼロで残高もゼロである。米ドル資金供給オペについては、1 月 12 日に 29 日物を実施し、1 億ドルの応札がみられた。予定どおりスワップ協定が 2 月 1 日で打ち切りということになれば、これが最後のオペとなる。企業金融支援特別オペは、5 回オファーしたが、年明け後実施した分 3 回中 2 回は、特別オペでのロール・オーバーができない 4 月以降にエンド日が到来すること、金融機関の CP の手持ち在庫が減少してきていること、さらに都銀が積み進捗をセーブしようとしていたことなどが相俟って、大幅減額ロール・オーバーとなった。残高は 6.4 兆円まで減少している。図表 1-9、本行受入担保残高の推移であるが、12 月末の受入残高は全体で 106.7 兆円、民間債務は 11.4 兆円と、前月末からそれほど大きな差はない。固定金利型共通担保オペの開始とか、あるいは企業金融支援特別オペが 3 月で打ち切りになるといった与件の変化があるが、全体としてあるいは個別行としても、差し入れ状況には大きな変化はみられていない。

続いて、市場の動向についてご説明申し上げます。図表 2-1 でまず短期金利の推移であるが、ユーロ円、短国といった辺りのレートをご覧頂くと、緩やかに低下を継続している。本行の積極的な資金供給に伴って資金余剰

感が強まる中、投資家の短国購入意欲が非常に高くなっているということである。この結果として、証券会社に在庫が乏しくなり、本行の買入札——国債の短い物であるとか、あるいは短国オペの買入れといったもの——がやや低調あるいは不調に終わるといった例もみられるようになってきている。ターム物のレートの推移であるが、TIBOR-OISの спреッドをご覧頂いても、年末を無風で経過したといったこともあって、年度末越えのプレミアムはほとんどみられていない。また、下段のCP発行レートであるが、建設セクターを除いて、概ね低下ないし低位横這いといったところである。3月末に特別オペのオファーを終了するが、それ以降のCPレートの見方は分かれている。官民逆転が是正されるといった見方と、資金が大量に供給されているといったこともあって、思ったほどレートは上がらないのではないかとといった両用の見方がみられるところである。図表 2-5 の長期金利まで進んで頂きたい。米国あるいは欧州の10年国債利回りの推移を下のグラフでご覧頂くと、前回決定会合以降、前半は景況感の改善あるいは株高といった流れを受けて金利が上昇した。年明け後に至って、中国の引締めが警戒され始めたこと、あるいは直近では米国オバマ大統領の金融規制強化といったアナウンスメントを受けて大きく金利が再び低下するといった動きになっている。日本についても、つれた動きということであるが、振幅は小さな動きになっている。投資家の旺盛な買い意欲と需給懸念がレンジを作っているといった形になっている。都銀については、長期国債を買いに行く時期を探っているといった状況ではあるが、なお全体としては短中期債中心の投資が続いている。図表 2-6 の下段で、市場参加者が注目する債券利回り変動要因であるが、12月分については短期金利、金融政策への注目が高まったといったことがみられている。図表 2-8 で社債流通利回りの対国債 спреッドの推移であるが、低格付債を中心に спреッドのタイト化がなお続いている。アイフルのADRが12月24日に成立して、これによって消費者金融銘柄に買い安心感が出てきたといったことや、あるいはドバイ・ショックで спреッドが拡大していた建設の買い戻しがみられたといったことが寄与し

ている。それから、JALが1月19日に会社更生法の適用ということになったが、社債は普通社債が470億、CBが202億ある。事業再生計画によると回収率は17%ということであるが、ほぼ直近の市場価格が20%前後といったことであったので、市場への攪乱的な影響はみられていない。なお、JALのCDSについては、1月21日にディターミネーション・コミッティの方で、クレジットイベントの認定がなされた。取扱量の多寡ということで、入札が行われることになったのは持ち株会社のみということである。この間、他の公益セクター等への波及は、今のところ限定的といったところである。

株式相場の推移であるが、これも大きく上昇した後は、足許は大きく下落している。米株であるが、景況感の改善あるいはFOMCの議事録の公表等で低金利の継続予想が長引いたといったことが、当初は株価を押し上げていた訳であるが、中国での引締め動き、あるいはオバマ大統領による金融規制の強化のアナウンスメントといったことで、大きく値を下げたという展開になっている。日本株についても、大きくはこれにつれた動きということであるが、今まで出遅れていた分だけ12月の上げ幅が大きかった訳であって、米株、欧株と比べると、そこまでは落ちていないというのが足許の状況である。右側の主体別売買動向でご確認頂くと、今申し上げたように、外国人がこの間ずっと買越し額が大きくなってきている。中でも1月の最初の7,000億円というのはかなりの記録ということになっていて、これまで出遅れていた日本株を見直そうという動きがここにきて出てきているということである。米株については、この間、金融株の下落が相当大きかった訳であるが、日本株については、例えば、1月6日に三井住友銀行が増資を発表した時にも、これで悪材料が出尽くしたということで、却って切り上がるという動きがみられるなど、金融株がこの間大きく売られているといったことはなかった。

最後に為替である。前回決定会合以降の動きでみると、円は大幅下落の後反発、ドルは上昇の後一旦軟調に転じ、また足許上昇、ユーロは弱い動きが続いているといったことである。当初はドルのショート・ポジション

のカバーといった動きで、円が下落しドルが上昇するといった流れであったが、年明けのFOMCの議事録あるいは雇用統計といったことが金利低下を促したこと、あるいは中国の引締め強化観測等でリスク・アペタイトが低下するといった流れで、ドルも円も両方とも買われる中で、円はドルに対しても買われるといった動きを示した。先行きであるが、米国の金融規制強化の動きがどの程度の広がりを持ってくるかということに最も注目が集まっている訳だが、それも含めて米国の景気回復テンポ、利上げのタイミング、中国の引締めがどのようなペースで進んでいくかが注目点となっている。右側をご覧ください、この間、リスク・リバーサルは足許の円高を受けてややドル・プット超が拡大している。一方、IMMのネットポジションはドル・ロングのまま推移をしている。クロス円であるが、前回決定会合以降、当初は円安が進んでいたということもあって、全般的に上昇してきた。ところが、足許に来て、やはりリスク・アペタイトの後退といったことで、全般的に下落している。外為の証拠金取引の動向をご覧ください、今の流れに即して逆張りの動きが素直に出ている。右側のエマージング、コモディティ市場の動向をご覧ください、全て同じ形をしており、上昇の後、大きく反落をしている。

このように、世界経済の回復に対する楽観的な見方から当初は改善に向かってきたリスク・アペタイトだが、中国当局による引締め強化観測やオバマ大統領による金融規制強化策の発表、あるいはヨーロッパでのギリシャの財政建て直しを巡る懸念等から一旦大きく揺らいでいるという状況にある。こうした動きが一時的な調整にとどまるのか、あるいはより根深い問題として影響を引きずることになるのか、またそのことが各国の出口戦略に影響を与えることになるのか、さらにそれによって為替市場や我が国の株式市場等々各市場にどのような影響があるのか、まだ見極めることは難しい訳だが、注視していくことにしたい。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

亀崎委員

企業金融支援特別オペが大幅減額ロール・オーバーということであったな。これは残高も7兆円を超えたところから6兆6,000億円位になって、今後本行が3月末でこれを打ち切るということを表明しているから、それに備えていわゆる共通担保の固定金利型あるいは金利入札型に順調に移行していくと理解しているが、特に混乱なく順調に推移していくという、我々の狙いどおりにいくのではないかと思う。

外山金融市場局長

この間、委員もご指摘のように大量の資金を供給しているということもあるし、それからかなりの長めのオペが0.10%で落札されているといったこともあるので、企業金融支援特別オペは3月で終了するが、民間債務を担保として揃えることが困難ではないにしても手間がかかるといったことも手伝って、こちらの方は少し減額をして全体としてはスムーズに移行しているといった感じになっている。この結果として、先程も申し上げたように、CPレートがどうなるか、結果が出ないと分からないところがあるのだが、それを除けば今のところずっと円滑に順調にきていると判断している。

亀崎委員

なるほど。

須田委員

オーバーナイト金利の決定についてであるが、取引が非常に少なくなつて、そして手許資金のある部分はそのまま準備預金に積まれる中で——今日の話を伺っていると外銀が多いようだが——、実際にレートが決まった時に、プレイヤーとしてどういうところが結果的に金利の決定者になっているのか。

外山金融市場局長

この間、色々な動きがあって、これだけ資金が大量に出ているので、全体としてはやはり軟調に、レートが低下しやすい。たまたまメガバンクのその日のポジションによって、その日の調達量が比較的多い時には、それによってコール市場の取引額も膨らんで、朝から比較的 0.09~0.10%位の出合いがつく。それに加えて多少高めに取るプレイヤーもいるので、0.10%に近いところで決定されるということである。ただ、メガバンクがほとんど出てこないような日というのは、本当に軟調な展開になることが多く、午前中を過ぎたところで0.09%を下回る日も散見される。こういった時に、たまたま地銀等が調達訓練をやるとか、ご説明したように円投地合いになっていけば外銀が一定の裁定活動を行うことがあるので、そうなればそれを打ち返すような高めのところでも取引が成立する。従って、逆に言えば、仮にそういったことがなければ、ずるずると金利が低下をしかねないという瀬戸際のなところに近づきつつあると私共としては認識している。

中曽理事

ただ、一つの大きな違いは、メガバンクがまだ所要準備並みに準備預金を積んでおこうとしていることは、前回の量的緩和などの時と随分違うパターンだと思う。彼等は、一回ああいうスキルを失ってしまうと、それを修復するのは大変難しいというのが分かっている。前積み期は超過準備が生じてしまったが、これは年末をはさんでいたからという要因であって、今のところは、外山金融市場局長が説明したように、メガバンクは、大体、全部引き続き所要準備並みの準備管理をしていきたいと言っている。そこが維持される限り、ある程度彼等の取り需要がある状態が続くと思う。また、パターンとしては、今回もそうだが、積みがどうしても進捗してしまった積み期後半にはだれやすくなるが、ただ前半は淡々と積んでいくので、ある程度レートがつくというパターンを繰り返していくのではないかと

思っている。

野田委員

ただ、そういう意味では、メガが、一生懸命そこを頑張っているということは、なお裁定の余地があるということであるな。単に、当座預金を積まずにキャッシュを潰していくツール、手段が、まだルームが残っているということであるな。

外山金融市場局長

少しずつ目線を変えながら、メガからすれば、リスクを取りにいかざるを得ないということだと思う。例えば、レポ市場への放出にしても、その市場でドミナントな存在感のある都銀であるが、元々、臨時決定会合前までは0.13%位を目線に出すことが多かったが、足許は0.105%位で放出をするようになってきている。それから、できるだけレートを長めのところを出したいということがあり、T+0とかトムネまで待つのではなくて、できる限りレギュラーで出したいといった動きも出てきている。これは都銀に限らず、外銀などでも、これまでは資金繰りが当日になるまでなかなか固まり切れないということで、T+0だけで出していたところも、トムネ、スポネで出す動きが出始めている。このように前回とは様相が違っているが、なお各プレイヤーが裁定の機会を探っているという意味では市場の機能はしっかりと残っていると思う。

須田委員

市場機能が残っているということは、そこで一応、僅かであるけれども、収益は得られていると、手数料を超えたものは得られているというようにみて良いのか。

外山金融市場局長

然り。極く緩やかであるとはいえ、一応イールドが立っているというこ

ともあるので、収益は稼げていると聞いている。

中村委員

前回の決定会合において、「中長期的な物価安定の理解」を改めて説明したが、中には本行が時間軸効果を狙っているのではないかということも言われている。前回の説明はどのように受止められているのか。

外山金融市場局長

確かに、そういった受止め方をする市場参加者が多かったということだろうと思う。図表 2-5 の長期金利のところをご覧頂くと、やはり前回決定会合以降の動きで 2 年物は足許の金融政策が効いているということであろうが、時間軸効果的なところが一番効いたのは、多分 5 年物の利回りであろうと思う。一時 0.4% 台の半ば位まで低下してきたので、日銀の金融緩和がかなり長期化をするということであれば、これ位のレートでも 5 年間買っていけるといった動きが大きく出たということであろう。もっとも、その後、全般的にレートが上昇する中で 0.5% を上回る水準まで戻ってきている。

須田委員

それは効果があったというのか、大したことなかったというのか。

外山金融市場局長

一旦効果は大きく出たということであろうと思うが、他の要因に足許で打ち消されている。10 年物等はずっと大きく上がっているので、効果はなお残っている。

野田委員

そもそも、物価安定の理解の明確化というのは、固定オペとの抱き合わせというか、そのエンドースメントというようなこともあったので、恐ら

くそのアナウンスメントだけの効果を抽出するというのは、なかなか難しいのであろうが、今外山金融市場局長からご説明があったように、仔細にみればそういうことがあるという理解をしておいた方が良いということであるな。

西村副総裁

この補完貸付の残高は継続的にずっとあるが、これは特定の取引先と思われる。やはり、そもそもの考え方とかなり違った使われ方をされていると思う。仕方ないと言えれば仕方ないが些か気になる。

外山金融市場局長

金融機構局でも、当該外国銀行に対して、流動性の管理に関して随分指導頂いているが、制度的にこれを駄目だというものでもないので、ほぼ毎日同じような金額が残っているということである。ただ、当該銀行以外でも、練習をしたいといったところがたまに散見されて、それが例えば1億円とか10億円といった金額で載るということはある。

須田委員

先程のオバマ大統領の政策について、当然まだ分からないということは分かっているのだが、今のところどういう意見が出ているのか、分かれば教えて頂きたい。

野田委員

それとの関連で、宜しいか。この動きは、先週木曜日以降あるのだが、確かに改善してきたリスク・アペタイトが少し——少しかどの程度かは別として——後退しているというところで、これ自体は金融資本市場がなお脆弱性を持っているということに結びつけて良いのか、それとも、この程度の反応というのは、今回のオバマ大統領ないしは中国経済云々ということも加味されて、相応の反応であるというようにみた方が良いのか。すな

わち、かつてのように過度に、過敏かつ過剰に反応するという動きなのか、あるいは相応の動きなのかという辺り、ソフアーどう判断したら良いのか。

外山金融市場局長

何しろ、まだ大統領のアナウンスメントからそう日が経っていないので、断定的なことを申し上げるのは気が引けるが、マーケットのこれまでの動きをみると、例えば、株価については、米国ではやはり金融株の下落が最も大きい訳である。それと、これは中国との抗争収益ということもあり、グーグルの利益があまり良くなかったということもあるので、情報通信株等も大きく売られている。後は、資源・エネルギー株のところが大きく売られ、あまり下がっていないのがディフェンシブ銘柄といったような形になっている。日本については、先程申し上げたように、金融株はそれほど大きな影響は受けていない。日本は株価全体としての影響を米国から受けてはいるが、これが直接金融機関の規制強化に全世界的に結び付いてくるといった連鎖での売りが起こっている訳ではない。それから、例えば、今回提案されている中で、ヘッジファンドを切り離すとか、自己勘定での取引を禁止するといった動きが出ている訳であるが、こういうことによって商業銀行あるいは投資銀行のリスク・テイクがもし大幅に縮小するとすれば、一番影響が出やすいのはサブプライム等々のレバレッジの効いた商品の価格であろう。ただ、この辺の価格をみてみたのだが、下がっていることはいるのであるが、そう大きく極端に下がっているといったことは、今のところはない。それから、VIXなども大きく下がっていたので、そこから多少上がってはいるのだが、大きく極端に反応したという動きにはなっていない。短期金融市場でのLIBORあるいはLIBOR-OISといったところも、なお下がり続けているので、何か大きく市場横断的に影響が出るというよりも、今のところは影響の出やすそうところが売られたといった動きにとどまっている。影響を受けそうな金融機関も盛んにロビーイングしているといった報道もあって、最終

的に決着はどうか分からないので、過剰に反応するというよりは、今のところ冷静に受止めているといったところではないかと思っている。ただ、先行きはよく分からないが。

須田委員

実際、米国の株はその前にすごく上がっていた。

外山金融市場局長

然り。その調整のきっかけになったということもあろうと思う。ただ、その調整だけというよりは少し影響は大きいと思う。

須田委員

米国の金融機関でも、大手でないところの株価の下落の方がもっと小さかったということもあるから……。

外山金融市場局長

地銀は小さい。

須田委員

そういう意味では、今おっしゃったように、一度調整して、様子を見ながらという感じで、パニック的という姿はみられないということで良いか。

外山金融市場局長

ただ、それにしても3日間で500ドル位下がったので、かなり大きな下げだったのかもしれない。

野田委員

日本株は健闘しているな。独り言だが。

外山金融市場局長

今日のマーケットの声では、朝方でこの影響は一服したのではないかと
いうように、今日のところはみている。これはまた明日になると違うこと
になっているかもしれないが。

中曽理事

結構外銀の買いは入っている。寄付き前のネットの買いの状況を見ている
と、まだ細々としているがプラスの状況であった。

白川議長

共通担保資金供給オペで、金利競争入札型と固定金利型を、金融機関は
どのように使い分けているのか。勿論、両者は異なるものであるが、似た
ような期間のものもあるし、0.1%の仕切りも定着してくるとなると、ど
のように使い分けるのか。あるいはそもそも使い分けられないのか。

外山金融市場局長

プレイヤーによって大きく違っている。都銀については、結局、固定金
利型のオペは、按分率が低いので、限度額一杯2,000億円応札しても、二
百数十億円しか落札できない。それでも担保に余裕があるので、0.10%の
資金を取ればということで、今のところは毎回入札をしてくれている。た
だ、これが大分積み重なってきたので、おっしゃるように、金利入札型の
オペにもレートが大きく影響を与えるようになって、長い物では毎回
0.10%で落札されており、按分率が却って高いといったことになっている。
今のところは、まだそれでも積み上げようということで、それぞれ来ている
が、段々一杯になってくると——実は今日も打っているのだが、事前の
連絡で、今日は応札をしないとメカが一行現れ、これは2時公表で
あるので確認できていないのだが、そういったことも聞かれています——、
かなり資金が潤沢に出る中で、少し預貸に余裕が出ている、あるいは積み
の進捗を管理しなければいけないようなメガバンクから少し応札を減ら

してくるといった可能性も今後はあるだろうと思っている。一方、証券会社であるが、例えば、特別オペなどであると、民間の債務を持っていないので——証券会社は元々対象でない訳であるが——お金を取ることができず、都銀が取ったお金をレポ市場で回してもらおうということがあった。これが、比率的に全店型の固定金利オペが増えてくると、それだけ日本銀行から流れるお金の対象としては、証券会社のウエイトが高まってくるということがある。従って、こういったところは、特に大手を中心に、メガと同じように限度額一杯までこれまでも応札してきていて、相当資金が潤沢になってきている。大手の証券会社では、数千億を毎日そのまま当預に寝かせるといったところも増えていて、逆にこれがレポ市場を落ち着かせているということにもなっている。そのように、それぞれの業態で、今のところはかなり出ているが、これが局面によっては潤沢になり過ぎているといった局面も出始めているので、少し応札の仕方も変わってくることもなろうかと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢について、報告をお願いします。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済情勢についてご報告申し上げます。資料の方は、資料－3、「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】を使用して報告させて頂く。まず、全般的な状況について、一言だけ申し上げますと、色々な経済指標、年末から年初に出たものをチェックしても、引き続き世界経済全体としては、緩やかな回復局面にあることを確認する内容とみている。一番目、米国においては個人消費の緩やかな増加が続き、雇

用者数の減少ペースも和らいでいる。二番目、ユーロエリアにおいては、輸出と生産の持ち直し傾向が続いている。また三番目、アジア・新興国では、輸出は高めの伸びが続く中で、内需も増加するといった形で、生産の増加も続いている。世界経済全体としては、緩やかな回復が続く中において、先進国と新興国の温度差、こちらが開いたままの状況と言って良いかと思う。

それでは、計数に基づいて米国からご説明申し上げる。図表 1、シャドーのかかっている部分が、前回会合以降判明した計数である。個人消費の動きをみると、5. 小売売上高の 12 月分が公表された。均してみれば、増加が続いている形となっている。クリスマス商戦であるが、結果については、前年を若干上回る水準ということである。概ね、事前予想どおりであったとの評価が一般的である。3. 実質個人消費をみると、単月では 6 月以降 11 月まで増加が続く姿となっている。6. 自動車販売の方も 3 か月連続で増加している。12 月は 1,144 万台であるが、自動車販売について、最近のブルーチップによると、2010 年通年では 1,200 万台へと緩やかに回復していく姿が見通されている。これらのデータに基づくと、米国においては、所得面からの下押し圧力が低減する中で、株価の上昇——直近は少し下がっているが——、住宅価格の下げ止まりということもあって、個人消費が緩やかながら増加しているとの判断ができる。住宅市場については、例の初回住宅購入者向けの税還付措置に伴って少しぎくしゃくした動きとなっている。当初、期限が 11 月末に一旦切れる予定であったことから、駆け込み需要があったのと、12 月はその反動減が出ている。ここには掲載していないが、特にそういった反動減は中古住宅において大きくなっている。8. 住宅着工をみると、押し並べてみれば、横這い圏内の動きがみられている。追加刺激策の方は、2010 年 6 月末に延長されているので、今後住宅の購買意欲は、それなりに回復するとみて良いと思う。ただし、その回復力については、然程力強いものにはならないとみておく方が良いと思う。この間、住宅価格については、10 月まで上昇を続けているが、こちらの方も達観すれば、底這い圏内の動きと言って良いかと思う。次に、

設備投資関連であるが、10. 非国防資本財受注をみると、このところ機械投資は持ち直している。しかしながら、商業用不動産など、非居住用建設支出は減少が続いているので、設備投資全体としては、小幅な減少が続いているという姿である。また、米国において、最近明確化している動きの一つとして、輸出、輸入の増加が挙げられる。いずれも、原材料や資本財、自動車関連など幅広い品目で増加している。輸出については、新興国を中心とした世界経済の回復、輸入については、米国の持ち直しを映じた動きとみて良いと思う。その収支については、原油価格の上昇の影響もあって、輸入の増加が勝る形で、11. 財・サービス貿易収支では、貿易赤字が拡大している。このように、輸出が増加して個人消費も健闘している中で、在庫調整の進捗もあって、生産面をみると、12. I S Mは、製造業が改善と悪化の分岐点である 50 を 5 か月連続して超えているほか、13. 鉱工業生産も増加傾向を辿っている。こうした生産の持ち直しに対応し、15. 雇用者数の減少ペースも和らいでいる。11 月は単月ながら、2007 年 12 月以来の増加を記録した。12 月はその後少し反動が出ている。14. 失業率は、横這い圏内で推移している。もっとも、失業率については、労働参加率の低下によって上昇が抑制されている部分があるのと、平均失業期間をみても既往ピークを更新しているという状況である。こうした点を併せてみた場合には、依然として、雇用環境は厳しいとの判断を変えるのは難しい状況とみている。なお、雇用者数については、2010 年入り後 4 月まで、10 年に一度の国勢調査に伴う連邦政府の調査員採用に伴って、一時的に大幅に増加する見込みである。最後に、物価面については、16. C P I 前年比をコアでみると、1.7%、1.8%と横這い圏内の動きを示している。前年の自動車価格下落や公共交通料金の影響一巡が寄与している部分があつて、先行きについては、緩やかな低下という見方が適切かと考えている。なお、今週 29 日には、10~12 月の G D P が公表される予定である。ブルームバーグによる最新の集計によれば、前期比年率でみて、4.6%となる見込みである。恐らく、内訳では、在庫投資の寄与が大きいという姿である。以上、米国である。

次に、図表 2、ユーロ経済をみていく。ユーロエリアについては、外需の持ち直しと内需の弱さといった姿に変わりない。2. 輸出は、アジア向けだけでなく、米国向けも増加している。持ち直しの動きが続いている形である。一方、個人消費関連は、弱めの動きが続いている。6. 小売売上数量が、均してみれば小幅の減少を続けているし、7. 新車登録台数——自動車販売——の方も、政策効果が切れたドイツでの減少を主因にピークアウトの形である。この間、生産の方は 9. の鉱工業生産、10. の PMI とも、在庫調整の進捗もあって、持ち直し傾向が続いている。ただし、鉱工業生産の動きは、欧州における内需が弱い分だけ、他地域に比べてモメンタムを欠いているように感じられる。雇用環境も厳しい状況が続いており、11. 失業率は 10.0%に達している。こうした需要・生産動向のもとで、経済のスタックは大きい状況が続いている。物価面でも、12. のコア CPI をみると、サービスなどを中心に均してみても鈍化傾向が続いている。また、ここには掲載していないが、クレジット面でも企業向けの銀行貸出はマイナス幅を拡大し、M3 の伸びは、11 月は当統計開始以来初のマイナスとなり、前年比で-0.2%に転化している。

次に、英国、図表 2-2 をご覧頂きたい。1. 実質 GDP は、第 3 四半期が 2 次改訂で-0.6%に大幅上方改訂された。最初の速報値では-1.6%だったものが、1 次推計で-1.2%、2 次推計で-0.6%と、計 1%ポイント上方修正されている。日・米・ユーロエリアなど、他の先進国がプラス成長に転じていることと比べた場合に、やはり英国の出遅れ感はそれでも否めない。今回、総固定資本形成の内訳が公表されたが、住宅投資が久し振りに増加に転じていて、英国の場合は、住宅市場の調整進捗はどうやら進んでいるような形である。あともう一点、英国については、物価面、7. CPI である。ここはなかなか、VAT 絡みで少し動きが大きくなっている。12 月については+2.9%ということであるが、前年の VAT 税率引き下げの影響が一巡したこと、それから足許のガソリン価格の上昇ということで、英国についてはヘッドラインは高い伸びとなっている。次に VAT の税率が 1 月から戻るということは、引き上げになってしまうの

で、当面ターゲット——BOEの言う 2%——を恐らく 1%位上回る 3% 台後半位の数字が数か月続くことがほぼ確実視されている。インフレ・ターゲットの運用面では、BOEは少し難しい判断を強いられる可能性がある。

次に、新興国経済、図表 3-1 である。中国については、10~12 月の実質 GDP が出て、前年比 +10.7% となった。事前予想並み、あるいはそれを若干上回る結果である。10~12 月の個別指標をみると、固定資本形成が一頃に比べ減速する一方で、消費が依然伸びを高める中、輸出が加速、生産も増加を続けているという形である。ざっくり言えば、官需から民需へのバトンタッチが進みつつあるように見える。一方、物価面——消費者物価——については、前年比で +1.9% と大きくプラス幅を拡大している。インフレに対する警戒感が一層強まるのではないかという見方である。この間、中国では、経済政策は抑制方向に調整されている。今回、少し中国関連の指標を並べてみた。図表 6 をご覧頂きたい。(2) の預金準備率であるが、15.5% が 16% に引き上げられた。対象は、6 大商業銀行向けである。それから、ここには掲載していないが、その直前に中銀手形の落札金利も引き上げられている。また、その他の政策としては、住宅について、転売時に免税対象となる住宅の範囲が狭められたほか、2 軒目の住宅ローンに対する頭金比率の規制も徹底が図られている。こうした施策が、貸出とマネーの急激な伸びやそれを受けた不動産市場の過熱を念頭に採られていることは言うまでもない。ただし、貸出は、この計数の後の 1 月であるが、第 2 週までで約 1 兆元増加したという観測情報もある。そういったことも踏まえると、預金準備率の引き上げだけで対処するのは、なかなか難しいとみられる。市場においても今年、第 2 四半期での利上げを予想する向きが増えている。ただし、私としては、第 2 四半期だと少し遅いのかなという気もしない訳ではない。また、今月既に中国政府は、残りの期間の新規融資停止——1 月の残りという意味であるが、その期間の新規融資停止——を命じたということも伝えられている。さらなる貸出総量規制といった手段に出る可能性も十分あるのではないかとみている。

4 頁、5 頁で、インド、N I E s、A S E A N についてさっとみたいと思う。インドでは、鉱工業生産、PMI から高めの成長が続いていることが分かる。こうした中で、物価面——卸売物価——については、12 月には食料品、エネルギー価格の上昇により、前年比+7.3%とピークを更新している。インド準銀による 2010 年 3 月末に関する見通しは+6.5%であったので、これを 0.8%上回っているということである。インド準銀としては、物価抑制、物価の安定的な動きという意味では、一層難しい舵取りを迫られていると言える。次に右側の図表 3-2、N I E s、A S E A N についても、足許までの個別指標をみると、輸出が欧米向けで増加した後、減速しないまま高めの伸びを続けている。生産もそれに応じて増加をする形である。こうした中で、バランスとしては消費、投資といった内需も増加を続けている。こうしたアジア・新興国のほか、オーストラリア、ブラジルといった資源国、ラ米については、堅調な経済環境を受けた海外資金の流入も加わって、これまでの見通しよりも上振れ気味の景気展開になっている。

最後に、ギリシャ問題について、一言だけ申し上げる。図表 7 をご覧頂きたい。ギリシャについては、ご承知のとおりであるが、欧州委員会によるギリシャ政府の財政統計に関する不備があるという指摘であったり、あるいはトリシェ ECB 総裁が、特定国のために適格担保の枠組みを変更することはないと強調したこと、こういったことを受けて、(1) のギリシャ国債——長期金利——は大幅に上昇しているし、(2) の C D S スプレッドでも、かなり拡大している。この間、格付けでは——(3) であるが——、S & P とムーディーズがギリシャ国債を格下げしたが、それでもムーディーズは A2 格を維持させている。こうした中で、ギリシャ政府が(5) の財政赤字削減計画を提出した訳であるが、ご覧になっても、GDP 対比の財政赤字が 2009 年 12.7%の後、2010 年に 8.7%、2011 年に 5.6%で、2012 年には見事に 2.8%に収まるという、これは相当楽観的で玉虫色である。まだ EU 委員会は、これに対して「これは甘過ぎる」というようなことは言っていないが、市場では、実現可能性については、相当クエス

チョンマークということである。そういったことも含めて、ギリシャの指標は改善傾向がみられていないという状況である。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

中村委員

中国についてなのだが、12月の輸出と輸入が前月比で改善しているが——かなり大幅に増えているのだが——、何かこれは特殊要因があるのか。また、先程、金融引締めの話があったが、銀监会が窓口規制で融資を抑制しようとしているという話もあるようだが、中国では、基本的な財政支援と緩和的な金融という大枠は変えないままで、準備預金などで調整しようとしているのか。もしくは——いつあってもおかしくないと言われていたのだが——、色々なことに着手しようとしているのか、実体としてはどうなのか。

大野国際局長

まず、一番大きいのは、去年大幅に落ち込んだのがやはりリーマン直後の11月、12月であったので、そういう意味でのショックが消えていることが、恐らく半分以上あると思う。もう一方で、中国全体の景気が順調であり、それからもう一つ輸出自体も少し、それこそ米国とか、周りのASEANとアジア諸国に対して出ているということもあって、両方の効果で輸出と輸入が、特に12月については大きく増加になっているとみている。

二つ目の話であるが、中国の上層部でもかなり立ち位置が違うのではないかというように思う。中国共産党、胡錦濤、温家宝、党首脳としては、やはり最低限の経済の拡大ペースを維持しようということからすると、いわゆるブレーキはまだ踏まないという意味で、中村委員がおっしゃった緩

和的なマクロ政策という旗をまだ降ろしていない。一方で、人民銀行も恐らくそうだと思うし、銀行監督委員会としては、要するに金融機関をみる立場からすれば、やはり心配だということで、自らの職権でできることは本気でやり始めている。先週の香港におけるフォーラムにおいて、劉明康——銀行監督委員会の主席——がしっかりした——窓口規制とは言っていないが——規制とか、あるいはディシプリンを守るように大手金融機関に指導するというのを公の場で言っている。そういう意味では、行政的指導については、今まで以上に本腰を入れて、例えば、銀行貸出の総額であるとか、あるいは銀行貸出が不動産投資や証券投資の方にあまりいかないようにという姿勢は鮮明にしてくると思われる。それで、一番重要なのは、その中でマクロの金融経済政策である金利政策と、それから為替政策である。金利政策と為替政策は、中国の場合、裏表一緒であるから、党首脳である温家宝や胡錦濤がうんと言わない限り進めない訳であるが、それ自体について、どのタイミングで出てくるのか。つまり、アクセルを全開にしていたものの、やはり制御機関であるブレーキを本気で踏み始めるかどうかというかなり微妙な段階に入っているのではないかと思う。

中村委員

そうすると、それは、本当にブレーキを踏まないことには、融資は減らないということなのか。今、色々出てきている施策でかなりの効果は期待できるものなのか。

大野国際局長

効果はそれなりに中国の場合は期待できると思うが、それだけで十分かどうかについて、私の意見を問われれば、十分という保証はないのではないかと思っている。

須田委員

先程、今の中国の金利政策と為替政策は裏表というお話であったが、第

2 四半期では金利がということなら、為替政策についても何らかの変更があるかもしれないということか。例えば、水準を変えなくても、幅を拡大するとか、何かもう少し動かすというようなことを考えるだろうと思っているのか。先程おっしゃった金利についての想定の話と為替政策の関係はどういうふうにみれば良いか。

大野国際局長

まず、市中のエコノミストやチャイナ・ウォッチャーがどうみているかということは先程申し上げたが、ここになって漸く第2 四半期、つまり4～6月に金利引き上げがあるかもしれないという声が少し増えてきたということがある。それから、もう一つは、預金準備率をこの間引き上げたが、これは多くの人達はびっくりしたと言っているが、元チャイナ・ウォッチャーの私としては、驚いていない。先月もここで申し上げたが、私としては、微妙な段階に来ているので、できるだけ早い段階でマクロの金融政策を本格的に稼働させることが、中国の持続的な成長にとって重要ではないかと思っている。預金準備率の変更が来た時の私の感想は、やっと来てくれたということである。ただ、先程申し上げたように、この預金準備率の引き上げは——先程の表でも昔のものをずっとみられるのだが——、2007 年にも同じ時があった。2007 年の時に中国が景気の過熱を防げたのは、マクロの金融経済政策——金利も動かし、為替も動かしということ——で何とか乗り切れた訳である。今回の場合、預金準備率の上昇がそれに向けての助走となって、実際のマクロの金利・為替政策を発動する踏み切りに私はなって欲しいなと思うが、それはやはり色々な政治的な決断ということもあるし、もう一つ少し気になるのは、中国の場合は、米国とか外から、下げろ、下げろと言われると、できることもなかなかできなくなる点。国際金融フォーラムで、色々な議論が先週からあるが、上手く中国をそういう道に導いてあげることが世界経済全体にとって重要ではないかという気がしている。

須田委員

中国について、もう一点。生産の過剰についても少し分からないのだが、今日の新聞であったか、2012年に自動車生産が凄く増えるという懸念を持った。もし、今の上昇率をそのまま引っ張っていく計画を立てるのだとすると、先行ききついと思う。過剰のところは、前にあった8業種とかへの指導といった実力行使で臨んでいると思って良いのか。それとも、やはりそういった指摘はしつつも、そのままの上昇が続いて、例えば、中国からの輸出ドライブがかかるとか、そういうことが起こってしまう可能性は意識しておいた方が良いのか。

大野国際局長

そのお答えについても、やはり微妙な段階ということである。ただし、多少グッド・ニュースはあって、ここで中国の固定資産増加が30%位から今は20%台に落ちてきている。それで、その内訳を調べてみたのだが、かなり伸びが落ちてきているのは、製造業、それから不動産である。まだ現状で十分に減速ができているとは思わないが、中国の当局者が、製造業のいわゆる6業種、8業種といったところに対して、行政指導をかなり意識的に行なっていること、それから、不動産については、銀行貸出等についてもやっている。その結果として、この10~12月のところにある程度の効果が出ていると看取できる。ただし、その動きが続いていかなければならない訳で、中国の場合は、金利であるとか、プライスメカニズムによってできていないので、中央政府が地方政府に対する牽制も含めて、しっかりと目を光らせ続けなければならないということは、引き続き重要な課題として須田委員のご指摘のポイントはあると思う。

亀崎委員

先程、米国の住宅価格について、下げ止まりあるいは底這い圏内の動きというお話があった。私も、ずっとケース・シラーの10都市指数をみているが、ずっと下がってきて、去年の4月のピーク比-33.5%というのが

一番底であった。その後、反転して、昨年10月まで毎月ずっと上がってきた。それで、そろそろ大底圏内で、この辺かなと思っていたところ、1月12日にシラー教授が、この5か月連続で上昇したけれども、恐らくこれから暫く数か月は下がっていくのではないかと。日本の住宅価格がかつて15年間連続してずっと下がったということも引き合いに出しながら、そういうことを言っている。確か、米州統括役も、この前の支店長会議で、連銀の幹部が、住宅価格は良くて横這い、5%位下がるのではないかと言っていた。こういったシラー氏とか連銀幹部の話聞いて、私も、大きく下がった後、少し上がってきた住宅価格が今後どうなるのか、これは重要な指標なので、少し気になる局面に来てしまったという感じがあるが、その辺はどうか。

大野国際局長

おっしゃるとおりで、私も確かに底這い圏内と先程申し上げたが、表面的にはボトムの-33%から10%位全国平均では戻している。そういった一方で、抵当権に入っているものとか、それからやはり家計の住宅ローン等に対する負担が相当重いという話もあるので、少なくともこのペースがそのまま-33%が-20%に戻って、直ぐ-10%位にまで戻るかということについては、やはり懐疑的である。そういった意味では、地域によっても、不動産の種類によっても違うと思うが、全体としてみれば、横這い圏内のところで、まだずるずると尾を引きそうである。少なくとも向こう半年位今の景気情勢であれば、慎重にみておくことが必要というようにみている。

亀崎委員

横這いであれば良いのだが、下がり始めると、センチメントだけではなく広範な影響があるので、非常に……。

大野国際局長

それは、標準シナリオというよりも、下方の一つのリスク要因として注

意していきたいとみている。

野田委員

政府の支援——補助金——があって、これが復活ということで、単月単月でもぎくしゃくするし、そもそもストックベースでも、きちっとしたベーシックな動きとしてみえにくくなっていることは事実である。だから、本当にどういう実力ベースで基調が、地合いが回復するのかはなかなかみえない。少し私もここ数か月は回復方向に向かう兆しとか、そのような言い方をしてきたのだが、ここにきて少し怪しくなったのかなと思う。特に政策当局者、ないしはそれに近い人が一時ほどの明るい話をあまりしていないような気がする。

中村委員

在庫率も下がっていない。

野田委員

下がっていない。多少、下げがどんどん引いているという感じである。

西村副総裁

少しテクニカルな話なのだが、ケース・シラー指数の場合、リピーテッド・セールスでやっているから、そのことは統計的には処理されているものの、生のデータでは同じものが何度、どの位のものが出てきたかと、それにどうしても依存する訳である。以前の数か月は安いところで需要があったから、そういうものが沢山入ってきた可能性がある。それが落ちると、当然のことながら、他のものが影響してくるから、そうすると今度は逆方向に指数が動くということが起こりがちである。作り方からして、そういうことが起こる。それから、ケース・シラーの作り方から、これはある種のスムージングをしているので、かなりの部分、方向性の情報はその確度が高いということである。

白川議長

他にご質問はないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、資料－4（参考計表）をご覧頂きたいと思う。図表3であるが、まず公共投資のデータから確認をしていく。上段の〈公共工事出来高金額〉は、10～11月の7～9月対比が－0.6%であって、7～9月の－3.7%に続いて減少である。下段の〈公共工事請負金額〉であるが、こちらは10～12月分まで入っていて、前期比－6.7%と大きめのマイナスに転化している。いずれも振れが大きいので、既に減少局面に入ったとみるべきかどうかは微妙であるが、それぞれに対応する図表4のグラフをみても明らかかなように、少なくとも増加は止まってきていると思う。頭打ちという評価が妥当かと思う。GDPベースの公共投資であるが、この先1～3月までは横這い圏内で推移する蓋然性が相対的に高いとみている。しかし、2010年度予算案の公共事業関係費が、前年度当初予算対比で－18.3%と大幅減少になっているので、4～6月辺りから減少がはっきりしていく可能性が高いと考えられる。この頁は、以上である。

図表6、輸出である。(1) 太い実線の実質輸出の右端は10～11月であるが、7～9月対比で＋7.8%である。4～6月、7～9月の10%を超える伸びに比べると鈍化しているが、輸出は引き続き順調に増加を続けている。一方で、細い実線の実質輸入であるが、10～11月は増加ペースが緩やかになっている。このため、下段(2)の黒の太い実線——実質貿易収支——をみると、7～9月に増加ペースが一旦鈍化した後、10～11月は再び加速していて、10～12月の実質GDPを押し上げる要因になりそうである。

次に、今の輸出のグロスの方の内訳を確認しておく。図表 7 の (1) の地域別をご覧頂くと、2009 年第 4 四半期の列で、10～11 月の特徴であるが、米国向け、EU 向け、それから下の方のその他向けが、ともに二桁の伸びでしっかりとしている一方で、東アジア向け、とりわけ中国向けが減速してきているということである。ただし、ミクロ情報では、中国に関してバッド・ニュースが出てきている訳ではなく、むしろ想像していたよりも強いという声の方が多いように思われる。先程、大野国際局長からも説明があったように、GDP の強さも確認されている。従って、この実質輸出の中国向けの減速は、恐らく短期的な綾であって、特に心配すべきものではないと受止めている。中国向けは情報関連が多いので、この点に関連して図表 10 をご覧頂きたい。(2) の世界半導体出荷の、これは前期比の伸び率であるが、灰色の太い線、少しご覧になりにくいかもしれないが、最新は 11 月時点における W S T S の見通しであって、10～12 月は前期比が +6.0% という見通しである。これに対して黒の太い線が 10～11 月までの実績で、7～9 月対比で +12.7% となっていて、見通しが出た直後の足許から実績が大きく上振れている。この内訳の棒グラフで、点々のアジア・大洋州向け——この辺りに中国が沢山入っていると思われるが——、この出荷が特に好調であるので、こういう状況だということである。しかも、これが 11 月までの状況であるが、ミクロ情報によると、欧米のクリスマス商戦を終えた最近においても、懸念していた在庫の積み上がりなどは杞憂に終わっている模様である。パソコンやスマートフォンの最終需要が堅調で、メモリーの国際市況も総じてしっかりしている。勿論、そうは言っても、元々輸出全体として、毎四半期 1 割前後のこれまでのハイペースの回復が、そう長く続くとは思えない。在庫調整の進捗と政策の効果、この二つのリバウンドの要因が、最も強く働く局面は、そろそろ過ぎ去っていくので、やはり 1～3 月位から輸出の増加ペースは、少なくとも一旦減速する可能性が高いとみている。今申し上げた情報関連分野を中心とする明るめの材料を踏まえても、10 月展望レポートで想定していた輸出の先行き見通しを現時点で明確に上方修正すべきとまでは申し上げない。輸出は

増加を続けるというシナリオに沿って概ね展開しているという中で、10月時点では意識せざるを得なかったクリスマス商戦後のイベント・リスク、これはどうやら回避できた可能性が高いということかと思う。それが、現時点での妥当な評価と思っている。

輸出は以上であって、次に図表 14 まで進んで頂いて、設備投資である。

(1) の資本財総供給である。4 本線があるが、このうちの灰色の太い線、すなわち一番伸び率が低い（除く輸送機械）は、その総供給ベースでご覧頂いても、7～9 月の前期比+5.0%に続いて、10～11 月の 7～9 月対比は+6.4%と、レベルはご覧のようにかなり低いが、方向としては持ち直し始めている。次に図表 15 の (1)、機械受注であるが、黒い太い線の民間需要全体でみて、10～11 月は 7～9 月対比で-3.7%、見通し調査の×c 印を下回っている。足許弱いのは、灰色の線の非製造業の方であって、製造業に関しては見通しを上回っていて、それなりに底が固まってきた感じが出てきていると思う。非製造業について、足許弱いのは通信と金融・保険と運輸、その辺りが弱い。いずれも、実態的な弱さも勿論あると思うが、元々振れの大きい指標であるし、とりわけ通信に関しては設備投資とは関係がない携帯電話でかなり押し下げられているので、非製造業の足許の弱さについてはある程度割り引いてみておく必要があると考えられる。それから (2) の建築着工の方であるが、こちらの方は下げ止まりがもう少しはっきりしていて、こちらはむしろ非製造業の方が足許は幾分しっかりとしている。ただ、これはこれで不動産の再開発案件がたまたま集中しているということによる面もあるので、これもまだ持ち直しの始まりとみることはできないと思っている。以上のように、設備投資関連指標は、全体として概ね横這い圏内で、可もなく不可もなく、特殊要因次第で少し上に振れたり下に振れたりするという局面にあるということかと思う。これまでどおり、下げ止まりつつあるという判断が適切かと考えている。

設備投資は以上であって、次に個人消費、図表 19 にお進み頂きたい。個人消費も、一言で申し上げると、これまでの状況に特段の変化はみられていない。すなわち、図表 19 の (2) の耐久消費財は、政策効果によって

大きく押し上げられている状況が続いている。ただし、特に自動車については、さすがにこのレベルまで増加してくると、マイクロ情報でもそうなのだが、この後の追加的な増加は徐々に期待しにくくなってきていると考えられる。それを埋め合わせるように他の分野の消費の弱さが和らいでくればいい訳であるが、残念ながら今のところその手応えは感じられていない。その点は、図表 20 にある一連の指標をみて頂ければ、一目瞭然かと思う。ただし、(1) のスーパーと百貨店については、ここには 11 月分までデータが入っているが、その後大体同じような動きをする協会統計のベースで 12 月のデータが入っていて、百貨店は 12 月には改善がみられている。この黒い太線が、12 月は昨年中頃の——横這い圏内で推移していた頃の——水準に戻ると、そういうイメージに協会統計ではなっている。価格面を中心とする販促の強化と気温の低下が効いたようである。しかし、マイクロ情報によると、1 月入り後も含めて、地合いそのものはまだまだ弱いという感触である。それから、図表 21 の (2) の太い灰色の線——消費包括指数——は、10~12 月の前期比が+0.1%と、プラスは維持しているがかなり減速している。先程の純輸出とは逆に、個人消費については、10~12 月の GDP を押し上げる力があまり強くない可能性を意識しておく必要がある。図表 22 の消費者コンフィデンスも、全般に足許のところは頭を若干垂れる感じになってきている。個人消費の先行きについては、これまで同様今月も、耐久消費財を中心に持ち直しの動きが続く可能性が高いと一応判断しているが、先程申し上げたように耐久消費財の追加的なプラス効果はそろそろ弱まってくる可能性が高いので、個人消費全体についての先行き判断ももう少し慎重な見方をすべきかどうか、今月はともかくとして、近い将来に論点になって来得るという問題意識を持ちながら、当面の状況をみていきたいと思っている。次に、住宅投資である。図表 23 の数字であるが、上段の右端——住宅着工の 11 月の総戸数——が、年率換算で 79.8 万戸、これで 8 月をボトムに 3 か月連続の増加になっている。四半期ベースでも、10~11 月の 7~9 月対比が+10.3%と 1 割増えているので、10~12 月は、8 四半期振りに増加に転じる可能性が濃厚に

なっている。持家の持ち直しが相対的にはっきりしているが、分譲、貸家系とも足許は若干上向きになってきている。これまで減少してきた住宅投資に、下げ止まりの動きがみられるという段階まではどうやら来たのかなと判断をしている。勿論、はっきりとした回復には、なお相当の時間がかかりそうである。下段の首都圏マンションの指標をご覧頂いても、10～12月の売却戸数が前期比で-6.0%、新規契約率も68.8%でまた7割を切っていて、かなりもたついた一進一退の展開になっている。なお、住宅エコポイントの効果についてであるが、業界では新築物件の増加は期待していない。やはり、数十万円のポイントをもらえるからといって、数千万円の買い物をする人はいないだろう。ただし、リフォームの需要については、ある程度期待をしている。それから、贈与税の非課税枠拡大については、現時点では効果は未知数という声が大勢である。

住宅は以上で、図表25の生産である。鉱工業生産は11月、この表に書かれている数字が既に確報になっていて、+2.2%である。9か月連続の増加になっている。12月、1月の予測指数もプラスであって、予測指数を繋げると、脚注にあるように10～12月は+5.1%、1～3月は+4.3%という数字になる。マイクロ情報でも、10～12月は+5%前後という見通しになっている。1～3月の方は、この+4.3%というのは1月分だけで機械的に計算しているのであまり参考にはならず、マイクロ情報だと前期比+1%弱位までかなり減速するという感触になっている。業種別では、10～12月は輸送機械と一般機械のプラス寄与が大きくなりそうである。輸送機械は、先程の国内販売が好調であるほか、輸出も、先程の米国向けの輸出が増えていたように、米国での販売はそう目立って回復はしていないのだが、在庫復元分の輸出が10～12月はまだ結構あったということである。それから、一般機械については、アジアを中心とする海外の設備投資の持ち直しによって、主として輸出向けが増えているが、国内向けでもLED関連とか、太陽光関連などに若干動意がみられている。それから、1～3月の生産については、業種別に強い濃淡がある訳ではなく、どの業種も押し並べて減速するという見通しである。それから、久し振りに財別出荷を確認し

ておきたいと思う。図表 27 であるが、何と申し上げても、図表 27 の中段の右、耐久消費財の持ち直しが一番鮮明である。その左、資本財は、方向としては持ち直し局面に入ってきている感じがあるが、その度合いはまだ小幅であって、レベル的にも 2002 年頃のボトムにすらまだ全然届かないという段階にある。それから、一番厳しい感じがするのは左下の建設財であって、昨年半ばにかけて公共投資の増加で少し持ち直しかけた動きがあったのだが、それが足許は止まってきている。民間の建設投資や住宅投資がまだ明確な回復には至らない中で、公共投資はこの先落ちていくので、景気全体として持ち直し傾向が続く中であっても、建設関連については少なくとも一旦厳しさが強まる可能性が高いというようにみている。

生産の関連は以上で、次に雇用関連、図表 30 の図表をご覧頂きたい。雇用関連も足許大きな変化はないが確認しておく、(1) の太い線——失業率——は、直近 11 月が 5.2% と 4 か月振りに若干上昇した。5% 台前半での高止まりが続いているという状況である。細い線の有効求人倍率、こちらは直近 11 月が 0.45 倍であって、一応 3 か月連続の上昇なのだが、極く僅かな上昇であって、低水準で概ね底這いと言った方が良いと思う。

(2) で新規ベースでの求人、求職——グロスの動き——を確認しておく、細い線の求職の方は、2002 年のピークを引き続き上回る水準で横這い圏内、太い線の求人は、極く緩やかに持ち直しているが、やはり水準は 2002 年のボトムよりもまだ低いという状況である。こういう状況と整合するように、雇用者数——図表 31 の (1) ——であるが、太い実線——雇用者数の前年比——は -1% 台の前半ないし半ば位の動きを続けている。

(3) の所定外労働時間が、回復傾向にあるとは言えまだレベルは低いので、この先経済活動の持ち直しペースが緩やかになっていくとすると、雇用削減圧力は根強く残りそうである。因みに、前回の景気回復局面で、雇用者数の前年比が曲がりなりにもプラスになったのは 2003 年の半ば頃であって、その頃の所定外労働時間の指数レベルに比べて、現在はなお相当低いところにまだあるということがみて取れるかと思う。それから、図表 32 の (1) であるが、賃金も減少が続いている。右端の直近のデータは 9

～11月の3か月間であって、次に来る12月を含む3か月、これが冬季賞与の大幅削減によって、6～8月並みの大幅なマイナスになる可能性が高いとみている。

以上が雇用関連であって、次に物価である。図表34であるが、(1)の黒い太線の国際商品指数がじりじりと上昇傾向を続けている。(2)の原油価格だけでみてもそうなのだが、2006年、米国の景気過熱感が最も高まった頃の水準を、このグラフの時点でははっきりと上回っている。図表37まで進んで頂いて、国内企業物価である。(2)の<月次>で3か月前比をみて頂くと、直近のデータは12月で、ここまでは円高の影響もあって弱含みとなっているが、この後1月は先程の国際商品市況の上昇を受けて、概ねゼロ近傍、敢えてどちらかと言えば若干プラスになる可能性が高いというようにみている。ただ、また極く足許は国際商品市況が反落しているので、その後の方向感はあまりはっきりとはしない。また、この程度の川上価格の変化では、消費者物価への影響は僅少とみられる。その消費者物価であるが、図表40である。(1)の右、太い実線の除く生鮮は、11月の前年比が-1.7%、細い実線の除く食料およびエネルギーだと-1.0%であった。除く食料およびエネルギーのマイナス幅の拡大傾向には、そろそろ歯止めが掛かってくる頃であるというのが予ねてからの想定であったので、今のところそうした想定どおりに概ね動いているという認識で良いと思う。ただし、予断は許さないと思っていて、先日のさくらレポートにおける本支店のミクロ情報とか、各種報道等によると、先程申し上げた冬季賞与の大幅な減少もあって、消費者の節約志向、低価格志向は引き続き明確である。この点、若干気掛かりなデータとしては、次の図表42であるが、東京の数字が12月まで出ているのだが、こちらの除く食料およびエネルギーが前年比で-1.5%ということで、前月よりもマイナス幅が0.2%ポイント拡大している。とりわけ(2)の財について、幅広く弱い動きがみられている。ただ、他の主要都市で12月に同様の動きがみて取れる訳ではないので、やはり今週末に出る全国のデータを確認する必要があると考えている。この先の全国CPI（除く生鮮）の見通しであるが、図

表 41 の下段の左側、11 月の−1.7%に続く数字が、12 月は−1.2%位になるというように予想している。12 月までは、石油製品価格の前年の動きの裏で、マイナス幅が明確に縮小する。その後、1~3 月中は−1.0~−1.1%位、除く食料およびエネルギーではマイナス幅が 1%を切って−0.9%位になる月が、1~3 月中に出てくるのではないかと予想している。ただし、後程恐らく雨宮企画局長から説明があるが、物価の見方に関するアンケート調査等が少し弱くなっているという状況もあるので、12 月から 1~3 月位にかけて、今申し上げた予想のベースをイメージに置きながら、そこからの下振れがないかどうか、丹念にみていかなければならないと考えている。

以上、簡単に纏めさせて頂くと、今月も輸出、生産の増加が続いており、景気は全体として持ち直しているという状況に変化はないと考えている。この先 1~3 月、4~6 月辺りは、第一に、これまでのリバウンド・モメンタムが弱まっていくこと、第二に、公共投資が減少に転じていくこと、第三に、その間なお国内民間需要の自律回復力が強まる期待は持ちにくい段階にあることなどを考えると、生産や GDP の増加テンポは緩やかなものにとどまると考えられる。ただし、海外経済について、新興国がしっかりしている中で、先進国のクリスマス商戦も何とか無事に通過したことで、景気の持ち直しが近い将来に一旦途切れるといいういわゆる二番底リスクは、軽減していると考えている。この点、日本の国内においても、家電の購入促進策が延長されたということも恐らく大きいと思う。勿論、経済活動のレベルがまだ低くて、自律回復力が弱いこと自体、現在の局面の脆弱性を意味しているので、国際金融・為替市場の動きなど、その影響も含めて引き続き細心の注意を払っていく必要があると考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

最後の消費者物価——図表 40——であるが、ずっと上がっていったのは財と一般サービスだが、特に財の寄与度が凄く大きい。財の内訳をみると、食料工業製品と石油製品と耐久消費財の数字が大きい。このうち石油製品のマイナス幅は縮小し、耐久消費財はずっと安定しているので、注意すべき問題はやはり食料工業製品の動向である。食料工業製品は、随分長い間値上げを我慢してきたが、(2) の財の左の表のとおり、2007 年頃から、17 年振りにマヨネーズが上がったとか、何とかが二十何年振りに上がったとか、石油製品とともにどんどん上がるようになっていった。それが今は逆にマイナスに入ってきているが、それ以前にプラスに大きく出たほどには下がっていない。これはやはり、長い間値上げを我慢していた食料工業製品が、景気も段々良くなっていったこの時期に、我慢できなくなって値上げをしたのであって、今は多少下げているけれども、生活必需品でもあるし、上げた分をまた下げていくというようには考えなくても良いのではないかと思うが、どうか。

門間調査統計局長

今おっしゃった上下の違いの最も基本的な要因は、国際商品市況が、2007 年、2008 年の上がり方に比べると、その後の落ち方が相対的に小さいということではほぼ尽きると思う。むしろ、足許のマイナスがもう少し拡大するかどうかは、まさに需要の強さ、弱さ、及びそれに対して価格競争のみで対応するのか、それとも他の戦略も含めて対応するのかといった企業側の行動によって決まってくると思う。

須田委員

今回は、中間評価をしなければならない。先程、輸出については明確に上方修正とは言えない、内需は少し弱いかなというお話だったが、基本的には想定どおりというイメージで良いのか。調査統計局の見方として、あるいは門間調査統計局長の個人的な見解でも良いのだが。

門間調査統計局長

輸出も内需も、それほど上振れても下振れてもいないというのが、現時点での私の見方である。敢えて言うならば、おっしゃったように輸出の方が幾分上振れ気味かもしれない。内需の中で設備投資は少し出方が遅れるかもしれない。その位の見方の変化は認識しても良いかとは思っているが、大勢観として、それほどこれまでの見方に大きな変化がある訳ではないと判断している。

中村委員

設備投資だが、輸出や生産が落ち込んで、元になかなか戻らない。そこで、各企業は過剰能力への対応をどういうふうにしているのか。

門間調査統計局長

勿論、これは稼働率がまだ相当低いので、対応するもしないも、暫く過剰な訳である。それに対して、ある程度需要が戻ってくるのを待つというのが基本的な対応になる。そのうえで、本当に需要が戻ってこないものについては、整理、統合するなり、廃棄するなりという動きが段々進んでいくだろうが、それが今足許目立って起きているということではない。まだ、もう少し我慢して、需要が戻ってくるのを期待しているという段階かと思う。あとは、例の国際的な立地の問題として、海外に次の設備投資をどんどんシフトしていくのではないかという 이슈はあると思うが、そこについても、今のところ明確に決着が着いているというところまでは、私は判断できないと思っていて、これまでも右肩上がり海外現地生産比率は高まってきているので、そのトレンドを超えて今回非常に非連続的に国内が空洞化するのかどうかについては、そのリスクは依然として認識しておく必要があるが、そういうふうになってきているということではないと思っている。

須田委員

物価についてであるが、さくらレポートでは節約志向とか低価格志向という話があって、他方で節約疲れとか、企業の価格決定行動としてもう岩盤まで行ってしまったのではないかという議論もある。支店長会議でも、少し先をみているという声が結構聞かれた。ただ、それはやはりまだまだ芽であって、先程の説明のとおりだと、企業の行動としては、価格を下げるという行動の方がまだ強いのか。あるいは、節約疲れというよりも、節約しようという意識の方がまだ強いのか。

門間調査統計局長

節約疲れというのは、私はあまり感じない。やはり消費者は、とにかく足許のボーナスも相当減ってくるし、かつそう簡単に所得環境が好転するという状況でもないので、まだ節約しなければならないという意識、あるいは節約せざるを得ないという意識が強いと思う。むしろ、疲れてきているのは企業の方で、コストダウン疲れというのは、これは相当あるのだと思う。さすがに、これ以上なかなかコストダウンはできないので、その道一辺倒でいくのは止めて、多少差別化した商品を投入してみるとか、少しサービスの内容を変えてみるとか、そういった工夫を始めている段階である。私は、そこから変わってくると思う。その変化の兆しが出てきているというのは、まさに支店長会議であったとおりなので、それがどの程度広がっていくのか、それとまだまだ節約をしなければならない消費者の状況と、どういう綱引きになっていくのかというのが、まさに今後数か月間のイシューではないか思っている。

山口副総裁

去年の12月にかけては企業マインドの後退を相当気にしたが、二番底リスクが少し後退したこともあって、雰囲気は変わってきているように思う。その辺はどうみているか。

門間調査統計局長

やはりアジア向けを中心とする輸出産業、グローバル産業のマインドというのは、多少底が固まってきているというか、若干みていたよりも強いかもしれないなという印象を持っているが、同時に中小企業の方は——しかも中小の中でも中と小に分けると小企業ほど——、少しマインドが弱いかなという感じがしている。色々な指標でそう出ているのだが、そうなっている理由は、基本的には、やはりグローバル需要中心の回復であって、内需が今申し上げた個人消費も含めてなかなか回復力が強まっていないということが一つ。もう一つは、グローバル産業に連なる中小企業であっても、やはり海外シフトしていく過程とか、あるいはそうではなくても大企業がこれから選別を強めていく過程において、自分は置いてきぼりを食らうのではないかというように感じる中小企業が増えてきているということが、恐らく背景だろうと思う。従って、ある種経済全体を一緒にくたに語れる局面というのは過ぎ去りつつあって、つまりスピードが鈍っていくということは、その中での良い方と悪い方のコントラストがまた目立ってくるということでもあるので、その辺は少し注意をしながらみていく必要があるのではないかと思っている。

西村副総裁

雇用関連で、労働力人口からのドロップアウトがかなり増えているとみた方が良いのか。ここがかなり微妙なところなので、データがあまりないので、何とも言いがたいが、どうか。

門間調査統計局長

一部はあるが、それほど目立って増えているという感じではない。例えば、図表 29 の中段の労働力調査のデータでみて頂くと、労働力率であるが、これは足許 59.6%であって、じわじわと低下してきている。その中には、当然、単なる高齢化要因だけではなくて、短期的な変化であるから、ドロップアウトもあると思う。ただ、2008 年度全体の 60.2%から足許の

59.6%という、ここまでの変化をどの程度大きいとみるかどうかということであって、私の印象としては、ドロップアウトが増えているというよりも、むしろ企業内の過剰雇用が相当溜まっているということの方が大きいと思う。

野田委員

仕事が増えてきそうだから、それならそろそろまた手を挙げるかという動きは、ほとんどみられないとみた方が良いか。米国は、少しそういう動きもあるかなと思うが。

門間調査統計局長

手を挙げるかと言うか、手はずっと挙げ続けている。つまり、先程申し上げたように、求職はずっと高いところに止まっている訳である。挙げ続けているけれどもなかなか自分の番が回ってこないというのが現状なので、そういう中で、さらに手を挙げる人がどんどん出てくる感じでは、恐らくないのだと思う。

白川議長

先程の企業マインドの質問の対であるが、家計のマインド、消費者のマインドをどうみるかである。図表 22 で、いつもの色々な消費者マインドを表す指数——消費者態度指数、日経消費予測指数、生活不安度指数——が載っているが、これらには、先程の企業マインドにみられたような浮き足立つ感じが少し収まってきたという意味での変化は、みられるかどうか。先程のボーナスの落ちを改めて実感するという点では、多分悪くなる方向に作用するかもしれないし、一方で、11 月後半以降のデフレ宣言に触発された一連のマスコミ報道で、実態以上にマインドが悪く出ている——マインドを聞かれれば、取り敢えずマインドは悪いと回答する——こともあろうと思う。この辺はどういうふうにみれば良いか。

門間調査統計局長

恐らく両方あると思う。実態的にボーナスが減ったという事実もあって、マイクロ情報でもボーナス一括払いを申し込む客が減っているとか、そういう話はある。従って、ボーナスで高額商品を買うという動きは止まってきているということが実際にあるので、実態はあると思う。同時にこの指標全体的に言えることなのだが、ある程度レベルが上がってくると、やはり本当に良くなっていかないと、なかなかここから上には上がりにくい、元々そういう性格がある。その中に今おっしゃったマスコミ報道の影響が相当今回は出てきていると思う。タイミング的にも大体この指標が取られたのが12月中位であったので、連日のように、円高・デフレ・二番底、円高・デフレ・二番底と毎日書かれる訳であるから、まあそのどれかかな、という位に思ったのかもしれない。そういう我々の生活意識アンケートでもやはり景気を何からみるか——一番何を通じてみるか——というところ、マスコミ報道で認識をするという回答が実際にある訳なので、そこはやはり相当影響はあったとみる方が自然なのではないかと思う。実際の行動はどうだったかと言うと、先程申し上げたように、実は12月のデパートはある程度改善している。従って、聞かれたら一応良くないとは答えるが、デパートでも少し販促してくれて、魅力ある商品があれば、今月は買うかという位の気持ちは多少残っていたということかと思う。

野田委員

これを見ていると、やはり2009年の前半の上がり方というのは、若干実感と違って上がっているような感じもする。だから、夏のボーナス、それから冬のボーナスと、夏冬続けて大幅な二桁の減少というのが、さすがにここにきて影響が現われているのではないかと思っている。私は、前からこの消費者コンフィデンスは、なかなかみにくい、難しいなと思っている。今回に限って言うと、変なところで当たると嫌だなと思っている。

白川議長

分かった。他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境をお願いする。

雨宮企画局長

それでは、金融環境をご説明申し上げます。今日は事前にお配りしてある資料と、最後に今日席上配付で追加としてお配りしてある資料も後程使わせて頂く。事前にお配りしている「金融環境の現状評価」資料-5の参考計表をご覧頂きたい。先程から話題に出ているが、今月大きな動きがあったのは家計の短期的な物価見通しである。図表1の(1)、我々の生活意識に関するアンケート調査である。左側の〈量的質問に対する回答〉の中央値をみる限りは、この太実線の今後1年間の予想インフレ率、それから星印のついている今後5年間の予想インフレ率とも、前回調査では横這い——今後1年間で0%、今後5年間で2%——ということで変わっていない。これを上がる、下がるというアンケートに基づいてカールソン・パーキン法により修正したのが右側の〈質的質問からの推計値〉である。これをみると、今後1年間の予想インフレ率——太実線——が若干下がって-0.4%ということになっている。この星印の付いている今後5年間の予想インフレ率については、これは若干下がってはいるが、前回調査が0.3%から0.2%であったために、足許が下がると平均も下がるので、これは実はあまり大きく動かなかった。この短期的な物価の見通しが下がっているという意味では、内閣府の消費動向調査から集計したのも同じであって、これはやや大きめに前回調査の11月が0.5%だったのに対して、12月は0.0%なので、やや大きめに下がったということである。CPIそのものは、下落幅は昨年8月をピークに縮小している中で、こうした足許マイナスが大きくなったこと背景としては、二つ位あると思う。一つ

は、元々、この家計の物価の見方というのは、実際の物価に対して遅効性があり、ラグを持って後追いしていくという性格があるので、いわばこの間のC P Iのマイナスを後追いで認識に織り込まれてきたということである。また、これに拍車を掛けたということかもしれないが、二番目として、やはり政府のデフレ宣言等々をきっかけに、メディアでデフレ、物価下落という文字が踊ったということも影響を与えているかと思う。今後であるが、今申し上げた一つの特徴——後追いの的であるということ——を考えると、この後C P Iの下落幅そのものは縮んでいく訳であるので、どんどんマイナスになるとは思えない面もあるように思うが、一方で、物価予想は後追いであるということのほかにも、もう一つの特徴は粘着的であるということがある。例えば、この右上のカールソン・パーキン法によって推計したインフレ率の2004年、2005年をご覧頂くと、この頃は物価はマイナスからだんだんゼロに近付いていった時であるが、それでもずっとこのマイナス予想は続いているので、一旦下がると思うとやや粘着的に続くということになる。それが、先程門間調査統計局長から指摘があったが、実際の消費者行動に結び付くのか付かないのかが注目点だと思われる。ただし、今のところは中長期的な予想はそう大きく変わっていないように思われるし、中長期的という意味では、例えば、2頁をご覧頂くと、マーケットのプロやエコノミストの予想は、この間ほとんど変わっていない。(1)のE S Pフォーキャスト調査は——一応2012年までであるが——、去年11月調査から今年の1月調査まで全く変わっていないということであるし、(4)のインプライド・フォワード・レートもこの1、2か月は概ね横這いであるので、この辺はあまり変わっていない。家計の短期的な見方が少し変わったというのが今回の大きな特徴であった。

政策金利水準と実体経済は3頁にあるが、これはまだ新しいデータは出していないが、C P Iのマイナスが縮まっていくということを前提とすると、このマクロ的にみた金融引締め度合いは和らぎつつあるという状況は続いていると思うし、企業のR O Aと金利の相対関係で前回の法人企業統計で久しぶりにR O Aが上回ったということをご報告したが、それを踏ま

えてもマクロ的な金融環境の引締まり度合いは和らぎつつあると思う。

図表 5 で資金調達コストの動向をご覧頂く。今回約定平均金利が少し振れていて多少評価しにくくなっているが、新規約定平均金利の除く交付税特会向けをご覧頂くと、11 月は 1.505% ということで前月と比べて若干上がった。ただ、これは恐らく単月の振れで、前月に出た M&A 関係の低利の融資が剥落したといったこともあろうかと思う。従って、全体としては横這い圏内ではあるのだが、この貸出金利を取り巻く環境——ベースレートである TIBOR——がこの後若干下がっているということと、後程ご覧頂くが、スプレッドが縮小傾向にあるということを見ると、傾向としては低下している中での綾というようにみておけば良いかと思う。CP 発行レートはこの数か月はほぼ横這いである。社債については、まだ引き続き低下傾向という状況が続いている。これら三つを合わせて、図表 6 の下段、総資金調達コストの内訳をご覧頂くと、今申し上げたとおり単月 11 月は貸出金利が少し上がっているので、少し棒が上がっているが、去年の春から夏の横這い局面と比べると、少し低下しているという評価は変えなくても良いと考えている。図表 7 は今触れたスプレッドである。凸凹はしているが、短期、長期とも昨年の秋以降少し下がり出していることがみてとれるかと思う。

それから、金融の量の方の動きで、図表 11 である。民間部門総資金調達であるが、12 月は -1.4% とやや大きくマイナス幅を拡大させた。設備、在庫、資金需要が弱いことに加え、1 年前の需資急増の反動が現れており、とりわけマイナス幅拡大に寄与しているのが銀行貸出である。中段の民間銀行貸出残高は 12 月が -0.9% と、2005 年 7 月以来、53 か月振りのマイナスである。ただし、社債や株式の調達は引き続き活況を呈しており、12 月は社債は 9,000 億円の発行であるし、株式も 6,000 億円の調達である。この 6,000 億円には、メガバンクの資本増強の調達は入っていないため、金融機関以外の一般企業だけでこれだけの増資が行なわれた形であるので、社債、株式の調達は引き続き活況ということである。

貸出の大きな流れを少し振り返って頂く。図表 13 の上段がこの間の貸

出先別内訳の推移である。過去を振り返って頂くと、シャドーのついたところが企業向けであるが、2005年までずっとマイナスが続いていたものが漸く縮んできて、2006年にプラスに明確に転じた。2007年に少し緩というか凹んでいるところがあるが、これは例の貸金業向けの貸出が大きく絞られた特殊要因であるので、2006年から2008年までを均してみれば少しプラスが続いたということだと思う。それが、2008年の秋口以降——リーマン・ショック以降——急増して、今その反動が出て、久しぶりのマイナスをつけている。中身は専らこの企業向け貸出の落ち込みである。中身をその下のグラフ——まだ11月までの統計であるが——で見ると、企業規模別では、リーマン・ショック時に盛り上がった大企業が、資金需要の一服でプラス幅を縮小させているということが特徴であるし、資金用途別では、運転資金がマイナスとなっていることが特徴である。以上が貸出である。

アベイラビリティー関連については、後程追加資料で新しいデータの方でご説明申し上げますので、図表20で倒産の数字をご覧頂きたい。一番上の倒産件数は12月が1,136件ということで、引き続き前年比はやや大きめのマイナスであるし、季調済みの動きをみても、短期的には凸凹はあるが、減少傾向である。図表21(1)は太実線が倒産件数の季調済みであるが、大体減少傾向が足許まで続いているということかと思う。大きな特徴は業種別にはあまりないのだが、敢えて言うと——これも先程来話題が出ていて、この後の資金繰りとも関係してくるのだが——、図表20の中段の資本金別内訳をご覧頂くと、数か月大体均してみても、個人企業のプラスがまだ続いているというのが一つの特徴といえれば特徴であって、小さい規模の方が厳しい状況であるということがこの倒産統計にも表われている。

図表22、マネー関係の動きである。大きな変化はない。マネタリーベースは引き続き日銀当座預金の大きなプラスを主因にプラスが続いており、12月は前年比+5.2%である。日銀券発行高は12月-0.3%と2か月連続-0.3%で、これが日経新聞等で取り上げられ始めているが、金融機関保有現金を除く非金融機関保有ベースのキャッシュであれば中段のマ

ネーストックの現金通貨をみれば良く、12月は+0.5%とまだプラスである。因みに、この+0.5%の左の数字を追って頂くと、昨年前半——4~6月、7~9月——は、例の定額給付金の交付に伴って現金の出が強くなったが、それが一段落して、2008年が+0.6%であったが、その辺に戻った形である。ただし、この後、銀行券なので名目消費との関係でみると、それがどうなるか次第であるが、今のところ金融機関保有現金を除く銀行券の動きとしては、マイナスになっているということではない。むしろ、2008年のレベルに戻ったという辺りである。以上がマネーの動きである。

最後に、本日お配りした追加資料でアベイラビリティをご説明申し上げる。「金融環境の現状評価」参考計表の追加という資料をご覧頂きたい。図表17である。基本的には改善が続いているが、若干零細企業で留意すべき点がある。まず、改善の方であるが、例えば<金融機関の貸出態度>で日本公庫の中小企業の12月の数字が出ているが、11.6%ポイントと小幅ではあるが改善傾向が続いている。同様のことが<資金繰りD.I.>でも、日本公庫、商工中金両方に言えることである。これに対して、同じく<資金繰りD.I.>であるが、日本公庫の小企業——昔の国民公庫の対象企業であるが——の12月調査は-39.1%ポイントということで、これは四半期ごとに振れがあるため、これがトレンドかどうかはまだ見極めが必要であるが、若干その数字が凸凹しているという部分がある。図表19の右下が<日本公庫・商工中金>のD.I.をグラフにしたものである。中小企業については日本公庫、商工中金ともに実はそこそこの改善を示しているが、それに対して小企業については、灰色の線にあるとおり、やや改善が遅れていることがみて取れる。ただ、一昨年11月から昨年の4月までご報告していたとおり、資金繰り判断というのは頭の中に業況調整的な部分があって、業況の悪化——要するに物が売れない、あるいは仕事がないということ——に伴う不可分の資金繰り要因がどこまであるかということでもある。こういう企業になると、資金繰り、金融問題だけではなくそういった不可分の資金繰り要因も大きいような気はするが、いずれにしろ中小企業の中でも少し差が出てきているということである。

最後に、図表 18 は、金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンスであるが、大体これまでご報告している線と変わっていない。(1) 資金需要は、企業合計、大企業、中小企業とも相当減退している。それに対して銀行サイドとしてはある程度貸出は出そうとしており、例えば (3) 利鞘設定あるいは (5) 信用リスク評価でも、規模別、格付別に若干の変化はあるが、上が緩和方向であるので、上向きになっている状況である。

従って、今回金融環境については、余り大きな変化はない。総括判断は、3 か月続けてではあるが、「厳しさを残しつつも改善している」から変える必要はないかと思う。以上である。

白川議長

質問はあるか。

山口副総裁

二つお聞きしたい。一つは、当面の企業の資金調達コストをどうみておけば良いのか。二つめは、今説明のあった中小企業の資金繰りについて、当面どのような展開を辿ると考えているのか。

雨宮企画局長

まず、資金調達コストの方からお答えする。基本的には、今の緩やかな低下傾向が当分は続くともみて良いのではないかと思っている。その背景にあるのは、大きくいうと二点あって、一つは昨年 12 月の日本銀行の措置以降、ベースとなる T I B O R が少し下がっているので、これが貸出金利にもある程度影響を及ぼしていくだろうと思われる。まだデータの的には確認できていないが、これがまだ暫く続くと考えられるのが一点である。二点目は、貸出を巡る需給、あるいは企業の資金を巡る需給であって、今申し上げたとおり、例えば企業あるいは銀行のアンケートをみても、資金需要が非常に後退していることに対して、ある程度貸出力はあるということであるので、短期的にどうしてもスプレッドが下がるという格好で、やは

り価格にも影響を与えるということを考えると、その両面から、多分それほど——例えば、今年の春、政策金利を下げ、かつ色々な金融機関の金融不安が後退した時期ほど——は大きくはないかもしれないが、基調的にはまだもう暫く低下局面が続くとみていて良いのではないかと考えている。

中小企業であるが、これはなかなか難しい。基本的には、中小企業の資金繰りも、今申し上げたとおり、仕事あるいは物、売上収益と密接な関係がある。例えば、今の参考計表、図表 19 の左下が企業の資金繰り——これは短観ベース——であるが、大企業と中小企業をみると、全体としては同じように動いている。その基本としては景気が良くなり、売上収益が良くなり、資金繰りが良くなれば、良くなるということが当然両方に適応できると思うが、実は、過去をみても、大企業の良くなるなり方と比べて、中小企業については若干遅れ気味であるということが一つ。その遅れ気味になる感じが、特に零細については、その右側のグラフで先程ご覧頂いたとおり、足許少し差が開いている可能性があるということを念頭に置くと、全体としては、改善する方向にあるが、少し企業規模別によって、ばらつきが残るとみておけば良いかと思う。ただし、このままずっと悪いままかと言うと、やはり良くなる時には良くなるのだと思うが、レベル的には少し差が残るかと思う。これを金融の問題として捉えるのか、産業構造の問題として捉えるのかということは、また別の重要な問題かと思う。

野田委員

むしろ 2002 年、2003 年の回復に、中小企業の中でも、比較的大きいところはそれなりに回復の恩恵を享受したが、小企業はそこまで享受できなかった。それがそのまま残っているという、むしろそういう見方をしても良いのかなと思っているが。

雨宮企画局長

それも金融の問題として考えるのか、グローバル化といった産業構造の問題として考えるのかは、難しいところである。

須田委員

倒産についてであるが、この個人企業の倒産がどんなものか、分かるのか。

雨宮企画局長

さすがに業種別には分からない。

須田委員

家族で経営しているようなもっと個人企業に近いとか……。

雨宮企画局長

自主廃業的なものが結構沢山入っているのではないかと思う。今、零細・個人企業の中には、後継者難等々も含め、自主廃業的な動きが相当あると思うが、倒産統計がどこまでそれを掴めているのかは実はよく分からない。全ての自主廃業がここに入っているとは限らないと思う。ただ、間違いなくそういう動きは起きているのではないか。

須田委員

この倒産件数もどこかで反転すると思うが、今の政策の対応もあるので、当分減る方向が続くとみていて良いのか。

雨宮企画局長

どこかで反転する——増え出す——というのは、それは確かに一部のエコノミスト、それと倒産調査会社は、近々増加ということを毎月毎月ずっと警告しているが、先行きは両方要因があると思う。まず、倒産を減らす方の要因としては、基本的には、緩やかであれ景気全体が改善していけば、それは売上・収益の改善という格好でこうした企業にも均霑するだろうというのが一つ。それと、長い目でみてどう評価するか難しい問題はあるが、

保証が延長されるということである。保証が急遽ぱったりということは取り敢えずないということで、プラス材料でもある。一方で、マイナス面として、勿論、景気が突然二番底になったということを経済的要因として除くと、公共事業の関係で建設がこの後春以降苦しくなるのではないかという声がある。それから、先程の産業構造的な問題で、このグローバル化に付いていけないような先の良い格好での退出が始まるかどうか論点かもしれないが、倒産先については、両方の要因があって、必ずしも直ぐにまた反転上昇し出すというところまではまだ断言できないように思う。

白川議長

細かい質問が二つある。一つは、BBB格の社債発行である。足許では動きはあるが、この先もう少し膨らむかどうか。もう一つは現金通貨の動きである。銀行券については、金融機関保有現金を除いた現金通貨でみた方が良いというのは、そのとおりだと思うが、少し長い系列で見た時に、特に気になる動きは今のところないということで良いか。

雨宮企画局長

現金通貨について申し上げますと、気になるというか、まず長い目でみると、現金通貨というのはマイナスになったことがほとんどない。金融機関も含めた日本銀行券発行残高は、昭和三十何年以來実は連続してマイナスになったことがないので、そういう意味では、初めてのことはある。ただ、気になるというよりは、元々、消費との関係がどの位密接かは、なかなか統計的には検出しにくいのであるが、先程2008年は+0.6%だと申し上げたが、2005年、2006年と、それでも1.5%位伸びていて、その時消費はそれなりに伸びていたことを考えると、大きくみると、やはりある程度関係はあるのだろうと思う。そういう意味で、今、私は取り敢えず+0.5%というのは、2008年に戻ったところであると申し上げたが、これは消費との関係でさらにこの先落ちるかどうかは、まだこの段階では何と

も言えないと思っている。それから、B B B格の社債発行についてであるが、白川議長ご指摘のとおり、この1~2か月ちょっとぼちぼち動きはある。いくつか理由があって、一つは、そうは言っても一時の金融システム不安という金融市場の混乱が若干は後退して、B B B格に対する見方が少し変わってきていること。もっと大きいのは、投資家サイドで収益機会が高格付けではなくなってきたので、いわばサーチ・フォア・イールド的な格好で、A A A格からA A格、A格、そしてB B B格への物色が少し始まりつつある。似たようなことがR E I Tで起きており、R E I Tの発行が1件であるが再開された。1件ではあるが、象徴的にはそういう意味で、こういうR E I TのB B B格も方向としては改善の兆しが出てくる象徴だと思う。ただし、これが今極めて広がっていくかということ、まだB B B格との差は相当大きくて、むしろB B B格の企業サイドからどんどん発行するというインセンティブを与えていないということと、投資家サイドにまだ警戒感が残っているということを考えると、この改善の兆しはかなり急速に広まっていくとはまだみられないと思う。

野田委員

そういう意味で言うと、以前に企画局で、150~200bpに入ると増えてくるという話があったが、そこまでは市場は行っていないな。

雨宮企画局長

まだ少し距離がある。

中曽理事

ただ、銘柄的に少し注目しているものがあって、今まではB B B格では電鉄等ばかりであったが、不動産が12月と1月も発行する案件が出てきている。あと、暫く出せなかったローン・リース会社や、化学系も起債してくるのではないかといった話が出てきているので、確かに少し広がりが出てきている——変化は生じている——という気はしている。

白川議長

他に質問はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要について、報告をお願いします。

関根調査統計局参事役

それでは、私から経済及び物価についてご説明させて頂く。実体経済の方はほとんど変更がない。総括判断について、現状、先行きとも変わらない。変わったところは一点、住宅投資であるが、先程の門間調査統計局長からのご説明にあったとおり、住宅着工等の動きを踏まえて「住宅投資は下げ止まりの動きがみられている」と、先月までは「減少している」としていたが、そこを変更している。

物価については、中ほどの段落であるが、いくつかアンダーラインが引かれている。まず、物価の現状のパラグラフであるが、C P Iについて、先月までは単に「下落している」と書いていたが、下落幅が縮小してきているので、その旨を記載している。続いて、先行きについてのパラグラフであるが、これも先程門間調査統計局長からご説明があったが、今までの国際商品市況の動き等を踏まえると、C G P Iの先行きについては、「当面、横ばい圏内で推移するとみられる」と、先月までの「弱含みで推移するとみられる」から変更している。最後にC P Iであるが、「下落幅を縮小していくと予想される」は変わらないが、その前の石油製品価格については、12月頃からマイナスというよりもプラスの方に効いてくるであろうということで、「石油製品価格が押し上げに働くことなどから」というように変更している。私からは以上である。

加藤企画局参事役

続いて金融についてご説明させて頂く。先程、雨宮企画局長からご説明したように、金融は全体的には大きく変化していないので、こちらのパートもあまり変更していない。まず一段落目はマーケットである。マーケットはこの資料を提出させて頂いた後も大きく動いており、明日の状況もみながら修正させて頂きたいが、長期金利については、10年利付債で前回会合時が1.25%程度であったので、それからみて明日のマーケットがどうかといったところである。株価については、日経平均で言えば10,100円程度であったし、為替については、前回は89円80銭程度であったので、また明日の状況をみて修正させて頂ければと思っている。

次に、総括判断は特に変わっていないので、「厳しさを残しつつも、改善の動きが続いている」と表現させて頂いている。修正したところであるが、次のパートの一行目である。企業の資金調達コストについて、単月の数字は若干振れがあるが、春以降の流れとしては、傾向として低下しているので、「企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている」と表現させて頂いている。その次の行、「和らぎつつある」というところにアンダーラインを引いている。これは低金利の緩和効果の減殺について、先月「和らぎ始めている」と書いたので、今月はそれを「和らぎつつある」とテクニカルに修正しているだけである。

次は、下から4行目である。銀行貸出であるが、事前に提出させて頂いた資料では「一昨年における著増の反動もあって減少に転じている」と表現している。これは12月の計数が前年比マイナスと、減少に転じていることを表現している。なお、「一昨年」とあるが、これを「前年」に修正させて頂きたい。一昨年12月と昨年12月に関する表現なので一昨年としたのだが、「前年における」と書くのが自然なので、ここは修正させて頂ければと思っている。

最後であるが、一番下の行、マネーストックは+3.1%であるので、「3%程度」という形で書かせて頂いている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

野田委員

とても細かい言葉の話であるが、物価の先行きについて、前回の「下落幅が縮小すると予想される」から今回「下落幅を縮小していくと予想される」としているのは、これはどういう意図があるのか。「いく」というのは先行きを少し長くみたという感じなのか。

関根調査統計局参事役

そこまでは……。

野田委員

「を」なのか「が」なのかというのは、言葉の話であって細かい話ではあるが。

関根調査統計局参事役

そこで誤解が生じるということであれば、考えなければならないが、作り手の方としては、特にそこで強い意味を込めて書いたというよりも、言葉の繋がりですべてで良いかというのが実状である。

野田委員

他意はないか。その答えで十分である。

関根調査統計局参事役

読もうと思えば読めないことでもないかとは思ったのだが。

白川議長

現状を「は」と書いて先行きを「を」とするのは、冷静に考えると、日

本語としてやや変だという感じはする。同じ物価のところ、現状は「下落幅は縮小している」と、先行きの方は「下落幅を」となっていると、主語とするか目的語とするか、区々になるのではないか。私が言うことでもないが。

野田委員

「下落幅を縮小させていく」となっているのだな。日本語の問題だな。

関根調査統計局参事役

検討させて頂く。

野田委員

細かいかな。

白川議長

他に質問はあるか。

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17分中断、26日9時00分再開)

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行である。最初に中間評価も含めた金融経済情勢に関する討議。二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に12月1日及び12月17、18日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府からの出席者の方のご紹介である。財務省からは野田佳彦副大臣、内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。会合の中での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、金融経済情勢に関する討議を行う。本日は、展望レポートの中間評価を行うので、まず執行部より政策委員の見通し計数と分布について説明して頂きたい。

雨宮企画局長

それでは、見通し計数の集計結果をご報告する。(参考 1)の上、大勢見通しの数字からご覧頂くと、一番左の実質GDP成長率である。専ら中央値をご覧頂くと、2009年度は10月時点に比べ-3.2%から-2.5%ということである。2009年度は、ご覧のとおり、2008年度以降の過去の数字の改定により、ゲタが0.6%上方修正になっているので、この-3.2%から-2.5%という結果も、ほぼゲタ並みということかと思っている。2010年度、2011年度は、概ね見通しどおりかと思う。数字をみると、2010年度が0.1%上方修正、かつ、この大勢見通しのレンジをご覧頂くと、レンジの下限が10月時点では+0.8%であったものが+1.2%となっており——これは大勢見通しもそうであるが——切り上がっているので、全体としては、気持ち強めということかと思う。ただ、評価としては概ね見通しどおりということで良いかと思っている。

企業物価指数と消費者物価指数である。企業物価指数は、大体2010年度、2011年度、両年度に亘って上方修正である。幅はより小さいが、消費者物価指数も2010年度、2011年度とも、やや上方修正という格好になっている。

リスク・バランス・チャートである。少し形が変わっている。物価につ

いては、前回頂いたリスク・バランス・チャートは 2010 年度、2011 年度、特に 2011 年度については、上の方が真平らで、なかなか真ん中が絞り切れないという感じだったと承知しているが、これが今回少し中に寄ってきた。ただ、裾野の広がり方はほぼ同じであるし、左右のバランスも数字的にも大体ほぼバランスという格好かと思う。実質 GDP について、一番左下の 2011 年度の数字をみると、実は、気持ち下の方にバランスが偏っているが、全体としては、概ね上下バランスしている姿かとみている。集計結果は以上である。

白川議長

この点について、技術的な意味での質問などはあるか。それでは討議に入りたいと思うが、まず、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢及び中間評価について、お一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日のご発言の順番だが、中村委員、亀崎委員、山口副総裁、須田委員、野田委員、西村副総裁の順番である。それでは中村委員から願います。

中村委員

前回決定会合以降、世界経済に対する見方を大きく変えるような指標の公表はなく、中国をはじめとする新興国経済が好調である一方、先進国経済の民間需要の回復ペースが緩慢なものとなることが改めて確認されたように思う。米国等での超緩和的な金融環境の持続性期待が定着しつつあることなどを受けて、株式等のリスク性資産価格は堅調な動きが続いていたが、先週のオバマ大統領の金融規制に関する提案や中国政府の過度な成長抑制策導入への懸念から、株式市場は大きく下落し、投資家のリスク・アペタイトも低下している。先行きの実体経済や、財政・金融政策の今後の帰趨、財政健全化に向けた取組み等を巡り不透明感が強いだけに、国際金融資本市場の動向には引き続き注意が必要だ。

続いて海外経済についてだが、米国の住宅市場をみると、12 月の新築

着工件数や中古住宅販売件数は住宅減税延長の一時的な混乱の影響や天候要因もあり、前月比大幅に減少したほか、11月の新築一戸建て販売件数も減少しており、市場の改善は緩慢なものとなっている。また、価格面でも、在庫率が高水準にある中、毎月30万戸以上が差し押さえられていることも重石となり、価格の回復も限定的となっている。

雇用情勢については、12月の非農業部門雇用者数が前月比8万5,000人減少し、失業率は労働参加率が低下したことを主因に前月と同じ10%となり、雇用の改善のペースは、生産の回復よりもかなり遅れているようだ。先行きの目立った雇用面での回復が見込めない中、家計の純資産はピーク時の2007年6月末に比べ、昨年9月末時点では2割弱減少しているほか、米銀決算でも確認されたが、ローンの延滞率も上昇している。銀行の貸出姿勢は依然として厳しく、11月の消費者信用残高も前月比減少幅が拡大していること等からも、家計支出の本格的な回復には相応の時間を要すると考えざるを得ない。

もっとも、総じてみれば、ベージュブックが総括しているように、経済活動の水準は低いものの、持ち直しつつある。生産面では、12月のISM製造業指数や鉱工業生産の改善が続いている。クリスマス商戦は、小売業者が売上の確保のため、在庫の抑制や低価格品の品揃え充実といった施策に努めたことから、リーマン・ショックの影響で大幅に落ち込んだ2008年に比べ、やや持ち直している。新車販売台数も12月まで3か月連続で増加しており、個人消費が底入れしたことが窺われる。

欧州では、11月の小売売上数量——除く自動車——が前月比1.2%減少したように内需は脆弱だが、PMIや消費者コンフィデンスは小幅ながらも改善傾向にあるなど、景気回復に対する期待が維持されており、輸出が牽引する形で経済は持ち直している。ただし、欧州諸国の金融部門及び政府部門のバランスシート調整の影響が、経済活動の足枷となる可能性もあり、トリシェ総裁が先日の記者会見で強調したように、ユーロ圏の景気回復はあくまでも緩やかなものにとどまりそうである。

中国経済については、2009年第4四半期の実質GDPが前年比10.7%

増加したように、個人消費や固定資産投資を中心に高い伸びを続けている。また、これまで落ち込んでいた輸出も、12月はハイテク製品や電気機械製品などの高付加価値品が牽引する形で前月比2桁増となったほか、前年比で14か月ぶりにプラスに転じた。この間、国務院が住宅投資に関する投機抑制策を公表したほか、12日には、人民銀行が1年7か月ぶりに預金準備率を引き上げた。また、銀行業監督管理委員会が一部銀行に対して融資の制限を要請したとの報道もされている。経済が輸出を含めて順調に拡大している中で、高成長を維持するために、政府が一部で過熱感が高まっている不動産市場や、貸出の急増などに予防的な対応を取り始めたようだ。中国をはじめとする新興国は、当面、高成長を続けると思うが、この地域の成長が世界経済のメインエンジンとなっているだけに、中国政府の適切な対応が期待される。

続いて国内経済については、先週の支店長会議で、総じてみれば、全ての地域で足許の景気が持ち直しているとの判断だったが、そのペースや広がりには地域毎に様々であることに加え、政策効果を除いた民間需要の弱さが確認された。11月の経済指標をみても、実質輸出や鉱工業生産がそれぞれ前月比0.6%、2.2%増加しており、先行きについても、海外経済の回復を背景に増加が見込まれる。住宅投資は、11月の新設住宅着工戸数が79万8,000戸と3か月連続して増加しており、弱いながらも持ち直しつつある。一方、公共投資は公共工事出来高、請負金額ともに頭打ち傾向にある。また、設備投資の先行指標である11月の機械受注（除く船舶・電力）は、前月比-11.3%と大幅に減少しており、足許の設備過剰感が強い中、先行きの需要水準に不確実性が強いだけに、国内での新たな投資には慎重な先が多いようだ。

雇用情勢が厳しさを増し、一人当たり名目賃金が下落する中で、消費者コンフィデンスは悪化している。長年に亘って、就職したい企業の上位にランクされていた日本航空が会社更生法の適用を申請したが、その破綻処理において、退職者も企業年金の減額対象となったことなどから、年金カットを現実的なリスクとして認識し始めた人も多いように思う。経済対

策の効果などにより、家電や自動車といった耐久消費財の販売が好調なことなどから、個人消費は持ち直しているが、消費者の購買意欲は低下しているようだ。

雇用環境は、有効求人倍率が3か月連続して改善したが、雇用者数の減少が続いているだけではなく、企業は高水準の労働保蔵を抱えており、雇用の過剰感は高いようだ。支店長会議でも生産が相応に回復したにもかかわらず、増員に躊躇する先が多いとの報告が多かったように思う。また、経団連は19日、春季労使交渉の経営側指針を公表したが、定期昇給の凍結や延期も交渉の対象に成り得るとの認識を示しており、企業収益が伸び悩む中で、賃金に関する企業経営者の厳しい姿勢が窺われる。このため、今後、景気が回復しても雇用者数や所得の増加にはなかなか繋がらない可能性も否定できない。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は下落し続けている。経済全体の需要が緩和した状態が続く中、消費者の生活防衛志向が強まっていることもあり、足許では耐久財だけでなく、食料工業品等幅広い品目の価格が下落している。もっとも、原油価格反落の影響が薄れたことなどから、下落幅は縮小しており、経済の緩やかな回復に伴い、先行きも下落幅縮小の動きが続くと見込まれる。物価動向の基調を大きく変えるものではないが、4月以降の高校授業料の実質無償化などの導入により、マイナス幅が拡大する可能性がある。なお、現状では中長期的な予想物価上昇率はアンカーされているが、今後の動向についてはしっかり確認していく必要があると思う。

最後に昨年10月の展望レポートの中間評価については、新興国を中心に海外経済の回復が若干強まっているが、我が国の経済情勢は展望レポートでの見通しに基本的に沿う形で推移していると認識している。一方、物価については、原油価格等の上昇を受けて幾分上振れているが、背景となるメカニズムについての考え方を変更する必要はないと思う。このため、先行きの不確実性は高い状況に変わりないが、我が国経済は海外経済が持ち直すにつれ、緩やかに回復し、2010年半ば頃までにかけては、一時的

に踊り場を迎える局面も想定されるが、2011年度には明確に潜在成長率を上回るペースまで成長が高まっていくと考えられる。

リスク要因としては、展望レポートの指摘どおりであり、米欧のバランスシート調整の帰趨や、各国が取り組んでいる積極的な財政・金融支援策とともに、財政再建策の動向などの下振れ要因がある。一方、緩和的な金融環境や積極的な景気刺激策等を背景に、中国をはじめとした新興国の経済成長が上振れる可能性もある。物価面では、新興国の高成長に伴う需要増加により、一次産品価格が上振れる可能性がある一方、経済の長期低迷に伴って、中長期的な予想物価上昇率が下振れた場合、物価の下落幅が拡大する可能性もあり、注意が必要だ。こうした上振れ、下振れ要因のバランスは、金融危機のショックが極めて大きかっただけに、回復には時間がかかっており、引き続き下振れリスクが強い状況にあると思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員お願いします。

亀崎委員

世界経済は、年明け後も緩やかな回復が続いており、今後も不確実性は高いものの、回復傾向は続くものとみている。こうしたメインシナリオの実現は、各国における在庫復元と財政支出の効果が次第に弱まっていく中で、先進国の民間最終需要が上手く立ち上がることが条件である。

国・地域別にみると、まず米国は、在庫復元と財政支出の効果から、引き続き持ち直している。すなわち、各種景気刺激策が住宅投資や公共投資の緩やかな持ち直しに繋がったほか、消費マインドが改善してクリスマス商戦の売上が前年対比で改善するなど、個人消費の緩やかな持ち直しにも繋がっている。今後も景気の持ち直し傾向は続くものの、在庫と財政による押し上げ効果が次第に弱まる一方、民間最終需要の速やかな立ち上がりは望みがたいため、回復ペースは弱いものにとどまる可能性が高いと思う。

すなわち、足許、企業は収益改善を優先し、市場での資金調達は順調でも、設備や雇用の増加には慎重姿勢を続けている。実際、設備投資は小幅な減少が続いており、商業用不動産価格の下落には歯止めが掛かっていない。また先日、シラー教授が住宅価格は再び下落基調に転じると述べたとの報道があったが、住宅着工の回復力は依然弱く失業者数が高止まりする中、住宅の差押え・競売件数の一段の増加も懸念されるため、こうした見方は妥当かもしれず気掛かりな状況となってきた。こうした中では、金融機関の信用コストは減らず、貸出は伸びにくいものと思う。このように、民間最終需要の自律的な立ち上がりにはなお時間がかかりそうである。

ユーロエリアは、周辺国やアジア向けなどの輸出と生産が主導して持ち直しつつあるが、企業が過剰な設備や雇用を抱える中、内需の回復力は弱いものにとどまっている。今後も緩やかな回復に向けた動きは続くが、その足取りは弱々しいものにとどまるものと思われる。すなわち、これまでの景気下支え要因であった各種刺激策は、例えばドイツの自動車販売が自動車買い替え促進策の終了で落ち込みに転じたように、今後は反動減が心配される局面に入る。それどころか、アイルランドやギリシャで財政赤字削減策が決定されるなど、緊縮財政への転換の影響も意識しなければならない状況である。こうした中では、国内民間需要の捗々しい回復も難しいと思う。

中国は、昨年 10～12 月期の実質 GDP が前年比 +10.7% となり、景気は一段と加速している。成長の中身を各指標から窺うと、人民元貸出や固定資産投資の伸びが頭打ちとなる一方、輸出はしっかり伸びており、内需と外需のバランスがやや戻っているようだ。今後も世界経済の回復により輸出が伸びていく中で、当局は預金準備率の引き上げや不動産向け融資の抑制要請などの施策の導入で強過ぎる内需を巡航速度へと減速させ、バランスの取れた成長を目指しているように窺える。もともと、4 兆元の景気刺激策にはまだ多額の未実行分が残っているうえ、今年は上海万博やアジア競技大会などのイベントがあり、また 2006 年に始まった第 11 次 5 か年計画の仕上げの年にも当たるため、内需が大きく減速することは考えにく

いと思う。むしろ投資案件が目白押しの中、当局の内需抑制策がマイルドなものにとどまるのが、既に始まっている不動産価格の上昇を一段と加速させ、本格的なバブルへと発展していくことも考えられるため、注意が必要だと思う。

NIEs・ASEANは、中国などへ向けた輸出や個人消費が増加し、設備投資が持ち直すなど内需と外需が揃って回復している。先行きも回復傾向が持続するものと考えている。

日本経済は、年明け後も持ち直しが続いていると思う。ただ、先週の支店長会議で多くの支店長が指摘したように、政策頼みの部分が大きく、民間最終需要の自律的な回復力が弱い状況に変わりはないように窺われる。今後については、在庫復元や政策の効果が剥落し、次第に持ち直しのペースは鈍化してくると思う。財政支出は今年度1次補正予算の一部執行停止の後、2次補正の成立、執行までラグがあることから、目先の効果は期待できない。足許、エコ消費支援策の効果で持ち直している個人消費も、昨年末賞与の大幅減額やデフレ報道に加え、来年度の定昇凍結や延期も議論される中では、マインドの悪化が避けられないため、持ち直しの持続性に懸念を抱かざるを得ない状況である。さらに設備投資も、11月の機械受注から、金融機関のシステム投資といった輸出増加の恩恵を受けにくい非製造業の投資圧縮の動きが示唆されるなど、回復の遅れが懸念される。その先、来年度後半以降は海外経済の回復が力強さを増して輸出が伸び、関連需要の増加が見込めることや、所得分配に焦点を当てた施策の消費喚起効果もあって景気は次第に再加速し、国内民間最終需要は自律的な回復軌道に乗ると考えている。ただ、派遣労働者の雇用に対する厳しい見方やCO₂排出規制、為替円高などから、国内での投資や雇用の拡大を躊躇する向きも多いこともあって、こうしたシナリオが実現しない可能性も相応にあると思う。

次に、物価情勢である。国際商品市況は、このところ上げ下げを繰り返しながらも緩やかに上昇している。そのため為替相場に左右されるところはあるが、今後の国内物価の押し上げ要因となってくるものとみられ

る。C P I（除く生鮮）の前年比は 8 月の−2.4%をボトムに、11 月には−1.7%までマイナス幅が縮小した。12 月以降も石油製品価格が前年比プラスに転じるとみられることなどから、マイナス幅は一段と縮小するものと考えている。ただ、C P I を構成する各品目の前年比をみると、2008 年 10 月にプラスの品目数がマイナスの品目数を 165 も上回ってピークをつけた後、この差は縮小し続けて昨年 6 月にマイナスに転じ、直近の昨年 11 月にはマイナスの品目数がプラスの品目数を 187 も上回って、価格下落は多くの品目に広がっている。今のところあまり下がっていない食料品も、今後、輸入麦の政府売渡価格が一段と下がるとみられることなどから、下落幅が拡大する可能性がある。こうした中、C P I（除く生鮮）のマイナス基調は暫く続くものとみている。

こうした景気・物価情勢の展開は、概ね 10 月の展望レポート作成時点での見込みどおりであり、今回の中間評価で特段の変更を要するとは考えていない。私の見通しにおける変化点を強いて挙げるとすれば、今年度 2 次補正予算や来年度予算の効果をやや強めに織り込んだことと原油価格のパスをやや引き上げたこと、足許のコアコア C P I の弱さをみて需給ギャップの物価への影響を若干強めに見込んだこと位で、全体としては小幅の調整に過ぎない。リスク・バランスは一段とバランスしてきたが、景気についてはなお幾分下振れリスクの方が大きいとみている。

国内の金融環境については、全体として改善の動きが続いていると考える。すなわち、企業の資金調達コストは低水準で推移し、C P ・社債の発行環境が良好な中、金融機関の貸出態度や企業の資金繰りは改善している。ただ、低格付け先の社債発行は引き続き困難であり、また中小企業では資金繰りが苦しい先が依然多数であるなど、金融環境の厳しさは残っている。今後については、セーフティネット貸付や緊急保証制度に加え金融円滑化対策も始まり、支店長会議でもこれを受けた貸出条件の変更がかなり実施されているとの報告が聞かれており、中小企業の金融環境の改善傾向ははっきりしてくるものと思う。ただ、本施策が再建不能先の問題先送りの隠れ蓑となって、先行きの金融システム不安定化の材料とならないよう、

注意していく必要があると考えている。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

今回は中間評価を行うので、最近の動きに加えて、やや長めの視点も意識しつつ発言したい。まず、我が国経済の動向を左右する国際金融資本市場や世界経済について、大まかに現状を確認しておきたいと思う。

国際金融資本市場や世界経済については、各国の施策や急激な在庫調整の効果などを受けた昨年春以降の持ち直しの動きが現在も続いている。国際金融資本市場では、株価が振れを伴いつつも改善傾向を維持している。クレジット市場でも正常化に向けた動きが観察される。また、世界経済は、新興国が内需を中心に予想をやや上回る改善を示している結果として、10月展望レポートに比べ上振れ気味に推移している。勿論、ドバイ・ショックに加え、最近では一部の欧州周辺国において財政バランスの悪化への懸念が高まるなど、脆弱さが残る点はリスク要因として注意が必要である。ただ、全体とすれば、国際金融危機の発生に伴うパニック的な症状からはさらに一步抜け出していると評価できると思っている。

この間、先進国経済については、共通点が二つあると思う。一つは、現時点の活動水準がなお低めにとどまっていること、それから持ち直しの動きが政策効果に大きく依存し自律的回復力はなお弱い、ということである。今後、在庫復元や政策効果による押し上げ効果が弱まる局面では、景気持ち直しペースの鈍化が見込まれ、米欧のバランスシート調整圧力など、それぞれの経済が抱える中長期的な課題が改めて意識されることになると思っている。

対照的に、中国など新興国経済では好調さがはつきりしてきていると思う。バランスシート調整圧力が小さい新興国においては、自国での拡張的な財政政策の効果や世界的な金融緩和の影響が強く現われているとみる

ことができ、米欧経済の回復の足取りが鈍い中で、世界経済全体の持ち直しを下支えする要因となっている。こうしたもとで、資産価格の上昇や銀行貸出の急増など、バブル発生を懸念させるような動きが出始めている点には注意が必要だと思ふ。

以上のような国際金融資本市場や世界経済の動向を踏まえて、我が国経済について述べたい。まず、展望レポート以降、3か月の動きを振り返ってみると、設備投資関連や労働需給面の指標では、依然弱めのものが多かったと受止めている。他方で、海外経済の回復や自動車・家電関連の施策などを背景に、輸出や生産の増加あるいは耐久消費財を中心とした個人消費の持ち直しといった動きが続いている。この間、11月下旬にかけては、ドバイ・ショックに伴って株価下落や円高が急速に進行し、企業マインドの悪化などを通じて実体経済に悪影響が生じるリスクが高まる局面もみられた。ただ、こうしたマインド面の悪化に対しては、本行の金融緩和強化策などによって、ひとまず歯止めを掛けることができ、この面からの下振れリスクの顕在化は回避することができたと考えている。現時点における景気の評価であるが、「国内民間需要の自律的回復力は依然として弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している」という評価で良いと思っている。

先行きについてだが、各種施策の効果が減衰する中で、2010年度半ば頃までは一時的に踊り場とも言える状況が続く可能性が小さくない。ただ、新興国経済の強まりとそれを受けた企業の生産姿勢などを前提とする限り、景気持ち直しの基調自体が崩れることはないと思ふ。その後は2011年度にかけて、輸出・生産を中心とする企業部門の改善が続き、そうした改善が家計部門にも波及しながら経済全体として成長率を徐々に高めていく姿が想定される。以上を踏まえて、我が国経済に関しては、10月展望レポートで想定したシナリオから大きく変化してはいないと評価できると思ふ。

見通しを巡るリスクであるが、新興国経済が想定をやや上回る強まりをみせていることを考慮すると、リスクは全体として、展望レポートに比べ

上下がバランスする方向にシフトしているとみている。ただ、以下では、下振れリスクについて、誇張し過ぎとの批判を敢えて覚悟したうえで、二点ほど補足しておきたいと思う。

まず一点目は、米欧経済のバランスシート調整の帰趨についてである。最近の金融機関決算で貸出資産の劣化などがみられているほか、商業用不動産価格も下げ止まる様子が窺われないなど、依然注意を怠れない状況にある。さらに、足許の動きとして、米国の新しい金融規制に関する提案が出ている。最終的にどのような形で落ち着くかは勿論不透明であるが、その行方次第では、ただでさえ脆弱な景気回復の足取りを一段と鈍化させるリスクが小さくないとみている。

二点目は、国内企業のマインド面についてである。11月下旬にかけての企業マインドの後退には一定の歯止めが掛かった訳であるが、最近の機械受注がやや不冴えであった点は気がかりである。また、経済指標や金融指標の改善の割には、企業経営者から先行き不透明感を訴える声がなお小さくない点も気になる点である。今後、景気持ち直しのペースが一時的にせよ減速すると見込まれるだけに、特に出遅れ感が強い中小企業や非製造業を中心に、設備投資、新規採用への意欲が一段と抑制されて、実体経済への下押し圧力が強まらないかどうか、これと併せて大企業を含め企業部門全体として中長期的な成長期待に変化が生じないかといった点も含めて、点検していく必要があると思っている。

最後に、物価面についてである。消費者物価は、石油製品価格の影響が減衰する中で下落幅が縮小している。今後は、石油製品が価格押上げに転じるうへ需給バランスが改善していくことから、全体として縮小傾向が続くと見込まれる。しかし、景気の持ち直しペースが緩やかな分、2011年度までマイナス自体は残ると考えられる。見通し計数としては、原油価格の上振れを反映して小幅の上振れを見込んでいる訳であるが、基本的な見方としては10月展望レポートから変わっていないと思っている。

そのうえで、物価の先行きを巡るリスクに関連して、予想物価上昇率や企業の価格設定行動という観点から若干補足しておきたいと思う。最近の

複数のアンケート調査によると、予想物価上昇率の低下が窺われる。特に短期的な予想物価上昇率の低下には、昨年夏の2%を超える消費者物価の下落やデフレを巡る様々な議論などが、消費者心理に一定程度影響を与えた可能性があると思っている。ただ、中長期の予想物価上昇率が依然プラス圏にあることや、エコノミストは物価下落幅が今後縮小していく見通しを維持している点などを踏まえると、長めの予想物価上昇率に大きな変化は生じていないとみて良いのではないかとと思っている。

また企業の価格設定行動に関して、先日の支店長会議では依然として値下げの動きが続いていることが報告されたが、一部では価格以外の部分で差別化を図る企業の動きなどもみられているといった報告もあり、今後の注目点だと思っている。このように、現時点で人々の物価に対する見方や企業の価格設定行動が大きく変化しているとはみられないが、今後、需給バランスの動きとともにこれらの点検にも目を凝らしていく必要があると思っている。

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

白川議長

それでは須田委員お願いします。

須田委員

まず、10月展望レポートの中間評価について述べると、新興国経済の想定を上回る強さやそれに伴う国際商品市況の上振れなどから、物価の見通しの数値については若干上振れさせているが、10月時点で想定したメインシナリオは基本的に変わっていないと判断している。また、来年度以降のメインシナリオに対する不確実性は依然として高く、リスクはほぼ上下バランスしているものの、裾野が広いという私のリスク・バランス・チャートの形状は、10月時点とほとんど変わっていない。とはいえ、デフレ報道に伴うインフレ予想の下振れ懸念、為替動向、欧州をはじめとする国際

金融資本市場でのイベント・リスク、新興国のバブル懸念の強まり、それに伴う国際商品市況の上振れ懸念、米国での金融規制案の帰趨、内外の財政金融政策の動向など、第二の柱による点検項目はこれまで以上に増えているとみている。

それでは海外経済からみていく。まず米国であるが、前回会合から特に変化はない。クリスマス商戦もまずまずで想定どおりであった。非農業部門就業者数は多少の振れを伴いながらも、下げ止まりつつある。失業率も1~3月中にはピークアウトするというのが、市場の一般的な見方である。コンフィデンス指標も足許改善が続いている。こうした中、可処分所得や資産価格の上昇の影響などから、自動車販売、自動車を除く小売売上高も比較的堅調な伸びとなった。一方、住宅着工が悪天候の影響等から予想を上回る落ち込みになったが、建設許可件数が増大しており、低水準ながらも改善の兆しがみて取れる。この間、ISM景況感指数は、製造、非製造とも市場予想を大きく上回る結果となった。もっとも、求人件数が減少し失業期間が再びピークを更新するなど、ジョブレス・リカバリーの様相はこれまでと変わらない。家計の過剰債務の問題やタイトな金融環境も引き続き消費の足を引っ張ると考えられる。また、リファイナンスに懸念のある商業用不動産市場が悪化するもとで、非居住用建設支出の減少が続いているほか、NAHB住宅市場指数が前月に続き低下しており、住宅価格の足踏み、住宅差し押さえや在庫の多さ、これまでの政策効果の反動の影響も考慮に入れると、今後住宅市場が順調に回復していくかどうかは、引き続き予断を許さない。

ユーロエリアについても、輸出が牽引する形で景気が持ち直しつつある姿に変わりはない。ただし、最近の貸出減少やM3前年比のマイナス転化の影響とともに、内需の弱さが景気全体の足を引っ張るようなことがないか、注意深く点検していきたい。

一方、中国をはじめとするアジアでは強めの指標が目立っている。特に中国については、貸出が前年比3割方の増加を続けるもとで、不動産価格が上昇し、市場ではバブルを懸念する声が増えつつある。物価面でも、12

月のCPIが伸び率を大幅に拡大させた。市場からは「今年半ば頃には5%に達するのでは」といった声が聞かれるなど、インフレ予想も高まっている。こうした中、中国は引締め方向に動き出した。それが適切なものとなるかどうか注視する必要がある。

次に国内経済に目を移すと、まず、実質輸出と消費は今のところ想定どおりの動きである。この間、11月の機械受注（船舶・電力を除く民需）が市場予想を大幅に下回った。しかし、資本財出荷や工作機械受注の動きなどから、設備投資の、下げ止まりつつある、との判断自体に変更はない。こうした内外需要を背景に生産は増加を続けている。10～12月は前期比5%程度のしっかりした伸びとなったと見込まれるほか、1～3月についても、米国クリスマス商戦が想定どおりで、新たな在庫調整の懸念はなくなり、+1%程度の伸びは確保できそうな情勢である。もともと、内需と外需の強さの違いやコスト負担の転嫁、内製化の動きなどから、製造業と非製造業、大企業と中小企業などでは二極化が目立ってきている。

消費については、厳しい所得環境や最近のデフレ報道等から消費者コンフィデンスが頭打ちとなる中で、持ち直しのペースは緩やかなものにならざるを得ない。やや長い目でみても、少子高齢化、グローバル競争のもとでの企業の賃金抑制姿勢等を背景として、消費は然程高い伸びは期待できず、先行き想定している企業から家計への好循環のメカニズムは、2002年以降の景気拡大期と同様、なかなか期待どおり働かない可能性もある。いずれにせよ、今後の景気展開は多少の振れとともに、極く緩やかな回復パスを辿っていくとみている。

物価については、政府のデフレ宣言後、家計の物価下落の認識が高まる一方で、家計平均購入価格指数は2か月連続で下落幅を縮小している。最近プライベート・ブランド等による極端な値下げの動きも沈静化しつつあり、CPIコアは3か月前比年率でみてマイナス幅が0.4%程度にまで縮小している。前年比では、12月に1%程度まで下げ幅を縮小させたとみているが、その後は、スラックが物価下押し圧力として働くため、縮小ペースは極く緩やかなものになるというこれまでの見方に変わりはない。

最後に、リスク要因についてであるが、現時点で特に気になるリスクにポイントを絞って述べておく。

まずは、何らかのショックをきっかけにグローバルな金融資本市場や金融システムが再び動揺するリスクについてである。ドバイ・ショックはひとまず落ち着いた感があるが、ギリシャ問題については、イタリアやスペインといった財政事情の悪い国々の長期金利やCDSにまで波及し始めてるように窺われる。つまり、ソブリン・リスクに関心が高まっており、格下げリスクは気になるところである。その意味では、ギリシャ以上に深刻な財政赤字を抱える我が国の長期金利に、いつ飛び火してきてもおかしくはない。財政規律に対する懸念がくすぶるもとで、仕掛け売りの格好の材料とされる可能性がある。なお、足許では、米国の金融規制案の帰趨にも注視が必要である。また、以上のような国際金融資本市場におけるイベント・リスクは、金融資本市場を不安定化させるだけでなく、不確実性を高めて金融緩和政策を初めとする拡張的なマクロ経済政策を長期化させる要因にもなりかねないので、こうした点からも留意が必要である。グローバルに緩和的な金融環境が長引けば、過剰な投資行動や行き過ぎたポジションの造成に繋がり、その急激な巻き戻しが金融市場を不安定化させることになる。この間、国に依存する体質が企業の中で強まっているのではないかと懸念している。様々な金融規制がリスク資金の供給を制約する可能性がある一方で、企業の国頼みの姿勢は、自立を阻害し期待成長率を低下させるリスクがあると思う。

最後に、物価に関するリスクである。目先は、内外経済の下振れやデフレ報道、賃金の弱さ等を背景とするインフレ予想の下振れリスクに注意が必要である。実際、サーベイ・データによると、短期的には家計のインフレ期待は下振れている。インフレ期待には慣性があるので、より長期のインフレ期待の下振れに繋がることはないか、注視していく必要がある。他方、やや長い目でみれば、グローバルな金融緩和が続くもとで、新興国や資源国における過熱やバブル、国際商品市況の高騰を通じて、インフレ率が想定以上に上振れてしまうリスクにも引き続き留意する必要がある。先

程述べたように、特に中国におけるバブル懸念が足許急速に高まっている。実際、ブルームバーグによるアンケート調査でも、6割以上のユーザーが中国はバブルであると答えている。また、こうした中国をはじめとする新興国の旺盛な需要を反映して、原油等の国際商品市況に再び上昇する気配が窺われている。いずれにしてもこれまで以上に警戒が必要になっていると思う。以上である。

白川議長

それでは野田委員お願いします。

野田委員

私は最初に、展望レポートの中間評価から申し上げる。私個人の10月における経済見通しとの比較のポイントを二つに絞って述べる。第一に、アジアを中心とする新興国の想定を上回る回復が牽引車となって、世界経済も全体として想定を上回るペースで回復しており、少なくとも2010年度までは、その上振れの恩恵が我が国の輸出や生産にも及ぶとみていることである。第二に、その一方で、内需への波及となると捗々しくなく、自律的な景気回復への転化は後ずれしていること、特に企業が先行きに対する自信が取り戻せない中で、国内生産の競争力低下もあって、国内における設備投資には極めて慎重な姿勢を崩しておらず、設備投資は見通し期間中を通じて下振れる見通しとなってきたこと、この二点を挙げたい。とは言いながら、我が国経済の先行きのパスと見通し期間の後半における姿は、10月時点の想定を大きく変える、あるいは大きく外れるものではない。参考値である数値の比較で言えば、前述の二つのポイントのうち、前者の世界経済の回復の効果が勝っていることを主たる理由として、全体として若干の上方修正を見通し期間2年度に亘って行っている。いずれにせよ、今後最も重要なことは、各種政策効果および在庫復元の効果が減衰していくことが避けられない中で、内外経済の改善の動きが最終民需の自律的な回復にどう繋がっていくかという点であることには変わりない。

次に、前回以降利用可能になった経済指標、調査結果等から、金融情勢について先行き見通しも含めて少し詳しく点検したい。まず、海外経済からであるが、新興国経済と先進国経済の成長格差を鮮明にしつつも、全体として緩やかに回復している。国際金融資本市場は、こうした実体経済の回復につれて、年明け後もリスク資産への投資が活発化し、市場のセンチメントは改善を続けてきたが、先週後半には、オバマ米大統領が打出した金融規制案が銀行の収益力を圧迫し、ひいては実体経済にも負の影響を及ぼすとの警戒感を呼び起こし、投資家のリスク回避姿勢が再び強まった。現時点では、市場は全体として比較的冷静に受止めているとみているが、先進国経済のレベルはなお低く、見通しに対する微妙な変化にも敏感に反応するという市場の脆弱性をなお残しているという見方もあり、注意を怠れない。

米国経済であるが、個人消費が緩やかながら増加し、輸出も増加しているほか、設備投資の減少は小幅となり、全体として持ち直しの動きが続いている。もっとも、12月の雇用統計で雇用者数の減少幅が再び拡大し、住宅関連指標の改善も一服感がみられるなど、一本調子で回復に向かっているような勢いはない。厳しい雇用、商業用不動産向け貸出等の潜在的なものも含めて増加し続けているとみられる膨大な不良債権、これをバランスシートに抱えてなおタイトなままの中小企業・個人向け銀行クレジット、これらの根源的な要因であるところの家計におけるバランスシート調整、といった重石が今後の米国経済の回復テンポを緩慢なものにする可能性が高いとみざるを得ない。

次に、ユーロエリアであるが、域外輸出の回復と各国の景気刺激策を受け、持ち直しつつあるが、個人消費に力強さがなく、回復のモメンタムは弱いと言える。先行きも、持ち直していくというのがコンセンサスではあろうが、米系の銀行に優るとも劣らずタイトな銀行クレジットや周辺国の停滞から、テンポは他の先進国よりもスローなものになる可能性が高いと思われる。

アジアは、内需の回復を伴いながら、全体として高めの成長を続けてい

る。中でも、中国経済は、昨年 10～12 月期の実質 GDP が前年同期比 +10.7% となり、成長は力強さを増している。政府による景気刺激策の効果から、固定資産投資が、伸び率を鈍化させながらも、なお前年比 2 割を上回る伸びを続けており、成長の主力エンジンとなっている姿は変わらないが、個人消費が、自動車販売が既往ピークを更新するなど着実に増加しており、加えて、輸出も前期比二桁まで伸び率を高めている。このように、10～12 月期のデータは、インフラ関連の公共投資主体の固定資産投資中心の回復から、望ましい成長パスへの転換の兆しを示唆するものであった。一方、11 月に前年比プラスに転じた CPI がさらに伸びを高め、資産価格も一段と上昇するなど、アップサイド・リスクが一段と鮮明になっている。こうした中で、中国人民銀行は 1 年 7 か月振りに預金準備率を引き上げ、国務院はほぼ同じタイミングで不動産投資抑制策を打出したことから、政府が漸く政策調整に動き始めたとみられる。私としては、この先のこうした調整の動きがオーダリーに進むということであれば、過熱リスクを和らげ、成長の持続性を高めるものと考えられ、この動きを差し当たってはポジティブに受止めておきたい。

次に、我が国経済について述べる。総括すれば、持ち直していることが確認された。11 月の実質輸出は 8 か月連続の増加となった。海外経済の想定を上回る回復に支えられて、高めの伸びが続いている。この先は、流石に在庫復元の効果が減衰し、ペースは緩むが、増加基調は維持するものとみている。

設備投資は、一致指標である資本財総供給が 2 期連続で増加するなど、全体として下げ止まりつつあると評価できるであろう。ただ、最大の懸念材料は、機械投資の先行指標である機械受注が二桁の前月比マイナスとなり、四半期ベースでもマイナス幅が拡大したことである。非製造業が収益の遅れを反映してか、思いのほか弱いと言える。製造業は、稼働率が 2009 年第 1 四半期以降足許まで順調に回復を続けていることから、大底を打ったとみて良いと思う。ただ、設備の過剰感が強いもとの、先行きの経営環境がなお不透明であるうえ、海外需要の構造が大きく変化している局面で

円高傾向が続き、国内生産の競争力が低下していることから、国内での設備投資には極めて慎重になっているともみられる。企業経営者からは「人口の減少や少子高齢化を背景に、国内の需要は頭打ちであり、温室効果ガス削減対応をはじめ、国内生産にかかる政策対応の不透明感が強いため、生産、設備、雇用等における海外のウエイトを引き上げざるを得ない」との声を頻繁に聞く。いずれにせよ、設備投資は、早晚下げ止まるにしても、明確な回復は、展望レポート策定時よりは後ずれする可能性が高まったとみている。

続いて、家計部門、そのうちの個人消費であるが、10～12月期の実質消費支出が4期連続でプラスとなるなど、エコ関連の自動車や家電の販売好調が、それ以外の財・サービスの弱さをカバーして余りある姿が続いている。先行きは、エコ関連の販売促進策が延長される見込みにある一方で、所得環境が一段と悪化していく可能性が高いことから、個人消費は当面、回復感に乏しい展開を続けるものとみている。各種消費者コンフィデンス指標はこのところ明確に悪化している。

最後に、物価である。11月のコアCPIは前年比-1.7%と、昨年の石油製品価格高騰の反動から下落幅は3か月連続で縮小した。コアコアベースでも、前年比の下落幅が僅かながら縮小した。下落品目数の増加が続いており、価格引き下げの動きが続いていることを示唆しているが、マイクロ情報として過大な価格競争を回避しようとする動きも少なからずみられるようになったことが先日の支店長会議で報告された。極く一部の耐久消費財以外の財・サービスに対する消費の根本的な弱さが、物価形成上、下押し圧力となってきたが、その圧力の高まりに歯止めが掛かりつつある可能性もある。中長期的なインフレ予想を含め、物価関連指標に対しては丹念な点検を続けたい。

なお、展望レポートの物価面での中間評価としては、海外経済の改善が上振れており、それが国際商品市況にも反映されることから、数値上は先行き若干の上方修正を行ったことを付け加える。リスク要因については後半で述べたいと思う。私からは以上である。

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、メインシナリオとしては現状、先行きともに月報概要の表現に違和感はない。一点付け加えると、中古住宅価格がマンション、戸建てともに特に首都圏で底入れ感が明確になっており、足許、厳しいものの、住宅市場の先行きには若干の光が差し込んでいる。中間評価について言えば、実質成長率はデータ改定の影響から計数的には出入りがあるものの、実態は概ね 10 月見通しに沿って推移しており、今後についても判断を変更しなければならないような展開ではない。物価については、極く足許を除けば資源価格が予想比上振れて推移している影響で、見通しよりやや上振れている程度である。しかしながら、リスクをみると、海外経済、国際金融市場に存在するリスクは依然として高いと言わざるを得ない。実体経済、これには政治情勢も含まれるが、いくつかのリスクの顕在化の兆候があり、それを先取りして国際金融市場が神経質な動きをしていると考えることもできる。

米国経済は、GDP でみると、足許、第 4 四半期は恐らく +4~+5% 台の実質成長率となり 2010 年第 1 四半期も +2% 程度と、今のところは大きなディップは見込まれていない。海外シフトを続ける大企業は、新興国市場での急回復とドル安からの恩恵を受け、直接金融市場では、海外勢を含めリスク・アペタイトの目を見張る復活をみせ、大企業が市場部門で収益を上げる構図は若干の陰りをみせながらもまだ続き、ウォール・ストリートの回復は鮮明である。これに対して、メイン・ストリートでは失業率は 10% を超え、不完全雇用率は 17% を優に超えたまま下がらず、足許、失業率の悪化が抑えられているのは、実は労働市場からのドロップアウトが増えているためであり、さらに中小企業への融資は細り、米国の雇用創出の力がかなり減退していると言わざるを得ない。住宅市場も底を這い、実

質価格でみる限りにおいて、ケース・シラー指数は、ここ数か月の回復のモメンタムを失いつつある。亀崎委員が言及されたが、ロイターによれば、シラー自身が1月12日、フロリダのETFエグゼクティブ・カンファレンスでのインタビューで、11月には名目指数が下がることを示唆したという。ただ、CNBCのニュースのビデオをみたが、必ずしもそうは言っていないので、正確なところはよく分からない。いずれにせよ、もし、失業率と住宅価格の相関が再び戻るなら、家計部門のスクイズがさらに進むということが考えられる。しかも、ここ1~2週間の政治、政策の動きに特に警戒しなければならない。こうしたウォール・ストリートとメイン・ストリートの落差が政治リスク化しているためである。金融改革を含め、これはボルカー・プランも含めてであるが、経済政策がこうした政治リスクに大きく振り回される可能性が高まっている。バーナンキの再任問題が典型的である。欧州でも、ソブリン・リスクが幾つかの国で高まり、政治リスクが増大する危険性もあり、ユーロも神経質な動きとなっている。加えて、銀行部門の脆弱性が続いており、それが特に中小企業に影響を及ぼす可能性が示唆されている。政治リスクについては、日本においても同様であり、経済の脆弱性が中小企業、特に小企業に強く現れてきているようにみえることもまた同様である。このように、先進国経済の三極ともに政治リスクが実体経済に大きな影響を及ぼす可能性を持っており、国際市場はニュースに過敏に反応する地合いになっている。こうした変化が、ドバイ・ワールドの時のような一過性ではなく、永続的な影響をもたらすリスクには従前以上に注意しなければならないと考える。

次に、新興国経済であるが、日本経済にとってアップサイド、ダウンサイド双方に大きな影響が出るのは中国経済が内包するリスクである。公式統計——公式GDP統計——よりも実態をより正確に表すと考えられる発電量前年比、石炭生産量前年比ともに2か月連続してここ数年の最高に近い計数となっている。レベルでみても明らかに従来を超えている。これらは振れの激しい統計で単月の動きで判断するのは危険であるが、2か月連続でこのような著しい伸びとなったのは、マクロでみても従来よりもさ

らに高い経済活動水準をしていることを示している。こうした急速な需要増からくるインフレ顕在リスクと、それを抑えるための引締め行き過ぎリスクに注意しなければならない。

中国の経済発展は、過去の日本を含めた先進国の経済発展のような時間をかけた段階的発展ではなく、発展の段階がほぼ同時進行的に起きる、いわば爆発的な発展と言えることに注意したい。過去の経済発展で段階を踏む必要があったのは、まず、第一に資本設備は不足する、第二に技術知識が不足している、第三に人的資源——これは教育であるが——の不足があった。そのために各段階でふさわしい蓄積を行い、次の段階へ進まざるを得なかったからである。しかし、財の生産および金融のグローバル化と情報通信技術の劇的な発展の相互作用で、1990年代後半からの中国では、各段階での資本の設備の不足、技術知識の不足は外からの導入で飛び越え、かつ人的資源の不足は高等教育の劇的な大衆化で対処した。そのため、原始的な労働集約的生産設備、生産組織と、最新の資本集約的生産設備、生産組織が、同じ産業ですら存在し、かつ双方とも同時に急速に増加する、という今までにみられない状況が生じている。このことは三つのインプリケーションがある。

第一に、過去の段階的発展の経験則が必ずしも成立せず、爆発的発展という言葉が示唆するように、過去の経験則に依存すると変化のスピードを見誤る可能性が高いということである。上昇も過激だが、天井に到達するのも早いという形になる。この文脈でみて、昨年後半以降の中国経済の変化の早さには十分に注意する必要がある。

第二に、産業内での格差、地域間の格差が著しく、かつその解消は困難であるということである。伝統的に中央政府に対する地方政府の力が強いことがこの傾向をさらに強めている。このことは、過剰と不足が企業規模間、地域間で併存する、つまり一方で過剰設備がありながら、他方でボトルネックが生じ、そのため価格に下方硬直性があるとすると、総体としてみるとインフレが亢進する可能性を示唆している。つまり過剰設備の存在が必ずしもインフレの抑止になるとは限らないということである。また、

この点は雇用、賃金面を考える時にも重要で、出稼ぎ農民工と新規学卒者の雇用、賃金は全く異質のものとして考えなければならない。出稼ぎ農民工をみると、現在の農村における20～34歳までの人口は、全人口の9.8%であるのに対し、35～50歳の人口が13.6%である。つまり、現在の農村における20～34歳までの人口は、35～50歳人口に比べるとかなり少ないということである。そのため出稼ぎ農民工の新規雇用が増大した時には、今後賃金コストが大きく跳ね上がり、それがさらにインフレにフィードバックする可能性もあり得ることに注意しなければならない。実際、週末の報道によれば、江蘇省では2月1日から最低賃金を2年4か月ぶりに引き上げ、上げ幅は平均13%であるということである。

第三に、経済成長の雇用吸収力は弱まっていることである。高い経済成長であっても、最新の資本集約的な生産設備によって達成されているのなら、それは雇用の吸収には力不足であるからである。1998年から2000年頃までは、実質GDP1%ポイント上昇で就業者が大体100万人前後増加していた。2006年以降では、これがまさに半減している。このことは高等教育の劇的な大衆化で生じた新規学卒者の雇用問題において深刻になる可能性がある。また、このことは一方で、高成長を続け、農民工の賃金が大きく上昇しインフレを加速しながら、他方で雇用問題が同時に深刻化するということも成長率のレベルによっては生じ得ることを示唆している。

以上、爆発的成長は、足許はとにかく、長期的にはサステイナブルではないという基本に立ち返って判断を誤らないようにしなければならないと考えている。中国の経済データの信頼性が必ずしも十分でない現状では、こうしたリスクをリアルタイムで把握することは大変な困難が伴うが、中国経済の重要性を鑑みると、その変化のスピードに対処していく重要性は今までになく増している。物価動向に関するリスクは次のラウンドで検討したい。私からは以上である。

白川議長

私から、最初に、前月の決定会合からの変化、それから中間評価に関する皆様のご意見をある程度集約したいと思う。何人かの委員の方は、金融環境やリスク要因の一部については、後半のセッションで言及されるということであった。ただ、全て持ち越しという訳にもいかないので、取り敢えず、今まで聞いた議論の中で、若干の集約を行いたい。しかし、後半のセッションでさらにまた議論をするようにしたいと思う。まず、前回の決定会合との比較であるが、大きな変化はないように思ったが、敢えて言うと、新興国経済の強まりについて、どなたも言及していたことが強く印象に残った。勿論、これは前月からの変化ではなくて、連続的な変化の中で、今回改めて色々な変化を感じたということを含んでの感想だと思うが、多くの方が特に中国経済について、バブル発生の懸念と、バブルの発生を防ぐような政策運営の重要性について言及されたように感じた。これは、前月の議論からの変化として、私が感じたことの第一点である。それから第二点は、敢えて、ということであるが、設備投資について、大勢判断は下げ止まりつつあるということであるが、何人かの委員が、非製造業の機械受注の弱さを一つの根拠にしなから、若干のリザーベーションをしていたように思った。他の項目については、それほど大きな変化がなかったように思うので、省略する。それから、金融環境は、政策との関係でまた後から議論があると思うので、省略する。次に、中間評価であるが、成長率については、10月時点の見通しに概ね沿って推移するというのが大方の評価だった。ただ、敢えて10月からの変化をみると、海外経済、就中、新興国経済が強くなっている分だけ、世界経済が強くなっているということであった。ただ、それが同じ割合で国内経済に跳ね返っている訳ではないので、国内経済については——気持ち若干強めかなという感じはするが——、概ね見通しに沿って推移するという範囲であったと思う。物価については、どなたも企業物価、消費者物価とも、原油価格高の影響などから見通しに比べて、やや上振れて推移するという予想であった。原油価格の影響を除いたベースでみると、10月対比、変化はないというのが大方

の評価であった。それから、リスク要因の方であるが——後半のセッションでの意見表明で若干変わるかもしれないが——、10月対比でみると、新興国、資源国経済の強まりという上振れ要因が強まった感じはする。それから、10月の段階では、明示的に文章として言及した訳ではないが、12月初の臨時会合で言及したドバイ・ショック、ないし国際金融市場面での動きについても、今回、大分議論があったと受止めた。ドバイ・ショックそのものについては、当初、為替、あるいは株などの変動が企業マインドに与える影響が懸念されたが、これについては、本行の措置等もあって、ひとまず、企業マインドの動揺は一応収まったという評価だったと思う。ただ、新たなリスクにも皆が関心を持つようになってきているというふうに思う。その一つは、前からある話ではあるが、改めて、ドバイ・ショックを契機に、ギリシャ問題に代表されるような財政の維持可能性を含めたソブリン・リスクに対する警戒感が台頭しているということである。このことについては、十分な注意が必要であると思う。それから、先週のオバマ大統領の金融機関規制を巡る提案についても、現状ではまだ内容が不透明であるだけに、評価が難しい訳であるが、国際金融市場に影響を与える可能性があるものとして、皆さんが意識されているように思った。それから、もう一つ、我々のリスク評価の整理では、中長期的な期待成長率に入ると思うが、企業マインドをどう考えるのかというのも論点であると思う。今のところ、足許の景気が改善する程度に応じて、企業の業況感は改善してきているが、中長期的な企業マインドという面では、企業に自信がなかなか生まれて来ない、むしろ閉塞感が漂うという状況である。この辺の影響についても、意識していく必要があると思う。これは、色々なニュアンスの差があるので、ここで何か纏めるということではないが、取り敢えず、私自身が持った印象ということで、以上申し上げた。

今回は展望レポートの中間評価の会合であるので、私自身が感じていることを一つ申し上げたいと思う。それは、日本経済を考えるうえで一番大きなポイントであるが、リーマン・ショック以降の急激な世界経済の落ち込みと、春先以降の取り敢えずの持ち直しのメカニズムをどう評価するの

かということである。内外経済の回復の動きを説明する時に——私自身もそういうふうに使っているが——、在庫調整とその復元、あるいは政策の効果、日本経済で言うと世界経済の改善に理由を求める訳である。この説明自体は正しいと思うが、私自身は、やや即物的に過ぎるという感じもしていて、その背後にあるメカニズムをもう一回マクロ的に考えてみたいと思う。勿論、一つの要因でだけで統一的に説明することは難しいが、私自身は、改めて、金融というものが果たした役割は大きかったし、これからも大きいと思うということである。金融というのは、金融政策という意味では必ずしもなくて、ファイナンスという意味である。そもそも、リーマン・ショックは、実体経済からみると、信用スプレッドの急拡大、あるいはアベイラビリティの急減少に伴う、いわば予期せざる急激な金融引締めが起きたということだった。その結果として、設備投資財、あるいは耐久消費財に対するいわば需要の蒸発が生じて日本の産業構成上、輸出、生産に極めて大きな影響が及んだということだと思う。同時に、在庫金融、貿易金融にも重大な障害が生じたために、世界的に急激な在庫調整と貿易の縮小がもたらされたと思う。そういう意味で、リーマン・ショック以降は、いわば予期せざる急激な金融引締めが起きたことの影響がやはり大きかったと思う。他方で、昨年春以降の世界経済の回復は、勿論、財政の効果もあるが、金融の緩和効果の影響が大きかったと思っている。金利という面では、各国とも、一昨年末時点で実質ゼロ金利になっていたから、それ以上の引き下げ余地はなかったが、各種の金融システム対策の結果として、信用スプレッドが大幅に縮小したことが、同じゼロ金利のもとでも、強力な金融緩和効果を持ったということだと思う。そういう意味で、世界経済の底打ちが在庫調整の進捗によること自体は事実だが、あくまでも、いわば意図せざる金融の引締めから、事実上の金融緩和への移行が、内生的にもたらした結果なのではないかという感じもする。これが全てではないが、そういう側面は大きかったように思う。ただ、こうした金融緩和自体は、主として大規模な金融システム対策の採られた欧米を中心とする先進国——日本を含めて——で採られたものだが、その効果はむしろ新興国

で顕在化しているという感じがする。これは、以前からこの場でも議論しているが、欧米では基本的にバランスシート問題を抱えているので、金融緩和効果が十分には発現しない。その一方で、新興国は、バランスシート問題を抱えていないこと、一部の国では為替ペッグを採用しているということもあって、先進国サイドの大規模な金融緩和効果が新興国で出てきているように思う。振り返って、去年の半ば頃までの議論を思い起こしてみると、欧米経済が回復しない限り、幾ら中国が回復しても、なかなか世界経済は持ち直さないのではないかという、いわばカップリング論が、どちらかと言うと支配的であったと思う。勿論、サブプライムの起きた直後はデカップリングで、その後は、やはりデカップリングは間違いだ、カップリングだ、というようになった。それに比べてみると、今は、先進国がもたついている割には、新興国の回復が強く、それがまた先進国になにがしかフィードバックしているという構図だと思う。去年の春の段階で、既に4兆元は打出されていた訳だから、この4兆元の効果が凄くあったと評価するのはやや無理があるのではないかという気がする。やはり欧米経済が低迷するもとの、先進国で超低金利が継続され、それが先程申し上げたメカニズムも含めて、新興国の高成長をもたらしたとも思える訳である。

なぜこういうことを色々言うかということ、この先どうなっていくのか、ということに関連するからである。つまり、在庫復元の影響や財政の効果が切れると心配だ、という見方も一つの有力な見方であるが、しかし、元々あるメカニズムとして金融を重視して考えると、金融の影響自体は、今直ぐ途切れるという訳ではなく、ベースとしてこれからも続くのだらうと思う。そうすると、今日、議論になった中国の上振れの影響が心配だという議論とも絡むのだが、この後、世界経済全体として、どういうシナリオが描けるのかということである。誰が考えても論理的には三つのシナリオかなと思う。一つは、一番良いシナリオであるが、欧米経済の回復テンポが徐々に高まる一方で、資金流入の弱まりから、新興国が幾分減速し、世界全体としてより安定的な成長軌道が実現するというシナリオである。第二は、バランスシート制約などから、欧米景気の回復がもたつき、現在のよ

うな不安定な環境が持続する一方、新興国は、さすがに国内景気の過熱から若干の引締め政策が行われ、その結果、世界全体の成長は高まらないというシナリオである。これは日本からみるとワースト・シナリオである。第三は、欧米経済の回復が徐々に強まっていくと同時に、新興国に流入していた資金の流れが逆回転し、一部の新興国ではバブル崩壊などに伴う金融的な混乱が引き起こされるというシナリオである。勿論、色々なシナリオの組合せがあるが、最初のシナリオは、これはベスト・シナリオではあるが、これが実現するのは、やや話が上手すぎる感じはする。三番目の、先進国は少しずつ高まっていくと同時に、新興国ではなにがしかバブルが崩壊するというのも、あり得るシナリオかなという感じもするが、実際には、多分、第一と第三のシナリオの中間位になるのかなという感じがする。いずれにせよ、日本の経済の先行きを考えていく時に、日本の経済をみて、個々にアイテムを潰していくというアプローチは勿論必要だが、世界の経済あるいは金融の流れを大きく掴まえて、そのうえでどうなるのかということが大事だと思う。そういう意味では、先程少し言及した国際金融市場のリスクも、そういう流れの中でのリスク要因として意識しておく必要があると思う。以上である。

野田委員

先程のカップリング、デカップリングであるが、それ自体を議論することの意味が、一時に比べてあまり大きくないと思う。少なくとも、先進国の超緩和効果が、資金の流入等を通じて、新興国に伝わってきて、それが最大の原因だとすれば、まさにデであるか、カップリングであるかというのはもうあまり意味がない。

白川議長

そうである。そういう感じである。

野田委員

だから、数年前に最初に行われた時の議論から、大分性格が変わってきているし、見方も変わってきている。

白川議長

そういう意味で、金融環境の点検についても、国内金融環境の点検はこれはこれで地道にやっていく必要があるが、同時に、国際金融環境の点検も——月々の点検に馴染む話ではないが——、常に行なっていないと、経済の判断を誤ってしまうという感じはしている。

野田委員

そうであるな。そういう意味では、かつての議論はどちらかと言うと、財・サービスの面だけからみた——おっしゃる即物的な面からみた——議論だったように思う。

白川議長

ただ、これは多少巨視的な観察であるので、毎月毎月議論できるという話ではない。中間評価を行う会合なので、そういう思いを纏めて話してみたということである。

須田委員

資本移動の話をする時は、エマージングは今は基本的に固定レートなので、為替レート政策をどうするのか、資本移動規制をどうするのか、国内の金融政策の関係をどうするのか、それらによって先進国側に出てくる影響も違ってくる。もし、マンデリアンの的に緩和政策を考えたら、近隣窮乏化政策になり得る。自国の方が緩和政策を採ったら、通貨が減価して、相手にマイナスになる。固定レートだから、プラスの影響が新興国に行っている。だから、そういう部分がどうなるのかということも考えていく必要があると思う。

山口副総裁

一点お尋ねしたい。今、白川議長が言われた三つのシナリオは、どういう時間軸で考えておられるのか。

白川議長

私が考えているシナリオは、敢えて時間軸を明確にしていない。組合せとして、どういう組合せがあるかを考えているが、これに時間軸を入れると、さらに色々な様相が出てくると思う。

山口副総裁

先進国の金融システムがどういう状態になるかに、かなりの程度依存しているということか。

白川議長

そうである。

山口副総裁

ということは、先進国の金融システムが健全と思われる状態に、いつ復帰するかにかかっているということになる。

白川議長

然り。ただ、新興国が最終的にバブルが破裂しない状況でずっと好景気を続けていくと、新興国からの事情で先進国が持ち上がって行って、先進国におけるバランスシート調整が進捗し上手く金融システムの問題も解決するという——これが先程の理想的なケース——もある。時間的にどういう形になるのかについては、勿論、色々なパターンがあると思うが、先進国のバランスシートの問題が独立問題として存在している訳では必ずしもないと思う。

野田委員

先進国のシステムが回復する前に、資金の流れが止まるというシナリオもある。

山口副総裁

そもそも回復するというのは、どういうことなのか。金融市場が元に戻るとはとても思えないのだが。

野田委員

恐らく、資金流入が止まった時というのは、回復していないのだろう、むしろ。

白川議長

例えば、日本の2004年、2005年、2006年は、まさにそうだと思う。日本の金融システムが、本当にあの時解決したのかというと、皆、それぞれリザベーションを持っている訳である。しかし、取り敢えず、新興国を中心とした外的な環境の改善によって、日本の金融システム問題も一旦解決したかのようにみえた。そういう意味では、回復したとか、問題が解決するということの定義をどの位の時間軸で考えるかということに依存すると思う。

野田委員

私も2002年とか、2003年の頃は、そればかり言っていた。金融システムの回復は、世界経済の回復がどうやって波及してくるかだと。最後は、そこしかなかったものであるから。

白川議長

今の先進国、特に欧米をみると、そういう感じに見える。国内的な要因

だけで解決するには、やはり相当時間がかかる。

野田委員

たまたまあの時は本当にそう願っていたように向かったので、良かったのだが。

亀崎委員

欧米の回復のテンポは、極めて遅い。特に欧州は遅い。今、中国がどんどん成長しているが、一部にバブルの可能性もあるかもしれないという状況である。米国も、どちらかと言うと、これからは国内消費よりも輸出だと言っている。そうなると、世界全体の成長がなかなか高まらない。つまり、欧米は回復が緩慢であり、中国は国内のバブルを抑えるうえに、輸出も伸びていかないかもしれない。というのは、米国も輸出しようとするため、輸出のパイが少なくなる訳で、取り合いが起こるからである。そういう意味では、第二のシナリオの世界経済がなかなか高い成長に行かない、ということは考えられるのではないかと思う。

中村委員

金融の面で、まだ欧米の金融機関の不良資産の問題が、相当重しになっている。だから、これがどの位かかるのかということである。

須田委員

白川議長に一つ聞きたい。リーマン・ショックからということで話をされることがあるが、パリバ・ショックの流動性問題という話と、リーマン・ショックと言った時に、それは、広がりの違いとして捉えれば良いのか、それとも質的な違いが何かあるというようにお考えか。パリバの時は流動性の問題で、まだソルベンシー問題ではなかったと思うが、それによって、米国の景気の見通しが大きく下がって、2007年の後半から急激に彼等は利下げをしていくということが起こった。そこと連続的にみた時に、どう

いうふうに…。

白川議長

その点では、色々な整理の仕方が可能である。自分自身は、何か質的に全く違うことが起きたとは思わない。今の話は、連続的だと思う。リーマンの時は、流動性危機がもっとシャープに出て、信頼それ自体が崩壊するようになった。パリバの段階では、明らかに流動性は意識されるようになったが、全般的に信頼が崩壊するという状況ではなかった。そういう意味では、非連続の面はあるが、メカニズムとしてみると、つまり、流動性対資本という面で見ると、流動性の問題はもう既にパリバから起きている。

山口副総裁

話が違って恐縮だが、野田委員にお伺いしたい。国内の設備投資については、私もやや気になるという感じで話したが、野田委員はもっと弱めであった。それは、どこに由来するのか。

野田委員

マクロ的にどうかとなると、私は少し自信がないが、この半年位、ミクロ情報——私のコンタクト先などの話——を聞いていると、やはりそういう様相が強いし、前回の支店長会議でも、私の見方がある程度エンドースするような意見も聞かれた。それがマクロ的にどういうように成長期待——成長期待低下の原因——に繋がっているのか、あるいは本当にもう既に顕現化しているのか、これは、実証がなかなか難しいが、仮説ではあるが、私は、少しながしかはそういうところにも既に伝わっているのではないかというように思う。これは、後半の部分で少し触れようと思っていた。

山口副総裁

入手されている情報からすると、業種的な特性とか、企業毎、企業規模

毎の違いとか、そういうことはあるか。

野田委員

それは、12月に調査統計局が比較的上手く整理していた。やはりセット・メーカー辺りが堅調である。ITを中心とするセット・メーカー辺りということだと思う。

中村委員

足許、生産が物凄く落ち込んでおり、現状、各社は過剰設備を抱えている。経営者にとって、将来の恒久的な需要レベルが見通しにくい中で、先々の設備投資を考えるのは非常に難しい状況にあると思う。

亀崎委員

国内需要の先行きがみえないということに加えて、最近、設備投資を国内でやろうというより、どちらかと言うと、需要が見込める中国で、アジアでやるという話がかかなり増えてきている。全体としての設備投資計画はそのままでも、その実行は海外で——中国で、アジアで——、という様相が出てきているのではないかという感じがする。特に自動車、家電で。

須田委員

そういう動きは、多分、これから出てくると思う。少し弱いなと思うのがインフラ投資——電力とか通信とか——で、その辺が出ていかない。それはなぜかと言うと、やはり今どうすれば良いのか先がみえない訳で、電力などは投資をすと言っていたのに出ていない。その辺がどういう行動なのか、少し気にしている。

白川議長

不確実性という場合に、景気それ自体に関する不確実性だけでなく、環境規制に関する不確実性、あるいは自分の財務に関する不確実性など、

色々なものが考えられる訳であるが、仮説としてどれを懸念されているか。

須田委員

別に聞いた訳ではないのでよく分からないが、やはり政策的なものだと思っている。環境問題にしても、公共投資にしても、そういったものがどういうようになるのか読めないということもあって、インフラ投資をしていくうえで、少し様子見をしているのではないかという気はしている。これは、単なるマイビューである。

野田委員

国内で言われている言葉で言うと、ある種、地産地消というか、逆に、地消地産である。そういうところも、結構意識されてはいるようである。というのは、やはり日本にいて、海外の需要構造の変化は、なかなか掴み切れない。やはり、構造変化に対応していくには、消費地、需要地の間近で操業していく、事業を進めていくというのが重要であるということである。前回も議論になったが、ではその時に、頭脳の部分、それから手先の部分——製造技術辺り——をどのように国内に保蔵していくかという問題は、また別にあるが、実際に実体経済の主要な部分を占める要素——資本にしる、労働にしる——が、かなりの部分くっ付いて出てしまうということは、私は、皆様よりも少し強めにみているのかなという気はしている。

中村委員

日本にある生産拠点を海外に移すことは割と簡単だと思う。まだ中国を単なる生産拠点として考えている日本企業が多いと思うが、地産地消ということで、海外を製品を販売するマーケットとして捉えていくためには、人材やノウハウがなかなか育っていないので、それしかないと思っ
ていても、おいそれと直ぐに踏み込めない面もあるのではないかと思う。

白川議長

昨日の報告の中でも、門間調査統計局長がこの件について若干のリザベーションを話していたが、その感覚自体は自分自身も持っている。企業経営者の方と話をしていると、海外に出ていくことを検討する、あるいは検討せざるを得ないという話を多く聞く。今回は、過去とは少し違って、随分、そういう話を聞くなと思う。一方で、昔もこの議論は随分聞いたなという感じもしていて、結果として国内が空洞化するというある種の危機感が言われてきたが、結局はやはり別の投資機会が生まれてきた訳である。経済というのは、やはりそういうものだという気もする。ただ、先程の中国のように、自動車の普及率も——日本の高度成長期の始まった時のように——爆発的に上がっている、それからインドでも始まる、そう考えると、今度は確かに地産地消なのかなという感じもする。

亀崎委員

前回と少し違う点は——この前の支店長会議でも少し話が出ていたが——、過去は、大企業が出ていく時、傘下の中小企業もセットで出ていった。今回は、現地の調達比率の要請もあり、しかも、今後の展開を狙っているボリュームゾーンの製品は必ずしも高度なものでなくても良いということもあって、現地のサプライを採用する。こうなってくると、前回とかなり違ったインパクトがあるという気がする。

白川議長

そういう感じもする。今年の年初、地銀の頭取が挨拶に来る時に、地銀の頭取も何を話すか多少長めの話をしてほしいという意識があるようで、好んで話すのはやはりその話である。今、亀崎委員がおっしゃったように、今回はそうなのかなという気もする。

須田委員

アネクな話だが、製鉄所に話を聞きにいった時に、自動車は日本の鉄板

を使ってきているが、もし現地のものを使うようになったら、凄く厳しくなるという話を危機感をもってされていた。今度、タタの自動車がタタの鉄板を使って生産をすると——本当に現地でそういうものを調達するようになっていくと——、やはり日本の輸出に関して、それは必要ないということになる。そういう意味では、鉄鋼メーカーの先行きに対して懸念を持たれていたことが、今起こりつつあるなという感じがする。

野田委員

須田委員がおっしゃったことを補足させて頂くと、やはり中国のミルの品質の向上は物凄く、2年前辺りとは全く様変わりで良くなっているという声を聞く。だから、2年前辺りは高を括って、いわゆる中高級車の鉄板は日本の製品、放っておいても日本の競争力で勝てるのだというようなことを言っていたが、今はなかなか安穩としていられないという声は確かに聞く。

亀崎委員

中国でも、上海宝山の製鉄所がもう既に自動車鋼板を作って供給している。日本の技術が出ていっているから。

中村委員

この間、日系輸送用機器メーカーの重慶工場に行った時、昔のローカル製品は安いけど直ぐ壊れたが、最近のものは壊れなくなった、現地で調達できる部品もかなり質が良くなっている、日本から輸入しなくても部品の調達を賄えるようになってきた、ということ言っていた。

山口副総裁

年の明けたところで、企業から幾つかの話を聞いた。その中で出ていたのは——比較的大きなメーカーの話であるが——、高付加価値で新しい製品については、先進国に輸出が可能だし、国内でもやっつけられる余地があ

る。しかし、既往の製品については、もはや国内では難しい。従って、製品の競争力があるうちは海外投資をして、海外で頑張る。しかし、早晚、付加価値が低い故に負けていく。結局、生き残る道は、新しい製品で輸出競争力を維持できるか、国内で勝負ができるか、ここにかかっている、ということであった。加えて、先程、亀崎委員が言われた話と重なるが、今回は、海外に出ていく時に、傘下の中小企業からの部品等の輸出という形でのバックアップが得にくくなっており、海外で調達せざるを得ない。こうした動きは、要するに、国内での中小企業の脆弱化を伴わざるを得ない。この問題をどう克服していくかが、非常に大きなテーマだ、ということであった。企業は、新しい製品、既往の製品という言い方をしており、何で勝負するかということは、多分みえ始めている。そういう意味では、ある種のビジネスモデルは設計できつつある。しかし、そのビジネスモデルは、国内的には結構過酷なシナリオを伴っている。結局、その企業にとってみれば、海外での利益を国内に持ち込んで、それをどう使うかということになるが、その使い道が、まだみえてきていない。これがみえるかどうかについて、実はあまり自信がない。このような感じなのかなという気がしている。

野田委員

中小企業について言えば、例のプラザ合意以降の最初の円高ショック時は、中小企業に体力があった。であるから、出ていく大企業にぶら下がって、一次、二次、三次とあるうち、二次下請け位のところまで体力があったから——余力があったから——、結構ついていけた。それは、ちょうど私も現場にいた頃に如実に経験している。それが、今はそういう中小企業の体力そのものが衰えているということも多分にあるのかなと思う。

亀崎委員

今まで、輸出競争力を削がれないために、F T Aを早く促進してもらいたいという声が凄く強かったが、近頃、聞こえてくるのは——ちらほらで

はあるが——、もうF T Aではない——勿論F T Aがだめだという訳ではないが——現地に行かざるを得なくなってきたと。これは、やはり、先程の海外進出、投資のロケーションをどうするかという問題であり、これは益々、私は深刻になってきていると思う。F T Aも勿論推進しなければならないのだが、それに対して、一部にそういう声——もうF T Aでは間に合わない、出ていかなければならないという声——が出てきたというのは、非常に深刻な感じがする。

白川議長

年初であるから、多少長めの話になってしまうかもしれないが、グローバル企業は、海外に生産拠点を移して行き、それについていける技術力、あるいは財務力のある中小企業も海外に出ていく。一方、国内に残るだけの技術力しかない企業を、我々が金融緩和で一生懸命支えていくという構図である。この最終的な帰結はどうなるのだろうかと考えた場合に、ちょうど証券投資の世界で起きたこと——つまり、機関投資家が資金を沢山集めて、国内では貸出機会がないので、海外で有価証券投資を行うということ——が同じように実物の資産においても起きてくる。そうすると、日本の経済は、最終的にどういう方向にじわじわ向かっていくのかということが、空洞化という話とは別問題としてあるのだと思う。そちらの方も凄く気になる。ただ、それは気になっても、今どうこうとの話ではないが、今、我々がどういう方向を向いているのかということだと思う。以前、門間調査統計局長が、需給ギャップは、これは需給ギャップというより需給 mismatchesの指標だというふうに言っていたが、国内には、厳然と色々なニーズはある訳であるから、そういう意味で、本当にポテンシャルな需要に対して供給がどうかといった場合、需給ギャップのマイナス幅というより、むしろプラスのギャップがあるという感じもする。ただ、そういう方面に支援がシフトできるように経済が運営されるかどうかということだと思う。これは、金融の話ということではなく、もう少し実体的な話である。そういうものがない限り、ただ単に今の政策を続けていって、問題が解決

するかどうか。空洞化は解決されるかもしれないが、経済の基盤自体がどんどん下がっていくことにもなると思う。そういう意味で、併せて、実体的な色々な努力がないと、大変なことになるなという気がする。

亀崎委員

最新の技術分野——先程山口副総裁がおっしゃった話に関連するが——、例えば、昨日であったか、日本の電力メーカーがCO₂を大幅に削減する設備投資を数千億円やると報道されていたが、こういう環境分野の技術は、日本は非常に進んでいる。そういうところは、大いに伸ばしていかなければならない。それから、自動車にしても、電気自動車が随分進んでいる。

西村副総裁

ただ、その時に重要なのは、今進んでいるという話と、これから競争力を保てるかという話である。例えば、太陽電池にしてみれば、微細化のハードルは低いので、基本的に、太陽電池については、日本はあるところまでしかやらないだろうというように言われている。やはり、コストが安いところでやった方が遥かに得である。そうすると、やはり、今カッティングエッジにあるかどうかより、今後もカッティングエッジにいられるようにするというところに持っていかなければならない。そのためには、簡単に言えば、色々な技術を試して、その中で微細化の加工技術が、どの位日本で使えるか、それから、どの位の懐があるか、というところでやらなければならない。だから、今太陽電池が良いから、太陽電池をやれば良いという話では、私はないと……。

亀崎委員

ただ、例えば、太陽光発電についても、日本はあれだけ進んでいたにもかかわらず、ドイツに抜かれてしまった。やはり、ドイツはそこはかなり政策的に補助金を与えて育てていった。従って、日本もそういう新しい技

術を開発したところに、やはり政策的にもバックアップしてやるというようなことが必要かと思う。なかなか直ぐは、プロフィットは出ない訳であるから。

西村副総裁

それは、全くそのとおりののだが、ただ、重要な点は、技術の目利きである。その時、極めて重要なのは、既存の技術を高めるといふ部分と、新しい分野に持っていく部分である。例えば、今後、出てくる重要な技術は、セット・メーカーのアセンブルの方ではなくて、プロセスの方、要するに素材系の方が——もう大分出てきているが——出てくるはずである。このように動きがあり、どんどん進んでいく形になっている時、それに応じて他の技術革新が生まれ、そこにまた上手く経営資源が動いていくかという話である。今、製造業、非製造業で力が落ちているのは、この技術の発展の部分である。繋がるイノベーションが全然ないところに、本当に今の投資を続けて良いのかという話になる訳である。そういうのを含めて、やはり技術政策というのは、一番本当の意味での産業政策そのものである。そのこの部分に関して、ある種明確な見通しをもって政策をやっていかないと、結局のところ、全てに対して総花的にやってしまうというのは危険だと思う。

野田委員

大体、今の皆様の議論というのは、需要——もう少し大きな需要構造——の変化に供給サイドがどう対応して行くのか、ある種供給サイドの技術も含めて……。

西村副総裁

そのケースの場合は、多分、供給と需要は同じである。つまり、どういふことかと言うと、色々な新しいもの、例えば、携帯の高張力鋼の利用がある。これは、日本でしかやっていないのだが、これを作ったのは、結局、

高張力鋼に何を使うかというところで、苦労して需要を探してきた結果である。要するに、供給側から需要を作るという形である。逆に、需要があるから供給が出てくるという話は、多分、もうあり得ない話である。

野田委員

私が言ったのは、需要が潜在的にあるにもかかわらず、供給サイドが追いついていないということである。先程、需給のミスマッチとおっしゃっていたが——その問題で全てカバーしているとは思わないが——、そういう問題は、やはりもう少し議論されて良いのかなという印象を受けた。

須田委員

あと、一言だけ。少し悲観的な話になっているので。私は、日本で儲からないのであれば、企業はさっさと出ていくことが大事だと思う。そうして出ていった時に、全部の投資が海外で行われるかと言うと、必ずしもそうではなくて、やはり国内でもある程度行われる。そして、国内では、今までの下請け会社の中で凄く能力のあるエリートだけが選抜されて、国内で生き残っていく。だから、何か、イチ・ゼロというより、そのまま日本にいたら潰れてしまうから、儲かるのであれば、さっさと外に出て行って頂きたいという意識でないと。何か、出ていったら困ると言っていると先行きが暗くなる。

野田委員

今、須田委員の話を時間軸で考えると、短期的にはやはり厳しい話である。中長期的にみれば、その厳しい話はカバーできる。だから、必ずしも悲観ばかりする必要はない、こういう整理、理解で宜しいか。悲観的な話ばかりではないのだな、そういう意味では。そこのところを、時間軸を入れると、どういふようになるのか考えてみた。

西村副総裁

明るい話をすれば、例えば、出生率がこの3年上がっているとか、住宅に関してペントアップ・ダイヤモンドがかなり出てきているとか、これから多分出てくるだろうとか。逆に言えば、そういうものを浪費してはいけないということだと思う。

白川議長

悲観という意味もあるが、逆に言うと、本当にやるべきことが分かっているという意味では、むしろ楽観できるところもある。やることが分かっていると、本当に悲観だが、やることは分かっているのだと思う。

亀崎委員

一つ宜しいか。先程、西村副総裁からシラーの話があったが、私はいい加減なことは言っていないので、少し申し上げる。これはロイターのインタビューで、見出しは、“Yale’s Shiller sees new drop in US housing prices.” “When November data is published on Jan. 27.” 1月27日、明日であるか。“He said the index was likely to post its first overall decline since April, snapping five consecutive months of gains.” それで、“I think,” これは、シラー氏であるが、“It’s more likely to be a decline than a rise in the next few months.” “few months”である。それで、その後、だからと言ってダブルディップとか、リニュードリセッションとは思っていないと言いながら、日本の15年間の例もあるではないかということを書いて、私は勿論この辺で住宅価格の下落は終わりだと思っていたのだが、こういう発言が出てきた。しかも専門家から。従って、私は、より注意しなければいけないと取った訳である。であるから、これが本当かどうかではなくて、こういうワーニングが出たということを書き上げたのであって、それをいやそれは何か違うと言われても、私は…。

西村副総裁

そういうように取られたのならば、申し訳なかった。そういうつもりではない。同じ時、E T Fのエグゼクティブ・コンファレンスをやっていて、それをC N B Cが同時にビデオ配信していた。私はそのビデオをみていたのだが、それと勿論このロイターも読んで、同じ時期で言っていることが微妙に異なっていることに気がついた。どちらがどっちというつもりではなく少し面白おかしく言っただけである。全く委員が間違っただけで引用していると主張するような意図はそもそもなかったもので、申し訳なかった。

白川議長

短期的な話というか、政策関係はまたこの後のセッションでやるが、このセッションで議論したい点は、他にないか。ないようであれば、再開は、11時にする。

(10時48分中断、10時59分再開)

白川議長

それでは、全員揃ったので再開する。

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

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分ずつ発言していただき、その後自由討議としたいと思う。先程と同じ順番である。それでは中村委員からお願いします。

中村委員

前回会合では、本行の金融政策運営に関連する「中長期的な物価安定の理解」について、日本銀行の考え方を正しく理解してもらうために、「物価の安定についての考え方」を確認、整理したうえで、改めて公表した。

「中長期的な物価安定の理解」ではゼロ%以下のマイナスの値を許容しておらず、委員の大勢は1%程度を中心に考えており、日銀は物価の下落よりも上昇圧力に対する取組みに軸足を置いているとの印象の修正には寄与できたと思うが、引き続き国民の理解を深めていく必要がある。一方では、今回の公表を時間軸効果を意図したものであるとの受止め方も、市場の一部にあるようである。金利形成の安定化に繋がり、これを広い意味での時間軸効果と呼ぶのであれば、必ずしも否定することはないと思う。

我が国が直面している持続的な物価の下落は、幾つかの要因が複合的に作用しているにもかかわらず、事態を単純化した短絡的な意見や解説が少なくない。物価の持続的な下落は、我が国の産業構造や慣習の特殊性もあり、長期間に亘り米欧諸国に比べて物価水準そのものが低い中で、消費者の価値観の変化や一時的な石油製品価格高騰の反動に加え、金融危機を契機とした内外需要の急減に起因している。従って、経済の回復が緩慢なだけに、物価の下落圧力が短期間に解消できるとは考えられない。

また、昨今はデフレという言葉が、様々な意味を込めて、やや安易に使われている印象がある。例えば、デフレで苦しんでいると訴える企業の中には、一部の総合スーパーのように、消費者の行動が変化し、いわゆるついで買いをする顧客が減少しているにもかかわらず、消費者の目線で考えることなく、コスト構造や土俵が異なる製造小売業との価格競争に陥り、安値販売をデフレの影響と捉え、業績悪化の理由とすることには違和感を覚える。必要なものを、必要な時に、必要なだけ適切な価格で買い求めたいとする賢い消費者が増えており、企業は賢い消費者の価値観に合った、新しい商品やサービスの提供をすることにより、消費の取り込みや拡大を図るべきではないかと思う。

12月1日に導入を決定した固定金利方式による共通担保オペについては、応札倍率が8倍前後で推移しており、少し長めの金利の低位安定に大いに寄与していると思う。短期金融市場では、本行の潤沢な資金供給により資金余剰感が一段と強まっており、やや長めの金利を含め、補完当座預金制度の付利金利である0.1%に向けて金利は一段と低下しており、市場

機能の低下が懸念される状況も見られる。一方、欧米では我が国と異なり、金融機関の相互不信感が完全に払拭されていないために、中央銀行が市場機能を補完するべく、バランスシートを使って市場に資金を潤沢に放出している。この様な実態を省みないまま、物価が下落しているにもかかわらず、欧米の中央銀行に比較し、本行が市場に十分な資金の供給を行っていないとの批判が少なくない。我が国では企業の資金需要が減退していることや、融資先の信用リスクが高まっていることを背景に、金融機関の貸出意欲は強いにもかかわらず、金融市場での資金余剰感が貸出増には繋がりにくい状態となっている。金融政策を取り巻くこうした状況について理解を深めてもらうためにも、引き続き丁寧に説明していく必要があるようである。国内の企業金融を取り巻く環境は、中小企業を対象とした日本公庫の調査をみても、金融機関貸出態度や資金繰りは、水準は低いものの改善しており、厳しさを残しつつも全体としては改善の動きが継続している。キャッシュインが増加する中で設備投資が抑制されていることもあり、一旦膨らませていた手許流動性を圧縮しようとする企業も増えているようである。CPや社債の発行環境も良好な状態が続いているが、先行きについては、企業の資金需要が低下していることより、起債ペースは鈍化傾向にあるようである。一方、運用難に陥っている投資家の社債投資意欲は引き続き強く、目標とする利回りや格付けに対する目線を引き下げる先も一部ではみられており、良好な発行環境は継続すると思われる。

次回会合までの金融市場調節方針は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することを積極的に支えるために、金融市場における需要を十分に充たす潤沢な資金供給を通じて、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であり、現状維持とすることが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

金融政策運営に当たっては、なお以下の点に注意してみていくべきだと思っている。すなわち、第一にグローバル金融市場におけるショックの発生である。昨年 11 月末にドバイ・ショックが発生し、それを端緒としてギリシャやメキシコなどの財政健全性に対する不安感も高まっているが、今のところ世界市場全体に波及する事態は避けられている。しかし、足許、オバマ大統領の金融機関への規制強化の提案を受けて市場に動揺が広がり、市場のリスク回避姿勢が再び強まっている中では、新たなショックに対する目配りを強化する必要があるように思う。我が国でも、ここ数日、株価の下落と為替の円高が進んでおり、注意が必要である。金融市場のショックは、世界中に迅速に波及し、実体経済や物価に深刻な影響をもたらすため、最も警戒が必要なリスクである。

第二は、各国の金融・財政政策の動向である。一部の新興国や資源国における高成長は、各国の拡張的な金融・財政政策による過剰流動性の流入がもたらしている面もあり、今後とも上振れリスクである。ただ、これら諸国では景気が力強さを増すとともに、金融面中心に過熱抑制策に踏み切っているが、これが強く効き過ぎることは、当該国はもとより世界にとっても景気下振れリスクである。効果が弱過ぎた場合は目先の上振れリスクであるが、その後、遅れてより強力な引締めを行わざるを得ないため、少し先の下振れリスクでもある。一方、拡張的な金融・財政政策を続けている国でも、景気情勢は脆弱であるものの、財政健全化の面から引締めに向けた議論が一部で始まっている。米国では、与党民主党の上院補選での敗北により、オバマ大統領が議会運営や中間選挙を考慮して財政支出の抑制にかかるかもしれない。財政健全化は大事であるが、タイミングとペース次第では、景気腰折れに繋がりがねないリスクである。各国の金融・財政政策の動向は、輸出主導で持ち直している我が国経済にとっても、大きな不確実要因であり、注意が必要である。

第三は、各経済主体のマインドや行動パターンの変化である。今回のような未曾有のショックの後では経済構造に大きな変化が起きており、先行

きの予想において、過去の実績は参考にならないかもしれない。世界景気の主たるドライバーは、かつての米国の個人消費から、中国の財政支出へと変わっている。こうした中では、我が国の回復パターンも、過去にはなかった形になるかもしれない。それを前提とすれば、マクロの政策運営に当たっても、各経済主体のミクロの行動原理にまで目線を下げて注意深くみていく必要がある。

これまで述べたように、我が国の景気・物価情勢は持ち直しており、それにつれてリスクは一段とバランスしてきているが、なお景気の下振れリスクは大きいと考えている。このような状況下では、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は、引き続き 0.1% という十分低い水準に維持するのが適当と考える。

日本経済がこの先、物価安定のもとで持続的な成長経路に復帰していくため、本行は、緩和的な金融環境を粘り強く維持していく必要がある。それに向けて本行は、状況の変化に即応した最も効果的な金融調節手法を考え、実行していかねばならない。また、併せて、市場のセンチメントやインフレ期待といった重要ファクターを安定させ、政策目的を実現していくためには、外部から本行への信頼感を高めることも不可欠である。そのためには、本行施策の内容や狙いへの理解と、そのスタンスに対する共感を得ていく必要がある。具体的には、様々なチャネルを使った外部とのコミュニケーションに、十分意を尽くす努力が一段と求められるものと思う。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最初に、金融環境について述べたいと思う。まず、CP・社債についてであるが、引き続き良好な発行環境が続いている。CPの発行レートをみると、低格付け物や年度末越え物も含めて低位で安定している。社債につ

いては、発行レートや流通スプレッドが低下を続け、増額発行の動きも引き続きみられている。さらに、BBB格の発行業種や企業に広がりが見られることもあり、こうした点も前向きな動きとして評価できる。なお、CP・社債買入れのオペレーションについては、昨年10月末に完了の予告を行い、年末に完了した訳である。この間、市場環境の悪化は観察されていない。むしろCPでは、銘柄間の信用力の差を反映して、発行金利のばらつきが回復してきている状況であり、こういった特徴をしっかりとみていく必要があると思う。CP・社債市場は、全体として市場機能の改善が続いている。企業の資金調達動向についてであるが、資金需要が運転資金・設備資金ともに低水準に止まり、やや低調な伸びとなっている。他方で、企業からみた金融機関の貸出態度や資金繰りについては、概ね改善傾向が維持されている。これらの点を踏まえると、金融環境の現状評価としては、「厳しさを残しつつも、改善の動きが続いている」という従来の表現が適当である。先行きも、金融緩和効果が一段と浸透する中で、景気も緩やかな持ち直しを続けていくため、金融環境も緩やかな改善が続いていくとみておいて良いと思う。しかしながら、足許、零細企業の資金繰りDIが悪化に転じるなど、企業規模の大小によって、改善ペースのばらつきが強まっている点は注意が必要である。とりわけ、この先経済が一時的な減速局面を迎える可能性が高いとみられるだけに、小規模企業の業況の悪化やこれに伴う金融面からの下押し圧力が強まることはないか、あるいはこうした動きがより大きな規模の企業にも波及しないか、こういった点については、今後注視していく必要があるだろう。

続いて、金融政策運営について述べたい。まず、最近の政策運営に対する市場の反応であるが、固定金利オペが直接に影響を及ぼす3か月物だけでなく、より長いタームも含めて、ターム物金利は一段と低下している。さらに、他の資金供給オペの金利も、年明け以降、ほとんどが0.10%になっている。この点は、本行の金融緩和姿勢が浸透し、流動性に対する安心感が市場において強まっていることを示したものだと思っている。まずは銀行間取引市場において、本行の金融緩和強化策の効果が明確に生じて

いるということだろう。問題はこれが企業の借入れ金利など、実際の民間の資金調達コストに波及していくかどうかという点であろう。今後のデータの蓄積を待ちながら評価したいと思う。

経済・物価情勢の判断については先程申し上げたとおりである。これまで想定していたシナリオから大きな変化はないということである。従って、政策金利については0.1%で維持し、金融緩和姿勢をしっかりと維持することが適当であろう。今後も、経済・物価見通しや上下両方向のリスクには引き続き目を配りながら、経済情勢や市場の変化に応じて適切な政策運営をタイムリーに図っていくということが重要である。

最後に、政策運営に関する信認という観点から一言付け加えたいと思う。先程指摘したように、前回決定会合後も本行の緩和姿勢が市場に一段と浸透している訳であるが、これには「物価安定の理解」の明確化も寄与していると考えている。特に、3か月超のタームでも金利低下が進んでいることは、我々が今後も低金利政策を続けていくという予想が醸成され、市場に対してある種の時間軸的な効果を及ぼしていると言えらると思う。このように本行の緩和姿勢が浸透し、金利形成に影響が生じている点は、現時点において、金融政策運営に対して市場の信認が確保されていることを示唆しているということであろう。こうした政策運営に対する市場の信認の確保は、いつも意識していることではあるが、我々の政策意図を市場に正しく伝え、所期の政策効果を実現するために不可欠な要素である。海外の中央銀行が様々な機会を捉えて、自らの政策に対する信認確保を意識した情報発信を行っているのも、こうしたコンテキストで捉えることができると思う。最近の例として、先程、欧州周辺国の財政規律への懸念が高まっていることに触れたが、これに対して欧州中央銀行は「特定国を特別扱いすることなく原則に沿って対応する」という点を明示的に述べている。また、米国のFRBは、昨年、長期国債の大規模な買入れに踏み切った際、「特定の金利をターゲットにしたり、マネタイゼーションを狙ったものではない」ということを強調している。一昨年来、各国中央銀行の大胆な政策が高い成果を挙げただけに、ともすれば中央銀行の対応力に対する期待

が生じがちであるし、時にはそれが行き過ぎることもないとは言えない。我々としては、必要な政策を適時適切に行っていくことは当然であるが、同時に政策運営に当たっての節度がきちっと守られていることについて、市場あるいは広く国民からの信認をしっかりと確保していくことも重要であると思っている。こうした信認が確保されないと、我々が政策運営を凶つても、市場において政策運営を巡るリスク認識が高まることを通じて、政策効果が減殺されたり、あるいは逆効果が生じるといった事態にもなりかねない。当面、我々の政策運営については、万全を期する構えが求められているだけに、政策に対する信認確保の重要性に関して、敢えてここで述べさせて頂いた次第である。私からは以上である。

白川議長

それでは須田委員お願いする。

須田委員

最初に次回決定会合までの金融政策運営についてであるが、現状維持が適当だと考える。足許の経済指標はメインシナリオに概ね沿った展開となっているが、新たな金融規制案の不透明感や国際金融面での動き等によって先行きの不確実性が高止まる中、リスクを見極めつつ、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路へ復帰していくことを粘り強く支援していくためには、極めて緩和的な金融環境を維持していく必要がある。市場からは、ターム物金利がフラット化しボラティリティが極端に低下すると、かつての量的緩和の時のように、市場での取り引きが細り、人材の流出やスキルの低下に繋がってしまいかねないと不安視する声も聞かれている。実際、コール取引はかなり少なくなってきたし、金利付与残高が増加している。執行部におかれては、「ターム物金利への働きかけ」と「市場機能への配慮」との間の微妙な匙加減が求められ大変だとは思いますが、これまでの経験と技術を駆使しながら、両方に配意した調節をお願いしたいと思う。

次に、前回会合以降の市場動向についてみておく。まず、短期金融市場であるが、日本銀行による潤沢な資金供給を背景に、全般に低下して推移している。すなわち、無担保コールレート（オーバーナイト物）は0.1%近傍で安定しており、O I Sカーブはフラット化した後、閑散商状となっている。また、G Cレポレート、短国レートは、全てのタームで緩やかな低下傾向が続いている。この間、ユーロ円など銀行間取引における無担保ターム物レートも低位安定的に推移しているほか、T I B O Rも緩やかな低下傾向を辿っている。この結果、どのレートも年末を特段の跳ね上がりもなく無難に通過した後、年度末越えプレミアムも現在のところは極く限定的なものに止まっている。

C Pおよび社債市場についても、発行環境は引き続き良好な状態が続いている。企画局の分析にもあったが、C P買入オペの完了に伴って、C Pの発行レートにクレジットを反映したばらつきが幾分戻ってきたほか、12月の新型オペの導入による短国レートの低下もあって、「官民逆転」現象も徐々に解消の方向に向かっているようである。社債についても、12月の発行額が2009年7月以来の高い水準まで回復したほか、発行企業の裾野も広がっている。社債・C Pの買入完了の悪影響は今のところ見受けられない。一方、気掛かりなのは為替や株価の動向である。執行部からの報告にもあったが、米国株価が、先般オバマ大統領によって発表された金融規制案を嫌気して足許急落した。為替市場でもリスク回避の円買いを誘発している。今のところ市場の反応は過剰反応というほどではないが、金融機関の規模とトレーディング活動に制限が設けられることになれば、当然のことながらその影響は米国内に止まらず、各国の金融市場にも波及すると考えられる。仮に、今後我が国の金融市場が不安定な地合いを強めれば、ただでさえ萎縮気味のマインドをさらに悪化させることにもなりかねないため、その帰趨に注目している。

さて、12月に実施した新型オペの導入と「中長期的な物価安定の理解」の明確化について少し意見を述べておきたいと思う。新型オペ導入後、12月の定例の決定会合前日までの動きを見てみると、ターム物レートが狙い

どおり低下し、O I Sカーブもフラット化し、低金利の継続期間に関する市場予想が半年程度長期化した。「物価安定の理解」の明確化後はターム物もO I Sカーブも概ね横這い圏内で推移し変化はほとんどみられなかった。長期金利は数日間低下したが、その後上昇しており、それは政策効果についての市場での認識の形成によるのか、全く別の要因によるのか定かではない。私は前回会合で「物価安定の理解」の明確化は時間軸効果を狙ったものではないし、そのような効果の程度も定かではないと述べたが、取り敢えずそのような結果が示されているように思う。もっとも、「物価安定の理解」の明確化によって、物価の前年比がマイナスの間は利上げはないとの誤った見方によって、時間軸を長くした向きもあるので、新たな誤解、あるいはこれまでの誤解の解消でなにがしか金利に影響を与えている可能性は否定できない。

なお、「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いて金融政策を行うということについて二点指摘しておきたいと思う。一点目は、実際のインフレ率は短期的には「中長期的な物価安定の理解」から乖離し得るということである。金融政策は効果が出るまでに時間がかかるので、足許や過去のデータによってではなく先を読みながら政策を行う必要がある。従って、足許は「中長期的な物価安定の理解」から乖離していたとしても、つまり足許物価の対前年比がゼロ%以下でも政策変更はあり得るということである。デフレ脱却までに相当時間がかかるというシナリオの場合、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因も考慮に入れると、その可能性は高まる。

もう一点は「理解」の意味についてである。私の中長期的な物価安定についての数値は、望ましいものとして導いたものではない。物価安定は理念的にはゼロインフレであって、それを数値にするとスモール・バット・ポジティブとしか言えないというのが私の立場である。数値を出すことに合意したのは「物価安定の理解」ということだったからである。それ故に国民の物価観をベースに数値を出すことが可能となった。従って、「物価安定の理解」は各ボードメンバーが望ましいと考える物価の集合体と説明

されると、合意しかねる。なお、12月の政策が結果的に円高を反転させたという面があって、市場では、より一層の金融緩和政策を円高対策として求める声はかなりある。しかし、為替レートの変動が問題だというのなら、市場介入政策をとればと思うが、各国がどちらかと言うと自国通貨安に伴う輸出増を期待している中で、市場介入は近隣窮乏化政策であることが明確であり、許容されにくいと言える。従って、金融政策にお鉢が回ってきたということであろう。しかし、為替レートを目標に各国が金融政策を行うと、緩和競争となり、本来の政策目標達成のためにはビハインド・ザ・カーブとなるであろう。新日銀法ができ、日本銀行の目的が通貨の安定ではなく物価の安定と定められたのも、1980年代バブルの背景に金融政策が為替レートによって振り回されたという認識のもとで、そのようなことが二度と起こらないようにする必要があったからである。「円安化のために金融緩和を」という意見を聞くたびに、危うさを感じざるを得ない。いずれにせよ、高い不確実性のもとで、リスクは様々な形で姿を現す可能性がある。メインシナリオの蓋然性、各リスクの顕現化の可能性をしっかりと分析し、「物価安定のための持続的成長」を適切なスピードで実現するために、その時々で最適な決断を行うという確固たる姿勢を、常に示しておく必要があると思っている。以上である。

白川議長

それでは野田委員お願いします。

野田委員

前半で述べたとおり、我が国経済・物価の見通しは10月の展望レポートの見通しと基本的には変わらないという評価である。すなわち、我が国経済は、海外経済の回復を前提として、持ち直しから持続的な回復軌道に向かう姿が想定されるものの、内需の回復モメンタムが弱い中、景気全体の浮揚感も乏しく、物価は経済全体のスラックを背景にマイナス圏内で推移する、との中心的な見通しは基本的には変わらない。また、見通しを巡っ

ては、後程少し詳しく述べるが、10月時点と比べ幾らかは和らいだとは言え、依然として下振れリスクを意識せざるを得ないと考えている。こうした情勢を踏まえれば、昨年12月の臨時政策決定会合で導入した固定金利方式の資金供給オペを含め、既存の資金供給オペ手段を機動的に駆使することにより、市場の資金需要を十分に満たすに足る潤沢かつ弾力的な資金供給を行い、短期金融市場におけるやや長めの金利を含めて、極めて低水準の金利を維持することを通じて、極めて緩和的な金融環境を粘り強く確保していくという方針を、当分の間堅持していくことが重要である。次回会合までの金融市場調節方針について述べれば、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」との現在の方針を維持することが適当である。

続いて、私からは改めてリスク要因に絞って、前半の議論とのダブリを恐れずに述べたいと思う。現在の景気持ち直しの牽引車は輸出であり、海外経済の回復が滞れば、中心シナリオである我が国経済の持ち直しから持続的な回復軌道へ向かうという姿は描けない。この意味で、海外経済が最大のリスク要因であるという点は全く変わらない。海外経済の主力エンジンの一つである米欧経済は、前半のパートでも述べたとおり、様々な成長抑制要因を抱えている。こうした実体経済に対する下押し圧力が長期に亘って残るリスクがある。また、こうした中では、実体経済から金融への負のフィードバックが再発し、我が国の金融資本市場や金融システムにも影響が及び、これが景気を改めて下振れさせるリスクも残る。一方、中国をはじめとする新興国や資源国は、各国の景気刺激策のほか、先進国からの資金流入もあり、想定を上回る回復を示している。これは、世界経済の回復を支え、そのスラックを縮小させるという意味においては心強い存在であるが、一部の国では、物価や資産価格の高騰等のアップサイド・リスクが鮮明になってきている。昨年12月にオーストラリアに出張した際、面談者は異口同音に資源セクターにおける中国のプレゼンスの一段の高まりを指摘していたが、こうした中国をはじめとする新興国の需要増加が続くという見方に加え、世界経済の回復や先進国の超低金利政策によるグ

ローバル投資家のリスク・アペタイトの改善が、投機資金の流入を促し、エネルギー価格を一段と上昇させている。これらについて国際的な資金フローの動向も視野に入れつつ、先々の調整圧力を溜め込んでいないかどうか、丹念に点検していくことが重要である。また、世界経済のもう一つの牽引車である各国の各種政策の帰趨によっては、各国経済の民需を中心とした、自律的回復への円滑なシフトが困難になるというリスクもある。一方で、各種政策の背後にある公的債務の膨張が、長期金利を上昇させるリスク——ギリシャに象徴されるいわゆるソブリン・リスクも同一線上にあるが——、これにも市場の意識が集まっている。事実、財政に問題を抱えるギリシャでは、長期金利が急上昇しており、一旦信認を失うと、市場評価が急落するリスクというものを如実に示している。先進国の中で最も公的債務のGDP比率が高い我が国の長期金利は1%前半に止まってきているが、こうした水準を維持しながら、債務を増加させるということを永久に続けられる保証はない。財政規律の確保、すなわち財政の健全化に向けた道筋を明らかに示し、これを着実に実行することが何よりも重要であり、その道筋が不明瞭なもとでは、リスク・プレミアムの上昇から長期金利が上昇するリスクが高いことを、我々は改めて強く認識しておく必要がある。この点に関連し、ECBは今月の定例理事会後の声明文で、従来にも増して強いトーンで大規模な財政赤字と政府債務残高に対し警鐘を鳴らすとともに、各国政府に対して早期の財政健全化を強く要請した。この声明文の一節はポイントが絞り込まれており、その意味で正鵠を射ていると思うので、敢えて引用したいと思う。すなわち、「巨額の政府債務は、市場センチメントの急激な変化を引き起こし、中長期の市場金利が望ましくない方向に変動するリスクを惹起する。そうなった場合には、民間設備投資が抑制され、持続的な成長の土台が弱体化してしまう。さらに、高水準の財政赤字と政府債務残高は、金融政策に追加的な負担を与え、欧州経済統合の重要な柱である欧州連合条約と安定・成長協定への信頼感を阻害する。ECBの政策理事会は、各国政府に対し、現実的な成長率を前提とし、歳出改革に強く焦点を当てた財政の出口戦略と健全化戦略を策定し、適切

なタイミングで実行することを要請する。」以上である。

ところで、我が国の政策のうち、いわゆる子ども手当等の家計への所得移転政策効果については、私も今回の中間見直しにおいて一定の限界支出性向を織り込んでいるところだが、それらが消費者にとって恒常所得と認識されない場合には、効果は大きく減殺されるというリスクがある。家計の将来設計に対する国民の不安が横溢する状況——将来に亘る総所得の予想が覚束ない中——で、この効果については不確実性は高いと言わざるを得ない。

最後に、物価面のリスク要因について簡単にみると、需給バランスが緩和した状態が比較的長く続くとみられる中で、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、物価や賃金の下落幅が拡大することが最大のリスクであり、この点については引き続き丹念に点検していく必要があると思う。私からは以上である。

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、月報概要の評価には違和感はない。既に多くの委員が指摘されたように、国内短期金融市場については、年末を大過なく越え、落ち着いた状況が続いている。資金余剰感は強く、金利は弱含む傾向にある。社債発行市場では、引き続き投資家の需要が旺盛で、堅調な地合いであり、社債流通市場でも需要はしっかりしている。貸出は減少しているが、これは前年の予備的需要急増の裏が出ているということと、加えて資金需要が設備投資資金、運転資金ともに減退している影響が大きいと思われる。このため、特に大企業では資金需要は緩んで見えるが、これは実体経済の厳しさの反映であることには注意する必要があると思われる。他方、海外投資家のプレゼンスの大きい株式市場では、国際金融市場の動きに応じて振れる展開となっている。このように回復の広がりは続い

ているが、総体としてみれば、企業金融環境の厳しさが続いている。特に小企業の金融環境は、大企業、中小企業比大きく出遅れている。この現状を考えると、緩和的な金融環境を維持し、粘り強く金融面から経済を下支えするという、今までの政策を維持することが望ましいと考える。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0.1%前後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。

ここでは日本の物価動向にあるリスクについて言及しておきたいと思う。既に野田委員もそれから山口副総裁もおっしゃったが、家計の中長期的なインフレ期待に、このところ下振れを匂わすような動きが出ている点には十分に注意する必要があることを確認しておきたいと思う。生活意識に対するアンケート調査で、今後5年間の予想インフレ率の分布が下方へシフトしつつあるようにみえるということは警戒的にみる必要があると思う。確かに、プロの予想インフレ率にはほとんど変化がみられないが、プロの予想インフレ率はどちらかと言うと、日本銀行の予想インフレ率による影響が強いので、我々は単に鏡を見ている可能性があるということまで気をつけなければいけないと思っている。家計の中長期的なインフレ期待の今後の動きについては、このように慎重に見極める必要があると考えている。私自身の間接評価に盛り込んだメイン見通しは、日本銀行の過去そして将来の政策が十分な効果をあげ、家計の中長期的インフレ期待が安定し、企業の中長期的な成長期待が回復してくるということが前提としてある。家計の中長期的インフレ期待の下振れと、企業の中長期的な成長期待への下振れが顕在化する蓋然性が高まるような事態が予想される場合には、果敢な対応で対処する必要があると考えている。

最後に、中間評価の物価見通しであるが、ここに関しては、今回の見通しでは、まだ不確定であるので、政府が導入を予定している施策が直接CPIに及ぼす影響は考慮に入れていない。しかしながら、今後施策の実現に従って、かなりの影響が出ることは、どこかで言及しておく必要があるのではないかとこのように思っている。この際に、どの程度かの試算を示すかどうかは議論になり得るが、施策の幅、タイミングがまだ不確実

な状況では、腰だめの数値で出すのは、コミュニケーション上、混乱を来す可能性が強いと思う。ステートメント等で明確にするのは避けた方が良いとは思いますが、影響があるということは明確にしておいて、適宜それに関する情報発信をするということが望ましいのではないかというように考えている。以上である。

白川議長

まず、ただ今の議論の総括であるが、政策調節方針としては、無担保コールレートの誘導目標を現状維持ということで、私もそうであるが、全員がそういうご意見であった。それから、金融政策運営に関する中長期的な方針については、これも皆様の話をお伺いしていると、従来と変わりはないということであった。因みに、前回は、「日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである」と発表しているが、皆さんの考えも、こういう考えに沿っていると理解した。若干の論点、皆さんが提議された幾つかの論点を取り入れたいと思う。一つ目は、12月の初めに行った新しいオペの導入、それからそのフォローアップとして「中長期的な物価安定の理解」の明確化について、この二つの措置をパッケージとしてみた場合に、どういう評価であるかということである。まず、色々な整理の仕方が可能だろうが、日本銀行がデフレを容認しているというような、これは誤解ではあるが、こういう誤解が一部にあったとすれば、その誤解を払拭するうえでは、それなりの効果があったと思う。それから、二つ目は、併せて日本銀行が採ったオペの効果も含めて、ターム物金利が低下をしたということである。三つ目は、もう少し大きな意味で、11月末にかけて企業のマインドがかなり悪化していたものに対して、ひとまず歯止めを掛けたということが言えると思う。ただ、いつもそうであるが、一つの問題、あるいは一つの問題が解けると、また新たな問題、新たな誤解が生まれる

ということで、多くの委員から、新たな誤解、あるいは新たな問題についても指摘があった。私自身も同じような感じを持っている。そういう意味では、いつもここで確認したということであるが、対外的な説明の努力をこれからも重ねていこうということである。

新たな問題なり誤解という意味では——我々自身が当初懸念したことでもあるのだが——、やはり安易にデフレという言葉が使われている。色々な問題が起きた時に、全てその原因はデフレであるという感じで、非常に茫漠とデフレという言葉が使われている。先程、前半のセッションでも議論したが、日本経済が直面している問題は、短期の問題と中長期の問題の両方がある。特に、中長期の問題を考えていく時には、日本経済の成長をどう高めていくかということが基本的な問題であるが、そういう問題も含めて、何となく漠然とデフレが原因だという感じになってくると、問題の取組みを不鮮明にするという意味で、やや問題のある傾向だという感じを持っている。ただ一方で、日本銀行がデフレを容認しているという誤解は払拭しないとならないので、ナロー・パスではあるが、情報発信に気をつけなければいけないなと思った。

それからもう一つ、今の話とも大いに重なっているのだが、中央銀行としての市場の信認の維持が非常に大事であるということについて、私も強くそう思う。信認という場合、色々な次元があると思うが、国民からみて、日本銀行が経済の状況の厳しさについて十分認識している、政策は勿論一つしかない訳だから全てを金融政策で解決できると思っている訳では必ずしもないだろうが、しかし、日本銀行は国民の厳しい現在の状況についてちゃんと認識しているのだ、ということについては、ボトム・ラインとしてしっかりないと、最小限の信頼感が維持できない。そういう意味での信認というか、信頼が、まずベースにあるのだらうと思う。そのうえで、金融政策の運営という意味での信認をどう確保していくかということであるが、本当にこの問題をしっかり認識しておかないと、日本経済の将来を考えるうえで、非常に問題が発生するなと思う。前半のセッションで議論したように、今、ソブリン・リスクの問題に世界が関心を高めているが、

間違いなく日本は財政状況が非常に悪い国の一つである訳である。にもかかわらず、長期金利が安定していることもあって、政策当局に対する信認の重要性ということについて、皆の感覚が多少麻痺しているという感じがする。中央銀行に引き付けて言うと、中央銀行が、必要な時に必要な政策を展開し、それが問題を引き起こす時には直ちにその政策をまた元に戻す、という意味での政策遂行能力に対して信認がないと、これは大変大きな問題を引き起こすと思う。しかし、必ずしもこの点についての認識が十分ではないと思う。日本全体として、中央銀行のしっかりとした政策遂行に対する信認があるということがベースだと思うが、必ずしも現状では、十分認識されていない色々な発言等も窺われる。これはやはり我々としては、非常に危険なことだと思う。ただ同時に、我々自身がしっかりとした情勢判断を行い、それを説明し、行動するということが、勿論、裏腹になっている訳であるが、その重要性を改めて認識をしないといけないと思っている。

それから、オバマ提案の国際金融市場に対する影響についてであるが——これは必ずしもオバマ提案ということだけではなく、昨年末の自己資本や流動性規制のパッケージ案もそうであるが——、各種の規制強化に関する提案、議論がマクロ経済にどういふふうな影響を及ぼすのかということについて、しっかりと見極める必要があるという大きな文脈の中で考えた方が良いと思う。まだ、オバマ提案については詳細がほとんど提案されていないし、昨年末のパッケージ案についても数字はこれからということであるが、経済に脆弱性が残っている中で、マクロ経済への影響について、十分に認識した方が良いと思うし、そのような制度設計をしていく必要があると思う。

それから、やや具体的な点であるが、現在、国会で議論されている各種の施策が物価指数に与える影響について、どういふコミュニケーションを図っていくのかということである。西村副総裁もそういう方向をインプライされたとは私は理解したが、数字自体はこうした各種の影響を除いたベースで出していくことがやはり誤解が少ないと思う。勿論、統計上の扱いも

含めて、どこかの段階で扱いは決まる訳だが、その段階では数字はそのベースで発表される訳だからそのベースになるのだろうが、今の段階では実勢ベースで判断していくということである。それからもう一つ、いずれにせよ数字が各種の施策の結果変わった場合でも、我々にとって大事なことは実勢ベースの動きであるから、ちょうど消費税の引き上げによって物価が上がっても、そのベースで判断しないのと同じように、実勢ベースで判断していくことがやはり大事だということも、これは併せて言っていく必要がある。そうでないと、後から日本銀行の情報発信について変な言われ方をするように思うが、そうした考え方で良いか、これは若干確認したいということである。あと幾つか論点はあるが、取り敢えず私からの発言は以上である。

須田委員

今の最後の話であるが、今回は当然、まだ分からないと書くよりも、記者会見で問われたら、白川議長がそうお答えになることで良いと思う。これから先、数字——コアの物価として出している部分——に関して、どういう扱いをすれば良いのかが私自身はまだよく分からない。一時的なものだが、そのまま入れてしまうと、かなり影響がある。物価の下落幅が段々縮小していくことを確認していく時に、国内であれば説明できるかもしれないが、海外だと、そのままその数字が一人歩きしてしまうこともあるので、どういう形で数字を出せば良いのだろうか。二つ出すのか、4月の展望レポートに向けてなのか、それより先になるのかなど、消費者物価指数での扱いが明らかになった時に、どのように行えば良いのか、ということを考えていかなければならないと思っている。

白川議長

4月の消費者物価指数から反映されるということになると、5月末の発表であるから、数字として出てくるのは、6月の決定会合の時である。ただ、どこかの段階で、扱いについて議論のうえ、決めないといけない。そ

ういう意味で、今決める話ではないのだが、どこかの段階では、統計上の扱いが決まるから、一応試算はできる訳である。機械的に計算した影響について、何らかの形で数字を出すとしても、消費者物価指数について、2系列出すというのは、なかなかそうは言っても難しいと思う。これは、どの国も直面していて、まさにイギリスが今度付加価値税の戻しを行う中で、消費者物価がジャンプすることがほぼ確実に見込まれているが、その時にずっと除いたベースで言い続けるというのは、なかなか難しそうな気がする。ただ、それは今日決める話では勿論ない。

山口副総裁

敢えて議論のために申し上げると、例えば、白川議長が記者会見で、政府が考えている施策の物価面に与える影響については織り込んでいないとおっしゃることは、一つの対応だと思うが、それで十分な対応かどうかだと思う。日銀の見通しが甘い、デフレに対する認識が甘いと言われるリスクを考えると、白川議長の記者会見での対応に加えて、何らか注書きをして文章上に我々の考え方をとどめておくということも一つ考えられるかという気がする。

白川議長

この前政府が発表した経済見通しの中では、消費者物価指数については、確か織り込んでいない形で発表されていた。あれを発表したのはいつであったか。

梅溪内閣府大臣官房審議官

12月25日に閣議了解し、先週の22日に閣議決定した。

白川議長

それには、一切注は付けていないのか。

梅溪内閣府大臣官房審議官

注は付けていない。

白川議長

なかなか難しいところではあるが、何かご意見はないか。

山口副総裁

政府の方針としては、予算が通り、具体的に物価に与える影響が分かったところで、C P Iの公表に合わせて何らか影響を説明していくということになるのであろうか。それとも、予算が通ったところで、別途C P Iについての影響度合いを公表されるということになるのであろうか。その辺はどうなのか。

梅溪内閣府大臣官房審議官

特段、明確な方針を決めている訳ではない。予算が通った段階で、何か発表するということも、今やろうという案は持っていない。ただ、特に高校授業料の無償化が大きな影響を与えることになると思うが、それは、この議論と同じであるが、統計上の扱いがまだ決まっていないので、統計上の扱いが決まった段階で、その大きさを検討し、それで望ましい説明の仕方がどうかということは、今後検討したいと思っている。

白川議長

今、民間の予測というか、試算では、全部合わせるとどれ位になるか。勿論、統計指数上どう扱うかという問題はあるが、取り敢えずメカニカルに計算した時に、大体幾ら位になるかというのと、一般的には、0.4%とか0.5%とか言われているのであったか。

門間調査統計局長

0.5%前後という認識をしている。

白川議長

統計上の扱いを決めるということもあるが、改めて、この物価指数というのは本当に何なのだろうかと思う。あまりにも微細な世界を議論する中で、大きく物価が変わってしまう。勿論、約束事だから必要なことであるのだが、それだけに、いつも言っているように、物価指数だけに拘るのではなく、全体をバランス良くみていかなければならないということだと思う。

野田委員

我々は、民間の予測なども、当然少し参考ないし念頭に置くのだが、そういう意味では、2010年度のCPIの見通しは、何だかばらついていて、何がどう織り込まれているのかが分からないから、2010年度については、ほとんど無視せざるを得なかった。そういう意味で、民間の見通しがどうのこうのということまで立ち入って、我々が言うことは勿論ないのだが、少なくとも公的機関として、何か色々な物がバラバラに出ていくといった姿は、国民にとって不幸なことである。そこは、やはり最大限配慮する必要があるだろうと思う。今後の統計の出方とか、出た後で議論しても遅くないと思うが、今回、少なくとも政策絡みの影響については織り込んでいないということは、はっきりと言う必要はあると思う。

中村委員

それと、一時的な影響だということを明確に分かるようにすることが一番大事ではないかと思う。

亀崎委員

今、持っている民間の予測をみると、政策効果が入っているかどうか分からないが、2010年度は-0.2%から+1.2%まで相当ばらついている。ただ、今回発表するのは2010年度、2011年度までの見通しであるから、

ここでは新しい施策——特に押し下げ要因になる高校無償化の問題——は入っていないということだけは明確に言うべきだと、非常に誤解を生む。後で言うのはおかしいと思う。

白川議長

そうであるな。その点は皆さんのコンセンサスだと思う。

須田委員

少し伺いたいのだが、統計上の扱いといっても、無償化の話は物価に全然反映しない可能性もあるのか。

梅溪内閣府大臣官房審議官

基本は、ないと思われる。家計がその部分を何らかの形で負担していれば、それは今の方式と変わらないのだが、今回、やはりその分を直接負担しない形で扱いが決まろうかと思われるので、その場合は、やはり引き下げ要因として働く可能性が強い。そういう取扱いになる可能性があるのではないかと今の時点では考えている。

須田委員

しかし、公的な部分と私学と同じ扱いには……。

梅溪内閣府大臣官房審議官

公的な部分は全く負担しないことになるので引き下げ要因だが、私学の部分は、基本は、今の授業料を負担して頂く形であるので、私学の方は引き下げ要因にならない可能性も残っている。ただ、それがもし、家計がその分を直接負担しない形で処理が行われれば、引き下げ要因にはなるが、その所はまだはっきりしていない。

野田委員

全く素人だから、批判を恐れずに申し上げると、家計が負担するにしろ、政府が負担するにしろ、教育サービスの価格は多分変わらない訳で、そこを専門家の方はどういうように考えれば良いのか。

西村副総裁

二つの専門家があって、つまり統計実務のインデックスの専門家と経済学に基づく経済の専門家と二つあって、この点については経済の専門家とインデックスの専門家と言うことが多分違うと思う。インデックスの専門家からすれば、当然CPIは下げざるを得ない。ところが経済で考えれば、価格を強制的にゼロにしてしまう訳である。下手すると、その場合、需要構造からすると非常に奇妙なことが——当然のことながら超過需要が——生じてしまう形になる。そうすると、要するに無差別曲線の接線でないような所に消費者がいることになる。効用理論に基づくコスト・オブ・リビングの考え方からすると、これはどうするのかという大きな問題がある。効用関数の考え方からすれば、全てのインピューテッド計算と同じにする、要するに、例えば、帰属家賃でやっているのと同じやり方で、やらないと話がごたごたになってしまう。ただ、統計実務のインデックスからすれば、当然、インデックスの継続性を考えれば、やはり下げないというのは、政治的な意味合いを逆に持ってしまうことになる。この問題は、専門家だから分かるだろうと聞かれると、専門家だから逆に皆に納得してもらうにはどうすればいいのか分からないと答えざるを得ない、そういうややこしい問題である。これに比べると、VATの方はまだそういう点で分かりやすく、これは別段、価格を変えるだけである。これに対して全部ゼロにしてしまうと、これは前回野田委員からご説明があったが、ウエイトの問題にもかかってきてしまうなど非常に奇妙なことが一杯起こってくる。この点をどうするのか。しかも、CPIの場合は、中間評価で判断を変えなくてはいけなくなってくる。これは、少し調査統計局も頭が痛いというか、学者に聞いても多分誰にも答えられない話であ

るので、難しい問題だと思う。

白川議長

要するに、価格ゼロのサービスを楽しんでいるけれども、価格ゼロと入れてしまうと、例えば決済サービスなど、誰も払っていないサービスをどう扱うのか、という話になる訳であるか。

西村副総裁

本来、人々が一定の効用を維持するために、どれだけの支出が必要かということを考える訳である。その時は、普通は全て市場で考えているから、そうすると当然その市場価格で全部評価する、そうなるのである。ところが高校無償化の場合は、税金を通して来るから、そうすると、当然インピュテーションを考えなくてはならなくなってくる。その時のインピュテーションの価格は一体何なのかという話である。

白川議長

仮に、インデックスの専門家の立場からすると、その議論を詰めると、決済サービスも、本当はゼロという形で入っているはずだ。そうでなければ、これは入れてない、これも入れようかなど、やや大げさに言えば、そういう話になる訳である。

西村副総裁

簡単に言えば、全て政府が払っているものも、本来であれば、最終的には家計が払っているとすれば、それも入れて考えなくてはいけない。

白川議長

そして、ゼロとして計算すると……。

西村副総裁

というか、今までゼロになっているものも、きちんと元に入れて考えなければ……。

山口副総裁

梅溪内閣府大臣官房審議官が言われたような技術的な問題もあるし、予算案そのものがまだ国会を通過していないということもあるので、注書きが難しいとすれば、白川議長の記者会見で話して頂くことにするのが適切かもしれない。

野田財務副大臣

高校の無償化は、OECD加盟国 30 か国あるのだが、無償化していないのは 4 か国だけである。ポルトガルとイタリアと韓国と日本だけ無償化していない。他は全部無償化している。最初から取っていない国もあると思うが、途中から制度を切り替えた所もあるので、その辺は少し参考で調べたらどうかと思う。

白川議長

いずれにせよ、制度の設計の問題とは別に、統計指数としてどう作るかについては、なかなか決め手のない議論だなという感じがする。

西村副総裁

今の 4 か国のうち日本を除く国は、いずれにせよ、そもそも CPI の上昇率が高い国であるな。これで大きな問題になるということは、多分ほとんどないのだろうと思うが、日本については相当大的な影響があると思う。

白川議長

先程の信認の話であるとか、あるいはデフレを巡る議論であるとか、あるいはこの場の提案であるとか、幾つか申し上げたが、何かこういった点

あるいはそれ以外の論点でも、ご意見があったらお願いします。特にないか。

それではここで、政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に野田佳彦財務副大臣をお願いします。

野田財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、景気は、持ち直してきているが、自律性に乏しく、未だ厳しい状況にある。先行きについても、国際的な金融情勢の動向、雇用情勢の一層の悪化やデフレなどのリスクが存在し、民需主導の力強い成長経路に復帰するための基盤は、依然として脆弱である。

こうした経済情勢を踏まえ、政府は、昨年12月、「明日の安心と成長のための緊急経済対策」を決定し、去る18日、関連する補正予算を国会に提出した。政府としては、デフレを克服し、景気回復を確実なものとしていくために、本補正予算の一刻も早い成立を目指している。

日本銀行におかれても、引き続き政府との緊密な連携のもとで、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、デフレ克服をはじめ、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

梅溪健児大臣官房審議官をお願いします。

梅溪内閣府大臣官房審議官

我が国の景気は持ち直してきているが、依然として厳しい状況にある。今月22日に閣議決定した「平成22年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」においては、平成22年度の実質経済成長率は1.4%程度、名目で0.4%程度と、3年振りにプラスに転じると見込んでいるものの、GDPデフレーターは、引き続きマイナスが予想される。消費者物価についても、平成22年度においては、マイナス幅が縮小するものの、緩やかな物価下落が続くと見込んでいる。デフレは経済ひいては国民生活に大きなマイナスの影響を及ぼすため、デフレの克服に向け、日本銀行と一

体となって、できるだけ早期のプラスの物価上昇率実現に向けて、取り組んでいくことが重要である。政府としては、景気の持ち直しの動きを確かなものとするため、昨年 12 月に決定した「明日の安心と成長のための緊急経済対策」を着実に実施するほか、昨年 12 月 30 日には、新たな需要と雇用を創出していくための新成長戦略の基本方針を取り纏めるなど、その責任を果たす対応に取り組んでいる。日本銀行におかれても、政府と密接な情報交換、連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政策運営によって、デフレ克服を目指すとともに、経済を下支えされるよう期待する。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

雨宮企画局長

ご報告申し上げます。変更なしである。

白川議長

それでは、議案の採決を行いたいと思う。執行部は、金融市場調節方針の議案、見通し計数等を含めた対外公表文の議案を用意して頂きたい。

雨宮企画局長

それでは議案を読み上げる。二つお配りしており、一枚目が「金融市場調節方針の決定に関する件」、二枚が「当面の金融政策運営について」である。今日はステートメントの方は見え消しでお配りしている。では、一枚目である。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。次に、ステートメントである。今申し上げたとおり、今日は微細な修正があるので、見え消しでお配りしているので、全文読み上げは省略させて頂いて、修正部分だけを中心に説明させて頂く。ただし、展望レポートの表現、中間評価の表現のところだけ読み上げさせて頂く。「2010年1月26日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促す。」2. は景気の現状判断であるが、主文は前月と変わっていない。「自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している」である。その次に内容である。ご議論あったが、新興国経済の強まりということがあるので、これまでは「回復」という言葉であったが、これを「新興国経済の強まり」ということで、ここを1ノッチ強めている。業況感の表現は、短観月が終わったので取ったということである。物価面であるが、これまでの「下落している」という表現から、石油製品価格変動の影響が薄れてきたために「下落幅は縮小」というように、この下落幅の縮小ということを述語にしたことに伴う変更である。それから、先行きの中心的な見通しであるが、これも成長率等々の方は変えていない。物価については、石油製品価格などの影響が薄れるというのは、もう足許まで薄れていて、この後中長期的な展望であるので、これは取って、「マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから」という表現で消費者物価の前年比下落幅縮小に繋げている。4. が今回の中間評価である。「10月の『展望レポート』で示した見通しと比べると、成長率は概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、原油価格高の影響などから、見通しに比べてやや上振れて推移すると予想される。」次に5. はリスク要因であるが、これは基本的には変えていないが、変更点は二点である。まず新興国、資源国は先程

申し上げたのと同じ理由で強まるというようにしている。これまでは「情勢」という言葉であったが、これを少し強めている。それから国際金融面でのリスクであるが、これは当初はドバイ・ショックを念頭において、国際金融面が「企業マインド等を通じて実体経済活動に悪影響を及ぼすリスク」ということであったが、これは昨日、今日も多々ご議論あったが、その後のソブリンのリスク、あるいは金融機関監督・規制を巡るリスク等々、様々なものがあるので、より一般的な格好で「最近における国際金融面での様々な動きとその影響についても引き続き注意する必要がある」という表現に変えているということである。最後の、金融政策運営方針は変えていない。以上である。

白川議長

ご意見はないか。それでは議長提案の最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。それでは政府出席者の方は申し訳ないが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

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、全員一致である。

白川議長

中曾理事と外山金融市場局長には、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。事務局には、公表準備を開始するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。それでは対外公表文の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（12月1日、12月17、18日開催分）の承認

白川議長

最後に、12月1日及び12月17、18日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付している議事要旨案について異議はないか。それでは採決をお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（12月1日開催分）について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[金融政策決定会合議事要旨（12月17、18日開催分）について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。いずれの議事要旨についても賛成7、全員一致である。

白川議長

これらの議事要旨は、原案どおり承認された。議事要旨は29日金曜日の8時50分に対外公表の予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、2月17日、18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、この場の皆さんにおかれては、厳正な機密管理をお願いします

る。それでは、事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は12時26分の予定である。

白川議長

解禁時刻は12時26分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時21分閉会)

以 上