

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年4月6日（14:00～16:56）

4月7日（8:59～11:58）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）

山口廣秀（副 総 裁）

西村清彦（ 〃 ）

須田美矢子（審議委員）

野田忠男（ 〃 ）

中村清次（ 〃 ）

亀崎英敏（ 〃 ）

宮尾龍蔵（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 香川俊介 大臣官房総括審議官

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	奥野聡雄
企画局企画役	西崎健司

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の報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 3 月 16、17 日開催分の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、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

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向についてお願いする。

外山金融市場局長

それでは、まず金融調節の運営実績についてご説明申し上げる。お手許の資料、図表 1-1 であるが、無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.082~0.103%と、概ね誘導目標水準近傍で推移した。3 月末に向けては当座預金をかなり高い水準に積み上げたほか、そうした中でも、第一に、一部証券が金利入札方式の共通担保オペが間遠になる中、調整取りに動い

たことや、第二に、外銀がコール市場においてやや高めのレートでの調達を行ったことが加重平均レートの低下を防いだ。後者の背景としては、円転地合いとなる局面が減り、為替スワップでの円調達が減ってきたことや、コール市場で運用難に陥っている投信等から外銀へのラインが徐々にではあるが復活される動きが出ていることなどがある。期末日には、本行が末初物オペ等により早い段階から当座預金を大きく積み上げていたこともあって、当日資金を調達する動きは限られ、レートは0.082%にまで低下した。期末日を除くと、当座預金残高は13兆～19兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は で推移した。図表1-2で日銀当座預金の保有状況であるが、3月末を挟んで当座預金残高が積み上がったことや、財政資金の支払い時期や金額が直前まで予測し難い状況が続いて、積み進捗のコントロールが難しかったことなどから、都銀の積み進捗が早めに進捗した。また、財政資金の流入によって、地銀に多額の資金が滞留している。一方、外銀は、これまでと比べ、準備預金残高を落としている。図表1-3の2009年10月積み期以降の短期金利のグラフで、GCレポ・レートのスポネ物をご覧頂くと、0.110～0.115%の狭いレンジで推移した。3月23日の大量償還日や期末に向けてレートが強含む局面もみられたが、本行による久し振りのスポネ物の国債買現先オペがサプライズになったことや、積み進捗してしまった都銀が目線を大きく下げてレポ市場での資金放出に乗り出したこともあって、それ以上のレートの上昇は抑えられた。もっとも、全体として証券会社の当座預金が積み上げられたにもかかわらず、レポ・レートがさらに低下してこない背景には、金利入札方式共通担保オペが間遠になって一部証券の調達ニーズがレポ市場等に向かっていったことがある。

図表1-4で3月末の短期金融市場についてみると、無担コールレート（オーバーナイト物）が0.082%まで低下するなど、極めて平穏なうちに経過した。当座預金残高は23.5兆円、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は と、昨年をそれぞれ1.3兆円、 上回った。図表1-5と1-6であるが、無担コール市場は引き続き閑散とした状況である。グ

ラフには出てこないが、4月入り後は短資決算月協力の取引もなくなって、一段と取引が細ってきている。財政資金が流入した地銀の調達がみられないことも取引減少に寄与している。一方、これもグラフにはないが、有担コール残高は、地銀が余剰資金を有担ディーリングに振り向けたことから、足許増加している。

次に、図表 1-7 でオペ結果をご覧頂く。市場機能の確保に意を用いつつ、前回決定会合で決定された固定金利方式共通担保オペの増額を通じた金融緩和の強化を極力早めに示現するよう心がけてオペを組み立てている。すなわち、前回決定会合の翌週から早速、固定金利方式共通担保オペを週 2 回オファーした。しかし、金利入札方式共通担保オペのオファーは、この間、2 回実施した末初物オペを含めても 5 回のみと大きく減少した。また、3 月末越えのオペは 40.7 兆円と、昨年の 44.7 兆円を下回った。これらは、3 月中、財政が 9.3 兆円の払い超となって、昨年の 1.1 兆円を大幅に上回ったためである。固定金利方式の共通担保オペは 12 月以降打ってきた既往分が 12 本、残高にして 9.6 兆円あるが、こちらは期日に合わせてロール・オーバーしている。一方、前回決定会合で追加することとなった分は 13 本で、計 10.4 兆円を基本的には特別オペの期日からスタートするようなタイミングでオファーしていく方針である。もっとも、企業金融支援特別オペの期日は 10 回のみであるので、3 月 23 日オファー分も含めて残る 3 回は資金需給を睨んでオファー日を決めていきたいと思う。なお、期日を迎える企業金融支援特別オペが 8,000 億円を超える場合には、資金需給や市場の地合いをみて、追加的に金利入札方式共通担保オペをオファーするかどうか判断していく所存である。なお、前回決定会合以降オファーした固定金利方式共通担保オペは、応札倍率が 5 倍台から 7 倍台となった。3 月 23 日に同時オファーした 2 本については、担保制約のある一部地銀等が 1 本のみに応札したことなどから 5 倍台となった。CP 等買現先オペについては、従来週 2 回定期的にオファーしてきたが、先週以来オファーを見送っている。これによって、CP 発行レートは 1~2bp 程度上昇しているが、全体の発行量が細っていることもあって、今のところディーラーがファイナン

スに窮しているとの声は聞かれていない。今後、市場の情勢をみながら、平常時の運営へと戻していきたいと思う。なお、現在残高がある分については、既にオファー時のターム調整により全て企業金融支援特別オペの期日に合わせて期日が設定されている。従って、そうしたタイミングでオファーを見送る場合には、CP等買現先オペで供給してきた資金は、企業金融支援特別オペ同様、基本的には固定金利方式の共通担保オペ追加分で打ち返していくこととなる。国債買現先オペであるが、1週間物を毎日6,000億円供給している。国債大量償還日を控え、レポ・レートがやや強含んだ18日、19日には、約2か月振りにスポネ物のオペをオファーしたが、その後は再び見送っている。落札レートは、1週間物、スポネ物ともに、0.10~0.11%と安定して推移した。最後に、企業金融支援特別オペであるが、3月24日に最後のオファーを実施した。期落ち6,574億円に対して、増額ロール・オーバーとなる8,775億円の応札があった。

次に、最近の金融・為替市場の動向について、ご説明申し上げる。図表2-1、短期金利の推移であるが、(2)の方の表でTIBORの3か月物を掲げている。前回決定会合以降、当初はなかなかレートが下がっていかなかったが、3月30日に期末要因が剥落したこと、それから4月1日にレファレンス・バンクの交代があったことなどから、本日も含めて6営業日連続で低下をみている。低下幅は、前回決定会合前からすると、2.2bpの低下、本日は0.423%まで低下している。ユーロ円については、目線が変わらずに保合いを保ったままということである。短国レートについては、ご説明申し上げたようにレポ・レートが下げ渋っていたということ、それから期末要因もあって、ほぼ保合った展開となっている。期明け後も4月2日、5日、それから本日6日と入札が立て込んだということもあって、業者の在庫がやや重くなっているということも、こうした動きを誘っていると聞いている。図表2-2のCP発行レートであるが、申し上げたように、3月30日以降のCP買現先オペを見送っていて、これによって、1~2bp程度、同じ銘柄で比べた場合には、上昇をみている。この結果、電力会社等一部を除いて、官民逆転も解消されつつある。しかし、発行量が全

体として減少していることもあって、投資家は積極的に購入をしていて、レートが大きく跳ね上がるということにはなっていない。図表 2-3 のターム物レートの推移であるが、LIBOR-OISをややみにくいのだが仔細にご覧頂くと、ドルが少し上昇して、ユーロがやや低下している。ドルの方はLIBORの上昇ということであって、ドルの短期金利がSPFの増額や国債の発行増、GSEのバイアウト、これらを主因に、レポ・レートを起点に上昇していたのを受けているというものである。一方、ユーロはOISが上昇した結果、LIBOR-OISが低下している。これは、昨年6月末に打たれた最初の1年物のオペ——4,422億ユーロの応札があったもの——が7月1日に期日を迎えるが、OISの3か月物が期日を越えるタイミングとなって、金利上昇が意識されてOISが上昇した。図表 2-4 であるが、ターム物のレートを並べている。TIBORについては、先程申し上げたように、前回決定会合以降2.2bp低下している。LIBORも若干ながら低下をみている。ユーロ円実勢レートは、ほぼ保合いである。米ドルのLIBORと比べてみると、3か月物については、申し上げたように、ドルのLIBORが上昇していて、ややその差が開いた形になっている。ロンドンでは、月曜日お休みであったので金曜日の水準で、ドルが0.29150%、円が0.24125%という差になっている。それから、6か月物についてはまだ逆転はしていないが、ほぼ同じような水準になってきていて、こちらも円の方が0.44875%、ドルが0.44156%という水準になっている。図表 2-6 で長期金利をご覧頂くと、まず米国については、この間、株価の上昇、それから入札が軟調であったこと、さらに先週の金曜日に出た雇用統計が良かったことなどから、長期金利が階段状に上昇してきている。日本については、こうした米金利の上昇を受けたことや、日本も株価が上昇してきたといったことで、ジグザグながら上昇をみってきていて、本日は10年物が1.4%といった水準にまできている。なお、この間、3月末をもって、米国のMBSの買切りが終了した。この結果、国債とのスプレッドが直近まで10bp位で動いていたが、それが30bp前後に一時的に上昇している。ただ、全体として、上昇幅はその程度にとどまって

おり、市場も落ち着いていると聞いている。図表 2-9、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移であるが、米国においては、信用スプレッドのタイト化がさらに続いている。起債の方も、2月に見送られていた分が一気に発行されたといったこともあって、増加をみている。日本についても、投資家が運用難から BBB 格銘柄からも買える対象を物色しているといったようなことで、特に低格付け物のスプレッドの低下が大きくなっている。また、A 格、BBB+ 格といった企業の中でも起債を準備する動きが広がってきている。なお、投資家は社債も買っているのだが、かなりリスクを取るようになってきていて、この他にも、例えば国債のデュレーションを延ばすとか、海外の高格付けユーロ円債、サムライ債を購入する、住宅金融支援機構の RMBS を購入する、あるいは定時償還の地方債を増額する、といったような動きも併せて聞かれているところである。こうした動きの中で、企業の業績下方修正や格下げが報道されても、例えば社債スプレッドがむしろ縮小するといったような、逆材料にやや鈍感になっているところも垣間みられるようになっている。

図表 2-11、株式相場であるが、これも米国では、様々な良い指標が好感されたことと、それから 3 月 16 日に公表された FOMC のステートメントで低金利政策の継続期待が高まったといったようなことを受けて、ほぼ一本調子に上昇してきている。今週もこれにつられた上昇になっている。日本の方は、こうした海外の株の動きに加えて、この間、為替が大幅に円安に振れたこと、それから短観についても予想の範囲内だったとはいえ、マーケットに安心感を提供したといったようなことから、輸出セクターとか鉄鋼等の素材セクターを中心に大きな上昇をみた。図表 2-12、この間の主体別の売買動向の——最近のところは出ていないが——3 月 23 日週までをみても、外国人が 2 週連続、額は小さいながら買い越しを続けていたことがみてとれる。

最後に、為替の動向であるが、ドルは米金利の上昇で増価してきている。ただ、後半は、資源国——高金利通貨——に対して、売られる展開になっている。円については、今ドルについて申し上げた 2 つの要因がいずれも

円の減価要因になってきており、この間、一本調子に円安方向に振れてきている。本日は、少しギリシャのニュース等を受けてやや円高に振れている。ユーロについては、この間、不透明感が依然として支配していて、対ドルで売られている形である。

図表 2-14 の (2)、(3) で、この間のリスク・リバーサルとか IMM のネットポジションをご覧頂くと、ドル／円のところであるが、リスク・リバーサルはほぼニュートラルに戻ってきている。それから、IMM ネットポジションについては、円ショートになって、その幅もかなり大きなものになっているといった変化がこの間見受けられている。いずれも円安の流れを受けている。図表 2-15、クロス円であるが、対ドルではそれほど大きな動きになっていないが、特に円が独歩安ということもあって、クロス円もこの間大幅に対円で上昇をみている。それから、外為証拠金取引であるが、こちらは逆張りということであるので、米ドルのところをご覧頂くと、円ロングというポジションが張られている。

図表 2-16、最後にエマ物であるが、通貨の方では、当初ブラジルの利上げが見送られたことから、ラ米の通貨が一旦は下降しているが、その後、世界的なリスクテイクの動きでまた上がってきた。中東欧についても、当初ユーロにつられた動きであったが、これも持ち直してきたということである。エマージングの株価は並んで上がっている。それから、原油の先物については昨日 86.62 ドルと、2008 年 10 月以来の水準にまで上昇をみている。

以上、マーケットの動向を纏めてみると、ギリシャ問題とか、米国の金融規制等の帰趨が予断を許さない中で、不透明感が払拭された訳ではないが、世界全体として景気回復の進展を示す指標を受け、投資家のマインドが改善していて、これが世界的に株式市場やクレジット市場において、リスクテイクを活発化させている。我が国においても、こうした要因に加えて、前回決定会合の結果を受けて、円高リスクは限定的であることが意識され、米ドル金利の上昇等をきっかけとして、円安が進み、株価が大きく上昇、クレジット市場でも社債スプレッドや CDS プレミアムがタイト

化した。市場の一部には、地合いの改善が急速に進んだことに対する警戒感が出始めてはいるが、そうした先も含めて、目先大きな調整が訪れるとみる向きは少ないということである。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

先程おっしゃったギリシャ問題について——私はよく分かっていないのだが——、ここにきてソブリン・リスクに関しての評価がギリシャにかなり限られているような話があるが、先程おっしゃったギリシャが云々というのは、どういう…。

外山金融市場局長

本日の動きということか。

須田委員

そうである。

外山金融市場局長

これは報道ベースであるが、匿名のギリシャ高官が、IMFとジョイントで支援をする枠組みについて、上限が厳し過ぎると言ったということがユーロ売りの材料になり、つられて円が買われた展開になったということである。

須田委員

ということは、やはり材料が限られていると言いながらも、そういうニュースが出る度にマーケットは反応していく地合いにあるということか。

外山金融市場局長

そうである。特に国債の入札もこの間にあったが、リオープンでやった部分については大幅な札割れになるなど、まだ4月、5月に到来するリファイナンスに目途が立っていない状況であるので、ここを乗り越えるまではまだ神経質な地合いになると思う。

須田委員

波及効果という部分に関しては、少し収まっているとみて良いか。

外山金融市場局長

良いと思う。CDSのプレミアムなどをみると、ギリシャのプレミアムが上がった時には、ほぼ同じようにポルトガル、スペイン等もつられて動くという面があるが、しかし、一頃のようにそれが大きくファイナンス等に影響を及ぼすといった警戒感は大きく後退してきたということだと思う。

中曽理事

多少受け売りのになるのだが、
のギリシャ問題の見方を紹介すると、そうは言っても、やはりユーロの信認があるということが大きいということである、ギリシャにとっても。つまり、ギリシャが6%位で調達できるのはやはりユーロにとどまっていることによるメリットであろうと。もう一つの事例としては、例えば、イタリアとかスペインの国債はイギリスより格付けが下なのだが、イギリス並みの水準で調達できているのは、やはりユーロに対する信認がベースにあるからであろうと。それからもう一つは、
が、ゼロサムになっていないと言っている。つまり、例えば、ギリシャ問題が悪化したらドイツ・プレミアムが落ちるとか、あるいはギリシャ問題が好転するとドイツのCDSのプレミアムが上がるとか、そういう関係にはなっていない、やはりユーロ一体として動いているのだ

ろうということを盛んに主張している。それから、波及についての彼らの見方というのは、今のところソブリン・トゥ・ギリシャの銀行、つまりギリシャからギリシャの銀行への波及が観察される部分としては一番大きい。言い換えれば、ソブリン・トゥ・ソブリン、つまりギリシャからその他の国へはある程度波及はあるが限定的であって、今のところ一番波及がみられないのは、ソブリンからノンギリシャの銀行CDSのプレミアム、そういったところはまだ波及がみられない。そういう彼等の現状分析を聞いているので、ご紹介する。

野田委員

3月は、国債の大量償還で資金余剰が大きかったため、短期のオペが減ったというご説明であった。4月——今月——、あるいは来月辺りを展望して、前回我々が導入した固定金利オペの拡充の影響がどういうように短期のオペレーションに出てくるのか。

外山金融市場局長

今後暫く資金不足期に入るので、そういった意味では、オペを打ちやすくなる環境になる。従って、固定金利方式共通担保オペを打ちながらも、普通の金利入札方式の共通担保オペを打つ余地が少し大きくなってくると思う。従って、資金の偏在の調整が、これまではほぼ完全にマーケット任せであったが、今後は、日銀のオペを通して、資金を取りたいところが、やや高めのレートを提示すれば、確実に資金を調達できるといったことになってくるので、レポ・レートはむしろ落ち着いてくる展開になるのではないかと期待している。ただ、あまりそれをやり過ぎると市場機能が壊れてしまうことになるので、そこは注意してオペのやり方を決めていきたいと思っている。

野田委員

今のお話だと、これまでの短期の資金偏在は市場間に任せる方針でやっ

てきたが、今後はそうもいかない、それだけ市場の金利が場合によってはボラタイルになる可能性があるので、市場任せにしない、ということか。それとも、従来の考え方を変えて…。

外山金融市場局長

時期によって違う。例えば、期末は特にバランスシートを早めに固めてしまいたいとか、それから特に外銀はあまりバランスシートを大きくしたくないということもあって、資金が余っていても資金を出してくれないといった傾向が強まる時期である。従って、そういう時には、通常以上に我々も資金を供給することになっているが、しかしそれでも我々自身が直接打つオペの数が減ってしまうと、なかなかそこでは調整し切れないということになる。今後については、少なくとも我々のオペの頻度が増えてくるので、市場機能を壊さないよう、あるいは今度はコールレートがあまり下がり過ぎないように配慮しながら、資金の供給量をほどよく調節をしていく。そこは野田委員がご示唆されるように、ややトレード・オフになるような環境もなくはないが、しかしその両立を目指して最大限やっていきたいと思っている。

須田委員

その場合、上手くやっていくよう色々お願いしている中で、売手を打つことについてはどうしているか。

外山金融市場局長

いよいよ供給の自由度がなくなってくるような状況、つまり国債もじわじわと増えてきているし、固定金利オペも今後 6 月末には 20 兆円となっていくので、その後に資金余剰ということになると、なかなかその他のオペを打つ余裕がなくなってくる。その場合は、必要があれば、ある程度吸収オペを併せて実行していく可能性もあるだろうと思っている。ただ、その場合の手段として、売手が良いのか、あるいは短国のリバース・レポみ

たいなものをやった方が良いのかは、マーケットのどこに資金が余っているかといったこと、それからオーバーナイトでやることで良いのか、やや長めのタームでベースから吸収した方が良いのかといったこともあるので、その辺はまさに市場の地合いをみながら判断していくことになると思う。

中曾理事

このようなイメージになると思う。つまり、新型オペを2本ずつ打っていくから、6月末には20兆円になる。であるから、3か月物の長いオペは、ほとんど固定金利型のものを供給する。逆に短いものは、外山金融市場局長が言ったように、市場内で循環させることが基本方針だが、場合によっては――摩擦的にだと思うが――、銀行セクターが非常に余剰になる――具体的なイメージとしては、例えば年金の償還や国債の償還がある――時は、銀行にがばっと余剰資金が溜まってしまうことになる。これが単純に循環すれば良いが、上手く回り切らない時は、摩擦的に銀行セクターから売手などによる吸収オペをした方が、オーバーナイト・レートのコントロールでは良いかもしれないということである。ただ、繰り返しになるが、摩擦的な状況であるので、例えばF e dなどとの大きな違いは、やるとしても非常に短い期間の売手となる。つまり、F e dなどがやる恒常的に長い吸収をかけなくてはならないのとは基本的には違う。摩擦的には、そのような状況が6月位を展望するとあり得るかもしれない。

中村委員

T I B O Rについてだが、なかなか動かなかったレートがここにきて――今日は0.423%であるか――下がっている。これは、単にレファレンス行の入れ替えだけが要因か。何か他にも要因があるのか。

外山金融市場局長

やはり

が意識されている。

。従って、

ので、3月29日までは本当にほとんどレートが下がってこなかったが、30日を境に幾つかの銀行がレートを下げると、他の銀行もつられるようにそれぞれ2回、3回と提示レートを下げてきている。結果として、今日も含めて6営業日連続下がっている。

野田委員

レファレンス・バンクの入れ替えは確か2行だと聞いているが、この入れ替えによる影響は観察できるのか。

外山金融市場局長

これは公表されているので申し上げますと、3か月物のユーロ円TIBORは、新生銀行と中央三井信託が抜けて、シティとRBSが新しく入った。新生銀行と中央三井信託の最後の提示レートは、前日よりそれぞれ1bp下げて0.44%と0.43%であった。翌日の4月1日に、RBSが0.37%で入り、シティが0.43%で入ってその後0.42%に下げた。シティは、

。RBSは、

ということで、それぞれこのようなレートになったというように思う。

亀崎委員

前回の固定金利型オペの導入後の動きであるが、各種のターム物——OIS、レポ、短国、LIBOR、TIBOR等々——をよくみると、若干ではあるがそれなりの低下がみられる。私は、僅かながら低下しているのを見るのだが、マーケットはどういうようにこれを評価しているのか。

外山金融市場局長

数字をみると、おっしゃったレートのうちで、O I S、それからL I B O R、T I B O Rは少し低下していると思うが、レポ・レートは先程申し上げたような期末要因もあって、なかなか下がるどころまでは行っていない。従って、それがファイナンス・レートとなっている短国も今のところは、ほぼ横這いといった動きだと思う。こういったレートは 0.10%を起点とすると、それとの差がかなり小さくなっていたこともあるので、マーケットでは、下がることであっても極めて限界的な低下幅にとどまるのではないかとみているようである。一方、L I B O R、T I B O Rについては、これは実勢レートからの乖離がまだ大きかった。逆に言うと、下げ余地もまだ十分あるということでもあるので、3月末を待ってということではあったが、今の段階でレートの低下が実現できているということではないかと思う。

亀崎委員

T I B O Rはまだ下がってきている感じか。

外山金融市場局長

本日までは下がってきているが、今後どこまで行くかは、まだみてみると分からない。

須田委員

一応マーケットでは、もう少し下がって行くことが織り込まれている訳であるな。

外山金融市場局長

そうである。先物をみると、例えば9月限に向けては、なお少しずつ低下しているが、逆に前回決定会合以降、先物は売られるようなことになった。それは、足許のT I B O Rがあまり下がっていなかったということも

あつてか、下がるとしてもそれほど大きくはないという判断から、そのような動きになっていると聞いている。

中曾理事

全体としては、図表 2-5 にあるように、O I S が真っ平らであるから、利上げ観測が全くない中で、多少の期末要因とかやはりジグザグはあるが、全体としては、やはり金利低下方向でみている人達が多いと思う。

山口副総裁

先程、国内の市場について、投資家のリスクテイク姿勢が前傾化してきたという話があった。低格付け社債、地方債、RMB S など様々な市場でみられてきている訳だが、このところの状況は、いつ頃の国内マーケットの状況に似ていると理解しているのか。

外山金融市場局長

特に期が明けてから、恐らく年金等の投資家だろうと思うが、今年度の投資計画を少し見直して、暫くは低金利が続くそうであるという安心感のもとで、信用力の凄く高いものについては、なかなか利が乗るものがないということで、少し目線を下げて買いを入れてきているということだろうと思う。

山口副総裁

投資家が物色する範囲が随分広がってきていると思うが、こうした姿勢がみられたのは、過去に遡ってみると、いつ頃になるのか。特に、地方債を物色したり、RMB S の良いものを探ってみたりするということは、それほどなかったような気もするが、その辺りはどうか。

外山金融市場局長

それは、明らかにリーマンの後にその辺をぐっと厳しくした。

山口副総裁

リーマン前は、地方債とかRMB Sは、相応に買われていたのか。

中曽理事

わりとセレクトティブになっていたように思う。夕張などがあったので、そういうのは忌避されていたが、スプレッドが縮小していく過程の中で、良いものは買っていこうという感じはあったのではないか。今どの位の状況かは、地方債などはよく分からないが、例えばA格とかAA格とか要するに高格付けであれば、これはもうかなり今回の危機の前の水準まで落ちてきている。BBB格になると、これも下がってきてはいるが、まだもう少しという感じである。全体として、例えばリスクテイク姿勢などからみて——例えばLIBOR、OISなども一つの指標になると思うのだが——、今パリバの前位までは下がってきているという感じがある。いずれにしても、今回の危機的な局面については、かなりその前の水準に近付いてきているという感じはある。

山口副総裁

年度が新しくなったという要因が結構効いていると思うのだが、投資家のリスクへの姿勢がここにきて前傾化を強めているように思う。その度合いは急速に強まってきているとみて良いのか、それともそうでないのか。今までの金融市場局の報告などからすると、前傾の度合いが強まってきているという気がするが、そこはどうか。もっとも、それが何によるのかは、今一つよく分からないが。

中曽理事

後でまた金融環境でも出てくると思うが、一つは、社債の発行環境がかなり良くなってきていて、つまり久し振りに出すような銘柄が高格付けでも出てきている。リーマン以降出ていなかったような銘柄が出てきている。

それから、久しく発行がみられなかったB B B格でも、純然たる製造業の
ネームも出てきたりしている。そういう意味では、急速にという表現は
できないかもしれないが、投資家サイドの目線は徐々に強くなってきてい
るという感じはする。その背景に何があるのかは難しいが、一つは——金
融市場局などの報告を聞いていると——、引受証券会社の姿勢がリーグ
テーブルなどを意識して結構積極的になっていると聞いているので、それ
がスプレッドの縮小にも現れている。だとすると、やはり一時、これはリー
マンというよりベア・スターンズの後にかかなり収縮していた証券会社など
の引受けディーラーのリスクテイク姿勢が回復してきている。そういうも
のが一つあるのではないかという気がする。もう少しみてみないとよく分
からないが、いずれにしても急速なリスクテイク姿勢の回復というよりは、
徐々にじわじわと出てきているという感じではないか。

西村副総裁

この前までは、例えば国際金融市場では、長めの資金に関してはまだ
細ったままだという話を聞いていたが、そこもかなり大きく変わってきた
ということか。

外山金融市場局長

そこは、相変わらずである。

西村副総裁

変わっていないとすると、このところやはりアメリカもそうだが、要は、
社債市場の…。

外山金融市場局長

ただ、金融機関間の取引も、まだ全体としては捗々しくはないが、暫く
前に資金の管理モードを平常時に戻した大手系統金融機関等が少し長め
の資金を貸し出したといった動きは、ここ 1、2 か月の動きとして看取さ

れた。それから、社債については、今、中曾理事が言ったようなことではあるのだが、社債の発行額としては、全体として絞られてきていて、それもあって投資家の中で物色、奪い合いというものが強まって、誰かがここへ行くと、他の人もぱっとついて行きやすい状況になってきていることも拍車をかけているように思う。

須田委員

先程の説明で私が少し気になったのは、悪い材料に反応しなくなったということだ。そのようにリスクテイクするようになったのは良いことかもしれないが、今度は行き過ぎるというか、まだまだ行き過ぎを心配する必要はないかもしれないが、やはりそれなりに情報をしっかり評価して欲しいと思う。そこはどのようにみたら良いか。

外山金融市場局長

そこは、私共も非常に気になっている。ただ、最後の纏めでも申し上げたように、だからと言って、大きな調整が近い将来懸念されるような感じでどんどん行っていることでもまだない。しかし、今リスクテイクが少し盛り上がりを見せている中で、そのような現象も看取されるため、これは暫く気を付けてみていかなければいけないと思っている。

西村副総裁

それは、全般的というより、一部というように考えるのか。それともやはり全般的にリスク・アペタイトが戻ってきたと考えるのか。

外山金融市場局長

どんな銘柄でも買うということではなくて、やはり例えばBBB格の中でも買えるものについては集中するといったことだ。BBB格の企業で、最近新たに発行した企業でも、あまり条件が発行企業にとって良過ぎると——例えばTないしL+100bpもないようなスプレッドで発行したいと

ということだと——あまり人気が集まらないといったことでもあるので、そこは買えるものについては集中するが、そうでないものについては、なかなか行かないという線引きが厳然としてあるということだ。

野田委員

一般的に言う機関投資家——いわゆる銀行を中心とする金融機関、特に地銀とか——の投資姿勢は、のこのこと変わってきているか。

外山金融市場局長

地銀についても、社債を買っているという話もあるし、それから国債のデュレーションを延ばす、つまり特に地銀に顕著な動きとして金利リスクをかなり取ってきている。

中曾理事

地銀は、先程言ったように、特に資金余剰感が強い。であるから、運用難が一番厳しい。だからこそ、有担コールなどの量も増やしていこうということだと思う。

野田委員

過去の経験で間違いなければ——間違いもあるのだろうが——、のこのこと出てくることになる、少しまた地合いが変わってくるので、少し嫌だなと思う。それは、かなりはっきりした動きか。

外山金融市場局長

暫く前からじわじわと出てきた感じである。

中曾理事

多分、日本市場の場合、相対的な部分もあると思う。つまり、日本市場について言うと、先程申し上げたようにO I Sがべったりフラットなので

ある。一方で、米国とか欧州は、多少変化が出てきている。米国については、先程申し上げたようにG S Eのバイアウトとか、S F Pといった技術要因を除いても、やはり何がしかエグジットみたいなものが——F e dが着々と準備しているので——意識されているので、短い金利が上がってきている。それから、欧州も、一番長い 12 か月物のオペが期落ちをいよいよ迎えるので、O I Sが上がってきている。そういうものが、一つは、為替相場などを通じて、日本の——言ってみれば、全体的な株も含めて——センチメントを下支えしている。そういう中で、何となく資金も余剰なので、リスクテイク姿勢が慎重ながら少しずつ前傾化してきていることはあるのではないか。

中村委員

以前に比べて、投資家は銘柄格差をシビアに付ける感じか。

外山金融市場局長

C Pについては……。

中村委員

社債について。

外山金融市場局長

社債については、買える銘柄については、むしろ格差がなくなってきている方向と思う。厳然として格差が付けられているところについては、なかなか改まらないということだと思う。

中曾理事

投資家によって違う。投資家で痛い目に遭った人は、買えるものは買う、買えないものはスプレッドがあっても買わない。一方、そうではない人達は、わりとイールドが上がれば、買っていこうという姿勢に少しずつ転じ

てきているという話は聞く。

亀崎委員

先程から引用されている B B B 格で 3 月に新たに社債を発行した先は、2 年連続で最終赤字の計上を見込んでいて、しかも 2010 年度はコベナンツに抵触してコミットメントラインを利用できない。まだ、現在のところ金融機関との関係は良好だが、金融機関借入に過度に依存すると、経営の自由度の低下にも繋がるということで金融機関借入より割高な社債発行に踏み切った。こういうケースをみると、低格付けの社債の発行環境が良くなったと言うには、少し無理があるのではないかという気がする。これは、やむを得ずやっている訳である。しかも、これは、スワップ+98bp と高い。他は+20bp 程度で発行している訳である。先程から引用されているのは——新しく発行したのは——これであるから、これをもって社債の発行環境が好転したと評価するのは、私は、少し早過ぎるのではないかという感じがする。

外山金融市場局長

そういったところでも曲りなりにも発行をできるようになったとみるか、あるいは私が少し申し上げたように、そういうところについては、やはり条件が甘かったということもあって、あまり人気がなかった——マーケットの中でも評判が宜しくなかった——起債というようにみられているということはある。

中曽理事

先程おっしゃった 98bp をどうみるかだ。98bp は確かに B B B 格では低い。もっと格付けの上のところでも、もっとスプレッドが乗っているのも、これをどうみるかだ。しかし、これで調達できてしまっているところが、一つの示唆するところだと思う。要するに、以前であれば B B B 格はどんなに高いスプレッドを乗せても投資家が付いて来なかったが、98bp とい

うスプレッドで調達できてしまっていることが何を意味するかということだと思う。

野田委員

かつて経験的に 150bp だとか 200bp は確かにあったが、それを遥かにクリアしているということであるな。

白川議長

別の質問であるが、先程の IMM のポジションでは円のショートが久方振りにそこそこの大きさになっている。勿論、今の段階で円キャリートレードが大規模に起きているという訳ではないだろうが、円キャリートレード、あるいはその裏側の新興国通貨の買い越しを含めてどのようにみておけば良いのか、あるいはこの先どのようなようになるか。少しその辺についてマーケットの見方を教えてくれないか。

外山金融市場局長

今のところ、かつてのような円キャリートレードが大規模に起こっているということは一切聞いていない。新聞報道等では、低金利通貨でファイナンスをして、高金利通貨、あるいは資源国通貨を買うといったことが大々的に起こっているような書かれ方がされているが、少なくとも円については、これをファイナンス通貨として何か他のものを買うといったことは、まだそれほど起こっている訳ではないと思っている。ただ、今後、特に米国の金利が上昇してくると、円だけが低金利というような可能性もあるので、そうなった時にかつてのような円キャリートレードが復活するといった可能性はあると聞いている。これは、マーケットの人に聞いてみると、ある時点を起点に一気に出てくるようなタイプの取引だそうである。段々と積み上がってくるのではなくて、そのような動きをするという話である。

須田委員

そこだが、前回の時も、円キャリートレードは色々話はあったが、ではどこに出ているのかと問われると、証拠金取引のところは姿がみえるが、その他のところで、例えば円建てで海外で住宅ローンを出しているとか、そういうような話はアネクには聞こえてくるが、ではどうやってデータで前回の円キャリートレードを把握できたかという、私はあまりできなかったと思う。今回も何か数字で出てくるかという、なかなかみえないという気がするのだが。

中曾理事

ただ、ミセスワタナベと言うかどうかは別にして、投信である。エマ債とか株式が入っている投信は、前回の円キャリートレードが非常に活発に行われた時、相当流入していたと思うが、これが段々増えてきている。エマの株、債券が入ったものが特に売れているみたいだ。レベル的には、まだ2007年位までには達していないが、わりと趨勢的に増えているので、一つのキャリートレード的な、要するに高利回りを目指した動きとして、今後注目していった方が良くかなと思っている。

須田委員

数字に出てくるということとは別に、円建てファイナンスで色々な取引が生じることはあり得る状況と思っている。あと一点宜しいか。米国の金利の短期と長期の金利差が結構拡大しているが、これから先をどうみておけば良いのか、少し気になっているのだが、如何か。

外山金融市場局長

これも今朝の新聞報道等にあったが、4%位まで10年物の金利が近付いてきていて、短い方は相変わらずゼロに近いということであるから、歴史的にも相当大きくイールドが立っている。

須田委員

2003年よりも広がってしまっている。

外山金融市場局長

そのとおり。しかし、短い方はF e dの出口がどのように動いていくかであるし、長い方は、私が申し上げるようなことではないが、今後の成長期待、あるいはインフレ率で決まってくるので、そこがどうなっていくかだと思う。マーケットでは、景況感については、これまで比較的順調に進展してきたことをもって、今後もダブル・ディップを回避しつつ、緩やかながら着実な成長に繋がっていくのではないかという見方がじわじわと増えてきている。それが資源の高騰等、B R I C sに働きかける要因として目立ってきたこともあって、少し長期金利を押し上げてきている。

須田委員

これからイールド・カーブがフラット化するのか、まだ立ったままスティープのままでいくのか。

外山金融市場局長

そこは、F e d次第だと思う。

須田委員

そういうふうに見れば良いのだな。

西村副総裁

T I P Sを含めて、もうほぼ正常化していると考えていて良いか。

外山金融市場局長

マーケットとして、であるか。スワップ・スプレッドがネガティブになっていることもあり、必ずしも全てにおいて直ぐに裁定が行われて、全ての

マーケットの流動性が高いということではまだないように思う。

中曽理事

正常化とは何を言うのか難しい。長いところは、要するに、財政バランスが悪化しているので、スワップ・スプレッドが縮むとか、こういう力は多分働き続けるだろう。それから、今時点を見ると、アセット・スワップの巻き戻しみたいなもので、長期の国債金利が少しオーバー・シュートしている可能性はある。短いところを今後みていくうえでポイントになるのは、一つは、Fedがどういうタイミングでタイトニングを始めるか。もう一つは、技術的だが、吸収手段がどの段階で準備が整うかである。今、彼等はリバース・レポとターム・デポジット・ファシリティー——TDF——を主力で使おうとしているが、両方ともまだ完全にオペレーショナルにはなっていない。つまり、リバース・レポはMBSを対象にしたが、今後はカウンターパーティを少し広げないと、吸収ができないということがある。それから、TDFはまだそもそもシステムができていないので、彼等の言い方だと年の後半にならないと準備ができない。逆に言えば、後半になっていくと、少なくとも手段が整うという意味で、これらは何らかの形でFedに織り込まれていく可能性があり、そういったものが全てイーールド・カーブを形成するようになる。であるから、どれが正常化要因かは分からないが、そういったものが織り込まれるという意味では、そういう方向に向かっている。

西村副総裁

正常化と言った場合、一番分かりやすいのはアービトラージのオポチュニティがどの位残っているかで見ると、そういうところからみた感じからすると、一時期に比べればずいぶん良くなってきたという感じなのか、まだという感じなのか。

外山金融市場局長

まだと言うか、ここに至って、F e dが人為的に歪みを作り出しているようなところもある。スワップ・スプレッドのぎくしゃくとした動きも、今回のMBSの打ち切りに触発されて少しがたがたときたというようなことである。そういったことは、やはり最終的にF e dが吸収をして、あるいは金利を引き上げて、といったバランスのもとで、色々なマーケットが本当に正常に動いていくということではないかと思う。

宮尾委員

先程の米国の長短金利差の議論で、成長期待がじわりと広がってきているかもしれないというご説明があったかと思うが、そこから類推されると思うのだが、為替相場、ドル高の今の基調について、どういった見通しを持って良いかについて何かあれば。

外山金融市場局長

日米の金利差が開いてくると、ドル高円安に向かうだろうとマーケットの人はみている、足許は、その効果が出てきている状況なのではないかと思う。これまでどちらかと言うと、米国の金利が上がってから半年位は、日本の機関投資家がドル建ての債券を売却するので、却ってドル安になるという傾向があった。それで半年位経って初めてドル高円安に向かうということだったが、最近のマーケットの状況をみていると、そういった機関投資家のリアルな動きよりも短期投資家の動きが活発になっている。もしそうだとすると、今回については、6か月を待つことなく、短期的な資金が入ってくることによって、円安への修正がわりと早めに進む可能性もあるとみている。従って、米国の出口の方が日本よりも少なくとも早いだろうという見通しから、マーケットのかなりの人達は先行きは円安に向かうだろうとみているが、そのタイミングと大きさについては、やはりF e dの出方をもう少しみてみないとという状況である。

野田委員

金利をみる世界では、その見方というのは相当前から定着していたが、ここにきて漸く為替の方にも定着してきた。色々なファンダメンタルズの変化もあったということだろうが、そういう解釈をした。

外山金融市場局長

そのとおり。

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移りたいと思う。

大野国際局長

国際局から海外経済の現状評価を申し上げる。資料－3、「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表の追加分をご覧頂く。前回会合以降に公表された経済指標を総合すると、地域的な回復のペースのばらつきを伴いながら世界経済は緩やかな回復を続けている、との標準シナリオを確認する内容とみている。

まず、米国経済であるが、シャドーがかかった部分が前回会合以降判明した計数である。1行目の実質GDPは改定値である。当初+5.9%から+5.6%に小幅下方修正されたが、風速として高い成長という姿に変わりはない。個人消費については、2月まで緩やかな増加が続いているということ、これが3行目の実質個人消費の+0.3%によって確認される。なお、2行目の実質可処分所得の1月、2月は、前期比ほぼ横這いとなっている。結局、消費性向が若干上がっている、貯蓄率が若干低下を続けているということであるが、その背景には株価上昇に伴う資産効果が働いているとみ

られる。6行目の自動車販売について、3月については年率1,194万台、前期比+13.2%と、2月のトヨタの販売減と豪雪の影響により減少した後、報道等にあるように販売促進策もあって、かなり高めの数字であり、1,200万台弱というのは、リーマン・ショック直後程度の水準ということである。次に、住宅について、8行目の住宅着工は低水準で横這い圏内の動きとなっている。2月は年率57万5,000戸である。延長された減税措置は4月末までの契約が条件になっているため、着工ベースで見ると、これから3~4月あるいは5月の計数がどの程度押し上げられるか、その分はいずれにしても底上げ部分であるため、その後どういう動きをするのか、引き続き順調な回復というのは難しい環境だとみている。そうしたこともあり、住宅価格で、9行目、ケース・シラー住宅価格指数(10大都市)は、若干プラスは付いているものの、横這い圏内の動きということである。こちらに掲げてないが、FHFAは、ご承知のとおり、若干マイナスが続いている。次に、10行目、機械投資の動向を示す非国防資本財受注は、多少ぎくしゃくした動きをしているが、低水準ながら持ち直し傾向は持続している。ただ、この裏で商業用不動産など建設投資の減少が続いていることは前回から変化がない。一方、良い方の話としては、生産面の方は、輸出増加、個人消費、投資が緩やかに増加するもとで、12行目のISM指数の、特に製造業の方は60近傍、59.6まで上昇している。生産の回復傾向を確認できる形である。その下、昨日発表されたISMの非製造業指数の方も55.4ということで、市場予想が54位なのでこれも市場予想を上回るものとして好材料視された。続いて、労働市場であるが15行目、非農業部門雇用者数の3月は、前年比16万人増となった。2月の豪雪の影響が剥落したこと、それから国勢調査に伴う連邦政府の職員増加も押し上げには寄与しているが、これらの要因を除いても基調的に増加に転じたとみる向きがこのところ増えてきている。業種別内訳をみると、金融など一部を除く幅広い業種で増加している。なお、連邦政府の職員の増加は約5万人程度と、まだそれほど大きくない。5月までに90万人前後増加するということがあるため、その要因でも雇用は取り敢えず下支えされる姿が目先見込まれ

るところである。ただし、失業率は、まだ良い動きが出ていない。失業期間も高水準横這いの動きである。雇用情勢自体は依然厳しいと言わざるを得ない。また賃金についても減速が続いている。そうした中で、物価面で、16行目のコアCPIの伸びに、足許やや目立って鈍化が窺われる。内訳をみると、軟調な不動産市場を映じて、家賃が下落していることが確認できた。今後3~4月にかけて、昨年のタバコ税引き上げの影響が一巡するので、その分だけでもさらに0.3%ポイント押し下げ効果が見込まれる状況である。緩和的な需給環境が続き、賃金の伸びも鈍化傾向を辿り、最近、貸出も前年比-7%ということである。M2の減速も目立っている状況からみると、コア・インフレの低下傾向はなお続くと考えて良いと思う。

ユーロエリアについては、2行目の輸出と3行目の製造業PMIの輸出受注指数から、欧州においても輸出の増加傾向が足許まで続いていることが確認できる。ただし、その一方で、内需で、7行目の新車登録台数、8行目の消費者コンフィデンスをみると、消費は弱めの動きを続けている。10行目の製造業PMIをみると、生産は増加を続けていることを示しているが、結局、11行目の高水準の失業率、これは2桁の10%台に乗せており、内需の弱い動きは当面続くということだと思う。そういう中からすると、生産の足許は少し良いけれども、今後、現在のようなテンポで増加を続けるかどうかについては、まだまだ予断を許さない状況であるとみている。このように、内需が弱く財市場の需給が緩んだ状況が続くもとでは、物価面についても、12行目のCPIコアの四半期あるいは単月でも、ゆっくりではあるが継続的に減速している。ヘッドラインが3月は+1.5%と少し跳ねているが、内容をみると、燃料とか食料品というような要因がある。恐らくそれほど長く続く要因ではないと思っている。コア・インフレベースでみた場合には、今後についても、銀行貸出やM3はともに前年比ゼロ近傍の動きになっていることも併せ考えた場合、コア・インフレに対する低下圧力は暫く継続するとみて良いかと思う。

英国経済について、5行目の製造業PMIから窺われるように、輸出の増加を映じた生産の持ち直しは継続している。ただし、一方で2行目の個

人消費は駆け込み需要の反動もあって減少している。6行目の失業率は高水準横這いである。こうした内需の弱さは、今後も英国において続くとみて良いかと思われる。需給の緩みは、安売りの動きにも繋がっているようであり、7行目のCPIの上昇テンポは1月+3.5%から2月+3.0%であるが、恐らくBOEのインフレーション・レポートの予想パスよりも、やや下振れしている形で伸び率の低下が続いているとみて良いかと思う。既往のポンド安の影響もあり、米国やユーロエリアほどにはインフレ率の水準が低下していないが、英国においても物価に対する下押し圧力は相応にあるものとみて良いかと思う。

次に、新興国経済である。まず、アジアであるが、中国については、計数は一つだけしか出ていない。3月の製造業PMIが55.1である。これは旧正月の影響を受けたとみられる2月に一旦低下した後、元の水準に戻った形である。他の指標は出てないが、中国政府がこの間も断続的に不動産価格抑制策を追加していることから窺われるように、不動産市場を中心とした過熱傾向に変わりはないとみられる。また、沿海部での人手不足に窺われるように、雇用環境も徐々に引き締まってきている。こうした動きはインフレ圧力をさらに高めていく方向に働く筋合いである。こうした状況下、中国当局がいつ人民元為替政策弾力化に踏み切るかについて関心が集まっている。私共の北京事務所やチャイナ・ウォッチャー筋の情報によれば、そのタイミングについては幅があり、4月から夏頃位までと見方はかなり分かれているようである。今のところ、5月末に予定されている米中戦略対話の前後という観測が多いように窺われるが、今回、先週末に米国が為替操作国の認定を先送りする——6月末までということであるが——、いわば米国側が矛先を収めたことをもって一つの障害がクリアされたと評価する気の早い向きからは、4月中旬の胡錦濤主席の訪米前後も要注目であるといった見方も、一部ではあるが出始めている。要は、中国国内での反米感情、ダライ・ラマ、台湾に対する武器輸出、そしてグーグルと、中国国内でも反米感情がかなり高まっている中で、胡錦濤主席がどのような判断をするかに委ねられている状況とって良いかと思われる。

他のアジア諸国についてみる。インドについては、製造業PMIが50台後半で推移している。成長のモメンタムは引き続き強いと判断される。なお、インフレ率は予想以上に上振れて推移する中で、インド準備銀行が臨時会合開催のうえ利上げに踏み切ったが、引き続きインフレ抑制を意識した政策運営を求められるとみている。また、NIEs、ASEANについては、輸出、生産ともにIT需要の拡大に牽引される形で高めの伸びを続けている。内需についても、韓国では12月に財政刺激策の一部が終了している中であっても、消費、投資ともに底堅い動きを続けているほか、消費者コンフィデンスも高水準で推移している。台湾についても、消費者コンフィデンスが上昇傾向を辿っており、タイにおいても、消費、投資ともに増加を続けている。NIEs、ASEANについては、景気の拡大局面入りに向けた動きが続いているとみている。ただ、インフレ率は、多くのところで——NIEs、ASEANであるが——、これまでのところはそれほど高まりをみせていないという状況である。

次に、欧州の財政問題について一言述べたいと思う。計表はギリシャ関係を9頁、図表6に付けているが、ご承知のとおり、ユーロ圏の首脳が、2国間融資とIMF融資を経由するスキームでギリシャ支援策に合意した。またECBが担保基準の緩和措置継続を決定したことなども、ご承知のとおりである。しかしながら、ポルトガル国債が格下げされた。そして支援合意後、ギリシャは緊急に行ったりオープンの入札——20年債の残存12年——の応札が3.9億ユーロと、調達予定額の10億ユーロの半分以下ということであった。そういったところをみても、市場の地合いが改善に向かっているとは言い難い状況だと思う。図表6の(1)、ギリシャ10年物長期金利は、先週末で6.54%である。その前の少し落ち着いた時、最初の国債を発行したのは6%位なので、50bp位上がっている。实体经济をみても、製造業PMIでみたPIIGS諸国とドイツとの景況感の乖離はかなり開いたままである。PIIGS諸国のマネー、物価の伸びの低下も続いている。結局、ギリシャの支援、あるいはバック・ストップは決まったが、PIIGS諸国における今後の緊縮財政が、いわゆるインターナル・デバ

リュエーションを強めて、ファンダメンタルズをさらに弱めていく可能性があるという状況は基本的には変わっていないとみて良いかと思われる。P I I G S 諸国の問題は、ユーロエリア全体に対して影響を及ぼしていくかどうかも含め、これまで同様、あるいはそれ以上に周辺の動きを警戒してみていきたいと思っている。

最後に、世界全体が緩やかな回復——ばらつきはある訳だが——にある中でリスク要因を整理したい。米欧の先進国については、バランスシート問題に伴う下振れリスクが相変わらず存在する。特に、財政赤字問題を抱えた南欧諸国の下振れリスク、これらは足許までの指標の弱さをみるにつけ、その蓋然性が高まっているのではないかとみている。一方で、エマ諸国を中心としたマクロの政策、特に金利政策の正常化の動きだが、オーストラリアは着実に利上げしているが、新興国について言えば、インドは利上げに踏み切ったもののこれで十分かどうかについてはまだまだであるという見方が多い。一方、中国は本格的な節目に未だ踏み切れずということであり、ブラジルは中央銀行が3月の会合で利上げを見送っている。その一方で、政府は大型の都市計画を打ち出すということになっている。このほか、ベトナムでもインフレ圧力が高まっている。そうした意味では、新興国ではマクロ経済政策の運営がいわゆるビハインド・ザ・カーブになる可能性、あるいは危険性がじわりじわりと高まっているとみておいた方が良いと思う。こうした持続的な成長が損なわれてしまい兼ねないリスクには引き続き要注意である。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

ヨーロッパであるが、最近、IMFがドイツについての成長見通しを下げる、あるいはポルトガル中央銀行が自分のところの成長見通しを下げる等、ヨーロッパに関しては、見通しを下げている方向が高まっているとみ

の方が良いのかどうか。全体では、IMFは上方修正する、国際経済としては少し上方修正するのかと思っているのだが、先進国とエマージングとのコントラストが益々大きくなるとみておく必要があるのだろうか。

大野国際局長

そうであるな。先進国とエマージング諸国のばらつきが拡大する方向というのが足許の特徴だと思う。IMFは今準備中と思う。

須田委員

通信社報道で流れていた。

大野国際局長

ただし、我々がずっと国際局としてみてきたユーロについての見通しに、他の見通しがむしろ擦り寄ってきているということだと思う。何回か申し上げたかもしれないが、欧州を中心にして、今回の危機——バランスシート調整の動き——に対するわりと楽観的な見方がアジャストしてきたということだと思う。そうした意味では、今まで半年申し上げている当方のユーロの見通しは、どちらかと言うと、ド真ん中ストライク・ゾーンで来ていると思う。ただ、追加的な我々の見通しについてもインターナル・デバリュエーション等の下方のリスクがやはり無視し得ないことに注意が必要とみている。

中村委員

アメリカの経済、消費であるが分かりにくい状況だと思う。先程、消費が緩やかに上昇しているのは、一つには、株価の上昇もあるのではないかとのことであった。所得が伸びない中で、貯蓄が若干伸びている。消費者のコンフィデンスもあまり高くない、それから失業の問題もまだ色々な問題を抱えている。こういう中で、若干緩やかであるが、消費が上昇して

いるのは持続可能なのか。どうみれば良いか。

大野国際局長

大変難しいところである。FOMCの議論を議事要旨でも、その辺りを相当彼らも悩ましく思っている。多少マクロ的に整理した場合、雇用所得、あるいは可処分所得、いわゆる所得面がそんなに伸びる環境にないことは大体見方が一致している。そういう意味では、極く緩やかに1%、2%位伸びれば良いだろうということである。ただ、足許については、それ以上のペースで個人消費が健闘してくれている。裏に何があるかということ、結局、貯蓄率が低下して、消費性向が上がっているということである。問題は、その動きがまだ続くかどうかである。前回も須田委員から先行き貯蓄率がどうなのかとご質問を頂いたが、今そこに対するリサーチ、米国ウォッチャーのコンセンサスでいくと、大体貯蓄率については、横這い圏内、あるいはここまで下がってきたら少し上昇するのではないかという見方が若干多いようである。少し前のFOMCの議論では、そこは非常に不確実性が多いので、今随分下がってきた貯蓄率がどうなるのか見通しが立たないといったことがおおよその議論だったように思う。私共がどう考えているかについては、恐らく貯蓄率をこれから引き上げる要因と引き下げる要因の二つの引っ張り合いではないかと思っている。引き下げる要因は、先程申し上げた資産効果、特に株価等が上昇している、それによって支えられている部分が今、足許、明らかに効いていると思う。一方で、もう少し長いタームでみた場合、家計のバランスシート調整がまだまだ道半ばということがある。つまり、貯蓄率を引き上げる要因の一番目がそれである。二番目としては、恐らく米国の場合、借入れ——銀行の貸出——に依存する部分についてもまだまだタイト感が強いようである。それから勿論、三つ目は、雇用の先行きに対する不安がある。従って、数で言っても長さで言っても、貯蓄率をむしろ引き上げる要因がかなり強いのではないかということからすれば、図表1で示している足許の3.1%、この辺が底であり、今後の状況如何であるが、今の雇用環境、金融機関の状況、バランスシー

ト調整の課題をみた場合に、少し反発する可能性が強いのではないかと思う。となれば、今の所得環境の中で、消費の堅調さはこれ以上期待するのはなかなか難しいというのが現時点での考えである。

須田委員

貯蓄率は、高いところでは8%位までいくという話が出ていたが、今はそこまでいくという見方をする人は減ってきたとみて良いのか。もし対外バランスが修正されると考えるなら、投資が出てきたら、貯蓄投資ギャップの調整もあるので、どこまで調整していくと考えると良いか。足許のせいぜい4%位かという見方が段々増えているように思うが、もっと増えていくという見方も依然として存在はしているとみた方が良いか。

大野国際局長

恐らく8%のような話というのは、去年の前半位、いわゆるリーマン・ショックの後の、これから先どうなるか分からないという各種のバランスシート調整が必要であった時の、わりとハイエンドの数字であったと思う。去年の夏から今年にかけての、それなりの景気回復に向けての動きが始動してきた中では、そういった悲観的な前提に基づく8%の数字は極めて少数派になっていると思う。現時点における2010年の貯蓄率のコンセンサスは、大体4%である。2009年が4.3%、2008年が2.7%であるので、大体2009年とフラット位ではないかというのが中心値であり、これより下がるという見方はむしろ少ないようである。非常に乱暴に言えば、3~5%位のばらつきの中で4%位の横這いといった見方に段々収斂してきている状況ではないかとみている。

堀井理事

須田委員のご指摘のとおり、貯蓄率は、貯蓄率だけで決まるのではなく、全体の経済の流れの中で決まっていく。特に、米国の貯蓄率は、今大野国際局長が言ったように、資産効果にかなり左右される。資産価格のうち、

株については、こういう状態で支えており、これが現に貯蓄率の若干の低下に繋がっていると思う。一方、住宅価格については、ケース・シラーにあるように、下げ止まった感じがある。他のインディケーターだとまだ若干弱い数字で出ているが、これがこのままいくかどうかは、大きな要素だと思う。一昨日、国際局から調査のメモが回っていると思うが、オプションARM自体は、過去2年位の対策の結果、当初あった残高から半分位減っているが、かなりの金額がある。これのリキャストのピークが、まさに今年から来年に来る。元々今までリキャストがない状態でもかなりの質流れ、あるいはウォーク・アウトになっている。これはリキャストしてしまうと物凄く条件が悪くなってしまうので、ここでフォークロージャーの率が一段と上がってくる可能性もある。連邦政府はそういう可能性も考慮に入れたうえで、このほどHAMPのプログラムを拡充して、これまでの金利の減免、返済期間の長期化のみならず、元本の削減にも連邦政府のお金をインセンティブとして付けるという政策を出した。従って、これまでのところ、色々な政策を適切に出す中で、こういった形で住宅価格をコラップスさせないような状態になってきた訳であるが、この先のリキャストがどういうものになっていくかは読めない。そもそもオプションARM自体が昔からあった商品でない、最初のグレース・ピリオドでこんなに安いコストで借りられて、めちゃくちゃ跳ね上がるのは。勿論、8%の貯蓄率になるとは別に申し上げないが、まだシナリオとしてそういうことが完全になくなるということを自信を持って申し上げる状態にはない。現に、先程、大野国際局長が言ったが、フローの家賃が、この数か月はっきりマイナスになってきている。オプションARMでウォーク・アウトする前に、家賃契約を先にして、フォークロージャーになるとクレジット・レーティングが下がるので、先に家賃契約をして暫くみて、それからウォーク・アウトするチャンスを窺っているというミクロの話も聞こえてくるので、その辺りは先行きのリスク要因として頭に入れたいと思う。

野田委員

政府の追加対策は、先程、堀井理事は適時適切に行ってきたというが、既にこれは足りないのだということがない訳ではないのであるな。

堀井理事

例のTARP資金の残りの百数十億ドルが、議会の議決なしに使えるところを、ちょうどリキャストが立ち上がる局面に合わせて持っているという意味で、非常に上手くやっているが、金額が多いので、果たしてそれだけで上手く落とし込めるかどうか、今のところ何とも言えない。

亀崎委員

米国の貯蓄率を振り返ってみてみると、1970年代から1985年までは8%ないし10%である。高い時は12%である。それが1985年から1995年は6%ないし8%でずっと推移してきて、ホーム・エクイティ・ローンが非常に活発になるなどして、どんどん下がり、一時は1%を切るところまで行った。こういう一種のバブルが弾けて、今後は以前の8%、6%に戻るのではないか、米国の消費主導の経済が変わるのではないか、ということが随分言われた。今はまだ僅か3.1%位であり、個人消費の増加がそこそこ続いている。そういう観点からいくと、一時はもう消費社会には戻らないとか、貯蓄すべきだとかずいぶん叫ばれたり、パラダイム・シフトで変わってしまうだろう、ということが言われたが、そうでもないかなと、今思い始めている。先程おっしゃった、株価上昇による資産効果等もあるかもしれないが、人口が年率1%で伸びていくような国では、高貯蓄率の過去に戻ることなく成長していく可能性もそれなりにあるのではないか。

中村委員

貯蓄率が上がらないと、バランスシートの調整がなかなかできない訳であるな。

亀崎委員

ただ、それでもこんなに上がっていくというのはどうなのであろうか。過去、高いことは高いが、そんなに変わるのかと思うが。

堀井理事

逆にこの数か月、1%から4%まで行って、そこからまた少し落ちた。この位でまだみない方が良いのではないかという気も一方でしている。その前にキャッシュ・フォー・クランカーズ等の色々な減税策を出している。株の問題だけでなく、物価自身もこういう形で低位安定しているので、そうするとその面からは実質消費を押し上げる効果もある筈である。これら全体を合わせて、政策の効果がちょうどタイミングが合わさった時に、どうにか上げ止まりというか、若干低下しているだけで、この政策の効果が一巡、あるいはその間接効果も含めて二巡し終わった時に——また経済の全体の姿と関係するが——、上がっていく可能性もないと即断しない方が良いのではないかと思っている。

大野国際局長

前回の会合の時に、緩やかに貯蓄率が増加するのではないかと申し上げたが、一つは表面に出てくる貯蓄率という話と、今堀井理事から話のあった失業保険や財政的な支援があるので、分母と分子の関係が崩れている可能性が強い。そう言ったものが段々終わっていくということになれば、それだけで何がしかの貯蓄率の引き上げ要因として作用する。株価はどうか分らないが、株価がこれから上昇するのか、もう一つは亀崎委員から質問のあった住宅価格が少し戻るかどうか、ここはなかなか見極め難いということからすると、やはり当面動く方向としては、貯蓄率としては、少し上がっていく方が蓋然性は高いと思う。残念ながら、消費の迫力が何処かで削がれ兼ねない。それは裏からみれば、政府の色々な消費刺激策がフェーズ・アウトすることに応じて、その分貯蓄率も少し上がる形でなかなかペースで、よりマイルドな個人消費の増加になる可能性が大きい

ではないか。

須田委員

住宅価格であるが、最近F e dが重視していると聞いたことがあるが、H P Iという指数はあまり聞かれないか。

大野国際局長

我々は、ケース・シラーとF H F Aの二つである。

西村副総裁

ホーム・プライス・インデックスである。あまり動きがない。三つの指数がかなりばらばらに動いているので、今手許にないが、H P Iの指数は若干弱めだと思う。

白川議長

自分自身がこういう質問をするのは変だと思うが、欧米経済について、自分自身は国際会議等で一貫してバランスシート調整の影響を重視した発言をしている。そういう意味では、基本的には大野国際局長のトーンと同じような報告をしている訳である。今日の報告を聞いていても、コアC P Iの動きであるとか、今のオプションA R Mの話も含めて、そうしたことを示唆する色々な動きがあるという気がする。ただ、他方で、この数週間の動きをみると、世界的に株価が上がっているし、幾つかのポジティブな材料、経済指標が発表されたことも事実である。そうしたことを受けて、当事者の発言や新聞の報道等も明らかに明るくなってきている。勿論、マーケットの動きや論調に流されてはいけないとは思いますが、自分達自身が標準的にみているバランスシートの調整圧力を重視するという議論に対して、そうではないのではないかと常に自分の中で反趨していく必要があると思う。そういう観点から見た時に、この数週間の動きの中で、多少気になることがあるかどうかを教えてください。当事者は常に

トーク・アップするというバイアスがあるから、勿論シニカルにみることもできる訳だが、それだけで考えて良いものであろうか。我々自身が予め持っている判断に拘り過ぎているのではないかという気持ちもいつも持たないといけないと思っている。

大野国際局長

特に欧米の、先進国ということ言えば、欧州についてのご質問か。

白川議長

主として米国である。

大野国際局長

欧州については、かなり考えたとおりにきていて、むしろここから先が怖いと思う。米国については、一番は個人消費の強さ、もう一つは輸出については恐らく良い方のシナリオ、つまりエマージング諸国の拡大が米国の輸出に繋がっているというバトンタッチの動きがかなり明確に出てきている。それは米国だけではないが、そこがプラス材料である。もう一つは、消費が健闘していることだと思う。もう一つあるとすると、雇用について、この16万人の増加をどうみるかである。ある意味で、非常に待ち望んでいた雇用の底打ちが、ひょっとしたらその局面に入ってきたかもしれないというニュースだと思う。問題はバランスシート調整であるが、それは、雇用と所得、それがまた消費に回っていく好循環の内需の自律的メカニズムにどう繋がっていくかということかと思う。そういう意味では、ひょっとするとその入り口にきたのかもしれないが、一方でこの後にバランスシート調整が終息するような、特に家計であるが、それに対する客観的な条件が整っているかということ、もう少し遠いのではないかと思う。先程来ご議論頂いた消費性向が上がっている、しかし、その裏には財政からの支援策、あるいは社会福祉、失業保険等のある意味財政のスタビライザー効果に下支えされている部分があるのではないかと思う。輸出が良い、

生産が良い、企業が比較的体力を回復してきているということで、そこから雇用、家計に、内需のポジティブな循環メカニズムに転化できるかどうか。私はまだ転化できていないと思うが、ひょっとするとその好循環の入り口位までには行きかけているのかもしれない。ある意味で、予想以上に背中を押してくれているのがエマージング諸国を中心とした輸出であり、色々なリスク・アペタイト、マーケットがポジティブな評価になり、それが株高、資産効果としてさらに下支えしているという少し浮揚感が出つつある状況であると思う。ただし、ここから先、米国が内需の自律メカニズムとして回っていくかどうかについてはハードルが残っていて、その部分での雇用情勢、賃金の問題、先程の住宅の問題といった意味でのバランスシート調整に伴う重石を米国経済は当面抱えて歩んで行かざるを得ないのではないかとみている。

堀井理事

全く同じ見方をしているので、そこは繰り返さないが、言い換えると、総裁はいつもおっしゃっているが、日本のバランスシート調整圧力が強かった時の経験からみても、景気サイクルはあったと。ただ、上がる時には、大野国際局長はハードルという言葉を使ったが、よくサンド・イン・ザ・ホイールというか、車輪に砂が挟まったような状態で、なかなか車輪が前に回転しない、拡大の弾みがついていかない状態を我々も経験したし、現に大野国際局長が指摘したようなバランスシート調整圧力の具体的なポイントである。さらに雇用も10万人強で良いといっても、10万人増えて、やっと失業率が横這いでいくだけである。従って、失業率が低下するためにはもっと増えないといけない。しかも失業率が10%まで上がっているので、自然失業率の5.5%ないし6%までいくにはかなりの年数がかかってしまうという重石を抱えて走っていくので、仮に自律的な拡大過程に入ったとしても、それ自体についてあまり強いものを期待しない方が良いという気がする。

白川議長

恐らく、明日の議論になると思うが、自分自身が国際会議などで発言する時に、向こう5年、10年の景気の強さ、弱さを語っているのか、あるいは、向こう1年、2年の景気についてどうなのか、という二つの議論がある訳である。自分自身は短期的な景気の回復を否定する訳ではないが、今堀井理事が言ったように、少し長い目でみて景気回復の力はそう強くないのではないかとということを言っている。一方で、我々自身が景気の見通しをする際に、大鈍でもって経済の議論をしてしまうと、逆に短期の動きを見過ごしてしまうのではないかと、そういう意味での質問である。後半の部分については、自分は全くシェアしている。一方で前半の部分についてどう評価するのかということも冷静に言っていく必要があると思う。

宮尾委員

米国の財政赤字の見通しと、諸景気対策を今後どう打ち続けられるのか、あるいは打ち続けられないのか、その辺りの見通しについて。

大野国際局長

財政についての色々な景気刺激的なものは、大体荷造りを終えて畳もうという局面に入っていると思う。むしろ米国の財政について、今一番関心が集まっているのは、ご承知のとおり医療改革をどうみるかである。これについては、政府の出している見通しは、短期1~2年だとむしろ若干プラスであり、中長期的に2013~2014年から支出を増やすので、それでも大体ニュートラルだという見方を出しているが、それが米国の債券をみている人達からはかなり疑問視されている。従って、色々な技術的な話や需給などもあるが、この2週間位の米国金利が上がった節目には、何かしら影響していたという感じがある。つまり、支出の方は良いが、ニュートラルにする収入の方に富裕者層の増税や医療関係に対する補助金の削減等が盛り込まれているが、それが実際に上手くできるかどうか。特に、全体

として民主党に逆風が吹いている中で、国民に対して負担を強いるようなものが想定通りできるかどうかによって、米国の財政バランスについて——この4年、5年は医療改革を行うと決めてしまった訳であるが——、改革を行うのは良いが、収入の方が上手くバランスを取れなくなって、赤字のプレッシャーが強くなるのではないか、というそちらの方が今大きな問題として議論されている。

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、国内経済情勢をお願いします。

門間調査統計局長

それでは、資料－4の参考計表をご覧ください。図表1、短観の業況判断DIであるが、製造業大企業の改善が目立つが、中小企業や非製造業も相対的には緩やかながら改善方向の動きが続いている。総じて良好な外部環境のもとで、景気の持ち直しが着実に続いていることを表している。以下みていく個別の資料も、こうした業況判断の動きを裏付けるような内容になっている。

それでは早速公共投資からみていくので、図表5をご覧ください。まず下段の請負金額であるが、前回決定会合以降、新しいデータは出ていない。グラフの右端は2月まで入っており、減少傾向が鮮明になっている。一方、前回決定会合以降出たのが上段の細い線の右端、公共工事出来高の1月分であるが、これはジャンプアップしているが、これは統計の作り方が変わって非連続となっているので実態を表していないと理解して頂きたい。公共投資は減少傾向を続けているという判断で良いと思う。

以上が公共投資で、次に輸出である。図表7をご覧ください。実質輸出、太

い線であるが増加が続いている。今回一年に一度の季節調整が行われて、過去の計数が若干改訂になった。右の頁、図表 8 の実質輸出計の欄で数字をみて頂くと、2009 年 4~6 月が前期比+14.0%となった後、高い伸びを保ちながらも少しずつ伸び率が低下してきている。以前の数字と比べると、4~6 月の数字が高くなり、その分その後は滑らかに減速するという動きになっているが、大勢観察としては変わらない。足許の 1~2 月も+4.1%と引き続きしっかり増加している。地域別であるが、第 1 四半期の列で、米国向けが-1.2%、欧州向けが+1.5%と米欧向けは足許増勢が一服している一方、東アジア向けは+11.9%とむしろ再び幾分加速している。その他向けも 10~12 月の+14.7%に続いて、1~2 月も+14.2%とここへきて回復が鮮明になってきている。これは日本の海運会社の便宜置籍船も含まれている模様ではあるが、実態的にもメキシコ向け、ブラジル向け、オセアニア向けをはじめとして全般的に増加している。米国向けが弱いのは自動車である。他方、東アジア向けは情報関連、中間財、資本財と全て好調である。従って、下段の財別の表をみて頂くと、まさにそのようになっており、第 1 四半期の自動車関連は若干のマイナスであるが、情報関連や資本財・部品は高い伸びが続いている。このうち米国向けの自動車の弱さについては、在庫補填の一巡が基本的な背景であるが、この先の展開も若干視野に入れながら申し上げると、リコール問題の影響も無視できない模様である。図表 9 であるが、上段が米国向けの実質輸出の全体であり、そのうち黒い部分が自動車関連である。右端 1~2 月が少し落ちている。一番下のグラフが現地在庫であり、日系メーカーは細い線の方である。右端 2 月末の在庫がリコール問題の影響もあって、全体と比べても上がり方が大きくなっている。その後 3 月は強力なインセンティブを掛けて在庫を圧縮した模様であるが、自然体で販売が伸びる状態には戻っていないので、4~6 月の輸出は抑制気味となる見通しである。それが自動車である。一方の情報関連であるが、図表 11、中段の W S T S の世界半導体出荷をご覧頂く。黒い太い線の右端が、これは 1 月の 10~12 月対比である。その後 2 月分が出て、この 1 月だけのグラフの+20.1%から+15.4%と若干伸び

率が低下しているが、それでも非常に高い伸びである。若干みにくくなっている灰色の太い線、これが11月時点での見通しであったので、かなり上振れて推移している。パソコンやスマートフォン、薄型テレビなどの最終需要の好調が基本的な背景である。先行きについても、業界は徐々に自信を強めており、少なくともすぐに大きな反動が来そうであるという気配は大分薄れてきている。以上を総合すると、この後の実質輸出は、米国向け自動車のようにやや気になる材料もあるが、新興国需要の強さなどを背景に、増加ペースは幾分鈍るとしても増加を続けていく可能性が高いとみている。

以上が輸出であるが、輸入の方を簡単に確認しておく。図表13であるが、実質輸入計の欄をまずみて頂くと、1~2月の前期比が+3.6%となっており、足許は輸入もしっかり伸びている。地域別にご覧頂くと、東アジアからの輸入が+13.1%、就中中国から+17.5%と大きく伸びている。因みに、左の国・地域別の横に三角カッコで輸入全体に占めるそれぞれのシェアを書いているが、輸入全体に占める中国からの輸入の比率は22.3%であり、これは輸出全体に占める中国向け輸出の比率の18.9%よりもむしろ大きくなっている。下段の財別をご覧頂くと、満遍なく足許は増えているのだが、特徴的な点だけ申し上げると、消費財の+9.0%、これはほとんど丸々中国からの音響映像機器、すなわちテレビやDVDである。その下の情報関連の+10.4%、これも増加分の半分近くが中国からのパソコンや携帯である。因みに、液晶テレビの輸入比率であるが、ここには書いていないが、台数ベースで今年の4~6月に3割程度だったのが、足許は5割位まで上昇してきている。テレビの国内販売は後程申し上げるように絶好調なのだが、その半分、前年比増の分について言えば、7割位が輸入に漏出していて、GDPには繋がっていない側面があることには留意する必要がある。輸入は以上である。

次に、企業部門、図表15である。先日の短観でみた経常利益を金額ベースの水準で示してある。各グラフの右端が2010年度の予測である。ご覧のように、各セクターとも増益予想であるが、収益のレベルはなお総じて

低く、左上の製造業大企業であると、まだ 2002 年度の水準にも達しない程度の見通しになっている。ただし、3 月短観の段階では未回答企業の部分を横這い処理しているので、今回のように増益局面における 3 月短観の結果は実勢対比低めに出ていると考えられる。因みに、その前に公表されている法人季報によると、製造業大企業の 10~12 月の経常利益が四半期で 2 兆円強、すなわち年率換算で 8 兆円を上回ってきている。そこから四半期ベースで緩やかに増益が続いていくとすると、2010 年度は 10 兆円とか 11 兆円というオーダーの経常利益になることは十分考えられる。大企業は短観も法人季報も母集団は基本的に同じであるので、この短観の左目盛をそのまま読んで頂くと、11 兆円であると 2000 年度であるとか 2003 年度辺りと同じ位の収益レベルになる。そこまで回復する可能性が高まってきたように私は思う。因みに、本日の資料には付けていないが、時々本席でも紹介している証券会社のアナリストによる予想、連結ベースの収益の数字も、上場企業の製造業の 2010 年度の見通しは 2000 年度とほぼ同じ水準まで回復するという予想になっている。こうした企業収益のもとで、設備投資も下げ止まりから次第に持ち直しに向かうと考えられる。この点、先行指標をご覧頂く。図表 18 である。上段の機械受注は新しいデータは入っていない。1 月分までの段階でみて、底入れがはっきりしてきている、あるいはここからさらに携帯電話を除いてみれば持ち直し始めていると言って良いと思う。下段の建築着工は 2 月分まで入っていて、黒の太い線の右端、1~2 月分が 10~12 月対比で +19.2% となっている。1 月分までの段階では、たまたま大型案件が入ったので振れであると言っていたが、2 月も不動産の再開発とみられる案件を中心にたまたま大型の着工が 2~3 件あり、2 月は振れと申し上げた 1 月水準よりもさらに幾分上回っている。今申し上げたように、大型案件が中心であって広がりが見られている訳ではないので、依然として振れに過ぎない可能性に注意する必要がある。しかし、振れであるとしても、良い数字が 2 か月続くようになってきたということ自体、ある種の変化ではある。建設投資も底入れの兆しをみせ始めていると言っても良いと思う。

さらに先週の短観の設備投資計画、図表 19 であるが、それぞれのグラフの左端、黒い四角いマークが今回の 3 月短観による 2010 年度計画のスタートラインになる。大体どのセクターも細い点線で示した過去の平均と概ね同じ出足になっている。過去の平均だと、各グラフの右端の着地はプラスである。ただし、5%まではいかず、全般的にみて 2~3%位のプラスという感じかと思う。つまり単純に過去の平均パターンからみれば、2010 年度についても、2~3%位の増加が十分射程に入ってきていると思う。デフレーターがプラスかマイナスか分からないが、仮に実質ベースで 3%位増えると、2010 年度の実質成長率に対して設備投資で +0.4%ポイント位プラスに寄与する計算になる。勿論、その位のプラス寄与であると、設備投資が成長の牽引役になるというような強い数字では全然ない。設備がまだかなり過剰であるということも事実であるので、それは当然かと思う。しかし、設備投資は雇用とは違ってフローの概念であるから、余剰の資本ストックをさらに減らしていくということと、設備投資そのものが非常に低いレベルから緩やかに増えていくということは全く矛盾しない。輸出、生産の増加、ビジネス環境の改善が続くが、2010 年度の設備投資は小幅なプラスに転化する可能性が高いように思う。従来からそのようにみてきた訳であるが、本日紹介したような様々な指標を踏まえると、従来よりもその点について多少自信を深めても良いように思う。設備投資は以上である。

個人消費、図表 21 である。まず下段の耐久消費財であるが、乗用車は右端、3 月分までデータが入っているが、ご覧のように 12 月がピークで頭を打ってきている。一方、家電販売であるが、薄型テレビを中心に 1 月はジャンプアップした後、右端の 2 月はさらに増えている。しかもこの後 3 月は 4 月にエコポイント対象商品が絞られる前の駆け込み需要が生じている。既に出ている業界関連データによると、液晶テレビの販売台数はこれまで前年比 7 割増位できていたが、3 月は 160%の増加、2.6 倍ということになっている。この図表だと、この上の枠を遥かに突き抜けていく感じになる。さらに右の頁であるが、図表 22、上段の各種の小売指標でも、

これまでの減少トレンドには歯止めが掛かってきているように見える。ミクロ情報でも、足許は、特に百貨店であるが、変化の手ごたえを若干感じ始めているようである。冬物までは低調だった衣料品がこの春物からは少し動き始めている、あるいは価格が幾分高めでもオリジナリティーがある商品への客の反応が良くなっている、高額商品も小口のアクセサリ類が中心であるが持ち直しの兆しがみられる、といった話が聞かれている。雇用・所得環境の厳しさが若干和らいできていることや、株価の持ち直しなどによって、単に政策効果だけではなく、個人消費に薄明かりが差してきているという感じかと思う。これは先般の短観でもある程度確認できた点かと思う。ただし、統計的な側面について留意点を申し上げると、再び左の頁の図表 21 であるが、上段の黒い太い線の家計調査の消費水準指数、それから細い線の家計消費状況調査といった需要側の統計は足許は減少している。振れが大きい統計であるから実勢を正確に表していない可能性も残るが、1~3 月の GDP にはこういった情報が使われて計算される。実際そういうこともあって、我々がいつも擬似 GDP として計算している消費包括指数が次の頁、図表 23 であるが、中段をご覧頂くと、右端 1~3 月のところは伸び率が低下している。この図表の試算は 1 月分だけであるが、2 月が使えるデータも入れると +0.4% 位まで低下する。

以上を踏まえると、個人消費は、これまで弱かった基調的な実力部分について徐々にではあるが改善方向の動きがみられ始めている。しかし、トータルとしては、乗用車の頭打ち傾向が鮮明となってきたほか、家電も 1~3 月は爆発しているだけに、4~6 月はさすがに一旦反動が出そうである。さらに、実勢を正確に反映しているかどうかはともかく、GDP の基礎統計は 1~3 月は今のところあまり強くない。これらを踏まえると、個人消費は、当面横這い圏内というこれまでの判断をもう少し維持しながら、様子を見るのが適当ではないかと考えている。

個人消費は以上で、次に図表 25 の住宅を簡単にみておく。住宅着工であるが、一番上、総戸数の 2 月は 79.4 万戸と、月次での増加は途切れたが、1~2 月では 10~12 月対比 +5.1% と増加を維持している。価格や在

庫の調整が進む中で、住宅投資は、下げ止まりから先行き緩やかに持ち直していくというこれまでの見方を引き続き維持することで良いと考えている。

住宅は簡単であるが、次に生産に行く。図表 27 の一番上、鉱工業生産も 2 月は -0.9% と、月次ベースでの増加は途切れたが、四半期ベースで見ればしっかりした増加が続いている。3 月の予測指数を繋げると、脚注 2 に書いてあるが、1~3 月は $+4.7\%$ となる。ミクロ情報を基にした我々の予測はもう少し低いが、いずれにしても 1~3 月はほとんど減速らしい減速をせずに着地しそうである。ただし、4~6 月については予測指数でも、また我々のミクロ情報でも横這いに近いところまで減速する可能性が現時点では高そうだとみている。4~6 月がそこまで減速する最大の理由は、自動車の生産が減少するとみられることである。米欧向けの輸出が伸びない中で、国内販売面で政策の効果が一旦息切れ気味となることがその背景である。また、一般機械についても、増加は続けるがやや減速するとみている。1~3 月にかなり出ていた中国向けの建設機械などが、さすがに一旦スピード調整となる可能性が高いというように思われるからである。以上のように、これまで内外の政策効果という強い追い風があった自動車の生産については、今後は一進一退気味の動きになっていく可能性が高そうである。しかし、新興国需要の順調な拡大が続くと予想されるもとで、生産全体としては、これまでより減速しながらも先行きも増加基調を続けると考えられる。生産は以上である。

次に図表 31、雇用関連のデータをみていく。一番上の有効求人倍率であるが、2 月は 0.47 倍と僅かに改善している。また中段の表の中程、雇業者数であるが、1~2 月の前年比が -0.5% とそれまでに比べてマイナス幅がはっきりと縮小している。同じ統計の失業率も、1 月、2 月とも 4.9% でそれまでに比べて低下している。これらは振れの大きい労働力調査であるが、下段の毎勤の常用労働者数の方をご覧頂いても、2 月は前年比 0.0%、前月比 $+0.1\%$ と若干改善している。さらに同じ統計の名目賃金も、1~2 月でみて -0.4% とそれまでに比べてマイナスの幅がかなり縮小している。

雇用の過剰感がまだかなり大きいので、この先雇用や賃金のさらなる改善が一気に進むとは考えにくく、大勢判断としては雇用、所得は引き続き厳しいとみておく必要がある。ただ、その厳しさはこれまでに比べれば若干和らぎ、最悪期は過ぎてきているとみて良いと思われる。雇用関連は以上である。

次に、物価である。今月は企業物価関連は特に新しいデータは入っていないので、消費者物価まで飛ぶ。図表 44 である。上段の右、太い線の除く生鮮の 2 月分であるが、前年比が -1.2% 、細い線の除く食料・エネルギー、いわゆるコアコアで -1.1% 、ともに 1 月から 0.1% ポイントずつマイナス幅が縮小している。1 月の中間評価以降の 3 か月分、すなわち 12 月から 2 月までのデータを纏めて評価すると、幾分下振れているというように思う。しかし、コアコアベースでマイナス幅の拡大に歯止めが掛かってくるという大まかな流れとしては、想定からは大きく外れている訳ではないと考えている。この点、図表 45 の上のグラフであるが、灰色の太い線であるが、 10% 刈込平均でも足許はマイナス幅が若干縮小し始めている。この後であるが、3 月は除く生鮮、コアコアとも 2 月とほとんど変わらないと予想している。因みに、既に 3 月分が出ている右の頁の東京では、コアコアのマイナスが幾分縮小しているが、ここには掲載していない近畿地区ではマイナス幅がむしろ拡大しており、地域別には区々となっている。さらに 4 月以降は高校授業料の実質無償化等が 0.5% ポイント程度の下押し要因になるが、それを除けば景気の持ち直しを反映してマイナス幅はゆっくりながら縮小傾向を辿るとみている。ただし、いつも言っているが、足許マイナス幅の拡大が止まったということもまだ完全に確認されていないので、引き続き注意深くみていく必要があると考えている。

以上総括すると、日本経済は 1 月の中間評価対比幾分上振れて推移しているとみられる。その基本的な背景は、新興国の需要の強さである。ただ単に輸出が上振れているだけでなく、ここまで生産活動の増加が続いてきたことなどによって、企業収益の回復が次第にはっきりとしてきているし、雇用・所得環境も、まだ厳しい状況であるが厳しさの度合いは幾分和らぎ

つつある。先週の短観によって、企業マインドの限定的ながら広がりも伴った改善持続、さらには設備投資の持ち直しへの展望も確認された。すなわち、民間需要の自律回復力は現状なお弱いと言わざるを得ないが、その芽吹きを感じさせる動きはみられ始めていると言って良いかと思う。勿論、設備や雇用の過剰がなお大きいことや、秋以降は乗用車の需要先食いの反動が出る可能性が高いことなどを考えると、この先民間需要が一息に強まっていくとは考えにくい。しかし、新興国を中心に世界経済が順調な改善を続けることを前提にすれば、2010年度の日本経済は3か月前にみっていたよりも上振れる可能性が高まってきているように思える。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

消費の強さについて、春節等で中国の人がかなり来て消費した。それは国際収支上、上手く輸出にカウントできない部分があるから、結局消費として、内需として少し過大評価されているのではないかと思うが、その程度は無視して良い位だと思って良いか。

門間調査統計局長

まず、中国から確かに2月の春節の時期にたくさん来たが、去年は随分落ちている。去年は、中国人もさすがにぼったりと途絶えたので、去年は相当落ちている。であるから、前年比などの数字でみると凄い数字になっているが、前年の水準が非常に低いので、実は今年2月の中国を含めた外国人の来日者数というのは2年前に比べてまだ低い。であるから、そんなに凄い数字ではないということが、まず一点である。さは然りながら、トレンド的にもおっしゃったように中国人の購入パワーは段々日本に上陸してきていることも事実で、そこについては少しまだ我々も十分に詰め

きれていないというか、おっしゃったようにデータが完備されていないこともあって、なかなか正確なオーダーは把握しきれていない。ただ、元々個人消費のデータそのものは相当大きな振れを伴っているので、そういう他のノイズとの比較でいうと、そこはあまり気にする必要はないかと思っている。

須田委員

物価が少し下振れていた時に、一つは家具であったか、あと耐久消費財についても技術的な部分があるのではないかという話があった。この下振れを、需給ギャップとの関係から物価に対する影響が小さいとみるのか。それともやはりこれは技術的な部分が大きいとみておいた方が良いのか。その辺りをどのようにみているか。

門間調査統計局長

おっしゃったように、耐久消費財がこの2~3か月間みていたよりも少し弱いかなという感じである。家具というよりもむしろ家電製品などで、まさに品質調整が難しいものが結構多いので、新製品に切り替わって銘柄変更が行われる時にうまく調整ができないという技術的な要因、問題が発生しやすいものが、たまたま下がっているということである。それが本当にたまたまなのか、本当に下がっているのか、区別できないが、元々振れが大きい、かつ技術的な制約があるデータであることは事実である。そのうえで、さは然りながら、それ以外のその他の財なども少し下振れているので、やはり全般的に消費者の節約志向が根強いのではないかという感覚を一方で持っている。しかしその一方で、極く足許の変化で言うと、先程申し上げたように、百貨店でもさすがに少し客が戻ってきているとか、若干単価が高い物でも物によっては売れるようになってきているなど、そういう変化もなくはないし、それから家計調査でも、これもまた振れが大きいのでなかなか短期的には判断しにくいのだが、極く足許の平均購入単価をみると、物によっては少し上がってきているので、そういうことを全般

的に総合すると、現時点で 2～3 か月前に比べて基調的な判断を明確に下げなければならないというほど下振れてはいないと思っている。

中村委員

物価についてであるが、足許、鉄鋼関係の石炭、鉄鉱石や油の価格が上がっているが、これについてはなかなか消費者物価に跳ね返らない、今朝の新聞などでも、原材料費の上昇を販売価格に転嫁できずに企業収益を圧迫するだけだということであるが、過去の例からしても今回はかなり大きな上昇だし、3 か月ごとに価格を見直すとする継続して上昇していくということになると思う。物価面への影響をどうみれば良いのか。

門間調査統計局長

企業物価には相応の影響があると思うが、消費者物価で言うと、自動車や家電製品など鉄を一杯使うような物が一番今上がりにくい、かつ自動車や家電などはそこから後の付加価値が結構大きいので、むしろ企業の合理化努力、流通過程での合理化努力によって吸収されていく可能性が高いと思っている。現に、前回も申し上げたかもしれないが、2008 年の時も今回以上に鉄源の価格が上がったが、それでも消費者物価にほとんど影響がなかったのも、鉄の面から、あるいはいわゆる非鉄金属も含めてメタル系の物から消費者物価に目にみえた影響が出てくるのは、今回も考え難いと思っている。ただそのうえで、鉄鉱石や石炭の価格をもたらしている世界的な、とりわけ新興国の需要の強さ、そう言ったものが今後原油とか穀物をさらに押し上げて行けば、それは 2008 年のように消費者物価の方にも影響が出てくるので、そういう間接的な意味で注意していくサインとみておく必要はあるかもしれない。

須田委員

車のリコール問題が、これから生産に影響を与える可能性があるとおっしゃったが、これは 1 社の問題として考えるのか、あるいはリコールも結

構色々起こっているのですが、それも含めてなのか。あるいは1社のリコール問題が何か他に波及しているということもあるのか。

門間調査統計局長

リコール問題は、どちらかと言うとサイド・ストーリーであって、元々みていた政策の効果がそろそろ息切れをしていくことの方が、目先の自動車生産の減少には大きいと思う。補助金は延長されたが、13年超の車を買換えるという潜在需要はかなりの程度3月までに取り込まれてしまっているという見方も結構あるので、やはりその効果が一番大きいと思う。それにプラスアルファで、1社の問題とおっしゃったが、その1社は大きいので、それなりに影響があるとみている。他の会社に波及しているという話は聞いていないが、その1社が大きいので、それなりに影響があると思う。

野田委員

また個人消費に戻るが、先程、実力部分は少し改善しているという表現を使っていた。この実力部分について、先行きの所得環境——特に2009年度は政府の補助金絡みがあり、今後、子ども手当があるにせよ——を考えると、相対的に可処分所得がそれほど伸びない中で、実力部分が改善してきているのを一時的とみるのか、さは然りながら将来不安が少し改善して、ある種恒常所得の改善もカウントしても良いとみるのかは微妙だと思う。その辺はどうか。

門間調査統計局長

恒常所得の増加まで強く言えないと思っているが、ある種、昨年を前半を中心にみられていた極端な将来不安は若干和らいできていると思う。しかし、長期の将来不安はずっとあるが、先程、まさに白川議長が海外についておっしゃったように、昨年を前半は、この先雇用・賃金はどうなるのだろうという不安が非常に強かったので、その不安が薄れてきている部分

は多少なりともマインドにプラスに働いている。加えて、これも米国と同じであるが、株価の持ち直しによって全消費世帯の1/3位を占めるいわゆる非勤労世帯——しかし金融資産はそれなりにあるところ——が、そこそこ個人消費に貢献している可能性は高いと思う。

亀崎委員

この前の大手生保の株式会社化であるが、報道によると、現金の受取りが1兆円程度になるのではないかとされている。それがどう回るかは分からないし、一時的でもあるが、子ども手当の児童手当からの上乗せ分が1.3兆円位であるから、これは金額としては結構大きいので、無視もできないかと思うがどうか。

門間調査統計局長

そうかもしれない。1兆円というと去年の定額給付金の半分はある。あの時もそれなりに効果があったと言われている。今回もその半分位の効果があると思うのが妥当かもしれない。

宮尾委員

先程の個人消費の話であるが、短観の中に政策関連以外で、例えば個人向けサービスであるとか旅行とかで改善の動きが広がっているということの解釈と今後の見通しについて教えて頂きたい。それに関連して、先程、民間の自律的回復力はまだ弱いものの、芽吹きは感じられるという評価があったが、そういう評価はこの数か月間の評価と比べるとやはり少し前進とみて良いのかどうかについても教えて頂きたい。

門間調査統計局長

短観の個人消費関連のDIが、大企業が中心にはあったが、比較的広く改善がみられていたのは心強い材料と思っている。であるから、デパートだけではなく、色々なところで少しずつ改善の動きが感じられていると

は言えると思う。その持続性は、勿論色々な不確実性があるが、今おっしゃった 2~3 か月前にみていたのと比べてどうかということで申し上げると、着実に改善は進んできている。かつ雇用・賃金——足許 1~2 月なので少しまだ振れの部分もあるが——の出方であるとか、それから 10~12 月の企業収益、その辺りをみると、2~3 か月前の評価に比べると若干上振れているというように思うので、その意味で自律的回復力の元になる収益、雇用が若干思っていたよりも強いのではないかと思う。いや、強いと言うほど強い訳ではないが、弱さが少し思ったよりも小さくなってきているということはあると思う。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

雨宮企画局長

それでは、金融環境の現状評価である。資料-5 の参考計表を中心に説明する。まず家計・企業のインフレ予想である。新しく出たデータは、本行の生活意識に関するアンケート調査の量的質問に対する回答である。毎回の決定会合でご報告しているのは中央値であり、中央値は今回の調査では変わっていない。現在及び今後 1 年間はゼロ%、5 年後は 2%で不変であった。ただ、平均値の方が、特に現在の実感インフレ率が 0.6%マイナスになったので、新聞等ではこれが報道されたが、中央値は変わらなかった。次に、質的質問からの推計値——カールソン・パーキン法で推計した値——であるが、現在の実感インフレ率については、物価が下がっていると答えている人が増えているので、灰色の線でご覧頂くとおり、若干マイナスが大きくなっている。ただし、1 年間の予想インフレ率、今後 5

年間の予想インフレ率は横這いであるので、このやや中長期的な物価予想からみると、昨年暮れにかけて一段下がった後、何とか歯止めが掛かっている状況かと思われる。消費動向調査についてはまだ出ていない。企業のインフレ予想は、短観からの推計であるが、お手許の資料はまだ推計が間に合っていないので少し古いデータである。新しい短観で推計した結果をイメージだけ申し上げると、仕入価格の予想インフレ率は、3月短観ではプラスに出ており、+1.6%と2008年3月以来約2年振りであるが、プラスになっている。それから販売価格の予想インフレ率についても、-0.5%なのでマイナスはマイナスだが、大分ゼロに近付いている。

次に、図表2のESPのエコノミストのフォーキャスト調査は、これは新しいデータが出ているが、全く変わっていない。インプライド・フォワード・レート等も、極く足許はほぼ横ばいで大きな変化はない。次に、政策金利水準と実体経済である。毎月CPIが出るたびに今のところ改定しており、全体として緩和方向の動きが昨年末から始まっていて、それが少しずつ続いている状況に変わりない。

次に図表5、資金調達コストである。全体としては、引き続き低下傾向が続いているという評価で良いかと思われる。まず貸出金利であるが、除く交付税特会向けの総合をご覧頂くと、前月の1月の1.397%は史上最低とご報告した。ただし、史上最低ではあるが、企業再生支援機構の調達という特殊要因があったので、この反動が出ると申し上げた。が、反動が出ても2月は1.40%であった。因みに、その前月——1月——の1.397%の特殊要因を調整してみると1.42%位であるので、実態はなお低下という判断で良いかと思われる。CP発行レートは概ね横這い圏内である。社債発行レートの出来上がりのイメージは、3月が1.39%で少し飛び跳ねているが、これは久しぶりにREITの起債が2件あったことが押し上げた特殊要因である。従って、全体としては引き続き資金調達コストは低下が続いているとみて良いと思う。次に、加重平均の総資金調達コストについては、多少の凸凹はあるが、昨年の10~12月に比べても1~2月は少し下がっていることがみて取れると思う。また、その背景にあるスプレッド等も、

まだ1月段階のデータではあるが、縮小傾向が続いている。

次に量の動きであるが、実はまだ貸出マネーがまだ出ていない。図表11でご覧頂くと、3月はまだ量が出ていないので、むしろCP・社債を中心に調達環境を申し上げる。特徴が三点ある。一つ目はCPであるが、短観の発行企業ベースのDIが出ており、3月調査は楽である超の+32となった。因みに、この+32という数字の評価であるが、一昨年のリーマン・ショックの渦中の2008年12月調査は-55であったので、かなり大幅な改善であることと、より特徴的であるのは、その前の2008年9月調査が+13であったので、リーマン・ショック前と比べてもかなり大きく緩和超になっている点が大きな特徴である。二つ目は社債の発行規模であるが、3月も4,030億円とそこそこ出ている。先程、外山金融市場局長の報告の際にもご議論があったが、社債の発行環境は全般的に良い状態——まだ改善が続いている訳——である。発行額自身は、色々な基本的な資金需要の地合いと、この間社債発行のニーズが段々満たされてきたこともあり、発行額自体が段々縮小傾向がはっきりしてきている。金融環境の現状評価の本文でも、今回、発行額と償還額と並べて、ネットの純増発行額を掲載した。昨年の第3四半期まではかなり大幅な発行があったが、昨年の第4四半期からこのネット発行額が減ってきているのがみえておられると思う。従って、CPも同様、社債も同様であるが、両方とも環境が非常に良い。緩和的な中で、量は減り始めている状況が現れているかと思う。次に、三つ目はBBB格の社債をどう評価するかである。3月の発行額4,030億円のうち、BBB格は500億円出ている。BBB格の評価について、当方で整理させて頂いたが、恐らく亀崎委員がご指摘のとおり、好転した、正常化したと言うにはまだ距離があるが、この2か月で改善の動きが出てきていることは明確かと思われる。三点ほどに纏める。一つは、投資家のアペタイトが大分BBB格の方に向かっているという話が先程あった。偶然先程も話題になった某工作機械メーカー——BBB格であるが——は、意外と定期的にBBB格の社債を過去は発行しているので、この企業の過去発行した社債の流通スプレッドをずっと観察してみると、一

昨年リーマン・ショック前の流通スプレッドが——少し凸凹はあるが——大体 60~80bp 位で動いていた。これがリーマン・ショックの時に急拡大し、120~140bp になった。昨年ほぼこの状況は変わらなかった。ここが一つの特徴である。昨年一年間は、むしろ A 格以上の社債のスプレッドは年央から縮小し始めたが、この企業はほぼ 100~120bp のままほとんど変わらずにいた。ところが、本年 2 月位から急激に縮小し始め、今は 80bp 位になっている。そこで先程話題に出たが、90bp のスプレッドで発行できたということである。これで一種の投資家のアペタイトをみると、昨年 1 年間は A 格以上と明らかに分断が起きて、B B B 格の改善がなかったのが、足許改善が始まっていると言えると思う。偶然、野田委員が先程言及された 150bp ルールに近いかもしれないが、二つ目は、この間の B B B 格の発行企業の顔ぶれの変化である。リーマン・ショック以降、B B B 格で発行できていたのは専ら公益企業——鉄道系——と一部の I T 企業だけだったが、昨年の 12 月から一般企業の発行が始まった。1 年強振りに一般企業の発行が始まり、3 件発行された。それに加えて、その一部では、B B B 格において増額発行があったことは非常に大きな特徴である。昨年 6 月位から社債市場が好転した時も大分増額発行が増えたが、3 月は B B B 格で増額発行がみられたということで、発行市場の状況が違っている。三つ目であるが、1~2 社だけでなく、こうした状況をみて B B B 格の企業で発行を企図するパイプラインの案件も数件出始めている。以上を踏まえると、まだまだスプレッドは全体としては厚い状況であり、好転したと言うには早計であるが、昨年の 12 月までと比べると改善の動きは明確に出ていると思う。資金調達環境は以上である。

図表 13 に企業向け貸出の内訳があり、企業規模別、資金使途別の 2 月の計数で新しいものが出ているが、今までと変わらない。企業規模別では、全体として中小企業はマイナス、大企業もマイナスになってきた、資金使途別では、運転資金のマイナスが大きくなってきているという状況である。

次に、アベイラビリティ関係の指標である。今月は短観が出ているので、ここはいくつか確認作業がある。全体として緩和方向の動きが進んで

いることが確認できた。まず、図表 17 の資金繰り D I であるが、短観の 3 月調査で大企業は+9、中小企業もマイナスではあるが着実に縮んでいる。さらに今月は日本公庫・商工中金の計数がかなり良くなっている。月次の 3 月をご覧頂くと、かなりマイナスは縮まっている。勿論、凸凹はあるので均してみる必要はあるが、1~3 月は少しもたもたした感じもあったが、結果的には改善が続いていることが確認された。それは金融機関の貸出態度でも同じことが言える。特に短観でみる大企業は、3 月調査で+2 と緩い超に転じたことが一つの特徴であるし、中小企業も改善が進んでいる。図表 19 でイメージをご覧頂く。企業の資金繰りの短観、あるいは日本公庫・商工中金をご覧頂くと、今の水準で 2003 年の夏場位まで改善してきているという状況になっている。2003 年の夏場というのは、2002 年から景気回復が始まり、段々実感が湧き始め、業況判断や資金繰り判断も秋口位から急激に良くなる、ちょうどとぼ口辺りと同じレベルにまでなってきた段階かと思う。

次に、倒産である。これもあまり状況は変わっていない。引き続き倒産件数としては低水準である。図表 20 の 2 月の数字をご覧頂くと、1,090 件、季調済みも 1,142 件、前年比-17.3%である。

マネーはまだ出ていないが、図表 22 に付け加えると、マネタリーベースの数字だけ出ているので、数字だけ申し上げる。2 月の前年比+2.2%に続く 3 月の前年比は+2.1%であった。中身としては、日銀当座預金の 2 月の+15.3%に続く数字が 3 月は+13.0%で、大分伸び率は縮まっているが、引き続きやや高めの伸びになっている。日本銀行券発行残高は、2 月の+0.1%の後、3 月は+0.4%で、一頃は銀行の手許保有現金の圧縮で若干マイナスになっていたが、今は少しプラスになっている。個別項目は以上である。

全体を纏めると、あるいは 3 月に改めて確認された事項を纏めると、三点ほど特徴がある。一つは、資金調達コストの低下が改めて確認できたこと。加えて、まだまだ貸出金利の反映には早いが、足許 3 月の措置以降、若干ラグがあったが、ターム物、特に T I B O R も少し弱含んでいる状況

で、全体としては金利低下方向が進んでいる。二つ目は、社債・CP市場については、社債の中で、ずっとなかなか改善の動きがみえなかったBBB格にも改善の動きがみえ出していること。三つ目は、アベイラビリティ関連の指標で、企業の資金繰り、あるいは企業からみた銀行の貸出態度が引き続き緩和方向で動いていることが確認された。これらを踏まえると、全体としての金融環境の判断は一步進めても良いかと判断している。ご報告は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

先程のアベイラビリティのところ、2003年の夏場レベルだとのインプリケーションが示されたが、これをみると前回の3月からそれ以降は、かなり急ピッチで、かなり息の長い改善であるとみているのだが……。

雨宮企画局長

それは前回であった。

野田委員

そのインプリケーションとはあまり関係ないのではないか。

雨宮企画局長

ただ、今回私共の表では資金繰りとか金融環境の指標だけを示しているが、これは別の機会で門間調査統計局長からご報告したが、他の業況判断関係も、中小企業は低いとはいえ実は改善しつつあって、レベル感的には大体2003年夏位ということである。その意味では、業況、金融環境の指標も足並みを揃えて、いわば本格的な回復に入る辺りまでは来ている。ただ、これも毎回議論になり話題にもなるが、零細企業は遅れている。

須田委員

零細企業が遅れている、それが残る限りは厳しい、厳しいけれども良くなっている、という場合のギャップはどう消化したら良いのか。

雨宮企画局長

そこは端的に言うと、零細企業がある種こういうものから若干遅れるのは、ここ1～2年に始まった訳ではなくて、もう10年位ある現象である。その意味では、企業の淘汰と新陳代謝の構造的な問題がある可能性があり、実は2003年頃も遅れていた。例えば、図表19の日本公庫・商工中金をご覧頂いても、確かに2004～2005年頃になると零細企業も良くなっているが、2003年頃はかなり遅れている。そういう意味では、最終的には全体の判断ということになる。この辺りについては、循環的な判断と構造的な判断を頭の中では分けて考える必要があるように思う。

西村副総裁

少し異なるが、消費者コンフィデンスの意味でも、2003年のこの時期とほぼ同じ動きである。そういう意味では、確かに符合している。

白川議長

企画局が行っている業況判断調整後資金繰り判断は、今回行っているのか。

雨宮企画局長

行っている。今話題に出た業況判断の水準感と金融判断の水準感が同じということである。従って、今のところ基本的には、金融環境が良くなっているかなり大きな部分は、やはり業況が良くなっていることと相当関係していると思う。

野田委員

もっと言えば、収益が少し回復しているということであるな。

白川議長

他にご質問はないか。

野田委員

一点だけ。日銀券の発行残高が少し回復しているが、これには何か先程の説明以外にあるのか。足許も前年比で+1%に近づいているが……。

雨宮企画局長

銀行券なのでなかなか分からない部分もあるが、若干特殊要因があると思う。もう少し数字をみてご報告しようかと思っていたが、一つ可能性があるのは、この3月が郵貯の10年に一度来る大量満期の時期に当たる点である。そういう時期が来ると、郵貯としては流出に備えて銀行券を厚く持とうという動きが出るので、その可能性はあると思う。ただ、金融機関保有現金の統計が出ていないので、今の段階で、日銀券の需要について、例えば元々消費と非常に密接な関連があるが、別の理由で銀行券の保蔵が始まったとも言いがたいので、大きな点で変わったとはみる必要はないと思われる。

野田委員

理由を見つけにくいので、どうなのかと思ったが。

山口副総裁

10年前に郵貯が増えた理由は何か。

雨宮企画局長

10年前に増えたというのは、流出がであるか。正確に言うと、増えた

のは 20 年前である。つまり 20 年前にバブル崩壊後に金利が下がり出した時に大量に郵貯シフトで入って、それが 10 年経つと基本的に終わるので、いわば山が小さくなりながら、流出の山が 10 年に一度来ているという理解で良いのではないかと思う。

野田委員

私が支店長をしていた時に、紙袋に現金を入れて随分持って来られたのを覚えている。

山口副総裁

10 年前であるか。20 年前であるか。

野田委員

20 年前である。

白川議長

他にご質問はないか。

宮尾委員

図表 13 の企業向け貸出のマイナスについての確認であるが、マイナスの理由は、基本的に借り手側の企業が借金を返済しているとみて良いのか。

雨宮企画局長

企業からみた金融機関の貸出態度は緩和方向に動いている。図表 18 に金融機関が判断した貸出運営スタンスという供給サイドの判断もあり、これも緩和方向に動いている。従って、現在の状況を踏まえると、供給サイドで減っているということはなかなか考えにくい。そうなると需要サイドということになるが、需要サイドという場合、基調的に設備資金需要が落ちている。それから在庫等の運転資金需要も今まだ低迷している——この

後の原材料市況等によって少し増える兆しもあるが、今のところ低迷している——という基調的な資金需要に加え、ご覧のとおりリーマン・ショックの前後で社債・CPが発行できないということと手許資金の積み上げで相当急激な貸出増加があった訳である。このリーマン・ショック前後の急激な借入需要の増加の反動が出ているというのが一番大きいとみている。

白川議長

他にご質問はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要の報告をお願いします。

関根調査統計局参事役

それでは私から実体経済・物価についてお話ししたい。事前にお配りした資料から数点変更があるので、本日机上にある「差し替え」と書いてある資料をベースにご説明をさせて頂く。今日だが、まず現状の総括判断を変更させて頂きたい。アンダーラインの部分を読み上げさせて頂くと「海外経済の改善や各種対策の効果などから、持ち直しを続けている。」ということである。まず最初にアンダーラインの前半部分の「海外経済の改善や各種対策の効果などから」だが、先月までは「内外における各種対策の効果などから」と記述していた。海外の経済の回復・改善の中には、新興国にみられるように、ある程度好循環メカニズムも働き始めていることもあるので、全てが全て政策でもなかろうということで、「海外経済の改善」を記述させて頂いている。続いて、「持ち直しを続けている」だが、こちらは先程の関根調査統計局長からの説明にもあるが、企業マインドの改善等前向きな指標もみられている。そういったことを踏まえ、単に「持ち直しをしている」だけではなく、「持ち直しを続けている」という形で、気持ち表現を前に進めた。続いて、各論のパラグラフだが、まず最初に出てくる

アンダーラインの部分は企業の業況感、マインドだが、「引き続き改善している」ということである。企業マインドについては、3か月に一度短観の時にこういった形で評価をさせて頂いているが、因みに、前回、3か月前の12月の月報では、業況感については「製造業大企業を中心に、緩やかに改善している」と記述していた。これと比較すると、まず「緩やかに」という言葉を外しているの、それでまず一歩進めているし、「製造業大企業を中心に」という言葉を外しているの、広がりややはり少しみられているといったところも踏まえさせて頂いている。もう一点だが、各論のところ右側をご覧頂くと、先月は設備投資については「概ね下げ止まっている」という形で「概ね」という言葉を入れていたが、これについては、先行指標、一致指標、そして短観の設備投資計画等を踏まえて「概ね」という言葉を外しても良いだろうということで、単純に「下げ止まっている」と記述している。

先行きについてであるが、アンダーラインの「当面そのペースは緩やかなものとなると考えられる」は、先月までは「当面そのペースは緩やかなものにとどまる」とややネガティブな言い方をしていたが、現状のところを気持ち先に進めたということ、加えて輸出・生産が4~6月に減速するとはいえ、二番底になるというのではないだろうということで、表現をややニュートラルに変えて「緩やかなものとなる」という形にしている。

最後に、物価で、CPIの先行きについて「基調的にみれば下落幅が縮小していくと予想される」ということである。この「基調的にみれば」を加えたのは、4月から公立高校の授業料無償化等で、表面上のCPIの下落幅は拡大するので、我々はそういったものを取り除いて基調的に考えると「下落幅が縮小していくと予想される」ことを踏まえて、こういう表現とさせて頂いた。私からは以上である。

加藤企画局参事役

続いて、金融面についてご説明させて頂く。金融の最初のパラグラフは金融市場の状況である。いくつか変更しているが、まず市況について、前

回会合の時の水準を申し上げると、株価は日経平均でみると1万700~800円位であったので、今の水準であると「上昇している」という記述となる。為替だが、前回会合時がちょうど90円程度で、現在は93円、94円であるので、これは円の対ドル相場は「下落している」と表現させて頂いている。それから長期金利について、例えば利付10年債でみると、前回は1.35%位で、今は1.395%位である。これまでの例に倣って「前月と概ね同じ水準となっている」という形で表現させて頂いている。明日の市況をみながら適宜修正させて頂きたい。それから、今回、ターム物金利についても表現を若干修正させて頂いている。ターム物金利については、先程市場局長からご説明したように、レポやTB金利については低位安定している。それからTIBOR等については、やや低下してきている。これらを全体として表現するため、「ターム物金利は弱含んでいる」と記述させて頂いた。

金融環境の総括判断だが、先月は「改善の動きが続いている」という表現であったが、こうした流れが続いているところは変わっていないが、それをもう一步、より緩和の方向に進んでいることをより明確に表現するため、「緩和方向の動きが強まっている」と表現している。この判断となっている背景は、三点ある。一つは、ターム物金利、残りの二つは、各論でアンダーラインが引いてあるところが理由である。一つは、先程、企画局長から説明したが、低格付け社債の発行環境である。こちらは改善までではないが、改善の動きがみられてきていることから、さらに判断を進めた。それからもう一点は、一番下から2行目であるが、企業の資金繰りである。企業の資金繰りをみると、中小企業ではなお厳しいとする先が多いものの、これらも含め、全体として緩和方向の動きが続いている。先月までは「中小企業を中心になお厳しい」とする表現であったので、中小企業の中にも緩和方向の動きが出ていることが短観、日本政策公庫、商工中金等の様々な統計でも確認できたので、一步判断を進めさせて頂いている。これらを全体として考えて、先程申し上げたように、総括判断では、「緩和方向の動きが強まっている」という形で表現させて頂いている。私からの説明は

以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

最初の経済の現状のところだが、「持ち直している」から「持ち直しを続けている」と言うと、気持ち少し前にと読めるものなのか。

関根調査統計局参事役

そこは敢えてこういう言い方をさせて頂いている。確かに色々と議論はあるかと思うが、ディスカッションの過程で我々が考えていたのは、先程門間調査統計局長の話にもあったとおり、色々前向きな指標は一応確認できているので、それを踏まえると、それをどこまで表現するかには色々なイシューがあると思うが、「持ち直しを続けている」位のことは言えるのではないかということである。それをちょっと、気持ち前にとという言い方でご説明させて頂いた。

白川議長

他にご質問はないか。

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

(16時56分中断、7日8時59分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する

討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決、最後に3月16、17日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者の紹介である。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。会合中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、この会議室にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いにしたいと思うので、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に入りたいと思う。お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番であるが、須田委員、野田委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、山口副総裁、そして宮尾委員という順番である。それでは、須田委員お願いする。

須田委員

まず、総括判断であるが、執行部案に違和感はない。企業の業況感が非製造業や中小企業まで幅広く改善し、消費も政策に支えられた耐久財以外にも改善の動きが広がるなど、漸く自律的回復へ向けた微かな光がみえるようになったが、これまでのところ私が想定しているメイン・シナリオに概ね沿った展開となっており、今回判断を大きく変える必要はないと考えている。それではトップバッターということであるので、少し時間を頂戴して、足許の経済・物価情勢についてやや包括的にみていきたいと思う。

世界経済、各国、各地域についての総括判断は昨日の国際局の説明に違和感はないので、以下では先行きを見通すうえでの注目点に主として焦点を当てておく。まず、米国であるが、非農業部門就業者数が前月比プラスとなり、雇用増への転換点を迎えつつある。こうした中、新車販売やその

他小売売上も幅広い業態でしっかりと伸びており、市場からは自律回復への兆しと期待する声が聞かれている。設備投資も、建設支出は引き続き低迷しているが、非国防資本財受注が持ち直しの動きを続けており、全体として下げ止まっている。この間、3月のISM指数からは生産は在庫積み増し局面入りしたとの指摘が聞かれているし、回復の裾野が広がっていることも示唆される。

もともと、失業率が高止まりし失業期間もピークを更新するなど、雇用環境が依然として厳しい状況にある中で、家計のバランスシート調整圧力が引き続き消費回復の足を引っ張っている。住宅市場でも、住宅価格指数が横這い圏内から脱することができず、2月の新築住宅販売が過去最低水準に落ち込むなど、回復へ向けた足取りはここにきてもたついている。国際局のメモにあるように、ローン返済条件見直しのうち、半数余りが9か月後に再びデフォルトに陥っていることや、今後オプションARMのリキャストのピークを迎えることなど、下振れリスクが気になる。FedによるMBS買入終了は今のところ無難に消化されているが、その影響についてはまだ注意が必要である。住宅関連の政策効果が不確実な中、住宅市場に明確な回復感が出てくるまで、なお相応の時間がかかるとみておいた方が良さそうである。こうした中、資産と資本の両面で地銀の財務体質は厳しさを増しており、雇用の8割を占める中小企業への資金供給制約が今後も懸念される。

今のところ米国経済に関する基本的な見方は変えていないが、株式市場では、ギリシャ問題といったネガティブな材料が影を潜め、景気指標の改善を受けた楽観ムードが急速に強まりつつある。債券市場でも、10年債利回りが昨年6月以来となる4%台を付けたほか、長短スプレッドも拡大している。しかし、こうした市場の動きはやや期待が先行し過ぎている感が否めない。アナリストの中長期EPS成長率見通しは依然低水準にとどまっており、見通しのばらつきも大きく不透明な状態である。長期金利の上昇に関しても、財政悪化を背景とした国債需給悪化懸念等に起因する部分を割り引いてみる必要がある。いずれにせよ、市場で囁かれている自律

回復への兆しが本物かどうか、今後注意深く点検していく必要があるそうである。

ユーロエリアについては、見通しを引き下げる動きも見受けられるが、牽引車である輸出の増加は、製造業PMI輸出受注の水準切り上げから、今後も続くとみている。生産も持ち直しの動きが続いており、設備投資も減少幅が縮小しつつある。ただし、財政問題が深刻な南欧諸国を中心に雇用環境が厳しさを増しているほか、消費者コンフィデンスに目立った改善は窺われておらず、個人消費は停滞を余儀なくされている。他方、アジアをはじめとする新興市場では、内需中心の力強い成長が続いている。中国では、個人消費が好調を持続し、固定資産投資も増加基調を辿るなど、内需を中心とした高めの成長を続けている。製造業PMIも、3月には想定どおり上昇した。インドやNIEs、ASEAN等でも自律的な景気拡大若しくは回復が続いている。韓国や台湾では小売の伸びが足許鈍化しているが、自動車販売促進策の終了等にもかかわらずプラスを維持しているとみることができ、消費の基調はしっかりとしている。

この間、海外の物価情勢をみると、欧米ではCPIコア前年比の縮小傾向が続いており、日本と同様、需給バランスの緩和が物価下押しに作用していることが窺われる。米国では、家賃の下落やユニット・レーバー・コストの低下からCPIコアの前年比が2月に+1.3%まで縮小したが、今後、昨年のたばこ税引き上げの裏が出てくるため、+1%を割ってくる可能性がある。一方、新興国等では物価の伸びが高まりつつある。とりわけ中国では不動産販売価格の高騰や南西部の干ばつの影響が懸念されるほか、市場では、アジア需要を背景とする国際商品市況の上振れを指摘する声が一段と増えている。

こうした海外経済を背景に、我が国経済は持ち直しの動きが続いている。公共投資は、新年度予算で大幅に削減されていることから、先行きも減少が続くとみられる。実質輸出は、世界経済の回復基調を背景に今後も増加を続けていくとみている。個人消費は底堅く推移している。そのベースとなる雇用・所得環境は、引き続き厳しい状況ながらも、完全失業率がピー

クアウトし、雇用の過剰感が徐々に薄らぐもとで、一人当たり名目賃金も所定外給与の増加を主因に下落幅を縮小させるなど、着実に改善しつつある。株高による資産効果や失業リスク低下による安心感なども消費を支えていると考えられる。こうした雇用・所得環境の改善に加え、外国人観光客の増加や各種政策効果等を背景に、スーパーや百貨店の売上高に下げ止まり感が窺われているほか、家電販売が足許大幅に増加している。今後政策効果の反動がどの程度出てくるのか、既に頭打ち傾向がみられる自動車販売と併せ注意深くチェックしていく必要がある。この間、設備投資は下げ止まっている。収益が大きく改善するもとで、3月短観の来年度設備投資計画は、スタートとしてはまずまずの結果と評価できる。また、資本財出荷増、携帯電話を除く機械受注（船舶・電力を除く民需）増などから、設備投資の底入れはそう遠くないとみている。住宅投資も、住宅着工戸数に持ち直しの動きが窺われるなど、全体として下げ止まりつつある。以上の需要動向を背景に、生産は増加を続けている。もっとも、マイクロ調査によれば4～6月は伸びが大きく鈍化し、10～12月にはエコカー補助の打ち切り等から比較的大きな落ち込みとなる見込みである。このことは、政策効果剥落後の姿を企業は慎重にみているということを示唆している。閉塞感が強く、期待成長率が高まらない中であって、私自身、本年度後半の自律的な景気回復への移行について楽観はしていない。自律的回復の芽が足許微かにみえてきたとしても、グローバル競争のもとで企業の賃金抑制姿勢や二極化現象は今後も続くとみられ、企業から家計への好循環メカニズムが期待通り働かない可能性には留意が必要である。

この間、CPIコアの前年比は、2月は僅かながらマイナス幅を縮小させた。マクロの需給バランスの改善や国際商品市況が緩やかな上昇傾向を辿っていること、生活意識に関するアンケート調査などからインフレ予想は概ね横這いであること、刈込平均指数の動きや家計平均価格指数の動きなどから、CPIコアの前年比は今後もマイナス幅を縮小させていくとみている。なお、4月からの公立高校授業料無償化の影響については、基調的な動きを判断するうえで、またGDPデフレーターと平仄を合わせるた

めにも、1年限りの変動要因は取り除いてみるのが適当だと考える。

最後に、リスク要因について簡単に触れておきたいと思う。まず、実体経済面では、新興国、資源国の経済の強まりなどの上振れリスクがある一方、欧米のバランスシート調整の帰趨といった下振れリスクが指摘できる。また、何らかのショックをきっかけに国際金融市場が動揺したり、マクロ政策のエグジットが早過ぎれば、実体経済の下振れに繋がるリスクがある。逆に、国際金融市場の脆弱性が強く意識され過ぎ、拡張的なマクロ政策が長引けば、過剰な投資行動や行き過ぎたポジションの造成を伴いながら、新興国、資源国経済の上振れを招くリスクがある。また、その後の巻き戻しは大きな景気の下振れリスクにもなる。財政再建への動きの遅れは、グリーンズパンが「坑道のカナリア」と警鐘を鳴らしたように、悪い金利上昇をもたらすリスクもある。物価面では、新興国、資源国の高成長を背景とした資源価格の上振れリスクがある一方、中長期的な予想物価上昇率の下振れリスクや、需給バランスの改善が想定どおり物価に反映されないリスクがある。なお、以上のリスク要因は、今のところ上下両方向にほぼバランスした状態であるとみているが、次回展望レポートに向けて改めて検討したいと思っている。私からは以上である。

白川議長

では、野田委員お願いする。

野田委員

金融経済情勢について総括すれば、3月短観において業況判断D Iの改善が続き、しかも非製造業も含めて業種や企業規模の両面で改善の裾野を広げたことをはじめとして、前回会合以降利用可能になった経済指標、調査結果等は、総じて我が国経済が持ち直しているという前回までの判断を一步進めるものであった。1月の中間評価時点の中心的な見通しからは若干上振れて推移しているとも評価している。

もっとも、広範囲に確認された業況改善や持ち直しの動きは、海外経済

の回復や各種景気刺激策の効果に、一辺倒でないにしろ大部分を依存している経済の姿は基本的には変わらない。経済の水準は依然として低く、これも3月短観で確認されたとおり、設備や雇用に比較的強い過剰感が残っている。加えて、新興国の高成長等を睨み、海外生産のウエイトを引き上げるといったマイクロ情報も引き続き多く聞かれている。企業は、設備投資や雇用の増加、賃金の引き上げに対して、慎重なスタンスを崩し難い状況が続いている。比較的順調に進んでいる企業の所得の回復が、企業の支出回復を通じて家計の所得と支出の回復にまで繋がる道のりの長さを、これまでの想定より短くするような進展はなかったように思う。

国際金融資本市場からみていくと、ギリシャをはじめとする欧州周辺国におけるソブリン・リスクの高まり、中国をはじめとする新興国における金融緩和の修正、といったネガティブな材料を、全体的に順調な実体経済の足取りや先進国の極めて緩和的な金融政策の継続期待の確認といったポジティブな材料でこなしつつ、株式をはじめとするリスク性資産の価格は、その水準を切り上げている。

こうした中、世界経済は、新興国経済の成長がますます際立ち、それに牽引されて、全体として1月の中間評価よりも上振れる形で、緩やかな回復を続けている。

米国経済をみると、3月のISM景況感指数は、製造業が5年8か月振り、非製造業が3年10か月振りの高水準となり、同月の雇用統計で民間部門就業者がはつきりとした増加に転じるなど、緩やかながら回復している。もっとも、家計部門は根源的な支出抑制要因であるバランスシート調整となお厳しい雇用調整に晒されているし、銀行部門は不動産市場の調整が長引き、バランスシートの劣化圧力から解放されず、貸出を減少させている。家計や企業、中でも中小企業や家計の支出行動に対する重石が横たわっている状況は変わっていない。財政による刺激効果が減衰していく中で、今後の米国経済の回復テンポは足許までの数四半期よりは緩慢なものになる可能性が高いとみている。

次に、ユーロ圏経済をみると、域外輸出の回復に支えられ持ち直してい

るとはいえ、1～3 月期の新車登録台数や小売売上数量が減少するなど、個人消費は弱めの動きを続けており、回復のモメンタムは先進国の中でもはっきりと弱いといえる。膝元のソブリン・リスクの問題が、財政再建のための歳出削減や金融市場の動揺を通じて、回復のモメンタムをさらに弱めるリスクがある。

中国経済は、前回会合以降利用可能になったデータは少ないが、3月の製造業PMIは13か月連続で50を上回り、景気牽引の担い手を増やしつつ、高めの成長を続けていることを示している。NIEs、ASEAN経済は、IT需要の拡大を受け輸出が増加を続ける中、個人消費や設備投資も押し並べて増加基調を辿るなど、経済の循環メカニズムが正常に機能する中で回復している。

次に、我が国経済について述べる。3月短観をみると、業況判断DIは改善が続き、非製造業を含めて業種や企業規模を問わず、幅広く改善した。今年度の設備投資計画で、大企業の前年比はゼロ近傍からのスタートとなったが、これは設備投資の下げ止まりを明確に示したものと言える。アジア向け輸出の拡大や資金制約がない状況が続く中、今年度の設備投資計画はこれまでの通常のパターンどおり6月短観の時点で前年比プラスに転じる可能性が高いと考えている。資本財関連業種のDIが先行きも比較的大きな改善を示していることは、このことを示唆している。今後のポイントは伸び率が過去の平均並みまで高まっていくかどうかである。この点については、一つに設備判断DIにみられるように、設備過剰感がなお比較的大きなレベルにあること、二つに企業収益は回復しつつあるとはいえ、交易条件の悪化により頭を抑えられかねないこと、三つに制度面も含めて先行き不透明な経営環境が続くことなどが、設備投資に対して抑制要因として働くことが考えられる。従って、先行き暫くは極めて緩やかな伸びにとどまる可能性が高いと慎重にみておくのが自然と考えている。

その他の経済指標についてみると、2月の実質輸出は、増勢を鈍化させつつも、12か月連続の増加となった。アジア経済の想定を上回る回復に支えられて高めの伸びを続けている。この先は、在庫復元の効果減衰等か

ら増勢はさらに鈍化するものの、増加基調は維持するものとみている。

続いて、個人消費は、エコポイント効果等から家電販売が絶好調を継続しているほか、減少傾向を続けてきた大型小売店やコンビニエンスストアの売上高が横這い圏内の動きとなり、また3月短観では、小売、対個人サービス、宿泊、飲食サービスといった個人消費関連業種に比較的是っきりした改善がみられるなど、政策効果に関係ない財・サービスについても、このところ改善の動きがみられている。株価の回復がその背景の一部にあると考えられるが、また雇用に対する将来不安が和らいできていることから、ペント・アップ需要が顕在化している、との見方もある。そうは言っても、企業の人件費抑制スタンスが今後急速に緩むとは考え難く、雇用者所得のはっきりした回復は当面は見込み難いことから、政策効果が減衰していく中で、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。

以上の需要動向を映じて、2月の生産は2か月振りに前月比で減少したものの、1~3月期では前期比+4.3%となるなど、増加基調は続いている。生産予測調査やアネクドータルな情報等から、今年前半までは前期比プラスを続ける蓋然性が高まっているが、在庫復元効果の剥落から増勢は徐々に鈍化するものと思われる。

最後に、物価について申し上げる。コアCPI、コアコアCPI、10%刈込平均値いずれも、前年比の下落幅は縮小した。下落品目数も、16か月振りに減少した。需給ギャップのマイナス幅は昨年第2四半期から縮小に転じており、その影響がタイムラグを経てそろそろ出始めた可能性がある。いずれにせよ、1月の中間評価で示した見通しに概ね沿って推移しているものの評価は変わっていない。物価見通しの判断にとって、需給ギャップの改善と並んで重要なポイントである中長期的な予想物価上昇率については、3月の生活意識に関するアンケート調査では、5年後の物価上昇率の中央値は+2.0%と、このところ変化しておらず安定していることが確認できた。金融環境については、後半パートで述べる。私からは以上である。

白川議長

次に、西村副総裁をお願いします。

西村副総裁

金融経済情勢について足許、先行きともに若干判断を進める月報の表現に違和感はない。足許、先行きそしてリスク要因について簡単に述べ、その後でポイントを説明したいと思う。金融市場については第二ラウンドで述べたいと思う。

足許をみると、各種需要刺激政策の延長や効果のラグ、新興国の強い刺激政策の効果の波及に加えて、米国で雇用情勢及び消費に底打ちの兆しがみえ始めたことも反映して、実体経済活動は年度前半に弱含むとしていた想定比やや強めに推移しており、この点は短観でも確認できたと思う。

先行きであるが、足許期待先行で回復しているように見える米国経済に下振れリスクが依然として存在し、それに政策効果の息切れが重なると、年央以降に日本経済は若干の弱さをみせる展開になる懸念は残る。しかし、これも住宅投資等が回復し、広がりを見せれば目立った下押しなしに乗り越えられる可能性もある。さらに強い需要を背景に新興国でインフレ傾向が鮮明となり、それが日本に影響を及ぼす可能性も否定はできない。

しかし、こうした足許から短期の先行きの上振れに対し、中長期的な成長期待、中長期的なインフレ期待については目立った回復の兆しはまだみえていないと言わざるを得ない。日本経済で多数を占める中小企業、そして消費者の経済への見方の落ち込みは大きく回復は未だであり、実態とマインドの間に大きな乖離が現在生じていることは変わりはないと思う。

さて実体経済であるが、足許米国は低水準ながら下支え政策の延長の効果で底入れの兆しが出始め、マインドが好転している。3月ADP統計はマイナスであったものの、雇用統計はプラスとなった。もっとも、2月の大雪の影響が2月、3月の雇用関連統計、これは消費関連統計もそうであるが、それをかなり歪めており、雇用情勢はフラットになってきたと判断するのが適当であろうと考える。また消費にも低下に歯止めが掛かってい

ると考えるのが適当であると思う。しかし、住宅市場の低迷は続いており、メイン・ストリームの住宅価格を代表するFHFAのパーチェス・オンリー指数の対2か月前比は、この1月に過去最大の下げを記録している。季節調整済みケース・シラー指数はこのところプラスの上昇幅を維持しているが、その水準は低くかつ原系列でみると逆にマイナスが続いている。昨日問題になったローン・パフォーマンス、ホーム・プライス・インデックスもこのところほぼフラットな状態になっている。従って、住宅価格の二番底の懸念は拭いきれない。さらに、雇用の回復が期待ほど早くない可能性は小さくない。今回の雇用の減少には、第一に雇用の地域的なミスマッチ、第二にスキル上のミスマッチの双方が絡んでいる。最初の地域的ミスマッチであるが、これは労働者が住宅価格下落のため住宅を売って移動することができず、深刻化していると考えられる。実際2008年に前年と違う州や郡へ移り住んだ人の割合は過去50年で最低だったと言われている。また、スキル上のミスマッチは、今次危機直前までの住宅建設ブームで急増したのが低スキル労働者であったということ、そしてその再雇用、再教育問題に絡むということを考える必要がある。従って、住宅市場の二番底が現実化すると、雇用環境回復の遅れと、それから住宅市場の遅れというところで、負の相乗作用が再び効いてくる可能性がある。商業用不動産の行方と合わせ、現在回復への期待が大きいだけに、先行きにネガティブ・インパクトの大きなリスクがあることには注意が必要だと考える。

欧州は持ち直し傾向であるものの、低調である。先行きは財政危機にある南欧諸国を中心に強い収縮圧力による景気の下振れに加えて、依然として欧州に内在する制度的なインフレ要因とが合わさる可能性もあり、慎重にみていく必要があると考える。

他方、新興国、特に中国、インドは過熱色が強く、強いインフレ懸念が存在する。中国では、春節の後も一時の懸念ほどではないものの農民工の沿海地域への戻りが弱く、沿海地域の労働集約的で労働条件の良くない工場では労働者不足、そして労賃の上昇が鮮明になりつつある。農民工は出身地に近い内陸部にとどまり、インフラ整備や内陸部に移転しつつある工

場に働き場を見出しているという見方が支配的ではあるが、農民工の膨大な数からすると果たしてそれだけで説明できるかどうか疑問という見方もある。現在パズルの状態となっている。いずれにせよ、労賃の上昇は避けられない状況である。先程須田委員からあったが、西南部での渇水による農作物被害や口蹄疫の拡大などからの食品価格の上昇と、この労賃の上昇が合わさって、かなりのインフレになるという可能性もある。その場合、開発輸入品の多い日本への数量、価格両面での影響があり得る。インドにおいても足許物価上昇が加速しており、引き締め傾向にある。両国でどのような対応がなされるのか、十分に注意する必要がある。

日本の実体経済も、政策効果の大きい耐久財消費は均せば強さを維持し、今まで大きく落ち込んでいたアパレル等についても、若い層向けの新しい流通チャンネルを中心に回復の兆しがある。大きく落ち込んでいた住宅投資も首都圏で底入れが次第にはっきりしてきており、設備投資計画も、短観でみて3月での出足が過去の平均レベルにまで回復している。ただ、収益の改善から余裕資金は蓄積されているものの、まだはっきりとした設備投資の増加には結び付いていないので、今後の推移を慎重にみておく必要があると考える。特に、従来からあった製造業大企業に代表される比較的大きな企業とその他の企業との落差には、依然として注意する必要があると考えている。

物価も、小さいながらプラス方向のサインが出てきている。対前年比でみるならば、下落品目は上昇品目を大きく超えている状態が続いているが、対前月比でみるならば、下落品目数と上昇品目数の差は次第に縮まりつつある。2月のCPI（除く生鮮）は、各分類で四捨五入してそれを積み上げてさらに四捨五入するという公式指数では対前年比-1.2%であったが、基本品目523品目から積み上げた指数では-1.12%、四捨五入すると-1.1%であった。3月はさらに1ノッチ上がると予想されている。需給ギャップの変化とCPIの動きの間のラグを考えると、今後緩やかながらマイナス幅は縮小すると考えるのが自然である。さらに、新興国経済の強さに起因するエネルギー価格の上昇があり、かつ新興国のインフレ傾向

から開発輸入品による国内価格へのダウンサイド・プレッシャーは次第に和らぐと考えるとすると、C P I（除く生鮮）上昇率のプラス転化は従来予想比若干早くなる可能性があると考えている。ただし、これは、先程もあったが4月の高校授業料無償化の制度的な変更の影響を除いたベースであり、ここ一年の前年比はこの制度的な要因で大きく下振れる。そのため、物価の基調的な判断を示すためにこうした一年限りの制度的な要因を除いたものを提示する等の工夫が必要であると考えている。

白川議長

では、中村委員お願いします。

中村委員

前回の決定会合以降、世界経済は昨年第4四半期に引き続き、今年に入っても緩やかながら回復を継続していることが各種指標や企業業績の回復から確認できた。また、ユーロ圏首脳がIMFへの支援要請を伴うギリシャ支援策に合意し、財政問題が容易に解決されるとは考えがたい状況であるが、ギリシャの突発的なデフォルトの可能性が薄れたことなどが好感され、エマージング諸国だけでなく米欧でも株価が上昇したほか、近年にない規模の社債発行も円滑に消化された。同時に、米国経済の改善に対する期待が高まり、米国の金利が幾分上昇していることなどを背景に、主要国通貨に対してドルが強含んでいる。昨年8月以降、やや戻りが鈍かった我が国の株価も、米欧株価の堅調や足許の円安傾向、並びに企業業績の改善を受けて上昇している。

世界的に景気回復の足取りが強まってきたこともあって、市場関係者は今回の金融危機の根源である消費や金融等の経済活動の様々な行き過ぎや歪みのストック面での問題解決よりも、緩和的な金融政策が各国で当面は維持されることを前提に、専らフロー面での経済指標や企業業績の変化率に注目しているようである。世界経済の自律的な回復がまだ十分に確認できていないだけに、市場関係者のセンチメントが何らかのイベントを契

機に急変した場合、国際金融資本市場が混乱する可能性がある点には注意が必要である。こうした中、3月19日にはインド準備銀行が臨時会合で政策金利を引き上げることを決定しており、新興国でのインフレ懸念が徐々に高まっているようである。

海外経済についてであるが、米国経済は引き続き緩やかに回復している。ISM製造業指数は、在庫指数の改善によるところが大きいものの、2004年7月以来となる水準まで改善するなど生産関連の経済活動は引き続き堅調に推移している。また、雇用面でも、2日に公表された3月の雇用統計では、民間部門の雇用者数が前月比12万3千人増と2007年5月以来34か月振りに10万人を超えるなど、労働市場でも回復の動きが広がりつつある。2月に大幅に悪化したコンファランスボード消費者信頼感指数も、3月は改善し、低い水準のもとでの一進一退を続けている。消費は持ち直しつつあるが、家計のバランスシート調整が重石となり、本格的な回復には相応の時間を要すると考えられる。住宅市場では、2月の新築や中古住宅販売件数は引き続き前月比減少しており、需要は低迷している。価格面でも、1月のケース・シラー住宅価格指数は、前年比プラスに転じた都市の割合が増加しているものの、20都市平均でみた前月比上昇率は2か月連続で+0.3%にとどまっており、価格の回復も限定的となっている。

欧州でも、1月の域外輸出が前月比マイナスに転じたほか、2月の失業率が10%まで上昇するなど、月次ベースの経済指標は振れを伴っているが、PMIは製造業、サービス業とも50を上回って上昇しており、景気は緩やかながらも持ち直している。ギリシャをはじめとするEU各国が財政再建を迫られているため、国ごとの成長率格差は拡大傾向にあり、ユーロ圏全体の景気持ち直しのペースは緩慢なものとならざるを得ない。

中国経済については、前回会合以降3月の製造業PMIが公表されたが、引き続き底堅く推移している。なお、最近の人民元切り上げを求める米国内での一段の高まりに対し、中国側は強く反発している。対立の激化を回避する水面下の動きも出てきているが、こうした対立が保護貿易主義や過度に規制を求める動きに繋がらないか注意してみていく必要がある。イン

ド経済も、鉱工業生産が増加傾向を辿るなど高めの成長を続けているほか、N I E s、A S E A N経済も、輸出が増加を続けるもとで内需も堅調な基調を辿っており、回復している。

続いて、国内経済については、公表された3月短観では、業況判断が大企業中心に改善し、本行の見通しに沿う形で景気が持ち直していることが確認できた。特に、製造業だけでなく非製造業でも前回の予想から上振れる形で景況感が改善していることは、景気回復が輸出産業中心から個人消費関連の産業にまで裾野が広がり始めていると考えられる。

実質輸出や鉱工業生産は、アジア経済の好調さをはじめとした海外経済の持ち直しを背景に、高めの伸びを続けている。先行きも輸出や生産は増加を続ける姿が想定される。2010年度の収益、設備投資計画は、3月短観で見ると、大幅に減少した前年の反動もあり、大幅な増益並びに投資計画は小幅減少となっており、この面でも改善傾向の広がりが確認できる。もっとも、設備や雇用の過剰感は相応に改善しているとはいえ、未だに高い水準にあるため、景気持ち直しのテンポは引き続き緩慢なものになると考えられる。雇用面での過剰感が強いことは、雇用調整助成金の支給申請者数が2月も160万人と高い水準にあることから窺える。一方では、雇用調整助成金の支給申請事業所数、対象者数ともに減少傾向にあるほか、短観でも雇用人員判断D Iは改善傾向にあり、雇用環境は最悪期を脱したようであるが、雇用・所得環境は厳しい状況が続くと考えられる。

個人消費は、景気対策の効果などにより、家電や自動車の販売が好調なことなどから持ち直している。百貨店等では、3月は高額商品にも動意がみられ、潮目の変化が窺われるとの話も聞かれた。しかしながら、先行きは、政策効果の減衰に伴い耐久財消費の伸びが鈍化すると考えられるし、一人当たり名目賃金も減少しており、将来に対する不安心理が解消されない中では、個人消費の本格的な回復には多くを期待できないようである。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は下落が続いているが、2月のC P Iは、石油製品の上昇幅が拡大したほか、家庭用耐久消費財や薄型テレビといった耐久消費財や被服の前年比マイナス幅が縮小したことに加え、

外国パック旅行や宿泊料などの下落幅が縮小したことなどから、前年比マイナス幅を縮小している。小売業の現場では、消費者が必要なものを必要な量しか購入しない傾向が高まっていることから、単に価格を引き下げても需要を喚起できなくなってきたとして、販売戦略を見直そうとする動きもみられる。マクロ的な需給バランスが徐々に改善する中で、こうした販売側の価格戦略の変化の広がりもあり、物価の下落幅は基調としては縮小していくと想定している。なお、4月以降、公立高校授業料の無償化等が指数に反映され、物価の下落幅が拡大することとなることから、物価動向の情報発信については注意が必要である。また、鉄鉱石や原油等の資源価格が上昇していることから、原材料価格上昇の消費者物価への波及度合いや、販売価格をなかなか引き上げられないことに伴う交易条件の悪化が企業業績に与える影響については注意してみていく必要がある。私からは以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

世界経済は、引き続き緩やかな回復が続いており、今後もこの緩やかな回復傾向は続くと思われる。世界経済は、一部に自律的な回復の動きも始まっているようであるが、これまで中心的な役割を果たしてきた在庫復元と各種政策については、効果がみられ始めて1年程度が経過し、その持続性について注意を要する局面に入っていると思う。

こうした経済情勢のもと、国際金融市場は、世界的な株価の上昇やボラティリティ指数の一段の低下にみられるとおり、概ね落ち着いている。その背景には、最近の大きな 이슈であるギリシャ問題について、先日のEU首脳会議で、流動性危機時の支援策が合意に至ったこともあるものと思う。ただ、ギリシャ政府は市場での資金調達が可能とは言え、高めの金利を余儀なくされており、そうした状況での財政再建は厳しいものがある。

他の P I I G S 諸国でも、ポルトガル国債が格下げされるなど不安要因には事欠かない。こうした問題が国際金融市場全体の混乱の引き金になっていかないか、注意が必要だと思う。

次に、各国・地域別にみてる。まず米国経済は、I S M 景気指数の製造業が 2004 年 7 月以来、また非製造業が 2006 年 5 月以来の高水準にあるほか、輸出や個人消費関連をはじめ多くの経済指標が改善を続けており、緩やかな回復局面にあるものと思う。今後も、基本的には回復基調が続くものと考えている。しかし、雇用環境をみると、雇用者数の減少や失業率の上昇には漸く歯止めが掛かってきたように窺われるが、平均失業期間が過去最長を更新するなど、今後速やかに改善に向かうとの判断はまだ難しい状況である。また、住宅価格は、統計によって方向性が区々のため明確に下げ止まったとは言いがたく、住宅需要は、販売戸数が過去最低を更新するなど引き続き低調である。金融環境をみても、破綻銀行数が年初来 41 行と昨年同期の 21 行の倍のペースで増えるなど、中小企業や個人を中心に、円滑な金融仲介機能が働きにくい状況が窺われる。このように、今回の景気悪化を主導した経済の弱い部分の改善は、なお進んでいない。従って、今後、各種政策の効果の剥落と、金融機関のバランスシートの改善の遅れが、景気回復のペースを鈍化させるリスクには注意したいと思う。

ユーロエリア経済は、全体として輸出と生産の増加基調が続いており、持ち直している。今後も、世界経済の回復に併せ、緩やかな回復に向けた動きが続くものと思う。もっとも、域内各国が、財政健全化に向けて財政支出の抑制や増税などに取り掛かるとみられる中、景気刺激策の効果は減衰し、雇用環境の悪化に伴う消費下押し圧力が顕現化するとともに、現在も弱い内需は一段と弱まる可能性がある。特に、P I I G S 諸国では、財政赤字を急速に削減する方針であるため、内需に与えるインパクトは大きいと思われる。このように、ユーロエリアの景気は他地域に比べて脆弱な状態にあるとみている。

中国経済は、高めの成長が続いている。足許、緩やかな引締め策の効果から、人民元貸出や固定資産投資などの伸びが幾分鈍化しているが、大き

くトレンドが変わったとはみていない。政策当局は、インフレや資産バブルを警戒しており、今後、やや強めの景気過熱抑制策を採用することも考えられるが、今年の成長目標も8%であり、景気の腰を折るほどのものとはならず、高めの成長は続くものと考えている。NIEs・ASEANは、中国向けなどの輸出増加が国内の消費や投資の増加に繋がる好循環メカニズムがしっかりと働き、景気は回復している。

日本経済は、概ね1月の中間評価のとおり、持ち直しを続けているとみている。すなわち、新興国経済の高成長やエコ関連施策に支えられ、輸出が増加し、個人消費は持ち直している。それを受けて生産が伸びて企業収益が改善し、設備投資は下げ止まっている。3月短観をみても、企業の業況感をはじめとして、景気が持ち直していることを裏付ける概ね良好な結果であった。ただ、海外経済と政策効果を起点とする持ち直しであり、自律的な回復軌道に乗ったとの判断はまだ難しいと思う。

先行きについては、エコ関連施策の効果は次第に剥落する一方、所得分配策の効果が徐々に出てくるものと思う。また、海外における在庫復元の一巡とともに輸出の伸びは鈍化してくる一方、国内設備の稼働水準の上昇に伴う投資や雇用などへの波及効果が期待される。しかし、こうした景気の牽引役の移行がスムーズに進むかどうかは、予断を許さないものと考えられる。また、スムーズに進んだとしても、依然として設備や雇用の過剰感が強い中、持ち直しのペースは緩やかなものとなるであろうと思われる。

物価情勢については、まず、原油をはじめとする国際商品市況は、新興国の経済成長を背景に、全体として上昇基調にある。また、大手鉄鋼メーカーの4~6月における原料輸入価格は、鉄鉱石で昨年比9割、原料炭で昨年比5割以上の引き上げで、一部が決着した。資源価格は、供給寡占の進行と新興国需要の増加を背景に、今後とも上昇基調が続くと予想される。従って、この先、輸入物価は一段と上昇し、国内企業物価へも波及する可能性が高いと思っている。CPIの直近2月の前年比は、生鮮食品を除くベースで-1.2%、食料・エネルギーを除くベースで-1.1%と、それぞれ0.1%ポイント、前月対比でマイナス幅を縮小した。除く生鮮食品ベース、

全 524 品目の 2 月の前年比をみると、下落品目数は 335、上昇品目数は 135 となり、その格差は 200 と前月の 212 から縮小し、今局面で初めて物価下落の裾野の拡大が止まった。また、先日訪れた高知の地場スーパーの社長からは、節約疲れからか、本年入り後、少し高めの商品も売れるようになり、客単価も上がってきたとの指摘があった。加えて、資源価格の上昇が国内企業物価へと波及すれば、C P I の押し上げ圧力となってくるものと思われる。こうしたことから、そろそろ物価下落に歯止めが掛かってきたのではないかと考え始めているが、東京 C P I（除く生鮮食品）では、下落品目数と上昇品目数との差が 2 月に縮小した後 3 月に再び拡大していることもあり、まだそう確信できる状況にはないようである。いずれにせよ、需給ギャップの縮小ペースが緩やかにとどまり、また高校授業料無償化の影響も出てくることから、C P I のプラス転化には相応の時間を要するとの見方に変わりはない。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

私から付け加えるべきことはほとんどない。確認ということで簡潔にお話ししたい。

最初に、海外の経済とマーケットの動向である。ポイントは五つである。一つは、海外経済は、全体として想定対比上振れながら、緩やかな回復を続けている。今後もこうした回復が続くそうである。二つ目は、米国経済は、緩やかな回復を続けている。ただし、各経済主体のバランスシート調整が、景気回復の重石になっている。先行きも、景気回復は維持されるにしても、民需の自律的回復のメカニズムが明確に作動するには、今暫く時間を要するのではないかと思う。三つ目、欧州経済は、持ち直している。米国に比べると、改善度合いの見劣りが目立つ状況である。先行きも、持ち直しの傾向は続くが、そのペースは緩やかなものにとどまる可能性が高

い。銀行の慎重な与信姿勢や財政の状況を踏まえると、景気下振れのリスクを忘れる訳にはいかないと思う。四つ目は、新興国・資源国の状況である。生産・所得・支出の好循環メカニズムが作動する中で、高成長を継続中である。この先については、各国の政策当局が景気の過熱をうまく抑制できるかどうかは鍵であると思う。以上が実体経済面である。五つ目として、国際金融資本市場は、総じて安定を維持していると理解している。欧州のソブリン問題も、ユーロ圏首脳によるギリシャ支援の合意などを受けて、ひとまず混乱を回避している。とは言え、今後とも、こうした面から神経質な展開を余儀なくされる可能性は小さくないと思う。

次に、我が国経済の現状と先行きについて述べたい。ここでもポイントに絞ってお話ししたい。最初に、企業部門であるが、輸出や生産は、想定よりも幾分上振れし、堅調に増加している。収益は回復して、企業マインドも改善してきている。設備投資の下げ止まりは、一段と明確になってきた。自律的な回復に向けての助走が既に始まっているのかもしれないとも思っている。

家計では、雇用・所得環境には、引き続き明るい方向の動きがみられる。雇用の過剰感はなお残存しているが、雇用・所得環境の最悪期は脱しつつあると言って良いと思う。ただし、今後どのような展開を辿るかについては、現時点ではなお見通し難いように思う。こうした状況のもとで、個人消費についても、薄明かりが差してきている感じはあると思うが、当面の動きとしては慎重にみていく必要があるのではないかと思っている。

以上を纏めた景気の現状判断であるが、景気は想定よりも若干強めに推移している。回復の足取りも、幾分着実さを増してきているように思う。こうした点を踏まえて、総括判断の表現については、心持ち強めにしてはどうかと私自身は思っている。

景気の先行きであるが、持ち直しを続けるとみている。一頃想定していたように、この夏頃までの間、踊り場的な様相を呈する可能性はかなり小さくなったと考えている。もう少し言えば、ほとんどなくなったと思っている。ただ、その先を見通すに当たっては、経済のレベルが依然として低

い、政策効果もいずれ剥落するといったことを踏まえると、自律的回復の動きがしっかりと育っていくのかどうかポイントとなるだけに、見通しは必ずしも容易ではないとも思っている。特に、我が国の場合、短期、中期、長期の時間軸の取り方に応じて、経済を強く動かす要因ないし力に大きな違いがある。循環的な力、グローバルな需給構造や産業構造の調整に対応する力、人口減少がもたらすであろう負の力等々の要因が、経済をみる時間軸の長短によって、主役となるのか脇役となるのかが変わってくるように思われる。これらを統合的に理解しながら経済の見通しを組み立てていくのは、相当に難しい技だろうと思っている。

最後に、物価面である。消費者物価は、景気が若干強めに推移しているわりに、下落幅の縮小ペースが緩やかであるといった印象を引き続き持っている。しかしながら、基調としては、中間評価の見通しに概ね沿って推移していると評価している。先行きについては、物価の下落幅も、徐々ながら縮小していこうと思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず海外経済については、引き続き先進国の下振れリスクと新興国の上振れリスクの両面を注視していかなければならないが、総じて緩やかな回復基調という判断に違和感はない。

米国経済であるが、住宅投資は、住宅着工件数、販売価格とも低水準で横這い推移となっている。また、住宅市場の二番底リスクも引き続き意識されている。一方で、個人消費は、個人消費支出が5か月連続してプラスで推移しているほか、小売売上高も今年に入り2か月連続して増加するなど底堅さを示している。輸出や鉱工業生産も増加が続いている。この間、雇用面では、3月の非農業部門雇用者数が3年振りの増加数を記録した。このように堅調な回復を示唆する指標も現れ始めており、それが最近のド

ル相場や金利動向の底流に反映されつつあるように窺われる。

欧州経済については、緩やかに回復している。すなわち、ユーロエリアについては、個人消費をみると、自動車登録台数の伸びが頭打ちとなっているほか、消費者コンフィデンスの改善も一服感が出てきているなど、総じて弱めに推移している。一方、域外輸出については、米国・アジア向け等を中心に増加しているほか、製造業PMIの改善が続くなど生産活動も持ち直してきている。もっとも、金融機関は引き続き不良債権問題を抱えているほか、P I I G S諸国では財政再建に向けた取組みが始まったばかりであるなど、中長期的な課題が残されており、ダウンサイド・リスクとして注視していく必要がある。

アジアを中心とした新興国は高めの成長を維持している。中国経済については、自動車や家電を対象とした消費刺激策の効果もあって個人消費が堅調に推移しているほか、固定資産投資も高い伸びを続けている。輸出もアジア・欧米向けを中心に拡大しているなど、高めの成長を続けている。この間、物価については、C P Iの前年比プラス幅が拡大してきている。インド経済についても、鉱工業生産の増加傾向が続いているほか、卸売物価指数の前年比プラス幅も拡大している。N I E s・ASEAN経済は、内需、外需とも増加基調を辿っている。こうした新興国の動きは、世界経済の回復を牽引する一方で、今後については景気過熱のリスクなどに引き続き注視していく必要がある。

一方、我が国経済は、世界金融危機後の大変厳しい落ち込みからの持ち直し傾向がより明確となってきている。現下のデフレの主要因は大幅な需給ギャップであると理解している。その背景を振り返ると、世界的な経済停滞に伴う将来への不確実性やリスクの高まり、不安感の強まりがあり、これらが人々や企業の支出の抑制を通じて現在の需要不足、需給ギャップに繋がってきたとみられる。我が国経済を持続的な成長経路にできるだけ早期にかつ確実に復帰させるには、内外の適切な政策対応により世界経済の持続的な回復を目指すとともに、より前向きな展望を抱かせることが大切である。

こうした観点から、我が国経済の状況を改めて点検すると、足許の景気は底入れし、持ち直し傾向がより力強さを増して明確となってきた。すなわち、設備投資は、一致指標である資本財出荷の増加が続いているほか、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）も製造業では増加しているなど、下げ止まっている。先行きについても、企業収益の回復によって下支えされていくとみられる。住宅投資は、新設住宅着工戸数が、低水準ながらも増加基調にあるほか、新築マンションの在庫調整も進んできているなど、下げ止まりつつある。また個人消費は、財消費については自動車・家電関連の対策の効果から耐久消費財を中心に持ち直してきている。サービス消費についても、3月短観で個人向けサービス、宿泊・飲食サービスの業況判断D Iの改善が進むなど、雇用・所得環境に厳しさを残しつつも、回復基調に広がりが見られる。この間、輸出については、新興国を中心とした海外経済の改善を背景に増加を続けており、アジア諸国での景気過熱等のリスクはあるものの、当面は現在の基調を維持できるものとみられる。生産面では、好調な輸出などを背景として鉱工業生産指数の増加基調が続き、設備稼働率も上昇を続けている。このように、デフレの主因である需給ギャップは確実に縮小してきており、自律的回復の芽吹きが感じられる。世界経済の回復傾向がより鮮明になりつつある状況を踏まえると、基調としては今後もこの傾向は続くものとみられる。

この間、為替市場では円安が進行し、それを受け、株式市況も上昇している。その背景としては、米国での景気回復期待とそれを背景とした金利上昇に加え、3月に実施された追加的な金融緩和が、今後の政策方針に関する決意を改めて示すメッセージとなり、市場のセンチメントや人々のマインドにポジティブな影響を与えているものと思われる。

物価については、需給ギャップ縮小の動きと呼応して、消費者物価上昇率（除く生鮮食品）はマイナス幅を緩やかに縮小してきている。また、先頃発表された本年3月の生活意識に関するアンケート調査の結果においても、将来の物価下落の見通しについて、下げ止まり傾向が窺われる。

以上の動きが続いていけば、現在、概ね想定どおりに推移している我が

国の景気見通し、あるいは中長期的な予想物価上昇率に関する下振れリスクは抑制され、持続的な成長経路への復帰をより確実にするものと期待される。以上である。

白川議長

それでは、皆様のご意見を聞きながら、また私自身の感想も若干交えながら議論の総括を試みたいと思う。

まず、景気の現状であるが、どのような言葉で表現するかは別にして、昨日執行部から説明のあった「国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、海外経済の改善や各種対策の効果などから、持ち直しが続いている。」というような言葉で表現できるというご発言の内容であったと思った。ここでのポイントは、一つは自律回復力について、若干評価に差はあったが、なお弱いという点であったと思う。つまり、自律的回復軌道に乗ったという人は勿論誰もいらっしゃらないし、ただ、自律回復の芽のようなものを感じるという発言はいくつかあったが、いずれにせよ自律回復力がなお弱いということが第一点。二つ目は、勿論連続的な話ではあるが、足許の景気が少しずつ良くなってきていることが明確になっており、それが「持ち直しが続いている」というところに現れていると思う。人によって表現の仕方は違うが——確か須田委員は微かな光、野田委員は一步進めるもの、西村副総裁は若干判断を進める、直前の宮尾委員は底入れあるいは持ち直しが明確化していると、色々な表現があったが——、いずれにせよ前月のこの決定会合時に比べると、一步判断が進んでいると受止めた。

個別の項目を聞きながら私自身が感じたことを申し上げますと、一つは、まず輸出・生産関係である。新興国経済の高成長が我々自身の想定を上回っていて、これが世界経済をドライブしている、その結果、日本の経済にも好影響を及ぼしているということである。二つ目は、企業の景況感である。12月の短観と比べて、今回の短観は、製造業大企業を中心としたものではなく、非製造業、あるいは中小企業も含めて裾野が拡大しているというのが、皆さんのほぼ一致した見方であったと思う。それから、設備

投資についても下げ止まっている——野田委員は明確に下げ止まったことを示唆するとおっしゃっていたが——と判断できると思う。従来は「概ね下げ止まっている」と、若干ヘッジをかけて言っていたが、明確に下げ止まっているということであったと思った。個人消費については、総括判断は前回と変わらないが、ただ私が聞きながら感じたことは、雇用の過剰感が薄れてくる、あるいは株価が上昇してくるという中で、個人消費の面でも若干明るい材料が少しずつ出ているということである。ただし、消費の基調を規定する雇用・所得環境が厳しいことについては、評価は変わらないし、各種の対策がいずれ期限を迎える訳であるから、そういうことについては勿論注意を払っている。しかし、個人消費周りについては、いくつか明るいことを言われる方が少し多かったという感じはした。

問題は、先行きの自律回復力をどう評価するかということであるが、先程も少し触れたが、この点については皆さんの評価が微妙に分かれているという感じがする。いずれにしても、これは今月末の展望レポートの時にしっかりと点検をしていきたいと思っている。ただ、はっきりしてきたことは、一頃懸念された踊り場あるいは二番底というリスクはかなり後退したということである。そのうえで、先行きの自律回復力をしっかりと点検していきたいと思う。

景気の面で、自分自身の感想として一つだけ申し上げたい。これはずっと私が言っていることではあるのだが、景気の総括判断をどのような言葉で表現するのが適当なのかということである。前回のこの席でも申し上げたが、我々は昨年11月以降同じ表現を使ってきた訳である。この間、FRBあるいはECBがそれぞれオフィシャルな声明の中でどういう表現を使っているのか改めて振り返ってみた。細かい話は省略するが、例えばFOMCのステートメントをみると、9月の段階では「has picked up following its severe downturn」ということで、pick upという言葉を使っている。11月の段階では、「continued to pick up」、1月で「continued to strengthen」ということで、少しずつ表現を変えてきている。ECBは10月の段階では、「is stabilizing」ということであ

る。毎月変えているが、11月は省略して12月は「confirms the expected improvement in economic activity」、1月は「continued to expand」、2月も同じ表現、3月も基本的には同じような表現である。我々の方は先程の表現であるが、景気表現の悩ましさ、難しさというのは、二つの意味があるという感じがしている。一つは、総括判断の射程をどう考えるかということである。景気循環を均すと大した成長は見込めないという話と、そうは言っても景気循環は現に起きているという話のどちらを念頭に置きながら情報発信をするのかということが第一点である。もう一つは、色々な中央銀行が自国の経済について情報発信していく時に、日本銀行だけが少し変わった形で情報発信すると、それはそれでまた誤解を招くという感じがする。率直に今欧州経済をしてみると、先程の「continued to expand」という表現が本当にしっくりくるのかという感じはする。米国が「continued to strengthen」というのは——辛うじて日本よりは数字が良いということであれば——、それはそうかなと思う。ただいずれにせよ、主たる違いはやはり総括判断に示す景気判断のホライズンだと思う。要するに、景気循環を均した基調的な景気の強さを言っているのか、短期的な景気循環のことを言っているのかという違いだと思う。景気循環を均してしまうと、例えて言えば、雪が降っている時に季節調整をすれば今日は雪が降っていないと言うのに近いものがある。今少しカリカチュアして言ったが、なかなか情報発信上は難しいという感じはする。いずれにせよ、私自身、自律回復力が非常に強いと思っている訳ではなく、なお弱いと判断しているが、景気の現状をどういう言葉で表現していくのかについては、よく考えていく必要があると思う。いずれにせよ、これは今度の展望レポートでの話かと思う。

物価については、足許の動きに関しては皆さんの評価は一致していた。ただ、今日話を聞きながら、多少変化を感じたのは、西村副総裁がプラスになる時期について、従来ご自身が想定していた時期よりも少し早くなるという趣旨の発言をされたが、そうした点が今回の変化だったという感じはした。いずれにせよ、昨年第2四半期以降、需給ギャップのマイナス

幅が方向として小さくなっていくということが、ラグを経て少しずつ物価面にも現れてくるというご意見は一致していたと思う。それから、ポイントとなる期待インフレ率についても、生活意識に関するアンケート調査によって下振れは確認されなかったということだったと思う。なお、先々の物価を議論する時には、公立高校授業料の無償化をどう扱うのかということがポイントとなるが、この面では、この制度要因を除いたベースで物価をみた方が良いというご発言が何人かの方からあった。私も同じような感じを持っている。私からは、以上である。

野田委員

先程の総括表現というのは、どうも我々のボキャブラリーが少ないのだろうか。どうしても副詞や形容詞で補うことになる。

白川議長

これは各人色々な思いがあると思うが、心理的にも、社会的にも、やはり景気のレベルが低いということが変化を素直に表現することをためらわせる面があると思う。その結果、総括判断によって景気の微妙な変化を表現できなくて、それ以外の情報発信で景気判断を伝えていくことになる。総括判断の意味がなくなってくる感じがする。従って、ボキャブラリーが貧困というよりは、我々自身が素直に変化を表現することをためらうものがあり、それが現象としての貧困に繋がっているのではないかという気がする。

野田委員

先程の循環か基調かという問題は別として、その辺の変化というのは、やはりビビッドに示すべきだということであれば、またそういうご依頼があれば、そういう共通認識に達すれば、過去との繋がりとは別として、やはり議論していく意味があるかもしれない。ただ、世の中は過去の表現をよく言うので、そことの比較感で、短観のグラフではないが、ああいう見方

をしているので、その辺の変化というのはまた逆にコミュニケーション上微妙にどうなのかと感じる。

白川議長

本日私が申し上げたのは、表現の仕方を抜本的に変えた方が良いと言っている訳では全くない。

野田委員

勿論、それはそうである。

白川議長

こういう悩みを抱えながらも、もしイナーシャが働くことで我々自身が上手く表現できていないということであれば、もう一回よく考えた方が良いという趣旨である。現実的には過去の景気の局面での言葉づかいとの整合性はやはり意識しないといけない。しかし、それをあまり意識していると、日本の中では通用する表現であっても、経済がグローバル化する中で、情報発信がややバランスを欠いてしまうという点は意識した方が良いという話である。

須田委員

今の白川議長の話を聞いていると、結局これはタイムスパン——先程おっしゃったホライズン——の問題である。では、本当に短い月々の動きに合わせて評価、判断を変えてしまうのかと問われると、我々はもっと長い目で政策を実施しているので、私はマーケットの目をそうやって短期のところに向けてしまうのは、毎月様々な指標が変わっていくことに合わせてどんどん動いてしまったら、凄くマーケットをマイオピックにさせてしまうことがあるので、そこは適度にと言うか、そこが難しいと思う。

白川議長

全くそうである。

須田委員

それからもう一つは、言葉を変えることについてだが、今日もほとんどの方が、上振れているというよりは、どちらかというと一歩進めるということで、元々シナリオに乗っているという話であったが、そこで言葉を変えてしまうと、常に上方修正と言われ、その対話もなかなか上手くできないということがある。単に一歩進めているということが分かってくれるのであれば、色々な言葉を使いながらやっても、シナリオどおりであるということで上手くいく。どうもそういう受止め方——いくら言っても違う受止められ方——をされてしまうことも、この問題を難しくしていると思う。

野田委員

いつも言っているように、やはり中長期的にみてどうなのかということから外れるのは、それはあるかもしれない。ただ、どうも世の中の見方と違うのではないかというところは、短期的な振れなどもきちんとその中に織り込んで説明していくことも必要だという意味であるな。

白川議長

短期的な振れというより、我々自身が想定している景気の先行きのパスについて、自信の度を少しずつ深めていっているということである。大きな意味ではオン・トラックであるが、確実性が増してきているということ、先程のF e dやE C Bがああいう言葉で表現しているのだろう。基本的にイメージしていること自体がそう大きく違っている訳ではないと思う。

中村委員

先程、須田委員が毎月毎月変えるのはどうかとおっしゃったが、マーケットの人は良いが、一般の人は微妙な差が変わってもなかなか意味が理解できないだろう。であるから、そういう意味ではもう少し長い——月々というよりももう少し長い——ものも含めた方が良いと思う。それからもう一つ、我々はマクロの経済でみているのだが、企業数の7割位は中小企業であって、今回の景気回復もかなり限られた産業にとどまっているため、世間一般の感覚と時が経つにつれてどんどん乖離しかねない。そのため、一般の人に対するメッセージの発信が誤解を与えないようにも配慮していかなければいけないと思う。

白川議長

表現のことから離れて、景気あるいは物価について、追加的に論点を提起して頂ければ。

西村副総裁

これは難しいところであるが、要するに、中長期的な成長期待はまだ低いというのは分かるが、中長期的な物価期待に関して、これは非常に難しい時期に多分差し掛かってきていると思う。それについて、少し議論できるのではないかと思う。というのは、例の生活意識調査も、見方によると、何とかそこでとどまっているともみえるし、過去から比べればかなり低いというようにもみえる訳である。しかも、日本の場合は、足許のものにある程度の時間をかけて影響されやすいということになってくると、多分ここ数か月から1年位の間ものは結構重要になってくるかもしれないという気がする。そういう意味で、最近の動きはエンカレッジングなのだが、そういう状況のもとで、「中長期的な物価安定の理解」というか、人々の物価安定の期待というのを、我々はどういう形でみていったら良いかは非常に難しい問題だと思っている。私としては、一つの指標、生活意識調査とか消費の調査になるが、それだけではなくて、物価に対してどういう購

買行動をしているか、それから物価に対して企業がどういう価格付け行動をしているかというところを総合的にみていかなければいけないと考えている。そういうことから考えても、先程中村委員からもご指摘があったが、一時期、価格を下げなければ需要が出てこないというような状況からそれなりに脱したということからすれば、長期的なインフレ期待もそれなりに踏みとどまっているということは多分言えるのだろうが、それ以上のことはなかなか言えないのではないかと私は考えている。

須田委員

中長期的なインフレ期待の影響について、今の企業の話も、どちらかと言うと、中長期的というよりも、もう少し短中期的という感じがする。企業が長い期間の予想物価を参照しながら、今価格を下げるのをやめると考えるのかどうか。そのことに関しては、中長期的なインフレ期待を、そうやって企業の価格設定行動、家計行動から導き出すのは結構難しい。インフレ期待という意味では、過去の実績からが一番導き出しやすいと思う。それが故に、日本はもうほとんど物価が上がらないという期待が結構染みついているから、なかなかインフレ率も高くなっていかないと思っている。従って、その中長期的なインフレ期待について、企業の価格設定行動とか消費行動といった行動から何か上手くパターンを導き出せばそれは良いかもしれないが、なかなか難しい。

西村副総裁

私が企業の行動パターンを話したのは、日本の企業のある種の特徴は、物価を決める時——価格決定というのはどこの国の企業でも最も重要なものであるが——、日本の企業の場合は、比較的、中長期的というか、長期的なところで価格を決めていくということがある。勿論、デイリーの——毎日毎日の——ものは店長が決めていく訳だが、実際どういう価格水準にするかをみていくと、それはある程度、企業としての長期的な——中期的といった方が良いのだろうが——スタンスから出ているの

だと思う。それで、実は昨年位に非常に怖かったのは、いわばそう言った行動ビヘイビアではなくて、何かいわば一種のパニック的に価格引き下げが起こったような印象があった。それは色々政治的なもの、そういう動きもあったと思うが、そういったものがあの時点では非常に怖かった。それが少し和らいできた、それが例えば先程の高知県の話があったか、そういったものに来ている気がしている。勿論、何かそういった形で簡単に捉えられるものがあったら良いのだが、そうではないということから考えると、これは難しい問題である。しかし同時に、過去に物価が上がらないから、これからも物価は上がらないと皆が思ってしまうというのは、やはりそれはまた色々な問題があるのではないかと私は思っている。これから我々がコミュニケーション・ポリシーの中でそれをどのように持っていくのかは難しい問題であるが、そういうことを考えているということである。

須田委員

勿論、それが良いという話ではなくて、中長期的なインフレ期待がどうやってできているかという点、どれかといわれると、過去によって影響されている部分が大いだろうと思う。企業として考えた時には賃金をどう決めるかということもある訳である。だからそこも、インフレ期待がしっかりあれば、そこに合わせて賃金も修正していくことがあるかもしれないが、そうしたことも含めて何がどのようになっていると理解するのか。一番簡単なのは、中央銀行のターゲットとして何かあって、皆がそれを信じていくというのが、仮想的な世界では簡単に考えられることかもしれない。そういう仮想的な世界を想定している人達はそれを主張するのもかもしれないが、現実はそのようなことではない。そういう現実の中での中長期的な物価期待がどのように形成されているのかを、メカニズムも含めて理解するのは難しいと思っている。

亀崎委員

現状の家計・企業のインフレ予想という説明があった。現在どうかとい

うと、中長期を5年だとみると大体上がっている。1年先だと下がっては
いないが、横這いはいしは上がっている。ということを見ると、少なくと
もマイナス幅を縮小していく圧力がかかっているというようには言える
のではないかと思う。要するに、どんどんこれから需給が悪くなっていく
のではなくて、5年先は上がるし、1年先も横這いか、少し上がっている。
低いけれども、上がるということは、マイナス幅を縮小する圧力はかかっ
ているとは言える。だから、中長期的というとは分りにくいですが、先行き下
がるとはみられていないという位のこととは言えるのではないかと思う。そ
れから、長い目でみると、この20年位の日本の物価上昇率は+0.6～
+0.7%である。そのため、企業や家計は、基本的には日本の物価はあま
り上がらないとみているようには思う。ただ、今の局面で言うと、方向性
としては下がるのではなくて、上がるという方が適当ではない
かと思う。

野田委員

先程、須田委員がおっしゃった中で、賃金の要素というのは結構大き
い——当然大きい——のだが、2002年ないし2003年から2007年、2008
年までの景気回復期というか、かなりの高度で飛んでいた頃ですら賃金が
上がらなかった。それなら、今後の自律的な回復が成し遂げられた時も、
いわゆる賃金——物価に影響を与える賃金——にどこまで上昇が期待で
きるかはやはり大きな論点だと思う。日本の物価期待という観点からであ
るが。

中村委員

賃金を考える場合、逆に物価動向に影響を受けて、物価が上がってこな
いから賃上げは必要ないとか、若干後追いの面もあるな。

野田委員

少なくとも今は——どなたかが先程おっしゃっていたし、私も少し触れ

たが——、いわゆる先行きに対する雇用・所得に対する期待が高まっているというよりは、むしろ失職とか失業のリスクが弱まったという後ろ向きのところが消えつつあるというだけの話で、そこから一步局面らしきことが転換するかというと、そういう感じがまだなかなかないのである。だから、物価上昇期待についても、そこに火がつくというのはやはり賃金がどうかが一番大きなポイントを占めるような気がしてならない。ここ 2003 年位からの動きをみていると、まさにそういう感じがする。

亀崎委員

今後企業収益が圧迫されるということと、おっしゃったように、ここ 10 年位上がっていないことからすると、ここで上がっていくとはなかなか考えにくい。

山口副総裁

西村副総裁の問題提起は、我々の「中長期的な物価安定の理解」が一般に共有されているのかどうかということか。物価が下落していく局面では、さらなる物価下落が起きないかどうか、言い方を換えると、インフレ期待がアンカーされているのかどうかに目が集まる一方で、物価の下落幅が縮小していく局面では、我々の「中長期的な物価安定の理解」との関係でインフレ期待がアンカーされているかどうかにもむしろ関心が集まらない。この辺をどう考えるか。つまり、物価が下がる局面ではインフレ期待のアンカーに議論が集まる一方、下落幅が縮小していく局面ではアンカーについての議論がなされないのは、アンバランスではないかという問題提起と受止めて良いのか。

西村副総裁

潜在意識としてそういうものがないとは言えないと思う。そこまでディサイズに考えている訳ではないが、要は、どういうことかと言うと、我々が「物価安定の理解」を出した時に、それがどちらかと言うと、我々は後

る向きというか、過去にこうあって、それで人々がそういうふうに期待を持っているからだという形で説明してきた訳である。しかし、その場合には、もしもマイナスの物価上昇率が続いてしまうと、逆に言えば、それにまた影響されてしまうことが生じてしまう訳である。そういうことに対しての対応も、我々として考えていかないといけないと思う。それに対して、どういう方法が良いのかも含めて考える必要があるのではないのか、というのが私の個人的な意見である。私自身の問題として考えたいということである。その期待というのは極めて難しいもので、最終的には結果でしか分からないものが期待だと言うのも変であるが——長期的な期待に今の経済活動が依存し、そして将来に対する様々な人々の働きかけ、つまり投資とか耐久財に対する消費とかに影響を及ぼすとすれば——、その部分に対しても我々として真剣に考えていく、若しくはそういうものに対して何らかのことができるならば、考えていくことが重要なのではないかと考えている。

宮尾委員

先程、西村副総裁から、企業の価格付け行動について、中期的な展望に立って企業が価格設定をするというマイクロ情報もあり、そういう観点から少し強めの価格設定行動が出てきているのではないかというお話があった。もし、そういう議論に立って物事をみるとすると、企業自身が将来の世界的な需要の回復がよりしっかりと展望できるようになって、そういう中長期的な展望に少し明るさが出てきたので、少し価格上昇の圧力が生じる、あるいは価格の下振れリスクが抑えられていると。何でも値下げをして安売りをして、ただ売上を上げようというのではなく、価格を維持しながら、あるいは価格を少しでも上げながら良いものを作っていく、あるいは新しい需要を創出していく、そういう行動に繋がっている、あるいはそういう芽がみられているというように思った。であるから、将来見通しという面で、やはり企業の方々も明るさを感じているのであれば、それは取りも直さず中期的なインフレ見通しの下振れリスクをしっかりと抑える

面に貢献しているのではないか。そういう動きが現に色々なミクロ情報等からも現れていると解釈できると思った。従って、マクロ的にもう一度それを解釈し直すと、需給ギャップの縮小が少しずつ着実に見通される、そういった見通しが少し広がりつつあるということに繋がると感じた次第である。

須田委員

凄く競争しながら価格を引き下げている時は、結局赤字になって企業が共倒れとなることを実感するので、私はそういう競争が起こったらあるところで下落は止まる、底に来たら止まる、そして再びそういうことが起こったりするとみている。引き下げ競争が止まるのは、前向きな動きとは必ずしも言えなくて、実際にやって相当赤字になってしまって、要するにパイを奪い合っていることを自分達が分かった時には、そこは止めていくのだと思う。であるから、必ずしも前向きな企業行動で価格引き下げが止まるとは限らない。私は、金融システムの問題等がない限りは、こういう通常の物価の動きはどこかで下げ止まると元々想定してきていた。

白川議長

物価に関して最近感じていることを一つ申し上げたい。これは今日の議論——短期的な議論——ではないのだが、日銀法に定められているとおり、日本銀行は「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」、つまり物価安定ということを通じて経済の持続的な成長に貢献していくというのが基本的な考え方である。そうした中で、近年、日本だけではなく世界的に物価上昇率が下がってきて、物価安定が達成された結果、様々な経済の不均衡が物価に現れにくい経済になってきたという議論になっている。実は、その議論は、二つの要素から成っていると最近思うようになった。一つは、従来から言われている議論であるが、先々の物価も安定しているという予想の中で、企業が、価格を引き上げても短期的に顧客を取られることになるので、なかなか価格を上げない。そういう形で、

結果として物価が上がりにくい経済であるという議論である。勿論ある程度いくと、不均衡がたまって勿論インフレになる訳であるが、中央銀行に対する信認が増し、予想インフレ率が安定するが故に、不均衡が物価に現れにくいという現象である。もう一つは、物価上昇率が全体的に非常に低くなってくると、企業間の競争が価格では行いにくくなり、価格以外のパラメータで競争するようになるという議論である。そのパラメータにはその時々ファッションがあるのだと思う。その競争は価格には現れにくい競争であるが、現実にはシビアな競争をやっている訳である。概念的には、それは品質調整をして正しい物価を把握するということになるが、実際上はなかなかそういうことはできない。つまり物価に不均衡は現れるのだが、物価指数には現れにくいということはあるのだと思う。また、値下げ競争も、品質を低下させたから値段が下がるというものもあるが、それがある程度進むと、消費者も品質の悪いものには飽きてしまうということが起きる訳である。そう考えてみると、物価には現れるが、物価指数には現れにくいということは、低インフレ環境で起こりやすいという感じがする。そういう意味で、物価安定は勿論大事であるが、物価安定を通じた国民経済の安定ということを意識した場合に、物価指数の動きをどうみていくのかというのはなかなか難しい。昨日、門間調査統計局長の説明にもあったが、今の耐久消費財の下げには、品質調整という難しい問題がある。これは上にも下にもあるので、バイアスがどちらにあるのかは勿論分からないが、こういう現象はこれから益々サービス商品が増えてくるとか、色々な意味でネットワーク商品が増えてくると考えると、極めて難しい問題であるという感じがする。今、米国のコアCPIの動きをみていると、多くの方が触れたように、明らかに下方トレンドにあるという感じがする。需給ギャップ自体をみると、最悪期は終わったと思うが、これをどういうふうに解釈するのかという時に、Fedが物価について——ターゲットは出していないが——一応想定していると言われていた数字が、アンカーされていないと考えるのか、あるいは需給ギャップが本当に弱いのか、あるいは物価指数が正確に捉えられていないのか、色々な可能性があると思う。そ

ういう意味で、物価をみていく時には、健全なバランスを持ってみていかないと難しいことになると思う。これは今日の決定会合についての話ではなく、最近感じていることである。

他にないか。ないようであれば、ここで一旦コーヒーブレイクにしたいと思う。今 10 時 30 分であるので 10 時 40 分に再開したいと思う。

(10 時 30 分中断、10 時 40 分再開)

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、再開する。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について、お一人 5 分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。発言の順番は、先程と同様である。それでは、須田委員お願いします。

須田委員

最初に、前回会合以降の市場の動向からみていきたいと思う。まず、株式市場についてであるが、日経平均は米株高や為替円安を背景に上昇を続けている。先程、米国株価が実体経済の回復を映じたものか読みにくくなっていると述べたが、我が国の株価も——為替も同様だが——、金融政策に対する思惑も含めて期待が先行している可能性があるので留意が必要である。また、長期金利は、株価堅調や米国長期金利の上昇等を背景に幾分強含んでいる。米国の債券市場では、巨額の財政赤字と景気回復の両面から、長期金利のさらなる上振れリスクを指摘する声が増えているが、我が国では一般政府の実物資産を加えた正味資産が 2009 年末で負債超に転じる可能性が高い中、我が国長期金利への波及が引き続き気になる。

次に、短期金融市場についてであるが、各種短期金利は引き続き低位安定的に推移している。企業金融支援特別オペ完了後も資金を取り上げるような動きはみられておらず、年度末越えも無難に通過した。なお、固定金

利オペの拡充によるターム物レートへの影響については、元々レートに低下余地が乏しくなっていたこともあって、今のところ限定的との評価が一般的のようである。CP及び社債については、外部資金調達ニーズが低下する中、運用難に悩む地域金融機関などの物色を背景に、良好な発行環境が続いている。社債のBBB格についても、発行体に広がりが見られる中、スプレッドは緩やかな縮小傾向を辿っている。CP市場でも、高格付け銘柄を中心に投資家の運用ニーズは高く、レートは総じて低い水準で横這いとなっている。発行企業ベースのCP発行環境では、昨年来、順調に「楽である」超幅が拡大していることが短観で確認できた。この間、特別オペ完了に伴うCP発行レートへの影響も特段窺われていない。アベイラビリティ指標についても改善の動きが続いている。信金中央金庫の特別調査「デフレ不況下の中小企業経営」によると、デフレ進展によるマイナス面の影響として資金調達難を挙げる企業は非常に少なく、デフレ対策として日銀に資金供給拡大を求める声も強くない。以上、我が国の金融環境を巡る様々な指標から、「改善の動きが続いている」という評価をもう一步進めることで良いと思う。

これまでみてきたように、金融資本市場が総じて落ち着いて推移している中、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。しかしながら、経済・物価情勢のパートで示した様々なリスク要因を背景に、引き続き不確実性の高い状態が続いていることに変わりはない。こうした状況下、日本銀行としては、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よう、引き続き粘り強く支援していく必要がある。従って、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当だと考える。

固定金利オペの拡充に伴って、按分比率の低い同オペのウエイトが過度に高まると、資金ニーズが強まった際には、他のオペを使って高いレートで取り上がったり、GCレポ・レートが不安定化するリスクが高まる。逆に、足許の資金余剰感が強まる場合には、オーバーナイト・レートが大きくダレてしまう可能性がある。執行部におかれては、誘導目標金利の維持、

潤沢な資金供給、市場機能への配慮、より長めの金利の低め誘導に配慮しつつ、柔軟な調節を行って頂きたいと思う。

さて、ここで改めて前回の措置に対する市場の反応と、それを踏まえたうえでの留意点について指摘しておきたいと思う。まず、前回会合直後の報道から有力なBOJウォッチャーの評価を確認しておくこと、政策の効果は限定的であるものの、今後の追加緩和策を期待して評価する向きもあったが、独立性への懸念や今後の市場との対話の難しさを指摘する向きもかなり見受けられた。前回、私は反対票を投じた訳だが、反対票が出たことも含めて、その時点で最善の政策判断が政策委員会として行われたとみている。従って、市場から手厳しい批判を耳にするのは私にとっても残念なことである。当然のことながら市場の声が常に正しいという訳ではない。2004年1月に姿勢を示すために追加緩和を決定した時にもかなり批判されたが、その批判を取り上げた際に、市場の声をそんなに気にしてどうするのかといったご意見を頂戴したことを思い出す。確かに、たかが市場の声かもしれないが、されど市場の声である。市場の声から耳を背けていたのでは、市場はどんどん我々から離れていってしまう。やはり、市場が問いかけている疑問や批判に真摯に耳を傾け、それに丁寧に答えていくという姿勢こそが、市場との対話を適切に行っていくうえでの大前提なのではないか。そういう思いを強くしている。

また、今後については、為替レートや政府の動向に言及しつつ、追加緩和はあり得ると、ほとんどのBOJウォッチャーがみている。この点に関連して、三点ほど指摘しておきたいと思う。一点目は、第2の柱にかかるリスクについてである。このような見方は、景気が回復過程にあるにもかかわらず、金融緩和が強められるとの期待が醸成されることを示唆しているが、非常に低い金利が過度に長く続くといった期待が強まれば、行き過ぎたポジション造成に繋がるリスクが高まる。既に、円キャリートレードを囁す声が市場で聞かれ始めているほか、IMMポジションをみても、久方振りに円ショートに大きく傾いていることが確認できる。円高に振れば追加緩和があり得ると、金融政策を為替にリンクさせて考える傾向が強

まっているというコミュニケーション上の問題も然ることながら、積み上がった流動性が円キャリートレードを通じて新興国や国際商品市場に流れ込み、バブルや商品市況の高騰に繋がるリスクが高まることを懸念している。他の主要国が景気回復に伴って金融緩和からの出口を模索する中で、日本だけが一人緩和方向を向き続けるとなれば、実際、為替市場ではそうした見方を背景に円が売られているが、その結果、過度の円安が生じると、海外から批判の対象となりかねない。第二の柱による中長期的な観点からの点検が重要性を増しているように思われる。

二点目は、構造改革についてである。金融緩和が構造改革に伴う痛みを和らげるという意味では、金融政策は構造改革の進展を間接的に支えることはできるが、構造改革そのものを進展させる効果はない。むしろ、金融緩和状態が長く続けば、必要な構造改革が先送りされ、新陳代謝が鈍くなるという副作用をもたらす。現在の日本経済にとって最も重要な課題は、抜本的な構造改革の断行であり、構造改革が先送りされたままでは、金融政策に期待される景気浮揚効果も減殺されかねない。

最後に、今後の金融政策のあり方についてだが、この点に関しては、前回合で申し上げたことを繰り返すしかない。市場では、4月の展望レポートに向けて、再び追加緩和を織り込んでいく可能性がある。新聞等では既にそうした報道が増えつつある。しかしながら、市場が一旦織り込んだからと言ってそれに従うのではなく、二つの柱に基づく点検の結果として、粛々と政策判断を行うべきということである。我々の金融政策運営が、現行の枠組みから逸脱することなく、常にアカウンタブルなものであれば、金融政策への信認が揺らぐことはないと確信している。金融政策は効果が出るまでタイムラグがあるということを、市場にしっかり理解してもらったうえで、我々も中長期的なトレンドをしっかり押さえた、的確な情勢判断を行っていくことが重要だと考えている。そのためにも、そのベースとなる経済・物価情勢の判断が非常に重要で、先程も述べたが、それについて短期的に振れるのは望ましいことであると思っていない。そのような対応は、結果的に市場の金融政策をみる目をマイオピックにしてしまう可能

性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

私からは、まず金融環境から述べたいと思う。厳しさを増しつつも、全体として緩和の動きが強まっているとの評価は適当であろうと思う。直接金融——CP・社債の発行環境——からみると、良好な発行環境が続いており、低格付け社債の発行環境にも改善の動きがみられている。5日に初めて公表したCP発行企業ベースのCP発行環境DIをみると、リーマン・ショック直後の2008年12月短観において大幅な厳しい超を記録した後、昨年6月短観までにリーマン・ショック前を上回る水準まで回復し、足許では楽である超幅が一段と拡大、すなわち発行環境が一段と改善していることが窺われる。昨年、CP買入れ完了の是非を判断する際に、CP発行企業に限定してCP発行環境DIのデータをみることができないかと思い、調査統計局に照会させて頂いたが、本音はもう少し早い時期にこのデータをみたかったという気もしないではないが、政策判断に有用なデータの算出を可能にしたという意味において、関係者のご努力を多としたいと思う。

続いて、間接金融についてみると、銀行貸出残高は、企業の資金需要が後退している中で、前年の高い伸びの反動もあり、引き続き前年を下回っている。企業からみた金融環境の貸出態度を短観で確認すると、大企業、中堅企業、中小企業全てにおいて改善の動きが続いており、大企業は緩い超に転じた。

以上の状況を映じて、企業の資金繰りも、大企業、中堅企業、中小企業全てにおいて改善している。このようにマクロ的にみて、企業の支出行動が金融面から制約される状況にあるかという点、全くそうではなく、少なくとも金融環境面からは企業マインドは着実に改善していることが観察

される。ただし、中小企業の中でも、小企業、零細企業の資金繰りについては、収益の回復の遅れや、緊急保証の利用可能性が実質的に徐々に低下していく可能性があることから、先行き再び厳しさを増すリスクがあり、引き続き注視していく必要がある。

ところで、前半でも述べたとおり、1月の中間評価時点での見通しと比較すると、実体経済は若干上振れ、物価は概ね見通しに沿って推移している。もっとも、我が国経済は、海外経済の回復を前提として、先行き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なお弱い中で、当面は景気全体の浮揚感に乏しく、物価は経済全体のスラックを背景に展望レポートの見通し期間の最終年度まで前年比でマイナス圏内で推移する可能性が高いという中心的な見通し、それにこの中心的な見通しにかかる高い不確実性は、半年前に比べれば小さくなっているが、依然としてなお大きいという点は変わっていない。

こうした情勢を踏まえれば、前回会合で拡充した固定金利方式の資金供給オペも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、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、という予てから申し上げているブロードな意味での金融市場調節方針を、当分の間、堅持していくことが重要である。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%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。

最後に、前回会合で決定した新型オペの拡充により、多くの市場参加者が市場機能の一層の低下を懸念しているようであるということ指摘したいと思う。また、アベイラビリティの面から言うと、一つに金融機関にとって金利を上乗せすれば希望額の調達が可能金利入札方式の資金供給オペのウェイトが低下すること、一方で固定金利方式の共通担保オペの按分率が低いことなどによりアベイラビリティ、ひいては金利形成の面で不安定性が増すのではないかと、この指摘が多く聞かれている。金融市

場局におかれては、一段とアクロバティックな調節を求められることになると思うが、ぎりぎりの市場機能の維持に対する配慮を引き続きお願いしたい。簡単であるが、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

まず、国際金融市場だが、世界経済の底入れ傾向を反映し、落ち着いた動きをしていると考える。ここ3年ほど、国際金融市場での大きなショックが世界経済を揺るがしてきたが、このところは実体経済の動きの方が国際金融市場の動きを規定する傾向が強くなっている。これは、一種のノーマリゼーションだと思う。長めの資金市場での取引量の回復がまだであるという脆弱性を抱えてはいるが、米国金融市場でのハイイールド債発行が大きく回復しているなど落ち着きがみられていると考えられる。ただし、直近の市場の動きを仔細にみると、米国における景気回復の広がり、雇用統計の改善、抑制されたインフレ率など、資金調達環境が改善しているという楽観的な認識が広がる中で、潜在的なリスクの存在を示唆するとも解釈できるような動きもみられる。特に米国で金利が強含んでおり、これは景気回復を織り込んでいるという解釈とともに、潜在的なリスクが高まり資金調達コストが今後上昇すると債券市場がみている、というような解釈も可能である。足許をみる限り、資源国通貨、株式が強含んでいることなど、リスク許容度の回復を示唆する動きの方が目立つが、先行きは予断することなく、慎重にみていく必要があると考えている。

日本の金融市場の現状は、前回会合と大きな変化はなく、改善の動きがさらに進んでいると評価ができると思う。一歩進めることが適切だと思う。短観の金融機関貸出態度判断D I は、大企業で緩い超に転じ、同じく短観資金繰りD I で同じカテゴリーで、このところ楽である超が続いているということのを合わせて考えると、大企業では緩和の傾向が強まっているの

はそのとおりだと思う。しかしながら、中小企業、特に小企業の金融環境が、大企業と同程度の改善のテンポであるとは言え、そもそも大企業に比べて著しく低い水準からの改善に過ぎず、厳しい状況が続いていることも考える必要があると思う。

前回会合で、長めの金利の低め誘導の効果をさらに強めるため、新型オペの一層の活用による追加的な緩和を決定した。この追加緩和策は、金融緩和の実をさらに強め、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するため、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく、という日本銀行の意図を明確にすることで、究極的には企業や家計のマインドの弱まりが中長期的な成長期待、インフレ期待の下振れを通じて経済に望ましくない効果をもたらしてしまうリスクを避けるものであった。金融政策の効果は、時間がかかることを考えてみるとその効果を云々するには些か早過ぎるが、決定後今日までの金融市場等の動きは、この施策の意図したところと矛盾しないものとなっていると考える。

しかしながら、金融経済情勢に関する討議で述べたように、日本経済の現状を評価すると、足許経済活動は、想定比やや強めではあるものの、企業、家計の中長期的な成長期待や中長期的なインフレ期待は、依然として下振れのリスクが付きまとっている。従って、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくには、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、前回同様、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、ということで良いと考えている。以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

前回会合では固定金利型共通担保オペを大幅に増額することにより、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充することとしたが、日本経済がデフ

レから脱却し、物価安定のもとで持続的成長経路に復するために粘り強く貢献していくという本行の姿勢について、国民の理解を得ることの一助にもなったと思う。また、新型オペによる資金供給とともに、従来型のオペにより年度末越えの資金供給を潤沢に行ったこともあり、短期金融市場は極めて落ち着いて年度末を越えることができたほか、企業金融支援特別オペも市場の混乱や無用の憶測を引き起こすことなく終了できた。追加措置の金利への影響は、元々ターム物金利の低下余地が小さかったこともあり、低下幅は限定的なものにとどまっている。追加措置の効果のうち、回復基調にある我が国経済を、より確かなものにするとともに金融機関の金融仲介機能のさらなる強化を促すといったことについては、時間の経過を見守る必要がある。一方、追加措置導入後に、米国経済の回復への期待の広がりを手掛かりに、主要通貨に対してドル高が進行したり、欧米市場での株高や企業業績の改善等を材料に、我が国の株価が上昇したことなどを受けて、デフレ脱却対策の一環として、さらなる追加緩和措置を期待する論調も散見される。また、新型オペの目的や効果の波及経路などが十分に理解されないまま、円安誘導等を目的に新型オペのさらなる拡大を図るべしとの主張もみられる。国民や市場参加者の理解や認識が得られていないために、本行の金融政策方針に誤解や不信感が生じ、金融政策の効果が減じたり、誤解に基づいて世論が形成されることは好ましくない。このために、市場やマスコミ、分けても一般国民の信頼と理解をより高めるために、本行の政策方針や導入している施策について、極力分かりやすい言葉と受け入れやすい手段を通じて丁寧に説明するといった、地道な努力と工夫を重ねる必要があると思う。

国内の企業金融を取り巻く環境は、業種や規模によって厳しさは残しつつも、全体として緩和の動きが確実に拡大している。投資家の社債購入意欲も引き続き強く、発行体にとっては、発行規模や発行スプレッドが事前に予想していたレンジの最も有利な条件で決定される案件が多くみられるなど、緩和的な発行環境が続いている。また、これまで相対的に投資家が購入に慎重だったBBB格社債や投資法人債も発行されており、これま

で厳しかった低格付け社債の発行環境にも改善の動きがみられる。3月短観をみても、多くの大企業は、借入金利水準が低下したと判断しているようである。

我が国経済は海外経済の改善や各種対策の効果などから持ち直しの動きが続いているが、自律的な回復力はまだ弱く、回復の恩恵を享受できている業種は限られている。一方では、前半部分でも申し上げたように、景気回復の広がりは一時的ながらも輸出や財政刺激策に絡んだ製造業から、それらの産業との関連が強い非製造業などにも徐々に広がる動きがみられるようである。しかしながら、経済活動の水準が未だ低く、回復のテンポが緩慢なだけに、業績の回復が相対的に遅れている産業や地域の経済に携わっている多くの国民にとっては、なかなか景気回復の実感をしづらい状況がこれからも続くと思定されるので、景況感の二極化の拡大には配慮が必要である。

先行きのリスク要因は、海外経済については、新興国・資源国経済の成長加速に伴う上振れ要因に加え、米欧のバランスシート調整が銀行貸出の抑制や財政支出の過度な抑制に繋がるなどの下振れ要因がある。ただし、足許では米国の個人消費や住宅投資が一段と下振れる可能性は低下していることや、下振れリスクが相応に高い欧州経済についても、その影響がグローバルに波及する懸念が薄らいでいることなどから、短期的には海外経済が大幅に減速するリスクは低下していると思われる。一方、国内企業の中長期的な成長期待の下振れリスクについては、一時期に比べれば減じているが、払拭されてはいない。景気持ち直しのペースは極めて緩慢であり、経済活動の水準が低く、かつ景気回復後の最終需要の水準が見極めにくくなっている。このため、現在、抱えている過剰設備や人員の整理、成長軌道に乗せるための企業統合や合併等にも慎重になっていると考えられる。また、企業業績の回復も、コスト削減や供給力の削減による需給改善に依存する部分が大きく、必ずしも成長するグローバル市場を見据えての成長戦略が描けているとはいいがたい先もあるほか、政権交代があったこともあり、我が国の将来展望や諸制度の改正の動向などに関する不透明

感も強く、先行きを慎重にみる先が多いようである。

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、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

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

前半パートでも述べたとおり、足許の経済情勢は持ち直しを続けているとみている。こうしたもとで、国内の金融環境は、全体として緩和方向の動きとなっている。すなわち、実体経済が強まるもとで、限界的ながら市場金利の低下傾向が続き、C P・社債の発行環境も良好である。また、3月短観では、金融機関の貸出態度や企業の資金繰りの改善が続いていることが確認された。中小・零細企業の金融環境については、大企業との格差は開いたままであるが、一連の政策効果等もあって、全体としては改善方向にある。こうした背景には、本行が金融緩和スタンスを維持・強化していることの効果もあるものとみている。

もっとも、金融市場調節の方針としては、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するには、まだ相応の時間を要すると思われることから、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、現行の十分に低い0.1%に維持することが適当と考える。前回会合で決定したやや長めの金利の低下を促す措置の拡充策については、今のところ、まだオペを開始して間もないこともあり、T I B O R金利のごく僅かな低下をもたらしたに過ぎないが、通常粘着的な金利が低下したことに効果が認められると思う。また、本行が緩和スタンスを改めて示すことによって、景況感が明るさを増す中でも、市場において緩和意識が一段と深化することにも繋がった部分があるのではないかと思う。

なお、今後の金融政策運営に当たっては、グローバルな金融環境の変化に、引き続き最も注意を払っていく必要があると思う。金融市場は、足許では概ね落ち着いているが、P I I G S 諸国の財政悪化や中国の過熱抑制策、米国の金融機関規制案などへの懸念は消えた訳ではない。現時点では、こうした各国政策当局の動きと、それがもたらす金融経済への影響に、大きな不確実性があると考えている。

また、世界および日本の経済成長パターンの変化といった構造問題への留意も必要である。例えば、先日訪れた高知では、人口減少が全国よりいち早く始まり、それも年間1%ものペースで進んでいる中、内需には期待できないため、地産外商、すなわち県外、海外の販路開拓を成長戦略の中心に据えるとの話が聞かれた。全国ベースでも人口減少が始まった以上、内需の拡大を模索しながらも、結局はこれまで以上に成長ドライバーの相当部分を輸出に頼らざるを得ないと思う。しかし、米国政府が輸出倍増計画を打ち出し、欧州は内需の弱さを輸出でカバーするしかなく、新興諸国はこれまで以上に輸出競争力を強めていく中、まさにグローバルな大競争が益々熾烈になっていくことは確実である。特に、近年中国企業によるM & Aが急激に増え始め、対象も資源関連から先進国の製造業や商業へと広がりを見せていることは大きなチャレンジである。こうした中で、日本が今後とも輸出頼みの成長を続けることのハードルは、決して低くないと思う。政策運営に当たっては、そうした経済の構造変化も考慮に入れておかねばならないと考えている。

本行は、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成長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、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旨、コミットしている。従って、今後とも、状況に応じて最も適切な金融調節の手法をプロアクティブに実行していかねばならないと思う。以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最初に、金融環境の評価についてポイントを絞って簡単に述べたい。まず、短期金融市場では、ターム物金利は幾分弱含んでいる。企業の資金調達コストも、低下傾向が続いている。企業収益の改善を踏まえると、金融緩和による景気刺激効果はさらに強化されているとみられる。CP・社債については、引き続き良好な発行環境が維持されている。BBB格社債の発行環境にも、改善の動きが広がってきている。企業の資金繰りであるが、大企業や中小企業については、改善の動きが一層はっきりしてきたように思われる。一方で、零細企業については、資金繰りに目立った改善は窺われていないというコントラストが残っている。以上のような状況を考慮して、金融環境の総括判断としては、厳しさが一部に残っていることを認識しながらも、これまでの表現を一步進めても良いのではないかと思う。

次に、金融政策運営である。最初に固定金利オペの拡充を決めた前回会合以降のマーケットの動きを確認したい。短期金融市場では、TBレートやレポ・レートが引き続き低水準で安定的に推移している。高止まりを続けていたTIBORも小幅ながら低下している。ターム物レートは、全体として弱含んでいる状況だと思っている。この間、為替の動きをみると円安方向で推移しているほか、株価についてはほぼ一貫して上昇傾向を辿っている。こうした株価の動きなどを受けて、長期金利は幾分上昇している。もちろん、固定金利オペの拡充が、市場の動きの全てに直接的なインパクトを与えるものではないことは言うまでもない。ただ、ターム物金利の弱含みについては、それなりの効果が及んだものと思っている。また、我々の金融緩和姿勢がさらに明確に示されたことにより、為替・株式相場にも相応の影響があったように受止めている。企業マインドについても、円安や株高の動きもあって、何がしかプラスの影響を与えている面があるように思われる。貸出金利への影響については、政策の効果がどう波及していくのか、引き続き注目していくべき段階だろうと思っている。いずれにせよ、金融緩和の効果が、実体面、そして特に金融面にどのように及んでい

くかについては、企業収益との関係で緩和効果が強まりやすい状況になってきているだけに、副作用を含めて、従来にも増して目を凝らしてみている必要がある状況になってきていると認識している。最後に、当面の金融市場調節方針についてであるが、前半のセッションで述べた我が国の経済・物価情勢を踏まえると、現状維持が適当であると思う。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず、足許の金融市場の状況から振り返りたいと思う。短期金融市場では、昨年12月の新型オペ導入以降、3か月物金利を中心に金利低下が進みつつある。長期金利については幾分強含んではいるが、なお1%台前半で安定的に推移している。為替相場については、米国経済の堅調な回復見通しを受けた米国金利の強含みなどを背景に円安傾向が持続しており、足許ではその動きが強まっている。株式市況については、昨年12月以降、下値を切り上げてきており、東証株価指数がリーマン・ショック直後の2008年10月以来の水準に達するなど、回復基調に力強さが窺われる。

次に、企業金融に関しても、総じて緩和傾向が強まっている。民間金融機関の貸出残高は減少基調にあるが、これは前年における著増の反動が主因とみられる。民間企業の資金繰りは、3月短観における金融機関の貸出態度判断DIや資金繰り判断DIにも表れているとおり、中小企業では厳しさを残しつつも、改善傾向にある。社債市場も概ね良好な発行環境が維持されている。

これまで外部から日本銀行の金融政策をウォッチしてきた立場に立つと、昨年12月に「中長期的な物価安定の理解」を明確化したことは、その月の新型オペの発動とも相俟って、人々や市場のマインドを改善する観点から好ましい効果があったように窺われる。さらに、3月の追加緩和措

置により、新年度以降も極めて緩和的な環境が継続される形となり、今後の企業等の前向きな取り組みを後押しする効果が期待される。

先に述べた景気・物価情勢に関する現状認識と見通し、現時点での金融環境、そして昨年12月以降の政策に期待される効果を踏まえると、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促すという現在の方針を維持して、その効果の浸透を見極めることが適当であると考えます。以上である。

白川議長

それでは、最初に、次回決定会合までの調節方針であるが、私も含めて全員が現状維持ということである。金融政策運営の基本的な方針も従来と同じである。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成長経路に復帰することが極めて重要な課題だと認識している。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、という方針に沿っての運営となる。次に、金融環境の評価であるが、昨日執行部の方から「厳しさを残しつつも緩和方向の動きが強まっている」という案が示されたが、皆様の意見陳述もこうした内容であったと受止めた。つまり、前回に比べて、一步この面でも判断が進んでいるということである。議長として、論点を一つだけ提供したいのだが、どういうふうになれば、この「厳しさを残しつつも」が取れる状況になると我々が判断するのかについて、一応自問自答してみる必要があるということである。つまり、多くの方がおっしゃったように、金融が景気の足を引っ張るという段階では最早なくなっていて、その点では、意見が一致していたと思う。元々金融環境とは、景気のみラーとしての金融環境ということでは必ずしもなくて、金融が景気に対してどういう力を上にも下にも発揮するのかということを点検していくのが主たる狙いである。金融が実体経済の制約になっていないというのが全体の判断であれば、「厳しさを残しつつも」の意味がややはっきりしなくなってくる。先程、亀崎委員から高知の話もあったが、

地方、あるいは地域、企業によって勿論厳しさはある訳である。その厳しさというのは、実は業況が厳しいという話であり、必ずしも金融環境が厳しいという話ではないだろうと思う。我々が主として依拠している短観の資金繰り判断も、中小企業については、ずっと恒常的に厳しいということであるから、我々はそれだけで判断している訳では勿論ない。どの段階で総括判断の表現を変えていくのかも意識しておく必要があると思う。こうした観点から金融環境を前月との比較で点検してみると、多くの方がおっしゃったように、まず、ターム物の金利は弱含んでいるということである。それから、CP・社債市場についてみると——必ずしも今月だけの動きではないが——、連続的な変化の中で低格付け社債の発行環境にも改善の動きがみられていることがいよいよ明らかになってきたと思う。それから、企業の資金繰りも、中小企業ではなお厳しいとする先が多いが、これらも含めて全体として緩和方向の動きが続いていると思う。それから、金融環境という場合、通常、今申し上げたような点検をしている訳であるが、為替レートや株価も、広い意味で金融環境を規定する要因である。インデックスによっては、こういうものが入っているケースがあるが、為替は円安方向、あるいは株価が上がるということで、広い意味での金融環境は緩和方向に進んでいると思う。

次に、前回の措置についての評価であるが、これは今申し上げた金融環境の評価と重なる部分もあるが、改めて整理をしてみると、ターム物金利は極く僅かではあるが低下している。企業マインドの面にも、株価、為替の動きにも、我々の姿勢が明確になることを通じて、相応の効果があつたように思う。これはどちらかと言うと、即物的な——市場で何が起きたかという——意味での効果である。ただ同時に、我々として意識すべきことも起きている。一つは、野田委員が指摘された、あるいは須田委員もそうであるが、市場機能への影響である。既にもう限界的なところまで来ていて、そこからの変化なので、前回の措置自体ということではなくて、多分我々の行っているトータルな金融緩和措置の問題ということも勿論あるが、ただ、市場機能という面でみると、これがさらに低下する方向に働く

要因だということについては、それはそうだと思う。昨日の金融市場局の説明にもあったが、固定金利型オペを活用するようになった結果として、金利入札型のオペが使いにくくなるのであれば、結果として、金融緩和環境を実現する目的に照らして、なかなか難しい局面は起こり得る訳である。そうしたことも含めて、前回以降起きたことの一つとして意識しておく必要があると思う。そういう意味で、効果というものは、今申し上げたような副作用と常に照らし合わせながら考えていく必要がある。

それから、情報発信についてである。これは、これまでこの席で何度となく議論したので、特に今日は申し上げないが、我々が直面している問題は、FRBも含めて、ゼロ金利に直面した中央銀行が等しく抱えている問題だという感じがする。金利と景気なり物価が対応付けて説明できない状況に入った以上、どの中央銀行も直面していると思う。しかし、さは然りながら、日本銀行が考えていることをできるだけ正確に分かりやすく説明していくという努力をこれからも重ねていきたいと思う。次回の金融政策決定会合では、展望レポートを議論する中で、我々にとって一番大事な少し長い目でみた経済・物価情勢について包括的に点検をする訳であるが、須田委員が強調されていたように、それからどの委員も思われているように、第1の柱、第2の柱に沿って、色々しっかり点検して中長期的な観点から、我々の金融政策のあるべき姿について議論していきたいと思う。そうした点検を冷静に行うためにも——これは私の記者会見も含めてであるが——、色々な情報発信の際、あるいは新聞記者に会う時も含めて、将来の政策の方向性を示唆することについては、従来も話していないと思うが、一段の注意をお願いしたい。冷静な議論ができなくなるということは、議長として、一番避けたい事態であるので、改めてその点について宜しく願います。以上である。

須田委員

先程おっしゃった「厳しさを残しつつも」という部分を意識しながら、今日、信金中央金庫の「デフレ不況下の中小企業経営について」のアンケート

トを指摘させて頂いた。と言うのは、ちょうど2002年1~3月期と今回を比較しているが、デフレ進展によるマイナス面の影響として、資金調達難は2002年の方が大きく、今回は非常に少ない。であるから、デフレの問題は、資金調達難の問題ではない、資金を求めているということだ。このアンケートで一番違和感を持ったのは、アンケート項目をみると、政府の対策のところには日本銀行が入っていたことだ。これは余談であるが。実際に、中小企業の資金繰り問題とは何なのかと思ってチェックしてみると、どのアンケート調査か忘れたが、2000年に入ってからずっと資金繰りが悪化しているというものもあった。やはり元々業況というより構造問題でこのような企業が立ち行かなくなっている部分があるとしたら、「厳しさを残しつつも」はずっと残すことになりかねないが、それで良いのかどうか。中村委員が少しおっしゃったかもしれないが、よく日本銀行は中小企業をみていないとか言われるが、こうやって実際には構造問題であっても、資金繰りに悩んでいる人達からすれば、中小企業の資金繰りは大丈夫であるというような情報発信をした時に、認識ギャップというか、よくみてもらっていないのではないかというような部分もやはり出てきってしまう可能性もあると思う。「厳しさを残しつつも」はいつ取るのだろうか、私自身も凄く難しいなと思いつつみている。

野田委員

構造問題として片付けられるというのが多分通説だろうとは思いますが、さは然りながら、中小企業の問題が業況判断との連関でも出ているという現実は無視できない訳である。であるから、最後は、中小企業の問題、就中、私が申し上げたように零細企業、ないしは小企業の問題だろうとは思いますが、そのリスクがほとんど減っていないとすると、「厳しさを残しつつも」を削除する判断は極めて難しいし、どちらかと言うと——あまりここで言う話ではないかもしれないが——、ポリティカルな問題も含んでいると思う。

亀崎委員

私は、そこについては、「日本銀行はマクロだけでなく、地域も小企業も皆みているのだ」という一節がないと、日本銀行は、大企業とか、大きいところだけみているのではないかと思われてしまう。貸出態度とか資金繰り判断をみてみると、規模の小さい先では、過去 15 年間で一番の底に近いところにある訳である。短観、日本公庫、それから商工中金のいずれのデータも、過去の一番低いところ近くに今あるので、これを良いとは言えない。全体としては良くなったとは言えるが、企業規模によってコントラストがある。そのため、中小にはまだ厳しいところがあるということについて、私はやはりメンションすべきではないかと思う。これが、例えば 2004～2007 年のように高いところにあるのであれば、また別の理由もあるのではないかと思うので、この一節を外しても良いと思うが。そういうことを考えてみると、今のこの段階で「厳しさを残しつつも」を外すというのは、やはり適当ではないと思う。

白川議長

いや、多分私を含めて、今外すとは・・・。

亀崎委員

今であれば、そういうことだと。

山口副総裁

いつ外すことになるのかを予想するのは難しい。情勢をみてしか判断しようがない。

中村委員

どうなったら、外すというのは・・・。

山口副総裁

野田委員が言われたほどポリティカルに考えるべきかどうか。例えば、2002年からの回復局面では、我々は情勢判断に即して自然体で外したと理解している。いつの日かそういう時が訪れるだろうし、その時には、遅滞なく外せば良いのではないかと思う。

中村委員

中小企業の問題は、地方の問題でもあるな。

白川議長

金融環境も景気についての判断もフォーミュラがある訳ではないから、その時々で判断していくことになる。自分の立場としては、例えば記者会見で、金融環境をこのフレーズを使って説明する訳であるが、一方で、金融が景気回復の足を引っ張る要因では最早なくなったということも今日多くの方が言われている訳である。そのことを一方で言いつつ、他方でこれをどういうふうに言っていくのか、そういう意味で、自分は何を伝えようとしているのかについて、一応皆様に明確にしておかなければならないということで論点を一つ提供した。表現の問題はその時に勿論判断する訳である。

野田委員

私が先程マクロ的にみてというように一言加えたのは、そういう意味である。

白川議長

しかし、金融の厳しさというのは、結局個々の企業にとって厳しいかどうかで、厳しいから景気を制約していくということを我々は懸念する訳である。例えば一年前、あるいはリーマン・ショック後であれば、大企業、中小企業を問わず、明らかに金融は景気回復の足を引っ張っていた。元々の金

融環境の評価は、優れてそういうものだと思う。そういう意味で、どこかの段階で、実際に資金繰りの判断の数字が改善してくる時に判断する訳だが、これも海外の中央銀行のこの種の文書をみながら、やはり日本は独特だなという感じがする。

須田委員

この問題を考える時、なかなか資金繰りだけで判断できない部分がある。結局、中小企業がどうだと言った時、本来ならば、適正なスプレッドをしっかりと付ければ資金が取れるかどうかということをもって、中小企業側も資金繰りが厳しいかどうかを判断しなければいけないのに、そこを無視して、もっと低い金利で資金が取れるかどうかで判断されてしまっている。であるから、本来なら資金調達難はない、あるいは資金繰りは判断として大丈夫だと思うが、主体的に中小企業の方がなかなかそういう部分で評価していない。そのギャップがある限りは、なかなか伝えていくのは難しい。

山口副総裁

海外の中央銀行は、この局面で、中小企業向けの貸出の増加を期待しているということはかなり積極的に言ってきている。我々は、そういったことを語ったことがない。我々は、厳しさを認識しながら金融緩和を続けてきているが、そうした状況を打破するために銀行に対して貸出を増やせとまで言うかということ、我々としては、そういうスタンスは採らないということである。我々の表現の中にはある種の矛盾が既にある。これから先、その辺りをどのように調整していくのかは、難しいところである。

白川議長

F e d の場合には、ファイナンシャル・コンディションズの評価というのが出ている。一方で、彼らはスーパーバイザーであるという観点から、情報発信を別途やっている。繰り返しになるが、情報発信という場合、国内的に情報発信するのが勿論主であるが、これだけ金融がグローバル化し

ている中で、グローバルな顧客というか、投資家も同時に意識しなければいけないと思う。従来、私はどちらかと言うと前者の方で言うことが多かったが、今日は、多少後者の方を強めに言っている。そのこともやはりどこかで意識しておく必要があると思う。

野田委員

ただ、はっきりしていることは——ここは認識しておかなければならないと思うのだが——、これを取る、取らないに関わらず、我々のマクロ政策には、中小企業の金融に直接的にしろ、ないしは間接的にしろ及ぼすツールはないということ、皆無とは言わないが、極めて乏しいということ、これを理解しておく必要があるのではないかなと思う。

白川議長

多分、それも皆ほぼ共通の……。

野田委員

だからどうなのだと言われても、我々としては非常に忸怩たるものが出てくるということだと思う。

白川議長

他にご意見はないか。ないようであれば、政府からの出席の方々にご発言を頂きたいと思う。財務省の香川俊介大臣官房総括審議官お願いします。

香川財務省大臣官房総括審議官

我が国の経済情勢をみると、景気は、着実に持ち直してきているが、なお自律性は弱く、失業率が高水準にあるなど厳しい状況にある。先行きについても、国際的な金融情勢の動向、デフレなどのリスクが存在するほか、雇用情勢の悪化懸念が残るなど、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。

こうした中、去る3月24日、平成22年度予算が成立した。政府としては、現下の厳しい経済情勢のもと、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、平成21年度第2次補正予算と平成22年度予算とを一体として、切れ目なく執行していく所存である。併せて、「新成長戦略（基本方針）」の具体化を行い、その実現を図っていく。

日本銀行におかれても、マイナスの物価上昇率を許容していないことを明確にされている。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。

白川議長

それでは、梅溪健児内閣府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

我が国経済は、着実に持ち直してきているが、なお自律性は弱く、失業率が高水準にあるなど、厳しい状況にある。短観によれば、業況判断は4期連続で改善しているが、デフレ状況にあることから販売価格判断は下落超が継続している。我が国経済の当面の課題は、雇用を確保しつつ、確実な景気回復とデフレの克服を図ることである。消費者物価は、今年度においてはマイナス幅が縮小するものの、緩やかな下落が続くと見込まれる。政府は、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と考えている。政府としては、緊急経済対策と先般成立した平成22年度予算に盛り込まれた施策などを一体として切れ目なく実施していく。また、「新成長戦略（基本方針）」の施策の追加と具体化を進め、今後の経済成長の姿を描くとともに、財政健全化への道筋を国民にお示ししていくこととしており、その責任を果たす対応に取り組んでいく。仕事と雇用を生み出すために、経済財政運営に当たっていく。前回の金融政策決定会合で、固定金利オペの増額を行うなど、日本銀行としても政府と連携を保ちつつ、適切な金融政策運営を行っ

ている。日本銀行におかれては、中長期的にみて、物価が安定していると理解する消費者物価上昇率に関し、ゼロ%以下のマイナスの値は許容していないとしたうえで、「2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」と明確化したことを踏まえ、引き続き政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政策運営によって早期のデフレ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、金融市場調節方針の議案、および経済・物価情勢等を含めた対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの文案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは、読み上げる。二枚お配りしていて、一枚目が金融市場調節方針、本日は二枚目のステートメントは見え消し版をお配りしている。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。二枚目、対外公表文である。昨日から本日にかけて、実体経済判断と金融環境の判断はご議論があったので、一つ一つの説明は省略させて頂いて、1. と 2. を読み上げる。この見え消しをフォローしながらご覧頂ければと思う。

「2010年4月7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.を読み上げさせて頂く。「わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、海外経済の改善や各種対策の効果などから、持ち直しを続けている。すなわち、新興国経済の高成長などを背景に、輸出や生産は増加を続けている。企業の業況感は、引き続き改善している。設備投資は下げ止まっている。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している。公共投資は減少している。この間、金融環境をみると、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが強まっている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、その幅は縮小傾向を続けている。」以上である。3.は、変更点が二点と注釈が一点である。変更点は一行目と二行目であって、「先行きの中心的な見通しとしては、」の後、「2010年度半ば頃までは」というのを「当面」に変えている。これは、元々半ば頃のイメージが4~6月から夏場頃までだったと思うが、もう既にそこに入ってきているので、「当面」に変えたということが一点。二行目、ただし当面多少成長率あるいは生産の増勢が鈍化するにしても、恐らく二番底という感じではないだろうということなので、これまでの「緩やかなものに止まる」という表現をよりニュートラルな「緩やかなものとなる」と変えている。「3.先行きの中心的な見通しとしては、当面、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものとなる可能性が高い。」以下は変更ない。一番下に今回は注釈を付けている。先程ご議論があったが、この消費者物価のやや中期的な展望のところである。「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比下落幅は縮小していくと考えられる。」この前提として、公立高校授業料の無償化等の1年限りの要因は取り除いてみるのが適当であるという注釈である。「(注2)2010年度より実施される公立高校授業料の無償化等により、制度変更後1年間は、消費者物価指数の前年比が大きく変動することとなる。物価の基調的な動きを判断する上では、こうした制度変更に伴う1年限りの前年比変動要因を、取り除いてみるのが適当である。」4.のリスク要因は、今回は変更ない。5.の三行目、四行目は、前回

の変更に対応した文章を省略した。以上である。

白川議長

ご意見はないか。

山口副総裁

一点だけ。3.の「緩やかなものに止まる可能性が高い」を「緩やかなものとなる」に修正する際の説明として、二番底になる可能性がなくなったのでというようなことを言われたが、「止まる可能性が高い」としていた段階で、我々は二番底の懸念を抱いていたのか。勿論、二番底の定義如何ではあるが。

雨宮企画局長

二番底という議論では、むしろ二番底という言葉を使わない方が良くという議論が多かったが、そうは言っても、かなりの減速があるかもしれないという前提で、この「止まる」という言葉を使っていた。そのリスクが相当低下しただろうというご判断に対応している。そうすると、二番底そのものという訳でもないのだが。

山口副総裁

一般に、二番底の可能性が言われていた時には、我々はそれは否定していたはずである。

雨宮企画局長

私は、二番底という言葉を使ったが、二番底であるかないかというよりは、ある程度、春になると減速するということを予定していたが、その減速の程度も、多分元々の議論と比べると比較的緩やかかなというイメージかと思う。

亀崎委員

踊り場というようなイメージか。少し停滞しているという。下がるのではなくて。

雨宮企画局長

あの時のご議論も、二番底というのは大袈裟だろうと。踊り場かどうかについてもご議論は相当あった位なので、そういうことだろうと思う。ただ、そういう懸念もかなり後退したと理解している。

須田委員

かつては、QEのレベルではマイナスもあり得るという意識を持っていた。それが持続するということではないが、1四半期位であればあり得ると言っていたが、まずないというように変わったということだと理解している。

白川議長

文章そのものの質問ではないが、脚注2の制度要因の大きさについて、民間のエコノミストが出している数字は、昨日確か門間調査統計局長からも説明があったが、 -0.5% というのがほぼコンセンサスとなっているのか。

雨宮企画局長

多分、小数点以下の差はあるかもしれないが、ほとんど差がない位のコンセンサスである。

白川議長

他にご意見はないか。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。申し訳ないが、政府出席者の方々は一旦ご退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

雨宮企画局長

一点宜しいか。言葉の問題なのだが、今、香川財務省大臣官房総括審議官からご指摘があったが、注釈の公立高校授業料無償化というところで、無償化は無償化なのだが、公式の用語だと実質無償化と言っているらしい。

白川議長

実質無償化か。

雨宮企画局長

それは要するに、無償化ではなくて本当は補助金を返すという格好だからと思うが、そうであれば、もしそういうところで変に議論になるのも馬鹿げているので、ここは実質無償化という言葉で良いか。

門間調査統計局長

実質無償化で良い。

雨宮企画局長

総務省も、C P Iはそういう表現か。

門間調査統計局長

そうである。

雨宮企画局長

そうであれば、そこであまりなことでもめるのも何なので、実質無償化という言葉で宜しいか。

白川議長

皆さん宜しいか。

雨宮企画局長

それでは、それで準備させて頂く。

白川議長

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

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 8、全員一致である。

白川議長

中曽理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始するとともに、

ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

須田審議委員

野田審議委員

宮尾審議委員

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 8、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（3月16～17日開催分）の承認

白川議長

最後に、3月16、17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は、ご異議はないか。ないようであれば採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

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8、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は12日月曜日8時50分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、4月30日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は12時03分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時03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。

(11時58分閉会)

以 上