

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年1月24日（14:00～16:31）

1月25日（9:02～12:24）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省	木下康司	大臣官房総括審議官（24日）
	櫻井 充	財務副大臣（25日）
内閣府	梅溪健児	政策統括官（経済財政運営担当）（24日）
	末松義規	内閣府副大臣（25日）

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	櫛田誠希
企画局政策企画課長	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	峯岸 誠

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、最初に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 12 月 20、21 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、木下康司大臣官房総括審議官、内閣府からは、梅溪健児政策統括官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。最初に金融調節、金融・為替市場動向である。

外山金融市場局長

それでは、金融調節の運営実績について申し上げる。お手許の図表 1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、前回決定会合以降 0.079～0.094%で推移し、それまでと比べ、やや低下した。本行の資金供給量が漸次増加する中で、市場参加者の目線が 0.5bp 程度低下し、都銀のビッドは 0.070～0.075%、地銀のビッドはそれよりも若干高いところに落ち着きつつあり、一日の仕上がりレートは、調達訓練や流動性管理ミスがない限り、0.08%内外で着地するようになってきている。当座預金残高は 18

兆～22兆円台、準備残高（除くゆうちょ銀行）は で推移した。なお、12月積み期の平均当座預金残高は20.9兆円と、量的緩和を解除した2006年3月の28.7兆円以来の水準となった。

図表1-2、日銀当座預金の保有状況であるが、年末にかけて円転地合いが強まったこともあり、外銀の超過準備保有がさらに増加し、1月4日には6.8兆円と量的緩和時の2005年11月以来の水準となった。その後は、欧州情勢の緊張が緩み、円転地合いが改まってきたことから、徐々に水準を切下げ、足許は4兆円台前半で推移している。また、証券会社は、一部で流動性管理を強化したことや、国債・短国の在庫水準が低かったこと等から、ほぼ一貫して高い水準の当座預金を保有した。この間、都銀はレポ・レートが補完当座預金制度の付利水準前後で推移していたこともあり、余資の運用が思うように任せず、預貸の振れが読みにくい年末年始に積みが大きく進んでしまった先が早めに積み終えたため、積み進捗を最後までコントロールし得たのはメガ2行にとどまった。

図表1-3、GCレポ・レート（スポネ物）をご覧頂くと、0.095～0.110%で推移した。12月央以降、国債・短国の在庫が捌ける中、本行オペによる調達が進み、潤沢な流動性を抱えた証券会社が資金放出サイドに回ったことや、補完当座預金制度非適用先である投信の資金運用目線が若干低下したこと等から、低水準での推移となった。図表1-4に年末の市場動向について纏めたが、一瞥して分かるとおり、極めて落ち着いた年越しとなった。

図表1-7、最近のオペ運営についてご説明する。包括緩和導入以降、概ね基金の残高増加に沿って、徐々に準備預金残高を増加させてきたが、資金の流れが目詰まりしやすい年末に向けては、短いターム物の共通担保オペを機動的に織り交ぜ、一段と潤沢に資金を供給した。年明け後も、年末越えのオペが期落ちとなる中、資金の繋ぎに支障を来さないよう、共通担保オペをほぼ毎日オファーしつつ、全体としてはこの間の基金残高の増加に見合って、準備預金残高の増加が実現することを大まかな目安として運営している。ただし、資金余剰感が強まる中、12月28日以降、共通担

保オペが札割れとなるケースが多くなってきており、資金供給に苦慮している。本行が札割れとなっても資金の潤沢な供給を続ける、との見方が広がる中で、市場参加者の中には、ぎりぎりまで待ってから必要量だけ調達すれば良いとの動きが広がっているためでもあり、足許ではT+1の短めの共通担保オペをオファーしない等、極力早めの調達を促すよう切り替えている。国庫短期証券買入は、従来、毎週3,000億円ずつオファーしてきたが、証券会社の在庫が低水準となる中、12月28日、1月5日のオペでは強めのレートで決着したことや、その後の発行・流通市場でのレートの低位安定を踏まえ、1月11日週及び1月17日週はオファーを見送ったが、本日3週間振りにオファーした。今後も実施タイミングについては、引き続き発行・流通市場の状況を見極めながら判断していきたいと考えている。

次に、基金の運営について申し上げる。前回決定会合以降、共通担保オペは3か月物が9回——本日を含めると10回になるが——、6か月物は2回オファーした。資金余剰感が強まる中、頻度の高い3か月物の共通担保オペの応札倍率が大きく低下してきており、直近では3倍前後となっている。担保繰りが窮屈な証券会社が応札を見送る傾向が強まっているほか、都銀や短資でも1回当たりの応札額を調整する動きが目立ってきている。応札率の低下は按分率を増加させるため、次回の応札により慎重になるという悪循環が出始めている。国債買入れは12月27日に1,500億円、短国買入れは12月27日と1月18日に1,500億円ずつオファーした。いずれも市場実勢にほぼ即した落札結果となった。このうち、短国買入れは、11月、12月については、短国レートが上昇していたことへの対応もあり、11月は2回、12月は3回、と比較的間を置かずにオファーしたが、今後については、基本的には月1回のペースで買入れを実行していく予定である。CPの買入れは、1月14日に1,000億円オファーしたが、応札倍率は5.05倍あった前回より低下し、4.19倍となった。また、足切りレートも0.131%から0.125%に低下した。市場からは、ABC Pを除けば、セカンダリーで売却した方が有利であり、CP発行量が減少する中、発行企業へのラインを回復させるニーズも乏しく、応札の妙味は乏しいとの声が

聞かれている。ETF買入れは、12月30日に2回目、1月21日に3回目を実施した。J-REITについては、前回決定会合以降、条件を満たす日がなく、買入れを行っていない。最後に、米ドル資金供給オペであるが、12月28日に実施したが、応札はゼロであった。次回は明日1月25日に実施する予定である。

次に、市場動向についてご説明する。図表2-1、12月中旬にかけて上昇していた短国レートは、銀行勢等の投資家が短いゾーンを中心に買入れを再開したことから低下している。ユーロ円レートは、0.1%を割り込んでいる翌日物や1週間物を除いては、調達サイドと運用サイドの目線が再び乖離した状態となっており、取引が確認されていない状況が続いている。図表2-2、TIBORは、3か月物については横這いでの推移となったが、より長いゾーンでは若干低下した。としてのTIBORの

性格を投影し、短いゾーンほど金利が低下した短国レートとは逆の動きとなった。図表2-2、図表2-3、CP発行レートは、短国レートの低下に沿って僅かに低下したが、スプレッドは概ね低位横這い圏内の動きとなった。図表2-4、LIBOR-OISのスプレッドは、ドル、ポンド、円についてはほぼ横這い圏内で推移しているが、ユーロについては、12月下旬にLTROロール額の予想比上振れで、OISが下落した後、1月も政策理事会後の記者会見で、インフレを注視する姿勢が示されたことから、OISが上昇し、行って来いの動きとなった。為替スワップ市場の動向であるが、ユーロ/ドルで年末を挟みユーロ転地合いが拡大したが、ドル/円では比較的落ち着いた動きとなった。ただし、短いゾーンについては、年末特有の動きに欧州のソブリン問題も加わり、やや大きめの円転地合いとなった。図表2-6、長期金利の推移であるが、日米独とも達観してみれば狭いレンジ内での推移となった。11月初めのFOMC以降の上昇で一旦ピークを付けた12月中旬以降、薄商いの中、年末にかけて低下したが、株価の持ち直しと平行に再び上昇に転じている。我が国長期金利の長期・超長期ゾーンにおいては、金利が上昇した局面でしっかりと投資家の買いが確認されたことから、一定のレンジが形成されつつあ

るが、短中期ゾーンについては、主たる投資家である都銀の姿勢になお迷いがあり、幾分神経質な動きを示している。なお、欧州周縁国国債の対独国債スプレッドは、アイルランドからポルトガル、スペインへと焦点が拡散する中、じりじりと拡大していたが、ポルトガル国債の入札が無難に経過したことや、E F S Fの利用可能額引き上げ観測が浮上したことで、幾分縮小してきている。

図表 2-9、図表 2-10、格付け別の社債スプレッドでは、個社の遷移要因を除けば、低位横這い圏内で推移している。足許では、幾分タイト化をみている。市場からは、運用難に陥っている投資家は、B B B 格の運用対象を広げるかサムライ債に染手するといった選択肢を前に、苦吟しているのではないかとしている。

図表 2-11、C D S プレミアムの推移であるが、海外との比較、日本ソブリンとの比較において、相対的に割安とみて買いを進めた海外投資家の動きが一部鉄鋼メーカーから他銘柄へと波及し、幾分ワイド化している。また、ここには載せていないが、日本ソブリンについても、11 月下旬以降欧州ソブリン問題の再燃を受け、財政懸念を材料に、海外投資家がプロテクションを購入する動きがみられ、ワイド化した。もっとも、極く足許では、欧州情勢の落ち着きもあり、若干タイト化してきている。

図表 2-12、株式相場であるが、米国の A D P 雇用統計や、I S M 製造業景況指数、さらに欧州のポルトガル国債入札等を材料に、リスクテイクの動きが広がり、日米欧共に上昇基調を辿った。特に、これまで出遅れていた日本株は、為替相場が落ち着いている中、海外投資家の見直し買いも続いており、ボラティリティも去年の春先と同じレベルにまで低下した。もっとも、先週後半は、中国の引締め観測等から調整局面となった。また、米国ではアップル株の下落により N A S D A Q が、また欧州では資源株の下落により英国株がやや調整している。

図表 2-14、図表 2-15、J-R E I T であるが、格付けを問わず、前回決定会合以降上昇したが、足許やや騰勢が鈍り、値を下げている。この間、2 社が公募増資を行う動きもみられた。もっとも、増資資金による新

規取得物件は、ほとんどがスポンサーの保有する物件であり、そのうち1社については、分配金利回りの低下が嫌気されて価格が下落した。

図表2-16、為替相場の推移であるが、全体としてはドル安が進行するもと、ドル/円は、薄商いの中、輸出勢のドル売りに押されて、年末に大きく下落する局面もみられたが、その後は、対ユーロでのドル買いにつられ値を戻し、レンジ内での動きとなっており、足許ではやや低下した。ドル/円が下落した局面では、拡大していた日米金利差と背反する動きとなったが、その後こうした動きは幾分修正されている。一方、ユーロ/ドルは、欧州の財政・銀行問題に対する見方に振られる形で大きくスイングした。図表2-17、ドル/円のボラティリティは、相場がレンジ内で膠着していることもあり、緩やかに低下してきている。また、リスク・リバーサルやIMMネットポジションの推移をみても、円高に対する警戒は後退している状態が続いている。先行きの相場見通しも80~85円といったところに収斂してきており、市場からは一旦レンジを突き抜けると、一方向に走りやすいリスクがその分高まっているとの声も聞かれている。

最後に、図表2-19、エマージング通貨、株価、コモディティ価格であるが、総じて堅調ではあるが、新興国の引締めに対する警戒感等から一頃の勢いは鈍ってきている。この間、タイ、中国、韓国、ポーランド、ブラジルが利上げを実施したほか、チリが為替介入計画、ブラジルが国内銀行のドル・ショート・ポジションに対する準備率賦課をそれぞれ発表するといった動きがあった。一方、トルコは資本流入抑制と経常収支赤字縮減を企図し、金利を引き下げたところである。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

金利入札オペの札割れが頻発している状況については、本行としては金融緩和を推進しているのだから、こういう事態が起きても特に金融調節の

方針が変化した、ということではないということの良いと思うが、マーケットではそうした声は色々出ている。このことについて、やはり調節の方針が変化したということではないという理解で良いのか。今後もこうしたことがずっと起きてくるのではないかと思うが…。

外山金融市場局長

10月の初めに包括緩和の導入をご決定頂いて以来、現場としては、少しずつ資産買入額の増加に見合う形で準備預金が上昇するように推移させる方針で一貫して運営してきた。勿論、年末等季節要因があるところでは、そのトレンドよりも多少厚めに供給するということであるが、全体として、このように供給量が増える中で、12月末以降、マーケットでは、少し余剰感が高まったということで、ご案内のように札割れが頻発するような事態になってきたということである。私共としては、今後も先程申し上げたような方針で供給を続けていく予定であるが、ただ、あまり札割れが頻発してマーケットに過度の安心感が醸成されると、金利入札型のオペのみならず、固定金利型の資産買入等の基金のために行う共通担保オペについても倍率が低下してきて、やがて札割れにならないとも限らないので、その辺は気を付けながらオペ運営の構成を工夫していきたいと思う。

野田委員

先程、悪循環という表現で説明されたが、そのメカニズムをもう一度お願いしたい。

外山金融市場局長

応札倍率が低下すると、一金融機関当たり2,000億円を限度に応札するのであるが、按分率が高まってくる。従来であれば、2,000億円の応札に対して二百数十億円だけが調達できたのであるが、3倍前後ということになると、かなりの額を思った以上に調達できてしまうことになる。二百数十億円が良いということであれば、現在の按分率を前提として少し低めの

応札——2,000 億円フルではなく、1,000 億円だけ——にして、さらに小さくするといった応札にとどめておこうという動きも出てきた。そうすると、益々応札倍率が下がり、按分率が上がることになるので、悪循環とは、そういう意味で申し上げた。

須田委員

オペが示すコミュニケーション・ポリシーというか、前回の会合で、少し金利が荒れているということもあったので、少し柔軟な対応をして欲しいとお願いした。総じて、オペが少し増えたことが、基金の積み方が早くなったので、次の量の拡大へという政策的な意味を持ってしまったり、また一方で札割れが沢山起こったから、それに対する反応もみられた。我々としては、オペは中立で、着実に基金を積み上げて行って欲しい——一時的にはということはあるが——という感覚でいる。是非そのような積み方をして頂き、無用のインプリケーションが生じないようにして頂きたいと思う。

外山金融市場局長

おっしゃるような方向で淡々とやってきている。勿論、季節要因を加味し、マーケットが過度に一方向に傾いている時には、機動的に買入れのペースを調整するなど、これまでも行っていたが、コミュニケーションがなかなか難しいと感じることも多々ある。一つは、マーケットが当座預金残高に過度に捉われた見方をしているということがある。恐らく、これは振り返ってみると、介入を行った後に、例の不胎化論争があり、その時に17兆円を維持しているのであれば不胎化していないとみられたというように、当座預金の残高自体に着目するような見方がマーケットに増えてきている感じがする。私共としては、マーケットの実勢ということで、準備預金に重きを置いているが、それがトレンドとなるような調節をした結果、12月中旬位から季節要因も加味して、当座預金残高が確かに少し段階的に増えた局面があり、これをもって日銀の調節スタンスが変わったという

言われ方さえされたこともあった。その後も色々とオペを工夫することによって、そういうことを意図しているのではなく、淡々と進んでいるということを伝えるべく工夫しているのだが、一方で、札割れが起こると、思ったような額をなかなか積めないといったこともあり、足許、色々な難しい問題を噛み締めているところである。

須田委員

それに関係するかどうか分からないが、マーケットの目線が 0.5bp 下がったということであるが、そこはどのようにして下がったのか。

外山金融市場局長

やはり、前回決定会合で雨宮理事から説明があったが、資金供給量が段々増えてくるに従って、コール市場そのものが縮小するという中にあり、都銀あるいは投信といった取り手、出し手のバーゲニングのバランスが少し変わってきているということだろうと思う。今後も、恐らく資金供給量が増えていくに従って、そういった段階を経て少しずつ金利が下がっていくと思う。

野田委員

市場ないしは市場参加者が当座預金残高に過度にスティックしていたと指摘されたが、このところ年末以来、札割れが続いている。その事実が、逆に当座預金残高そのものに我々が固執していないという反対のコミュニケーションにはならないのか。

雨宮理事

逆の解釈があり得る。札割れをしても、これだけある種一定の当座預金を維持しようとしているのではないかと思われてしまうリスクがある。野田委員の指摘と逆であり、今、何度もご説明申し上げたとおり、我々の調節は包括緩和の決定以降、ある種できるだけ淡々とやっていて、その中で、

リザーブにターゲットがある訳ではないので変動はするが、ある一定期間を取ってみれば、資産の買入れが進むに応じて段々資金が積み上がっていくという調節を一貫してやっている。マーケットの受止め方は、当初、包括緩和を始めた時には、オーバーナイト金利がもっと下がるのではないかという見方もあったのと比べると、ややきつめではないかという印象が最初出て、暫くそういう声もあった。しかし、様子を見てみると、意外と緩いと感じられ、そこに年末の季節要因で、本来の包括緩和に比べてさらに年末は季節的に積み上がる時期であり、そういったマーケットのパーセプションがスイングしたという面があるのだろうと思う。それに対して、我々としては、一貫して、この包括緩和の考え方に基づいて長い目でみれば、自然な格好で結果的に変動を伴いながら準備が積み上がっていく調節をしているので、季節あるいは資金需給の状況、札割れの出方に応じて、こういう解釈の相違は出るのだろうと思う。札割れについては、解釈は両方あり得ると思う。

須田委員

A B C Pはまだ良いが、C Pのマーケットはどうか。図表 2-3 は、どう解釈したら良いのか。シャドーの部分と比較して相当下がっているということは、過熱していると解釈して良いのか。この読み方を教えて頂きたい。

外山金融市場局長

シャドーは、あくまでも過去と比較するための目安であり、そこが中立的な水準であると必ずしも決まっている訳ではない。リーマン・ショック以降、C Pの第一次買入れあるいは特別オペもあり、発行額が段々と減ってくる中で、今回、包括緩和を始める前からかなりスプレッドが低下しているということであったと思うが、包括緩和導入以降、今度、一律に買うという買い方にしたので、比較的スプレッドの厚かったA B C P等を中心にさらにスプレッドが下がってきているというのが現在の姿だろうと思

う。これが過熱しているのか、あるいはなお下がる余地があるのかという
と、ここまで下がってくると、投資家の方がC Pにはなかなか妙味がない
ということで、他の投資対象を探すといったことになってくると思う。こ
れ以上下がるかどうかとなると、下がったとしても、限界的なことにはか
ならないのではないかと思う。

雨宮理事

過熱かどうかは、考え方で難しいところがあるが、包括緩和の考え方と
して、日本銀行の調節を通じて下げようということは、「過」かどうかは
ともかくとして、熱を入れようとはしている訳であるので、スプレッドは
段々縮まる。しかも、今の効果の出方、つまり熱の加わり方は、あの時——
量的緩和末期——以上に緩和の力が効いている部分はあると思う。一つ、
「過」かどうかの判断基準として、例えば、リーマン・ショック後のC P・
社債買入れ時に、C Pを狙い撃ちにした結果起きた現象——リスク・フ
リーと比べて逆転し、普段起こらないような現象が起きてしまい、それ
によって投資家がどんどんいなくなる、というようなこと——が今起きて
いるかと言うと、そこまではいっていない。その意味では、熱はどんどんこ
もっているが、そこまではいっていないだろうと考えている。効果は凄く
出ているというところではないかと思っている。

野田委員

応札妙味がかなり薄らいでいるということからして、今後、このC P買
入れそのものがどういうふうになるとみているのか。

外山金融市場局長

現在でも入ってきている札は、あまり詳しいことは申し上げられない
が…。

野田委員

個別の話は別として。

外山金融市場局長

ABC Pは、業種でいうとその他金融に限られていて、比較的スプレッドの高いところのものを申し込もうとする動きである。a-1格等のCPを申し込もうとしても、とても合わないので、ABC Pを組めるような都銀やその他金融銘柄を持っているところだけが、0.125%位で応札すれば何とか利が乗るということであるので、そういったものをこれから組成する動きが出てくれば別であるが、自然体でいけば応札倍率が低下していくのではないかと思っている。

野田委員

外山金融市場局長が個別の名前はともかくとおっしゃったが、かなり銘柄数が限られてくるということは、いわゆる我々が言っているような個別性が強まっているというやや好ましからぬことが起きているのではないか。前の買入れの時も、その傾向はなきにしも非ずであったが、それがさらに強くなっていると理解しても良いか。

外山金融市場局長

実は、社債はかなり偏りがあるが、CPの方は比較的ばらけている。ただ、その他金融——いわゆるノンバンク、リース——は幾つかの会社のものが入ってきている。

須田委員

為替レートについて、先程、一旦レンジを突き抜けると、という話をされた。大体レンジ近傍かなと思っているが、一旦突き抜けるということについて注意しなくてはならないのはどういうところか。

外山金融市場局長

日本の要因というよりは、海外における欧州情勢が悪化した場合にどちらに振れるかが——まだ微妙ではあるが——問題である。大きなショックが発生した時に、そのオプションのバリアが破られて抜けてしまうと、一方向に走りやすいということだと思う。特に、円高の方向に抜けてしまった場合には、例のPRDC——相当前に組まれたようなオプション——が並んでいるので、そういったところを巻き込みながら速く走るリスクはあると思う。ただ、今のところレンジ圏内で、どちらかに振れるという有力な要素を、マーケットが足許でみている訳ではないので、逆に言うと、充電しているということだと思う。

野田委員

大雑把に言うと、投資家のリスク許容度を、一つの大きな指標として考えていて良いか。

外山金融市場局長

そうである。

宮尾委員

東証REIT指数に少し一服感がみられるが、市場関係者に何か声があるかを教えて頂きたい。それに絡んで、我々の包括緩和のオペの実施は、まだ一回だけであるので、それと関連づけて何かコメントがあるかどうかを教えて頂きたい。

外山金融市場局長

J-REITは1回しか購入がないが、それが少ないという声がマーケットから起こっている訳ではないと思っている。むしろ、一服感が出てきたというのは、包括緩和を発表してから、あまりにも一本調子に上昇してきているので、一旦はここで高値警戒感からの調整売りが入っていると

ということと、増資案件が2件入ったが、そのうちの1件については、スポンサーからの不動産の新規取得に全てが充てられて、その結果として分配金の利回りの予想が低下したということがある。つまり、従来抱えていた案件よりも収益性の低い案件が加わることにより、ダイリューションが起こったとマーケットが見做して、それを嫌って、その銘柄が大きく低下したといったようなこともある。不動産は確かに都心の空室率等は少し低下してきているというニュースもあるが、東京都内でも周辺部はまだまだであるので、その実態がもう少し力強くなってくると、新規取得物件についてもスポンサー以外の物からも入ってくるといった良い循環ができていくことになるが、そこまではまだ行っていない。

雨宮理事

包括緩和を開始した後のある種のフィーバーが3か月位経ち、むしろ外山金融市場局長が言ったように、増資の動き等が出ている。短期的なフィーバーから、これをきっかけにちょうど空室率の一部低下ということもあるので、もう少し不動産市況の全般に影響を与えながら、次の局面に入っていけるかどうかを、今マーケットがみている段階であろうと思う。

中村委員

株式についてであるが、日本株については割安感がある。一方、最近、新興国についてはインフレ懸念等色々あり、少し下げている。日本株は、投資家の6割以上が海外勢である。今のそうした情勢を踏まえると、日本株に対して海外はどういう見方をしているのか、あるいはその見方に変化はあるのか。

外山金融市場局長

図表2-14の主体別売買動向をご覧頂くと、海外投資家がずっと買越しを続けている。幾つかの理由があると思うが、一つは、米国のQE2が導入されたことで、ドルをベースとする投資家が潤沢な流動性を持つ

て、資金を日本株に振り向け始めていることがある。それから、本行の包括緩和でETFが買い入れられるということで、日本株に目がいきやすい状況になってきていることもあるかと思う。企業業績についても、一時円高で日本企業の収益が損なわれるのではないかといったこともあったが、蓋を開けてみると、そこまで毀損されなかったという見方も出てきている。特に、新興国に日本株がこれまで大きく負っているところもあろうとみられていたが、そうではないとの見方から、出遅れていた銘柄にも買いが入ってきたと言える。日本の証券会社は勿論であるが、海外の投資家も含めて、今まで日本株を相当アンダー・ウエイトしていたものが、場合によっては、オーバー・ウエイトしているといった動きもみられるようになってきた。

中村委員

この状況がもう暫く続くということか。

外山金融市場局長

極く足許は調整局面であるが、そういった幾つかの調整を経ながら、暫くはしっかりと展開を辿っていくのではないかという見方が多い。

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、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済の現状評価についてご報告する。席上お配りした国際局の資料－3（参考計表）【追加】をご覧頂きたい。これまで

私共としては、世界経済に対する判断は「減速しつつも回復を続けている」としてきたが、前月以降の経済指標を総合的に評価して、世界経済は減速局面を脱したとみて良いかと思っている。その点を、図表4でご覧頂きたい。これは、製造業のPMIを(1)がグローバルの製造業、(2)が先進国、それから(3)が新興国と分けてチェックしてみた図である。(1)のグローバル・ベースの受注在庫バランスは、昨年秋をボトムに改善している。それに沿う形で、生産の伸びは安定化してきている。この背景として、(3)の新興国をご覧頂くと、受注在庫バランスの改善と生産の伸びの再拡大が、(3)の新興国から貿易取引などを通じて、先進国に伝わっていくという形で、先進国の生産の増加に寄与してきているとみることができると思う。こうした点を踏まえると、世界経済の現状評価としては、「減速しつつも」という表現を削除して「回復を続けている」と変更するのが適当と判断したところである。

それでは、いつもどおり地域別にみていきたいと思う。まず、図表1、米国経済である。前回会合以降に公表された経済指標は、個人消費を中心に幾分強めのものが多くなっている。財政の追加パッケージによる景気押し上げ効果といったこともあって、市場では先行きの経済見通しをアップサイド・リバイスしているところである。しかしながら、家計のバランスシート問題を引き続き抱えているし、雇用環境の改善は依然捗々しくない。そういった中では、生産・所得・支出の自律的な好循環メカニズムは作動しにくい状況であることに大きな変化はないとみている。個別指標をみる。まず、個人消費関連では、3. 実質個人消費が、自動車など耐久財を中心に幾分伸びを高めている。最近の株高による資産効果が高額所得者の消費増加を後押ししているものと考えられる。もっとも、2. 実質可処分所得は、雇用環境の改善が捗々しくないことから、増加テンポは緩やかにとどまっている。その裏では、4. 家計貯蓄率は、緩やかに低下。10月の5.4%から11月の5.3%に低下している。5. 小売売上高も、株高の資産効果もあって増加している。クリスマス商戦は、2000年代半ば以来の堅調な伸びとなった。6. 自動車販売は、緩やかに増加を続けており、年率1,200万台半ばに

達している。なお、7. 消費者コンフィデンス指数については、株高はプラスには寄与しているが、一方で、雇用情勢の改善が足枷となるなど、均してみれば横這い圏内の動きにとどまっている。このように、足許の個人消費はやや強めとなっているが、バランスシート問題の重石から個人消費は、基調的には緩やかな増加にとどまるという見方に変わりない。そのバランスシート調整との関連で、住宅関連の動きをみると、8. 住宅着工は、低調な需要動向のもと依然低水準で推移しているし、9. ケース・シラー住宅価格指数も、最近はむしろ弱含んでいる。住宅市場は、在庫水準が中古を中心に依然高く、当面調整圧力がかかり続けるとみて宜しいかと思う。この間、設備投資をみると、10. 非国防資本財受注は、緩やかな増加傾向を続けている。機械投資は堅調を維持している。もっとも、商業用不動産など建設投資は、低水準横這い圏内の動きであり、全体では、増加ペースは緩やかといったこれまでの動きが続いている。11. 貿易収支をみると、7~9月と比べ、近月は、赤字幅は大きく縮小する形となっている。新興国需要に牽引されて輸出が引き続き増加した一方で、昨夏頃にみられた消費財の在庫復元に伴う一時的な輸入増加といった動きも一服している。輸入は、横這い圏内の動きとなっている。生産関連をみると、13. 鉱工業生産は、緩やかに増加している。12. 製造業ISMも、輸出の増加などを背景に緩やかに上昇している。非製造業ISMも上昇ということで、先行きの生産の伸びの拡大を示唆している。次に、雇用であるが、15. 民間部門の雇用者数は、均してみると月当たり10万人強の増加ペースが続いている。14. 失業率は、12月は単月では0.4%ポイント低下しているが、中身をみると、失業給付の切れた労働者の市場退出とそれに伴う労働参加率の低下というあまりポジティブでない動きによってもたらされている感がある。労働市場の地合いは、然程改善していないとみた方が無難と思われる。最後に、16. 物価であるが、足許エネルギー価格の上昇を受けて、ヘッドラインは+1.1%から12月は+1.5%に上昇している。一方、CPIのコアのインフレ率は、振れを伴いつつも緩やかな低下傾向が続いている。需給環境の緩和した状態が続くことに加えて、ユニット・レーバー・コストも下落ということな

ので、コアの方に対しては、今のところディスインフレ圧力が当面かかり続けるとみて宜しいかと思う。以上が米国である。

次に、図表 2-1、ユーロエリアをチェックしたいと思う。欧州では、ドイツと周縁国、今まで周辺国という言葉を使っていたが、意味がよりはっきりする周縁という言葉は今後使わせて頂きたいと思う。ドイツと周縁国は、成長の格差を伴いながらも、全体としては緩やかに回復が続いている。2. 輸出であるが、減速しつつも増加、また 3. 輸出受注 PMI は、足許、上昇傾向となっている。既存のユーロ安の寄与もあって、中国など新興国向けの輸出が堅調となっている。次に、内需関連であるが、設備投資に関して、4. ドイツの国内投資財受注は、好調な輸出を受ける形で増加を続けている。個人消費については、6. 小売売上高は、均してみれば緩やかに増加し、8. 消費者コンフィデンスも、全体として緩やかな改善傾向を維持している。ただし、ドイツ、フランスのコア国とギリシャ、ポルトガルなどの周縁国との消費者コンフィデンスの格差は、一段と拡大傾向が続いている。こうした需要動向のもとで生産をみると、9. 鉱工業生産は、全体として増加を続けている。10. 製造業 PMI も、3 か月連続で上昇である。物価面についてみると、12. CPI 総合ベースは、これまでのユーロ安、それから国際商品市況上昇の影響を受けてプラス幅を拡大し、11 月の +1.9%から 12 月は +2.2%ということである。ただし、こちらも米国と似た形であるが、コアの方は +1.1%横這いということで、緩和的な需給環境、それから賃金の伸びも鈍化している中で、コアの方は安定的な動きになっている。

次に、英国はあまり動きがないので、図表 3-1 に移らせて頂く。中国である。中国については、高めの成長を続けている。1. 実質 GDP の 10~12 月は、前年比 +9.8%となった。当局の試算で、前期比の風速ベースを弾いてみると、年率 +11%程度のかかなり高い伸びとなった模様である。2. 工業生産をみても、自動車生産の増加などが寄与して、10~12 月の前期比は +4.5%と増勢が拡大したことが確認できる。3. 製造業 PMI も、12 月単月では低下しているが、昨年秋口にかけての減速局面を脱し、改

善基調を続けている。次に、内需であるが、4. 小売売上高は、高めの伸びを続けている。自動車販売はここにはないが、12月も167万台と11月に続いて高水準を記録した。固定資産投資については、不動産取引抑制策の効果が薄れる中で、設備投資——インフラ投資——の増加など、基本的には高い伸びを続けている。このほか、輸出入の動きであるが、6. 輸出は増加を続け、7. 輸入も好調な内需や工業生産の拡大、さらには国際商品市況の上昇を受けて足許大幅に増加している。一方、物価面をみると、貸出の高い伸びが続くもとで、生産要素の稼働水準の上昇、国際商品市況の上昇を受けた食料品・原材料価格の上昇を受ける形で、インフレ圧力が高まっている。8. C P I は、12月の前年比+4.6%と、11月に比べ幾分低下したが、本年上期中は+5%台の高い水準が続くという見方が多くなっている。中には、+6%台にまで上昇するというチャイナ・ウォッチャーも出てきている。ご承知のとおり、そうした中で金融政策の運営方針は、穏健な金融政策へ昨年末に変更している。これを受けて、昨年末に利上げ、そして、1年半ばには、再び預金準備率の引き上げを相次いで実施している。

次に、N I E s、A S E A Nをみる。図表 3-2、N I E s、A S E A Nについては内需が堅調に増加していることから、経済は回復基調にある。さらに、7~9月にかけて増勢が鈍化していた輸出については、中国向けを中心に足許伸びが再び高まっている。また、生産についても、在庫調整圧力を全体としては溜め込んでいないことから、減速局面は足許終了しつつあり、先行き増勢に復するとみている。実際、韓国、台湾の製造業PMI、それから韓国の企業景気実査指数などをみると、9月ないし10月をボトムにして足許既に上昇を続けている。こうした中、消費者物価、図表 3-3、(5)をみると、国際商品市況の上昇を受けた食料品・原材料価格の上昇、さらには内需増加に伴う需給逼迫化によって、インフレ圧力が徐々に強まりをみせている。コアベースのインフレ率もプラス幅を拡大させている。こうしたことを受けて、韓国、台湾、タイでは利上げに踏み切っている。

最後に、世界経済に対するリスク要因について、二点だけ補足させて頂

きたい。一点目は、欧州の信用不安問題である。図表 6 をご覧頂きたい。欧州周縁国の国債利回りは、EUによる支援策、支援措置拡大への期待、あるいはECBによる国債買入れ増加期待といったこともあって、足許では幾分低下している。しかし、依然高水準圏内の不安定な状況が続いている。また、周縁国の国債利回りは、各国の財政見通しで想定した金利水準を相当大きく上回っていることを注意する必要があると思う。ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインの四つを掲げているが、2011年の想定、点線のところが、これははっきりとは分からないが、大体色々なものを寄せ集めて、11月のプログラムであるとか、(参考)にある財政赤字の見通しの前提となった金利水準といったものを置いてある。これに比べて、例えばギリシャの場合は、2011年の想定が6.8%であるのに対して先週末は11.3%である。アイルランドについては、想定3.5%に対して金曜日8.8%、ポルトガルについては、想定4.6%に対して6.9%、スペインは、想定3.8%に対して5.2%という形になっている。こういった国債利回りが、各国の財政見通しで想定した金利水準を大きく上回っている訳である。その前提のもとで、財政赤字の見通しは(参考)の形になっていることからすると、現状程度のソブリン・リスク、金利水準が続く場合には、早晚ドイツを除いたこういった周縁国については、財政の緊縮の見直しが問われる、迫られる可能性が小さくないということである。ドイツだけは例外であって、2011年の当初の見通しは-2.7%であるが、これはもう既に-2.5%以下に収まることもほぼ間違いない状況になっている。しかしながら、大国ドイツといえども、その他の諸国のネガティブな効果を到底カバーすることはできないとみておくべきだと思う。二点目は、国際商品市況の上昇である。図表 7 をご覧頂きたい。国際商品市況は、原油、銅、食料を中心に足許増勢を強めている。これには、新興国での食料、資源需要が増加を続けているということが、当然、ベースとして寄与している。さらに、負の実質金利ギャップにみられる緩和的な金融環境も相俟って、昨年夏以降、投機資金が流入し続けているということも押し上げに寄与していると思う。いわゆる複合要因で市況が高騰しているとみている。足許では、世界的に在庫が

既に低水準になっていることから、天候要因など供給ショックによる予期せぬ在庫減が価格押し上げに作用しやすくなっている。そうした商品市況の上昇が、まずは新興国のインフレ圧力をどれだけ高めていくのか、またそれが先進国にセカンド・ラウンド・エフェクトとして、どう及ぶか、及ばないのかといったところを今後注意してみていきたいと思っている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

森本委員

宜しいか。最後の資源価格とか、穀物価格の高騰だが、これは非常に影響が大きいと思う。先行き高止まりするのだろうか。新興国の実需とか余剰資金とか、天候要因という色々複合的な要因があると思う。そのうち、時間とともに小さくなっていくのが天候要因かもしれないが、それ以外はあまり緩和されるような感じがしない。若干緩和されそうな要因があるのか。原油価格は、2008年の時のように147ドルまで上昇するようなことはなく、今はレンジ内の動きという感じがしているが、その他の色々な品目をどうみるか。その辺りの状況がどういう格好でいくと執行部では想定しておられるのか。

大野国際局長

大変難しいご質問だと思う。執行部としての商品市況の見通しということ言えば、我々が去年の秋とか冬時点にみていたペース——あの頃から心配はしていたが——と比べ、実際の商品市況の上昇テンポは想像以上ということがある。なぜ、想像以上になってしまったかということ、天候要因もあるが、それだけではなくて、やはり新興国の景気の拡大、需要の拡大の強さが相当この商品市況について効いていることが一点目。二点目は、やはり先進国の緩和的な金融環境が、一つの投機的な資金の受け皿として、

商品市況に影響を及ぼしているということ、この二つがあると思う。先行きどのようなペースでということは、非常に難しいと思うが、天候要因については、欧州それから米国については、12月は厳しかったが、1月になったら少し緩んでいる。それから、石炭については、オーストラリアについて非常に大きな問題があるが、これは炭鉱の問題ではなくて、輸送の問題であるので、恐らく2、3か月で回復すれば、それは一時的な要因として剥落すると思う。従って、天候要因については、少しその効果がフェードアウトしていくことは期待できるが、最初の二つ、エマージング市場の需要の拡大——中国を含むであるが——、それと緩和的な金融環境については、今の大きな流れはそれほど変わらず続く可能性が高いのではないかと思う。従って、そういう中においては、少なくともじわじわと国際商品市況が上昇を続ける可能性は高いと踏んでいる。

中曾理事

コモディティについて、一つ注意しておかなければいけないのは、いわゆるフィナンシャライゼーションと言っているが、コモディティの金融商品化という事象である。これはどういうことかと言うと、典型的には、ETFとか、それから商品インデックスというような技術革新が、余剰資金の受け皿になっているという現象である。つまり、こういう商品に元々投資する人達というのは、インフレ・ヘッジのために投資していたはずである。ところが、今申し上げたような新しいインデックスなどができることによって、インデックスに入っている商品群が実物資産とあるいは金融資産と同じような動きを結果的にしてきてしまう。つまり、本当は、ヘッジをしようと思って、商品に投資していた投資家が、結果的にインフレを却って助長してしまっているような面があるのではないか、こういう動きは少し注視をする必要があると思う。結局、大野国際局長が申し上げたように、先進国、そして新興諸国において利上げなどを行っているが、実質的にはビハインド・ザ・カーブになってしまっていることが、こういったフィナンシャライゼーションを助長しているのではないか、そういう一つ仮説

的な見方を国際局などではして、これはもう少しよくみていく必要がある。結局、実需という部分と、このフィナンシャライゼーションとが相俟って、かなり国際商品市況が本来の姿よりも高い、速いスピードで上がっているのだとすれば、リスクは、どこかでその反動が起きるのではないかというのが、国際会議などでも最近共通に認識されつつある。

亀崎委員

ベースの実需と記録的な旱魃とか、洪水とか、異常気象によるサプライショック、それに投機資金の流入が凄い、ということがある。今後、天候要因がどうなのかは分からないが、ベースの実需と投機資金の流入はどうか。例えば、2008年に原油価格が100ドルから147ドルへ上がった時は、半年で47ドル上がっていった。一番上がったのは7月位であったか。4月、5月に投機資金の空売りの規制などをやっていたので147ドルで止まったが、投機資金の流入がなかなか今の状況では止まりにくい中で、どれ位規制とか何かがワークしてくるのかが、今後少し気になる。

中曽理事

今は、実需説とこのフィナンシャライゼーションという二つの説が分かれているような感じである。実は、多くの資源国——あるいは米国も含めてであるが——はどちらかと言うと、実需説に立っている人達が多いと思う。であるから、今はむしろコモディティ価格の上昇の背景を、特に2007年辺りと比べて、どう違うのか違わないのかをよくみたくうえで、そのうえで議論しようということが議論の大勢になっているので、今直ちに規制を強化すべきであるというような議論は、実はあまり出てきていない。よく分からないので、まず背景をよく調べてみようということで、議論が進んでいると思う。

大野国際局長

一点注意しなければいけないのは、米国、それからイギリス——アング

ロサクソン——である。こちらの方は、市況高の原因をむしろ実需である、エマージング諸国の需要が拡大している、と、こういう傾向が強くなる。一方で、エマージング諸国——アジアであったり、ブラジルなどもそうだが——の方は、いやいや実需だけではなくて、いわゆるQE2であるとか、先進国の緩和がよりドミナントである、と。つまり、お互いが相手のせいにする感じは、少し嫌だなという気が私はしている。自分自身の問題よりも、相手の方が問題だということで、それを論難するような感じ、すなわち自らの足許をみながらやはり修正すべきものを修正するというように議論が建設的に起こりにくい環境がある。先程、中曽理事からあったように、中身の分析をし、背景をしっかりとみたくうえで、お互いがやはり行き過ぎにブレーキをかけるといったことに注意することが重要ではないかと思う。

野田委員

先程、中曽理事がおっしゃったフィナンシャライゼーションというのは、やはり背景にはグローバルな金融緩和があって、そういった資金が商品へアクセスしやすくなっている、一頃に比べてしやすくなっている。さらにその傾向が続いているという理解をしたら良いのか。だから、ある種、グローバルな金融緩和が一つのベースになっているという理解で良いのか。だから、ここのところ少し改まれば、金融商品だけが一人歩きを続けていくということにはならない。ある種、先程申し上げたように、従来の商品はアクセスが非常に限られた人の世界だったものが、こういう金融商品となると、より幅広い投資家層にもアクセスの道が広がった、こういう理解をした。

中曽理事

基本的にはそうであると思う。多少細かい話をすると、まず、なぜ実需ではないと思う節があるかと言うと、例えば、インデックスに入っているコモディティ群をピックアップして、そのコモディティ群の相関の方が、

オフ・インデックスというか、インデックスに入っていない商品群より高い。それからもう一つは、特定の商品に着目すると、中国での市況の動きと、中国外——例えば、米国——での市況の動きとは違う。もし実需説に立つのであれば、同じような動きをするはずなのだが、地域によって多少違う動きをするとなると、やはりこのフィナンシャライゼーションを疑う余地が結構あるのではないかという気がする。そのうえで、基本的な背景は、野田委員がおっしゃったとおりだと思う。金融緩和に伴う余剰資金に対して、インデックスとかETFとか受け皿もできている。資金の供給面では、インデックス・トレーダーといった人達が非常に活発に投資をするようになっている。これが複合的にコモディティの価格を上げているのではないかという意味では、基本的におっしゃったとおりだと思う。

須田委員

今の話と絡むが、データをみていて一つ分からないのが、中国の鉄鉱石とバルチック・ドライの指数の動きが、2008年位はきれいに一緒に動いていたが、今は全然違う。バルチック・ドライの価格がずいぶん下がる方向にあるが、鉄鉱石の値段は上がっている。これは何だろうか。それから、今の話に続いて、少し気になっているのは——これがどれだけサステイナブルかどうかにも当然関わってくるのだが——、インプット価格がどれだけ消費者物価にまで転嫁されるかと、その強さである。今の状況では、まだ先進国をみていると、ヘッドラインとコアには結構ギャップがあって、どちらかと言うと賃金も上がらないし、転嫁できる状況ではない。エマージングの方が転嫁しやすい状況にあると思っていて良いだろうか。交易条件が悪化した時の吸収の方法は、国によって状況が違うかどうかという点は如何か。

大野国際局長

国によって違うと思う。それで、大きな枠組みで言えば、エマージング諸国の方がより消費者価格に跳ねやすいという二つの理由がある。一つは、

需給ギャップというか、需給が非常に逼迫している訳であるから、追加的な供給側の問題にしる、需要が増えることによって、より消費者物価——末端価格——への影響度合いが高いということが一点。二つ目は、以前、他の席で申し上げたかもしれないが、エンゲル係数が高いというか、エマージング諸国の方が、消費者のバスケットの中に占める食料、穀物のウエイトがかなり高い。先進国の 10%、15%に対して、多くのエマージング諸国では 25%、30%、あるいはフィリピンなどでは 40%ということである。実際に、そうしたエマージングの消費者に対するインパクトは大きい訳であるし、そういうことを背景に作られている C P I に対する影響度合いもかなり高いということである。

転嫁できるかどうかについては、特に先進国については、一般的な需給のギャップがまだ緩いので、直ぐにはできないと思う。それが、最初に申し上げた米国におけるコアとヘッドラインの違いである。それから、欧州に対しても同じような動きが、11月、12月にある。恐らく、先進国——米国、欧州——においては、一般的な需給の緩和的な状況——ディスインフレーション圧力——と商品市況等の上昇圧力は、今、綱引きをしている状況ではないかと思う。今、足許については、恐らく米国についても、欧州についても、引き続きどちらが強いかを判断するのは非常に難しいが、基調的なディスインフレーションの方がまだ勝っているのではないかという気はしている。そのうえで、転嫁しやすいかどうかについては、これはひよっとすると米国と欧州で少し違うのかなという気もしている。米国の方が、よりそういった価格の上昇についてのマーケットの競争条件が強いということで、欧州と比べた場合、商品価格等の影響が末端価格に相対的に跳ねにくいのではないかと思う。ただ、米国の場合は、ご承知のとおり、エネルギー価格に対する感応というか、影響が非常に高いので、そこについてはガソリン価格であるとか、エネルギー価格の方をより米国の問題としてみておくべきだと思う。それから、欧州については、もう少し市場において企業のいわゆる価格統制力というか寡占力が強いので、そこについては米国より少し価格転嫁しやすい状況ではないかと思っている。その典型的な例が欧

州大陸ではなくて、イギリスに一部出ている。これは、発端は食料品とかではないのだが、VATを2.5%だけ上げたにもかかわらず、ビールであるとか色々な加工食品、マクドナルドまでと言われているが、便乗値上げ的なものが出ている。多少ばらつきはあるが、先進国についても、そういう価格転嫁は直ぐにしやすい状況ではないとは思いますが、そろそろ少し注意してみていくことが必要かと思う。最初の鉄鉱石は、恐らく中国内の色々な物価に対する統制ということで、世界の商品市況と少し違う動きが出ているのではないか。

須田委員

船の……。

中村委員

鉄鉱石であるが、中国は自国で鉄鉱石を産出しているが、鉄の含有率は1/3位しかない。だから、あまり使われていなかったが、ここ2年ほどで鉄鉱石の国際価格が上がったこともあって、猛烈に国産を増やしている。だから、鉄の生産が増えてもそれほど輸入が増えていないという現象が起きている。それから、バルチック指数については、積地での天候要因等があって、荷物が出せないということもあるが、今、竣工してきている船はリーマン・ショック前に発注した船である。そういう鉄鉱石などを積む大型船——10万トン以上の船であるが——は現在1,000隻位あるが、この1年位で200隻位新しく出てくる訳である。従って、需給の関係が崩れ、足許の海運マーケットでは、大型の船の使用料の方が、小型よりも安いという逆転現象まで起こっている。

亀崎委員

高めの成長を続ける中国では、不動産価格は、今まで数々の色々な引締め策を取ってきているが、まだ上がっている。CPIをこの十何年ずっとみてみると、非常に高くなった時期は2003年、2007年、2010年である。

2003年は穀物が上がった。2007年は豚肉が物凄く上がった。今、2010年はにんにくやグリーンピースなどへの投機によって上がっている。ただし、2008年のピークの+8.7%からみれば、今は+4.6%であり、低いということである。不動産価格が上昇を続けていて、バブルに近いのではないかという見方もあるが、株価は、2007年10月の上海総合指数は6,000を超えていたが、今は2,700位である。これは、2009年の3,000を超えたベースからみると、まだ必ずしもバブルとは言えないという気がする。一方では、古美術の価格上昇が凄い。王羲之の作品の模写が39億円で落札されている。昨年の美術品市場の取扱高——これはよくバブルの時に言われる指標である——は、2010年は前年の2倍以上の502億元、今年はさらに拡大が見込まれる。このような、バブルと言えるような指数もある。中国では、この前の中曽訪中団のレポートにもあるように、地方において、物価安定か成長かと言ったら、成長が重要だと物凄く主張する。中国独特の「上に政策あれば、下に対策あり」という言葉が当てはまるか分からないが、中央の政策が必ずしも地方に行き届いていないところがある。そのようなビヘイビアだと、地方政府がどんどん借りて、ばんばん拡大していくというようなことが起きてしまう。だから、我々はCPIだけではなくて、銀行の貸出もみていかないといけない。貸出金利とCPIの関係をみると、極めて緩和的な環境——まだ金利が物凄く低い状況——にあることにも注意する必要がある。いずれにせよ、中国の経済が日本及び世界経済に与える影響は非常に大きくなってきているので、ここは注視していかなければならないと思っている。

大野国際局長

全くおっしゃるとおりだと思う。表面的なCPIは——ここでも何回か議論になったが——、相当程度下方のバイアスというか、政策的な抑え込みもなされている。その他については、先程の古美術品は、典型的に2003年、2007年は相当噴いていた。ただ、それでもその2回の物価高騰——バブルの芽——は何とか抑え込んでここまで来たとは思う。マネーサプライ、

銀行の貸出、不動産投資、住宅価格、これらを合わせてみていくことが極めて重要だと思うし、引き続きそういうことに注視していきたいと思う。

西村副総裁

それに絡んでだが、オフバランスに関してのデータはある程度取れるのか。銀行は、最近はかなりオフバランスで色々な取引をしていると言われている。実際、かなりの部分、ある種の迂回のような形でオフバランス化——ヘッジファンドとは言わないにせよ、投資信託のようなもの——を使いながらやっているが、そういうようなものに関してある程度の情報は取れるのか。全く取れないのか。

大野国際局長

ヒアリング・ベースでその銀行に聞いても確かなことは言ってくれないが、
ないしは
と意見交換する際に、時々そういうところに関する彼らの注意が聞かれる、という限定的な情報に残念ながら限られている。

西村副総裁

分かった。あと一点、ドイツが非常に絶好調なのだが、ドイツの輸出の内訳というか、新興国、特に中国に対するものは分かるか。

大野国際局長

分かる。

西村副総裁

後で少し教えて頂きたいと思う。それと、もし分析があれば教えて頂きたいのだが、そのうち、どの部分がユーロ安の影響か、どの部分が——ドイツ自体が競争力が回復したと言われているが——賃金がコンペティティブになったという構造改革の成果か、ということがもし分かれば少し

教えて頂きたい。これは後で結構なので、もし分かれば教えて頂きたい。

大野国際局長

地域的には、中国、それからエマージング諸国向けということである。それから、競争力については、一般的に言われているのは、為替による競争力ということである。それから、ドイツ自身が最近よく言っているのは「我々は労働市場改革を行ったので、そういった意味で労働力コストの点からの競争力も改善し、その成果が今実っている」ということではあるが、その部分についてしっかりとした分析をするのは少し難しいということはあるかと思う。

西村副総裁

さらに、最近、彼らの話を聞くと、賃金を上げている…。

大野国際局長

緩やかではあるが…。

西村副総裁

要するに、還元をしているというような言い方をする訳である。そういったものを含めて、どのような影響があるのかは非常に重要な点なので、教えて頂きたいと思う。宜しく願います。

中村委員

今の話に若干絡むが、今、ヨーロッパ諸国のソブリン問題が起きていながら、実体経済の方はドイツとかオランダとかが合わせて引っ張っていて、全体としてはそれほど悪くない。現時点をみれば、それほど足を引っ張られていないと思うが、こういうソブリン問題の深刻さと実体経済の堅調さが乖離しているというか、これはたまたま今の現象なのか、これから先も、ソブリン問題にもかかわらず実体経済は別だということなのか。その辺は

どうか。

大野国際局長

中村委員が最後におっしゃったように別であれば、本当は良いのかもしれないが、それはやはり少し楽観的過ぎると私は思っている。今、ドイツは、勿論良い訳であるが——GDPでみても、あるいはコンフィデンスでみても——、いわゆる周縁国との乖離はどんどん拡大している。冒頭で申し上げたように、ソブリン・リスクの問題、それから周縁国の財政再建という課題については、これからまだ一山、二山あると思っている。そういう財政再建のネガティブな効果については、足許、実体経済はドイツに引っ張られる形で良いが、ドイツ以外の国の財政再建の動きが実際に景気の足を引っ張り始めるのはまさにこれから、それから来年ということであると思う。さらにソブリン・リスクの拡大に伴うコストが上に乗るような状態においては、ソブリン・リスクの出口がみえてくるまでは、欧州経済全体としての実体経済の抱えるリスクも明らかにダウンサイドとみておいた方が良いのではないかと思う。逆に言えば、今ドイツが引っ張ってくれて、実体経済がもっている間に、各種の周縁国の抜本的な問題に真剣に取り組むことが一番重要なことではないかと思う。

中曾理事

銀行システムと財政赤字と実体経済の三者間のネガティブ・フィードバックは、明らかに認識されている。そういった観点から、やはり欧州などが意識しているのは、二回目のストレステストをどの位説得的なものにできるかということだと思う。ただ、この間、国債の償還のこぶなどが春先にはあるから、当面のリスクということから言えば、欧州については、この辺の償還の山を上手く乗り越えていけるかどうか、つまり、ストレステストの結果は多分早くても初夏になると思うので、この間に市場の圧力を上手く先行的に回避していくことができるかどうか、そういう観点が、例えば、中央銀行の資金供給の仕組みの拡充などで議論されているのだと

思う。その辺が多分当面の最大の課題なのではないか。それから、欧州域外への波及のチャンネルとして、私は一番大きいのは、やはりそうは言っても、欧州の銀行のドル調達依存が、ほとんど改まっていないのではないかということである。しかも、そのマチュリティ・ミスマッチもそう構造的に変わっていない。短期のMMFとか、非常に短いCDに依存した構造が異常にまだ強いので、先程申し上げた三者の相乗効果のうち、一度銀行セクターがいかれた場合には、やはり域外への波及チャンネルは相変わらず温存されている、そういう意味でのリスクがあるとみておいた方が良いと思う。

須田委員

今のドルのファイナンス問題は、今、協調してドルオペをやっているが、ほとんど入ってこないという中で、CPのマーケットが、あるいはMMFがと、先程おっしゃったような話が出てきている訳である。そういう部分は、あまり多くの人に関心を持っていないような気がするので、そこは少し怖いなという気がする。

中曽理事

確かに、ドルオペに対する依存は、入札結果からみるとほとんど表面的にはないように見えるが、今申し上げたような構造はある。従って、例えば、為替スワップ市場がまた何らかのショックで機能不全に陥れば、この問題は直ちに表面化し得る。そういうリスクは残っていると思う。

宮尾委員

国際商品市況について——戻って恐縮であるが——、考え方として、少し長い目でみた基調的な動きを考えると、これまで私が理解していたのは、世界経済の成長に即して上昇していくという見方かなと思った。今、短期的な投機であるとか、非常に変動が激しく、高止まりするとか、色々言われているが、基調的な上昇ペースもさらに上振れて推移すると考えるのか、

それとも基調的な上昇ペースは、やはり+4~+5%と言われている世界経済の上昇ペースに合わせて動いていくとみて良いのか、その辺についてはどうか。

大野国際局長

基調的なペースというか、一番安心してみていられるペースとしては、エマージング諸国の方が少しウエイトが高いことからすれば、世界全体の経済が+4%とか+4.5%であれば、そのウエイト分だけ上乘せした——非常に乱暴であるが——プラス α 位で安定的に動くのが、一番調和が取れたパスではないかと思う。ただ、今の足許は、それよりも格段に高いと思う。

中曽理事

基調的なという意味では、実需説に基づくと、彼らの論拠は、今のコモディティの上がり方は、2007年位と比べて同じではないか、結局、あの時は実需であったのだ、ということだと思う。ただ、我々からみると、当時なかった幾つかの要因がある。一つは、マクロ的に実質的な緩和的な状況が、先進国だけではなく新興国諸国にもある。それから、受け皿的な商品インデックスとか、ETFはさらに拡大している。さらに、インデックス・トレーダーのリスクテイク姿勢も、基本的にはリターンを求めてさらに積極化している。こういう要因が、今の時点では、基調的な上昇ペースを過去に比べて高いものにしていないが、今後と言った場合には、そういうものがドライバーになっていく可能性はあるのではないかとみている。

西村副総裁

明日言おうと思っていた私の意見を今日言ってしまうと、基本的には、特に中国、インドを含めて、彼らのコモディティ需要の経済成長に対する弾性値が高いはずである。要するに、資源の消費が非効率であること、それから流通が恐ろしく非効率であることから考えれば、そういうところで消えてしまうものがあるから、彼らのコモディティ需要の経済成長弾性値

が高いとすると、世界経済の成長よりもコモディティ需要の伸びのスピードがさらに高く出る可能性が強い。しかも供給は限られているから、何が起こるかと言うと、ちょっとした成長率の変動で価格が大きな変動をする。特に、上方向に変動する可能性が多い。基調的に今の成長が続くと、経済成長が高いので価格がさらに上昇する可能性は高いとみておいた方が安全かなという気がする。

それから、中曽理事からの説明は、これは少し分からないが、どの位時間をかけて、こういった商品が世界の金融市場の中に組み込まれるかに依存するが、これはある程度の落ち着きを取り戻す形になる訳である。それに比べると、やはり弾性値が高い、つまり、効率が非常に低いことの方が、圧倒的に将来的には大きな問題が生じる可能性がある。逆に言えば、ここを何とかしない限り、この状態はどうしても続く。この状態というか、高騰が傾向的に続く可能性は、否定できないのではないかと私は思っている。

白川議長

一点質問だが、国際商品市況の上昇で実需説とそれから金融説があり、多分、両方の要因が働いていると思う。その時に、特に去年の秋以降、商品市況の上昇がやや加速している要因として金融要因を考える時、通常は米国のQE2の影響を指摘する訳であるが、比喩的に資金流入という言葉を使っても、文字どおり資金が流入しているという意味ではなくて、要は、低金利が続くという見通しのもとでのファイナンスの問題だと思う。その場合に、一般的な議論は、米国のQE2との関係でなされている訳であるが、日本の包括緩和の影響と商品市況について、あまりメディア等では言われてはいないと思う。これはどの程度そういう議論があるのか。その辺、どのような感じか。

大野国際局長

エマージング諸国がやり玉という言い方は少し言い過ぎかもしれないが、商品市況の高騰を招いている第一の要因はQE2という言い方をする

国は多いと思う。ただし、中には、先進国全体として、米国、それから日本、欧州を含めて「先進国の」という言い方、あるいはそういう論調は少なくはないと思う。しかしながら、逆に「日本の包括緩和が」というような意見は私自身は直面したことはない。

中曾理事

国際局の分析だったと思うが、今のところ、日本からの投資対象としては、米国の株式とか債券を組み入れた投信などが多い。だから、直接的に日本の投資家がコモディティへ投資しているというチャンネルよりは、米国を介して、米国からさらに緩和の効果が伝播するというメカニズムであるので、間接的ではないかという分析、見方を取り敢えずはしている。

白川議長

勿論、日本の投資家自身がやっているとは、私は思わない。最終的にファンディングする時にはどの姿でも別に良い訳であるから、そういう意味では日本の投資家は動いていないと思うのだが、世界の投資家から見た時——為替リスクは、為替市場で別途またヘッジをするのだとは思いますが——、日本はどの程度寄与しているのかという趣旨である。ただ、自分自身は、今、大野国際局長が言ったような感じで、国際会議では受止めている。日本も決して無縁ではないけれども、主として米国を念頭に置いた議論をしているなというように。決して日本も無縁ではないとも感じるが、そういう意味では大野国際局長と同じ観察をしている。

他にご質問はないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは次に国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、資料-4の参考計表でご説明をさせて頂きたい。参考計表の図表6をご覧頂きたい。(1)の太い線の実質輸出であるが、右端が10~11月分であり、7~9月対比-3.6%となっている。10月分だけだった前月段階と比べてマイナス幅が大きくなっている。多少振れの部分もあると思うが、前月時点の横這い圏内という評価よりは弱めとなっている、という位の判断の方が適切ではないかと考えられる。この間、細い線の実質輸入の方は、国内生産の減少が押し下げ要因となっているが、テレビの駆け込み需要などの押し上げ要因もあるため、ご覧のように横這い程度が保たれている。その結果、(2)の太い黒の線、実質貿易収支は右端10~11月は弱い動きになっており、まだ12月分を残してはいるが、10~12月は純輸出が経済成長率に対してマイナスに寄与する蓋然性が高まってきている。図表7であるが、実質輸出の内訳、(1)の地域別をご覧頂く。第4四半期の列をみて頂くと、米国向けは-3.6%と自動車関連を中心にマイナスになっている。もっとも、現地での販売そのものが弱くなっている感じではないので、輸出の減少には一時的な振れという面もあるとみられる。次のEU向けは底堅い動きが続いている。東アジア向けは-0.1%と前期に続いて概ね横這いとなっているが、さらにその内訳をご覧頂くと、前月申し上げた特徴が今月も続いている。すなわち、中国向けがしっかりとしている一方で、NIEs向け、ASEAN向けがIT関連の調整が続いていることなどを背景に減少している。また、その他向けも-5.8%と弱い状況が続いている。船舶の振れもあるが、自動車関連などには円高の影響も出ていると聞かれている。このように足許の輸出は弱含んでいるが、新興国を中心に海外需要は総じて堅調とみられるし、米国クリスマス商戦についても、まずまず無難に乗り切ったという見方が多いように思う。IT関連でも在庫調整が進んできているし、とりわけスマートフォン関連などの新規需要が立ち上がってきていることはプラス材料だと思う。以上を踏まえて、輸出の先行きについては、為替相場が安定的に推移すればという条件付きではあるが、1~3月辺りから緩やかな増加トレンドに戻っていくと

いう見方を今月も引き続き中心シナリオとして念頭に置いている。IT関連について、もう少し詳しくみておく。図表 11 をご覧頂ければと思う。図表 11 の (2) であるが、世界半導体出荷——W S T S——のグラフがある。直近の実績は 2010 年 10～11 月、ちょうど積み上げ棒グラフがほとんどペチャンコに潰れている辺りであるが、7～9 月対比ではほぼゼロ、厳密に申し上げると -0.9% になっている。ただし、11 月単月では前月比 +5.5% と底打ちの兆しが出てきている。太い灰色の線が昨年 5 月時点の見通しであり、結局 10～12 月は、残すところ 12 月分だけであるので、見通し対比では下振れで着地する蓋然性が高いが、前期比ではどうやら下げ止まる感じにはなりそう。やはり、今回の IT 関連の調整は、比較的軽微で済みそうな蓋然性がまた少し高くなってきていると思う。ただし、物によってやや明暗があり、左下の (3) であるが、その点がはっきり出ていると思う。右端は 7～9 月の世界出荷台数であるが、ご覧のようにパソコンが大きく減速する一方で、逆に携帯電話が大きく伸びを高めている。スマートフォンの好調がその基本的な背景である。当然、関連する部品、部材についてもパソコン向け中心の DRAM が需給の改善が遅れている一方で、NAND 型フラッシュメモリーとか中小型高機能液晶などがスマートフォン向けを中心にむしろ予想以上に好調な地合いになってきている。

輸出関連は以上であるが、今月は輸入の状況も確認しておきたいと思うので、図表 13、(2) の財別の方をご覧頂く。第 4 四半期の列が目立つのが、食料品の -14.1% であるが、これは基本的にはたばこ税引き上げによる輸入たばこの減少である。他方、消費財は +9.8% と伸びているが、これはテレビやレコーダーなどエコポイント関連特需を反映した動きとみられる。因みに、たばこは米欧から輸入していて、家電製品は中国から輸入しているので、(1) の地域別の方をご覧頂くと、第 4 四半期は米国、EU からの輸入がマイナスで、中国からの輸入がしっかりと増加をしている。このように品目ごとにより動きは異なるが、実質輸入全体としてみると横這い圏内の動きとなっている。

次に、設備投資、図表 15 である。(1) の一致指標であるが、太い灰色

の線、資本財総供給（除く輸送機械）が概念的に一番設備投資の実勢に近い訳であるが、ご覧のように右端 10～11 月は若干の減少、数字で申し上げますと、7～9 月対比で-1.1%となっており、やや頭打ち感が出てきたような動きになっている。ただし、このデータも鉱工業生産統計を利用して作られている関係から、季節調整の歪みが出ている。因みに、点線で示している資本財出荷（除く輸送機械）については、生産と同じように以前の季節要素を用いて実勢ベースを計算することができる。それによると、点線の 10～11 月、7～9 月対比がこの図表では右端が+1.7%であるが、それを実勢ベースにすると+4.7%と、+3%ポイント程度高まる。こうしたやや技術的な側面も考慮すると、設備投資は持ち直しつつあるという点に基本的な変化は出てきていないと考えられる。なお、実質 GDP ベースの設備投資が 10～12 月、1～3 月ともに前期比ゼロ、横這いでいったと仮定しても、2010 年度全体では+4.5%程度の増加になるという計算になる。短観よりも GDP の方が若干強いイメージである。次に、先行指標もチェックしておく。図表 16 であるが、(1) の機械受注、太い黒の線、除く船舶・電力・携帯ベースで、右端 10～11 月は 7～9 月対比-5.7%となっているが、7～9 月に+7.7%と一旦かなり増加したので、その反動の範囲内の動きとみておいて良いと思う。業種別にも特に注意すべき動きはない。(2) の建築着工についても特筆すべき変化はなく、こちらも右端 10～11 月は減少しているが、7～9 月の反動とみて良いと思う。以上のように先行指標はともに均してみれば緩やかな持ち直し基調にあるという見方で良いと思う。設備投資は以上である。

次に、図表 20、個人消費である。(1) が GDP ベースの個人消費の前期比であり、右端は 7～9 月で、自動車の駆け込み需要等で大きなプラスになっている。当初は、その反動から、10～12 月はかなり落ち込む可能性が高いとみていたが、実際には、家電の駆け込み需要が自動車の反動を概ね相殺する感じになりそうである。従って、10～12 月の個人消費は、マイナスになるとしても、それほど大きなマイナスにはならない可能性が高いとみている。因みに、(2) 消費包括指数を計算してみると、まだ 10

～11月であるが、小幅のマイナスになっている。内訳として、灰色の耐久消費財が取り敢えず大きなプラスになっている。ただし、実際に10～12月のデータが揃えば、12月の家電の反動減が入ってくるので、耐久財のプラスの幅はこの図よりもかなり小さくなると考えられる。一方で、逆に下の方に出ている斜線の非耐久財も、たばこの駆け込み需要の反動が大きく出ているが、これも12月が入ると、マイナス幅が縮小すると見込まれる。それから、個別の指標であるが、図表21である。(2)の耐久消費財のうち、新車登録台数は右端12月分まで入っており、12月は漸く前月比で幾分プラスになった。このプラスの程度は概ね想定どおりである。ただし、新規受注については、期待していたほどの勢いが無いという声も一部に聞かれている。1～3月の国内販売が10～12月対比で1割程度増加すると申し上げていた前月時点での見通しを今の時点で明確に下方修正しなければならないということではないが、どちらかと言えば、若干下振れるリスクを意識しておく必要もあるように思う。それから、図表22であるが、その他の指標は(1)の財関連、(2)のサービス関連、いずれも決して強い訳ではないが、それなりに底堅いという状況が続いている。因みに、百貨店からは、絵画やアクセサリなど一部高額商品にも動きが出てきている、あるいは気温の低下もあって衣料品が堅調といった声が聞かれている。図表23であるが、消費者コンフィデンス、(1)の3系列とも直近はやや改善している。調査時点はいずれも12月上旬から中旬頃である。下段の景気ウォッチャーが、一番最近の12月下旬の調査であるが、これも幾分改善している。実は、ここに掲載していない我が日銀の生活意識アンケートのみ悪化しており、その一因は、調査時点が主に11月中と、他の調査よりも一月位前であったということと関係があるのではないかと推測される。勿論、然したる理由もなく指標がばらつくということはよくあるので、その違いをあまり強調するつもりもないが、11月中よりは12月の方が冬の賞与の支払いとか、株価の持ち直し、為替の安定など客観情勢自体が若干改善したということもあるので、それが家計のマインドに作用した可能性はそれなりにあると思う。個人消費は以上である。

図表 25 の (1) の住宅着工であるが、引き続きこれまでのトレンドに沿った動きが続いている。太い黒の線の右端 10～11 月が年率 83 万戸、7～9 月対比で+1.7%になっている。優遇金利をはじめとする政策の後押しなどを背景として、細い実線の持ち家、太い灰色線の分譲を中心に緩やかな持ち直し傾向にあると判断される。簡単であるが、住宅は以上である。

次に、図表 26、生産をご覧頂く。鉱工業生産は 11 月の前月比が+1.0%と 6 か月振りにプラスとなっている。さらに 12 月、1 月ともに予測指数がプラスになっている。随分強い数字に見えるが、季節調整の歪みを考慮すると、従来から我々が持っていたイメージと概ね整合的なデータが出てきていると取り敢えず受止めている。直近のミクロ情報を踏まえた 10～12 月、1～3 月の見方もこれまでとほとんど変化はない。実勢ベースで 10～12 月は 2%台後半の減少、1～3 月は概ねそれが元に戻る、すなわち 2%台後半の増加というふうに見ている。10～12 月の減少の背景もこれまでと変わっておらず、自動車国内販売の反動減、I T 関連の調整、その二点の影響が大きい。そして 1～3 月が増加に転じるのは、輸出が再び緩やかに上向き始めるとみられる中で、10～12 月のマイナス要因が消えていく、すなわち、自動車の反動減が薄まり、I T 関連の調整も進んでいくということによるものである。少なくとも現時点でそういう見方の妥当性が高いことについては、先般の支店長会議での各地からの報告でも概ね確認されたとみている。なお、以上の生産の見通しを季節調整の歪みを含んだ公表統計ベースに翻訳すると、10～12 月は 1%台半ばの減少、1～3 月は 4%台後半の増加という計算になる。生産は以上である。

図表 31、雇用関連であるが、(1) の細い線の有効求人倍率は、右端 11 月分が 0.57 倍となっており、緩やかながら着実な改善が続いている。また、太い線の失業率は、右端 11 月が 5.1%で 10 月と同水準である。引き続き 5%程度での高止まりが続いている。それから、図表 32 であるが、(1) の太い線の労調・雇用者数、細い線の毎勤・常用労働者数とも右端の 10～11 月は前年比プラス幅が幾分拡大している。ただし、月次の動きをみると、頭打ち感が出てきている。この点、図表 30 の計表をご覧頂ければ

と思う。中段の中ほどであるが、労調の雇用者数は 11 月の前年比が +0.3%と、それまでの+0.7%よりもプラス幅が縮小している。直ぐその下の三角カッコ内の季調済前月比も 10 月-0.3%、11 月-0.7%と、このところ減少している。振れの大きな指標であるので、あまり深く読み込む訳にもいかないが、比較的振れが小さい下段の毎勤・常用労働者数でご覧頂いても、11 月は前年比+0.7%と前月と同じであるし、季調済前月比も 0.0%と増加が一服気味になっている。こうした雇用の改善ペースの鈍化は生産の減少とも整合的な動きとみることができる。基調的にみれば、雇用は改善の方向にあるとみられるが、そのペースはやはり緩やかとみておく必要があるようだ。それから、次に、図表 33、賃金である。(1) の名目賃金、こちらも小幅のプラスが続いているが、右端は変則四半期の 9~11 月分になるが、ご覧のように伸び率が低下しており、所定外のプラス分だけにほぼなっている。この後、12 月分は図表 34 の (3) アンケート調査によると、冬季賞与が増加しているため、毎勤ベースの賃金も特別給与を中心にプラスになると考えている。雇用関連は以上である。

次に、物価である。図表 36、先程来ずっとご議論があった国際商品市況であるが、1~2 か月前に想定していたイメージ以上のペースで足許は上昇している。(1) 輸入物価、とりわけ細い線で示した円ベースの輸入物価は、データが足許までは出切っていないし、円高の影響もあるので、これまでのところまだあまり上昇はしていないが、今後上昇がよりはっきりしてくる可能性が高いと考えている。そうしたもとで、国内企業物価であるが、図表 39 の (2) の右側であるが、3 か月前比の月次の動きをご覧頂くと、右端 12 月の上昇率が+0.8%まで高まってきている。点々の為替・海外市況連動型、つまり石油製品とか非鉄の上昇がはっきりしつつある。白い部分のその他に入っているたばこの寄与がまだ+0.4%あるが、これは次の 1 月の 3 か月前比からは消えることになる。しかし、為替・海外市況連動型の上昇幅が拡大するとみられるため、結局 1 月の 3 か月前比も 12 月並みの上昇幅になるのではないかとみている。このように、国際商品市況の上昇や豪州の洪水などによる鉄鋼原料の価格上昇が、今後 C G P

Iをよりはっきりと押し上げる可能性が高い。年度ベースで括ると、2010年度は残りが少ないので、以前申し上げていたイメージからあまり変わらないと思うが、2011年度については、年末頃に持っていたイメージよりも前年比が+0.3～+0.5%程度高くなり、前年比+1%強ないし前半という位のイメージでみておくのが妥当なのではないか、と今の時点では考えている。それから消費者物価である。図表42の(1)の右、右端が11月分の前年比であり、太い線の除く生鮮食品で-0.5%、細い線の除く食料およびエネルギーで-0.9%となっている。前者は前月と比べて0.1%ポイントマイナス幅縮小、後者は0.1%ポイントマイナス幅拡大ということで方向が若干異なっているが、四捨五入の誤差による面が大きいので、意味がある違いではない。前月と同程度のマイナス幅であり、少し長い目でみれば、マイナス幅が緩やかに縮小傾向にある、という基本認識で良いと考えられる。ここには表れてない位の若干細かいことを申し上げると、米の下落幅がこのところ拡大傾向にあるが、一方で、食料工業製品とか被服など幅広い分野で下落幅が緩やかながら縮小傾向にあるので、全体では、米の影響はほとんど出てきていない。従来からの想定に沿った動きと考えると良いと思う。なお、高校授業料を除いたベースであるが、図表44の(1)にあるように、前年比ゼロ%近傍の動きとなっているが、10月以降はたばこや傷害保険料が押し上げ要因となっていることを踏まえると、除く生鮮食品の実勢としては-0.5%前後で推移しているという評価で引き続き良いと思う。先行きについても、見方を変えるべき材料は出てきていない。展望レポートの見通し対象である除く生鮮食品・高校授業料ベースで、向こう半年位ゼロ%近傍、月によっては若干プラスという月があるとみている。2010年度は、-0.3～-0.4%位で着地する可能性が高いとみている。

ということで、今月の動きを三点位に纏めておくと、第一に、ハードデータで確認できるところまでで評価すると、10～12月の生産の減少がはっきりしてきているほか、輸出についても11月が弱かったことを踏まえて、横這い圏内という前月段階での評価より弱めと認識しておく方が自然であると思う。しかし、第二に、個人消費、住宅投資、設備投資といった民

間需要は、耐久財の駆け込みや反動などによって消費が攪乱されているが、基調的にみれば、いずれも緩やかではあるが、改善の方向にあるとみて良いと思う。それから、第三に、ミクロ情報や生産予測指数、海外経済の展開などからみて、輸出や生産がほどなく緩やかに増加に復するというシナリオは維持されており、日本経済は早ければ1～3月、少し幅を持ってみても今年前半のどこかのタイミングで、踊り場的な状況から再び緩やかな回復へ抜け出していく可能性が高いと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をお願いします。

須田委員

短観でみると、先行きは結構厳しかったが、「今はマインドが良好」というように、企業の方に話を聞いても、そういう厳しい見方はない訳である。その大きな理由は、「先行き」の時期が近くなってくるので不確実性——門間調査統計局長が説明の時におっしゃったように——の部分なくなっているということもあると思うが、全体的にどのように見ておけば良いか。企業のマインドについてであるが。

門間調査統計局長

月次で調査しているものをみると、少し足許が良くなってきているということがまずある。それから、短観は、あの時申し上げたように、まだ霧がかかっている先については、やはり良いと答えにくい状況が当時はあったと思う。かつ、先程の生活意識アンケートと同じように、短観も今回少し早かったので、11月中位に答えている企業も結構あった。あの時点では、まだブッシュ減税の延長も決まっていなかったし、米国経済もまだ少し弱かった印象があった時期であった。加えて、円高の影響も見極めきれないということで、様々な不確実要因が相当あった訳である。そういうものが段々なくなっていくということと、それから足許はスマート

フォン関連の需要が想定以上に良いということで、幾つか要因が重なって、この1~2か月で少しマインドが向上してきているのではないかとみることができると思う。

須田委員

そのことと、実際の例えば生産活動とにギャップがあるが、だからと言ってそんなに…。

門間調査統計局長

恐らく、我々がみていた生産や輸出と、足許の指標の出方はほぼ整合的であるから、ハードデータの出方に関しては、特に上振れているということは、取り敢えずはないと考えている。ただ、繰り返しになるが、そのハードデータがまだみえていない段階においては、企業の方は、先行きを慎重にみる傾向が、この前の時は結構強く、従って、ハードデータが段々とみえてくると、むしろマインドの方が我々の想定に整合的になってきているというのが実態ではないかとみている。その意味では、短観の時に申し上げたように、多分3か月後は上振れるのではないかと、ということが段々現実に近付きつつあると思っている。

西村副総裁

図表21の家計調査と状況調査の数字をみていると、昔は、家計調査の方がガタガタしてみにくいので、状況調査の方が良いと言っていた。ところが、最近の動きをみていると、家計調査は安定していて、状況調査の方が恐ろしく振れているようにもみえる。何か理由があるのか。

門間調査統計局長

元々、状況調査も家計調査も振れ方は、五十歩百歩と思う。家計調査は8千世帯で、状況調査は一応3万世帯となっているが、回答率が半分強位であるので、実態的には1万6千とか1万7千とかその位だと思う。であ

るから、サンプルからみても、家計調査と状況調査では、振れ方自体が五十歩百歩であるというのが一番等身大の理解だと思う。それと、状況調査は足許は少し方向が逆になっているが、家計調査は除く住居等と書いてあり、本当はGDPの計算に含まれていないものは除くことになっているが、厳密に除き切れておらず、家電製品などは家計調査に入ってしまった。恐らく、そういうことも少しプラスの方向に効き過ぎている感じがあると思う。

亀崎委員

CPI（除く生鮮食品）であるが、524品目の動きを時系列的にみているが、単純な前年比でみて、価格が上昇したのから下落したものを引いたものは、昨年5月が234ポイントと一番多くなったが、それが段々少なくなってきた。これは、上昇品目の方が多くなっているということである。もう一つ、加速から減速、すなわち、その上昇の幅が大きくなったもの、あるいは下落の幅が小さくなった品目、これを加速、その逆を減速とみて、加速マイナス減速もずっとみてきていた。加速から減速を引いたものは、ずっとマイナスであったが、去年の3月位からプラスが出てきて、さらに6月、7月、9月、10月、11月と、特に直近3か月はプラス幅がずっと大きくなってきている。従って、やはり方向としてはデフレ脱却に進んでいるのではないかと、ここからも言えるのではないかとみている。一方、金融経済月報の図表23に物価の水準があるが、この季節調整済の指数推移をみると、2002年からほとんど横這い状況できて、2008年の原油価格上昇時に上がって、その後ずっと下がってきた。やっこの10月、11月位——この秋——にふっと上がっている。これは、先程おっしゃった、たばこ税とか傷害保険の引き上げだと思うが、これが一時的なものなのか、あるいはもう下落傾向が底を打って上昇傾向に行くのか。こちらの方からみると、段々少し上がってきているような感じがする。レベルからいって、これが底を打って、もう脱したトレンドになったかどうか、どのようにみているか。

門間調査統計局長

そのレベルが上に行くようになったかどうかは、まさに前年比がプラスになるかどうかということとかなり近いので、それがいつくるかだと思う。最初におっしゃったその加速度がマイナスからプラスになるというのは、これは言ってみれば、減少幅が拡大から縮小になるということである。ちょうど図表 44 をご覧頂くと、恐らく一番基調的な動きに近い 10% 刈込平均値という灰色のグラフがある。(1) の太い灰色線であるが、先程、亀崎委員は 3 月に転換点があったとおっしゃったが、これで見ると、厳密ではないが昨年の方から今年の初め位のところで下落幅の拡大が止まって、縮小に転じている。これがまさに先程おっしゃった上昇品目と下落品目の加速・減速の転換点に対応していると思う。だから、問題はレベルで、上がるかどうかは加速・減速だけでなく、上昇品目・下落品目で言えば、上昇品目の方が多くなるとか、本当にウエイトをかけて C P I 全体が前年比なり前期比でプラスに明確になっていく辺りで転換点になってくる。そこになるには、我々の想定では、2011 年度中のどこかという位にはみているが、まだ明確なことまでは言えない、という段階ではないかと思っている。

野田委員

雇用で、労調と毎勤の違いは前からずっと言われているが、最近、その特徴が特に変わってきているということはあるか。元々、労調は振れると言われているが、かつてのご説明では、労調の方がビビッドに反映しているのではないかと言われていたのをうっすらと記憶している。その辺については、最近、どのように考えているか。

門間調査統計局長

ビビッドには言っても、却ってノイズを拾いやすいという面もあるので、月々の動きはあまり労調は当てにならないケースの方がむしろ多い。

であるから、例えば、図表 32 で太い線と細い線をご覧頂くと、明らかに細い線の毎勤の方が滑らかである。恐らく、経済の実態はこういう感じで動いているのではないかと思う。ただ問題は、この毎勤の方は、前年比のレベル自体が実態を表していない可能性が高い。つまり、毎勤の方は限られたサンプル、企業から聴取しているデータである。一方で、労調の方は、一応きちっとサンプル調査の原則を踏まえて、日本全国津々浦々から個人に聞いているので、月々のノイズはあるが、トレンドは労調の方が確かである。であるから、この労調のギザギザしている動きを何四半期か移動平均したようなイメージが、恐らく一番実態に近いというふうにご覧頂ければと思う。

宮尾委員

労働者への分配について、今後の全般的な見通しであるが、今ちょうど春闘において、総賃金が上がるかどうか交渉が始まっている。こういう環境のもとで、労働者への労働分配率はやはり低いままというか、なかなか高まらないとみて良いのか、その辺の見通しについて何かご意見があるか。

門間調査統計局長

労働分配率そのものは、今の時点で過去の動きと比較すると、高止まっていると私共は判断している。だから、普通に考えると、収益が出てもお労働の取り分が少ないという状況が暫く続いて、労働分配率が低下を辿ると考えることができると思う。今のところ、それに反する話は出てきていないので、まだ向こう 1 年位は少なくとも雇用者報酬の増え方はかなり限定的なものになるのではないかとみている。

西村副総裁

もし労調で移動平均を出すとする、3 か月位の後方移動平均がちょうど良いのか。今の話であれば、移動平均を出してもらう方が、ある意味みやすいが。

門間調査統計局長

何か月を出せば一番良いのかが、厳密にピンポイントではなかなか難しいので、出していないという面もある。もしかすると、3~4 か月では少し足りないかもしれない。これは前に申し上げたかもしれないが、4 か月ごとに労調のベースになるサンプルが切り替わるので、4 か月ごと位にノイズが新しく入ってくるという周期のデータである。場合によっては、半年とか9 か月とかそれ位かもしれないので、そこはデータ解析をよくやったうえで答えしないとイケないと思う。

西村副総裁

9 か月位になると、ほとんど毎勤と変わらなくなってしまう可能性がある。

門間調査統計局長

であるから、恐らくシェイプは毎勤とあまり変わらないというのが正解だと思う。ただし、レベルは、例えば、2008 年、2009 年辺りは随分レベルが違うし、2005 年、2006 年も違う。恐らくレベル自体は労調の方を信用した方が正しい。実感としても、2005~2006 年はもう少し景気が良かった訳であるし、2008 年辺りのまさに資源価格が上がって、経済の減速が始まった頃に、労調の方は素早くすっと落ちてくるので、多分レベル自体の評価は労調の方が正しいと思う。であるから、それがGDPにも使われているが、動き、シェイプは毎勤のような格好でイメージしておくのが良いのではないかということである。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

榎田企画局長

それでは、資料-5「金融環境の現状評価」参考計表に基づいてご説明する。最初に、家計・企業のインフレ予想である。図表1の(1)、12月の生活意識に関するアンケート調査における家計の予想インフレ率である。今後1年間の予想インフレ率——太実線——であるが、9月の-0.2%から-0.3%に幾分低下、また今後5年間の予想インフレ率——点線——であるが、9月時点の+0.3%から+0.1%に低下している。生活意識に関するアンケート調査では、足許の景況感DIが悪化すると予想インフレ率が低下する傾向がこれまでもあるが、12月調査では、前回と比べて景況感が悪化していることを踏まえると、予想インフレ率の低下は、基本的にはそれにつれた動きである可能性があるように思われる。ただ、この点については先行き3月の調査結果などを踏まえつつ、評価すべきと考えている。(2)の12月の消費動向調査からみた家計の今後1年間の予想インフレ率であるが、11月、12月とも前年比+0.8%と横這い推移となっている。

図表2、1月のESPフォーキャスト調査——四半期ベース、年度ベース——をみると、エコノミストの見方に大きな変化はないように窺われる。まず、四半期ベースだが、2012年第3四半期以降はプラスの見通しである。年度ベースでみると、2012年度にはCPI(除く生鮮食品)がプラスに転じるとの見方であり、端数の関係で0.1%ポイント下がった格好になっているが、ほぼ横這い推移である。

続いて、図表3、今回追加した債券市場参加者のインフレ予想である。データは、QUICK社が証券会社や機関投資家といった債券市場の関係者を対象に毎月実施している、QSS債券月次調査に基づくものである。この調査では、先行きのインフレ率——CPIコア変化率という設問になっているが——の今後1年間、2年間、10年間の平均値を毎月聴取して

いるものである。グラフでは、「今後 1 年間の平均値」と「1 年先から 2 年後までの 1 年間の平均値」——1 年先スタートの 1 年物——と「2 年先から 10 年後までの 8 年間の平均値」に転換したデータを表示している。グラフをご覧頂くと、12 月は今後 1 年の平均——一番下の灰色のところであるが——が -0.6% である。1 年先から 2 年後までの 1 年間の前年比——細実線であるが——は $+0.2\%$ の水準である。2 年先から 10 年後までの 8 年間の平均値は前年比 $+0.9\%$ という水準であり、前月からの数字で申し上げると横這い推移である。こうした点からみると、債券市場参加者のインフレ予想にも変化はみられていないということかと思う。

続いて、図表 4、図表 5、政策金利と実体経済の関係である。政策金利の水準を実体経済活動あるいは物価との関係でみる図表については、今回、従来の HP フィルターにより実質 GDP トレンドの成長率を推計したものに加え、ここでは、図表 5 であるが、調査統計局が生産関数アプローチにより潜在成長率を推計したものを追加している。今回、図表を追加した背景としては、一つは、HP フィルターは推計が容易であるという一方、新たなデータが追加されると、直近の結果は大きく変化することがあるということである。今回追加した調査統計局の推計したものは、物価の基調判断との整合性という意味では整合性が高いということ、それから、この図表自体は一定の枠組み、前提に基づく見方であるので、この関係は幅をもってみる必要があるとともに幅広い観点からみるということから、新たに生産関数アプローチによる推計値を追加したということである。図表 4 と図表 5 で、実質コールレートを実質 GDP トレンドの成長率あるいは潜在成長率と比べてみると、インフレ率の前年比がこのところマイナス幅が縮小してきていることに伴って、引締まり度合いがかなり縮小してきている姿がご覧になれるかと思う。特に、図表 5 の (2) であるが、生産関数アプローチで推計した潜在成長率との比較では、実質金利は概ね中立的な水準になっている。この図表 4 と図表 5 の図で引締まり度合いに差があるのは、現在の局面では HP フィルターで推計した実質 GDP トレンドの成長率が、実質 GDP に引っ張られて生産関数アプローチで推計した潜在成

長率に比べて低くなるからである。図表 4 の (1) で、灰色の太実線がマイナスになっているところからご覧頂けるかと思う。

次に、図表 6 と図表 7 で、政策金利をテイラー・ルールとの比較でみてみると、引締まり度合いがいずれも縮小傾向を辿っていることがご覧頂けるかと思う。HP フィルターで推計した図表 6 は、図表 7 に比べて引締まり度合いがかなり縮小している。HP フィルターで推計した実質 GDP トレンドの成長率が、生産関数アプローチの潜在成長率に比べて低いのは、先程申し上げたとおりであるが、HP フィルター・ベースの場合、需給ギャップの落ち込みが総じて生産関数アプローチより小さくなる傾向がある点が背景となっている。

続いて、資金調達コスト関連である。図表 9、(1) の太実線の総資金調達コストの推移をご覧頂くと、月々振れはあるが、全体として低下傾向が続いていることが窺われる。個別の金利の動向を図表 10 でみると、太実線の短期貸出約定平均金利は、振れを均してみると、テンポは極めて緩やかになってきてはいるが、なお低下傾向にある。11 月単月でみると、一部の先でスプレッド貸案件が嵩んだことや地公体向け貸出が剥落したことで、若干上昇している。一方、細実線の長期貸出約定平均金利については、緩やかな低下傾向を辿っている。(2) のスプレッド貸出のスプレッドであるが、短期・長期とも 11 月単月は前月から上昇している。ただ、振れを均してみると、短期は緩やかな縮小傾向にあるほか、下段の長期についても、総じてみると弱含み傾向で推移している。続いて、図表 11、CP の発行スプレッドと金利である。CP については、発行スプレッド、金利水準とも低水準横這い推移である。続いて、図表 12、社債の発行金利とスプレッドの推移であるが、社債の発行金利については、(1) の 5 年物国債の金利が上昇した関係上、幾分上昇しているが、水準的には総じてみれば低水準推移である。(2) の発行スプレッドについては、銘柄要因等を勘案すると、実勢弱含みの推移である。

続いて、図表 14、資金調達である。上段の民間部門総資金調達であるが、民間総資金調達は、11 月の前年比 -2.5% の後、12 月は -2.4% と、

減少が続いている。企業の外部資金に対する需要が後退した状態が続いているということかと思う。中段の12月の銀行貸出であるが、前年比-1.8%と減少が続いている。業態別にみると、地銀の伸び率が緩やかに高まっている一方で、都銀等については、残高のマイナス幅が拡大し、残高を減少させる展開が続いているという動きに変化はない。その下のCP・社債の発行残高であるが、全体として前年を上回って推移している。下段で、12月の国内公募社債発行額をみると、12月は7,998億円と高水準であった。うち、BBB格も870億円と高水準である。こうした中、社債の発行体の裾野が拡大するなど、発行環境は一段と良好になっている。因みに、12月の発行銘柄のうち、第1回目の起債となった先をみると、企業統合等で初めてになったという銘柄も含めて、A格で6銘柄が新たに社債を発行した。一番下の株式調達額の12月であるが、医薬品大手が東証1部に上場した関係で2,462億円と、調達額が増加している。

続いて、図表20、企業金融関連指標である。中段の企業からみた金融機関の貸出態度であるが、当月出た計数としては、12月の中小企業（日本公庫）の判断DIが、12月は11月の20.0%ポイントから21.8%ポイントに小幅改善している。それから、この資料送付後に判明した数字で、その下の小企業（日本公庫）の10~12月の計数が出ている。これは、7~9月の-17.1%ポイントから10~12月は-16.0%ポイントと、小幅改善している。このように、金融機関の貸出態度は改善が続いている状況である。下段の資金繰りであるが、中小企業（日本公庫）が小幅悪化方向で、その下の中小企業（商工中金）は小幅改善と、区々である。また、その下の小企業（日本公庫）の第4四半期の計数であるが、第3四半期の-29.5%ポイントから-27.6%ポイントと、改善している。こうした資金繰りからみても、小企業も引き続き改善している姿である。

最後に、図表25、マネー関連指標である。上段のマネタリーベースの推移であるが、前年比+7%と高い伸びを続けている。日銀当座預金が本行の潤沢な資金供給を受けて高い伸びを続けていることが背景である。このうち、銀行券の発行高であるが、銀行券はこのところ緩やかに伸びを高

めていて、12月は+2.0%であった。が

手許現金を厚めに保有していることが影響しているが、そのほか、今年の年末年始の商戦が堅調であったことも現金の増加に繋がったと考えられる。中段のマネーストックの動きであるが、M2については、12月は+2.3%と、前月の+2.6%に比べ、小幅低下した。

以上、前回会合以降に利用可能になった指標の動きを纏めると、以下のような点が確認できたと考えている。一点目は、政策金利の水準を実体経済や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるが、その度合いは相当縮小してきており、指標によっては概ね中立的な水準まで復したものもみられている。二点目は、企業の資金調達コストは低下傾向が続いており、そのうち新規貸出約定平均金利は既往ボトムの近辺まで下がった状態が続いている。三点目は、CPの発行スプレッド、社債の流通スプレッドは過去の水準と比べても、かなり縮小した水準で推移しているほか、社債の発行体の裾野がさらに拡大しているなど、CP・社債の発行環境は一段と良好になっている。四点目は、計数自体は当月変化があった訳ではないが、企業収益との対比でみると、低い資金調達コストが持つ金融緩和度合いは強まった状況にある。最後に、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りについては、改善が続いている。水準的には大方の指標が2000年央以降の平均的な水準に達している。年度の感じで言うと、2004年度頃の水準に改善してきている。このように、これまで緩和方向の動きが続いてきた結果、企業の資金調達コストや企業収益対比での緩和度合い、またCP・社債の発行環境など、水準的には既に緩和的な状態と評価しても差し支えない項目があるほか、政策金利と実体経済・物価との関係や中小企業のアベイラビリティ指標など、引き続きなお緩和方向と評価できる項目が混在した状況になってきている。これらの点を考えると、今月の金融環境の総括判断の表現については、先月は、金融環境は「緩和方向の動きが強まっている」と評価したが、「方向」という言葉を落とすとともに、前月の判断から後退した訳ではないという、誤解のない表現にするという意味で「引き続き」という言葉を加え、金融

環境は「引き続き、緩和の動きが強まっている」と、「方向」という言葉を落とす表現にするのが適当ではないかと考えている。私からの報告は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

山口副総裁

少し宜しいか。図表 25、マネー関連の指標だが、中段の表の広義流動性をみると、去年の春以降、伸び率が比較的是っきりと鈍化してきているが、これはどういう事情によるものか。

楡田企画局長

広義流動性自体はこのところゼロ近傍の推移だが、これは基本的に名目 GDP の伸び率自体がそんなに高くない中で、平均すると……。

雨宮理事

2009 年が +0.3% なので、どうもぱつと言うことができないが……。

山口副総裁

今でなくても良いので、後で教えて欲しい。

雨宮理事

どうも去年の 1~3 月、4~6 月に何か起きているような気もする。それはまた後程……。

木下理事

宜しいか。金融機関の国債購入が増えていることの反映だと思われる。

山口副総裁

そうであるな。

雨宮理事

それも含めて、後程…。

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。

関根調査統計局経済調査課長

それでは、私から実体経済・物価についてご報告する。今月だが、実体経済の現状の総括文に先月分から変更はない。それに続く各論部分だが、短観月ではないので、企業収益とか業況感に対する記述を落としたほか、文章の流れを良くするために、順番を入れ替えたなど色々あるが、実質的な変更点は左側のアンダーラインのところの二点である。一つ目は、住宅投資の「持ち直しに転じつつある」である。先月までは「下げ止まっている」であったが、最近の住宅着工戸数等をみて、判断を少し進めた形にしている。もう一つは、輸出である。先程の報告にもあったが、今月は「やや弱めとなって」と、先月までの「横ばい圏内で推移している」から判断を少し引き下げた形になっている。

続いて、先行きである。先行きについての総括文は「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」と、先月から変わらない。ただ、その前のアンダーラインは「景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し」と、先月までの「景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後」から若干表現を変更している。これは、先程、門間調査統計局長から、ほどなく足

踏み状態を脱することができる、早くて1~3月、遅くとも今年の前半の可能性が高い、という報告があったが、緩やかな回復経路に復するタイミングが十分に近付いているということで表現を見直した。同じ趣旨が各論の方にもあり、例えば輸出であるが、先月までは右側をご覧頂くと、「当面、横ばい圏内の動きを続けたあと」という時間の経緯を示した表現が入っている。また、生産だが、これも右側をご覧頂くと、「耐久消費財を中心に一時的に弱めの動きとなったあと、増加していく」とある。これを今月は「緩やかな増加基調に転じていく」と、タイミングが近付いていることを表そうとしている。

最後に、物価だが、ほとんど変更がない。ただ、一点、右側の物価の先行きのC G P Iは「当面、緩やかな上昇基調で推移するとみられる」の「緩やかな」に先月はアンダーラインがある。これについては、最近の国際商品市況等の動きをみて、「緩やかな」という表現を外しても良いのではないかとということで、今回は削除する次第である。私からは以上である。

加藤企画局政策企画課長

続いて、金融部分の記述についてご説明させて頂く。第一段落は、金融市場について記述させて頂いている。ターム物金利について、右側の先月12月の記述をご覧頂くと、「ターム物金利は、一部の金利が強含んでいるものの、総じて低水準にある」と記述した。ここで言う「一部の金利」は短国の1年位までの金利であったが、先月の会合以降は、様々な金利が低下しているので、今月については、「ターム物金利は、総じて弱含んでいる」と、全体として弱含んでいるという記述にさせて頂いている。それから、その後は、市況である。為替については、先月の会合時が1ドル83円80銭程度であった。長期金利は、10年物の国債金利で見れば1.2%弱位、株価については、日経平均が1万3,000円位であった。今日のマーケットの数字をみれば、「概ね同じ水準」という記述で良いが、これは明日のマーケットの状況も確認しながら、と思っている。

金融環境の総括判断は、先程、榎田企画局長よりご説明させて頂いたと

おり、「引き続き、緩和の動きが強まっている」という表現にさせて頂いている。概ね緩和的になっている指標と、緩和方向になっている指標を、全体として表現するとすれば、このような記述で良いのではないかと考えている。

各論については二点ある。金融機関の貸出態度について、先月は、「金融機関の貸出態度は一段と改善している」と、短観のD I等を踏まえながら一段と改善していることを記述した。その後、例えば、日本公庫のアンケート調査の数字等も改善が続いているので、「改善が続いている」という記述にしている。CP・社債市場については、社債の発行体の裾野が広がるなど、さらに発行環境が良くなっていることを踏まえ、「発行環境は一段と良好になっている」という記述にさせて頂いている。CP残高及びマネーストックについても、アンダーラインを引いてあるが、こちらは計数を反映した技術的な修正である。私からは以上である。

白川議長

何か質問はないか。

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

(16時31分中断、25日9時02分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行だが、最初に、中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に、当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に、政府出席者からのご発言、四番目に、金融市場調節方針に関する議案の取り纏めと採決、最後に、12月20日、21日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは櫻井充副大臣、内閣府からは末松義規副大臣である。会合の

中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

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

それでは、見通し計数の分布について執行部から説明をお願いします。

櫛田企画局長

それでは、今お配りした（参考1）「2010～2012年度の政策委員の大勢見通し」についてご説明する。この大勢見通しであるが、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。カッコ内は、そのうちの中央値の見通しを示すものである。

実質GDPの数値から、中央値を中心にご説明すると、2010年度は中央値が+3.3%と、高い伸びとなった後、2011年度は+1.6%、2012年度は+2.0%と、緩やかな回復経路を辿るという見通しである。前回との対比で申し上げますと、2010年度のGDPについては、過去の実績の改訂がなされている年度である。委員の見通しの中央値も、前回10月の展望レポートの+2.1%から+3.3%に、+1.2%ポイントの上方修正となっている。それぞれ大勢見通しの幅についても、+1%ポイント強上振れとなっている。2011年度については、前回の中央値から-0.2%ポイントの下方方向への修正、2012年度については、-0.1%ポイント——+2.1%から+2.0%——と、概ね前回の見通しに沿った推移となっている。

続いて、国内企業物価指数であるが、2010年度の+0.5%から2011年度は+0.9%、2012年度は+0.7%と、緩やかな伸びを続けるという見込みである。前回の見通しとの対比で申し上げますと、2010年度の中央値が前回+0.9%から+0.5%へ、-0.4%ポイントの下方方向への修正、2011年度については、逆に+0.5%から+0.9%へと、+0.4%ポイントの上方改訂である。2012年度については、概ね前回の見通しと同じであって、前回の+0.6%が、今回は+0.7%になっている。

続いて、右の消費者物価指数（除く生鮮食品）の数字である。2010年度の中央値-0.3%から2011年度は+0.3%、2012年度は+0.6%と、消費者物価指数については、2011年度にプラス領域に入り、2012年度にその幅を広げるという見通しである。前回の見通しとの対比で申し上げますと、2010年度の中央値は+0.1%ポイント上方方向への修正、2011年度については+0.1%から+0.3%と、+0.2%ポイントの上方方向への修正となっている。

続いて、下段の（注6）、政策委員全員の見通しの幅である。これは委員の見通しの幅を全て示したものであるが、実質GDPについては、2010年度については、全員見通しの両端——最大値、最小値——とも+1.2%ポイント切上がった格好となっている。2011年度、2012年度については、-0.1%ポイントないし-0.2%ポイントの小幅修正である。国内企業物価指数については、2010年度については、両端——最大値、最小値——がそれぞれ-0.1%ポイントないし-0.3%ポイント下方への修正、2011年度については、最小値が+0.1%ポイント切上がり、最大値は+0.2%ポイント切上がった格好となっている。消費者物価については、それぞれ最小値が2010年度、2011年度とも+0.1%ポイント切上がった格好となっている。

続いて、裏面のリスク・バランス・チャートである。これは各委員の見通しが、上振れまたは下振れる可能性について想定した確率分布を集計したものである。このグラフの縦軸は確率を、横軸は各指標の値——前年比、%——を示したものである。今回の確率分布については、このシャドー

で示された棒グラフで示されている。実線の棒グラフについては、昨年10月時点の確率分布の図を示したものである。このほか、縦の太点線は政策委員の見通しの中央値を示すものである。丸で括られた範囲は、今申し上げた政策委員の大勢見通しの幅、三角で括られた範囲は全員見通しの幅を、それぞれ表している。縦の細点線については、前回2010年10月時点の政策委員の見通しの中央値を示している。このリスク・バランス・チャートを見ると、実質GDPは、中央値及びそのシャドーの部分が右にずれた格好となっている。2011年度、2012年度については、ほぼ前回と変わらない中央値及び確率分布ということである。次に、消費者物価指数であるが、2010年度が極く僅かに右方向にずれた格好になっている。2011年度、2012年度については、それぞれ先行きの見通しということで、分布が幾分広がる格好になっている。消費者物価については、他の計数と違って、2011年度、2012年度ともシャドーの範囲及び大勢見通しの範囲——これは両端が丸の範囲であるが——がやや広がった格好になっているのが、今回の姿である。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

それでは、まず、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢及び中間評価について、一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番であるが、森本委員、亀崎委員、山口副総裁、宮尾委員、須田委員、野田委員、西村副総裁、中村委員の順である。では、森本委員お願いします。

森本委員

トップバッターで、宜しくお願いする。やや長めになるが、後半部分が短いのでお許し頂きたいと思う。

では、海外経済から順にお話する。海外経済は全体として回復しており、先行きも新興国経済が牽引する形で回復を続けるとみられる。まず、

米国経済であるが、緩やかな回復を続けている。輸出は新興国向けを中心に増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。12月のISM指数は製造業、非製造業とも改善しており、特に非製造業の57.1は、2006年5月以来の高水準である。家計部門に目を移し、個人消費をみると、株価上昇などを受けて小売売上高は増加を続けている。クリスマス商戦も、ベージュブックは全ての地区で前年を上回ったとしている。また、12月の自動車販売台数は年率1,271万台と、2009年8月の新車買替え支援策終了後では最高水準となった。ただし、雇用環境改善の足取りは鈍いのが実情である。民間部門の雇用者数は昨年1月以来ちょうど1年間増加を続けているが、失業率はなお高水準にあり、平均失業期間も一段と長期化するなど、厳しい状況である。また、住宅関係では、着工件数、新築住宅販売、住宅価格ともに低迷している。こうしたもと、先行きも輸出の増加に加えて、緩和的な金融環境や追加刺激策もあって、米国経済は回復基調を続けるとみられるが、やはりバランスシート調整の重石から、回復のテンポは緩やかなものにとどまると思われる。また、上方に弾みにくく、下方に振れやすい状況が続くとリスク認識もこれまでと変わらない。そうした中で、目先長期金利水準の切上がりが实体经济に与える影響に加えて、ガソリン価格の上昇などが家計の行動に与える影響にも十分注視したいと思う。

次に、欧州経済であるが、ばらつきを伴いながらも、全体としては緩やかに回復している。輸出はドイツを中心に増勢を維持しているし、内需も緩やかに増加している。先行きも、緩やかな回復が続く見通しである。ただし、好調を維持するドイツでは緊縮財政の影響が軽減される可能性が高いものの、周縁国での財政引締めによる景気下押し圧力や、ソブリン・リスク懸念による金融資本市場の不安定化が实体经济に及ぼす影響には、負の相乗効果の顕在化の可能性も含め注意したいと思う。

目下、周縁国の国債利回りの上昇は一服しているが、不安が台頭しやすい状況に変わりはない。ポルトガルやスペインについては、本年4月から7月にかけて国債の大量償還を控えているし、国債や金融機関の格下げの

動きもある。こうしたイベントが、国際金融資本市場や欧州経済にどう波及するか、注視し続けたいと思う。

新興国をみると、中国では、10～12月期の実質GDPが前年比+9.8%となり、高めの成長が続いている。個人消費、固定資産投資など内需の増加幅が拡大しているうえ、輸出も増加基調にある。NIEs、ASEAN経済をみると、個人消費、設備投資など内需は引き続き堅調に推移している。また、7～9月期に減速した輸出が、ここにきて勢いを取り戻しており、韓国、台湾の新規輸出受注PMIは、月を追うごとに揃って改善している。つれて生産調整も完了しつつあり、経済の減速局面から脱しつつあると言って良いと思う。新興国経済は、先行きも拡大基調を辿る見通しであるが、留意点を挙げるとすれば、先進国の余剰資金等を背景とした経済の一段の過熱とインフレ圧力高まりに対する懸念である。勿論、この本源的な背景の一つに先進国での超低金利政策があるのだが、一方で、新興国の当局は利上げ等で経済・物価の変動に適切に対応できるか、あるいはビハインド・ザ・カーブとなってしまうか、今後の舵取りに注目したいと思う。

こうしたもとでの国内経済であるが、改善の動きに一服感がみられるものの、先行きについては緩やかな回復経路に復していくとの執行部の見通しに違和感はない。また、この見通しをサポートする動き、回復始動の兆しもみえてきたと考えている。コンポーネントごとにみると、実質輸出は弱めの動きとなっている。地域別にみると、米国向け、NIEs、ASEAN向け、その他向けにおいて、10～12月はマイナス転化あるいはマイナス幅拡大となった。もっとも、中国向けは+4.4%と増加幅を拡大している。また、機械受注のうち、外需も、7～9月の前期比+4.9%から10～11月平均は+9.1%と一段と伸びを高めている。さらに、前述のNIEs、ASEANにおける生産調整の終焉も考慮すると、反転の兆しが窺えると言って良いと考えている。為替動向には引き続き注意が必要であるが、情報関連財の需給が引締まるにつれ、輸出はアジア向け主導で回復していくと思われる。設備投資は、全体として持ち直しつつあると認識している。

もつとも、製造工業稼働率はリーマン・ショック前の8割と依然低水準にとどまっており、過剰感解消の動きは遅々としている。この先も、更新投資や環境対応投資などはある程度実施されると思うが、回復ペースが加速していくまでにはなお時間を要すると考えざるを得ない。

次に、家計部門をみると、消費者コンフィデンスは改善している。雇用や所得の一段の悪化に対する不安感の後退や、堅調な株価推移を受けたものと考えている。こうした中、百貨店売上高は小幅に増加しているし、スーパー売上高も猛暑効果の反動減から脱しつつある。次いで、耐久財の動きをしてみると、12月の新車販売台数（除く軽）は前年比-28.3%となった。大幅なマイナスには違いないが、前月は-30.7%だったので、底打ちし回復方向に向かいつつあるとみて良いと思う。ただ、需要が先食いされた以上、当面、自動車販売の低空飛行は避けられないし、目先はエコポイント縮小前の駆け込みの反動から、薄型テレビの販売も落ち込む見通しであるので、消費の牽引役となり得るような大型の耐久消費財はなかなか想像できない。一方、住宅着工をみると、各種住宅取得支援策の効果もあって、持家と分譲が増加基調を維持している。施策が2011年一杯続くこともあり、住宅投資は先行きも持ち直し基調が続くとみて良いと思う。

この間、雇用・所得環境をみると、有効求人倍率の上昇ペースは非常に緩慢であるほか、失業率も歴史的にみて高い5%を切ることができない。名目賃金も、前年比プラスではあるが、プラス幅は縮小している。このように、雇用・所得環境は改善の動きが続いているものの、水準でみると依然として厳しいのが実情である。こうしたもとで、個人消費、住宅投資の回復にいつ弾みが付くかは見通しにくい状況である。

生産は、10~12月期に減少したが、先般の支店長会議における報告なども考慮すると、持ち直しに向けた助走は既に始まっているように思う。統計データに目を凝らしてみると、単月の動きではあるが、出荷前年比から在庫前年比を差し引いた出荷・在庫バランスは、10月の+0.3%ポイントから11月は+6.2%ポイントに改善している。また、大口電力の前年比増加率は11月の+4.8%を底に12月は+5.2%とやや拡大している。これ

もまた単月の動きであるが、減産もこれまでということではないかと思っている。

最後に、物価をみると、企業物価指数は国際商品市況の高騰を受けて上昇基調にあり、先行きもこの方向性に変わりはないと思われる。また、消費者物価指数（除く生鮮）については、前年比マイナス幅は縮小を続けており、当面この基調には大きな変化はないと考えられる。

ところで、12月の企業物価指数を需要段階別にみると、国際商品市況の上昇から、素原材料が3か月前比+4.7%と大幅に上昇しているが、川下の中間財・国内品は+0.2%、最終財・国内品は+1.1%と上昇幅は小さくなっている。勿論、川上物価の上昇を川下物価に転嫁するには相応の時間がかかるので早計には言えないが、ぎりぎりまで無駄を省いてきた製造業のマージンに打撃を与えかねない問題であるので、十分に注意を払っていきたいと思う。

最後に、展望レポートで示した見通しの評価である。実質GDPについては、2010年度は過去のデータの動きを主因に上振れとなるが、2011年度以降は概ね見通しに沿った展開となるとみている。物価であるが、企業物価については、2011年度は国際商品市況の動きなどから上昇テンポがこれまで考えていたより、やや速まるとみている。消費者物価指数に関しては、マクロ的な需給バランスの改善などから緩やかに改善していくとの見通しに変わりはない。リスク要因について考えてみると、先進国経済の動向は引き続き経済情勢面でのポイントであるが、米国については、このところの個人消費の底堅い動き等を踏まえると、展望レポート時に勘案した先行きを巡る不確実性は多少後退していると考えられる。また、企業や家計のマインドの動きに関しても、12月短観において企業が先行きをなお慎重にみていたのは事実であるが、米国経済に対する悲観の後退、株価の上昇、為替の安定化などから、下振れ懸念は幾分解消の方向にあると思う。最後に、新興国の経済動向や物価情勢を巡るリスクとしては、経済が上振れるリスクを挙げることができ一方、原油、穀物をはじめとする一次産品価格の動向を含めた新興国におけるインフレ懸念が、10月時点に比べて一際

大きくなっていると思う。以上である。

白川議長

では、亀崎委員お願いする。

亀崎委員

私も中間評価もあることから若干長めになるが、後半パートではコメントを短くするのでご容赦願いたいと思う。

世界経済は、漸く減速局面から脱して、緩やかな回復を続けているものとみられる。国際金融市場でも、目下のところ、達観すれば全体としてリスク回避姿勢が和らいでおり、株高、債券安の動きが続いている。しかし、最大の不安定要因である欧州周縁国のソブリン・リスク問題は解決の糸口さえみえておらず、スペインへの波及など、今後一段と深刻な問題が発生すれば市場にショックが走り、それが実体経済との負の相乗作用を起しかねないため、当分目が離せない状況が続くと思っている。また、日本の長期金利上昇についても、今のところ米国からの波及や景況感の改善、金融機関のポジション調整が原因とみられるが、今後、財政状態への不信感が理由として追加されていかないかにも、注意が必要だと思う。

各国、地域別にみると、米国は、輸出、消費、設備と主要な需要コンポーネントが増加しており、ベージュブックの表現が11月の「改善」から1月には「緩やかな拡大」に変わったが、自分としては緩やかな回復が続いているとの認識で良いと思っている。ただ、依然として雇用の伸びは遅く、住宅価格も弱含んでいる中での消費の強さはやや驚きである。節約疲れもあるのかもしれないが、やはり株価が上昇し、配当も増加方向にあることが大きいと思われる。これは、企業は先行き不透明感から雇用増加には慎重であるが、収益は着実に伸びているためであろう。このように、企業から家計へと資金が流れるパイプが、インカム・ラインだけでなくキャピタル・ラインもあるという実態は、家計資産に占める株式比率が高い米国ならではのあり、企業というダムに水が溜まっても、インカム・ラインがな

かなか機能しない日本とは異なるものと思う。しかし、消費が株価や配当に大きく依存する状態は、いかにも脆弱である。やはり雇用が回復し、インカム・ラインがしっかり機能し始めてこそ、景気浮揚が確かなものになると考える。

ユーロエリアは、全体としてみれば、輸出が好調なドイツを牽引役として緩やかに回復しており、今後もそうした回復の動きが続くものとみられる。しかし、欧州周縁国のソブリン問題は沈静化する兆しはなく、救済対象はギリシャからアイルランドへと広がり、ポルトガルも時間の問題とみられている。そこから先、スペインへと広がるようであれば、深刻さは一段違った次元へと進んでしまう。現状ではそれが現実のものになるとは考えていないが、大きなリスク要因であり、こうしたリスクを抱えていること自体が、景気の下押し要因となっていると思う。

中国は、実質GDP成長率が前年比で+9.8%と、内需を中心に成長が加速している。一方で、食品価格、不動産価格、労働コストの上昇を主因としたインフレ圧力の強まりは最大の懸案事項で、社会問題化しかねない情勢となっている。これに対し、人民銀行は、金利や預金準備率の引き上げ、一部企業の元建て対外直接投資の解禁など、国内の流動性を減らす施策を相次いで打出しているが、先日の支店長会議で言及があったように、中央と地方における成長と物価安定の優先順位の差異がみられるため、インフレが酷くなる前に抑え込めるか、懸念されるところである。しかし、本年は第12次5か年計画の初年度であり、成長モデルの転換が推進されるとともに、来年秋の党主席交代を控え、安定した成長と安定した物価、そして安定した社会という実績作りを優先するものと思われる。従って、メインシナリオとしては、引き続き比較的安定した成長が続くものとみている。

NIEs、ASEANは、海外からの資金流入の影響もあって、国内需要は増加を続けているほか、中国の需要増加を受けて外需も再加速している。今後も、内外需揃った形での拡大基調を辿るものと考えている。

ラ米についても、内需が増加を続ける中、世界経済が減速局面を抜け輸

出が再び増勢を強めたことなどから、全体として回復を続けており、今後も成長を続けるものとみられる。

日本経済は、緩やかに回復しつつあるが、既往の海外経済の減速や世界的なIT関連の在庫調整、エコ関連施策の縮小の影響などから、全体として踊り場的な状況となっている。もっとも、海外経済が減速局面を抜けたとみられることや、自動車生産がボトムアウトしたとみられること、円高進行が一服し株価が上昇していること、住宅着工が持ち直しに転じつつあること、支店長会議で初売りが好調だったとの報告が幾つも聞かれたことなど、明るい話題が増えている。そのため、早晩、踊り場局面は終了し、再び上に向かって歩みを進めるものとみている。踊り場局面が短期間で済むのであれば、企業の中長期計画に与える影響は軽微で済み、雇用や所得、設備の改善基調は変わらないものと思う。また、短期間でも調整局面を経たことにより伸びしろを得て、より息の長い成長となる可能性も高まったのではないかと思う。

このように、今回の中間評価における実質GDPの見通しは、10月展望レポート時点での見方を大きく変えるものではない。ただ、計数としては、今年度は前年度からのゲタが上振れたことや、夏場の個人消費が思ったより強かったことなどから、大幅に上振れて+3%台前半となる可能性が高いと思う。来年度は、既往の為替円高の影響や、家電エコポイント制度の変更による駆け込みの反動のタイミングのずれなどにより下振れ、+1%台前半の成長となるものと想定している。再来年度は、そうした影響が消えて+2%前後の高めの成長を見込んでいる。前年比はこのようにぎくしゃくするが、風速ベースでは+1%台後半から+2%台前半へと緩やかに成長が加速していく姿を考えている。リスク・バランスとしては、新興国の上振れの可能性がある一方で、先進国にはバランスシート問題やソブリン問題など下振れの可能性があるため、海外経済全体としては下振れリスクがやや強い状態にあるほか、国内にもエコ関連施策終了後の反動からの回復に不透明感があることから、幾分下振れ方向を強めにみている。

物価情勢をみると、国際商品市況は、足許はやや弱含んでいるが、一時

WT I 原油価格が 92 ドル／バレル近辺となるなど、傾向としては上昇している。日本の輸入物価も、商品市況の上昇や円高一服から上昇しており、国内企業物価も上がっている。こうした中、11 月の全国 C P I（除く生鮮食品）も、ガソリン価格の上昇などから前年比マイナス幅が縮小し、-0.5%となった。高校授業料実質無償化の影響を除けば、一昨年 2 月以来の前年比ゼロ%である。また、価格上昇品目数マイナス価格下落品目数も、前月の-187 から今月は-177 となり、昨年 5 月以降のマイナス超幅の縮小傾向が続いている。ここまで前年比マイナス幅が縮小すると、逆にマイナス品目数が減っているとは言え、そのペースが遅いことに注目すべきかもしれない。すなわち、デフレ意識がなお強いということである。しかしこのところ、ただ安いだけではモノが売れなくなってきたとの指摘が聞かれる。支店長会議でも、高級品需要から百貨店が健闘しているとの発言が複数あった。政策による自動車や家電の消費ブームが終われば、需給要因で価格が動きやすいその他の商品への需要が戻る可能性も考えられる。さらには、中国などからの輸入品が主な対象となる特惠関税を見直し、優遇措置を外す動きもある。このように、デフレ意識は強いが、脱デフレに向けた動きもみられ始めていることから、今後の推移を注意深くみていきたいと思う。

中間評価における全国 C P I（除く生鮮食品・高校授業料）の見通しは、当面前年比ゼロ近傍が続いた後、来年度後半頃から国際商品市況の上昇によるエネルギー・食料の値上げの影響がはつきりと出始め、プラスの領域に入っていくものとみている。その結果、今年度は小幅のマイナスが残るものの、来年度、再来年度とプラス幅を緩やかに拡大するものと考えている。ただ、リスク・バランスは、実体経済と同様、下振れ方向をやや大きくみている。なお、エネルギー・食料を除くベースでは、2008 年の物価上昇局面でも僅かな上昇にとどまったことから考えると、今局面でもプラスの定着は遅れ、再来年度後半以降にずれ込むのではないかと思う。因みに、今年の夏に予定されている C P I の基準改定では、前年比マイナス幅が拡大するとみられ、計数面でのデフレ脱却は先送りとなる可能性が高い

と思う。しかし、それによって実態が変わる訳ではなく、需給ギャップの動きなどをみる限り、デフレ脱却に向けた動きが続いていること自体まで否定される結果とはならないと考えている。以上である。

白川議長

では、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

今回は、中間評価を行う会合であるので、最近の動きに加えて、やや長めの視点も意識しながら発言したいと思う。まず、日本経済の動向を左右する国際金融資本市場、それから世界経済の動向について、現状を整理しておきたいと思う。

国際金融資本市場であるが、米国景気の先行きに対する悲観論が後退するもとの、米国市場を中心に落ち着いた動きとなっている。もともと、欧州では、ソブリン・リスクを懸念する動きから、引き続き不安定な状況が続いている。短期のマーケットをみると、米国、欧州とも、ターム物金利は横這い圏内の推移となっている。米国では、長期金利は均してみれば横這い圏内の動きとなっており、社債の спреッドは、高格付け債が低位で推移する中で、低格付け社債では幾分縮小するなど落ち着いた状態にある。一方、欧州では、ソブリン・リスク問題がくすぶり続けており、周縁国の国債利回りの対独スプレッドは、依然として高水準となっている。ギリシャ、アイルランドに対する金融支援にもかかわらず、問題は解決に向かうどころか、むしろ火の手を拡大してきており、このところポルトガルやスペインに対する注目が高まっている。ポルトガルやスペインでは、足許の財政赤字が大きいことに加えて、この春に巨額の国債の償還が予定されていることから、当面の資金調達ニーズは大きい。こうしたもとにあって、欧州金融安定化基金の増額の必要性について、EU加盟国間で意見が分かれるなど、政策対応に関する不透明感が高いことも市場の懸念を高めているようにみられる。

次に、世界経済の動向についてである。世界経済は、新興国に支えられて、その成長率を再び高めつつあるとみられる。米国経済であるが、各種経済指標で景気の緩やかな回復が確認されてきていることや、F e dの追加金融緩和や減税策の延長などの政策対応が採られたことで、このところ悲観論が後退している。しかしながら、家計は引き続きバランスシート調整圧力に晒されているうえ、雇用の改善テンポは依然として緩慢である。非農業部門の雇用者数は、昨年10～12月には月当たり13万人弱のペースで増加したが、米国では人口が増加しているため、この程度の増加ペースでは失業者のプールを減少させていくには力不足である。個人消費は、クリスマス商戦を含めこのところ底堅く推移しているが、家計貯蓄率が、今年の7月以降、5か月連続で低下している点が気になるところである。夏場以降の株価上昇が資産効果をもたらしている部分もあるとみられるが、消費の本格的な回復にはやはり雇用環境の改善とバランスシートの修復が不可欠である。従って、米国経済の回復に向けたモメンタムが高まりにくい状況は続くと考えている。

他方、欧州であるが、ドイツなどのコア国では、しっかりした景気回復が続いている一方、ソブリン・リスク問題を抱える周縁国では、緊縮財政もあって、厳しい状態が続いている。欧州全体としてみると、緩やかに回復していると評価できるが、国ごとのばらつきが大きく、ソブリン・リスクという大きな火種を抱えたままの不安定な状態である。

この間、新興国については、景気過熱やインフレ懸念から、金融緩和策の修正が進められてはいるが、内需が旺盛なことや先進国の金融緩和のスピルオーバーが継続していることもあって、高成長が続いている。従って、インフレ懸念が十分に沈静化されている状況ではない。因みに、中国について言うと、先進国の金融緩和の影響が、固定相場的な為替制度のもとで、国内のインフレ圧力として波及してきている。基準金利や預金準備率の引き上げにもかかわらず、金融環境はなお極めて緩和的な状況にあるとみられ、直近のC P Iは前年比+5%前後となっており、G D Pも高速の成長を続けている。

以上のような国際金融資本市場や世界経済の動向を踏まえて、我が国経済について述べたいと思う。日本の景気については、秋口以降、改善の動きに一服感がみられている。その第一の要因は、輸出がやや弱めの動きとなったことである。輸出は、昨年前半まではかなり速いペースで増加し、景気回復を牽引していたが、7～9月には横這いとなり、10～11月の7～9月対比では-3.6%の減少となっている。第二の要因としては、自動車の駆け込み需要の反動減の影響が生産面を含めて大きかったことが挙げられる。しかし、輸出の背後にある要因をみると、まず、海外経済は全体として緩やかに回復している。また、世界的な情報関連財の在庫調整についても、NIEs、ASEANにおける生産の減速局面が終了しつつあることなどからみて、相当程度進捗していると考えられる。このため、夏場の円高の影響が徐々に薄れていくことまで踏まえれば、輸出は、早晚緩やかな増加経路に復していくとみて間違いのないと思う。加えて、自動車の国内販売動向についても、売行きは年末には幾分持ち直しており、ミクロ情報も加味すれば、反動落ちの影響は、程度の問題はあるにせよ、次第に解消に向かいつつあると評価できるように思う。従って、我が国の景気は踊り場から徐々に脱し、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。輸出が回復するタイミングには多少の不透明感が残るが、1～3月の生産は、季節要素の歪みを除いた実勢ベースでみて+2%台後半のはっきりした増加に転じる可能性が高いことを考えると、この1～3月のどこかで、景気が緩やかな回復経路に復していく姿は十分に想定可能だと思っている。

こうした景気の動きを10月の展望レポート対比でみると、2010年度の成長率については、過去の実績が改訂され、2009年度からのゲタが展望レポート時の+1.3%から+1.9%に上振れたこともあって、見た目大きく上振れる形になろうと思う。ただし、景気回復のメカニズムについては、想定どおりであり、2011年度、2012年度の成長率については、概ね見通し並みと考えている。

景気見通しを巡るリスクについては、引き続き海外経済の動向が鍵である。展望レポートと同様、新興国の上振れリスクと先進国の下振れリスク

が重要であり、これらは今のところ概ねバランスしていると考えている。新興国については、短・中期的には、引き続き上振れリスクを念頭におきつつ、より長い目を見た場合に、金融引締めが遅れが、景気の振幅を拡大させ、結果として持続的成長を損なう可能性がある点についても、注意が怠れないと思っている。先進国については、米国経済に関しては、依然として下振れリスクを意識せざるを得ないとみている。バランスシート問題の重石を考えれば、このところの市場の楽観論はやや行き過ぎということである。また今後も、米国経済の先行きに関する見方は、楽観論と悲観論の間で振れやすい状況が続くとみられる。それだけに、米国経済の動向や、そのもとでの長期金利や為替相場の変動が日本経済に与える影響については、マインド面への影響も含めて、引き続き十分に注意していく必要があると考えている。

ここで若干横道にそれるが、昨年春頃に広がった米国経済を巡る楽観論と、現在のそれとを簡単に比較しておきたいと思う。昨年春の楽観論には幾つかの特徴があったと思う。一つは、企業収益の改善、GDP成長率の予想比上振れなどを背景にして、労働市場の改善見通しが強まったことである。二つ目は、住宅投資についても、先行きの持ち直しが強く期待されたことである。それから最後に三つ目は、そうしたもとで、金融政策のエグジットが議論されるに至ったこと、こういった特徴があった訳である。それとの対比で考えると、今回は、失業率などの雇用環境や住宅投資についての市場の見方はなお厳しく、そうした辺りにバランスシート調整の帰趨を含めた米国経済の先行きを巡っての懸念が、何がしか投影されているようにみられる。ただ、株価上昇を受けた資産効果などを背景に、個人消費についての改善期待はかなり高まっており、この点に財政・金融両面からの政策効果への強い期待が窺われる。それだけに、政策にドライブされた効果によって時間が稼がれている間に、様々な調整がどの程度進展するかがポイントになってくると思われる。こうしたところに、米国経済を巡る不確実性が、なおしっかりと残存しているということではないかと思っている。

話を元に戻すが、一方、欧州についても下振れリスクが大きいと
思っている。ソブリン・リスク問題の一段の深刻化が、財政緊縮と金融システム
の不安定化を通じて欧州経済を下押しするリスクを念頭に置かざるを得
ないと思う。欧州周縁国と我が国との直接的な関係は、輸出ウエイトある
いは金融機関のエクスポージャーをみる限り、それほど深いとは言えない。
ただし、欧州のソブリン・リスク問題を契機に、国際金融資本市場が不安
定化すれば、我が国経済にも相応の影響が及ぶ点には注意が必要である。

再び若干横道に入るが、欧州のソブリン問題については、既視感とい
うか、デジャブーがあるように思う。昨年今頃、ギリシャ問題が取り沙汰
された際は、国際局は幾つかのことを指摘していた。現在の議論との関係
では、二つのことが重要であると思っている。一つは、当時ギリシャ経済
のファンダメンタルズの悪さを考えれば、計画している財政赤字削減と経
済成長を同時に進めるのは難しいとみられる、という指摘。二つ目は、ギ
リシャの10年国債利回りが、その当時6%を上回っているにもかかわらず、
財政健全化計画での長期金利は平均で3.5~3.8%と置いている、と
いう指摘である。現在市場は、スペイン、ポルトガルの財政健全化計画の
実効性に関し、まさに今申し上げたことと同様の点を指摘しながら、懐疑
的な評価を加えている。いずれにしても、昨年4~5月にかけてギリシャ
問題が大きく悪化したことはご承知のとおりである。

次に、物価面であるが、消費者物価はこれまで想定していたとおり、着
実に下落幅が縮小している。その基調を刈り込み平均値でも下落幅の
縮小は明らかである。一方、このところの国際商品市況の動きをみると、
新興国の高成長に支えられて、原油、非鉄金属、穀物など幅広い品目で上
昇が続いている。こうした動きが徐々に国内の物価に波及し、2011年度
については、国内企業物価、消費者物価とも、展望レポート対比やや上振
れるとみている。一方、2012年度については、取り敢えず展望レポート
並みと考えている。先行きのリスクとしては、国際商品市況が一段と上昇
した場合の上振れリスクと予想物価上昇率の下振れリスクの双方を念頭
に置いている。なお、8月に予定されているCPIの基準改定についても、

念頭に置いておく必要があるだろうと思っている。

かなり長くなってしまったが、我が国の金融環境については、後半のセッションで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、経済・物価情勢の現状認識からであるが、まず海外経済である。米国経済については、昨年12月に給与減税を含む包括的な減税法案が可決され、その後に発表された経済指標は個人消費関連や企業の景況感などを中心に比較的良好な結果となっており、一時の悲観論は一段と後退した。しかしながら、住宅投資は依然として低水準にあるほか、雇用環境にも目立った改善はみられておらず、トレンド成長近辺のやや低めの成長経路を辿るという私自身のメインシナリオを変更するには至っていない。

欧州経済であるが、国ごとのばらつきを伴いつつ、なお緩やかな回復基調を維持しているということである。財政問題を抱えている周縁国では成長率が低下している中で、長期金利は依然として高止まりをしており、不安定な状況が継続している。

アジア新興国経済であるが、その中心である中国経済は、輸出が増加基調を続けており、また生産活動も減速局面を脱しつつあるなど、その増勢が加速しつつある。そして、これがNIEs、ASEAN諸国等に波及しつつある。先行き、引き続き中国経済を核として高い成長が続くものとみられるが、資産価格や商品市況の上昇が続く中、経済の過熱を経て景気の急減速に繋がるリスクがあり、この点には十分注意してモニタリングを行っていく必要があると思う。

こうした中で、我が国の経済・物価情勢は、引き続き持続的成長経路への復帰へ向けた緩やかな回復基調を維持しているとみている。足許では、輸出や駆け込み需要の反動が出ている個人消費を中心に一服感が出てい

るが、設備投資や住宅投資は持ち直しつつあるほか、雇用環境も緩やかな改善を続けている。消費者物価は、マイナス幅の縮小という基調的な動きが継続している。当面の先行きについては、アジア新興国経済の成長が再び増勢を強めていくほか、米国経済も恐らく一進一退を繰り返しながら基調として回復していくこと、我が国の輸出が勢いを取り戻し、耐久消費財の駆け込み需要の反動も収束するものとみられることから、本年前半中には、足許の減速局面から脱し、回復ペースが高まっていくものと考えている。

こうした現状と先行きの認識を踏まえて、10月展望レポートの中間評価について申し上げる。実質GDPの見通しについては、本年度の実質GDPの実績見込みが変わったことによって、2011年度と2012年度の成長率見通しを若干引き下げたものの、各年度の第4四半期ごとで比較した実力ベースでは、点検の結果、変更の必要はないものと考えている。

一方で、物価の見通しに関してだが、今回の点検で、2012年度のコアCPI、つまりCPI（除く生鮮）の前年比プラス幅を若干引き下げた。この点についてやや詳しく申し上げたいと思う。元々、物価見通しに関しては、私自身10月の展望時点から、委員全体の中央値よりも慎重めの見通しを持っていたが、今回それを若干引き下げたのは、見通しの作成の背後で想定してきた需給ギャップとインフレ率の関係、すなわちフィリップス曲線の形状や傾きについて、考え直したということが主な要因である。仮に、過去約30年間のデータに基づいて得られる、より傾きの急なフィリップス曲線上で経済が動いていくとすれば、需給ギャップの緩やかな回復に沿って2011年度中にインフレ率はプラスとなり、2012年度中にはプラス幅が拡大していくという姿が展望できる。一方で、より最近の1990年代後半以降のデータだけにに基づきこの関係式を描くと、傾きはより緩やかになり、需給ギャップの改善に対するインフレ率の上昇はより小幅にとどまるということが考えられる。従って、今後の物価見通しを考えるうえでは、需給ギャップがメインシナリオに沿って改善していくもとの、どちらのフィリップス曲線の関係を想定できるかということが問題となって

くると、私自身は考えている。これらのフィリップス曲線は展望レポートにも記載されている。そこで仮に、より傾きが緩やかな最近のフィリップス曲線を前提としたもとでも、アンカーである中長期的な予想物価上昇率に引き寄せられる形で、人々のやや短期的な、つまり2年程度先の予想インフレ率が徐々に上昇していくという姿が想定できれば、緩やかな曲線自体が上方に平行移動して、10月見通しの中央値で想定されている姿が展望できるということになる。

今回、この可能性について再検討した。まず、現在及び将来のインフレ率に少なからぬ影響を及ぼすと考えられる企業の総労働費用あるいは労働分配率、すなわち国民所得に占める給与総額の比率であるが、この労働分配率に関してみると、2000年代半ばに低下してきており、今後も基調的には低水準でとどまるものと考えている。またこの点について実際、総労働費用の動向についても、企業は現下の収益が回復基調にあるにもかかわらず、国内外の競争環境の激化を背景に、来年度の給与総額の引き上げに対しては慎重な姿勢を崩していない。このため、総労働賃金の増加や労働分配率の上昇といったメカニズムを通じて物価見通しが改善するといった姿は、なかなか描きがたい状況にあると思う。

また、懸念される商品市況や輸入物価の上昇についてであるが、これが人々のやや短期的な予想インフレ率を継続して上昇させるかどうかについても、私自身そういった姿を想定しづらいのではないかとみている。商品市況については、世界経済の成長ペースに合わせて上昇していくということを基本シナリオとして持っているが、足許では商品市況の上昇ペースが加速していることから、2011年度については商品市況や輸入物価インフレ率見通しの上方修正を行った。しかし、そういった加速した動きはやがて収まると考えられ、2012年度には従来の基調的な上昇ペースに戻る姿を中心シナリオとして想定している。その結果、2011年度の企業物価上昇率は若干上昇する一方、消費者物価への影響については、基本的に中間部門で吸収されるものと考えられることから、その影響はあるとしても軽微なものにとどまり、また2011年度限りではないかと考えている。こ

の点について、一橋大学の研究チームが行った企業価格設定行動に関するアンケート調査をみると、回答した対象企業の約9割の企業が、原価や需要が変化しても直ちには出荷価格を変更しないという結果が報告されている。それは企業の価格設定行動が粘着的で価格転嫁に波及しないということが示唆されている。従って、こういった商品市況あるいは輸入物価の側面からも、人々の予想インフレ率が向こう2年間に亘って継続して上昇を続けるという姿はなかなか描きづらいのではないかと考えている。

こうした諸点を踏まえると、我が国の物価動向については、予想インフレ率の上昇によって過去の約30年間のフィリップス曲線の関係式に回帰する、あるいはそれに沿った動きをすると考えることは、相当ハードルが高いものと判断される。このため、見通し期間の消費者物価の改善ペースについては、より慎重な見方を採用することとした次第である。

最後に、こうした景気・物価見通しに対するリスクについて申し上げる。まず、景気に関しては、第一には、アジア新興国経済の上振れリスク、及び過熱を経た後の急減速のリスク、第二には、先進国において欧州の財政懸念を背景とした世界経済の下振れリスク、及び米国経済の先行きを私自身慎重にみていることからくる上振れリスク、第三には、何らかのショックによって起こり得る我が国経済のコンフィデンスや成長期待の下振れリスクである。景気見通しに関するこれらのリスクは、上下概ねバランスしているとみている。

一方、物価見通しに関してであるが、第一には、実体経済面のリスクが顕現化した場合の影響、第二には、商品市況の動向、第三には、人々の予想インフレ率の下振れを考えている。第二の商品市況については、新興国における実需のみならず、先進国の金融緩和や投機を背景としたホット・マネーが流れ込んでいるという側面もあり、高い水準で乱高下する可能性が考えられる。また第三の予想インフレ率の下振れには、本年8月頃とみられるCPIの基準改定も関係している。基準改定の結果として物価上昇率がどの程度変化するかは現時点では不確定であるが、それを毎年の上方バイアスが蓄積しないラスパイレス連鎖指数ベースの系列を使って試算

すると、基準変更後のC P Iはある程度下振れするものと推計される。これは統計制度上の要因とはいえ、表面的には物価上昇率のベースを低下させることから、人々のインフレ期待を押し下げるリスクとなると考えられる。従って、リスク・バランスで言うと、物価見通しに関しては、やや下振れリスクを重視している。以上である。

白川議長

それでは、須田委員をお願いします。

須田委員

まず、10月展望レポートの中間評価についてだが、基本的にはシナリオを変える必要はないと判断している。2011年度以降については、2011年度の国内企業物価について、国際商品市況の動向を踏まえ、上方修正したが、その他は不変か0.1%ポイントの微調整を行った程度であり、成長率と消費者物価については、概ね見通しに沿って推移すると予想している。また、経済・物価の先行きについての不確実性は依然として高く、リスクはほぼ上下バランスしているものの、裾野が広い私のリスク・バランス・チャートの形状は、10月時点とほとんど変わっていない。10月時点との比較では、海外経済のリスクについては、新興国・資源国は上振れリスクを、先進国については、米国に対する懸念はやや薄れているが、欧州を中心に引き続き下振れリスクを意識しており、海外全体としてみればほぼバランスしているとの見方に変更はない。また、国内経済については、景気改善テンポが鈍化した状態から徐々に脱し、緩やかな回復経路に復していくものの、その時期については依然として不確実性があるとはいえ、それが大きく後ずれするリスクは減ったと考えられることから、リスクはほぼバランスしつつあるとみている。以下では、メインシナリオが基本的に不変であるし、これまで述べられた意見と重なる部分も多いので、重要だと考えた点にポイントを絞って述べておくことにする。

海外経済について、減速局面を終えたという国際局の判断に違和感はない

い。まず、米国だが、足許の個人消費は、株価が上昇するもとで想定以上に堅調である。クリスマス商戦は好調で、新車販売台数も市場予想を上回って増加している。消費者コンフィデンスも横這い圏内の動きが続いている。もっとも、雇用・所得環境は、非農業部門雇用者数がサービス業を中心に緩やかに増加し、ADP統計から中小・中堅企業の雇用に動意がみられ、新規失業保険申請件数も減少傾向にあるといった明るい材料があるものの、失業率や長期失業者の高止まり、時間当たり賃金の対前年比の緩やかな低下傾向、雇用増は主として55歳以上の高齢層によること、地方財政の厳しさから公務員の減少がまだ続くと想定されることなど、依然として問題含みである。企業収益が主として海外から生まれていることが雇用増に繋がらない一因だとも考えられる。住宅価格は弱含みであり、家計のバランスシート問題は依然として消費の重石となり続ける状況に変わりはないとみている。年金の積み立て不足問題も同様である。いずれにせよ、低価格・節約志向が続いており、強めの消費が続くことはあまり期待できないのではないかとみている。そうした中、包括的な経済対策が合意された訳だが、迅速な経済対策の成立を受けて、消費者マインドが改善したとの調査もみられている。もっとも、経済対策はこれまでの措置の延長が中心で、景気を拡大させるには力不足とみている。この点、民間エコノミストや市場関係者には、足許の好調な経済指標に加え、包括的な経済対策に伴う効果などをやや過大に織り込んでいるようにも窺われるので、経済の先行きも含め、過度に楽観的となっていないか、注意が必要だと思っている。

次に、ユーロエリアだが、ドイツ経済の好調さなどを反映して、全体としてみれば緩やかに回復している。もっとも、成長率だけでなくインフレ率についても、ドイツなどコア諸国と周縁国との二極化はより鮮明になっている。すなわち、ドイツの経済成長のスピードの加速が窺われるもとで、ドイツの消費者物価上昇率は足許高まっており、業績好調の輸出企業が賃上げに乗り出している。ユーロエリア全体でも、消費者物価前年比は足許では+2%台まで上昇しており、コア指数も上昇が続いている。こうした

中、1月のECB政策理事会後の記者会見でトリシェ総裁がインフレへの警戒をにじませ、市場に利上げの前倒しを意識させることになった。今年1月以降、欧州周縁国国債の大量借換えが続くことから、各国のソブリン・リスクに市場の注目が集まっていた訳だが、これを契機に、ユーロ圏の政策ジレンマ——つまり、欧州における周縁国の問題に軸足を置いた低金利継続が相対的にバランスシート問題の軽い欧州コア国にとって過度の緩和となる状況あるいはリスク——がより鮮明化してきたと言える。ユーロエリアにおいてインフレが直ぐに加速する可能性は低いとみているが、欧州周縁国のソブリン問題が解決に向けまだ時間を要するとみられる中で、こうしたインフレ懸念の台頭は問題を一層複雑にするリスクがある。

当面の課題は周縁国の借換え問題をどうクリアするかだが、足許のそれら諸国の資金調達コストは計画されていたよりもかなり高く、このままではいずれ再建計画の見直しを迫られる可能性が高いと言える。利上げの可能性を意識すると、市場は混乱しかねず、借換えコストはもっと高くなると考えられ、ソブリン問題と金融機関問題、そして実体経済との負の相乗作用が強まるリスクがある。現時点では欧州金融安定化機構など体制の拡充が見込まれ、小康状態が維持されるとみているが、スペインなど域内大国が問題に巻き込まれるような状況になると、不測の事態も起こり得るので、引き続き注意が怠れない。

最後に、新興国・資源国についてだが、中国では、高めの成長のもと、国際商品市況の上昇などもあり、幅広い財でインフレ率が上昇している。経済成長が一段と加速しつつある中、政策対応が遅れ気味で、景気の過熱やインフレ率を制御できるか難しい局面を迎えているとみている。その他新興国・資源国についても、中国と同様、インフレ率の抑制に向けて正念場を迎えつつある。経済が高スピードで成長している中、上手くソフトランディングできるのか懸念している。例えば、新興国では中国をはじめ自動車の需要・供給が急増しているが、各国での需要抑制政策の発動などが供給過剰を引き起こすことにならないか気になっている。

なお、国際商品市況の上昇の背景には、新興国による高い経済成長とい

うファンダメンタルズからくる需要増に加え、コモディティが金融商品化し、短期的な投機の対象になりやすくなったということもある。そのような国際商品取引の活発化には、米国をはじめとする先進国の金融緩和措置の影響も無視できない。新興国経済のウエイトが高まる経済のもとで、商品・資源とその他価格との相対価格の新たな均衡に向けて、前者が相対的に上昇する形で時間をかけて調整が進むと考えているが、投機的な取引による行き過ぎや経済のファンダメンタルズからの需要の変動もあって、新たな均衡までの調整はかなり変動を伴うとみている。国際商品市況の上昇がファンダメンタルズ価格から乖離しているかどうか、判断は難しいが、その場合、実体経済には悪影響の方が大きいと思われるので、その動向をしっかりとみていきたいと思う。また、国際商品市況高が輸出規制など保護貿易主義を台頭させたり、食料価格の上昇が暴動など政治的な混乱に繋がるリスクも懸念材料である。

さて、我が国の経済に目を転じると、景気改善テンポが鈍化した状況から緩やかな回復経路に復していくものの、その時期については依然として不確実性が高い状況が続いている。しかし、海外経済が減速局面を脱したこと、米国のクリスマス商戦が堅調で情報関連財の在庫調整が軽度で終了しそうであること、自動車の反動減がエコ家電の駆け込み需要で一部相殺されたこと、スマートフォンなどの新規需要の増大が見込めることなどがあって、株価上昇、為替レートの安定のもと、企業のマインドは足許改善しており、一頃に比べ、下振れリスクが和らぎ、春頃には緩やかな回復経路に復していくとの見方の蓋然性が高まったと捉えている。また、リスク・バランスは上下にほぼバランスしつつあるとみている。現在の採算レートはもっと円安であるという声が強い中で、ドイツや韓国などとの競争激化もあって、海外需要をどの程度取り込めるのか、それによってその先の回復スピードが大きく影響を受けるとみている。また、個人消費についても、国際商品市況の状況と消費者物価への転嫁の状況如何では、厳しい雇用・所得環境に交易条件悪化の影響が加わり、はっきりした消費の増加が期待できない可能性もある。こうしたことから、回復基調に復したと

してもその後の回復スピードについては不確実性が高いとみている。

最後に、消費者物価については、マクロ的な需給バランスの改善が物価上昇率を引き上げる力や包括的な金融緩和政策の効果を引き続き慎重にみているが、前述のとおり国際商品市況の動向を踏まえ、2011年度の物価見通しを微調整した。もともと、2011年半ば以降、フィリップス曲線からインフレ率が上方に乖離していくかどうかについて不確実性が大きい。そのため、物価の先行きについては引き続き不確実性が高いとみている。今回、もう一つ不確実性が高まった要因として国際商品市況の影響がある。その動向自体が不確実で、それも価格転嫁の程度を不確実にする一因だが、企業の競争圧力の程度も、その一因になる。実際、米国では今月のベージュブックで、コスト増は競争圧力のため極く僅かしか最終価格には転嫁できないと述べられているが、支店長会議でも当面は企業がコストを吸収するとの声が多く聞かれた。転嫁の程度は賃金所得や価格弾力性など需要サイドの要因にも影響を受けるが、賃金の上昇がほとんど期待できず、牛丼の値下げ競争、映画鑑賞券の値下げ、あるいは日本の航空会社によるLCC設立など、再び価格競争のニュースが聞かれる状況下、簡単にコスト転嫁ができるとは考えられない。とはいえ、自動的にコスト転嫁に組み込まれている部分もあり、物価上昇、そして期待インフレの上昇に結び付く可能性もある。私は、物価について概ね私の見通しに沿って推移するとみているが、価格を巡ってこのように様々な不確実性があるということを強調しておきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すると、前回会合以降、輸出がやや弱めの動きとなっているが、前回会合時での判断を大きく変えるほどの動きはみられなかった。すなわち、我が国経済は、海外経済の改善などを背景に、昨

年秋口以降のいわゆる踊り場的な状況から脱して、今後緩やかな回復経路に復していくという見方に変わりはない。10月の展望レポートとの比較では、足許から先行きについてのパスは概ね想定したものと変わりないと評価している。物価については、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価の前年比下落幅が縮小し、2011年度後半にはかろうじてプラスの領域に入っていくと期待している。この見通しに関して、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が物価をアンカーする力——すなわち、予想物価上昇率へ収斂する力——の大きさについては、私は慎重にみているが、この点も10月時点で強調させて頂いたが、今回も全く変わりない。

海外経済から少しみていくと、まず米国経済だが、雇用・所得環境は、雇用者数は基調としては緩やかに増加しているものの、失業率は依然高止まっており、労働市場はなお厳しい状況にある。つれて、可処分所得の伸びは僅少にとどまっているが、それを上回る実質個人消費の増加が年末商戦まで続いていた。株価の上昇が富裕層を中心に家計マインドの押し上げに寄与し、消費を後押しするメカニズムがこのところ機能していると言えよう。住宅投資は中古販売だけが7月を底に比較的はっきりした回復を示しているものの、全体として低迷の域を脱しつつあるとも言えない。企業部門では、設備投資は全体として緩やかに増加し、生産も緩やかに増加している。製造業ISM指数が新規受注を含めて堅調に推移していることから、先行きについても増加基調を維持するものとみられる。このように米国経済は、循環的な回復が途切れることなく続く蓋然性が高まり、下振れリスクは差し当たっては和らいだと言って良い。もっとも、バランスシート調整という構造的な問題を抱えるもとの、回復のペースが中長期的にみて緩やかなものにとどまるとの見方には変化はない。当面は、思いのほか好調な企業収益が雇用の改善にどの程度結び付くのかという点に注目していきたいと思う。

ユーロ圏経済については、国ごとのばらつきを伴いつつも、ドイツの際立った回復により、全体として緩やかに回復している姿に変わりはない。

欧州のソブリン・リスクには引き続き注意を払う必要があることは言うまでもないが、ユーロ統合に内在する本質的な問題の解決には元々時間がかかり、周縁国の財政問題もそれ自体が急速に足許悪化している訳ではないこと、また、時間稼ぎとはいえ、E F S Fの規模や機能の拡充が展望できるところまでできていることなどを勘案すると、ここにきてリスク評価が大きく変化しているとは必ずしも言えないと、私は考えている。

中国経済については、第4四半期の実質GDP成長率が前年同期比+9.8%と前期から伸びを高め、拡大のスピード——風速——は減速前に復したようである。内需が堅調に推移している中、輸出も増勢を強めつつあり、生産も堅調に推移している。物価については、12月のCPI総合の前年比が+4.6%と前月からは伸びが鈍化したとはいえ、引き続き高めの伸びとなった。物価上昇要因のうち、国際商品市況の上昇という要因は、前回2008年の上昇時と同じだが、今回はこの国の金融緩和の累積的效果がとても穏健とは言えず、なお大いに緩和的な状況にあり、また、労働コストのはっきりとした上昇も同時的に進んでいる。こうした強いインフレ圧力の緩和という課題は、政策当局にとってかつてなくチャレンジングなものになっているとみている。

NIEs、ASEAN経済については、内需が堅調に推移するもとの、昨年後半にかけて増勢が鈍化していた輸出が、中国向けを中心として再び増勢を強めつつある。韓国、台湾の新規輸出受注PMIは11月に50台に回復した後、12月はさらに改善した。輸出の回復を受けて、生産も再び増勢を強めていくものとみている。一方、この地域・国々でも、緩和的な金融政策の継続を主因としてもたらされたマネーの過剰感が増しており、GDPギャップのマイナス幅が着実に縮小、あるいは一部の国ではプラス幅が拡大するなど、インフレ圧力は徐々に高まっている。緩和的なマクロ政策の修正ペースが速まる蓋然性が高くなったと言えよう。

次に、我が国経済について述べる。個別需要項目を簡単にみていくと、輸出は、11月の実質輸出が世界的なIT関連財の在庫調整や為替円高などにより、2か月連続のマイナスとなり、10～11月平均の7～9月対比は

比較的大きなマイナスとなった。率直に言って、想定していたよりも弱い動きであった。ただ、こうした中であって、IT関連在庫の調整が進んでいることや、米欧・アジア新興国の製造業PMIが改善を続けていることなども確認されており、輸出が再び増加に復する蓋然性は高まっている。設備投資であるが、機械投資の一致指標はこのところ横這い圏内の動きとなっており、季節調整の歪みを斟酌しても、なお「持ち直しつつある」との判断を維持するのがせいぜいという感がある。先行指標である機械受注も、10月に続き11月も微増にとどまっており、先行きについても、徐々に持ち直しの動きがはっきりしていくといった証拠は、この指標からは未だ得られていない。個人消費は、一部の財で駆け込み需要の反動から大きく振れており、実態が掴みにくい状況にあるが、アネクドータルな情報も含めてみると、底堅い動きとなっているようだ。冬季賞与が夏季に続いて前年比プラスとなったことや、株価の回復が下支えているものと思われる。先行きについては、各種の反動が薄まっていくにつれて、再び持ち直していく筋合いにあるとはいえ、トレンドに回復するパスをはっきりと見通すことは依然として難しいものがある。また、雇用・所得環境の改善が引き続き限定的とみられることから、個人消費の増加モメンタムが大きく上振れるという期待は持てない。以上の需要動向の中で、鉱工業生産は、10～11月は7～9月対比実勢ベースで、比較的大きな落ち込みとなったものと受止めている。先行きについては、支店長会議での各地域の報告や企業マイクロヒアリングの結果などを勘案すると、既に増産に転じた可能性もある。ただ、その増勢は、各種反動減からの回復のペースに負うところが小さくなく、引き続きこの動きを注意深くみていく必要がある。

最後に、先行きの見通しにかかるリスクについて述べる。10月時点との比較において、米国経済の先行きを巡るリスクは、差し当たっては和らいだこと、また新興国において国際商品市況の上昇などによってインフレ圧力が高まってきていることは既に述べた。国際商品市況の上昇が、天然資源の産出国にとっては輸出物価の上昇を通じて交易条件を改善し、景気を下支えるという効果ははっきりと出始めている。一方で、非産出国に

とっては、交易条件の悪化が景気の下押し要因となるリスクが高まりつつある。これが、物価面からはC G P Iの押し上げ要因となることは言うまでもないが、先進国、就中、我が国の場合、マクロ的な需給ギャップがなお解消されないもとで、最終消費財・サービスの価格——いわゆる一般価格——への波及は限定的なものにとどまるものと考えられる。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

既に多くの委員が細目に亘って発言されており、見方のかなりの部分を共有している。そして中間評価について、今までの委員の見方はほとんど変わらないので、ここでは全体を簡単に鳥瞰する形にしたいと思う。既に皆さんがおっしゃったように、世界実体経済は、新興国経済が急回復しているということでプラスのモメンタムを強めており、新興国ではインフレ傾向が鮮明になるなど過熱気味である。米国は足許、減税の延長、社会保障税軽減等景気刺激策の延長、追加が決まって、F e dのL S A P 2の効果に加え、新興国需要の恩恵を受ける多国籍企業を中心に株価が上昇し、その資産効果が新車販売等消費にプラスの影響を及ぼすなど、強めの動きとなっている訳である。ユーロ圏では、新興国急回復の恩恵をユーロ安で倍加して受けるドイツの好調さが鮮明になっていると思う。ただし、ユーロ圏周縁国や米国の多くの地域では、住宅価格、商業用不動産価格の底入れがみられていない。従って、経済に重いバランスシート調整のくびきはめられていると思う。いわゆるトゥー・スピード・エコノミーは先進国と新興国の間でよく言われるが、実は先進国の中にも域内格差として現れていることには注意する必要があると思う。このため、見通しがかなりの悲観論から慎重な楽観方向へ振れていると思う。米国では、失業率の目立った低下はないが、G D P成長率は2011年から2012年にかけて潜在成

長率を超えて+4%近い形になり、株価の上昇も見込まれている。欧州では、周縁国との差は拡大するが、ドイツの好調は続くともみる雰囲気が多いと思う。新興国は政治上の考慮もあり、急激な引締めとはならず、恐らく拡大が持続するであろう。物価は、商品価格の上昇は天候要因等一時的であり、2011年後半には収まり、広範な物価上昇とはならないという考え方が支配的のように思う。加えて、失業率が高止まっており、スラックが大きく、穀物・資源以外の物価上昇圧力は小さいと考えるのが、Fedの主流を含め、現在支配的な見方である。今のところ私の理解が正しければ、幾人かの方の考え方はこれに近いのではないかと思う。世界実体経済のメインシナリオとしては、この支配的な見方は説得的だと思う。従って、日本も足許は円高の影響による競争力低下と輸出構造の性格から純輸出がマイナスに転じている等、踊り場にあるが、住宅市場は回復しているし、設備投資も回復していることなどから、今後、鈍化方向から脱していくと思う。

ただし、物価予想に関しては、私はかなり見方が違う。穀物、資源価格等商品市場と、他の財・サービス市場に分けて考えると分かりやすいので、ここで説明したいと思う。簡単に申し上げると、須田委員や宮尾委員のものは、私はリスク・ファクターとして考えていて、メインはこれとは違うということである。米国、欧州、中国での支配的な見方では、国際商品市場及び新興国国内市場の穀物、資源価格等の高騰は、異常気象等の一時的供給要因と、それに乗じる金融商品化——昨日もあったが——ということも絡んだ投機から起きており、一時的要因が収まるにつれて収束するとみる見方が支配的だと思う。しかし、新興国市場、特に中国が世界経済を牽引し、その成長が続くと考えるなら、価格急騰のかなりの部分は、今後の急速な需要増大を見越した動きと捉えられるのが自然ではないかと思う。しかも、新興国、特に中国は——昨日申し上げたが——流通部門の効率が悪く、しかも資源の利用効率も悪く、そのため従来と比べて世界経済の成長に対する穀物・資源需要の弾性値はかなり高いと考える方が自然だと思う。とすると、世界経済が成長すると穀物・資源価格は以前に増して大き

く上昇する。そう考えると、2011年はボラティリティを高めながら穀物・資源価格が高水準で推移する可能性は高いと思う。

また、財・サービスの市場でも、今までとは異なった動きの兆しがあるとみている。過剰生産設備が世界、特に中国に存在し、物価の下方圧力になっているのは事実だが、先進国では過剰設備の廃棄が事実上進んでいると思われるような兆候がある。例えば、日本のエネルギー価格の一部には企業の価格支配力が回復する兆しがみえている。米国においても、失業率が高いにもかかわらず、unfilled vacancyが増加しているのも、こうした見方と整合的であり、ボトルネックが生じている可能性があるのではないかと考えている。従って、国際商品市場での穀物・資源価格の上昇が続くと、食品加工、エネルギー関連からボトルネック型の価格上昇が惹起される蓋然性があり、それが産業連関を通じて、他の財・サービスに波及する可能性はあると考えている。さらに、中国ではこの10年間、労働分配率が急速に低下するなど企業収益に偏った高成長の歪みが目立っている。このため、ここに至って賃金上昇の動きが大きくみられており、コスト・プッシュ型のインフレ圧力となり、いわゆる便乗値上げがみられるということが証左であるように、インフレの圧力が高まっている。従って、従来よりも世界的な物価押し下げ圧力は減じており、単にインプット・プライスの上昇だけでなく、アウトプット・プライスの上昇も生み出しやすい環境へ変化しているのではないかと考える。これは、今後、慎重に検討していかなければならないことだが、私としては今それを考えている。さらに、インフレ圧力と資本流入圧力は高成長で貿易収支が黒字である新興国への為替レート切上げ圧力となっているし、さらにこの傾向を強めていると考える。以上から、物価上昇圧力が世界的に、そして日本においても次第に回復していく可能性は応分に存在するのではないかというのが私の物価のメインシナリオである。ただし、メインシナリオに対して、リスクはここのところ鮮明化し、かつ先鋭化してきていると思う。現在は、下方リスクが顕在した場合の重大性が大きい局面と考えられるので、その点に留意して述べたいと思う。

足許、緊張は若干和らいでいるが、皆さんがご指摘されたように、欧州周縁国ソブリン問題は、当該国債を多く保有するユーロ圏域内銀行の健全性への疑念となり、欧州金融システム安定へのリスクとなっている。財政問題の解決を目指したユーロ圏諸国の動きが続いているが、市場が結果的には合理的評価を与えない可能性も否定できないので、十分注意する必要があると思う。特に、4月は大国であるスペイン国債の償還があると考えたと、欧州金融市場のリスクは時期、規模とも予測の難しいリスクであるということに注意する必要があると思う。さらに、米国のMMFが欧州銀行のCPの購入を通じて流動性を供給しているということにも十分注意する必要があると思う。従って、欧州金融システムの不安は米国金融市場に直接波及する可能性もある。もし、欧州市場のCPが何らかの問題を生じた時に、米国のMMFが break the buck になり、ちょうどリーマン・ショックの時に起きたようなMMFの急速な収縮というようなことが起こるという可能性は、現在のところなくなった訳ではないので、この点については注意する必要がある。さらに、米国では3月4日には歳出継続決議の期限が到来する。また、現在の国債発行上限の抵触がみえてくるのはこの時期でもある。この時期にティー・パーティー運動等の影響から、政治上の行き詰まりに落ち込む可能性ということにも注意する必要があると思う。その打開のために、大規模な歳出削減が実現され、年央から経済成長が大きく鈍化することも考えられる。とすると、その場合、6月のLSAP2の期限を睨んで、金融政策に動きが出てくるかもしれない。3月から6月にかけてこうしたリスクが顕在化すると、現在市場は楽観に傾いているだけにかかなりの巻き戻しとなる可能性がある。欧州、米国での金融市場リスクの顕在化は相対的に安定しているとみられる円に対するプレッシャーとなるので、注意しておく必要があると思う。加えて、これは読みにくいのだが、3月から4月にかけては日本の財政問題が長期の問題としてだけでなく、短期の歳出をファイナンスすることと絡んだ問題として、何らかのきっかけで脚光を浴びる可能性もある。今は落ち着いているが、日本の財政問題は金融市場の潜在的な大きな攪乱要因である

ことには注意したいと思っている。

家計・企業の長期的期待に関しては、次のラウンドでお話ししたいと思うし、それから最大のリスクは、実は中国高成長の持続可能性であるが、これは見通し期間を超えた中長期的な課題なので、今回は取り上げず、またの機会にしたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

前回決定会合以降、世界経済や日本経済の現状と先行きの評価について、10月展望レポートのメインシナリオに大きな修正を要するような変化はみられなかった。国際金融市場では、市場予想を上回る米国経済指標の発表、欧州ソブリン問題に関する懸念の高まり、新興国・資源国におけるインフレ懸念と金融緩和の修正の動きなどの好悪両材料が交錯し、年末から年初にかけての市場の薄さも相俟って、ボラティリティの高い状態が続いた。新興国の株式市場では、インフレ懸念から調整の動きもみられるものの、世界経済が回復を続けていることや、先進国を中心とした金融緩和措置の継続等を背景に、国際市況商品等のリスク性資産価格は、総じて堅調に推移している。国際金融市場は、潜在的な不安材料を引き続き抱えている。欧州のソブリン問題が予断を許さない状況が続いていることや、新興国における金融緩和措置の修正に伴い、グローバルな投資家のリスク許容度は後退し、国際金融市場の不安定さが高まる可能性には、引き続き注意を要する。

海外経済についてだが、米国経済は底堅い個人消費などに支えられ、7～9月期の実質GDP成長率は、1月のベージュブックでも総括しているとおり、緩やかな回復基調を確認させるものであった。全米小売業協会発表の2010年の年末商戦は、前年比+5.7%と5年振りの高い伸び率となり、事前予想を上回り、12月の新車販売台数も、リーマン・ショック直前の

2008年9月の水準まで戻っている。しかしながら、12月以降の北米向けの海上荷動きをみると、伸び率に一服感もあるようであり、先行きについては慎重に見守る必要があると思う。企業マインドについても、12月のISM景況指数は、製造業、非製造業のいずれも、改善傾向を示す内容であった。雇用情勢は、バーナンキ議長も議会証言で「雇用情勢の正常化には4~5年を要する」とも発言しているが、改善状況は引き続き捗々しくなく、住宅市場も、総じて低調に推移しており、家計のバランスシート調整が米国経済の足枷になっている状態に変わりはない。

ユーロ圏経済については、ドイツの好調さが目立つ中、10月のIFO景況感指数が、1991年の東西ドイツ再統一以来の最高値を更新した。ユーロ圏全体でも、ばらつきを伴いながらも緩やかに持ち直しているが、先行きは財政再建やEUのガバナンス問題などから、成長ペースは鈍化すると考えられる。

中国経済は、2010年のGDPが前年を10.3%上回り、市場予想を上回る高めの成長ペースを維持しており、中国が昨年に経済規模で世界第2位になったことはほぼ確実であり、今後は経済大国としての責任と役割を果たすことが益々求められることになる。マネーの高い伸び率が続く中、12月の消費者物価指数は、食料品価格の高騰などを主因に、+4.6%と政府による抑制目標を6か月連続して上回った。住宅価格も、昨年来の数次に亘る不動産投機抑制策の導入にもかかわらず、総じて高めの伸びが続いている。こうした状況下、人民銀行は1月20日から、昨年11月以降では四回目となる預金準備率の引き上げを決定した。先行きも、高めの成長を維持しながらソフトランディングを目指して、金融引締め策の強化を継続すると考えられるが、中国が世界経済の牽引役となっているだけに、対応が後手に回った場合の景気の過熱やインフレ加速への懸念が一段と強まっている。

国内経済は、緩やかに回復しているものの、足許では輸出、個人消費、生産等の改善の動きに足踏みがみられる。輸出は、11月の実質輸出が、アジア新興国向けを中心に前月を下回るなど、弱い動きとなっている。ま

た、個人消費は、自動車販売での需要の反動減の影響がみられるが、小売店販売やサービス消費関連は総じて底堅く推移している。先日、素材産業の経営者より、昨年11、12月は2か月連続して、42か月振りに国内セメント販売が前年を上回って、安堵しているとの話を聞かされた。企業経営者が、我が国経済がリーマン・ショック後の一連の実体と金融両面での急激な悪化や混乱から、漸く底打ち感を実感し、新しいパラダイムに向けての前向きに踏み出す動きを示しつつあるとの兆しや変化を、企業トップの年頭所感や先般の支店長会議での支店長のコメントより読み取れた。こうした状況のもと、生産面では、自動車工業会が発表した11月の自動車生産実績は、前年比マイナス幅を前月対比縮小しており、11月の鉱工業生産指数も、前月比で+1.0%と6か月振りにプラスに転じ、先行きも増勢の予測となっている。また、設備投資並びに住宅投資も持ち直しを続けている。

物価についてだが、12月の国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況の上昇等を背景に、プラス幅が拡大した。国際商品市況は、新興国需要の強さ、先進国の緩和的な金融政策の継続に伴うリスク・マネーの流入、主要資源輸出国の一部における異常気象に伴う供給不安などから強含んでおり、今後の推移には注意が必要である。また、高校授業料無償化の影響を除いた11月の消費者物価（除く生鮮食品）は、特殊要因があるものの、2009年2月以来21か月振りに前年比でゼロ%となった。

続いて、中間評価であるが、昨年10月の展望レポートの中間評価については、同展望レポート発表以降の我が国経済は、当該シナリオに沿った動きとなっており、メインシナリオを変更する必要はない。若干コメントすると、まず、2010年度の経済成長率が、第3四半期までの実績が上振れたことを踏まえて、同年度の成長見通しが上方修正となった。次に、10月展望レポート公表以降の動きについて、海外経済については、米国経済が、QE2の導入やブッシュ減税及び失業保険給付の延長決定等もあって、先行きの見方が修正されたこと、中国等新興国・資源国において、インフレ懸念が強まっており、中国での引締め方向への政策変更をはじめ、緩和

的な金融政策運営がはっきりと修正されたこと、欧州では、周縁ソブリン問題の広がりに伴い、各国の財政再建に対する懸念が強まっていることである。これらは、我が国経済の外需全体に対しては、押し上げ、押し下げ、それぞれの方向に作用する可能性がある。全体としては、10月展望時点の海外経済に対する見方を大きく修正する必要はないと思われる。最後に、国内経済については、足許、我が国経済の改善の動きに足踏みがみられるが、10月展望時点で想定された範囲内の動きであり、2011年度には明確に潜在成長率を上回るペースまで成長率が高まっていくと思われる。一方、物価については、実体経済の持ち直しに伴う需給ギャップの縮小のほか、原油や一次産品等国际商品価格の上昇を受けてマイナス幅の縮小傾向が続く中、2011年度にはマイナスの領域を脱し、2012年度には、需給バランスのさらなる改善を背景に、前年比プラス幅が幾分拡大すると想定される。

リスク要因としては、基本的には展望レポートでの記述どおりであるが、以下の二点に関し付言したいと思う。まず、欧州の財政危機拡大と対応策への懸念である。メルケル首相は「ユーロを支えるためには必要ならば如何なる措置をも支持する」と発言しており、EUの解体やユーロ圏からドイツが離脱することは考えられない。従って、財政危機の大国スペイン等への波及の阻止や、危機の解決のため諸対策が最終的には合意されるのは必至と思われる。しかしながら、EU諸国間で最終的な決着に至るまでには、国内政治とも絡み、時間を要し、市場の許容範囲と齟齬を来した場合、国際金融市場の混乱が金融システムや実体経済、さらにはマインド面に悪影響を及ぼす可能性も考えられる。次に、中国をはじめ多くの新興国・資源国において、国内需要の強さに加え、国際商品市況の上昇もあって、景気の過熱やインフレの加速に対する懸念が強まっていることである。短期的には、海外経済を上振れさせ、輸出の増加などを通じて、我が国経済を上振れさせる可能性がある一方、これら諸国の政策対応の遅れに伴い、その後の調整局面が長期化したり、過度な引締めが景気を腰折れさせてしまう下振れリスクにも留意が必要である。私からは以上である。

白川議長

景気の足許あるいは短期の見通し、あるいは展望レポートの射程の中で
の経済見通しについて、委員の間で大きな意見の違いがある訳ではないし、
あるいはこれまでの見方を大きく変えるような見解はなかったと思う。
従って、ポイントだけ申し上げたい。まず、足許の短期的な景気の見通し
だが、ポイントとしては三点であったと思う。まず、足許については、こ
れは予想どおりではあるが、輸出はやや弱め、生産も減少しているとい
うことがハードデータで確認されたことが第一点である。二つ目は、これ
も予想どおりではあるが、個人消費あるいは設備投資といった民需は、緩
やかに増加をしているということだと思う。それから、三番目に先行きの
見通しだが、従来、我々は景気改善テンポの鈍化した状況が暫く続いた後、
緩やかな回復経路に復していくと言っていた訳だが、企業のヒアリングあ
るいは支店長会議の報告、それからその他のデータを踏まえると、1~3
月というように確定的に言うことはできないが、足踏みというか踊り場状
態からの脱却の見通しがみえてきた、その確度が高まってきたと受止めた。
先行きの見通しというか、踊り場から脱却していくということの根拠は、
これは今まで日本銀行が言ってきたことを確認するような意味であるが、
一つは海外経済である。新興国の減速が止まって再び成長率が高まる方
向であることが段々にみえてきているということだと思う。それから、情
報関連財の在庫調整も終わりつつある。あるいは、関連するが、スマートフ
ォンの需要が予想以上に爆発的に増えているということだと思う。それ
から、エコカーの駆け込み需要の反動も止まってきた。勿論、水準は低い
が、自動車の販売あるいは生産指数、あるいは企業ヒアリング情報から
みると、マイナスという状況ではなくなってきた。それから、円高の動
きが一服している。

それで、展望レポートの射程の中での景気・物価の見通しであるが、
基本的に10月の我々の想定をそう大きく変えるものは今のところ起
きていない。基本的には想定どおり動いていると思う。国内景気を考
えるうえで、

最大のファクターは海外経済であるので、その海外経済をどういうふうに見るのか、その海外経済のリスク評価という点で少し申し上げると、基本的な構図は全く変わっていないと思う。つまり、先進国の回復が非常に鈍いものであるのに対し、新興国は力強いという、このトゥー・スピード・リカバリーの基本的な構図は変わっていない。従って、先進国については下振れ、新興国については上振れをリスクとして意識するというのである。前回 10 月との比較を地域別に整理すると、米国については、先程の野田委員の言葉を借りると、夏場にかけての悲観論が、差し当たっては後退しているということだと思う。確かに、個人消費は、クリスマス商戦をはじめ、全体に強めのデータだと思う。一方で、バランスシート調整の厳しさは意識していく必要がある。ただ、10 月との比較でみると、米国経済については、多少上振れ方向に推移しているという感じはする。欧州については、ソブリン・リスクの問題は 10 月の段階でも我々は十分意識していたし、その後もそういう展開であるので、特に 10 月との比較でみて大きく変わったということではないが、相変わらずこのソブリン・リスクの問題は大きなリスクとして意識しないといけないと思う。新興国・資源国は、先程申し上げたように、成長テンポが再び高まる方向にある。旺盛な内需あるいは海外からの資本流入の影響を受けて、全体に上振れ方向ということである。気がかりなのは、金融政策の運営であるが、単純に実質金利のギャップ、つまり実質金利と潜在成長率のギャップを計算してみると、このギャップはかなり大きいということであるので、どうやって軟着陸を図っていくのかということが、政策的には大きな課題だと思う。

物価面であるが、こちらの方も大きな変化はない。前回との比較で申し上げますと、多少人によって受止め方が違うかもしれないが、国際商品市況の上昇が、当時も勿論織り込んでいたが、予想よりも大きかったという感じはする。自分自身が国際会議に出た時の印象もそういう印象がある。ただ、定性的には我々自身が十分意識していたことではある。この国際商品市況の上昇については、実需説と金融的な要因を強調する説、両方ある訳だが、勿論、両方ともが作用しているということだと思う。私自身、気に

なっているのは、金融面の要因をどう考えるのかということである。金融が緩和する時に商品市況が上がるということ、この現象自体は昔からある訳で、別に今回始まった訳ではない。ただ、今回はそうした商品市況と株価との相関が異様に高くなっている、あるいは商品の中での相関関係も高くなっている、全体に一蓮托生のリスクが大きくなっているところは以前とは少し異ってきている気がする。少しここで脇道に逸れるが、改めて米国のQE2の効果がどういう形で発揮されているのだろうかということである。QE2が始まってから、マーケット別にみてどこが一番反応しているか、それを現象的にみた場合に、想定する方向に動いているのは、株価と国際商品市況の二つだと思う。国際商品市況の方は、日本も含めてであるが、先進国の金融緩和が強化される、あるいは金融緩和が長期化するという見通しのもとで、やはり商品市況の方にも影響が出ていると思うし、その商品市況の上昇が新興国あるいは資源国の経済にも影響を与え、それがまた新興国・資源国で活動する先進国の国際的な企業の業績・株価にも影響してくるということだと思う。それが米国国内の個人消費にも資産効果を通じて影響してくるということで、私自身は改めてQE2を含めて、この時点における先進国の金融緩和の効果波及ルートとして、これが全てとは思わないが、このルートというのは小さくはないなと感じた。その商品市況の上昇の国内景気・物価への影響であるが、勿論、物価については取り敢えずは上振れリスクということで、予て指摘しているリスクである。一方、交易条件の悪化を通じて景気にも、あるいは最終的には物価にも下押し圧力がかかるという方向であるが、こちらについては定性的にはラグを経てそういう影響は勿論あると思う。ただ、この点で他の先進国と日本で少し違うと思うのは、日本の場合には全体に円高傾向にあるということで、本来、商品市況が上昇し交易条件が悪化するという通常の議論は、日本の場合は円高によってその分減殺されるということも同時に意識する必要があると思う。日本での議論は、どちらかというとも円高の時には円高のマイナスの影響、商品市況の上昇の時には商品市況のマイナスの影響を、いずれも強調するという嫌いがあるが、全体にバランスよくみてい

く必要があると思っている。

それから、物価に関連して、展望レポートそのままではないが、多くの方が基準改定の影響について言及されていた。8月の基準改定で、正確に幾ら下がるのかは分からないが、いずれにせよ基準改定によって物価上昇率が下がるということ自体は明らかである。経済の先行きを見通すうえで大事なことは、この指数改定によって物価の基調自体が変わる訳ではないので、経済・物価のメカニズムがどのようになっていくのかという、その基本的なメカニズムを押さえることだと思う。その面で見ると、物価上昇率のマイナスが次第に消えて少しずつプラスになっていく、あるいはその背後で経済の成長率が少しずつ高まっていくというメカニズム自体について変わらないのであれば、基準改定自体によってピクチャーが変わる訳ではない。ただ、対外的な情報発信に当たっては、そこは十分に注意していかないといけない。これから意識していかないといけないテーマの一つであると思っている。取り敢えず以上である。

何か委員の方から少し議論を深めたいという論点があれば、お願いする。先程おっしゃった意見陳述の中で、この論点をもう少し深めたいということがもしあればどうぞ。

須田委員

一点だけ。西村副総裁の議論で、ボトルネックでインフレになると言った時は、それは潜在成長率は下がるということで良いのか。

西村副総裁

潜在成長率は下がる。

須田委員

そういう意味では、成長率が落ちて、インフレが続くという意味で…。

西村副総裁

元々、潜在成長率が下がってきていると考えている。しかし、それは、過去のデータからみたデフレ圧力より、より小さいデフレ圧力になってしまふということである。

須田委員

私は、オイルショックの時の、一種のサプライショックの結果としての安定成長に移行した後の調整はかなり大変だったという認識でいるから、そういうことが起こった時の中国の調整は、高い成長から落ちてしまって、本当に大変ではないかと思っている。日本で起こったことを振り返ると、日本は最初にオイルショックが起こった時は、資源節約的な設備投資を凄くやったということもあったが、後で一番大きな問題となったのは、金融機関が貸出先をみつけれなくて、それがラテンアメリカにあって、債務問題を引き起こしたということであった。アジア危機の時もそうなのだが、設備投資が安定成長に向かって、大きく落ちた資金の行き先がなくなった時の、その後の調整は厳しいと思っている。資源のサプライ制約のもとでのインフレの状況について、グローバルな経済がそのような経済に陥った時、評価の問題としては、どのようにみているのか。

西村副総裁

良くない、それは確かにそうである。でも逆に言えば、そうなる可能性が私は段々高くなっているという気がしている。中国の話をここでしなかったのは、これをやり始めると大変な分量になるので、やらなかった。一度、決定会合でやった方が良いと思うが、先程、須田委員がおっしゃったことは、まさにその問題がある。日本の場合は、省エネの方に行くが、中国の場合は、恐らく今の状況ではそうはならない。これは中国の実証分析であるが、中国共産党の中の昇進の確率は、自分の地域のGDPの成長率に強く依存する訳である。つまり、相手に何と言われようと、とにかく自分のところのGDPが成長すれば、これは昇進の確率が高くなるという

メカニズムが埋め込まれているから、この場合は、省エネよりは、もっと成長のために金を出すという形で対処するのではないか。そうすると、落ちたら、またさらに4兆元を8兆元にするとか、そういう話にならないとも限らないので、これはかなり大きな問題が経済に生じる。このことについては、やはりそれに対する対処を我々は考えておく必要があると思う。これをやると長くなるので、この辺にしておく。

須田委員

少しどう考えたら良いのだろうと思っていることであるが、為替レートはあまり調整しないとして、中国にとってのポリシー・ミックスとしては、財政を引締めて金融緩和することと、今、言われているような財政を緩和して金融を引締めることと、どちらが望ましいと考えるのか。

西村副総裁

今であるか。

須田委員

今の中国である。財政は緩和して金融を引締めると、資本が入ってきて国際収支が黒字になる。それで通貨価値が上がる。それでは困るから介入して、また緩和するという話をするが、逆に、もししっかりと財政の方で引締めをして金利の方は変えないでいることができたなら、もう少し良い対応ができるのか、それともそうではないのかが……。

西村副総裁

私がいつもみている中国の四つの指標——輸入、発電量、生産量、それから税収入——をみている限りにおいては、実は、2008年のリーマン・ショックはなかったも同然である。一旦下がるが、それよりさらに上がっている訳である。これは、明らかな景気の過熱であり、しかも、どうもインフレクション・ポイントを過ぎてしまっていて、却って加速している。

そういうのは、財政の明らかな出過ぎなので、本来ならば財政をある程度緊縮をして、それで対処するのが最も自然なやり方だと思う。しかし、先程申し上げたように、財政が全部政治と絡んでしまっているのも、しかも今の中国は、将来成長することを前提に今成長しているという訳だから、財政を緊縮することは政治的に不可能な状況にある。このため金融政策には物凄く大きな過大な要求がかかっている訳である。この構造は、私は、今後、少なくとも1、2年は変わらないだろうと思う。これでマグマが蓄積していくので、その後の反動がどういう形になるのか非常に怖いというのは、須田委員と全く同じ危惧を抱いているということだ。

野田委員

先進国と違って、財政と金融の境目というか、議論するうえで、彼らの財政と金融はなかなか切り分けにくい。

西村副総裁

国有企業のところは、そのとおりである。

野田委員

地方政府も含めて。

中村委員

財政の4兆元の中には、要するに外部調達も入っていて、全部真水ではない訳である。だから、財政が出動するということは、自動的にそういう資金調達がついてくる。

野田委員

そういう意味である。

西村副総裁

だから、逆に言えば、財政を引締めるということは、ある意味では金融も引締めるという形になってしまう。だから、それに対する対応としては、何らかの形で量的なものから利子率を市場型の方向に進めていかなければいけない訳である。それが 2007 年を境に完全に逆転している。これをどうするのかというのは、非常に難しい状況だと思う。

白川議長

他に論点はないか。それでは、ここでコーヒーブレイクをとって、11 時に再開をしたいと思う。

(10 時 52 分中断、11 時 00 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じである。それでは、森本委員お願いします。

森本委員

我が国の金融環境であるが、まず、短期金融市場をみると、本行による一段と潤沢な資金供給を受けて、無担保コールレート(オーバーナイト物)が0.1%を下回って推移し、短国レートも弱含むなど、全般に落ち着いていると言える。また、基金による買取りの始まったCP・社債市場をみると、CP発行金利は弱含みとなっているし、社債の流通スプレッドも低位で横這いとなっている。加えて、社債の発行環境は一段と改善しており、12月以降はBBB格の起債が相次ぐなど、発行体の裾野が拡大している姿が認められる。間接金融に目を転じると、貸出金利——貸出約定平均金利

(ストック・総合) ――は一段と低下している。このため、直接金融と間接金融を合わせた企業の資金調達コストは、引き続き低下している。

次に、アベイラビリティーの点を見ると、日本公庫のアンケート調査によれば、中小企業、小企業からみた金融機関の貸出態度判断D Iは改善したほか、同公庫や商工中金調査における中小企業、小企業の資金繰りD Iも、大きくみて改善傾向にある。国による景気対応緊急保証制度は本年3月末で終了するが、こうした点を考えると、その影響は限定的なものにとどまる可能性が高いと思われる。これらの諸点を総合して、我が国の金融環境について考えると、本行が包括的な金融緩和政策を推進するもとの、引き続き緩和しているとみて良いと思われる。

ただ、我が国長期金利は、米国の長期金利の上昇が一服し、都銀勢のポジション調整も一巡するもとの一旦低下したものの、その後、株価の持ち直しなどを受けて幾分上昇している。また、先行き欧州におけるソブリン・リスク不安が再度顕在化したり、米国経済の回復観測が一段と強まったりすれば、昨年11月から年末にかけての局面と同じように、米国の長期金利が上昇し、それによって我が国の長期金利が大きく影響を被る可能性もある。引き続き長期金利の動きをフォローすると同時に、こうした観点からも、内外金融資本市場の動向に注意を払いたいと思う。

以上を踏まえた次回までの金融市場調節方針であるが、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると思う。

先行きの政策運営については、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という三つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があると考える。基金を通じた資産の買入れや、やや長めの資金供給を着実に進めながら、先行きの経済・物価動向を慎重に点検し、中央銀行として適時適切に対応していくことが重要であると思う。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

国内の金融環境は、本行の施策の効果もあって、金利の面でも、資金の
アベイラビリティの面でも、引き続き緩和の動きが強まっている。加え
て、円高進行の一服や株価の上昇もあり、企業の資金調達環境は良好と思
われる。こうした中、企業の資金需要も、本行の「主要銀行貸出動向アン
ケート調査」によると、中堅中小向けが改善しているとの結果になってい
る。ただ、市場金利の上昇については、今のところ大きな影響は聞かれな
いが、動きの背景を含め、注意していく必要がある。また、金融円滑化法
が延長される一方、緊急保証制度やセーフティネット貸付が打ち切られる
ことにより、倒産動向や金融機関の信用コストにどのような変化をもたら
すかについても、注意を払う必要があると思う。

こうした中、金融政策運営については、今後とも中央銀行として成し得
る最大限の努力を続けていくべきと考える。まず、金融市場調節の方針と
しては、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を引き続き
0～0.1%とし、実質ゼロ金利を維持することが適切と考える。そして、本
行は、それを物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、この
政策を継続していくべきと考える。本行は、来年度、再来年度のCPI見
通しをプラスとしてきている訳であるが、このことが直ぐに金利上昇へと
繋がらないよう、こうした時間軸の効果が市場に浸透するべく、コミュニ
ケーションに気を遣っていくべきだと考える。

資産買入等の基金については、状況に応じて増額を考える余地はあると
思うが、今なお効果や副作用について確認している段階だと思う。現時点
での評価としては、円高の一服、株価やJ-REIT価格の上昇といった
効果が現れていると思う。市場金利の上昇は、目指した方向とは逆である
が、株価がしっかり上昇する中でも、米欧に比べれば上昇幅が小さいこと
から、本施策が金利上昇を抑制している部分もあるのではないかと思う。

ただ、この点においても、コミュニケーション面での配慮は必要だと考える。なお、本行は金利入札方式のオペにおいて、札割れが発生するほど資金供給を潤沢に行っており、市場の資金余剰感は一段と強まっているが、それがその先の実体経済へは回らず、銀行貸出が伸びていないことは問題である。こうした問題に対し、本行は成長基盤強化に資する資金供給も合わせ、その解決に向けて努力している。札割れが起きても市場に資金を供給する努力、そしてその先の成長分野へと資金を供給する努力を続けていけば、経済見通しが3年連続プラス成長であることもあって、いずれは実体経済における資金需要の盛り上がりにつながってくるものと考えている。

本行は、今後とも、中央銀行として適切に政策対応を行っていく方針である旨、コミットしている。先行きの経済・物価動向を注意深く点検しながら、必要な施策をプロアクティブに実施し、日本経済を支えていくことが肝要だと考えている。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

前回会合以降の国内の金融環境であるが、引き続き緩和の動きが強まっている。すなわち、短期金融市場では、本行による一段と潤沢な資金供給を背景に、総じて金利は低水準で推移している。TIBOR、LIBORが低水準横這いで推移しているほか、一頃上昇した短期国債金利もこのところ弱含んでいる。長期金利は、米国の長期金利が横這い圏内の展開となり、都銀勢によるポジション調整の動きが一巡する中で、このところ概ね横這い推移となっている。クレジット市場をみると、CP・社債市場では、社債発行企業の裾野が広がるなど一段と良好な発行環境となっている。社債流通利回りの対国債スプレッドも、総じて縮小した状態が続いている。こうしたもとの、企業の資金調達コストも低下傾向にある。

包括緩和策の効果については、現段階では、先程、亀崎委員がおっしゃっ

たように、プラスとマイナスの両方をきっちりみていくべき状況であると思う。一点だけ、時間軸について少しお話ししておきたい。今後、景気回復が進むとすれば、時として時間軸効果が曖昧になる可能性もないとは言えない。こうした場合、基本的には、我々の政策スタンスを粘り強く説明していくことによって、市場の理解を得ていくことが重要である。加えて、我々の市場調節自体についても、状況に応じた柔軟な対応が必要になるかもしれない。

最後に、金融市場調節方針であるが、前のラウンドで述べた経済情勢判断等を踏まえれば、現在の方針を維持することが適切と考えている。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、まず、我が国の金融環境について申し上げる。この間、執行部による機動的な金融調節運営もあり、短期ゾーンを中心に市場金利は低水準で落ち着いて推移している。また、企業の資金調達環境も銀行の貸出金利は低下基調が続き、中小企業に対する貸出態度も改善しているほか、BBB格企業による社債発行が相次ぐなど、緩和の動きが強まっていると認識している。こうした金融環境のもとで、先程申し上げたとおり、包括緩和の効果等もあって、我が国経済は物価安定のもとでの持続可能な成長経路への復帰の道を着実に歩んでいる。従って、次回決定会合までの金融調節方針については、現在の方針を維持して、また資産買入等の基金を通じた各種資産の買入れによって、現在の包括緩和を引き続き強力に推進していくことが適切であると考えている。

そう申し上げたうえで、包括緩和の効果波及経路に関して、若干繰り返しになるが、これまでに発現したと思われる効果の確認を含めて、私なりの整理を改めて申し上げておきたい。まず、残存1～2年程度の国債も含

めて、短期ゾーンの市場金利や貸出金利の低下を通じて、資金調達コストの全般的な低下を促すもので、これについて現時点で既にその効果が現れていると考える。また、市場金利の低下は、株式等資産価格の上昇や為替円安にも繋がることが期待されるが、この点についても、包括緩和以降、株式相場は上昇基調にあるほか、ドル／円相場も円高基調に歯止めが掛かっているとみている。こうした金利低下の働きに加え、今回の包括緩和では、ETFやJ-REITというリスク性資産の買入りに踏み込み、足許両市場では投資行動に活発化がみられている。本措置の狙いは、短期的な投機を促すものではなく、日本銀行が異例とも言えるリスクテイク姿勢を示すことを通じて、両市場への資金流入の呼び水となることが強く期待されている。さらには、こうした動きが企業のリスクテイク意欲やアニマル・スピリッツ、人々のコンフィデンスを高め、成長期待や潜在成長力にも前向きに働きかけていくものと考えている。そして、これらの効果の全体の総和として、企業収益の持続的な改善や家計の恒常所得の増加等を通じた内需の一段の拡大が図られるのではないかとみている。

一方で、物価動向に関しては、前半で申し上げたように、予想インフレ率がなかなか立ち上がらずに下振れする可能性を排除できず、この点については、物価固有のリスクとして考えている。先般、公表された「生活意識に関するアンケート調査」の結果をみると、今後5年間の予想インフレ率の下振れが窺われる状況にあり、既にリスクが一部顕現化していると捉えることも可能である。今後は、こうした動きが強まっていくかどうかについて、これまで以上に意を用いて注視していきたいと考えている。

なお、前回会合でも申し上げ、繰り返しになるが、包括緩和の政策効果を十分に発揮させ、我が国経済の持続可能な成長経路への復帰を着実なものとするためには、この措置が市場や国民の間で正しく理解され、信認が高まることが重要であり、日頃から市場等とのコミュニケーションには十分な注意を払っていくことが引き続き重要であると考えている。

最後に、消費者物価指数の基準改定による上方バイアスの問題に関してであるが、この問題は先進国では日本だけにみられるものだと考えられる。

欧米の消費者物価統計は、基本的に連鎖指数、つまり毎年の上方バイアスが蓄積しないような連鎖指数が用いられている。我々日本銀行としても、今後は、少なくとも参考系列としてラスパイレス連鎖指数等も用いた点検も実施して、上方バイアスを不断にチェックしていくことが重要なのではないかと思う。以上である。

白川議長

須田委員お願いする。

須田委員

先程申し上げたとおり、先行きの経済・物価は概ね私の見通しに沿って推移すると予想しており、リスクも上下にはほぼバランスしていると判断しているので、次回会合までの金融政策運営方針は現状維持が適当だと思う。

調節については、前回会合で、短期金利も含めて金利が不安定な地合いにある中で、ボードの指示の範囲内で、モラルハザードを避け、残存する市場機能を潰さずに、機動的なオペ運営をお願いしたところ、潤沢な資金供給でそれに応えて頂き、短期金融市場では、総じてみれば、金利は低水準で推移するようになっている。ボードからの要求事項が多く、難しいオペ運営が続いたと思うが、昨日申し上げたように、今後も基本は淡々と、しかし状況によっては機動的に、金融調節をやって頂きたいと思う。なお、今回のオペ運営からも分かるように、オペによってマーケットに政策意図を知らせることは可能である。今回のようにマーケットが誤解しかねない時、あるいは誤解をしている時に、オペを通じた対話で修正を図ることは可能かもしれないし、やる価値があるかもしれない。ただ、今回のオペを通じて、基金の進捗状況が早まったと認識し、早くも追加緩和に言及する向きも出てきており、そのような憶測を呼ぶオペは望ましくない。オペは基本的には先行きの政策についての情報発信という意味では中立的で、今後もそのような姿勢で金融調節に取り組んで頂きたいと思う。

次に、金融環境についてであるが、政策金利と実体経済の関係、資金調

達コスト、資金調達量、アベイラビリティについて、月報の概要の表現に違和感はないが、前回に続いて、それを全体でどう評価するのが難しい問題だと思っている。私の総合評価は、水準感としては緩和的な状況にあるとは言えないが、それに近付きつつあるというものである。政策金利と実体経済との関係については、足許、引締まり度合いは縮小傾向を辿っているが、まだ緩和的な状況とは言えない。これについては用いる指標によって答えが異なる可能性があり、評価についてはかなり幅をもってみていく必要があると思っている。需給ギャップの把握は難しいし、QEや消費者物価について後に改定もあって、緩和度合いについての評価も変わり得る。第4四半期の経済成長はマイナスの可能性が高く、この点からも現在が緩和的であると言うことは不適切だと思っている。企業の資金繰りについても総じてみれば改善しているが、緩和的とは言いかねる。小企業については歴史的にみた平均と比べて引締まっているし、中小企業も緊急保証があるもとの評価なので、緩和的とは言えないからである。その他は緩和的な状況にあるとみているので、全体としては、先程のような評価をした。あとは、どのような言い振りをするかであるが、「緩和の動きが強まっている」という執行部案については、レベル感が示されていないため、私の評価がこれで伝わるのか、よく分からないというのが現状である。

次に、包括的な金融緩和政策の効果についてである。基金の資産買入れ効果については、金利の反転がみられる中で、長めの金利に働きかける効果がどの程度出ているのか、引き続き評価は難しいとみている。勿論、社債発行スプレッドは縮小した状態が続いているし、BBB格債の発行銘柄の広がりも引き続きみられ、貸出金利も低下傾向にある。J-R E I T市場においても、買入れ対象外の格付けまで含めてイールド・スプレッドの縮小基調が続いており、市場参加者も海外投資家などが増加し取引も活発化しており、緩和効果が発揮されつつあることは確かだと思う。ただ、ここで資源配分の歪みや、金融仲介機能・市場機能の劣化、それから財務の健全性の毀損といった副作用も気になる。包括的な金融緩和政策の効果の評価していくうえでは、かかる副作用にも十分留意する必要があると思っ

いる。いずれにせよ、今後は、実際の経験を踏まえ、現行制度をさらに改善する段階に入る訳であるが、前回会合でも申し上げたとおり、包括的な金融緩和政策についても、また成長基盤強化支援資金供給についても、効果と副作用の差を最大化するためにはどうしたら良いか、しっかりと点検して改善策を追求していきたいと思う。

なお、包括的な金融緩和政策に限らないが、金融政策がその効果を十分発揮していくためには、市場、あるいは一般の国民との対話は不可欠である。最後に、コミュニケーションの観点から、三点述べておきたいと思う。第一に、包括的な金融緩和政策については、とりわけその効果がバランスシートの大きさや当座預金残高の増加で測れるものではない点について、丁寧に説明して理解を得ていくことが重要である。次に、消費者物価については、前回会合で、現行の消費者物価指数とラスパイレス連鎖指数との間に0.5%程度の差があり、現時点では後者の方が実勢に近いと述べたが、今年8月の基準改定がなされるまでは2005年基準で語り、改定したらそこで見通しを修正するという発信方法は、国民目線からみて適切な情報発信だとは思っていない。できるだけ早く、消費者物価の先行きについては不確実性が高い、ないしは幅をもってみる必要があるといった形などでの発信を試みる方が望ましいと思っている。

最後に、前のポイントに関係するが、先程示された見通しの中間評価において、2011年度の消費者物価について、中央値が0.2%ポイント上振れしており、これについてステートメントで「やや上振れる」と言うのか、「概ね見通しに沿って推移する」と言うのか、判断が難しいと思っている。過去の経験から0.2%ポイント中央値が上方シフトすると、「やや上振れ」といった言い方をしてきたと理解しているが、先に述べたように、不確実性が高い状況にあるということ、それから指数改定によって下振れる蓋然性が高いということがある中で、単に数字だけで評価するのは問題ではないかと思っている。現在のメインシナリオはかつてのように最も蓋然性の高いシナリオというよりも相対的に蓋然性の高いシナリオと言うしかない状況である。そのような時の+0.2%ポイントと、かなり先行きが見通

せる場合の+0.2%ポイントとは意味が違ってくると思っている。実際、今回のチャートから期待値を求めて比較すると、+0.1%のシフトとなった。大勢見通しの幅も+0.1%程度の変化でしかない。現在、金融市場は完全に落ち着いた状況ではない。そのうえ、急にインフレという言葉をよく耳にするようになり、そのような時に、民間よりも楽観的と言われていく物価見通しについて、上振れという言葉で評価することが持つ時間軸効果へのアナウンスメント効果も気になる。このこともあって我々自身は見通しどおりという言い振りの方が良いのではないかと思っている。技術的な評価によると言うのなら、それはそれで仕方がないが、そうであるのなら、わざわざチャートを描き不確実性の程度を示していることを、評価のうえでどう活かしていくのか、今後しっかりと考えていかなければならないのではないかと思う。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

我が国の金融環境については、短期金融市場では、金利が総じてみれば低位で推移している。長期金利は、大手行によるポジション調整の動きが一巡したことから、一旦は落ち着いた後、株価が持ち直す中で足許幾分強含んでいる。株式市場では、株価やREIT価格は堅調な地合いを維持し、社債市場も堅調で、発行環境は良好な状況が続いている。

こうした中で、金融環境の評価についてであるが、「緩和の動きが強まっている」という表現が、緩和のペースの変化を示唆しているものではなく、全体感として緩和の度合いが前回会合以降も累積的に大きくなっているという意味合いであるということであれば、特に異存はない。ただ、こうした判断に関する表現の変化が金融政策変更へのインプリケーションに直接的に繋がらないようなコミュニケーション上の配慮は必要であろうと考える。

前半でも述べたように、経済情勢、物価の動向はともに 10 月の展望レポートの見通しから大きく外れてはならず、日本経済がデフレ脱却に向けて着実に歩を進めているものの、我々の「中長期的な物価安定の理解」に基づき物価の安定が展望できる、と判断するにはなお相当の時間を要する蓋然性が高いことも改めて確認できたように思う。加えて、2005 年を基準年に固定した C P I の前年比と、連鎖基準方式によるそれとの差は、前者の方が 0.4%ポイント程度高く、来る 8 月に予定されている 2010 年基準への改定では相応の下方改定となる蓋然性が 10 月時点よりも高くなったということも間違いのないところである。以上から「包括的な金融緩和政策」を含む政策の 3 本柱を粛々と実行していくことが引き続き肝要であるという点、全く変わりが無い。資産買入等の基金を通じた買入れと長めの資金供給を、大きな流れとしては市場の予見可能性を高める形で粛々淡々と進めることを基本にしつつ、また、時に市場の状況に応じて機動性を持たせることが肝要である。それとともに、前回会合でも述べたが、「包括的な金融緩和政策」における一つの柱である時間軸に対する強いコミットメントを市場にしっかりと発信し続けていくことも重要である。この点、昨年末以来、金利入札方式での共通担保オペを、札割れの頻発にもかかわらず積極的に実行していることは市場への強いメッセージとなっているものと評価している。

最後になるが、ディレクティブとしての次回会合までの金融市場調節方針としては、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」ことが適当である。私からは以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

国内金融市場について月報概要の評価に違和感はない。既に多くの委員が指摘されたように、前回会合後に明らかになった多くの指標は 2000 年

代の平均、強いて言えば 2004 年頃の水準にあり、前回会合時よりも若干緩和寄りに動いた指標が多いというように判断できると思う。この点から「引き続き、緩和の動きが強まっている」とするのは適当であると考え。

しかし、経済の現状をみると、2008 年前半に経済活動が大きく落ち込んだ後、従前までの回復には至っていない。この現状を考えると、緩和的な金融環境を維持し、粘り強く金融面から経済を下支えするという、今までの政策を維持するのが望ましく、次回までの金融政策運営方針は資産買入れを含め現状維持が適当であると考え。

ここで、日本の物価動向にあるリスクについて、もう一度言及しておきたいと思う。メインシナリオは、確かに緩やかに物価安定水準へ回帰する方向性にある。ここで、宮尾委員と全く同じであるが、「生活意識に関するアンケート調査」では家計の中長期的なインフレ期待、具体的には今後 5 年間の予想インフレ率の分布がここ数年、「物価安定の理解」にある 1%水準よりは低めに推移し、かつ最近下振れを匂わすような動きにもなっているということには注意したいと思っている。他方、いわゆるプロの予想インフレ率にはほとんど変化がみられないということとの関連も気になり、「生活意識に関するアンケート調査」に基づく中長期的インフレ期待の動きが単なる推計の綾なのか、それとも実態として予想インフレ率が低下してきているのか、見極めが必要であると考え。さらには、これに加えて 8 月の基準改定の影響が、これは決して実態に影響があるというものではないが、心理には影響する可能性もあるので、それも考慮して考えていく必要があるのではないかと考えている。

さらには、金融経済情勢の討議で述べたように、欧州、米国におけるリスクの顕在化は、相対的に安定しているとみられている円へのプレッシャーとなる可能性がある。これが顕在化すると回復の緩慢な現在の状況に非線形に非対称にネガティブ・インパクトを与えることには、十分に注意する必要があると思っている。特に、この時、最近さらに拡大の著しいアルゴリズム取引は、ファンダメンタルズの動きよりも過去の相関関係、特に短い期間のディレクショナル・ムーブメントに波乗りする形となると

いうことを考えると、ファンダメンタルズでは説明のつきにくい動きになる可能性もあり、思わぬ変動になることもあるので、こういったマーケットの変化ということも頭に入れておきながら我々も多少考えていく必要があると思う。

我々自身の間接評価に盛り込んだメイン見通しは、日本銀行の過去そして将来の政策が十分な効果を上げ、家計の中長期的インフレ期待が安定し、企業の中長期的な成長期待が回復していく、ということを前提としている。家計の中長期的インフレ期待の下振れが顕在化するような状況や、継続的な円高で企業の国内での中長期的な成長期待への下振れが顕在化するような蓋然性が高まるような事態が予想される時には、機動的、かつ的確な対応で対処する必要があるというように考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

我が国の金融環境や企業金融については、多くの委員のコメントと重なるため省略する。包括的な金融緩和政策の評価についてであるが、J-R E I T市場やE T F市場では、包括的な金融緩和策が呼び水となって、投資資金流入の動きがみられる。

東京証券取引所のJ-R E I T月間売買高統計によれば、2001年9月の市場開設以降の月間売買高は80万口を上回ることはほとんどなかったが、本行の買取方針発表後の11月、12月は、それぞれ112万口、138万口と急増しており、年末にかけて価格も本行の買入対象外の銘柄を含め上昇基調が続いていた。また、投資主体別売買状況統計——金額ベース——をみると、昨年3月以来J-R E I Tを売越し続けていた外国人投資家が、11月より買越しに転じており、外国人投資家のマインドの変化が窺われる。

E T F市場についても、東京証券取引所の投資主体別売買状況統

計——金額ベース——をみると、2010年10月以降、外国人投資家からの委託買入れを中心に、大幅に増加していることが窺われる。

社債市場では、本行が買入対象銘柄の格付けをBBB格まで拡大する旨を発表したことを受けて、BBB格の流通利回りのスプレッドが大幅に低下した後も、消費者金融銘柄を除くと、低位横這いで推移している。また、発行企業の裾野拡大もみられており、資金調達環境の改善に繋がっていると判断できる。

本行は昨年12月、第2回目の成長基盤強化を支援するための資金供給を行い、資金供給は総額1.5兆円近くとなった。2011年1月のさくらレポートで取り上げられている成長産業と今後の課題をみると、各支店管下の企業は、金融機関に対して、個人保証に依存しない資金供給、営業支援や経営支援、企業間の合併や連携の仲介、企業の経営体質強化のための機能を期待していることが示されている。こうした企業からの要望に対する昨今の金融機関の対応につき、各地域の企業は、本行による成長基盤強化支援のための資金供給もあって、金融機関の成長分野への取組み姿勢が以前に比べ前向きになっているとか、販路拡大のためのビジネス・マッチングを積極的に開催しているなど、前向きに評価する声が多く示されているようである。

一方では、企業やプロジェクトの成長性を見極める審査能力の強化を期待する向きも少なくないようであり、リスク・マネーの供給と併せて今後の課題のようである。本制度の主体はあくまでも金融機関や企業等の事業主体であるが、同制度の導入が呼び水となって、民間金融機関の自主的な取組みを喚起しているようで、当該制度の所期の目的に沿った動きとして評価できる。今後は、本制度の利用を一つの道具立てとしつつも、金融機関が企業やプロジェクト自体の成長性を見極めながら、さらに幅広い成長分野の資金需要を発掘し、これに応需することを通じ、本来の金融仲介機能をさらに発揮し、我が国経済の発展に貢献していくことを期待したいと思う。

最後に、金融市場調節方針についてであるが、次回会合までの金融市場

調節方針は現状維持とし、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが妥当だと思う。私からは以上である。

白川議長

まず、次回決定会合までの金融調節方針であるが、私も含めて全員が現状維持という意見であった。金融政策の基本スタンスについて、改めて言うまでもないが、多くの方が——触れていない方も含めて全員だと思うが——日本銀行が今取っている金融政策のスタンスをしっかりと維持していくことが大事だということで、具体的には、「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ために、包括的な金融緩和を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤の強化支援という三つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要がある」ということを強調されたし、私自身もそう思っている。幾つかの論点であるが、前回会合以降、札割れが金利入札型のオペで頻発したということである。改めて言うまでもないが、今、日本銀行の金融調節の目標は日銀当座預金の量がターゲットではない。あくまでもオーバーナイトの金利が目標であり、あるいは長めの金利やリスク・プレミアムの低下を促すということであって、量それ自体がターゲットではない。従って、札割れが起きた場合、短期的に想定を下回った分の当座預金を回復すべく調節をやっていくということではもとよりないし、そういう理解をされている方はいらっしゃらないと思うが、改めて当座預金の量がターゲットではないということを申し上げたいと思う。ただ同時に、様々なオペによって資金供給を増やしていくことも我々はアナウンスしているので、方向としては勿論当座預金残高は増えていく訳だが、日々短期的に当座預金残高のターゲットを持っている訳ではないということも、これはしっかりマーケットに認識してもらう必要があると思う。それから、何人かの委員が触れられたが、オペで日本銀行のスタンスを示すことの可能性というか、この点については、日本銀行の金融調節の方針は決定会合で決まっている訳で、それ以上のものがある訳ではない。従って、例えばF R

BにしてもECBにしてもあるいはBOEにしても、日々のオペを通じて中央銀行の金融政策を探ろうという動きがあるとは私は思わないし、基本的にはそうしたことはより抑制的であるべきだと思う。極力、淡々とやっていく。そこにメッセージを込めてやると、確かに短期的には上手く行ったように一瞬映る局面もあるが、結果としては逆に自家撞着に陥っているケースを過去何度も経験している訳である。従って、できるだけ淡々とやるということを強調したいと思う。

それから、包括緩和あるいは成長基盤について、前回の会合で議論が出たので、今回はそう多く出た訳ではないが、成長基盤と包括緩和について若干の点について言及したい。たまたま、年始ということもあって、金融機関の頭取の方がおみえになることが多く、そういう時に自ずと成長基盤の話になることも割合多かったように思う。それから、支店長会議の時、会場の席でもあるいは会場外でも支店長から色々な話を聞くことがあったが、我々自身この成長基盤強化支援が、一方で単なる金利競争あるいは融資の肩代わり競争の片棒を担ぐことになったりはしないかということも危惧している。勿論、そういう要素がないとは言えないが、しかし先方の頭取方の言い方を聞いていると、本人を前にネガティブなことは言いにくいということは勿論あるとは思うが、それだけではないという感じを受けた。金融機関は、これまでも勿論成長基盤の強化について努力されていることは事実だが、改めて我々自身が旗を掲げることによって、そういう目でもって行内の体制をもう一回見直してみる、あるいは行員に対する教育とか意識改革という面でも変化はあったという趣旨のことはおっしゃっていた。私自身は、それを額面どおりというは何だが、やはりそう受止めても良いのではないかと思ったし、また逆にそういうところを活かすように我々自身が努力していく必要があると思った。

それから、包括緩和であるが、包括緩和の即物的な効果については前回ずいぶん議論にもなったが、そうしたことは別に、この成長基盤強化とも共通するが、日本経済の抱えている本質的な問題についての議論が少しずつ深まっていっているという感じがする。勿論、我々の政策だけではな

いが、年初の各新聞の論説などをみても、やはり議論は数か月前と比べるとずいぶんと変わってきたなという感じはする。日本銀行がこれだけのことをやるということの意味を踏まえると、少しずつ議論も変わってきているという感じがするし、基本的な議論をもっともっと惹起するように努力する必要があると思った。

何人かの方から、物価指数の基準改定に伴う話があったが、最初のラウンドで申し上げたとおり、基準改定によって物価上昇率が下がるということ、これは明らかであるし、そのことを意識した情報発信が少しずつ必要になってくるというのは全くそのとおりだと思っている。多少細かい話だが、日本の物価指数と欧米の物価指数という面で、先程、宮尾委員から連鎖指数の話があったが、その限りではそうなのだが、ただ一方で逆方向のバイアスもまたあるという感じがしている。つまり、品質調整をどの程度各国で正確にやっているのかということだが、正確といっても品質調整の度合いというのは各国必ずしも同じではない訳である。私自身が比較的良好くみているパソコンの物価上昇率を欧米と日本で比較すると、日本の下落率が一番大きい。これは品質調整をそれだけ日本は強くやっているということである。勿論、どういう調整が良いのかは分からないが、そういう意味で日本が常に上方バイアスが大きいという訳では必ずしもないと思う。それから、例えばレントについても、各国で調査のやり方は同じではないし、正確にどちらが大きいのかということも分からない感じがする。あるいは、今後の高齢化を考えると、医療サービスの値段というのはどう測っているのかということもある。日本の場合は、医療サービスは圧倒的に公的な形で供給するケースが多いが、対する米国は民間ベースが非常に多い。医療価格の上昇率の差などをみた場合に、例えば財政的なサブシディで運営するシステムのもとでの価格と、そうではない価格とではずいぶんバイアスが違ってくると思う。そういう意味では、国際比較という観点は大変なのだが、やはり物価がどういう方向に向かっているのかということの方がより大事だという感じが私自身はしている。

金融環境については、緩和の度合いが強まってきているということで、

昨日執行部から説明があったが、私も緩和の度合いが少しずつ強まって
いっているという感じがする。以上である。

須田委員

先程の話で、「緩和の度合いが強まっている」という意味なのだが、「緩和
している」という状態との比較でみた時に、そこはどのようなふうに…。

白川議長

これについては、皆さんの意見を纏めて私が答えるというより、もし宜
しければ、雨宮理事の方から願います。

雨宮理事

昨日、金融環境で櫛田企画局長からご説明申し上げたが、あるいは、こ
れは先程須田委員がおっしゃったこととほぼ共通だと思う。要するに、金
融環境を点検するうえで、政策金利と実体経済との比較、あるいは量の動
き、アベイラビリティ、貸出金利、貸出コストといった幾つかのブロッ
クを作って、いつもご説明をしてご議論頂いている訳である。そのうち、
幾つかのものに、それぞれによって、少しステージが変わってきているよ
うに思う。具体的に言うと——これは昨日の櫛田企画局長の説明あるいは
須田委員のご指摘と全く同じになるが——、例えば、政策金利の評価とい
う点では、どちらかという今まで引締め方向だったものが、段々緩和
の水準に近付いてきているというものもあるし、一方で、例えば貸出金利
あるいは企業の資金調達コストと収益率とを比べると、これは圧倒的に緩
和の方向にある。それから、CP・社債のスプレッド等も緩和の方向であ
る。あとは、アベイラビリティ等々は——これも先程来の議論である
が——2000年代の平均位に近付いてきている、といった分布になっている。
それらをどう評価するかであるが、この変化と水準を両方記述するの
はなかなか難しい。今回、「方向」という言葉を取って「緩和の動き」と
させて頂いたのは、今申し上げたような、多少レベル感の違いも含めて、

全体としての動きを捉えるというつもりで提示させて頂いている。逆に言えば、むしろ先程須田委員のおっしゃったように、「緩和方向の動きが続いている」となると、全てが実はまだ水準より下で、緩和の水準に向かっているという表現なので、多分これも不適切であろう。そう考えると、今申し上げたような段階の違いを全て包括した表現として、これが適切ではないかと考えているということである。

須田委員

全体としての評価なので、色々なものがあるが、ひっくりめたらまだ緩和の…。

雨宮理事

多分、水準として、例えば「緩和的な水準になっている」という状態評価は、どこかの段階ではすることになると思うが、今のような幾つかのブロックに分けて議論した場合、まだちょっと時期尚早かと思っている。因みに、量的緩和——2000年代前半——の局面で「緩和的な水準である」という水準評価をした時は、かなり慎重であって、実は2006年位まで待っていたという事例がある。今回、別にそれに囚われる必要は全くない訳であって、それこそCP・社債あるいは資金調達コストは当時以上に緩和している部分もあるので、どこかの段階では水準評価に入るのだらうと思っているが、もう少しそのためには、例えば、DIの水準が平均を明確に超えるなど、もう少し材料もあつた方が良いのではないかと考えている。

白川議長

いずれにしても、今例えば米国のQE2もそうだと思うが、フィナンシャル・コンディションズに働きかけていくということで、フィナンシャル・コンディションズというのが全体を統括する概念になっている訳である。そのフィナンシャル・コンディションズというのは、数値的に一つの指標に集約できるのかということと必ずしもそうではない。しかし、中央銀行とし

て、フィナンシャル・コンディションズという言葉で表現するような状況に働きかけて金融政策をやっている以上、それについての評価は必要だと思う。色々な不確実性は勿論あるが、最終的に評価はしないといけない。その評価を、どういう言葉で表現するのが語弊がないかということで、今、雨宮理事から説明のあったそういう表現なのだろうとは思う。評価はやはり必要だと思う。

須田委員

おっしゃるとおりだと思う。先程、野田委員がおっしゃったように、それが金融政策の先行きについての何か不要なインプリケーションをもたらしてしまうということもあるので…。

白川議長

多分、先程の 2006 年の話を、つまり金融政策とのリンクを考えると、フィナンシャル・コンディションズについて評価を変えることはマーケットを混乱させるという思いがあったのだろうと想像している。その場合は、全てが一元的になってきて、それはやはり実体経済はこうである、それに対してフィナンシャル・コンディションズは今こうなっている、最終的に金融政策はこうなっている、ということになると思う。そういう意味で、全てがリンクしたことではなくて、フィナンシャル・コンディションズというのは、それはそれとして現状どうなのかということの評価しないといけないと思う。金融政策については、別途これはコミュニケーションをしっかりとやっていく必要があるという話だと思う。

宮尾委員

別の点で宜しいか。白川議長が先程ご指摘された消費者物価の連鎖指数とバイアスについてであるが、品質調整については白川議長がおっしゃったとおり、特に個々の品目、例えば、パソコン等の品質調整については、日本が一番きちんと真面目にやっているのだと思う。かつ日本の場合、海

外と比べて、そういった耐久消費財の割合がCPIの中で大きい。そのうえで、品質調整を真面目にやると、どんどん物価は下がっていく。それで、5年ごとの固定基準で、5年間支出ウェイトを変えないことの上方バイアスが、真面目にやっているからこそ、より溜まっていくという面がある。だからこそ、連鎖基準についてもみていく必要があるのではないかということを上申した。

野田委員

今年は4月に「物価安定の理解」についての点検をやるが、その時に——過去私の記憶が正しければ——、そういったものについても一通り包括的かというと、概括的かというと見直す訳で、それに向けてあと2か月ほどである。この問題について、どの辺から取り上げるのが良いかは一概にア prioriには言えないが、須田委員もご指摘になった一部だと思うが、今回、かなりそういう蓋然性が高まった、可能性が出てきたという時に、確か記憶では昨年10月位からこの問題について言っている。これもおっしゃるように参考資料としてみる時に、最初から常にみていくというのもあまり意味がない訳で、従って、中間時点でどの辺から——5年間のタームの中でどの辺から——それについて我々がある程度注目するということを言い出すかが一つのポイントではないかと思う。その辺も含めて、改めて、議論はこの場で白か黒かということではないと思うので、少し私もさらに勉強を深めていきたいと思う。4月の時点ではやはり何らかの、どういうふうに関に発信していくかは別として、次の次の改定に向けてということになるかと思うが、議論していく必要があると思う。

白川議長

今の点に関しては、決定会合の場で議論するには、単に技術的な問題もあるので、そういったことも含めて、これは従来から勿論やってはいるが、企画局と調査統計局には宜しく願います。

須田委員

今の点について、マーケットの人は結構注文を付けている。彼等の計算も連鎖方式ということで同じなので、多分、マーケットの人は日本銀行の言っていることも、そこは割り引きながら評価していると思っている。ただ、世の中一般の国民の目線ということでは、少し問題があるということである。市場との対話では、今までのやり方でもある程度伝わっているのだろうと思っている。

白川議長

国民との対話という意味では、いつも「生活意識に関するアンケート調査」の消費者物価指数に関する項目をみると、今の難しい話の前に、そもそも現状の物価上昇率についてなかなか正しく認識されていないと思う。そちらの方が、問題としても遥かに大きいとは思っている。いつもそこに出てくる平均数値などをみながら……。

須田委員

個票をみたらもっとびっくりするだろう。

白川議長

そういう意味では、私自身は細かい物価上昇率のことも然ることながら、物価上昇率のマイナスがこれから縮んでいく方向にあるのかどうかといったことなど、それがより骨太の情報発信だろうと思う。そうでないと、ラスパイレスがどうなったとか、連鎖がどうなったと言っても、多分、普通の国民は理解しにくいと思う。

須田委員

その点については、ここのボードの総意で全然問題ではない。それがどの程度かということが違うのであって、そこは私も含めて全然違いはないと思っている。

白川議長

他にご質問はないか。

それではお待たせした。ここで、政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。櫻井財務副大臣お願いします。

櫻井財務副大臣

先程からご議論があったとおりでと思うが、我が国の経済情勢をみると、景気は足踏み状態にあるものの、一部持ち直しに向けた動きがみられる。ただし、失業率が高水準にあるなど依然として厳しい状況にあり、さらに海外景気の下振れ懸念や国際金融資本市場の変動などの景気下振れリスクがある。また、デフレの影響や雇用情勢の悪化懸念が依然残っていることにも注意が必要である。

政府としては、「3 段階の経済対策」に基づき、成長と雇用に重点を置いた平成 23 年度予算等からなるステップ 3 に切れ目なく繋ぐため、昨日、平成 23 年度予算を国会に提出したところであり、その速やかな成立を図っていききたいと思う。また、グローバル社会の中で成長を実現していくためには、アジア諸国等の目覚ましい発展を我が国の成長に取り込んでいくことが重要であると考えている。このため、国際協力銀行などの関係金融機関を最大活用し、官民一体となってインフラ分野における海外展開を推進するとともに、国際協力銀行の機能強化等を図っていききたいと思う。さらに、中小企業の海外展開支援にも取り組んでいく。

我が国の財政の現状は、国及び地方の長期債務残高が平成 23 年度末には対 GDP 比で 184%に達すると見込まれるなど、財政健全化は極めて重要な課題になっている。このため、昨年 6 月に財政運営戦略において示した道筋に沿って、2015 年度までに基礎的財政収支の赤字対 GDP 比を半減し、2020 年度までに黒字化すべく、引き続き取り組んでいく。また、昨年 12 月に閣議決定した社会保障改革の基本方針において、社会保障改革とその必要財源の確保及び財政健全化を同時に達成するための税制改

革について、一体的に検討を進めていくこととしている。さらに、その改革に向けた工程表と併せ、本年半ばまでに成案を得、国民的な合意を得たうえで、改革の実現を図ることとしている。

日本銀行におかれては、年度末の資金繰りに配慮した金融調節を行って頂くとともに、政府との緊密な連携のもとで、引き続き適切かつ機動的な金融政策運営を積極的に行っていくことにより、経済を金融面からお支え頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、末松内閣府副大臣お願いします。

末松内閣府副大臣

昨日、閣議決定した「平成 23 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」においては、平成 23 年度は世界経済の緩やかな回復が期待される中で、景気は持ち直し、実質経済成長率は+1.5%程度、名目成長率は+1.0%程度、消費者物価上昇率は 0.0%程度になると見込んでいる。我が国の景気の現状は、依然として厳しい状況にある。また、先行きのリスク要因として、海外景気の下振れ懸念や為替市場の動向に留意する必要がある。景気を足踏み状態から脱却させ、景気回復とデフレ脱却に向けた動きを確かなものとするため、今は重要な時期である。このため、政府は「3 段階の経済対策」に基づき、ステップ 1、ステップ 2 を策定し、景気・雇用の両面から経済の下支えを図ってきた。今後は、これらの経済対策をさらに推進するとともに、成長と雇用に重点を置いた平成 23 年度予算・税制等からなるステップ 3 に切れ目なく繋ぎ、新成長戦略が目指すデフレ脱却へ向けて、2011 年度中の消費者物価上昇率のプラスと、速やかに安定的な物価上昇を実現するよう取り組んでいく。

本日、展望レポートの中間評価がご議論されたが、日本銀行と政府の経済認識は概ね共有されていると考えている。日本銀行におかれては、引き続き、政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政

策運営によって、早期のデフレ脱却を目指すとともに経済を下支えされるよう期待する。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

[事務局が委員方の見通し及び分布を回収]

楡田企画局長

修正があるので、暫く集計ができるまでお待ち頂きたい。

[事務局より議案配付]

今、お手許に要回収とした朝方ご説明した計表があろうかと思うので、変更点を申し上げる。変更があったのは、国内企業物価指数の2011年度である。2011年度の大勢見通しは、朝方は+0.6～+1.2%となっていたが、下が+0.7%、0.1%ポイント切り上がって、+0.7～+1.2%である。中央値は、朝ご説明した時点では+0.9%であったが、これが+1.0%となる。それと、下欄の(注6)の「委員全員の見通しの幅」であるが、朝は2011年度が+0.5～+1.2%の幅であったが、この幅が+0.6～+1.2%である。変更点は以上である。

準備にあと2～3分、お時間を頂きたい。

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案及び見通し計数等を含めた対外公表

文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの文案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

櫛田企画局長

それでは、議長案を読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」。続いて、対外公表文である。「当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。すなわち、設備投資は持ち直しつつある。雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる。個人消費は一部の財に駆け込み需要の反動がみられるが、住宅投資は持ち直しに転じつつある。一方、輸出はやや弱めとなっている。こうした内外需要のもとで、生産はやや減少している。この間、金融環境をみると、引き続き、緩和の動きが強まっている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている」。これは、前月との対比で申し上げると、輸出については、前月は「横ばい圏内で推移」となっていたが、「やや弱め」となっている。あと、「住宅投資は持ち直しに転じつつある」は当月から入れている。金融環境は先程ご議論あったが、「引き続き、緩和の動きが強まっている」という表現である。「3. 先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引される形で再び高

まっっていくと考えられることなどから、景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し、緩やかな回復経路に復していくとみられる。物価面では、引き続き、消費者物価の前年比下落幅は縮小していくと考えられる」。先月までは、「景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後」という表現であったが、当月は「景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し」と、時間が経過していることを踏まえた表現である。「4. 10月の『展望レポート』で示した見通しと比べると、2010年度の成長率は、過去の実績値の改定の影響もあって上振れるものの、2011年度、2012年度の成長率は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、2011年度は、国際商品市況高の影響などから、やや上振れるとみられる一方、2012年度は概ね見通しに沿って推移するものと予想される」。このうち、先程ご説明した委員の大勢見通しは、2010年度のGDPは上振れ、2011年度の消費者物価は、従来から中央値の見通しが+0.2%ポイントずれた場合には、基本的には「やや上振れる」という表現を使っている関係上、ここでは2011年度は「やや上振れる」という記述が適切かと考えている。続いて、「5. リスク要因をみると、景気については、上振れ要因として、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けた新興国・資源国の経済の強まりなどがある。一方、下振れ要因としては、米国経済に対する懸念は一頃に比べて後退しているものの、米欧経済の先行きや国際金融市場の動向を巡る不確実性がある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした国際商品市況の一段の上昇により、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある」。先月の表現との比較で申し上げると、新興国・資源国について「旺盛な内需や海外からの資本流入を受けた」という文言を加えていること、それと米国経済については「米国経済に対する懸念は一頃に比べて後退しているものの」と、これは先月にはなかった表現である。このほか、「国際金融市場の動向」も当月入れた表現である。「6. 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ために、包括

的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に政策対応を行っていく方針である。以上」。加えて、その後に「(参考1) 2010～2012年度の政策委員の大勢見通し」と「(参考2) リスク・バランス・チャート」、これがその後に付くという形である。

白川議長

ご意見をお願いします。

須田委員

上振れ云々というのは、技術的な部分も含めて、そういう言い方をこれまでしてきたということで了解したが、今度、「やや上振れ」と言った時の国内企業物価の幅はどういうふうに…。

榎田企画局長

従来、消費者物価が上振れる時は、国内企業物価も大体同様の動きをするので、主として消費者物価の動きをみている。国内企業物価自体は振れが大きいものなので、表現は消費者物価の動きに応じたものとしており、今回の場合であれば消費者物価が0.2%ポイント上振れたので、これに応じた表現として「やや上振れ」という言葉が適当ではないか、過去の例からみても、そういうことで良いのではないかと思っている。

白川議長

他にご意見はないか。

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

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（12月20～21日開催分）の承認

白川議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は28日金曜日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、2月14、15日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は12時29分である。

白川議長

解禁時刻が12時29分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時24分閉会)

以 上