

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年8月10日（14:00～16:13）

8月11日（9:00～11:46）

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）

水野温氏（ 〃 ）

野田忠男（ 〃 ）

中村清次（ 〃 ）

亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 香川俊介 大臣官房総括審議官

内閣府 梅溪健児 大臣官房審議官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

理事

中曾 宏（10日、11日 9:00～9:56、
11:27～11:46）

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

加藤 毅（10日、11日 11:27～11:46）

金融市場局長

外山晴之

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

関根敏隆

国際局長

大野英昭

（事務局）

政策委員会室長

飯野裕二

政策委員会室企画役

執行謙二

政策委員会室企画役

橘 朋廣

企画局企画役

西崎健司

企画局企画役

中嶋基晴

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営等に関する討議、政府出席者のご発言、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7月14日、15日開催分の決定会合の議事要旨の承認という形で進行したいと思う。政府出席者のご紹介である。財務省からは、香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは、梅溪健児大臣官房審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向である。

外山金融市場局長

それでは、本日お手許にお配りした資料に則して、まず金融調節からご説明申し上げる。図表1-1の左端の無担保コールレート（オーバーナイト物）であるが、誘導目標水準近傍で推移した。準備預金残高（除くゆうちょ銀行）であるが、7月積み期は全般に概ね で推移したが、8月に入ってからは概ね で推移し、先週金曜日7日には、
まで低下した。なお、本日は でアナウンスしている。6月積

み期の同時期と比べると、全体として約 程度下がった水準である。図表 1-2 であるが、日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、引き続き地銀、外銀を中心に超過準備が保有されている。ただし、7月下旬から8月初めにかけてドル資金市場の落ち着き等から円転レートが上昇し、円転に利が乗らない局面が続いたこともあり、外銀の超過準備が若干減少している。一方、都銀であるが、積み期前半には積み進捗をコントロールせずに、平均的な日割り所要額を大きく上回る準備を保有する先もみられたが、こうした先も含めて積み期全体としては、超過準備を回避する運営を依然維持している。図表 1-3 の下段であるが、レポレート（スポットネクスト物）であるが、本行がコンスタントに国債買現先オペを実施しているほか、預貸尻が好転する中で長期金利の上昇を眺めて、長期国債保有を一旦縮減した都銀が余剰資金を積極的にレポ市場に放出したことから誘導目標水準を僅かに上回る水準で推移した。図表 1-4 と 1-5 の無担保コール市場残高の推移だが、大きく減少した後、なんとか横這いを保ってここ数か月は推移している。

図表 1-6 のオペの実施状況であるが、引き続き潤沢な資金供給を実施している。9月末越えのオファーも増えてきているが、市場参加者に資金を取り急ぐ動きはみられていない。共通担保オペの決定レートは、順次低下しており、足許では3か月物で0.12%、本日も実施した2週間物の決定レートは0.10%にまで低下している。CP買現先オペについても毎週2回オファーしているが、このところ決定レートは0.10%という低い水準が続いている。国債買現先オペであるが、レポ市場で都銀が積極的に資金を放出しており、レートが極めて低い水準で落ち着いている。こうしたことから8月4日以降1週間物のオファーを2,000億円減額し、6,000億円とした。また、スポットネクスト物も段階的に落としてきたが、8月6日からはさらに2,000億円減額して8,000億円でオファーしている。減額後の決定レートは変わらず0.10~0.11%ということになっている。CP等買入オペについては、依然として大きく札割れが続いている。本日現在の残高は1,600億円弱のところまで減少してきている。社債買入オペについ

ては、8月5日に実施した。1,500億円のオファーに対して、応札が345億円、実行額が307億円にとどまってきた。米ドルの資金供給オペだが、7月14日と28日に実施し、それぞれ約2億ドル、20億ドルの実行と減額ロール・オーバーとなった。企業金融支援特別オペだが、前回会合以降4回実施し、全体として若干の増額ロール・オーバーとなり、残高は7.5兆円程度となっている。

本行受入担保残高の推移であるが、共通担保の統計は7月末現在で105.9兆円、このうち民間債務は11.4兆円ということで、6月末に比べて3,000億円増加している。民間債務の受入状況だが、大口の差入先に聴取したところでは、各先とも、現状の貸出やCPの引受動向に大きな変化がない限りは、実務的に利用可能な民間企業債務は既に差入済みであり、今後の差入額は横這い、ないしせいぜい緩やかな増加にとどまると、こういう見方である。なお、地公体向けの証書貸付債権だが、7月に初めて受入れがあり、2件で合計116億円、いずれも政令指定都市向けの証書貸付債権である。また、外貨建外国債券はまだ受入実績がないが、今週の後半に試行的に少額の米ドル債が受入れられる予定になっている。

調節の方は以上であり、市場の状況についてご説明申し上げる。図表2-1をご覧頂きたい。短期金利の推移だが、上の方のグラフ、下の方の表をご覧頂くと、まず、1か月物位までのところについては、既にもう下限に張り付いている状況で、ほぼ横這いの推移である。また、3か月物については、短国は、足許、キャッシュ潰しの買入れ意欲が強まり、さらに低下がみられる。一方、ユーロ円は横這い、TIBORはごくゆっくりと低下しているが、後で申し上げるように実勢レートとの差は縮まっていない状況である。また、6か月物については、資金余剰感がじわりと波及してユーロ円で低下をみている。このように資金余剰感が足許強まってきており、マーケットの中では——系統・地銀等であるが——、選択的にとはいえ、外銀等にクレジット・ラインをリオープンする動きも少しずつみられている。図表2-2だが、TIBOR-OISのスプレッドをご

覧頂いても、9月末越えのプレミアムはごく僅かにしか付いていない。下のCP発行レートだが、a-2は振れながらもほぼ横這い、それからほとんど低下余地のないa-1+についても横這いである。低下余地の少しあるa-1について、僅かに低下をみたということである。次の頁であるが、LIBOR-OISだが、いずれの通貨についても緩やかに縮小してきているが、ドルのスプレッドの方が円よりもやや大きく縮小したので、ここが逆転しているというのが今回の特徴である。それから、下のドル転コスト対ドルLIBORスプレッドであるが、為替スワップ市場の流動性はかなり回復しつつある。ドル資金市場の安定で、トゥモロー・ネクスト物、それからワン・ウィーク物については、先程も申し上げたように、局面によっては円投地合いに振れるというような動きがあるが、3か月物については、ご覧頂いているように、邦銀の円投ニーズがやや勝るといったようなことで、なお若干のプレミアムがついて推移をしている。それから図表2-4であるが、前回の会合でご質問を頂いたTIBORとユーロ円の実勢レートとの乖離を、1998年以降の長期時系列でご覧頂いているが、概ねこの二者はほぼ同じように動いていたのだが、量的緩和の時期、すなわち2001年～2006年位にかけては、若干開いている時期もあった。ただ、足許のようにかなり拡大してきているというのは、1998年以降では例をみない動きであり、ユーロ円の実勢レートに比べてTIBORが下げ渋っているというのがこのグラフからもご覧頂けると思う。図表2-6の長期金利だが、下の方で、米国、ドイツ、日本と出ているが、まず米国の金利についてご説明申し上げます。前回決定会合以降は、概ね均してみれば、上昇ということであるが、かなり振れの激しい展開であって、一本調子ということではなかった。この間、株価が一本調子で上がってきていたので、これに比べると、少し振れが大きかったということであるが、要因は二つ言われており、一つは、株価はリストラ効果を主因として収益改善が進んできたということである。景況感全体については、なお慎重な見方もマーケットにはあるというようなことである。それから二つ目は、債券市場の方はリーマン破綻以降かなり早い時期から資金が戻ってきたが、株の方は

相当出遅れていたもので、それを今取り返しているということが、一本調子の上昇に結びついていたということが言われている。日本の方についても、前回決定会合以降、概ね上昇を続けてきている。本日もイールド・カーブの全ての年限について上昇している。取引はそれ程ある訳ではないのだが、米国金利につられ、あるいはその景況感の改善につれて、するすると上昇してきている。この間、都銀は、金利が低下した局面では一旦利益を確定して、中立ポジションに戻していたが、足許レートが高くなってきたところで少しずつ買いを始めている状況である。図表 2-9 で社債の流通利回りであるが、格付け別にご覧頂いているが、概ねそれぞれ横這いということである。AA格以上のものについては、さすがに低下余地がなくなってきた。A格については、全体としては横這いであるが、低下余地があるものについては買い進められている一方で、格下げが警戒されているような銘柄ではスプレッドがむしろ上昇するといったことで、これが打ち消しあって全体としては横這いの動きということになっている。それから下段の方で、海外のスプレッドであるが、米欧については、依然としてまだ下がっているという状況が続いてきている。特にBBB格のものについて、我が国が高止まりをし続けている中で、米国欧州とも下がってきているので、欧州に続いて米国の金利にも逆転を許している形になっている。CDSのプレミアムであるが、全体として、これもクレジット・リスクに対する見方の変化から低下をしてきている。ただ、中身を分解してみると、消費者金融セクターは大きく上昇しており、これを含めたインデックス銘柄の理論値は、これほど下がっていない。

次に、株式相場であるが、こちらの方は先程も申し上げたように、いずれの国でもするするとかなりの上昇ということになっている。特に先週金曜日に、米国の雇用統計が公表されて以降、さらに一段上昇している。我が国の主体別売買動向であるが、7月中旬以降の動きとしては、外国人が買い越していることが顕著である。7月を均してみても、大きく買い越している。ただし、聞いてみると、短期売買が中心ということであり、あまり腰の入った長期保有を目指しているということではない。外国人投資家

は、日本株よりもアジア株の方に目が向いており、その中でやや出遅れた日本株に綾として資金を多少振り向けていると言われている。

為替であるが、前回決定会合以降、景況感が回復してリスク・アペタイトが戻ってきているということであり、下段の名目実効為替レートをご覧頂くと、こうした中で米ドルと円が下がってきた。ユーロについては、その裏が出ている一方で、やはりユーロ圏経済のファンダメンタルズに対する見方が厳しく、ほぼ横這いといった動きになっている。従って、ドルと円以外では、新興国・資源国通貨が、逆に、この間上がってきている。先週の雇用統計以降、この動きがまた加速して、円とユーロがともに大きく売られている。また、ブラジル・レアルあるいは南アのランド等はドルに対して上昇している。それから、リスク・リバーサルであるが、雇用統計以降の動きとして、ドルのプット・オーバー超がさらに縮減をしているといった形になっている。クロス円取引であるが、特徴的な動きとしては、先週8月6日にバンク・オブ・イングランドが長期資産の買入額を1,250億ポンドから1,750億ポンドへ増加させたということで、これを受けて若干ポンドが下落する場面がみられた。ただ、クロス円は概ね上昇しており、中でもカナダ・ドル、オーストラリア・ドルといったところが大きく上昇してきた。外為証拠金取引であるが、今回特徴的なのは、ごく僅かではあるが、対ドルで円ロングのポジションが若干造成されているということである。

エマージング・コモディティ市場の動向であるが、アジア、ラ米の通貨・株価ともに、この間上昇、それから原油等コモディティ価格も上昇ということである。ただ、アジアについては、このところやはり中国の金融政策を巡る思惑から頭の重い展開になっており、一頃の勢いは少し失われている。

内外金融市場の局面比較であるが、今回シャドーのかかったところが少し増えている。上から順番に(2)国債市場の10年国債利回りの米国のところがシャドーが付いた。それから2行下のインプライド・ボラティリティの日本のパリバショックとの比較、左側のところもシャドーが付いた。(3)

では一番下の行、CDSプレミアムの欧州のところはシャドーが付いた。さらに、(4)株式市場のこれも一番下の行の右側、インプライド・ボラティリティのVIXのシャドーが付いた。さらに、(5)の外国為替市場等では、下から3行目と2行目のアジア株とラ米株についてもシャドーが付いて、かなり改善してきている。

以上纏めると、国際資本市場では、企業決算が予想以上に改善されてきたということから景気回復に対する期待が高まり、リスク・テイクの動きが増進した。8月7日の雇用統計は、安心感を更に拡大させるということになった。達観すれば、危機からの回復過程において、新しい均衡やそこに至る道程に対する見方が揺らいでいる中で、足許はやや強気の見方が勝ったということだと思うが、しかし振れを繰り返しているうちに少しずつ資金の向かう対象も広がりつつあり、なお不完全とはいえ市場はその機能を取り戻しつつあると言えると思う。この間、我が国の短期金融市場でも資金余剰感が強まり、当面の資金確保についての安心感が醸成され、ターム物金利はかなり押し潰された状況にある。こうした中で、一部の金融機関で、運用難から、少しずつクレジット・ラインを再開したり、あるいはこれまでは日々ロング・ポジションを維持するという慎重な運用を続けていたのを解除するといった動きが出るなど、市場機能回復に向けた萌芽も少しみられ始めている。引き続き市場の安定を維持しつつ、市場機能の回復を促すような調節を遂行していきたいと考えている。私の方からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

LIBORとかTIBORとか、その辺の動きについてであるが、そのギャップ——図表2-4であろうか——をどう解釈したら良いのか教えて頂きたい。それと、LIBORの金利が欧州の1年物オペ——ECBが無

制限にやるオペ——の影響で、LIBORがかなり下がってきているのではないかという話もあるので、そういった動きがTIBORに影響を与えているのかも教えて頂きたい。

外山金融市場局長

まず、図表 2-4 の解釈だが、この間、マーケットの方々にも色々と話を直接伺っているのだが、二つばかり要因があるというように今のところは考えている。一つは、これは以前から申し上げてきたことだが、TIBORは貸出の基準金利になってきているということで、特にこの数年間、市場性貸出のシェアが今は半分近くまで上昇してきている。これは例えば、5~6年前くらいの約2倍位になっており、こういった中で、大企業のみならず、中堅企業等にも相当スプレッド貸が増加している。そういった企業との間の金利交渉の中で、スプレッドを動かす——それは本来あるべき姿ではあるが——

という気持ちが現われている。それから、二つ目は、TIBORは、元々LIBORと違って、自らの提示するレートではなくて、プライム・バンクが十分なロットを取れるレートを、それぞれのレファレンス・バンクが想像して提示するレートである。従って、邦銀と比べて、依然として円の調達が難しい、例えば外国銀行等も含めて、どの位のレートで取れるのかといったことを勘案して提示するので、そういった性質の違いもLIBORとTIBORとの差に結びついているということが言われている。それから、LIBORに欧州の1年物のオペが影響しているかどうかであるが、LIBORと為替スワップについて、そういった動きがあるかどうかを私共もヒアリングしている。明確には分からないこともあるが、例えば、ユーロを投じて円に直接転じるといった取引はそんなに多くみられないということで——あるとしてもドルを一旦介してといったことがあるかどうかかもしれないが——明確にそこが結びついているといった話は聞こえていない。ただ、マーケット全体として、ECBのオペが足許の資金についてかなり安心感が広がってきているこ

とを促しているのは事実だろうと思うので、そういったことがLIBORの通貨間の裁定にも幾ばくかは結びついていることだろうと思っている。

野田委員

今の二番目のポイントのご説明は、少なくとも2008年以降、ここまで差が広がってきたことの説明にはならない。

外山金融市場局長

そのとおりである。一番目の方が大きいと思う。

野田委員

一番目の方は、かなり説得力ある説明だと思う。

中曾理事

ECBの無制限オペは、ポンドについては結構効いている節もある。

などの言い方を聞いていると、図表2-3の上のLIBOR-OISスプレッドをご覧頂くと、ポンドが相当収縮しているが、これは、ECBのユーロを取ってスワップ市場でポンド転して、結果としてポンド市場の流動性が潤沢になって、LIBORが下がっているのではないかという可能性は彼ら自身が指摘している。

須田委員

こういう大量の資金供給をやると、やはりグローバルに——かつては短期の金融・短期の金利はある程度その国のマターということであったが——それぞれのオペの仕方が影響してきているとみておいた方が良いのか。

外山金融市場局長

どの位効いているのか良く分からないが、今回は極端な流動性の積み上

げをやっているのです、それが滲み出してきていることはあろうかと思う。

野田委員

CDSプレミアムのところで、先程少し金融セクターが…。

外山金融市場局長

消費者金融セクターのことである。

野田委員

消費者金融セクターか、分かった。

須田委員

もう一点、CDSプレミアムについてであるが、マーケットの人に少し話を伺ったら、今、貸出に関しても、CDSプレミアムを参考にしながら決めるということなので、このCDSプレミアムをどうにかしてほしいという話があると聞いたが、そういう話というのは聞こえてくるか。貸出であれ、TIBORであれ、それに係わる金利をどう決めるかという時に、CDSのプレミアムをみていくという…。

外山金融市場局長

むしろ貸出に対するヘッジとして——CDSが十分合理的なレート形成がなされているのであれば——使っていきたいという順番が本来の姿だろうと思う。確かに、金融機関と企業との間の、例えば、先程も申し上げた金利の決定交渉等について、こうしたCDSプレミアムが用いられるということはあると思うが、ただ水準自体が十分合理的なクレジット・リスクを反映しているかどうかということになると、流動性が極めて低いマーケットであるので、そういうように使える局面もあるかもしれないが、これだけ振れていると、直ぐにそうだとは言い難いと思う。

須田委員

だからこそ、そういう物を使うのは望ましくないというクレームなのだが…。

外山金融市場局長

望ましくないということは…。

須田委員

要するに、本当にこれがクレジット・リスクというか、デフォルト・リスクをしっかりと反映しているのであれば、それは使われても良いのだが、このような値であっても——例えば、ノンバンクとかむちゃくちゃすごいスプレッドが乗っていて、どうみても指標としてはあまり意味のあるものと思えないような指標であっても——結構、皆さんが参考としてみているという話を聞いたので、そういう状況はパーシャルな話なのか、そういう動きが本当にあるのかと思い、聞いただけである。

外山金融市場局長

私共は、勿論、クレジット・リスクをマーケットがどう評価しているかという一つの指標として、CDSをみている。それと共に、社債のスプレッドであるとか、株価とか、色々な物をみているということであって、動きについてはそれぞれが相関しているということだろうと思うが、レベル自体については——これは市場レポートの方でもボックスを設けてご説明しているが——、特に流動性が低い我が国のマーケットにおいては、株価が下がっているような局面では、CDSのプレミアムもかなり跳ね上がりやすいといった特性を持っているので、そのこと自体で倒産確率を割り出そうといったようなこととしては、私共ではみていない。

野田委員

借り手としては、それを使われた日には、堪らん、冗談ではない。それ

はきちっとやってもらわないといけない。

中曽理事

これは、先程、外山金融市場局長が言ったように、特に足許は消費者金融で引っ張られていると思う。

野田委員

そうである。

中曽理事

この跳ね上がっているのは、投資家が多分社債なんかを業者に打ち返して、その業者が多分ヘッジをしているので、ここが跳ね上がっている。そういう意味で、全体の動きを示しているようなプレミアムの動きではない。

野田委員

いずれにしても流動性が低いということだな。

中曽理事

然り。特定の動きに引っ張られ過ぎているので、そういう意味では、少なくとも今は指標性はそんなにないと、皆ある程度認識しているのではないかと思う。

野田委員

米欧に比べて、日本のプレミアムが一段と高いというのは、その部分がある程度影響してくるけれど、それだけでは説明出来ない。やはり、その全体的な流動性の問題とか…。

中曽理事

両面である。

野田委員

然り。

中曽理事

多分クレジットは、海外は今需要が——特にここに来てリスク許容度が上がっているのでは——強くなっていると思う。それは社債市場などにも出ている。一方、日本はそういった特殊要因に足許引っ張られているのではないかと思う。

白川議長

他にないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢に移りたいと思う。

堀井理事

それでは、本日、私から概況を説明させて頂く。本日配布したお手許の資料、決定会合資料-3(参考計表) (追加分) というのをご参照頂きたい。図表 1 で、アメリカの主要経済指標を確認したいと思う。シャドーがかかっているのが、前回会合以降判明した計数である。全体として、景気後退のスピードが弱まり、下げ止まりから緩やかな回復が展望できる様子を示している。まず、第 2 四半期の 1. 実質 GDP、年率成長率であるが、 -1.0% と 4 四半期連続の減少となっている。4 四半期連続のマイナスは、四半期統計が開始された 1947 年以降初めてのことである。しかし、マイナス幅 -1.0% というのは、前 3 四半期に比べると大きく幅は縮小している。しかも、在庫調整を反映して、在庫投資が大きなマイナス寄与度を続けており、最終需要については、マイナス幅が実は -0.2% と一段と

小さい。需要項目別には、3. 個人消費があるが、ここで出ているように一進一退となっている。住宅投資、設備投資については、減少幅が縮小している。これは、景気という面からは良いニュースである。この間、政府支出であるが、国防支出と地方政府支出が中身では増加している。今後、景気刺激策による公共投資の増加は見込めるが、一方、今回増加したこの部分の反動が出てくるのではないか些か気になるところである。また、純輸出が輸入の大きな減少から+1.4%という寄与になっている。これは、総需要という意味からは、むしろ弱い材料と言って良いと思う。そうした留保事項があるが、全体としては悪化テンポは和らいでいることを示している。5月のB I Sなどでの国際会議で
が、成長率の2次微分はプラスだと言っていたし、また
の言葉、インフレクションポイントとおっしゃっていたが、こういったものを裏付ける数字となっている。なお、第3四半期のGDPについては、2%とか3%のプラスになるのではないかという予想が多いところである。次に6. 自動車販売をみると、7月は自動車の買替え補助策の効果から大きく増加している。既に当初予算化された10億ドルを使い切った訳であるが、20億ドルの追加予算が上下院を通過している。従って、この効果は今後も見込める。しかし、7. 消費者コンフィデンスをみると、一旦5月にかけて、先行き景気回復期待が膨らんで上昇したが、その後、幾分だれている。一本調子の回復とはいかない情勢を示唆しているとみている。8. 住宅着工は、非常に水準は低いのだが、変化としては5月、6月と連続して増加している。これには、住宅価格が既にかなり低下してきたこと、それから最初の住宅購入者への補助金が与えられるという政策効果、さらにはモーゲージ金利の低下、勿論、これにはF e dの政策が寄与している訳であるが、こういったものが作用しているとみられる。住宅価格については、ケース・シラー指数はピークから実は33%下落している。最近では、ここにあるように、さすがに低下テンポは緩やかになってきている。しかし、中古住宅の在庫の調整というのは遅い。ここへきても遅々として進んでいないし、歩みが遅い。また抵当物件の差し押さえの手続きが滞っているという話も

あって、供給圧力は、見かけの数字以上に大きいとも言われている。住宅価格の下げ止まりについては、慎重にみておくべきかと考えている。10. 資本財受注であるが、第2四半期はほぼ横這いの計数となっている。しかし、設備投資の先行きを考えると、製造業の稼働率が1948年の統計開始以来の最低水準であるし、商業用不動産の過剰も続いているといった中であって、依然軟調を続けるとみている。15. 雇用者数は、7月に24万7,000人の減少となった。この1年間では最も少ない減少幅である。14. 失業率であるが、9.4%と僅かながら15か月振りに改善した。雇用情勢は確かに計数的には、悪化テンポは緩やかになっているが、同時に失業期間が長期化しているというのも事実である。今後は、失業給付期間が切れていくという事態も、そういうのに遭遇する失業者も増えてくることになる、個人消費に対しては、計数面以上に重しになる可能性があると思っている。16. C P I、ヘッドラインの前年比は、エネルギー価格が前年高騰した裏から、かなりのマイナスとなっているが、コアの前年比は、この計数上は、前年比1.8%前後で推移している。ただ、厳しい雇用情勢を背景に賃金の伸びが低下傾向にある。従って、サービス価格を中心に今後、一段と上昇幅が縮小していく可能性があるのではないかと考えている。

次に、図表2-1でユーロエリアの経済指標をみたいと思う。全体として不冴えの中であって、2. 輸出に下げ渋りの動きがみられる。それから、3. ドイツにおける海外受注、それからユーロエリアの7. 自動車販売といったところには、目立った改善がみられる。自動車販売の回復については、政府による買替え促進策によるものである。そうした状況下、9. 生産が、9か月振りに前月比増加している。10. PMIも50以下、つまり水面下ではあるが、水面下での上昇はしている。そうした事態をベースに1. GDPの第2四半期であるが、公表は8月半ばに予定されており、今のところ、-2%程度という見込みが大勢である。12. 物価である。全体は、エネルギー価格の前年の裏が出てマイナスとなっている。コアの方も前年比がじりじりと小さくなっているという情勢にある。図表2-2、英国経済、第2四半期のGDPが出ていて、こちらの方は-3.2%と減少幅が縮小し

ている。英国については、7.住宅価格、この計表では前年比で示しているが、前月比では、実は3か月連続でプラスになっている。

図表3-1、中国である。中国の第2四半期の実質GDP成長率は、ここにあるように前年比で7.9%と発表されている。これを国際局で季節調整すると、そのかぎ括弧にあるように、前期比年率18.6%と成長が加速した姿がみえてくる。政府の景気刺激策による内需の増加に加えて、輸出もここにあるように下げ渋ってきている。8.CPIは、前年の食料品、エネルギーの価格高騰の裏からこのところ前年比ではマイナスとなっている。この間、9.M2、それから10.貸出であるが、引き続きかなりのペースで拡大をしている。

インドであるが、インドも2.生産、これが物品税の引き下げによる自動車販売の好調などを受けて増加している。PMIというのでも50を上回って推移している。図表3-2の(1)で韓国の実質GDP成長率は9.7%増加している。シンガポールもかなりの拡大となっている。(2)で輸出をみると、第2四半期に大きく増加した後、韓国、それから台湾といったところでは、7月も輸出が引き続き増加している。タイの輸出についても、6月まで同様の姿で回復をしている。いずれも中国向けの輸出の増加が牽引する姿となっている。図表3-3、ここでは(4)の内需であるが、韓国でも自動車の減税といったものの効果から個人消費が増加している。つれて、機械投資も6月には、3か月連続の増加となっている。

さて、先程の外山金融市場局長の報告と重なる部分もあるが、この図表4でアメリカの金融市場をみると、(1)長期金利であるが、年初から5月末にかけて経済金融のダウンサイド・テール・リスクといったものが小さくなる中で、金利が上昇に転じた訳であるが、その後、前回のMPMにかけては、一旦景気の先行き懸念といったものから低下した。しかしその後は、マクロの経済指標の安定化を材料にして、また上昇している。(2)の株価であるが、これも長期金利に遅れて3月末に底を付けた後、企業の業績の回復予想が出るにつれ上昇している。これも前回MPMにかけては、一旦軟化したのが、その後また回復してきている。この間、金利の先行き予

想、(3) のインプライド・フォワード・レートでみると、今後1年間というものについては、金利は横這い予想といったものになっている。また、リスク関連指標というのをみると、中央銀行に一番近い短期市場、(6) のスプレッドは、先程も出たが、かなり縮小し、2年前のパリバ・ショック後のボトム近辺で推移している。社債については、(5) であるが、漸く昨年のリーマン前の水準の直前に戻った程度ではあるが、足許一段と低下し始めている。株価のインプライド・ボラティリティ、(4) であるが、これも似たような動きになっている。図表5で、欧州をみても上下のパターンは、ほぼアメリカと同じである。ただし、長期金利の(1) をご覧頂くと、金利の上昇圧力というのは、ドイツやイギリスでは、先程のアメリカに比べて弱い。銀行貸出に関して、アメリカでは弱い動きが続いている。資金需要が、在庫投資、設備投資の圧縮を背景に減退しているとみられるほか、貸出サイドでも昨年秋から本年初めにかけての厳格化の動きが幾分和らいできたとはいえ、商業用不動産向けの貸出について、担保の追加を要求するといった動きが依然みられる。欧州では、計数上さらに弱くみえる。貸出とマネーの伸びが急速に低下している。一言で言って、両地域とも金融の景気支持力は弱いということかと思う。他方、エマージングの市場では、株式、債券、通貨とも、一言で言って、先進国を凌駕する顕著な動きとなっている。やはりバランスシート調整圧力が乏しいもとの、財政政策の拡大が緩和的な金融環境と相俟って、実物投資、そして金融投資への誘引を強めているとみられる。典型的には、中国である。

以上、実体経済と金融の動きを纏めると、世界経済は下げ止まってきており、今後の緩やかな回復への展望ができる確度が高まっているといえる。しかし、欧米では、依然重いバランスシート調整圧力を抱え、景気の下振れリスクが根強いと考えている。途上国にこの下振れリスクが伝播するリスクは、引き続きある。一方、途上国の景気刺激策が、先程も少し触れたが、これまでの予想以上に強まるといった可能性も最近では幾分高まっているのかなとみている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

亀崎委員

アメリカの住宅市場について、先程、中古住宅の調整があまり進んでいない、差し押さえが増えている、価格も下げ止まっていない、というお話があった一方で、最近、出てきている住宅着工件数、先行指標の認可件数とも2か月連続で改善している。それから、新築住宅販売戸数、これも増加している。住宅価格指数は、ケース・シラーの方は前年比の下落幅が縮小している。ところが、FHFAの方は徐々に下がっている。というような両方向の数字が出てきているが、さすがに非常に大きな調整だったために、こういう状況にあるかと思う。ただ、少しずつ大底圏内というか、そういう状態も視野に入ってきたかなというようにみるのは時期尚早だろうか。

堀井理事

大底という意味ではそうだと思う。ここにあるように住宅の着工件数は100数十万戸、場合によっては、200万戸も有り得るといったようなところから、58万戸とかまで落ちてきている。アメリカの国際会議にずっと私が出てきて、大体4割位落ちた時——今から1年位前であるか、あるいは1年弱前——、ここまでさすがに落ちたのだからゼロ・バウンダリーに近い——金利ではないのだが、住宅着工もゼロ以下にはならない（統計的にはキャンセルがあるから、実はなり得るのだが）——ということ言っていた。その当時は、今よりもまだ1割、2割高かった。確かに50何万戸まできているから、そういう意味では、大底と言ってもいいのかもしれない。ただ、先程も申し上げたが、マーケットとしては中古住宅の方が大きい。そこでの在庫の低下テンポを実数でみると、この4か月位上がったたり下がったりで、ほとんど目立った下げがみられない。そうした中で、荷重感というか、在庫の重さをやはり市場で感じ

ているのかなと思う。であるから、大底に入った後、では、いつ回復するかということになると、これだけの政策、要するに新規住宅購入者には価格の1割まで（ただしキャップが8,000ドルであるが）の補助を与えて、なおかつFedがTALFであれだけABSを買って、モーゲージの金利を抑えているということで、漸くこの程度である。それから、先程の話とドッキングするのだが、雇用の情勢も確かに今回失業率は9.4%と久方振りに下がったが、そもそもパティシペーションが落ちている訳である。ディスカレッジド・レイバーというか、雇用不安が長期化していくとこれは典型的にみられる現象である。しかも、失業の給付期間を越える失業者の数がかなり増えてきている、ということ併せて考えると、大底に入った後の回復という展望がなかなか拓けないのかなと。

野田委員

住宅ローンの延滞率の上昇が止まらない。延滞率が止まらないということは、勿論差し押さえ率も高まっているということもあり——在庫は、まだまだ先程隠れた在庫があるとおっしゃって、その辺は恐らく統計上なかなか難しいのだろうが——、在庫圧力というのはなかなか消えない。ただ、中古住宅販売の動きをよく眺めてみると、こここのところ底這っているのかなという期待を持たせる。今まで、ずっと裏切られてきたということがあるので、にわかには信じない方が良いのだが、こここのところ3~4か月をみていると、少しそのような感じがしないではない。私は、堀井理事がおっしゃるとおりだと思う。

亀崎委員

特に先行指標である認可件数は、5月に4.0%、6月に8.7%と、結構しっかりしたものである。

堀井理事

その部分は大底でマージナルで動き始めているのは事実だと思う。それは、一方で、金融の動乱がそれなりに収まって、併せてリスク・アペタイトも——先程の金融指標で幾つかのリスク・アペタイトの指標もおみせしたが——出てくる中で、こういったところで少しリスクを取ろうという動きは、出て不思議ではないと思う。問題は、それが最終需要に根差した、しっかりとした回復に繋がるかだと思うが、そこについては、もう少し慎重にみておいた方が良いと思う。

野田委員

アネクドータルでは、テレビをみていたら、何かどんどん売れているという明るい報道があった。また、ページブックをみると、地区的にはばらつきが随分あるようである。

中村委員

住宅着工件数が少しずつ持ち直す中で——ローン金利が下がっているのだが、勿論サブプライムは別として——、実際にお金を借りようとする、かなり消費者にとっては厳しい状態にあるのか。

堀井理事

ローンサーベイは——実は今月分はもうすぐ出るのだが——、直近分をみると基本的に厳しい。金融動乱の時よりは幾らかましかもしれないが、顧客レベルのところでは厳しいと思って良いと思う。それから、別の機会でもご報告したと思うが、リファイナンスの件数が——普通は金利が高いのを借りている人の方が、リファイナンスのメリットがあるから、これだけ金利が下がってくると、リファイナンス率が上がるはずなのに——上がらない。それは、どうしてかという、勿論雇用不安でなかなかというのもあるが、銀行サイドがそういう高い金利の人はやはり信用リスクがあるのでなかなか貸せないから、リファイナンス率が上がらないと読むのが素

直だと思う。色々なエビデンスを併せてみると、先程少し申し上げたが、金融の方から景気回復をサポートするという姿にはなかなかないし、ならないのが自然かなと思う。

須田委員

とはいえ、先程おっしゃった言い方だと、景気が下げ止まっていて、それから緩やかな持ち直し——とおっしゃったかどうか分からないが——の展望についての確度が高まっている、というようにおっしゃったのではないか。だから、下振れリスクがあるかもしれない。根強いけれども、それは、やはり少し減ってきている、というように考えられているのか。最近、アメリカの成長率について、例えばゴールドマン・サックスとか、あるいはJPモルガンでは上方修正させているが、そういうように金融がなかなか上手くサポートしてくれないことはあるかもしれないけれど、今のリアルなファクターをみていると、今年の成長率に関しては、下振れリスクが小さくなっている、とみておられるということで、ああいった言い方をされたのかどうか。

堀井理事

要するに、標準形の確度が高まっているということは、裏を返していえば、下振れリスクは依然強いものの、その分は下がっているというように申し上げたつもりである。ただ、計数は——これは内外問わずなのだが、私はこの商売をずっとやってきて、白川議長などはよくご存知であるが——、要するに、在庫調整の終了期のGDPの駆け上がりは数字的にいつも過小評価する。その後、さらにそれがモメンタムを増していくかどうかは、それはまさに経済の姿によるが、一旦在庫調整が灰汁抜けした時に、ぽんとGDPが跳ね上がるというのは、いつもエコノミストは何十年と過小評価していて、これはアメリカについても同じである。であるから、ブルーチップもまだ出ていないが、一次推計値が出る前のブルーチップで3～9月は+1.5%である。私は+1.5%なんて有り得ないと元々思っていて、

それがここへきてG SとJ P Mが+3%だと出てくると、それで実際に周辺データが出てくると、そして、積み上げてくると、G D Pはこれ位になるなということでは言っているのでは、その数字の面で申し上げたつもりではない。

水野委員

4～6月のG D Pが、-1%とマイナスが縮小しているのだが、中身を見ると外需によるものである。どこの国でも似ているが、民間内需が低迷している状況で、金融機能が働いていないというか、金融機関がリスクを取らない中での、典型的なバランスシート調整下の景気回復であるための底を打った後に加速はしないというところまでは多分皆シェアしていると思う。マクロ政策全体で持ち上がっている部分があるので、私は、財政も含めてプリマチュアなイグジットみたいなことが起きた時というのは、やはり不安が残る状況なのだと思うし、だから二番底——これは定義がはっきりしないので言いたくないのだが——も懸念される。来年については、スムーズに回復するような状況になるか、まだそこまでのエビデンスがなくて、7月のI S Mをみても、非製造業ではむしろ下がった。それから、雇用統計を巡っては、何となく今楽観論が出てきているのだが、個人的にはその辺についてはまだ留保付きかなという感じで思っている。まだ2010年のはっきりとした絵は描けないような気がする。

堀井理事

多分、市場もそれから当局者も含めて多くの人が、目線がやはり悪化テンポの2次微分のところに集中していて、2次微分がプラスになったことで、少し気分が楽になっていると思う。問題は、失業率が9.5%とか9.4%で、今回の景気停滞が始まってから、失業の累積悪化としての雇用減が700万人である。全失業者が1,500万人などというベースでいって、それから700万人だけを元へ戻すだけでも大変な時間がかかるはずである。というのは、まだマイナスである。これがプラスになっ

て景気の良い時に、大体 40 万人とか増える訳である。40 万人で 700 万人を戻すには、どれだけかかるかなど、そういうことを考えていくと、恐らく市場関係者も次に目がいくのはそういったところかなと実は思っている。

水野委員

雇用統計も、小売業などをみると、まだ雇用が減っている。製造業は ISM どおりなのだが、何となく消費回りのところと住宅回りのところが、大底かどうかという議論は少し置いておいて、弱い。出ている統計を色々みると、やはり力強さがないということはいえるかという感じがする。私の感覚である。

白川議長

エマージング経済についてであるが、先程の説明にもあったとおり、アジア地域は、我々の予想や他の予想に比べて、多少強いという感じがあるというのは、全くそうだと思う。先だって、会議があつ
たが、その時の発言を聞いていると、中国は、上振れ、下振れ、勿論両方可能性はあるのだが、やはり上振れリスクの方を心配しているということ
を改めて感じた。それで、質問が二つあるが、一つは、エマージング諸国
の中で、一般的な予想対比、少し強めであるというのは、今のところアジ
アに限られているのか、あるいは、多少、ラ米など、他の地域についても
いえるのかどうか。堀井理事ないしは国際局はどんなふうに評価している
のか。二つ目は、この強さの出てくる背景として、政策の効果をどういう
ふうに考えれば良いか。先程、説明があったとおり、元々バランスシート
調整の必要性がない中で、大規模な財政政策を展開していることに伴う効
果は、当然出てくると思うし、二次的に、資本フローを通じる影響、ある
いは為替を通じる影響など、色々あり得るとは思うが、その辺をどのよう
な感じでみておられるか少し教えて頂きたい。

堀井理事

ラ米に関しては、元々マイナスの影響もアジアよりは弱かった。それは、元々資源を持っている国が多いとか、色々なことを言われた訳であるが、崩れるかなと思って、東欧のように崩れなかった。そういう意味では、比較的予想よりはやはり強かったと言って良いと思う。二番目の政策の効果だが、まさにここが先程申し上げたように、本来バランスシート調整がなくて、ストックの問題がなくて、にも関わらず、ストックの問題がある先進国と平仄を併せて同じ政策をやっている。しかも、一部の国では市場がみているように、介入までして自国通貨高を食い止めている。であるから、本来は、比較的健全体にも関わらず、同じ政策をする上に、ペッグの政策をしている。これが果たして、中期的にみて良い均衡点に持っていくことになるのかというのは、これは結果は分からないのだが、そこが凄く色々な考え方が有り得ると思っている。今白川議長のお話で、

が懸念を持っているというのは、これは我々にとってはエンカレッジなサインであって、そこは能天気ではなくてやはりしっかりみているということは、変な意味で安心材料かと思う。ただ、実際にそのとおりの政策が打てるかどうか。現象的には、やはり不動産価格がまた上がり始めている。それから単に中国だけでなく、その周辺の、例えば香港なども一旦3割落ちたのがここへきて急回転し始めているといった動きとかを併せてみると、政策の効果が予想以上というか、我々の予想が悪かったかもしれないが、効果が出るのは理屈に合っている。ストックの問題がなくて、しかも固定相場的に運営していて、IS-LMも両方拡大しているとなると、これが最善のことになるのか、それとも一番可能性があるのはミニバブルみたいなものが不動産ないし金融商品で起きて、それがまたバーストしてというぎくしゃくした動きが起こらないか、もしそういう潜在的な不均衡があるとした場合、どういう形でそれをガス抜きしていくのかというのは、我々としても非常に気になるところである。

白川議長

分かった。

野田委員

は、確かに白川議長が は警戒されているのか
もしれないが、政府全体、あの国全体としてどうかとなると、政策当局者
というのは幾つかあって、少しその方が私は心配である。確かに、一部の
仕事として心配している人と、実際にそれを政策実行も含めて別の心配を
しなければいけない人との差というのは、何か随分あるような気がする。

水野委員

心配しても金融引締めができなければ中央銀行ではない、という国では
ない、あそこは。

白川議長

先程、私が言った、中国の政策がどうあるべきかという政策論の方につ
いては、勿論、関心がない訳ではないが、我々にとってはギブンだから、
我々の経済にどういう影響があるか、という意味で、当面の上振れ、下振
れ、それからより長いスパンでの上振れ、下振れという面でお聞きしただ
けである。

堀井理事

特に日本の企業は、中国の市場で供給サイド需要サイド両方で商売をし
ているのが多いから、直接そこは影響してくる可能性がある。

白川議長

他にご質問はないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、本日、機械受注統計が出ている関係で、本日お配りした資料－4（追加図表）という薄い資料の方から、まず設備投資全般についてご説明をしたいと思う。図表 13、この〈先行指標等〉のシャドーがかかっているところが、本日の機械受注であって、6月の前月比が+9.7%と大きめのプラスになって、4～6月全体では、前期比－4.9%とこれまでに比べると、マイナス幅がかなり縮小した。3か月前時点での4～6月の見通し調査が－5.0%であったから、ほぼぴったりそれで着地したということになる。なお、前回申し上げたように、5月には電力の大口受注があったので、ここに数字はないが、船舶、電力を含むベースであると、4～6月の前期比は－1.3%ということで、かなり横這いに近くなっている。問題は、7～9月の見通しが欄外にあるように、－8.6%ということでまた弱い点である。ただし、見通し調査は、過去3四半期の平均見通し達成率を勘案して作られていて、過去3四半期の平均見通し達成率は、今回は85.7%と、これは歴史的にも極めて低い水準である。景気に大きな負のショックが加わっていた時期の達成率であるから、当然なのだが、逆にいうと、この7～9月の見通しは、普通に考えれば、上振れる可能性が高いと私はみている。それから、建築着工、4～6月は－34.9%と大幅な減少であるが、こちらも6月単月では前月比+23.5%、内訳をみても、鉱工業、非製造業ともかなりの反動増となっている。それから、同時指標の資本財総供給も、4～6月は2四半期連続の二桁減少であるが、これも6月単月で見ると、反発をしているということで、瞬間風速としては、下げ止まりの兆しも出てきているとみている。以上を踏まえた設備投資は、4～6月は、大幅な減少であったが、7～9月も恐らくまだ減少が続く可能性が高いとみているが、そうだとすると減少テンポは緩やかになる可能性が高いとみて

いる。そういう四半期パスのイメージが、〈法人企業統計・設備投資〉、〈設備投資アンケート調査〉、短観等の年度計画と概ね整合的になる。なお、〈設備投資アンケート調査〉の表の先週公表された日本政策投資銀行の設備投資調査であるが、これは大企業が対象であるので、2009年度計画が-9.2%ということで、短観の全産業大企業の-9.4%とほぼ同じである。この調査では、今回は2010年度も聞いているが、この時点での-3.7%というのは、この先どうにでも変わり得る数字であって、今後、世界経済の改善が続くならば、プラスに転化することも十分有り得ると考えている。以下、添付してあるグラフの説明は省略して、この資料は以上である。

次に事前配布してある資料-4（参考計表）である。図表 1、特に今回 GDP が出ていないのだが、ちょうど 1 週間後に出るので、4~6 月の予想を申し上げたいと思う。1~3 月はそこにあるように前期比-3.8%のあと、4~6 月は前期比+1%前後ではないかとみている。すなわち、年率にすると+4%前後ということになる。プラス寄与の最大の功労者は、純輸出であって、内需では政府支出と個人消費、すなわち政策効果が出ている部分がプラスになるとみている。一方、先程ご覧頂いた設備投資がかなりのマイナス、それから住宅もマイナスと予想される。景気的大幅悪化の後遺症が強く残っている部分がかかなりまだ弱いということである。この間、1~3 月に今一つ減っていない在庫については、4~6 月もマイナス寄与とみている。ただ、今回の GDP は予測するのが非常に難しい。なぜかという点、第一に、在庫という極めて予測が難しい部分が、まだ動いているという点である。それから、第二に、前 2 四半期の大幅な減少と併せて、振幅が非常に大きいので、季節調整のかけ直しがかかなり影響を及ぼすことが考えられる。従って、今回 1~3 月以前の数字も含めて、かなり変わる可能性があるともみている。先程申し上げた 4~6 月の+1%前後というのは、かなり幅を持ってみておく必要があって、民間の予測も実は 1%前後なのだが、今回は相当人によって幅がある。

GDP は、以上であって、次に輸出入を確認しておく。図表 6 をみて頂いて、(1) の太い実線の実質輸出であるが、右端の 4~6 月で数字で申し

上げると、図表 5 にも書いてあるが、前期比+12.3%と大幅な増加になっている。実質輸入の方は、まだ-1.8%と若干マイナスであるので、両者の差し引きである実質貿易収支は、(2)のように大きくリバウンドしている。これが、先程の 4~6 月の GDP の最大のプラス要因となるということである。次に、実質輸出の内訳をご覧頂く。図表 7 であるが、(1)の地域別の第 2 四半期の列であるが、4、5 月までの段階で申し上げていた特徴から特段の変化はなく、全般的に数字が一層強くなっているという状況である。東アジア向け、特に中国向けと N I E s 向けが 2 割近い増加になっている。いずれも、中身は情報関連と中間財の増加が大きく寄与している。それから、米国向けと E U 向け、これも段々増加がはっきりしてきているが、こちらは中身は専ら自動車関連である。米国の自動車は、これは在庫調整の進展、それから E U 向けについては、それプラス買替え促進策の効果が出ている。この間、その他向けについては、-6.1%と引き続きマイナスである。ただ、その他向けも 6 月単月では、増加しているほか、ミクロ情報で中東の自動車の在庫も掃け始めてきているという話が聞かれているので、そろそろ下げ止まるのではないかと考えている。

輸出は以上であって、設備投資は、先程終わったので、図表 20、個人消費の説明に入りたいと思う。個人消費についても、政策支援のあるものは好調であるが、それ以外は弱いという状況が今月も続いている。順番に確認していくと、(2)の乗用車販売であるが、太い実線、除く軽の 7 月分であるが、前月比で+10%、4~6 月対比では+16.3%と大きく回復している。前年が下降局面に入り始めていたので、前年同月比もほぼマイナスが消えている。ハイブリッドの好調振りは相変わらずであるが、ハイブリッドの一部車種は、今から購入しても年度内に間に合わないということで、3 年間続く減税の方は受けられても、補助金の方、スクラップ・インセンティブ、1 台 25 万円等であるが、こちらの方はもう今から買っても受けられない。そういう事情もあって、最近、他の車に政策効果が広がってきている。小型車でも 1 台は 1 台であり、ハイブリッドと同じ金額がもらえるので、補助率からいうと、むしろ安い小

型車の方がお得という面にも消費者が目を向け始めているようである。それで、一部の先からの情報であるので、幅を持っておく必要はあるが、新車販売の約4割位でその補助金が利用されている模様である。問題は、それだけの比率で補助金が使われているとすると、この7月の登録台数の水準から8月以降さらに増えなくても、つまり先行きずっとここから横這いでいっても、3,700億円の補助金予算は、年度末を待たずして足りなくなってしまう可能性が出てきている。予算を使い切ると、年度内であっても、その時点でこの制度が打ち切られるということに今のところなっているので、場合によっては今後予算切れを懸念した消費者が購入を前倒しして、ある種自己実現的に本当に早く予算が切れてしまうことも起こり得て、その場合は、反動減も早めに出ることになる。足許、販売が回復してきているのは良いが、政策の効果があまりにも強いために逆に先行きについての業界の見方は慎重である。補助金制度を継続するのかどうかという議論が割と早いタイミングで熱を帯びてくる可能性がどうもありそうである。それから、このグラフの同じ箱の中で、家電販売であるが、こちらの方もやはりエコポイントの効果が鮮明に出てきている。これは、右端は6月分であるが、マイクロ情報によると7月は、薄型テレビの売上がさらに伸びている。因みに、ここには書いていないが、家電量販店のPOSデータの集計値で、薄型テレビの販売台数の前年比をみると、4月までは概ね前年比+2~+3割増できたのだが、エコポイント導入後の5月、6月と前年比+4割台となって、さらに7月は、前年比約+6割増というようになっている。ただし、エコポイントの効果の現われ方には濃淡があって、薄型テレビは、低価格化が進んだこととか、地デジ対応ということもあって、非常に効果が出ているのだが、それ以外、冷蔵庫はまずまずという位であって、エアコンは、天候不順もあってさっぱりという状況であると聞いている。耐久財は以上で、次の図表21をご覧ください、それ以外の消費は、弱い動きが継続している。(1)の百貨店、右端6月は回復しているが、これは先月申し上げたようにセールの前倒し効果であって、7月は反動減が出ている模様である。それから、コンビニもタスポ効果一巡によって、前年比の悪化

が最近よく言われているが、こうやってグラフをみると前年比だけではなくて、足許の実勢自体も少し弱くなってきている感じがある。それから(2)の旅行であるが、最近の急速な落ち込みは、これは景気要因だけではなくて、新型インフルエンザ要因が相当効いていて、今グラフは5月までであるが、この後6月までは下がりそうである。しかし、7月以降は新型インフルエンザへの懸念も弱まり、それから燃料サーチャージもなくなるので、特に5連休のある9月を中心に少なくとも一旦はかなり盛り返しそうである。以上、様々な動きはあるが、図表22の(3)であるが、消費包括指数の細かい実線の4~6月、右端であるが、これを数字で申し上げると+0.1%である。ただし、この消費包括指数はその作り方によって、流通在庫の変動分も紛れ込んでしまっている。4~6月の流通在庫は恐らくマイナスと考えられるので、個人消費の分だけ純粹に取り出すと、前期比で+0%台半ば位に上がるのではないかとみていて、それが先程のGDPの見通しの前提になっている。個人消費の最後はマインド指標であるが、図表23であるが、総じてご覧のようにマインド指標が改善している。ただ、細かい実線で示した日経消費予測指数のように、指標によっては改善がほとんどみられていないものもあるし、それから改善しているものもレベルはなお低いという段階であるので、引き続き極端な悲観心理は後退しているという位にみておくのが適切かと思われる。個人消費は以上である。

次に、図表24の住宅であるが、住宅着工については、6月も僅かながら減少して、年率74.9万戸、先程の米国よりはこれはまだ高いのだが、4~6月で76.2万戸と大幅な減少になっている。ということで、前月までの状況とほとんど変化はない。背景であるが、第一に、雇用・所得環境の悪化及び先行き不安、それから第二に、マンションの在庫も減り始めてはいるが、なお高水準であるということで、なかなか着工の回復には繋がっていかない状況である。GDPベースの住宅投資は、4~6月はかなり減少するとみられるが、そこは元々そういうふうに考えていた。むしろ問題は7~9月であって、従来は7~9月位からマイナス幅が縮小すると思っていたが、この着工からみると、そうはならない可能性が強まってきていると

ということかと思う。

住宅は以上で、次に生産に行く。図表 26 であるが、鉱工業生産の 6 月の前月比が+2.4%ということで、この結果、4~6 月で+8.3%と大きなリバウンドになっている。8 月の予測指数は+3.3%と、市場ではややポジティブ・サプライズであったようであるが、これで7~9 月が脚注 2 にあるように、+7.4%という計算になって、前月段階での我々のイメージどおりである。なお、在庫は 6 か月連続で減少をしている。それから、生産の業種別も前月のイメージからほとんど変化はないが、図表 27 の (2) をみながら聞いて頂くと、4~6 月はプラス寄与が大きかった上位三業種は、一位が電子部品・デバイス、二位が輸送機械、三位が化学という順番であった。これが7~9 月は、一位が輸送機械、二位に鉄鋼が入ってきて、三位が電子部品・デバイスになるのではないかとみている。7~9 月は、それに加えて一般機械、これも設備投資関連とか、建設機械は依然として弱いのだが、軸受けなどの自動車部品のようなものを中心に小幅な増加に転じる見通しというように考えている。問題は、やはりこの生産も 10~12 月であって、段々近付いてきているのに、なかなか不確実性が払拭されないのが最大の問題である。そのうえで、マイクロ情報に基づく感触を申し上げておくと、前期比で+1%程度の小幅増加へと増加テンポが相当大きく鈍化する見通しである。因みに、自動車は、4~6 月、7~9 月とそれぞれ約 2 割ずつ増加した後、10~12 月は 2%程度の増加にとどまるというのが現時点での感触であるし、電子部品・デバイスも 2 割増、1 割増ときて、10~12 月は 1%位しか増加しないという計画になっている。このように、10~12 月に大きく鈍化する最大の要因は、在庫調整進展に伴うリバウンドの力が消えていくということであるが、第二に、内外の耐久財購入促進策、これも追加的な生産の押し上げ要因にはならなくなっていくのではないかということである。むしろ、例えば、欧州の自動車買替え促進策などは、一番効果が出ているドイツをはじめとして、多くの国で年内ということであるので、10~12 月中には欧州向けの自動車輸出はピークアウトしていきそうだと業界では言っている。そういう中で、内外ともに実

カベースの最終需要については、まだ自信が持てない。欧米のクリスマス・シーズンに向けた季節的な在庫積み増し、これも拙速は避けて慎重に需要を見極めながらというのが現時点での大方の企業のスタンスである。ただ、とにかく、現時点では、不確実性が大きくて、最大の不確実要因は、先程も議論があったが、中国をはじめとするアジアの力強さにどの位持続性があるのかという点を中心に、これは海外の上振れ・下振れ、両方の可能性があると思う。それから国内の個人消費についても、基調そのものの見極めが難しいことに加えて、先程申し上げたように自動車の補助金制度が、例えば、10～12月にもっと個人消費が盛り上がりその後の反動が大きくなるというような需要の振幅を作り出す可能性も否定はできない。そういった内外需要の組み合わせに色々なパターンが有り得るので今後の情勢の変化については極めて細かくフォローしていく必要があると考えている。

以上が、生産であって、次に雇用関連である。図表30を開いて頂いて、まず、有効求人倍率であるが、右端6月は0.43倍まで低下していて、1963年統計開始以来の最低水準を更新中である。それから、＜職業安定業務統計＞の表の新規求人が、6月は前月比+4.2%増加している。これが景気動向指数の先行系列に使われていることもあって、報道等では多少注目されている。しかし、この新規求人は、ご覧のように月々の振れが非常に大きい。1～3月に1四半期だけで-13.3%も減少したというような急速な減少局面は、足許抜け出しつつあるとみても良いと思うが、6月単月の動きだけで下げ止まったとか、まして上向きに転じているというところまでは判断できないとみている。それから、＜労働力調査＞の表の雇用者数であるが、6月の前年比が-2.0%と、減少が一段と鮮明になっている。同じ＜労働力調査＞の失業率、こちら6月は5.4%まで上昇していて、過去最悪の5.5%まであと僅かとなっている。さらに、今月厳しさが確認されたのが、＜毎月勤労統計＞の名目賃金であって、6月の前年比が-7.1%、特別給与が-14.5%となったことが効いている。元々、6～8月の3か月で特別給与は、-12%～-13%位ではないかとみていた

ので、それがかつ今回の6月は速報で、確報で+1%ポイント位上方修正になるという傾向が過去あったので、その予想の範囲内である。しかし、予想自体が弱かったのも、そのとおり弱いという事実があるし、それから今後6月の確報、それから7月、8月の分も含めて、賞与全体がどういう感じになっていくのかということについては、引き続き注目をしていきたいと思っている。以上、雇用関連の計数について、図表では、一点だけご参考までに確認して頂きたいのは、図表31である。(2)の図表であるが、先程申し上げた新規求人の太い実線、ここでは、後方3か月移動平均で描いている。こうして均すと、先程の6月の増加も上向きまではいかない訳である。この程度の小さな踊り場というのは、上昇局面でも下降局面でも過去頻繁にあるので、これで底を打っているかどうか少しまだ慎重に判断をする必要があると私はみている。

雇用関連は以上で、次に物価であるが、C G P Iは特段申し上げることもないので、久し振りにC S P I、図表41を確認しておく。C S P Iの除く海外要因でみて、6月の前年比が-0.5%、4~6月であると-0.4%ということになって、0%台半ば程度のマイナスは当たり前になりつつあるということかと思う。不動産のプラス幅がオフィスビル需給の引緩みを背景に大分縮小してきている。広告、情報サービス、この辺りは需要の弱さからマイナスが続いている。それから、諸サービスであるが、全体として目にみえる程の変化は起きていないが、ここには書いていない内訳の中で、若干気になったことを申し上げておくと、労働派遣サービスが5月は前年比-0.1%だったのが、6月は-1.2%となっている。単月の振れも相当ありそうだが、この-1.2%というのは、過去6年以上もなかったマイナス幅であるし、基調的にみてもじわじわ弱くなっている感じはあるので、この辺りも注意してみていく必要がある。いずれにしても大幅な景気悪化の悪影響が現在非製造業にじわじわ及んできている段階であるから、それが今後のC S P Iにどのように現われていくのか、引き続き注目をしていきたいと考えている。それから次に、C P I、図表42になるが、(1)の右の6月の除く生鮮の前年比が-1.7%、細い実線の除く食料・エネルギー

で-0.7%となっている。足許の動きは想定していたよりも少し弱めになってきている印象がある。財とサービスに分けると、財が(2)で、(3)がサービスであるが、両方とも弱くなっているが、想定対比で弱めな感じがするのは、財の方である。二つあって、一つは点々の食料工業製品であるが、この2、3か月のプラス幅の縮小テンポが、想定よりも少し早いという感じがする。前月お話ししたスーパーを中心とする低価格戦略の広がりがあるが、基本的な背景だと考えている。もう一つは、斜め線の耐久消費財であるが、今年の初め頃は家電製品値引き合戦が非常に強かったのも、その後は、価格の下落が一服するかと思っていたが、足許むしろさらに幾分弱くなっている。エコポイントの効果はあっても、やはり値段は下げないと売れないようである。この先のCPIの見通しであるが、7月は去年の裏が一段ときつくなる中で、電気代や外国パック旅行が下がることもあって、-2.1~-2.2%位になる可能性が高いと予想している。そして、マイナス幅のピークは8月か9月で-2.4%位、再び-1%台に戻るのは11月以降と予想している。

ということで、今月は、全体として前月の状況からほとんど変化はない。第一に、輸出や生産のリバウンド、第二に、エコカー、エコ家電の購入促進策の効果、これらが一段と明確になる一方で、景気大幅悪化の後遺症が設備投資の弱さや雇用所得環境の悪化などに色濃く現われている。4~6月、7~9月の生産とかGDPは、そこだけみると、しっかりとしたプラスの数字になる可能性が高いと思っているが、しかしメカニズムとしては持続性のある景気の上向きモメンタムが出てきている訳ではないので、数字そのものというよりも景気の局面を評価するという観点から考えると、前月段階での下げ止まりという評価が今月も相応しいとみている。先行きについては、海外経済の改善を示す情報が徐々に増えてきている中で、日本経済は徐々に持ち直していくと考えることで問題ないと思っているが、依然として不確実性は大きい状況も変わっていない。勿論、懸念されるのは、下振れリスクであるが、先程もあったが、それだけではなく、多少上振れの可能性も含めて、今後の展開をみていく必要がある

と考えている。この間、CPIについては、財の部分を中心に想定比若干弱い動きがみられているが、先月の展望レポートの中間評価以降、まだ1か月分のデータだけであるから、もう少し様子を見ながら見方を固めていきたいと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問があればどうぞ。

須田委員

景気の局面の評価についてであるが、輸出、生産の強さと、それから内需の弱さというコントラストがあって、そして景気が段々持ち直すといった時には、輸出、生産の部分が非常に強くなっていけばOKだとみているのか。それともやはり内需の部分が下げ止まって、ある程度みえてこないとなかなかトータルではプラスでも、持続性などを考えれば厳しいから、そちらをみながら評価を変えていくということになるのか、その辺は如何か。

門間調査統計局長

勿論、最終的には、内需を含めた好循環に繋がってくる景色がみえてくるかどうかポイントになるが、今回、やはり前提として生産がもう少し上がってこない、なかなかそうはなりにくいのではないかと思う。というのは、先程の7~9月の予想でも、2四半期連続で前期比では上がるのだが、それでも7~9月の前年比でみると2割減位であるし、ピーク対比でみると25%に近い減少であるから、まだまだレベルが低い。であるから企業も相当コストカットをやっているが、それで漸く収益が出るか出ないかというところであるし、かつ稼働率がまだ相当低いから、極く一部の液晶パネルのように中国の特需でもって稼働率が上がっているところを除くと、あまり増産投資に向かう要素がみえてきていない。そうすると、やはり我々は、元々、2009年度中は、設備投資はせいぜい下げ止ま

りとみているが、そこから 2010 年度本当に設備投資がプラスになっていくかどうかの手前のところで、つまり 2009 年度の下期のところで、ある程度世界経済も含めて持続性のある需要が付いてくるのだという感覚が少し出てこない、なかなか 2010 年度の好循環に繋がっていきにくいのではないかと思っているし、それから雇用の方も調整圧力が相当大きいから、やはり 2010 年度に少しでも回復に向かうためには、手前の 2009 年度の下期のところで、少しレベルが上がっていないと、なかなか展望が描きにくいのではないかと思っている。その意味では、最終的には、勿論内需の回復がポイントになるが、その手前のところの輸出、生産の動きは非常に重要であると思っている。

山口副総裁

先程、門間調査統計局長が先行きの見通しとの関係では、上振れの可能性も頭に置いてと言っておられたが、その場合の上振れの可能性というのは具体的にどういうことか。

門間調査統計局長

上振れと言っても、今の時点で 2010 年度を含めて全体が上振れだということまではみえてきてはいないが、目先の 10~12 月については、企業の先程の生産の見通しが多少慎重な感じがなくもない。つまり、中国は、今相当需要が強いということを皆一様におっしゃるのだが、これが本当にそうなのかなど、持続性がやはり自信が持てないということで、本当に発注がくるまでは最終的に生産の計画を上げないという姿勢が非常に強い。であるから、今の中国の状況を目先考えると、よく中国は年に 3 回大きな節目があって、春節と 5 月の労働節と 10 月の国慶節と三つあるのだが、国慶節は特に今回は建国 60 周年ということもあるので、ここは何が何でも需要を付けるのではないかとおっしゃる方もいる。現に家電もいわゆる家電下郷という農村の補助だけではなくて、都市の人にも補助金を渡すというのも 6 月から始まっているし、それからエコポイントみたいな制度も

導入するとか、あるいは結構大きいのが、特に日本のメーカーにとって大きいのは、家電の補助金制度の価格の上限——テレビの上限——を上げるということが今議論されているようなので、そういうのが付いてきて、需要を何としても付けるのだという感じがあれば、恐らく10～12月は結構いけるのではないかと、個人的には思う。恐らく多くの方も個人的には思っているのかもしれないが、そこは現時点ではかなり慎重な言い方をしている感じがするので、そこは少し目先プラス要因もあるかなという位である。

野田委員

10～12月の話になると、途端に声が小さくなる。ほとんど押し並べて。

門間調査統計局長

そうである。先般、4～6月の決算でも足許は上方修正が多いのだが、それでも通期はほとんど変えないという企業が大半である。ただ、元々短観の計数などをみても、上期は相当厳しくみていて、下期は少し楽観的にみているという感じはなくもないので、予想されている結果かなと思うのだが、とにかく先行きを慎重にみようという姿勢は非常に強いので、それ対比では上振れる可能性も相応にあるのではないかと、そういうことである。

亀崎委員

上振れることは、かなり可能性としてあるのか。

門間調査統計局長

短期については、10～12月については、上振れる可能性も十分にあると思うが、それが2010年度までを含めた景気の全体像の上振れに繋がるかについては、まだ相当確率は低いと考えている。

亀崎委員

10～12月というのは短期的な話だが、その次は来年に入る訳である。今リバウンドしているものは、ほとんどが輸出関連の輸送機械とか電子部品などということは、やはり外からの牽引力によるものなので、一時的に10～12月が上振れたとしても、やはり基本的には弱い動きだと…。

門間調査統計局長

外というよりも、むしろ内外を含めた政策の効果である。外もやはり政策の効果非常大きい。車にしても家電にしても、要するに日本の製造業の強い部分はほとんど政策効果で今もっているような状況なので、それが欧州は少しもう止めそうな感じがあるし、アメリカは急遽20億ドルを追加したが、少しもう間に合わないの、日本のメーカーは、そこは現地生産で対応するという感じであるし、であるから、最後の中国がどこまで持続性があるのか。国慶節は良いが来年はどうなるか、その辺がまだ十分にみえてこない段階では、あまり半年、1年、1年半単位でもって強気になれるという段階ではないということだと思う。

須田委員

もう作り込みに入っていなければならないのかもしれないが、先程、10～12月というか、クリスマス商戦に対して凄く慎重だというようにあったのだが、去年のクリスマスが凄く良くなかったから、そういう意味では、あまり期待しない状態にあるということか。

門間調査統計局長

やっとなら、在庫を落としたのに、ここで在庫をもし積み上げてまた溜まったら困るというやはりそこに対する恐怖感がある。それから、後程企画局からもあるかもしれないが、やはり企業金融についても万全な安心感がある訳ではない。であるから、やはり今年度一杯位は、キャッシュ・イズ・キングにかなり近い状態で経営をしていこうという意識の企業が多い。そ

うすると、やはり設備投資だけではなくて、在庫も含めてぎりぎりまでキャッシュを使うことはなるべく避けたいというのは根底にあるように思われる。

西村副総裁

最近の為替レートがある程度戻ってきているということ、一時期為替レートの問題で日本から出ていくというような議論が沢山あった訳であるが、それは最近はあまりそういう話ではなくて、やはり今のこの数字が大体安定し続くと、そういうような見方で……。

門間調査統計局長

そこは、まだ見極めが付いていないのではないかと思う。為替が円高だから海外に出ていくというよりも、むしろ今後、景気が本格回復していく段階で、その時に日本で設備投資をするのか、海外でするのかという意味決定を迫られるケースが多いと思う。むしろ勝負はこれからではないかと思う。

野田委員

消費者物価であるが、全国ベース6月単月だけの動きだったのだが、私自身、実は少し驚いた。やや弱めか、少し弱めかとおっしゃったが、もう少し弱いのかなという感じで受止めたのだが、単月だとは言いながら、なかなか戻るような計数ではないから、むしろ、単月、この動きがもっと下押し圧力が大きくなるという意味で、もう少しみたいとおっしゃったのか。

門間調査統計局長

少しラウンドの関係などもあったりするので、ラウンドを除くとそんなにめちやくちや弱い訳でもない。少なくとも、サービスについては、下振れはない。それから、除く食料・エネルギーについても、多少は下振れてはいるが、これはラウンドが半分位あるので、ここもそうたいして大きく

下振れているという感じはない。やはり、食料とか、いわゆる食料工業製品とか、農水畜産物——スーパーの典型的なもの——が少し弱いかなという感じがある。これも6月、急に弱くなったというよりは、その2、3か月の動き、それから東京の7月の動きなどを、全部均してみると、少しやはり弱いかなという位のイメージである。非常に素直に申し上げると、前月、中間評価のところで、原油価格の分を少し上方修正した訳であるが、それに匹敵する位のアンダーラインの弱さが出てくる可能性があるところまで私も念頭に置いているので、そうであるとすると、結果的に中間評価前の数字位の方が妥当になってくる可能性が高いと思う。ただ、逆にいうと、それ以上今の時点で下落が加速している証拠もないので、そこは上下両方、まだもう少しみていかなければならない段階ではないかと考えている。

中村委員

雇用の問題であるが、生産のレベルがどこに戻るか、特に10月以降は分からないということなので、これがもう少しみえてくると、場合によっては、雇用調整が起こる可能性がある。先行きがとにかくみえないということで、例えば車の船積み計画も、まだ10月以降の分が提示されていないようだ。今後、場合によっては、雇用調整などが起こってくるのか。

門間調査統計局長

元々我々が想定している位のGDPのパスでいっても、雇用調整はもう少し深まると考えるのが自然だと思う。であるから、仮にそれが下振れるとなると、さらに厳しい調整も十分に有り得るので、そこは少なくともこれまでの生産の動きでは、思っていたよりも雇用は軽症で済むという材料は出てきていない。

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、次に金融環境に移りたいと思う。

雨宮企画局長

金融環境についてご説明申し上げます。関連データである貸出とマネーが今朝、また倒産が先程2時に出ており、インフレ期待関係の計数は明日の夕方ということであって、出ていないものも相当ある。事前にお配りしてある参考計表で資金調達コストをご説明した後、量の動きについては、今日別途お配りしてある(その2)の方に移りたいと思う。まず一番最初に、事前に配付してある金融環境の現状評価の参考計表の方をお開き頂きたい。インフレ予想の計数関係がまだ出ていないので、5頁図表5の資金調達コストのところまで飛んで頂きたい。資金調達コストの動きは、6月の貸出約定平均金利と7月の市場金利が出ている。まず、6月の貸出約定平均金利で、上から4つ目の短期の除く交付税特会向け、それからその下にある総合の除く交付税特会向けをご覧頂くと、6月は幾分上昇という感じである。ただ、単月では振れがあるので、全体としては極めて低水準の中での振れだとみておけばいいかと考えている。それから、真ん中より少し下にあるCP発行レートであるが、このベースでの集計では、6月まで0.29%と下がった後、7月は横這いであった。この7月の横這いというのは重要な意味があって、要するに7月に入ると期越えが入ってくる訳であるが、期越えは殆ど意識されておらず、プレミアムは乗っかっていないということが、この6、7月の数字でみてとれる。それからその少し下にある社債発行レートであるが、これも極く僅かであるが、低下という状況である。これらを総合して、6頁の下半分で加重平均の資金調達コストをご覧頂くと、一番右端の6月は、今少し申し上げたとおり貸出金利が若干上がっているのですが、全体としては低水準で横這いという評価でいいかと思っている。この先の資金調達コストの動向であるが、まず市場調

達でCP・社債について考えると、低格付けのものについてはまだ低下余地があるが、個別の企業あるいは業界のクレジット要因が非常に強くなっているため、恐らく下がるにしても非常に時間がかかるであろう。一方、高格付けは相当いいところまで来ているので、その意味では、基本的には低下方向ではあるが低下には限界があるという辺りかと思う。貸出金利であるが、ベースの市場金利はかなりいいところまで低下してきているが、問題は、この後申し上げるが、資金需要が後退し、一方で銀行は運用難で貸出姿勢を強めている中で、スプレッドがどうなるかがポイントになる。そこで、7頁の真ん中のスプレッド貸出のスプレッドをご覧頂くと、昨年終年から10bp近く(7~8bp)高くなった後、足許若干下がり出しているため、恐らくこの後は資金需給の地合いによってはこの部分が少し下がっていく可能性はあるだろう。従って、全体として資金調達コストの先行きについては、低下方向ではあると思うが、さすがに下げ余地は乏しくなっている感じだと思われる。調達コストは以上である。

今日お配りした参考計表その2の方に移って頂いて、右肩に図表11とある民間部門の資金調達からご覧頂きたい。まず、一番上の民間部門総資金調達である。7月は+0.7%となり、6月対比幾分伸びを縮めているが、その左側の1~3月辺りからご覧頂くと、少しずつ資金調達の勢いが鈍ってきていることが分かる。割と大きく寄与しているのがその下の銀行・信金・外銀計であるが、7月は+1.5%ポイントであり、6月の+1.8%ポイントから鈍っていることがご覧頂けると思う。その他、大きな変化はないが、寄与度ベースでは少しみにくい数字の変化を申し上げると、真ん中の政府系旧3公庫である。これは、寄与度ベースでは+0.2%ポイントから+0.2%ポイントということで全然変わっていないが、貸出の伸びでいうと、4月に前年比プラスに転じた後、5月、6月と伸びを高めており、6月は+5%まで伸びを高めている(7月はまだ数字が出ていないため、速報ベースで前年比横這いとしている)。このように、政府系は伸びを高めている状況である。直接市場には変化はない。次に、真ん中にある銀行貸出の伸びであるが、今

月一つ大きな特徴は、この銀行貸出の伸びの鈍化傾向が鮮明になってきたことだろうと思う。7月は特殊要因調整後で+2.8%になっている。因みに、その左側をご覧頂くと、四半期別なので少しみにくいですが、昨年のリーマン・ショック以降、銀行貸出の伸びが急激に高まった訳であるが、一番高くなったのが昨年12月と今年の1月が同じく前年比で+4.6%であった。ちなみに、昨年の7~9月の前年比が+2.3%であったので、約1四半期で2%ポイント強伸びがジャンプした訳である。それが徐々に沈静化してきていて、今7月で+2.8%まで沈静化してきたということである。背景としては、設備資金、運転資金需要とも弱くなっていることに加えて、この数か月は社債へのシフトも含めて資金需要が鈍化している。社債へのシフトという点で端的に現われているのが、業態別に6~7月で見ると、伸びが一番低くなった——大きく下がった——のは都銀であることがみて取れる。その社債であるが、一番下の数字をご覧頂くと、6月は1兆4,802億円と既往最高となった後、7月も8,160億円とかなり多めの発行が続いた。格付け別にみても、A格までは色々な会社（顔触れ）による発行が拡大傾向にあるとみられる。もう一つ、7月の特徴は、その下550億円と少額ではあるが、BBB格の公募分が出たということがある。その二つ左、5月に750億円のBBB格があるが、このうち600億円は個人向けであった。7月の550億円は電鉄系2社、IT系1社であるが、公募がたくさん出たことも特徴である。ただし、BBB格の発行がこの後どんどん拡大するとか、パイプラインに色々なものが入っているということではないようなので、BBB格以下は引き続き発行地合いは厳しい状態が続いているという評価で良いかと思う。あともう一つ、この2か月の特徴は、その下で株式の調達額が6月4,488億円、7月4,513億円と、割と大きい訳である。ただ、これは何か設備資金等々の資金需要というよりは、厳しい財務状況の中で格下げを避けるための財務基盤強化を目的に、メーカーあるいは航空会社、それと金融系がやや大きめの増資をしたことが、この株式調達額の増加の背景である。

貸出の動きを図表13の一番上のグラフの借入主体別の前年比でご覧

頂くと、灰色が塗ってある企業向けの伸びが、昨年の秋以降急激に高まったものが段々後退していることがみてとれると思う。一点、数字の注釈を申し上げておく。その下の企業向け貸出の企業規模別、資金使途別のうち右側の資金使途別をみると、太実線の設備投資資金が6月に跳ねているが、これは集計分類上の特殊要因である。個人の貸家業のビル・アパートローンは本来設備投資資金で計上しているが、銀行によって個人ローンの方に集計していた先があつて、これを設備投資資金の方に集計し直したことで跳ねている。この太線は左側をご覧頂くと2004年と2006年にも全く同じことが起きており、この時も同じことが原因であった。ただ、2004年と2006年の時は個別の銀行の集計違いが入ったということであったが、今回は集計表そのものを変えている。それで出てきたのがこの跳ね上がりなので、恐らく今回が最後だと思うが、いずれにせよこの跳ね上がりがもう1年続くということで、このグラフをみる時には1年分出張りを差し引いてみて頂きたいということである。

それから、アベイラビリティ関係の指標であるが、ゆっくりではあるが改善が続いている。図表17であるが、真ん中の金融機関の貸出態度で、日本公庫の中小企業が7月5.1%ポイントと若干であるが改善が続いている。一番下の資金繰りDIであるが、日本公庫も改善しているが、特に商工中金の7月-9.8%ポイントというレベルは、一番左をご覧頂くと10~12月-12.7%ポイント、7~9月-8.0%ポイントであるので、レベル的にはリーマン・ショック前位までになったということである。また、申し上げるまでもなく、短観の大企業は前回の調査から「楽である」超になっているので、その意味でも改善傾向が続いているということかと思う。次に、図表18の一番上で資金需要のアンケートであるが、資金需要は減少に転じている。2008年の後半に急激に需要が高まった後、それが沈静化し、足許はむしろ減少に転じている。それに対して、金融機関の貸出運営スタンスであるが、例えば(2)の貸出運営スタンスをみても、中小企業に加えて、大企業、中堅企業の方も積極化の方に転じているし、より実勢ベースの貸出スタンスを反映しているだろうと思われる右下

の信用リスク評価をみても、黒太線（中小企業）と細実線（大企業）とも、足許むしろ——まだこれは厳格化の領域ではあるが——緩和方向に動いている。全体としては、資金需要は落ち着きつつある中で、運用難から貸出姿勢の方は積極化しつつあるということで、こうしたことがその右側の図表 19 で——これは先程申し上げた数字のグラフであるが——、貸出態度が「緩い」超に動いてきた、それから資金繰り判断が改善してきたということの背景かと思われる。

図表 20 の企業倒産である。先程 2 時、この会合が始まったところで 7 月の数字が出ているので、この 7 月の数字だけ申し上げる。6 月の 1,422 件の右隣の計数は 1,386 件、その下の前年比 (7.4) に続く数字が (1.0)、その下の季調済のレベルが 1,367、負債総額は 3,710 億円で、その負債総額の前年比が -44.2%、その下の 1 件あたりの負債額が 2.7 億円ということである。中身はまだみえていないが、特徴点は二つあって、倒産件数と負債額である。まず一点目は倒産件数である。この 1~3 月に月平均 1,400 件になった後、凸凹はあるが、今年に入ってからほぼ横這いが続いているという状況である。二点目は負債総額である。今、負債総額の前年比は相当のマイナスであるということをお願いしたが、全般的に小粒化しているということであって、この 1 件あたり負債額も小さい。因みに、最近、上場企業の倒産が増えていたが、今月は上場企業の倒産はゼロになり、これは 2008 年の 1 月以来 1 年 6 か月振りである。

それから、その右側のマネー関係であるが、大きな変化はない。図表 22 の一番上でマネタリーベースは 7 月も引き続き +6.1% と、+6% 台のやや高め伸びが続いている。日銀券の発行高は 5 月が +1.1% と、恐らく特別給付金の支払いの関係でやや高め伸びになった後、少しずつ伸びを鈍化させている傾向が続いている。その下、真ん中のマネーストックであるが、7 月は +2.7% ということで、この 4~6 月と比べれば +2% 台半ばの伸びが続いているという評価で良いかと思うが、6 月と 7 月だけ単月で見ると、0.2% ポイント伸びが高まっている。この中身で少し特徴があるのが、下から二番目の CD が久し振りに +4.0% と大きく増えたことである。恐

らく法人は、相当手許資金が厚くなっている訳で、取り崩しの動きもあるのだが、この先の資金繰り懸念で手許には持っておくが、T Bも金利はゼロだし、タダ金を積むのも何なのでC Dに積んでおこう、恐らくそういうことでこれが増えたのだらうと思われる。マネーの関係で、バランスシート分解を図表 24 でみると、直近の数字も白抜きの財政要因の寄与が高まっているという最近の傾向が続いている。特に7月については、法人税の還付金が相当出ているということと、エコポイント関係の基金への支出が出ているということもあって、財政要因でマネーの+2%台半ばの伸びが維持されている状況である。

以上であるが、今月の特徴を二点申し上げると、まず金融環境の総括判断であるが、先程申し上げたとおり、C P・社債、特に社債については引き続きA格までは発行企業の広がりが見られているということ、それから金融機関の貸出態度、資金繰り等に関する企業の判断が改善しているということ踏まえると、全体としては引き続き改善が続いているという前月の評価で良いのではないかと思われる。段々明らかになってきた点が、先程申し上げたとおり、企業の資金需要が運転資金、設備資金、それから手許の取り崩しということも含め、段々後退してきていることである。そういう意味では、金融環境を評価する場合、金利、量、アベイラビリティということで評価してきている訳だが、この後、ディマンド・ドリブンで恐らく量がかなり減っていく可能性があるので、実際にこの数か月、まずC Pが前年割れをして、貸出の伸びが少しずつ後退してきて、社債は高いがこれは恐らく続かない——かなり前倒しなのでいずれ伸びが縮まっていく——だらうと思われる。従ってこの後、量の評価には注意が必要であると考えている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

西村副総裁

銀行券発行高の推移であるが、+0.7%であり、+0.6%、+0.7%、+0.8%位のところが今の経済情勢にしてみれば、大体その程度かなというところか。これは何とも答え難いかもしれないが。

雨宮企画局長

これは、ご案内のとおり、必ずしも個人消費だけでは説明できないが、当面、我々の予測ではもう少し伸びは低くなるだろうと思っている。夏から秋にかけて日足を置いてみると、多分+0.5%とか、0%台半ば位まで伸びは低下する見込みである。その後銀行券がどうなるかは、金利、消費の動向によってどうなるか今のところやや読み難いが、過去は、銀行券については、金利が付き出した時に相当大きく下がるだろうと思っていたら下がらなかったし、その後も比較的安定的な伸びが続いているので、何かここで大きく変化する感じは今のところみられないように思う。ただ当面はもう少し伸びは低くなる可能性はあると考えてみている。

須田委員

先程、量の評価がこれから難しくなるという話があったが、今、金融機関からみた資金需要は確かに落ちてきている。だから、金融機関からみたら貸せる量が減っているのだが、借り手サイドからみたら、借りたいという思いは、特に中小をはじめ、たくさんある。そういう部分もある中で、量をどう評価していくのか。少し前に資金需要がないと言って怒られたが。

雨宮企画局長

とんでもないと。

須田委員

そうである。

雨宮企画局長

それは多分資金需要——それは金はいくらでも貸してくれればありがたいと思っている企業は多いのだろうが——という場合に、本当は金利に対してどういう資金需要があるかという観点から、それを評価しなければいけないということ、もう一つは、レベル感と変化もだいぶ違うのだろうと思う。今、私は企業の資金繰り等々は改善しつつあると申し上げたが、資金繰りや金融機関の貸出態度の判断は、レベルで見るとまだ相当厳しいところにある訳であって、その意味では、やはり企業からみて貸出が——資金繰りが——、特に中小企業で楽になったとみているかということ、まだ相当歴史的に厳しい数字の中で改善の動きが始まっているということだと思う。また、金融機関の貸出態度も、確かにこの金融機関のアンケートで見ると、相当需給は緩んでいるものの、レベル的にはまだ厳しい。そのレベルの判断の違いという部分もあるように思う。あともう一つは、足許の評価と先行きということはあるとされていて、恐らく企業からみると——先程来これはご議論になっているが——、10～12月以降全くみえないという中で、資金需要あるいは自分のところの資金繰りについては、やはり慎重な見方に傾く傾向はかなり強く残るのではないかと思う。

野田委員

中小企業でいえば、先般、金懇で松本にお邪魔したのだが、緊急保証で少し調達している手許資金が、夏場以降、段々厳しくなるという声がやはり強かった。今はまだ取り敢えず残っているが、今後の売上動向、受注動向からすると、やはり秋口以降不安であると。加えて、やはり保証協会の保証態度もいわゆる借換えや、増額負担になかなか厳しくなっているという声が強くて、少し警戒感を強めたという印象である。

雨宮企画局長

そういう意味では、中小企業、特に零細企業の資金繰りが今後どう

なるかということと、もう一つは、倒産件数がどうなるかということは、この後実体経済がそれなりのテンポで改善するとすればその改善のテンポと、一方で、保証の限界的な効果というものは薄れていくので、実体経済、資金繰り面のプラス要因と、保証というつかえ棒が限界的に効果が薄れていく、その二つのプラスマイナス要因がどちらが強くなるかということがポイントだろうと思う。だから、非常に警戒的な人は、この後保証の限界的な効果が切れた中で、また中小企業の倒産がリバウンドするリスクを指摘する人も結構いる。

白川議長

他にご質問はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、最後に、金融経済月報の概要の説明をお願いします。

関根調査統計局参事役

それでは、私の方から実体経済、物価についてご報告させて頂く。まず景気の総括判断であるが、先程の調査統計局長からの説明があったが、現状は「下げ止まっている」、先行きは「次第に持ち直しに向かう」で変更はない。各論をご覧頂いても、実質的な変更点は一点だけであって、先行きのところの輸出・生産の持ち直しが続くと言っているところの理由であるが、これも先程の調査統計局長からの説明があったが、海外経済の動向についても挙げていくということであって、「内外の在庫調整の進捗や海外経済の改善などを背景に、持ち直しを続けるとみられる」という形にしている。そして物価関連については、CPIの現状について、先月は「マイナスとなっている」としていたものを「マイナス幅が拡大している」に変更した以外は、今月変更はない。私の方からは以上である。

加藤企画局参事役

続いて、金融についてご説明する。金融の最初のパートは、マーケットの説明である。事前にお配りしている資料ではアンダーラインの部分について、「長期国債金利および株価は前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場は前月と概ね同じ水準」と書かせて頂いている。前月は、金利の方は1.330%位で、株が大体9,250円前後、この二つは今の水準でも前月と比べ「上昇」で良いが、為替については先月の会合がちょうど93円10～40銭位だったので、今日のこの水準が明日も続いていく感じであれば、こちらの方は「対ドル相場下落」という形で修正させて頂ければと思う。また他のマーケットも動けば、それにあわせて修正させて頂きたいと思っている。次の総括判断は、先程企画局長からご説明させて頂いたように、「なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いている」という総括判断を維持している。これは先月と同じである。あとは、各論について、先月との変更点のアンダーラインのところだけご説明させて頂くが、企業の資金調達コストについて、先月は「一段と低下している」という形で書かせて頂いていたが、今月については、その低下した水準からほぼ横這いという感じで推移しているので、企業の資金調達コストについては、「低水準で横ばい圏内の動きとなっている」と記述させて頂いている。それから暫く飛んで頂いて、「一方」の後であるが、先程も企画局長から少しご説明したように、今後のディマンドを多少しっかりとみていきたいということもあり、「資金需要面では」というところをよりはっきり書いており、「企業の運転資金需要、設備資金需要とも後退しているほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金取り崩しの動きもみられている」と、ここは資金需要について、はっきりと整理させて頂いている。そのうえで、その次の行のところ、中程であるが、銀行貸出である。これは事前にはまだ数字が分からなかったもので、特に修正はさせて頂いてない。事前にお配りした資料では「銀行貸出は、伸びを低下させているものの、大企業向けを中心になお高めの伸びを続けている」というふうに記述しているが、先程ご説明したように、伸びが今鈍化しているので、ここについては、「銀

行貸出は」の後、ストレートに「銀行貸出は、伸びが鈍化してきている」という形ですっきりと書いてはどうかと考えている。それから残りの部分であるが、社債の発行については、先月は既往ピークだったが、今月も引き続き高い水準、若干水準は落ちているが高い水準なので、「社債の発行は高水準となっている」と記述していること、あと、企業の資金繰りについては、先月は「大企業、中小企業とも幾分改善している」だったが、これが特に中小企業中心に改善の姿がよりみえてきているので、表現としては「企業の資金繰りは、なお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いている」と、「幾分改善」というところをさらに若干進めて、「改善の動きが続いている」という形で記述させて頂いている。私からは以上である。

白川議長

資金需要のところであるが、運転資金、設備資金が後退しているというのは明らかに需要の後退だが、手許取り崩しというのは、需要の中の話として書いているのか。「資金需要面では、何々しているほか、一部にこういう動きがみられている」となっており、その書き出しが資金需要で始まるから、手許取り崩しも資金需要として整理されている。勿論、こういう整理もできるが、普通は需要があり、供給があり、最後、その過不足を手持ちで調整する、というのが一般的な理解かなとも思う。勿論それを独立的な需要として考える時も勿論あるから、なかなかその分類が難しいが、ここはどういう気持ちで書いているのか。

加藤企画局参事役

そこは、企業が今までかなり手許資金をより積み上げたいという気持ちで積み上げてきたが、ここにきてマインドが少し変わってきたなところを、この中に取り込みたいなという気持ちでここに…。

白川議長

多分、そうなんだろうと思ったが、そうすると、前の方の資金需要面では「後退している」、つまり、景気が悪いから、というマイナスの意としている一方、その後「ほか」では、多少プラスの話が来るので、多分、加藤参事役が今言ったようなことだろうと思いつつも、読んでみると、ちょっと意味合いが取りにくかったという印象が私にはある。

加藤企画局参事役

了解した。

白川議長

文章的には、全然、これでどうこうという話ではないので、執行部の方で適宜と思うが…。

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

(16時13分中断、11日9時00分再開)

白川議長

それでは、決定会合を再開する。本日の議事進行だが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融調節方針等に関する議案の取りまとめと採決、最後に7月14、15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。昨日同様、財務省からは香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえて、ご発言をお願いします。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にしたいと思うので、よろしく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。お一人5分ずつご発言頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の順番だが、中村委員、亀崎委員、山口副総裁、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁の順番である。それでは中村委員願います。

中村委員

世界経済は、前回会合以降に公表された経済指標や、日米欧の4～6月期の企業決算が概ね市場予想を上回る結果だったことなどから、悪化のペースが和らぎ下げ止まっていることが改めて確認された。また、世界各国で導入された金融・財政政策の効果が指標等でも徐々に確認され始めている。こうした景気の下げ止まり感が広く共有され始めたことなどを通じて、市場のリスクに対する許容度も回復しつつあり、株価の上昇や、クレジット・スプレッドの縮小、原油等の国際商品市況の上昇にも繋がった。

この間、米国では商工業向け銀行貸出残高が減少しているほか、不動産向けや個人向け貸出の伸びも縮小している。また、欧州でも、ECBによる銀行貸出調査では貸出態度は緩和傾向にあるようだが、民間貸出の前年比伸び率は低下している。景気悪化による資金需要の低迷もあるが、金融機関の信用仲介機能が十分に回復していないことが窺われる。

海外経済についてだが、米国では、4～6月の実質GDPが前期比年率-1.0%と、4四半期連続の減少となった。1～3月期に比べ、設備、在庫、住宅投資の前期比減少率が縮小したほか、政府支出が拡大に転じたことから実質GDPの減少幅は改善しており、ページブックが景気後退のペースは大半の地区で減速または安定化したと報告しているように、経済全般は下げ止まっている。住宅市場でも、価格の低下傾向は続いているが、

販売件数が新築、中古とも3か月連続で増加したほか、一戸建ての着工件数も増加するなど、水準は極めて低いものの調整が進捗している。7月の新車販売が、各社の販売促進策に加え、24日から導入された政府によるスクラップ・インセンティブにより昨年9月以来となる年率1,142万台まで回復するなど、景気対策の効果が顕現化している。また、7月の非農業部門雇用者数が前月比24万7,000人減少するなど、雇用環境は引き続き厳しい状況に変わりはないが、減少幅は徐々に縮小しており、悪化のペースは和らいでいるようである。

こうした改善の動きがみられる一方、個人消費は弱めの動きが続いている。4～6月の個人消費は耐久財消費を中心に再び減少に転じたほか、I C S Cが公表した7月の小売チェーン既存店売上は前年比-5%となった。コンファランスボードの消費者信頼感指数が2か月連続で減少したことが示すように、消費者のコンフィデンスにも弱さが窺われる。家計のバランスシートが傷んでいるだけに、減税や自動車買替え促進策等の景気対策による押し上げ効果を除いた自律的な消費拡大は見込みにくい状況である。7月28日にイエレン・サンフランシスコ連銀総裁が指摘したように、米国景気の回復ペースは、いらいらする程緩慢なものとなる可能性が高いと思われる。

欧州についても、輸出が減少しているが、減少幅は縮小するなど経済の悪化のテンポは徐々に和らいでいる。ユーロエリアの5月の鉱工業生産は、投資財を中心に増加し、9か月振りの増加となったほか、PMIや消費者コンフィデンスの改善も続いている。ただし、ユーロエリアの6月の失業率が9.4%と、1999年6月以来となる水準まで上昇するなど、雇用・所得環境の悪化が継続しており、家計は慎重な消費行動をとっていくと見込まれる。

中国経済は、内需を中心に伸びを高めている。中国人民銀行が公表した4～6月の実質GDPの前期比年率は14.9%増加するなど、非常に高い伸びとなった。輸出が依然として、前年比2割程度下落し続けているものの、金融緩和や景気対策の効果から、内需、特に固定資産投資が高い伸びを続

けて経済を牽引している。なお、中国では、銀行貸出が大幅に増加していることから、一部資金が株式や不動産といった資産に流入し、バブルが形成されているとの懸念もある。一方、中国共産党政治局は7月23日に、適度に緩和的な金融政策と積極的な財政政策を続ける方針を確認しており、10月の建国60周年を控え、高めの成長を維持するとの政府方針に揺るぎはないようである。しかしながら、輸出依存度が高い国だけに、政府主導の投資の動きを民間部門へ引き継ぎ、持続的な高成長を継続していくことは相応に難しいと考えざるを得ない。

その他のアジアの経済をみても、韓国とシンガポールの4~6月の実質GDP成長率がそれぞれ前期比年率9.7%、20.4%と大幅に拡大しており、輸出を中心に経済が持ち直していることが確認された。

国内経済については、輸出や生産が持ち直してきており、景気は下げ止まっている。17日に公表される4~6月の実質GDP成長率も、純輸出が大幅に増加するほか、政府支出も増加し、個人消費が増加に転じるとの見通しのもと、民間予想では前期比年率4%程度の伸びが予想されている。

4~6月の実質輸出は、自動車や電子部品等を中心に海外在庫の調整が進捗する中、各国の政策効果もあって、前期比+12.3%と高い伸びとなった。特に中国向けを中心に東アジア向けが大きく増加している。なお、自動車関連は、2か月連続で二桁増加し、水準も徐々に切り上がりつつあるが、先行きの回復見通しについては、メーカーは慎重に見極めようとしているようである。また、海外現地工場の減産緩和を優先する動きもあり、海外での自動車販売の需要回復は、日本からの輸出増とは必ずしもならない可能性もあるようである。

生産は、内外の在庫調整の進捗や自動車の増産効果などを背景に、4~6月は前期比8.3%増加し、7~9月も7.4%増加する見通しであり、持ち直している。

設備投資については、大企業を対象とした日本政策投資銀行の調査では、2009年度全産業で前年比-9.2%と、2年連続で減少する計画となっている。製造業を中心に設備の過剰感は強く、先行きの最終需要の水準が見極

めがたいだけに、下期以降の業績がある程度見通せるまでは、新たな投資は抑制的とならざるを得ないようである。

企業の業績予想をみると、8月9日までに第1四半期の決算発表を行った金融業を除く東証一部上場987社を対象とした新光総研の集計では、2009年度の売上高は前年比-11.6%——2008年度は-7.4%だが——、経常利益は前年比-6.3%と2008年度の-63.2%に引き続き減益が見込まれている。企業は売上減による収益悪化を徹底した合理化努力により、食い止めようとしているようである。

消費者コンフィデンス関連指数は継続して改善しているが、個人消費は全体としては弱めの動きとなっている。経済対策の効果により、家電や自動車といった耐久消費財の販売は増加しているものの、サービス消費は低調に推移している。

雇用環境については、6月の完全失業率は2003年6月以来となる5.4%まで上昇したほか、有効求人倍率も過去最低の水準で推移している。一人当たり名目賃金も残業代のカットや、夏季賞与が全産業で前年比14.5%減少していることなどから、家計所得は大幅に減少している。今後の需要が、想定した程回復が見込めないとすれば、賃金の引き下げにも手を付けざるを得ない、との経営者の話も聞かれており、雇用・所得環境は引き続き厳しい状況が続くと思われる。

消費者物価については、6月は前年比-1.7%まで低下した。昨年高騰した石油製品価格や食料品価格の反動の影響が大きいだけでなく、食料及びエネルギーを除いた前年比の指数もマイナス幅が拡大している。経済活動の弱さを反映して、基調的な物価上昇圧力は弱まっており、先行きも、当面は食料及びエネルギーを除いた物価の下落幅が拡大していくと思われる。

一方、足許、世界の中央銀行が緩和的な金融政策を行っている中、一次産品価格が世界経済の下げ止まりや、中国向けの需要増大などが意識されて上昇傾向にある。やや長い目でみた物価上昇への影響については、注視していく必要があるようだ。私からは以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

世界の景気は、在庫調整の進捗や、各国金融・財政政策の効果から、下げ止まっているように窺われる。しかし、景気の水準は大幅に低下した状態であり、今後の回復のペースも弱々しいものになるように思われる。また、これまで指摘されている多くのリスクも大きくは変わっておらず、金融・商品市場も、総じて不安定な地合いにある状況が続いている。

個別国・地域ごとにみると、まず米国は、4～6月の実質GDPが前期比年率で-1.0%と、1947年以来の4期連続の悪化となったが、1～3月の-6.4%からはマイナス幅が大きく縮小しており、悪化のペースが緩やかになってきている。内訳をみると、個人消費は減少に転じたが、公共投資の増加や在庫圧縮ペースの鈍化、設備や住宅投資の減少幅縮小などが、全体のマイナス幅縮小に寄与している。公共投資は、足許、道路工事が目にみえて増えたとの声が聞かれるなど、2月に成立した大型経済対策が具体化して動き出し始めているようにみえる。住宅投資も、金利低下や減税、各種の住宅挺入れ策などを背景に、新築及び中古の販売件数の前月比が4月以降3か月連続のプラス、着工件数ならびに着工許可件数の前月比が5、6月と2か月連続のプラス、FHFA住宅価格指数の前月比は5月にプラスとなるなど、下げ止まりを窺わせる指標の発表が続いている。

総額7,872億ドルの大型経済対策については、6月までの支出が1,000億ドルにとどまっていることから、これから支出が本格化してくると考えられる。従って、今後の景気は、その効果もあって早晩回復局面に入るものと思う。しかし、雇用者数の減少幅は縮小したとはいえ、まだ減少している中では、力強い回復は期待しにくい。実際、個人消費は、ミシガン大学、コンファランス・ボードの両消費者信頼感指数が再び低下するなど、やや心配な状況になっており、住宅投資についても、引き続き警戒心を

持ってみていく必要があると思う。

なお、米国大手行の4～6月期決算は、市場環境の好転による有価証券の売買益や引受手数料の増加などから市場予想を上回った。こうした中、官民ファンドなど不良資産の処理策については、半ば忘れられた感がある。しかし、各行とも信用コストは一段と増加しており、市場環境によらず、安定的に収益を挙げられる状況にはない。また、地域銀行については、不動産担保ローンの焦げ付き増加により資本不足に陥る先もみられており、このところ倒産件数も急増している。このように、金融システムに関する不透明感は完全には払拭されておらず、銀行の金融仲介機能が平常時の状態に戻るまでには、まだ時間がかかるものと思う。このことが、今後とも景気回復の足枷となることについて、引き続き懸念している。

欧州も、引き続きサーベイ調査の回復傾向は続いているほか、自動車販売や工業生産など、一部のハードデータに明るいものが出てきており、幾分悪化のペースは落ちてきているものとみられる。しかし、雇用情勢の悪化に歯止めが掛からない中、自動車以外の消費は弱いほか、輸出の減少も続いている。また、中東欧諸国の経済情勢の悪化も、引き続き大きな懸念材料である。こうした中、先日のECB政策理事会後の声明文では、景気動向については、今年の残りの期間も引き続き停滞することが見込まれる、との認識が示されるなど、他地域より厳しい状況にあるように思う。

中国は、4～6月期の実質GDPが、前年比で+7.9%、人民銀行による前期比年率の試算値は+14.9%となるなど、景気回復傾向がより明確になってきている。輸出の減少傾向は続いているが、金融・財政政策の効果により、内需は固定資産投資を中心に力強いものとなっている。こうした中、大手国有銀行の貸出抑制姿勢が伝えられたり、人民銀行が金融緩和策の微調整に言及するなど、株や不動産など資産価格のバブル懸念が膨らみつつあるように思う。NIEs、ASEANについても、中国向けを中心に輸出や生産の減少に歯止めが掛かり、個人消費も横這い圏内の動きとなるなど、下げ止まっているとみられる。

日本の景気は、輸出や生産の持ち直しの動きが続き、これまでの悪化に

歯止めが掛かって下げ止まっている。ただし、水準としては、依然として非常に低いところにある。

輸出は、世界的な在庫調整の進展や中国の内需回復を主因に、また生産はこれらに加え、家電のエコポイント制や、廃車インセンティブ、エコカー減税などの施策が関連製品の消費を喚起したこともあって、いずれも持ち直しの動きが続いている。しかし、実質輸出、鉱工業生産とも、ピーク比6~7割の水準まで下落した後、7~8割の水準へと1割程度戻したに過ぎない。そのため設備稼働率は然程上がらず、企業収益は小幅の回復にとどまっており、設備投資や雇用、給与、賞与の削減が続いている。こうした中、個人消費は政府の施策関連品目以外では弱い動きとなっているほか、住宅投資も一段と減少している。このように、足許の景気は下げ止まっているが、企業の活動水準が低い故に、自律的な回復には繋がりにくい状態にある。

今後の景気は、そもそも世界経済が持続的に改善していくという前提のもとにおいて、次第に持ち直しに向かうものとみられる。しかし、その世界経済は、過去数年間に亘って蓄積された様々な過剰の調整に相応の時間を要するとみられ、回復の持続性には大きな不確実性があると言わざるを得ない。従って、その帰趨次第で、景気は再び失速する危険性があることには、今後、大きな注意を払っていく必要があると思う。

次に、物価動向である。国際商品市況は、3月頃をボトムに上昇してきたが、景気回復期待が強まる一方で、足許の需給悪化・在庫増加も意識されており、一進一退の動きとなっている。米国CFTCによるエネルギー市場における投機資金抑制策については、現在、投資家や議会を巻き込んで議論の最中であるが、こうした議論自体が、一本調子での価格上昇を抑えている面もあるかと思う。

CPI（除く生鮮食品）は、6月の前年比が-1.7%となり、引き続き下落幅が拡大している。今のところ、食料・エネルギー価格の下落が主因であり、想定どおりの動きであるが、これらを除く、いわゆるコアコアベースでも-0.7%とマイナス幅を拡大していることには注意したいと思う。

CPIを構成する524品目中の前年比上昇品目数と価格下落品目数との差も、食料、エネルギー以外の価格下落品目数が増えたため-11と2006年7月以来のマイナスに転じ、価格低下の動きが広範化してきている。今のところ、状況が大きく変わったとは認識していないが、ウエイトの小さい品目についても幅広く下落し始めた原因が、需給ギャップの拡大や、デフレ期待の高まりが影響しているのだとすれば、今年の食料・エネルギー価格上昇と下落の影響が一巡した後も、物価は長期に亘って下落を続ける可能性があるため、警戒が必要だと思う。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

前回会合後に公表された国内の経済指標などについては、大きなサプライズはなかったと思っている。従って、国内の景気、物価の現状評価と先行き見通しに関しては、昨日、執行部から説明のあった、月報の概要の線で違和感はない。

本日は、もうこれで終わって良いところであるが、多少感想めいたことを敢えて述べさせて頂きたいと思う。

一つは、国際金融資本市場の雰囲気である。ここ数か月かなりの振幅を伴ってきた訳であるが、趨勢としてみると、じわじわと明るさを増してきている、と言っていいと思う。この間、市場参加者のリスク許容度ははっきりと回復しつつあるように窺われる。私自身が想定していた展開との比較では、市場はかなり強気に振れていると、やや誇張はしているが、そんな感じである。実際に株価をみると、米欧とも金融機関、素材、ハイテク関連など幅広い業種で上昇しているし、3月頃のボトムから比べると4割近く高い水準にある。LIBOR-OISスプレッドも、リーマン・ショック以前の水準まで低下している。それから、社債の対国債スプレッドも、やや格付けの低い銘柄を含めて、一段と低下している。さらに、米

欧の長期金利については、景気に対する見方の前進といったこともあり、緩やかな上昇トレンドにある。また、中国、インド、ブラジルその他多くのエマージング諸国の株価もリーマン・ショック前の水準まで上昇している。

それからもう一点は、海外の実体経済である。基本的には、足許は下げ止まっており、先行きは緩やかに持ち直していく、という前回会合以来の評価を踏襲することで良いと思う。ただ、仔細にみると、ここでもポジティブ・サプライズとっていい動きがない訳ではない。いずれも広い意味での政策効果の現れということだと思う。この点は昨日、堀井理事が指摘しておられたとおりであるが、一つは米国の住宅関連指標で、住宅着工件数とか販売件数が前期比増加に転じてきているといったことがある。それから、同じ米国の経済指標でISMの製造業指数が48.9と改善・悪化の分岐点とされる50に迫る水準まで回復してきたということもある。さらに二つ目は、中国の4~6月期の実質GDPがかなり高い伸びとなったということが指摘できるかと思う。

以上が海外の金融資本市場、それから実体経済ということであるが、三点目は我が国経済に関してである。各種の経済指標の動きをみると、全体としては想定範囲内ということだろう。ただ、やや細かくみると、中国向けを中心とした輸出の増加ペース、あるいは輸送機械、電子部品・デバイスを中心とした生産の持ち直しのテンポなどにみられるように、輸出、生産の回復は、以前考えていたよりも幾分速いように思われる。そういう意味で、私自身は、今回、景気の総括判断をもう一歩進めて、持ち直しに転じつつある、としても良いかと実は考えた。しかしながら、厳しい企業の収益状況とか悪化が続く雇用・所得環境を踏まえて、もう少し経済全体の動きを見極めたいということで、一応保守的に思いとどまった次第である。

四点目は、物価、就中消費者物価である。大きな流れとしては、我々のこれまでの見方から逸脱するものではないと思っているが、ここにきての下落幅はやや想定を上回っている。昨年秋以降の大幅な景気後退による需

給バランス悪化の影響が徐々に顕現化してきている、あるいは経済全般に浸透してきている、といった面もあるのではないかと思う。

こうした感想を踏まえたうえで、さらに感想めいたことをやや誇張を込めて二つばかりお話させて頂きたいと思う。

一つは、以前の会合でも議論になった点と関連するが、今述べたように、国際金融資本市場は、このところ、その機能度を回復しつつある。また海外の実体経済についても、大きなネガティブ・サプライズがない中で、むしろポジティブ・サプライズが少しずつではあるが、目に付くようになってきている。こうした二つのことが最近の変化といえれば変化と思われる。我々としては、これら多少とも良い方向への動きをもう少し素直に受止めても良いのかもしれない。言い換えると、1990年代の我々にとっての苦い経験というのが、我々の情勢認識にいつも悲観バイアスをかけている可能性に注意しなければならないのかもしれない。こんな感想を持っている。

それからもう一点が、我が国の景気、物価についてであるが、先程申し上げたように、景気が幾分か早めの立ち直りをみせつつあるようにも思われる。その一方で消費者物価の下落幅が想定よりもやや大きめになってきている。これらは、非常に微妙な変化ではあるが、ひょっとすると注目すべき変化のようにも思われる。こうした景気と物価の動きをどう総合的に理解すべきか、そしてこのことが、この先の我々の情勢判断、ひいては政策判断を多少とも難しくすることにならないのかどうか、こういった辺りは率直に言って、気になるところである。

いずれもやや誇張しての話であるので、大きなトレンド自体は冒頭申し上げたように、昨日の執行部の説明に沿っている訳であるが、敢えて申し上げると今申し上げたような感想がある。その中の幾つかについては、夏休みの宿題ということで自分なりに考えてみたいと思ってる。我が国の金融環境については、次のセッションでお話したい。私からは以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

景気は内外とも下げ止まっている。月報の概要も執行部案に違和感はない。前回会合以降、米国の企業決算が概ね底堅い内容であったことや、住宅市場や雇用統計の改善もあって、グローバルにリスクテイク姿勢が再び高まりつつあり、国によって程度の差はあるが、株価上昇やクレジット・スプレッドの縮小がみられる。政策効果や金融システムについての不透明感は依然として拭えないが、極端な悲観論は解消されつつある。このようなセンチメントの改善のもと、前回会合以降公表されたデータは、我が国の景気が今年度後半以降持ち直していくというシナリオの蓋然性が多少なりとも高まっていることを示しており、リスクバランスをニュートラルの方向に戻していく段階にきているのではないかと、この思いを強くしているところである。

それでは米国の指標からみていく。先般、4～6月期の実質GDPが公表され、前期比年率-1.0%とマイナス幅を大きく縮小させた。個人消費は再びマイナスに転じたものの、ほぼ想定していたとおりの展開といえる。市場では、年後半は2%台半ばのプラス成長との見方が増えているようである。項目別には、最も気になるのがウエイトの高い個人消費である。消費に影響を与える雇用については、非農業部門雇用者数の減少幅は縮小傾向にあるが、賃金上昇幅は低下傾向にあるとともに、失業を巡る環境はまだ悪化傾向にあるとみている。自己破産件数が大幅に増加し、消費者信用残高の減少が続くなど、家計の財務ストレスは引き続き強く、消費を取り巻く環境は依然として厳しいと言わざるを得ない。もともと、自動車買替え促進策など政策効果も出始めており、こういった政策効果が、足許一服感が窺われるコンフィデンスや7～9月以降の個人消費の押し上げにどの程度繋がっていくのか注目している。調整の続く住宅市場では、NAHB住宅市場指数が改善し、中古・新築住宅販売が増加傾向に転じているほか、住宅着工も2か月続けて増加している。住宅の一次取得者にとって、賃貸よりも購入の方が有利となってきているようであるし、減税効果もある。

また住宅価格も前月比で見れば漸く上昇に転じている。もちろん、雇用環境の厳しさのもと、在庫水準が依然として高いことや差し押さえ物件の多さ等から、住宅価格の調整が簡単に終息に向かうとはみていないが、それでも底入れに向けた動きが広がりつつあるのも事実である。欧州経済についての認識は前回から変えていないので省略する。

アジア諸国に関しては、中国では内需を中心に景気の拡大傾向が強まっている。工業生産は、電機、自動車を中心に2か月連続でプラス幅を拡大したほか、消費財小売売上総額も実質化すると前月に比べかなり伸び率が高まっているとみられる。もともと、前回会合でも指摘したとおり、官業のウエイト拡大と過熱感が出ている点には留意が必要である。市場でも、マネーと人民元貸出の大幅な伸びが続いている点を指摘し、バブルの可能性やサステナビリティを不安視する声が増えている。NIEs、ASEANでは、輸出と生産が引き続き増加していることに加え、自動車販売に購入促進策が奏効するなど、内需にも持ち直しの動きが窺われている。インド経済も製造業PMIが継続して50を超えるなど、成長率を高めつつある。資源国も資源価格が戻っているもとで、次第に落ち着きを取り戻しつつあり、新興国経済の力強さは、想定していたよりも増しているように思われる。

以上のような世界経済のもとで、我が国の経済指標にも景気下げ止まり、ないしは持ち直しを示唆する動きが広がりつつある。まず景気回復の牽引役である輸出であるが、4~6月の実質輸出は前期比+12.3%の大幅増となった。自動車メーカーから米国での在庫調整終了を指摘する声が聞かれるなど、輸出は今後も増加が続く可能性が高いとみられる。こうした中、鉱工業生産指数も4~6月は四半期としては過去二番目の高い伸びとなった。生産の回復を示す業種に広がりが見られることや、在庫率が大幅に低下するなど、今のところ持ち直しに向けた展開が続いている。予測指数によれば7~9月も7%台半ばの伸びは確保できそうであるし、調査統計局のマイクロヒアリングによれば、不確実性は高いとはいえ、10~12月もプラスとなりそうである。また、企業収益や設備投資、特に能増投資の行方

を考えるうえでは、生産水準が採算ラインまで回復するかどうかの一つのポイントになるが、このまま計画どおり生産が回復したとしても、それは早くも10～12月とみられるので、少なくとも年内は設備投資を取り巻く環境は厳しいと言わざるを得ない。機械受注をみても、7～9月の見通しはマイナス幅をやや拡大させており、下げ止まりと判断できるようになるまでには、もう少し時間がかかりそうである。住宅投資も、6月の新設住宅着工戸数をみると7か月連続で前年割れとなっており、依然として上向き兆しは窺われていない。

一方、個人消費については、政策効果によって自動車やエコ家電に動向がみられる。自動車販売は前年比マイナス幅の縮小傾向が続いており、特に、普通乗用車の登録台数は1年振りに前年水準を上回った。薄型テレビも好調である。もっとも、6月の就業者数が、生産工程・労務作業者を中心に前年比-2.3%の下落率となったほか、失業率が上昇し、名目賃金も前年比-7.1%の大幅下落となるなど、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、政策効果の及ばないその他の項目の消費は弱く、全体として引き続き弱めの動きが続くという基本的な見方に変わりない。以上のような足許の指標動向を反映して、4～6月期の実質GDP成長率は5四半期振りに増加すると見込まれている。回復の持続性については政策効果の不確実性もあって最終需要の先行き不透明感が強いと言わざるを得ないが、少なくとも足許のテールリスクは相当程度低下していると判断できそうである。

最後に、現在想定されるリスク要因——グローバル経済の下で、FedやECBとの共通点が多くなるが——を簡単に整理しておく。まず一つ目は、国際金融資本市場に関するリスクである。最近、米国では、借り換え問題がクローズアップされつつある商業用不動産問題に加えて、プライムローンにまで不良債権化の傾向がみられているといった指摘も聞かれている。欧州市場の脆弱性と併せて、実体経済と金融の負の相乗作用に対する警戒は怠るべきではない。二つ目は、保護主義圧力の増大リスクである。これはECBも指摘している点である。三つ目は財政政策に関するリスクである。拡張的なマクロ経済政策が想定以上に経済を押し上げてしまうリ

スクには、その後の反動も大きくなる可能性があるので警戒が必要である。既に中国についてはそうした指摘が増えている。また、財政ディシプリンへの疑念による長期金利の上振れリスクにも留意が必要である。四つ目は物価に関するリスクである。足許はマクロの需給バランス悪化に伴う物価の下振れリスクの方を意識しておく必要があり、温和なデフレを越えた動きとなる可能性もある。もっとも、企業が過度な値下げに踏み切るとも考えがたく、需給バランス悪化の影響を過大評価するリスクにも留意が必要である。一方、長い目でみれば、拡張的なマクロ政策が長引くことによって、インフレ予想や一次産品価格を上振れさせてしまうリスクについても、引き続き留意する必要がある。以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

野田委員

前回会合以降に明らかになった経済指標、調査結果等は、我が国経済が最悪期を脱し、4～6月期に全体として下げ止まったことを改めて裏付けるものであった。在庫調整が進み、各種政策対応の効果が現出するもとの、輸出と生産が持ち直し、公共投資が増加する一方で、国内民需は基調的には厳しいという構図が続いている。

まず海外経済をみると、全体としては下げ止まっていることが前回会合以降、一層明確になるとともに、回復に転じる時期や回復のスピードについての地域差も、よりはっきりしてきた。すなわち、米欧は悪化テンポが緩やかになり、アジアは中国、インドが回復に、NIEs、ASEANは持ち直しにそれぞれ転じたとみられる。地域別にみると、米国経済は、4～6月期の実質GDPが前期比年率で-1.0%となり、経済の縮小幅は前2四半期から大きく改善し、最悪期を脱して、悪化のテンポが和らいでいるということがほぼ確認された。また、今後、下げ止まりから持ち直しへの動きを示唆するデータも少なくなかった。住宅着工件数は13四半期振り

に前期比プラスに転じ、ケース・シラー住宅価格指数が前月比のマイナス幅をゼロ近傍まで縮小させるなど、米国経済回復に欠かせないとされてきた住宅市場に底打ちの兆しがほのかにみえ始めた。機械投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)は、2 四半期の大きな減少のあと、4~6 月期は横這いまで戻し、ISM製造業指数も7 月には悪化から改善への分岐点である50 に限りなく近づいた。労働市場も、引き続き縮小しているものの、その縮小テンポが緩やかになったことは確かなようにみえる。もっとも、経済全体としての改善のモメンタムは弱々しいものになる可能性が高いと思われる。というのも、GDPのコンポーネントの中でなお高いウエイトを占める個人消費は、4~6 月期は財政による挺入れがありながらも前期比マイナスに転落し、消費の力不足を印象づけたが、先行きについても、力不足の背景にある家計のバランスシート調整や雇用・所得に関する不安などの解消には相応の時間を要すると考えられることから、消費の回復テンポについては慎重にみざるを得ないからである。欧州経済も、悪化のテンポは徐々に和らいでいる。回復に向けた足取りは足許速まっていることを先週のECBの声明文は示唆しているが、アジアや米国に比べると相対的に遅いのも事実である。中国経済であるが、中国人民銀行による実質GDPの前期比年率ベースの推計値によると、4~6 月期+14.9%と急回復をみせている。積極的な財政政策及び金融緩和の効果により、固定資産投資が前年比4割増にも迫る勢いで増加している。内需のもう一つの柱である消費も、政府による家電等の購入インセンティブ付与策が寄与し、堅調に推移している。このように旺盛な内需が、なかなか本格的に回復がみられない輸出の穴を埋め、比較的高い成長が当面続くものとみられる。かねてから指摘してきたが、これらには上下双方向のリスクがあるが、このところの中国政府や中央銀行首脳発言からは、景気腰折れという下振れリスクよりも、どちらかという資産価格の上昇、生産能力の過剰の深刻化といった上振れリスクへの警戒を強めているところである。国際金融資本市場をみると、米国企業の4~6 月期決算はリストラ効果により概ね底堅い内容であったことや、前述の実体経済の改善傾向を

背景に、リスク性資産を買い戻す動きが再び活発化している。一方で、4～6月期の金融機関の決算内容からは、不良債権という金融システムにおける獅子身中の虫との決別の困難さが改めて意識されることとなったこともあって、金融資本市場はなお不安定な状態から脱し切れず、引き続き実体経済に対する重大なリスク要素となっている。

次に、我が国経済であるが、実質輸出からみると、6月は4か月連続の増加となり、持ち直していることを一段と明確に示した。もっとも、水準としては、ピーク対比で7割程度にとどまっている。設備投資は、4～6月期の資本財総供給が前期比-13.5%となるなど、大幅に減少している。機械受注や建築着工床面積などの先行指標は、6月単月では大きく改善し、設備投資の先行きの下げ止まりを示唆するものであったが、四半期ベースでみると4～6月期は機械受注は減少のテンポは緩やかになりつつも減少を続けており、建築着工床面積は大幅に減少している。企業収益は大きく落ち込んでおり、この足許までの上場企業の4～6月期決算をみても、全体的には足許の生産回復とコスト削減が通期の業績の上方修正には繋がっていないということがみられる。こうした厳しい収益環境や設備過剰感を背景に、設備投資は下げ止まりに向かうとしても、その先の回復のモメンタムは弱いものとなる可能性が高いと思われる。家計部門であるが、個人消費は、補助金や減税の対象となったエコ関連の自動車や家電を除き、弱い動きとなっている。6月の有効求人倍率が2か月連続で既往最低を更新し、一人当たりの名目賃金は賞与の削減から過去最大のマイナス幅となった。雇用・所得環境が厳しさを増す中で、政策の効果が薄れていくにつれ、個人消費は足許の弱めから、比較的はつきりした弱い動きとなるものとみている。

以上の需要動向を踏まえ生産をみると、在庫調整の進捗から、6月は4か月連続の増加となり、持ち直していることが一段と明確になった。もっとも、これも水準でみるとピーク対比約70%強にとどまっている。生産予測調査やミクロ情報からは、7～9月期も一桁台後半程度の前期比プラスになることが見込まれているが、ここまでは在庫調整の進捗と財政政策

効果の反映という4～6月期の延長線上の動きと理解している。10～12月期あるいはそれ以降の生産がいわゆる減産緩和から本格的な増産に転ずるかどうかは、最終需要の一段の回復、それはとりもなおさず、海外、特に先進国経済の回復にかかっている。この点の不確実性が非常に高いということとは前回以降変わっていない。

最後に物価について述べる。6月のコアCPIは前年比-1.7%となり、マイナス幅が拡大した。伸び率低下の背景をみると、既往の石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きが主因であることはこれまでと同じであるが、除く食料・エネルギーや刈込平均指数の前年比マイナス幅の拡大に表われているように、それ以外の財・サービスにおける価格低下が広がっており、そのテンポは先月の展望レポート見直し時点での私の見通しよりやや速かったという印象である。経済全体の需給バランスの悪化や、ごく一部の耐久消費財以外の財・サービスに対する消費の根本的な弱さが、物価形成上、思いのほか大きい下押し圧力となっていくのではないかと警戒心を強めているところである。今後の物価関連データを丹念に点検していきたいと思う。以上である。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

まず国内民間需要であるが、企業が夏季賞与の大幅削減など経費削減を強化し、設備投資姿勢を一段と消極化するもとで低調となっている。雇用・所得環境の悪化も顕在化している。6月は、有効求人倍率は0.43倍と2か月連続で過去最低を更新した。また、毎月勤労統計(速報値)は、現金給与総額が前年同月比-7.1%と過去最大の落ち込みとなった。今後、鉱工業の稼働率指数の水準が80程度——5月は72.6であったが——までしか回復しない場合、赤字転落や赤字継続となる製造業も多いと思われ、企業の存続を賭けた正社員の賃金カット、整理といった動き

が広がることも予想される。これまで企業は、大幅な減益や最終赤字に陥っても、雇用調整助成金の活用、労働時間の短縮や一時休業によって、雇用削減を極力回避してきたが、限界に差しかかっている。東京商工リサーチの調べによれば、2009年上半期に希望・早期退職者を募集した上場企業数は前年同期比3.7倍の145社にのぼっており、年間ベースで既往ピークである2002年の200社に迫る勢いである。こうした中、完全失業率が6%台に乗るのは時間の問題との見方もある。

個人消費をみると、足許では、自動車、家電販売等の消費刺激策の効果が現われているが、それ以外の消費関連指標は軒並み悪化している。消費者の節約志向の強まりを受けて、小売各社は粗利益の減少を覚悟でセールを増やしたり、価格を引き下げたりと需要掘り起こしに躍起になっている。ただ、値下げによる販売数量の押し上げ効果は期待外れで、マイクロ情報によれば、セールを6月に前倒した百貨店では早くも7月から反動で販売不振に陥っているとのことである。雇用者所得の減少を受けて、個人消費は、早い段階に弱めの動きから下振れてしまうリスクがある。住宅投資であるが、6月の住宅着工戸数は、前年同月比-32.4%の年率74.9万戸と、3か月連続で30%超のマイナス、あるいは年率70万戸台で推移するなど、不振を極めていいる。特に分譲マンションは前年同月比-68.2%の4,592戸まで落ち込み、改正建築基準法施行の影響で急減した2007年9月の5,328戸を下回り、1985年1月以降の最低を更新した。この背景として、家計部門の恒常所得に対する期待値が低下した可能性、マンションの販売価格の下落期待、年金、介護、医療など社会保障制度の持続性への不安などが考えられる。なお、雇用・所得環境の悪化を考えると、住宅着工の低迷は長引くと予想されるが、そうなると、住宅・建設業界の一段の経営悪化や新興デベロッパーの破綻の増加、また住宅ローンの減少や金利競争激化による金融機関の収益力低下が危惧される。

6月の鉱工業生産は前月比+2.4%と4か月連続で増加した。四半期ベースでは、4~6月期は前期比+8.3%と、2008年1~3月期以来の大きなプラスに転じた。この間の明るいニュースは、出遅れていた鉄鋼業の生産回

復である。国内外で自動車や家電など耐久消費財メーカーからの需要が回復したことで、5月の前月比+12.2%に続き、6月も+10.1%と大幅増産となった。生産全体としては、5月時点で6月、7月の生産予測調査が公表された時点では、早ければ夏場にも回復に息切れ感が出てくるリスクが懸念されていたが、今回の生産予測調査の数字及び調査統計局のマイクロヒアリングからすると、生産と輸出は7~9月期まで回復が続く蓋然性が高いといえる。ただ、10~12月期以降の生産回復の持続性については、引き続き慎重にみておいた方が良さそうである。その理由であるが、一番目として、足許の生産回復は、内外における在庫調整圧力の後退によるところが大きいこと。二番目として、様々な業種への波及効果の大きい輸送機械工業の生産は、足許こそはつきりと持ち直しているものの、予測指数どおりでも8月の生産はピークの7割に満たず、需要回復の持続性に疑問が残ること。三番目として、一般機械工業では、半導体及びフラットパネルディスプレイ製造装置を中心に漸く動きが出てきたが、世界的に構造的な過剰設備が発生している中、本格的な回復は期待できないことなどである。実際、マイクロヒアリングによれば、10~12月期の生産は前期比+0.8%となっている。今後多少上方修正される可能性があるが、7~9月期の実績見込みの同+7.5%からモメンタムが大幅に鈍化する見込みである。

次に米国情勢である。米国では、4~6月期のGDP成長率が-1.0%と、1~3月期の-6.4%からマイナス幅は大幅に縮小した。もっともこれは、前期比年率の上昇率に占める外需の寄与度が+1.4%ポイントと1~3月期の+2.6%ポイントに続いて高い伸びとなったことが主因であり、国内民間需要の寄与度は個人消費、住宅投資、設備投資がいずれも-0.9%ポイントのマイナス寄与となっているのが実情である。そうはいつても、7月に入って米経済指標の中で、過度に悲観的な見方を後退させるものが目立ってきている。まず、ISM製造業指数は48.9と総合指数が7か月連続で上昇したが、特に、新規受注は55.3と50を大幅に上回った。また、7月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比-24.7万人、失業率が9.4%と市場予想よりも良好な結果となり、非農業部門雇用者数は過去2

か月分の合計で 4.3 万人上方修正されている。この間、4～6 月期の米国の金融機関の収益動向も、トレーディング収益や増資、社債引受による手数料収入の増加などにより、ますます好調な結果となった。しかし、いずれの増収要因も継続性が保証されたものではない。各市場がレンジ相場となれば、トレーディング収益は頭打ちとなるし、増資や起債も常にペース鈍化のリスクに晒されている。また、信用コストが増加傾向にあることは気掛かりである。失業率が高い水準にあることには変わらないし、商業用不動産価格も続落するなどファンダメンタルズは依然弱いことから、再び資本不足に陥る米国金融機関も出てくる可能性はある。先程述べたように、7 月の米経済指標は明るいものが公表されているが、金融機関は慎重な貸出スタンスを続けている。住宅価格は下げ止まっておらず、家計のバランスシート調整も持続している。このため、米国の景気回復の時期が後ずれする可能性は消えた訳ではない。私は、我が国が持続的な景気回復を実現するための前提条件は、海外需要の改善によって、企業の採算水準をクリアするまで生産の水準が上昇することであると考えている。企業経営者が年度下期の設備投資や雇用に慎重な背景には、米国とユーロ圏の景気回復の時期が後ずれするリスクや、中国の景気回復の持続性に今一つ自信が持てないことなどがあると思われる。我々としても、現在は、海外経済の基調を見極める局面と思う。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢は既に多くの委員が述べられたように、展望レポートで説明したメカニズムにほぼ沿って展開していると思う。従って、執行部の用意した月報概要の記述に違和感はない。強いて申し上げるならば、第一に足許、実物経済は想定どおりのダイナミクスを描いているが、物価面は想定比下振れて推移しているように見える点、第二に先行き、

不確実性の高い 10 月以降見通しで米国と中国の実物経済面に若干上振れの兆しがみえ始めている点、この二点を指摘し、その含意を考えたいと思う。

まず、前回会合以降公表された米国経済指標だが、既に皆さんが述べられたように、商務省が 31 日に発表した第 2 四半期の実質 GDP 成長率速報値は、前期比年率換算で -1.0% となり、第 1 四半期の -6.4% から減少幅を縮小した。また 7 月雇用統計はジョブロスが縮小し、かつ失業率が 0.1% ポイント改善した。まずこれら改善点の評価に関してリザベーション——これは皆さんおっしゃったことは同じなのだが——があることを述べ、にもかかわらず、全体としては特に 10 月以降米国経済に対する強めの見方のサポートになる可能性のあることを説明したいと思う。今回大規模な GDP の遡及改定が行われ、第 1 四半期を含め、直近過去の統計が大きく下方改定された。実際第 2 四半期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 -3.9% で、第 2 次大戦後最大の落ち込みである。しかも今回の GDP には国防支出の 13% 増加、それに伴う公共投資の 5.6% 増の影響が大きいということである。同様に 7 月のハウスホールドサーベイでは、雇用が 15 万 5,000 人減少したのに対し、シビリアンレイバーフォースが 42 万人縮小、そのため失業率が低下した。つまり失業率の低下には、労働力率が 0.2% 低下したというのが効いている。このように、足許データの示す実態は、表面的改善度合いよりも弱いのが、実は今回は看過できない重要な点が別にある。今次不況の特徴は、データの出方が過去の不況期と著しく異なり、何か根本的な構造変化が従来の経済予測を全く無力にしまったのではないかと、というような根本的な疑いと恐れを呼び起こしていた。そのため著しい不確実性——これはナイト流の不確実性であるが——を企業、家計、政府がともに感じ、それが経済活動の著しい低下をもたらしていたと思う。これに対し、GDP 統計（改定後）と雇用統計の最近の動きなどをみると、データが次第に従来の常識やモデルで説明可能になりつつあるようにみえる。

まず、改定前の GDP データでは、失業率上昇と GDP 減少の関係が従

来のルール・オブ・サムであるオークンの法則から著しく乖離し、何か分からない構造変化が起こっているのではないかという惧れを呼ぶ要因になっていた。実は、GDPデータが下方に大きく改定されたことによって、乖離のかなりの部分が解消された訳である。また、今次不況で景気悪化にかかわらず労働力率が低下せず、それが失業率の急速な上昇をもたらし、ここでも何か分からない構造変化が起きているのではないかという惧れを読んでいた。しかし、7月雇用統計は従来のパターンに戻りつつあることを示している。足許の失業率は高く、かつ今後失業率の上昇も見込まれるが、それは従来型のパターンであり、予測可能であるということになる。さらに付け加えるならば、夏場は若者のサマー・ジョブのため、失業率は大きく歪む場合があるが、今回は若者の失業率に大きな振れはなく、今回の失業率の低下は額面どおり受け取ることができる指摘されている。こうした従来のパターンに沿ったデータの動きは、企業、家計、政府の将来見通しの不確実性を下げる効果がある。さらに加え、自動車や住宅に底入れ、特に自動車にはペントアップデマンドと政策効果の相乗作用がみられる。季節調整後の7月には年率換算1,100万台、今年初めての1,000万台超えであり、キャッシュ・フォー・克蘭カー・インセンティブがスタートした7月最終週は年率1,500万台レベルに上ったとも言われている。政策もモメンタムを持続させる方向に動くと言われていることから、底打ち後にポジティブ・フィードバック・ループが働く可能性も出てきている。実際、FOMCは慎重姿勢を崩していないが、Fedのスタッフ予想はかなりプラス方向に修正されてきているようである。Fedのスタッフ予想に近いといわれる民間Fedウォッチャーの先週末の最新予想では、第3四半期以降は2%台後半から始まり、2011年台前半には4%台という高い成長率を見込んでいる。

次に、中国であるが、前回問題にした発電量、税収、石炭生産といった景気感応的な指標がレベルを戻してきた。ただし、低いレベルではあるのだが、それには構造的な問題があるかと思う。中国を縦割りして沿岸帯、中心帯、そして西部帯と三分割すると、従来の発展の中心だった沿岸帯が

停滞あるいは落ち込み、逆に中心帯が急速に伸びている。これは従来型の指標が、現在中国を牽引する中心帯の景気との感応度が低いことを示すのかもしれない。しかし従来の沿岸帯発展が私企業主導だったのに対し、中心帯の景気は国策を標榜した国有企業の規模拡大に依存していることに注意したいと思う。政府主導の極度の景気刺激策がかなりの歪みを急速にもたらす可能性は否定できない。実際、浙江省では、今や、国有企業の誘致が始まっているという話である。銀行貸出急増に関し、国務院発展研究中心の分析によれば、新規貸出の約2割が株式投資に向かったと報道されている。伝聞するところでは、某大銀行経営者が最近中国を訪れ、中国大銀行経営者に対し、これだけ急速に融資を増やしているのだから不良債権化の心配はないのかと聞いたのに対し、先方は、呵々大笑して、融資を拡大している相手は国有企業、そして社会インフラ、それは国策であり、国が保証、何故に不良債権化などしましょうかと応えたという。ある華人有力エコノミストによれば、現在の中国社会主義市場経済を最もうまく表現する言葉は、「利益の民営化、損失の国有化」であるということである。中国の現在の政策は、ここ暫く相対的な歪みに目をつぶり、総量としての成長維持という点を堅持するように思えることから、本年10月以降も政策の基本線は崩さないと予想される。しかしそれは、同時にその先、いつか大規模な調整が来る可能性をはらんでいることには注意しなければならない。この「いつか」はいつになるのかは分からないのではあるが。

以上を勘案すると、今後10月以降の米国経済、そして中国経済の先行きに対する日本企業の予想が現在の想定よりも上振れし、さらに家計の予想にも波及する可能性もあり得る。実際、リーマン・ショック以前から大きく落ち込んでいた輸入車とトヨタのレクサスを加えたいわゆる高級車の需要は、7月には前年同月比9割程度までの回復を示している。加えて、投資家の将来に対するナイト流の不確実性が低下し、リスク資産への回帰が続き、為替相場も従来よりは落ち着いた動きとなるなら、日本の第3四半期や第4四半期も生産は現在の横這い予想よりも次第に上振れて推移することが考えられる。こうした上振れに対して、金融面から差し当たり存

在するリスクとしては、四点が考えられる。第一に、米国において商業用不動産価格低下等から来る地方銀行破綻の波がFDICの能力を超え、予想外の展開をしてしまうリスク、第二にオバマ政権が今後打ち出すGSE問題の解決策の行方によっては、これまた予想外の展開で金融市場が混乱するリスク。第三に、それよりは小さいと思われるが、地方債市場に混乱が生じ、それが他の金融市場に波及するリスクがある。第四に——これは全く分からないのであるが——欧州における金融市場混乱のリスクもなくなった訳ではない。そしてより根元的には、10月以降にある程度の上振れの可能性が出たとしても、それからさらに先を見通した時に、現在の政策のチームがきれる頃、十分な新しい需要が世界的に創出されているか、という点である。この点から、来年度を越えてより長く考えると、実は前月、前々月と変わるところはないと言わざるを得ない。その意味で、10月以降でも短いところは不確実性が減少する可能性が高まったといえるが、より長期的には不確実性がやはり依然として高いままと考えるべきであろうと思っている。

以上の実物面の動きは、物価の予想にも含意がある。今年3月以降、物価予想を決定会合の場で申し上げることはやめたが、裏で予想は続けている。ここ数か月かなり大きな変化が出ていることを説明しておきたいと思う。私は、前月速報でかなりの動きを掴めるエネルギー関連価格等を除き、基本的に前年同月比と同じであると仮定した機械的な予想を算出し、それと実績を比べることで、物価変動のモメンタムをみている。そのモメンタムは4月、5月と2か月続けて-25bp近くと過去に類例のない幅になっており、さらに6月には-28bpとなった。このことは、特に8月と9月には従来予想よりも大きな-2.5%近い物価下落となることを示唆する。このまま経済活動が目立って回復しない場合には、9月以降の物価の下落の戻りも従来予想よりもかなり弱いものになってしまう可能性がある。しかし、既に述べたような米国経済、中国経済の上振れが実現するとするならば、それは日本の経済活動にも明確にプラスの動きとなり、物価下落の予想の戻りも従来予想程度あるいはそれを上回る可能性もあるというこ

とを指摘しておきたいと思う。以上である。

白川議長

経済情勢や物価情勢についての議論は、前回の会合と比べて結論的には大きな違いはなかったと思う。言葉で表現すると、景気の現状は、色々なニュアンスの差は勿論あるが、我が国の景気は下げ止まっているという評価であったと思うし、景気の先行きについても、内外の在庫調整が進捗したもともと最終需要の動向に依存するというトーンでは共通していたと思う。ただ、前回との比較で私が皆様の議論を聞きながら、若干ニュアンスの差を感じた部分が二つ——本質的には一つなのだが——あって、一つは海外経済あるいはグローバル金融市場について、現実には起きている動きを虚心坦懐にみたときに、若干の上向き方向の変化を何人かの方が言及されたということである。海外経済の中で、特にエマージング、中でも中国が、政策効果にも支えられて当初の想定よりも強いという感じがする。アメリカについても、決して強い訳ではないが、住宅の下げ止まりについて、何人かの方が言及されたように思う。それからグローバルな金融市場も、これは色々な評価があり得る訳だが、この春先に比べて、改善してきているという事実を素直に受止めると、やはりこれは明るい動きであると思う。ただ、そのことを言ったうえで、先々の経済を展望した場合には、色々な不確実性があるということで、この面で景気の先行きについての評価も基本的には変わっていないということである。後から若干、この点について議論をしたいと思う。物価については、多くの方が、足許我々の想定よりも少し弱めに出ている、特に消費者物価の下落の範囲が広がってきていることについて、そのことが何を意味するのかをしっかりと考えておく必要があるということだったと思う。これらの点は後から若干議論をしたいのだが、こういう問題を議論するために、私からは二つのことを少し申し上げたいと思う。

一つは、景気の問題を考えていくことに関連して、改めて、二年前から始まった——当初はサブプライムローンの問題から始まり、その後、信用

バブルの崩壊という形で、よりその問題がみえてきたが——今回の経済の深い調整の意味合いについてである。何度かこの席でも申し上げたが、この後夏休みということもあるので、これから我々が考えていくための材料を少し提供したいという思いである。信用バブルの崩壊が経済にもたらす困難というのは、概念的には二つのことから成り立っていると思う。一つは、バランスシート調整、二つ目は流動性の危機である。まず、バランスシート調整であるが、これは言うまでもなく、負債の調達によって資産を膨らませた経済主体が、信用バブルの崩壊過程でバランスシートの修復を求められるということである。アメリカの家計で見ると、過剰債務を適正な債務に戻す過程で、消費を切り詰め、貯蓄しないといけないということである。さらに、そうした主体にクレジットを提供した金融機関が不良債権の増加、自己資本の毀損に直面するということである。いずれもこれは、バランスシートの調整という話である。それに対して流動性の危機は、今申し上げた問題と勿論関連する訳だが、金融システムの重要なプレーヤーに経営破綻のリスクが高まると、何らかのショックをきっかけに、急激なリスクからの逃避、流動性の枯渇が生じ、流動性危機の段階に至るということになる。その結果、信認が崩壊をすることになるが、これは実質的には意図せざる急激な金融引締めが生じるということとほぼ同値である。今回のアメリカの経験でいえば、やや単純化してみると 2006 年の半ばに住宅価格がピークを打った段階でバランスシート調整がスタートして、去年 9 月のリーマンの破綻を契機に流動性危機に移行したという整理だろうと思う。その後は、流動性供給や資本の注入によって、流動性危機はほぼ収束したが、家計の過剰債務を背景としたバランスシート調整は今後もなお、継続する可能性が高いというのが大方の予想だろうと思う。日本の 1990 年代以降の経験はどうかというと、1990 年秋に不動産価格が下落に転じた後、1991 年あるいは 1992 年頃からバランスシート調整が始まったということになると思う。ただ、流動性危機については、1997 年、1998 年の金融危機はあったが、リーマン破綻後のような本格的な流動性危機には結局至らなかったということだと思う。その意味で、よく言われる日本

の失われた十年というのは、主としてバランスシート調整を主因とするものであったと思う。流動性危機の段階でのマネジメントに失敗し、信用崩壊が経済全体を覆った場合には、古典的な恐慌、信用恐慌ということになるが、今回はその寸前までいったものの、最終的にそこまでには至らなかったというふうに思う。私がこういう二つの整理をしたのは、二つの調整によって、実体経済への影響の出方が大きく異なるからである。まずバランスシート調整は、その性格上、長期間にわたって成長率を削いでいく、いわば慢性症状を呈すると思う。それに対し、流動性危機の方は、短期間に経済活動が急激に収縮するという急性症状をもたらす、ということだと思う。こうした観点からみると、昨年 の第4四半期、あるいは今年 の第1四半期は、まさにこの急性症状の時期であったと考えられる。逆にいうと、現在は、その急性症状が収まって、一旦そのリバウンドが生じているという段階だと思う。特に、輸出依存度が高く、景気敏感型の産業構成の結果、急性症状の影響を強く受けた日本、韓国、台湾などの東アジアにおいては、足許、第2四半期から第3四半期にかけてのリバウンドが、他の地域に比べて比較的強めに現れていると思う。このリバウンドについて、単にリバウンドしたに過ぎないというのは、多分、起きていることの過小評価になると思う。大きな流動性危機が起きて、その結果、先程の西村副総裁の言葉を借りると、既存のモデルが通用しないという事態に一旦陥った訳であるから、その事態が解消するという事は、実は大変大きな意味があると思う。だから、単にリバウンドしただけだ、というのは事態を過小評価していると思う。しかし、リバウンドの局面が終了しても、慢性症状であるバランスシート調整は引き続き働き続けている訳だから、このことはやはり意識する必要がある。従って、景気の回復テンポは鈍いということだと思う。こういうことを私が申し上げるのは、我々が景気の現状や先行きについて表現する時に、どう表現するのが一番良いのだろうかといつも感じているからである。つまり、仮に、日本の失われた十年を予測できる人が1990年代初頭にいたとして、そういう人からみる向こう十数年の経済は基本的には停滞しているということになる。しかし、停滞している中でも、

景気の色々なアップダウンはある訳であり、そのアップダウンを全て、いわば季節調整したうえで景気が停滞している、と表現するのはやや極端な言い方になる。現実には起きている変化は変化として認識され、人々の心理にも影響を与えることもまた事実である。そういう意味で、経済の大きな流れを一方で認識し、他方で極く短期的な経済の変動は変動として認識することを、どのように情報発信していけば良いのかということの難しさを感じている。私自身が国際会議に出ていつも感じることは、政策当局者の内部の認識というのは——勿論日本銀行が一番慎重にみていると思うが——、概して慎重だということである。しかし、短期的な経済の動きについて対外的に情報発信する時には、日本銀行と他の中央銀行とではやはり違っているという感じもする。それは先程申し上げた基調的な動きと、短期的な動きをどういうウエイトをもって説明していくのかということになる訳だが、勿論正解はないが、どうも話を聞いていると、経済についての認識自体にそう大きな差はなくても、それをどう表現していくかについての差が若干あるというふうに思った。

長くなって恐縮だが、もう一点、物価について申し上げたい。先程山口副総裁から夏休みの宿題として考えていこうという話があったが、今回、多少問題提起をすると、私自身も物価上昇率の動きについては、非常に注意を持ってみていく必要があると考えている。この問題を考えていくうえで、取り敢えず、事実を押さえてみたいと思う。物価が下落をしているというのは、日本に限らず他の国も同様であるが、改めて先進国、つまりアメリカ、ユーロエリアと、それ以外のG10諸国、つまり日本、イギリス、カナダ、スウェーデン、スイスにおける消費者物価の動きをみると、英国以外は、現在は全てマイナスである。統計的な比較可能性を重視して、単純に消費者物価でみると、日本が-1.8%、アメリカが-1.4%、スイスが-1.2%、スウェーデンが-0.6%と、他の国でもマイナスが付くが、いずれにせよ英国以外全てマイナスということである。それから、この1年間でどれだけ消費者物価が低下したかということで、大きい方から並べてみると、アメリカが6.4%ポイント、スウェーデンが4.8%ポイント、ユーロエリアが4.6%ポイ

ント、日本が 3.8%ポイント、一番小さいのがイギリスで 2.0%ポイントである。改めて、この1年間、ショックが如何に大きかったかということを示している。こうした大きな変化が起きた結果、どの国も物価上昇率の目標、あるいはその定義からの乖離が大きくなっているし、かつそれぞれの目標なり定義に戻っていくにはかなり長い時間がかかるという見通しを、現在、各国の中央銀行は発表している訳である。我々にとって気になることは、このような動き、特に日本の動きが、どういう未来をもたらすのか、ということである。ちょうど十数年前に同じ議論を日本はした訳であるが、当時も需給ギャップが大きくマイナス方向に拡大する中で、デフレ・スパイラルを懸念した訳である。しかし、前回については、結局デフレ・スパイラルは生じなかった。当時、日本について非常に厳しく非難したエコノミストが、デフレについての当時の議論はやや過大であった、デフレに関する我々の理解とか知識は、まだまだ不十分であると最近発言して結構話題を呼んでいたが、私自身もそういう感じを持っている。ただ一方で、今回も前回と同じであるという保証もない訳であるから、結局は現在起きている変化に即してこの意味を考え抜くしかない。取り敢えず私自身が重視しているのは、いつも申し上げているが、中長期的なインフレ予想と金融システムの状況、この二つのパラメーターである。そういう感想を持っているが、これには答えがある訳ではない。今日も含めて、これからこの物価の問題についてしっかり考えていく必要があると思う。以上である。

水野委員

議長の言葉の中に出た慢性的と急性的ということについて考えると、短期の景気循環的にいうと今は戻っているが、ボトムラインとか構造的な問題からいうとまだ根深い問題がある。その二つのどちらに着目するか、強調するかによって、トーンが多少変わってくるという話だと思う。市場をみても、株式と為替市場はどちらかという政策総動員によるリフレ政策の効果が出てきて景気が回復していけば、構造論というものは循環に乗っていくと考えるのが彼らの常なので、ムードは明るくなってきている。そ

の一方、よくみていくと、株価が上がっている割には長期金利がそれ程上がっていかない。多少上がってはいるのだが、前程過敏に反応しないというところをみていくと、やはり各市場で力点を置いてみているところが少し違っているのだろうなという感じがする。また、慢性症状のところでも少し気になるのは、もし慢性的な症状の方が勝るのであれば、日本で起きたように、潜在成長率は下がっていくだろうし、これは特に欧米で起きやすいのだと思うのだが、構造的な失業率もやはり上がっていくと考えていた方が良くと思う。

二点目の物価については、財とサービスを分けていくと、どちらも今思っていたよりも弱いなという感じである。特にC S P Iをみていくと、サービスの弱さが実感される。財も、全体的に、思っていたより下がっている財が増えてきている。企業の価格設定行動をみていると、シェアを維持するために価格をさらに下げていくという、そういう消耗戦に入っているというところが気になるということである。以上である。

白川議長

景気と物価に分けると、景気についての現状判断には大きな差はないと思うが、そのことを共有したうえで、多少のニュアンスの差があれば——特に海外経済あるいはグローバルな金融市場の評価について、追加的なご意見があったら——最初にお願いします。

野田委員

先程、総裁は、慢性と急性——起こっていることとしてはバランスシート調整と流動性の危機——ということで整理をされた。

白川議長

然り。

野田委員

そうはいっても、どちらにもある種構造的な問題がある訳であるから、そういうことからすると、実体経済の先行きについて皆さんの話を伺っていても短期的には少し見通せるところまでは上振れということもあるが、もう少し先、すなわち我々は10月から展望レポートを2011年度まで見渡す訳だが、その辺りないしはその先については、おっしゃったような中長期的なところの慢性的な症状というのが、なお症状として残ると考える方が、今は見方としては一般的なのかなということである。そうするとやはり、少し良くなったとしても、それは、あるいは何かの政策効果であったり、あるいは先行きの需要の先取りであったりというようなことで説明される部分が結構まだ多いのではないかという気がする。それから、物価の方は、後であるな。

白川議長

取り敢えず、そうである。

須田委員

成長のことにに関してだが、金融システムの問題ということもあるが、やはり私は、今回起こった資源の制約ということが結構効いていると。資源制約の中では、5%を超えるような成長は高すぎたのだと。だからもっと低い成長になるのが望ましい成長で、そこに落ちていかなければいけない。そこを間違っ、より高い成長をしてしまったという部分もあるので、もし慢性的に成長が落ちたとしても、逆にそれは望ましい成長になる可能性もあるので、そこはもう少し前向きに評価しても良いのかなという気がする。

白川議長

そういう意味では、価値判断を全然加えていないのだが、気分としては今おっしゃったような感じに近い。

野田委員

海外、アメリカもそういう意味では、家計のこれまでの過剰債務、過剰消費という構造は、恐らく誰の意見を聞いても戻らないだろうと言っていて、問題はどこまで戻るかというのがポイントであるが、そこは極めて不確実であるということだと思う。それは、今、須田委員がおっしゃった、大きくいえば資源制約の問題と、それからグローバルなインバランスの問題がどういうように構造的に変化するかにも…、鶏と卵の関係、前からこのような議論はしている話であるが…。

白川議長

先程、申し上げた整理は、あくまでも概念的な整理であるし、現実には二つの要因が作用しながら経済は展開する訳である。日本銀行として景気判断を示していく時に、自分自身がどういう説明の仕方をしていくのが良いか。成長率が全く同じではなく現実には経済が変動して、ある時期は高まっていき、ある時期は下がっていく、しかし、長い期間をとってみれば、それは低い経済もあれば、高い経済もあるという時に、それを全部捨象した一本の言い方で每期每期言っていくというのは、日本銀行として説明責任を果たしていないという感じがする。それぞれの動きが非合理的なものであっても、そのことによって人々の心理が強気化したり、弱気化したりすることも現実にはある。そういう意味で、日本銀行の説明がどういう説明であるべきなのかということやはり悩ましい。経済のメカニズムについての理解が、今ここで聞いていると、そんなに大きく違いがあるようにも思えない。

須田委員

私はやはり、少し振れのところも強調した方が良いという立場である。日本銀行がどういうふうには足許みているか、地方に行くと、そこに賭けている部分がある訳である。これから先、経済が駄目だったら、廃業しなく

てはいけないという意識である時に、ある程度、ずっと駄目だといったら、もうイグジットして下さいということになる。世の中がとても悲観論が多いと、それだけで滅入ってしまう。同じ言い方でも、言い振りとして前向きの言い方というのができるということだと思う。そういう言い方をすると、当事者——地方の方——というのはとても喜んで、そういう言い方を続けて下さいと言われることが結構ある。悲観的な言い方をするというのは、昔から言われていて、その方が賢そうにみえるとか、楽観論は馬鹿にみられると言われることはあるけれど、そういうふうに思っている時には、あまり慎重にならずに——それは勿論言い過ぎもいけないが——足許少しは良くなっているということを書いていった方がマインド的にも良いのではないか。日本銀行が少し判断を変えた時に、普通のテレビ番組で白川総裁の映像が出てきて、今回日本銀行がこう変えたがとアンケート調査をして、確かに良くなっているということをやった訳である。今回、一番最初に判断を変えた時に。すると、テレビを見ている側はそうなのかということに繋がっていく。やはりこれは大事だなと私自身は思った。無理は必要ないが、Fedの言い振りも含めて、足許は結構強いのだったら、それなりに言っても良いような気が、今はしている。

中村委員

2002、2003年位から、日本は2%前後の経済成長であったが、実際には成長しているという実感が非常に掴みにくい。だから今も、良くなったとしても、大半の人はどこが良くなったのかと感じており、そこは非常に難しい。須田委員が言われたように、これから高い成長は望めないが、低い成長率での成長というのが、なかなか一般に理解しにくいのかなと思う。

亀崎委員

昨年の末から、各地域について、改善している指標をずっとみているのだが、間違いなく、ずっと増えてきている。米国についても、中国についても、アジアについても、日本についても。ということは、これはやはり

我々の展望シナリオどおりに進んでいるということを裏付けていると思う。ただ、これをみたときに、やはりバランスというか、先行きはどうかということをも当然考える。今はこうやって改善しているのだが、その先はどうかといったときに、やはり展望シナリオに示しているように、不確実性の高いところはある。今は確かに改善している、このことは素直に改善していると受止めなくてはならないし、今後どのようになっていくかという、シナリオどおりとなる可能性が高いと思う。ただし、シナリオにも示したように、不確実性をそれぞれ日本についても海外についても述べている。その点は消えていないと私は思う。だから、今良くなっているけど、悪いよという言い方ではなく、展望シナリオどおりに良くなっている、益々ずっと改善してきている、という言い方で良いと思う。ザッツ・オールなのだが、先のことを聞かれると、様々な問題が残っていることには変わらないということだと思う。だから敢えて、ここで良いのが出てきているのに、悪いよという言い方をすべきではないと私は思う。

須田委員

ただ、我々は先行きがわからなくて、リスク・バランスで、ずっと我々は下振れリスクの方が高いといっている訳である。例えば、F e dでも彼らのいう長目の展望——足許は別かもしれないが——では、半分以上の人が成長のリスクはバランスしていると言っている訳である。他の国も展望しながらバランスしているという見方が多い訳である。バランスしているのだったら、どちらもあり得る。だが、下振れリスクが高いというのは我々の判断なのだから、そこの部分では、もう少し言い方というのは変わり得るなど私はみている。

水野委員

世界経済の成長率が5%超から3%位に落ちてくることは、昔の均衡点が新しい均衡点に移動するという意味において望ましい、反面、潜在成長率が世界的に下がる訳で、日本もひょっとすると下がっていく、いや既に

下がっていると考えると、何が一番下がっているか。それは、GDPの中で消費であり、今回をみていると家計部門が本当に厳しい状況に直面している。日本の家計は何も悪いことはしていないのだが、アメリカの住宅価格の問題から始まって、ぐるりと回って結局世界中の雇用、所得、消費を押し下げている。家計部門が今一番景況感の悪さを感じているというところだと思う。そして、ここはGDPで一番ウェイトが大きいだけに、景気全般を政策効果が押し上げていると言いながらも、やはり政策効果の限界というのも考える必要があるため、我々としても政策効果に強く期待し過ぎるのも良くない。足許は政策効果はあって良いが、これがいつまでも続くものでもないし、続けなくてはいけないものかは明確ではないということを見ると、家計部門の弱さがある限り、持続力のある、あるいは皆が回復を体感できるような景気回復には、なかなか繋がっていかないのではないか。足許とそれから一年から二年先のところとのバランスという、両方を言っておかないと、不十分ではないかなという感じがする。

野田委員

もう少し言うと、後でまた物価の話になるのだろうが、やはりこれだけ大きいショックがあって、落ち込みが大きい、調整幅が大きいとなると、やはり我々がものを語る時に、従来のような——展望レポートは二年から三年なのだろうが——範囲に収まらないということが本質的にある。

白川議長

然り。

野田委員

潜在成長率そのものの水準というのは、元々難しいが、仮に一定のものを想定したとしても、そこに戻るまでの時間が足りないから、どうしても最初に議長が悩んでおられるところに繋がると思う。潜在成長率の話をするれば、いずれ戻る話は、言ってしまうえば一言でおしまいなのだが、今の我々

の二年とか二年半の中でどうなのかが、やはりポイントだとすると、須田委員のように、ごく足許も含めて丁寧にその時の見方を、一定のコンセンサスを得たものをきちんと発信していくしか結論的にはないのかなと思う。ただ、人によって少し順番が入れ替わると市場での受止めが変わるといふ難しい問題はある。

中村委員

今回落ち込みが大きいだけに、リカバリーはより時間がかかるということである。

山口副総裁

先程の景気についての総裁の整理は、定性的な整理なので、あまり違和感の持ちようがないというのが正直なところだ。問題の本質は、同じ慢性といっても、軽い慢性なのか重い慢性なのか、同じ急性といってもどれ位症状が鋭く出るのか出ないのか、こういったところの差だと思う。慢性と急性だけに分ければ、日本のバブルの崩壊とそれからの立ち上がりと同じようなプロセスということになるかと思うが、本当にそういうことで良いのかどうか、その辺りは議論の余地があるような気がする。

白川議長

そういう意味で、繰り返しになるが、私自身はまさに定性的、概念的に整理した訳である。現在の動きについて、私自身が十分に知識を持っていないという時に、あまり一方に傾けて情報発信をしていくと——つまり日本の景気に傾いて、長期のビジョンを常に語るバイアスがあるとする——間違える可能性があるから、両方を常に意識した情報発信していく必要があると思っている。そういう意味での微妙なバランスなのである。ただ、いずれにせよ、その作業は展望レポートや中間レビューでリスク・バランスのチェックをする中で行うものである。先月やったばかりであるから、今ここでまたやろうという訳ではない。

ただ、リスク・バランスに関しての情報発信は、日本銀行自身がどう考えるかというのもあるし、他の中央銀行が同じように世界経済をみてどういふような情報発信をしているかというのもある。繰り返しになるが、世界経済の見立てについて、そう大きな違いがあるようには思わない。情報発信の仕方において、日本銀行と他の中央銀行との間には、少し差があるということを感じているので、繰り返しになるが、そこと展望レポートや毎回の決定会合の中でよく議論して頂くというような、そういう気持ちである。

物価の方について、追加的に、これもまた非常に大事な問題で、何かあるか。

亀崎委員

消費者物価であるが、いつも申し上げているが、構成する 520 超の品目の動きをみると、2006 年 8 月以降、ずっと前年比で価格が上昇した品目数が、下落した品目数を上回ってきたが、今年 6 月には下落品目数の方が多くなった。しかも食料、エネルギー以外で、41 品目も下落の方向になったというのは新しい。ウエイトが小さい食料、エネルギー以外の品目にも、下落の動きが広がっている。一方、日本の消費者物価と需給ギャップの関係をこの 10 年間についてみてみると、需給ギャップは、1998 年から 1999 年は -4% 近い、2001 年から 2002 年にかけて -3% を超える、2006 年は +1% 位と、大きな振れがあるのに比して、消費者物価指数（除く食料・エネルギー）は、ほぼ -1% 以内のマイナスのところずっと推移している。この需給ギャップの大きな振れ、特にマイナスの場合の大きな振れと、このコアコア CPI の動きは、必ずしも連動しておらず、コアコア CPI は同じところに張り付いている。これが今回の大きなショックの後も続くかどうかは別として、確かに過去はそうであった。これはやはり、一つは、どれだけコストを削減して安い商品を出していても、コストの削減には限界があって、どこまでもどこまでも物価が下がるということはないからだということはいえるかと思う。ただ、賃金がどんどん下がっていくとい

うことになる、これは非常に危険性があると思うが、今みていると、契約社員などの雇用カットはとても早く進んだが、正規社員まで踏み込んでカットしている訳でもないし、賃金がどんどん下がっていった訳でもない。ということを考えてみると、今回の大きなショックによる変化をどう考えるかということの一つはあるが、新たな要因が加わらないとすれば、必ずしも需給ギャップが示唆するほど物価が下がっていくことはないのではないか、と考えている。

水野委員

私もそう期待しているのだが、門間調査統計局長がおっしゃったように、生産の水準がもう少し上がっていかないと、結局、正社員の雇用にも手を付けていく、あるいは正社員の年収を下げていくという話になってくる。そのため、今の生産水準の上昇がどこまで続くかが、短期的な注目点であり、第4四半期、来年第1四半期の生産は重要かなと個人的にはみている。

野田委員

雇用まで手が付いてくるとなると、足許の所得水準が戻らない、なかなか戻りにくいというような、恒常所得が一段と下がってくるという予想が浸透してくることになると、やはりこれは明らかに期待成長が下振れる訳で、それと同時に、インフレ期待も下振れるとみるのが自然である。10～12月以降の生産レベルが鍵である。最終需要がどの水準まで戻るのか、あるいはその水準に戻るのかというより、どのように雇用・設備の調整が続いていくかということである。そこ次第では、期待成長率が下がってくるのは、そう不自然なことではない。

水野委員

損益分岐点は8割位ではないか。大体、生産水準の8割位戻ったら、という感じであるが、それが損益分岐点なので、それを超えないと駄目である。今はそこに戻るかどうか、予測指数あるいはマイクロヒアリングの感

じであるので、結構微妙な…。

中村委員

企業は下期の予算を作る段階で、その辺で見極めようとしている。

須田委員

今議論されているのは、需給ギャップそのものがどの位の大きさになるかという話であるが、それ自体によって物価がもっと下がっていくかどうかということではなく、やはり期待がどうなるかが問題である。それが過去の物価に引きずられてもっと下がっていくことになったら、需給ギャップは蓄積されて物価に影響が出てくることになるから——そこは所謂N A I R Uの議論になるから——、そうなるかどうか。期待が結構しっかりと維持されていれば、需給ギャップの影響が加速的に出ず、それ程マイナスのインフレが大きくなっていくということを考えなくて済む。やはりある程度大きなマイナスになったとしても、賃金が上がらない時には家計は物価が下がる方が嬉しい、それがマインドにもプラスの影響を与えている——時々、一時的な物価の下落は望ましいことだという当局者からの議論が聞かれる——が、企業にとって先行きみていく時に、どんどん物価が下がっていくということが気になる動きで、当然そうすると賃金にもはねてくる。そういう期待インフレがどうかということはとても気になる。

西村副総裁

一点だけ、何度も申し上げているのだが、結局、サービスと財をみた時に、今回需給ギャップに非常に感応的なのは財の方なので、今回はやはり財が非常に落ちたことが大きな影響をもたらしている。その意味で、10月を含めて、この影響がどうなっていくかということは、財に関しては重要である。もう一つ重要な点というのは、サービスに関して、サービスの価格は賃金に影響されるから、賃金がどうなっていくか、しかもどちらかというところ、サービス産業の賃金であるから、サービス産業の賃金はどう

なっていくか。今のところ非常に大きな低下というようにはみえないので、そのところは多分大丈夫であろうが、危険は常にある。先程申し上げた28bp というのは、これは財の部分である。もう一つややこしいのは、調査統計局もそうだが、要するに需給ギャップと物価の上昇率の間にラグというのは本当にきちんとあるのかどうかという問題、つまり一年のラグというのはどの程度安定的なものかということである。ご案内のように、一年のラグというのはあるが——実際に過去をみるとそれは、その方が座りがよいのだが——、非常に大きな変化が起こった時に、色々な要素があつて、最終的に誘導型というか、結果としてそうなっているということであつて、実際元になっているメカニズムがそうなっているかどうかは分からない訳である。私の個人的な理論は、どちらかというところ、サプライズに対して影響を受ける、つまり需要が急速に減少した時に、他の企業がどういう行動をするかということ考えた時に、それに対応して行動すること考えると、需給ギャップの水準と言わずに、需給ギャップの変化にかなり影響しているのではないかという気がしている。そういうことから考えると、この4~6月に非常に低下したというのは、その前の——実際、価格は付ける時に時間がかかるので、少なくともある程度ラグがあると考えれば——11月から1~3月の時の非常に大きな需要の減少、それに対する恐怖のようなものが、お互いがお互いを見合つて、ここは下げざるを得ないという形で、非常に影響しているのではないかと思う。これはあくまでも仮説の段階であるから分からないが、そういうことから考えるならば、比較的今後に関してある程度落ち着きを見せてくるのではないかという気がする。でもこれは分からないので、注意してみなければいけない。

須田委員

一点だけ、私も西村副総裁がおっしゃったようなことを随分前から分析していて、日本、イギリス、アメリカの消費者物価をみていくと、財の方は同じような動きをしていて、それが全体の動きを支配し、結

局、インフレ率の差はサービスのところの違いであって、サービスは賃金によって影響を受けるということであった。その動きが今も同じように続いているのであれば、色々な国があって、皆マイナスのインフレ率になって、これから先、それがプラスに変わっていくというのであったら、財の価格がグローバルに同じような動きをしている時だと思うので、結局皆同じような動きをするかもしれない。しかし、そうではないというのであったら、つまり、日本がなかなかプラスになれないというのであったら、皆結構デフレの状況がグローバルにみて続いてしまう可能性もある。少なくともターゲットとの対比でみて、ターゲットなり望ましいインフレ率との乖離という意味では、同じようなことが起こってしまう可能性があるともみている。

西村副総裁

先程の物価の上昇率は何が決めているかと、短期の問題、そして長期の問題のところは、結構知られていないので、これはできるだけ色々ところで発信していかないと、変に誤解されるという感じがしている。これは完全に個人的な感想であるが。

野田委員

そういう意味でいくと、今後は、やはり暫く賃金が恒常所得だというように我々はメインのシナリオとしてあるのだということをもう少し議論した方が良いのかなと思う。今日議論するという訳ではないが。

それともう一点、コミュニケーション上で注意したいのは、この物価の問題である。確かに今日、私は警戒心を強めたという表現をしたのだが、コミュニケーション上は少し気をつけないと…。

白川議長

そのことについて、実は言おうと思っていた。

野田委員

議事要旨の記載の仕方というのは、また改めて相談したいと思うが、少し考えないと。少し早過ぎるが、ただ我々としては議論を早めにスタートしておかないといけないであろうという意味で私も申し上げた。そこはよく留意したい。

白川議長

私も全く同感である。実は物価の議論をした後、その話をしようと思っていた。日本銀行に限らずどの中央銀行でもそうであるが、物価の決まり方について十分な理論がある訳ではない。そういう意味では、ドラマチックではなく、現実には起きていること、それから歴史の経験や理論を総動員して考えていくしかない。そういう作業をやっていくうえで、色々な人が色々な仮説を出して検討していくというのは大事である。そういう意味でのブレインストーミングは大事であるが、不用意に情報発信することは、非常に危険だと思う。私も含めて委員から色々な意見が出たが、それも踏まえて調査統計局、企画局の方で物価についての検討をさらに深めて、適宜のタイミングでそれを議論の場に提供して頂きたいという、そういう気持ちであるので、今日はあくまでも問題意識を言ったというふうに理解している。追加的にご意見等はあるか。

西村副総裁

ちょっと、テイク・ノートで。変化に対してと言ったが、少し不正確なので、簡単にいえば、サプライズに対して。その点だけ少し追加しておきたい。

白川議長

今の西村副総裁のテイク・ノートに対してであるが、先程私が物価の上昇率の変化幅について言ったのは、今は良かれ悪しかれ低インフレがずっと続いている訳であり、そういう意味では、そういう状況に経済がアジャ

ストしている可能性があるということである。一方、他の国は——先程の数字は勿論ヘッドラインであるから色々な特殊要因が入っている訳であるが——、相当な落ち込みだった訳である。最終的に物価の問題を議論する時には、経済活動にどういう影響があるのかということが問題となる。そういう意味で、経済がどの程度アジャストしているか、つまりどの程度サプライズがあるかということも実は非常に大事な論点である。ただこれは、あくまで仮説であって、あまりそれをプッシュするつもりはない。いずれにせよ、よろしく願います。

それでは、これで第一ラウンドの議論は終わって、11時に再開したいと思うので、よろしく願います。

(10時48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、当面の金融政策運営に関する討議に移りたいと思う。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。発言の順番は前回と同様である。それでは中村委員から願います。

中村委員

我が国経済は、前回会合で確認したように、本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、持ち直していく姿が想定される。もともと、海外経済や国際金融資本市場の動向など、見通しを巡る不確実性は引き続き大きく、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることには注意する必要がある。

内外の在庫調整の進捗に伴う生産の拡大が引き続き見込まれる中、各国当局は、景気が下げ止まりから持ち直しに転じるよう、これまでに導入し

た政策の波及効果の最大化に注力すると考えられるため、当面、世界経済の改善傾向に対する市場参加者の期待は継続すると思われる。ただし、先行きの世界経済の改善ペースや持続性、経済が安定した際の最終需要の水準については、ここ数年に亘って蓄積されてきた様々な歪みの調整がどのように進捗するのか、また各国の政策支援に大きく依存している経済が、政策効果が剥落した際に自律的に成長できるのかといった点について見極め難いだけに、不確実性が高い状況が続いている。こうした先行きに対する不確実性が高い状況下では、企業は設備投資や資金繰りについて保守的な対応となり、大規模な投資や、積極的な資金運用に踏み切ることにはできない。また、4～6月の企業業績の改善は、昨年秋以降の急激な在庫圧縮の反動による生産増に加え、各社がコスト削減等により損益分岐点を引き下げた効果が大きかっただけに、最終需要が一定以上に回復できずに、例えば、稼働率が8割を下回る状況が長期化する場合には、企業は追加的なリストラや合理化による損益分岐点の更なる引き下げに迫られると思う。ある大手素材メーカーの経営者からは、今般の経済の混乱の経験を踏まえると、稼働率が60%でも利益を計上できる企業体質にしないと生き残れないのではないかとの話も聞かれた。

このため、先行きの経済情勢を見通す上では、各種指標や企業行動をこれまで以上に丹念に分析し、経済が持ち直していくペースや最終需要の水準並びに業容を確認していく必要がある。我が国の経済成長は、外需、特に米国経済の動向に大きく影響を受けるだけに、世界経済の動向を見極めていくことが肝要である。

こうした中、国内の企業金融を取り巻く環境は、緊張感が残っているものの、改善基調にある。CPや社債の発行環境は、低格付けや消費者金融等の特定業種については、依然として厳しいものの、全体としては発行スプレッドの低下や、業種や銘柄の広がりがみられるなど大きく改善しており、7月の社債発行額は前月に引き続き高水準となった。民間銀行貸出についても、資金需要が弱めに推移していることなどから、前年比伸び率は鈍化しているものの、銀行の融資姿勢が積極化しているとの話も聞かれ、

安定した伸びが続いている。

一方、足許の環境を緩和的と評価している企業でも、先行きの内外経済や企業業績に対する不透明感が非常に強いことや、銀行の融資姿勢や起債環境の急激な悪化の再来も払拭できないことなどから、先行きの資金調達環境については慎重な姿勢を崩していない。経済の先行きの見通しに対する不確実性が高い中、企業業績の悪化に伴う赤字運転資金や、合理化等に伴う資金需要の増加も想定されるだけに、緊急融資制度等による資金手当てに依存度を強めている中小企業をはじめとして、先行きの総合的な企業金融環境は必ずしも楽観できる状況ではない。

市場機能を維持しながら極力、金融環境を緩和的なものとして我が国の経済をしっかりと下支えする必要があるため、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とすることが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

日本の景気は下げ止まっているが、今後の回復局面入りのタイミングやその持続可能性については、なお不確実性が高い状況が続いている。現時点でも、これまで指摘してきたリスク要因に大きな変化はみられないが、引き続き警戒心を持ってみていく必要があると思う。まず第一のリスクは引き続き金融市場におけるショックの発生である。世界の金融市場の動きをみると、足許公表されている景気指標は全体としてみれば今後の回復方向を裏付けているにもかかわらず、一つ一つの指標の良し悪しに一喜一憂しているようであり、未だ安定したとは言い難いように思う。こうした中、米国の商業用不動産市場の悪化や金融機関の不良資産処理の遅れ、中東欧経済の混乱、各国の雇用情勢の悪化など引き続き残存する大きな不安要素が強く意識されることとなれば、再び市場は混乱し、実体経済にも悪影響が及ぶ可能性が高いため、注意が必要である。第二のリスクは、金融財政

政策の効果である。中国の4兆元の経済対策は、バブル懸念を生むほど大きく効いている。その他では、各国の自動車関連の挺入れ策や、日本における家電のエコポイント制などは個人消費の下支え役となっているようであるが、それ以外では目立った効果はまだみられない。今後その他の施策の効果も顕現化してくると思う。一方、世界中の緩和的な金融政策と相俟って、効果が効き過ぎる懸念もある。また政策効果が経済全体に均等に行き渡らない結果、ある面は低迷、ある面はバブルというように経済に歪みをもたらす可能性もある。経済の歪みが国を越えて発生した場合には政策調整は難しく、世界経済全体が混乱するリスクもある。第三のリスクは、各経済主体の行動パターンの変化である。景気変動は多かれ少なかれ、経済の何らかの構造調整を伴うものであるが、今回は短期間にあまりにも大きな変動を経たため、やはり通常の景気循環とは異なる側面が大きいであろうことには注意しなければならないと思う。具体的には米国の過剰消費体質や、米欧金融機関のリスクテイク姿勢、日本企業の雇用維持スタンスなど様々な主体の行動様式の変化が想定されるが、予期せぬ変化も起こり得るため、目を凝らしてみていく必要があると思う。

次にこうした状況下での本行金融政策について述べる。現在金融市場では本行の様々な施策の効果から安定しており、引き続き高格付けCPの金利が短期国債金利を下回るなど市場金利は低位安定している。こうした中で、CP・社債の買入オペの札割れも続いている。一方、企業金融は全体として引き続き平常の状態には戻っていない。即ち、低格付け先においては、CPや社債の金利低下や発行環境の改善、銀行からの借入条件の改善、これらが十分ではない。また、高格付け先についても、在庫資金や設備資金が不要となる中でも先行き不透明感から予備的に資金を抱える先が引き続きみられる。先に述べたように、大きなリスク要因が多々ある中でいずれかのリスクが顕現化した場合には、予備的なものも含めて企業の資金需要が大きく膨らんで資金繰り不安が再び一気に広がる可能性には引き続き注意しなければいけないと思う。こうした中、先月の決定会合ではCP・社債買入れ、企業金融支援特別オペ等の時限措置を3か月間延長する

ことを決めた。現在においても先行きの欧米景気の動向や国内民間最終需要の自律的回復への道筋はなお不透明であり、景気が持続的成長経路に復していくかどうかについては引き続き不確実性が高いと思う。そのため、今月においても各種の時限措置を見直すべき材料には乏しく、先月における判断は正しかったと評価できると思う。こうした中、コールレートの誘導目標についても引き続き0.1%という十分に低い水準に維持すべきと考える。とはいえ、先行き景気の下振れリスクの減少や上振れリスクの増加が明確化し、景気が民間最終需要主導で持続的な回復軌道に乗ったと判断できるようになり、かつ金融市場の安定が確実となった場合には、速やかにこれら異例の施策から脱却し、資産バブル発生の芽を摘む必要があることは念頭に置いておくべきであると考えます。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

まず、我が国の金融環境について一言述べたいと思う。企業の資金調達環境、それから資金需要動向などからみて、金融環境はなお厳しい状態にあるが、改善の動きが続いているという認識である。企業金融の円滑化措置との関連では、目下のところ下位格付け先や中小企業等を中心に資金調達面で依然厳しさが残存していること、先行きの金融環境については、企業はなお警戒感を払拭できていないことなどの点からみて、前回の会合で延長を決めたことは改めて適切であったと受止めている。

最後に政策対応についてであるが、前のセッションで述べた情勢判断と今ほど述べた金融環境についての評価を踏まえると、これまでの金融政策運営方針を維持することが適当だと思う。オーバーナイト金利の誘導目標については現状維持で良いと思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは須田委員、お願いします。

須田委員

前のパートで述べたが、足許の経済指標は我々の標準シナリオに概ね沿った展開となっており、テールリスクは一段と低下しているとみている。現時点では、物価安定の下での持続的成長経路に復していくことを促すべく、引き続き十分緩和的な金融環境を維持していく必要があると考えている。従って、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当だと思う。

執行部におかれては、金融市場の安定と同時に、市場機能をできるだけ維持するとの観点から、機動的な調節を行って頂きたいと思う。

次に、前回延長を決めたC P・社債買入れ、企業金融支援特別オペについて、意見を述べておきたいと思う。前回会合で、企業金融を取り巻く環境は、社債やC Pの買入れ実施のための必要条件を既に満たしているとは言えなくなっていると述べたが、それ以降も改善が続いている。生産・出荷の持ち直しを受けてキャッシュインが下げ止まる一方、在庫調整の進捗に伴い運転資金需要も減少している。また、社債・C Pの発行環境は、B B B格社債については銀行貸出対比でスプレッドが大きすぎるため、ニーズはあるものの銘柄が限定されている状況だが、全体としては、スプレッドの低下や社債の発行銘柄の拡大など、改善傾向が続いている。6月後半から7月初めにかけて一時的に解消したC P発行レートと短国レートとの官民逆転現象も再び定着している。資金のアベイラビリティについては、商工中金の中小企業資金繰りD Iがリーマン・ショック以前まで改善するなど、中小企業金融を中心に改善の動きがみられている。

また、前回の決定は、先行きの売上計画がまだ立っていない企業に安心感を与えたことは確かだと思うが、3か月延期の意味合いについて十分に理解されていないようにも思う。次回は、今回よりも期限に近い時点で判断することになると思うが、その時金融市場、企業金融全体の状況を継続

要否の観点から点検し、情勢が一段と改善したら終了ないしは見直しをし、改善があまりみられない場合には延長をするという考え方を、繰り返し説明していく必要があると思う。金融環境がなお厳しいことの例示として格付け間の二極化が解消されていないことや、中小企業の資金繰りの厳しさなどが挙げられるが、それらを解除のための必要条件と捉え、解除のハードルを勝手に高くしている向きもなくはない。勿論これらも検討項目には違いないが、それらが企業金融全体の動きを支配しているとはいえないし、リーマン・ショック以前から指摘されていた問題点でもある。なお、ノンバンクを含む低格付け社債のスプレッドが高止まりしている背景としては、市場からは、CDSの市場構造や何らかの投機的なポジションが影響しているのではという声も聞かれている。今後、例示を必要条件と捉える誤解を生じさせないような情報発信も心がけたいと思っている。また、足許、資金余剰感はかなりある状況であって、9月期末がほとんど意識されないレートとなっているほか、通常オペレートも特別オペレートに近づいており、異例の措置を特別扱いする意味合いが薄れていることも伝えていく必要があると思っている。

さらに、異例の措置からの出口を金融緩和からの出口と直接結びつける議論がかなり見受けられることも、異例の措置からの出口に対して不安感を増大させる要因となっている可能性があるため、その誤解を解くことも重要である。今回の金融危機において、市場機能が著しく低下したことが、異例の措置としてCPと社債の買入オペに我々を向かわせたという点を常にリマインドしておく必要がある。この買入オペについては、機能が改善されれば必要とされなくなるように設計されており、実際現在は大きな札割れとなっている。従って、買入オペを停止しても金融緩和状態が損なわれることにはならない。異例の措置を解除しても、物価安定の下での持続的な経済成長への復帰を促すために、金融緩和措置は今後もしっかり継続していくということを、丁寧に説明していく必要がある。

米国では、異例のオペの残高が多すぎて、適切なタイミングで金融緩和を解除するのに障害になる可能性があるため、二つの出口が一緒に議論さ

れている面もあるが、日本の場合には、異例の措置の部分は米国と比較すると僅かであり、その意味では緩和からの解除は異例の措置のためにビハインド・ザ・カーブとなる可能性は低く、両者を分けた議論は十分可能だといえる。

なお、足許当座預金残高が減少気味だが、通常のオペについても今後誤解が生じる可能性がある。短期金融市場の市場機能が十分働いていない状況では、日本銀行がオペで民間の取引の代替をせざるを得なかったため、これまで潤沢な資金供給が必要であったのが、短期金融市場の機能回復に応じて、民間の代替部分のオペの必要性が減少しているようである。その結果生じたオペの減額と当座預金残高の減少は、決して引締めを意味しない。しかし、米国の超過準備の多さをもってインフレ懸念が議論されているのを見聞きすると、市場機能回復と量の減少との関係を分かってもらうためにも対話を重ねていくことが必要ではないかと思っている。

最後に、ミクロの資源配分へ関与する問題についてである。最近、F e dやオーストラリア中銀など、中央銀行の施策に対する議会や世論からの手厳しい批判を耳にすることが増えている。市場支援策が特定金融機関の利益に繋がっているとか当局の介入が市場の公平性を歪めているといったものである。我々も、異例の措置に踏み出すことによって、個別企業に対するミクロの資源配分に少なからず関与してしまっている訳であるから、こうした海外中銀に対する批判は、決して対岸の火事では済まされない。また、現時点ではグローバルな観点からは企業金融の公平性についての批判は聞かれないが、いつまでも続けていると自国企業の優遇策との批判を浴び、貿易金融での優遇策にみられるように、保護主義扱いされる懸念もある。現在F e dは異例の措置の出口に一歩足を踏み入れたところだが、主要先進国中央銀行のこういった動向に遅れることもコストであるとの認識も必要だと思っている。企業金融を取り巻く環境が改善したにもかかわらず、異例の措置を長引かせることによって、金融市場や経済における自律的な調整を阻害しないように、政策や情報の透明性、アカウントビリティを確保しながら、可能な時に適時適切に異例の措置からイグジット

し、出来るだけスムーズに通常のオペによる金融緩和策に戻しておくことが重要だと考えている。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いします。

野田委員

我が国経済は、前半で述べたとおり、最悪期を脱し、全体として下げ止まっており、先行きについては、次第に持ち直しに向かうものと考えているが、年度後半以降の回復は、内外の最終需要の一段の回復、それはとりもなおさず、海外経済の回復に依存しており、不確実性は非常に高いといえる。

金融環境をみると、なお厳しい状況にあるという最終判断は変わらないが、改善の動きは続いている。企業金融を中心にみると、CP市場は政策対応の効果に加えて、資金需要の低下もあり、発行は期末が近づいている中でも通常年のペースとなっており、また発行金利は引き続き低位を保つなど、落ち着いている。社債は、6月に続き7月も発行銘柄の拡大を伴って高水準の起債がみられ、発行スプレッドも縮小するなど、改善傾向が続いている。しかし一方で、多くの中小企業や一部の大企業は、足許の資金繰りや金融機関の貸出態度について、若干改善しつつもなお厳しいとみており、社債市場では、下位格付先については依然として起債が難しい状態が続き、流通スプレッドが高止まっている。内外の最終需要の本格的回復に不確実性が非常に高い中で、企業は、業績と資金繰りの先行きに対しては慎重な姿勢を崩していない。資金需要の低迷と裏腹の6～7月の社債発行市場における起債ラッシュは、先行きの環境悪化に対する不安から前倒しでの発行意欲が高まっていることを反映したものとみられる。企業金融を巡る環境については、楽観を許さない状況が続くと言わざるを得ないと考えている。

以上のような状況では、極限的と考えられる現在の低金利を維持しつ

つ、その金融緩和効果を最大限に発揮させるべく、潤沢な流動性供給による金融市場の安定確保と、企業金融の円滑化にフォーカスした政策を適切に進めていくことを運営の基本と考えたいと思う。

従って、次回会合までの金融市場調節方針については、現状を維持していくことが適切と考える。併せて、市場に潤沢な流動性を供給することが適当と考えるが、足許本行のオペの依存度を幾分落とし、市場取引へ振り替える動きがみられる。この結果、無担保コール市場残高が若干ながらも増加している。このような市場機能の自律的な回復の動きという芽を大事に育てていくということにも十分留意していくことが、この時点では重要ではないかと考える。私からは以上である。

白川議長

それでは水野委員、お願いします。

水野委員

8月上旬にかけて、株式市場はグローバルに従来のレンジを上抜けしたと判断される。この背景として、行き過ぎた在庫削減の反動とはいえ、生産・受注が回復していることを受けた製造業のマインドの改善、政策効果に過ぎないとはいえ、明るい経済指標が一部みられる中で、世界経済に対する行き過ぎた悲観論が後退してきたこと、そして4～6月期の主要企業の決算が市場予想よりも良好であったこと、などが指摘されることが多いようである。

しかし、世界経済は最悪期を脱した感はあるものの、先行き不透明感が払拭された訳ではない。ファンダメンタルズで説明するならば、主要国における期待インフレ率の低下、構造的失業率の上昇、潜在成長率の低下、という今回の金融危機を受けた構造変化がボトムラインにあると思う。

欧米の金融機関の4～6月期決算をみると、失業率上昇や商業用不動産価格の下落を受けて信用コストが増加しており、いわゆる実体経済と金融の負のフィードバックが再燃するリスクは残っている。そのため、最近の

世界的な株価上昇や原油価格上昇は、強めの経済指標が目立つのもさることながら、主要国で超低金利政策が継続するとの見通しに基づいたキャリー・トレードの復活など、金融相場の色彩が多分に濃くなっていると判断している。

ここからは、最近の各国中央銀行の情報発信について、私なりの感想というか、思っていることを申し上げたいと思う。リーマン・ショック後、主要国の中央銀行は、いわゆる信用緩和、量的緩和といわれる非伝統的な金融政策に踏み切った。しかし、最近の主要国中央銀行は、大きな方向感としては、現在の超低金利政策を継続する方針を強調する情報発信を行っているように思う。

例えば、F R B幹部からは、最近、景気回復力の脆弱さやインフレ圧力の弱さを理由に、政策金利の引き上げはまだ遠い先のことであるという趣旨の情報発信が増えてきているように思う。このような情報発信は、サンフランシスコ連銀のイエレン総裁が「景気回復ペースはいらいらするほど緩慢である」あるいは「主要政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標は、今後2年間程度ゼロ近辺にとどまる可能性がある」と発言した6月末頃から始まったように思う。このように超低金利政策の長期化を示唆する姿勢が強まった背景には、クレジット・スプレッドが縮小するなど、信用緩和政策の効果が一部でみえてきたこともあると思う。超低金利政策を継続する姿勢を強調するF R B幹部発言の頻度が増えて以降、ターム物金利及び短期債利回りの安定を通じて米国債イールドカーブ全体が若干だが安定してきた。これは、ドル相場の急落や長期金利上昇を懸念する海外投資家への懸念も後退させている。また、高水準の失業率や下落を続ける商業用不動産価格などを考えると、米国金融機関の不良債権処理に要する時間とコスト負担が大きいため、F R Bは金融引締めには相当慎重と見込まれる。一方、長期資産買取りについては、米財務省証券の買取り増額は財政ファイナンスの思惑を強め、ドル相場下落のリスクに繋がること、エージェンシー債とエージェンシーMBSの買取りは、新規発行が減少する中、市場機能を維持しようとするれば、買取り余地が限られる

ことから、バランスシート拡大を柱にした政策運営からは、徐々にだがフェードアウトしていきたいと考えているのではないだろうか。

ところで、非伝統的な金融政策を採用している中央銀行は、いずれは、非伝統的な政策運営や時限措置からの出口戦略と、超低金利政策からの出口戦略とを区別して情報発信することが必要になってくる。景気悪化や金融システム不安が徐々に和らいでいけば、非伝統的な政策措置の見直し、解除といった話は出てくるだろう。多くの市場参加者は、2つの「出口戦略」の違いを理解していると思うが、やはり中央銀行としては、どの異例な措置、時限措置の出口戦略について情報発信をしているのか、万が一にも誤解を与えないように、丁寧な説明に努めていく必要がある。

一方、伝統的な金融政策については、今のところ、日本銀行を含め主要国の中央銀行は、ステートメント上では超低金利政策を長期間継続することを金融市場参加者にコミットする時間軸を強める明示的な表現は使用していない。ただし、世界的な株価上昇や資源価格の高騰が早期利上げ観測が高まるような場合には、超低金利政策へのコミットメントを強く打ち出すことを検討する必要があるかもしれない。

さて、伝統的・非伝統的な金融政策運営を問わず、主要国中央銀行は金融市場に潤沢に流動性を供給している。また、主要国、新興国で大規模な財政刺激策が発動される下、市場参加者のリスク・アペタイトが回復するにつれて、株価、不動産価格、資源価格など、資産価格がファンダメンタルズで説明できる以上に押し上げられる可能性がある。その場合には、中央銀行は潤沢な流動性の供給を見直すべきではないか、といった意見が出てくるかもしれない。ITバブル崩壊後に、主要国の中央銀行が超低金利政策を必要以上に長く続けたことが世界的なクレジット・バブルを発生させ、今回の世界的な金融危機を招いた背景であるという批判が根強いためである。

しかし、政府や中央銀行の政策対応は、世界経済の持ち直し自体を支えていることも事実である。また、先程お話したとおり、欧米金融機関の貸出態度は緩和的とはいえない。資産価格が上昇したとしても、一番目とし

てそれは副作用というより、企業・家計部門のコンフィデンス改善に寄与するポジティブなものとも解釈できること、二番目としていわゆる様々なキャリー・トレードの復活は、市場参加者のリスク・アペタイトの回復を示唆するものと解釈できること、三番目として米国と中国を除き、来年に入ると財政刺激策による景気押し上げ効果が一巡することから、世界経済のいわゆる景気二番底を警戒する声が絶えないことなどを考え併せると、過度に警戒しなくても良いのではないかと今の時点では思っている。むしろ、潤沢に流動性を供給する姿勢を続けることが今は必要だと思っている。

最後に、当面の金融調節方針だが、現状維持が適当であると思う。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

既に多くの委員が十分な説明をされたので、一番簡単なのは、ディットと書くのが一番良いのだがディットというのは上に同じという意味である。敢えて付け加えるとすると、既に多くの委員が指摘されたように、前回会合以降グローバルな金融市場環境は改善を続けている。新興国を中心にリスク資産に対する選好が戻り、一部にかつてのサーチ・フォー・イールド的状况の走りがみられるようにもみえる。しかし、同時に市場の分断はまだ存在し、先行きに対する警戒のレベルも低まったとは言いがたい状況であると思う。強気と弱気が極めて複雑に交錯した状況であると思う。日本の金融市場においても改善は続いている。しかしながら、これも既に多くの委員が述べられたことでもあるが、企業は先行きに対する大きな不確実性を感じている状況に変化はない。特に中小企業においては方向としては確かに改善がみられるが、水準は低いところにとどまっている。以上のことは前回会合時からの予想に沿ったものであるといえる。従って、次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと考えている。以上である。

白川議長

まず、調節方針であるが、全員現状維持であり、私ももちろん現状維持である。また、前回決定した各種時限措置の3か月延長についても、その後のマーケットの動きをみると、適切であったという評価だったと思う。そのうえで情報発信については、これからも過不足のない適切な情報発信を心がけたい。つまり、前回、6か月ではなく3か月の延長とした訳だが、金融環境を丹念に点検し、もはや必要でないという場合にはやめる訳であるし、必要と判断すれば——今日は継続するということであるが——丹念に情報発信していく必要がある。そのために金融環境について丹念に点検をして欲しいということだったと思う。私の方からはこれ以上申し上げることはない。

何かご意見はないか。

それでは、ここで政府の出席者の方にご発言を頂きたいと思う。まず、財務省の香川総括審議官から願います。

香川財務省大臣官房総括審議官

現在の経済情勢については、今回の決定会合においても指摘があったとおり、輸出や生産の持ち直しなどにより、景気は全体としては下げ止まっているものの、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は大幅に減少しているし、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費は弱めの動き、住宅投資は減少と、未だ厳しい状況もみられている。

政府としては、経済危機対策等を着実に実施しているところであるが、日本銀行におかれては、以上のような経済情勢や、政府の対応を踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、我が国経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。

白川議長

それでは、内閣府から梅溪審議官、願います。

梅溪内閣府大臣官房審議官

我が国の経済は厳しい状況にあるものの、経済対策の効果もあって、このところ持ち直しの動きがみられる。先行きについては、雇用情勢の一層の悪化や、世界景気の下振れ懸念などのリスクに留意する必要がある。加えて、需給ギャップが大幅に拡大していることから、デフレのリスクにも留意する必要がある。政府としては、当面景気対策を最優先で進めるため、経済危機対策等を着実に実施することとしている。政府および日本銀行が、注意深く経済金融情勢等を点検するととともに、中長期の成長やインフレ率に関する見通し、金融システムの状況等に関して、今後とも密接な情報交換を行い、お互いの状況認識を共有しながら、連携して難局に対処していくことが重要と考える。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは次に金融市場調節方針の議案、および経済・物価情勢等を含めた対外公表文の取り纏めを行いたい。執行部はこれらの文案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは、議案を読み上げさせて頂く。一枚目が金融市場調節方針、二枚目が当面の金融政策運営である。まず一枚目を読み上げる。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。二枚目の対外公表文であるが、前月と比べると、前月は短観の記述があったので、それを除いたというこ

とと、前月は中間評価と企業金融支援措置の延長があったので、そのパラグラフを取ったということで、他の表現はほとんど変わっていない。技術的な変更点だけ申し上げると、パラグラフ 2 の「わが国の景気は下げ止まっている。」の 1 行下、「輸出や生産は持ち直している。」という文章の後に、前月は短観の記述を踏まえ、「企業の業況感、製造業大企業を中心に悪化に歯止めがかかっている」という表現があったが、今月はこれを落としていることが一点と、この 2. パラグラフの一番最後、物価のところ、「前年における石油製品価格高騰の反動などから、マイナスとなっている」が前月までであったが、マイナス幅が拡大しているので、ここでこのような記述にしているという、この二点だけである。その後のパラグラフ 3. の先行き見通し、4. のリスク要因、5. の当面の政策運営スタンスは、前月から変更はない。従って、読み上げは省略させて頂く。以上である。

白川議長

ご意見はあるか。

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、その後で対外公表文の採決を行う。それでは、申し訳ないが、政府出席者の方は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

水野審議委員
野田審議委員
中村審議委員
亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

中曾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

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（7月14～15日開催分）の承認

白川議長

それでは、7月14日、15日開催の決定会合の議事要旨の承認に移りたいと思う。既に議事要旨の案については配付しているが、ご異議はないか。それでは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

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は、14 日金曜日の 8 時 50 分に对外公表の予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、9 月 16 日、17 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆さんにおかれては、厳正な機密管理をお願いする。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。報道解禁時刻 11 時 51 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 11 時 51 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11 時 46 分閉会)

以 上