

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年7月14日（14:00～16:39）

7月15日（9:02～12:40）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省	香川俊介	大臣官房総括審議官（14日）
	池田元久	財務副大臣（15日）
内閣府	梅溪健児	大臣官房審議官（経済財政運営担当）（14日）
	津村啓介	内閣府大臣政務官（15日）

（執行部からの報告者）

理事	井戸清人
理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
企画局長	櫛田誠希
企画局参事役	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	中村康治
企画局企画役	奥野聡雄

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、最初に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 6 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。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・為替市場動向についてお願いします。

外山金融市場局長

それでは、まず金融調節の運営実績から申し上げる。お手許の追加資料の図表 1-1 をみて頂きたい。無担保コールレート（オーバーナイト物）であるが、0.091～0.111%と概ね誘導目標水準近傍で推移した。都銀が積み期前半に中長期国債や国庫短期証券への運用を増加させたことなどから、比較的しっかりとコール市場での調達を進めたほか、都銀の調達額が

減少した積み期後半には、一部都銀が調達に乗り出す動きがみられたため、期を通して0.09%を上回る水準での推移となった。また、7月6日には、一部邦証が大規模な調達訓練を実施したため、同日の仕上がりレートは0.111%となった。当座預金残高は15～19兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は_____で推移した。

図表1-2で日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、地銀、外銀の超過準備が高水準になっているのが目立つ。特に外銀は、6月末に向けて円転地合いが強まったことに加えて、資金放出を控える運営としたことから、準備預金が4兆円を上回る水準にまで増加した。また、地銀は、財政資金の流入や預貸ギャップの拡大によって潤沢な流動性を抱える状態が続いているが、7月入り後は、徐々に超過準備額が減少傾向にある。一方、都銀は積みを平準化したペースで進捗するようにコントロールしてきたことから、6月積み期は、全行とも明日の積み最終日まで所要準備額を残す可能性が高くなっている。図表1-3の2010年1月積み期以降の短期金利のグラフで、GCレポ・レート（スポネ物）をご覧頂くと、0.115～0.145%で推移した。6月下旬には、財政要因が大幅な資金余剰となる中、本行の短期オペが減少したことや、資金の主要な出し手である都銀が余剰資金を中長期国債や国庫短期証券等に振り向けたことから、_____等が資金放出を積極化させていたにも関わらず、レートは0.145%まで上昇した。証券会社が在庫として抱える国庫短期証券への海外からの引き合いが細ったこともレートの上昇に寄与した。しかし、本行が期間の短い金利入札型共通担保オペにより当座預金の水準をやや引き上げたほか、28日にはスポネ物の買現先オペ、29日にはトムネ物の買現先オペをオファーしたことで、レポ・レートは急速に低下した。6月末以降は、レポ・レートは0.120%前後と比較的落ち着いて推移している。

図表1-4で6月末の短期金融市場の状況をご覧頂くと、準備預金（除くゆうちょ銀行）は_____、当座預金は19.9兆円と昨年を大幅に上回る水準となった。本行が供給した資金を外銀や地銀が大きく抱え込む形となった。金利面では、無担保コールレート（オーバーナイト物）が安定的

に推移した一方、レポ・レートについてはやや上昇する局面があった。図表 1-5 と 1-6 の無担保コール市場残高だが、達観すれば低位横這いといった状況である。

さらに、図表 1-7 でオペ運営についてご報告する。引き続き資金を潤沢に供給する一方、市場機能の維持にも配慮して運営を続けている。6 月は、後半に財政資金の流入が膨らむ月に当たっているため、6 月 2 日の税揚げ日に 47 兆円台あった短期オペ残を 28 日には 37 兆円台まで減少させてきた。このうち、固定金利型共通担保オペが 20 兆円、国庫短期証券買入が約 9 兆円あるため、金利入札型共通担保オペの残高は、同期間で約 15 兆円から約 6 兆円へと極端に減少した。オファーの減少と反比例するように平均落札レートは上昇をみた。7 月入り後は、財政要因がほぼニュートラルに転じたため、1、2 週間物を中心に金利入札型共通担保オペをほぼ毎日オファーできるようになり、平均落札レートも落ち着いてきたものの、短期オペ残高ないし金利入札型共通担保オペ残高は、先週まではほぼ横這いでの推移にとどまっている。短期オペ残高を本格的に積み上げていくのは、財政要因が大きく不足超に振れる今週以降になる。固定金利型共通担保オペは、週 2 回、1 回当たり 8,000 億円をオファーしていて、6 月 14 日オファー分で 20 兆円に到達した。応札倍率は 6、7 倍となっていて、これまでと大きな変化はない。国債買現先オペは、1 週間物を連日 4,000 億円ずつオファーしたほか、先程申し上げたように、レポ・レートがやや上昇していた 6 月 28 日にスポネ物を 1 兆円、29 日にトムネ物を 8,000 億円オファーした。T+1 ベースでの買現先のオファーは、2008 年 4 月以来ということになる。CP 買現先オペであるが、今回は実行しなかった。米ドル資金供給オペは、6 月 15 日及び 7 月 13 日——昨日——にオファーしている。6 月 15 日オファー分は、3 先から計 300 万ドルの応札があった。それから、昨日のオファー分は、1 先から 100 万ドルの応札があった。いずれも手続き確認のための応札と聞いている。

図表 1-9 で本行受入担保残高の推移をご覧頂くと、6 月末の共通担保受入残高は 104.2 兆円と、前月末より 8.9 兆円の大幅減少となった。共通

担保オペ残が 7.0 兆円減少したことに対応したものであるが、国債が 8.5 兆円減少したほか、民間債務も 0.8 兆円減少した。民間債務については、企業金融支援特別オペが 6 月 16 日で全て期日を迎える中で、同オペ見合いで差し入れていた民間企業債務を引き出す動きが目立ったほか、CP の発行残高の減少を背景に入担が減少したということである。

次に、最近の金融・為替市場の動向について申し上げる。図表 2-1 まで進んで頂く。まず、短期金利の推移であるが、大きな動きは全体としてはない。TIBOR であるが、6 月末の要因がなくなったところで、日本円 TIBOR は 4 日連続、それからここには出ていないが、ユーロ円 TIBOR は 5 日連続低下した。その後、暫く止まっていたが、本日またユーロ円 TIBOR については低下した。それから、ユーロ円の実勢レートについては動きはない。短国レートが 6 月末に 3 か月物でやや上がったところがあるが、レポ・レートの上昇で一時強含んだ。7 月に入ってから、円転地合いを捉えた海外からの買いも戻ってきたということで、再びレートが低下している。図表 2-2 の (2) CP 発行レートであるが、概ね低位横這いといったようなことで、先程申し上げた CP 買現先オペを見送った影響はみられていない。さらに、図表 2-3、それから図表 2-4 でターム物レートの推移を、海外も含めて申し上げる。まず、LIBOR-OIS スプレッドであるが、ドルについてはドル LIBOR がほぼ横這いで推移したため、スプレッドもほぼ横這いで推移している。ただ、実際のレートは 7 月入り後、特に 7 月の独立記念日の連休が終了した後、緩やかに低下をみている。ユーロの LIBOR は、この間じりじりと上昇してきた。図表 2-4 に移って頂くと、そこに ECB によるターム別資金供給オペ残高の推移が出ているが、昨年実行した 1 年物の LTRO の期日が 7 月 1 日にきて、これの打ち返しを ECB は 3 か月物と 6 日物で打ったが、両方合わせてもオペ残が大きく減少した。さらに、6 日物のオペを 1 週間物の定例の MRO で繋いでおり、それは昨日もあったが、さらにバランスシートは縮減をみている、ECB によると、超過準備は 1,000 億ユーロを切るところまで低下をしている。この辺になってくると金利が上がりやすいと

みていた。こういった中で、LIBORについてもじりじりと上昇圧力がかかっているというところから、図表 2-3、(2) ドル転コスト対ドルLIBORスプレッドで為替スワップ市場について申し上げますと、6月末にかけて、やはりドルを調達しようという動きが強まって、円転地合い、ユーロ転地合いが強まった。ただ、その動きが収まった後は、今申し上げた7月初めのLTROの期日到来に向けて、ドルをユーロ転しようという動きも出て、ユーロ転地合いが和らいできた状況である。ただ、このように欧州において、短期金融市場の緊張はやや緩和されてはいるが、二極化の動きは引き続きみられていて、図表 2-4、ECBによる国別与信残高の推移にあるように、いわゆるPIIGS諸国の銀行に対するECBの直接の与信残高は、このところまた上昇をみている。比率でみると、このうちギリシャの銀行は2割弱、ECBの与信に依存している。他の国は、比率でみると数%内外ということである。

図表 2-6 で長期金利の推移をご覧頂くと、前回決定会合以降一旦大きく低下して足許少し戻ってきたという状況である。下降していた局面においては、米国における住宅、消費、雇用といった景気指標が軒並み予想を下回り、景気の減速懸念が強まった。併せて、利上げの期待が後退した。分解してみると、インフレ期待の下方修正が大きく寄与していることが分かる。一方、欧州であるが、ドイツ債の利回りは、ほぼ米国と同じような動きをしているが、PIIGSのスプレッドは、ニュースにその都度反応しながら、概ね高止まりを続けている。この間、ECBの証券市場プログラムでの国債の買入れであるが、先週は7億ユーロまで買入額が減少して、累計では600億ユーロになっている。日本の長期金利であるが、株価及び米金利につれた動きであって、10年物金利については、2003年8月以来の1.1%割れも一時記録した。6月22日に政府から財政運営戦略が発表され、これを好感して、リスク・プレミアムが減少してきたといった説明もマーケットでなされていたが、結局、参議院選挙で民主党が敗北をした局面でも国債が売り込まれることはなかったということであって、そういった要因は、マーケットが言うほどは大きくなかったと足許では言え

る。

図表 2-9 は社債流通利回りの対国債スプレッドの推移であるが、今回は、図表 2-10 の欧州企業の社債発行額の推移も付けている。米欧については、流通市場のスプレッドは高めの水準で横這いである。この間、金融銘柄は幾分タイト化をみている。起債額については、5月に大きく減少した後、一定程度の回復をみている。欧州については、図表 2-10 のグラフでご確認頂けると思う。なお、この社債発行額は金融機関の社債、カバード・ボンドも含めたベースであって、国別の発行額をみると、ドイツ、フランス、オランダの銀行による発行が大宗を占めていて、スペイン、イタリアといった残高では比較的比率の多い国の銀行は、なおほとんど発行ができていない状況にある。一方、日本であるが、スプレッドはほぼ横這い圏内で推移した。大規模な利食い売りがみられない一方で、様子見姿勢が続いている。図表 2-11、株式相場の推移であるが、前回決定会合以降、日米欧いずれの国においても一旦上昇した後大きく下落し、足許でまた戻ってきているという動きである。当初、上昇した局面では、南欧諸国による国債の入札が比較的順調であったことが材料視されていた。その後、米国の経済指標が弱いものが続いた、あるいは F O M C の声明文で F e d が景気に対して慎重な見方をしているとみられたことがあった。その後、先程申し上げた E C B の L T R O の期日到来を波乱なく経過したこと、欧州におけるストレステストの対象が公表されたことが好感されて、足許は大きく戻している形である。日本については、米欧の株価につれた動きであるが、これと加えて為替の動きが米欧との差を作り出している。主体別売買動向は、前回決定会合以降、均してみれば少し弱い展開の日が多かったということで、外国人は売り越しの週が多くなっている。

それから、図表 2-13、主要為替相場であるが、前回決定会合以降の特徴は、ユーロが幾分買い戻されてきたといったことである。先程申し上げた南欧諸国の国債入札とか、L T R O の期日到来といったことが材料視されている。一方、ドルは景気減速懸念で軟調な展開、また一方、円については、米国の金利が下がってきたことで、日米金利差が縮小したことも

あって、幾分円高に振れてきた。オプション、先物市場での先行きの見方についてであるが、図表 2-14 (3) の IMM ネットポジションをご覧頂くと、足許のユーロの持ち直しを映じて、ユーロについてはややドル・ロング幅が縮小をみている。一方、円の方は円高が進んだことでドル・ロングからドル・ショートに転じた。図表 2-15、クロス円については、それほど大きな動きはないが、スイス・フランが少し上昇してきている。6 月 17 日の声明文によって、介入警戒感がなくなったことで、スイス・フランが避難通貨の一つとして買われている。(2) の外為証拠金は、このところまた積み上がる動きがみられたが、特に豪州ドルが安くなった局面を捉えての逆張りの動きである。

図表 2-16、エマージング、コモディティ市場の動向であるが、この間のリスク・アペタイトの動きにつれた展開といったことである。通貨で見ると、アジア、それからラ米の通貨は比較的しっかりしている一方、中東欧の通貨がユーロの持ち直し以上に強まっていることで、比較的大きく持ち直した。この間、アジアの諸国は幾つかで利上げがみられ、台湾、インド、マレーシア、韓国といったところが利上げに踏み切っている。また、中国が 6 月 19 日に人民元の弾力性を強化するという声明を出したが、その後の動きをみると、緩やかな元高方向への誘導にとどまっている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

宜しいか。先程の長期金利だが、日本の長期金利は、今日は 1.14%だが、7 月 1 日には 1.069%であった。この 20 年間をみても、1%割れは 1998 年、2003 年と 2 回あり、1%割れの後は急上昇している。今回のこの下げ方の主因は、どちらかと言うとグローバルなところにある。勿論、国内要因もあるが。そういうグローバルな動きをきっかけに、市場参加者

が過去と同じようなアクションを採ると、マーケットは非常にボラタイルになってしまう。過去2回のレッスンをマーケットは学んでいるはずだとは思いますが、この先の長期金利については——この20年間では少しアンジュアラルな感じがするので——どういうようにみているのか。

外山金融市場局長

亀崎委員がご指摘のように、1998年、2003年はいわゆる運用部ショックとVaRショックが起こって、金利が大きく低下した後、急上昇した局面があった。そういった局面と現在の局面を比較してみると、レートが大きく低下してきていることでは似た状況ではあるが、安心材料があるとする、その二つの局面は、金融セクターが大きく傷んでいる時であった。クレジット・コストが大きく、収益的にマーケットでのリスク・テイキングによる収益稼得が大きく要請されていた。つまり、国債を含めたマーケットの活動によって利益を上げることを強く要請され、その結果、金融機関が大きく国債を買い進んでいった。そういった状況に比べると、現在は、金融セクターは落ち着いているので、それほどマーケット部門に対するプレッシャーはかかっていると聞いている。それから、亀崎委員がご指摘のように、過去の教訓もあって、過去に比べるとかなりリスク管理手法がそれぞれの銀行において高度化をしてきている。過去には、パラメーターを1、2か月に1度しか変えないといったルーズな運営だったものを、現在では日々入れ替えるといった肌理細かい管理にしていることもある。それから、マーケットのボラティリティをみると、ここにご紹介しているのはインプライド・ボラティリティだけだが、特に関連のあるヒストリカル・ボラティリティをみると、過去の局面ではかなりボラティリティが低い時期が続いて、その後、ショックが起こった。現在、ヒストリカル・ボラティリティ自体は、確かに下がってきてはいるが、まだそれが続いているということではないので、ロング・ポジションが大きく一方向に積み上がっているということではないと思っている。従って、これが暫く続くようだと、ご指摘のようなリスクは高まってくると思うが、足許ですぐさま

巻き戻しが起こるといったことではないとみている。

亀崎委員

分かった。

須田委員

ユーロのターム物の金利についてだが、先程、エクセス・リザーブが減っていることがターム物金利に影響しているという話があった。一方、この金利が上昇している裏には、金融機関の持つカウンターパーティ・リスクの影響が出ている可能性があるのではないかと思う。そのウエイトについてだが、この金利の上昇は超過準備が減っているからだと捉えた方が良いということか。

外山金融市場局長

須田委員ご指摘のように、5月の初めからずっとユーロとドルもLIBORがじわじわと上昇してきて、途中でドルの方は横這いに転じた後もユーロはそのまま上がり続けて、少し緩まった後、また少し足許で上がり始めたということである。当初上がり始めたところは、委員ご指摘のようにギリシャ問題がどう解決されるのか、先がみえないといった状況であったので、カウンターパーティ・リスクがかなり上がって、それにつれた動きだったと思う。しかし、足許はその後、他市場も含めてマーケットの落ち着き度合いを評価してみると、カウンターパーティ・リスクへの警戒も少し収まってきていた。それがさらに再び上がり始めたということであるので、勿論ストレステスト等の影響はなくはないかもしれないが、むしろ他のマーケットでは、それが好感されて動いているといったことからすれば、銀行間の取引についても、このところが再び拡大したということではなくて、今申し上げたECBのオペレーションによるものが主因だったのではないかとみている。

西村副総裁

図表 2-10 の欧州企業の社債発行額の推移は、先程説明があったが、特に最近に関しては、ハイイールドも少し出ていることを考えると、それなりに回復しているとみるのか。それとも、金融機関のものが多いため、これをどのようにみるか。

外山金融市場局長

因みに、7月はまだ13日までの計数しか入っていないので、棒が少し低くなっている。確かに、米国についても、5月は欧州ほど落ち込まなかったが、5月に少し凹んだ後6月に盛り返した中で、ハイイールド物も6月になってから少し出てきたといった動きもある。そういったところからすれば、やや格付けの低いものも含めて、地合いが少しは良くなってきたとは思いますが、ただ一方で、先程申し上げたように、国別にどこの銀行がカバード・ボンドも含めた社債を発行できているかをみると、やはりドイツ、フランス、オランダといったソブリン・リスクに比較的問題のないところである。そうではないスペイン、イタリアなどはまだできていないことからすると、ハイイールド物まで含めて、全般的に地合いが元に戻ったというところまでは、まだいっていないのではないかと思う。

須田委員

人民元だが、為替レートが非常に緩やかに少しずつ調整をしていくということになる、スプレッドで資金がどっと入ってきそうだと考えるのだが、その動きは何かみえているのか。少し柔軟にしてからの資金の動きについて、何か目立ったことはないか。

外山金融市場局長

また、後で大野国際局長に聞いて頂ければと思うが、例えば、NDFのレートなどをみている限りでは——これも完全に自由なマーケットかどうかということはあるが——むしろ人民元はもっと上がるのではないか

と思ったが、この間の現物の動きをみて少し動きが収まってきたようなこともある。そういう意味では、中国当局のコントロールが強力に効いていると思う。

須田委員

効いていても資金を止めない限りは…。

外山金融市場局長

そうである。資金自体が、リーズ・アンド・ラグズとか、色々なことも含めて動く可能性はあるが、そこはまだマーケットから情報が得られる段階になっていない。

野田委員

短期オペレーションについて、この積み期は少しまだ資金不足なので、前の積み期よりも少しレートが高止まった。今後は逆に、オペ・レートは落ち着いてくるとみていて良いか、やはり 6 月が若干例外的に少し高止まったとみるのか、その辺りはどうか。

外山金融市場局長

特に 6 月は、先程申し上げたような事情で、金利入札型の共通担保オペを打つ余地がほとんどなく——ほとんどと言うか、かなり小さくなっていたものだから——、そういうことが証券会社等のビッド・アップを招いたと認識している。今後は、今週位からずっと資金不足期に入ってきて、今日も午後に 3 本共通担保オペを打っている。本数も金額も打てるようになってきているので、実際にレートの方もかなり落ち着いてきて、レポ・レートも、先程 7 月以降 0.120%内外と言ったが、足許はもっと下がっていて 0.10%台と、0.11%にいかない位まで下がっている。

白川議長

これは国際局に聞くべきか金融市場局に聞くべきか少し迷うが、先程のECBだが、今、超過準備が1,000億ユーロあり、この後、これが減ってレートが上がっていく場合には、今の政策金利が1%だから、1%に向かって段々に収斂していくということなのか。もしそうだとすればだが、オーバーナイト金利が今まで大体0.3%位で推移していた訳である。それが、1%となると、かなりの金利上昇である。それは、全体として金融市場の金利を底上げしていくとか、金融引締め的な効果を——素直に考えると——持つように思う。当事者は勿論そうは言っていないが、そこはどう考えたら良いのかが一点。それからもう一つは、確かに今回1年物のオペはロールしなかったが、しかし、3か月物については、まだ金額無制限オペをやっている。そういう意味では、取りたいと思う資金は取れる訳であるから、1年物オペがなくなることが、即オーバーナイト金利の上昇に繋がる訳でもないのではないかという気も一方ではする。その二点について、少し前提が違ってきているのだが、どのように考えると良いか。

外山金融市場局長

これだけ超過準備が減ってくると、マーケットのレートが上がってくるのはむしろ自然である、1%に向けて段々と上がっていくことになるだろう、ただ、政策金利自体についてのマーケットの見方が変わっている訳ではないので、そこはしっかりとアンカーされているのだ、ということのようであった。

白川議長

外山金融市場局長に聞く質問でもないが、長期金利がオーバーナイト金利の予測値の平均値だと考えれば、中長期の金利は上がっていくということか。

外山金融市場局長

LIBORなどに影響が出ているのは、そういうこともあろうかと思う。ただ、今のところ長期金利は非常に下がってきている。

白川議長

実際には、そうなのだが。

野田委員

市場では、二極化が起こっているとよく言われる。であるから、ECBに依存しているところは、恐らくこのマーケット・レートは関係ない。依存していないところは——要するに、自力で調達できるところは——、少々市場レートが上がっても自力で調達しているという姿なのか。

外山金融市場局長

そうである。実際にマーケットの取引額も、7月1日以降は少しではあるが増えてきているといった統計も出ている。

野田委員

総じて言えば、正常化に向かっているという理解で良い訳であるな。

外山金融市場局長

然り。PIIGS諸国の銀行は、かなりECBへの依存度が高まっているが、健全な銀行については、マーケットから取るといった方向に変わってきている。それから、先程の白川議長の二番目のご質問であるが、確かに1年物が3か月物等に振り替わって無制限で取れる状況ではありながら、実際に超過準備が大きく減少してきているので、二極化した良い方の銀行は、今お答えしたように、ECBからではなくてマーケットからの調達に段々切り替えていくということである。しかし、底溜まり的にそうではない銀行も残っていて、そういったところがあることが意識されたのか、

オーバーナイト・レートについては、超過準備が全体として減少する中で、少しマーケット・レートに上向きのプレッシャーを与えることになるのだと…。

白川議長

しかし、その場合でも、その銀行こそECBのオペで無尽蔵に取れる訳であるな。

外山金融市場局長

ただ、もう担保限度額一杯使っているとか、それから二極化と言うが、その間にある限界的な銀行とかも併せて、やはり影響が染み出してきていると思う。

須田委員

そもそも最初に1年物オペをやった時に凄く量が増えた。その時の分析では、裁定取引で1%で資金を調達して他に運用しているという話があった。今、がたっと落ちた部分に関しては、3か月物でも、1%と言ったら市場の金利の方が低いということであるな。それでは、そちらに需要はシフトするだろう。だから、エクセス・リザーブで積んでいて、それが下がって、金利にストレートに反映していくというメカニズムが、そんなに単純なのかという疑問が少しある。

外山金融市場局長

我々からすると羨ましくもあり、割り切っているなという感じもする。ただ、マーケットが事前に恐れていたほどには大きく波乱がなかった。上がりはしたが、これでも波乱なく経過して良かったという評価だと思う。

中村委員

リスク回避姿勢が強まると、通貨として円が買われて円高になるという

傾向があるが、その裏側には運用先としての日本の長期とか短期の債券マーケットがある。そういった国際的な資金の移動というか、選好が債券マーケットに与える影響——インパクト——はどのようなものか。

外山金融市場局長

マーケットからアネクに拾われる声ではあるが、アジアの中銀筋が5月に——特に5月が多かったが——かなり短国と長国を買い入れていた。それから、6月にその動きが鈍った後、7月も少しまた円転地合いが進んだような時にユーロから円に替えて——それともたまたま持っている円を新たに投じているのかよく分からないが——、日本の債券を買っているという動きが散見されるようになっている。暫く前にはなかった動きだと思う。

中村委員

それは、マーケットにそれほど大きな影響を与えるような動きではないということか。

外山金融市場局長

否。特に短国のレートには、かなり影響を与えたと思っている。落札レートもかなり低くなっているが、金融機関が調達できる平均レートと比べても、低いレートで投資家が買って行く中には、やはり海外で安い円を調達して、それを振り向けていることもあろうかと思う。それが短国のレート等を抑えていると思う。

山口副総裁

今、日本の国債の金利について、都銀等の金利観はどうなっているのか。金融機関ごとに多少ばらつきがあるのか。

外山金融市場局長

一頃 1.3%台を中心に動いていた時と比べると、足許、大きく下がってきているということで、彼らの想定するレンジ自体がそのまま平行に下にやってきたということだと思う。これは、根拠があるという人もいたし、根拠はないのだけれどもという人もいたが、4～6 月には必ず金利が上がるというアノマリーがあるという話が随分前からあって、それを待っていて、買い入れる機を少し逃してしまったところが、やはり期中にキャリーを上げていかなければいけないといったことから、買い進める中で、目線がかなり低下してきているということだと思う。ただ、これ以上突っ込むかということになると、先程申し上げたように過去の教訓ということもあって、さらに 1%を割り込んでどんどんいくといったことは足許ではあまりないように思う。

野田委員

図表 2-7 の利回り変動要因をみると、需給のウエイトが大きくなっているが、今の話とどういう関係があるのか。

須田委員

金利低下要因ではないか。

野田委員

金利低下要因か。

外山金融市場局長

金余りが意識されているということだと思う。

白川議長

他にご質問ないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済の現状について報告する。席上配付した国際局「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】をご覧頂きたい。図表1から説明する。米国については、多くの経済指標が民間の予想を下回った。こうしたことから、市場では、米国経済の先行きに対する見方が慎重化しているが、私共としては、元々昨年の第4四半期、それから今年の1～3月は少しでき過ぎと考えていたので、ここに来ての経済指標の鈍化は、概ね想定シナリオの範囲内の動きと受止めている。個別指標をみていきたいと思う。1. 実質GDPは改訂であるが、当初3.0%であったものが2.7%に小幅改訂された。改訂されたのは個人消費と設備投資で、若干の下方修正ということである。次に、個別の指標であるが、個人消費については、緩やかながら増加しているという判断に変わりない。3. 実質個人消費は5月に+0.3%と、極く僅かではあるが、幅広い財・サービスで増加を継続している。その間、2. 可処分所得は+0.5%と、緩やかな増加である。これは、雇用者数の持ち直し等による雇用者報酬の増加を背景に増加しているが、この裏で4. 貯蓄率は、やっと上がったというのはおかしいが、4.0%と、足許上昇する姿になっている。先行きについても、欧州の信用不安に伴う株価の下落、いわゆる逆資産効果を通じて、個人消費を下押しするといったことからみれば、貯蓄率にさらに上昇圧力が加わるという見方が増えている。次に、住宅についてみたいと思う。今回公表された住宅関連の指標はいずれも市場予想を下回っており、市場では、先行きの米国経済に関するネガティブな材料として受止められている。8. 住宅着工は59万3,000戸である。これは、勿論、住宅税控除措置の期限切れということで、5月の減少は予想されていた訳であるが、均してみても相当低水準の動きが改めて確認された。ここに出していない住宅の販売

の計数をチェックしても、新築、中古ともに低水準圏を脱していない差し押さえ物件の流入も相変わらず続いているという中であって、中古の在庫水準が高止まったままである。そうした需給環境のもとでは、住宅価格についても、9. ケース・シラーやFHFAの全ての価格指数が横這い圏内の動きを示していて、なかなか価格が上向いてこない状況である。次に、設備投資をみると、まずまずの動きを続けている。勿論、商業用不動産は引き続き減少ということであるが、10. 非国防資本財受注は増加基調が続いている。設備投資自体は、全体として持ち直しているという判断も変えていない。こうした中であって、12. ISM製造業は引き続き50を上回っている。内訳をみると、新規の受注は60前後と、高水準を続けている状況である。ただ、全体として50を超えていれば良い訳であるが、水準自体は少しずつ切り下がってきていることはやや気になる。米国経済内部だけではなくて、やはり新興国経済も含めて、これから成長率が減速していくことを眺めた動きとみておくべきかと思う。それからもう一つ、昨日発表された11. 貿易収支は422.7億ドルの赤字で、こちらの方の赤字幅が拡大している。特に内訳だと、予想どおり対中国の米国からみた赤字が1割以上、2桁増えていることが報道等で取り上げられている。次に、雇用環境である。15. 雇用者数は、いつも申し上げている国勢調査に伴う政府の臨時雇用によって、少し読みにくくなっている。ここでは、5月の+43万3,000人が6月に-12万5,000人になっているが、これはもう少し均してみると、第1四半期、第2四半期を特殊要因を除いたベースでみると、1~3月期が+8万人、4~6月は+1万2,000人であるので、特殊要因を除けば、緩やかではあるが持ち直しの傾向は持続しているとみた方が良いと思う。ただし、5月、6月の計数については、市場の予想からみると、やはり少し弱めの数字という捉え方がされているし、新規失業保険申請件数も、今までずっと減少傾向を辿っていたものが、足許では横這いに推移していることもあって、先行きについても雇用者数の増加ペースは極めて緩やかにとどまるのではないかという見方が一般的である。さらに、遅行指数ではあるが、14. 失業率も若干は低下しているが、高水準横這い圏内で

の推移とみておいて良いかと思う。それから、平均の失業期間もピークを更新中である。そういったところからみて、雇用環境は依然として厳しい状態を脱却できないとみて良いかと思う。米国の最後に、C P I をみたいと思う。16. C P I であるが、低下傾向が続いている。コアについても、+0.9%である。経済スラックが引き続き小さくない中で、米国においてもデysinフレ圧力は当面かかり続けるという見方をしている。以上、米国である。

次に図表 2-1、ユーロをみていきたい。ユーロの実体経済は、それほど大きな動きはない。個人消費など内需が弱めの動きを続ける中で、輸出がユーロ安の影響もあって堅調に推移している。生産は緩やかに増加している姿に変わりはない。ただ、そうした中、この計数だけではみえないのだが、競争力のあるドイツの好調さと、緊縮財政下にある南欧諸国を中心とした周辺国との景況感の格差がさらに開いている状況にある。1. G D P は+0.8%と 1 次推計値から不変であるが、中身が公表された。内訳をみると、総固定資本形成のうち、住宅投資が 8 四半期連続の減少でかなり弱いこと、それから輸送用機械、その他の機械投資、設備投資関係は横這い圏内の動きと、弱いが横這いという姿がみて取れる。個別指標をみると、2. ユーロエリアの輸出は 4 月単月では-2.4%という数字であるが、やはり基調としては均してみた四半期の数字が正しいと思う。均してみれば増加基調は継続しているとみて良いと思う。5 月はblankになっているが、一部の主要国のデータは出ている。主要国であるが、ドイツでは増加を続けている。この間、フランスでは横這いであるが、ドイツを中心とした輸出の力は 5 月も続いていると言って良いと思う。それから先ということで言えば、3. P M I 輸出受注指数をみると、これは 6 月が出ているが、56.6 と 4 月、5 月より少し低いが、P M I なので高めの水準で輸出が続くという点に変化はないとみて良いと思う。それから生産も、9. 鉱工業生産と 10. 製造業 P M I をみると、生産活動が緩やかに増加を続けている姿がみてとれる。一方で、内需関連をみると、4. ドイツの国内投資財受注は持ち直しつつある。その一方で、個人消費については、6. 小売は引き続き弱め

の動きを続けているし、7.自動車登録台数は不振と言って良い状況にある。8.消費者コンフィデンスは、ユーロ全体では低水準横這いの動きとなっているが、内訳をみると、ドイツでは比較的堅調、一方でその周辺国では相当低下傾向が続くという感じで、開きが出てきている状況になっている。11.失業率は10.0%と高止まりということで、雇用情勢は引き続きユーロエリア経済の重しにならざるを得ない状況である。12. C P I 総合は、エネルギー価格が少し前に上昇したことでプラス幅を拡大しているが、C P I は大体 0.8~0.9%ということで、先行きについても内需が弱く財市場の需給が緩んだ状況では、欧州ユーロエリアにおいても、インフレの低下圧力がむしろ引き続き懸念される状況にある。

図表 2-2、英国をご覧頂きたい。英国経済全体としては持ち直しているという判断である。2.輸出は、5月は0.0%になっているが、達観してみた場合、5月位までは増加傾向を続けているとみて良いかと思う。3. P M I 輸出受注は2か月連続で低下である。欧州の信用不安の影響や、英国の輸出の約半分がユーロエリア向けであるうえ、ポンドが足許では対ユーロで上昇してきていることも合わせて考えると、さすがの英国の輸出もやや増勢が鈍化していく可能性が高いとみられる。ただし、生産については、足許まで緩やかな増加基調にある。7.製造業 P M I は、50 台後半で推移している。一方、相変わらず内需の方では、4.小売は年明け後 V A T 引き上げ後の減少の後、足許では増加しているが、5.消費者コンフィデンスをみると、-19%とあまり芳しくない状況が続いている。

次に、N I E s、A S E A N、中国をみたいと思う。図表 3-1、中国については、一番大きい G D P が明日のお昼前、11 時頃に出る予定である。今のところ、マーケット関係者は、第 2 四半期の伸び率は 10%は超えるのではないか、二桁維持ではないかという見方である。その他の指標については、3.製造業 P M I は、6 月は依然 50 を超えている。ただし、若干プラス幅は小さくなっているが、これは 4 月中旬に導入した不動産取引抑制策の影響が建設関連の需要に出てきているのかなという感じである。図表 6 をみて頂きたい。不動産取引抑制策がどのような影響を及ぼして

いるのだが、価格に対しても——(1) ②のところであるが——影響が出ており、全国で僅かに水面下——前月比-0.1%——であるが、これは約2年振りにマイナスが付いたということではエポック・メイキングな数字と言って良いかと思う。地域別にみると、大都市の沿海部——上海、北京、南京辺り——の下げ幅が相対的に大きい。もう一つは、(1) ①の不動産取引面積にお示ししているが、取引のプロキシとみて良いと思うが、北京とか上海では-50%以上、つまり前年から比べて5割減になっている状況である。ただ、全国で見ると、前年に比べて若干のマイナスであるが、この下げ幅がかなり大きく出てきている。こういったことを受けて、昨日とか一昨日、欧米の新聞紙のFTやウォール・ストリート・ジャーナルなどでは「すわ中国経済の失速の恐れではないか」と囁し立てる向きもなくはないが、私共の判断としては、少し誇張に過ぎるのではないかとみている。これまでの不動産市場の動きは、概ね中国当局の目指していたもの、あるいは制御可能な範囲内の動きと評価している。今後についても、不動産投資については、多少ブレーキがかかると思うが、固定資産投資全体については、なお増加を続けるのではないかとみているし、それから個人消費の方も所得水準の向上などを背景に増加基調を続けるのではないかとの見方をしている。従って、中国経済全体としては、高成長を維持するという見方を変えていない。それから、(2)に人民元レートの数字をお示しした。先程、外山金融市場局長のお話にもあったが、対ドルで見ると極く穏やかということで、①のスポット・レートをみると、6月18日からこれまでの累積の増価率は0.7%あるいは0.8%と、1%に満たないということである。それから、先物レートはどこまでみたら良いかはあるのだが、6月18日直後の1年先の先物レートの見通し1.8%位が直近では2.5%位になっている。チャイナ・ウォッチャーなどの見方では、年末位に非常に大雑把にみて2~4%位上がってもおかしくないということである。以上が中国である。

図表3-1、インドであるが、インドは3. PMIが高い水準を維持し、高めの成長が継続している。5. M3も高い伸び、4. 卸売物価もむしろ上昇

具体的には、
ではそこに対しては目を凝らして、ストレステストをやっており、その時に 40%位下がったというストレスシナリオを与えて、それでも主要行——多くの銀行——については耐え得るとみているということである。どれだけしっかりみているかであるが、インプリケーションは二つあると思う。一つは、中国の
も、この問題についてはかなり気にしているということが一つ。それから、ストレステストのフィージビリティというか、適格性については、少し外からは分からないが、一応彼らのメルクマールとして、前年比あるいはピーク比で 40%下落を念頭に置いていることである。

野田委員

そこが少しよくみえない。

大野国際局長

ピーク比で-40%位ということであれば、大体耐え得るというのが
の現状での判断ということである。

亀崎委員

それは、この指数とどう関係があるのか。少しこれでは分からない。

大野国際局長

価格か。

亀崎委員

その 40%というのは、図表 6 のどこをリファーしているのか。これでは分からない。

大野国際局長

図表 6 だと、これは前月比である。通常お示ししている累積のカーブが

ある。それは、今はピークから落ちていない。

野田委員

落ちていない。まだ…。

大野国際局長

今まさに起こっているのは、ずっとピークを付けていたものが、少しだけ止まって下がり始めたということである。今、凄く下がっているのは取引量で、価格については明確な落ちはまだ始まっていない。だから、先程前年比だと申し上げたのは、今がピークだから、ここから 40%ということ言えば、前年比で言えばもう少し違う数字になるかもしれない。

須田委員

不動産規制に関して、昨日か一昨日の通信社の報道で、2 軒目か 3 軒目の保有に対して規制を緩めたとあり、そうしたら当局がそんなことはしていないというような報道がされていた。結局、当事者達にしてみれば、やはり相当厳しいことが一部地域では起こっているが、当局者は、この問題はある意味——メモによると——社会政策的な部分もあるので、その辺はしっかりやっていくということであろうが、コントロールできるかということと、社会政策的なところを上手く矛盾なく対応できるのかということ、少し気になるところである。今のところ、それを否定できているということは、十分自分達でコントロールできているという判断で良いのか。

大野国際局長

最後の「コントロールできる範囲内で」という理解をしている。社会政策的な部分と実際にバブルを未然に防ぐというのは、一見相反するように見えるが、今の中国の社会情勢からすれば、そこを両立する道というのは、何とか見出せるのではないかと思う。ポイントだけ絞って申し上げると、カテゴリーを三つに分けた場合、中国の人々が一番欲しがっている 1 軒目

の住宅、これは要するにそんなに高い住宅ではない。これを守るというのが、社会政策上も重要になってくる。二つ目は、高級物件、マンションなどであって、2軒目、3軒目を持っているお金持ちの人が、それを転がしてキャピタル・ゲインを求める。これを抑えたい訳である。今これを止めさせるために、2軒目、3軒目という政策をやっている。しかし、1軒目についてはきちんと出しなさいということをやっている訳である。三つ目は、個人の住宅ではなくて、開発であるとか、いわゆる都市開発であるとかそういう部分——商業用と言っても良いかもしれないが——には、今あまり手を付けていない状況である。今、須田委員がおっしゃった2軒目、3軒目については、それは許さないと言いながら、1軒目はちゃんと出しなさいということは、彼らの目指す——繰り返しになるが——社会的な政策と、バブルをこれ以上増やさないといいところが、両方合致する政策としては、評価できるのではないかと考えている。

野田委員

今日の話の中にはなかったが、社会政策絡みでみると、河南を中心とする労働者のストライキについては、政府というか、共産党も含めて、どういう姿勢に今のところあるのか。それは、今もう放任されているのか、それとも何らかの意思表示をしているのか。アクションは勿論起こしていないとは思いますが。

大野国際局長

今、労働争議がかなり広範に広がっていることについて、共産党をはじめとした中国当局としては、相当注意してみている。しかも、最初は、日系の自動車メーカー、あるいは台湾系の電機メーカー、それは相当広範囲に広がって、一部の日系の自動車メーカーなどでは1週間か10日位であるが、工場を閉鎖する状況になった。今はそれは一応解決している。その間に起こったことはどういうことかと言うと、まず、地元での報道は非常に抑えられているということが一つ。それからもう一つ、これは多少アネ

クドータルな情報ではあるが、一部の日系の企業でわりとこじれかけた時に、地方の政府が間に入ってきて、それを処理してくれた、サポートしてくれたという話もある。そういう意味では、中国当局としては、この問題については、かなり注意をし、そして経営者、企業側がこの問題が手に負えなくならないように、仲介役なり、この問題の解決の触媒機能を果たそうとしている。どうしてかについては、この問題が労働者と外資の企業であるとか、企業の経営者との間の問題だけでとどまれば、それは良いのだろうが、一步間違えれば、中国の場合は、これだけ経済的な格差が広がる中において、労働者の不満の矛先が共産党であるとか、政府に向かうことをやはり一番気にしている節がある。その意味においては、この問題は決して軽い問題ではないが、今、野田委員からご質問のあった、当局や政府がどういうように考えているのか、放っておくのか、ということについては、放っておかないで、できるだけこの問題については、上手い解決を政府が陽となり陰となり出ていく姿勢であるとみている。

山口副総裁

新興国についてだが、金融引締めの効果は、金融面と実体面にどのような現われてきていると評価したら良いか。それから、政策当局自身は、それを踏まえてどういう構えでいるのか、その辺を教えてください。

大野国際局長

国によって大分ばらつきがあると思う。例えば、今日申し上げたインドであるとか、それからマレーシアについても、利上げはやっている。これがどの程度効果として効き始めているかについては——それは恐らく聞いてみなければ分からないが——、それほど自信を持ってということではないと思う。むしろ、ビハインド・ザ・カーブになる恐れを意識しながら、できるだけ元々の危機モードから正常モードに大分来ている国が——インドやマレーシアとか——あると思う。それから、韓国については、今回1年11か月振りに利上げをやったが——これまで韓国国内で色々な状況

があったと思うが——、やっとそこまで漕ぎ付けたということである。多くの国については、少なくとも金融の引締めについては、それをプリエンプティブにできているかについては、相当やはり不安な中で、どれだけそのペースを急がなければいけないかを悩んでいるのではないかと思う。それで、実際の計数等に表われているところをみても、インドは今まで2度、今回が3度目であるが、WPIについては、まだ——勿論タイムラグはあるが——上昇というか騰勢が鈍化する気配すらない。韓国についても、資産価格等について問題がある。今、山口副総裁のお話の中で、重要なポイントは、CPIはそれほど大きく上がっていない——全体として2~3%位にとどまっている——し、韓国のインフレ・ターゲットは3%±1であるから、そのターゲットの中に入っている訳である。問題は、CPIがある程度ターゲット・ゾーンの中に入っていて、しかしながら、その他の資産価格——特に不動産価格——に相当の流動性の歪みみたいなものがみられている中で、各中央銀行としてどういう形で金融の緩和を抑える方向に舵を切っていくかを目を凝らして悩んでいる状況ではないかと思う。それから、もう一つのポイントは、今、リスク・アパタイトの関係で一旦穏やかな状況になっているが、今後、欧州のソブリン・リスクの帰趨如何によって、エマージング諸国に対して資本の流入圧力が強まるような状況、これが追加的な流動性を高める要素として考えられる。そうした中で、金利政策とそれから為替政策とを併せて、あるいは場合によっては、前回ここでも議論になったが、資本規制的な動きみたいなものも併せて、どうやってマクロの経済政策運営を進めるかは、将来のバブルを抑えるという意味では、大きなチャレンジに直面し始めているし、今年の大きな課題ではないかと思っている。

中曽理事

難しいのは、先進国が超緩和をしているので、キャピタル・フロー——今、少し触れられたが——が問題を複雑にしているのではないか。つまり、少なくとも短期的に金利を上げてしまうと、より多くの資本流入を促して

しまうということがある。それは、キャリー取引に典型的に現われている。高金利通貨へ向かうというところに象徴されているが、リスク・アペタイトの回復があると、先進国が超緩和している限りにおいて、資本流入はより加速される面がある。それから、先般、EMEA Pの会議で、アジアのエマの人が言っていたが、従来は、エマから先進国に抜けて行ったような資本が、域内で回るような感じになっていて、要するに外に出ていかないで、域内で資金が流れるというようなところもある。大変難しいのは、このキャピタル・フローをどう考えるか、コントロールできるのかどうかではないかと思う。

白川議長

政策判断としてどうかという問題は勿論あるが、事実としてみた場合、5月上旬以降、一旦エマージングに対する資本流入が減って、それがまた戻ってきているというのが一般的な認識である。今、戻ってきたレベルというのは、どの辺にあるのか。これは、なかなか計数的に捉え難いものがあるが、感覚としてこれはどのようにみておけば良いか。直前をピークの100としたら、今どの位に戻ってきているのか。

大野国際局長

数字がないので、非常に難しいと思う。少し印象的な話になってしまうが、5月のいわゆるギリシャ・ショック以降、一旦やはりリスク・アペタイトが止まったということは正しいと思う。それから、その後約1か月半、あるいは2か月の間、ユーロから何らかの資金の流出、あるいはそういう圧力が極めて強いことも、イエスだと思う。どこに行ったかについて、傍証的にこれだというように思っているのは、一つは、米国のソブリン、短期債である。それから、先程も金融市場局のラウンドの時に話題になった消去式で、日本、日本のしかも短期国債を受け皿としてきていることは多分間違いないと思う。エマージングのところは、例えば、中国に我々の同僚が行って、色々ヒアリングしても、中国の関係者はネットではまだ入っ

てきていないという言い方をしている。アジアは国が沢山あるので、国によって違うかもしれないが、私が思うのは、アジアからそんなに出ていないということは、アジアに入ってきた、エマージングに入ってきた資金は、今、リスク性の資産については、やはり少し慎重になっている。だが、次にどういうものに投資しようかと待機している状況にあると思う。それは、恐らくこの数週間あるいは1か月位で動き始めているかもしれないということと、先程のユーロから出る、あるいはひょっとすると大きなポートフォリオを持つ投資家が、通貨の資産バランスをリバランスする中で、ユーロのウエイトを下げ、エマージング諸国を少し上げようということは、これは、色々な人が考えていると思う。そういうものが、恐らくこれから大きくなっていく、ポテンシャルにそういう圧力が相当あるような状況ではないかと思う。国によって、そういったことが始まっている国、市場もあるし、これからそういう動きがより強まって、リスク・アペタイトが回復してくると、ユーロの退避資金が今待機していて、それがエマージング諸国のマーケット、あるいはソブリンに向けて入ってくる状況ではないかという気がしている。従って、ハード・エビデンスは元々ないが、ソフト・エビデンスでみて、足許、急速にどこかのマーケットに入ってきている感じは必ずしも確認できていないし、一番早いシグナルは為替に出てくると思うが、それほどエマージング諸国の通貨が急激に上がっている感じもない。恐らく、その辺をみていくとどの辺の通貨市場がターゲットとなっているかが察知できるのではないかと思う。

野田委員

エマージングの通貨と株の動きをみる限りにおいては、一旦止まりかけた、ないしは止まった、あるいは細った流れは、ある程度復活しているということか。

大野国際局長

沈んだものが、ちょうど戻ってきたというところである。

白川議長

6月に国際会議に出た時に、特にラ米の中央銀行の総裁はかなり戻ってきているという言い方はしている。ただ、その言い方自体も本当に感覚的な言い方であるから、どの程度なのかは数字でチェックしている訳ではないが…。

大野国際局長

一旦ショックで落ちたものが戻ってきたというところまでは、それは大体押し並べて言えると思う。それは、ラ米が然り、例外は中国位であるか。

白川議長

分かった。

西村副総裁

先程、米国債がリスク回避の受け皿になっているという話が出た。もう一つ、米国の場合には、ファニーメイとフレディの問題がある。逆に言えば、今のところは米国債とMBS債は、比較的落ち着いた関係で来ている。しかし、このところ金融改革法案がほぼみえてきたので、GSEに関する議論がかなり出てきているような報道がされている。この辺について何かもし分かっていることがあれば少し教えて頂きたい。

大野国際局長

GSEについては、いよいよ本格的な議論が始まるかどうかだと思う。西村副総裁がおっしゃったように、金融改革法案が一応今週というか、あと数日で目途が付くということである。ご承知のとおり、金融改革法案の中では、GSEの改革は切り離されてしまったので、金融改革法案が終われば、GSE改革が始まるかどうかということだと思う。先週、ガイトナー米財務長官がCNBCでインタビューを受けて、モラル・ハザードを回避

するためにG S Eの改革は抜本的に行うべきという発言があった。一部それが報道等が出たが、この言い方自体は別に新しい話ではなく、春先にガイトナー米財務長官が下院で議会証言した時も同じような言い方をしている。ただ、金融改革法案が終わるタイミングでこの発言が出たということは、やはり米国の財務省として、このG S Eの改革については引き続き力を入れるというメッセージと受止められると思う。ただ、もう一つ、ここでまたガイトナー米財務長官がモラル・ハザードを回避するためにと言ったということは、恐らく、G S Eの改革について何らかの具体案までは出てきていない、両脇は極端な民営化か国有化で、その間のどこかだと思うが、ガイトナー米財務長官の言葉をそのまま受ければ、安易な国有化は許さないということはあるだろうと思う。ただし、今、エージェンシー債のスプレッドは、30bpとか35bpで非常に落ち着いている。これは、米国の金融市場にとって非常に重要なことであって、その背景は何かと言うと、去年の年末に、今、政府が約束している——G S Eが損失を被った場合には2012年末までは政府が資本を注入する——約束があって、これがあってはじめて今のエージェンシー債があり、あるいはM B Sの指標が落ち着いているということである。であるから、それを脅かすような急激なドラスティックな改革は、突然出てくることは多分ないだろうというのが、大方のマーケットの見方であるし、私自身も上手くソフトランディングで解決を目指して欲しいと思っている。

宮尾委員

米国経済の先行き見通しについてだが、F R Bがやや慎重な見通しにトーンを変えた。住宅とか雇用とか、若干弱い数字が出てきているが、国際局は基本的に想定内であると。一方、例えば、I M Fなどでは、先週の見通しをみると、以前の見通し——今年の見通しや来年の見通しだが——よりも数字的には上方修正になっている。例えば、I M Fの見通しの上方修正は、どのように理解したら良いかについて、もし何かあれば教えて頂きたい。具体的に言うと、期待成長とか、あるいは雇用の回復ペースといっ

た話で上振れているのか。IMFは、どのようにそこをみているのか。もし何か情報等があれば教えて頂きたい。あと、米国経済の財政再建の見通しについて——あまり急激にやり過ぎてはいけないと思うが——、財政赤字削減のペースについて、何か補足的な情報があれば教えて頂きたい。

大野国際局長

米国経済に対するFOMCの見方とIMFの見方は、どちらかと言うと開いていた。Fedはわりと楽観的にみている、IMFはわりと厳しめにみていたが、その両者が寄ってきているということかと思う。IMFの直近の修正については、恐らく足許の2010年について、昨年(2009年)の第4四半期から今年の1~3月が皆の期待するよりも少し良かったということで、その枠内での修正ということではないかと思っている。

宮尾委員

2011年、2012年も上方に修正されているが……。

大野国際局長

そこから先の2011年、2012年については、IMFの連中であるので、モデルを回してやっている。そのうち直ぐ変わってくるので、あまり注意しなくても現時点では宜しいかと思う。結局、潜在成長率をどうみるかに関わってくる。今、色々な米国のエコノミストの間でも、米国の潜在成長率をどうみるかは、物凄く難しい話である。特に、再来年のところは、まだモデルを回して取り敢えず置いているということなので、審議委員があまりそこに注意されなくても、もう少し様子を見ることにしては如何かと思う。それから、米国の財政の方は、非常に難しい問題がある。例のオバマ政権における医療改革法案だが、これは比較的ソフトランディング・シナリオになっている。わりと早い時期にプライマリー・バランスを回復する形になっているが、果たしてそれが上手くいくかどうかを疑問視する動きがある。恐らく、これについて少し大きな進展があるとすると、ご承知

かと思うが、超党派議員による財政のプログラムというか、評価が組織されている。これはまだ動いていないが、恐らく今年の中間選挙が終わって、秋から来年位に共和党、民主党という枠を超えて、米国の財政赤字のサステナビリティについてしっかりみてくれるということなので、私共もその見方を注視していきたいと思っている。従って、今出ている政府のパスは比較的軟着陸する形で、皆それに対して大きな疑問は示していないが、少し話がバラ色過ぎるのではないかという——特に色々な医療品であるとか、薬品とかの値上げのところの見込みが甘いという——指摘が結構出ているので、注視していこうと思っている。

須田委員

米国の失業保険だが、延長してもらっているな。その法律が失効し、延長してもらった保険の期限が段々大きく切れ始めて、受給者が減っていて、そしてその法案をまた延長するとかしないとかというのがあるが、今延長できていないのか。いずれにせよ、普通の新規失業保険申請件数ではなくて、延長された部分で保険をもらっていた人が期限がきたら、収入もなくなっていくということがもたらす影響は、何かあるのだろうか。どのように考えたら良いのかが気になっている。

大野国際局長

つまり、これはリーマン・ショック以降に給付月をべらぼうに延ばしたのだが、いつまで延ばすかという話であって、延ばし続けるということは、求職とか仕事探しのインセンティブを削ぐ訳である。勿論、今、ジョブレス・リカバリーではあるが、曲がりなりにもここまで米国経済がある程度回復、あるいは雇用についても底を打っている段階である。それからもう一つ、今の財政的な負担からすると、どこかで戻さなくてはいけない。ただ、そこには、いつまでにももらった人がいつまでもらえて、もうここからは「ちょん」ということになる、やはり不平等感みたいなものが出てくるということかもしれないが……。

須田委員

今、かなりいる。期限切れになっている人が。

大野国際局長

期限切れになっている人が出始めているということである。そこをまた手を差し伸べて…。

須田委員

それをどうするか、延長するかどうかという議論は一方であるのだと思う。もうそこで切られたら、長く失業していたその人達——そういうインカムもなくなってしまう人も我々は普通の失業としてみているが——はどのような扱いをされて、どうなるのかについて失業問題を考える時に気になっている。しかも、インカムもないならば、どういうことが起こるのかがよくみえないものだから、少し伺った。

大野国際局長

マクロ的なインパクトについては、はっきりとは分からない。

亀崎委員

一点、米国のコアCPIだが、足許の前年比は+0.9%である。ずっと過去をみても、1960年代まで遡らないと、こういう数字はない。1960年からの50年間をみると、比較的低いのは2003年12月～2004年1月の+1.1%であるが、あとはずっと+2～+10%を超える位の非常に高い水準できている。つまり、現在の+0.9%というのは、1960年代以来の異例に低い状況にあると言える。これに対するパワフルな手段は特にないだという発言もあったが、雇用環境が非常に悪くて、賃金もなかなか上がらないため、デフレ圧力が強くなっていくという懸念が若干ある中では、見通しどおり需給ギャップが縮まっていくことが一番大事なのだろう。た

だ、この異例の低さの先行きが気になる。

大野国際局長

全く同様の懸念を持っている。どちらかと言うと、米国の当局者やエコノミストを含めて大方の人達が去年思っていたよりもかなり早く下がってきて、+1%を割っているという感じだと思う。今後の世界経済の状況も含めて状況次第だと思うが、今の雇用情勢、それから今の需給ギャップの状況からすると、最初のご説明でも申し上げたとおり、米国、それから多少程度は違うかもしれないが、ユーロ圏についても、デフレ的なプレッシャーは、向こう例えば半年、1年かかり続けても決しておかしくない状況である。あるいは逆に言えば、そういうデフレ・プレッシャーを払拭するほどの経済の自律的な回復の芽は、まだ米国にも勿論欧州にもみられない状況だと思う。

亀崎委員

こういう状況で中間選挙が来ると、少し色々な影響が……。

大野国際局長

ただ、米国で、一般的にこれがデフレだと物凄く話題になっているかという、そうではない。むしろ、消費は良かった、輸出は良い、企業業績は良いと一喜一憂する中で、足許、住宅であるとか、雇用であるとか、そういうマクロの計数が良くないことをもって、やはり米国の経済はまだまだ山あり谷ありだと、そういう意味での心配が話題になっていると思う。

中村委員

米国の消費だが、他の指標の割には、底堅い状況だと思う。自動車と住宅は不冴えだが、一般消費については、良くても悪くてもこれ位の状況は米国の底力というように考えるべきだろう。確かに、GDPの7割位は消費と言うが、サービス部門の割合が大きく、財の方からみると、輸入等は

ピークから比べまだ戻っていない。それでも、これ位のレベルということは、米国の消費の力は、米国の景気の基調にかかわらず一定の水準が維持され、一方で、住宅などが減っている訳である。この水準は、さらに景気が悪くなっても落ちることはないと思ったりもする。米国の消費は非常に分かりにくい、どの様にみるべきなのか。

大野国際局長

中村委員がおっしゃったように、米国の底力という部分が少なくないと思うし、そこに期待しているところは大きいものがある。ただ、その中で、もう少し短期的な不安材料としては、過去半年の消費がどうしてこれだけ強かったか、この場でもご議論頂いたが、貯蓄率がどうしてここまで下がってきたか、ここは、今少し反転の兆しがあるというように申し上げた。その一つ大きな背景が、例のウェルス・エフェクトである。それには、二つあって、一つは株、もう一つは住宅価格だと思う。株については、明らかに過去半年は大分プラスだったものが、欧州のソブリンの問題等々の影響、国際的な金融市場の不安といった形で、株価が低迷するようであれば、その部分は剥げ落ちるので、不安である。それから、もう一つ、住宅の価格、あるいは住宅に関する市況が回復することも資産効果がある訳であるが、こちらがなかなか見込みがたいことからすると、実力はあるとしても、少し短期的には不安材料が二つほどあるということは頭の片隅に置いておきたいと思う。

白川議長

他にご質問あるか。

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、本日席上配付されている資料-4（参考計表）【追加】という資料からご説明させていただく。図表 36、日本銀行国際商品指数をみて頂くと、3月、4月はかなり上昇したが、5月に前月比-12.2%と一気に反落し、6月に-1.5%、7月も12日までの平均で約2.0%低下している。こうした市況の軟調の影響が国内企業物価にも、石油製品や非鉄金属を中心に及んできている。国内企業物価の6月分をみて頂くと、< >内の前月比で-0.4%とマイナスに転じ、[]内の3か月前比でも+0.3%と上昇幅がかなり縮小している。極く足許では、国際商品市況に持ち直しの兆しも出てきているが、タイムラグの影響により、7月の国内企業物価も前月比で、6月ほどではないがマイナスが続くと考えられる。この結果、3か月前比では、この後7月にマイナスに転じて、さらに8月もマイナスが続く可能性が高いとみている。

図表 41、今申し上げた3か月前比の動きを視覚的に確認して頂く。右端、6月のプラス幅のうち点々が為替・海外市況連動型である。要するに、この中身は石油製品と非鉄金属であるが、それを中心に縮小している。これが、この後7月、8月と小幅のマイナスになる可能性が高いということである。なお、上段の前年比であるが、4~6月が+0.3%で着地している。仮に、この後国際商品市況が横這いで推移すると、2010年度の全体の国内企業物価は、前年比+1.0%には若干届かない可能性が高いということになる。一方、そうではなくて、原油が再び緩やかに上昇して、年度下期に平均80ドル台半ば位になると仮定すれば、2010年度の国内企業物価は+1.0%台前半というイメージになる。この資料は以上である。

それでは、事前にお配りしている資料-4（参考計表）で、残りの指標についてご説明する。図表 8、マトリクスの頁をご覧頂ければと思う。実質輸出の内訳であるが、5月分は前月比+0.9%と僅かな増加に止まっているが、第2四半期の列の4~5月でみると、1~3月対比で+9.4%と、むしろ伸びが加速している。地域別の特徴をみると、東アジア向けが+5.0%、その他向けが+7.8%と新興国向けが相変わらず堅調であるが、

この4~5月に関して言うと、それ以上に米国向けが+9.1%、EU向けが+10.3%と大きく伸びている。このうち米国向けは自動車の在庫補充が中心であるが、EU向けは資本財を含め、様々なものが満遍なく伸びている。少なくとも、現在のデータで確認できるところで判断すれば、欧州の需要はドイツを中心にしっかりしているのではないかと思う。他方で、4~5月の中国向けは+3.7%と、最近の中では伸び率は低くなっており、とりわけ中国向けの自動車関連はマイナスになってきている。マイクロ情報だと個社のばらつきが大きいのであるが、中国の自動車販売は引き続き好調ではあるが、一頃の様子に飛ぶように売れる感じではなくなっているというのが平均的な見方である。その辺りに、中国経済が巡航速度へと減速していく兆しが若干出てきているのだと思う。しかし一方で、建設機械は中国では相変わらず飛ぶように売られているようである。因みに、下段に財別の表があるが、こちらは輸出全体の財別である。建設機械や半導体製造装置が入っているのは資本材・部品であるが、このカテゴリーが足許+14.8%と大幅に増加している状況である。マイクロ情報等も踏まえると、減速はするが、この後輸出の増加自体は続いていく、そういう判断で引き続き良いと考えている。

図表 13 であるが、今月は輸入もみておきたい。図表 13 のマトリクスであるが、5月は前月比で+7.5%、4~5月でも+5.1%と、足許は輸入もしっかりとした伸びになっている。地域別には、東アジアからの輸入が+8.9%、とりわけ中国から+10.2%と増えている。下段で財別にご覧頂くと、消費財と情報関連、この辺りの伸びが高い。情報関連の中には、中国からの電算機類が随分入っており、電算機に分類されているスレートPC、いわゆるiPadであるが、そういう新製品が寄与している可能性が高いと思う。輸出入は以上である。

図表 17、設備投資関連の指標をみていく。(1)資本財の総供給・出荷であるが、太い灰色の線、資本財総供給を除く輸送機械ベースでみると、右端の4~5月は前期比-0.1%とほぼ横這いになっている。ただし、その前の1~3月がご覧のように大幅に増加している。数字で申し上げると前期

比+14.9%であった。4～5月はその反動という面もあるので、均してみれば着実に増加しているという評価で良いと考えている。図表18の設備投資先行指標であるが、上段の機械受注は、今月からグラフの体裁を若干変更して、携帯電話を除いた系列を一番目立つ黒の太線にした。この系列を中心にみていきたいと思う。今月については、黒の太線の右端が4～5月になるが、5月が単月でかなり減少したので、4～5月では1～3月対比でご覧のようにほぼ横這い、数字で申し上げると+0.4%となっている。ただし、ご案内のように、これは非常に振れが大きい指標であるので、5月に随分落ちたが、その分だけ6月はある程度反発すると予想される。均してみれば、緩やかな持ち直し傾向を続けているという評価で良いと思う。それから下段の建築着工であるが、1～3月に、こちらは一旦大型案件の集中により、スパイクのように盛り上がったが、4～5月はその反動で元のレベルまで戻ってしまった。こちらは、均してみれば底入れしつつあるという位の評価は可能かと思うが、やはり機械投資に比べると建設投資は持ち直しの動きが若干遅れ気味ということかと思う。大企業の6月短観での上方修正幅は少し緩やかという印象である。ただ、他のセクターも併せて全体として評価すると、まずまずという感じであり、2010年度の設備投資は小幅ながら増加が期待できそうである。ただし、先程の一致指標、先行指標とも足許の改善は極めてゆっくりであるため、設備投資は持ち直しに転じつつあるというこれまでの判断から、今月一歩進めるのは多少躊躇される。設備投資は以上である。

個人消費関連であるが、図表22、上段の太い実線の家計調査の消費水準指数をみると、右端の4～5月が大きく落ち込んでいる。調査サンプルによる振れが大きい統計であるので、その影響が出ている可能性が高いと思われる。細い実線の家計消費状況調査の弱さも、振れの部分が大きいのではないかとみている。ただし、統計上の振れであったとしても、この二つの統計は、一部がGDP個人消費の需要側の推計に使われるので、4～6月のGDPにとってこれはバッド・ニュースである。下段は、より振れが小さい販売統計であるが、家電販売額については、3月までの駆け込み需

要の後、反動はあまり大きくは出ていない。自動車も高水準での一進一退を続けているという評価である。このように耐久消費財は、一頃のように個人消費全体を大きく押し上げる力は段々弱ってきたが、なお堅調な動きを続けている。必ずしもエコポイント効果だけではなくて、スマートフォンとか、先程のスレートPC、あるいはデジカメでも最近ハイビジョン動画機能付とか、防水・防塵といったタフなものなどが出ており、新商品の効果も需要を押し上げていると、マイクロ情報では聞かれている。それから図表 23 であるが、上段のコンビニ、スーパー、百貨店、それから下段の旅行、外食と、何れも下げ止まって横這い圏内という動きになっている。勿論、これらのデータ自体は5月分までのため、円高、株安が一段と進行した6月以降の状況は気になるところである。この点、マイクロ情報では最も影響が出そうな百貨店の高額商品などについても、株価下落の目立った影響は聞かれていない。むしろ、高級腕時計のフェアが好調であったとか、美術品の大口顧客が引き続き動いているとか、意外なほど消費者マインドは萎縮していないという感じである。それに関連して、図表 24、消費者コンフィデンスの指標をご覧頂きたい。上段の季調済系列をみて頂くと、右端の太い灰色線の生活不安度指数、細い線の日経消費予測指数はいずれも6月上中旬の調査であるが、むしろはっきりと改善している。黒の太い線の消費者態度指数も、この後に続く6月中旬の調査分が昨日発表になったが、これも少し改善していた。確かに一番下の景気ウォッチャー調査については、一番右端が6月下旬で最も最近の調査であるが、これは2か月連続で若干低下している。しかし、昨年秋のドバイ・ショックの時に一旦大きく落ちているが、その時に比べると今回はむしろほとんど低下していないのが特徴かと思う。このように、消費者マインドが意外としっかりしている理由にははっきりとは掴み切れていない面もあるが、マイクロ情報等を総合してみると、企業収益の好転、雇用不安の後退、ボーナス下げ止まりないし持ち直しといった、ある意味非常に常識的な要素が背景にありそうである。ファンダメンタルズが幾分改善してきているので、消費者心理がマーケット環境や海外の懸念材料に対して一頃ほどは脆弱ではなくなっ

てきているということかと考えている。ただし、確信を持ってそのように言い切れることはないし、先程ご覧頂いた各種の販売統計も落ちてはいないというだけで、決して強くなっている訳でもない。従って、この後、輸出とか生産の増加ペースが緩やかになっていくとみられるもとの、円高や株安が長引いた場合の影響については、やはり注意を払っていく必要があるとみている。それから先程申し上げたように、どの程度正確に反映しているかどうか、実態を表しているかどうか分からないが、4～6月のGDPが多少弱くなるかもしれないという点にも一定の配慮をしながら判断をしていく必要があると考えている。個人消費は以上である。

図表 25、住宅投資について、上段の着工の総戸数をご覧頂くと、4～5月で76.5万戸、1～3月対比で-8.6%である。2009年10～12月、2010年1～3月と順調に持ち直してきたが、ここで一旦反動減が出ているという姿になっている。マンション販売の動向やマイクロ情報を踏まえると、持ち直しの基調そのものに変調が生じているということではないと思っている。ただし、持ち直しのペースは非常に緩やかであることは改めて認識しておく必要があるように思う。簡単であるが、住宅は以上である。

図表 27、生産・出荷・在庫関連指標であるが、生産の5月の前月比が-0.1%とあるが、昨日の確報で+0.1%に変わった。この結果、四半期の4～5月分が+1.8%とあるが、これが+1.9%になっている。いずれにしても、5月は前月比ほぼ横這いであり、6月は、我々の見方では少し減少して4～6月が1%台半ば位で着地するとみている。この後、7～9月、10～12月は前期比0%近傍、つまり生産は年内一杯位微増ないし横這いとどまるというのが現時点での見通しである。ただし、以上の計数イメージはいつも申し上げている季節調整の歪みが入っているので、実勢としては、そもそも1～3月が7%ではなくて4%前後であったので、その後、4～6月、7～9月ともに3%前後の増加を続けて、10～12月はエコカー補助金の終了によって一旦マイナスになるというイメージを、実勢では持っている。その実勢で、業種別の特徴を簡単に申し上げておくと、足許4～6月については、電子部品・デバイスと一般機械、この二つが非常に伸びてい

る。7～9月は、それらの伸びが鈍化する代りに自動車エコカー補助金終了までの駆け込みによって一時的に増加するというふうに見ている。このように、実勢でみると生産はなおはっきりと増加基調を続けているが、増加ペースが段々緩やかになってきていることは事実であり、先行きはさらに緩やかになっていくと考えられる。前月段階と比べて、今月も若干上振れ気味ではあるが、その上振れのモメンタムはこれまでに比べてモデレートになってきている。それから、欧州経済について引き続き先行きのリスク要因として挙げる企業は多いが、今のところ既にはっきりと影響が出ているという話はほとんど聞かれていない。ただし、ユーロ安とかウォン安の影響が競争力の低下という形でじわじわ出てきている、あるいはこれから出てくるという懸念は、自動車、電機、工作機械辺りで前月よりも幾分強まっている印象である。生産関連は以上である。

次に、図表 32、雇用関連であるが、上段の太い実線、失業率の5月が5.2%と、3か月連続で上昇している。有効求人倍率は緩やかな持ち直し傾向を続けている。過去の動きからみて分かるように、長い目でみれば失業率と有効求人倍率には逆相関がある中で、有効求人倍率は総じて滑らかに動いて、失業率は振れが大きい、そういう特徴点がある。従って、足許の動きについても、失業率はその振れの大きさが出てしまっているということであって、基調的には緩やかな低下傾向にあると判断している。ただ、その低下ペースがあくまでも緩やかということである。それから、図表 33、上段の雇用者数も足許まではマイナス幅が意外に早く縮小してきたが、ここからさらに改善していくには時間がかかりそうである。下段の所定外労働時間、太い線がレベルを表しているが、ご覧のように足許は上昇が頭打ちになってきつつある。図表 35、一人当たり名目賃金の右端は3～5月であるが、前年比プラスになってきている。ただ、これもほとんどが所定外給与の増加によるものであり、先程みて頂いたように、この後所定外労働時間はあまり伸びなくなっていくそうであるので、その面からの賃金上昇にも限界があるとみている。結局、下段の雇用者所得は、足許若干プラスになってきてはいるが、過剰雇用が残り、労働分配率がなお高いので、

所得の増加傾向がしっかりと定着していくにはまだ時間がかかりそうである。そういう動きかと思う。雇用関連は以上である。

物価のうち、国内企業物価は先程ご説明したので、消費者物価である。図表 46 までお進み頂きたい。上段は、消費者物価の高校授業料を除いた指数の前年比である。太い実線が除く生鮮食品から高校授業料を除いたもの、すなわち展望レポートの見通し対象系列であるが、右端の 5 月は -0.7% と、マイナス幅は縮小傾向にある。ただし、足許で細かくみると、被服等でマイナス幅が拡大するという動きも若干あり、全体としてのマイナス幅の縮小ペースは今後もゆっくりとしか進まないと考えている。10 月になると、たばこ税の引上げが予定されており、それが 0.3% ポイント近く消費者物価を押し上げるので、その頃になれば -0% 台前半、場合によっては 0% にかなり近づく動きが想定できるかと思う。ただし、それでも 2010 年度中にプラスに転じる可能性は低いとみている。国際商品市況が緩やかに上昇し、景気の緩やかな回復が続けば、2011 年度には、不確実性は大きいですが、若干のプラスになる可能性が相応に展望できると思う。

指標の説明は以上であるが、ポイントを簡単に纏めさせて頂く。第一に、3 か月前の展望レポートの公表時点との比較においては、輸出・生産を中心に足許の経済活動は上振れている。GDP 統計や短観でもその点は確認されたと思う。その基本的な背景は、新興国を中心とする海外経済の上振れ、そしてそれと若干重なるが、世界的な IT 関連需要の盛り上がりということかと思われる。恐らく、そのことが一因になって、国内においても雇用・賃金の厳しさも想定よりは若干早く和らいできているかと思われる。しかし、第二に、前回会合以降の極く足許の情勢については、強弱両面を認識しておく必要があると思っている。すなわち、輸出・生産は引き続き増加基調ながら、その上振れモメンタムはさすがに弱まりつつあるとみられる。また、設備投資、住宅投資、個人消費といった内需関連の指標が、いずれも民間の自律的回復力が強まるペースの緩やかさを改めて認識させるものであった。第三に、海外経済の動向や円高、株安の影響など、先行きを展望するに当たり、不透明感は若干増している可能性が高いのでは

ないかと思う。以上を踏まえると、3か月前との比較において、足許までの展開は上振れということで良いと思うが、自律的回復力の評価を中心とした先行きについての考え方を、ここではっきりと強める材料には乏しいとみている。現状の景気判断についても、最近の指標が多少斑模様でかつ不透明感が強いという今の環境のもとでは、前へ一歩進めにくいというのが私の見方である。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

先程、欧州向けの輸出が好調であるとの説明があったが、これは欧州のマクロ経済の状況とやや整合的ではないが、これは欧州の輸出・生産が好調であるということに繋がっていると理解した方が良いのか。

門間調査統計局長

まず、5月までのデータなので、そこまでは欧州もそれなりに好調であったと考えて良いと思う。どうしてもニュースは、ギリシャとかスペインが中心になるが、ほとんどはドイツ、フランスであるから、そこ向けの輸出は相当強いし、かつドイツ自体もファンダメンタルズは4~6月までは良いと認識している。例えば、日系の企業でも、ポーランドで色々部品を作っているものがドイツ向けに全部出て、ドイツから輸出される訳である。そういうサプライチェーンの中で、ドイツも活発に動いているので、そういう連鎖の中で、日本から輸出が出ているという面があると思う。

須田委員

今、判断を一歩進めるようなことはできないというお話だった。色々なことをおっしゃっていたが、これはなかなか厳しいと思うと、一歩進められるような状況はなかなか来ないのではないかと思われるのだが。

門間調査統計局長

正直申し上げて、実勢の判断と今月の統計を踏まえてどうかという二つの要素があると思う。実勢の判断としては、多少不透明感が強いが、標準シナリオどおり展開していけば、どこかで判断は引き上げられると思う。問題は、足許の統計が恐らくたまたまという面——5月は機械受注が大きく落ちているとか、4~5月の消費関連の指標が弱いという面——があるので、4~6月のGDPが8月に出るが、これがあまり強くない可能性が台頭してきている。そうすると、このタイミングで、今判断を引き上げていくのはどうかなということと、株価も——今日は持ち直しているが——まだ不安定なので、マーケット環境にも若干の配慮が必要かなという気持ちが多少ある。

宮尾委員

設備投資であるが、製造業の方がやや少しゆっくりペースで、一方で、非製造業が少し前回に比べて良かった。製造業は国際分業の強化とか色々あるが、一方で、非製造業がしっかりしているのは構造調整——色々な業種転換、構造転換——みたいなことが進みつつある兆しという感じで解釈できるのか。そこまではいかないのか。

門間調査統計局長

そこまではいかない。むしろ、総体的に安定的に推移している中で、やはり昨年は非常に絞ったので、今年は更新投資とか、元々やろうと思っていたものが出てきている、そういう感じである。であるから、そこまではまだ申し上げられない。

西村副総裁

6月に中国からの輸入が強烈に増えた基本的な理由は、例の税金の問題があると思うが、日本に関しては、そういうものはあまり出ずに、開発輸

入が多いので、テレビとか i P a d とか、そういうものばかりという構造的な問題なのか。

門間調査統計局長

まず、開発輸入というか、いわゆる逆輸入的なものはむしろ少し減ってきている。今、中国が輸出を出しているのは、主に鉄鋼とか化学製品とか素材系が多い。出ている先は、どうもアジアである。日本が中国からの鋼材を買って何かしようといった動きはあまりない。どちらかと言うと、今起こっていることは、多少元々余り気味だった物が、増値税の還付がなくなる前の駆け込みでもって輸出されており、主にその向け先は韓国とか ASEAN というところだが、そこの市況が若干崩れているということである。そういう影響が少し日本にも及んで来ているというのはあるが、直接輸入が増えているという話は聞いていない。

須田委員

先程、CGPI の想定について数字のイメージをおっしゃったが、そのイメージは、この間の展望レポートより前の数字のイメージ——資源価格を説明して頂いた時の最初の資源価格のイメージ——に沿っているのでは。

門間調査統計局長

少し前に説明したイメージである。80 ドル台後半位まで上がってくるのではないかという想定で考えていたので。

亀崎委員

政策変更による需要変動を見通すことは難しいと思うが、今回、自動車、家電等の反動の後は「緩やかな増加にとどまる」のであるな。比較は難しいと思うが、政策という意味では、かつて 1997 年に消費税率を引き上げた当初は、調査統計局の見通しとして「駆け込み需要の反動を伴いつつも

基調的には回復を続けていく」という見解だった。今回は、今暫くはなかなか上がらないという判断か。

門間調査統計局長

よくみておられる。

亀崎委員

政策の影響という意味においてである。その後、調査統計局で何故上がらないのかを分析している。1997年4月の消費税率引き上げ実施後は、駆け込みの反動から大きく落ち込み、その後も目立った回復を示すこともないままに、「景気全体は停滞し、下押し圧力を強めるに至った」と。これについて、何故このようなことが起きたかについて、色々な問題を指摘している。この時は、構造的な変化の中で、一つ目は、資産価格下落・低迷、二つ目は、年金財政の破綻懸念の高まり等にみられるような将来所得見通しの下振れ、三つ目は、大型倒産や金融システム不安によって一層加速した先行き不透明感と。三つ目は、非常によく分かる。一番目とか、二番目はそんなにその時と大きく違う感じでもないと思う。そこにもう一つ重要なことが書いてある。こういう時には、「消費性向の回復、とりわけ消費者マインドを改善させることが重要である」と。このような重要な指摘が、当時、見通しが変わった時に行われている。今回の政策変更の影響はどうか。今回も、自動車販売台数が段々減ってきた後、政策変更で上がったので、どこまで行くのかと試みてきた。ドイツの場合は、ずっと横這い圏内の動きの後、大きく上がって、また元の水準に戻った、というように少し動きが違う。そういうことも踏まえてみると、私も、元の動きに戻る、緩やかな増加局面に戻っていくということなのだろうとは思いますが……。

門間調査統計局長

1997年とは大分状況が違う。消費税の引き上げがあったし、そもそも

住宅は、1996 年は住宅減税が相当大きくて、本当に住宅が盛り上がったが、その反動もあった。その元々反動があったところにもってきて、アジア通貨危機と日本の金融危機と両方来た。あの時の状況とは、前提となる政策の反動の大きさも違うし、外部環境も違うということかと思う。

亀崎委員

その時も、戻ると思っていた訳だな。

門間調査統計局長

あの時は、外部環境についての見方がそこまで見通せなかったというのが一番大きい。とりわけ不良債権問題が根っこにあるという認識はあったが、その手前のところで、アジアであれだけ大きな通貨危機が起きて、一気に輸出が落ちていくとは全然思っていなかった。そこが少し甘かったと思う。それが既に 4～6 月の後半、夏位から起きていたので、実は消費税の反動だけでなく、夏場までにアジア通貨危機の影響が出始めていたということが大きかったのである。そのまま秋の金融危機がなだれ込んできたので、消費税の反動だか何だか分からないうちに、色々なショックで景気が後退したというのが 1997 年である。

亀崎委員

アジア通貨危機の影響は、1997 年の 4～6 月にも出ていたのか。

門間調査統計局長

夏の初め位には出始めていた。

白川議長

先程、消費者コンフィデンスについて、足許良いことの説明として三つ理由を挙げていた。三つともそれなりにもっともな仮説だと思う。先程、国際局の説明の時の図表をみながら、改めてユーロエリアと英国と米国、

その3地域について、今回日本の消費者コンフィデンスがボトムを付けた
昨年の第4四半期ないしは今年の初めと直近を比べた場合に、欧米は全部
横這い、正確に言うと、ユーロエリアはフラット、英国は少し悪くなって
いる、米国はほんの僅かに良くなっている。一方、日本は数字上はかなり
良くなっている訳である。それは、実態としてこの間の消費者マインドの
変化が日本は一番大きかったということなのか、あるいはマインド指標の
作り方が多少各国で違う訳であるから、日本のマインド指標の作り方に起
因するような技術的な話なのか。

門間調査統計局長

少なくとも、この半年間の実体経済の良くなり方は、日本がその中では
一番大きかったのは間違いないので、実態はあると思う。そのうえで、作
り方による違いがあるのかどうかは、よく分からない。

白川議長

この間、民間の経済予測をみると、日本の修正が一番大きいのが、それに
しても米国も足許は随分良くなった訳である。それとの比較でみると、日
本のマインド指標の改善がそれにしても大きいなど。

門間調査統計局長

一つ可能性があるのは、日本においては、雇用調整の過程においてポー
ナスが非常に大きな役割を果たしている訳である。やはり、昨年度のポー
ナスは、これまでなかったほど大きく落ちて、今年はそれが若干増えるか
もしれないという感じになってきているのは、それなりに心理に影響があ
るのではないかという感じがする。聞き方も、収入の増え方とか、暮らし
向きとか、そういうふうに聞いているので、多少なりとも雇用不安とか賃
金の面での下がり方が小さくなる、少し上がるかもしれないとなると、プ
ラスの方向に揺れやすくなる面はあると思う。

野田委員

それは、言ってみれば企業周りが良いということだ。さらにもう一つ突っ込んで背景を考えると、金融が安定していることがあるのではないかと思う、根っこのところで。それは明らかに米欧とは違う感じである。そこまで考えたら、何となくそのパズルが解けるのかなと思う。

門間調査統計局長

そうかもしれない。

西村副総裁

昔、米国では、ミシガンが確かガソリン価格で、コンファランス・ボードが雇用であったか——どちらがどちらだか忘れたが——、非常に相関が高い。元FRBにいた女性のFRB在籍中のレポートにあるものであるが。日本の場合、これは何か特徴があるのか。

門間調査統計局長

これは色々な項目を聞いているが、良くなるときは全部良くなるようである。雇用環境とか、暮らし向きとか、収入生活とか、全部同じように良くなってきているので。そもそも答える方が、選択肢が沢山ありすぎて、区別できているのかということが疑われる位、上がったたり下がったりする。正直言って、細かく砕いてみてもよく解らないのであるが、恐らく今言ったようなことは、全部入っているのではないかと思う。

須田委員

マスコミを通じる部分が多い。最近、そんなにマスコミで景気が悪い悪いということも聞かれない。去年は、凄くデフレとっていて…。

門間調査統計局長

昨年11月は、デフレも含めてかなりマスコミが大きく取り上げたと

ということが、心理に影響を及ぼした可能性があると思う。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

榎田企画局長

それでは、「金融環境の現状評価」について事前にお配りした参考計表をベースにご説明する。前回会合以降公表されたデータということで、まず図表1をご覧頂く。家計・企業のインフレ予想である。(1)生活意識に関するアンケート調査の6月調査の結果が出ている。上段右の方のグラフをご覧頂くと、太実線が今後1年間の予想インフレ率である。これは、前回調査の-0.4%から-0.2%と小幅上方修正された。それと、米印の点線が今後5年間の予想インフレ率で、これは前回調査の+0.2%から+0.3%に小幅ながら上方修正された。いずれも足許のCPIのマイナス幅の減少につれる格好で、この辺りが徐々に修正されてきている。下の段の右、(3)企業のインフレ予想は、6月短観からの推計値であり、3か月後の予想インフレ率を仕入価格判断DIあるいは販売価格判断DIから推計するというものである。まず、仕入価格の予想インフレ率は太実線であるが、前回調査の+2.0%から今回+4.4%と小幅上方修正された。一方、販売価格の予想インフレ率は細実線であるが、前は-0.4%とマイナス予想であったが、今回は若干プラス予想の+0.2%と、いずれも先程申し上げた生活意識に関するアンケート調査と同様に小幅の上方修正という推移である。なお、昨日公表された(2)消費動向調査は内閣府の調査であるが、5月、6月と横這いの推移ということで+0.8%である。

続いて、図表2、エコノミスト・市場のインフレ予想であるが、(1)の

ESPフォーキャスト調査を四半期で見ると、2012年の第1四半期が今回はプラスに変わった——若干であるが+0.1%とこれまでのマイナスがプラスになった——ことを除くと、年度計数の予測値は不変である。2010年度が-0.9%、2011年度は-0.1%と不変であった。右下の(4)インプライド・フォワード・レートを見ると、3年後から10年後まで——やや中長期のフォワード・レートである——は、最近の長期金利の低下及びそのイールド・カーブのフラット化を映じて若干低下しているのが最近の動きである。

続いて、図表3、政策金利水準と実体経済をみると、これは四半期計数をベースにみているので、ほとんど変わりが無いが、CPIは毎月出るので、CPI前年比のマイナス幅縮小を映じた格好で、実質金利の動きが毎月変わる。それとの関係で申し上げると、前月までの引締り度合い縮小の方向の動きが続いている。(2)テイラー・ルールも同様である。

続いて、企業の資金調達コスト関連指標、図表5である。まず、貸出約定平均金利の新規の推移であるが、短期の除く交付税特会向けの欄をご覧頂くと、5月は1.516%と若干前月に比べ上がった格好になっている。これは公的機関向け低利融資の貸出が当月は剥落したことで、若干上がっている。一方、長期であるが、5月は4月の1.347%から1.251%と、引続き低下しており、両者を併せた総合で見ると、除く交付税特会向けで4月の1.370%から5月は1.350%ということで、引き続き低下傾向を続けている。スプレッド貸出のスプレッドは総じて横這い推移であるが、短期は小幅上がっている。これは、先程申し上げた短期約定平均金利と同様の理由であり、公的機関向け低利貸出の当月の剥落で若干上がった格好になっている。概ね横這い推移ということかと思う。それと、CPの発行レート、スプレッドはほぼ横這いで、前月とほとんど変化はない。社債であるが、社債スプレッドはA格とAA格で若干上昇という動きがあるが、これは銘柄要因であり、スプレッドの厚いREIT債の発行の増減等によって動いている。スプレッドの実勢はほぼ横這いということかと思う。むしろ、社債の発行レートは、6月は5月の+1.11%から+0.90%と下がっているが、

これは、中期国債金利の低下を受けて、社債の発行レート自体の水準が下がっているということである。

以上を総合して、企業の資金調達コストがどういう推移になっているかというのが図表6である。上段の太実線のところ、ジグザグとしているが概ね右下がり、緩やかな右下がりということで、企業の総資金調達コストは緩やかに低下しているという傾向が続いている。それで、6月短観でも確認できた訳であるが、企業収益が改善傾向を示していることを踏まえると、このような企業の低い調達コストが持つ緩和度合いは引き続き強まる方向で推移しているとみて良いかと思う。

続いて、今度は調達の関係である。図表11、民間部門の資金調達で、上段一番上の〈民間部門総資金調達の内訳〉の欄をご覧頂くと、運転資金、設備資金とも、資金需要が後退する中で、当月は一部手許資金の取り崩し等の動きもあり、民間部門の総資金調達は前年割れでほぼ横這い推移である。5月が-2.4%、6月は-2.5%であった。中段の〈民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高〉であるが、銀行計をご覧頂くと、5月は-1.9%、6月も-1.9%と、7か月連続のマイナス推移であった。業態的には、都銀のマイナス幅が-4.1%と、相対的に大きい動きが続いている。その下のCP・社債の発行残高、これは末残の前年比であるが、6月は-1.0%と、残高がマイナスになった。CPは前年比2割強のマイナスが続いているが、社債の方は伸び率を若干低めて、前月の+6.6%から+4.2%と、伸び率が低まった。なお、社債の発行額をご確認頂くと、6月は8,600億円と、発行額自体は相当の規模に及んでいる。むしろ残高の前年比が下がった理由は償還が多かったということである。なお、BBB格の発行は当月はゼロであった。5月下旬以降、様子見が続く中で、6月の発行はゼロだったが、7月に入って従来発行を見合わせていた先が起債に踏み切っているということで、マーケット自体の地合いは然程悪くない状況かと思う。

続いて、図表17、企業金融関連指標である。中段の〈金融機関の貸出態度〉、6月短観をご覧頂くと、全国短観（全産業）で、貸出態度判断D.I.は1~3月の-4から、4~6月は0になった。大企業、中小企業とも、

それぞれ改善である。中小企業については、日本公庫の6月の計数がその下に出ているが、これでも改善という格好である。下段の〈資金繰りD. I.〉であるが、これも全国短観（全産業）は、大企業、中小企業とも改善であった。その下の日本公庫と商工中金の月次指標の6月は、動きが区々であった。この改善の水準感を図表19でご覧頂くと、上段左側、(1)企業からみた金融機関の貸出態度〈短観〉で申し上げると、6月短観のレベルは、年度で言うと2003年度の第2四半期～第3四半期並みのレベル感である。その水準まで回復してきている。これは日本公庫の月次の調査でも、概ね中小企業、小企業とも2003年の夏場時点——第2四半期、第3四半期——あるいは秋口の水準まで改善してきている。下の資金繰りは、2003年の第4四半期なり2004年の第1四半期位まで改善してきている。(2)企業の資金繰りは、一番直近の全産業・大企業の水準は+13%ポイントであるが、これは2000年代の平均レベル——大体+13.8%ポイント——まで改善してきている。下の全産業・中小企業も、直近のレベルは-11%ポイントと、2004年の第1四半期と同じレベルだと申し上げたが、2000年代の平均レベルが-10%ポイントということで、ほぼ2000年代の平均レベルの水準まで改善してきている。この辺りは、右の日本公庫あるいは商工中金の月次調査の回復のレベル感あるいは時期とも大体一致している。それぞれ2003年の8～9月ないし2004年の春位の水準まで、このD Iの水準は改善してきている。

続いて、図表20、〈倒産件数・負債総額〉である。倒産件数、負債総額とも引き続き前年比大幅減少という傾向が続いている。

最後に、図表22、マネー関連指標である。上段の〈マネタリーベース〉、6月は平残前年比+3.6%と、ほぼ5月と同水準の推移であった。このうち銀行券の発行高であるが、6月は+0.7%と、これも概ね前年比上昇幅は5月と同じであった。中段のマネーストックであるが、これはM2、M3、広義流動性とも6月は平残前年比が5月に比べて若干伸びを低めている。その主因は、M1でご覧頂くと、預金通貨が5月の+2.2%から6月は+1.8%と、主として預金通貨を中心にM2、M3、広義流動性などマ

ネーストックの平残前年比の伸びが若干低下している。これを、別途金融機関の資金吸収面の動きからみると、預金通貨の伸びが低下しているのは、業態で申し上げると都銀であり、法人預金、個人預金別にみると、法人預金の弱さがこの預金通貨の伸びの減少に繋がっている。6月は法人税あるいは決賞資金等を金融機関からの借入りに頼るのではなく、手許の預金を取り崩す格好で対応したということが一応背景として考えられる。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

期待インフレ率であるが、インプライド・フォワード・レートの足許が下がっている部分をみている。これまで少し位動きがあっても、期待インフレ率は横這いという説明をされたと思う。これをみて、この動きとして期待インフレをここから読み取ろうとした場合、そこは横這いというふうにみているか。それとも、足許少し下がっているというように……。

櫛田企画局長

マーケットのイールド・カーブから出てくる物であるから、どれ位安定的な期待インフレ率かという議論はあるかと思う。マーケットが短期的に動く中で計算するところこういう格好になるが、長期金利とか、イールド・カーブの動きを併せながら、どう考えていくかになると思う。ただ、中長期の期待インフレ率について、これを中心にみるかということ、必ずしもそうではないと思っている。これも指標のうちの一つということで、最近の長期金利の低下を受けて、これがどうなっているかをご紹介したという趣旨である。

白川議長

他にご質問はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要の説明をお願いします。

関根調査統計局参事役

それでは、私から、左上に「差し替え」と書かれている比較表で説明させて頂きたい。まず、実体経済の総括判断であるが、先程、門間調査統計局長からも説明があったが、現状・先行きとも前月と変わっていない。そのうえで、前月と変わった下線部分を簡単にフォローさせて頂く。まず、現状の各論のパラグラフだが、「企業収益や企業の業況感は引続き改善しており」となっている。こちらは四半期に一回、短観を踏まえた表現である。続く下線部分の「個人消費は持ち直し基調を続けている」は、こちらも先程説明があったとおり、需要側の統計の振れもあろうかと思うが、弱めの数字が出ているので、先月までは「持ち直している」になっていたのに「基調」という言葉を加えて、少し振れもあるという雰囲気を出している。そして、先行きであるが、国内民間需要の下線部分、「そのペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い」という結論は先月から変わっていない。ただし、その理由で二点ばかり変更がある。まず一つ目が、「設備・雇用の過剰感が残ることや」である。これは、先月までは「設備・雇用の過剰感が強い」という言い方をしているが、これも先だつての短観を踏まえ、徐々に過剰感も後退してきているので、もう少しニュートラルな「過剰感が残る」という表現を使っている。もう一つは、「各種対策の効果が薄れていくことなどから」という言葉を加えている。こちらの方は、10～12月、1～3月と政策効果が剥落していく時期が、この月報の先行きのスパンの中にも入ってきているので、こういった表現を加えさせて頂いている。そして、物価であるが、こちらも先程門間調査統計局長から説明が

あったが、国際商品市況の動きを踏まえ、C G P I の現状については「上昇幅が縮小している」、先行きについては「当面、弱含みで推移するとみられる」とさせて頂いている。私からは以上である。

加藤企画局参事役

続いて、金融のパートである。まず、金融市場について、前回の会合時点の数字を簡単にフォローさせて頂く。長期金利については10年の利付国債でみて1.2%程度、株については日経平均で9,800円程度、為替については円/ドルが91円60~90銭程度で推移していた。明日のマーケットの状況を踏まえて、適宜修正させて頂ければと思っている。

次の金融環境であるが、まず各論から個別に確認させて頂きたい。最初に、今月のアンダーラインを引いてある部分であるが、「実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるが」は、判断は変えていないので、先月とほぼ同じ記述である。その後は、「企業収益との対比では、その効果は強まりつつある」という表現にしてはどうかと考えている。ここでの「その効果」とは、低金利の緩和効果を意味している。これは、先程関根調査統計局参事役からも説明したが、短観等で企業収益が引き続き改善していることが確認され、収益との対比では「効果は強まりつつある」という表現の方が適切ではないかと考えた。続いて、企業からみた金融機関の貸出態度である。7月にはアンダーラインはないが、右側6月をみて頂くと、先月までは「資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は」「なお厳しいとする先が多いものの、改善している」と、「なお厳しいとする先が多いものの」という記述を入れていた。これを今月は外してはどうかと思っている。先程、櫛田企画局長から説明させて頂いたが、短観では、企業からみた金融機関の貸出態度が、全産業・全規模で、ゼロになっている。また中小企業等についても、大体2003年の秋頃の水準まで改善しているということから考えれば、このような表現で良いのではないかと考えている。

続いて、銀行貸出である。7月には記述はないが、右側の6月では、「前

年における著増の反動もあって」とあったが、今回はこれを落としている。これは非常にテクニカルなものであって、昨年既に前期比で低下していたので、「著増の反動」という表現は適切ではないと考えて、落としている。

最後に、企業の資金繰りである。6月の方をみて頂くと、「企業の資金繰りをみると、中小企業ではなお厳しいとする先が多いものの、これらも含め全体として緩和方向の動きが続いている」と記述していた。今月は、短観のほか、先程も説明にあった日本公庫等のアンケート調査等をみると、中小企業についても、大体2000年代の平均並み位まで改善している。一方、小企業については、引き続き厳しい状況が続いているので、その両方をここで加味するために、「総じてみれば」とした後に「改善の動きが続いている」と続けてはどうかと考えている。

以上のように、各論の幾つかの項目で緩和方向の動きがより強まっているとしているので、総括判断としても「厳しさを残しつつ」を削除し、「緩和方向の動きが続いている」という表現で記述してはどうかと考えている。私からは以上である。

白川議長

何かご質問はあるか。

須田委員

経済の先行きについてだが、各種対策の効果と言った時、10～12月、1～3月もスパンに入ると言っていたが、そういう状況まで含めて景気は緩やかに回復していくと……。

関根調査統計局参事役

然り。基調判断としては緩やかに回復していると考えている。それは、どこまで細かく書くかということにもよるが、一応、基調判断としてはそういうことではないかと考えている。

白川議長

他にご質問はないか。

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

(16時39分中断、15日9時02分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決、最後に6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。財務省からは池田元久副大臣、内閣府からは津村啓介大臣政務官である。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、この会議室にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

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

それでは、見通し計数と分布について、執行部から説明をお願いします。

楢田企画局長

それでは、2010年度、2011年度の政策委員の大勢見通しについてご説明する。最初に、2010年度の実質GDPである。委員方の大勢見通しは+2.5～+2.7%、中央値は+2.6%である。4月時点の見通しに比べて、上方修正された数字である。続いて、2010年度の国内企業物価指数である。大勢見通しは+1.2～+1.3%、中央値は+1.2%である。4月時点の見通しに概ね沿った見通しとなっている。消費者物価指数(除く生鮮食品)の大勢見通しは-0.5～-0.2%、中央値は-0.4%である。4月時点の見通しに概ね沿った見通し数字となっている。続いて、2011年度である。実質GDPの大勢見通しは+1.8～+2.1%、中央値は+1.9%である。国内企業物価指数は+0.5～+0.9%が大勢見通しである。中央値は+0.8%である。消費者物価指数(除く生鮮食品)の大勢見通しは0.0～+0.2%、中央値は+0.1%である。これら3指標とも、4月時点の見通しと概ね沿った見通し計数となっている。続いて、裏面のリスク・バランス・チャートである。今申し上げたように、実質GDPの中央値が右に推移したグラフになっているが、いずれも分布は上下に分布する形となっている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はないな。結構である。

それでは、まず最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢及び中間評価についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。本日のご発言の順番だが、亀崎委員、山口副総裁、宮尾委員、須田委員、野田委員、西村副総裁、中村委員、森本委員の順である。それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

国際金融市場では、欧州のソブリン問題に改善の兆しがみられない中で、米国経済の先行き不透明感の高まりや、中国の引締め策への不安も加わっ

て、リスク回避的な動きが強くなっている。来週には、欧州銀行のストレステストの結果発表が予定されているが、昨年の米国のようにテスト結果が不安感を払拭し、市場が混乱から立ち直るきっかけとなれば良いのだが、公表内容につき、まだ議論が行われている状況で、テスト基準が甘いとみられたり、判明の結果とそれへの対応が問題視されたりすれば、市場が大きく動揺する可能性があるため、注意が必要だと思う。

一方、世界の实体经济は、4月の展望レポート以降、緩やかな回復を続けているという判断を変える必要はないとみている。今後についても、基本的には緩やかな回復が続くものと考えている。

各国・地域別に、述べる。米国経済は、欧州対比で相対的に景気の足腰がしっかりしており、引き続き緩やかに回復している。雇用環境は、民間部門の雇用者数の伸びが小さいとか、非労働力人口が増えているとか、弱さの面が注目されているが、緩やかな改善が続いていることに変わりはない。また、住宅着工や販売は減少しているが、減税終了による反動減は予想されたものであり、住宅投資が極く緩やかに持ち直しているとの判断を変えるものではない。こうした中、個人消費は緩やかに増加しており、今年の経済成長は3%程度との見方が主流である。ただこの先、雇用環境やクレジット環境が極く緩やかながら改善を続けるもとの、金融市場の不安定な動きが、株価の下落などを通じて、今後、消費や設備投資などに影響を及ぼさないか、注意が必要だと思う。

ユーロエリア経済は、市場の動揺にもかかわらず、ユーロ安等を背景に輸出と生産の増加により全体として持ち直しており、今後もこうした動きが続くものと思う。ただし、各国一斉の財政引締めが景気の下振れリスクを強める影響には注意が必要である。欧州では、財政再建が将来不安を鎮める結果、足許の消費に好影響を与えるとの見方もあるが、どちらかと言えば、やはり景気下押し要因としての側面の方に注目すべきと思う。従って、輸出の増加が内需の弱さをカバーするには至らず、景気回復に向けたモメンタムは弱々しく推移するものとみている。

中国経済は、幾分減速を示す指標もみられるが、高成長が続いている。

今後も内需の潜在成長力は強く、政府がこれを上手くコントロールし、基調としては高めの成長が維持されるものと思う。実際、先月再開された人民元の相場変動の弾力化が、米国からの批判を避けつつ景気に大きな影響を与えない範囲にとどめていることをみても、そう思う。ただ、政府の不動産取引の抑制により、都市部を中心に住宅価格が下落し始めていることや、外資系企業における労働争議が頻発し賃金上昇圧力が高まるなど、気になる動きが増え始めており、一時的には減速局面もあり得ると思っている。

N I E s・A S E A N経済は、輸出や生産の伸びが幾分鈍化しているが、内需は依然として着実に回復しており、今後も高めの成長が期待できると思う。

日本経済は、前回見通し以降、新興国経済の高成長や政策効果に支えられ、輸出や個人消費がこれまでの想定より強めに推移している。6月の「生活意識に関するアンケート調査」では個人の景況感の大幅改善が確認されたほか、6月短観でも、企業収益が大幅に改善する中、製造業大企業の業況判断D Iが2008年6月以来のプラスとなるなど、足許の景気が総じて強いとの内容が確認できた。しかし、設備投資については、プラスに転化はしたものの、その勢いは予想対比でやや弱かった点は気付きである。このように、企業のスタンスはなお慎重であると思われるため、景気の現状判断としては、先月までの「緩やかに回復しつつある」を変える必要はないと思う。

先行きは、海外における在庫復元ペースの鈍化と、政府のエコ関連施策終了による反動減から、輸出や耐久財消費の増加ペースが鈍化するものと思う。当面は、9月末でのエコカー減税の終了がもたらす、駆け込みと反動減の大きさや長さ、そして他の産業への波及について、注意する必要があると考えている。もっとも、その先は、海外経済の高めの成長が続くことで、企業収益の改善や雇用者所得の増加、子ども手当の支給開始などを受けて、設備投資や個人消費に勢いが付き、景気は自律的回復過程に乗る可能性が高いと思う。

このように、今回の中間評価における実質GDPの見通しは、4月の展

望レポート時点での見方を大きく変えるものではない。ただ、計数としては、今年度は足許の輸出や消費が強いことから、上振って+2%台半ばの強めの伸びを想定している。来年度は、現政権が財政健全化に取り組むとしていることから、公共投資を中心に下振って+1%台後半への減速を想定している。こうした見通しのリスクは、なお下振れ方向が大きいと考えている。下振れの具体的なきっかけとしては、欧州ソブリン問題や中国の引締めなど多々ある。また、リーマン・ショック以降の断続的な金融市場の不安定化が、将来見通しを常に曇りがちなものとしており、先進国を中心に、投資意欲や消費意欲が過去の例ほど強くなりにくくなっていることにも注意すべきと思っている。

物価情勢について、まず、国際商品市況は足許停滞しているが、新興国の経済成長を背景に、傾向としては上昇が続くとみている。ただ、欧州を中心とした先進国経済の不透明感から、上昇ペースはこれまでより幾分弱めにみている。もっとも、企業物価指数は、鉄鉱石や原料炭などが一段と上昇していることなどから、より強めの想定としている。C P I（除く生鮮食品）については、5月は高校授業料の実質無償化の影響を除けば、エネルギー価格のプラス寄与拡大を主因に、前年比マイナス幅が一段と縮小した。しかし、前年比プラスの品目数からマイナスの品目数を引いた値はさらに拡大し-234——全品目に対する比率にして44.7%——と、価格下落品目の広がりには既往最大となった。ここへ来て前年比がマイナスに転じた品目は、子供靴や植木鉢、自動車ワックスや背広クリーニング代、プール使用料など、引き続き食料・エネルギー以外の財や一般サービスに多くみられる。このように、なおデフレ圧力の強さが窺われるため、ヘッドラインの改善とは別に警戒が必要と思う。

今後のC P Iについては、目先はデフレ圧力が強く、またエネルギー価格の前年比上昇ペースも落ちるため、前年比マイナス幅は現状程度で推移するものと思う。しかし、やや長めにみると、景気の緩やかな回復を前提とすれば、需給ギャップの縮小が見込めるほか、原油価格や食料価格も新興国の高成長を背景に上昇方向と考えられるため、前年比マイナス幅は縮

小していくものと思う。そこで、今回の中間評価におけるCPI（除く生鮮食品）の見通しは、今年度は前年比マイナスであるが、来年度は前年比ゼロ近傍、ごく僅かなプラスが見込めるものとみている。ただし、来年半ばに基準改定が予定されていることは、念頭に置いておく必要がある。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

今回は、中間評価を行う会合であるので、最近の動きに加えて、やや長めの視点も意識しながらお話ししたい。まず、我が国経済の動向を左右する国際金融資本市場、それから世界経済について、大まかに状況を整理しておきたいと思う。国際金融資本市場は、投資家のリスク・アペタイトが低下しており、不安定な動きを続けている。一部欧州諸国のCDSプレミアムが、6月以降再び上昇しているほか、各種のリスク・スプレッドも高めで推移している。短期金融市場では、欧州系金融機関のカウンターパーティ・リスクに対する警戒感が強く、ターム物金利に上昇圧力が加かった状態が継続している。来週23日にはストレステストの結果が発表されるが、その内容とそれへの対応策を巡って色々な憶測が飛び交う中で、当面は、これが市場心理の重石になっているように思う。長期金利についてみると、予想インフレ率の低下や「質への逃避」の動きから、米国とドイツの国債利回りが低下傾向にある。その一方で、欧州周辺国の国債利回りは、総じて高止まっている。米欧の社債スプレッドは、春先頃に比べれば依然やや高めの水準で推移している。幸い、今回は、国際金融資本市場において、リーマン・ショック後のようなパニック的な動きはみられていない。しかし、欧州諸国の財政の維持可能性に対する信認低下という根深い問題に対し、市場参加者が納得できる解決策を見出すのは容易ではないのが実情だろうと思う。ここ暫く、市場はかなり神経質な地合いを続ける可能性

が高いとみている。

次に、世界経済の動向についてお話ししたい。まず、米国では、景気の緩やかな回復が続いている。個人消費は増勢を維持し、設備投資も全体として持ち直している。こうしたもとで、生産は増加を続けている。一方、雇用面をみると、民間雇用者数は持ち直しを続けているが、失業率が10%近い水準で高止まっており、全体として厳しい状況が続いていると認識している。不動産市場の調整も継続している。米国経済が家計のバランスシート調整圧力から解放されるにはなお時間がかかるということであり、当面は緩やかな回復にとどまるとみている。この間、米国の株価は、最近発表された多くの経済指標が予想比弱めの結果となったこともあり、7月上旬にかけて、大幅に下落した。雇用者数やISM製造業指数などをみる限り、驚くほど悪い数字が出た訳ではない。ただ、春先以降一旦強気化した市場のセンチメントが、欧州信用不安の影響が意識される中で、今度は逆に、実態以上に弱気化した可能性もあると思っている。株価のその後の反発から示唆されるように、景気回復の道筋に不確実性が残るもとでは、市場心理は大きく振れやすいということであろう。

欧州経済も、国ごとのばらつきはあるが、新興国向けの輸出が伸びていることなどから、全体としては持ち直している。先行きについても、ユーロ安が輸出増加を後押しし、緩やかな回復に向けた動きが続くと見込まれる。ただし、欧州の場合、景気回復の基盤そのものが脆弱であり、また、金融環境も不安定化している。加えて、先行き大がかりな財政再建を進めていかなければならないといった事情もある。それだけに、金融と実体経済の負の相乗作用が再び作動し始めることがないかどうか、引き続き細心の注意が必要であると思っている。

一方、アジアを中心とする新興国は、力強い成長を続けている。旺盛な個人消費やインフラ投資に加えて、世界的なIT関連需要の拡大によって、輸出も大きく増加している。新興国ではインフラ関連を含む幅広い分野でIT関連需要が大きく伸びているし、また、先進国でもスマートフォンなど消費者ニーズを上手く掴んだ新製品の市場が急拡大しているといった

事情があるようである。このように、力強い成長を続ける新興国では、既に幾つかの国が金融政策の修正に着手している。しかしながら、いずれの国においても、高めの成長維持へのこだわりもあって、引締め策は回避し、極力漸進的な対応にとどめる可能性が高いように思われる。従って、新興国経済には当面上振れ圧力がかかり続けるということではないかと思う。今後、各国がどの時点で思い切った政策転換を図り、経済を持続可能な成長軌道にソフトランディングさせていくことができるかが、当面の焦点ではないかと思っている。

以上を整理すると、世界経済は、目下のところ、新興国経済の高成長の持続を主因に、想定比上振れて推移している。先行きについても、全体として緩やかな回復を続けると思われる。地域別にみると、米国が概ね想定に近い回復パスを辿る一方、欧州は幾分下振れ気味、新興国は上振れ気味で推移していくのではないかと考えている。

ここで、感想めいたことを一言述べておきたい。今程述べたような見通しを前提にすると、世界経済は今年、来年と年率4%を超える成長を実現する可能性が高い。今回の信用バブル崩壊以前の成長ペースとほぼ等速ということである。緩やかな回復とは言っても、そういう成長ペースである。バブル崩壊によって、世界の潜在成長力が低下しているとすれば、どこまでこうした成長を続けることができるのか、気になるところである。そして、もう一点、このような世界経済の高い成長は、自らの国ないし地域では自国内の民需を刺激することができない欧州と米国が超金融緩和を続けることによって、新興国の内需を間接的に刺激することを通じて実現しているものとも言える。こうした世界経済の歪んだ姿が持続可能なものかどうか、という点も気になるところである。いずれにしても、明確なリスクとして取り上げるには憚られるような、漠然とした、そしてまた大雑把な類いの話であるので、世界経済見通しとの関連で敢えて述べさせて頂いた。

次に、こうした海外の動向を踏まえつつ、我が国経済の現状と先行きについて述べたい。まず、現状を確認すると、輸出は、新興国経済の高成長

や世界的な I T 関連需要の拡大などを背景に、予想以上にしっかりとした伸びを続けている。生産は増加し、企業収益も改善している。6 月短観によると、本年度の経常利益は、全体として 4 年振りに前年比増加に転じる見込みである。企業の業況感も、引き続き改善している。設備投資も持ち直しに転じつつある。6 月短観によると、本年度の製造業の投資計画は前年比+3%弱であった。最近の収益動向や過去の平均的な動きからみて、内心、もう少し伸びるかと期待していたが、そうはならない辺りに、先行きに対する企業の慎重さが透けてみえてくるということかと受止めている。とはいえ、3 年振りの前年比プラスに上方修正されたことは、取り敢えず前向きに評価すべきであろうと思っている。

雇用・所得環境だが、3 月以降、雇用者所得が前年比小幅のプラスを続けるなど、厳しさの程度は全体として幾分和らいでいる。しかし、失業率が 3 か月連続で上昇するなど、雇用の過剰感はなお払拭されていない。この間、個人消費は、持ち直し基調を続けている。ただし、耐久消費財の増加ペースがさすがに鈍化しているほか、百貨店・スーパー売上高も、概ね下げ止まってきてはいるものの、明確な持ち直しには至っていない。

以上を整理すると、企業部門については、自律回復に向けた動きに徐々ながら広がりが見られると評価して良いように思う。総括判断としても、「海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある」という評価を維持することで良いと思う。先行きについても、海外経済の改善が続く中で、「回復傾向を辿る」とみている。そのうえで、やや気になることは、企業部門の改善のわりには、家計部門への波及が緩やかなことである。両部門を繋ぐ雇用・所得環境は、全体として厳しさが和らいでいるとはいえ、なお強弱両材料が交錯している。個人消費の持ち直しも、今一つ力強さに欠ける。こうした家計部門の状況を踏まえると、国内民需全体の自律回復が明確になるまでには、もう少し時間がかかるということかと思っている。春先頃の私自身の想定に比べると、この面での歩みはやはり遅いという印象である。

続いて、4 月の展望レポートに対する中間的な評価について述べたい。

まず、2010年度の成長率だが、本年入り後、足許にかけて、輸出が予想を大きく上回って増加しているため、統計上のゲタの影響も含めて、4月時点の予想よりも上振れるとみている。2011年度については、今のところ、企業部門の好転が家計部門に次第に波及していくという中心的なシナリオを変える必要はないだろうと思っている。従って、4月の見通しに概ね沿って推移すると予想している。

次に、こうした見通しを巡るリスクであるが、内外の情勢を踏まえると、4月時点に比べて、上下両方向に不確実性が高まっている点、気にはなる。しかし、全体として、リスクは概ね上下にバランスしていると考えている。上振れ要因としては、新興国経済のさらなる強まりが挙げられる。これらの国は、国際機関や民間の予測を上回る成長を遂げており、予測自体も何度か上方修正されている。先進国からの資本流入や今後のIT関連需要の動向如何では、成長スピードが一段と速まる可能性もなしとしない。マクロ経済政策の運営次第では、景気の過熱リスクも無視できない状況だと認識している。一方、下振れリスクとしては、欧州の財政・金融状況を巡る動きが国際金融や世界経済に与える影響が懸念される。我が国への波及経路は幾つか考えられるが、特に、国際金融市場の不安定化を背景に円高や株安が進んで、これが企業収益やマインド面に影響を与えることがないかどうか注目点だと思っている。

最後に、物価面だが、消費者物価の前年比は、高校授業料の無償化の影響を除いた基調的な動きをみると、下落幅は縮小を続けている。先行きについては、展望レポートの見通しに概ね沿った展開になると予想している。企業や家計の予想インフレ率が安定的に推移すると仮定すると、2010年度の成長率の上振れが物価を押し上げる方向に作用する一方、国際商品市場の下振れや為替円高が物価押し下げの方向で働くと考えている。このような上下両方向の要因が相互に打ち消し合う形で、概ね見通しに沿った展開になるということである。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

それでは、経済・物価情勢の現状認識から申し上げる。前回決定会合以降に公表された経済指標を点検する限り、新興国経済は高成長を維持し、それをベースとして米国及び我が国経済においては、底堅い、比較的しっかりとした回復基調が続いている。ユーロ圏のソブリン・リスクと金融システム不安を背景とした市場の混乱は未だ収束したとは言えず、その実体経済、世界経済への影響については引き続き注視していく必要がある。その意味でも、23日に公表が予定されている欧州金融機関のストレステストの結果が注目される。

まず、海外経済について各地域の状況を簡単にみていく。米国経済だが、引き続き、緩やかながらも底堅い回復基調にあるとみている。バランスシート調整や失業率の高止まりなどの懸念材料は、引き続き景気回復の重石として存続しているが、そうした中でも雇用・所得面は緩やかな改善傾向を維持しており、個人消費は労働時間の増加などを背景に増加基調にある。設備投資も資本財受注の増加基調が続くなど、総じて回復基調を辿っているとみている。先行きについては、堅調な企業業績が設備投資や賃金等に波及していくということを通じて、景気を下支えするメカニズムは依然機能していくものとみている。そうした意味で、今週から来週にかけて発表される米国主要企業の第2四半期決算の結果に注目しているが、インテルなど既に発表された一部企業の業績は市場予想を上回っており、株式市況のプラス材料となっている。

欧州経済については、国ごとのばらつきを伴いながらも、引き続き持ち直し基調にある。雇用面では、失業率が10%前後で高止まりするなど厳しい状況が続いているが、一方で、域外輸出は引き続き増加基調を維持し、生産も増加傾向が続いている。市場では、各国横並びの財政再建が景気に与える負の効果や金融システムへの懸念を引き続き意識している。そうし

た中で、23日に欧州銀行監督者委員会による域内91先を対象としたストレステスト結果が公表される予定となっている。ここで、ストレスシナリオの踏込みや資本強化策の対応が不十分とみなされる場合には、市場の混乱が長期化する可能性もある点は留意が必要である。ただし、欧州財務相理事会からは、テスト結果を踏まえた公的資金注入への道筋が示されており、本テストは基本的には欧州銀行部門の透明性ならびに健全性向上に資するものである。従って、いずれは市場も落ち着きを取り戻すものとみている。

アジアを中心とした新興国経済は、引き続き内需・外需のバランスの取れた高めの成長を維持している。中国経済については、輸出の高い伸びが続いている中で、生産活動は堅調に推移しているほか、個人消費も高めの伸びが続いている。先行きについては、年後半から来年にかけて、不動産融資規制の強化等を背景として若干成長ペースは減速するが、なお高めの水準での成長が続く見通しを持っている。インド経済やNIEs・ASEAN諸国の経済も、IT関連財の輸出主導で着実に回復ないし拡大している。なお新興国では、政策金利の引き上げの遅れが懸念されていたが、ここへ来てインド、マレーシアに続き、韓国、タイも政策金利を引き上げるなど、実体経済の適切なコントロールに向けた措置が講じられ始めている。

一方、我が国経済についてだが、総じてみれば、自律的回復に向けた経路を着実に辿っているものと判断される。すなわち、輸出については新興国経済の高い伸びなどを背景に増加を続けている。鉱工業生産指数も増加基調を維持し、先行きの生産計画においてもこうした基調の継続が見込まれている。設備投資は、6月短観における大企業の設備投資計画において、総じてしっかりと増加する内容となっており、緩やかな持ち直し基調が続いている。個人消費も同様に緩やかな改善が続いている。雇用・所得環境についても、有効求人倍率の上昇や所定外給与の増加など、厳しさを残しつつも緩やかに改善を続けている様子が窺われる。物価については、消費者物価指数は、生鮮食品・高校授業料無償化等の要因を除いたコア・ベースで、前年比マイナス幅の縮小が続いており、需給ギャップ縮小を背景と

したデフレ脱却の過程が続いている。

続いて、4月の展望レポートの中間評価について申し上げる。4月時点で、私自身は「成長率は2010年度には潜在成長率を上回る水準となり、2011年度にはさらに高まり、消費者物価（除く生鮮食品）上昇率もプラス領域への浮上が展望できる」と申し上げた。

このうち、2010年度の成長率に関しては、今回上方修正を行っている。これは、本年4～6月期の成長が輸出を起点として想定よりも上振れる見通しとなったほか、本年1～3月期の実績も高かったことによる、いわゆる「ゲタ」の効果を反映したものである。4月時点のシナリオにも織り込んでいたが、本年度後半はこれまで実施された販売促進策が順次終了することから、成長は幾分減速する見通しである。もっとも、その後2011年度には再び増勢を取り戻すとみており、点検の結果、4月時点で描いた景気回復シナリオに変更はなかった。また、物価見通しについても、同様に、基本的なシナリオに変化はない。

なお、今回の点検にあたって、参考までだが、現在想定しているメインシナリオに沿って推移した場合の2012年度の見通し——つまり、現在の見通し期間の翌年の経済・物価見通し——についても、やや気が早いですが検討してみた。その結果、実質成長率、高校授業料の影響を除いたコアCPIともに、2011年度と比較してさらに高まることが予想され、物価上昇率については「中長期的な物価安定の理解」の中心値にさらに近付いていくという展望を現時点で持っていることを付け加えさせて頂く。このような評価を申し上げる背景としては、これまでの決定会合で強調してきたとおり、新興国経済が高成長を維持し、それをベースとして米国及び我が国経済が底堅い回復基調を続けるという実体経済の好循環メカニズムが変わらないとみているためである。

では、以上申し上げたメインシナリオに付随するリスクについて述べる。リスクは三点で、第一は、米国経済の先行き見通しにかかるリスクである。米国経済に関しては、短期的には財政引締め行き過ぎや、ユーロ圏ソブリン・リスク懸念の継続による企業・消費マインドの冷え込みといった景

気下振れリスクがある。また、今般の金融危機、バランスシート悪化を経て、やや長い視野での米国の期待成長が想定以上に低下している可能性もある。これらが米国経済の顕著な減速という形で顕現化した場合には、我が国経済に少なからぬ影響が及ぶリスクがあると考えている。第二は、新興国経済の成長見通しに関するものである。アジアの高成長は全体として維持されると想定しているが、とりわけ中国では、先程も述べたように、銀行貸出の窓口規制や不動産融資規制の強化等を背景に、本年後半から来年にかけて景気が減速する可能性がある。こうした動きは、成長を持続させるために必要なもので、小幅の調整になると思われるが、我が国経済は輸出を中心として経済的な結び付きが強いこともあり、下振れリスクとして顕現化していかないか、その動向をしっかりと見極めていくべきと考えている。一方で、こうした環境のもとでは、同国の政策金利が現行水準で維持されるほか、元高調整が小幅になるという可能性があり、その場合には中国経済は、一旦減速した後に、さらに一段と高い成長パスを描くという上振れリスクも相応にみておく必要があると思っている。第三に、我が国製造業におけるアジア・シフトの進展が景気回復過程に与える影響についても注視する必要がある。先の支店長会議でもいくつか報告があったが、近年、労働集約度の高い生産工程の海外シフトが進む中であって、足許、大企業における下請け企業のさらなる選別化が進んでいるように窺われる。その結果、大企業の収益回復が中堅・中小企業の設備投資や個人消費などに繋がっていくという経路が弱まり、我が国の景気回復ペースが当初想定よりも遅れるというリスクがある。一方、こうした過程の中で非製造業への業種転換などマクロ的な構造調整が進展すれば、やや長い目でみれば内需を下支えするというアップサイドの効果に繋がる可能性も期待を込めてあるとみている。

以上述べた、とりわけ景気下振れリスクが顕在化、もしくは顕在化する可能性が高まった場合には、我が国経済の成長期待が低下するとともに、需給ギャップ解消の遅れの連想を通じて、物価に対する期待を押し下げるという可能性がある。そうした局面に備えるためにも、今後、我々が示す

「中長期的な物価安定の理解」をより国民の間に浸透させ、そのアンカー機能を高めておくことは重要であると考えている。しかしながら、現行の枠組みでは展望レポートの見通し期間は基本的に二年間であるため、場合によっては、今回のように景気・物価の見通しと「物価安定の理解」との関係が、十分明確に説明されないという状況も起こり得る。展望レポートは、我が国の実体経済と物価見通し、ひいては「中長期的な物価安定の理解」との関係について、国民に分かりやすく説明するための大変重要なツールだと私自身は考えている。先程、2012年度まで気が早い形で見通しを申し上げたのも、こうした考え方を背景としたものである。この点を踏まえると、日本銀行が「デフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している」という中で、今後、展望レポートを取り纏める際には、我々が提示する経済・物価見通しと「物価安定の理解」との関係をより明確にするような工夫を行い、「物価安定の理解」のアンカー力をさらに高めていくことが重要ではないかと考えている。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

最初に、4月の展望レポートの中間評価だが、想定以上に強い新興国・資源国経済と、機能や省エネ性能の向上など新技術・新製品に対する需要増などを受けて、2010年度の実質成長率見通しを上方修正したものの、メインシナリオに修正を迫るような材料は窺われていない。ただ、日米欧先進国においては、雇用環境の改善に時間がかかること、株安による逆資産効果が想定されることなどから、特に今年度の消費の先行きについてより慎重にみているので、成長率、消費者物価前年比の相対的に蓋然性が高いと考えられる数値については、調査統計局の見通しよりも総じて弱めに想定している。また、リスクについては、4月の展望レポートで指摘した

上振れ・下振れ要因を引き続き意識しているが、足許では欧州をはじめとする国際金融資本市場の動向や、耐久財を中心とする各種対策効果の反動に関する不透明感がやや強まっており、現時点では、今年度後半にかけての下振れリスクを意識している。

それでは、最近の国際金融資本市場の動向をまず簡単にみておくと、P I I G Sをはじめとするソブリン・リスクへの警戒感は、スペイン等一部の国の国債入札が無難な結果となったこともあって、一頃に比べれば落ち着きを取り戻しつつある。しかしながら、P I I G Sの対ドイツ国債スプレッドやCDSプレミアム、ドルLIBOR－OISスプレッドは依然高い状態が続き、市場の分断、二極化が意識されており、引き続き予断を許さない。最近では、ストレステストの公表を控え、欧州金融機関の経営問題に対する関心も高まっている。そうした中、足許までの指標をみる限り、新興国・資源国経済の力強い成長と米欧の緩やかな回復という、海外経済のビッグ・ピクチャーに大きな変化は窺われていない。

まず、米国だが、前回会合以降公表された指標には市場予想を下回るものが多く見受けられ、市場では米国経済の先行き見通しを下方修正する動きや株価下落、イールド・カーブのフラットニングといった反応がみられた。私はこのような指標が米国経済のメインシナリオに大きな影響を及ぼすとはみていないが、前述のとおり、消費の先行きについてはより慎重な見方をしているので、これについて述べておきたいと思う。消費を巡る環境には改善がみられない。失業期間の長期化、新規失業保険申請件数の高止まりなど、雇用環境は依然として厳しい状況にある。失業保険給付期間の延長法案が成立しなければ 300 万人以上の失業者が給付資格を失うとか、地方財政の厳しさから公務員がかなり失業するとも言われている。このような雇用不安は消費者マインドに悪影響を与える。株安や高水準のネガティブ・エクイティも貯蓄率をある程度高止まらせる要因である。実際、消費者信用残高が減少しているし、コンファレンスボード信頼感指数の6月によると、今後6か月間の大型家電、自動車、住宅の購入計画について、購入意欲が大きく低下していることがみて取れる。住宅市場でも、減税措

置に伴う駆け込みの反動が市場の予想以上に大きく出ている。これについても今のところ想定範囲内の動きとみているが、不透明な状況が続く商業用不動産市場と併せて、引き続き注意深くみていく必要がある。

ユーロエリアについても、見方は変わらないが、欧州各国による財政緊縮が前倒しで実施され、かつその効果を市場が楽観的に捉えているように見受けられること、金融機関のバランスシート問題についてはストレステストを当面乗り越えたとしても、今後、銀行債の借り換えが円滑に進むかどうか、金融と実体経済の負の相乗作用が生じないかなど、懸念材料はいくつもある。この間、新興国・資源国についても、これまでの見方に変わりはない。既に一部の国では引締めに変換し、PMIなどにその影響がみられ始めているが、そうした動きが経済の望ましいスピード調整で終わるのか、それとも景気下振れにまで繋がってしまうのか、注目される場所である。ただ、もともと新興国は成長のモメンタムが強いうえに様々な不均衡をあまり蓄積させておらず、先進国の緩和効果の輸入もあって、緩和度合いは決して低くないことなどから、スピード調整が行き過ぎる可能性よりも調整が足りないリスクの方が大きいとみている。

以上のような海外経済を背景に、日本経済は、4月の展望レポートで想定したメインシナリオに沿って、展開していくとみている。前回会合以降公表された指標のうち、家計調査、資本財出荷や機械受注、短観の設備投資計画、またさくらレポートなど、自律的回復の高まりを十分示唆しておらず、景気の現状判断において前月と同様の執行部案で違和感はない。なお、エコカー補助金の反動が予想される10～12月以降についての不確実性は高く、どの程度消費や生産に反動のインパクトを織り込めば良いのか定かではない。今のところ、海外経済の成長が続くもとで、回復の基調自体は崩れないとみているが、グローバル競争を背景とする企業の賃金抑制姿勢や二極化現象といった構造要因が重石となって、対策の反動が思いのほか大きくなったり、その後の回復が予想以上に緩やかなペースとなる可能性には留意が必要である。この間、物価動向もほぼ想定どおりの展開となっており、来年度にかけてプラスが展望できるとみている。もっとも、

そのペースは緩慢であり、かつ国際商品市況や為替レートの動向次第でブレる可能性も小さくないとみている。

最後に、これまでに指摘しなかったリスク要因について、ポイントを絞って述べておきたいと思う。まず、国際金融資本市場の帰趨に関するリスクについてである。リスク回避度の急速な変化が国境間、金融資産間に大量の資金移動圧力を生じさせることはギリシャ危機で経験したばかりだが、今後も政策変更や金融規制を巡る動き、ソブリンの格付けの変更など様々なショックで同様なことが生じるリスクがある。EUについてのリスクは、前に述べたが、因みに、日本の金融機関のP I I G Sに対するエクスポージャーはほかの欧米先進国に比べて特に大きい訳ではないが、米欧金融機関などを通じた間接的な影響も踏まえれば、決して楽観すべきではない。さらに、先に新興国・資源国経済の持続性に対するリスクについて述べたが、そうした国々の政策運営がビハインド・ザ・カーブに陥ることによって、バブルが生じる可能性を意識している。

また、我が国のマクロ政策運営についても、金融を含む拡張的なマクロ政策が必要以上に長期に亘って維持されると、構造変化への取組みが遅れ、ゾンビ企業が存続することによって我が国経済の生産性は高まらず、結果として中長期的な成長期待が下振れるリスクがある。流動性を供給し続けることによって、経済・物価を不安定化させる何らかの不均衡の蓄積に繋がる恐れもある。

日本の物価を巡るリスクについてはこれまでどおりだが、ここでは米国のデフレリスクについて指摘しておきたいと思う。前回のF O M Cの声明で、「コア・インフレの低下傾向がみられた」との指摘があったが、それと同時に、地区連銀総裁によるデフレのリスクへの言及が増えている。このような指摘自体がデフレマインドを高めることは最近の日本の経験からも明らかである。米国でも期待インフレ率が下がっているとの分析もみられる。大量の超過準備を保有しているものの、ディスインフレが継続することは、出口戦略も含めて、政策運営を非常に難しくすると懸念している。私からは以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すると、前回会合以降利用可能になった経済指標、調査結果等は、我が国経済が引き続き緩やかに回復しつつあることを裏付けるものではあった。しかしながら、増加を続ける輸出や生産が国内民間需要へ波及する動きが今後一段と強まっていくか、それを確からしくするデータは乏しかったと思う。4月の展望レポートとの比較では、2010年度の実質GDPは足許まで新興国・資源国経済が想定を上回るペースで回復していることを主因に上方修正するが、現時点以降は、今述べたとおり国内民間需要への波及モメンタムの上振れを正当化する発展は見出しがたく、回復のテンポは4月の見通しと基本的に変わらないと判断している。一方、リスク面をみると、ソブリン問題が、欧州の銀行セクターに波及するとともに、世界経済の減速懸念をも生んでおり、これらに対する信認を回復させるストレステスト等の政策の効果がはっきりするまで、少なくとも短期的には、新興国・資源国経済の上振れリスクとの綱引きが続くとみている。

国際金融資本市場からみていくと、火元であるギリシャについて、欧州委員会、ECB、あるいはIMFが同国の財政再建プログラムについて、中間評価を行った。前回会合での私のギリシャ視察の報告と重なるが、「財政再建プログラムは概ねオン・トラックで進捗しており、年金改革、徴税管理等の構造改革も進展している」との内容であった。もっとも、グローバルな規模にまで広まった投資家の質と流動性への逃避姿勢が、弱まる気配は今のところみえない。欧州周辺諸国の長期国債の対ドイツ国債スプレッドは、総じて高止まりが続いているほか、株式をはじめとするリスク資産の価格も、軟調で不安定な地合いから抜け出せていない。短期金融市場をみると、ドルのLIBOR-OISスプレッドはパリバ・ショッ

クを上回る水準で、緩やかながらも上昇が続いており、7月23日に予定されている欧州の金融機関に対するストレステストの結果と各国当局の対応を強く意識した地合いとなっている。

世界経済に目を転じると、新興国・資源国経済の力強い成長に牽引される形で、緩やかな回復を続けている姿に変わりない。まず、米国経済であるが、一つ目に、6月の雇用統計で民間部門の労働時間や時間当たり賃金の改善が一服し、全体として雇用の回復が遅れていることが確認されたこと、二つ目に、5月の新築住宅販売が大幅に減少し、住宅購入の税優遇策が打ち切られた後の住宅市場の回復は心もとないことが改めて確認されたこと、三つ目に、6月のISM指数が製造業、非製造業とも比較的大きく低下し、生産の一服感を窺わせたこと、こうしたデータの下振れと欧州問題とが相俟って、2009年7～9月期以降の個人消費回復の大宗を支えられてきたと考えられる株価が急ピッチで下落する局面がみられた。こうした幾つかのデータは、緩やかな景気回復のシナリオそのものを覆すほどではないものの、回復のモメンタムの一定の弱まりを示唆するものとして捉えている。

ユーロ圏は、国ごとのばらつきが目立ってきているが、全体としては輸出の増加に牽引されて何とか持ち直している姿には変わりはない。なお、欧州にまつわるリスクについては時間の関係で後程の第2ラウンドで述べたいと思う。

中国経済をみると、一つ目に、インフラ投資を中心とする固定資産投資と、二つ目に、急回復してきた輸出が、両輪となって経済全体の高い成長を牽引している姿は基本的に変わらない。もっとも、4月に中国政府が導入した不動産取引抑制策により不動産取引が大きく縮小するとともに、不動産価格は主要都市で下落に転じた。窓口指導による人民元貸出の伸びの鈍化も顕著である。これら、これまでの政策の効果は、中国経済の高い成長に対して限定的なものにとどまり、高成長トレンドという風景を大きく変えるものではないとみている。また、中国人民銀行が6月19日に人民元レート of 弾力化を公表したが、対ドル為替レートの上昇は小幅で、経済

への影響は軽微にとどまる、との大方の見方に私もくみしたい。物価面をみると、沿海部の労働者のストライキが多発し、賃金の大幅な上昇が伝えられている。年初来の物価上昇に拍車をかける要因として注視を強めていきたい。なお、新興国にまつわるリスクについても後程のラウンドで述べたい。

次に、我が国経済について述べる。6月短観からみる。業況判断DIでは製造業・非製造業と大企業・中小企業のマトリクスで区分される4区分の全てで、今次回復期の中で最大のプラス幅をそれぞれ示した。自律的回復の芽が着実に広がりつつあることを示唆している。同じく短観で今年度の設備投資計画をみると、大企業のうち非製造業はしっかりと上方修正されたものの、製造業の上方修正のペースは、前回の景気回復期はもとより、過去1975～2008年度の平均に比べても鈍いものがある。先行指標である機械受注（携帯電話を除く民需）をみても、4～5月の伸び率は1～3月比ゼロ近傍まで鈍化し、もう一つの先行指標である建築着工床面積も大きくマイナスとなっている。ともに2008年の大きな落ち込みの後の回復局面であるわりには力強さに欠ける動きとなっている。私は、前回の会合で「設備投資の持ち直しの動きがはっきりしてくる蓋然性が高まった」と述べたが、1か月後の今日現在まで、支店長会議での支店長方の報告を含めても、その確認はできていない。

そのほかの指標をみると、5月の実質輸出は15か月連続の増加となり、しかも四半期ベースでは伸び率が高まっている。水準も直近ピークの9割超まで戻した。この先は、海外経済の改善が続くもとで、増加基調は続くが、在庫復元の効果減衰等から増勢はさすがに鈍化するものとみている。因みに、実質輸出の前年比増加率は、今年前半で既にピークアウトしている。

個人消費は、持ち直しの動きが続いていると言えるが、足許気になる動きは、4～5月の家電販売額にみられるように、これまでの牽引役である耐久消費財の増勢が鈍っていることである。この先耐久消費財消費を支えてきた政策が終了していき、需要先食いの反動が現れる蓋然性も高いと言

える。これを消費の自律的な回復力——言い換えれば、実質可処分所得の回復あるいは消費性向の上昇——で補っていけるかどうかポイントである。短観でも確認したように雇用の過剰感が比較的強く残る中、前回回復期でもみられた企業の厳しい人件費抑制スタンスが容易に緩むとは考えにくく、また将来の成長期待が劇的には上向かないと考えられることから、消費の自律的な回復力については現時点では相当慎重にみておく必要があるかと思う。

以上の需要動向を映じた生産であるが、季節調整の歪みを調整してみると、増勢は幾分鈍化しながらも、増加基調は続いている。水準をみても、最近ピークの87%まで戻した。生産予測調査やアネクドータルな情報等から、今年度前半までは前期比プラスを続ける蓋然性が高まっているが、在庫復元効果の剥落から増勢は徐々に鈍化するものと思われる。

最後に、物価について述べる。5月のCPIをみると、高校授業料無償化の影響を除くベースでみたCPI、あるいは10%刈り込み平均の前年比の下落幅はともに縮小した。昨年前半からの需給ギャップのマイナス幅縮小の影響がタイムラグを経て相応に顕現化していることは間違いなさそうである。これは、4月の展望レポートの見通しに概ね沿った動きと評価している。金融環境と先程申し上げたリスク要因については、後半で述べる。私からは以上である。

白川議長

それでは西村副総裁お願いする。

西村副総裁

まず実体経済をみると、世界経済は年初の予想からみると上振れて推移している。これは第一に、今次金融危機にバランスシート調整の必要がなかった新興国・資源国で大規模な政策効果に支えられ上振れたこと、第二に、バランスシート調整が必要だった欧米もバランスシート調整に若干一服感が出て緩やかながら回復していること、第三に、ICT関連のソフト、

ハード双方の技術革新サイクルが上向いたこと、が重なった結果と思う。特にICT関連技術革新としては、以下の三つが相乗作用を起こしていると考えている。ソーシャル・ネットワークキングに基づくマーケティングの急激な広がり等の新しい動き、それから二番目は、携帯端末が単なる電話から事実上「ネット接続パソコン」を代替し、それにプラスαを付ける情報機器となりつつあること、第三に、携帯端末の普及で有線インフラの優位性が急速に低下し、無線インフラの重要性が増し、有線インフラで劣位にある新興国・資源国が逆に無線インフラで先進国をひとつ飛びで追い越す可能性が出てきていること、である。このため、ICT関連は、現在のところバランスシート調整に悩む先進国でも、従来型インフラ劣位にあった新興国でも、同時に回復と成長をみている。

日本経済も4月の展望レポート時と比較すると、世界経済の好調からの輸出の伸びに支えられ、また消費もエコカー・エコ家電政策効果から耐久消費財は年初来好調を維持し、また政策対象以外での消費にも旅行等回復の兆しがみえてきている。これに対し設備投資は、短観にみられるように、景況感に目立った回復感が出ているにもかかわらず、世界的に需要が新興国に大きくシフトしていること、国内立地のデメリットが残念ながら次第に大きくなっていることから、海外での設備投資へ軸足が移りつつある。大きな落ち込み後の回復は弱いと言わざるを得ない。住宅投資も特に首都圏、そして関西圏の一部には春頃より回復の兆しは広がっているものの、力強さに欠けている。しかし日本経済を全体としてみるならば、輸出と政策効果に支えられる形で足許まで推移してきていると評価できると思う。しかしながら、直近の経済データは力強さに欠け、その評価は分かれるところであると思う。

このところの国際金融市場の不安定さは、EU周辺国財政問題懸念から、それら諸国の国債を持つ欧州金融機関への不安、さらにそれが欧州金融市場の混乱となり、米国にも飛び火するのではないかという不安から生じてきていた。世界的なリスク回避の動きが波及し、為替市場と株式市場の不安定な動きが、実体面での強さにもかかわらず、家計や企業へのセンチメ

ントに影響を与え、家計調査や家計消費状況調査での消費支出の伸び悩みに繋がっているようにもみえる。足許、景気ウォッチャー調査で、このところセンチメントに伸び悩みがみられることはそれを表しているように思う。ただ、この調査は足許の変化に時によって過度に反応する癖があり、より安定的に推移する他の指標ではまだ明確な潮の変化はみられていない。そして、家計調査も家計消費状況調査も従来からかなり単月の振れが大きいので、この点には注意する必要がある。加えて、国際金融市場でも足許では全般的な不安という状況にまでは至らずに、欧州金融機関の階層化、選別化が進む形で、当面は小康状態に向かう可能性も出てきた。ここ数日の動きは、中旬に予定されているストレステストによる、完全ではないが、かなりの不確実性解消を先取りしているように取ることも可能であると思う。

先行きであるが、既に多くの委員が指摘されているとおり、ほぼ4月の展望レポートの見通しに沿って推移すると考えられるが、以下の三点が重要だと思う。第一に、国際金融市場で落ち着きがどのような形で、どの時期にみられるかであり、それによって世界的なリスク資産への資金の流入が回復するかどうかである。既に述べたように、ソブリン、そして金融機関の階層化、選別化が進んでいることから考えると、根本的な解決はほど遠いにせよ、現在その兆しがある全般的なリスク回避の姿勢からの修正が続く蓋然性は十分にある。

第二には、新興国・資源国では大規模な政策効果に基づく景気過熱の累積的効果が大きく、その手綱を締めようとするマクロ政策の効果も行き過ぎることなく済めば、先行き見通し期間においては、高い成長の持続が見込めると思っている。不動産市場への政府介入、直近株価のさえない動き等で中国の内需への不安が出てきている。しかし、中国政府にとって、マクロでみて増大する労働人口に対応する雇用機会を作り出すためには少なくとも8%の経済成長は不可欠であること、そして通常の国では存在しないような様々な直接介入手段を政策当局が持っていることを考えると、ミクロ・マクロ政策のファインチューニングによって今後も暫くはいわゆる

るジャストインタイムのアドホックな政策手段を適用することが極めて有効と考えられている。これは強い引締めによる大きな下振れの可能性よりも、その不足による若干の上振れの可能性の方が大きいことを示唆している。もっとも、こうした直接的なアドホックな介入手段の効果は、国際的にハーモナイズされた法のルールに厳密に基づく先進国型市場経済がまだ広がっていないから有効であるという面も強いことも事実である。もし、今後こうした先進国型市場経済の基本ルールが中国で広がり深化することになれば、直接的なアドホックな介入の効果が減衰し、所期の目的を達成するにはさらに強い薬が必要になってくることが予想される。その場合には、将来に大きな反動が生じることになるので、長いスパンでは十分に注意したいと思う。ただ、中国指導部は我々が当然と考えている先進国型市場経済とは異なる、ICT技術等を駆使して自らの直接的グリップを根幹で確保したいいわゆる社会主義市場経済を目指しており、過去の歴史の単純な適用はできないかもしれない。

第三には、欧州の緊縮財政からくる需要の減退と成長期待の低下、米国での住宅・雇用からくる家計のバランスシート再調整が需要と雇用にネガティブ・フィードバックする惧れが、欧米経済の回復の遅れにどの程度の影響を及ぼすかである。ここでは、リスクは明確にかなりダウンサイド側にある。既に他の委員が、欧州周辺国の状況、それが中心国経済に及ぼす影響、そして米国家計のバランスシート調整、それから地方自治体の懸念すべき状況の影響について、指摘等があったのでここでは繰り返さない。ただ一点だけ、最近、最悪期に比べれば比較的底堅く推移していると評価されている米国自動車販売の実態について、見かけほどの回復とは言えないことを指摘しておきたいと思う。6月の米国小型自動車販売台数は、季節調整済年率換算で1,110万台と9か月連続で前月比プラスだった。しかし、販売の現地情報ではショールーム入場者は減少、個人向け乗用車の需要は落ちている。この落ち込みをレンタカーといった大口需要向けフリートセールスに大きなインセンティブをつけて、大型のピックアップ・トラックやSUVを販売、これがガソリン価格の落ち着きに乗じる形で伸びてい

る、ということである。フリートセールスはよく知られているように、将来の中古車市場への供給となり、新車市場の抑制要因になる。従って、現在のフリートセールスへの過度の傾斜による販売増は、消費者の需要が回復していることを必ずしも示していないという点に注意する必要がある。

物価動向であるが、消費者物価（除く生鮮）前年比は、高校授業料の実質無償化の影響を除く基調をみると、下落幅が着実に縮小しており、その改善テンポは若干ながら強まっていると考えられる。ただし、ウエイトが大きく、かつ家賃調査地区の設定や継続家賃と新規家賃のバランス等から、従来からあまり合理的な説明の難しい家賃が、足許東京も全国も下がってきている。これが今後の見通しの攪乱要因であることは、注意する必要がある。今後はエネルギー価格、そして上述した新興国における賃金から物価への波及に影響され、4月の展望レポートの見通しのテンポでマイナスの縮小が続く可能性が高いと考えている。以上の検討を背景に、中間評価だが、既に他の委員が詳しく説明されたように、メインシナリオ、リスクともに上下両方の変化が相殺する形で、大きく変化するものではなかったと判断している。以上である。

白川議長

それでは中村委員をお願いします。

中村委員

前回会合以降、欧州ソブリン問題の広がりによる欧州系金融機関の財務体質悪化懸念や、米国をはじめとする各国での市場予想を下回る経済指標の公表などを受けて、投資家のリスク回避姿勢が高まり、質への逃避的な動きから米国や日本国債の金利が大幅に低下したほか、円高が進んだ。一部の欧州系金融機関は、ECBへの資金調達依存度を高めつつあるほか、ドル資金を中心にターム物金利が強含んでおり、欧米の金融市場は神経質な地合いが続いているが、7月入り後は過度なリスク回避の動きが幾分後退しつつあるようである。市場関係者の米欧経済の先行きに対する見方は、

前月からさらに慎重化しているようである。これまでも申し上げてきたように、米欧諸国での多岐に亘るバランスシート調整には時間を要し、金融機関の信用仲介機能が弱めの動きであることや、経済を支えてきた拡張的なマクロ経済政策の継続が難しいだけに、先進国経済の回復のテンポは緩やかなものとなることは避けられないと思われる。

各国の経済についてであるが、米国では、株式市場の不安定な地合い、消費者コンフィデンスの悪化、住宅市場や雇用環境等の回復の弱さを背景に、景気が再び後退局面入りすることを懸念する向きがみられる。昨日公表されたFOMCや7月のブルーチップ見通しも、2010年の成長率見通しを引き下げており、これまでに多かった強気の見方は後退しているようである。消費者信用残高の減少傾向にも変化が窺われず、住宅市場では住宅減税による駆け込みの反動減もあり、着工や販売件数が低水準で推移している。しかしながら、輸出や生産が増え、個人消費も緩やかではあるが持ち直しており、6月の民間部門雇用者数が前月比8万3,000人増加したことなどをみると、経済が緩やかな回復基調にあることに変わりはない。

ユーロ圏については、ドイツの5月の鉱工業生産や輸出が高水準で推移したように、経済規模の大きな国がユーロ安にも支えられて成長していることから、これまでのところは欧州ソブリン問題による混乱が実体経済を大きく下押ししてはいないようだ。ただし、先行き、個人消費の回復力が弱い中で、各国が過度に緊縮財政を進めた場合、ユーロ圏全体での景気持ち直しにどのような影響が出てくるのか、各国の個別の実体経済を仔細に点検し、ソブリン問題の帰趨とともに注意深くみていく必要がある。

中国経済については、これまでに比べれば巡航速度を幾分減速させているが、経済が引き続き高めの成長を続けていることが確認された。この間、不動産市場では、4月中旬に導入された不動産取引抑制策の効果もあり、販売件数が大幅に減少したほか、全国平均の価格指数も6月には下落に転じた。また、昨年8月以降、前年比20%を超える増産を続けていた粗鋼生産も過剰在庫解消のため、6月より3~4か月間は減産する見込みと言われている。国内産鉄鉱石を増産している面もあるが、鉄鉱石輸入量も4

月以降前年割れとなり、6月は-15%と減少幅が拡大しており、不動産市場の減速が影響しているとも考えられる。もっとも、中国経済にとっては8%を超える高い経済成長が必要と言われており、政府の持続可能な成長を目指しての一部過熱感のある不動産市場への対処であり、経済成長の基調が大きく崩れるとは考えにくい。先日、国家発展改革委員会が2010年に鉄道、道路、空港など23プロジェクトに着手することを明らかにしたように、政策で梃子入れする分野と引き締める分野をそれぞれ峻別しながら対応しているように窺われる。

国内経済については、先週の支店長会議や公表された6月短観では、足許、新興国・資源国の高成長を背景に、経済が緩やかに回復しつつあることが確認された。短観では、業種、規模にかかわらず前回の予想から景況感が大きく改善しており、景気回復の裾野が徐々に広がり始めていると考えられる。ただし、先行きの業況判断の見通しは小幅な改善にとどまっており、欧州ソブリン問題による金融面から実体経済への悪影響や世界的な財政緊縮の動きによる世界経済の減速懸念などに対し、企業は慎重に対応しようとしていることが窺える。例えば、短観の設備投資計画をみると、大幅に減少した前年の反動もあり、前年を上回る計画に修正されたが、足許の輸出や生産の増勢に比べ小幅なものにとどまっている。全体としては、設備や雇用の過剰感が残っているだけでなく、先行きの国内需要の増加に多くを期待できない中、一方では成長著しい新興国市場を見据え、企業はグローバルな視点からの最適生産体制構築のための戦略や投資のタイミングを見極めようとしているとも考えられる。

個人消費は持ち直し基調を続けているほか、雇用環境は改善方向にある。ただし、耐久財消費にかかる各種対策の効果が薄れていくほか、失業率や有効求人倍率の改善は、生産や輸出の反動増が一巡しつつあることなどから、消費や雇用環境の改善のペースはいずれも緩やかなものにとどまると考えられる。特に、雇用の過剰感が根強く残る中、経済の先行き不透明感などから、企業は雇用や賃金引き上げに慎重な姿勢を続けており、生産の増加が所得の増加、ひいては支出の増加といった好循環には繋がりにくい

状況である。

物価動向については、国内企業物価が国際商品市況の影響を受けて3か月前比の伸び率が低下しているが、高校授業料無償化の影響を除いた消費者物価（除く生鮮食品）の基調は引き続き下落幅を縮小させており、大きな変化はないと思う。また、「生活意識に関するアンケート調査」をみると、先行きの予想インフレ率が3月時点に比べて幾分上昇しており、予想インフレ率が下振れていく状況にはないことが確認された。

続いて中間評価に関してであるが、4月に公表した展望レポートの中間評価については、新興国を中心に、足許では海外経済の回復が若干強まっており、前年度からのゲタもあり2010年度は上方修正となるが、我が国の経済情勢及び物価動向は、展望レポートでの見通しに基本的には沿う形で推移していると認識している。展望レポート公表以降、欧州ソブリン問題が広がり、各国が財政再建を強く意識し始めているほか、一時期の大幅な落ち込みから急回復してきた世界経済の回復ペースが減速しつつあることが明確になってきたことなどから、先行きに対する不確実性が幾分高まったように思う。

リスク要因としては、展望レポートの指摘どおりであり、米欧のバランスシート調整の帰趨や、各国が取り組んでいる積極的な財政・金融政策とともに財政再建策の動向などの下振れ要因がある。一方、緩和的な金融環境や積極的な景気刺激策等を背景に新興国の経済成長が上振れる可能性もある。物価面では、新興国の高成長に伴う需要増加により一次産品価格が上振れる可能性がある一方、経済の長期低迷に伴って中長期的な予想物価上昇率が下振れた場合、物価の下落幅が拡大する可能性もあり、注意が必要である。私からは以上である。

白川議長

それでは森本委員お願いします。

森本委員

就任後初めての政策決定会合だが、宜しく願います。早速、内外情勢に関する私の認識を申し上げるが、現状、先行きとも、執行部の見通しとの間で特段の開きはない。ただ、今回様々な情報を集め、吟味する中で、先行きに向けての懸念材料が若干目に付くように感じたので、先行き悲観的に見通している訳ではないが、本日はそうした点に触れながらお話ししたいと思う。

まず、海外経済については、全体としては緩やかな回復を続けており、先行きもその基調を維持していくと思っている。この見通しを巡るリスクとして、既に好循環に入っている新興国経済が上振れる可能性は認識しておきたいと思う。しかし、各国における需要喚起策が先行き終焉を迎えようとしているこの局面では、私は、下振れ方向のリスクに十分注意しておいた方が良くと思っている。そういう意味では、皆さんから既に十分指摘されているところであるが、やはり、欧州の財政・金融不安とその影響からは目が離せない。欧州金融資本市場は、企業の起債が再開されるなど、一頃の緊張から幾分落ち着きを取り戻した模様であるが、周辺国全般のソブリン・リスクへの懸念は燻り続けており、また金融機関経営に対する不透明感も広がりつつある。こうした中、銀行間取引が窮屈であるのみならず、企業にとっても厳しい資金調達環境が続いていると聞いている。

こうした中、欧州各国は、信用不安を払拭するために相次いで財政赤字削減策を発表してきたが、それによって今度は緊縮財政が景気を下押しする、いわゆるフィスカル・ドラッグの程度が気になりである。懸念材料の多いP I I G Sのうち、例えばスペインでは、2010年の第1四半期のGDPが7期振りにプラス成長となったが、今後そうした勢いが大きく損なわれることはないかといった点はみておきたいと思う。ただ全体としては、ばらつきを伴いながら、輸出増加等により緩やかな回復に向けた動きが続くとみている。

次に、緩やかな回復が続く米国経済であるが、新しく出てきた統計には、幾分足踏み感が漂っていると思う。小売売上高では増加テンポが鈍ってお

り、6月の消費者コンフィデンスは低下した。雇用統計も、労働市場の改善が足踏みしているとも受け取れる内容である。米国景気回復に対する重石、つまり欧州の財政・金融不安を受けた株安による逆資産効果、企業の雇用スタンスの慎重さ、またそれによる家計のバランスシート調整の遅れなどを改めて認識したところであるが、緩やかな回復という基調を変えるものではないと思う。

次に、高めの成長を続ける中国に関しては、この基調を続けるものとみているが、過熱抑制策が好調な内需に与える影響に注目していきたいと思っている。高めの成長が不可欠な国であり、効果が出始めた不動産取引抑制策など、基本的にはソフトランディングできると思っているが、本当に適切に歯止めを掛けられるか、実体経済が過度に下押しされるような事態が生じないかは、言うまでもなくポイントであると考えている。

次に、こうした中での我が国の経済であるが、報告にあったとおり、現状、海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつあり、先行きも、各種対策の効果の減衰の影響を吸収しながら、回復傾向を辿るとみている。このうち、輸出、生産については、差し当たり、欧州財政・金融不安の影響は限定的であり、高水準のIT関連需要や新興国経済の拡大に支えられていくと思っている。

ただ、国内民間需要のうち設備投資の動向に関しては、少し警戒しておいた方が良いでしょうに思っている。メインシナリオは、「設備の過剰感が残るものの、収益が回復を続けるもとの、緩やかながらも持ち直していく」といったところであると思う。しかし、先程触れた欧州経済の不安定化や米国経済の回復の足取りの鈍さのほか、株価の低迷あるいは為替円高などが、今後企業マインドにどのような影響を及ぼすかを見極めていきたいという気持ちは強く持っている。さらに、海外生産シフトが勢いを増すことになりはしないかといった懸念もあるので、ある程度更新投資は出てくるにせよ、元々緩やかと見込まれている設備投資の増加テンポが、さらに緩やかなものになる可能性を意識しておきたいと思う。

加えて、雇用・所得環境にも厳しさを感じている。5月の失業率は5.2%

であるが、小幅ながら3か月連続で上昇している。支店長会議では、製造設備のクリーンルーム化によって、生産増加の雇用への波及が小さくなるといった報告があったが、こうしたマイクロ情報にも十分注意を払っていきたいと思う。

消費者物価については、多くの委員から説明があり、見方が同じであるので割愛するが、国内企業物価に関して一点だけ申し上げると、前年比プラスが続くと考えているが、国際商品市況の動きに加え、最近の中国における鋼材需給の引緩みの影響がどの程度出てくるかなども、注視していく必要があると考えている。

最後に、4月の展望レポートで示された見通しに関してであるが、まず実質GDPは、輸出の大幅な上振れなどから2010年度が上振れることとなり、2011年度は概ね見通しに沿ったものとなると見込まれる。国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）も、概ね見通しに沿って推移すると予想している。なお、本年4月の「中長期的な物価安定の理解」の点検結果は、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」というものであった。これに対して、私としては、格別違和感を持っていないという点を、念のため申し上げておきたいと思う。以上である。

白川議長

今回、私が総裁に就任してから初めて全メンバーが揃い、これまで8名の方の意見陳述があったが、そうした8名の方の意見陳述とそれから私自身の考えもそこに織り込みながら、取り敢えず若干の議論の総括をしたいと思う。そのうえで、自分自身が若干感じることを申し上げたいと思う。今回の決定会合では、前回会合以降のデータを踏まえた景気の現状判断と中間評価と、景気の判断について二つある訳だが、景気の現状判断について、私もそうであるが、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつあるという評価であったように思う。前回との比較でみて、そう大きな変化があった訳ではないが、輸出・生産については、これまで強調してい

る新興国経済の高成長に加え、前回も多少議論されたが、世界的な情報関連需要の拡大などを背景に増加を続けているということであると思う。企業収益、業況感であるが、今回、短観が出て、改めて収益、業況感を全体的にチェックする機会があった訳だが、引き続き改善しているという姿が確認されたと思う。前回、この業況感について言及したのは4月であったが、その時には「企業の業況感は、引き続き改善している」であった。今回も「引き続き改善している」ということで、文章表現的には同じようなことになるかと思うが、ただ、内容的にみると輸出・生産の増加によって収益が拡大している製造業に加えて、運輸や情報サービスといった企業サービス関連の非製造業にも改善の動きが及んでいるというのが業況感の面での変化であるという気がする。問題の内需であるが、これもこれまでの判断を変えるものはなかったという感じがする。ただ、気分としては、輸出、それから生産の改善が段々に内需に及んでくる、方向としてはそういう方向にある訳であるが、短観などでみると——全体の景況感などもそうであるが——、市場予想比は良かったが、しかし我々の予想というか、期待比幾分弱めかなという感じがする。しかし、方向として、我々自身が想定している、内需の方に徐々に波及していくという方向での話であったと思う。設備投資については、格別前回との変化はないかと思う。「持ち直しに転じつつある」という範囲での話であったと思う。雇用・所得環境については、「引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる」と前月は表現したが、今月もそうした判断を大きく変えるような話はなかったという感じがする。個人消費については、持ち直しを続けている訳であるが、ただ、一連の需要刺激策の効果が段々薄れていくという局面に入ってくる訳で、そういう意味では、計数的には耐久消費財について少し伸び率が落ちてくるということであるし、そういう意味で「持ち直し」と言い切ると言うよりは、「持ち直し基調を続けている」という評価ではないかと思う。ただ、何人かの方が触れたが、消費者マインドは改善をしていると、これは先程の企業収益の改善であるとか、あるいは雇用面で厳しいけれども幾分和らいできているということが、そこに投影されて

いるのかなと思う。

それから、中間評価であるが、基本的なメカニズムについては、どなたも4月の議論の時と、今回、メカニズム自体が変わったということはなく、基本的にメカニズムどおりの展開であるということだと思う。成長率という数字でみると、2010年度については新興国の一段の高成長などを背景に上振れ、2011年度については概ね見通しに沿って推移するという形でのご判断であったと思う。物価については、企業物価、それから消費者物価とも概ね見通しに沿って推移するということであったと思う。多少、自分自身の感想も交えて申し上げますと、まず今、景気の現状判断とそれから中間評価について申し上げたが、景気の現状判断は「海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある」という表現で私自身は良いと思っているが、多少その「緩やかに回復しつつある」ということの意味合いを議論した方が良いかと思う。単純に、四半期ごとの成長率を年率に引き直してみた場合には、今年の第1四半期もそうであるし、それから第2四半期はまだ発表されていないが、この数字自体は必ずしも緩やかという語感からくるものより、もう少し高い数字である訳である。欧米対比でみると、昨年の4~6月からこの4~6月——これはまだ出ていないが——の市場の予想をベースにして、平均的な風速を年率で計算してみると、日本は+3.7%、米国が+2.7%、ユーロエリアが+1%ということで、日本は風速という意味では、この1年間最も速かった。これは、落ち込みが大きかったからその回復も速いという、そのミラーイメージでも勿論ある訳である。そこで、FRBは現状をどう表現しているかというところ、「the economic recovery is proceeding」という表現を使っている。ECBは「economic recovery」という表現を使っている。そこには「gradual」という表現は使っていない。ただ、我々自身としては「緩やかに」という副詞を付けた方が、私自身も現状としては良いと思っている。その意味合いというか、なぜそのように判断するかと言うと、前回会合以降、この1か月間に限ってみると、統計データ面では必ずしも強い材料はなかったというのが、私自身もそうであるが、多くの方の印象であったと思う。それから、回復と

というのは、基本的にはそのプロセスを言っており、水準ではないが、しかし水準自体がまだ高い訳ではないという気持ちもどこかにあるのだろうと思う。それから敢えて言えば、回復という言葉がそのまま素直に受取れなくて、市場のリアクションを生むことに対する懸念もあるいはあったのかなという感じがする。いずれにせよ「緩やかに回復しつつある」という言葉を使う現状判断について、多少整理をしておく必要があると思った。

それから、先行きのリスクであるが、今日、多くの方が——先程の総括のところでも申し上げるべきであったが——、景気の面では新興国、資源国経済のさらなる強まりを上振れ要因として意識されていて、これはどなたにも共通していた。一方、下振れ要因としては、国際金融面での動きが意識されていた。その感じとしては上下両方向とも強まる方向で、若干、人によってはニュアンスが違っていたが、概ねバランスしているということであったと思う。この上振れ要因あるいは下振れ要因をどのように考えるのかであるが、私自身この席でも何回か申し上げてきているが、この国際金融面での下振れと、あるいは先進国の下振れと言っても良いかもしれないが、このことと新興国、資源国の上振れとは相互に別々の独立の事象ではなく、両方が複雑に絡んでいるということだろうと思う。そういう意味では、単純に上振れと下振れのどっちが勝るかという捉え方だけだと、今、我々が直面する世界経済のリスクを適切に捉え切れないのではないかという感じがしている。新興国経済については、景気がかなり強くなってきている中で、金融緩和の修正が全体にやや遅れ気味だということ、それから先進国の金融緩和継続予想というこの二つが、少なくとも影響していると思う。まず、前者の新興国自体の金融緩和の修正の遅れの背景については、アジア諸国に典型的にみられるように、消費者物価上昇率が上がってはいるが、大きくは上がっていないことが一つであろうし、もう一つは先進国の景気回復が弱いことから、彼等自身も先進国から自らにくる波及をやはり懸念していることもあると思う。そういうこともあって、新興国の金融緩和の修正が遅れ気味であり、そのことが新興国経済を上振れさせていく一つの要因になっている感じがする。それからもう一つは、先進国サ

イドの事情であるが、先進国の景気回復が弱いということが、先進国における金融緩和継続予想を生み出している。加えて、欧州の問題を契機とする国際金融情勢が、さらにその金融緩和継続期間を長期化するという予想を生み出していて、そのこと自体がまた新興国への資本流入をもたらす方向になっていくのだろうと思う。私自身がこのリスク要因をみていくうえで注意したいと思っていることは、グローバル経済を全体として捉えていくという視点が益々必要になってきているということである。先程、どなたかが言及されていたが、現在世界の成長率それ自体をみると、先般出されたIMFの予測でもそうだが、4%台という高い成長率が今年も来年も続くという見通しである。これをフラットに考えてみると、かなり高い成長率になっている訳である。こうした世界経済全体の成長が本当にサステイナブルなのか、一方で意識しておく必要があると感じているので、そういう意味で、世界経済についての上振れ、下振れ——従って、日本経済の上振れ、下振れになる訳であるが——をみる時に、そうした視点を常に忘れないように考えることが必要である。これは私の意見であるが、私自身はそのように思っている。幾つかのリスク要因、特に金融面のリスク要因については、何人かの方が後半のセッションで触れるとおっしゃったので、金融関係のリスクについては、また後から触れたいと思う。取り敢えず以上である。

亀崎委員

「緩やかに回復」ということをどう言うかという話であるが、確かに数字、統計だけをみれば、急回復ということが言えるかと思うが、市民の景況感、実感には、決して好況感はなく、元のレベルに戻るというような、そういう状況にあるのではないか。先程、レベル感も含むという話であったが、私もそういうことだと思う。それと同時に、先行きをみても企業家を含めてまだ決して力強い成長を織り込める状況ではない。従って、設備投資もまだということも含めて考えると、この表現が正しいのではないかと思っている。

白川議長

私も、この表現が良いと思っている。そういう意味では、私も含めて、全員この表現で良いということだと理解している。今日も記者会見があるが、自分自身が色々な場で説明する時に、この表現対比もっと強いと言う人もいるかもしれないし、もっと弱いと言う人もいるかもしれないが、いずれにせよ「緩やかに」という意味を一応共有しておいた方が良いという趣旨で申し上げた。

中村委員

一昨年のリーマン・ショック以降、急激な落ち込みがあつて、それを今元に戻している。それを一見したら急回復ということであるが——まだレベル的には85と90であるが——、次第に水平飛行というか、最終需要のレベルがどこなのかを今探しているところである。逆に言えば、昨年辺りから高い成長があつたので、今の回復過程を実態以上に弱く感じるというか、緩やかに感じるという面があると思う。やはり急回復から巡航速度に戻ろうとしている時なので、緩やかなのはやむを得ない。

野田委員

やはり中身の問題がある。我々がずっと言ってきたように、輸出を起点として、生産に結び付いているが、企業の本質的な支出行動や家計の支出行動になかなか本格的なエンジンがかかっていない。フル回転まででもない。中身の問題はやはり大きい。それが、先程、亀崎委員がおっしゃった景気実感として、市民生活、実生活において、なかなか回復感が得られないという中身の問題であると思う。そういう意味では、今、皆さんがおっしゃったように、内需に本格的に火が点きかけていることを確認したいのだが、そこのもどかしさがある。それさえ確認できれば、絶対的な数字からみても、「緩やかに」というのは既に取り去っても良いところまで来ているとは思ふ。それと、技術的に火が点かないということと、点

いた後またどうなるのか、そのままエンジンが順調に回転していくのか、循環メカニズムがより明確になっていくのかというところに対する自信ももう少し持ちにくいということである。

須田委員

私は、この表現をみて、「緩やかに」と「しつつある」との両方が気になっている。景況感ということであれば、前回の2003年以降も「回復している」と言いつつも、一般国民あるいは地方に行くと、全然実感がないと言われた。結局、二極化が凄くある中で、輸出・生産が強くても、それから先に波及していかないという部分に関して、どう捉えるかである。波及していないということで——今はそれがみえないから——、「しつつある」ということだと私自身はこの言葉を解釈しているが、「緩やかに」という部分は、本当に難しいと思う。今言ったように、2003年以降であれば、設備投資はかなり出ていた訳であるが、なかなか消費は出ていなかった。では、これから先、設備投資も少しプラスになって、消費もそこそこといった時、これはもう「回復している」と、そのような状況で言えるのか。これが外に向かって示されるとどういう反応を持たれるかということをよく考えてしまう。他方、我々は、経済の見方について、何も凄く強気なのに色々なことを無視してということではないが、しっかりと国民と同じような見方、同じような共通の認識を持っているという受け止められ方をされるようにするのが良いのかということもよく考えてしまう。私は今の状況では——私のイメージでは——、「緩やかに回復しつつある」をピークにこれから先表現が後退していくのではないかという感覚でいる。先に進まない。今年度のイメージとしてはである。

西村副総裁

次の政策の話と関係するが、我々がみているのは、結局トレンドの動きとサイクルの動きの両方重なったものである。サイクルの動きとしてはかなり急回復しているが、トレンドの動きは少しも上がってこない——逆に

言えば、下がっているようにもみえるところもある——ので、それが「緩やか」という言葉に多分対応している。ということから考えると、簡単に言えば、速度は予想より上がったが、加速度的にはマイナスになっているという感覚がどうしてもあるということであろうと思う。それを言葉でどうやって説明するかは極めて難しいが、やはり「緩やか」という形に、少し予想よりは初速は良かったが、少しダレているという感覚が、こういうところに入っているのだと解釈している。

山口副総裁

皆さんがおっしゃったことと重なるが、白川議長の問題提起は、「緩やかに」という修飾語の問題と、「回復しつつある」を「回復している」にするかどうかという問題の、二つを含んでいると思う。いずれにしても、自律回復力について、どれくらいの展望を持てるかが大きいという気がする。しかし、足許の評価を先行きの見通しを基に決めてしまうのは、問題だと思う。今日の議論でも、足許の自律回復力について、十分な自信を持ってないということであった。まして先行きについては、当面むしろスローダウンする可能性が高い。そういうことからすると、やはり「緩やかに回復しつつある」という表現で我々の現状認識を記述しておく方が良いという気がしている。

白川議長

誤解のないように申し上げるが、皆さんの理解が微妙に違うという感じがするので、理解をクリアにしたいという意味である。我々自身の説明の道具立てが、景気の現状、先行き、リスクと、色々ある中で、現状判断というボックスでどういう言葉を使うのか、それを問題提起として申し上げた。私自身の論拠は、先程三つ申し上げたが、要は、多くの方が感じているように、内需の面で自律回復について期待はしているが、自律回復について自信を持ってないという中で、一旦、この「緩やかに」を取って、その後また元に戻していくというのは、オークワードという感覚がある。そう

いう意味では、私自身は「緩やかに」が良いが、皆さんの認識も概ねそう
ということかと敢えて確認させて頂いた。

津村内閣府大臣政務官

言葉の質問を一つしたい。現状が「しつつある」で、先行きが「回復し
ていく」だと、表現が強くなっていくような語感はないか。

白川議長

まだ景気実態に関する判断を議論しており、文章表現についてはまた後
のセッションです。

須田委員

「回復しつつある」がずっと続くと、いつも英語の表現が気になるが。

白川議長

そこは、私自身も国際会議に行って一応定型表現を使うので、いつも気
になるところである。ここで議論しているのと同じように、自律回復力が
強くないこと、それから政策効果が減衰していくことについても、先進国
はほぼ共通している。加えて、国際金融市場の話も同様であるし、そうい
う意味で、先行きのストーリーについての違いはほとんどないという感じ
がする。その中で、一番弱いのが誰がみても欧州だという感じがある。数
字的には日本が一番強い感じで、その中で日本が一番弱い表現を使ってい
るというのは、確かに、コミュニケーション上は——日本の文化を考
えるとよく分かるが——、いつも自分自身のジレンマである。ただ、日本を中
心として情報発信していくことは大事なことであるので、その問題を意識
しながら、あまりギャップが大きくなるようにしていくということな
のだろうと思う。

景気の現状判断の話に集中したが、それ以外の点で、先程十分に議論で
きななかった点や、あるいは議論したい点があればどうぞ。

須田委員

宮尾委員の「もう少し延ばしたら」というのは、これまでもここでよく議論があった。結局、長くしようとする、モデルで回していくという世界になってしまう。実際、私自身も今年度の消費はどうだろうかと色々考えるが、来年度については、これから先のことはよく分からないので、この程度の強さかとある程度置いていく、ないしはモデルで回していくということになってしまう。長くなればなるほど、収束すると想定される時は良いが、そこから乖離するといった場合に、どうやって長いところを出していくかという問題と、積み上げとモデルとの関係とがある。モデルでこうなると言う場合、それぞれが思っている目的のところ——物価も何%にしようとか、そこに——戻っていくシナリオを書けるが、それが果たして、対話するうえで、良いコミュニケーションなのかということもあるので、やはりこの問題は、しっかり考えながらやっていかなければならない。収束途中の場合は、もう少し長くして物価がしっかりプラスに入っていく姿をみせていく方が良い場合もあるが、そうでない場合もあるので、色々考えながらやる必要があると思う。これまで私は反対と言いながら延ばしてきたが、モデルからはこうであると自分の見通しを置いていくことに自分が納得いかない、これ以上はなかなか難しい。そこはそう言いながらも延ばしてきているので、今後も考えていくテーマだろうと思いつつ、今のところは積み上げでやっている。

野田委員

延ばすと、やはりFOMCの「Longer-Run」になってしまう。それは、多分我々の「物価安定の理解」、それぞれ人によって違うが、それぞれの方の物価が安定しているというレベルに少なくともCPIは落ち着く。そこに対して、「Longer-Run」はいつなのかということがなかなか示されている訳ではない。そういう意味では、どこまで延ばせば良いのかという話になりかねない。それは、その時の状況によってまた違って来る。それで

も、これまで少しずつ延ばしている。今回の宮尾委員のように少し覗いてみよう。

須田委員

その場合、金融政策についてどう考えるかが問題になる。Fedのように、それぞれが最適な政策を織り込んだうえで出しているという考え方をするのか、我々のようにマーケットの金利を参考にしながらやっていくのか。それはそれで違ってくるので、コミュニケーションを取るうえで色々と問題を含んでいると思う。

野田委員

ただ、これについて、コミュニケーションの観点から、定期的に議論しなければならない。常に見直すというのは大事である。

須田委員

そういう意味では、私は、ファン・チャートみたいなものをもう少しきちんとやるかどうかという問題と、もう一つは、振れが大きい時に、Fedのように第4四半期の数字で成長率をみていく方が、コミュニケーションをやりやすいかもしれない。ただ、日本では馴染みがないので、できないかもしれないが、色々なことを考えながらどうやって出していくのが良いか検討していく必要はあると思う。

白川議長

いずれにせよ、コミュニケーションをどう図っていくかというのは大事なテーマであるし、それから金融政策の今の話は、我が国の中での道具建てをどのようにしていくかということである。今日これで議論が決着するという訳では勿論なく、大事なテーマなのでこれからも考えていきたいと思う。

山口副総裁

須田委員の、先行きの景気についての見方が——誇張して言えばということかもしれないが——結構弱気であると感じた。今年度、来年度のGDP成長率の見通しに関し、須田委員は——踊り場や二番底という表現を使うかどうかはともかくとして——、成長率が相当スローダウンしていく、そういう蓋然性が高いと考えているということか。

須田委員

いや、基本は、メインシナリオと同じであるが、風速が少し弱い、消費が弱いとみている。それと、一時的に——10～12月に——政策効果の剥落で反動が出てきた時に、少しマイナスに突っ込むかもしれないという部分はあるが、基本は凸凹の話であって、均してみれば回復していくという見方をしている。

西村副総裁

非常に難しいのは、我々のサイクルとトレンドの話もそうであるが、世界経済においても同じ問題が生じている。世界経済のトレンドで——先程、山口副総裁から話があったが——、この4%がサステイナブルなのかどうかについての我々の判断が、長期のものに関しては極めて重要になる訳である。皆さんの議論をまだ全部は聞いていないが、私の感じとしては、このままではサステイナブルではないと考えている方が多いような印象を持っている。こういうような時に、差し当たっては新興国の強さでもっていくだろうと、それ以降に関してはかなりのリスクがあるという時に、どういう形で我々が自分達の態度を決めていくのか、またそれをどういう形でコミュニケーションしていくのか。これは将来的な問題であるが、これを見ていくのは、非常に重要なテーマではないかと思っている。

須田委員

先程言いそびれたが、私自身が、最も強気から最も弱気に移ったきっか

けは、やはりこのギリシャ問題が起こったことと、それから新しい政権のもとで閉塞感があり、成長期待がもう少し高まると想定していたが、なかなか進まず、そこが期待どおりに起こっていないというところから下振れさせていったというのが出発点である。

西村副総裁

私になぜICTという異質の話をしたかということ、このICTの話で結構重要な点は、新興国で需要が高まっているということである。それは、同時に数量景気であり、価格景気にならないということの意味している。そういう意味では、世界全体の企業の予想収益率は、やはり従来から比べるとかなり下がっていくだろうと思う。そういう時に、長期的なことを考えると、世界の金融政策の動きがどうなっていくのかということと、我々の金融政策との関係をやはり考えていかなければならないということを思い、少し異質な問題提起であったが、話させて頂いた。

白川議長

私自身は、非常に面白く感じた。他にご質問はないか。それでは取り敢えずこのセッションは終了する。それでは11時に再開したいと思う。

(10時51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

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、その後自由討議とする。発言の順番は先程と同様である。それでは亀崎委員お願いします。

亀崎委員

前半パートで述べたように、景気が緩やかに回復しつつあり、金融環境

の緩和方向の動きが続いている中でも、デフレからの脱却にはなお相応の時間を要すると考えている。従って、金融市場調節の方針としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、現行の十分に低い0.1%に維持して金融緩和効果の一段の浸透に努め、デフレ脱却を推し進めていく姿勢を続けるべきだと考える。

次に、先月導入を決定した日本経済の成長基盤の強化に資する新たな施策だが、既に多くの金融機関が利用に名乗りを挙げ、活用に向けて取り組んでいることは大変結構なことだと思う。是非、実効あるものに繋がっていくことを期待している。先週の支店長会議でも、本施策が金融機関に対し、成長基盤強化を支援することの重要性を改めて認識させた効果があったとの指摘が幾つか聞かれたが、そうした意味での効果は既に出ているものと思う。ただ一方で、一部の支店から指摘があったように、これが単に小さなパイを奪い合う貸出競争に繋がらないよう、しっかりウォッチしていく必要もあると思う。なお、前回もこの席で述べたが、実際に本施策が始まった後、可能であれば、対象案件の内容や貸出条件、案件の進捗状況などについての概略を、適宜報告して頂きたいと思う。そのうち可能なものは対外公表し、本施策のアカウントビリティを高めていくべきだと思う。

金融政策運営に当たっては、引き続き以下の点に留意していく必要があると思う。まず、国際的な金融面の動きである。欧州のソブリン問題については、先日、欧州委員会がギリシャの財政再建が概ね順調との中間報告を発表したが、まだ始まったばかりで予断を許さない。また、来週には欧州銀行のストレステストの結果発表が控えていることもあり、市場の不安心理は続いている。それより気になるのは、ここへきて米国の景気指標の中に、市場予想比悪いものが増えており、米国の景気見通しが下振れし始めていることである。また、中国景気についての慎重な見方も増えている。私自身は、これまで楽観過ぎた市場見通しが現実へと引き戻されているだけとみているが、このところの株価や為替の変動をみると、実体経済を過剰に振り回さないかと心配になる。このように、再び不安定化している市

場の動きには十分な警戒が必要だと思う。

次に、各国の金融・財政政策の動向である。先月のG20における首脳宣言では、景気に配慮した財政健全化計画に言及したが、まさに景気回復を阻害しない形での財政健全化が求められる。また、各国の金融政策の動向にも注意すべきである。新興国・資源国では、隣国のインド、タイ、マレーシアのほか、ブラジル、ノルウェー、ニュージーランド、豪州等々、またその隣国の韓国、台湾を含めて着々と利上げが進む一方、先進各国の利上げ見通しはここへきてさらに遠のいている。政策が後手に回っていないか、為替市場に与える影響はどうか、国際資本フローに変化が生じないかなどの点について、注意していく必要がある。

このほか、世界経済の構造変化にも注意が必要である。先進国経済の弱さと、新興国経済の強さは、ますますコントラストを鮮明にしており、世界経済の成長は目下のところは、完全に新興国に頼らざるを得ない状況となっている。ほんの少し前までは、世界経済の牽引役としての米国の地位は揺るぎないものと思っていたが、中国の内需が順調に自律的な回転を始めているのをみると、今後を見通すと、中国も世界経済の牽引役となる日がそう遠くはないのではないか、と思うようになってきた。こうした中、日本は中国に近く、他の先進国から羨まれる地の利がある。長期低迷に喘ぐ日本経済は、是非これを活かしていくべきだと思う。以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最初に、国内の金融環境について述べたいと思う。まず、短期金融市場であるが、米国と欧州の市場における緊張感の高まりにもかかわらず、総じて落ち着いた状況が続いていると認識している。ターム物金利は、短国レートは0.1%台前半で安定的に推移し、ユーロ円レートも低位で推移している。長期金利については、海外の金利の低下等を背景に7月の初めに

かけて大きく低下した。我が国でも、最近、財政再建に関する議論は盛んになりつつあるが、これまでのところ、リスク・プレミアムの大きな変動は観察されていないようにみられる。企業の資金調達コストは低下傾向が続いている。企業収益が回復する中で、低金利の持つ金融緩和効果は強まっていると認識している。クレジット市場をみると、CP・社債市場では、総じてみれば良好な発行環境が続いている。BBB格の社債については、5月後半以降、起債を見合わせる動きが続いているが、社債の流通スプレッドをみると貸出スプレッドと遜色のないレベルまで低下してきている。このため、低格付け社債の発行環境も、大勢判断としては、既に良好と評価し得る条件を満たしつつあるように思う。今後、こうした条件が維持されれば、これまで様子見をしていた企業の社債発行ニーズが多少とも表面化してくるのではないかと考えている。企業金融については、6月短観の結果を確認すると、企業からみた金融機関の貸出態度は大企業、中小企業とも改善の動きが続いている。全規模ベースでみたDIはリーマン・ショック以降初めてマイナス圏を脱出し、ゼロまで回復している。企業の資金繰りをみると、中小企業についても過去の平均と概ね遜色ない水準まで回復してきている。総じて改善の動きが続いているということだと思ふ。我々は、従来、企業金融を念頭に置きながら、金融環境に厳しさが残っていることを確認してきた。しかしながら、企業収益との対比でみた低金利の緩和効果や、今回の短観結果を踏まえると、総括判断としては、そろそろ「緩和方向の動きが続いている」とシンプルに表現しても良い状況になっているのではないかと考えている。

次に、金融政策についてだが、経済・物価情勢を踏まえると、金利や流動性供給の面から引き続き極めて緩和的な金融環境を維持し、国内民間需要の回復を強く後押ししていくことが必要だと思ふ。従って、現在の誘導目標水準を維持することが適当であると思っている。なお、景気を巡るリスクは、上下バランスしているとはいえ、下振れリスクが高まる中で、それが顕現化した場合の政策対応余力に限界があるだけに、政策対応のあり方についても十分に意識しておく必要があると考えている。

最後に、前回会合で決定した、成長基盤強化を支援するための資金供給について、一言だけ述べておきたいと思う。6月25日に執行部は第一回目の資金供給に向けた対象先を選定した。その数は66先に上った。内訳をみると、メガバンクだけでなく地銀33行、第二地銀8行、信金6先も対象先となっている。私は前回の会合で、新しいスキームに関する基本的な考え方として、大手行だけではなく、地域金融機関の取組みも支援していくことが重要だと述べた。今回、業態面でも地域面でも幅広い先から応募があったことについては、私自身ひとまず安心しているところである。勿論、今回の措置は民間金融機関の取組みを促すうえでの呼び水である。従って、重要なことは、この措置をきっかけに成長基盤強化に向けた動きが実際に広がっていくことである。この点、大手行等では既に成長分野向けのファンドの新設といった動きが始まっている。今後の具体的な動きに注目したいところである。併せて、我々としては、この分野において、さらなる貢献を行える余地がないのかどうか、引き続き模索していくことが大事だと思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

我が国の金融環境に関して申し上げる。6月短観において、企業サイドからみた金融機関の貸出態度をみると、改善の動きが続いていることが確認されており、総じて緩和方向の動きが継続していると判断できるかと思う。また、国際金融市場の混乱にもかかわらず、我が国金融機関の外貨資金繰りは非常に落ち着いている。また、インフレ予想に関しては、この間の6月の「生活意識に関するアンケート調査」の回答をみると、景気回復と歩調を合わせる形で先行きのインフレ予想は高まっているように窺われる。こうした諸点を踏まえ、先に述べた経済・物価の情勢の現状認識、並びに展望レポートの中間評価を総合して考えると、金融政策判断としては、

次回決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持して、引き続き緩和効果の浸透を図っていくことが適当であると考えている。

続いて、成長基盤強化支援オペについて一言申し上げる。現在一回目の資金供給に向けて準備が進められているところかと思う。既にメガバンクや一部地域金融機関では、本オペを活用することを前提としたファンドの立ち上げなども行われていると聞いている。本オペレーションであるが、中長期的な成長基盤を強化していくための呼び水としての効果が期待されているということは、そのとおりであるので、我々の提供する資金が制度の趣旨に沿って効率的に活用されるよう、くれぐれも執行部においてはしっかり運用して頂くとともに、できればしかるべきタイミングでの中間報告なり状況報告というものを今後お願いできればと考えている。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

我が国の金融資本市場をみると、短期金利や企業金融周りは落ち着いているが、長期金利や株価は欧米を睨んだ展開となっており、株価はこの間の円高もあって軟調、長期金利は低下傾向を辿っている。短観からも金融環境の緩和方向の動きがみて取れる。なお、手許流動性の対売上比率は、とりわけ中小企業において高く、最高記録を更新中であり、マクロで見れば、中小企業においても資金繰りが投資の制約になっているようには窺われない。長期金利の低下については、昨日の説明にもあったとおり、金融機関のリスク管理の改善、市場部門への収益プレッシャーが強くないことなどから、2003年のV a Rショックのようなことは生じないとは思いますが、いざとなったら中央銀行が対応してくれるのではという甘い考えと、相対

的に収益をもたらしてきたのは国債投資であるという実績などから、国債投資が行き過ぎないように、金融機関にはリスク管理の重要性をしっかりと説明していく必要があると思っている。

以上、金融経済・物価情勢の分析から、金融政策運営に当たっては、極めて緩和的な金融環境を維持し、物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰を粘り強くサポートしていくことが、極めて重要だと判断している。そのもとで、次回決定会合までの政策運営方針については、現状維持が適当だと考える。執行部におかれては、内外市場動向に幅広くアンテナを張り巡らし、市場機能へも配慮しつつ潤沢な資金供給を行い、誘導目標金利を維持するよう引き続き肌理細かな調節を行って頂きたいと思う。

最後に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、簡単に意見を述べておきたいと思う。ボストン連銀総裁は、先日、「日本は15年余りに亘って物価下落を抱え様々な金融・財政政策を講じ続けてきたが、未だにデフレ問題に直面している」、「このことはデフレ環境からの脱却が政策担当者にとって一筋縄ではいかないことを際立たせている」と述べていたが、日本のデフレの経験をしっかりと学んでいることが示唆される。現在、米国で超過準備の大幅増加を当面のインフレ要因と捉えていないのは、日本の経験を学んだから、ということだと思う。実際、先程も述べたが、米国ではディスインフレということだけではなく、ここにきてデフレ懸念が多少なりとも高まっている。このことは、中央銀行が信用リスクや金利リスクを取って、色々な資産を購入しても、大幅な需給ギャップがあるもとでは、F e dやE C Bのような物価安定目標ないし定義があったとしても、それだけではデフレ脱却の魔法の杖とはならないことを示唆しているように思う。一度アンカーされた期待はそう簡単には動かない。政府も物価目標達成に責任を持ち、公務員給与や年金などを目標インフレ率に連動させるなど、社会・経済システム全体を変えていくような大掛かりな対応なしには短期的に期待インフレをより高い目標値に貼り付けるのは無理だと思う。当然ながら、その場合には、長期金利も大きく上昇し、当面の財政赤字は国債費の急増で大きく拡大することになる。また、今日の

ようにグローバルに金融緩和が継続されるとコモディティに資金が流れ、ファンダメンタルズに見合う以上の資源価格の上昇も生じ得るが、この場合にはスタグフレーション的な状況になりかねないので、物価が上がりさえすれば良いということでもない。このように考えると、財政問題を抱え、需給ギャップもかなり残存しているもとで、デフレ的な環境に陥ってしまっている今日、緩和的な金融環境を維持しながら、じっくりと時間をかけて景気回復のもとでのデフレ退治をするのが、金融政策のあり方としては望ましいと依然として考えている。もちろん何もしないでじっと待っていれば良いということではなく、物価安定のもとでの持続的な成長パスに乗る蓋然性が十分高くない時に、金融政策の目的達成に資すると想定できる施策があれば、ベネフィットの方がコストよりも高い限り、積極的に採用していくことが望ましいと考えている。私は成長基盤強化支援策をこのような策として位置付けている。なぜならば、デフレ的環境から脱するためには、閉塞感をなくし、期待成長率を高めることが必須であると考えているからである。

現在、金融機関から「取組方針確認依頼書」の提出を受けて、執行部でその中身を精査されているところだと思うが、新聞紙上でも金融機関によるファンド創設といった報道が多くみられているように、今回の措置の理念や狙いに沿った前向きな取組方針が数多く提出されていることを期待している。

さて、前回の会合では、今回の取組みに関して、ポジティブな評価も、ネガティブな評価も、必ずしも真意を十分に理解してもらっていないが、「具体的な姿がみえてくれば、真っ当な評価に繋がっていくかもしれない」と述べた。今回の措置の狙いは、デフレ脱却のためにも、我が国にとって潜在成長率や生産性の引き上げが待ったなしの課題であるという危機感を共有し、全ての主体がそれぞれの立場からそれぞれの役割を果たすべく、前向きなアクションを起こすこと、またその「呼び水」となることである。従って、案件が低利融資に繋がるかどうかで悩むことよりも、それぞれが対話を深め、情報の共有を通じて新たな投資機会を見出すことが大

事であると考えている。しかし、実際に聞こえてくる声は、「既存借入の単なる乗換えに使われる懸念がある」とか、「既存の貸出金利にまで低下圧力がかかりかねない」といったことが多く、実際そのようなことが生じれば、本措置の狙いに反するし、金融機関の収益にも悪影響を及ぼすことにもなる。金融機関や企業とのコミュニケーションの中で、あるいは諸手続きを進めていく過程で、浮かび上がってきた問題点などがあれば、その解消のためにスキームを随時改善するといった柔軟な姿勢も必要だと考えている。また、横並びでこのスキームに参加するというのは積極性に欠けるものの、より多くの参加を促すためにも、情報の公開のあり方についての検討を宜しくお願いしたい。私からは以上である。

白川議長

では、野田委員お願いする。

野田委員

まず、金融環境から述べたいと思う。直接金融からみると、良好な発行環境が続いている。まず、社債であるが、社債の発行額は6月も高い水準に達し、5月に見送られた起債も一部復活している。6月短観でCP発行企業ベースのCP発行環境DIをみても、引き続き「楽である」超が大幅になっている。間接金融についてみると、銀行貸出残高は企業の資金需要が後退している中で、引き続き前年を下回っている。企業からみた金融機関の貸出態度を6月短観で確認すると、大企業、中堅企業、中小企業全てにおいて改善の動きが続いており、大企業に続き、中堅企業も「緩い」超に転じ、全規模合計ではゼロまで改善している。企業の資金繰りも改善し、中小企業においては、ほぼ過去平均レベルまで改善をみている。このように、欧州のソブリン問題によるグローバルな金融資本市場の動揺の我が国への影響は、株式市場を除いては、限定的なものにとどまっていると言える。マクロ的にみて、企業の支出行動が金融面から制約される状況にあるかということ、そういうことは全くないということが観察される。以上から、

月報における金融環境の総括判断を引き上げることに異論はない。ただし、中小企業の中でも、小企業、零細企業の資金繰りについては、収益の回復が遅れたり、緊急保証の利用可能性が実質的に今後低下していく可能性があるということであるので、先行き再び厳しさを増すというリスクについては注意が怠れないと思う。

次に、経済の先行きに対する中心的な見通し、これを巡るリスク要因について述べたいと思う。4月の展望レポートで指摘されているリスクの顔ぶれは足許も変わるものではないが、3か月を経て、個々のリスクの評価はそれぞれ変化してきていると思う。大きな変化をみているものを申し上げますと、まず先進国にまつわるリスクのうち、欧州にまつわるリスクはダウンサイドに、また新興国、資源国経済にまつわるリスクはアップサイドに、それぞれ顕著に変化した。まず、欧州にまつわるリスクについては、第一に、財政緊縮化に伴うフィスカル・ドラッグというものが挙げられる。これについては、一定の下押し要因としてメインシナリオの見通しに織り込んではあるが、その度合いについては、不確実性が極めて高いと言える。もう一つのリスクは、ソブリン・リスクにより金融システムの脆弱性がさらに高まり、金融と実体経済の負の相乗作用が再燃するというリスクである。そのリスクの一部は既に顕現化しているとみているが、今後の相乗作用の行方については、差し当たって欧州銀行のストレステストの結果と、必要に応じる形での各国当局の対応にかかっていると断言ではないと思う。IMFの7月のWEOアップデートの一文を借りると、「ユーロ圏の先行きの見通しは、必要な時に欧州安定化メカニズムを活用できるか、またそれにも増して銀行システムの信認を取り戻すための政策を十分に調整したうえで実施し成功させられるか、にかかっている。これらの手が打たれれば、ユーロ圏の金融市場は次第に安定し、改善に向かうであろう」というものである。

次に、新興国、資源国にまつわるリスクである。これらの国の予想を上回る高い成長の裏には、需要面からはIT関連製品のグローバル需要の飛躍的拡大が挙げられるが、構造面からは自国の拡張的なマクロ政策と資本

流入に後押しされた内需の力強い成長というものがある。前者の側面では、過去に幾度か経験してきたように、グローバルなIT関連商品の需給バランスが短期間で大きく崩れるリスクというものを指摘しなければならないと思う。次に、後者の側面からみると、新興国に対する資本流入は、欧州のソブリン問題を契機とする国際金融資本市場の不安定化により一時急速に細ったが、足許はその勢いを回復させつつあるように見受けられる。高成長が資本を呼び込み、それがさらなる成長を促すという正の循環メカニズムは途切れていない。これまでのところ経済の拡大によるインフレ圧力を、資本流入のもたらす自国通貨高による輸入物価低下圧力が相当程度相殺していると言え、また、これらの国々の多くが既に引締め方向に政策転換を図りつつあるとは言えるが、インフレ圧力が突出し、その後引締め政策の急加速により経済が急収縮するリスクは否定できない。また、それとは全く逆に、足許の国際金融資本市場の不安を克服した暁に新興国に対する市場参加者の期待が行き過ぎ、それが資産市場の過熱と、その後の大きな調整による混乱を招くというリスクシナリオも念頭に置いておく必要がある。

最後に、金融政策運営について述べる。前半で述べた金融経済・物価情勢の先行きの見通しや、ただ今述べたことをはじめとする様々なリスク要因を踏まえると、現在の方針を維持することにより、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することを金融政策面からしっかり支えていくことが重要である。すなわち、ブロードな意味での金融市場調節方針としては、潤沢かつ弾力的な資金供給を行うことにより、短期金融市場においてやや長めの金利を含め、極めて低水準の金利を維持し、このことを通じて極めて緩和的な金融環境を維持していくこと、また次回会合までの金融市場調節方針として、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ことが、それぞれ適当であると考えられる。私からは以上である。

白川議長

では、西村副総裁をお願いします。

西村副総裁

国内金融市場については、月報概要の金融面の評価に違和感はない。金融の緩和度合いは資金を使った企業活動からの予想収益に比べて、資金コストがどの程度の水準にあるかに依存する。企業収益実現値の回復は予想収益の上昇を示すのに対し、ほぼゼロ水準の政策金利、そして長めの金利の低め誘導から資金コストが低下しており、極めて低い水準にある。従って、緩和度合いは他の事情を一定とすれば、従来比強まりつつあると言って良いと思う。しかし、残念ながら他の事情は一定でない。まず、物価下落が依然として続いており、企業の実質資本コストを高めている。そして何よりも今次景気後退の中で、一方で少子高齢化が進み財政問題が深刻化する日本経済の問題が炙り出され、他方で世界経済の構造変化から国際的な価格競争が激化するなど、日本における企業活動からの特に長期の予想収益がなかなか高まらないという現実がある。従って、金融緩和度合いは、企業収益と政策金利水準の対比だけからの印象に比べてかなり小さなものになっている。月報概要金融面の実体経済云々のところであるが、これは以上の点を短く表現しているというように解釈している。国内短期金融市場においては、金融機関の貸出態度、企業の資金繰りを示す短観や日本公庫、商工中金の様々な指標が、前回循環の回復期である 2003 年の半ば以降にほぼ匹敵する水準に回復していることを考えると、総じてみれば「厳しさを残しつつ」というフレーズをここで落とすのは、金融情勢の変化を淡々と記するという意味で相応しいと思っている。

ただし、日本公庫の小企業資金繰り D I は、直近は確かに 2003 年末頃までのレベルにきているが、元々大きく振れる指標であり、現在は 2003 年の振れのボトム辺りまで回復しているというのが実情であり、これから、小企業について資金繰りが 2003 年末程度まで回復したというのは若干言い過ぎのようにもみえる。しかし小企業の問題は資金繰りというよりも、

人口動態の変化や世界経済の変容に伴う根本的なビジネス・モデルの問題であるということを考えるならば、過度に資金繰りDIに注目するのは問題の本質を見失う可能性があることも事実である。

こうした状況を踏まえると、日本経済は、足許、経済活動は想定比やや強めであるものの、先行きのリスクは大きいという点では前回と大きな変化はない。つまり足許の強めの動きは、依然として景気のサイクルに沿った動きに過ぎない部分が多いと思う。人口の減少、高齢化の進展に十分対応できず、アジアへのものづくり能力の移転が進む状況で、短期的な景況感の回復にもかかわらず、企業、家計の中長期的な成長期待に依然下振れのリスクがつきまとっている。成長基盤強化のための資金供給スキームも始まったばかりであり、新しい動きの効果は今後慎重に評価していく必要があると考えている。

従って、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するための中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくためには、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.1%前後で推移するように促す現在の金融政策を維持することが望ましいと思っている。同様に、こうした方針のもとで、長めの金利低下を促す措置も現状を維持するのが望ましいと考えている。以上である。

白川議長

では、中村委員お願いします。

中村委員

リスク要因について若干述べたいと思う。前回会合以降、国際金融市場では、欧州ソブリン問題から世界経済の成長鈍化に焦点が移ったように窺われる。特に、リーマン・ショック以降、民間部門のバランスシート調整の影響を吸収する形で負債を拡大させてきた先進国の政府部門は、財政再建に対する注目が高まったことから、追加的な景気刺激策を取りにくくなっただけでなく、むしろ緊縮財政による国内需要抑制の可能性が意識さ

れている。また、一部の新興国、資源国では経済の過熱感が徐々に高まり始めており、持続的な経済成長を維持するために、これまでの拡張的な経済・金融政策を修正する動きも出てきている。さらに、欧州ソブリン問題を契機にした金融面での緊張感の高まりは、金融規制の動きとも相俟って、資金調達コストの高まりや流動性の不足に繋がり、金融機関の金融仲介機能を収縮させる可能性もある。これまでのところ、ドイツやフランスにおける銀行貸出の新規約定平均金利に大きな変化は窺われないが、先行き金融が実体経済を下押しし、経済の自律的な回復に力強さを欠く中では、世界経済回復の大きな足枷となる懸念もあり、その推移を見守る必要がある。

欧州銀行監督者委員会は、23日に域内91行のストレステストの結果を公表する予定である。一部にはストレステストの結果さえ公表すれば市場の安定化に繋がるとの楽観的な見方もある。ただし、昨年、米国で行われたストレステストが、前提条件等に様々な批判がありながらも、金融システムへの不信感軽減に繋がったのは、テスト結果の公表と同時に、資本不足に陥る金融機関に対し、必要に応じて公的資金を注入する姿勢を明らかにしたことが背景にある。このため、欧州各国が域内の金融システム安定のために個別の利害関係を乗り越えた具体的な対応策を迅速に打ち出していけるかが重要なポイントになると思う。また、足許では一部の国債が必ずしも安全資産と認識されていないことが金融機関の経営不安に繋がっているだけに、ギリシャやポルトガル、スペイン国債等を多く保有している欧州金融機関が、今後、資産健全性をどのように改善していくのかについても注目していきたいと思う。

続いて、企業金融について述べたいと思う。国内の企業金融を取り巻く環境をみると、短観の手許流動性比率が増加傾向を辿っているほか、例年であれば外部調達にも依存していた決算・賞与資金を手許資金で賄う先が多いなど、企業業績の改善に伴い資金繰りは零細企業を除けば改善の動きが続いている。企業の資金需要が弱い中で、多くの金融機関は運用難に陥っており、優良貸出先に対しては貸出条件を一段と緩和させているようである。この間、足許の金融市場の混乱を受けて投資家のBBB格などの

低格付け社債に対する要求利回り水準が幾分高まったことから、発行体が受け入れ可能な金利水準と目線が合わず、起債を延期する動きもみられたようである。ただし、社債市場が落ち着きを取り戻しつつある中で、発行金利が銀行借入金利と遜色ない水準まで低下したことを受けて、直間比率の改善等を意図して発行ニーズを高めている企業と、運用ニーズの高い投資家との見方が収斂し始めており、起債を再開する動きもみられるようである。我が国の短期金融市場は、極めて落ち着いた状況が続いている。固定金利型共通担保オペについては、当初想定された 20 兆円まで残高が積み上がった後も、残高は張り付いたままである。機動的な金融調節を行う観点からは、同オペの残高積み上がり、市場参加者の資金偏在を起こしやすくする局面もあり、金融市場局の負担をやや重くしているようであるが、一定の緩和効果を引き続き市場に与えていると思われる。

次回会合までの金融市場調節方針は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することを積極的に支えるために、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であり、現状維持とすることが適当だと思う。

最後になるが、成長基盤強化支援策について述べたいと思う。前回会合で成長基盤強化を支援するための資金供給の導入を決定し、8月末の第一回目の資金供給に向けて各金融機関は当措置を有効に活用しようとする様々な取組みが始まっており、幾つかの金融機関では当措置を活用したファンドを組成して、成長分野に対する融資に取り組もうとしているようである。このように、資金需要が限られている中であっても、自主的に成長分野への融資を開拓しようとしていることは、当措置の導入の趣旨に沿う動きと評価できることであり、今後とも金融機関にはこれまでの融資や投資行動の延長線上ではなく、新たな視点で案件を掘り起こし、金融の仲介機能を強化し、成長基盤強化に資する資金需要を喚起するための手段の一部として同制度を活用して頂きたいと思う。執行部には、引き続きこのような当措置の基本的な考え方が金融機関だけでなく国民にもしっかりと理解してもらえるように丁寧に説明していくと同時に、資金供給が円滑に行えるよ

う、金融機関等と意見交換を密にし、資金供給が円滑に実行されるように取り組んで頂きたいと思う。私からは以上である。

白川議長

では、森本委員お願いします。

森本委員

海外の金融資本市場の動向については割愛させて頂いて、国内の金融環境に入りたいと思うが、緩和方向の動きが続いているという見方に対して違和感はない。低金利による金融緩和効果が強まっており、6月短観の資金繰り判断D I も、規模を問わず改善した。

短期金融市場をみると、本行による潤沢な資金供給のもとに、資金調達に対する安心感が定着しており、金利もターム物を含めて低水準で安定的に推移している。こうした中、海外の短期金融市場における緊張感の高まりの影響もほとんどみられていない。本行が適切な金利政策を取り、日々の確な金融調節を行う中で、所期の成果があげられているということが言えるのではないかと考えている。またC P・社債の発行環境も良好な状態が続いている。両者を合わせた発行残高は、6月には前年を僅かに下回ったが、これは企業側における資金需要の弱さによるものだと思う。こうした中、金利面をみるとC P発行金利は低水準で横這いとなっており、社債の信用スプレッドも底堅い需要を背景に安定的に推移している。また、6月短観におけるC P発行環境D I も、3月時点に比べて幾分後退したが引き続き十分に高い水準にあることに変わりないと思う。

次に、貸出であるが、貸出金利は長短市場金利の動きを受けて低下傾向が続いている。残高をみると、6月で7か月連続の前年割れとなっているが、これは、設備資金需要、運転資金需要ともに限られていることなどによるものであると理解している。実際に、6月短観における金融機関の貸出態度判断D I は、大、中堅、中小企業ともに3月時点から改善しているので、企業の資金調達手段として、現時点で貸出に関して大きな問題は見

当たらないと思う。

なお、成長基盤強化に向けた資金供給制度については、皆様からもあったとおり、各金融機関においてファンド組成等々、色々活用の方向の動きが出ており、「呼び水」効果が期待できるのではないかということで、その成果をみていきたいと思っている。

このようなもとで、次回会合までの金融市場調節方針であるが、前半で検討した経済・物価情勢も合わせて考えると、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促すという現在の方針を維持することが適当であると思う。また、先行きの政策運営であるが、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があり、金融政策運営に当たっては、今後とも極めて緩和的な金融環境を維持していくことが重要であると思っている。なお、その前提として私自身は、いたずらに先行きリスクを悲観的にみるというのではなく、例えば欧州経済の不安定化が我が国の金融資本市場、実体経済、あるいは企業マインドにどのようなメカニズムでどの程度影響してくるかといった点をはじめ、下振れリスクに対する高い感度を維持し、これまで同様に先見的に点検していくことが一段と重要になってきているように感じている。以上である。

白川議長

まず、金融政策の調節方針であるが、皆さん、無担保コールレートの誘導目標については現状維持ということで、私自身も現状維持である。金融政策運営の基本的な方針であるが、これは明示的に今回言われなかった方も含めて、従来の方針を皆さん維持していると理解した。日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると我々は認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。従って、金融政策の運営に当たっては、極めて緩和的な金融環境を維持していくということであったと思う。

以上、金融政策運営方針であるが、成長基盤強化に関する措置について、ほとんどの方から言及があった。前回決定会合以降、具体的に幅広い金融機関から応募があったということであるし、個々の金融機関からファンドを創設するという発表も相次いでいる。我々としては、日本銀行がこの施策に込めた思いというか、趣旨に沿った形で取組みが広がっていくことを期待しているが、そのためにも日本銀行として、金融機関にも一般の企業に対しても、しっかりこの制度の趣旨を説明していく努力をこれまでも増してしていきたいと思った。また、具体的な論点が幾つかあった。この施策は、8月末に第一回を実行予定だが、当然のことながら、この資金供給について、その内容を適宜の形でこの場に報告して欲しいという声があった。加えて、前回もあったように、アカウントビリティーを適切な形で果たしていくために、どういふことをすれば良いのかも検討していると思うが、対応を宜しく願います。

金融環境であるが、今回短観が出て、貸出態度判断D Iあるいは資金繰り判断D Iという形で包括的な点検を行った。勿論、我々自身は、銀行からも、中小企業も含めて企業からも、毎月毎月色々な形で情報を取っているが、改めて、今回短観という形で点検をしたということである。企業の資金繰り判断D Iをみると、カテゴリーによって若干異なるが、2003年後半の水準に匹敵する、あるいは2000年代の平均に匹敵するレベルまで戻ってきたということである。総じてみると、緩和方向の動きが続いているということだったと思う。勿論、カテゴリーによって違うことは皆さんが認識していることであるが、大、中堅・中小、あるいは零細とみた時に、下に行けば行くほど資金繰りの改善度合いが低いことは、アンケートにも裏付けられている。ただこれは、資金繰りそれ自体と言うよりは、より実態的な業況の問題、さらにその業況の背後には、様々な構造的な問題を抱えた厳しさが、そこに投影されているということである。ただ、いずれにしても、この小企業における資金繰りの厳しさについての認識は我々として大事だと思うので、これからも注意してみたい。

以上が、私なりの総括であるが、若干幾つかの点について自分自身感じ

ていることを申し上げたい。一番目は、前半の議論とも関連するが、欧州のリスクをどのように認識するかである。これはどういう言葉で括ったら良いのか、ある時はソブリン・リスクとか、財政リスクとか、そういう言葉で表現する訳であるが、必ずしも財政リスクという言葉だけでは捉え切れない。取り敢えず、一部欧州諸国における財政・金融問題を巡る状況という形で括ってみると、色々な分類が可能であるが、私自身は四つ位に分けられるという感じを持っている。一つ目は、一部欧州諸国における財政固有の問題である。年金が非常に過大であるとか、あるいは社会保障が非常にジェネラスであることを含めて財政固有の問題である。これについては、アクションとしては緊縮財政の方向を取らざるを得ないが、これが、長期的には別かもしれないが、短期的には景気に下押し圧力をかけていくことになる。二つ目は、ユーロに参加したことによって生じたと言うと多少語弊があるが、ユーフォリアとかあるいはバブルが生じ、それに伴って賃金、物価が上がり競争力が低下したという問題がある。これについては、長い時間をかけて競争力を回復していく、これは言い換えると、インターナショナル・デバリュエーションが起きていくということだろうが、そういうプロセスが今後続いていくということが、二つ目である。三つ目は、今の二つ目がバブル期の問題とすれば、バブルが崩壊——これは、例えばスペインの建設業などが典型であろうが——したことに伴って、景気が下押しされていくという話、これが三つ目である。四つ目が、以上の三つを反映したうえで、財政の維持可能性についての信認が低下し——これは、いわゆるソブリン・リスクであるが——、そのことと景気の悪化を背景として、金融機関の資産内容が悪化する——カウンターパーティ・リスクが増大することの影響である。勿論、実際には、この四つはいずれも関連しているが、国によって多少これらの要素の出方が違っているという感じがする。いずれにせよ、一部欧州諸国における財政・金融問題を巡るリスクが、我々の意識すべき下振れリスクとしてあると感じている。

二番目は、長期金利の低下傾向に伴うリスクである。昨日も若干の質疑があったし、先程の意見陳述でも言及があったが、長期金利の低下傾向が

リスクを貯め込むことがないかということである。日本だけをみた場合、1998年の運用部ショック、2003年のVaRショックと違って、金融機関の状況が当時より遥かに良くなっているし、そのことの系として、市場部門にかかる収益プレッシャーが当時ほど大きくないことも事実であると思う。ただ、当時と今回で、また別の面で明らかに違う点もあるなど思うのは、世界的に長期金利が低下してきて、世界経済の行方如何ではあるが、もしこれがこの先また低下していくことになると、今度は海外の長期金利の影響を日本も受ける可能性がある訳である。現状、日本の場合はロング・ポジションが大きく積み上がっている訳ではないが、しかしグローバルでみた場合、どういう形で金利ポジションを積み上げていくかは、やはり注意すべき要素であると思う。もう一つ、自分自身が当時と環境が違うと思うのは、各国間の長期金利の凸凹を均す裁定的な資本移動の動きが、少なくともこのクレジット投資が非常に盛んであった頃と現在を比べてみると、今の方が裁定的な資本フローは流れにくくなっているという感じがする。今後予想される色々な金融の規制改革の実施を考えた場合、少なくとも従来より裁定的な資本フローが流れにくくなるスキームになるように思う。このことが、短期的には従来とは違った影響を及ぼす可能性も意識する必要があると思う。これは今すぐの問題ではないが、その意味でかつての日本でのショックと同じようなことが世界的なレベルで起こらなければ良いと思うが、リスクとしては一応意識した方が良いと思っている。また、日本の金融市場であるが、あらためて欧州の色々な問題が起きた後の日本の金融市場はどうであったのかということ、国際的な文脈の中で考えてみたいと思う。まずは、株価の下落である。世界中で株価が下落した訳であるが、日本の場合は円高の影響もあり、この局面での下落幅は相対的に大きかった。為替相場については、これは円高方向に向かった。最終的に根拠があるかどうかは取り敢えず別にして、日本の円が、危機に対して相対的には強い、頑健な通貨である、安全な資産であるという認識がグローバルな投資家の中ではあり、その結果消去法として、円が選ばれているということだと思う。

三番目は、短期金融市場であるが、短期金融市場は極めて安定している。極めて安定している訳であるが、欧米と比べてみた場合、その安定の仕方が一段と際立っている感じがする。

四番目は、長期金利であるが、日本では安定している。財政バランスだけを客観的にみると、悪い訳であるが、長期金利は安定している。

最後は、クレジット市場である。信用スプレッドの拡大幅は、今回も日本が一番小さいし、社債の発行額も、この6月はある程度落ちるかと思っただが、結果的に縮めてみると、非常に大きな金額になった。欧米では、5月に急速に落ちて6月に回復したと言っても、日本ほどには回復していないことを踏まえると、日本のクレジット市場が最も安定しているという感じがする。欧州のショックが日本の金融市場に与えた影響を国際的な文脈の中でみた場合、今言ったようなことになるという感じがしている。日本の金融システムというか、金融機関の相対的な安定性、頑健性が、取り敢えず日本の景気にとって、金融面からのマイナスの要因とはならず——一方で円高はそうであるし、あるいは株価の下落もそうであるが——、また一番恐れている金融市場それ自体ががたがたすることもなく、その面では日本が一番良いパフォーマンスを示しているということである。いずれにせよ、金融市場はグローバル化しているから、そのグローバルなショックに対して、日本がどういう反応を示すかは、そのようにマーケットをトータルにみて評価していくことが大事だと思っている。以上である。

成長基盤強化について、前回の会合で、どのように受け止められているか議論し、必ずしも趣旨が正確に伝わっていないということで、情報発信に努力しようという話をした。今日もその話をしているが、この一か月間でみた場合、実際に色々な金融機関に対して具体的な応募を求めたこともあるが、その前の一か月間に比べると、多少浸透したのではないか。自分達が当事者であると、バイアスがあることは十分認識しているが、この一か月間をみるとまだまだ不十分ではあるが相対的に認識度が多少改善したかなという感じはある。また、自分自身が色々な会合に出て説明する時に、一般企業と金融機関の会合に分けてみると、当然と言えば当然である

が、概して言うと企業サイドの方がポジティブに受け止めてくれているという感じはした。

野田委員

先程は、私だけあまり言及しなかったが、その後も新聞報道をみると、特に個別の金融機関がそれぞれ発表したり、リークしたりする度に、なぜか低利融資というのが必ず概念ないしリードに入ってくる。これは何なのか。まだ、やはり骨格のところは、恐らく金融機関もそこに注目せざるを得ないのは、先程来、皆さんが議論されている金融環境のなせる技だと思う。それでも、もう少し趣旨を正確に伝えていかなければいけない。我々としては伝えてきているつもりであるが、まだ十分にはそのところは伝わっていない。

白川議長

おっしゃるとおりである。

須田委員

それは私も凄く感じている。その思いとか危機感の共有とかの方が大事だと思うが、企業金融のメモをみても、企業の方はより低い金利で借りられるかどうかというところに関心がある。また先程も言ったように、金融機関からすれば、これを別扱いできれば良いが、既存の貸出に波及してしまうと、それは困る、それは副作用であるという議論が、支店長会議の時もずいぶん聞かれた。そういうように、実際に低い金利でどう資金を流すかに注力するのではなくて、皆でどうやって成長していくかを対話を通じて——情報の非対称性で、今リスクを感じている部分は、対話をしていけばリスク自身が減っていくので——共有して欲しい。私自身も名古屋の大学に行って話した時に、それまでマスコミを通じてみているから「お前ら何をやるんだ」とかなり引いた目でみられていたが、思いを一生懸命話したら通じた。やはり皆さんも直接大切さを話していく、書いてあることで

はなかなか通じないので、是非皆さんも——私もやるが——やって頂いて、この動きをもっと活発化できたら良いと本当に思う。

亀崎委員

そういった意味でも、このアカウントビリティをどう高めるかが当局として非常に大事ではないかと思う。今は始まったばかりだから無理だが、これからどういう形で発表していくか。今はマスコミ経由でしか分からないので、ああいう一方的な勘繰り——例えば借り換えだけではないかとか、先程の金利低下だとか——が出てくる。本施策は、成長基盤を強化することの重要性への認識に広がりが出てくるのが狙いなので、そういう意味では、コミュニケーションが非常に重要になっている。

野田委員

私の経験から言って、個別の金融機関の中で成長という言葉から物事を発想していく、個別金融機関の中である程度議論され、末端まで浸透していく、というのは、これは大きなチャレンジになっていると思う。やはりどうしても個別金融機関は、マクロの面からみない。そういう面からすると、マクロからずっと落としていって、今成長にとって何が足りないのかということ、それぞれの金融機関あるいは現場の支店にとって、あるいは支店の担当者にとって、この貸出金はどういう意味を持つのかということ、改めて見直すというか、立ち止まるということは、物凄くプラスだと思う。私の経験からすると、そういうことはほとんどなかった訳なので。制度融資的なところに、金融機関の担当者は直ぐにそちらに行ってしまう。必ずしも制度金融ではないけれど、我々が成長に対して何ができるのかを考えるとという意味では、非常に良いものを投げかけたと思う。ただ、投げかけただけで、これからどのように繋がっていくかは今後の金融機関との対話でこなしていくしか仕方がないのかなと思う。

中村委員

この間の支店長会議でも、「銀行経営者より成長基盤強化の新規融資の可能性につき、『そう言われても自分の銀行にはそういうものはない』と言われると思って行内で問いかけたら、結構色々出てきた」という話があった。そういうことは非常に良いことだと思う。数の問題はあるが、思ったより沢山の銀行が手を上げてきて、信金などもあるし、広がりがあるという感じがする。

白川議長

成長基盤強化以外の論点も含めて何かあるか。

宮尾委員

先程、白川議長がおっしゃられた長期金利の低下に関するリスクについて、特に世界の中央銀行の金融政策の関連で非常に重要だと思う点について少し感想めいたことを申し上げたい。今後、仮に何らかの形で今以上の政策対応を考えなければいけない——もう一段の緩和というような形で考えなければいけない——時に、それは当然長期金利の低下という方向にそれ自体は動く。一方で、そういう金融緩和をさらに進めることによって、特に日本あるいは世界各国の財政状況が非常に悪い中で、マネタイゼーション——財政と金融が非常に一体化したようなマネタイゼーション——を想起させるような、そういう観点からリスク・プレミアムがまた高まって、逆に長期金利が上がるという逆の方向にも解釈され得るリスクがある。つまり、金融政策当局のそういう追加的なアクションが、長期金利の低下によるリスクをより蓄積させると同時に、より反発力も高めるといような、そういった懸念が考えられるということを感じた次第である。

亀崎委員

その懸念で言うと、昨日の説明では、過去のVaRショックの時のレッスンで学んで、色々なリスクの管理・コントロール能力が相当高まってき

ているという話と、もう一つ、このまま金利が下方向に突っ込んで行かないだろうという話があった。しかし、何というか、日本人は非常に横並びの同じ行動をする国民である。だから、そういう状況の時、じっとみていて「あらら行っちゃった」と言うこともあるかもしれない。私としては、レッスンを学んだからもう良いだろうと言って、じっとみていれば良いのか、いや、やはりどこかで警鐘を鳴らす——その方法は色々とあると思うが——方が良いのか、その辺をどういうふうに考えたら良いのかを、昨日の説明を聞きながら感じた。

白川議長

少なくとも、FRBは今年の年初、金融機関が抱える金利リスクについて、金融政策ではなく金融監督の世界での話として、ずいぶん警鐘を鳴らすというキャンペーンをやった。勿論、日本銀行自身も考査の中で、金利リスクも含めてリスク管理の重要性ということをいつも言っている。そういう意味で、リスクについてどういうポジションを取るのが良いのか、これは勿論各金融機関の判断であるが、しかしリスク管理の体制については、これは米国も日本もそういう意味では同じように言っている訳である。自分自身先程申し上げたが、色々な形での日本国内の問題について、私はむしろ日本はある程度の学習効果があることは多分事実だと思う。ただそうは言っても、グローバルに長期金利はある程度同じように変動していく訳であるし、そうすると、どこかで金利リスクが溜まって行って、もし収益的なプレッシャーがかかって、マーケット部門で何らかの形でリスクを取っていくことが広がっていけば、日本も決してその影響から全く遮断される訳ではないということを申し上げた訳である。

亀崎委員

昨日も話があったとおりにヒストリカル・ボラティリティが上昇して、リスクが高まってきた時に、じっとみているのか、その辺がどういう対応になるのか。具体的に——進行していった時に——、ショックをどうやって

防ぐのか。

白川議長

これは色々な考え方があり得るが、金利リスクに限らず、金融機関というか経済全体が様々なリスクを蓄積していく時に、金融政策をどう考えるかは、非常にディープな論点として、この十数年間、各国の中央銀行がずっと議論し悩んでいる点である。これは金利リスクだけの話では多分ないと思うが。

西村副総裁

先程、白川議長から裁定の資本フローが流れにくくなっているという話があった。これは色々なところで——株式市場などは特にそうだが——、いわゆるハイ・フリークエンシー・トレーダーみたいなものが出てきて、それが突然市場からいなくなることによって物凄く大きな変動をするという構造的な変化の兆候が幾つか出てきている。このため変化の幅が予想よりもはるかに大きくなる可能性があるので、その辺についても注意してみていかなければいけないと考えている。これはわりと過去の経験でみがちだが——ヒストリカルVaRでもそうだが——、明らかに変化そのものは過去の変動幅を遥かに広げるような形で動いているので、その辺について我々もある程度明確な考えを持っていなければいけないと考えている。

須田委員

私が先程そのようなお話をしたのは、つい最近証券会社の方から「過去の経験をみれば、他のものに投資するより、債券が勝っているということを書いて売っていく」という話を聞いたから。今、西村副総裁がおっしゃったように、これは過去の経験であって、これから先はそうではないにもかかわらず、過去がこうだったということで、それを売り込んでいるということに少し怖さを感じた。それから、先程、白川議長がおっしゃったことでよく分からなかったのが、長期金利がかなり——今特にそうだが——日

米などで相関しているということと、一方で、裁定が働かなくなるということ…。

白川議長

時間の違いである。裁定の方がもっと短い話である。他にご意見はないか。それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に、財務省の池田元久副大臣宜しく願います。

池田財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、景気は、着実に持ち直してきており、自律的回復への基盤が整いつつあるが、失業率が高水準にあるなど依然として厳しい状況にある。先行きについても、国際的な金融情勢の動向、デフレなどのリスクが存在するほか、雇用情勢の悪化懸念が残るなど、民需主導の力強い成長経路に復帰するための基盤は、依然として脆弱である。先般に閣議決定された「新成長戦略」では、デフレの終結をマクロ経済運営上の最重要課題と位置付け、政府・日本銀行が一体となって、強力かつ総合的な政策努力を行うこととしている。「新成長戦略」においては、2020年度までの期間のうち、デフレ終結前の「フェーズⅠ」を「デフレ清算期間」と位置付けている。そして景気を回復させ、2011年度中には消費者物価上昇率をプラスにするとともに、速やかに安定的な物価上昇を実現し、デフレを終結させることを目指すこととしている。また、実質成長率を3%に近付けるべく取組みを行うこととしている。さらに、デフレ終結後においては、物価について、GDPデフレ率でみて1%程度の適度で安定的な上昇を目指すこととしている。政府としては、「新成長戦略」を推進し、需要・雇用の創出効果の高い政策・事業を重視し、需給ギャップの解消を目指していく。また、「新成長戦略」においては、日本銀行に対し、こうしたマクロ経済運営に関する基本的視点を政府と共有し、最大限の努力がなされることを期待するとしている。また、政府は、「新成長戦略」とともに、先般、「財政運営戦略」を閣議決定し、財政健全化への道筋を示し

たところである。こうした取組みについて、G20 トロントサミットの首脳宣言において、G20 として成長戦略とともに最近発表された日本の財政健全化計画を歓迎することが表明されている。政府としては、この「財政運営戦略」と「新成長戦略」を一体のものとして実行し、その実現に向けて全力を尽くしていく。日本銀行においても、デフレ克服が極めて重要な課題であるとの認識を政府と共有し、「きわめて緩和的な金融環境を維持していく考え」を示されている。従って、引き続き政府と緊密に連絡し、十分な意思疎通を図りながら、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、デフレ克服をはじめ、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

次に、内閣府の津村啓介大臣政務官宜しくお願いする。

津村内閣府大臣政務官

政府としては、我が国の景気は着実に持ち直してきており、自律的回復の基盤が整いつつあるが、失業率が高水準にあるなど、依然として厳しい状況にあると認識している。政府は、先月、「新成長戦略」及び「財政運営戦略」を閣議決定した。国内外の需要を顕在化させるとともに雇用を創出し、日本が本来持つ成長力を実現することを目指す「新成長戦略」と、新たな財政健全化目標を定めた「財政運営戦略」を一体的に推進することにより、「強い経済、強い財政、強い社会保障」の実現を目指していく。二つの戦略の参考として、内閣府が先月公表した経済見通しの年央試算では、2010年度の消費者物価指数は高校実質無償化の影響を除くと、0.4%程度の下落と依然デフレ状況が続き、2011年度平均でも0.0%程度であると見込んでいる。政府は、新成長戦略に基づきデフレによって抑えられている需要の回復を喫緊の課題として、需給ギャップの解消を目指す政策努力を行う。デフレの終結をマクロ経済運営上の最重要課題と位置付け、2011年度中に消費者物価上昇率をプラスにするとともに、速やかに安定

的な物価上昇を実現することを目指している。日本銀行は、中長期的にみて物価が安定していると理解する消費者物価上昇率に関し、「2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」としているが、本日の展望レポートの中間評価では、2011年度の消費者物価上昇率は僅かなプラスにとどまっている。日本銀行におかれては、デフレ脱却が政府と日本銀行の共通の政策目標であることを強く認識し、政府の「新成長戦略」におけるデフレ清算期間においては、政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政策運営を行うことを期待する。なお、政府は、GDP統計を含む経済統計の一層の信頼性向上や、社会進歩を測定する指標の作成に向けた取組みを行っているが、日本銀行におかれてもこうした取組みへのご理解と連携をお願いする。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

榎田企画局長

どう変わるか報告する。今、一名の委員から2010年度の実質GDPの修正が入った。変わった点は、全体見通しである。大勢見通しの上段は変わらない。下段の2010年度の全体見通し、朝方お示ししたのは+2.2～+2.8%であったが、それが+2.2～+2.7%になる。従って、2.8%の数字がなくなるということである。それにつれて、微妙に後ろのバランスが変わるが、ほとんど変わらない。今、資料を準備している。

野田委員

中心値は変わらないのだな。

櫛田企画局長

中心値は変わらない。

須田委員

リスク・バランスは変わるのか。

加藤企画局参事役

多少変わるが…。

櫛田企画局長

以上である。

[事務局より議案配付]

白川議長

まず、金融市場調節方針の議案、それから見通し計数等を含めた対外公表文の議案が今配付された訳である。説明をお願いします。

櫛田企画局長

まず最初に、「金融市場調節方針の決定に関する件」である。「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」。これが第一の議案である。続いて、ステートメントの議案である。「当面の金融政策運営について」である。1. は、今申し上げた議案が入る。2. の変更点を申し上げると、二行目、「輸出や生産は増加を続けている」の前に、「新興国経済の高成長などを背景に」が先月まであったが、それに加えて「世界的な情報関連財需要の拡大」を盛り込んでいる。その下の「そうしたもとで」

は繋ぎ言葉なので削除して、今回、6月短観が出たので、それを踏まえて、「企業収益や企業の業況感は引き続き改善しており」という文言を入れた。その下の個人消費のところ、繋ぎ言葉として「そうしたもとの」として、先月までは「各種対策の効果もあって、耐久消費財を中心に持ち直している」としていたが、そこについてはご議論があったように、「持ち直し基調を続けている」とし、「個人消費は持ち直し基調を続けている」と修正している。その下の金融環境であるが、先月まで「厳しさを残しつつも」が入っていたが、当月は、この「厳しさを残しつつも」を削除して、「緩和方向の動きが続いている」とした。3. の先行きのところは、変更はない。なお、先程津村大臣政務官からご指摘のあった先行きの「回復傾向を辿る」については、強くなるという意味ではなく、こういう今の状況が先行きも続くという意味である。念のため付言させて頂いた。4. は、今回の中間評価の数字等、先程お示ししたものを文章に書いてある。読み上げさせて頂くと、「4月の『展望レポート』で示した見通しと比べると、成長率は、新興国の一段の高成長などを背景に2010年度は上振れるが、2011年度については概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、概ね見通しに沿って推移するものと予想される。」を挿入する。先月の4. を5. として、リスク要因である。一行目、先月までは「強まり」とあったが、そこに「更なる」を挿入している。二行目で「。」を付したのは文章上の問題であり、三行目は、「一部欧州諸国における財政状況を巡る動きが」が先月までの表現であったが、そこに「財政・金融状況を巡る動きが」ということで、「・金融」を挿入している。最後に、先月の5. を6. として、四行目の「また、」以降、先月は「成長基盤強化を支援するための資金供給の枠組み」を決定したので、これが入っていたが、今回はこれを削除する。これに、先程の大勢見通しの表が添付される。議案の説明は以上である。

白川議長

ご意見はあるか。

須田委員

2頁目の5.の部分で、「新興国・資源国の経済の更なる強まり」の「更なる強まり」の意味なのだが、今その上振れてきたものをシナリオに落とし込んで、それよりも強いと言うのか、上振れがもっと強いということなのか、これはどういう。「更なる強まり」の意味なのだが。

櫛田企画局長

今織り込んでいる標準的に想定している経済のパスよりは「更に」、という趣旨だと理解している。

須田委員

それなら良い。

白川議長

他にないか。

それでは最初に、金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。誠に申し訳ないが、政府出席者は一時退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員
中村審議委員
亀崎審議委員
宮尾審議委員
森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

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

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

全員一致である。

VI. 議事要旨（6月14～15日開催分）の承認

白川議長

最後に、6月14、15日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。ないようであれば、議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は、原案どおり承認された。議事要旨は 21 日水曜日の 8 時 50 分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、8 月 9、10 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理を宜しく願います。それでは、事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は 12 時 45 分である。

白川議長

解禁時刻が12時45分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時40分閉会)

以 上