

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年8月8日（14:00～16:57）

8月9日（8:59～12:14）

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（ 〃 ）
宮尾龍蔵（審議委員）
森本宜久（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）
佐藤健裕（ 〃 ）
木内登英（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官（8日）
	藤田幸久	財務副大臣（9日）
内閣府	松山健士	内閣府審議官（8日）
	石田勝之	内閣府副大臣（9日）

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
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	橋 朋廣
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	今久保圭

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

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の報告、明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 7 月 11、12 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合中でのご発言は、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

金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向である。

青木金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】の資料に沿ってご説明申し上げます。その前に概況だが、国際金融資本市場では、先週末の米国雇用統計の予想比上振れ、あるいは E C B による周縁国国債の買入れに向けた動きを受けて、リスクセンチメントは、足許で幾分好転した形となっている。もっとも欧州情勢を巡る不透明感が引き続き市場心理の重石となっているほか、世界

的な景気減速も意識されるもとで、基本的に、投資家のリスク回避姿勢は改まっていない。このため欧州周縁国の長期金利の上昇懸念が燻ぶっている一方、米国では10年物金利が1.6%前後の低水準を続け、ドイツではECBの利下げを契機に残存2年前後までの国債利回りがマイナスに転じた。実体経済の弱さを背景に米欧で追加金融緩和の期待が強まっていることも、最近の金融市場の特徴である。米国についてはQE3期待に加え、欧州についてはECBの政策金利引き下げの思惑が根強く残っている。こうした緩和観測がドルやユーロの無担保金利を低下させているほか、予想を上回る企業決算と相俟って米欧株価の押し上げ要因ともなっている。また、為替市場では、米国の追加緩和期待の高まりが会合間におけるドル安・円高方向への動きの主な背景となった。

最初に外貨資金市場の動向である。図表2-3のドル調達市場は落ち着いている。(3)のドルLIBORや金利先物レートも幾分低下しているほか、(1)、(2)の為替スワップを用いたドル転コストも、欧州系銀行によるこれまでのドル資産削減もあって落ち着いた動きとなっている。(4)、(5)のベシススワップのドル調達プレミアムも同様である。続いて、図表2-4(2)は米欧の10年国債利回りだが、スペインの財政悪化懸念が強まった先月下旬に最低水準を更新する場面がみられたが、足許にかけては米国雇用統計の上振れなどから上昇し、前回会合時を上回る水準となっている。もっともこの先、米独金利が持続的に上昇するとの見方はみられない。米回国債についてはFedによる緩和への根強い期待から、またブズについても、あり得べきECBによる周縁国国債の買入等の対応は短期的な時間稼ぎに過ぎないとの見方から、多くの欧米金融機関は買い推奨を行っている。一方、ここにはないが、欧州周縁国の長期金利については、一時7%台半ばを超える水準に達したスペイン国債が直近では6%台に低下するなど、取り敢えず落ち着きつつある。この間、ECBの預金ファシリティ金利のゼロ%への引き下げを契機に、ドイツでは3年金利まで、フランスでも1年金利までがマイナスになった。こうした動きの背景については、一つには、マイナス金利でも高格付け運用を行わざるを得ないファンドがあ

ること、第二に、自国の為替レートをユーロにペッグしている国が、積み上がったユーロ資金をコア国の国債に振り向けていること、第三に、為替スワップやベシススワップを用いたユーロ調達コストが、投資家によってはマイナス化しており、マイナス金利のユーロ運用でも投資家が収益を確保できるようになった可能性などが指摘されている。

次に、図表 2-4 (1) のわが国の長期金利だが、期間を通じてみれば、概ね横ばい圏内の推移となった。具体的には、米国金利が低水準で推移するなど買い地合いが続く中で、イールドカーブ全体に下押し圧力がかかる場面もみられたが、先週末以降リスクセンチメントが幾分改善する中で、米金利上昇等を背景にわが国長期金利は中期ゾーン以上を中心に水準を上方に戻した格好である。こうしたことから、図表 2-5 のイールドカーブの動向にあるように、イールドカーブは概ね不変となっている。図表 2-6 (2) の表で、短国の発行金利をみると、3 か月物の発行利回りは、7 月 12 日の基金短国買入れの下限金利撤廃以降、極く小幅低下している。もともと、基金買入額が短国発行額に比べ、大きくないこと、あるいはレポ金利が 0.1%を幾分上回って推移していることもあって、0.1%からの下方買入幅は限定的となっている。図表 2-7 (2) は T I B O R を原資産とするユーロ円金利先物レートだが、期先物を中心に低下している。これは、T I B O R が小幅に低下したことに加え、海外投資家の間で、T I B O R の水準切り下げによる L I B O R とのスプレッド縮小を予想して、ユーロ円金先のロングポジションを構築する動きや、米欧での付利金利引き下げを巡る思惑を背景に、日本における先々の付利金利引き下げ期待が一部に醸成されていることなどによるものとみられる。図表 2-8 (2) の C P 市場だが、C P 発行残高の多い電力会社の発行レートは引き続きやや高めだが、全体としては低位で落ち着いた状況が続いている。次に、海外のクレジット市場である。図表 2-9 (2)、(3) は米欧の社債市場だが、高格付け銘柄を中心に良好な環境にある。一方で、ここにはないが、欧州周縁国では、スプレッド縮小の動きが鈍い状況になっている。(1) で国内の社債市場をみると、全体としてタイトな需給環境のもとで、流通スプ

レドが低位で安定しているという状況に変化はない。発行市場でも、販売に苦戦する銘柄はほとんどなかった模様である。7月の起債額は概ね例年並みとなっており、発行条件も相応にタイトな水準が維持されている。こうした中で、電力債については発行スプレッドが震災前に比べ厚めとなっているが、起債の広がりがみられるなど、発行環境の改善が窺われる。なお、一部電機メーカーでは、業績悪化やこれを受けた格下げなどを背景に、社債スプレッド、CDSプレミアムともに大きく拡大している。

図表2-11(2)、(3)の株価だが、米欧とも足許では予想を上回る企業決算や米国の雇用統計、ECBの周縁国国債買入れに関するドイツ与党の発言等を受けて値上がりし、期間を通じてみると上昇となった。Fedによる追加緩和期待もあって、弱い景気指標が発表されても株価が大きくは下がらない相場展開となっている。もっとも高水準にある米国株については、世界景気の減速が懸念されるもとの、先行き企業業績の大幅な回復が見込めないほか、フィスカルクリフも意識されており、上値を追う展開を予想する向きは多くない。(1)のわが国の株価は概ね横ばいとなっている。具体的には、概ね米欧につれる展開となったが、企業決算が弱かったことや為替相場の円高方向への動きが嫌気されて、欧米対比では弱めの動きとなっている。図表2-13の主体別売買動向をみると、海外投資家が大きめに日本株を売り越している様子がみて取れる。この間、東証REIT指数は前回会合以降、日経平均が0.5%下落するもとの、2.6%上昇するなど底堅く推移している。背景としては、投信法改正で自己投資口の買入れが始まるとの思惑や一部投資法人による予想分配金引き上げの動きなどが指摘されている。

図表2-14(1)の為替市場では、ドル/円相場は米国の追加緩和期待等を背景に米金利が低下する中で一時77円台まで円高が進行したが、介入警戒感から幾分値を戻して78円台で推移している。スペインでの財政の懸念の高まりなどから軟調に推移していたユーロ/ドルについては、欧州当局の政策対応への期待から買い戻され、期間を通じてみれば増価した形となっている。図表2-15(2)で、ドル/円相場の先行きについてリ

スク・リバーサルで確認すると、このところゼロ近傍で推移してきたが、スポット相場が 77 円台を付けたことや、これを契機に本邦為替当局者の発言が相次ぎ介入警戒感が高まったことなどから、ドルコールオプションへの引き合いが強くなり、ドルコール超幅が幾分拡大している。

ここで、図表 1-1 の金融調節の実績の推移をご覧頂きたい。7 月中旬以降季節的な資金不足期に入っており、当座預金残高は、資産買入等基金の増加にもかかわらず前回会合以降概ね 33~38 兆円台と一頃より低めの水準で推移している。先行きについても、9 月下旬の国債大量償還までは資金不足基調が続くため、30 兆円台半ばから後半で推移する見通しである。図表 1-2 は当座預金残高の内訳を業態別にみたものだが、6 月下旬の

ということが大きな特徴である。短国は、残存 3 年超の利付債まで当預付利

金利である 0.1%、あるいはそれをやや下回る水準で推移するも、

ということが実情のようである。図表 1-2 の短期金利の推移のグラフをご覧頂くと、マクロ的な当預残が一頃より低めの水準で推移しており、そのうち

いるため、GCレポ・レートや無担保コールレートの翌日物市場は若干タイトな状況となっている。また、前回会合以降短国の発行入札において、証券会社が市場金利の低下にベットする形で積極的に落札し、その在庫ファイナンスのための資金需要が増加していることもあって、GCレポ・レートは 0.105%前後で小じっかりと推移している。この間、無担保コール（オーバーナイト）レートも 7 月末から 8 月初にかけて 0.09%台とやや高めで推移したが、これについては、一部の上位地銀が高めのレートで纏まった金額の調達を行い、コール取引の市場規模が小さい中で、全体の加重平均を押し上げたことが大きく影響している。図表 1-3 で最近のオペ結果をご覧頂きたいと思う。通常分の国債買入れは、引き続き月 1.8 兆円のペースで実施している。残存 1 年以下についてはこれまで 2 回札割れとなっているが、今般基金による短国買入れと併せる形で下限金利を撤廃したことから、7 月 20 日オファー分、8

月6日オファー分ともに応札倍率が2倍台に回復した。落札決定レートは、仕上がりベースでそれぞれ0.100%、0.111%となったが、応札レートはかなり広いレンジに分布した。このゾーンの利付債は、後からお話しする短国とは異なり市場流動性が低いため、状況によっては落札レートが大きく低下するリスクがあるため、注意が必要だと思う。

次に、資産買入等基金だが、前回会合で固定金利オペから短国買入に5兆円振り替えるとともに短国買入における入札下限金利を撤廃し、さらに固定金利オペの期間を柔軟化するという対応が採られたが、こうした対応については、短国レートが実際にどの程度低下するのかということに加えて、短国レートの低下が固定金利オペの需要にも影響を及ぼすのではないか、あるいは基金国債買入の対象ゾーンである1~3年のゾーンの金利にも低下圧力を及ぼすのではないかという点が注目された。それぞれについて、現状は次のとおりである。まず、短国レートについては、下限金利撤廃後の基金オペの落札レートが0.099%あるいは0.098%に収斂しつつあるほか、発行入札の落札平均レートも3か月物が0.099%程度、6か月や1年物が0.098%程度となるなど、実際のレート低下は極く小幅なものにとどまっている。応札倍率も7倍前後としっかりとしている。短国レートが0.10%を下回る水準で定着した場合、固定金利オペによって調達した資金で短国投資を行うメリットがなくなるため、固定金利オペに対する需要が低下することも考えられるが、現時点ではレポレートが比較的しっかりと推移しているため3か月物の固定金利オペについては旺盛な需要がみられている。この点、9月後半以降の資金余剰期に応札地合いがどうなるか注意してみていく必要があると思う。一方、1~3年ゾーンの金利は、2年債の発行入札で落札平均レートが0.096%まで低下したことをきっかけに低下傾向が明確となり、足許の市場実勢は0.090%程度になっている。こうしたもとで、8月1日にオファーした基金国債買入は札割れとなった。世界的な低金利、質への逃避の状況次第でこうした市場レートは左右されるので、注意してモニターしていく。以下、それぞれのオペについて、表に沿ってご説明する。固定金利オペは、引き続き3か月

と6か月を基本としているが、3か月については従来以上に短期金融市場における資金需要に肌理細かく対応することとし、レポレートの強含み、あるいは税揚げに伴う資金不足への対応といった観点から新規分、すなわちロールオーバーではない分を2回オファーした。先程申し上げたように、このところレポレートが強地合いで推移していることから、3か月物オペに対する需要は旺盛であって4倍前後の応札がみられている。この間、6か月物についてはいわば根雪的な長めの資金需要に対応しつつ、年末時点における固定金利オペ残の着実な積み上げを図る観点で運営している。前回会合までは、14回連続で札割れとなっていたが、期間設定の弾力化を受けて今後6か月物オペのオファーが減少するのではないかとの見方から駆け込み的な応札があり、2回連続で札割れを回避した。もっともその後は、レポレートが強地合いで推移するもとにあっても再び連続して札割れとなっていて、長めの資金に対するニーズの乏しさが改めて明らかになった形である。基金の短国買入れについては、前回会合で大幅に増額され、買入れの下限金利が撤廃されたことを受けて、買入対象を大幅に拡大するとともに買入れペースを引き上げている。すなわち、従来は6か月、1年の短国のみを買入対象としていたが、前回会合以降は、短国レート、さらには1~3年ゾーンの金利に過度な低下圧力がかかることを防止するため、発行残高の多い3か月物も買入対象に加えている。また、1回当たりの買入金額やオファーの頻度については、買入短国の平均残存期間の状況を踏まえつつ、段階的に増加させていく方針である。これまでの買入実績をみると、落札銘柄はほとんどが残存3か月以下となっているが、今後もしこうした状況が続けば、10月以降は毎月3兆円ペースでの買入れが必要となる計算である。既にお話したように、短国買入れの落札レートは0.098%から0.099%となっていて、下限金利であった0.10%からの低下幅は極く小幅にとどまっている。今後、買入残高を目標に向けて積み上げていく過程において、レートが幾分低下する可能性は否定できないが、買入れ自体はしっかりと進めていくことができるという印象を持っている。基金の長国買入れについては、前回会合以降2回実施したが、応札

額は、従来に比べて大幅に減少し、8月1日オファー分は残存1~2年、2~3年ともに大幅に札割れとなった。これはグローバルな金融緩和観測や安全資産へのシフトに加えて、基金長国買入れについても下限金利が撤廃されるのではないかという思惑もあって、これらゾーンの市場金利が実勢として0.1%を下回って推移しているということが主な理由である。実際、先程申し上げたように、直近の2年債発行入札では、落札平均レートが0.096%まで低下し、その後のセカンダリー市場でも0.085%あるいは0.095%での出合いが散見されている。足許の金利水準は、思惑先行でやや行き過ぎているとの見方もあり、今後の金利形成を注意深くみていく必要があると思う。基金による社債買入れは、応札状況に大きな変化はなく、5月以降4回連続で札割れを回避しているが、応札額が次第に減少傾向にありやや気にしている。CP買入れは、この間2回実施したが、下限金利撤廃後も応札額や応札レートに特段の変化はみられず、買入れは概ね順調に推移している。ETF、J-REITについては、前回会合以降、それぞれ3回、1回の買入れを実施した。以上の結果、8月7日現在で、資産買入等基金の残高は、前回会合時から増加して56.5兆円となっている。米ドル資金供給オペについては、このところ応札ゼロが続いており、ピーク時に205億ドルあった残高は6月28日以降ゼロとなっている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

図表2-13の株の主体別売買動向だが、海外投資家の売り越しの中で、最近は個人と事業法人が伸びている。投信、金融機関もプラスだが、6月に比べれば少なくなっている。個人と事業法人が比較的積極的になっている背景について、例えば、業績が回復しつつあるということ、あるいは復興需要で景気回復の兆しがあるといったところが元になっているのか、

もし分かれば教えて頂きたい。

青木金融市場局長

個人、事業法人については、確かにマイナスがなくなっちはいるが、例えば、7月と5月あるいはもう少し前の時期と比べていくと、やはりまだ相当小さいという状況だと思う。先程おっしゃったような積極化あるいは前傾化しているという感じでは、多分ないのだと思う。

木内委員

図表 1-3 のオペレーションのところだが、資産買入等基金の中の国債買入れで1~2年、2~3年が札割れになっているが、あとどの位見極めると、例えば札割れが定着したというように言えるのか。

門間理事

それは私がお答えする。そこは正直に言って答えがなく、先程青木金融市場局長が申し上げたとおりなのだが、恐らくご質問の背景まで含めて考えてみると、われわれは年末にかけて65兆円、来年6月にかけて70兆円を目指して資産を買っている訳であるが、札割れが続くことによって、長国の買入れができなくなり、ひいては資産買入れが年末——長国だけで24兆円という目途がある訳だが——に達しないのではないかというご懸念だと思う。まず最初に、札割れが続くかどうかということだが、これは今青木金融市場局長が申し上げたように、恐らく二つの要因で実勢レートが0.1%を下回っているという状況が起きていると思う。その二つの要因というのは、一つは、日本銀行が前回会合で短国の下限を外したので長国も外すのではないかという、ある種日本銀行自ら作り出した期待である可能性があるということと、もう一つは外部環境、すなわち世界的な低金利環境が日本の国債にも影響しているということかと思う。前者の日本銀行が自ら作り出しているかもしれない期待というのは、もし仮に今回下限を外さず、しかも当面外す環境にないというように言えば、ある程度その期

待は払拭できる可能性があるということが一点。それから、外部環境の方は、これはなかなか予見がしがたく、従っていつまで続くのかというご質問に対しては正確には答え切れないが、極く足許は米独の金利も少し上昇気味であるとか、国際的な資本フローもリスクオンとまでは言わないが、若干リスクニュートラルになってきている感じがあるというように、少し雰囲気が変わってきていると思う。他の要因もあるだろうが、今日も日本の金利が若干上がっているということで、足許突っ込んでいる感じが強いとするならば、多少の要因の変動によって、今後比較的大きく金利観が変わってくる可能性もなくはないと思う。見極める時期はなかなか難しいが、もう少し様子を見ていく中で評価していく時間はあるのではないかと考えている。そのことと関連するのだが、究極的な心配は、基金の買入れができなくなるのではないかとということだと思うが、今回下限を外すかどうかというのはテクニカルな対応であるとはいえ決定事項なので、私の方からどのようにすべきであるというようなことは言わないが、仮に今回外さず、かつそのもとで札割れが起こったとしても、まだ1か月位の余裕はあるのではないかと、つまり仮に9月位になってどうしようもないから下限を外そうということになったとしても、その後年末までに目標としている24兆円は十分に買っていけるというように、色々なシミュレーションで客観的に分析している。その意味で今の客観情勢とか基金の買入れのペースを考えた場合に、今直ぐ対応しないと札割れが心配で困る環境ではないということだけは、申し上げておきたいと思う。

佐藤委員

に していることが当座預金残高の維持に一役買っているというご説明だったが、 の当座預金残高の今後の見通しについて、何か展望等があればお願いします。例えば がこういった いくということで、 いくといったような動きはあるのか。

青木金融市場局長

は、常に、 を狙ってマーケットをみている。従来は、 を維持していた訳であるが、マーケットの金利が0.1%を割り始めてしまったので、 ということである。先の展望という点については——展望になるかどうか分からないが——、既に が 始めているため、当預残が は分からないのだが、 いるという状況である。他の大手金融機関については、今のところ短国についてまで目線を変えているということはないが、長国について少し目線を下げたという状況である。

白川議長

については、季節性の話もした方が良いのではないかと。

青木金融市場局長

季節性は、図表 1-2 の当座預金残高の推移のグラフの上がったり下がったりというところをご覧になると分かるように、3、6、9、12月に国債の大量償還があり大量に資金が入ってくるので、そこで いく、そうすると を繰り返している。ただ、今回の場合は、 という状況になっているということである。

木内委員

図表 2-10 のCDSプレミアムだが、米欧と対比すると日本だけ足許上がっているのは、先程少しご指摘あったような一部電機メーカーの要因だけか。

青木金融市場局長

基本的には、そういう理解で結構である。正確に言うと、電機が大きいのだが、電力、鉄鋼、海運といったところについても、一部海外勢がこういう銘柄にプロテクションの買いを仕掛け、プレミアムを拡大させたところで売り抜こうという行動に出ているようである。従って、業種的には、電機は大きいが電機だけに限らない。今申し上げたような銘柄にそういう動きが多少出てきている。

山口副総裁

その関係で、ここに載っているのはインデックスの値なので、多分電機が一番大きいのかかもしれないが、最も大きなCDSプレミアムがついているところはどの位になっているのか。会社の名前は言って頂かなくて結構である。

青木金融市場局長

一部のメーカーでは、震災直後の東電よりも大きいプレミアムが付いている。

山口副総裁

どの位か。

青木金融市場局長

数字を忘れてしまったが、1,000bp位か。

白川議長

CDSではなく社債のプレミアムでみると、今日は、17%ポイント位付いていた。裁定は勿論働いていないと思うが。

青木金融市場局長

今日辺りで、先程申し上げた某メーカーの場合は、13.6%、1,360bp という数字になっている。

白川議長

50社の単純平均か。それとも、何らかの加重平均か。

青木金融市場局長

申し訳ないが、直ぐには分からない。

宮尾委員

欧州の短期国債の利回りのマイナス化のところで、先程幾つか理由の説明があったが、そういった理由からマイナス金利が、常態化ではないにしても今後も暫く続くというのがマーケット関係者の見方ということか。

青木金融市場局長

マイナスのエリアが長い方に伸びてきているところをみると、今のところマーケットの感じとしては、これが直ぐにプラスに転ずるという感じにはなっていないだろう。

宮尾委員

イールドでみると、1~2年のところは逆イールド……。

青木金融市場局長

一番短いところが少しあって、それでまたこうなる。

宮尾委員

そうである。下がって、上がっている。

青木金融市場局長

日本も若干そのようになっているが、それが少し深くえぐれているということである。

白川議長

マイナス金利になると他の金融資産との裁定が一応理屈のうえでは働く訳である。つまり、銀行券というカレンシーとの裁定が働く訳である。ただ、そうは言っても、物理的なコストもかかってくるから、自ずと限度があるとは思いますが、そういう意味ではマイナス金利はどこまで突っ込み得るのか。今起きていることは、安全資産選好で、ドイツとか英国の欧州だが、そういう意味では、これは自ずと限度があるという話なのか。その辺はどのように考えれば良いか。

青木金融市場局長

例えば、ユーロの金利について言うと、ユーロの調達コストとの関係といたった要因があるので無限に下がっていくということはなく、やはり調達コストとの裁定は働くと思うので、底なしに下がっていくということはないと思う。

白川議長

底なしは勿論ないと思う。日本の量的緩和の時にも短期国債でマイナスが付いたりしたが、そういうこととの比較でみると、裁定はどの辺になってくると効いてくるのだろうか。直ぐ答えが出る訳ではないが、何かそういう議論があればと思った。

石田委員

の中銀が言っていたと思うが、0.25%位というのを読んだことがある。

門間理事

現金との裁定が働くという世界ではないので、それはあまり基準にならないと思う。むしろ、当面、可能性があり心配されるのは、ドル調達の金利が上がってしまうという場合だと思う。その時のスワップレート如何によっては、相当程度突っ込み得るということだと思うが、そこは正直に言って明確な目途はない。ただ、そういう環境になれば、世界の中央銀行が一旦は対応するだろうと考えれば、その意味で自ずから限度があるということはそのようなことだと思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

国際局から海外経済の現状評価をご報告申し上げます。席上お配りした「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】をご覧ください。まず初めに、前回会合以降の1か月の海外経済の特徴点を二点を申し上げます。一点目は、ネガティブな材料として、欧州債務問題の影響に広がりが見られているということである。具体的には、欧州において、家計や企業のマインドの悪化が、これまでの周縁国からドイツ等のコア国に波及しつつあるということ。それから、地域的には、NIEs・ASEANの輸出、生産においても、こうした効果が増勢鈍化として現れてきている。中でも、NIEsにはかなりきつめに出てきている。二点目は、ポジティブな側面として、中国では、足許インフラ投資の増加や不動産販売の持ち直しなど、一部で改善の兆しが出てきているということである。中国においては、金融緩和、それからインフラ投資の前倒しなどの政策効果が少しずつ顕在化しているようである。世界経済の現状は、今申し上げた欧州債務問題の長期化が暗い影を落とす中で、この下押し効果と二番目の中国経済の改善の

プラス効果の綱引きの状態にあるというようにみて良いかと思う。それでは、図表 1 の PMI でグローバルの製造業の企業マインドを確認したい。

(1) グローバル PMI をご覧頂くと、生産の PMI は、6 月に 50 割れとなった後、直近 7 月もさらに若干ではあるが低下している。ただ、(2) ~ (5) の地域別でマイナスになっているのは (3) のユーロ圏のみである。しかも、ここにはないが、コア国の悪化が目立つという内訳になっている。それから、下に引っ張っているのは (4) の新興国であり、まだ 50 を上回ってはいるが減速しており、下方圧力がかかっている。この間、(2) の米国は 50 近傍で横ばい圏内の動き、(5) の中国でも米国同様横ばいの動きと、地域間でばらついている。それから、ここには掲げていないが、在庫の PMI、受注の PMI をみても、ともに 50 を若干割っている。先行き不透明感の高まりから、グローバルに企業が在庫を削減して発注を抑制するという動きを強めているのが直近の状況である。7 月の中盤から後半が調査時点だが、これは例のスペインの自治州の問題によって、同国財政に対する市場の先行き懸念が極めて強かった時期と重なっている。この直近の計数には、企業マインド慎重化の動きがやや強めに出ている可能性があるかと思う。さりとて、楽観視は勿論許されない訳であるから、先行き企業マインドが一段と慎重化していくリスクにより重点を置いてみていきたいと思っている。それでは、地域別にみたいと思う。まず、図表 2-1 は米国の家計セクターを巡る環境について整理してある。家計セクター全体としてみれば改善の動きが続いている。(1) の実質個人消費は増加を続けている。足許では、伸びはやや鈍化しているが、内訳をみると、非耐久財やサービス消費が堅調に推移している一方で、自動車販売はこれまでの高い伸びの反動から幾分減速しているという感じである。もっとも (2) の消費者コンフィデンスの方は、足許底堅い株価の後押しもあって高めの水準を維持している。所得面では (3) の実質可処分所得も緩やかに増加している。この裏として、(4) の貯蓄率は、ずっと低下が続いていたが、足許若干上昇し、大体 4%位に戻ってきている。次に、雇用であるが、(5) の雇用者数は、7 月の計数はご承知のとおり +16 万人の増加となり相応の伸びが確

認された。また、新規失業保険申請件数についても緩やかに減少している。雇用情勢については、月々の振れを伴いながらも緩やかな改善傾向が続いていることが確認できたとみている。次に、図表 2-2 で米国の企業部門の動きを確認する。(1) の I S M景況感指数は先程述べたとおり 7 月は横ばいの動きとなり、(2) で内訳をみると、企業は 6 月に続き在庫を削減し発注を控えている。そのため、受注も減少している姿がみて取れる。このように、企業マインド慎重化の動きがみられている。しかし、これまでのところ、例えば (3) の先行きの設備投資に対するサーベイでは、少し動きはあるが、大雑把に言えば堅調さを維持しているとみて頂けると思う。(4) の建設投資の方だが、歴史的な低金利のもとで増加を続けている。図表 2-1 (6) の雇用 D I も合わせてみると、企業は新規発注、在庫積み上げに足許幾分慎重化しているが、雇用、それから設備投資に対するスタンスを大きく変えるには至っていないとみて良いと思っている。それから、金利の低下は、(5) の住宅販売の底堅い推移にも寄与しているものと考えられる。もっとも従来から申し上げているとおり、バランスシート調整の問題は重石となっている訳である。(6) の住宅在庫は潜在的なものも含めると高水準であるため、なお売り圧力が小さくないと思う。当面、住宅投資の力強い回復というものは、期待しない方が無難ということには変わらないと思う。今後の米国経済をみるうえでは、今申し上げた企業マインドがさらに慎重化することがないか、雇用や設備投資に波及することがないかという点が、重要なチェックポイントだと思っている。これまでのマインドの慎重化は、主として欧州情勢といった海外要因による部分が大きかったと思うが、国内要因についてもフィスカルクリフのリスクを抱えている点が日増しに強まってくるということはあると思う。こうした内外の政治、財政を巡る不透明感が払拭されない場合、企業マインドが一段と悪化していくことがないかどうかをダウンサイド・リスクとして捉えていきたいと思う。逆に、企業マインドが早期に回復していく可能性もないとは言えないと思っている。家計部門の改善の動きが維持されており、また在庫水準も低いという状況において、企業活動が比較的早めに回復していく

という意味でのアップサイドシナリオというものも、考えておくことは適当であると思う。米国経済のリスク・バランスについては、上下に偏りはそう大きくないと考えている。

次に図表 3 の欧州経済だが、まず (1) PMI の動きをみると、周縁国の最終需要の減少の影響が、域内向け輸出の下押しを通じてドイツなどのコア国にも相応に影響しているということが確認できる。他方、(2) の消費者コンフィデンスについては、スペイン、イタリアなどでは、停滞色が強まっている一方、ドイツについては、改善、悪化の分岐点であるゼロ近傍の水準で推移してきた。もっとも直近の 7 月においては、ドイツやフランスといったコア国においても、幾分悪化の動きがみて取れる。また、(3) の輸出受注 PMI は引き続き 50 を下回っている。域内輸出の低迷に加えて、域外輸出の伸び悩みが続いていることが示唆される。周縁国の悪化が目立つ一方で、現時点では、明確な悪化傾向はみられていないコア国の鉱工業生産、失業率についても、今後悪化が広がらないかどうかといったところに、警戒感を強めていく必要があるとみている。

続いて、新興国だが、図表 5-1 の中国をご覧頂きたいと思う。中国経済は、成長テンポが鈍化した状態が続いているが、一部では改善の兆しもみられ始めている。まず、図表 5-1 (1) の製造業 PMI については、いつも見ている中国物流購買連合会ベースでは、4 月に 50 近傍まで低下した後、横ばいが続いている。それから何回か話題になった中小企業を含めた H S B C ベースでは 50 を下回る状況が続いているが、少しは回復の動きを示している。次に、(2) 小売売上については、名目ベースではインフレ率低下の影響で伸びが鈍化しているが、実質ベースでは足許伸びが幾分高まっているという形になっている。(3) の家計所得は引き続き高めの伸びが続いている。政府が消費喚起策を講じていることを踏まえると、消費の伸びについても、先行き、ある程度は回復が期待できると考えている。次に、投資面をみると、(4) の固定資産投資はこれまで増勢が鈍化していたが、極く直近ではやや動意がみられている。こちらの 7 月の計数は全て、今週の木曜日、金曜日に出てくる予定になっている。設備投資の中身だが、

当局の公共投資前倒し方針を受けて、高速道路、インフラ投資といったものが徐々に出始めているということのようである。それから、不動産投資、不動産市場では、(5) 新築住宅価格が下げ止まりつつあり、不動産販売も持ち直しに転じている。民間不動産投資についても、やや明るい兆しがあるというアネクドタルな情報も寄せられている。最後に金融面だが、人民銀行の一連の金融緩和などを受けて、金融機関の貸出姿勢はやや積極化しているようである。(6) の新規貸出増加額は緩やかに拡大という姿である。

このように中国では、改善の兆しがみられる一方で、図表 5-2 の N I E s ・ A S E A N においては、少し気掛かりな動きがみられている。まず、(1) の輸出・生産の動向をみると、欧州向け、それから中国向け輸出の減速によって増勢が鈍化している。また、先行きの輸出受注についても慎重な見方が続いている。(2) の韓国、台湾の輸出受注指数は、6 月、7 月と 2 か月連続で 50 を下回っている。輸出・生産の伸びが鈍化し、それから世界経済の先行きの不透明感の高まりを受けて製造業を中心に企業マインドが慎重化しているという姿である。特に韓国辺りでは、設備投資など内需にも一時的にマイナスの影響を及ぼしている。こうした諸国においては、成長率が高まるまで少し時間がかかる可能性が強まってきている状況である。この間、新興国の政策対応をみると、前回会合以降では、韓国、南アフリカ、フィリピンで金融緩和が行われている。これまでの累積的な政策を考えると、相応の政策対応の効果が今後出てくるとみて良いかと思う。

以上の現状評価を踏まえて、先行きの世界経済、成長ペースを高めていくうえでのポイントチェックを整理したいと思う。まず、最近の企業マインドの慎重化の要因である欧州情勢、それから新興国経済についてであるが、まず欧州情勢がこれ以上悪化しないということが重要な条件としてあると思う。そのうえで、新興国の回復力については、A S E A N、ラ米などにおいては、政策対応の動き等から内需は相応に堅調を維持している。しかし、N I E s では、先程申し上げたように欧州債務問題の影響が輸

出・生産の増勢鈍化として現われてきており、企業マインドを通じてこれが内需へ波及する可能性もなしとしないという状況である。7月の展望レポートの中間評価時にお示した姿との対比でみた場合、NIEsについては、その時にみた一部のダウンサイド・リスクが顕現化しつつあるというように、位置付けさせて頂きたいと思う。そのうえで、先行きということになると、世界経済の牽引役として中国経済の成長率の高まりに期待せざるを得ない状況だと思う。この点については、内需を中心に中国経済に改善の兆しが出てきているが、今後、どの程度この動きが広がっていくかということが重要なポイントである。この間、米国経済については、海外情勢が大きく悪化することがなければ、私共が以前からみている緩やかな改善を続ける可能性は高いと考えられる。ただし、米国については、毎回申し上げているが、フィスカルクリフによる先行きの不確実性の高まりがどのように影響していくかということ、注視していく必要がある。世界経済が減速局面を脱することができるかについて、その脱するタイミングがやや後ずれ気味であるので、その点は丹念にチェックしていきたいと思っている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

森本委員

図表6(4)の商品市況だが、農作物、穀物で小麦、大豆、とうもろこしの価格が、アメリカだけではなくロシアやインドまで干ばつの影響が広がって、先物でも1年位先まで今までの最高水準が維持されていくという見通しだと思う。これがある程度続くと見込まれる中で、どういった国に影響が現われてくるのか、どの位のタイムラグを置いて——よく半年位と言われると思うが——波及してくるとみるか、その辺についてもう少しコメントをお願いします。

大野国際局長

商品市況については、C R Bのインデックスでみた場合、2月がピーク、6月が底で、2割位下がったがその後2割のうちの7割の14%位また上がっている。その大きな要因は、おっしゃるとおり穀物である。大豆、とうもろこし、小麦ということなので、どういう地域に対してということ言えば、新興国、エマージング諸国の元々食料品のウエイトが高いところにどういう影響を及ぼすかということだと思う。その中でも、先程韓国とかフィリピンとか申し上げたが——ブラジルなどもそうである——、昨年位からかなり緩和をしてきた国、しかもインドネシアなどのように、景気対策ということもあるが、早めに見切りの緩和をしている国で、こういうサプライショックによるインフレが、国内に波及するかどうか、影響が大きくなるかどうかというところは、一番注意すべき点だと思う。

森本委員

飼料として豚肉とか色々そういうものも含めて、中国へはどのような影響があるのか。中国への影響が少し気になっている。

大野国際局長

タイミングとの関係で次は肉である。飼料として豚肉や牛肉といったところに当然影響するのだが、タイムラグとしては恐らく半年からもう少しかかるかもしれない。そういう意味では、目線を少し長く試みていかなければならないと思う。中国も含めたエマージング諸国で、肉食の比較的ウエイトの高い中国、韓国、A S E A N諸国等について、ラグを持って影響が出てくるといったところは、注意していく必要があると思っている。

佐藤委員

先程、N I E sに関して生産、輸出の鈍化というか落ち込みについて、欧州の影響が現れておりダウンサイド・リスクが顕在化しているという評価であったが、一方で中国に関しては、輸出は今のところ大きな落ち込み

を示すこともなく推移しているということであった。このように、同じアジアの中でも少しばらつきがあると思うが、これをどのように評価しているのか。例えば、台湾の輸出は非常に弱かったが、同じような影響が中国にも出てくるのかどうかというところはどうか。

大野国際局長

ばらつきという意味で、中国の方がより小さいというのは、要するに中国側からみた輸入が相当大きいということである。つまり、台湾は中国への輸出が大きく減少しているし、それから韓国についても中国のウエイトが大きい訳である。従って、台湾と韓国からみれば、欧州に対する輸出のウエイトが元々大きいうえに、中国に対する輸出というダブルパンチを受けているということがかなり大きいと思う。中国からみれば、対ユーロ向けが2割位であるから決して小さくない。中国の輸出も、急ブレーキがかかって2桁の伸びが相当低い伸びになっているが、中国の経済全体としては、特に足許について言えば、先程申し上げた固定資産投資、具体的に言えば、地方政府のプロジェクトなどの内需面でカバーしているというところで、経済全体の動きに対して、中国とNIEsとの間の斑模様、差が出てきているというようにみている。

宮尾委員

ECBで議論が始まっている国債買入プログラムの状況について、詳細はこれからだが、それについての評価はどう考えたら良いのかということである。私自身、少し理解に苦しんでいるのだが、これがある種のゲームチェンジャーになって欧州の債務問題の解決を促すのか。一つの面ではEFFやESMへの支援要請が前提なので、まずそれに入ってからECBの国債買入れを受けられるので、支援要請というスティグマが取れて物事が先に進むという意味で期待するという声がある。その一方で、コンディショナリティーの付け方によって、コンディショナリティーが非常に強ければ、誰も支援要請しないということになるし、コンディショナリティー

を若干弱めて利用しやすくなると、逆に今度はECBが短期債を買ってくれるということになり債務の短期化ということになり、債務の償還がより早く来るので財政リスクがより高まる。勿論その運用をちゃんとすれば良い訳だが、政府が短期債務により傾斜するようなインセンティブを与えてしまい、政府の財政再建の動きを鈍らせるモラルハザード的なことになってしまい、結局時間を余計に買うだけで根本的な解決に繋がらないという見方もある。結局、これは問題の解決に寄与するのかというところでは、もう一つよく分からないのだが、その辺はどうなのか。

中曽理事

ゲームチェンジャーという言葉が適当かどうかは別にして、これが一つのきっかけになる可能性を市場が汲み取っているからこそ、市場が反応している。つまり、全くのゼロ回答というのが一時的な反応ではあったが、そうではないかもしれない。どういう要素でそこをみているかと言うと、宮尾委員ご指摘のとおり、前提となっているスペインの支援要請、国債買入れの支援が実際に行われるかどうか、そこでコンディショナリティーが付いたら、それが必要条件になって、長らく求められたECBの新しい国債買入プログラムが起動されるというメカニズムがみえてきていると思う。その国債買入プログラムに期待される要素があるとすれば、多分以下のようなことかと思っている。一つは、新しい点として言われているのは、流通市場で短期債をかなり大量に購入してくれるのではないか、一方でESMは長いところをプライマリー市場で買ってくれるのではないか、そういうデマケがあるのではないかという点。それから、スティグマというかモラルハザード的なところは——ECB総裁が会見で言っていたと思うが——、国債買入れの中身を明らかにする、つまりどの国がどの位の国債を買っているかというところも含めて透明にするということを行っていると思うので、そういったモラルハザード抑制的なメカニズムも入っているのではないかと思っている。そういう点が、多分評価をされているのではないかと思うので、次へ繋げていく措置としては、評価して良い部分も

あるのではないかと考えている。ただ、これはECBがやるとしても金融政策の一環として行う、あるいは彼らが最近言い始めているように——コンバーティビリティという言葉を使っている——、ユーロ崩壊のプレミアムがあるのだとすれば、それを除いていくというのがこの国債買入プログラムの役割である。言い方を変えれば、経済統合、銀行統合、そして財政統合といったことに象徴されるようなユーロの統合という問題を進めるうえでは、おっしゃったように時間を買うという役割にとどまるということとは認識されているのではないかと思う。

宮尾委員

政府債務が短期化するところのリスクは、あまり懸念されていないのか。

中曾理事

そういうリスクはあると思う。ただ、先程申し上げたように、一応透明にするということで、一挙に短期化するところは防ごうと思っているのだと思う。問題は、長期債はEFSFないしESMでやるとデマケをするにしても、EFSFに十分な金があるかどうかという基本的な問題がある。今、EFSFには2,500億ユーロ位しかない。そのうちの1,000億ユーロは、先般のスペインの銀行セクターにイヤマークされているので、残り1,500億ユーロしかない。マーケットはそういうところもみているので、ESMがプライマリー市場に入ってくるとしても所詮たかが知れているのではないか、逆に言えば、だからこそプライマリーにしか入れないのだと思うが、その辺をどの程度見透かされているのかという問題があると思う。そのうえで、結果として短期に集中する可能性はないとは言えないような気がする。

白井委員

アメリカは色々な意味で少し減速感もあるし良いところもあるが、一つ大事だと思っているのが、アメリカの輸入が比較的堅調だということであ

る。第2四半期のGDPの内訳をみても輸入は伸びている。世界で貿易が減速している中でそれが支えていると思っている。例えば、中国の輸出をみても、欧州向けが減っている中で、アメリカ向けは大きく伸びている。日本の機械受注をみても、欧州向けはマイナスだがアメリカ向けはプラスを維持している。アメリカは、消費が減速している面はあるが輸入がかなり支えているところはあると思っている。アメリカの輸入でこういう傾向が続いていくのかというところで、もし何か意見があればお願いします。

大野国際局長

前段までの白井委員のお考えには全く同感である。今世界経済全体をある程度下支えしてくれているのは、一つは減速しつつも中国が頑張ってくれているのと、もう一つはやはり米国の内需、それから個人消費だと思う。その効果は、輸入が根強く続いているということだと思う。多少期待を込めてではあるが、私共が示している標準シナリオが維持されるのであれば上半期から足許の今の傾向は維持できるのではないかと、考えているところである。

白井委員

質問ではないが、私も中国は結構良いなと思っている。よく貿易を総額でみる傾向があるが、加工貿易と通常貿易をきっちり分けてみた方が良い。最近私は、加工貿易ではなく通常貿易の輸入に注目しているが、ここが相当伸びてきている。中国の輸入トータルの中で通常貿易は50%を超えている。ここは、中国の内需のメルクマールの一つだと思っているが、ここはそれ程悪くない。トータルの輸入は落ちていても加工貿易の輸入が落ちており、通常貿易のところはそれ程減っていないというところで、中国の内需が落ち込んでいるという感じではないなという印象を受けている。

大野国際局長

全くおっしゃるとおりで、一言だけ申し上げると、中国側の内需の強さ

という意味では、その物差しは有効だと思う。私共もみているが、通常貿易の方が比較的ましで、加工貿易に関する輸入がゼロ近傍に近い。ただ、このインプリケーションで注意しなければならないのは、例えば日本であるとか、韓国もそうだが、日本や韓国の輸出の一番大きいところは、加工のところである。つまり、中国側の生産設備であるとか——自動車は典型だが——が増えていく場合に、日本や韓国が中国に一番引っ張ってもらえる。その部分が弱いということは、中国の他国への波及の影響ということを考えるうえでは、必ずしもグッドニュースだけではないというところだけコメントさせて頂きたい。

石田委員

二つあって、一つは単なる確認だが、図表 5-1 (3) の所得というのは、実質ベースか。

大野国際局長

名目ベースである。

石田委員

名目だとすると、名目の所得の伸びが小売売上の実質値の伸びを下回っているが、そういうものなのか。

大野国際局長

名目の所得よりも実質の売上の方が大きく伸びている。

石田委員

名目の所得を実質化すると、10%を若干切る位になってしまう。

大野国際局長

実質の所得の伸びはこれだと 9%位になる。

石田委員

それに対して、実質の小売売上の方が 10%超えているから、所得以上に買っているということではないのか。

大野国際局長

中国の場合は全てが整合的かどうかというのは……。

石田委員

これは名目であるな。

大野国際局長

名目である。また、一人当たりであるので、その違いは若干ある。

石田委員

もう一つお聞きしたいのは、米国の説明の中で、フィスカルクリフについて、どちらかと言えばダウンサイド・リスクで、これから非常に強まってくる惧れに注意する必要があるということであった。7月の支店長会議で米州統括役は、実体経済に影響が既にかかなり出てきていると言っていた。その時は、私はまだ影響は出ていないと思っていたので、若干どうかなども思ったのだが、しかしよくよく考えてみると、もう6か月を切って、普通の経済の企業家であれば、6か月後の非常に不透明な部分は自分の行動に織り込んでいく訳だから、これからの設備投資計画とか、色々な計画がぐっと落ちてきてしまうリスクがあって、それが一部もう出ているのではないか、このところPMIがマイナスぎりぎりになっているが、そういうところに出ているとみた方が良いのではないか、これから政治的な解決について揉めれば揉めるほど、リスクではなくダウンサイドの圧力は現実を高まってくるようにも考えられるのだが、どうか。

大野国際局長

企業マインドの下押し効果に対して、財政クリフの問題がそれなりに織り込み始められているのは、おっしゃるとおりだと思う。今回は付けなかったが、政策に対する信頼調査を前月まで載せていたが、それに跳ねてき始めたのは、大体先月位からである。今月をみてもそれほど大きく悪化の方に振れていない。これが全て財政クリフを見通してのことかどうかというところに疑問はあるが、米国国民の間で、特に消費者の間でこのクリフの問題が具体的にどのようなインパクトを持つかというところについては、まだ相当漠たる不安であって、具体的にどの程度かというところについては、なかなか織り込み切れていないのではないかと思う。

石田委員

私は、どちらかという与企业家のマインドの方に大きく出るのはないかと思う。

大野国際局長

最初に申し上げた企業家のマインドの方には、相当程度織り込み始めていると思う。ただ、ポイントは、われわれの見通しなどでも、どこまで減税みたいなものが引き継がれるかという点の議論は非常に分かれている。われわれがお示ししている標準形は、ブッシュ減税のうちの中低所得者向けは継続、長期の失業保険も継続だが、オートマティカルな自動調節は非常に分かりにくく、どの程度のスピードでやるかというのとは分からない。マーケットのリサーチャーなどをみても、GDP対比でみて大きい人は2%、3%も来年引っ張ると言っているが、選挙次第だが、われわれはその半分位のGDPベースで0.8~0.9%位の下押し効果、再来年については-0.5%というように入れている。入れてはいるが、色々な財政政策に対して、どの程度フロントロードに財政の引締めをするかどうかについてのペースと中身については、選挙後、新政権のもとで議会との関係がどうなるかというところの不確実性が大きいと思う。であるから、石田委員

がおっしゃったとおりに、企業家の方はその辺を堅め堅めと慎重な姿勢を既に始めており、これがPMI等について反映され始めているということはおっしゃるとおりだと思う。ただ、一般の消費者や失業者が、これをどのように織り込むかということについては、まだ消化不良の状況が続いているのではないかと私は考えている。

西村副総裁

最近の民主党では、フィスカルクリフで構わないという議論がかなり強く出てきており、しかもかなり現実性を持って出てきているので、この部分に関しては、特に企業家は非常に真剣に捉えている。特に国防関係の人は、レイオフするのに何か月か前——3か月前であったか——に通知を出さなければならないので、そろそろ考えなければならない時期にきているから、かなりの影響があるだろう。

石田委員

国防産業の設備投資が止まっているという議論もある。

西村副総裁

そうである。本当に止まっているかどうか、よく分からないが。ただ、一点、ある意味のパズルなのは、設備投資が高くJOLTSで求人率は非常に高くなってきている一方で、生産は受注在庫をみると非常に低い。このパズルを、一体どう考えるべきなのか。正解を求めている訳ではないが、考えるとしたらどういうように考えれば良いか。

大野国際局長

JOLTSについては、少し数字が良すぎるのではないかという話はあると思う。雇用については、先月は16万人で随分良いと言った訳だが、その前の2か月は、8万人、9万人と、凸凹した中で全体としては緩やかな

雇用増加という程度を基本形にみた方が良いと思う。

西村副総裁

それが物凄く長く続いている。それが少し理解できない。何か構造的なものがあるのか。そうなってくると、構造失業率の話とかそういった話になるが、そこまでいかなくともアメリカの産業のセンター・オブ・グラビティが少しずれてきているのではないかという感じがする。それは、白井委員とやり取りがあったいわゆる貿易とも関係しており、リーマンの後は、リーマンの前と同じ形の貿易の回復は今度は多分見込めない。とすると、もしわれわれがこれから回復をみていくとしてもかなり違った見方をしていかなければならないのではないか。これは逆に言えば、例えば日本の輸出への影響が小さくなってしまっているのではないかということについて、リスクの段階ではあるが、考える必要があるのではないかと思っている。

山口副総裁

幾つかあるのだが、一つは、アメリカの補正予算についてである。来年の3月末まで補正を組む、従来1か月程度の補正を半年に延ばすという話が出てきている。この政治的な意味は何なのか。大統領選挙があり、その後空白期間がある。それを凌いで取り敢えず3月末までの予算執行はしっかりできるようにしようというのが、多分狙いなのだが、それについて民主党も共和党も一応の合意をした。このことの持つ意味は何なのだろうか。私自身よく分からないので、何か解釈があったら教えて欲しい。

それから事前に配られている資料-3（参考計表）で、アメリカの金融をみると、図表6-6（1）では、ハイ・イールド債を含めてそこそこの社債発行が行われているようにみえる。（3）の銀行貸出をみると、商工業向けを中心にじわじわと伸び率が高まっている。こうしたアメリカの企業の資金調達姿勢はどういうところからきているのか、業種には特徴があるのか、その辺りを教えてもらいたい。

次はヨーロッパだが、図表8-4でM3と対民間貸出の直近の動きをみる

と、M3は2010年を底に少しずつ伸び率を高めている。一方で貸出の方は、急速に落ちてきている。このギャップは、どう説明すればよいか。

大野国際局長

まず、最初のアメリカの補正予算の政治的に持つ意味については、見識がない。

山口副総裁

調べて教えて頂きたい。

大野国際局長

了解した。

それから、もう一つの米国の企業の資金調達だが、企業活動自体、足許のマインドは非常に慎重化しているが、企業活動、企業収益環境自体はそれほど悪くない。むしろ、好調な状況だと思う。直近四半期の業績予想も8割方出てきているが、出れば出るほどわりとましである。企業については、製造業、それから自動車等もそうであるし、IT関係、情報産業サービス等についても悪くはない状況である。そういった中で、米国国内の社債市場、金融市場については、極めて安定的であるし、国を超える資金の状況についても、むしろ米国に回帰している資金流入の状況であるので、企業の発行条件については、良好な発行環境が維持できている。もう一つ、銀行貸出についてだが、これは資金の直接調達が良好なうえに、貸出についても、企業に対しても家計に対しても色々な分野に対して驚くほど安定的に出ている。それは消費者信用、それから最近では、住宅との関係でプライムベースでの貸出も安定的に出てきている。このように、米国の国内の需要に近い企業は、資金の調達環境も良好であるし、借入需要も旺盛である。

山口副総裁

その他の実体面、実物面でのデータが結構振れているのと比べると、この数字は比較的安定している。

大野国際局長

安定的である。ただ、資金調達の方はほとんどリアルベースでみて良いと思うが、この種の計数、特に貸出についてはバックミラーなので、足許で生産やそういったものを抑えようという企業のマインドの低下が少し出てきているので、この辺の動きが足踏みする可能性はあるかもしれないと思っている。

それから、M3との関係だが、これは自信を持って言えないが、対民間貸出の伸び率、やはり銀行貸出については、欧州の域内でのいわゆる銀行のデレバレッジが相当きつく効いているのではないかと思う。周縁国の中は、相当絞られてきているし、足許については、先程申し上げたコア国についても何となく経済が全体的に鈍化してきている状況であるが、恐らくドイツとかフランスについても、貸出等は急速にはないがブレーキがかかってきているという感じがあると思う。ここからのギャップのところが難しいが、私が思うには、ここの部分のギャップは、やはりECBは流動性供給を相当程度激しくしていて、それが何らかの形で回り回って、M3のところで支えているのではないかと思う。ただこれは、間違っているかもしれない。

山口副総裁

調べて分かったら教えて頂きたい。

石田委員

先程の図表6-6(3)銀行貸出だが、私もこれを前からずっとみていたが、この頃少しどうかなと思うのは、これはFRBベースの数字であり、ベースが大きいFDICの数字をみるとこれほど伸びていない。ただ、ま

だ4~6月の数字が出ていないので確たることは言えないのだが、そういう意味では、殊に不動産絡みとかは、両方みていかないと分からないのかなという気がする。

大野国際局長

不動産はおっしゃるとおりである。

西村副総裁

先程の山口副総裁の補正予算の話だが、私の記憶では、基本的にはあれはかなりミニマムなことをやるためのものなので、債務上限が来た時におたおたしなくて済むというのが一番大きな意味である。それ以上の大きな意味はない。日本の補正予算とは、全然意味が違う。

山口副総裁

昨年8月を繰り返さないということだな。

西村副総裁

それだけである。

山口副総裁

それだけなのかどうかというところを確認して頂きたい。

大野国際局長

分かった。

宮尾委員

一点、米国の自動車販売の見通しだが、これまである程度堅調に推移してきているという評価だったと思う一方で、調査統計局の資料にもあったが、在庫がわりと積み上がっている。日本の自動車輸出も足許少し

落ちている。今後の見通しはどうか。出荷も増えて在庫が増えているのか、それとも意図せざる在庫の増加のような形なのか。今後の販売の見通しについて、どのように考えているのか。

大野国際局長

コンセンサスをみると、足許 1,440 万台位のペースであるが、大体 1,500 万台位はいけるのではないかとということであり、わりと高い状態でこれを維持できるのではないかとというのが大方の見方である。ただ、日本からの輸出との関係で言うと、国内での在庫が溜まり気味というのは間違いないが、今の標準的な見方は、少し時間をかければこれが捌けてくるというものであり、このままわれわれの標準シナリオのように緩やかに米国経済が回復すれば、いずれはパイプラインが流れていくのではないかとこのころが基本形だと思う。米国の自動車販売の先行きについては、それほど心配していない。

木内委員

図表 1 のグローバルの製造業 PMI で製造業の弱さが気になる。この統計だけでは精度の問題もあるかもしれないが、水準としては 2009 年以來の水準まで落ちてきている。リーマン・ショック後世界経済が持ち直し、それ以降も例えば欧米のバランスシート調整もあるので回復したと思ったらまたソフトパッチみたいに、毎年、年の半ばにかけて弱くなる場面があった。この水準でみると、もしかしたら、過去 2010 年、2011 年の状況よりもむしろ悪くなっているのではないかと。例えば、バランスシート自体は、ある程度欧米で調整が進むとしても、政策効果自体は、金融緩和の政策効果が小さくなる、あるいはヨーロッパで言うと、本格的に財政の再建をしなくてはならないため、むしろ事態がより悪くなっている心配はないかということである。先程、ご指摘のようにアメリカや中国では内需の回復の兆しもみられるということだが、それによって製造業が回復していくというのが、今のメインシナリオなのだろうと思う。逆に生産の弱さに

よって、例えば、雇用の悪化を通じて、内需の方が抑制を受けてしまうようなリスクはないのか。足許の製造業の弱さが短期的な在庫の調整だけであれば、一時的な調整ということで、内需の安定に伴って製造業も戻っていくということだと思うが、果たしてそう言い切れるのかどうかということが一つである。

それから、もう一つは、こうした中で、世界経済が戻っていくためには、やはり新興国の政策期待が大きいと思うが、それにどれだけ期待できるのか。政策効果が出にくいような何か障害はないか。例えば、中国で言うと、5月以降、政策対応した、緩和もした、財政も出してきたがその結果として、住宅価格が上がってくると、政府の方がそれに対してブレーキをかけなければならないというようなことである。例えばインドで言うと、景気は非常に悪いがインフレ率が非常に高いので、そもそも必要な政策対応が打てず緩和ができない。あるいはブラジルのように、あれだけ大幅な緩和はしているが、まだ経済の方が必ずしも思わしくないというように、先進国同様に政策対応の効果が出にくいような何か障害があって、期待されている新興国での政策効果に、今後、想定ほど期待できなくなるというようなリスクについては、何か考えがあるか。

大野国際局長

まず、最初のPMIだが、受注・在庫バランスで言えば、2009年、2010年に比べて今随分低いのではないかというのはおっしゃるとおりである。ただ、一つ申し上げれば、リーマン・ショック以降の落ち込みが激しかったので、その回復局面の2010年位の山はそのダウンからのアップと考えると頂ければ宜しいのではないかと思う。ただし、製造業PMIの最近のレベル感がゼロ近傍になっているということは、生産活動について予断を許さないということであり、全くおっしゃるとおりだと思う。もう一つ、おっしゃった製造業の方からグローバルベースでの逆回転で内需に跳ね返ってくるかどうかということについては、もう少しゆとりがあるのではないかと。特にエマージング諸国については、そうだと思っている。例えば、輸

出、生産は、先程申したNIEsについてはかなりきつい。その他の例えばインドネシアであるとか、フィリピンも入れてもいいかもしれないが、ASEAN諸国については、内需はかなり堅調な動きがあるので、今、足許そういったASEANの諸国等について全体的な経済のパフォーマンスが悪い訳ではないので、ここで踏みとどまって世界経済全体が上方のトレンドに復せば、逆回転に陥るリスクは、現時点においてはまだ大きくないというようにみて良いと思っている。ただ、もう一つ、木内委員がおっしゃったインドについては、その政策面との関係についても多少減速感はみられる。RBIなども直近において、経済成長の見通しをエッジダウンするというような動きがあるが、インド経済自体の内需ということ言えば、消費等についてこれは根強い需要はあると思う。ただ、政策効果との関係では、インフレ期待が根強い中で追加的な緩和を打つ余地はない。そういう意味で限界があるというのは、それもおっしゃるとおりだが、インドについては今の基調的なパフォーマンスは、5~6%の間位は持続できる状態にあるのではないかと思っている。

二つ目の質問に移ってしまっているが、その他の諸国についての政策を妨げる要因ということについては、インドもそうであるし、インドネシアも多少そういう部分はあると思うが、インフレ期待、あるいはインフレ抑制がまだはっきりとしておらず、しかも少しデフレ的な圧力が強い国については、両睨みで相当厳しい政策運営が必要であるという意味での限界はあると思う。ただ、中国がその中に入ってくるかどうかについては、私はそれほど可能性は大きくないのではないかと思っている。中国の場合、一番大きく効いている政策について言えば、それは行政的な手段で、特に固定資産投資に関する色々なインフラ投資、高速道路、鉄道、地方の数千億元に亘るプロジェクトが今スタートを切っているので、この広い意味での政策効果は期待可能であると思う。ただ、そのペースが重要であって、アクセルを踏み過ぎた場合に今度はアップサイド・リスクについても中国は埒外ではないという部分はあると思う。

中曾理事

大きな話になってしまうかもしれないが、大野国際局長が申し上げたように、新興諸国の政策効果は置かれている国によってかなり違う。インフレ率を懸念しなくてはならない場合、あるいは緩和した時に資本が流出してしまうリスク、あるいは不動産市況が再過熱してしまうようなリスクがあるのだが、大きく言うと、マクロ政策を打った場合、効果もそれだけ広くなってしまう、局部局部に副作用と言っていいような効果が現れてしまうということが、特に新興諸国では認識されてきているのではないかと思う。従って、マクロ政策と並行して、あるいは補完的と言って良いと思うが、彼らが盛んに言うようになっているのは、マクロプルーデンス政策というものである。資本流出を抑えようとすれば、その部分については、いわゆるマクロプルーデンス政策というものを使って抑える。新興諸国では、広い意味でそういう政策の組み合わせを志向しているのではないかと思う。ただ、マクロプルーデンス政策というのは、定義が非常に曖昧であるし、取りようによっては資本規制や外為規制のようなものも含めてそう呼んでいる場合もあるので、こういった政策の組み合わせが本当に有効なのかどうかというのは untested であると思う。以前この場でも申しあげたことがあると思うが、中国については、

、特に今年は指導者層が代わるので、中央政府で国務院のハイランクを目指している人達は、当該地方政府の成長率そのものが実績として評価をされてしまうというバイアスが今年は働きやすいので、中央政府——人民銀行も含めてだが——は緩和をし過ぎないようにする、つまり中央が緩和をすると地方はそれ以上に緩和しようとするバイアスが働きがちであるので、その辺を含めて注意深く政策対応をしているという話を、

はよく聞くところである。

白川議長

他にないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

事前にお配りしてある資料－4（参考計表）に沿ってご説明したい。まず、図表3の公共投資である。公共投資は前月から1か月分データが追加されているが、公共工事出来高は、4～5月は1～3月対比で+1.9%と増加が続いている。それに先行する公共工事請負金額であるが、こちらは4～6月まで出ているが、前期比で+9.2%と大幅に増加しているので、公共投資は当面増加が続くという判断で良いと思っている。

続いて、図表5の輸出入をご覧頂きたい。まず、輸入から申し上げる。4～6月は前期比で+3.2%であり、1～3月は小幅減少しているが、均してみると緩やかな増加傾向である。これは、基本的に内需が堅調、あるいは火力発電が増加して燃料が増えていることによるものである。一方、輸出についてみると、4～6月が前期比+4.1%と高めの伸びとなっているが、月次では4月に+6.4%となった後、5月、6月と小幅の減少となっている。元々4月は出来過ぎであったと申し上げてきた訳であり、反動減自体は想定範囲内であるが、後程申し上げるが、企業からの情報、あるいは生産動向などを踏まえると、輸出関連の受注は思っていたより足許少し弱めに推移しているという感じがする。図表7で、4～6月の数字について地域別に確認しておきたい。基本的に前月までの報告と変わらないが、幾つか申し上げると、EUは6月が単月で前月比-10.9%となり、ここまで弱い数字が続く訳ではないと思うが、四半期でみると3期連続の減少となっており、やはり弱いなということである。中国、NIEsについては、四半期ベースで2期連続減少の後、4～6月は少し増えているが、現時点で明確なトレンドが分かったというところまでいかない。もう少し様子を見たいと思っている。米国向けについては、第2四半期で+4.7%としっかりしている。5月、6月と連続で米国向けは減少している。これは基本的に

自動車によるものであるが、先程も宮尾委員からも話があったが、図表 8 をご覧頂くと、在庫が溜まっているというより、日系メーカーで供給不足から一旦落ちた在庫の復元の動きが一巡したというように考えている。在庫が復元する時には、最終需要より多い輸出がされるので、それが終われば最終需要並みの輸出になってくるということで、一時的に減少するということだと思っている。図表 8 (2) の米国の自動車販売については、緩やかな増加傾向にあるので、この傾向が維持されれば輸出についてもいずれ増えてくると思う。このように申し上げた上で、輸出の先行きについて、現時点の日本企業の見方を幾つか申し上げますと、基本的に足許の受注は、欧州——これは直接、間接も含めてであるが——、あるいは中国向けの弱さから伸び悩んでいるという声が、この 1 か月でもやや増えている感じがある。幾つか具体的な例を申し上げますと、まず、第一に、電子部品関連は欧州を中心にクリスマス商戦に慎重な見方が増えるもとの、セットメーカーからの受注が伸びないという声が増えている。第二に、自動車で欧州向けがさらに弱まっているほか、アジア市場などでのドイツ車との競合も強まっているという声も少し増えている感じがある。米国についても、極く一部に高級車についてドイツ車と競合しているという話があるが、そこまで強く出ている訳ではないと思う。第三に、鉄鋼などの素材、あるいは建設機械が、中国において内需の伸び悩み、あるいは欧州向けの輸出減少の間接的な影響がある中で、以前から言われていることではあるが、中国メーカー自体が過剰設備を抱えどうしても作りやすい傾向にあり在庫が溜まっていく傾向が強まっているということであり、そのため中国向けの輸出が弱くなっているというような話がある。先程も大野国際局長から話があったが、海外経済が先々持ち直していくということを前提に——私共も日本の企業から聞いてもそういうことかと思うが——、10～12 月辺りには輸出の増加が明確になっていくというシナリオを維持することで良いと思っている。ただ、元々想定していたことではあるが、7～9 月については一旦伸び悩み、想定比幾分下振れて少しマイナスになるという可能性をみておいた方が良いと思っている。以上が輸出である。

次に収益、設備関連であるが、図表 15 (1)、(2) の大企業の収益は、野村証券調べで企業の見方がそのまま反映されている訳ではないが、これも踏まえながら申し上げたい。上場企業の 4~6 月の決算が結構出ているが、通期の見通しについて、(2) 大企業収益の修正状況にあるとおり、2012 年度は足許少し下振れているという感じである。大きく下振れているというよりも少し下振れている。製造業で特にその傾向があり、これは、電機、鉄鋼、建設機械の辺りの下振れで大体説明される。②の非製造業も少し下振れているが、基本的にこれは電力ということであり、電力を除けば非製造業はむしろ少し上振れているという傾向である。製造業については、通期見通しは若干下振れてはいるが、(1) 大企業収益の推移①製造業のグラフにあるとおり、2012 年度にかけて増益に復するという見方は維持されていると思う。そのもとで、図表 16 の企業マインドをご覧頂きたい。これも月次の指標は表で数字をご説明していたが、結構振れるので、これをグラフにして、四半期の平均値を載せることにした。(5) の全産業は帝国データバンクであるが、収益は良くなっており、基本的に企業マインドに大きな変化はない、緩やかな改善傾向にあるということである。例えば、2010 年頃に比べても水準としては高めになると思う。ただ、細かく色々な指標をみると、足許は少し改善に一服感もみられないでもないということであり、恐らく製造業では輸出回復の後ずれ、非製造業は多分一時的であると思うが、天候不順などで小売があまり良くないということを反映して、そういう動きになっていると思う。これが一時的なのか基調的なのか、もう少しみていきたいと思っている。

次に設備投資である。足許の設備投資について、図表 18 をご覧頂きたい。機械投資の一致指標である資本財の総供給について、緩やかな増加基調が続いている。少なくとも 4~6 月は機械投資は増加したようである。図表 20 の中小企業の設備投資実施企業割合は、傾向的には大体正しいことが多いが、4~6 月の数字をみる限り、収益がしっかりしている非製造業を中心にどうやら中小企業の設備投資は増えたようであるので、設備投資としての基調判断については大きく変える必要はないと思っている。図

表 19 の設備投資の先行指標については、機械受注は明日発表されるので、新しい数字は入っていない。先行きの設備投資に関し、図表 17 に日本政策投資銀行の 6 月下旬の計画——これは大企業である——が出ているが、2012 年度計画は+12.2%と高めの計画になっている。短観より少し後の計画であるが、短観よりも少し高めの計画となっている。設備投資は判断を変える必要はないと思うが、企業ヒアリングでは、大企業製造業が輸出の弱さを反映して、極く一部に計画実施の様子見するという動きも少し聞かれ始めているので、この辺りを注意してみていきたいと思っている。

次に個人消費である。図表 22(3) GDP 民間最終消費支出・消費包括指数・消費総合指数をご覧頂きたい。ここには 5 月までしか入っていないが、その後 6 月が出ており、6 月は反動減となっているが、4~6 月でみればどうやら横ばいしないしは若干のプラスで着地したと思う。元々私共は、1~3 月が出来過ぎだったので 4~6 月が反動減になるのではないかと申し上げていたが、結果的に少し上振れたということになりそうである。このため、来週公表される GDP は、当然出てみないと分からないが、私共が思っていたよりも少し強めに出てくるのではないかとと思っている。その上で、図表 23、図表 24 で月次の指標を確認しておきたいが、まず図表 24(1) 小売店販売であるが、百貨店、スーパーは 6 月まで出ているが、6 月は気温が低かった、あるいは台風が来た等、そしてセール時期が後ずれということから、弱かったということである。7 月についても、大して回復しなかったと聞いている。これは前半の気温が低かったということもあるが、セールの後ずらし自体があまり上手くいかなかったという声が多いということである。ただ、後程ご説明するが、夏季賞与がかなり落ち込みそれで消費が弱くなることを心配していたが、それほど大きく落ち込んでいないという感じである。これは後程ご説明するが、そういう意味では、所得面からの消費の下押し圧力が強まっているという訳ではないと思っている。セール時期の後ずれの影響についても、予想以上に売り上げに影響したという見方も結構あるが、一部には、元々それは見込んでおり、むしろ収益率の改善を狙ったものであると冷静に受け止めている先もあるので、全部

が悪いという訳でもないと思う。

図表 24(2) サービス消費の旅行にあるとおり、7～9 月は出ていないが、夏の予約も含めて旅行は強いということである。図表 23(2) 耐久消費財の自動車についても、7 月まで入っているが、多分 9 月位に反動減になると思う。それは補助金が終わるということであるが、メーカーに聞くところでは、低燃費車に対するニーズは強く、今後、新車も結構出てくるということなので、反動減は前回 2010 年の秋ほどは大きくはならないのではないかという見方が増えているような感じがする。こうしたことからみて、個人消費については特段判断を変える必要はなく、伸びは鈍ってくるが、当面、底堅く推移するという見方を維持することで良いと思う。ただ、ペントアップ需要の動向、あるいは補助金切れの後の自動車の動向等を、注意してみていく必要があると思っている。

図表 28 の鉱工業指数統計で生産について月次の数字をご説明したい。5 月に大きめの減少となった後、6 月は反動増になるかと思っていたが横ばいにとどまった。その結果、4～6 月で -2.2% となった。私共の季節調整の歪みを調整したベースでも、4～6 月は -1% 程度と小幅であるがマイナスで着地した。先々、7 月はかなりリバウンドし 8 月は横ばい、調整ベースでみると 7 月、8 月とも増えるということになっている。恐らく 9 月は自動車の反動減が出ると思うので、7～9 月で纏めてみれば、ここまで強くないと思うが、企業からのヒアリング情報も踏まえると、基調的には緩やかに持ち直しつつあるという判断を維持することで良いと思う。もっとも、少なくとも 4～6 月は弱いということであるので、足許は弱めと評価せざるを得ないと思う。では、なぜ足許が弱いかということであるが、前述のように輸出の回復が後ずれしていることによるものであり、図表 29(3) 生産予測指数の修正状況、あるいは私共が聞いている企業の生産計画をみても、足許下振れ傾向がじわっと強まっているという感じがする。いわば需要の逃げ水的な現象が強い訳ではないが、そういう傾向がみられているということだと思う。企業へのヒアリングも踏まえると、10～12 月にかけては引き続き輸出回復を主因に生産も持ち直すと想定している

訳であるが、海外経済減速の長期化などに伴う下振れリスクについては、十分な注意が必要かと思っている。

続いて雇用である。図表 32 に沿ってご説明したい。有効求人倍率は 6 月が 0.82 倍と僅かながらさらに上昇している。新規求人倍率については、5 月に比べると少し下がっているが、四半期の数字でみられるとおりに均してみれば上昇が続いている。失業率は、2 か月連続で僅かながら低下しており、長い目でみれば、振れが大きいながらも緩やかに低下しているということだろうと思う。このように労働需給は全般に改善傾向を持続しているという判断で良いと思う。そのもとで、賃金であるが、名目賃金の 6 月については、前年比 -0.6% と小幅のマイナスとなった。これは基本的に、特別給与が -1.5% となったことによるものである。夏季賞与のうち、6 月に支払われるのが大体 6 割位であるということなので、7 月をみてみないと分からないが、小幅のマイナスということである。図表 35(2) 賞与の業種別動向をご覧頂いて分かる通り、2012 年度の夏季賞与については、昨年の賞与に比べるとマイナス幅が少し拡大しているということになる。これは、基本的に昨年度の企業収益が悪くなかったことがラグをもって反映されたものであるので、ほぼ想定範囲内と思っている。(3) の経団連、日経新聞等のアンケート調査は大企業が対象となったものであるが、これによれば -2.5% とか -3.3% となっているので、これに比べるとマイナス幅は小さい。相対的に収益が堅調な中小企業の賞与が相応に底堅いということが影響したというように解釈している。

最後に図表 36 の物価である。今回は、企業物価は出ていない。出たのは C S P I と C P I である。C S P I については、除く国際運輸ベースで見ると、6 月は少し低下して前年比 -0.1% とゼロ近傍となった。5 月に比べて低下した理由は、前年が震災の影響で弱かったことで 4 月、5 月が押し上げられていたが、その効果が薄れたためである。ただ、傾向的には、企業活動の持ち直しを反映してマイナス幅が縮小し概ね下げ止まっているということで良いと思う。続いて C P I であるが、全国の C P I は、除く生鮮食品で見ると、6 月は前年比 -0.2% と 5 月に比べて若干マイナス幅が拡大して

いる。これは、石油製品がマイナスに転化したことが主因である。ただ、除く食料・エネルギーでみても、 -0.6% で変わらずということであるので、極く足許は改善が一服しているということだろうと思う。7月の東京は、除く生鮮食品でみて変わらずということになった。こういう動きを詳細にみると、恐らく7月の全国については、6月と同程度ないしはマイナス幅が若干拡大する可能性が高いと思っている。図表44で少し長いトレンドをみたい。物価の基調的な動きをやや長いトレンドで均してみると、刈込平均は振れを伴いつつも緩やかに改善傾向にあり、(2)の上昇・下落品目比率も緩やかな改善傾向にある。足許の水準は2006年初め位と同じところまで改善しているので、基本的には需給バランスの改善を反映して、緩やかな持ち直し傾向にあると思う。需給バランス以外では、恐らく国際商品市況の影響ということになる訳であるが、一頃、ドバイ原油が90ドル近くまで低下していたが、今、100ドル半ばあるいは後半まで持ち直しているということや、穀物価格が大きく上昇していること——小麦については、大体半年遅れで政府の売り渡し価格は前の半年辺りをベースに決められるので、来年4月位から値上がってくると思う——も踏まえると、来年度にはCPI前年比のプラス幅が拡大していくという判断を維持することで良いと思う。ただ、図表44の(1)の刈込平均でみても、極く足許は改善が一服しているということがある。これは、石油製品の変動が刈込平均にも影響を与えているという部分もあるので、基調として弱まっているということばかりではないと思うが、私共がみているCPIの先行きの見通しよりも、極く僅かであるが、足許下振れ気味という感じもあるので、これが一時的にとどまるのか、少し長引いていくのか、注意してみたいと思う。

最後に纏めさせて頂く。実体経済の現状については、前月と同じく、内需が堅調に推移するもとの、緩やかに持ち直しつつあるという判断で良いと思う。先行きについても、企業収益を中心に所得形成が前向きに動き始めているということなども踏まえると、次第に緩やかな回復経路に復していくという見方を維持するということが良いと思う。ただ、この前提とし

て、海外経済が減速した状態を脱していくということがあるので、この点については、少し後ずれ気味だということも否定できないと思う。これまでは、内需の上振れが外需の下振れをカバーしてきたが、海外経済の減速がさらに長引いた場合には、設備投資などへの影響を踏まえ内需がカバーしきれない可能性もある点には、十分な注意が必要かと思う。物価については、当面、マイナス領域も含めてゼロ近傍で推移するという見方を維持するということが良いと思うが、下振れ気味の傾向が長引かないか注意してみていく必要があると考えている。私からは以上である。

白川議長

質問をどうぞ。

佐藤委員

幾つかあるが、最初に個人消費についてである。声明文等でもマインドについて言及されていると思うが、マインドをみると、改善していたりあるいは悪化していたりする。ただ改善しているものについて、例えば消費動向調査等をもても、それほど顕著に改善している訳ではない。悪化しているものとしては、景気ウォッチャー調査の家計部門のところ——これが本当に家計部門のマインドなのかどうかという議論があるところかもしれないが——がある。果たして、そこを前面に取り上げる必要があるのかどうかというところである。それから、CPIについては色々指摘があったが、刈込平均がこの2か月間ほど少し弱いというところは個人的に気になっている。具体的に何が刈り込まれて、あるいは残ってこうなっているのかというところであるが、分かる範囲内で教えて頂きたい。

前田調査統計局長

後者の点については、あまりにも細かいし、私自身も全てを把握している訳ではないが、刈り込まれているのは何十品目にも亘り、分かりやすいのは、先程も申し上げたようにガソリン、石油製品であるが、これが昨年

末までは上で刈り込まれていた。それが、今度は6月からは下で刈り込まれるということが起きた。そういうことが起きると、実は刈込平均というのは下にいくということが理論的に言える。あと、テレビが一時期刈り込まれていなかったが、少し下がって、足許、下で刈り込まれるということになったりしているので、その辺りが影響していると思う。もし、細かいところが必要であれば、また別途、個別にご説明の機会を設けたいと思う。ただ、先程も申し上げたが、例えば図表 44(2)の上昇・下落品目比率——これはいわゆるD Iみたいなものである——をみると、特段ここに来て下方に動いている訳ではないと思うので、基本的に何かここに来て基調が変わったという訳ではないと思っている。しかも、刈込平均についても、そういった相対価格の影響を受けるというものでもあるので、数か月のタームで上に行ったり下に行ったりということは十分あり得ると思っている。今のところ、ゼロ近傍という判断で良いのではないかと思う。先程申し上げたように、こういう傾向がこれからも続いていくかどうか、注意してみていく必要があると思っている。

個人消費については、マインドは図表 25 にあるとおり、消費者態度指数でみても、生活不安度指数でみても、消費者に聞いたものについては、振れを伴いながらも緩やかな改善傾向にあるということである。この背景には、雇用、労働需給が改善傾向にあるということがあると思う。それに支えられて改善しているので、勝手に改善しているものではない、経済のメカニズムとして改善する理由があるものであるというように考えているために、改善傾向という言葉を使っているということである。景気ウォッチャーについては、参考と書いてあるが、基本的に職場における個人に聞いているもので、どちらかというとサプライサイドの見方を反映し、かつ振れが大きいので、あくまで参考と考えているということである。

白川議長

先程の刈込平均に関し、少し技術的な話であるが、どのようにして刈り込んでも先程言った問題は起こる。今、われわれは 10%刈り込みを使っ

ている訳である。例えばF e dで、確かクリーブランド連銀だったと思うが定期的に刈り込みの数字を出していて、私の記憶だと 15%程度の刈り込みだったと思う。先験的に何が良いという訳ではなく、結局、ヘッドラインを予測する上で刈り込みが、除く生鮮食品と同じように予測可能性が高いということで、使っている訳である。今の 10%に到った経緯としては、切りが良いから 10 という数字だったのか。それとも何らかの根拠があったのか。

前田調査統計局長

白塚現松山支店長が考えたものではなかったかと思う。恐らく予測可能性が高いものとして 10 を選んだのではないかと推察されるが、経緯は承知していない。

白川議長

これは 10 にしても 15 にしても、勿論起こる問題ではあるから・・・。

西村副総裁

クリーブランドの場合は、幾つかの刈り込みのケースをみて、一番将来の predictability が高いものとして、12、15 あるいは 12.5 か忘れたが、それを選んでいる。それをかなり定期的に変えているはずである。

白川議長

定期的に変えているのか。

西村副総裁

それは、凄く大変な作業である。

白川議長

それは、やってくれとかそういう訳ではない。

前田調査統計局長

一応確認しておく。

山口副総裁

総裁が理事時代にその分析を白塚支店長から聞いて、それで良いだろうとなったように私は記憶している。

白川総裁

了解した。

木内委員

雇用のところであるが、労働需給は改善傾向にあるが、それと比べると賃金、給与の改善が遅れているという印象がある。夏のボーナスだけでなく、所定内給与も6月はマイナスであるし、あまり改善がみられていない。これは、労働需給の改善に応じて今後改善していくという見通しで良いのかどうか。企業収益の改善が賃金、給与の改善という形で流れていき、それが内需主導の回復に繋がっていく、あるいは物価の改善にしっかり繋がっていくというようにみて良いのかどうか。

前田調査統計局長

図表 34 をご覧頂きたいが、幾つかのポイントがある。労働需給が改善して失業率も少し低下してきているが、それと比べて賃金が弱いかどうかという点から申し上げる。これは 2000 年代半ばが凄く弱く、今回については、例えばリーマン・ショック後の 2009 年に相当落ちた。そこからの改善傾向自体は、長い目でみた場合、労働需給の改善に比べて極めて弱いということではないと思う。本当に弱いかどうかというのは、もう少しみていかないと分からないと思う。そのうえで、名目賃金は昨年震災等で一旦少し凹んだ後、特別給与の部分を除けば、極く緩やかに改善していると

ということであろうと思う。特別給与については、元々昨年の収益が良くなかったので、今年度にラグをもって効くと思っていたので、そういう意味では、ほぼ想定の範囲内の動きである。今後については、恐らく賞与については冬時点もそこまで強くなる訳ではなく、むしろ少し弱さが残ると思うので、私共としては、賃金全体としてみれば、来年に入った辺りから少しずつ良くなっていくという感じで思っている。今は、改善といっても下落から下げ止まりの段階であって、来年辺りから少し増えていくとみている。それが直ぐという訳ではないが、C P I の下支えにも寄与していくと考えている。

石田委員

所定内給与であるが、パートと一般の構成変化が関係しているというようなことはないのか。

前田調査統計局長

所定内給与で恒常的にマイナスが出ているのは、パート比率が恒常的に上がっているという部分が効いている。

白井委員

この名目賃金は一人当たりか。

前田調査統計局長

そうである。

白井委員

時間当たりに換算したものを一般とパートと分けてみたら、パートは明らかに上昇傾向である。図表 32 でパートの有効求人倍率は 1.12 倍であり、新規だともっと高い。凄く高く、図表 34 のパートの雇用者数をみても相当伸びているので、私は今までと少し違う感じを受けている。一般の方は

ほとんど伸びていないが、パートに関しては明らかに上昇トレンドである。どこが上昇しているのかをみると、今まで落ちていた建設が伸びている。あと、なぜか分からないが、運輸業と郵便業が伸びている。いずれにしても、パートのところに関しては少しタイト感があるという印象を受けており、時給でみると結構出ていると印象を受けた。

前田調査統計局長

全くそのとおりである。

白井委員

もう一つ確認であるが、図表 17 の設備投資であるが、日本政策投資銀行の設備投資計画であるが、今までの説明を聞くと、短観では通常、設備投資計画は年度の初めにわりと低めに出て、段々上方修正されて、最後の実績のところでは少し落ちるといふ感じである。日本政策投資銀行のこの投資計画は四半期ではなく一年に一回であるので、パターンは細かくないが、例えば 2012 年のところで、一年前の昨年 7 月の時の 2012 年計画はマイナスであったが、今回 7 月に出た 2012 年計画では凄く大きなプラスになっている。実績のところでは短観と同じパターンであるとする、これより下がるという感じか。

前田調査統計局長

下がると思う。おっしゃるように、前年の夏の調査で翌年度のことを聞くので、初めはマイナスから出発して、強い時はその後結構上振れる。そして着地としては、どうしても翌年度に後ずれ、ずれ込みというのがあるので下に行くという傾向があり、景気が良いかどうかということにも影響を受けながら、その形状が決まってくる。2011 年度については、一旦 7.3% までいったが、多分地震による後ずれ等もあり、着地としてはかなり下方修正されたということである。第一の点のパートについては、時給は昨年辺りから上がり始めており、足許は比較的しっかりとした感じになってい

る。

白井委員

一般の方に波及すると良いと思う。

前田調査統計局長

一般に波及するには少し時間がかかると思う。元々、一般とパートの賃金格差もあるので、一般はなかなか上がらない。

西村副総裁

公務員、それから特殊法人の 10%の下げは、どの位の可能性があるのか。また、賃金にはどの程度の下方プレッシャーになると考えたらいいか。

前田調査統計局長

数だけで言うと、特殊法人等々の賃金全体への影響はそれほど大きくはない。

西村副総裁

それはそうであるが、地方公務員とかそちらの方はどうか。

前田調査統計局長

地方公務員まで考えると、1割位のウエイトがあるので、全部 10%下がった場合には、1%下がるという計算になると思うが、地方公務員が本当にそこまで下がるかどうかは分からない。

山口副総裁

下がらないのではないかと。

前田調査統計局長

私は 3 割位は追随するのではないかという大まかなイメージを持っているので、そういう意味では 0.3%位ということになる。

宮尾委員

図表 31 の出荷・在庫の表であるが、今後の生産、出荷の動向をみるうえで、在庫のレベル感、中身について、ざっくりで結構だがイメージを教えてください。図表 31 (1) 出荷・在庫のグラフをみると、在庫が過去の水準と比べても若干レベルが高いままで、足許少し調整が進んでいるようである。当然、震災後の在庫積み上げ、在庫復元の動きがベースにあったと思うが、しかし水準感としては少し高いというように思っており、耐久消費財、電子・デバイス、資本財とか建設材も在庫が高いが、全体的に在庫の見通しについて、あるいは今の在庫のレベル感についてはどのように考えたらよいか。

前田調査統計局長

震災もあって、特に前年比でみるとなかなかみづらい感じになっている。レベル感というのは、季調済みの数字だと思うが、在庫が上昇している要因として幾つかある。後ろ向きな要因としては、一つは電子部品・デバイスの在庫は、一旦下がったがまた少し増えており調整が遅れ気味であるというところは気になる動きである。それ以外の気になる動きとして、資本財に入ってくる建設機械で恐らく輸出が弱いということの影響が出ている。もしかしたら、国内向けが良いので、国内向けについては積み増している部分もあるかもしれないが、輸出は弱い。もう一つ建設財について、電炉メーカーなどは復興需要をかなり期待していた訳であるが、その期待と比べればあまり出なかったために、少し積み上がっている。その辺りが弱い話だと思う。前向きな動きとしては、例えば建設財に含まれる太陽電池モジュールが、再生可能エネルギー関係で少し積み増しているという動きがある。自動車については、エコカー補助金の受付終了前の駆け込みに

向けて積み増しているという動きもある。そういう意味で、業種によって大分違うが、全体として非常に在庫が過大かというところという感じでもないというように判断している。

木内委員

生産財の在庫率の上昇は結構目立つ。そこが景気動向指数の先行C Iが下がっている一番の背景になっている。これは日本国内だけでなく、アジア地域全体で電子部品を含む生産財の在庫がもう一度積み上がり、調整圧力がかかっている。その結果として、アジア地域全体の輸出や生産が少し崩れてきて、日本にもそれが表れているのではないかという気がする。

前田調査統計局長

生産財の中に電子部品・デバイスが入っているので、その影響があると思う。電子部品・デバイスについては、足許は過剰であるというように思う。

木内委員

電子部品・デバイスだけではなくて、例えばその他素材系の鉄鋼とか紙とか。

前田調査統計局長

よくみていないので分からないが、私の理解では、国内の在庫が溜まっているというよりは、中国で在庫が溜まっていて日本からの輸出、出荷が伸びないということだと思うが、アジア全体で足してみればおっしゃるとおりかもしれない。I I P統計で上がっているかどうかは確認していないが可能性はある。ただ、生産財については、図表 31 にあるとおり、どちらかというところ、在庫調整、在庫循環的には少し良い局面にきている感じはあり、統計だけをみた場合、出荷の伸びの方が在庫の伸びより高い。

木内委員

在庫率でみると、もう少し上がっていたような気がする。

佐藤委員

需要の逃げ水的な現象ということでは、例えば、生産予測の実現率が下振れてきたり、下振れ幅も段々大きくなってきている。そういう意味では、前田調査統計局長から 7～9 月期の想定比下振れリスクについて言及があったが、その後 10～12 月期にかけて輸出の増加が再び明確になってくる展望に対する conviction の度合いであるが、この辺りはどうか。段々とその辺が厳しくなっている印象がある。

前田調査統計局長

これは、海外経済をどうみるかということに依存している。

佐藤委員

一つは海外経済であるが、もう一つは今指摘があったような海外の在庫も含めた在庫の状況ということである。

前田調査統計局長

基本的には、海外経済がどうかということによる訳であるが、先程も申し上げたが、建機や鉄鋼とか素材関係で中国の在庫が溜まっているので、その点は、仮に海外の最終需要が回復してきても、日本からの輸出の回復を後ずらしさせるという方向に働き得ると思う。一頃に比べれば、先程から申し上げているように、輸出、生産の回復は後ずれ気味である。元々 7～9 月から回復するであろうと思っていたところが、それははっきりしないという感じになっている。ただし、10～12 月まで現時点で回復できない可能性がかなり高いという判断もまたしにくいかなど思っている。勿論、そこは色々なご意見があると思うが、基本的には 7～9 月と考えていたところがもう少し後ずれする——元々、7～9 月はそれほど伸びないとは思っ

ていた——とっていた方が良くと思う。

木下理事

今のような見通しについては、調査統計局長としてこう思っているという説明をしているが、バックグラウンドとしては、色々な企業に話を伺ったのを足しあげてきたことと照らし合わせて申し上げているので、そういう見方が多いという事実の説明であるという側面もある。

佐藤委員

元々、4～6月期の生産を若干のプラスとみていたところが、実勢ベースで下振れ、それから7～9月もまた少し厳しくなっているところである。

前田調査統計局長

企業からヒアリングして、4～6月、7～9月の生産計画がどうかということをご報告しているが、それと比べて下振れてきているということは事実だと思う。ただ、先程も申し上げたように、4～6月について言えば、確かに生産は下振れた訳であるが、GDPで見れば、正直申し上げて、われわれがみていたよりもむしろ若干上振れている。少なくともこれまでは、外需の下振れ、あるいは生産の下振れを、内需が more than offset で来ている。製造業部門は多少弱い、だからといって経済全体が思ったより弱いということではないと考えている。

白川議長

今の話とも絡むが、改めてこの一年半位のG7を初めとする先進国のGDPの四半期の推移をみると、この1～3月も4～6月も——4～6月はまだ出ていないが、一応、民間予測ベースでみると——日本のGDPが数字としては非常に強い訳である。外需は私共の想定に比べてやや弱い、内需は想定よりも強かった。幾つかの理由があるが、内需が強いというのは、

広い意味での復興関連需要が想定よりも強かったということになるのであろうが、そのうちの直接的な復興関連需要の公共事業は、当初は、様々なボトルネックで思ったより出ないということがあったが、最終的に出来高でも請負でも数字で確認できてきている。今増えてはいるが、今のこの増え方というのは、評価としては、ほぼ想定どおりという感じなのか、あるいは現場の声として、本当はもう少し出るはずだがまだ十分には出ていないという感じなのか、その辺の評価はどのような感じか。

前田調査統計局長

元々私共は、公共投資については、発注されても実際の工事は大分後ずれするであろうと思っていたので、それと比べて遅れているということはない。一方で、被災地以外で色々な耐震強化の動きが出ているので、多少上振れ気味ということであろうと思う。

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。

内田企画局長

事前にお配りしている資料-5(参考資料)と、本日出た指標があるので本日お配りした資料-5(参考資料)【追加】の二つをご覧頂ければと思う。基本的には事前にお配りした資料-5(参考資料)で説明する。

それではインフレ予想からであるが、図表1の家計・企業のインフレ予想については新しい数字は出ていないが、確認だけすると(2)の消費動向調査をみて頂くと一番右側の方に小さい山が出来ているが、この辺は先程の物価の話でも出たとおり、原油価格の上下が家計にアンケートを取った時の状況としても出てくるということだろうと思う。図表2であるが、エコノミストのインフレ予想も明日ESPが出るので新しい数字はない。数字だけ確認して頂くと、(2)の7月の調査で、2012年度が+0.1%、2013

年度が+0.2%ということである。図表3は市場のインフレ予想であるが、こちらは7月まで数字が出ているが状況は変わっていない。今後1年間のところが+0.1%、1年から2年までが+0.5%、2年から10年までが1.0%ということで、これまでと状況は変わっていない。(2)インプライド・フォワード・レートも長いところを中心に下がっているということであるが、これはインフレ予想の変化というよりはグローバルなイールドカーブのフラット化を映じたものだろうと思っている。以上がインフレ予想である。

図表4から図表7までが、政策金利と実体経済の関係、政策金利水準の評価である。まず、図表4と図表5は、実質コールレートとトレンドとしてのGDPあるいは潜在成長率との比較であるが、6月のCPIまで出てリバイスしているが姿は変わっていないということだと思う。6月のCPI除く生鮮ベースまで入れると第2四半期で0.0%となる。従って、実質コールレートは名目と同じで+0.1%ということになる訳であるが、その+0.1%の実質コールレートと比較した場合、HPフィルターによるトレンド成長率はちょうど+0.1%で同じ、それから図表5の潜在成長率は+0.4%ということであるので、大きく言えばほぼ中立という評価で宜しいかと思う。続いて図表6、図表7はテイラー・ルールであるが、同じく6月CPIまで入れたベースで申し上げると、除く生鮮ベースでHPフィルターの方が+0.4%、それから図表7の通常使う生産関数アプローチの方が-0.9%となる。テイラー・ルールでみると、まだ若干引締めの感じが残っているということだろうと思う。以上が政策金利水準の評価ということになる。

次に企業金融関係を、金利、ボリューム、アベイラビリティの順番に申し上げる。まず金利であるが、図表8の貸出約定平均金利は、短期の除く交付税特会向けベースでみると1.322%と前月から低下しているが、大きく言えばこれまで1.3%台が多いので横ばい圏内といって良いと思う。一方、長期の方は0.996%と1%を切った水準が出ている。統計開始以来、5月に初めて1%を切ったと申し上げたが、引き続き1%を切った水準、歴史的な低金利ということだろうと思う。企業が直面する金利水準は極め

て低いということが言えると思う。CPは0.13%となり、ここはずっと0.13%であるのでほぼ横ばいで、下限に近いところで横ばいということだろうと思う。社債発行レートはAA格をみている訳であるが、0.45%と前月から若干低下した。これも横にみて頂くと0.5%位であるので、わりと低めの水準ということがいえると思う。スプレッドのところをAA格でみて頂くと+0.26%と前月に比べると多少下がっているが、水準的には今までに比べると高めになっている。この背景は電力債の発行が再開したというところにある。関西電力が1,000億円、中国電力が200億円ということで、それぞれ対国債スプレッドでみると+63bp、+40bpと、これまでの+10bp以下であった電力債のスプレッドに比べればやはり高めであったということだろうと思う。ただ、漸く再開したということは重要なインフレーションだろうと思う。因みにこれは7月までであるが、今日の新聞にも出ていたが、昨日8月7日に東北電力250億円、九州電力500億円の発行があった。それから本日、北陸電力200億円の発行がローンチされているということで、電力債の発行がスプレッドは高いながらも再開されたということだろうと思う。金利について、全体観をみるために図表13の法人季報ベースのROAと平均支払金利の比較——新しい数字ではないが——をみて頂ければと思うが、平均支払金利は歴史的に低い水準まで下がってきている。一方でROAが過去の水準に近いところに来ているので、その差が開いているということで企業が直面する資金調達環境は極めて良いということだろうと思っている。

図表14からボリュームである。今朝新しい数字が出たので、本日お配りした追加資料の図表14をみて頂ければと思う。民間部門総資金調達は-0.4%と前月の-0.5%から0.1%だけ改善した。改善の寄与度をみて頂くと、銀行・信金・外銀が+0.3%ポイントから+0.4%ポイントということであるので、この改善が効いているということになる。民間銀行貸出残高の銀行計をみて頂くと、6月の+0.9%の後、7月+1.0%と0.1%だけであるが改善した。業態別にみると、都銀が-0.6%から-0.4%とマイナス幅を縮小したことが効いている。この点については、どうも何か大口

があったということではないようで、引き続き、M&A関係、海外の中堅企業への広がりがみられるというように聞いている。それからもう一つは電力であるが、一応、電力債も出ているが、それ以上に火力発電の燃料費等の調達で運転資金需要が強いということで、引き続き貸出需要としても重要な役割を持っているということである。それを含めて運転資金需要が強い。M&A資金と運転資金需要があるということで、貸出についてもプラス基調が定着してきていると言えると思う。同じ表の下のところにはCPと社債があるが、全体で括ってみると-0.7%と僅かにマイナスになっている。CPについては+3.8%であるが、社債の-1.5%が効いている。社債については、電力債が引き続き償還超であるということが残高ベースでは効いている。ただ、発行の方は、今申し上げたとおり電力債が再開されたこともあり、国内公募社債の7月は6,280億円と久々に高い水準になっている。そういう意味で社債は環境が良くなってきていると考えられる。それからややトピック的であるが、株式調達額が7月は1兆2,030億円とこれまでとは桁違いの数字が入っている。これは東京電力の原子力損害賠償支援機構向けの第三者割当増資1兆円と全日空の新規発行1,682億円の二つが効いている。

また元の資料に戻って頂き、金利、ボリュームの後はアベイラビリティである。こちらにも改善しているという評価で宜しいかと思う。図表20の企業金融関連指標で新しい数字が出ているところを申し上げますと、貸出態度判断DIの中小企業（日本公庫）の7月分が+34.3%ポイントと前月から改善している。小企業（日本公庫）の4~6月は-12.5%ポイントとこれも前期から改善している。それから資金繰りDIについて、中小企業（日本公庫）の7月分が+3.2%ポイントと6月の+0.7%ポイントから改善、それから中小企業（商工中金）については-2.5%ポイントと-3.3%ポイントからの改善、さらに小企業（日本公庫）は4~6月が-22.1%ポイントとマイナスであるが、前期に比べて改善しており、いずれのアベイラビリティ指標も改善している。

次に少し古い7月のデータのローン・サーベイが前回会合以降出ている

ので、資金需要と貸出運営スタンスのところを申し上げる。まず図表 21

(1) 資金需要であるが、企業、中小企業とも資金需要がプラスの領域に入ってきており、先程ボリュームで申し上げたような話と整合的になっていると思う。(2) 貸出運営スタンスは、横ばい圏内か足許若干下がっているが、これは積極化か慎重化かという聞き方をしているので、積極化と答えた人から中立と答えた人が増えてきたということのようである。慎重化とかやや慎重化という答えはいずれもゼロであったようであるので、かなり積極化してきた中での若干のあやというところであろうかと思う。

以上がアベイラビリティ指標で、次は倒産である。追加資料の図表 23 をもう一度ご覧頂ければと思う。7月の倒産件数は、1,026件と千件内外というこれまでの状況と変わっていない。負債総額が7,241億円と若干多い水準になっている。二度目の倒産である三光汽船、クラヴィスといった大口がたまたま2件あったということだろうと思う。これも水準的にはそんなにびっくりする水準ではない。また事前配付の方の図表 24 の (2) 倒産企業負債総額をみて頂ければと思うが、ずっと低い水準にあるが、一番最後のところが7,000億円になったということであるが、一番下の目盛の1兆円にも行っていない程度であるので、これは問題にするような水準ではないというように思う。これ位は低い水準でも出てくるというように考えて頂ければと思う。

最後に、図表 25 のマネーであるが、マネーストックは明日発表になる。マネタリーベースだけ出ているが、6月+5.9%の後、7月は+8.6%とプラスになった。3~4月に昨年の中でマイナスになった後、プラス基調が定着してきているということだろうと思う。

以上を纏めさせて頂くと、企業の直面する金融環境は、まず金利面では先程申し上げたとおり、歴史的な低水準にあると考えて良いと思う。それからボリューム面ではM&A・運転資金等を中心に銀行貸出がプラス幅を拡大している。それから今月については、社債市場でも電力債の発行が再開されたということであるので、ボリューム面でも改善がみられるということだろうと思う。最後にアベイラビリティの面では、いずれの指標も

過去の平均水準を上回って改善が続いていると思う。倒産も引き続き落ち着いている。以上、全体を考えると、金融環境の評価としては、緩和した状態にあるというように考えて良いと思う。これまで全体の評価は、緩和の動きが続いているという方向性で申し上げてきたが、状態でもかなりのレベルにあると考えているので、「緩和した状態にある」というように月報の表現を変えたいと思う。なお、今お配りしている月報の表現は「緩和的な状態にある」という言葉でお出ししたが、「緩和的」というと多少ヘッジしている感じにもみえるということで、ストレートに「緩和した状態にある」というように評価してしまった方が実態に合うと思うので、「緩和的な」というところを「緩和した」に変えたうえで——もう一度月報の説明があるが——ご判断頂ければと考えている。以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

佐藤委員

少し大きな話であるが、金利水準、あるいはボリュームをみると確かにそういうことなのだろうが、ただ、MCI、マネタリー・コンディション・インデックス的な考え方で、例えば金利と為替相場ということを考えると、必ずしも緩和した状態にはないということも言えるのではないかと思うが、その辺の見解はどうか。

内田企画局長

MCI自体はデータの作り方等で色々なものがあると思うが、元々の発想としては、カナダのような小国のオープンエコノミーで考えられていたような部分もあるので、必ずしも金融環境そのものを表す指標としてはそれだけではないという感じはしている。基本的には、日本の国内のそれぞれの企業なり家計が直面する金融環境を一つ一つみていくというのが基本にあって、そのうえでそのことが経済にどのように波及していくのかと

というようなルートで考えるのが、基本的な考え方である。為替は勿論影響はするが、金融環境を越えて経済全体にどのような影響を与えるのかという別の要素も入ってくるので、ストレートに金融環境という形で捉えられるものかどうか、若干疑問の余地のあるところであると思う。勿論一つの指標であるとは思いますが。

白井委員

MC I には少し疑問がある。日本の文脈では、円安は金融緩和と捉えられるが、世界の多くの国では景気が良い時は実質実効為替レートが上昇しているので逆である。私はあそこに為替を入れるということが必ずしもユニバーサルに通るかということ、為替の解釈が違ってくるので、個人的には為替をMC I に入れることには少し疑問がある。

内田企画局長

色々な考え方の中で出てきているし、北欧とかニュージーランドのようにそれが政策との兼ね合いとかでぴったりくる国もあるということも事実である。日本の場合には、おっしゃるような問題があるということをつかっただけで使うしかないだろうと思う。

白川議長

他にご意見はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要に移りたい。

鎌田調査統計局経済調査課長

それでは比較表を用いて、今月の金融経済月報についてご説明申し上げます。実体経済の現状だが、総論については、今月は前月からの変更はない。

「わが国の景気は、復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとで、緩やかに持ち直しつつある」としている。各論だが、輸出については、このところ月次で弱めの数値が出ていることから、前月の「持ち直しの動きがみられている」という表現から、今月は「持ち直しの動きが緩やかになっている」としている。生産についても、足許弱めの数値が出ていることから、前月の「振れを伴いながら、緩やかに持ち直しつつある」という表現から、今月は「基調としては緩やかに持ち直しつつあるが、足もとは弱めとなっている」としている。

実体経済の先行きについては、総論、各論ともに、今月は前月からの変更はない。「先行きのわが国経済は、国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」としている。

続いて、物価の現状だが、国内企業物価について「下落に転じている」という判断は変えていない。ただし、その背景となっている国際商品市況については、反落した後、足許幾分持ち直している。そこで「国際商品市況の反落」という言葉の前に「既往の」という表現を付け加えている。国内企業物価の先行きについても、「緩やかな下落を続ける」という判断は変えていないが、先程と同じ趣旨から、今月は「国際商品市況の反落の影響が残ることなどから」という表現に変更している。消費者物価については、現状、先行きとも、前月からの変更はない。

神山企画局政策企画課長

金融面であるが、最初のパラグラフは前回から変更はない。金融市況については、ドル／円レート、長期金利、株価のいずれも「前月と概ね同じ水準」という表現になるかと思う。第2段落であるが、金融環境の総括表現については、先程、内田企画局長から説明のあったとおり、昨年11月から9か月間続けて使ってきた「緩和の動きが続いている」という表現を「緩和した状態にある」というように変更するのが良いのではないのかということである。第3段落であるが、資金調達コスト、資金調達量、アベ

イラビリティー、マネーストックなどについて記述しているが、その表現については前月から変更の必要はないと考えている。以上である。

白川議長

内外の景気を政策委員会としてどのように判断するか、そしてそれを文章にするステートメントについては、明日また、皆さんの意見を踏まえて議論するが、取り敢えず、技術的なご質問があったらお願いします。

佐藤委員

海外経済についての記述だが、各地域それぞればらつきがみられる中でこれを総括して、「緩やかながら改善の動きもみられている」ということかと思うが、このように一言で言いくるめてしまえるものなのかどうか。例えば、欧州はむしろ悪化していると思うし、アジアの中でも中国以外のところはむしろ悪化している。そういったばらつきを一言で表現するのは少し難しいかもしれないが、そここのところがまず第一点。

二点目は生産面だが、先程も少し申し上げたが、需要の逃げ水的な現象が起こっている中で、足許下振れ、7~9月もどうも下振れそうであるという中で、「基調としては緩やかに持ち直しつつある」というように本当に言えるのかどうか。

三点目は物価の表現であるが、「概ねゼロ%」、あるいは「ゼロ%近傍」というところだが、ここは従来から0.3%以内位であればそういう表現を使っているということを伺っている。ただ素朴な、非常にナイーブな感覚からすると、これをゼロ%で括っていいものかどうかというところである。その三点である。

鎌田調査統計局経済調査課長

最後の物価のところから申し上げると、佐藤委員がおっしゃったように、大体0.3%のマイナスが出た時の過去の月報の表現内容を確認してみたところ、現在0.2%であるが将来0.3%というように下振れたとしても、過

去の月報ではゼロ%近傍というような言葉を使っていたので、過去のルールに従えばこういう表現になるということである。

生産については、確かに足許月次ベースでマイナスの数字が出ている。四半期にしても、われわれが考えている調整ベースよりもマイナスになっている訳だが、生産の予測指数と併せてみた時に、強い予測指数が出ているというようなことを考えると、必ずしも将来弱くなっていくというように断言できるということではないと思うので、データなりに考えて表現するとすると、「緩やかに増加していく」という表現をここで変えるところまでの決定的な証拠があるとは考えられないと思うので、今はこういう表現にさせて頂いている。

輸出については、おっしゃるとおり、各国について別々の動きが出ているということは確かだと思う。ただ、概要の部分については、各国について細かい表現をするというよりも、一括りにして、日本経済にとってどうなのかというような観点から表現するということなので、まずこの概要についてはこういう一括りの表現をさせて頂いている。ただ、各論の中で各国について詳しい表現をしているので、各国については各論の方をみて頂くというようなことになる。

白川議長

最終的にどのように議論していくかということだが、今日、調査統計局と企画局が一応こういうのを作っている訳だが、景気なり金融情勢について、あるいは政策もそうだが、われわれ自身がどういう判断をするかについては、明日また議論したい。議論して、その議論を踏まえて対外公表文を出していく。対外公表文の中で、例えば、われわれの景気の判断とか輸出の判断に該当する部分があって、その文章をわれわれ自身が議論する訳である。その文章をわれわれ自身がある判断をもって変えていくという時には、この文章も見合って変わっていくということなので、今日は、技術的な意味でのご質問だとか問題意識をお聞きして、これをどういう形で表現すると政策委員会全体としての議論の感じを一番集約できるかについて

ては、明日議論したい。そういう意味で、今日、問題意識として出して頂いたことは私としては非常に有難い。多分皆さんも色々なご意見があり、そうだという方も、そうではないという方もあるという感じがしている。そういう意味でできるだけ明日の議論に繋がっていくような論点というか、技術的な質問だとかを出して頂くとやりやすいと思う。

先程の物価の話だが、先程はマイナスの話であったが、実はこの3月、4月に逆の局面に直面した。あの時は前年比+0.2だったが、その時も「概ねゼロ」だった。普通感覚からすれば、「概ねゼロ」はどうかなという気もしたが、しかし達観すれば「概ねゼロ」ということかなということであった。そういう意味ではシンメトリカルに、機械的に0.2なのか0.3なのか分からないが概ねゼロということなのだろう。このように、私自身、逆の状況で同じ問題に、3、4月の記者会見で直面した。

佐藤委員

生産について少し一言だけコメントしておく、先程、鎌田調査統計局経済調査課長からは、予測指数が高いからという説明であったが、確かに7月の予測指数は強かったが、中身をみると一般機械あるいは情報通信ということで、要は予測パフォーマンスの非常に悪い産業によって牽引されている数字になっている。そういう意味では下振れの確度が非常に高いと思う。その辺りは少し意見として言わせて頂きたいと思う。

白川議長

他にないか。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57分中断、9日8時59分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。最初に金融・経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に7月11、12日の会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは藤田幸久副大臣、内閣府からは石田勝之副大臣である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまってお願ひする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは金融経済情勢に関する討議だが、このラウンドでは最近の金融経済情勢について、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。本日の発言の順番だが、森本委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、佐藤委員、木内委員の順番である。それでは、森本委員からお願いします。

森本委員

最初に全体観である。わが国経済の基調判断は、中間評価時と比較すると、輸出の持ち直しの動きが緩やかというか、ややもたついている感はあるが、国内需要が堅調に推移するもとの、総じてみれば見通しに沿って推移していると認識している。

まず、国際金融資本市場の動きについてである。欧州情勢を巡っては、神経質な動きが続いている。E S Mの創設がドイツの批准の遅れに伴い9月以降となるなど政策合意事項の実施が後ずれするもとの、スペイン自治

州による中央政府への支援要請や経済見通しの大幅下方修正などが材料視され、同国の10年国債利回りが一時7%台半ばまで上昇した。この間、ギリシャ情勢も新たな緊縮策や支援を巡って流動的な状況が続いている。7月末にかけては、ECB総裁や独仏首脳等の発言を受けて市場が一喜一憂する局面があったが、極く足許では、米国雇用統計の市場予想対比上振れや2日のECB政策理事会後の同総裁によるスペイン2年国債買入れの示唆——実際の買入再開には一定の時間を要するものと思われるが——もあって、幾分落ち着きを取り戻している。この間、銀行間の資金調達市場は、引き続き総じて安定している。ユーロ圏首脳からはユーロを守るとの強い姿勢は示されているが、悲観論の高まりとその後退の繰り返しを断ち切るには、欧州の財政・経済構造改革や金融システム面の対応を早期に具体化して、実行していくほかない。いずれにしても相応の時間がかかると思われるので、引き続き十分な注意が必要である。

そうしたもとで海外経済は、緩やかながら改善の動きもみられるが、全体としてなお減速した状態から脱していない。地域別にみると、欧州経済については、域内需要低迷に加え輸出にも陰りがみられるなど、停滞が続いている。周縁国を中心とする財政、金融システム、実体経済の間の負の相乗作用が続いており、そうした影響から、ドイツの7月の製造業PMIは43.0とユーロ圏全体の値を下回るなど、コア国の企業マインドの悪化もこのところ鮮明になっている。先行きも、根幹にある債務問題解決の道筋を示せない限り、欧州経済の停滞が暫く続くとみられる。

次に米国経済だが、緩やかな回復が続いている。非農業部門雇用者数の増加は16万人強と4か月振りに10万人を上回ったが、失業率に改善がみられず、ISM指数等の企業マインドも慎重化していることを踏まえると、実勢として雇用が加速しているとはまでは言えない状況だと思う。個人消費は、雇用情勢が緩やかに改善するもとで、ガソリン価格下落に伴う実質購買力の増加もあって底堅く推移し、住宅市場には持ち直しの兆しが窺われている。設備投資も、緩和的な金融環境や堅調な企業収益を背景に増加基調を維持している。また、このところの株価上昇はマインド面での明るい

材料だが、一方で、バランスシート調整圧力が残る中、欧州債務問題の影響やいわゆる財政の崖を巡る不確実性により、家計や企業は支出スタンスを積極化させがたい面があるとみられる。これらの点を勘案すると、米国経済の回復は先行きも緩やかなものになるとみられる。

新興国・資源国経済をみると、まず中国経済では、一頃に比べて成長ペースが鈍化した状態が続いているが、金融、財政の両面で景気対策を本格化するもとの、鉄道等のインフラ投資の増加が牽引する形で固定資産投資の前年比伸び率は6月にかけて幾分高まっているほか、不動産販売も持ち直しに転じるなど、改善の兆しが窺われている。また、中国政府は、先月末に開催した中央政治局会議において、安定成長重視を前面に出した本年下半期の基本方針を策定している。先行きについては、こうした方針のもとでの取り組みを通じた政策効果が発現するにつれて、成長率が徐々に高まっていくとみられる。NIEs・ASEAN経済については、欧州、中国向けの減速等から輸出、生産の増勢が鈍化しているが、内需は総じて底堅く推移しており、全体としては緩やかに持ち直してきている。このうちNIEsについては、海外経済減速に伴う輸出への影響を強く受けており、内需への波及も含めて注意深くみていく必要がある。先行きは、ブラジル等その他新興国も含めて、インフレ率の低下に伴う実質購買力の回復や緩和的な金融環境のもと、成長率はばらつきを伴いながらも次第に高まっていくものとみている。ただ、足許では国際商品市場で穀物価格が急騰しており、物価安定の確保には引き続き注意が必要だと考えている。

このように海外経済はなお減速した状態から脱してはいないが、わが国経済は、国内需要が堅調に推移するもとの、緩やかに持ち直しつつある。需要項目別にみると、内需は、公共投資が震災復興関連を中心に引き続き増加し、設備投資、個人消費、住宅投資についても緩やかな改善傾向が続いている。一方、輸出については、4~6月期を通してみるとプラスではあるが、欧州、中国向けの減速等から足許2か月は弱めの動きとなっており、持ち直しの動きが緩やかになっている。こうしたもと、生産は足許やや弱めの動きとなっている。先行きの基本シナリオとしては、内需が底堅

く推移するもとの、海外経済が減速した状態から脱するにつれて、輸出、生産が緩やかに増加していくとみており、中間評価時の見方に変わりはない。ただし、このところの生産予測指数は下振れて着地する傾向にあるし、海外経済の減速がこれ以上長引くと、円高圧力の継続とも相俟って、生産・所得・支出の前向きな循環メカニズムが働きにくくなることが懸念される。さらに国内需要の面では、エコカー補助金効果の剥落やペントアップ需要の持続性等に関する不確実性もあり、基本シナリオを維持していくことができるか、引き続き慎重にみていく必要がある。

最後に物価である。国際商品市況は、6月末にかけて下落した後、幾分水準を戻している。足許原油価格は中東情勢の緊迫化もあって幾分持ち直しており、穀物価格は天候不順の影響から強含んでいる。先行きの国際商品市況は、海外経済の成長に沿って、緩やかに上昇していくとみている。こうしたもと、国内企業物価指数は当面は下落して推移した後、国際商品市況の動き等を映じて緩やかに上昇していくと思われる。生鮮食品を除く消費者物価については、足許、石油製品価格の下落などから引き続き前年比が概ねゼロ近傍で推移しているが、需給ギャップの縮小傾向が続いていることなどを踏まえれば、中期的には徐々にプラス幅を拡大していくとみている。以上である。

白川議長

それでは、白井委員お願いします。

白井委員

まず、前回会合以降の世界経済については、減速が続いており、IMFやADB等がユーロ圏、米国、中国等などの主要国の今年と来年の経済成長見通しを下方修正している。こうした中で、わが国の今年の見通しに関しては上方修正が相次いでおり、世界情勢とは対照的な動きを示している。以下、世界とわが国の経済についてやや詳しくみていく。

まず、景気後退が続くユーロ圏経済だが、特に周縁国では大きなGDP

ギャップの存在に消費税、物品税等の引き上げによる実質購買力の低下が重なってデフレリスクが強まっているとみている。ユーロ圏にとっての深刻な問題は、ソブリンと銀行の負の連鎖を背景に周縁国系銀行の資金調達難が続いており、ECBが政策金利を引き下げても貸出金利が高止まりする一方で、コア国の貸出金利がさらに低下するので域内金融市場の二極化が進行してしまうことにある。このためECBは近く詳細な周縁国国債の買入策を策定すると発表しているが、問題の背景に、テールリスクではあってもユーロ崩壊懸念がある以上、ECBだけの対応は難しくEUと各国政府の迅速な対応が望まれる。前向きの動きとしては、経済プログラムが順調に進展するアイルランドでは、7月に市場での長期国債発行が実現し、足許の長期金利はスペインとイタリアを下回っていることと、欧州主要銀行による自己資本増強によって懸念された中東欧での深刻なデレバレッジが回避されている点を指摘しておきたいと思う。

米国経済については、消費や設備投資の伸び率が低下しているが、引き続き緩やかなペースで成長を続けている。この背景として、輸入と株価の堅調な推移、ガソリン価格の低下による実質購買力の改善、消費者マインド指標がさほど悪化していないことに加え、住宅市場における底入れの兆しや雇用の拡大を指摘できる。また、企業動向についても収益や資金調達環境は比較的良好であるし、ISM指標によるとサービス産業は拡大している。先行きについては財政の壁の企業・家計マインドや景気への影響を懸念している。

アジア新興諸国では、輸出と生産が減速している国が複数みられる。中でも中国は貿易活動の減速とともに、固定資産投資の25%を占める不動産投資の減速が景気回復を遅らせる原因となっており、政府は金融緩和のほかインフラ投資を加速させている。こうした成長路線について二つの論点がある。一つは不動産部門への底入れの是非で、不動産産業は国内産業の裾野が広く、海外の資本財やコモディティの需要を牽引していることから、不動産投資の減速による内需と世界経済の冷え込みを回避するために住宅規制の緩和をすべきとの見解がある。これに対して、中国政府は投

機に根ざした住宅バブルの再発は回避する方針で、現行の住宅規制は初回購入者による住宅購入を奨励する内容であるし、むしろ不動産市場が十分冷え込めば実需に基づく取引が拡大する可能性が高いと主張している。このため、6月の住宅価格が前月比上昇に転じたことに警戒感を強めており、独自の規制緩和を追求する地方政府に対して緩和禁止を通達し規制を徹底させているほどである。もう一つの論点は、固定資産投資拡大の是非で、GDPの50%近くに達する投資が続く中で今後もインフラ、設備投資を拡大すれば、過剰生産能力を助長し中期的にはデフレ圧力、企業破綻、銀行資産の損失をもたらす消費主導の経済構造への転換方針に逆行するとの見方がある。これに対する中国政府の立場は、中国が発展途上の国土の大きな国であり一人当たり資本ストックはまだ乏しいため、生産的投資の拡大余地があり過剰投資と断定できないとの見方を示している。私自身は、どちらかと言えば中国政府の見方がより現実的で、現行の枠組みで適度な金融・財政政策を継続していけば、インフレ率の低下による実質購買力の改善とともに年内には適度なペースでの景気回復が見込めると考えている。これらの論点も念頭に置きながら、今後の成長パスを注視していきたいと思っている。以上、世界経済を展望してきたが、足許では穀物価格とそれが世界経済に及ぼす影響について懸念している。

次に、わが国経済の現状については、外需の弱さを堅調な内需が支える構図に変化はなく、潜在成長率を上回る成長を続けている。まず外需に直結する輸出では欧州向けを中心に減少しているが、中国向けも伸び悩んでおり、その背景には中国の加工貿易の低迷と中国国内不動産投資の減速によるわが国の中間財、資本財に対する需要の減少があるようである。なお最近の分析では、わが国の財、サービスの実質輸出は、米国、欧州、中国の景気変動に対する需要弾力性が他国よりも大きいとの指摘があり、現在の輸出の低迷は為替円高という面だけではなく、世界需要の減速が大きな要因だと判断している。鉱工業生産については、輸出の弱さを反映して前月比減少を続けている。その一方で、住宅投資、公共工事、設備投資は拡大しており、被災地だけではなく、全国的にも維持・補修、耐震化、省エ

ネ関連を中心に動きがみられる。消費も堅調で、最近では政府需要奨励策の恩恵を受けている耐久財消費だけではなく、サービスと衣服、履物等の半耐久財の消費や旅行取扱額が増えている。以上より、現状評価は、執行部案で良いと思う。先行きについては、当面は、内需を中心に年内後半には海外経済が持ち直しに転じるもとで成長が続くとの見通しを維持している。景気のリスク・バランスについては、欧州債務問題の不確実性と海外経済の減速を中心に依然として下方に傾いていると判断している。

物価動向については、原油価格と耐久財価格の下落を主因にコアCPI前年比は0%近傍で推移している。先行きについては、GDPギャップが改善するにつれ物価上昇率は高まっていくと予想されるが、家計のインフレ期待の形成は合理的期待よりも過去の物価動向に引きずられる適応的期待に基づく傾向があるとの指摘や企業の価格転嫁が容易ではない現状を考えると、物価上昇率は緩やかなペースで実現していくと考えている。なお、CPIの動向は消費の6割を占めるサービス価格の動きに影響されやすく、この点、幾つか前向きな兆しを指摘しておきたいと思う。第一に、高齢者は耐久財需要が小さくサービス需要が大きい傾向があることから、近年の高齢者の絶対数と一人当たり消費額の増加によってサービス需給がタイト化する可能性があることである。第二に、耐久財とは対照的に、サービスは価格弾力性と所得弾力性がどちらも低いので、価格の下落や所得の上昇を伴わなくてもニーズを掘り起こすサービスを提供できれば消費が喚起される可能性があることである。第三に、改正高齢者雇用安定法により65歳まで定年を伸ばした団塊の世代が今年から定年を迎えるため、貯蓄に回していた退職金や積み立てた勤労所得を消費に回す可能性があることである。第四に、これまでの企業は、景気変動に合わせた調整を労働時間や雇用者数によって行い賃金は低水準で維持する傾向があったが、足許では景気回復に合わせて賃金が弾力的に調整されつつあるとの指摘がある。パート労働者の時給の上昇と非自発的失業者数の減少がこの背景にあるようである。これらの動きが徐々に物価に反映されていく可能性も多少あるかと思う。また、9月からの電気料金の値上げや穀物価格の上昇

が長期化すれば、物価上昇のペースが多少速まる可能性もあるとみている。以上を踏まえ、先行きの物価動向を引き続き注視していく。私からは以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いする。

山口副総裁

前回の会合で中間評価を行ったばかりであり、その段階で描写した内外経済の現状と先行きに関するシナリオに大きな修正は必要ないと思っている。既に、お二方がご発言された点について、大筋違和感もないので、私は少し切り口を変えてお話ししたいと思う。この1か月を振り返ると、国際金融資本市場の不安定振り、米国経済指標の弱さ、中国経済のもたつきなど、弱めの動きが目立って、その分、先行きについてもやや慎重な見方に傾きがちである。そこで、世界経済がなかなか明るくならない背景如何というような切り口から、目下の最大の不確実要因である欧州債務問題に焦点を絞って、お話ししたいと思う。要は、欧州債務問題が世界の金融経済に及ぼす影響をわれわれ自身、多少過小評価しているのかもしれないという視点に立って、敢えて議論のための議論を試みてみたいということである。中身は、定性的かつ感覚的な議論になることはご容赦頂きたいと思う。

ポイントは五つである。まず最初に、欧州債務問題が、EU域内の景気停滞と乗数効果を通じて、想定以上に世界貿易の縮小をもたらしている可能性があるという点である。中国の輸出がなかなか立ち上がってこないということは、予て注目してきたところである。また、米国の輸出もこのところ芳しくない。それから、IT関連部品の在庫調整がここに来て二番底入りし、NIEsの輸出低調に繋がっていることも、欧州債務問題の影響とみるべきであろうと思っている。こうした動きは、データや企業ヒアリングでは十分把握できない形で世界各地に広がっているのかもしれない

というように思っている。欧州債務問題に端を発する世界貿易の縮小が、われわれの想定を超えて進んでいるのではないかという問題意識である。ユーロの独歩安も、結果として、世界輸出の減少をもたらしている可能性があるように思っている。

二つ目は、グローバルな金融仲介機能の低下が生じている恐れである。元々欧州系金融機関は、リーマン・ショックまでの間、二つのインバランスの調整の役割を担ってきたと言って良いと思う。一つは、米国と新興国との間の対外不均衡の調整である。もう一つは、EU域内でのインバランスの調整である。欧州系金融機関の金融仲介機能が低下し、こうした機能を十全に果たせなくなっているのではないかということである。勿論、だからと言って米国や日本の金融機関がこうした役割を直ちに代替することは、実際問題難しい訳である。欧州系金融機関による金融仲介機能の低下は、当然のことながら、貿易金融やプロジェクトファイナンスを含めた国際金融資本取引を不活発にし、欧州系企業の新興国等における投資活動を抑制する可能性も小さくないと思っている。これらの結果として、グローバルにみた企業の経済活動が大きく制約を受け、先進国のみならず新興国の成長を阻害する要因として作用しているとしても、不思議ではないと思っている。これが二つ目である。

三つ目は、世界的に企業や消費者のマインドが悪化している可能性である。欧州債務問題になかなか解決の展望が拓けない中で、そもそも企業や消費者の心理は後退しがちである。実体的にみても、企業等は最悪事態を想定した事業計画に傾斜しやすい訳である。しかも、現実には輸出の減少や金融機関の貸し渋りに直面すれば、設備投資や雇用に対する姿勢は一段と慎重なものとなる恐れが小さくない。このところの各国における企業コンフィデンスにかかる指標の悪化には、そうした動きが既に反映されているのではないかとみている。

四つ目は、各国政策当局の政策がバックワード・ルッキングになっているということである。欧州債務問題に関する政策対応が後手に回りがちであるうえに、他国の政策当局はそれをもみながら自国の政策対応を判断し

ていくという、まさにバックワードな政策遂行を余儀なくされている面がある。このことは結果として、グローバル経済の振幅を必要以上に大きくしている惧れがある。また、同時に、先程述べた企業等のマインド面にも少なからずマイナスの影響を及ぼし得る要素になっているのではないかとみている。

五つ目だが、金融緩和がむしろ企業行動の萎縮をもたらしている可能性があるのではないかとということである。欧州債務問題が深刻化するもとの、安全資産へのグローバルマネーの集中、言い換えるとリスク性資産からの資金の逃避が生じているということである。通常、金融緩和に伴うイールドカーブの低下はリスクテイキング・チャネルの作動を後押しすると期待される訳である。しかしそうした期待とは裏腹に、実際には、今述べた企業マインドの悪化とも相俟って、リスクシフティングを促すというよりは、リスクマネジメントの強化に企業を向かわせているようにみえる。先進国などを中心とした金融機関の与信量の伸び悩みは、こうしたことの現れかもしれないと思っている。この面からも、金融政策のトランスミッション・メカニズムが少なからず毀損されている可能性も念頭に置いておく必要があるのではないかとと思っている。

以上、五点述べたが、あくまでも敢えて述べたということであり、現状ないし近い将来こうしたことが現実のものになるというように思っている訳ではない。ただ、世界経済が何となく暗くなかなか明るくならない状況を踏まえると、あまり悲観的になってもいけない訳だが、今後はこうした視点も持ちながら、注意深く内外経済をみておく必要があるのではないかと思った次第である。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外経済から申し上げる。海外経済の全体観だが、企業部門、輸出・生

産面を中心に、グローバルに景況感が悪化してきており、足許の世界経済の減速が長期化するというリスクがやや高まってきていると認識している。以下、欧州から順に述べたいと思う。まず、欧州経済だが、スペイン、ギリシャ情勢に対する懸念が払拭されない中で、停滞色が強まっている状況である。企業部門については、ユーロ安にもかかわらず輸出が伸び悩み、生産の減少や設備稼働率の低下が続いている。とりわけ、ドイツ、フランスなどコア国でも製造業の景況感が一段と悪化している点が気掛かりである。家計部門については、個人消費も弱めの動きとなっており、家計のコンフィデンスも悪化した状態が続いている。この間、銀行貸出も、企業の設備資金需要の減少などを背景に 2 か月連続で前年比マイナスとなった。このように欧州の実体経済は停滞色を強めており、景気回復に転じる時期も、これまで想定した以上に後ずれするリスクが高まっているように窺われる。以上、欧州である。

次に、米国経済である。米国経済については、緩やかな回復が続けているという基調判断に変わりないが、回復ペースが幾分減速しつつあるように窺われる。本年 4~6 月期の GDP 成長率は年率 1.5%にとどまり、内需の伸びが明確に鈍化した。7 月の雇用統計では非農業部門の雇用者数が +16.3 万人と予想を上回る伸びとなったが、失業率は 8.3%とむしろ上昇し、失業率を低下させるにはまだ不十分であるということが示された。企業収益、設備投資等はなお底堅く、家計部門も総じて堅調であり、企業部門を起点とした回復のメカニズムはなお崩れていないとみているが、一方で、製造業の景況感は 2 か月連続で 50 割れとなり、欧州情勢やフィスカルクリフ問題を背景に、企業マインドの悪化が継続している点が懸念される。このような景気減速懸念を受けて、次回の FOMC で追加緩和が行われるという見通しも増えつつあるように見受けられる。米国経済の先行きと Fed の政策見通し、そしてそれらが米国長期金利をはじめ金融市場動向に与える影響などについて、さらに動向を注視していきたいと思う。

次にアジア新興国経済だが、まず中国経済である。各種の政策効果により、今後成長率が回復するという可能性は相応に高いというこれまでの見

方は崩していない。実際に新規貸出額の増加や住宅価格の下げ止まりなど、政策効果の兆候もみられ始めている。もっとも、欧州経済の停滞が貿易ルートを通じて中国経済に波及する動きや、在庫の積み上がりなどの懸念も払拭されていない。回復時期がさらに後ずれする可能性も含め、今後のハードデータを丹念に確認していくことが重要と認識している。

N I E s ・ A S E A N 諸国については、内需は堅調に推移しているので、中国が回復し輸出が持ち直すかがポイントとみている。ただし足許では、韓国、台湾などで、輸出、生産関連の P M I 指標が低迷ないし悪化している点が気掛かりである。

この間、欧州債務問題の慢性化や米国の景気減速懸念等を反映して、先進国の長期金利がなかなか立ち上がらないという状態が続いている。一方、スペイン、イタリアの国債金利はアップダウンを繰り返しつつも、足許スペインの国債金利はなお 6% 台後半の非常に高い水準で推移している。E C B による新たな国債買入れや F e d の追加緩和期待などが、市場のリスクセンチメントの改善に繋がっているようにも足許窺われるが、特に E C B が検討中の新たな国債買入プログラムは、E F S F、E S M への支援要請が前提となっており、制度の詳細や、今後どのようなコンディショナリティが付加されるのかも含めて、不透明な部分が未だ多い状況である。引き続き、強い警戒感を持って市場動向を注視していきたいと思う。

次に、わが国経済は、復興関連需要や政策効果などから内需が好調に推移しており、輸出、生産の回復の遅れをカバーして、全体としては緩やかに持ち直しつつあるとの判断を維持できるとみている。すなわち、輸出、生産は、海外経済の減速が続くもとの、5 月、6 月と 2 か月続いて減少した。一方で内需については、個人消費、公共投資、住宅投資、設備投資計画などで改善の動きは続いている。設備投資計画については、日本政策投資銀行による本年度調査でも、前年度比 +12.2% と 5 年振りに増加に転じ高い伸びが確認された。もっとも、懸念材料は増えつつあり、以下の四点を指摘したいと思う。まず、生産について、4~6 月期の実勢ベースが前期比 -1.1% 程度とやや明確な減少となり、今後半年間の先行きに関して

も聞き取り調査に基づけば、ほぼ横ばいに近い見通しとなっている。従って、これまでの生産に関する基調として緩やかな持ち直しというメインシナリオの判断が下振れるリスクが相応に高まってきているとみているというのが、まず第一点である。第二点だが、設備投資の先行指標となる機械受注だが、今朝出た6月の機械受注では、大幅に低下した前月からの反動で+5.6%と増加した。ただ、4~6月期で均せば前期比マイナスの伸びとなっており、先行きの7~9月期の見通しも減少であるので、堅調な設備投資計画が実際に実行されるかどうか、やや慎重に見極めていくべき状況にあるかと思う。第三点目は、内閣府の景気動向指数は、一致指数、先行指数とも3か月連続で下落しており、直近の一致指数の政府による基調判断としては、改善から足踏みに後退したということがある。第四点は、直近のマインド指標だが、国際局などもよく引用するM a r k i tの製造業のPMI、景気ウォッチャー調査、日本政策金融公庫の中小企業景況感——これは先行きの売上見通しだが——でのマインド指標は、直近の7月の値が出ているが、いずれも2~3か月連続して50割れということで、やや持続的な悪化が示されているといった点である。そういった点が指摘できるかと思うが、背景としては、エコカー減税の予算切れのほか、海外経済の減速、あるいは円高・株安の進行などが考えられるが、全体として気掛かりな要素が増えつつあるように思われる。

先行きのリスクについては、今申し上げた海外経済の一段の減速や円高・株安傾向の長期化といったリスクが今後顕現化すると、企業収益やコンフィデンスの悪化などを通じて、わが国の景気回復、デフレ脱却の歩みにとって重石となる。輸出、生産を起点とした回復メカニズムが本格作動するというタイミングがさらに後ずれし、景気見通しが下振れるリスクには、より注意する必要があると認識している。

最後に物価動向だが、6月のC P I前年比は-0.2%となった。先行きは、暫くゼロ%近傍で推移した後、プラス圏内に浮上していくという基調を維持できるとみているが、一方で、今申し上げた景気見通しに対する懸念材料が強まっている点、またこの間の商品市況の下落が当面の物価下落圧

力として作用してくる点、さらには、人々の短期的なインフレ予想がなかなか立ち上がりず中長期的な予想インフレ率に収束していくスピードが遅れる可能性など、こういった物価見通しの下振れリスクについては、引き続き、十分な注意が必要と考えている。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢であるが、月報概要の表現に反対するまでの大きな違和感はないが、リスク・バランスは経済、物価とも下振れ方向に傾きがきつくなっていると判断している。

まず、既に多くの委員が指摘されたとおり欧州金融市場と欧州経済は下振れリスクが一段と高まっている。極論して申し上げると、ユーロ圏という政治体制のガバナビリティが問題になっているような段階に入ってきているのではないかと思っている。過去に通貨が信認を失うようなケースというのは、通貨が拠って立つ政治体制そのものが信認を失った場合が多いので、この点は気掛かりである。北方では南方のベイルアウトの一時的負担を強いられることへの反発、南方では北方による今後の過酷な構造調整への反発の中で、ユーロを守るという共通意思が、場合によっては弱くなっていくことが最大の危惧である。ヨーロッパは危機によって作られ危機によって強くなった、という過去の歴史は確かにそうであるが、短期間の危機ではなく長きに亘る危機の場合もそれが当てはまるかどうかということに関しては、若干の不安が残る。

米国経済は、前回会合での見通しを変えるべき変化はみられず、下向きのショックに脆弱な情勢であるということが続いている。7月民間部門雇用者は、市場予想を上回る17.2万人増だったが、幾つか特殊要因があり、割り引く必要がある。その一つは、例年この時期に行われる自動車工場の機材整備が延期となり、工員を通常より長く雇用し続けているという点で

ある。その他、birth-death process など色々あるが、その点は後で、必要な時にお話したいと思う。しかし、達観すればこの2年間市場センチメントの大きな振れにかかわらず、安定して非常に緩慢な回復を続けているというところが特徴である。第2四半期のGDPの暫定推計値は前期比年率1.5%に過ぎないうえ、後向きと思える在庫増の影響が大きいということである。また、投資は底堅いが雇用に結び付いていない。消費も高額消費に失速感がみられ、一時期の底堅さに陰りがみられる。住宅価格に底入れの兆しと住宅投資に動意があるが、ここ数年、春から夏まで底堅いが秋にかけて失速するというパターンが住宅市場でもみられているので、今後の推移には注意したいと思う。こうした脆弱な状況で、先行き選挙後の不確実性、フィスカルクリフの影響の恐れなどからISM製造業受注在庫判断が足許50前後に落ちたということは、無視できない下振れリスクを示唆している。

新興国経済は、インド、ブラジル、NIEsそして中国が伸び悩んでいる。中国は、政府統計でみる限り減速しているものの高めの成長を続けているが、党幹部がデータを作り、データが党幹部を作ると言われている位なので、統計の読み方には慎重さが必要である。実態をより正確に表すとされる発電量、輸入額をみると、この数か月前年同月比が急速に低下し、足許は季節調整済計数で横ばい圏内、貨物輸送量に至っては減少が続いている。年率7%を超える成長を続ける経済で、輸入、発電量、貨物輸送量が高々横ばいあるいは減少を続けるということは考えにくいと思う。従って、これから数か月で急速な回復がみられるかどうか——過去には回復がみられた訳だが——については、注目したいと思う。実は、実物面は停滞しているが、不動産価格は横ばいから逆に上昇を始めている。国家統計局発表の70都市住宅価格指数で5月まで価格下落都市数が上昇都市数を上回ったことが話題になっていたが、この指数の作成方法には価格上昇率を著しく小さくみせるバイアスがあることが最近のBISの研究プロジェクトによって明らかになっている。そこで品質調整済指数でみると年初から既に上昇が始まっている。政府の刺激策として様々なプロジェクト前倒しや金融緩和がなされているが、資金がモノ、サービスの経済活動よりも、様々

に形を変えた不動産投資に向かっている兆候もあり、経済停滞下で資産価格上昇となる危険性が出てきている。今後政府施策でそれなりの成長は期待できるとは考えられるが、不動産投資に強く傾斜した景気回復は、必ずしも日本の輸出に対して大きなインパクトを持たない可能性があるため、この点でも従来予想比下振れるリスクについては十分な注意が必要だと考える。

日本経済であるが、輸出の伸び悩みを内需が埋める構図が続いている。センチメント指標には天井感があり、特にGDP成長率と相関が高い景気ウォッチャー調査は6月、7月と若干弱含んでいる。しかし定量的にみると、現在の水準は大体前期比2%程度のGDP成長率に対応している。第1四半期からの高い伸びからの減速はあるものの、第2四半期も潜在成長率をかなり超えて走っているということになり、4月見通しのメインシナリオと整合的である。しかし、足許6月から7月にかけての生産データが依然として弱いこと、商業販売統計などでは消費が減速する気配のようなものがみられるということは気掛かりである。特にこの点は、円高が続いていることが輸出企業、そしてその関連の地域のセンチメントに真綿で締め付けるような形で効いてきているということはしっかりと認識する必要があると思っている。以上まだはっきりとした形になっていないが、下振れリスクの増加の危険性については十分に注意したいと思う。時間がなくなったので、物価については次のラウンドでお話したいと思う。以上である。

白川議長

それでは、石田委員お願いします。

石田委員

まずわが国の状況だが、注目していた6月の生産のデータは弱いものとなった。7～9月、10～12月の調査統計局のマイクロヒアリング生産見通しも若干のプラスにとどまっている。このところ、公表ベースの生産の実績値については予測値に対して下方乖離が続いている。実際の売上、受注の

動向が、生産主体の見通しより下振れしてきているということを示しており、今後注意を要するものと思う。懸念されるのは、グローバル製造業PMIが、6月、7月と2か月連続で50を割り込んでいることである。製造業に限れば、足許の状況は上を向く力が弱いというようにみられる。

その他、海外の状況についてみると、前回も申し上げたが、欧州については底割れは回避されても景気後退局面にあり、ここから出てくるには時間のかかる状況である。期待される海外経済の回復は、まずは米国、そして新興国、中でも中国の動向次第ということだと思う。

中国については、このところ打ち出した種々の微調整の政策効果が浸透しつつある。若干の前向き動きも見られており、底を打ちつつあるのではないかとみている。ただし、米国をはじめとする海外経済の回復なしには中国の製造セクターの持ち直しも勢いを欠く惧れがある。また、政策刺激により内需中心に回復したとしても、わが国の輸出増加にその動きが繋がらないリスクがある点は留意すべきだと思う。

米国については、企業の景況感が製造業を中心に慎重化している点は気になるところだが、消費者コンフィデンスの水準は今のところは維持されている。また、足許の求人数が2008年夏以来の水準に達するなど、雇用情勢についても緩やかな回復を続けるペースを保っているともみている。なお、いわゆるフィスカルクリフについては、既に影響が出始めており、ISM製造業指数が2か月連続50を割り込むという悪化の一要因となっているのではないかとみている。事態の進展によっては年末に向け悪影響が大きくなることも懸念され、今後、よくフォローしていく必要がある。いずれにせよ、海外経済が、減速した状況から脱していくまでの時間は、これまでの想定に比べ若干長くなる可能性があるともみている。

一方、わが国の復興需要については、消化のペースが私が当初想定したより緩やかであることから、山が低くなる一方で先が延びるものとみている。海外経済の回復が少々遅れても、全体で見ると、わが国経済の回復についてのこれまでの見方は、なんとか維持されているものと考えている。

最後に物価動向だが、当面、国際商品市況の影響を受けやや弱めに推移

するものとみている。その後の展開については、これまでの見方を変えていないが、10月展望レポート時に改めて点検したいと考える。私からは以上である。

白川議長

それでは、佐藤委員お願いする。

佐藤委員

海外経済についての見解に関して大筋で異論はない。ただ、足許の減速した状態から脱していく時期が後ずれするリスクや、減速した状態からさらに経済が悪化するリスクがあるというように認識している。

まず、欧州については、9月の一連のイベントを控えて、足許、市場は小康状態となっているが、9月は四半期末ということでファンディングがタイトになるため市場のストレスが高まりやすく、実際、過去の危機はこうした四半期末の月に起きたことが多いと思う。欧州情勢は最大のテールリスクであるという見解に違和感はないが、実際にイベントリスクの顕在化の際には国内外を問わず当初の想定を超えた連鎖が市場で起きているということで、そうした連鎖の可能性をテールというよりはやや大きめに意識している。

アメリカについては家計のバランスシート調整が長引く中、リスクは上方に弾みにくく下方に振れやすいことという執行部の見解に同意する。バランスシート調整の進捗状況を見ると、家計の負債比率は漸く2003～2004年の水準に戻ったが、さらにどの程度まで低下すれば調整終了と言えるのか不透明感がある。直近のデータを見ると、7月の雇用統計は市場予想を上回ったが、所得をみると伸びは緩やかで、所得から消費への前向きの循環が働きにくい状況にある。また製造業のマインドは総じて弱めで、企業は足許の欧州問題に加えて、来年にかけ財政が成長の制約となることを織り込んでいるのではないかと思う。そうであるとすれば、先行き雇用や設備投資の削減にも繋がる可能性があると思う。それから、家計のバランス

シート調整下の財政緊縮により、減速が想定以上に長引いたり、あるいはリスクが深まったりする点にも留意する必要があると思う。

中国については、高めの成長を続けながらもそのペースはやや鈍化しているという執行部の見解に同意する。先行きに関しても、政策効果により、経済は、成長ペースが鈍化した状態からペースが高まっていくという見通しに特に異を唱えるものではない。ただし、景気刺激策に関する当局の発言は総じて抑制的なトーンになっており、市場の期待とのコントラストがあるように思う。このため、中国に関しても、足許のソフトパッチ状態がやや長引くリスクを想定しておくことが適当と考える。このほか、韓国をはじめとするNIEs、ASEANの輸出が総じて弱めな点も、新興国経済を中心に成長率が次第に高まっていく姿をメインシナリオに置いているだけに、やや気掛かりである。

国内については、内需は確かに想定以上に堅調である。ただ、海外経済が減速した状態から脱し緩やかな回復経路に復していくというシナリオについては、やや不確実性が高まっていると考えている。直近の指標をみると、4~6月期の生産は季節調整の歪みを考慮しても想定から下振れている。5~6月の輸出の弱さを勘案すると、企業は先行きの外需の弱さ、あるいは在庫復元の動きの一巡を見越して生産水準を調整し始めている可能性があり、足許7~9月期の生産予測も下振れリスクがあるとみている。こうした製造業の弱さは2か月連続で50を下回ったPMIにも表れているし、景気ウォッチャー調査の現状判断DIが、7月も概ね横ばい圏内にとどまったという点も、同指標が約3か月先の景気の方向性を比較的正確に示すだけに留意している。

最後に消費者物価については、展望レポートにおける中心的な見通し、すなわち、見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、1%に遠からず達する可能性が高い、という見解に不自然さを感じている。ベースとなる見方について、そもそもフィリップスカーブの傾き、すなわち需給ギャップと消費者物価との関係を示すパラメータをやや大きくみている印象を受けている。パラメータの評価については定性的なものだが、経

済・労働市場のグローバル化といった構造要因を踏まえる必要があると思う。また、ミクロ的には、例えば百貨店ではバーゲン時期を遅らせることでマークアップ率の上昇を図ろうとした訳だが、結局売上が想定ほど芳しくないなど、所得が回復しない中で、そうした企業努力が必ずしも具体的な成果に結び付かなかった事例も見受けられる。前年割れとなっている夏季ボーナスの支給状況を含む雇用者所得の動向を踏まえると、所得から支出への好循環ひいては物価の先行きについても、やや慎重な見方を取らざるを得ないを考える。見通しの議論は今回のテーマではないと思うが、10月展望レポートに向け、まずは足許の物価情勢に対する認識を総括しておく必要はあると思う。以上である。

白川議長

それでは、木内委員をお願いします。

木内委員

わが国経済の現状については、復興関連需要などに支えられて国内需要が比較的堅調に推移する。そのもとで、緩やかに経済は持ち直しつつあるといった7月の中間評価における基調判断を変更する必要は、現時点ではないと考えている。ただし、皆様既にご指摘のとおりだが、前回の決定会合以降に発表された各種内外の経済指標は、景気、物価ともに当面の下振れリスクが高まっていることを示すものが増えているとみている。わが国経済の持ち直し基調は、何らかのテールリスクが顕現化しない限りは、大きく後退するという可能性は依然として低いと思われる。ただし、現在のように国際金融市場が非常に不安定な状態が続くといった中で、市場の不安定化と連動する形で景気に対する下押し圧力が思わぬ形で高まるといったリスクには注意が必要ではないかと思っている。こうした認識のもとで、景気、物価の下振れリスクに焦点を当てる形で話を進めさせて頂く。

海外経済については、これも広い意味では、中間評価時点での見通しに概ね沿った動きとみている。ただし、減速した状態が想定以上に長引く

可能性が高まっているのではないかと思う。わが国経済に与える直接的な影響を考えると、このところのアメリカと中国経済の脆弱さには特に注意が必要だと思っている。

アメリカ経済については、基調としては緩やかな回復を続けていると思われるが、一方で、個人消費については、6月の実質個人消費及び小売売上高が前月比でマイナスになるという形で、軟調な動きがみられる。実質の成長率は、昨年10～12月期以降低下傾向にある訳だが、4～6月期は年率+1.5%と潜在成長率を明確に下回る水準まで鈍化している。さらに、これも既にご指摘があったいわゆるフィスカルクリフだが、フィスカルクリフへの警戒感や企業、個人、そして金融市場の景況感を既にある程度悪化させているのではないかと思っている。これは、先行きのリスクというより既にある程度顕在化しつつある。アネクドタルな情報を見てもそうではないかと思っている。

中国経済は、高めの成長を続けながらもペースは鈍化している。その流れには、歯止めがかかっていないのではないかとみている。住宅価格が足許で上昇するなど、5月以降相次いで打ち出されている金融、財政面での刺激策の効果を窺わせる動きが一部にはみられている。そして、こうした政策の対応、政策の継続が、いずれは中国経済の成長ペースの鈍化に歯止めをかけると期待をしている。ただし、現段階では、その効果は明確にはみられていないと思う。

こうした中、欧州債務問題の行方が依然として経済金融情勢の最大のリスク要因であるということには変わらないと思う。欧州の7月の製造業PMIでは、特に中核国の独仏の落ち込みが非常に際立った——ユーロ圏の平均を下回っている——ことが注目される。ユーロ圏のマイナス成長は、4～6月に続いて7～9月も続くのではないかと思っている。欧州各国での財政緊縮、周縁国での金利の高止まり、不安定な金融システムなどを踏まえると、今後金融政策などによる対応で金融市場が表面的に安定を取り戻すということがあるとしても、経済は依然として回復の糸口を見出すのは難しいという状況が続くのではないかと思っている。さらに、こうした景

気の低迷の長期化が、財政の悪化とともに不良債権の拡大を通じた金融システムの問題の深刻化といった形で繋がって、いわゆるネガティブ・スパイラルが続くリスクも高いとみている。

最後にわが国経済の動向だが、基調判断を変更する必要は現時点ではないと思っているが、下振れ傾向を示す指標が相次いでいると思っている。海外経済の減速だとか、金融市場の動揺が国内の経済に与える影響を考えると、輸出と国内の生産統計を照らし合わせてみるということが重要だと思っている。6月の実質輸出は、5月に続いて2か月連続で減少した。他方、6月の生産も、4月、5月に続いて3か月連続で前月比で減少している。業種ごとにみると、足許で特に弱さが目立ったのは、自動車を中心とする輸送機械である。一方で、電子部品・デバイスなどの生産には回復の兆しもみられるが、輸送機械の生産の落ち込みを相殺するほどの力強さはないといった状況である。また、日本の製造業PMI指数は、震災後では初めて6月、7月と2か月連続で50を下回っている。構成項目でみると、特に輸出の先行指標となる輸出受注指数が4か月連続で下落、さらに直近7月分が急落していることが目立っている。こうした指標は、輸出の減速が今後も国内の生産を抑制する形で働く可能性が高いということを示している。さらに、秋にかけては、エコカー減税などの政策措置の終了に伴う駆け込み消費や生産の反動、欧州経済の調整などに伴う円高の進行などから、わが国経済に下押し圧力が高まることが懸念される。わが国経済が、一時的にせよ緩やかな持ち直しの動きが滞るというリスクも排除はできないと思う。

最後に国内の物価動向だが、下振れリスクが高まっている可能性が考えられる。6月の全国消費者物価は、生鮮食品を除く指数、食料・エネルギーを除く指数の何れでみても、5月に続き2か月連続で前年比マイナスで推移している。生鮮食品を除く指数の下落は原油価格の下落の影響が主な要因であり一時的な側面もあると思っているが、しかし、食料・エネルギーを除くより基調的な動きを示す指数については、足許の下落が国内経済の動向の変化を反映している可能性もあり、注意が必要ではないかと思っ

いる。さらに、先行きの物価動向をみるうえでは、失業率、有効求人倍率などにみられる労働需給が緩やかに改善が続いているということは確かに重要だが、一方で、物価動向に影響を与え得る賃金の改善が遅れているという点は重要である。6月の現金給与総額は前年比-0.6%と2か月連続で下落しているし、より基調的な動きを示す所定内給与も前年比-0.2%と改善が遅れている。こうした賃金、給与の改善の遅れは、個人所得の改善に支えられた自律的な内需主導の回復の妨げになるとともに、今後期待される物価環境の改善にも足枷になり得ると思っている。こうした動きが、中間評価の物価見通しに対して継続的な下押し要因になるかどうかということは、注意が必要ではないかと考えている。以上である。

白川議長

様々な論点があるが、全ての議論をここで私が要約するのは後のステートメントの作業と重複するので、特に必要はないと思う。一言言うと、7月の展望レポートの中間評価のシナリオに概ね沿って動いてはいるが、しかし7月以降のデータをみると気掛かりになる材料もあり注意してみいく必要があるというトーンであったと思う。多少自分自身の問題意識も交えながら議論のポイントめいた話をしたいと思う。

まず、海外経済であるが、海外経済全体とすると緩やかながら一部に改善の動きもみられているが、全体としてなお減速した状態から脱しておらず、場合によってはその時期が少し長引くかもしれないというような感じだろうと思う。欧州をみてこのところ気になってくるのは、周縁国からコア国に徐々に波及しつつあるように見える、その影響を受けてNIEsが想定に比べてやや弱いというところが気になる。要するに、欧州の債務問題については、われわれ自身これが最大のリスクであると予て言っている訳であるが、実際にそれが少し広がりを持ってきているようにもみえるということである。後から議論したいことは、一部に改善の動きがみられているという部分をどのようにみておけば良いかということである。昨日の執行部説明でもあったし、委員からも一部言及があったが、例えば米国に

おける住宅価格の下げ止まりや、住宅販売等で水準は低いが大きくみれば底を打ちかけてきているという辺りの評価、あるいは中国についても、足許のインフラ投資の増加や不動産取引の持ち直し、金融政策スタンスを変えてきたことの影響について、あまり大きな期待をかける訳ではないが、この辺りをどのように評価するかということ、後から議論したいと思っている。これが、私自身が議論をしたいと思っている第一の点である。つまり、一部に改善の動きがあることをどの程度評価すべきかということである。もう一つは、どういう状態をもって世界経済が回復をしたと判断するのかという基準の問題である。日本のバブル崩壊以降を考えてみてもそうであるが、大きな債務の調整過程では平均的な成長率が低くなるということは、その後の色々な学者の研究、過去の色々な経験によって実証的にも裏付けられている。そういう点でみると、世界経済全体、就中先進国の債務のレベルは 2000 年代半ばにかけて信用バブル拡大で増えたということだけではなく、それ以前もかなり高い水準に上がってきている。それはこの間の金融部門の肥大化という問題意識も含めてそうであるが、そのようにみた場合にデットの調整、債務の水準の調整はかなり長い期間続かざるを得ないという見方も出ている。私自身が最近出席している国際会議でもそういう問題意識はずいぶん増えているという感じがする。しかし、日本のバランスシート調整の過程でも、その間、3 回の景気回復と 3 回の景気後退があってその中でも小さなリズムはある訳である。そういう意味でわれわれ自身が回復あるいは後退と言う時、そもそも何をもってそういうように言うのかということ意識しておく必要があると思う。これが海外経済である。

国内景気については、私自身は多くの方の意見と同じなので繰り返さないが、輸出・生産のやや逃げ水現象的な動きをどのように解釈すべきか、それからこれをどうコミュニケーションすべきかというところを議論する必要があると思っている。解釈とコミュニケーションは重なる部分もあるが、自分自身の問題意識を申し上げると、まず輸出と生産のギャップである。輸出の方は、四半期ベースでみた場合に 4~6 月は 4 月のプラスが効いて

全体としてはプラスであるが、しかし生産の方はそれに比べて弱い訳であるが、輸出に比べて生産がなぜ弱いのかということをし議論する必要があると思う。先程佐藤委員から、あるいは執行部説明にもあったと思うが、企業が先行きの輸出を慎重にみて、それが既に生産にも出ているという解釈もあるだろうし、それから生産サイドの統計の問題として、いわゆる鉱工業生産指数の末期問題というか、様々な伸びている材料を上手く取り込んでいない結果、生産指数は良くなっていない。これは過去にもあった話ではあるが、そういう生産指数の方の問題なのかもしれないが、いずれにせよ、輸出と生産のギャップをどのように解釈するのかというところが気になっている。それから輸出と生産のギャップから離れて、そもそも生産をどのように対外的にコミュニケーションするのかということである。概念的に考えた場合、GDP統計上、生産と支出と所得は三面等価で同じことを意味している訳であるが、GDP統計、国民所得統計上の三面等価としての生産という場合の生産と、ここで言っている生産はあくまでも鉱工業生産、つまり製造業の生産の話がある。そういう意味で、生産が弱いといった場合に景気が弱いと理解されると、それは多少ミスリーディングである。GDP全体を構成するのは非製造業の方が大きい訳であるし、勿論変化という意味では製造業が持つ意味が大きいからこそわれわれは鉱工業生産にも注目している。しかしコミュニケーション上、その生産と景気がイコールになるような情報発信は、やっぱりまずいとも思う訳であるが、これはコミュニケーションとそもそもの解釈と両方あるが、この辺りも議論していく必要があると思う。それから物価については、西村副総裁が後半のセッションで意見表明したいとおっしゃっていたので物価についての議論は後半のセッションでしたいと思っている。

取り敢えず、私の方からは以上である。私の整理に従う必要はないが、皆さんのトーンとして、海外経済について先行き気掛かりな材料がある、しかし一方で期待を込めて中国なり米国の動きにどの程度期待できるのかということも含めてどのように解釈すべきかということも気になっている。一番気になっているのは中国かと思うが、この辺りご意見があれば

願います。

白井委員

中国に関してであるが、確かに成長率は落ちている。それは事実で、幾つかの指標でも減速感がある。色々なデータに正確性の問題はあるが、そのうえで、色々なデータをチェックしたところ、実はそんなに悪くないと思っている。三点だけ挙げたい。小売売上高の6月の前年比は+13.7%で、過去の趨勢からみて低いと言われるが、最大の理由は石油価格である。その伸びが落ちている。子細にみると、非常に伸びているものも多い。例えば、衣類は前年比+20.2%と勢いが増している。家具、建築材料、宝石といったものもむしろ消費の勢いが増している。こういうことが、本当に景気が減速しているところで起きるのだろうかという疑問がある。それから民間が意外と悪くない。企業の景気指数をみても悪くなってない。100を超えると良いという中で、第1四半期も第2四半期も127と変わってない。それから、固定資産投資は確かに伸び率は下がっているが、民間をみると、1月から6月までの前年比は+25.8%と非常に良い。だから私は、確かに減速感はあるとは思いますが、中国は非常に大きな国なので一つでみることはできず、部分的に分けてよくみると結構強いと思う。以前のような10%の成長に行くことが良いのかを考えるべきであって、中国政府もそれを望んでいない。先程、西村副総裁からもお話があったが、バブルは起こしたくないという気持ちが強い訳である。中国にとってどのような成長率が望ましいのか、それが以前に復帰することではないとすると、中国がさらに減速する懸念はあるとは思いますが、良い指標もあるという意味で、今のところは横ばいかそれよりも少し下回るところとみている。

森本委員

中国については、私は以前から強気気味に発言している。今、固定資産投資の話があったが、ストップしていた鉄道建設が再開しているので、数字的には大きく出やすい面はあるが、指標的にも確実に固定資産投資が少

しずつ増えていく傾向が出ている。中国は、政策として言った以上は実施してくると思う。将来的に供給過剰という問題を抱えながらではあるが、当面は確実に実施されると思う。それから、雇用・所得環境は引き続き悪くないので、不動産に対する手綱が少し緩んだりすると、そこに対するマインドは非常に強い。少し手綱が緩むと消費とか、生活改善に繋がるマインドの強さは内包していると思う。そういう意味で、私はポテンシャルとしては強いと思っている。

木内委員

政策対応にかなり依存する印象が強い。だから、政府が本気を出して、色々な弊害に目をつぶって景気だけを支えようと思えば、それは比較的簡単ではないかと思う。しかし、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策の弊害が非常に大きかった——不動産バブルを生んだり、地方政府の債務問題を作ってしまった——という意識が強い。そのため、前回のように、最初に規模を決めて非常に強いアナウンスメント効果を出すという形ではなく、徐々に様子を見ながらやっていく姿勢だと思う。だから、いずれ効果が出る形で政策が進んでいくと思うが、一気に景気を浮揚させるほどの力強さは今の時点ではないと思う。市場は、5月以降、景気対策に乗り出した時点で、4兆元の景気対策のような即効性を期待していると思う。それに対して、政府の方は弊害にも目配りしながら効果をみながら徐々にやっている。その辺に、外部からみた期待と実際の数字とのギャップがあるのではないか。結論としては、それほど悲観的にみている訳ではないが、事前の期待よりは緩慢な形でしか回復は進まないのではないかと考えている。

佐藤委員

私も、ほぼ同意見である。先程も申し上げたが、マーケットの期待と当局者のスタンスにややギャップがあるように感じている。木内委員がおっしゃられるとおり、政策効果に依存するポリシー・ドリブンの経済だと思

う。そういう中で、当局者は、前回の景気対策が生み出した弊害を勘案しつつ、もし今の対策に上手く効果が出て景気が過熱するような状況になれば、ブレーキを踏む政策を打ってくると思う。そういう意味では、いわば日本のかつてのストップ・アンド・ゴーと言われた財政政策に似たような展開になる可能性もある。そういう点では、かつての 10%成長といった状況に戻る姿はなかなか想定しづらい。むしろマーケットの期待に対して下振れるような形で現時点の経済は推移していくと思っている。

白川議長

全員がこの点について発言して欲しいという訳ではないが、他にご意見があればどうぞ。

西村副総裁

私は、どちらかと言うと、悲観的な方の話をしようと思う。白井委員がおっしゃっていることは良く分かる。確かに、一つの中国というものはなく、沢山の中国がある。どういうことかと言うと、沢山の中国のうちの内陸に行けば行くほど、コアから離れて行けば行くほど、成長バイアスがかかり、データに関しても成長バイアスがかかる。例えば、天津市の一人当たり GDP は北京よりも大きいですが、これは論理的には少し考えにくい。オーバー・リポーティングは地方に行けば行くほど大きくなるので、データを読む場合は非常に注意しなければならない。もう一つ重要な点は、木内委員と佐藤委員がおっしゃった点であるが、比較的抑制気味にやってきたが、足許 1 週間位の動きをみていると、かなりはっきりとプッシュの方に動いている。ということは、背景には、効果があまり出ていないことへのプレッシャーが相当あるのではないかと思う。中国の金融政策は、基本的には国が決められている政策なので、色々な形で政策が出ているということは、足許がかなり弱いことの証左だと思う。問題は、出したものの効果が出てくるかである。前回の 4 兆元の場合は、国内に関して非常に大きなものであったが、世界も元に戻す政策をしていたので海外経済にも上がる方

向でそれなりの impetus があつた。今はそういうものがないので、比較的難しい状況になると思う。昨日、白井委員がおっしゃったように、加工貿易の方でかなり弱い状況になり、思ったほど伸びないかもしれない。従って、また再びどこかで強い政策対応をしなければならなくなる可能性もなきにしもあらずである。私は、政策効果がないとは思わないが、それがかなり小さくなってきていると思っている。そして、その影響が、日本に対しては必ずしもフェイバラブルではない形、すなわち不動産みたいなどころに行ってしまう可能性について、十分注意する必要があると考えている。

山口副総裁

われわれ自身は、持続可能な成長がどのように実現するかという視点で中国経済をみてきた。その場合、元々、10%成長と安定的で低めの物価上昇率が両立するはずはなく、従って、成長率の減速をどのように実現していくのか、それと併せて低めの物価上昇率をどのように達成していくのかを考えてきた。むしろ、物価の安定と、やや低めだが先進国対比で考えると高めの成長が実現するのであれば、それこそが中国経済の先行きを展望した場合、最も望ましい姿だと考えてきた。そのようなわれわれが考えてきた絵姿との比較で言うと、このところの中国経済の展開はそういう方向に向けて動いているという評価をして良いと思う。勿論、政策がパーフェクトに行く訳はないので、微調整は今後も必要かもしれない、追加の緩和策も必要かもしれない、財政面から何らかの追加も必要かもしれないが、方向としては持続性ある成長に向けて中国は前進しているという評価ではないかと思っている。いずれにしても、私自身は、かつての9%を超える、あるいは8%台後半のような成長に戻ることが、望ましい中国経済の姿だとは思っていない。

石田委員

私は、中国の数字はなかなか分かりにくいし、中も覗きにくいですが、今言われたように本当に悪ければ、もっと失業者が出ていると思う。殊に資本

主義的なので、外資系はともかく、内資でも悪ければ直ぐにクビを切ってしまうと思う。そうすると、この頃は直ぐにデモが起こるはずであるが、そういう unrest のニュースが出てないということは、やはり働いているのだと思う。非常にファジーだが、そこをみる限りでは、それほどおかしいことは起こってない可能性がある。

白川議長

中国を含めて新興国・資源国について、われわれ自身が対外公表文で繰り返し言ってきたことは、物価安定と持続的な経済成長が両立する形で経済が展開するかどうかリスクであるということであった。そういう意味で、成長率だけではなく物価とのバランスを含めて考えている。私自身は、色々な国際会議に出て、中国当局者の発言を聞いていると、物価と成長率のバランスを考えた安定成長を非常に意識していると感じる。

日本の輸出・生産の関係であるが、先程、私が申し上げたことに付け加えたい。鉱工業生産の生産とGDP統計上の生産の乖離であるが、第2四半期のGDPは、われわれ自身の予測も民間の予測も、大体2%程度である。年前半の成長率はG7でみると最も高い訳で、これはこれで事実としてある。勿論、どの統計にも色々な特殊要因があるが——特殊要因に言及することは止めるが——、数字としてこの上半期が強かったことは事実である。言い換えれば、その分内需が強かったということである。先程の問題は、内需の強さをどのように理解するのかという話と、狭義の意味での生産と輸出のギャップをどう解釈するのかということである。この辺りについて、追加的にご意見があれば伺いたい。

木内委員

本行の聞き取りサーベイでは、7～9月は自動車のエコカー補助制度の反動を非常に警戒する業種が増えていると思う。そういう意味では、4～6月の生産の弱さは、先行きの輸出の減速を織り込んでいる面もあるが、そのような政策効果の剥落の影響を警戒し、事前に在庫を調整する動きが比

較的幅広い業種で起こったという形で、乖離が起こっている可能性があるのではないかと思う。

西村副総裁

I I Pには今の末期問題という問題もあるが、元々、I I Pは業態統計からとっておりしかも月次の統計をとらなければならないので、誰がちゃんとレポートしてくるかを考えると、誰も検証したことはないが、どうしてもエスタブリッシュされた大企業に影響されがちになる。ここのところ起きていることは、例えば、毎月勤労統計の5人以上と30人以上の動きをみると、5人以上のレイバー・インプットの伸びが大きい。そういうことから考えると、今、製造業の大企業が良くないのでI I Pは若干弱く出ている気がする。従って、GDPは推計であるが、全体を大きくみているGDPが然程落ちていないにもかかわらず、I I Pにかなり強い下方のプレッシャーが出てくることは、そんなに不思議なことではないと思う。あと、サービスが非常に重要なので、これをどのように説明していくのが大事である。私自身としては、非常に間違いやすいので、「生産」は「鉱工業生産」に替えた方が正確だと思っている。「生産」と言う場合は、どう考えてもモノとサービスの生産と思うので、ミスリーディングだという気がする。

白井委員

先程の話で一つ気になったのは、木内委員たちのお話は、市場の期待に対して政府が応えてないというご意見だったと思う。それも凄く大事だと思うが、その一方で二つの考え方があると思う。一つは、中国が持続的に物価も安定させて、かつての2010年のような形でない成長を追求するというファンダメンタルズに基づいた見方と、もう一つは、市場が今期待していることに対して、応えているか応えていないかという判断がある。その場合の市場にも、色々あると思う。中国では、今は株価が低迷しているので、株価を上げたいという視点かもしれないし、不動産を上げてもらっ

て、かつて不動産バブルの時は外資が一杯入ったので、それを期待しているという意味での市場かもしれない。市場にも色々な声があると思う。私は学者だったので、どちらかと言うとファンダメンタルズしかみていないところがあって、今、非常に反省していて、バランスを取ろうと思っている。そのように、市場という視点とファンダメンタルズという視点の両方がある中で、バランスを取ってみていくことが必要であると思っている。

白川議長

先程私が申し上げた論点以外でも、このセッションで追加的に議論したいことがあれば、どうぞ。

宮尾委員

米国経済の先行き見通しについての見方であるが、皆さんも同じかと思うが、やはり政策期待というか、F e dの政策がどうなるのかが議論になると思う。昨日の青木金融市場局長の説明にもあったが、追加緩和期待みたいなものがある、それが市場のセンチメントを改善している面がある。色々な地区連銀総裁の発言等で事前の期待が高まって、それが一時的にコンフィデンスをブーストしている可能性があるかもしれない。それが実際に実体経済に上手く繋がっていく、あるいは政策が実際に実行されて実体経済に繋がっていけば良いが、米国が今模索している金融緩和の効果には賛否両論、効果の大小あるいは副作用についての議論があって、見通しがたい。私自身は、彼等がどのように政策を打ち出し、あるいは打ち出さずに、それが市場の期待との対応関係の中で、どのように進展していくのかをずっと注目している。そういう点で、上手くマネージされるのか、その帰趨が米国経済の先行きの見通しをみる場合に非常に大きな一つのポイントになると思っている。

白川議長

その点は、私の整理では、先程の世界経済全体あるいはバランスシート

調整下の先進国経済における景気回復をどのように考えるのかという話と関係していると思う。米国のQE2にしる昨年のマチュリティ・エクステンションにしる、マーケット的には期待が高まったり、後退したりすることがある。それはそれで重要な動きではあるが、しかし大きく捉えた場合に、バランスシート調整下での経済活動で、かつFedの金融政策もゼロ金利の中で、マージナルにどの位の効果があるかについての議論があり、それ自体がわれわれの経済を大きく変えるものではないという認識も一方であると思う。また、そのことが景気の先行きについての重苦しきになっていると思う。その意味で、私自身の感じは、それはマーケットをみるうえでのポイントではあるが、われわれが射程としている今後の経済の展開がどうかという時には、それは大きなファクターかといういと、私自身は多少別の感じを持っている。

森本委員

米国について、今のFedの議論とは別に、皆さんのコメントの中でも、フィスカルクリフの問題が取り上げられていた。この問題については、マインドに与える影響は大きいと思うが、今は大統領選の前で動けないという特殊な時期だと思う。減税の失効の問題にしても、富裕層の扱いがどうなるかということで、それ以外は皆失効しないと思っていると思う。国防関係の自動的な経費の削減も、何らかの対応が図られていくという気が——これも感覚的になるが——している。それと、個人消費絡みでも、株価はリーマン・ショック後の高値水準にきている。エネルギー価格は、シェールガスで大分下がり過ぎている面はあるが、基本的にエネルギー面での強みは持ってきている。ガソリン価格はある程度低位で安定しているので、実質購買力といった面から消費を下支えする力も結構あるのではないかと思う。私自身は、米国について色々懸念する声はあるが、前々から山口副総裁がおっしゃっているしたたかなところが、今は少し顔を出せないといった時期ではないかと思っている。

木内委員

米国経済であるが、消費と住宅のギャップが少し気になっている。住宅については、指標ごとにばらつきがあるとはいえ、それなりに持ち直してきている。これに対して、個人消費の方は弱い。歴史的にみると、景気の持ち直しは、住宅の持ち直しから始まっていることが多かった。つまり、金融緩和、長期金利の低下、住宅、消費という波及である。長期金利が下がっているのに、住宅までは少し持ち直してきているが、消費に波及していない。これは、一つには、住宅投資の比率が水準として下がってしまい、従来ほど消費に与える影響が小さくなってきていることがあると思う。住宅投資自体の比率が下がって、景気に与える影響が小さくなっているし、その結果として関連消費への影響も小さくなってしまっている。そういうことで、全体的に金利感応度が下がってしまっている。長期金利の低下余地がかなり限界に近いということになると、過去数年のように、景気が悪くなると長期金利が下がって、何とか持ち直していくということが、果たして今回は上手く出ているのかという疑問がある。リスクシナリオではあるが、そういうことが少し気になっている。

白川議長

他にないか。それでは、暫く休憩し10時35分に再開する。

(10時26分中断、10時35分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

議論を再開する。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針等についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同じである。それでは森本委員からお願いする。

森本委員

まず金融環境であるが、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、緩和した状態となっている。長短金利が極めて低水準で推移する中、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。こうしたもとの、CPや社債の発行環境は良好であり、資金需要も増加の動きがみられている。また、企業からみた銀行の貸出運営スタンスや企業の資金繰りをみても、総じて改善した状態にあり、相対的に環境が厳しいといわれている小企業の調査結果をみても 2007 年頃の水準にまで回復している。この間、金融資本市場では、前回会合での基金の短期国債買入れの入札下限金利撤廃を受けて、短期国債入札時の利回りが小幅に低下しているが、今のところは 0.1%から下方乖離幅は限定的となっている。そうした中、短中期ゾーンでは、将来における基金での長期国債買入れの下限金利撤廃の可能性が市場で意識されるなどして、2 年物でも 0.1%を割るなど下押し圧力が強まっている。さらに、10 年物国債の利回りも、安全資産需要の高まりを背景に、米独長期金利が歴史的な低水準で推移するもとの 9 年振りの低水準となっている。米独の長期金利は、足許、欧州情勢への警戒感や米国景気の不確実性等から大きくは上昇しにくい環境であると思うが、国内金利に与える影響が大きいだけに引き続き細心の注意が必要である。この間、為替市場では、ドル/円は幾分円高が進行して概ね 78 円台で推移し、ユーロ/円では前回会合時とほぼ同程度となっている。株価については、米欧の株価につれて振れたが、前回会合後の期間を通してみれば幾分上昇となっている。欧州債務問題を巡っては神経質な動きが続いており、そうした中で、リスクオフの動きが円高や株安等を通じて企業や家計のマインド面に与える影響も含めて、警戒感をもって注視していくことが必要であると思う。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると思う。わが国経済がデフレから脱却し、物価安定のもとの持続的成長経路へ復帰するためには、成長力強化の努力と金融面からの後押しの両面に

しっかり取り組んでいくことが極めて重要である。そうした認識のもと、引き続き成長基盤強化を支援するとともに、資産買入等の基金の積み上げを着実にを行うことを通じて、強力な金融緩和を間断なく進めていくことが大事であると思う。資産買入等の基金については、景気が持ち直しつつあるもと、来年6月末まであと14兆円程度を着実に積み増していくことで、政策効果がより強まっていくものと考えられる。足許の基金の運営状況を見ると、前回会合での見直しを受け、固定金利オペの応札状況は取り敢えず改善されているし、増額した短期国債買入れについても下限金利を撤廃したことや市中発行残高の多い3か月物が買入対象に追加されたこともあって旺盛な応札状況となっている。一方、前回会合での短期国債の下限金利撤廃を受けて短中期ゾーンにも低下圧力が強まり、2年債の入札利回りが0.1%を下回るもとで直近の基金の長期国債買入れでは札割れが発生した。これは強力な金融緩和の効果が現れている証左ではあるが、金融緩和を間断なく進めていくために、基金の買入残高を着実に積み上げていくことが大事だと思う。こうした札割れが一時的な市場の思惑に基づくものか、趨勢的に続くものなのかはきちんと見極める必要があるが、まずは市場での資金ニーズや金利形成の動きをよくみたくうえで運用面でも色々工夫を加えながら、買入れをしっかりと進めていくことが重要であると思っている。以上である。

白川議長

それでは、白井委員お願いする。

白井委員

前回会合以降の世界金融資本市場については、欧州債務問題を背景にして主要国国債に対する希少性プレミアムが高まる中、複数のユーロ圏コア国の国債利回りが2~3年辺りまでマイナス推移している。この動きは、コア国の国債持ち切りが増えたことでレポ取引に用いられる国債の不足を反映しているようであるが、ECBによる7月の政策金利の引き下げで

金利低下圧力はさらに強まっている。なお、政策金利の引き下げによって短期金融市場の緊張度が和らいでおり、CDSプレミアムや社債のスプレッドも緩やかに低下している。そうした中、世界の株価はわが国を除けば幾分上昇しており、最近では新興諸国債券や欧米のハイイールド債にも資金が流入しているほか、穀物価格の上昇を契機に投機マネーが流入しており、世界の投資家は部分的にリスクオン姿勢を示しているようである。わが国の短期金融市場については、日本銀行の潤沢な資金供給もあって引き続き資金余剰感が強く、金利はターム物を含めて低水準で推移している。ドル調達環境も落ち着いている。外国為替市場については、実質実効為替レートはほぼ横ばいであるが、名目実効為替レートについてはやや円高となっており、ドルに対しては幾分円高となっている。

次に、企業金融であるが、資金調達環境は良好で、CP・社債発行金利は低水準で推移している。新規貸出約定金利も低下傾向が続いており、銀行収益を圧迫する状況となっている。金融機関の貸出態度については改善が続いており、CP・社債の発行環境も良好である。民間銀行貸出は緩やかな増加基調にあり、CPや社債発行額も前月比増加している。従って問題は、資金調達環境が極めて緩和的な中でも引き続き資金需要が然程伸びていないことにあると思う。直近の日本政策投資銀行による設備投資計画調査をみても、今年度の国内設備投資は拡大へと上方修正されているが、その目的は能力増強ではなく維持補修、合理化、省力化が中心で、投資額もキャッシュ・フローを大きく下回っていることから、景気回復局面にあっても旺盛な資金需要に結びついていないようである。このことは、最近の被災地金融機関支援オペをみても、大半が借り換え需要で新規申し込みが少ない事実とも整合的に思える。やはり、金融緩和の効果を高めるためには、将来の成長期待を高めるような規制緩和やイノベーティブな企業を増やしていくことも重要だと思われる。消費者向け与信については住宅ローンが幾分拡大傾向にあり、ここ数年抑えられていた潜在需要が顕在化することによる住宅投資の拡大と住宅金利の低下がその要因として指摘されている。しかし、その一方で金融システムレポート等でも指摘してい

るが、住宅購入適齢期の 30～40 歳代を中心に所得の減少による債務返済能力が悪化しているとの指摘もあるため、今後の動向には注意が必要である。

なお、日本銀行の資金供給オペの動向についてであるが、前回会合で短期国債の入札下限金利を撤廃した結果、短期国債は順調な積み上げが可能となっており、短期国債利回りも付利金利との裁定が働いて 0.1%を僅かに下回る程度で推移しており、コールレートやレポレートも特段変化がない。しかし、残存期間が 1～3 年の長期国債の買入れは、市場実勢レートが 0.1%を下回っているためオペでも札割れがみられている。ここには、世界的な安全資産需要の高まりと 1～3 年ゾーンの下限金利の撤廃期待が反映されているようである。下限金利を撤廃すれば資産買入等の基金は積みやすくなるが、それによる一段の長期金利低下や短期・中期ゾーンで逆イールドカーブが形成されると、銀行の投資収益や利鞘の低下をもたらす可能性もある。これらの観点を踏まえて、今後の市場の動向を見極めながら新たな対応が必要かどうか検討していきたいと考えている。なお、同基金が買入対象とする国債の長期化が進むほど、ファンダメンタルズから乖離して利回りが低下することになってしまい、その結果却って金利反転リスクを高めてしまう可能性については留意が必要である。最近では、金融機関の大量国債保有が進む中で、急激な利回り上昇が金融システムを不安定化させるリスクを指摘する見解も増えているほか、公的年金積立金の取り崩しも始まるなど国債保有ニーズにも変化の兆しがみられているため、長期金利の動向については細心の注意を払って見て参りたいと思う。

最後に、現行の政策金利については、複数の適正水準の推計値にほぼ沿っていることも踏まえると適切と判断されるので、次回決定会合までの金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

まず金融環境であるが、昨日の執行部の説明のとおり、緩和した状態にあるということで私自身も判断している。次に当面の金融政策運営であるが、まず、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当と思っている。基金の運営については、今年の末までに 65 兆円程度、来年 6 月末までに 70 兆円程度まで、基金の着実な積み上げを通じて、金融緩和を中断なく進めていくという現在の枠組みのもとで、日本経済を金融面から後押ししていくことが適当と考えている。

次に、前回会合で決定した札割れ対策等について述べておきたいと思う。その後のオペの結果をみる限り、われわれが講じた措置ははっきりと所期の目的を達したとみている。一方で残存期間 1 年以上の長期国債の買入れについては、先般のオペで札割れが生じている。しかし、これは、短期国債のオペの下限金利を撤廃すれば当然生ずると予想していたものであり、特に慌てる必要はないと思っている。都銀等の長期国債オペへの応札姿勢は、長めの金利のイールドの形状、海外金利の動向、それから新発債の発行状況、さらには自行のやや長い目でみたポートフォリオ運営など、様々な要因によって左右されるものであり、オペの下限金利の存否だけで決まるものではないと考えている。暫くはじっくりと都銀等の応札行動をみておけば良いのではないかと認識している。

最後に、前のセッションで述べたことであるが、金融政策がバックワード・ルッキングになりがちである点について一言話しておきたいと思う。特に欧州債務問題との関係でわれわれの政策を考えると、どうしても欧州情勢と EU 当局や ECB の対応などを見極めることを優先することにならざるを得ない。その意味で、われわれの政策の独自性ないし自主性が何がしか損なわれていることは事実であると思っている。問題は、この点をわが国の企業などが重く受け止めると、金融政策運営の機動性に対する信頼が何がしか揺らぐことになりかねないように思う。この点、明快な答えがある訳ではないが、一旦緩急あれば果敢に行動するという姿勢を、これまでも増してはっきりと語っていくことが重要になってきているので

はないかと私自身思っている。マーケットや国民とのコミュニケーションを考えるうえでの大事なポイントではないだろうかと思っているところである。私からは、以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いする。

宮尾委員

わが国の金融環境については、昨日執行部から報告があったとおり、企業の資金調達環境はこれまで続いてきた緩和の動きがさらに定着、ないしは強まっているという動きがみられる。貸出金利は歴史的な低水準にまで低下してきており、またやや出遅れ感のあった中小企業の資金繰りや、中小企業向け金融機関の貸出態度も、リーマン・ショック前の良好な水準に戻りつつある。こういった動きを総合すると、これまでの緩和的な動きが続いているという方向の評価から、緩和した状態にあるといった全体的な水準評価へと判断を進めて良いかと思う。

次に、金融環境の概念をより広く捉えて、実体経済へ影響を及ぼし得る金融資本市場動向についてみると、為替レートは、ドル／円で 78 円台、ユーロ／円では 96～97 円で推移しているほか、株価も T O P I X では 740～750 程度と、前回会合時と比べて、ほぼ横ばいかやや円高・株安方向で推移している。この間、リスクセンチメントの悪化を背景に、過去約 3 か月程度続いている円高・株安傾向がさらに長期化すると、企業収益やコンフィデンス悪化などを通じて今後の景気回復への重石となることが懸念される。市場動向とその影響については、引き続き、丹念に点検していきたいと考えている。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。先程のラウンドで述べたとおり、景気・物価見通しのメインシナリオは維持するものの、リスクに関しては、景気・物価とも下振れリスクを意識しており、前月対比でも、より強い警戒感を持って臨まなければならないと考えている。その

ため、まず重要なことは、今後の経済金融情勢を十分に注意深くモニターしていくとともに、必要と判断される場合のあり得べき措置について、様々な選択肢を予め排除することなく、適切な措置が講じられるようにしっかりと備えておくということが、引き続き重要であろうと思う。それと同時に、現在強力に推進している資産買入れ、基金の積み上げを毎月着実に実施し、金融緩和が確実に推進されていくという見通しを、国民にしっかりとこれまでどおり示し続けるということが極めて大事であると認識している。

この点について、前回の会合では、頻発していた固定金利オペの札割れへの対策として、固定金利オペ5兆円分を短期国債へ振り替えるとともに、短期国債入札の下限金利を撤廃するなどの措置を実施した。その後の状況を見ると、短期国債買入れの応札倍率は高く、応札レートも0.09%台と付利の水準である0.1%から然程乖離せずに推移しており、順調な買入れ、ないしは基金の積み上げが実施されている。一方で、残存1~3年物の長期国債の買入れについては、世界的なイールドカーブの低下、あるいはリスク回避傾向が強まる中、利回りが0.1%を下回り、それが一つの要因となって札割れが発生した。今後この札割れが頻発するようであれば、基金を確実に積み上げて強力な緩和を推進していくという観点から、何らかの対応を検討する必要があると認識しているが、現時点では本件の発生はまだ一度だけであり、まずは市場実勢など今後の推移をしっかりと見極めるべきと考えている。

以上、申し上げたうえで、次回会合までの金融調節方針、並びに基金の運営については、現状維持が適切であると考えている。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

まず、物価情勢について述べたいと思う。消費者物価（除く生鮮）は、

暫く前までのエネルギー価格低下の影響が強く、足許、展望レポートの物価見通し対比で下振れている。下振れのかなりの部分はエネルギー価格の影響によるものであるが、同時に企業の価格決定力の回復傾向にももたつきがみられるということがある。例えば、リーマン・ショック後の底からグロスのマージン率が回復基調にあったガソリン価格も、今年に入り回復が止まっている。物価トレンドをより反映する刈込平均でみると、上昇モメンタムは、財・サービスの中でも特に財において年初想定比減退している。しかし、足許はエネルギー価格も値を戻し、今後は地政学リスクの顕在化の可能性——これはかなり可能性が高いと思う——もあることから、ここ数か月のエネルギー価格によるデフレ効果は、今後減衰していくものと考えられる。さらに、中長期的なエネルギー価格については、従来エネルギー効率の悪い新興国の成長期待等から高騰が続くとみられていたが、シェールガス等の普及で頭打ちになり、中長期的にみれば従来比低位になる可能性があると思っている。いつ影響が出るのかということについては、不確実性は大きい訳であるが、エネルギー輸入国である日本の実質購買力の上昇をもたらし、長い目でみれば物価にはプラスに働くと考えている。また、实体经济も先行きにリスクがあるが、足許までは経済活動は潜在成長率を上回る形で推移しているので、ラグを伴いながら物価の上昇圧力になるはずである。このロジックについては前回詳述したとおりであるが、今年度を超えて今後を考える場合には、この实体经济の先行き見通しについてのリスクが次第に顕在化していくかどうかということが焦点になると考えている。従って、現在の段階では、展望レポートの物価見通しのメインシナリオの下振れ、後ずれリスクは前回会合時に比べて増大している。しかし、メインシナリオを明確に下振れさせるべきところまでは至っていないと考えており、今後の推移をみる必要があると判断している。

次に金融環境の点検であるが、前回会合以降の金融のデータ、金融関係のビジネスサーベイをみても、「金融環境は緩和の動きが続いている」という表現から「金融環境は緩和した状態にある」と一歩進める月報表現に違和感はない。ただ、これは現状の客観表現であり、それ以上の意図はな

いということを確認しておく必要があると思う。というのは、緩和状態あるいは緩和した状態というような表現は2006年4月以来であるが、ちょうどその時は量的緩和の直後であった。そのために、まさかそのようなことはないと思うが、この表現が、無用な憶測を呼ばないように気を付ける必要があると思う。半分冗談ではあるが。

次に、金融政策運営方針である。もう一度基本に戻って考えると、金融政策決定の枠組みは、二つの柱、すなわち、先行きの経済・物価に関するメインシナリオが物価安定のもとでの持続的な成長経路を辿っているのか、言い換えれば「目途」の達成に向かっているのかという第1の柱と、そうしたメインシナリオに対してどのようなリスク要因があるかという第2の柱の両面から点検するということである。既にみたように、足許までのデータから先行きの経済・物価情勢を判断すると、「目途」1%達成へのモメンタム、つまり追加的な緩和なしで「目途」達成が見込まれるような十分な勢いが生まれているかどうかについては、かなり不確実性が高いと思う。十分な勢いがみられないということが明確になった段階では、「目途」に基づくコミットメントからみて何らかの対策が必要となる。しかしながら、極く足許の海外経済情勢の変化が直接・間接に日本経済に与える影響をみる必要があり、また日本経済の足許の若干の弱さが先行きの弱さに本当に繋がるのかどうかということもまだはっきりしていない。既に述べたように、経済情勢、物価情勢ともに下振れバイアスは増加していると考えるが、それがモメンタムに明確な悪影響を与えるかどうかについて判断するには、やはり追加的なデータが必要であると考えている。従って、次回までの金融政策は、現在の「目途」を明確にした包括金融緩和政策、つまり、「目途」に基づく積極的なコミットメント、資産買入基金の規模、構成とも現状維持とするのが適当であり、金融調節運営方針も現状維持が望ましいと考えている。加えて、デフレからの脱却のために必要な成長基盤強化に資する資金供給を方針どおり進めていくことが重要だと考えている。

なお、前回決定した固定金利オペの減額と短期国債買入れの増額、そし

て後者の入札下限金利撤廃は、私は、所期の効果が出ていると判断している。しかしながら、世界的な金融市場を巡る不確実性の中で、わが国の金融市場でも情勢の急変があり得るので、年末までの 65 兆円、来年 6 月までの 70 兆円の目標達成に向けて、今後ともフレキシブルに対応する必要があると考えている。以上である。

白川議長

それでは、石田委員をお願いします。

石田委員

国際金融市場では、欧州系銀行においてデレバレッジの動きから貸出の削減、銀行間資金取引の大幅な縮少が引き続きみられる一方、わが国の金融市場の現状は、本行の強力な金融緩和により、銀行貸出、CP市場、社債市場、国債市場とも、押し並べて緩和した状態にある。

一方、わが国の経済の現状は、先程も申し上げたが、海外経済が減速した状況にあるもと、鉱工業生産も足許弱めで推移している。今後、海外経済の回復にやや時間を要する惧れもあり、当面は現下の金融緩和策をしっかりと推進していくことが肝要であると思う。その点から、長期国債買入れでの入札運営の円滑な遂行について、一段の努力をお願いする次第である。また、国際金融情勢が不安定なもとで、不測のインパクトが生じた場合は、適時適切な対応をとる必要があるので、この点についてもしっかりと備えておく必要があると思う。なお、前回短国買入れについて 0.1% の下限を撤廃したが、市場では札割れ対策の技術的な手当てとみる向きが多かったように思う。色々な考え方があるかと思うが、私は市場金利を下方に誘導するという意味からも、金融緩和政策の一環としての施策と思っている。今後、1~3 か月の下限金利を撤廃することがもしあるのであれば、現在進めている強力な金融緩和政策を一層強化するものであるとのメッセージを伝えて頂きたいと思っている。

最後になるが、次回会合までの金融市場調節方針については、「無担保

コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、佐藤委員お願いする。

佐藤委員

金融政策について最初に基本的な考え方を申し述べた上で、金融調節方針等について申し上げたいと思う。まず、「中長期的な物価安定の目途」について、消費者物価前年比の上昇率で当面1%を目指すことに同意する。長期的にはインフレ目標のグローバル・スタンダードである2%を目指すことが理想であるが、現実的な目標として取り敢えず1%とすることは妥当と考える。一方で、緩和強化の手段としての資産買入等の基金の拡大が先行きの物価に波及する経路については、必ずしも明確でないと考えている。この点につき私なりに簡単に整理すると、基金積上げの直接的な効果である金利低下効果、あるいは時間軸効果は相応に発揮されていると思うが、量的緩和期の経験でも示されたように、それが実体経済を刺激し、需給ギャップひいては物価の安定に結びついているとは必ずしも言えない訳である。間接的な効果としての量の効果、すなわちポートフォリオ・リバランス効果や期待インフレ率に働きかける効果、あるいは単にサイコロジカルに為替市場に訴えかける効果にしても、少なくとも現時点では明確に観察されていない。為替への効果に関しては、足許はグローバルな金融緩和競争のもとで、本行の緩和努力が必ずしも報われていないといった面もあるというように理解している。包括緩和実施から間もなく2年になろうとしているが、少なくとも現時点でデフレを脱却できていないということは、やはりデフレ下の政策対応の困難さを示しているといえるかと思う。

以上を踏まえた上で、「中長期的な物価安定の目途」達成のための政策運営のあり方を私なりに整理すると、足許の名目ゼロ金利制約下の政策効

果の波及経路としては、実質金利の低下を促す、言い換えれば期待インフレ率に働きかける政策が必要というように思う。一般に、期待インフレ率を引き上げるためには、通貨・金融政策当局が取りうる手段としては、まず第一に中銀のバランスシートの規模を大幅に拡大して市場のパーセプションを変えること、第二にリスク性の高い資産を買い入れること、第三に為替レートを減価させること、の三点であると思う。このうち、第一のバランスシートの拡大については、現状、日本では市場の資金需要が飽和する中での追加的な資金供給には、今の政策の枠組みの中では色々技術的な困難があると認識している。ただし、現状の政策の枠組みを変えればその限りではないとも考える。二番目のリスク性資産の買入れについては、日銀法で本行に認められた業務の範囲を逸脱する惧れがあるということ、それからリスク量との関係で中銀の自己資本をどうみるかという大きな問題もあるので、これは別の機会に議論できればと思う。それから三番目の為替レートの減価についてであるが、為替政策は基本的に財務省の所管であることは承知している。ただし、IMFの対日4条協議の報告書において、「円はやや過大評価である」と言及されている訳であり、国際社会における円相場の認識にも変化の兆しがみられる。理想論ではあるが、こうした好機を逃さず、政府と本行が一体となって円の過大評価是正に取り組むという姿勢をみせれば、マーケットに一定のメッセージを発信できるのではないかと考える。日本の資産市場、就中株式市場は現状精彩を欠いている訳ではあるが、円安への修正が起これば市場センチメントは好転し、また資産市場が活況を帯びれば実体経済に好影響が期待され、ひいてはそれが「中長期的な物価安定の目途」の達成にも寄与すると思う。その意味で、ゼロ金利制約下で物価安定を図る上で、為替レートというのは一つの鍵になるのではないかと考えている。

次回会合までの金融調節方針については現状維持が適当と考えている。一段の金融緩和を図るため、超過準備への付利金利を引き下げるという選択肢もあるが、これは事実上の利下げカードであるので、現状はその利下げカードを切るタイミングでもなかろうと考える。

最後に、基金買入れについてであるが、先行き世界経済を覆う霧が急に晴れることは期待薄であり、次回の9月会合までの間、長国買入れで札割れが続く可能性があるというように思う。仮にそうなれば、「強力な金融緩和を中断なく進めていく」というコミットメントに違背するとの批判を惹起する可能性があると思う。かかるリスクをヘッジするという観点から、長国買入れについても早期の下限金利の撤廃ということも一つのオプションとして考えるべきかと思う。ただ、前回会合以降の長国買入れの札割れは一回のみであるということ、それから先般の札割れには本行の下限金利引き下げへの期待が先行している面もあるとみられるので、現時点では様子を見るということも一つの考え方であるかと思う。以上である。

白川議長

それでは、木内委員をお願いします。

木内委員

国内の金融市場は、本行の潤沢な資金供給のもとで強い資金余剰感が続いている。長めのターム物金利は低位横ばいの動きとなっているほか、短期レートは長めのゾーンも含め0.1%程度での推移となっている。企業の資金調達環境も非常に緩和的な状態が続いており、CP、社債の発行レートも、低位で安定的に推移している。こうした極めて緩和的な金融環境のもとで、国債買入オペでは既にご指摘のとおり札割れが起こっている。札割れの頻発というのは、本行の金融緩和の効果が強力に浸透していることの表れともいえるが、他方で、資産買入れ等の基金による資産買入れを通じて中断なく金融緩和を進めることの妨げにもなり得るほか、金融市場においては、資産買入れが予定どおりに進捗しないのではないかという懸念に繋がり、金融政策に対する信認の低下、それを通じて政策効果を減じる恐れさえあると思う。前回の決定会合では、短期国債の買入れをより確実にを行うために入札の下限金利を撤廃したが、今後の情勢を暫く見極めたいと思うが、国債の買入れについてもより確実にを行うための施策に

についても、必要に応じて検討する必要があるのではないかと思っている。本行は、今年2月、4月と資産買入等の基金の増額などを通じた金融緩和策を実施し、デフレ克服に向けた強い姿勢を示したと思う。ただその後は、資産買入等の基金による資産の買い取りを間断なく進めてはいるが、追加的な緩和措置を講じていないということで、金融市場の一部では、復興需要や財政面からの需要刺激によってわが国の成長率が大きく高まったこの春先に金融緩和を積極化させた一方で、欧州情勢が悪化し、アメリカや中国経済の減速が目立ち始め、世界経済の下振れリスクが高まり始めた5月以降、追加的な緩和を講じていないということで、本行の政策姿勢の真意を図りかねているといった見方もあるように思う。デフレ克服に向けた本行の政策姿勢について金融市場でこうした懐疑的な見方が強まるということが、政策効果を減じることに繋がるリスクになることにも注意が必要ではないかと思う。

それから、やや中期的な観点であるが、中期的な観点から金融政策運営を考えるうえでは、財政環境の変化も考慮していく必要があるのではないかと思う。まだまだ先行きは不透明かもしれないが、将来的に、政府による中期的な財政健全化の方向がより確固たるものになるといった場合には、本行として金融政策運営面でどのような対応措置を講じるのが適切かということについて、今後議論を深めていくということも重要ではないかと思っている。

最後に、金融調節方針であるが、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰することを積極的に支えるために、既往の金融緩和措置のもとでの資産の買入れなどを着実に実行するとともに、次回会合までの金融市場調節方針については現状維持とし、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適切だと考えている。ただし、既に前半でも述べたが、向こう数か月の経済・物価情勢を踏まえて、本行のメインシナリオに対して下方リスクがさらに強まるという局面が現出した場合には、デフレ脱却に向けた日本経済の足取りをより確実なものにするため、さらにデフレ脱却に向けた本行の強い意思を改めて対外的に示し、それを通じて政策効果を高めると

いったことを意図して、適切な措置を果敢に講ずることが重要であると考えている。私からは以上である。

白川議長

まず次回決定会合までの金融市場調節方針であるが、私も含めて現状維持ということで意見が一致していたと思う。それから前回講じた短期国債オペについての下限金利撤廃の効果の評価、あるいはそれを踏まえての基金の運営についても全員から意見の表明があったが、私なりに整理すると、短期国債の下限金利撤廃は札割れ防止に有効であったと思う。8月1日に基金の国債オペで札割れが生じた訳であるが、短期国債オペの下限金利を撤廃する時にどういうことが起こり得るかという議論した際、こういうことも起こり得ると議論した訳であるが、そういう意味では先程山口副総裁も言っていたが、私自身もこれは想定範囲内であると思っている。入札にどの程度の応札があるかは様々な要因に依存するが、一つは勿論イールドカーブの水準および形状ということになってくるが、前半のラウンドでも意見の表明があったが、国際金融市場における先進国の長期国債金利と非常に関係が深いというように思う。米、独、それから英国の金利は少し前に既往最低水準を更新したが、それとの比較で見ると足許金利は若干ではあるが戻っている。このことが示すように、欧州債務問題を背景とする安全資産選好がどのようになっていくのかということにも、非常に大きく依存するというところで、色々な動きがこれまでもあったし、これからのあると思う。そういう意味では、問題は、12月末あるいは来年6月ということ想定した場合に、基金の運営を当初予定どおりやっていけるかどうかという判断だろうと思う。そうすると、この間のイールドカーブの様々な動きもあるだろうし、それから長期国債オペの札割れも、下限金利撤廃期待それ自体が生んでいるということもあるので、これはわれわれ自身のコミュニケーション如何でまた変わってくる話である。それから金融機関の国債投資運営姿勢にも依存する。いずれにせよ、皆さんの意見も、基金の運営で本年末の目標達成に直ちに支障が生じるという状況ではない、様子

をみていけば良いということであると思うし、私自身もそのように思っている。

金融政策の運営については特段申し上げることもないが、改めて日本銀行としてデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰することが大事であると思う。これは日本銀行の政策委員会の固い意思で、そのことについては明確に情報発信をしているということである。そうした政策思想のもとに基金の運営を行っているということである。金融環境について、緩和した状態にあるということで昨日執行部から説明があったが、私自身もそのように思っている。金融政策が金融緩和に効き、金融緩和が様々な形で実体経済、あるいは色々な予想も含めて働きかけていくということで、中央銀行からみて一番近い部分に働きかけていくという意味で金融環境は非常に緩和的である。その金融環境が十分に活用されていないというところに、このデフレ下の金融政策の困難さがある訳であるが、そういう意味で日本銀行の金融面からの下支えと成長力を強化していく取り組みの二つが必要で、この二つが続かないとなかなかデフレからの脱却が難しいということを改めて申し上げたいと思っている。それから金融政策の運営については先程西村副総裁からも言及があったが、われわれ自身はその二つの柱という形で点検しているということである。標準的な見通しがわれわれの考える望ましい姿に向かっているのかどうかということが第1の柱であり、第2の柱はそうした標準的な見通しにまつわる様々なリスクを点検していくということである。その場合のリスクというのは見通し期間中のリスクもあるが、しかし見通し期間を越えて実現してしまうリスクも含めて、しっかりリスクを点検していくということであると思う。過去の大きな金融政策の失敗事例を考えると、長いタイムラグを経て実現するリスクに対してわれわれ自身が十分に対応できていなかったということもある。そういう意味で、様々なリスクを点検して金融政策を運営していくという、そういう第一の柱と第二の柱という枠組みに基づいてしっかり政策をやっていくことが大事であると思っている。

それから先程物価について西村副総裁の方から後半のセッションで意見表明をしたいということであったので、前半の部分では物価について言及しなかったが、物価については、足許の数字が前年比 -0.2% ということであるので、それとの比較によると 0.4% ポイント低下をしておりやや弱めということであるが、これをどう考えるかということである。色々な考え方があるようであるが、西村副総裁からも言及があったが、エネルギー価格の動向を反映したものであるということもあるだろうし、昨年半ばまでの需給ギャップが時間が遅れて反映しているということも多分あるだろうし、またそれ以外の解釈もあるかもしれないが、いずれにせよ、物価について意見等があったら、また後でお聞きしたい。自分自身は、いずれにせよ現実的には物価上昇率を消費者物価統計で捉えざるを得ない訳であるが、消費者物価統計は、様々な約束事に基づいて作られている統計であるし、非常に変動幅が小さい中で、細かな動きもこれはこれで勿論注意してみていく必要があるが、大きな流れとして物価がどういう方向に向かっているのかということを押さえることが大事である。そういう意味でビッグピクチャーが大事であると感じている。

それから、金融政策運営そのものという訳ではないかもしれないが、われわれは成長基盤を支援するための資金供給の一環として外貨の特則を既に発表している。最近、LIBORの不正操作問題をきっかけに、LIBORの改革を巡って関係者の間で議論が行われている。LIBORは、成長基盤強化を支援するための資金供給における米ドル特則に当たっての適用金利となっているということは、皆さんご存知のとおりである。実施日については執行部に授権されており、9月6日に第一回目の貸付を行うことを既に公表しているが、ただ、今申し上げたような情勢の中で、マーケットにおける中央銀行の役割を踏まえ、また今後中央銀行を含めた当局間で議論が行われるということを見ると、実施日を一旦延期することが適当と判断した。そのうえで延期後の第一回目の貸付については、秋口にかけて進展が予想されるLIBOR改革を巡る議論も踏まえ早期に実施をしたいと考えている。そのLIBORの点の詳細について、金融政策に

関する議論を始める前に執行部の方から説明をお願いする。

内田企画局長

では、簡単にご説明させて頂く。今、白川議長からご説明があったとおり、成長基盤強化支援資金供給の米ドル特則については、初回の資金供給を8月30日オファー、9月6日実行という予定で実務作業を進めてきた。この日程は既に公表しており、実際幾つかの金融機関から希望が寄せられているという状況である。米ドル特則の貸付金利はLIBOR 6か月物の変動金利方式となっている。LIBORを巡っては英国銀行協会などの関係者の間で議論が行われているところである。具体的に申し上げますと、財務大臣の委任を受けたウィートリー氏——FCA長官に就任する予定の方である——による提言、いわゆるウィートリーレビューを9月末までに公表する予定になっている。またBOEのキング総裁からは、9月のBIS総裁会議でLIBOR改革について議論をすることが提案されていて、中央銀行サークルでもこの点の議論が行われる予定になっている。このように秋口にかけてLIBOR改革に関する進展が予想され、関係者の議論が行われる予定であるが、この状況をみるために、米ドル特則の実施を一旦見合わせる事が適当であると考えた次第である。延期により、資金供給を既に希望している金融機関は、それを織り込んでいるので当然影響が出るということであるので、1か月前であるが、このタイミングで延長を公表し、対象先にはしっかりと説明していくことが必要になると思っている。なお、対象先は全て大手であり、金額もそれほど大きくないということであるので、いわゆる外貨の資金繰りに問題が生ずる可能性はないと考えている。

延期後の再開であるが、議論の進展状況をみながら、なるべく早期に第一回目を実施したいと考えている。手続き面であるが、実施時期については基本要領では決めていないので、日程を変更する場合に決定会合における議決は必要ないということである。決定案件ではないので、この場でご議論頂くという性格のものではないが、報告させて頂く次第である。

最後に今後の公表の段取りであるが、本日会合終了後の公表を考えている。ただ、決定会合事項ではないので、一緒に公表すると誤解の余地があるので、直後に公表することはせず午後3時位に公表する予定であるので、その間の情報管理は是非お願いしたい。簡単ではあるが、以上である。

白川議長

金融政策に関して、それから前半で積み残した物価について、追加的にご議論したいという方がおられたら、どうぞ宜しくお願いする。

宮尾委員

物価見通しと先程佐藤委員も言及されたインフレ期待——当然この二つは絡んでくると思うが——について、私なりのコメントを申し上げたい。先程、前半のラウンドで佐藤委員から、例えばフィリップス曲線で考えたかどうかというお話があった。先程の佐藤委員の後の方の議論では、大きく分けると、バランスシート拡大という貨幣数量説的な議論とフィリップス曲線的な議論の二つがあると思うが、取り敢えず、今はフィリップス曲線的な方で議論させて頂く。私がどう考えているかを申し上げると、フィリップス曲線は、横軸に需給ギャップを取り、縦軸にインフレ率を取って、その傾きをどのように捉えるのか、それがどのように推移していくのかということだと思う。例えば、過去15年位のフィリップス曲線の傾きをみると、非常になだらかと言うか、非常に水平な傾きで、もう少し長く30年位を取ると、ある程度傾きが出るフィリップス曲線が描ける。どちらも可能性としてあり得ると思うが、仮によりフラットなフィリップス曲線を仮定し、かつ中長期の物価のアンカーは一応維持されている——1%目途で——という前提で、どのような将来パスを描けるかを考える。それは、かつて私が決定会合で議論したことであるが、取り敢えず、将来、需給ギャップが解消していくという見通しがあると、緩やかなフィリップス曲線上をゆっくりと動いていく訳である。それと同時に、短期のインフレ期待——ここで言うと切片であるが——も徐々に立ち上がってきて、1%に

向けて動いていく。それをデータだけでみると、より傾きが急なフィリップス曲線というように、データのプロット上はみえるが、いずれにしてもよりフラットなフィリップス曲線を仮定しつつ、短期のインフレ予想が立ち上がってくれば、1%に向かって動いていくという物価見通しを、理屈上は描けるのではないかと思う。私の中では、われわれの景気・物価見通しあるいはインフレ予想を一応そういうものとして想定できるのではないかと考えている。そういった時に、インフレ予想がどのような形で形成されるのかには、二つの考え方がある。人々のインフレ予想が、バックワード・ルッキングで過去のインフレ実現値に基づいて形成される場合と、フォワード・ルッキングで将来景気が良くなるという予想に基づいて形成される場合の二つの場合があると思うが、もし、将来をある程度見通して、景気が良くなる、あるいは需給ギャップが解消していくという予想のもとで、インフレ予想が形成される面があるとすると、景気の回復が順調にいけば、それに基づいて短期的なインフレ予想が立ち上がる姿も想定できなくはない。そういう意味で、なだらかなフィリップス曲線が少しずつ上方にシフトしていく姿も一応描けると思う。では、将来の景気回復はどれほど確かなものかだが、それは前半で議論したように、将来の景気見通しに対して下振れリスクも出てきているので、そこは注意してみななければならないと思う。議論がかみ合ったかどうか分からないが、私はそのようなところを考えている。

白川議長

佐藤委員から、先程、物価に関して丁寧なご説明があった。それから、前回の会合で、西村副総裁から物価についてフォーカスしたご説明があった。物価について纏まった形で意見を表明された方とそうでない方がいらっしゃるのでは、皆さんから意見を言って頂いてから新しい委員の意見を聞くのが議事運営上良いと思う。

白井委員

私もかなり近いのだが、フィリップス・カーブについては、例えば、市場のQSSとかインプライド・フォワード・レート、それからエコノミストのコンセンサス・フォーキャストをみると、振れはあるが大体、長期は1%前後でアンカーされている。私が気にしているのはそこではなく、どうも家計と企業のインフレ予想は、市場やエコノミストのインフレ予想より若干遅れる傾向があるということである。家計や企業は、どちらかと言うと、適応型期待で過去に引きずられる。特に、企業と家計でみると、企業の方がもっと遅れる。なぜかと言うと、企業が価格設定する時は、まず家計が価格の引き上げを容認してくれるかをみているし、競争環境、グローバル環境をみて、世間相場も意識しているので遅れる。だから私は、市場がみるインフレ期待がアンカーされていることは問題ではないと思っており、企業と家計のインフレ期待がその分遅れるということで、私は、物価上昇率は徐々に上がっていくと思うが、どちらかと言うと、中心の見通しよりもやや慎重にみているのは、そういうことである。それが第一点である。もう一点は、インフレ期待を上げられれば、フィリップス曲線はもう少し勾配が高まって、もう少し早いペースでインフレが実現していくかもしれないという議論に関しては、色々な企業の方と話したり、自分自身でも色々なリサーチをしているが、日本のように人口減少が起きているところでは、マーケットが縮小していく訳であり、なかなか成長していく期待は持ちにくい。現実路線として、マーケットがなかなか拡大しないところで、価格を上げていくのはそう簡単なことではない。成長期待があつてこそそのインフレ期待だと思う。そこが、米国のように長期的な潜在成長率が比較的高い国との違いだと思っている。やはりインフレ期待を考える時には、その背後に、家計にとっては収入が上がっていくだろう、企業にとってはマーケットが拡大して価格が上げられるだろう、という期待があるうえでのインフレ期待を考えていきたいと思っている。

佐藤委員

フィリップス・カーブの傾きについては、ご指摘のとおりだと思います。80年代、90年代、それから2000年代と順を追って取っていくと、その傾き自体はどんどん小さくなってきている。要は、需給ギャップに対して物価の反応がどんどん鈍くなってきている。定性的に考えると、そこはグローバル化とか、あるいは労働市場の状況、所得の状況が影響していると思う。就中、需給ギャップと並んでもう一つ重要なのは所得だと思います。先程の議論でも色々あったが、雇用者所得の伸びが今一つである。名目でみても、実質でみても同じだと思いますが、そういう中で、たとえ一財の価格が上がったところで、その価格の上昇は、家計の予算制約が変わらない中では、基本的には他の価格で調整されてしまうのが一般均衡の世界だと思います。そういう点では、家計の予算制約が非常に重要であると思っており、物価の先行きを考えるうえでは、結局は名目所得あるいは雇用者所得に目配せすることが重要であると思っている。それから、短期のインフレ期待が立ち上がってくればという点であるが、例えば、「生活意識に関するアンケート調査」をカールソン・パーキン法で調整した1年後、5年後のインフレ期待をみると、確かに5年後のインフレ期待は1%前後で安定しているが、短期のところは、足許の経済金融情勢によって結構振れているように思う。少し前までは、マイナスに突っ込んでいた時期もあった。そういう意味では、全て今後の経済金融情勢如何に関わってくると思うが、先程の議論でも総括があったように、足許の世界情勢はどちらかと言うと、リスクが若干強まっている。そういう中で、短期のインフレ期待が急に上がってくることは、なかなか考えにくいというのが素朴な実感である。

木内委員

2006年から2008年辺りのケースをどう考えるかだと思います。その当時は、需給ギャップが急速に縮小してプラスまでいった訳である。ただ、事後的にみて、フィリップス・カーブがその時にステイプ化したかと言うと、多分しておらずかなりフラットな状況であったと思う。振り返ってみると、

欧米は非常なバブル経済、国内の景気回復も戦後最長、量的緩和も実施していたという非常に良い環境だったが、インフレ期待が明確に上がっていくということは起きなかった。それに対して、今回はどうかというと、本行は物価安定の目途をより明確に示してはいるが、それでは、インフレ期待が上がって結果的にフィリップス・カーブがスティープになるかと言うと、その不確実性は結構高いと思う。需給ギャップとの関係でも、確かに2006年、2007年はインフレ率が表面的にかなり上がったが、それは原油の影響が大きかった。より基調的な物価をみる食料・エネルギーを除くベースで見ると、本当に僅かにプラスに顔を出した位である。あれだけの世界の追い風があって、非常に長い景気回復があって、量的緩和もあった中で、あの程度の物価上昇にとどまったことに対して、今回は、それを超えてフィリップス・カーブもスティープ化して1%に順調に向かっていると予測することに、強い自信というか根拠を見出すのはなかなか難しいと感じている。

白川議長

物価に関して、他にあるか。それでは、金融政策を含めて追加的なご意見はあるか。

佐藤委員

長国買入れの札割れに際して、どういう対策を採るかということが、共通の問題意識になっていたと思う。先程、私自身が申し上げたように、長国買入れに関しては、札割れは過去まだ一回しか起きていない。一回起きたからといって、右往左往するのは如何なものかと思うが、然は然りながら、日程的な問題がある。すなわち、8月会合はわりと早めの時期にあるため、次回の9月会合までは結構時間がある。その間、基金買入れは多ければ5回あると思う。最悪の状況を想定すると、その間、国際金融情勢等でストレスが高まる中で、ずっと札割れが続く可能性を想定しておく必要がある。その場合に、強力な金融緩和を間断なく進めていくという本行

のスタンスに若干疑義が生じ、市場であらぬことをとやかく言われるリスクを覚悟する必要があると思う。そういう点では、先程、山口副総裁からご意見があったが、何かあった時に果敢に行動するスタンスをはっきりと今のうちに出しておくことに関して、私は強く共感している。

山口副総裁

確かに、札割れが起こること自体は、われわれの政策の構えについて、ある種の疑念を生じさせる要因になるのかもしれない。しかし、われわれが年末に目標として掲げている 65 兆円を実現することについて、あるいは来年 6 月末に 70 兆円を実現することについて、われわれ自身が揺るぎない構えを持っていることについての信認があれば、途中経過として札割れが生じること自体は、われわれの政策姿勢に対して非常に強い疑念を生むことにはならないと私は思っている。これがまず私の認識の一つである。それから、もう一つは、然は然りながら、長国の買いオペについて札割れがどんどん続いていくと、65 兆円の実現すら危うくなる可能性も全否定はできない。その辺りについては、これからのオペに対する応札状況、それからその後のオペの見通し、それらを考えてやっていくということだと思う。金融市場局の方で、どのような見通しを持っているかはまだはっきりしない部分もあるが、65 兆円を年末までに達成するには、まだなお時間の余裕は与えられている、判断をきちっとするだけの時間は与えられていると私自身は思っている。だから、今この段階で慌てて何か手を打たなければならない状況ではないと感じている。

佐藤委員

例えばの話として、10 月以降下限金利を撤廃して、順調に札が入ってくるとする。ただ、その場合でも、過去に札割れが累積していると、年末までに 65 兆円であるので 1 回当たりの買入れを増やすなど、今度はオペレーションに色々余計なストレスがかかる状況はあり得ると思う。その辺は如何か。

山口副総裁

金融市場局として、そこは考えていくのだと思う。おっしゃるような意味で、ストレスがかからないとは言い切れないが、マーケットで受容できる範囲のオペレーションの規模は、当然金融市場局で想定しているはずである。その範囲の中に収まるのかどうか、何らかの具体的な対応策を打つかどうかの判断に関わってくる。非常に大量の国債買いオペをやらないと 65 兆円が達成できないということになっては、マーケットに与えるインパクトが大き過ぎるので、そこは回避しながら、なるべく自然な形でマーケットに受容されるような規模でオペレーションを打つことを頭に起きつつ、札割れをどこまで許容していいのかだと思ふ。そのように整理すると、繰り返しになるが、今の段階で何らかの手を打たなければならないということでもない。釈迦に説法であるが、短国にあのような手を打った直後であれば、市場の方では、札割れが起きれば下限金利を撤廃するであろう、そうなってくればその部分については濡れ手に粟の利益を得られるので、それを期待して一定の行動を採ってくるであろうことは十分予想される訳である。われわれとしては、それを直ちに受け止めてわれわれのオペレーション姿勢を変えていく必要はないと私は思っている。その中には、ある程度、マーケットとわれわれ自身の間のせめぎ合いがあっても良いと思っている。いずれにしても、65 兆円の達成はわれわれにとって至上命題なので、そこは皆で共有できているし、その至上命題を無理な形で実現する訳にもいかない。そこには、自ずと許容されるオペレーションの規模が存在するというのを、頭に置いて考えていくべきだと思っている。

白川議長

オペの札割れの関係であるが、われわれは決定会合で 65 兆円や 70 兆円を決めているが、それを執行するのは金融市場局の局長であり理事である。われわれがマンデートを与えているので、金融市場局ラインはマンデートを必ず達成しなければならないという強いインセンティブを抱えている。

だから、われわれ以上にマンドートが達成できないと大変だということである。先々のスケジュールもみながら、どういう状況なのか彼等は常にチェックしている。もし、非常に具合悪い状況になりそうな場合は、むしろ早め早めに言ってくるのが、一般的な傾向である。状況の変化に対応して手を打った方が良いということが予想できる段階にきた場合には、当然彼等が言ってくるし、その際はまた議論もするが、われわれが知らないところで、何か突然大変な状況になっているという意味での時間がないということはないと私は思っている。

それから、もう一つは、私自身の記者会見もそうであるが、われわれ自身から、いわば札割れをたぐり寄せるような情報発信をするのはまずいと思う。従って、われわれ自身は、この基金の達成についてしっかりやっていきますと繰り返し言っているが、場合によってはこういうこともあるかもしれないと言うと、それ自体がまた自己実現的に札割れを招き寄せるので、そういう情報発信には気をつけなければならない。しかし、われわれ自身の内部の構えという意味では、そこはいつも検討しているということだと思う。

山口副総裁

石田委員がおっしゃった長国の札割れに関連しての下限金利の撤廃は、単なる技術的な対応ではなく、やはり金融緩和策という位置づけで考えるべきではないか。

石田委員

金融緩和の一環である。

山口副総裁

そこをもう少しご説明して頂けないか。

石田委員

あまり説明すると、非常に論議を呼ぶと思って少し控えていた。元々、金融政策としての枠があったとしても、結局は緩和をするためにやっている訳である。緩和をするためにやっていたところが、何かのつかえ棒があって円滑にいかない、そのつかえ棒が金利であったということである。そうすると、金利を外せば、金利が下がって円滑にいく訳である。元々の金融緩和はなぜやっているのかと言えば、ボリュームもそうであろうが、金利を下げるためにやっている部分もあろうかと思う。だから、それは本来の狙いが円滑にいかない分を改善する訳であるから、それは金融緩和政策の一環以外の何ものでもないというのが私の考えである。

山口副総裁

あまり議論しない方が良いのかもしれないが、一点だけ申し上げると、短国のオペについて下限金利を廃止した時に、これは基金の着実な積み上げを実現し、そのことを通じて強力に金融緩和を推進していくものであると位置付け、説明した訳である。私は、将来どういうことになるか分からないが、長国のオペの下限金利を撤廃したとしても、位置付けあるいは説明の仕方としては、同じようなことになると思う訳である。それとは、やはりひと味違うということか。

石田委員

ひと味違うと思う。もう一つは、やはりマーケットは「これは何ですか」と聞いてくる。4月の時も、10兆円やって5兆円入れ替えたのでネットで5兆円であったが、「この緩和は5兆円ですか、10兆円ですか」と聞いてくる。それに対して5兆円と答えれば5兆円というヘッドラインが出るし、10兆円と答えれば10兆円というヘッドラインが出る。だから、今度の場合も、一部で「技術的な手当だ」という報道がなされたのが、先程の私の発言の基である。そういう意味で、よく説明していく必要があると思う訳である。

山口副総裁

分かった。

白川議長

別件であるが、欧州債務問題が非常に難しい情勢で、先進国経済が押し並べて低成長を余儀なくされている中で、金融政策の構えというか、中央銀行の情報発信について、リーマン・ショック後を考えてみると、金融システムが非常に不安定な時に経済活動が非常にシャープに落ち込んでいく訳である。そういう意味で、中央銀行にとって一番大事なメッセージは、金融システムの安定をしっかりと維持していく、金融システムの安定を脅かすようなことが起こる時には中央銀行として適切に迅速に対応していくということだと思う。このことは既に公表文の中でも明示的に書いているが、この構えは非常に大事だと思う。狭義の金融政策という面でみると、米国にしても欧州にしても、それから英国もそうであるが、バブル崩壊後のGDPの軌跡をみると、日本のバブル崩壊後よりもむしろ悪い状況になっている。金利はゼロであるし、長期金利も欧米は日本よりまだ若干高いとは言っても1%少しという水準になっている。中央銀行のバランスシートもこれだけ拡大している、財政も目一杯拡大している、これ以上出すとむしろ財政の信認を通じて金融システムあるいは経済に対して悪影響が出るかもしれないという状況になっている。そういう中で、中央銀行が狭義の金融政策の面で対応するということが、実は世の中に対する本当の意味での安心感に繋がっていない。つまり、一つは、不均衡、過剰が解消しない限り経済が本格成長しないということ、それから、様々な経済・財政の構造改革をしないといけない、あるいはそれを可能にする政治的な意思がないとならない、その面においてなかなか難しさがあるのはほとんどの人が分かっているということが問題の本質だろうと思う。そういう中で、中央銀行として必要なメッセージは、金融システムがおかしくなってくると経済自体が本当におかしくなってくるという意味において、金融シ

システムの安定をしっかりと維持していくという意味での readiness、対応していく用意があるということ、しっかりと発信していく必要があると思っている。中央銀行の果敢な行動という意味には、もっと深いものがあると思っている。他は何かないか。

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、財務省の藤田幸久副大臣お願いします。

藤田財務副大臣

ご承知のとおり、政府においては、社会保障の安定財源確保と財政健全化の同時達成に向け、現在「社会保障と税の一体改革」に全力で取り組んでいるところである。段階的な消費税率の引き上げを含む「社会保障の安定財源確保等を図る税制抜本改革法案」など、一体改革関連法案について現在参議院で審議中であるが、早期の成立に期待をしている。

わが国経済は緩やかに回復しつつあり、先行きについても復興需要等を背景として、回復の動きが確かなものになることが期待されている。ただし、欧州の政府債務問題に対する懸念が依然として高い中で、新興国・資源国や米国も含めた世界景気には減速感が広がっている。こうした海外経済の状況が、円高の進行など、金融資本市場を通じた影響も含め、わが国の景気を下押しするリスクが存在する。

政府としては、このような欧州債務問題等に起因する世界経済の下振れのリスクに、これまで以上に注意が必要と考えている。日本銀行におかれても、引き続き世界経済の動向がわが国経済に与える影響を注意深く監視し、わが国経済が下振れないよう、万全の対応を期すとともに、そうした姿勢を内外にしっかりと情報発信して頂くようお願いしたいと思う。

さらに、政府・日銀はデフレ脱却がわが国における重要課題であることを共有し、これまでも緊密な情報交換・連携を図りつつ、政策努力を続けてきた。先般閣議決定された「日本再生戦略」においては、モノ・人・お金を動かす政策を推進して、経済の好循環や所得の増加を伴う成長を実現し、デフレ脱却と経済活性化を目指すとしているところであり、日本銀行

に対しても、デフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続するよう期待されている。

日本銀行におかれては、2月の決定会合で示された「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していく」との基本方針に従って、金融政策運営をされているものと承知しているが、未だ1%には届いておらず、デフレ脱却という状況とはなっていない。

引き続き、金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、内外の金融資本市場等の動向をしっかりと見極めつつ、当面目指すこととしている1%の実現に向け、継続的かつ、積極果断な金融政策運営に取り組んで頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

内閣府の石田副大臣をお願いします。

石田内閣府副大臣

わが国の景気は、復興需要等を背景に、緩やかに回復しつつあり、先行きも、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。ただし、電力供給に関わるリスクのほか、欧州政府債務危機を巡る不確実性が依然高い中で、世界景気に減速感が広がっており、わが国景気を下押しするリスクとなっていることに十分な警戒が必要である。

物価については、依然として緩やかなデフレ状況が続いているものの、内需の高まりを受けて需給ギャップは縮小してきているなど、現在のデフレという長年の問題と決別するチャンスと言える。長年に亘る課題であるデフレと決別するためには、金融政策と同時に、デフレを生みやすいわが国経済の構造的要因を変革していくことが極めて重要である。

こうした認識のもと、政府としては、7月31日に閣議決定した「日本再生戦略」に基づき、成長力強化のための取り組みを着実に進めていく。とりわけ、モノ・人・お金を動かす観点から、平成25年度までを念頭に、

規制・制度改革、予算・財政投融资、税制などの政策手段を動員して、デフレ脱却に取り組んでいく。また、景気の状態やリスクをしっかりと注視し、必要な場合には柔軟かつ機動的に対応することとしている。

日本銀行におかれては、こうした政府の取り組みと歩調を合わせ、引き続き金融政策面からの最大限の努力をお願いする。まずは、日本銀行が当面目指すこととしている消費者物価上昇率1%をできる限り早期に実現し、結果を出すことが極めて重要である。日本銀行におかれては、金融資産の買入れを着実に進めるとともに、デフレ脱却が確実となるまでの強力な金融緩和を継続するよう期待する。

なお、今回新たにこれまでエコノミストとして活躍されてきた二人の審議委員が入られた。金融政策への注目が大きい中、幅広い選択肢を俎上に載せた闊達な議論とともに、市場とのコミュニケーションのさらなる円滑化を期待しているので、よろしく願います。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案及び対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

それではまず、金融市場調節方針について議長案を読み上げさせて頂く。議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

続いて、対外公表文案である。「2012年8月9日。日本銀行。当面の金融政策運営について（案）。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策

決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 海外経済は、緩やかながら一部に改善の動きもみられているが、全体としてなお減速した状態から脱していない。国際金融資本市場では、欧州債務問題を巡る懸念等から、神経質な動きが続いており、当面十分注意してみていく必要がある。3. わが国の景気は、復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとの、緩やかに持ち直しつつある。公共投資は増加を続けている。設備投資は、企業収益が改善するもとの、緩やかな増加基調にある。また、個人消費は、消費者マインドの改善傾向に加え、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、緩やかな増加を続けているほか、住宅投資も持ち直し傾向にある。輸出は持ち直しの動きが緩やかになっており、生産も足もと弱めとなっている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。4. 先行きのわが国経済については、国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。5. 景気のリスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性が引き続き大きい。物価面では、国際商品市況や中長期的な予想物価上昇率の動向などを、注視する必要がある。6. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもと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。この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものである。こうした認識のもとで、日本銀行は、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進している。今後とも、資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて間断なく金融緩和を進めていく。日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況

を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく方針である。以上」である。

公表文について、前回との比較等についてご説明させて頂く。まず 1. の政策運営については変わっていない。

2. 海外経済及び国際金融資本市場であるが、海外経済の「緩やかながら改善の動き」というところに、「一部に」という表現を加えている。これは先程来議論あったように、欧州コア国等への波及、NIEsへの波及とあって、「緩やかながら改善の動き」というのが若干狭まっているというところを考慮したものである。一方で、ご議論にもあったとおり、中国あるいは米国において改善の動きがみられるということも事実であるので、全体の部分を削除するというのではなくて、「一部に」という若干の限定を付けているということである。「全体としてなお」という表現があるので、それとの対応で、「一部に」ということを明らかにしたということである。2. はその点だけである。

それから 3. であるが、全体としての評価、現状認識については変わっていない。以下、個別の項目については、公共投資、設備投資、個人消費及び住宅投資までは、前回と変わっていない。変えたのは、輸出、生産及び金融環境であるが、輸出については、前月「持ち直しの動きがみられている」という表現だったが、「輸出は持ち直しの動きが緩やかになっており」としている。生産では、「振れを伴いながら、緩やかに持ち直しつつある」という表現であったが、「足もと弱めとなっている」と変えている。金融環境については、前月までは「緩和の動きが続いている」というように「動き」として説明していたが、「緩和した状態にある」というように「状態」という表現に変えている。3. は以上である。

4. の先行き、それから 5. のリスク要因については、文章は変わっていない。なお、前月は中間評価があったが、そのパラグラフは当然落としている。それから 6. であるが、「こうした認識のもとで、日本銀行は、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進している」という文章の後に、「今後とも」という文章を入れている。「間断なく金融緩和

を進めていく」までの一文を追加した。前月、いわゆる札割れへの対応として行った固定金利オペから短国買入れへのシフト、及び下限金利の撤廃といった趣旨として書いた部分をここに記載したということである。なおそれに伴い、字句修正的なものであるが、一番最後に「期していく方針である」というのを追加している。これは「進めていく」、「期していく」というのがだぶってしまったので、言葉上読みにくいので、「方針である」というのを最後に付けたということで、中身の変更ではない。以上である。

白川議長

ご意見あるか。議論をできるだけ反映する形で議案を作っていると思うが、ご意見あるか。

西村副総裁

一点、敢えてということであるが、今回の議論で、下振れリスクに対する議論が比較的多かったと思う。改めて 5. をみると、「不確実性が引き続き大きい」と書いてあるので、逆に言えば、この中に含まれる形にはなっているが、ただこれだけだと、ほとんど変わっていないような印象も受ける。これは白川議長のご判断だが、もし何かそういうような質問があったら、われわれは現在のリスクの状況を非常に注意深くみている、その状況に関してきちんと把握しているということをおっしゃって頂ければと考えている。

白川議長

その点、いつもそうだが、リスクについてしっかりと把握しているというのは当然であるし、予断を持つことなくしっかりとみていくことも、政策の構えもいつも言っている。勿論言っていき、質問がなくても、そういう構えで言っていく。

木内委員

今回、景気の判断のところは3か所修正になっているので、一回の修正にしては比較的多いのではないかなと思う。下方のリスクに十分配慮しているというメッセージはこれで伝わったのではないかと思っている。ただ、これも毎回レビューするものだと思うが、今回ではなく例えば来月分、もう1か月分の数字をみたうえで、少し気になるのが物価のところの表現である。「概ねゼロ%」というのはかなり幅があって、過去数か月をみると微小な動きという見方もできるかもしれないが、結構上振れてまた下振れているとも言える。こういう変化は一般には十分注目を集めていると思うが、それが、この表現を使っている限りにおいては、ほとんど変わらないということになってしまうので、来月、次回分の数字をみたうえで、必要であればその表現を工夫することも検討すべきかなというように思う。

白川議長

それでは、最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。誠に申し訳ないが、政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一旦退席をお願いします。

[12時05分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

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

調節方針の採決の結果である。賛成 9、全員一致である。

白川議長

門間理事と金融市場局長には、ここに定め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、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

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

対外公表文である。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作業に取りかかって頂きたい。それでは、政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[12 時 09 分政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（7 月 11～12 日開催分）の承認

白川議長

最後に、7 月 11、12 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りを。お手許に配付された議事要旨案について、ご異議はないか。それでは、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

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

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、14 日火曜日の 8 時 50 分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、9 月 18、19 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。

橋政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は 12 時 19 分である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 19 分となった。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をする。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時14分閉会)

以 上