

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年9月18日（14:00～16:56）

9月19日（9:00～12:39）

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（18日）  
藤田幸久 財務副大臣（19日）  
内閣府 松山健士 内閣府審議官（18日）  
大串博志 内閣府大臣政務官（19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
企画局審議役	梅森 徹（19日 10:34～12:39）
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	橘 朋廣
企画局企画調整課長	菅野浩之（19日 10:34～12:39）
企画局企画役	川本卓司
企画局企画役	須合智広

## 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。本日は、金融経済情勢に関する執行部報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に8月8、9日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。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言を宜しく願います。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初は、金融調節、金融・為替市場動向である。

青木金融市場局長

お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明申し上げます。初めに概況だが、夏場の国際金融資本市場は、リスクセンチメントが総じて落ち着きを維持し、8月末以降もECBによるOMTの決定やドイツ憲法裁判所によるESM合憲判断がリスクオンの流れを後押しする形となり、スペイン、イタリアでは国債利回りが大きく低下、株価は大きく上昇

した。この間、米国でも金融政策への注目が強まるもとの、8月雇用統計の予想比下振れがQE3期待を高める方向に作用した。実際のFOMCでの決定内容も市場参加者の期待に沿う形となり、株高で反応している。このように米、欧では、政策対応が市場心理を下支えする形となっているが、米国ではフィスカルクリフの景気への影響や先行きの企業業績悪化等が意識されているほか、欧州でもOMTの発動に関し、スペインによる支援要請の不確実性が残存するなど、本格的なリスクオンの展開となるかどうか、なお予断を許さない。また、中国の景気減速懸念の強まりも心理的な重石である。先般公表された1兆元のインフラ投資の承認はひとまず好感されているが、グローバルな投資家心理の改善に結び付いていくか注目されるところである。

それでは、資料の方だが、図表2-3(3)ユーロドル金利先物レートをご覧頂きたい。外貨資金市場の動向だが、ドル調達市場は落ち着いている。ドルLIBORは、欧州問題の進展に伴うセンチメント改善や米国の追加緩和期待を背景とした金利先安観のもとで、米国MMFの資金放出姿勢が幾分積極化していることもあって、緩やかに低下しているほか、図表2-3にある為替スワップを用いたドル転のコストも対円、対ユーロとも幾分低下している。図表2-4(2)の米、独、日の長期金利をご覧頂きたい。米国では、振れを伴う展開となったが、欧州情勢への懸念の後退もあって幾分上昇し、足許にかけては、FOMCの結果を受けて8月半ばにつけた1.8%台半ばまで水準を高めている。FOMCの終了当日は需給環境の改善期待から幾分低下したが、その後昨日までを通してみると、長期、超長期ゾーンでは、BEIの上昇を伴いつつ、やや大きめに上昇している。この間、ドイツ長期金利も米国長期金利と概ね似通った動きをみせたが、ECBによるOMT決定を受けたセンチメント改善を背景に、期間を通じてみれば上昇している。こうしたもとの、概ねマイナス圏で推移していた欧州の高格付け国の短期ゾーンの国債金利は、3か月といった極く短い短国を除きプラス圏に転じている。次に、図表2-4(1)のわが国の長期金利だが、8月半ばにかけて、米国の長期金利につれて一旦0.8%台半ばまで

上昇したが、その後米国金利の低下やわが国経済指標の予想比下振れもあって若干水準を戻しており、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。8月半ばの金利上昇局面では、一部都銀等が長期、超長期国債の損切りを行う一方、中期ゾーンで益出しを進め、これが中期ゾーンの金利上昇に寄与したとの声も聞かれている。このほか、一部電機メーカーの株式にかかる減損処理見合い等の益出しが行われているとの見方も多いようである。次に、図表2-6(2)の短国の発行金利については、引き続き0.1%割れだが0.1%を大きく下回ることなく推移している。これは、当座預金取引先の投資目線が総じて0.1%以上となっていることや円転地合いにない中で、海外投資家の短国投資が既往保有分のロール程度にとどまっていることなどによるものとみられる。図表2-8(2)はCP市場だが、発行金利が総じて低位で安定的に推移している。もっとも、発行残高が嵩んでいる一部電力銘柄に加え、電機や鉄鋼銘柄の一部でも発行レートが上昇している。この背景としては、業績悪化が懸念される中で、発行残の多い銘柄では、日本銀行のCP買入れの上限に達し売却できないリスクが嫌気されていること、また一部ディーラーが電機銘柄の引き受けスタンスを幾分後退させたこと、それから格下げリスクを念頭にMMFやMRFでは運用ルールへの抵触が懸念されているといった可能性が指摘されている。次に、図表2-9(2)、(3)の海外のクレジット市場であるが、米欧の社債市場は、ECBの国債買入策を背景としたセンチメント改善などを受けて、スプレッドが総じて縮小している。(1)が国内の社債市場だが、引き続き総じてタイトな需給環境のもとで、落ち着いた地合いにある。こうした中で、電力債については、一般担保の廃止報道がみられたが、検討に時間を要するとみられる中で既発債への適用はなかろうとの見方が支配的なこともあって、発行・流通市場とも特に影響はみられていない。実際、この間も、発行スプレッドは震災前に比べ厚めとはいえ、起債の広がりがみられており、発行環境の改善が窺われる。一方、業績悪化が懸念される電機、鉄鋼、海運などの一部銘柄では、社債スプレッドの拡大が目立っている。こうした動きがクレジット市場全体に波及する様子はみられていないが、基調に

変化がないか気を付けてみているところである。

図表 2-11 (2)、(3) の株価だが、米国では、E C B の政策決定を受けたリスク回避姿勢の後退に加えて、Q E 3 期待や F O M C での決定内容を好感して、リーマン・ショック後の高値を更新する場面がみられるなど、高めの水準にある。(3) の欧州株価は、冒頭で触れたとおり、周縁国を中心に大きめに上昇している。なお、高水準にある米国の株価だが、企業業績見通しが芳しくないなど不透明要因が意識される中で、これまで根強くみられていたディフェンシブ銘柄への選好といった銘柄選別姿勢が、先日の F O M C の決定を受けて変化していくかどうか注目されている。図表 2-11 (1) がわが国の株価だが、わが国経済指標の悪化や中国の景気減速懸念を材料に弱含む場面もみられたが、極く足許では F O M C の結果を受けた米国の株高を好感して上昇し、期間を通じてみれば上昇となっている。図表 2-13 の東証 R E I T 指数の推移をご覧頂きたい。R E I T 指数は、投信法改正による自己投資口の買入解禁等への期待、低金利環境下での分配金利回りの高さ、オフィスビルの空室率の緩やかな改善予想などが買い材料視され、上昇している。最近、米国中心にグローバルに search for yield の動きが目立つが、日本については、これが目に付くのは R E I T 市場程度にとどまっている。

図表 2-14 (1) の為替市場であるが、ドル／円は、米国の経済指標の予想比上振れ等を背景に 79 円台をつける場面がみられたものの、その後 Q E 3 期待の高まりを受けた米国金利低下もあって値を戻して、また加えて、一部格付け機関が米国債格下げの可能性に言及したこともあって、78 円台割れとなった。F O M C 直後は、追加緩和実施に伴うドル安方向の動きと根強い介入警戒感が交錯する格好で 77 円台半ばとなっていたが、その後、足許にかけてはリスクセンチメントが改善するもとの、引き続き為替介入も強く意識されており 78 円台に戻している。一部には、米欧に続く日本の追加緩和を巡る思惑なども指摘されている。ユーロ／ドルは、E C B の政策対応等欧州問題の進展に加えて、米国の追加緩和を材料にユーロ高方向で推移し、5 月上旬以来の 1.3 ドル台に上昇している。次に、図

表 2-15 (2) でドル/円、ユーロ/ドルの先行きについてリスク・リバーサルで確認すると、ドル/円については、ドルコール超で推移し、介入警戒感の強まりを背景に円安方向へのリスクが大きめに意識されている様子が窺われる。他方、ユーロ/ドルだが、ユーロプット超幅が縮小している。ECBの政策対応等が好感され、大幅なユーロ下落リスクへの懸念が後退している様子がみて取れる。

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。当座預金残高は、8 月 15 日の年金定時払い以降、8 月中は 30 兆円台後半のやや高めの水準で推移した。9 月入り後は、4 日の税揚げによる大幅資金不足の一方、特例公債法案の成立の目途が立たないことに伴い、この日に予定されていた地方交付税の支払い 4.1 兆円が延期されたことから、当座預金残高は一旦 33 兆円台まで減少した。その後、交付税のうち 2.6 兆円が 10 日に支払われたことから、当座預金残高は、足許 37、38 兆円で推移している。この先 20 日に国債大量償還が予定されていることから、当座預金残高は 10 月上旬の次回会合にかけて、40 兆円台を越え既往ピークの 44 兆円近くで推移する見通しである。図表 1-2 の当座預金残高の推移をご覧頂きたい。この当座預金残高の内訳を業態別にみると、都銀の当座預金残が 10 兆円以下にとどまっており、超過準備保有に消極的なスタンスを維持している。この間、

は、  
方針を堅持していることから、当座預金残高の して  
おり、次回大量償還を目前に控えてもなお となつて  
いる。今後、仮に が に踏  
み切った場合、短国や 2 年債等のレートに低下圧力がかかる可能性があり、  
注意してみていきたいと思っている。

図表 1-3 は最近のオペ結果である。まず、通常为国債買入れについては、応札状況に特段の変化はみられない。残存 1 年超 10 年以下のゾーンは、概ね 3~5 倍の応札倍率となっており、このところ残存 2~4 年の国債が多く持ち込まれる傾向がみられる。これは後程触れる。それから、次の基金による固定金利オペだが、安定的な応札がみられていた 3 か月物につ

いて、8月下旬以降急速に需要が低下している。9月入り後は、年末越えとなる4か月物を中心にオファーしているが、8,000億円のオファーに対し、応札は多くのケースで4,000億円、5,000億円程度にとどまっている。なお、8月31日には9月4日スタートの1か月物をオファーし2倍を超える応札がみられたが、これは地方交付税支払いが延期されたことに伴う異例の対応である。固定金利オペに対する需要の低下は、当座預金残高が一頃より増加し、資金余剰感が強まっていることが基本的な背景だが、金利環境の変化に伴う証券会社や銀行の応札行動の変化も影響していると考えられる。すなわち、証券会社は、以前は短国の在庫ファイナンスにこの固定金利オペを活用していたが、短国買入の下限金利撤廃に伴って短国レートが0.1%を下回り、固定金利オペによる調達コストと逆鞘になる一方、資産サイドの短国については、オペを通じて従来よりも容易に売却できるようになったことから、固定金利オペの利用を抑制し、基金の短国買入を積極的に活用するようになっている。こうした変化を通じて、固定金利オペの需要の一部が短国買入に振り替わっている可能性がある。また、銀行については、引き続き超過準備保有に消極的なスタンスだが、短国レートが0.10%を下回るもとの、保有する短国の償還金を含め余剰資金の運用に苦慮しており、固定金利オペによる調達残高を圧縮することで対応するという動きがみられている。次に、基金短国買入である。7月の会合以降、買入対象を残存2か月以上の全銘柄に拡大しオファーしており、足許では、週1回、6,000億円のペースで実施している。コンスタントに5~6倍の旺盛な応札がみられており、落札決定レートも0.099%で安定している。買入残高は6.9兆円まで増加しているが、現時点における年末越え残高は1.7兆円にとどまっており、落札銘柄の平均残存期間が2か月半程度となっていることを踏まえると、年末残高目標の9.5兆円を実現していくためには、10月入り後、買入ペースを加速していく必要がある。その次の基金の国債買入については、前回会合以降4回実施した。8月半ばに中長期金利がやや大きく上昇する局面で、益出しニーズなどから都銀を中心に残存2~4年の国債を売却する動きが広がり、通常为国債

買入れの残存1年超10年以下のゾーンについても8月下旬以降残存2~4年の銘柄が多く持ち込まれる傾向がみられたことは、既にお話ししたとおりである。こうしたもとで、8月22日オファーの基金国債買入れでは、残存2~3年のゾーンに5,000億円を超える応札があったことから、8月31日、9月7日のオペでは、このゾーンのオファー額を4,000億円に増額して実施し、2回とも満額の落札となった。この間、残存1~2年については、2年債の新発債発行レートが0.10%に収斂するもとで、本行オペを通じた売却で利益を得られる銘柄自体が次第に減少しており、低調な応札が続いている。それからCPはこの間3回実施しているが、買入れは順調に推移している。もっとも幾つかの業種でCP発行レートが上昇していることを背景に、オペでの落札レートもやや強含んでいる。社債買入れについては、年末の残高目標2.9兆円の達成を確実なものとするため、9月からオファー額を2,500億円に引き上げている。ETF、J-REITについては、前回会合以降ETFは2回実施している。以上の結果、9月14日時点での資産買入等基金の残高は、前回会合から4.2兆円増えて60.5兆円となり、初めて60兆円を超えた。もっとも短期での資金供給手段が中心となっていることから、年末越え残高は32.9兆円にとどまっている。米ドル資金供給オペについては、実質的な利用はゼロにとどまっている。以上である。

## 門間理事

金融市場局からは以上だが、私から年末までのオペの運営について、どのような見通し、リスク感覚を持っているかということ、若干説明させて頂きたいと思う。今説明があった中で、固定金利オペだが、直近の残高は先程説明があったように31兆円であるが、年末は25兆円で良い訳なので、札割れが生じているが、今よりも札割れがあつて残高が減ること自体は問題ない訳である。ただ、これは程度問題であつて、今年末越えの残高は約10兆円あるから、年末越えをあと15兆円買わなければならないということである。問題は、この15兆円を買えるかどうかということ



だが、今から年末までに大体一回 8,000 億円の期落ちが 30 回弱、今日を入れて 28 回来る。28 回あるので、大体一回平均で 5,000 億円強折り返せば、年末越えを 15 兆円積み上げられる計算になる。この 5,000 億円の折り返しというものはどういう感覚かということだが、一般論としては市場環境次第としか言えないが、マイナス要因を二つ、プラス要因を二つ申し上げたい。まず、マイナス要因の方は、一つは先程説明があった足許の状況だが、このところ大体入っている額が 4,000 億円位であるので、今後コンスタントに平均 5,000 億円強を買っていくということは、結構大変かもしれないということである。それから、二つ目のマイナス要因は、これも先程説明があったように、今後 9 月の下旬から急速に当預残高が増えていくので、この資金余剰期になかなかオペが入りにくいだらうという感覚が少しあるということである。逆にプラス要因だが、一つは、時期的に 10 月末から 12 月上旬位までは資金不足がずっと増えていくので、この期間は相応のロール需要があるのだらうと思われる。それから、プラス要因の二点目だが、7 月の決定会合で決めて頂いたように、6 か月以内であれば自由自在にオペを打ってもよいというようになっている訳であって、しかもこれから段々年末まで期間が短くなっていくので、そういう期間が短めのオペで年末越えを稼ぐという手段があり得るということである。現時点で、二つのプラス要因、二つのマイナス要因が相対的にどの位大きいかということについては、なかなか申し上げにくい。従って 25 兆円確実に積めるというように今の時点で宣言はできない。逆に言うと、10 月末からの資金不足が深くなっていく時期がポイント、勝負所になるので、逆に言えば、勝負所をまだ経験していない今の段階で諦める必要もないということかなと思う。その勝負所で勝負の行方がある程度みえてきた段階で対応するということでも、検討は遅くはないと思う。それが、固定金利オペである。それから短国オペについては、先程青木金融市場局長が申し上げたように、この後買うペースを相当上げていく必要があるが、しかしながら短国というのは、今大体一週間当たり 3 か月物で 5.7 兆円発行されており、6 か月物、1 年物を合わせると月間 30 兆円新規発行がある訳である。であ

るから、この後、3兆円、4兆円を月間で買っていくとしても、マーケットインパクトという観点からは問題ないと思われるので、短国は視界良好で年末OKだろうと思う。問題は長国オペだが、これは札割れが生じているが、足許までのところそれほど深い札割れが累積しているという訳ではないので、これまでのところ積み上げが著しく遅れているという訳ではない。9月にもう一回予定されているオペも、一定の応札があるのではないかとこの感触は持っている。ただし、これはあくまでも益出し等による少数のプレイヤーのビヘイビアによるものであって、この応札の持続性にはかなり疑問が持たれる。この点、一応市場のボリュームと金利の二つの点から申し上げておくと、ボリュームという点では、今日本銀行は基金で残存1~3年の国債を月間2兆円強買っている。これに対して、流動性が高い2年の新発債は月間の発行額が2.7兆円ということであるので、そのかなりの部分を買ってしまっているということである。そうは言っても市中残高ということでは、日本銀行がまだ買っていない分が1~3年の部分で約110兆円あるので、相当大的な残高がある。その中には、長期運用でなかなか出てきにくいものもあるかもしれないが、少なくとも今のところ、マーケットの規模という観点から買入れのネックになってくるという感覚は全く持っていないということである。一方、二番目の金利だが、国際的な低金利環境のもとで、現在3年までの実勢金利が0.1%を若干下回るというところになっているので、入札下限金利を0.1%に設定している現在の買い方のもとでは、オペ先からすると、日銀に売却するということが、経済合理的に正当化できる局面が少ないということかと思う。先程の固定金利オペのようにここから勝負所、チャンスがあるという訳でもない。現在のこのような金利環境が続いた場合、かつその可能性は結構大きいと思うが、このまま年末までずるずると長国が買えず年末目標がクリアできないというリスクは相応に高まっていると判断している。以上纏めると、最近札割れが頻発しているオペのうちで、固定金利オペの方は、年末目標達成に今の時点で自信がある訳ではないが、逆に今後チャンスもあるので、それを待ってから検討することでも遅くはないと思う。一方、長国につい



#### 山口副総裁

アメリカの株価に関し、金融業績見通しが不芳だという話だが、バリュエーション上、アメリカの今の株価というのはどのように評価したら良いのか。

#### 青木金融市場局長

PERなどでみた場合には、今の水準は一応正当化される水準であるとみる向きが大半だと思う。PERのグラフなどをご覧頂いても、確かに少しは上がってきてはいるが、株価そのものをみると——PERからはこの水準は正当化されるが——、水準は既に2007年の後半位の水準まできている。それから、今回のQE3による押し上げ期待は、QE1、QE2に比べるとそれほど大きくないだろうとみられている。従って、水準的には現在13,000ドル位だが、米系の大手金融機関の見通しでも、年末になってもこの位、あるいはそれより下だという大手の金融機関もあって、もうそろそろいいところまで来ているのではないかという見方が多いようである。

#### 白井委員

長国の下限金利撤廃の可能性のことだが、それにより色々プラスの面も出てくると思う。何よりも札割れが回避できるかもしれないし、長めの金利がより低下する金融緩和の効果もあると思う。一方で何か副作用的なところで懸念されることはあるのか。

#### 門間理事

先程申し上げたように、長国は今1~3年のところを買っているが、新発債は月間2.7兆円である。既に2.2兆円位のペースで買っているので、短国に比べると市場の流動性という観点からすると、金利の下限を外した場合に、ある程度大きく金利が下がるという可能性はない訳ではないと思

う。ただし、そうは言っても先程申し上げたように、ストックでは相当大きな額がマーケットにはある訳だから、多少なりとも金利が変動すると、それに反応して売りが入ってくるという可能性は相応にある。それから今長国を買っている額を物凄く急速に増やすということではなければ、今の2.2兆円というペースはこれまでの2.7兆円という新規発行の中で吸収されてきているので、それほど大きな問題はないのではないかとこのように、取り敢えず考えている。

宮尾委員

確認だが、短国オペの今後の見通しのところで、視界良好ということで今後買うペースを上げていくと、今毎週6,000億円で買っているペースが具体的にどの位のペースになるのか。

門間理事

多分、最大限毎週1兆円位になっていくのではないかと思います。

宮尾委員

そのもとで、金利へのインパクトは、ある程度吸収できる、大きくないかもしれないということか。

門間理事

今の短国のマーケットサイズ、新規発行の額から考えると、それはほとんど影響がないと考えて良いのではないかと思います。ただ、入札において少しずつ金利が下がってくるような雰囲気がない訳ではないので、その辺は今後の展開を良くみていく必要があるが、差し当たり今そこまで心配する必要はないのではないかと思います。

西村副総裁

先程の山口副総裁の質問に関連するが、米国、それから欧州について、

株式の保有構造が変わってきているように思う。ヘッドラインしかみていないのでよく分からないが、個人がかなりマーケットから出ていっているというような議論もあったように思う。機関投資家で特にH F Tなどが比重を非常に高めているということがどのような影響を及ぼしているのかについて、何か情報があれば教えて頂きたい。

青木金融市場局長

H F Tのインパクトなどは、今は情報を持ち合わせていない。個人が出ていっているという話があったが、もう一つあるのは、日本株から米国株に移っていくということが、日本の年金の行動としてみえている。そのような動きは、米国の株式市場には多分プラスに作用しているのだろうと思う。

白川議長

図表 2-11 の国内の株価をみると、リーマン・ショック以降、あるいはこの 2 年間の日経平均と T O P I X の動き方は、大きくみれば同じだが、しかし細かくみると日経平均の方が T O P I X よりも強い感じになっている。勿論インデックスの作り方が違うので、この差はそういう要因によっても説明できるかもしれないが、実体的にはどのような理由があるのか。

青木金融市場局長

T O P I X は、相対的にはハイテクなどのウェイトが大きいと言われていたが、それがどうして日経平均に比した足許の弱さにつながるかというと、良く分からないところがある。ここは少し考えてみる。

木内委員

T O P I X は金融株のウェイトが大きいので、金融危機後の金融株の弱さが影響しているのではないか。

青木金融市場局長

調べてみる。

白川議長

明快な理由が分かるかどうか分からないが、一応どのようなことが言われているのか、分かったら教えて頂きたい。

石田委員

図表 2-3 のドル調達環境で、従来邦銀のドル調達環境の方が欧州銀行よりも遥かに良かったが、ここへ来て並んでいる。これはどのように理解されているのか。

青木金融市場局長

これは、実際数日前には、インデックス上、円からドルに換える方がコストが高いというようになったことがあり、おっしゃるとおりである。ユーロからドルに換えるコストの計算だが、ユーロLIBORで調達してそれをドルに換えていくという前提で計算されている。問題は、実際に金融機関がユーロLIBORで取れていないというところに、逆転した、あるいは並んでしまった理由があるのではないかとみられているようである。勿論、方向としてユーロからみたドルプレミアムが縮小しているということがベースにはある。これは、MMFがヨーロッパ系の金融機関に資金放出を始めたということがあるので、そういう意味では、ユーロからみたドルプレミアムが縮小するという方向にある。ただ、特に円と並んだ、あるいは円を下回ったというところについては、先程申し上げたように、ユーロLIBORをベースに計算して実態と本当に合っているかというところが、少し問題なのかもしれないというようにみている。

石田委員

量的要因で、邦銀が資産を拡大する過程で円投圧力が高まり、欧州の方がデレバレッジで低くなっているというようなことは、あまりないのか。

青木金融市場局長

邦銀の円投は、どちらかと言うとむしろ減っている。一部系統を除けば、基本的には盛り上がっていない。むしろMMFから取れてしまうということだろう。従って、そういう原因では恐らくないのだろうと思う。

佐藤委員

先程の門間理事の説明で、固定金利オペと短国オペについて、固定金利オペは、これから勝負所があるということで今から諦める必要はない、待っても遅くないという説明であった。その一方で、短国買入れに関しては、固定金利オペに対する需要が低下している中で、どちらかと言うと短国買入れにシフトしている、振り替わるというような傾向が見受けられ、短国買入れをこれから毎週 6,000 億円から 1 兆円位に増やしていく中で、こういったシフトが一段と激しくなってくることで、固定金利オペの運営がさらに苦しくなってくるという可能性はないのか。

門間理事

おっしゃるとおり、やはり一部われわれ自身が固定金利オペをTBでcannibalizationしているという面はあるので、おっしゃるとおり短国をどんどん買っていくと、そもそも市中のファンディングニーズがその分低下するといったようなことを通じて、固定金利オペも入りにくくなっていくということは、定性的にはあり得ると思う。先程マイナス要因を二つしか言わなかったが、そういったことも含めて、まさに今後の勝負所でどの位ニーズが出てくるのかどうかということを見極めていくということではないかと思っている。おっしゃることも意識しておく必要があるということかと思う。



## 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についてご報告する。席上お配りした国際局の資料－3（参考計表）【追加】をご用意頂きたい。資料に入る前に前回会合以降の海外経済の特徴点について申し上げる。最大の特徴点は、欧州債務問題の影響が広がりをもたせたことである。7月のスペイン情勢の悪化は、域内のみならずグローバルベースで製造業を中心とする企業部門に波及した。このためユーロ圏経済、中国やNIEsなどの一部新興国に対する現状評価を幾分下方修正した。欧州債務問題の波及ルートとしては、主に三つあると考えている。一つ目は、ユーロエリア内における欧州債務問題の影響の拡大である。このところ家計、企業のマインドの悪化が従来の周縁国であったものが、コア国に広がりをみせている。前回会合以降公表された4～6月のユーロエリアGDPはマイナスとなった。昨年第4四半期から3四半期連続のマイナス成長である。こうしたことから欧州の景気判断については、これまで「停滞」と説明申し上げたが、「緩やかに後退している」と変更したところである。二つ目は、貿易チャネルを通じた域外諸国への影響拡大である。欧州周縁国を中心とした最終需要の弱さが貿易チャネルを通じて世界全体に広がっている。特にNIEs、中国の輸出が弱めの動きとなってきたというものが、このところの特徴点として挙げられる。特に中国については、内需の伸びがやや鈍化した状態が続く中で、このところ欧州向けの輸出の減少を起点として、それが在庫調整圧力の強まり、生産抑制の動きに繋がっているところである。三つ目は、他地域を含めた企業マインド慎重化の動きの拡大である。前月のこの席でも企業マインドが多く地域で慎重化しているのご説明したが、貿易チャネルの影響と相俟って設備投資を下押しする要因となりつつある。実際、N

I E s、A S E A Nの設備投資は、これまでの高い伸びの反動という要素もあるが、増加テンポが緩やかになってきている。また、米国においても設備稼働率が高水準にあるにもかかわらず、設備投資の増勢が鈍化しているという状況である。

それでは、まず生産PMIの動きから確認する。図表1で地域別に生産PMIをみると、(3)のユーロ圏において50を大きく下回る水準でほぼ横ばい、(2)の米国においても水準が切り下がり50割れとなっている。また、(4)の新興国についても中国を含め50近傍まで低下している。このようにユーロ圏発の生産PMIの低下が米国、新興国に広がる動きをみせている。グローバル全体としても、生産PMIの復調の兆しはまだみられないということである。

次に、米国経済であるが、今月の特徴点としては企業部門でマインドが悪化する中、設備投資の増勢が鈍化していること、一方で家計部門においてはバランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中において、住宅投資が低水準ながら持ち直しているという対照的な動きである。企業部門をみると、図表2-1(1)の鉱工業生産は、四半期で見れば力強さは欠けているが増加基調を何とか維持している。稼働率も、多少振れはあるが高水準を保っているという状況である。もっとも(3)の資本財受注は、このところ弱めの動きとなっている。このように高い稼働率のもとで資本財受注が弱めの動きとなっているというのは、企業マインドが慎重化している何よりの証拠だと思う。一方、(5)の雇用者数で見られるように、8月の+10万人は微妙な数字ではあるが、(6)の雇用スタンスと併せてみた場合には、雇用情勢の基調としては、緩やかな改善傾向が続いているとの判断で良いと思う。こうした雇用情勢のもとで、図表2-2(2)の実質可処分所得は緩やかな増加を続けている。(3)の消費者コンフィデンスも株価が底堅く推移する中であって、なお高めの水準を維持している。バランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中で、(1)の実質個人消費は緩やかに増加を続け、(5)の住宅着工件数についても低金利の後押しもあって低水準ながら持ち直しているという状況である。

次に、欧州経済である。ユーロエリア経済については、緩やかな後退ということである。先行きについても、域外輸出も当面伸び悩むとみられることもあって、緩やかながらも後退局面が暫く続かざるを得ない状況とみている。図表3(1)のGDPは、先程申し上げたように4~6月は前期比年率-0.7%とゼロ近傍であるが、3 四半期連続のマイナス成長である。

(2)の製造業PMI、(5)の消費者コンフィデンスをみると、企業、家計のマインド慎重化の動きが周縁国からコア国にも広がっているということが明らかである。また、(3)の輸出受注PMIをみても、引き続き50を下回っている。域外に対する輸出が伸び悩む中で、域内輸出の低迷が続いていることがみて取れる。(4)の建設活動指数、それからドイツのユーロエリアの投資財受注についても減少基調を辿っているところである。続いて、欧州債務問題の現状について確認すると、9月6日のECBの措置を受けて、図表4-1(1)のスペイン、イタリアなど対独国債スプレッドは大きく縮小している。また、(2)の周縁国国債のスプレッドの期間構造をみても、今回のスキームが買入対象とする以上の長期のゾーンも含めて、全般的にスプレッドが縮小していることがご覧になれると思う。それから、欧州について、図表4-4(2)の預金だが、スペインの民間預金残高が、数週間程前に大分話題になったので一言付言する。スペインの民間預金残高は、7月に月間で約740億ユーロ——名目GDPの7%に相当——減少していたことが明らかになった。夏頃には、バンクジョグというような言い方をしていたが、実際はバンクジョグよりもう少し大きな資金流出が発生したということが確認されたということである。

次に、新興国経済である。図表5-1をご覧頂きたい。まず中国経済だが、なお高めの成長を続けながらも成長ペースが幾分鈍化している。(1)の輸出は、欧州向けの落ち込みを主因に弱めの動きとなっている。こうした輸出の弱めの動きとともに在庫調整圧力の強まりが生産を下押ししており、(2)の生産の増勢が鈍化している。もっとも国内需要に目を転じるとしっかりとした足取りを維持している。(4)の実質小売売上は2桁を上回る伸びを維持している。この背景には(5)の良好な所得・雇用環境が

ある。(6)の固定資産投資の動きをみても、輸出減速の影響が及びやすい製造業については足許やや減速しているが、プロジェクト物に動意がみられ始めている。全体の伸び率は引き続き前年を20%程度上回っており、決して悪いものではない。こうした国内最終需要の動きと比較をすると、輸入の減速が目立つ。一つには、中国は、加工貿易国であるということで、輸出の弱さを反映しているということが考えられる。また、在庫調整の影響や、一部には国内生産による輸入代替の動きを反映しているとの声も聞かれているが、こうした点はデータの蓄積を待って分析を進めていきたいと考えている。先行きの中国経済だが、在庫調整による生産下押し圧力が減じていけば、景気刺激策などの効果が発現していくにつれて、成長ペースが徐々に高まっていくというようにみている。5月以降、金融緩和、それからインフラ投資の前倒しなどの景気刺激策を採用してきている。極く最近でも、政策対応強化の姿勢が示されているところである。実際、(6)の固定資産投資の内訳の公共セクターに動意が窺われるほか、不動産市況、それから(7)の不動産販売についても増加に転じてきているところである。中国の景気対策について一言付言しておきたい。中国政府は、これまでのところ、外需の下振れを完全に相殺するような本格的な景気浮揚策を講じるには至っていないと思われる。本格的な景気浮揚策が講じられていない主な理由としては、三つほどあると思う。一つ目は、中国政府の今年の成長率目標は7.5%だが、彼らの最大の経済政策目標は雇用の着実な創出である。この雇用については、堅調な労働需要を背景に足許まで当初目標を大きく上回ってきている。外部の声とは裏腹に、どうやら当局は然程景気対策の喫緊性を強く感じているということではなかったという事情がありそうである。それから、二番目は、リーマン・ショック以降の教訓として、大規模な景気対策を講じることで不動産価格の上昇、格差の拡大を再度招来しかねないということについて、危惧しているということである。第三は、足許については政権交代を控えているという特殊事情によって、パイプラインにある実際の玉が出るまでに少し時間がかかっているということもあるかと思う。いずれにしても中国政府は、これまでのところ

景気対策に本当の本腰はまだ入れていないということだと思う。それは結局、対応余力がまだあるということであるし、足許予想以上の輸出の落ち込みを受けて、政府はそこに対しての緊要度、重要性を認識しているということで、政策姿勢が前傾化していることも事実である。そのため中国経済の短期的な下振れリスクは、限定的であるとみて差し支えないと思っている。ただ、先週来の反日デモの問題は、日本企業にとっては大きな懸念材料だと思う。判断はまだ時期尚早だと思うが、前回の2005年、2006年に比べて、企業に対する深刻度合いはより大きいのではないかとみている。この点については、注意深くみていきたいと思っている。

最後に、図表5-2のNIEs・ASEANだが、NIEs・ASEAN全体で見れば持ち直しつつあるが、その動きは企業部門を中心に緩やかになっている。ただ、NIEsとASEANでは、やや濃淡が出てきている。欧州債務問題の悪化を起点としてグローバルに製造業活動が鈍っているため、その悪化を受けやすいNIEsでは輸出や生産が弱めの動きとなっており、企業マインドも慎重化している。一方、ASEANでは底堅い内需に支えられて、持ち直しの動きが持続している。最後に一言だが、足許、韓国、台湾の輸出が減少しており、生産も弱めの動きとなっている。その背景には、欧州がリセッション入りする中で、欧州債務問題、さらには米国におけるフィスカルクリフ、中国の政権交代などの不透明要因が最終需要を冷やして、企業が発注を抑制しているということも影響していると考えられる。こうした影響は、サプライチェーンに組み込まれた世界の工場であるわが国を含む東アジアの工業国に、より強く及びやすいということだと思う。もっとも、個人消費を中心に内需が堅調に推移する中で、不透明要因が徐々に和らぎ輸出が次第に増勢に復していけば、回復テンポは増していくとの期待を持つことは許されるのではないかと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

### 森本委員

中国については、実感を持って全体を掴みにくい気がしている。景気対策にまだ本腰を入れていないのではないかということだが、例の公共投資 1 兆元は結局高速道路とか港湾のように、非常に期間の長いものであり、当面の実効性はどうかという感じがある。メッセージ効果は強いと思うが、受け止め方、インパクト度合いなど、その辺を少し教えて頂きたい。

### 大野国際局長

森本委員がおっしゃったとおり、象徴的な 1 兆元というものは、わりと期間が長い投資である。3 年、長いものでは 5 年位かかってもおかしくないものであるので、毎年毎年割るとインパクトとしては 1 兆元がドンと出てくるものではないとは言える。ただし、この 1 兆元の他にも、色々な大規模なプロジェクトについて、今まで認可待ちになっていた案件のスピードアップも図られているので、港湾や道路、鉄道みたいな公共的なインフラプロジェクトは、相当程度玉としてはあるということなので、これらが今年の末から恐らく来年、再来年にかけてそれなりに出てくることは間違いないと思う。ただ、もう少し短いタームでみた場合、11 月の党大会に向けて皆様子見になってしまっているので、実際にお金が出る、工事が出るということは、早くて来年の初め位からということなので、この四半期位は掛け声先行で、蛇口をひねって実際の公共投資が直ぐに出るという感じではない、待たなければならないということだと思っている。

### 佐藤委員

そういった 1 兆元のプロジェクトについては、多くは銀行融資によってファイナンスされるというように伺っている。そういう中で、先般の 4 兆元のパッケージが銀行のアセットの質の劣化を招いたということの反省に立てば、今回はそういった融資は実際のところなかなか出にくいのではないかという話もあると思うが、その辺の見解は如何か。

大野国際局長

前回 2008 年の反省は、相当強く持っていると思う。従って、その出方については、恐らく前回と比べて相当慎重なペースで出てくるということだと思うし、例えば四大銀行等の審査等についてはシビアにやってくるということはあると思う。もう一つは、不動産絡みのところと地方政府の第三セクターを経由したインフラ物——地上げも含めたようなもの——が内容的に多かったということであるので、発展改革委員会等が、投資の質的な部分について現地で相当厳しい審査をしながら、将来的な中国の産業の基盤、育成等に資するクオリティかどうかについて厳正に対処するということを標榜している。ただ、それが実際にできるかどうかということ、注意深く見守っていかなければならないのではないかと思っている。

佐藤委員

そういうことでいくと、前回のリーマン・ショック以降の景気対策に比べると、やはりその効果の発現のペースというものは……。

大野国際局長

緩やかであってしかるべきではないかと思う。前回は、非常に早かった。3 か月、6 か月で膨大な金額が出てきたが、もう少しゆっくりとしっかりとやっていくということを中国政府は目的にしていると思うし、恐らくその方が中国経済にとっても良いということではないかと思う。だから大体、半年、1 年位かけてということであろうかと思う。

白井委員

コモディティのところで食料品と原油が少し上がっている傾向があるが、これの消費者物価への影響はアメリカと欧州で少しずつ出ている気がする。中国も、食料が原因のようだが 8 月に C P I が 2% に上がった。全

体として食料品と原油の価格上昇は、新興諸国でどの程度影響が出てきているか。

大野国際局長

1か月をみていると商品価格全体として上がっているが、品目によっては少しばらつきがある。大体1か月位前から2週間位前は食料品と原油がメインであった。ただしここ1週間位は、食料品の方は少しばらつきがみえており、食料品全体としてどんどん上がっていくという感じではない。エマージング諸国、就中中国については食料品の部分が大きいのので、特に豚などについては引き続き懸念材料である。それから、とうもろこしなどは少し下がってきているし、食料品全体としての圧力は、農作物の作付け、収穫の見通しなどが少し楽観的に振れてきているので、何とか乗り越えられるのではないかと思っている。むしろ問題は、一つはガソリンと石油、それからもう一つ、ここ1、2週間で貴金属や銅、非鉄がかなり猛烈なペースで上がっている。5%位上がっているのではないか。前回会合時との対比でみたら、銅や亜鉛は10%位上がっている。この二つがどうかというところがある。ただ、CPI等に対する影響として一番大きいのは、やはりガソリン、石油のところだと思っている。これは、エマージングと先進国に分けて考えなくても、双方にとってガソリン価格がどの位今後のCPIの上昇圧力になるかというところは注意しなければならないかなと思っている。エマージング諸国については、恐らくインドネシアを代表として、政府による補助やバッファがあるもので、今のこの動きであれば直ぐにエマージングのガソリンや燃料費に大きく跳ねるところまではいっていないと思う。むしろ、アメリカ、ヨーロッパなど先進国においては、多少デフレ的な圧力と今回のQE3の資源価格等に対する押し上げの要因がちょうど今引っ張り合うような状況であるので、Fedは何とかこれをマネージしようと考えていると思うが、そのようにできるかどうか。逆に言えば、去年の初めのように、ガソリン価格等が上がって実質の可処分所得が減じて消費が一旦停滞するようなことにならないかどうか。今の時点



でなるというようには思っていないが、そういうリスクが多少なりともあるということの方が、世界経済全体の中のコモディティ価格のインプリケーションとしては重要ではないかと思っている。

白井委員

少し聞き逃してしまったかもしれないが、この間まで下がっていた貴金属が上がっているのは、欧米の金融緩和の関係か。

大野国際局長

分析としては分からない。最初のうちは、中国の1兆元に物凄く反応したと言われていた。QE3の前だが、その時に言われていたのは、中国の固定資産投資が出るということと、アメリカのQE3みたいなものがくるのではないかという期待と、さらに欧州情勢に進展があったことの三つで、3週間前から1週間前まで一部の貴金属だけではなく非鉄等が戻った。QE3前で半月で大体5%位、QE3が出てからさらにまた5%位で、11%とか13%位非鉄金属が上昇しているということである。その中には、多少なりともQE3によるリスクオンの動きであるとか、より投機的な目的の資金が何がしか入っているということはあると思うし、近頃の色々な先物のポジションをみても、銅も含めて少し積み上がっている。石油もそうだが、そういう状況はみて取れる。

石田委員

先程、新興国経済、特に東アジアの工業国について、今は少し悪いが輸出が増勢に転じていけば、という話があったが、輸出が増勢に転じる契機についてはどのようにみているか。

大野国際局長

幾つかのルートはあるが、一番大きいところは、やはり欧州のコア国の需要が、足許のところ落ちてきている。データを色々とチェックしてい

るが、確認できるのは、中国、アジアからの欧州向けの輸出が相当程度急ブレーキがかかっていることであり、そのルートを中心としたサプライチェーンの逆回転の動きが日本にも及んできているのかなというように思っている。従って、ユーロ経済は全体としては今リセッションな訳だが、これ以上落ちずに少しでも横ばい位のところまできてくれるということが一つ、それからもう一つは、アメリカについて、先程申し上げたとおり内需はそこそこいっている訳なので、アメリカ経済がわれわれが想定している程度の緩やかな回復を維持してくれることの二つが、大きな要素ではないかと考える。

#### 木内委員

話を聞いていると、世界全体としては依然として下振れリスクが高く、企業、特に製造業は弱いということだと思う。この中で敢えて上振れリスクを考えると、一つは中国の政策効果で、中国がどの位本気で景気対策をやり始めたのかというところが一つだろうと思う。もう一つ注目しているのは、アメリカの消費だと思う。アメリカの経済データでは、製造業は弱い、あるいは設備投資は弱いということは統計で明らかになっている。一方で、住宅はある程度継続的に回復している。これはOKだが、一番読みにくいのは個人消費だと思う。個人消費は、この7月、8月は強くなったということだが、それがどの位持続性があるか。住宅だけだと、経済規模から考えてもあまり景気の牽引役にはなり得ないが、消費が本当に強く回復してきたのであれば、アメリカだけではなく、世界経済にとっても上振れリスクになり得る。個人的にはまだその辺を警戒しているが、なぜ消費が7月、8月と戻ってきているのかみると、所得に支えられている感じではないということである。例えば、最新の雇用統計でも賃金も雇用も労働時間も伸びていないので、所得全体からすると単月ではあるが横ばいであった。そういう中で消費が意外と戻ってきている背景として、もしかしたら低金利の影響が出てきたのかもしれない。つまり、構造調整が進む中で、非常に低い金利の影響が漸く消費に回ってきた可能性がある。極く極

く足許の話だが、インフレ期待がかなり上がってきているので、長期の実質金利はさらに下がってきている。これが消費にとってさらに後押しになるという意味では楽観的にみられる部分もあるが、一方で株高によって支えられている部分もないとは言えない。そうすると、この辺は政策期待であったり、あるいは先程の報告にもあったが企業収益が3年振りにマイナスになろうというような状況の中での株高という危うさもある。そうすると、株式市場が変調するに及んで消費の方もしぼんでしまうということになると、なかなか回復までいかない。その意味で消費が非常に重要だが、そこはどのようにお考えになっているか——私はまだコーシャスにみているのだが——教えて頂きたい。

#### 大野国際局長

木内委員のお考えとほとんど同じである。消費については非常にコーシャスにみているが、これはリーマン・ショック以降ずっと維持してきた考え方でありそれを維持している。一つだけ、細かいところの認識だが、私共がチェックしていると、実質可処分所得ベースでみると所得はそれほど悪くないのではないかと思っている。これは図表2-2(2)の実質可処分所得のところだが、今年に入ってからも、物価がある程度安定したということもあるが、可処分所得はある程度もっている。ただ貯蓄率でみると、昨年位から大分下がってきている感じである。消費性向が上がっている。幾つか要因があるが、その中にも木内委員が今おっしゃっていた株高によるウェルスエフェクトは、半年、1年単位で見れば相当程度効いてきたと思う。足許も効いていると思う。株については、先程も金融市場局のセッションで議論があったが、これを先行きもっと期待するというのは、なかなか難しいということが慎重論の一番目である。それからもう一つは、個人消費をみて頂くと、2011年の初めのところで一旦落ちてしまって、後でリバイスはされたので0.何%になっているが、確かあの当時だとほとんどゼロ%成長であった。その時の要因は、実質可処分所得がマイナスになって、しかもこの時にはガソリンが高かったり、インフレが少し頭をも

たげる形で所得が抑えられる中で、個人消費が少し停滞あるいは失速ということがあった。今後については、基本的には緩やかな雇用の回復の中で、株価がこれ以上落ちずに、相当緩やかだがステディな消費の成長が続いてくれるというところを標準シナリオとして試しているということである。米国の個人消費については、楽観というよりは、コーシャスなオプティミスティックな見方を持つことを許されるのではないかという感じでみている。

### 中曽理事

米国の株価だが、このところ上昇しているが、先程の西村副総裁の質問にも関連するが、ウェルスエフェクトの持続性があるのかどうかというところにかかってくるという論点があった。仮説の域をまだ出していないと思うが、このところインカムを再び重視するというような動きがあるのではないかとされている。つまり米国でみると、トレジャリーのイールドが潰れ切っているのでこれ以上トレジャリーを買う余地が狭まってきている。そういう中でインカムとして注視しているアセットクラスは、一つはハイイールド債、それから株のインカム、要するに配当利益が期待できるような銘柄が特に上昇ピッチが速いのではないかという見方がある。繰り返しになるが、成長期待が多少落ちている、キャピタル・ゲインが狙いにくい、トレジャリーのイールドが潰れ切っている、このためインカムを中心にハイイールド債ないし配当収益が高い株に向かっているところがあるとするれば、成長率が落ちて企業収益自体がまた悪くなってしまえばインカムが期待できなくなってしまうので、その限りにおいてはサステナビリティがなくなってしまうというようなやや危うい部分はある。いずれにしてもインカム重視というような動きが、米国の金融市場で出てきているということが一つの話題になっている。あとは、HFTのような新しい取引手法が特に株に入ってきている。そういう部分も勿論あるとは思いますが、それ以外にも今言ったような要因があるということである。

## 西村副総裁

一点宜しいか。実は、アメリカも謎が一杯あって、一つはガソリン価格が上がっているにもかかわらず、ミシガンセンチメントサーベイは高い。普通、ミシガンとガソリン価格は結構連動し、それが消費とも関連すると言われている。そこで一つ可能性があるとする、アメリカでは、ガソリンとヒーティングオイルは明らかに分かれているので、ヒーティングオイルとかの要するに家庭内のユーティリティの価格は、比較的消費を支えているという方向で考えて良いのかなという気もしないでもない。定量的な大きさが分からないので、その辺に関して何かご意見があったら教えて頂きたい。

## 大野国際局長

両方合わせてみると非常に難しいと思うが、西村副総裁のおっしゃったとおり、ガソリンがこういう感じで 3.88 ドルと昨年のピークに等しい一方で、ご承知のとおり天然ガスは相当安くなってきているので、少なくとも昨年に比べて家計支出のポートフォリオでみた場合、例えばその他のガス関係の価格は相当程度落ち着いている。もう少し前の時期、2年、3年前に比べれば、それで相当救われているというところはあると思う。ただ、それでも米国の家計の一番の要素がガソリン価格であるというのは否定できないことであるので、大なり小なりガスの価格低下によってショックは少し和らいでいるし、恐らくCPIに出てくる影響もその分は7掛け位でみていれば良いということはあると思うが、ガソリン価格を第一にみつづその他のヒーティングのガス関係の価格の安定も合わせて考えていくしかないのかなと思っている。

## 山口副総裁

アメリカだが、フィスカルクリフへの懸念は、具体的にはアメリカ経済の中のどこにどのような形で出ているのか。

## 大野国際局長

フィスカルクリフについて、まだ不透明感はあると思うが、徐々に大統領選の間近にきて、どこのセクターかと言えば、個人のところにどれだけ効いてくるかということが第一だと思う。それからもう一つ論点になっているのは、メディケアであるとか、医療・福祉関係の部分があるので、その関連産業が二番目である。それから、三番目に、本当に一番大きいところは、国防費にどのように影響してくるかで、これは最後の大きな要素である。全体の辻褃が合わない国防費のところはどういう影響があるかというのは、実は相当隠れた大きな課題としてあるということだと思っている。ただ、フィスカルクリフの規模自体については、3 か月位前に比べると、大体大きなところはみえてきたということだと思う。大きめにみる人達は、ブッシュ減税を切るとか、メディケアのような問題でGDP対比で2%とか3%位、ロットとして大体2%位が大きめのところである。ちなみに、われわれは幾つかの前提をもとにGDP対比で1%位の歳出削減があるのではないかと思っている。この1%がGDPにどのように跳ねていくかということは、多くは先程申し上げたとおり家計に対しての給付削減になる。それで、貯蓄率は少し下がるというような形で実際的な個人消費のところの削減として、約半分位、来年のGDPを0.5%位下押しするのかなというような感じでみている。乗数としては、IMFなども実際のフィスカルクリフの実額の半分位が来年の経済の下押しとなるということは大体コンセンサスとしてある。ただ、掛け数のところで、先程申し上げた、1%とみるか2%とみるか3%とみるかということについては、まだ意見の幅があるという状況である。

## 山口副総裁

データとして捕まえるのはなかなか難しいのは分かっているが、年末から年始にかけてそういう動きが具体化するという話になってきている訳だから、家計や企業といった経済主体の支出活動が、既に抑制的になっていてもおかしくない時期である。具体的にマーケットその他で何らかの動

きが出ているのか。

大野国際局長

その前に、一つだけ数字を訂正させて頂きたい。われわれがみているのが0.5%というのは間違いであり、正しくは倍の1.0%である。2013年のGDPを寄与度で押し下げるのは、実額で2%でその半分の1%というのが国際局の見方である。訂正する。大きめにみる人達は、われわれが2%というところを3%位とみており、だから1.5%位の幅があるということである。

どのセクターかということでは、特段どの産業に対してということについてはまだ察知していないが、先程申し上げたように一番大きなところで産業として心配しているのは、国防関連で実際大幅なブレーキがかかった場合にどのような影響があるかということを中心に心配しているという話はよく聞く。もう一つは、メディカル、社会福祉関係、医療関係といった業種で最初にダイレクトに影響を受けるのではないかと思う。その他広く消費関連、一般の産業では、程度の差はあるがこの問題によって個人消費が減速することを心配しているということだと思っている。追加的に情報があれば、注意してみていきたいと思う。

森本委員

その点に関連して、企業とか家計のマインドにどの程度の影響を与えているかについて、民間調査とかアンケート調査で出ていたりはないのか。

大野国際局長

色々なマーケットウォッチ等で定性的な表現では結構出ているのだが、定量的であるとか個別具体的なところについては、あまり深掘りしたものが見当たらない。目を凝らして色々なところの資料はチェックしているが、なぜかあまりそういったところが出てきていないという残念な状況であ

る。

#### 中曽理事

ウィッシュフルシンキングだと思うが、両党合意ができて自動削減には及ばないだろうということを前提にもの考えている人達が多いということが、各種のサーベイなどからみて取れるのではないかと思う。であるから、逆にそうではなくなってしまった場合は、それはそれで、それこそマインド面でもクリフになってしまうということかもしれない。

#### 森本委員

まさにおっしゃったような感じなのかなと思っているが、そういうことだな。

#### 石田委員

報道では、国防省はもう新たな発注にブレーキをかけていると書いてある。

#### 大野国際局長

軍事関係では、大玉については少し危ないから抑えようというのがある。噂などではそこが一番出てくるが、それ以外についてはまだ具体的にはそれほど喧伝されていないということだと思う。ちなみに、OMBが歳出削減の数字を出したが、そこでは一番大きいのは国防関連の裁量的支出で、これは1割位下げるかもしれないとなっている。OMBのスタンスは、こうなると言っているのではなく、こうなってしまうので何とかちゃんとやりなさいということを経済党、民主党に対してメッセージを出しているのだが、そのところが一番大きな話題として現時点では認識されているということである。



佐藤委員

非国防資本財受注などもかなり大きく減っている。

大野国際局長

8%減という話も出ている。

白川議長

なかなか答えの出しにくい問いであることは認識しているが、二つある。一つは、中国の足許の弱さ、あるいは今後の回復を考えていくうえで、高水準の固定資産投資をどう考えるかという話である。先程、欧州債務問題の短期的な要因について説明があったが、ここへきての話ではないが、欧米系のエコノミストを中心に、改めて高水準の固定資産投資は持つのかと、需給バランスの失調ということを強調する議論が増えているように思う。アネクドタルにも、日本の企業経営者と会うと、鉄をはじめとしてそういうことを言う人が増えているような感じがする。これを判断するうえでの決め手はなく、どれだけの比率であればどうだというようなベンチマークもないが、国際局の中で議論していることがあれば紹介してほしい。

二つ目は、アメリカの今回の金融緩和の効果をどう考えるかということである。図表 2-2 のアメリカの住宅着工件数とモーゲージの金利をみると、モーゲージ金利が現在 3% 台半ばで足許も少し下がっている訳だが、これがどの程度下がり得るのか。これは金利だけではなくリファイナンスの関係もあるからなかなか難しいと思うが、どのように言われているのか。それから前から言われているように、金利が下がったとしてもリファイナンスが容易ではないから住宅投資には大して影響しないのではないかという議論も多いように思うが、この数日間のアメリカのエコノミストの議論とかで何か面白い議論があるかどうか、その辺を教えてください。

大野国際局長

中国の固定資産投資については中身が非常に重要だと思う。リーマン・

ショックの後には、開発、不動産投資、土地絡みのような部分——伝統的と言ったらいいか——が非常に大きかったということが反省点のひとつである。それから、二つ目は、今回もあるが、鉄などの装置産業的なものの能力増強に繋がるという部分である。この二つは行き過ぎてしまうと、結局、需給ギャップを拡大させてしまって将来に禍根を残すことになる。そういう意味では、中身をみる場合の重要性は、どのような案件が多いのだろうかということであって、それこそ鉄道であるとかインフラ投資の質の良いようなものであれば良いと思う。あるいは、大きな中核都市の新しい産業基盤を拡大していくようなもののウエイトが高ければ良いということだと思う。メッセージとしては、中国共産党も政府も前回の教訓を活かして、競争力を増強する、インフラを拡充する、貧しい人達を底上げするということの焦点は出しているのだが、果たしてそれが思ったように企図するようなものに化体した固定資産投資の方にウエイトがシフトするかどうかといったところがポイントだと思う。中国は、再三そういうメッセージを出しているが、実際に投資が出てきている時に言ったとおりになるのか、やはりそれでも廃棄をしないで鉄鋼の施設みたいなものをどんどん作ってしまうというようなことがあれば、将来的に中国のバランスある発展というものが脅かされる訳だから、われわれとしてもこれから固定資産投資が出てくる場合には、その中身について目を凝らしていきたいと思う。ただし、中国の公式な統計の固定資産の内訳は全く分からないので、マクロではなく事務所とか色々なアネクドータルな話で裏を取っていくという形で、そういった部分についてチェックしていきたいと思っている。

白川議長

今後の投資についてみていくということも勿論大事だと思うが、取り敢えずこの数年間の高水準の投資がそういう意味で既に需給バランスの失調をもたらしているという議論をどのように考えるのか。今後の話ではなくて、これまでの投資の話としてはどうか。

大野国際局長

これまでにについては、鉄のところについては、やはりやり過ぎてしまったということはあると思う。つまり、古い施設を十分に廃棄しない中で、大規模な鉄鋼の施設を作ってしまったことが潜在的な供給圧力となっており、中国経済全体が 10%成長の状況であればその歪みは出てこないが、8%か7.何%、あるいは輸出が落ちてくるということになると、限界的な供給余力がバランスを失しているという反省があるのではないかと思う。それからもう一つは、地方絡みの都市開発について、地方政府が土地を買収し、そこでの税収を期待して、言葉は悪いが多少土地転がしのもの第三セクターが入って、例の融資平台のところに潜在的な不良資産の種を蒔いてしまい、この問題が今残存しているということがある。ここも相当の反省点として彼らは考えているので、今回の場合、できるだけそこはしっかり目を光らせるということが重要ではないかとみている。

それから、F e dの方だが、モーゲージ金利の方は遅蒔きながらここまで下がってきたなということだと思う。F e dは今回のQ E3でM B Sに注力し、住宅の回復に期するということは、マーケットに対する相当強いインパクトがあると思う。現にQ E3 から僅かまだ 2 営業日であるが、この間にスプレッドで大体エージェンシー債が 30~45bp 下がっているの、ここから続けてということは難しいという見方は大きい、取り敢えずそれなりの追加的な効果は考えられるのではないかというポジティブな受け止め方の方が強いようである。

白川議長

モーゲージ金利が下がって、住宅投資の方に跳ね返りが起こることについてのエコノミストの議論は、ここ数日間で何か変化はあるか。

大野国際局長

数日間ではあまりないかもしれない。むしろこの 1~2 か月位で住宅在

庫が、中古はまだ相当たまっているが、それでも転換点としては下がり始めている。それから住宅価格についてのグッドニュースは、今までしつこかったハイエンドのところである。住宅価格がずっと上がり続けていたフロリダであるとか、ネバダとか、あの辺で漸く少し下がり始めたということなので、全体的な住宅投資を取り巻く環境が随分好転した中でのこの動きなので、流れとしては非常によい雰囲気になっているということだと思ふ。

#### 中曽理事

中国について補足する。国際会議で、中国について皆が注目しているのは、大野国際局長が申し上げた粗鋼生産、鉄鋼生産のところである。今回もある会議で話題に出たが、粗鋼生産に関して価格が 20%位落ちているにもかかわらず生産水準自体が落ちていないのはどういうことかというようなことを、疑問点として提示する人が多く、ここは注目度が高い。それに対する中国当局の答え方は、生産業者が小さなものを含めて乱立しているので、自分から生産調整に入るということがあまりない、アネク的な話ではあるが横並びで走っているので誰かが先行して生産調整に入っていく限り、なかなか率先してということにはなりにくいというような説明だった。勢いがついてしまっているということなのかもしれない。

#### 木内委員

アメリカの金融市場だが、先程の話と関連するが、株が上がったわりには金利——国債の利回り——が上がらないという感じがしている。なかなか証明するのは難しいが、市場、投資家が少し分断化しており、何があってもリスク回避姿勢を崩せずアメリカのトレジャリーしか買えないような投資家がいる一方で、search for yield で金利の高いものを買う、あるいは株を買うというようにリスクを取る投資家がいる。そこが何か分かっているような感じがする。リスク回避で国債を買っていた投資家が、金融政策を積極化したということで、それを売って金利が上がれば search

for yield の動きも少し弱まるので、例えば、株から国債に資金がいくかもしれないし、ハイイールド債が結構過熱したような状況が少し緩和されるかもしれない。なかなかそういう裁定が働かない中で、歪みがどんどん積み重なって行って、景気が良くなれば大きな問題ではないと思うが、悪くなる、あるいは政策に対する期待が崩れた時に、リスクテイクの資金が巻き戻されるということになると、株が崩れたり、ジャンクボンド市場が崩れたりというように、市場が分断化されていることによるリスクがどんどん積み重なって行っているのではないかと。なかなか数字で示すのは難しいが、そのような印象があるが、如何か。

大野国際局長

全く同意見という感じではないが、そういう可能性と、株式市場と国債市場との間で裁定が非常に働きやすいマーケットかということと多分そうではないのではないかと。いうところは同じ感覚を持っている。どこが違うかということ、短すぎるが直近の一週間については、国債と株はある意味で自然な動きをしていたのかなという感じもする。そのヒントのうちの一つは、リスク選好が違う投資家で成り立っているというのが一つあると思う。それから、もう一つは、国境を跨いだ資金フローが相当大きいというように思っている。恐らくSWFなどもその中に入ってくると思うが、極めてフライト・トゥ・クオリティが強かった状況が長く続いたので、外から相当米国債に入ったのかなという気はする。その間、なぜ株が飛び跳ねているか、どういう資金が入っているかということ、もう少し違う国内の投資資金も含めて入っていたのかなという感じがする。先行きについてどうかということについては、今リーズナブルな株価かどうかというのは前のセッションからの大変重要な論点だと思うので、そこに対するバリユエーションとこれからの米国の金融市場、流動性の状況等をしっかりみていくことが重要かと思う。それは株についてもそういうことはあると思うが、米国債市場の金利をどうみるかということについても、相当流動的な要因は小さくない可能性があるのではないかと思う。

白井委員

先程の1兆元の新しいインフラ投資だが、どのようにファイナンスするのかをもしご存じであれば伺いたい。前の4兆元の際は、確か1/3が予算で、2/3が銀行だったと思う。2/3の銀行の中の多くがプラットフォームを通したと思うが、今回1兆元の場合、やはりプラットフォームを通すのか、あるいは地方債の形になるのかについて、何かご存じか。

大野国際局長

具体的なスキームについてあまりよく承知している訳ではないので、まだ分からないが、前回のやり方はみえている。一つだけ絶対にやってはならないと今回強く言われているのは、地方政府の融資平台経由のところ、ここは相当抑えてくると思う。そうすると、先程の佐藤委員のご質問の、では銀行のところはどうするかというところである。つまり、皆がしっかりやったら金はどこから出てくるかという話になってしまう訳である。そうすると結局、中央政府が相当程度バックアップせざるを得ないのかなということだと思う。

白井委員

地方債ということか。

大野国際局長

地方債であれば、まだましである。あともう一つ、地方の税収のところを押えようという動きも中央と地方政府との間の問題として出てきている。

### 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

資料-4（参考計表）に沿ってご説明をしたいと思います。まず、図表1である。前回の会合から4~6月の数字が出ているので、その数字からご説明したいと思います。4~6月の実質GDPは、前期比が+0.2%、年率が+0.7%となっている。内訳をみると、純輸出が寄与度で-0.1%と横ばいないしは弱含みという中で、国内需要については+0.2%と実は5四半期連続の増加となっている。1~3月と比べるとGDPの伸び率が低下しているが、これには在庫品の増加がマイナスに寄与している。このことや、1~3月がそもそも年率5.3%と極めて高かった後のなお小幅増加という点も踏まえると、4~6月にかけては内需に支えられた経済活動の持ち直しが生じていたことを示す内容と評価して良いと思う。7月以降がどうかということになってくる訳であるが、まず、公共投資であるが、図表3の公共工事請負金額をご覧頂きたい。これは、この時点では7月までの数字になっており、そのベースで7~9月の前期比が+5.6%と引き続き増加している。8月まで入っており、それを踏まえると7~8月の4~6月対比が+4.8%とそう大きく変わらないが、引き続き増加しているということであるので、公共投資については当面増加が続くと判断して良いと思う。

続いて図表5の輸出入である。7月の数字が出ている。まず輸入については毎月振れてはいるが緩やかな増加傾向が続いている。基本的に内需が堅調さを維持しているということと燃料の輸入ということだと思う。一方の輸出であるが、前月比でみると、5月、6月、7月と3か月連続で減少している。四半期でも4~6月は前期比+4.1%とかなり高めの伸びとなったのでその反動ということもあるが、7~9月が-4.5%と大きめの減少となった。7~9月にかけては反動減が起きるであろうと前月も指摘したところであるが、7月までをみる限りその程度はかなり大きいということである。企業からの聞き取り情報や後程申し上げる生産動向なども踏まえると、海外需要の下振れを背景に輸出は弱めの動きとなっているという評価だと思う。地域別に図表7の第3四半期をご覧頂きたい。まず米国向けである

が、-4.8%と5四半期振りに減少している。現時点では、自動車の在庫復元の一巡が影響しているということで、今のところ基調が変わったとは考えてはいない。EUは、7月も前期比は-4.1%と4四半期連続ではっきりとした減少となり、弱さがかなり目立つということである。中国向け、NIEs向けについては、第2四半期に鉄鋼等中間財を中心に一旦増加しており、基調かどうかはもう少しみたいと申し上げていたが、7月については、中国、NIEsとも再び減少し、期待されていた年後半の持ち直しがなお確認できない状況にある。ASEAN4についても7月は-3.6%と前期比で減少している。現時点でASEANについてはまだ景気は良いということであるので、現時点では減少は一時的とみているが、一部建設機械などで息切れといった声もあるので注意が必要かと思う。その他地域についても、船舶の振れもあり一時的に減少しているという判断であるが、この辺りも注意してみていきたいと思う。輸出の弱さの背景であるが、前月にもある程度指摘したし、先程も色々ご議論があったかと思うが、日本からみると欧州向けの弱さに加えて、持ち直すと期待していた中国向けが持ち直してこない、むしろ需給は緩んでいる感があるというような企業の声がさらに増加しているように思う。その背景については幾つかあると思うが、日本の企業の見方を整理すると、大きく言って二つだと思う。一つ目は、欧州経済低迷の直接・間接の影響ということになると思う。中国自体が、欧州向けの輸出が減少している訳であるが、例えばドイツ企業が欧州市場の弱さを眺め中国市場で拡販しているというような動きがある。また、例えば鉄鋼などでは、ロシアが欧州向けの輸出が落ちているので中国市場に持ち込むといった動きもあるようであり、こういった間接的な影響もあるということである。第二点目は、これは色々な議論があるかと思うが、日本企業からみれば中国経済に内在する問題があるということ、これはリーマン・ショック後の設備投資拡大で中国企業が過剰設備となってなかなか減産が進まない、従って在庫調節圧力がなかなか解消しない、むしろ足許強まっているということである。日本企業の業種でいえば、先程もご議論あったような鉄鋼が典型的であるが、それ以外に建設機械、電子



部品関連でも太陽電池とか液晶といったところでそういう声が多いように思う。こうした点も踏まえつつ先行きの輸出については、世界経済の持ち直し時期はどうやら少し後ずれしているということでもあるし、中国などでの在庫調整圧力という点も踏まえると、年内に輸出が明確に回復するということはなかなか期待しがたいと思う。中国向けについては、反日運動の影響についても注意が必要かと思っている。以上が輸出である。

続いて国内にいきたいと思う。図表 15 の企業収益だが、4~6月の数字について、法人季報の利益率の特徴点を二つ申し上げたいと思う。第一点は、(1)の製造業大企業であるが、ここは輸出ウエイトが高いということであるが利益が伸び悩み、若干弱めに推移しているということかと思う。第二点は(3)の非製造業大企業の電力を除くベース、(4)の非製造業中堅中小企業は、いずれも高水準であるということである。非製造業の中堅中小はサンプルの問題もあるので、足許本当にここまで高いかどうかは分からないが、そういった振れを除いても利益率はしっかりしているということである。(2)の製造業中堅中小企業はここまで足許上がっているのは本当かどうかという問題はあるが、製造業大企業と非製造業の間位でこんな感じだろうと思う。こうしたもとで企業マインドは、図表 17 をご覧頂くと、月次指標が色々あるので回答企業数の多い(5)の帝国データバンクをご覧頂きたいが、8月まで入っているが、下向きの動きが出ている訳ではないが、一頃に比べると改善のペースが鈍化しているということであろうと思う。3か月前との変化を聞く景気ウォッチャー調査——参考ということ載せているが——についても、一頃に比べて水準が幾分切り下がっているということである。ただ、景気ウォッチャー調査は、2000年代の平均が大体 42~43 であるので、平均並みないしは若干上回る水準ということであり、いわば改善が鈍っているということかと思う。また、景気ウォッチャー調査の企業動向関連をみると、製造業が弱めの一方、非製造業については相対的には良好さが維持されている。こうしたもとで設備投資であるが、図表 18 の法人季報の 4~6月をご覧頂くと、前期比-0.5%と前期に続いて小幅ながらもマイナスとなった。図表 19 で業種別・規模

別にみると、今回、非製造業でも4～6月の設備投資が少し弱かったということになる。これは、先程も申し上げたように、収益は堅調であるので、特に中堅中小についてはサンプルの影響で少し弱めに出過ぎている可能性があると思う。それとの関連でいくと、図表20の設備投資の実施企業割合——製造業も含めた中小企業であるが——は、4～6月にかなり跳ねていたの、それとコントラストな動きとなっている。いずれも正しいというようには申し上げないが、真実はこの中間位だと思う。法人季報が4～6月については少し弱めに出過ぎている可能性があるということだろうと思うので、4～6月までは設備投資は増加していたという判断で良いと思う。7月以降は、図表21、22 辺りであるが、7月の一致指標の資本財総供給は、輸送機械まで含めると少し大きめの反落となっている。輸送機械を除くと、均してみれば緩やかな増加基調が維持されていると思うが、いずれにしても7月は少し弱めであった。図表22の先行指標についても、大きく崩れている訳ではないが、少し増勢が鈍化してきているということであろうと思う。この辺り気になる点である。設備投資の判断については、元々、現状、先行きとも緩やかな増加基調ということで、時々マイナスもありながら緩やかに増加していくということであり、投資計画については、この8月に出た政府短観についても取り敢えず高めの計画が維持されており、耐震強化、新エネルギー関連といった独立的な投資関連も相応にあるということ踏まえると、大きな基調判断自体は当月は維持するということが良いのではないかと思う。ただ、マイクロヒアリング等では、大企業製造業が輸出の弱さを反映して様子見するという動きが若干広がっている感じもしないでもないの、投資の基調に今後変化が出ないかどうか、これまで以上に注意が必要かと思っている。

続いて個人消費であるが、図表24(3)をご覧頂きたい。4～6月までは個人消費は相当強かった訳であるが、7月については内閣府が出している総合指数あるいは私どもが試算している包括指数でみる限り、7月は幾分減少したようだということである。個人消費については、これまで所得が全く伸びない中でかなりはっきりと増加してきたので、増勢が一服するこ

と自体は想定範囲内と思う。7月の弱さは天候不順などの影響が強く出た面もあると思うし、百貨店、スーパーからは8月には幾分持ち直したという声も出ていることや、旅行の予約状況も総じて良好だということを踏まえると、消費の底堅さは維持されているということで良いのではないかなと思う。それと関連して、図表 27 の消費マインドであるが——これは8月まで出ている——、一頃のように着実に改善していくということではないが、底堅さが維持されており、マインドは崩れていないということだと思う。その中で、乗用車販売に一言触れておきたいと思うが、図表 25 の乗用車販売については、補助金切れの前でかなり駆け込みが出るのではないかなという見方があった訳であるが、実際蓋を開けてみると、8月はむしろ減少したということである。この解釈について自動車メーカーでは分かれており統一見解がないようであるが、一つは8月下旬以降に投入されている新車——かなりエコカーが投入されるということである——を待っている動きが出てきているとか、一部メーカーで補助金分を保証するというようなコマーシャルもしており、消費者が少し安心感を感じているということで平準化され、従って落ち込むがそこまで大きくないという見方と、いやいや基調自体が弱いという二つの見方がある。どちらが正しいかも少しみていく必要があると思うが、今のところ意見は分かれているということである。消費について今後当面どうかということであるが、基本的には雇用環境が改善傾向にあるというもとの、シニア消費のようなものの堅調さも下支えとなることから、総じて底堅く推移すると想定している。ただ、当面の数字の動きを展望すると、エコカー補助金の終了に伴って乗用車販売はなにがしか反動減があるであろうということと、それから震災後のペントアップ需要も次第に減衰していくとみておくのが自然であろうということなので、消費全体としてみれば、横ばいないしは若干の反動減になるとみておいた方が良いと思う。また、乗用車販売の反動減がどの程度になるか、さらに後程述べるが、製造業の雇用情勢にも変化の兆しがみられるので、その個人消費への影響についても、注意が必要かと思っている。

続いて図表 30 の鋳工業生産をご覧頂きたい。鋳工業生産指数の 7 月が出ている。資料の数字は速報ベースなので、確報の数字を申し上げると、4~6 月が前期比-2.0%の後、7~9 月については 7 月の 4~6 月対比が-1.8%——少し上方修正され、-2.0%とあるところが-1.8%——になった。調整ベースで申し上げると、4~6 月が-0.9%の後、7 月が-1.0%と弱めに推移している。予測指数は、8 月、9 月辺りをみると、9 月は自動車の補助金の反動も影響して弱めに推移するということである。また、在庫をみると 4~6 月に一旦増加が止まった訳であるが、7 月にまた大きめの増加となった。さらに図表 31 (3) の生産予測指数の修正状況をご覧頂くと、足許 2 か月位、7 月の実現率、あるいは 8 月の予測修正率とも下振れ傾向がやや強まっているということになる。この辺りを踏まえると、前述のような予想外の輸出の弱さによって需要の逃げ水現象が生じているというように判断されると思う。当面海外経済の減速が続くことや、中国あるいは国内でも在庫が幾分積み上がっているということであるので、年内は生産の明確な持ち直しは期待しがたいということである。これまでの見通しに比べると回復時期が後ずれしているということになるかと思う。

続いて雇用について申し上げたいと思う。図表 35 の労働需給については、まず図表 35 (1) の完全失業率であるが、これは緩やかな低下傾向ということで良いと思うし、有効求人倍率についても改善傾向が続いているということで良いと思う。ただ、それに先行する新規求人は頭打ちの感がある。その背景は製造業の求人減少ということになる。(3) の所定外労働時間についても製造業を中心に頭打ちとなっており、生産の弱さが労働市場の限界的な部分に表れ始めているように窺われる。

賃金について一言だけ申し上げておきたい。図表 34 の毎月勤労統計で、7 月の名目賃金であるが、資料には-1.2%とあるが、今朝ほど確報が出て-1.6%とマイナス幅が拡大している。所定内給与が 0.0 とあるところが-0.2%と若干の下振れ、所定外給与が 0.3%とあるところが+1.1%、特別給与が-4.3%とあるところが-5.1%ということになり、夏の賞与が

弱かったことが原因となって名目賃金がマイナスになっている。特別給与は、6月～7月を均してみる必要があると思うのでその数字を申し上げると、両方トータルすると-2.4%になる。われわれは2%位のマイナスだと思っていたので、想定範囲内とは言えるが、少し弱めという感じがする。また、それ以上に、賃金ということになってくると、傾向的には所定外給与が少し弱くなってきていることが気になることであり、この辺りがどうなっていくかというところを当面注意してみていく必要があると思う。雇用所得については、元々それほど増えてこないというように当面はみているが、生産の弱さがどのように影響していくかということに注意してみたいと思う。

最後に、図表38の物価をご覧頂きたいと思う。図表38の国内企業物価の8月については、前月比で+0.2%と少しのプラスとなった。これは国際商品市況が少し回復したことを反映したものである。3か月前対比でみて-1.2%となお大きめのマイナスであるが、今後このマイナス幅は縮小していくと思う。CPIは全国除く生鮮食品で7月が-0.3%である。東京は除く生鮮食品で8月が-0.5%となり、こちらはマイナス幅が若干縮小した。そこで、図表45をご覧頂きたい。CPIの除く生鮮食品は、一頃少しプラスであったところが足許-0.3%までマイナス幅が拡大している。最大の理由は、食料・エネルギーが一頃+0.5、+0.6%ポイントあったところが、足許+0.11%ポイントまで縮小してきているということである。除く食料・エネルギーもなかなか改善してこないということであり、一つの原因はサーチャージの下落を背景に外国パック旅行が弱くなっているということがあるが、そういうことを考えると、原油価格が反発しているため、この辺りが徐々に押し上げに効いてくると思うので、向こう数か月は次第にマイナス幅は縮小に向かい、均してみれば一応ゼロ近傍で推移という判断が維持されると思っている。そう申し上げながら図表46で長いトレンドをみると、刈込平均は長い目でみれば改善傾向にはあるが足許少し弱いということがある。(2)の上昇品目比率、下落品目比率であるが、これは改善傾向にあるがここ数か月は改善がやや足踏みしているとい

う感じがある。C P I は、基調的な動きが数字的には少し弱めかなという感じがある。

以上を踏まえて最後に纏めさせて頂きたいと思う。まず実体経済の現状については、輸出、生産の弱さがやや目立ってきている一方、内需については、堅調さを維持しているとはいえ一頃のような外需の弱さを相殺する勢いはなくなってきたということかと思うので、全体としてこれまで緩やかに持ち直しつつあると申し上げていたが、その持ち直しの動きが鈍化する方向に変化してきていると判断している。当面の展開については、海外経済の回復の遅れ、あるいは内外の在庫調整圧力を踏まえると、輸出や生産が弱めに推移するであろうと思うし、総じて堅調さを維持するとみられる内需についても、製造業部門における所得形成の伸び悩みの影響を何がしか受けるというように思う。このため、景気全体としては足踏み感が今よりももう少しはっきりしてくる可能性を念頭に置いておいた方がよいと思う。7月の中間評価との比較では、経済活動全体として4～6月のGDPをみる限り少し上振れた感があるが、年後半は幾分下振れて推移する可能性が高いのではないかと思う。その後は海外経済が持ち直しに向かえば、わが国景気も再び浮揚感が出てくると一応考えてはいるが、そのタイミングについては不確実性が高いと思う。消費者物価についても、ゼロ%近傍の動きがやや長引いており、景気の持ち直しも鈍化しているということであるので、改善の足踏み状態が長引かないか注意してみていく必要があると思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

まず、設備投資の輸送機械を含む資本財総供給で6月、7月と2か月連続で少しマイナスになっているが、具体的に中身の特徴で何か気になる動きがあるか。今後の持続性を判断するうえで、中身的にどういうものが気

になるかというところを教えてくださいというのの一つ。

もう一点は、前回も話題になったが、生産とGDPの関係で、生産の弱い動きが続くと当然GDPの動きに影響を及ぼすが、そのタイミングは基本的に同時点とみておいたら良いか、それともある程度ラグを伴うのか。輸出であれば生産はほとんど同時に下がるということかと思うが、一方で生産が下がって所得、支出と波及するところには若干のラグがあるかもしれない。過去の生産とGDPの対応関係を私がざっくりみたところでは基本的に同時点かなとは思いますが、そういう認識で良いか。

前田調査統計局長

まず、後者の点は同時か遅れるかということについて、違う話の一つになっている感じがある。まず基本的に生産はGDPの一部であるので、そういう意味で言うと同時だと思う。現実には生産動態統計というものを使ってGDPが計算されるので、生産指数よりはやや広めの統計を使っており、あるいは作り方が多少違うということがあるし、新しい品目なども含まれているということがあると思う。そういう意味では同時だと思う。ラグという面でいくと、いわゆる生産、所得、支出の循環の話だと思うが、当然過去も生産が大きく落ちるような時は、当然ながら同時にGDPも落ちる訳であるが、その場合には所得形成が弱まってそれからラグを伴って設備投資あるいは個人消費というところに影響し、内需であるので生産でない部分も結構あるので、そこはラグがある。日本の場合は、過去は結構生産が全体の景気循環を作るということであつたので、そういう意味では一致でもあり過去は若干のラグもあつたということなのだろうと思う。

宮尾委員

「若干」というのは数か月位か。

前田調査統計局長

それは、その時々によって違うと思う。所得から支出ということであれ

ば、数四半期のラグだと思う。だから、今回についてそこまで生産が明確に落ちていくのかどうかということによって、ラグの大きさも決まってくるのではないかと思う。それが一点。

初めのご質問の総供給については、実は総供給の中身が分からない。出荷の中身は分かるが、総供給の統計は中身が分からないということになっている。ただ、出荷統計等も踏まえながらみると、ここ数か月は、半導体製造装置のように電機産業に関わるものが弱いと思う。それから、7月については輸送機械を含めたベースだとたまたま鋼船などが一時的に大きく落ちたということも影響していると思う。従って、基調的な弱さは、機械受注もそうであるが、半導体製造装置という日本の中でも一番弱い部分が出やすい傾向があるので、その辺りが影響しているということかと思う。

白井委員

図表 34 の雇用関係のところ、求人倍率が少し頭打ちになってきたということは気をつけなければならないが、一方で、図表 34 のパートの有効求人倍率は上がっており、時給もパートが上がっているという情報もありデータもそうだったと思うが、その辺のところをどうみているかを伺いたい。

また、図表 25、26 の個人消費であるが、全体で見ると少し下落しているものが多いな、消費も少し弱いなという感じがしている。それが先程のボーナスの一時的な要因なのかもしれない、8月の色々な話を聞くと持ち直しの声や旅行のところが良いということで、基調が底堅いということでもある。何か消費も弱まっているかなという感じがするが、その辺のところについてももう少し説明をお願いしたい。

前田調査統計局長

まず、新規求人については、足許少し落ちているが中身は製造業である。製造業の中身は前年比で輸送機械と電気機械が落ちているということである。恐らく、輸送機械は昨年が例の挽回生産で求人を増やしたのでその



反動が出ているということもあると思うが、電機が弱いというところが影響している。これは、あくまで新規求人であり、景気動向指数では先行指標に入ってくるものである。有効求人倍率——パートの有効求人倍率もそうであるが——は景気の一致指数ということであるので、これも局面によって違うが、数か月のラグがあるということである。従って、新規求人がこのまま弱ければ有効求人倍率も数か月経って少し頭打ちになっていくという可能性もあると思う。ただ一方では、建設などは mismatches が非常に大きいので、どこまで低下してくるかは分からないが、一応仕組みとしてはそうなっているということである。

消費については、私自身は先程、これまで少し出来過ぎだったので、そろそろ勢いを失ってもそれは想定範囲内というように申し上げた。計数的なイメージでいくと、恐らく7~9月、10~12月辺りはGDPベースも少しマイナスではないかと思うが、これはそれほど驚きの動きではない。その位を考えておかないと、これまでが所得に比べてあまりにも消費が強過ぎたので、先程申し上げたように、一つはエコカー補助金の反動、そしてペントアップ需要の減衰ということで、少しマイナスになる可能性が高いとみておいた方が良くと思う。ただ、今のところ所得に比べると水準的には高めということが取り敢えずは維持されるのではないかとみているということであるので、速度的にはこのようになってきたということだろうと考えている。

#### 木内委員

二点ある。一つは復興需要についてで、今回の説明ではおっしゃらなかったと思うが、従来だと、復興需要に支えられて内需が堅調というのは何か決まり文句であったが、ここは結構難しくなってきたのではないかという感じがする。復興需要のタイプにも色々あると思うが、例えば去年は東北で消費が非常に強かったことも一つ復興需要の表われである。あと、例えば住宅の復興需要があったり、企業の設備投資の復興需要があったりしたが、現状ではほとんど公共投資だけになっているのではないか。民間

企業の設備投資の中の例えば耐震強化も復興需要の一つに含めることはできるかもしれないが、設備投資自体は、足許少なくとも少し落ち、弱くなってきており、この後公共投資のところだけかなと思う。ただ、公共投資のGDPに占める比率は4%位しかなく、しかも増勢自体が少し落ちてきている可能性があると思う。4~6月はGDPの寄与度でいうと前期比で0.1%しかなく、先程も示して頂いた出来高とか請負金額でいうと、まだ完全には判断できないかもしれないが、7~9月はプラスの可能性が高いと思うが、増勢自体は少し落ちてくる可能性がある。そうすると、公共投資で示される復興需要で景気、内需を押し上げる規模はかなり小さいのではないか、復興需要で内需が堅調という言い方自体がなじまなくなってきたのではないか。それが一つである。

それから二つ目は物価のところであるが、基調的な物価が少し下振れているという話だが、そうであろうと思うし、成長率はまだ分からないが4~6月が0.7%で7~9月も恐らくかなり低く、もしかすると10~12月も低いかもしれない。しばらく潜在成長率を下回るペースが一時的にせよ続くということになると、需給ギャップの改善が一旦停止するような形になり、それから少しラグを伴って基調的な物価にマイナスの影響が出てくるのではないか。これは重要だと思うが、それに加えて、少しテクニカルな要因で消費者物価のコアが動くような要因がこれから相当ある。例えば、9月の東電の電力料金の引き上げ、10月の小麦の政府の受渡価格の引き上げは上がる方であるが、足許ではガソリン価格の上昇、東電以外の電力会社でもタイミングはかなりばらばらであるが引き上げの動きが出てきている。あるいは収益に絡んだところではなくて、エネルギー価格の上昇に応じた転嫁というのもこれからあるし、それから1月にスマートフォンが入ってくるという物価統計の対象項目の変化、2月には前年のテレビの影響も剥落してくるということで、基調的な動きをみていくのは当然重要であるが、CPIコアを動かすような要因がこれから相当あるので、そこら辺をパッケージでどれ位の寄与というような計算をされているのであれば教えて頂きたい。この二点である。

前田調査統計局長

二番目の物価のところから申し上げますと、私も先程、足許は少し弱く、当面景気が少し鈍化するのでその影響にも注意が必要だと申し上げたので、まさに木内委員がおっしゃったとおりだと思う。東電の値上げについては、大体0.1%弱位効くと思っている。内部ではわれわれも一応それぞれで議論し試算はしてはいるが、ご質問のあった小麦について申し上げますと、これは10月よりも来年4月以降の話になる。小麦は大体前の半年、この10月からでいえば3~8月の小麦の価格をベースに決められるので、そういう意味でいうと10月はあまり上がらない。上がったのは夏以降であり、来年4月以降に効いてくる。ガソリン等も試算はしているが、イメージとしてみると、東電の値上げあるいはガソリン価格がまた上がっていくということで、年末にかけて一旦マイナスがなくなる方向——完全になくなるかどうか分からないが——に動く。その後、来年1~3月は逆にテレビの反動が出る、あるいは今年はガソリンが春は高かったのでガソリンの押し上げ寄与がなくなるということで、また若干マイナスになるかもしれないというようなイメージでみている。特殊要因は色々あるのでこれを全部足してどうだということは、どれを特殊要因と考えるかによるので、それらも踏まえた全体のCPIのイメージはそういう感じかなと思っている。スマートフォンについては、出てみないと分からない。既に価格が下がっているので、来年の1月以降採用された時に、さらにCPIの押し下げ要因になるかどうかは分からないと思う。

それから、復興需要の話であるが、「復興需要に支えられて」と言う時に、成長率そのものでいうとこれまでの勢いはないのではないかと思う。公共投資も多分そうではないかとは思っている。ただ、レベル的に、例えば住宅着工戸数がしっかりしているのは、被災四県などでの着工戸数がそれなりにしっかりしているということでもあるし、東北の消費も昨年のような伸び率や勢いではなくなっていると思うが、レベル的にはまだかなりしっかりしているということであるので、国内需要の水準自体を、色々な

意味で復興関連需要で支えているということがあると思う。再生可能エネルギー等々まで含めると、設備投資などもそういう面があると思う。これも何をイメージするかということであるが、内需が相対的に伸びた後それほど落ちてこないということは、やはり復興関連需要に支えられているということが言えるのではないかと思う。

#### 佐藤委員

設備投資と個人消費に関してである。先程の宮尾委員、白井委員からのご質問にも絡んでくるが、結論というか私の疑問点としては、両方とも増加基調と括って良いものかどうかというところである。というのは、設備投資に関しては、先程ご指摘があったが、資本財総供給あるいは鉱工業出荷をみるとかなりはっきりした減少傾向にあり、設備投資の一致指標であるので、この7~9月をとってみると恐らく設備投資もそれ相応のマイナスになる可能性が高いと思う。個人消費に関しては、下がっているものが多いのではないかとご指摘があったがまさにそのとおりであり、例えば、家計調査における消費支出を、除く住居等のコアでみた場合には、ここ3か月連続でマイナスになっている。6月に多少大きめのマイナスになって、その後は反動が出るかと思ったら反動増らしい反動増も出ずにさらにまた水準を切り下げているという状況である。消費総合指数でみると、7月の下がり方が大きいので7~9月ということで見るとマイナスのゲタを履いて、7~9月の個人消費も先程おっしゃられたとおりのマイナスになってくる可能性が高いということである。先行きということでは、先程もあったように、例えば新規求人倍率は製造業の影響で少し頭打ち感が出てきており、これが数か月のラグを経て有効求人倍率などに効いてくるであろうということであれば、ただでさえ、足許、所定外やボーナス等が下振れしている中で所得環境がどちらかということマイナス幅が拡大する傾向にある中で、雇用も悪くなってくると、消費のベースが先行き相当弱くなってくる懸念があると思う。そういう点で、この設備投資、それから消費の両者に関して、これまでどおり増加基調というように括って良いもの

かどうかというところである。その辺の見解は如何か。

前田調査統計局長

まず消費であるが、消費については、われわれは先行き底堅く推移するという表現で、増加という言葉は使っていない。足許については、ここはご議論があると思うが、前回までは緩やかに増加しているというように言っていて、今回7月の数字が多少悪いことも踏まえ、基調としては緩やかに増加というように月報の表現には書いてあるが、そういう表現が適切か、あるいは底堅い位にするのが良いかというところは議論があるのではないかと思う。認識としては、私が先程ご説明した内容とあまり変わらないと思うので、あとは表現の問題ではないかと思う。ただ、消費についてはこれまでもそうであるが、所得が伸びないわりに意外と強かったというのも事実であり、ここ1~2か月少し弱いからといって本当にこれまで支えていた色々な要因がこれからは全くなくなるというところまでの判断は、現時点ではまだしない方が良いのではないかと思う。高齢者の比率が増えるということは、景気に左右されない人達の割合が高まるということでもあるので——当然リーマン・ショックのように輸出、生産が大きく落ちて、家計の所得も大きく落ちれば影響が出ると思うが——、景気がだらったした場合に、本当に消費に下方のモメンタムが働くのかどうかというところについては、分からない面もあるので、もう少しみた方が良いのではないかと思う。

それから、設備投資については、元々、実は緩やかな増加基調というのは昨年の秋位から使い始めたが、そもそも増加基調と「基調」が付いているのは四半期によってはマイナスもあるかもしれず、しかも極く緩やかにしか上がらないというイメージで付けていたので、1四半期位マイナスがあるとしても別に緩やかな増加基調で良いのではないかと思う。ただ、これが2四半期、3四半期と続くということになれば、また判断が変わってくるのではないかと思う。従って、もう少しみた方が良いと思うが、当面、海外経済が思うように上がってこないで、その影響が製造業部門を中心

に多少出てきて、同じ緩やかな増加基調の中でもさらに緩やかになるということはあると思うが、これは表現の問題であると思う。基調判断は、もう少しデータの蓄積を待って、あるいは海外の状況をみながら変更していくことが適切ではないかと思っている。

佐藤委員

物価について追加の質問である。概ねゼロ%ということで、 $\pm 0.3\%$ であれば「概ねゼロ」という表現だということかと思うが、ただ、ラスパイレス連鎖指数をみると、全国が $-0.4\%$ で、どちらが真実に近いかということだと思うが、連鎖指数の方をみれば「概ね」という括りでは括りきれなくなっている領域にあるかなとも思う。

前田調査統計局長

過去 $-0.3\%$ でもゼロと言ったことがあるということであり、別に $-0.3\%$ であっても $-0.4\%$ であってもマイナス表現することはあり得ると思う。どういうことかと言うと、 $-0.3\%$ あるいは $-0.4\%$ が続くという時は小幅のマイナスで良いと思うが、今のところ表面上では $-0.3\%$ をボトムとしてマイナス幅は少し縮まっていき、一旦ゼロ位は行くのではないかというように、これからの方向としてそのように考えているので、概ねゼロ、当面ゼロ%近傍で良いのではないかと、一応私どもとしては考えているということである。ここもご判断だとは思う。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5、7)

白川議長

宜しければこのまま続ける。

内田企画局長

それでは事前にお配りしている資料-5(参考計表)でご説明する。図表1の家計・企業のインフレ予想であるが、企業の方は出ておらず発表さ

れた指標は消費者だけである。(2)の消費動向調査であるが、8月は若干上がっているが、この凸凹は大体ガソリンで説明できてしまうということであるので、大きく言えば横ばいという判断で宜しいかと思う。図表2はエコノミストのインフレ予想であるが、こちらは少し動いている。例えば(2)のESPフォーキャストの年度予想をみて頂くと、前回会合時は7月までしか出ていなかったが、8月のところで2012年度が0.0%に下がり、9月のところで-0.1%に下がっている。2013年度についても9月調査で0.1%に下がっている。これは大体2か月前の指標が出て、それをみながら作っていくということになるので、先程前田調査統計局長の方から説明があったとおり、CPIが4月が+0.2%、5月が-0.1%、6月が-0.2%、7月が-0.3%と実際に下がってきたところでその数字をみながら下げていったということではないかと思う。図表3の市場予想の方であるが、こちらはほとんど変わっていない。QSSの債券の調査であるが、こちらは長いところが+1%、真ん中の1~2年のところが+0.5%、一番手前の今後1年のところがほぼ0.0%ということではほとんど変わっていない。インプライド・フォワード・レートも前回会合時からほとんど動いていない。インフレ予想については以上である。

図表4からが政策金利と実体経済の関係であるが、ここについてはGDPの第2四半期とCPIの7月が新しいデータとして入ったが、結論から申し上げるとあまり変わっていない。概ね中立的という判断ができるというように思う。例えばということで申し上げると、除く生鮮のベースでの実質コールレートは+0.4%、CPIが-0.3%で名目コールレートが+0.1なので+0.4%という計算になる訳であるが、実質GDPのトレンドが+0.3%であるのでほとんど一緒である。図表5(1)の潜在成長率+0.4%であるのでこれもぴったり一緒ということであるので、この関係で言えばほとんど中立的という評価になる。図表6と図表7がテイラー・ルールであるが、これも同じく除く生鮮で申し上げると図表6のHPフィルターの除く生鮮ベースが+0.1%、それから図表7の生産関数アプローチ——こちらが標準的であるが——では-0.9%ということであるの

で、最後のところは若干引締め気味という評価になるが、それ以外の数値はほぼ中立的ということで、これまでご説明したところと変わっていないということになる。

次に、企業の資金調達動向である。図表 8 の資金調達コスト関連でまず金利であるが、貸出約定平均金利が若干上がった。短期のところは、除く交付税特会向けというところをみて頂くと、1.322%の後、1.378%ということで 5bp 位上がっている。それから長期については、一回 1%を割れたということの前々回申し上げたが、0.996%と 1%を切ったところから 1.043%とこれも 5bp 位上がっている。図でみて頂いた方が分かりやすいので図表 10 (1) 貸出金利をみて頂くと、短期金利の方は凸凹しながらもほぼ横ばい位でずっとこの水準にある。それから長期のところはずっと下がってきて最後のところ、1%位のところで少しピックアップした感じになっており、かなり低い水準まで下がってきているので、この辺で凸凹が出るということはそうなのかというように思う。図表 8 をもう一度みて頂くと、今は新規のベースで申し上げたが、貸出約定平均金利のストックをみて頂くと、例えば総合で去年のところからずっと数字を追って頂けば 1.490%からずっと下がってきて 1.403%ということである。当然だが、ストックはまだ下がり続けているということだろうと思う。CP と社債について申し上げるが、CP 発行レートも、たまたまであるが 0.13%というのがずっと並んできたのが、8 月は 0.14%と 0.01%ポイントだけであるが上がった。これは主として、個別の大手電機メーカーのспредが拡大していること等を反映している。大きな動きではなく、個別的な動きというように思っている。社債発行レートも、たまたまであるが 0.45%から 0.57%と若干спредが拡大、発行レートが上がっている。これについては、AA 格でみると、今回これは良いことであるが、五つの電力会社が 19 か月振り、つまり震災以降初めて発行した結果、全体でも発行超になった。償還より発行が多いということになった。ここが比較的спредが厚めだったのでспредとしては上がったということだろうと思う。環境が変わったというよりは、たまたまそういうものが重なった



という評価である。企業側からみて頂く観点で、図表 13 の法人季報をみて頂くと、(1) の企業の R O A と平均支払金利であるが、平均支払金利は先程申し上げたとおりほぼ貸出約定平均金利のストックの流れと一緒にあるが、まだ引き続き、低下を続けている。R O A との比較でみると 2% 近くの開きがあるということであるので、単純に考えれば借入れをして商売をすれば儲かる状況にはあるということだろうと思う。

以上が金利観であり、次の図表 14 からボリュームである。図表 14 の民間部門総資金調達でボリュームについて申し上げるが、民間部門総資金調達のトータルは 7 月の  $-0.5\%$  から 8 月は  $-0.3\%$  と  $0.2\%$  ポイント改善した。改善した理由は、銀行・信金・外銀計の銀行貸出の寄与度が  $+0.4\%$  から  $+0.5\%$  となったことが主因である。民間銀行貸出残高であるが、銀行計は 7 月の  $+1.0\%$  から 8 月  $+1.2\%$  とプラス幅を拡大している。これは主として企業向けの増加幅拡大によるものである。中身としては、これまで申し上げているとおり被災地企業向け、M&A、あるいは電力向けの運転資金といったところが中心になっている。C P ・社債計は、引き続きマイナスであるが、 $-0.3\%$  とマイナス幅が大分縮んできた。C P がプラス、社債がマイナスというところは変わらないが、社債のマイナス幅が  $-0.6\%$  まで縮んできている。これは先程申し上げたとおり、電力が漸く発行超になったことが大きいと思う。当然であるが、ここへきて漸く発行超になっているので、残高ベースでは前年比大きなマイナスであるのでそこが足を引っ張って結果的に社債全体としても残高ベースでマイナスということになっている。フローでみると、国内公募社債計で 8 月 3,220 億円ということであるが、8 月はいつも夏休みで閑散期であるのでこの程度である。例えば前年は 2,800 億円であったので特に悪いということではなく、この位の感覚である。ただ B B B 格のところはかなり少なくて 70 億円ということであるので、こちらは若干少なめであるという感じはする。大きな環境が変わったということではないと思う。次にエクイティ関係、転換社債発行額と株式調達額であるが、前月東京電力関係と A N A で 1 兆円を超える発行があったが、今回はまた数百億円単位まで下がってきたと

ということで、エクイティについては引き続き基調としては低調ということであろうと思う。

以上がボリュームであり、図表 20 はアベイラビリティーの関係である。アベイラビリティーはあまり指標が出ておらず、出ているのは金融機関の貸出態度判断 D I で、中小企業（日本公庫）のところは+32.4%という数字が出ている。若干悪化といえれば悪化であるが、6月から均してみれば横ばいというところだろうと思う。それから資金繰り D I のところは、日本公庫とそれから商工中金が出ているが、これも6月、7月、8月と並べてみて頂くと横ばい圏内ということである。いずれも過去の平均レベルを上回るところで推移しているということである。アベイラビリティーは以上であり、図表 23 は倒産であるが、8月は967件と1,000件を切り前年比でもマイナスである。負債総額も2,100億円ということであるからこれも大きな減少になっている。倒産は引き続き低水準で安定している。

最後に図表 25 のマネーであるが、マネタリーベースについて8月+6.5%とプラスになった。漸くプラスのところは安定してきているということであるので、去年の裏が出た4月位の状況からここはもう変わってきているということである。因みに銀行券の発行残高も+2%位で、なおプラスで推移している。それからマネースtock、M2の8月は7月の+2.2%から+2.4%と0.2%ポイント上がった。上がった理由は主として先程申し上げた民間部門総資金調達のマイナス幅が縮小しているところかと思う。金融環境の説明は以上である。

次に、資料-7で成長基盤関係について簡単にご説明する。1. というところをみて頂くと、9月6日実施の新規貸付の概要ということで本則と A B L 等特則、小口特則それぞれを行った。本則については2,122億円で、これで貸付残高が3兆1,860億円ということになった。A B L については今回少なくとも36億円ということであるが、前回1,000億円を超えたので1,094億円ということになる。小口特則は今回から100万円単位での入札を事務的に認めたので、14.66億円と100万円単位になっている。その結果、貸付先数は27先とかなり稼げたが、金額は大したことはなく44億円

ということになっている。本則について特に申し上げることはないので、A B Lと小口特則について一言ずつ申し上げると、2頁のA B Lの表をみて頂くと、貸付総額がずっと3桁できたが、今回36億円と少し少なくなっている。これまでは、ストックで持っていたものを出してくる金融機関が相応にあったのでこれ位の金額であったが、それが段々なくなってくる中で今回たまたま36億円と少なかったということである。このまま少なくなっていくという感じはないので、また100億円たまったら持ってくると言っているところもあるし、そういう意味でまだまだこういう育てていくタイプのものは、時間はかかるがここで種切れという感じではないと思う。最後に4.の小口特則であるが、こちらについては、今申し上げたとおりの金額は14.66億円と極めて小さいが、貸付先が9先から27先に増えた。(注)のところに書いておいたが、27先のうち21先は1億円未満、すなわち1億円という単位だったら今まで入札してこなかった小さいところである。例えば信金が今まで0先だったが7先に増えた。そういう意味で金額的に大きなものではないが、呼び水という意味で対象先を広げる意味ではやはり意味があるのではないかというように思っている。実際中身も確認済の分野別というのを最後に書いておいたが、医療・介護や起業、こういったものが多く出ており、本則とは違うニーズに答えているというように思う。因みに今までの累計で1件当たり平均400万円、5.8年ということで、極めて小口のものに対応しているということだろうと思う。以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

佐藤委員

マネーの伸びに関してであるが、例の特例国債法がずっとサスペンドされている関係で、予算の執行が抑制的で執行ペースがこれから落ちてくると思う。その影響は、マネー、具体的にはM2等々に出てくるかどうかと

いうところだが、普通に考えればそのところは銀行貸出で補うことで相殺されて、影響としては大きくないと思っているが、どうか。

内田企画局長

前提として、予算の執行自体は問題になるものは止めないという前提で走っているので、どの程度のものになるかというのは今の段階ではっきりしない。そのうえで今まさにおっしゃったとおり必要なプロジェクトについては、資金は地方銀行などが出していくということになると思うので、実際マネーのベースで大きな影響が出るということは恐らくないだろうというようには思う。

白川議長

マネーに関して、図表 26 のマネーストックのグラフを先程からみていて改めて感じることであるが、マネーの伸び率については月々の変動にはあまり情報価値がないという感じがしており、短期的な話ではなく、少し長い目で大きな流れでマネーの伸び率をみてどういう動きをしているかということを見るというのが基本的なマネーの見方であると思う。このグラフは 2003 年以降であるが、2000 年代の前半の頃と過去 4~5 年を比べた場合に、大きな変化ではないとはいえ、マネーストックの前年比伸び率が水準としては昔と比べると少し上がっている訳である。マネーの需要関数を考え、所得や金利水準を考えた場合、少なくとも金利水準からすると 2000 年代前半も今もゼロ金利でそんなに大きく状況が変わっている訳ではなく、名目所得の伸びが今高まっているという訳でもない。しかし大きくみればそのマネーの伸びが高まっていることをどのように整理するかということである。これを供給面からではなく、需要面から考えた場合に、企業なり家計の資産選択という観点から相対的にマネーが増えている訳であるが、これをどのように考えているのか。今ここで即答して欲しいというのではなく、少し考えてみる価値はあると思うので、調査統計局なのか企画局なのか分からないが、少し分析をして頂けないか。

内田企画局長

即物的なところだけ申し上げると、図表 27 のM2のバランスシート分解をみて頂くと、財政要因のところが大きいいということがあって、その要因は多分あるのだろう。今おっしゃったような資産選択のところは、例えば「その他要因」のところに出てくることが多い訳であるが、それは出入りがかなりあって要するにマネーの外、M2で言えばM2の外からどれだけ入ってくるのかというところについては色々な要素がある中で行ったり来たりしている感じはある。ただおっしゃったようにもう少し広い意味でマネーを捉えた時にはここで捉えられないものも沢山あるので、そこは宿題にさせて頂ければと思う。

白川議長

なぜそれを言うかということ、この前、F Tで前のNY連銀の副総裁でマーケット担当だったピーター・フィッシャーが「The Wrong Kind of Rebalancing」というなかなか面白いエッセイを書いていた。要は、F e dはリバランスを促すということであるような政策を行っているが、しかし誤った種類のリバランスを招いているのではないか、つまり金利は国債についてはゼロ金利、しかも全体にボラティリティが小さくなっていく、そうするとそういう中でリスク調整のリターンが一番高いのはマネーであり、そういう意味でF e dが本来意図するのは逆方向のリバランスを促しているのではないかという話をされていて、非常に面白い分析であると思った。日本ではどうなのだろうかということが気になったが、改めてthe wrong kind of rebalancingとは言わないが、ただ起きている現象をどのように理解するのか。これはそういう意味で短期的ではなく5年単位でみた時にどういうことになっているのだろうかという感じである。

他にないか。

## 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と思う。

鎌田調査統計局経済調査課長

今月の金融経済月報の比較表についてご説明する。まず実体経済の現状であるが、総論については、前月の「緩やかに持ち直しつつある」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」と判断を下方改訂した。なお、前月、総論で記述していた「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」という表現は、内容は変更せずに各論の方に移動している。

各論であるが、海外経済は前月の「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」という表現から、今月は、輸出と生産に関する記述の中で「減速した状態が続く」と判断を下方改訂している。輸出も前月の「持ち直しの動きが緩やかになっており」という表現から、今月は「弱めとなっている」と判断を下方改訂している。なお、生産であるが、今月は輸出と合わせて記述している。前月の「足もと弱めとなっている」という表現から、「足もと」という言葉を削り、判断を若干下方改訂している。個人消費は一部で増勢に一服感がみられるものがあるため、今月は「緩やかな増加を続けている」という表現の前に、「基調としては」という表現を付け加えている。また個人消費が増加を続ける理由として、前月は「消費者マインドの改善傾向」と「自動車に対する需要刺激策の効果」を挙げていたが、今月は「雇用環境が改善傾向」を挙げています。

続いて、実体経済の先行きであるが、総論部分については、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。各論だが、前月の月報では、

輸出と生産の先行きを分けて記述していたが、いずれについても「緩やかに増加していく」と判断していた。今回は輸出と生産を一纏めにしたうえで、それらの先行きについて、「当面弱めに推移するとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態を脱していくにつれて、緩やかに増加していく」と二段階に分けて記述している。設備投資については先行きの判断に変更はないが、設備投資の内容について、前月は「被災した設備の修復・建替え」を挙げていたが、今回は「防災・エネルギー関連の投資」を挙げている。

次に物価である。物価の現状であるが、国内企業物価は下落が続いていることから、前月の「下落に転じている」という表現を、今回は「下落している」という表現に変更している。国内企業物価の先行きについては、前月の「当面、国際商品市況の反落の影響が残ることなどから、緩やかな下落を続ける」という表現から、今回は「国際商品市況の動きを反映して、当面、下落幅を縮小していく」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

金融についてご説明する。変更点は3点で、いずれも実績計数を踏まえた変更となっている。まず「企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は」とあるが、その後、前月は「プラスで推移している」としていたところを、今回は「プラス幅が幾分拡大している」としている。次に、社債の残高前年比について、前月は「電力債の償還超が続くもとで、マイナスとなっている」としていたが、今回は「電力債を中心にマイナスとなっている」としている。最後にマネーストックの前年比について、前月は「2%程度のプラスとなっている」としていたが、今回は「2%台のプラスとなっている」としている。以上である。

#### 白川議長

技術的な意味でのご質問はないか。景気・物価の実体判断については、

先程の国際局長、調査統計局長からの説明も、前月に比べて幾分慎重な感じだなというように思ったが、そういう状況をどのような言葉で表現するかはまた明日議論するとして、この件に関する技術的な意味でのご質問があったら、どうぞお願いします。

ないようであれば、本日はここで終わりたいと思う。明日は午前9時に再開をする。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お願いします。

(16時56分中断、19日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に8月8、9日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。財務省からは藤田幸久副大臣、内閣府からは大串博志大臣政務官である。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。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て頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いします。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。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、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、森本委員の順番である。それでは、白井委員から願います。

#### 白井委員

前回8月会合以来の新しい動きとしては、欧州が4～6月期に景気後退入りし、中国を含め世界的にも景気が減速する一方で、欧米を中心に重要なイベントが続き、投資家が幾分リスクオン姿勢に転換している点を指摘できる。具体的には、欧州では9月6日にECBによる国債の無制限買入れ、OMT等の決定、9月12日には欧州委員会による銀行監督一元化案の提出、同日のドイツ憲法裁判所によるESM合憲判決とそれに伴う10月のESM発足決定によって欧州債務危機への不安が和らいだところに、9月13日にFRBによりエージェンシーMBSのオープンエンド型買入れと金利引き上げ見通し時期の2015年半ばへの延長が発表されたことが重なり、足許少し戻しつつあるものの、世界の株価上昇、安全資産とみなされる米国と欧州コア国の国債利回り上昇とその対比での周縁国国債利回りの低下がみられている。外国為替市場については、全体的にドル安、ユーロ高の中で、円相場も対ドルで一時は77円13銭まで円高が進んだが、その後78円台に戻している。対ユーロでは減価が進んでいる。

世界の景気減速は貿易の伸びを大きく低下させており、各国ともその影響は製造業の輸出、生産に表れている。OECDの7月の景気先行指数をみると7～9月期も成長のモメンタムが失われていることを示しており、特にドイツと中国の指数の悪化が目立っている。10～12月期についても成長の減速が続き、世界経済の回復は来年に持ち越される可能性が高まっているようにも思われる。それでは、以下、世界経済情勢を展望した後、わが国の経済物価情勢について私の見解を申し上げます。

まず、世界経済減速の震源地である欧州経済についてだが、債務問題の深刻化によってドイツを含むコア国でも企業・消費者マインドが悪化し設備投資や小売売上高も低迷しており、欧州全体で経済が悪化している。ECBによるOMT導入は現在のところ投資家不安を和らげているが、その

条件としてスペイン等の問題国によるE F S F、E S Mへの支援要請とそれに付随するマクロ調整プログラムか予防的プログラムの実行が必要となるので、その交渉に時間がかかるかもしれない。またプログラムが開始されたとしても、金融政策の効果はその間一時的な息抜きを与えるだけで、財政・構造改革の実行による信頼回復ができなければ問題の解決にはならないとの見方が大勢を占めている。また、今回北欧に出張し様々な業界の方々とは率直な意見交換を行ったが、ギリシャで第2次支援が再開したとしてもプログラムが早晚挫折する確率は50%かそれ以上で、挫折した場合にスペイン等の大国が国際支援の申請あるいは改革の実行でもたついていると、投資家の不安が高まって波及が域内全体に拡大する可能性を懸念する声が多く聞かれた。無論、ギリシャは小国であり、外国の大企業や金融機関はギリシャのユーロ圏離脱の可能性を含めた備えをしているので、挫折してもギリシャ政府が離脱に向けて周到な準備を行い秩序だった離脱をしてくれればマネージャブルというのが大方の本音である。しかし、ギリシャ政府の統治能力の低さからして国内では大混乱が起きるだろうし、しかも他国への波及の防止体制が不十分な中、ギリシャ挫折後のユーロ圏全体への影響に関する予測は各関係国・機関とも実施しているもの予見は難しいという見解が大勢であった。またコア国では国内政治情勢と財政資金調達上の観点からAAA格を維持する必要があるため、今以上のギリシャ支援の増額やE S Mの貸出能力の拡大を認める余地がほとんど残されていない中で、波及防止に向けたE C Bを含む協調体制が進展しないことへの苛立ちと、ギリシャ挫折に伴う最悪のシナリオを払拭できないことに根差した緊張感が感じられた。結論としては、ドイツがユーロ圏にとどまる限りはユーロ崩壊リスクは低いが、ギリシャを発端とする周縁国への波及リスクは引き続き警戒を要するというものである。欧州経済の下振れリスクは高く、今後とも欧州債務問題の動向を注視していく。

次に、米国経済については、引き続き欧州債務問題と財政の壁が先行きの不確実性を高めている中で、経済指標については鉱工業生産や輸出が前月比低下し、製造業を中心とする企業のマインドも急速に悪化している一

方で、小売売上高や非製造業部門は比較的堅調で、住宅市場も安定化の兆しがみられていることから、全体としては強弱区々の結果だったと判断している。ただし、堅調な消費については好調な株価やインフレ率の低下が追い風となっているが、足許では新規失業保険申請件数が上昇し、ガソリン、食料価格も上昇しているので、年内の成長は減速か現在の緩やかな回復ペースを続けていくとみている。

新興諸国も景気減速が鮮明である。中でも中国経済は加工貿易を中心に外需低迷の打撃が大きいというのに、国内投資の鈍化による内需の低迷が重なったことで、年内の経済成長はやや下振れる可能性があるかとみている。政府は、9月初めに1兆元を超える大型インフラ投資を承認したが、リーマン・ショック直後の4兆元より小さく、投機的な住宅投資の引締め政策を堅持していることからみて、経済規模や高い成長を追及するいわゆる量の成長から質の高い成長への転換を模索しているようである。質の高い成長とは、中西部地域では工業化、産業移転によって成長力を高めて地域格差を縮小し、東部地域では企業淘汰によって過剰生産能力を減らして高付加価値の製造業や消費拡大への転換を図ることを意味している。事実、中西部の成長率は2桁台の伸びで輸出も順調で、1桁台の成長にとどまり輸出不振に陥っている東部との違いは明確である。こうした経済調整には時間がかかるので以前のような高い成長を予想していないが、成長力は依然として高く政府による需要喚起策の発動余地も大きいことから、ハードランディングの可能性は低いと判断している。

こうしたもとで、わが国経済は外需の弱さから減速している。特に製造業の不振が目立ち、鋳工業生産が7月に再び前月比マイナスに転じており輸出もほぼ全地域に向けて減少している。このため、製造業の出荷・在庫バランスの悪化と稼働率ギャップの拡大によって需給ギャップは極く僅かだが悪化している。設備投資については企業収益が改善しつつも足許弱めの動きがみられ、先行指標でも機械受注が増加する一方で建築着工床面積が減少していることから、先行きの設備投資についても幾分弱めになる可能性がある。なお、公共投資や分譲の住宅投資は拡大を続けているが、

消費については、雇用改善がプラスに効いているものの夏のボーナスの減少もあってか、少し弱まっているように見える。先行きについては、外需の減速が当面続くと思われ、年内の輸出、鉱工業生産の回復は然程見込めず、製造業を中心に企業の投資・雇用計画が下方修正される可能性が懸念される。今のところ消費者マインドは悪化していないが、企業マインドは悪化を示す指標が増えており、注意を要する。以上より、前月会合と比べて、輸出、生産、投資、消費の見通しについては慎重にみているし、景気のリスク・バランスについても下方に傾いていると判断している。

物価については、CPIでは公共料金以外の大半の項目で下落しているが、需給ギャップの幾分の悪化と輸入物価の下落が影響しているようである。国内企業物価も原油、素材価格を中心に下落している。先行きについては当面は世界経済の減速見通しから物価が下押しされる一方で、石油、食料品価格の動向によっては相殺される可能性もあるので、当面ゼロ%近傍が続くと思っている。物価のリスク・バランスはほぼバランスしていると判断している。以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

国際金融資本市場、海外経済、国内経済に関する見方については、月報での表現はともかくとして、昨日の執行部の説明に基本的に違和感はない。これらの点について、7月の中間評価以降2か月の動きを整理したいと思うが、まず、その前に、7月の中間評価時点での、私の描いたシナリオを改めて極く簡単にお話ししておきたいと思う。

まず、一点目は、国際金融資本市場については、欧州債務問題を巡る緊張は続くにしても、テールリスクの表面化は何とか回避される。これが、一つである。もう一つは、海外経済——当時ということであるが——は、差し当たり踊り場的な様相を続けるにしても、米国経済の緩やかな回復の

持続、中国の回復経路への復帰、これらに牽引される形でいずれ海外経済は持ち直してくると読んでいた訳である。これが二つ目である。それから、三つ目は、国内経済であるが、当面内需の堅調さは続く。そのもとで現状弱めの輸出も、海外経済の回復につれて増加に向かうため、年度前半中には緩やかな回復パスに復していくというシナリオを描いていたというのが三つ目である。四つ目は、物価だが、この間、国内の消費者物価は、足許——当時という意味だが——、やや弱めの動きとなっているが、景気の回復歩調に合わせて徐々に前年比プラス幅を拡大していくというようなシナリオを描いていた。今述べたような私のシナリオは、僅か2か月の間ではあるが、はっきりと下振れてきていると思っている。幾つかポイントになる点をお話ししておきたいと思う。

まず、一つだが、国際金融資本市場については、大筋見通しどおりだったと思う。欧州債務問題を巡る市場の緊張は、ECBによる国債買入れの枠組みの決定、ドイツ憲法裁判所のESMに関する合憲判決などを経る中で、ひとまず緊張感は後退してきているように見える。スペイン、イタリアの国債利回りをみても、それぞれ6%、5%と、1、2か月前に比べ大幅に低下している。為替市場をみても、ユーロが大きく買い戻されている。株価もかなりの上昇となっている。FRBの追加緩和策も、市場に対しては相応に安心感を与えているように見える。これが一点目である。

海外経済は、減速の度合いが2か月前に比べ強まっていると思う。国・地域別にみると、欧州は、停滞局面から後退局面に明らかに下振れている。企業や家計のマインドは、コア国たるドイツでも、IFO景況感指数等に表れているように悪化している。経済主体の心理面から想定以上に経済活動が抑制されている可能性があるともみている。財政、金融、景気の三者間の負の相乗作用も思っていた以上に強めに出ているように思う。一方、米国だが、大きな流れとしては緩やかな回復軌道を辿っているが、このところやや弱めに振れている感があると思う。企業マインドは、地区連銀のサーベイでも、またISMベースでも、慎重化している。非国防資本財受注をみても、設備投資は鈍化しているように見えるし、生産も必ずしも増

勢一本槍という訳でもない。欧州債務問題とフィスカルクリフに対する懸念が、企業心理に思いの外影を落としている可能性がある。それから、新興国・資源国だが、中国のもたつき、ブラジルの弱さなどが、われわれの想定を上回っているのではないかと思っている。欧州向け輸出の低調さが目立っている。それらの国々の政策当局は、物価の安定と高めの成長の両立に配慮し、思い切った政策運営に対しては依然慎重ということかもしれない。以上が二つ目である。

次にわが国経済についてであるが、一言で言って、予想に反して持ち直しの動きが足踏みしているということだと思っている。堅調さを維持してきた個人消費についても、若干の陰りがみられる。夏のボーナスが低調に終わったことや時間外給与も伸び悩んでいることが、所得面から何がしか消費を抑える方向に影響しているように見える。政策的支援が行われている自動車販売も、このところ失速気味である。需要の先喰いもいよいよ限界にきているのかもしれない。設備投資についても、気にし過ぎかもしれないが多少弱めの動きがみられ始めている。こうした一連の内需の動きはやや想定を下回るものであるが、それに加えて、何よりも気になるのは輸出と生産の弱さである。海外経済の下振れが、わが国の輸出に投影し、それが生産の弱さに繋がっているということであろうと思っている。

四点目は、国内の消費者物価であるが、やや弱めと言って良いと思う。刈込平均値がここ数か月間明確に下を向いていることに表れているように、物価の基調そのものが多少弱くなっているのかもしれないというように思っている。

以上のように現状を評価すると、私の2か月前の認識ないし想定というものは多少甘かったかなと反省している。具体的には以下の4点である。一つは、欧州債務問題の企業心理等への影響については、その程度とグローバルな広がり両面において、私の想定を上回っていたというように思う。また、輸出入を通ずる実体面でも負のインパクトは思いの外大きかったと思っている。やや言い訳がましくなるが、グローバルな影響の大きさを正確に積み上げることの難しさが出たというように認識している。

二点目は、米国におけるフィスカルクリフへの懸念についても、企業や家計のマインド、さらには支出活動に与える影響で相応のものがあつたと思っている。この点についても私の認識が多少甘かったかなと思っている。三つ目は、中国についてであるが、先般来の景気刺激策もあり回復傾向が次第に明らかになっていくとみられるが、そのモメンタムは構造的に弱まっているのかもしれない。こうした認識を持つ必要があるように最近は思っている。四点目は、わが国の内需だが、その勢いは2か月前に想定していたほどには強くないと思っている。これらが、認識を多少改める必要がある点であると思っており、今述べたような点を踏まえながら、当面の経済状況を見通すと、次のようなことかと思う。

まず、第一に国際金融資本市場についてだが、欧州債務問題を巡って緊張はなお続くだろうと思うが、それにしても市場がパニック的な状況に陥ることは、これまで同様、関係者の努力もあり回避されるのではないかと思っている。これが一点目である。二点目は、海外経済だが、回復時期は半年程度後ずれし、それまでの間は足踏みを続けるとみている。欧州は、後退局面からはいずれ脱出するにしても、その後も暫くは回復というよりは停滞局面を続けそうである。米国については、欧州債務問題とフィスカルクリフへの懸念を抱えながら、非常に緩やかな回復にとどまるのではないかと思う。中国を含め新興国は、遠からず回復に向かうとみているが、そのペースはかなり緩やかなものにとどまるかもしれない。

以上が海外経済であるが、次に国内経済は、当面足踏み状態を続けると思っている。その後、海外経済の回復が明らかになるにつれて、輸出が主導する形で緩やかに回復していくとみている。ただ、回復開始の時期は半年位後ずれするということではないかと思っている。この間、国内の消費者物価は、最近の弱めの動きが続くと思っている。前年比のプラス幅を着実に回復し始めるのは、来年度にかけてかもしれないと思っている。

以上、見通しを申し上げたが、当然、様々な不確定要因が存在する。具体的には指摘しないが、そういう状況であるだけに、国内経済は今後とも下方ショックに脆弱な状態が続くとみておくべきではないかと思ってい

る。私からは、以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外経済の全体観から申し上げる。国際金融資本市場ではリスクオフの流れがやや後退しているが、実体経済面では、製造業を中心にグローバルな景況感の悪化は続いている。欧州、米国、中国を中心に、世界経済の減速が長期化あるいは深刻化するというリスクはより高まっており、この影響は過小評価すべきではないと考えている。以下、欧州から順に述べたいと思う。

まず、欧州だが、欧州債務問題への対応については、ECBによる新たな国債買入スキームの決定、ESMの設立の決定といった進展がみられ、これらを好感して株価が上昇し、スペインやイタリアなど周縁国の金利も低下するなど市場状況は好転した。一方で、実体経済は、停滞から緩やかな景気後退といった形で一段と減速感を強めている。ユーロ圏の実質GDPは3四半期連続でマイナス成長を記録し、足許でも輸出、生産、設備投資、個人消費など全般的に弱い動きが続いている。また、家計・企業のコンフィデンスの悪化が、周縁国からドイツなどコア国にまで広がってきており、景気回復に転じる時期がさらに後ずれするといったリスクは一段と高まっていると認識している。

次に、米国経済だが、緩やかな回復を続けているという基調判断に変わりはないが、先行きの不透明感が強い中で、景気回復のペースはやや減速しつつあるとみている。すなわち、家計部門に関しては、雇用、所得の緩やかな改善を背景に、個人消費が堅調に推移し、ガソリン価格が上昇する中であっても、家計のコンフィデンスは堅調さを維持している。住宅部門も底入れから持ち直しの動きがみられており、FRBのベージュブック等をもみても全ての地域で住宅市場の改善が確認されている。一方で企業部門



については、輸出、生産が減少し、設備投資も鈍化しているほか、製造業のコンフィデンスも低下している。先週のFOMCでは追加緩和が実施され、最大雇用の目標をより強く意識したオープンエンド型の資産買入れならびにゼロ金利の期間を少なくとも2015年半ばまで延長するということを決定して、景気回復が強まってもそれ以降もかなりの期間ゼロ金利を続けるという意味を明確にした。こうした措置の結果、より広範囲に金融環境が改善するもとの、米国経済の回復は下支えされていくと期待している。しかしながら、一方で、欧州や中国の景気減速、干ばつの長期化、財政の崖を含む大統領選後の経済政策を巡る不確実性といった下振れ要因には、引き続き十分な注意が必要というように認識している。

続いて、アジア・新興国である。中国経済だが、成長ペースの鈍化した状態が続いている。各種の政策効果により、先行きは成長率が回復していくという見方は崩していないが、足許では輸出・輸入の減速、生産の増勢鈍化、在庫調整圧力の強まりなどが懸念されている。中でも在庫調整が早期に終了するかどうかのポイントであるとみているが、供給超過にもかかわらず例えば鉄鋼などでなかなか減産が実施されないなど、その在庫調整終了の時期は、年明け以降に後ずれする可能性も相応にあるとみている。NIEs・ASEAN諸国についても、内需は堅調に推移する一方で、輸出、生産の鈍化が続いている。足許では、韓国、台湾などでも在庫率が高まっており、中国と同様、在庫調整に時間がかかる可能性には注意が必要と認識している。

次に、わが国経済について申し上げる。わが国経済は、海外経済の減速が長期化するもとの、輸出、生産の鈍化が続いており、全体としては、持ち直しの動きに足踏み感がみられる。一方、内需については、引き続き堅調さを維持しているとみられるが、その持続性について今後一段と注意が必要とみている。まず、輸出、生産について若干付言すると、輸出の鈍化は欧州景気後退の直接、間接の影響、ならびに中国の在庫調整圧力の高まりの両面によって継続していると考えている。また生産動向に関しても足許まで鉱工業生産指数の下方修正が続いており、生産の鈍化が予想以上に

大きいこと、またそれを受けて出荷・在庫バランスも電子部品、素材、一般機械など幅広く悪化しているという点が懸念される。

次に、内需だが、公共投資を含む広い意味での震災関連の支出が堅調な一方で、設備投資については、一致指標とされる資本財総供給が6月、7月と2か月連続で減少しており、先行指標である機械受注もやや弱含んでいる。設備投資計画は、政府短観——法人企業景気予測調査——をみる限り、なお意欲的な投資計画が維持されているが、輸出の鈍化や企業収益見通しの下方修正などを考えると、今後計画が本当に実施されるかどうか予断を許さない。また個人消費についても、自動車販売の鈍化や旅行や外食などに手控えがみられており、また製造業では景況悪化が新規求人や所定外労働時間など雇用所得環境にも波及しつつあるように見える。個人消費の持続性には、これまで以上に注意が必要と認識している。

先行きについては、やや長い目でみれば、内需が引き続き堅調に推移する一方で、海外経済が減速局面から脱していくにつれて、わが国経済も緩やかな回復に復していくという従来のメカニズムは、今のところ維持できるとみている。ただし、今述べた懸念などから当面の持ち直しの動きは足踏みした状態になると予想され、わが国経済の成長率が明確に高まってくる時期は、年明け以降に後ずれする可能性が相応に高まってきている。先行きの下振れ要因について、やや重複するが改めて整理すると、第一に、海外経済の減速がさらに長引く、あるいは強まることで、わが国経済の自律回復のメカニズムが弱まるというリスク、第二に、リスク回避の高まりなどから円高・株安の基調がさらに長期化し、企業収益や企業・家計のコンフィデンスなどが悪化して設備投資や個人消費への重石となるリスクなどである。

なお、円高に関しては、先般山口県に出張した折に、製造業を営む多くの企業経営者から経営の足枷となっているという指摘を受けた。山口県は、素材産業を中心に物作りが盛んな地域で、地元密着で自主独立の取り組みを続ける優れた企業も多く感銘を受けた訳だが、一方で、電子部品メーカーの撤退や中小零細企業の業況悪化など厳しい話も多く聞かれた。こう

いったことなどからも状況を過小評価してはならないという思いを強くした次第である。

最後に物価動向であるが、7月のCPI除く生鮮食品の前年比は-0.3%となった。しかし、前月からの基調判断は今のところ変えていない。すなわち、暫くゼロ近傍で推移した後、先行きはプラス圏内に浮上するという基調は今のところ維持できるとみている。もっとも、当面、景気持ち直しの動きは足踏み状態が続くと予想され、それはまた短期的なインフレ予想や中長期的なアンカーへ収束していく動きに対する向かい風になる恐れがある。物価見通しの下振れリスクについては、より一層注意が必要と考えている。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合以降1か月と10日が経過したが、経済の各分野で累積的に無視できない変化が生じていると思っている。前回会合での私の判断と対比させながら評価したいと思う。プラス方向への動きも若干あったがマイナス方向への変化の幅が大きく、結論を言えば経済・物価とも、7月の展望レポート中間評価時に比べて足許は下振れており、先行きも半年程度の後ずれの可能性が高まっている。プラス方向の動きは国際金融市場にみられる。第一に、ECBのOMT、つまりコンディショナリティ付きで周縁国国債の買入れをコミットメントをすることで欧州金融市場に若干落ち着きが戻っている。第二に、米国のFedのレートガイダンスの強化とオープンエンドのMBS購入でリスクオンの状況が現出しており、世界的にリスク資産の価格が上昇している。これについては、他の委員から評価がなされているので、ここでは繰り返さない。

プラス、マイナス区々で大きな変化がなかったと私が考えているのは、米国の実体経済で、非常に緩慢な回復で下向きのショックに脆弱という前

回会合での見通しは変わっていない。住宅価格に底入れの兆しがあり、住宅市場に回復の期待が高まっているのはプラス方向だが、設備投資は弱く企業業績も雇用を増やさずコスト削減で底上げしているという状態に過ぎないように思われる。9月のハウスホールド・サーベイ、家計調査では、失業率は低下したが、労働参加率の大きな低下によるもので雇用は逆に減少している。エスタブリッシュメント・サーベイ、事業所統計では、雇用増は市場予想を下回っている。消費は自動車を中心に予想以上に底堅いが、今後ガソリン価格の上昇の影響が出てくると陰りが出てくる可能性がある。ただ、昨日も申し上げたが、シェールガス生産急増の影響からヒーティングオイルのコストが低下しており、それが消費を下支えする可能性はわりと小さくはないのではないかと考えている。それから、フィスカルクリフの可能性については、足許の選挙情勢、特に民主党と共和党との間の力関係をみると、可能性は高まっているというように思う。先程、山口副総裁からお話があったが、この点については、市場はまだプライシングしていないと私はみている。従って、この点に起こり得る変化については、私の見通しには反映していないが、今後非常に重要な点になるかと思っている。

メインシナリオとしてははっきりとマイナス方向へ変化したのは欧州経済と新興国、特に中国経済である。欧州経済については他の委員と見方が同じなので、中国経済に絞って申し上げたいと思う。中国については以前から慎重な見方の必要性を申し上げていたが、データはその見方に収斂してきている。前回会合以降をみても、この1年以上季節調整済みでみて発電量と輸入額は横ばいから変わらず、貨物輸送量に至っては8月も低下しピークから9.6%下落しており、リーマン・ショック時の低下幅の8%を超える事態になっている。洗炭、いわばウォッシュトコールをみても、過去の急激な上昇に比べて、足許は大きく振れながら明確に横ばい状況になっている。しかし公式発表によれば、生産は依然として前年比10%以上の伸びを示していることになっている。モノを作る原料としての石炭の生産量は増えず、モノを作る機械を動かす電気の発電量も増えず、かつモ

ノの地域間の動きが減少しているのに、モノの生産が前年比 10%以上増加しているという不思議な現象が足許で生じている。統計のカバレッジが大きく変わらない限り、これは整合的ではない。従って、最終的に一方が他方に鞘寄せされる形になるが、どちらが実態を表しているのか現時点では確証はないので、これから注意深くみる必要があると思っている。実物面は停滞しているが、金融面でテコ入れが始まっている。実際、銀行融資は先月大きく伸びたと発表された。政府の刺激策として様々なプロジェクトの前倒しがなされている。従って、今後第 4 四半期にはある程度の回復は見込まれると思うが、それは前回申し上げたように固定資産、特に不動産に強く傾斜した景気回復であると考えている。これは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高いということは考えておく必要があると思う。さらに、このところの反日暴動の影響が今後強く出てくることは不可避であると思われるが、この点はまだ推移が不明で十分に見通しに取り入れてはいない。しかし、日本の輸出に大きな下振れの影響を与えるリスクには十分な注意が必要であると考えている。

日本経済については、メインシナリオとして輸出、鋳工業生産が予想比明らかに下振れし、回復も第 2 四半期程度後ずれすることが次第に明確になってきている。ただ、考えておかなければならないと思う点として、昨年後半から今年前半にかけては、均せば予想どおり、敢えて言えば予想よりやや強く推移してきたということは再確認しておく必要があると思う。もっとも昨年前半の大震災とタイ洪水の底押しからの回復なので、敢えて強調したいとは思わないが、事実は事実としてみていく必要があると考える。しかし、足許米国への自動車輸出の伸びが一服し、欧州経済の収縮から欧州向け輸出がマイナスを続けそれがアジアに波及したうえに、中国での内需の強さに陰りがみられたところから、輸出、そして鋳工業生産の回復が遅れ、場合によっては暫くマイナスが続く可能性がある。既にこの点は他の委員が指摘されているので繰り返さないが、内需も底堅いものの今後は今年前半のように外需低迷のギャップを埋める勢いはないと思う。ただ、鋳工業生産は大企業の生産水準に影響されやすく、足許の弱さは輸出

型大企業の弱さに強く影響を受けている可能性は頭に入れておく必要があると思う。実際、毎月勤労統計から労働投入の変化を求めると、このところ 30 人以上事業所の労働投入は 5 人以上事業所の労働投入に比べて明確に弱いという形になっている。小規模事業所がより内需に向けた事業展開をしているとすると、鉱工業生産の弱さが実態よりは強めに過剰出ている可能性は頭に入れておく必要があると思う。もっともそれで全体の見取り図が変わる訳ではない。

最後に物価について簡単に述べる。前回の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で足許展望レポートの物価見通しに比べて下振れていると述べた。ただ 7 月は  $-0.3\%$  となったが 8 月は恐らく若干戻し、9 月には最近のエネルギー価格の再上昇を反映してゼロあるいは若干のプラスになる可能性が高いと思っている。今後の見通しについては、エネルギー価格と穀物価格の動向に大きく依存するが、全体としての方向性は変わらないものの、正規雇用の賃金上昇が依然としてフラットであるというようなことから考えると、物価の戻りは足踏み、後ずれの傾向がみられると判断している。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、海外経済の状況について申し上げる。欧州については、ECB の OMT 導入などにより、スペイン問題に対するバックストップができ、市場のストレスは大きく軽減された。当面、ソブリン問題は一服するものとみている。しかし、ユーロ圏の実体経済については先行き極めて悲観的にみている。周縁国において銀行部門のデレバレッジが続き、非常に高い失業率のもとで緊縮財政を実行していけば、経済に引き続き大きな下方圧力がかかることが避けられない。また、これが域内貿易等を通じてドイツ等中核国へも波及するものとみている。ユーロエリアについては 4~6 月

まで3四半期連続のマイナス成長となっており、当面、回復についての見通しが立つ段階にないと思う。またこれにより、域外経済に対しても引き続き下方圧力をかけていくものとみている。

米国については、引き続き緩やかながら成長を続けているが、フィスカルクリフに対する警戒感から、企業マインドがかなり下押しされており、新規投資にブレーキがかかっているものとみられる。成長率が失業率を改善するレベルに達していないとしてQE3が実施された。フィスカルクリフについては選挙後から何らかの妥協が図られると考えるが、財政面からのマイナス効果は避けられないと思う。米国経済については、当面足許での顕著な改善は望めないとみている。しかし、少し先をみると、選挙を経てフィスカルクリフを通過した後の状況は、現在よりかなり改善されるものとみている。将来への不確実性が低下することに加え、住宅・不動産セクターが改善傾向を辿るもとの、企業マインドが持ち直すとともに消費者コンフィデンスも一段と改善し、成長の加速へ繋がっていく可能性が強いものとみている。

新興国・資源国については、いわゆる先進国経済の減速から、輸出の伸びが鈍化するもとの当面減速するものの、金融緩和を含む景気刺激策の効果の波及などを受けて、内需が主導して成長率が徐々に高まっていくというシナリオの実現性がポイントとなるのではないか。しかしながら先進国が伸びないもとの内需主導でいけるのか、また成長したとして先進国を牽引するまでのものとなるのか、私はやはりデカップリングは難しいとみている。

以上の海外の状況のもとで、わが国についてみると、輸出は、5、6、7月と3か月連続で前月比マイナスとなった。また、鉱工業生産も4～6月は対前期比で小幅減少の後、7月も4～6月対比マイナスとなっている。在庫率はこのところ大きく上昇してきている。生産、出荷の状況は芳しくない。これまで押し並べて堅調を保ってきた内需についても一部に減速を示すものが出てきている。足許7～9月での回復経路への復帰は、期待しがたい状況とみる。2012年度前半には緩やかな回復経路に復していくと

いう4月展望レポートでのシナリオの後ろ倒しは避けられず、見直しが必要と考えている。10月に向けて今後予断を持たず点検する必要があると考えている。

次に物価だが、物価についても足許やや下振れしている状況であり、成長ペースの見直しとともに、物価についても見直していきたいと考えている。私からは以上である。

白川議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

足許のわが国経済は、4月の展望レポートにおける中心的なシナリオを下振れて推移しており、持ち直しの動きが緩やかになっているという昨日の執行部の説明よりも弱めと認識している。先行きについても、減速が長引いたり、さらに悪化するリスクが海外経済を中心に強まったと判断している。

先行きのシナリオは10月の展望レポートで点検していくことになるが、海外経済が減速した状態から脱していく時期が想定対比後ずれしているため、わが国経済が緩やかな回復経路に復する時期も後ずれしたとみざるを得ないと思う。先行きについても展望レポートを待たずに判断の修正が必要と考える。

まず、海外経済について、欧州ではECBの対応により四半期末の月に高まりがちな金融市場のストレスは抑制される一方、実体経済はマインドの悪化や金融面の制約から一段と低迷した。ECBの対応も所詮は時間を買う政策であり、先行きはイベントリスク次第で市場のストレスが高まりやすい地合いには変わりはないと思う。

また新興国のうち中国では、欧州の停滞に伴う輸出の減速もあり、景気減速のマグニチュードは想定以上のほか、他の新興国でも欧州、中国の不芳な需要動向のために輸出が軒並み低迷するなど、世界貿易は負の循環に



入っているように見受けられる。中国当局による景気刺激策発動のペースも引き続き抑制的である。この点、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まるというシナリオについて、そのタイミングや実現に向けたリスクの大きさについても再考を要すると思う。

こうした中、アメリカでは来年のフィスカルクリフに向けた不確実性の増大から、企業が設備投資を手控える兆候がみえてきている。こういった動きは、目先雇用の削減に繋がる可能性があり、2013年の初めにかけて、景気は下振れリスクに対して脆弱であると思う。家計のバランスシート調整下の財政緊縮は、かつて日本でみられたように想定以上の景気回復への重石となる可能性があるということにも留意する必要があると思う。

国内経済についても、外需の弱さを内需でカバーするというシナリオの不確実性が一段と高まっており、景気は少し深めの踊り場を超えて後退局面入りの可能性も排除できない情勢であると思う。輸出の減少から、鉱工業生産は4～6月期以降2四半期連続の減産が確実となっている。企業は先行きの外需の弱さや在庫復元の動きの一巡を見越して生産水準を調整しており、需要の逃げ水現象の懸念が現実化している。9月の生産予測指数の水準は、主に自動車的大幅減産見通しを受けて震災直後の2011年4月以来の低さとなった。こうした製造業の弱さは、北米の自動車在庫積み増しの一巡、エコカー補助金の効果剥落に起因する一時的なものと思込まれる一方、アジアにおける電子部品需要の落ち込みや在庫積み上がりも顕著なため、先行きも力強さを欠いた状態が続くと思われる。内需についても、2012年前半の景気拡大を主導した個人消費に変調がみられる。エコカー補助金効果は当初想定より早めに下火となり、耐久財中心に消費の基調は弱含んでいる。賃金は下落幅が拡大している。雇用は新規求人倍率の低下が続くなど、製造業の減産の影響が波及する兆しも見受けられる。設備投資面では、機械受注コアが7～9月期まで2四半期連続の減少見通しとなっており、海外経済の減速から企業の設備投資スタンスが先行き消極化する可能性に留意している。約3か月先の景気の方角性を比較的正確に示すと考えられる景気ウォッチャー調査のヘッドラインも低調な動きが

続いている。

最後に消費者物価だが、4月展望レポート、それから中間評価における中心的な見通しを下振れて推移していると判断している。7月の全国コア指数はマイナス幅を拡大しつつもゼロ近傍で推移した。しかし、連鎖方式ではさらに弱含んでいる。上下10%の刈込平均も下落幅が拡大している。先行きの全国コア指数についてはマイナス幅が一段と拡大する地合いにはないと思うが、このところ減少が目立つ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は強まりにくく、2013年度後半に1%に近づくとというシナリオの不確実性が強まっていると考える。以上である。

白川議長

木内委員お願いします。

木内委員

前回の決定会合以降、国内経済には下振れリスクが一段と強まったと判断している。海外需要の弱さを反映した輸出の減速に伴い国内の鉱工業生産活動が減速し、さらに内需にも下押し圧力が徐々に及ぶという局面に入ってきたように思う。国内経済の持ち直しの動きは従来の想定よりも明らかに後ずれし、さらに持ち直しの動きが足許では一服しているという判断ができると思う。

海外経済では、前回の会合以降の見通しと比べて最も下振れ傾向が目立つのは中国である。これまで発表された経済指標は、輸出と製造業の活動の弱さが目立つなど、成長ペースが鈍化していることを示している。その背景には、中国政府に、リーマン・ショック後の巨額の景気対策がその副作用として不動産市場の過熱、銀行の不良債権問題といった構造問題を引き起こしたといったことへの認識があり、積極的な景気対策に躊躇している可能性が考えられる。他方で、各種の構造問題により、所期の政策効果が減じられている可能性もある。例えば、銀行の新規の貸出額の伸びは政府の要請にもかかわらず芳しくないが、そこには、金利の自由化による貸

出利鞘の縮小や不良債権の増加を背景に、銀行が貸出の拡大に慎重になっているといった側面もあると思う。さらに、年初来人民元はドルに対して1%程度安くなっているが、その背景には、人民元売り介入の減少と、それに伴い市場への資金供給の減少を通じた緩和的な金融政策の効果が減衰しているといった可能性も考えられる。住宅取引の増加、住宅価格の上昇などプラス面も一部にみられるが、これは、むしろ不動産市場の過熱を懸念する政府が、先行き、積極的な金融緩和や財政拡張を躊躇させる要因にもなる。また、住宅価格の上昇は、住宅購入時の頭金の増加を招くため、却って、住宅の購入あるいは個人消費を抑制する要因にもなり得る。足許では、政府のインフラ投資プロジェクトの認可が加速しているが、先行きについては、こうした構造問題による政策効果の減衰といった可能性に留意が必要である。

アメリカ経済については、強弱区々の状況のもと、前回の会合以降大きな変化はみられていないと思う。住宅市場は持ち直し傾向を続けているとみている。また新学期セールも含め、個人消費は緩やかに増加している。個人消費の持ち直し、強さは、こういった統計上の歪みを含むような定量的な調査だけではなくて、ベージュブックなどサーベイ調査でも裏付けられていると言える。ただ、雇用情勢は軟調である。サーベイ調査でも先行きの雇用環境には慎重な見方が目立っている。こうした点も含めると、鍵を握る足許の個人消費の増加傾向についても、持続性には不確実性が残ると考えている。こうした中、財政の崖問題は、11月の大統領選挙前に解消に向かうという可能性は大きく後退していると思う。選挙後から年末までの極く短期間で、しかも不安定な政治情勢のもとで、この問題が回避できるかどうかといった懸念が高まっており、センチメントの悪化を通じて、企業の設備投資あるいは株式市場などに、さらなる下押し圧力を及ぼす可能性も考えられる。

欧州の金融情勢は、国債購入などECBの金融政策に対する期待から、以前よりは安定感を増している。しかし反面、実体経済は悪化傾向がより目立ってきている。ユーロ圏のPMIが足許で大きく低下していることを

踏まえると、成長率は7～9月期も4期連続でマイナスとなり、先行きも景気後退の状況が長引く可能性がより高まっていると見受けられる。またドイツでは、製造業だけではなく小売業など内需型企業の景況感の悪化も目立ってきており、欧州経済の悪化が周縁国から中核国へ、さらに中核国の内需へと波及しつつあるように思われる。

国内経済だが、輸出の減速を映じた製造業の生産の弱さが、一層明確になっている。4～6月期に続いて7～9月期の鉱工業生産も前期比マイナスとなる可能性が高まっているほか、外需の弱さは当面続く可能性が高いと思う。また、在庫率が昨年震災直後の水準を上回るところまで上昇しており、こうした点も考えると生産調整圧力は暫く続く可能性が高いと思う。こうした点から、国内経済は持ち直しの動きが一服している。局面としては、踊り場あるいは足踏みといった局面なのではないかと思っている。先行きについては、7～9月期の成長率が前期比ほぼ横ばい、10～12月期もかなりの低成長になるのではないかと思っている。生産調整の動きが、個人消費、設備投資など内需にも下押し圧力を及ぼし始めた兆候も窺える。

この間、景気の下振れリスクとしてさらに注意しなければならないのは、特例公債法案可決の遅れを受けた予算執行抑制に伴い景気が下押しされる可能性である。9～11月でGDPの1%程度に当たる総額5兆円規模の予算執行が先送りされる見込みである。その一部は地方での公共投資の抑制などに繋がる可能性もあり、心理的な影響も含め景気の下方リスクを高めることがないか、注意が必要である。ちなみに復興関連の公共投資は、これまでのところは堅調な拡大傾向を続けているが、公共投資はGDPの4%程度に過ぎないということを考えると、復興関連の公共投資の需要だけで景気を牽引する力はないというように思う。その他、下振れリスクとしては、足許の中国での反日デモも今後の展開次第で日本から中国への輸出の減少などを通じて国内経済の下振れリスクになる点には注意したいと思う。

最後に物価動向であるが、7月の消費者物価除く生鮮食品は、マイナス幅を拡大させた。春先には前年比でマイナス幅が縮小傾向をみせていたこ

の消費者物価動向だが、足許では軟調である。この間、8月以降のガソリン価格の上昇、9月の電力料金価格の上昇、あるいは10月の小麦の政府の受渡価格上昇の影響などを総合的に勘案すると、消費者物価除く生鮮食品が、今後、下落幅をさらに拡大していく状況にはないと思う。むしろマイナス幅を縮小していく方向だと思う。ただ、より注意しなくてはならないのは、こうした一時的な特殊要因を除いた基調的な動きである。足許で、国内の持ち直しの動きが一服し一時的にせよ潜在成長率を下回るペースになり、その結果需給ギャップの改善が一服する可能性を踏まえると、基調的な物価動向については、当面下振れリスクを意識せざるを得ないと思う。こうした観点からも、当面は食料、エネルギーを除いた消費者物価といった幅広い物価指標にも注目して、基調的な物価の推移を慎重に見極める必要があると思う。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

最初に全体観であるが、わが国経済の基調判断は、国内需要は底堅く推移しているが海外経済の減速が長引いている影響から、輸出や鉱工業生産が弱めとなっており、総じてみると持ち直しの動きはやや弱めと認識している。

まず、海外経済だが、減速した状態がこれまでの想定よりも長引いている。欧州情勢を巡っては、このところのECBによる無制限国債購入の新スキーム決定などを受けて、目先、リスク回避姿勢がやや後退し、周縁国国債利回りは低下し、短期国債市場も落ち着いている。ただ、これからもスペインやギリシャにおける具体的な財政緊縮策の策定、実行や銀行同盟に関する議論の進展等には曲折を伴うし、財政・経済構造改革等による債務問題の根本的な解決にはさらに相応の時間を要する。こうしたもとでの欧州の実体経済は、停滞が続いている。周縁国を中心とする財政、金融シ

システム、実体経済の間の負の相乗作用が、コア国の家計、企業マインドにも悪影響を与えており、今回のECB経済見通しでも、2012年、2013年ともに6月時点の見通しから下方修正させるなど、緊縮財政が続くもとで経済の停滞は長引くと思われる。

次に米国経済だが、詳細は省略するが、全体としては緩やかな回復が続いている。しかし、欧州債務問題や財政の崖に伴う不確実性等から企業マインドが慎重化しており、雇用の改善ペースも十分には戻らないことから、今回、FRBは緩和政策の強化に踏み切った。住宅市場の活性化を含め、景気刺激効果を注視していきたいと思う。

新興国・資源国経済をみると、中国経済は成長ペースが鈍化した状態が続いている。足許では、当局の公共投資前倒しを受けて鉄道等のインフラ投資が増加に転じているほか、不動産投資にも明るい兆しがみられているが、欧州経済停滞に伴う大幅な輸出減少や鋼材市況が低迷するなど在庫調整圧力が強いもとで工業生産の伸びも鈍化している。製造業PMIも9か月振りに50を切るなど、このところの政策対応にもかかわらず全体として勢いを取り戻すには至っていない。こうした状況下、政府は、9月上旬に、期間は長期に亘るが総額1兆元規模の公共投資を認可するなどインフラ投資を一段と加速させているし、新規貸出増加額も緩やかに拡大していることも踏まえれば、先行きの成長は徐々に高まると思われる。ただ、国全体として不動産や物価の高騰を回避する安定成長への移行を目指しており、金融を含め政策対応が微調整の域にとどまる可能性が高く、また輸出についても欧州経済の停滞から弱めの動きが続くとみられることから、回復は後ずれし緩やかなものになると思われる。NIEs・ASEAN経済については、とりわけNIEsで欧州、中国経済の減速等の影響を受けて持ち直しの動きが緩やかになっているが、先行きについては、内需が堅調に推移するもと、次第に輸出の増勢が回復していくことで、徐々に成長ペースを取り戻していくものとみている。ただ、足許では国際商品市場で原油や穀物価格が高値となっていること等から、安定成長と物価安定の両立には引き続き注意が必要だと考えている。

次にこうしたもとでわが国経済についてみると、国内需要は総じてみれば堅調だが、個人消費等でやや気掛かりな動きもみられる。さらに海外経済の減速が長引くもとで、輸出や鉱工業生産は弱めとなっており、全体としてみると持ち直しの動きが弱くなっている。需要項目別にみると、国内需要は、公共投資、設備投資、住宅投資では緩やかな改善傾向が続いている一方で、個人消費は、新車販売が補助金の残存にもかかわらず息切れしつつあるほか、小売店販売にもやや弱さが窺われ、足許、増勢が鈍化している。また、所得面でも、所定外給与、賞与の減少から名目賃金の前年比マイナス幅が拡大しており影響が懸念される。この間、輸出は欧州や中国の減速を受けて3か月連続で減少し、こうしたもとの鉱工業生産も弱めの動きとなっている。先行きについては、内需が底堅く推移するもとで、海外経済が減速した状態から脱するにつれて輸出や生産が増加に転じ、緩やかに回復していくという基本シナリオには変わりない。ただ、海外経済の減速は当面続くとみられることから、その時期は相応に後ずれしている。そして、この影響は輸出の下押しのみならず、設備投資の先送りにもつながるリスクがある。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高まっており、先行き生産・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ことから、十分な注意が必要である。

最後に物価である。国内企業物価は下落しているが、先行きは国際商品市況の動きを映じて前年比マイナス幅を縮小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も、足許、前年比がややマイナスのゼロ近傍で推移しているが、先行きは需給ギャップが緩やかに改善し、中長期のインフレ予想も安定するもと、原油等のエネルギー価格や食料品価格上昇も加わり徐々に強含んでいくと思われる。ただ、足許の需給ギャップは2四半期連続で-2.0%となるなど縮小ペースが緩やかになっている点や、所得の増勢鈍化等に注意していく必要があると思っている。以上である。

白川議長

皆様のご意見を拝聴していると、非常にトーンは似ており、私自身も同じように判断している。前回7月の中間評価との比較でみると、われわれ自身の景気・物価見通しを下方修正することが適当であるということであったと思う。振り返ってみると、本年前半の日本経済の成長率は、年率3%と先進国の中でも高い成長を遂げた。この成長率だけをみると、緩やかという形容詞よりは高い数字であった訳であるが、先行きの回復の持続性ということについて慎重に見極める必要があり、鍵を握るのは海外経済、輸出の動きであると判断していた訳である。4月の展望レポート以降、前回の中間評価以降もそうであるが、個別にみていくと少し気掛かりな材料があり、そういう材料が少しずつ増えていっているという感じはしていたが、この1か月間の動きを累積的に判断してみた場合に、外需、輸出の弱さを明確に認識した方が良くと私自身も思っている。内需が堅調なうちに外需が上手く立ち上がってくるかどうかということであったが、外需については今申し上げたようなことであるし、内需についても、総じて底堅いと思うがこのところ気になる材料が出てきているということであったように思う。内需は、復興関連需要などから底堅さは維持しているが、足許の輸出や生産の大きめの下振れを補えるほどの強さはないということであると思う。

それから消費者物価について、概ねゼロ%ということであるが、これまでの原油価格の下落が下押し要因となっているということであると思う。この先については、原油価格が逆の方向に効いてくるので消費者物価の前年比はゼロ%近傍で推移するとみられるが、この辺についても、気持ち弱いところがあると思う。この辺の判断については、皆さんと私自身で変わるところは何もない。

われわれ自身の景気の下方向修正の出発点である海外経済について、改めて自分自身どのように考えていたのかを申し上げたい。海外経済、世界経済に関する最大のリスクは欧州債務問題であると思っていた訳であるが、われわれ自身は、欧州債務問題に伴うリスクとして二種類のリスクを想定



していたと思う。一つは、減速した状態が長期化する、あるいは減速がやや強まるという普通の意味での景気のリスクと、もう一つは、例えばユーロが崩壊してしまうことも含めてテールリスクが顕在化してくるリスクであり、この二種類のリスクを考えていたと思う。後者のテールリスクについては、ECBのOMT、あるいは先般のドイツ憲法裁判所の判断によってESMが発足するという事で、このテールリスクは後退してきたと思う。勿論根本問題が解決した訳ではないが、当面テールリスクは後退したということはポジティブな動きであると思う。ただ、減速が長期化する、あるいは減速がやや強まるという前者のリスクの方は、われわれが想定したよりも強めで顕在化してきていると思う。

各委員が地域別の動向について意見を述べられたが、私自身の感想を申し上げますと、米国経済については見通しに比べて大きく変化したというような感じは持っておらず、弱い材料もあれば強い材料もあり、基本的にピクチャーを変えるようなものがあつたとは思っていない。欧州については、基本認識として欧州が最大の問題であり景気の足を引っ張るという点においては変わっていないが、従来の停滞から後退へという感じになってきており、地域的にも周縁国からコア国にも波及しつつあるということで、程度が強まったと思う。私にとって一番大きく判断が違ってきたと思うのは中国であり、先程木内委員もおっしゃっていたが、中国の弱さが気になる。欧州債務問題に伴って輸出が減少することの影響は出ている訳であるが、私にとって気になったのは、中国が高成長から中程度の成長に上手く移行できるかということであると思う。高水準の固定資産投資がずっと続いてきて、それが色々な形で需給のアンバランスを潜在的に生んでいるのだと思う。そこに人口問題の調整もあり、予め意識されている話ではあるが、こういう問題を上手くこなしながら中程度の成長に移行できるかどうかということであると思う。われわれ自身が世界経済をみる時に、地域別に米国は、欧州は、中国は、そしてその影響を受けたNIEs・ASEANは、というようなフレームワークでみがちであるが、これはこれで大事な作業であるが、しかし、前回も申し上げたが、世界経済を全体としてみ

て今どのような調整局面にあるのかというビッグピクチャーも必要であると思う。

私は、前回会合以降、国際会議に二つ出席した。一つはジャクソンホール・コンファレンス、もう一つはB I Sの総裁会議であるが、この二つの会議のテーマは驚くほど共通していた。要は、この世界経済の低成長が当初想定したよりも長引くのではないだろうか、「失われた十年」——私自身は好きな言葉ではなく、適切な言葉ではないと思っているが——といったような局面に入っているのではないだろうかという問題意識である。改めて世界的な信用バブル拡大の影響は非常に大きかったという感じがする。先程石田委員は「デカップリングはあり得ない」とおっしゃったが、勿論それぞれ独立の要因はあるが、しかし世界全体の共通の要因はやはり世界的な信用バブルの拡大であり、その影響を受けていると感じざるを得ないと思う。日本のバブルのピークが1989年から1990年とすると、今のアメリカ、世界経済はどういうフェーズにあるのだろうかと考えてみると、アメリカの住宅バブルのピークが2006年の第2四半期でもうあれから6年経っている。パリバ・ショックから5年、リーマン・ショックから4年なので、単純にそのカレンダーだけを当てはめると日本の1990年代の半ばということである。物事の展開の仕方は日本と海外で違っているので単純な当てはめが適当であるとは思わないが、過剰債務の調整という面で見ると一つの目安となっている時期は1990年代の半ばであるという感じがする。われわれ自身も、経済の低成長の原因について当初は十分理解せずに段々その理解が深まっていったという感じがするが、今回ジャクソンホール・コンファレンスでもバランスシート調整の厳しさについてもかなり多くの人が学習しているのではないかと思っていたが、これだけの政策を展開しているにもかかわらずなぜこんなに低成長が長く続くのだろうかということを、専門家、識見を持った学者、あるいは政策当局者が言っているのをみて、必ずしもそういう認識は共有されていなかったということを改めて感じた。勿論全てがそういう大きな調整だけではなく短期的な循環要因もあると思うが、やはり大きな認識が必要であるというよ

うに思う。数年前に流行った言葉に「ニューノーマル」という言葉があったが、改めてその「ニューノーマル」とは何なのだろうかということをしつかり押さえておく必要があるという感じがする。アメリカの景気論議、政策論議をみていて私自身が気になっているのは、アメリカの潜在成長率の低下ということについて、どうも私自身の認識と当事者の認識が違うという点である。高い成長率を前提に現在の成長率をみると、これは循環的に弱いという認識になってくる訳だが、果たしてそうなのだろうかというように思う。それはアメリカについても欧州についてもそうである。中国については、先程申し上げたような大きな調整ということも別途抱えているので、そうすると景気の現状をどのように認識するかという話と政策対応をどう考えるかは、一対一対応ではなく、これには深い考察が必要であるというようにも思う。ただ、いずれにせよ短期循環的にみた景気という意味においては、7月の中間評価に比べて下方修正の必要があるというように感じているというのが、私の感想である。

#### 森本委員

海外経済の減速が長引いているということで、地域別だけでなく全体をみなければならぬと思うが、私自身、中国経済についての想定が甘かったと思っている。それなりの政策対応で、ある程度の水準に比較的早めに回復していくと思っていたが、前回の財政出動による色々な後遺症——不動産バブルや物価の問題——が基調にあって、全人代でも8%成長から7.5%成長へ下方修正したが、その意味合いは相当大きいと感じている。今回の政策対応について、金融界では微調整だとずっと言い続けているが、今までの対応状況を見てくると、やはり微調整の域だと思う。インフラ投資にしても、1兆円自体については、ある程度のメッセージ性は持っているかもしれないが、公式ルートの発表では内容がなかなか伝わって来ない。昨日の議論では、政策対応に本腰が入っていないという話もあった。そういうことからしても、私自身は、安定成長とかソフトランディング路線を辿っていると言ってきたが、少し甘かったなという印象をもっている。

それから、西村副総裁から、電力消費と鉱工業生産の統計の不整合という話があった。私も、電力の用途別とか色々な指標をみていると、鉱工業生産があそこまでの水準であるのはどうしてかと思うし、2011年度は明かに違っている。今年は停電もなかったらしいので、そういう面からも不整合が窺われるという感じがした。

## 白井委員

私は中国経済は減速していると思っていたし、一時的なものではないと思っていた。IMFがマーケットGDPで推計した実質実効為替レートをみると、2007年を100とした場合、今の中国の実質実効為替レートは125位で日本と同程度である。日本でも色々な影響が出ているが、当然、中国でも影響が出ている。経常収支をみると、リーマン・ショック前はGDP比10%位の黒字であったが今は2%台である。中国経済にそれだけの調整が起きており、それが中国経済に影響しない訳がないと思う。資本流入も、今はGDP比3%位であるが、かつてに比べれば減っている。最近の直接投資で非常に増えていたのは、円高もあって日本からであった。欧州からは確実に減っている。このように、中国は、経常収支の面でも、資本流入の面でも、大きな変化が起きている。当然、その影響が実体経済に現れていると思う。

また、先程も申し上げたが、不動産に対する抑制の意思が強いと思う。例えば、1兆元のインフラ投資もそうであるが、今地方政府の融資プラットフォームを相当締め付けている。アネクドータルな情報ではあるが、どうやって融資しているのかと言うと、信託が増えているらしい。預金ではなく、信託を通してお金を回すということは、借りる側からするとコストがかかるということである。仮に1兆元のインフラ投資があつて地方政府の融資プラットフォームを使うにしても、今までのやり方よりもコストがかかるので、不動産は全体的に少し厳しいのではないかと思う。

それともう一つ、過去のつけの結果として過剰生産が非常に大きく出ている。輸出が弱っているため、それがはつきり出てきてしまっている。そ

れに対して、政府は既に企業のリストラをしており、淘汰する方向に行くという強い意思がみられる。構造変化に対する意識が非常に強く、変えていくという意思がみられるように思う。

石田委員

中国について、非常に悲観的というか、弱いという判断が出ていて、私も多分弱いと思っている。ただ、一つ謎なのは、このような状況になっても、雇用面で凄く賃上げが起こったり、それから一般的な情報からみても、労働者自体が職の確保について懸念していないのは事実のようである。どうしてそういうことが起こるのか。もし、今のような経済状況で、中国の労働需給がそうであれば、本当に成長したら大変なインフレ圧力になる。そこが謎である。

西村副総裁

その部分に関して、実は昨日聞こうかと思っていた。まず、データがどうなっているかが一点と、もう一つは、戸籍の違いから二重構造になっているので、その部分がかかなり大きな比重を占めているのではないかと思っている。

石田委員

農民工が都市に出稼ぎに来て、もしこの人達が帰れば、色々問題が起こるはずである。ところが、向こうに帰ってもまた仕事があるということである。

西村副総裁

向こうにあるのは、かなりの部分がインフラ関係である。中国が二重構造になっていることの今までの最大のメリットは、社会保障を含めた賃金が非常に低かったことである。しかし、賃金は明らかに政策的に上げている。雇用状況以外のところで上がっているということである。

石田委員

失業者が増えてないとすると、労働投入が変わらないということになる。

西村副総裁

そこは、依然として謎である。それから、多分データの取り方もかなり謎ではないかと思う。それを少し調べて頂きたい。ただ、調べて分かるかどうかは、全然別の話ではあるが。

白川議長

中国に行った時に、本行の北京事務所長が「中国の統計の中で最も信用できない統計は、労働関係の統計である」と言っていた。地方の雇用情勢が良いとか悪いとかではなくて、労働関係の統計の信頼度は非常に低いということである。他の統計もそうであるが、電力であれば、そうは言っても正直に出てくる統計である。事務所長が、労働統計についてそのことをずいぶん言っていたのが私の印象に残っている。確かにそこはパズルである。

石田委員

数字を幾ら動かしても、本当に失業者がいれば、unrest が起きるし、ネット上にも出てくると思う。それが無いのが不思議だ。

西村副総裁

私は、それが今起きていると思う。

石田委員

デモか。

西村副総裁

そうである。

白川議長

私自身は、中国経済について、悲観しているという意味ではない。中国経済の2桁の高度成長がずっと続く訳がなく、高度成長の時代から中程度の成長に移行していく過程であると思っている。それを日本からみると外需の減少ということになるが、それは中国経済を悲観しているということではない。それ自体は、当然のプロセスであると思っている。

山口副総裁

先程、白川議長が言われた整理を前提に、図式的に言うと、世界の中でポテンシャルの低下をきちんと認識しているのは中国で、先進国、欧米は、自らのポテンシャルの低下を十分理解しないまま必要以上の緩和を行っているということになりそうだ。もしそうだとすると、その帰結はどんなところにどんな形で現れてくるのか。これを詰めて考えても、答えは難しい。リーマン・ショック後の米国のQE1、QE2は、結果として新興国に金融緩和の効果が波及し、新興国の景気を押し上げることに繋がった。中国経済あるいは新興国経済のポテンシャルが低下しているとなると、グローバルにみた場合、金融面の不均衡がどこかに蓄積していないと帳尻が合わないのかもしれない。今の段階で、どこにどういう形で不均衡が蓄積しているのかはなかなかみえないが、そういう視点は大事である。白川議長がおっしゃりたかったのは、多分そういうことだろうと思う。

白川議長

私が、先程申し上げたのは、目先の政策論についてではなく、われわれ自身がコレクティブにどういうことを行っているか、あるいはオーバータイムにどういうことを行っているのかを、意識しないとならないという話である。二つの国際会議に出た時の私の印象は、バイアスはあるかもしれ

ないが、今山口副総裁が言ったような問題意識を、世界の当局者が確実に持ってきているということである。それに気付くことに、早い人と遅い人との差はあるが、段々そのようになってきているという感じを持っている。

#### 白井委員

ジャクソンホールでも議論されたと思うが、米国の問題が構造的なのか循環的なのかについて、有識者の間でも意見が分かれていると思う。例えば、失業率が景気循環的な要因で高いのか、構造的な要因で高いのかでは議論が違う。確かジャクソンホールでも、ある学者の人達は、長期失業者も多い、高卒の人達が就職できない、労働参加率も落ちているので、構造的な要因が大きいと言っていたと思う。そう考えると、金融政策へのインプリケーションは相当違ってくる。そこが凄く分かれている感じがしている。その辺の結論が米国ではなかなか出にくいと思う。日本もそうだと思うが。

#### 白川議長

取り敢えず便宜的に、構造的、循環的という言葉を使うし、私自身も先程使った。しかし、構造、循環と言っても、必ずしも問題を上手く捉え切っていない感じがする。例えば、バランスシート調整は、その調整の過程では構造要因とも言えるし、しかしそれが終わってしまえばもうなくなる訳であるから、もっと長い目でみれば循環である。私自身は、構造要因、循環要因という区別に力点があるというよりも、現在起きている調整の本質的なメカニズムは何か、短期的な政策対応で解決できる種類の問題なのか、あるいは調整が完了しない限り本格回復はないということなのか、そういうことを取り敢えず便宜的に、循環的、構造的という言葉で表した。

#### 西村副総裁

その点は、非常に重要な点で、私も申し上げようと思っていた。一つは、今回の雇用のミスマッチの問題があるが、基本的に何が起きているかと



いうと、雇用のミスマッチの増大は、ちょうど景気が悪化する時に起き、これが累積的に起きているのが現在の状況である。それを単純にタイムシリーズだけでみると、明らかに循環要因にみえてくる。従って、これは循環と構造に分けるのはまずい。もう一つは、hysteresis、cement effect といつか、一旦長期失業に陥るとそれから回復することは極めて難しいが、これは循環要因と言えれば循環要因であるが、明らかに構造要因に転化する訳である。だから、単純に循環と構造に別けて、循環にはマクロポリシーで、構造には財政政策で対応するという考え方は、今の状況には必ずしも適していない。こここのところは、コミュニケーション上は難しいが、両方を上手く組み合わせて考えないとならないと思う。

#### 宮尾委員

世界経済全体の減速感が長引き、それが世界経済全体の潜在成長率を下げているかもしれない点については、政策論の観点からも重要で非常に難しく、われわれの経済・物価見通しという点からも難しい問題である。来年度か来年度以降か分からないが、海外経済が減速局面から立ち上がって回復してくる時の強さが構造的に弱く、循環的な回復局面かもしれないが底流として今後期待される海外経済の回復が弱くなるかもしれないというリスク、懸念がある。これは、10月の展望レポートに向けて今後見通しを詰めていくが、そういう時に政策対応をどうするのかという次の難しい問題もある。いずれにしても、海外経済の中長期的な実力、潜在成長率が、もし欧州、米国、中国と全体的に低下しているとすると、われわれの今後の経済見通し、回復シナリオにも色々な意味で影響を及ぼすと思う。

#### 白川議長

潜在成長率の話は、海外だけでなく日本経済にも当てはまる。われわれ自身が景気見通しを語る時はGDP成長率で語る訳であるが、リーマン・ショック前の2007年を100とした場合、その回復度合いは、日本は英国やユーロエリアよりは良いが、米国よりはかなり悪い。一方で、この間、

日本の生産年齢人口は年率0.6%で減っている。バーナンキの言う「逆風」で言うと、これは逆風どころか強風が吹いていることになる。その強風の影響——人口要因——を除いた一人当りでみると、日本は平均並みであるし、生産年齢人口でみると、むしろ先進国の中では一番高い訳である。そういう意味で、われわれ自身が経済を語る時も、実は大きな潜在成長率というか構図要因を抜きには語れない。それは政策だけで対応できる話ではないが、潜在成長率の問題は日本経済についても同じように当てはまる議論である。

経済見通しについては、われわれ自身の数値的な作業は10月末に行うが、しかし世の中との関係で言うと、「10月に判断するから今は判断を留保する」という訳にはいかない。だから、今日の決定会合でも、数字は別にして、先々の経済・物価をみながら、われわれとして最適な政策を、つまりわれわれが望ましいと思うパスから外れないように政策を考えていくということである。「見通しは見通しとして別途行う」という訳にはいかない。細かい数字は別にしても、構えとしてそうでないと決定会合後の記者会見ではもたない。「見通しはまだ行ってないが、政策だけは」という訳にはいかない。そういう意味で、われわれは常にそれを考えながら行動しないとならないと思う。他にご意見はないか。

#### 白井委員

海外のリンケージについて、先程の経常収支の話であるが、中国の場合は明らかに経常収支の黒字が減ってきており、かなりリバランスが起きている。世界トータルでみると、経常収支の黒字は拡大し、赤字も拡大し、不均衡が拡大している。中国の経常収支の黒字が減っている分、他のところが大きくなっている。そういう意味で、中国は経常収支の黒字が減った結果、影響を受けているが、またそれが他の方に移っており、何か大きな構造的な変化が世界レベルで起きているような感じを受けている。

白川議長

他にないか。それでは、ここで10分程度休憩する。

(10時25分中断、10時34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。それでは、白井委員からお願いします。

白井委員

前回会合以降の世界金融資本市場については、先程申し上げたとおり、落ち着きを取り戻している。こうした中、わが国の短期金融市場については、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。長期金利は均してみれば横ばいとなっている。ドル調達環境も落ち着いている。

企業金融については、資金調達環境は総じて良好である。CP・社債市場ではいずれも発行金利は低位横ばいで推移しているが、一部電力会社や、世界経済の減速も一因となって業績不振に陥っている電機・鉄鋼等の銘柄の発行レートが上昇している。とはいえ、全体としてCP発行残高は対前年比で増えており、社債についても複数の電力会社が震災後初となる起債を行っており、電力銘柄以外の起債額も9月に入り順調に推移している。銀行の貸出金利についても低位で推移している。最近では銀行貸出が緩やかに増加しており、海外のM&A、電力会社、被災地向け以外にも、設備投資向けの資金需要が出てきているようである。しかし、預金の伸びが貸出の伸びを上回る状態に変わりはなく、預貸率は70%の低水準で推移している。因みに、わが国の人口伸び率と預貸率の変化を県別にプロットしてみると、人口減少率が大きい県ほど預貸率の低下幅が拡大する正の相関

がみられることから、人口動態の変化と資金需要に一定の関係があることが窺える。対照的に、先日訪問したスウェーデンでは、高齢化社会へ移行しつつあるとはいえ、人口と労働人口の両方が現在でも増加しているだけあって、預貸率が200%に達している。先進国でありながらも、いかにして拡大する資金需要を抑えるかが課題となっており、改めてわが国との資金需要の違いに驚きを感じたところである。

次に、日本銀行の資金供給オペの動向についてであるが、前回会合でも指摘したように、残存期間が1~3年の長期国債の買入オペでは市場レートが下限金利の0.1%を下回っているために札割れが発生しており、この1か月間は1~2年ゾーンを中心に札割れが発生した。2~3年ゾーンについてほとんど札割れが生じなかったのは、たまたまアメリカの経済指標改善による5年物国債利回りの上昇につられて、わが国の同年物利回りも上昇したことで裁定が働いたという一時的な要因によるものである。従って、今後も札割れが続きかねない状態だと思う。この点、日本銀行にとって資産買入等の基金を年末までに65兆円まで積み上げていくことは、国民、市場へのコミットメントであり、達成ができなくなると金融政策に対する信認や金融緩和の効果を損なう恐れがある。わが国経済が足許減速している現在、そうした状況を許してしまうと、市場だけでなく企業マインドやそれを通して投資・生産活動も下押しする圧力が高まるかもしれない。しかも、今月下旬から来月下旬までは国債償還等によって日銀当預残高が再び拡大する資金余剰期に移行するので、同基金の積み上げがさらに困難になる可能性もある。以上から、1~3年ゾーンの長期国債を買い入れる際の下限金利を撤廃した方が良いと判断する。

それに加えて、今回は、包括的な金融緩和政策の枠組みのもとでの一段の金融緩和を提案したいと考えている。その理由は、第一に世界経済で減速が続いており、年内もこの状態が続いていく可能性が高まっていることにある。わが国の景気は、外需の弱さを反映して減速しているように思われる。このため、企業マインド指標で悪化を示すものが増えており、この状態が続けば弱めの動きが垣間みられる設備投資や消費、あるいは比較的

堅調な雇用環境が悪化するのではないかと懸念している。第二に、世界経済を巡る不確実性が高まる中で、F R Bによる金融緩和政策の発表もあって円高が進む場面があった。わが国では業績不振に直面する輸出企業も増えており、日本と近隣諸国との外交問題も緊迫化していることから、仮にさらなる円高が進み長期化すれば、この面からも企業マインドやそれによる景気下押し圧力が強まる可能性も否定できない。第三に、E C BやF R Bは思い切った金融緩和策を発表したが、それがどの程度実際の貸出増加や総需要を刺激するかについては意見が分かれるところであるが、いずれにしても企業、家計、投資家にある程度の安心感を与えているようであり、株価上昇による資産効果もそれなりに期待できると考えている。

日本銀行も、復興需要に後押しされてこれまで持ち直しつつあったわが国の景気を、腰折れさせず緩やかな回復経路に復していくことを確実にするためにも、今回のタイミングを捉えてもう一段の思い切った金融緩和を行い、中央銀行として景気を下支えする強力な意思を対外的に示すのが適当だと判断する。具体的な内容としては、2013年6月末までに資産買入等の基金の残高を70兆円まで積み上げる現在の方針から、さらに10兆円ほど上乘せし、残高を80兆円程度とするのが適切だと考えている。その際、買入対象は短期国債と1~3年ゾーンの長期国債をそれぞれ5兆円ずつとし、その結果、短期国債の最終買入残高を14.5兆円程度、長期国債の最終買入残高を34兆円程度とするのが良いのではないかと思う。達成期限については、短期国債については2013年6月末まで、長期の金利に働きかける効果を勘案して長期国債については2013年12月末までとするのが望ましいと考えている。金融市場調節方針については、現状維持が適当だと判断している。

なお、わが国の経済は景気循環的な要因に加えて、成長強化という構造的問題の解決に向けて取り組んでいるが、欧米においても内容は異なるものの、こうした構造的問題と必要な政策対応に対する認識が広まりつつあるように思う。この点、先日、E C Bが新たに提示した国債買入策については、中央銀行が国債を流通市場から買い入れるに当たり、当該国に厳し

いコンディショナリティが課される点が画期的だと思う。このことは、欧州財政危機の本質が、単なる景気後退といった循環的な要因ではなく、財政収支、経常収支の不均衡をもたらしている構造的要因にあり、従ってECBによる金融緩和は一時的な時間稼ぎであり構造的問題自体の解決にはならないと明確な意思表示をしたことを意味している。金融政策は、実際のGDPが潜在GDPを下回っている場合、その需給ギャップが循環的要因によって発生している場合にはそれを改善することへの貢献は果たせるが、構造的な要因によって発生している場合には限界があるし、さらには潜在成長率自体を引き上げることはできない。こうした循環的要因と構造的要因の区別は容易ではないが、日米欧ともに問題の背景に構造的要因があることが明らかな以上、金融政策の効果だけでは限界があることは各中央銀行とも深く認識しているところである。この点について分かりやすく説明していく必要があると感じている。

最後に、先日、1993 年以来インフレーション・ターゲティングを採用しているスウェーデン中央銀行を、その内容を簡単にご紹介する。スウェーデンの金融政策は国民からの信認が高いことで知られているが、採用後の平均インフレ率はインフレ目標の2%を優に下回っており、2%を達成した年はごく僅かである。また、スウェーデンでは2007年から市場とのコミュニケーションの改善等を目的に政策金利の将来経路を公表しているが、現在、市場レートとの乖離が生じており、そのことによる信認の低下の恐れを指摘する複数の国際機関の報告書もある。こうしたことは、インフレ目標の実現はインフレーション・ターゲティングを採用している国でも容易でないことを物語っている。なお、今回、から、「日本のようにインフレーション・ターゲティングを採用していない国も、スウェーデンのように採用している国も、金融政策運営の枠組みにはほとんど違いがない」との意見を伺った。詳細はまた別途の機会に譲るが、今回の経験からも、世界各国の金融政策の実情について国民の皆様理解を深めて頂くための広報の工夫が必要だと感じている。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

金融環境については、昨日の執行部の説明に違和感はない。

次に、当面の金融政策運営について述べたいと思う。前のラウンドで述べたように、わが国の景気は足踏みと言って良い状態になっている。先行きも当面横ばいを続け、回復に向かうのは半年程度先になりそうだということである。しかも、内外経済を巡る不確実要因は少なくない。こうした情勢を踏まえると、私としては、物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰を確実なものとするため、一段の金融緩和を図るのが適当ではないかと考えている。言うまでもないことであるが、金融緩和の強化を検討するに当たっては実施のタイミング、政策の中身についてしっかり考えておく必要があると思う。幾つか述べておきたいと思う。

最初に、まず実施のタイミングであるが、国内景気の下振れが明らかとなり回復時期も半年程度の後ずれが見込まれることからすれば、そうした判断に至った時点で速やかに政策対応を図るのが自然である。10月の展望レポートの際にしっかりと情勢判断をしたうえで、必要があれば政策対応を図るという考え方もないとは言えないが、そこまで待つ合理性が乏しいように思う。二つ目は、本行の金融政策を巡る環境は、珍しいくらいに落ち着いているが、市場にサプライズを与えるほど全く予想外の政策対応ということでもない。こうしたタイミングでの政策は、本行の政策運営スタンスを市場にはっきり示すという点でも意味があるように思う。三つ目は、緩和策の中身であるが、政策金利の誘導目標は現状維持とっており、資産買入等の基金を増額するのが適当ということになる。その場合の増額幅であるが、われわれの経済・物価情勢に関する認識との関係では、大胆な対応が望ましいように思う。10兆円程度の増額を考えるということではないかと思う。ただし、リスク性資産に関してリスク・プレミアムが拡

大するといった状況でもないので、リスクフリー金利、すなわち国債金利への働きかけを中心に考えれば良いと思う。その場合、長期国債だけを10兆円増額するかどうか論点になる訳であるが、私としては財政ファイナンスとの関係で特に注意深い対応が求められる長期国債は5兆円にとどめ、残りは短期国債に割り当てるのがよいと思う。短期国債5兆円、長期国債5兆円という組み合わせも、イールドカーブ全体にしっかりと働きかけるという観点からは、意味のある組み合わせであるように考えている。なお、長期国債の買入れを増額するのであれば、札割れを防止し着実に買入れを進めていく観点からも、長国オペにかかる下限金利を撤廃するのが適当であると思う。

緩和策の中身を考えるに当たってもう一つ考えておく必要があるかというのは、やはり直近に行われたECBとFRBの政策措置も踏まえておく必要があるということである。勿論、金融政策は各国の置かれた金融経済情勢に即して各国が独自に行うのが基本である。ただ、ECBが大胆な政策に踏み切り、FRBも欧州債務問題の今後の展開を大きなリスク要因として意識しながら思い切った緩和策を打ち出している。本行としても、わが国経済にとっての大きなリスク要因として欧州債務問題の帰趨を念頭に置いている以上、採るべき政策はこの面からもやはり大胆なものとすべきではないかと考えている。

最後になるが、今回増額分の買入終了時期については、買入残高がある程度コンスタントに増加し続けるという姿を確保するということが非常に大事だと思っている。また、事実行為として一定の時間軸効果が働くことも期待する必要があると思っている。従って、そのように考えれば、長期国債については来年末まで買増しを継続する形にするのが適当だと思っている。短期国債に関しては、今年の年末で買増しが終了することになっているので、これを来年6月末まで延長するということが良いのではないかと考えている。私からは以上である。



白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境については、企業の資金調達環境が緩和した状態にあるという昨日の執行部の説明に違和感はない。次にわが国の金融資本市場動向であるが、足許でドル／円は 78 円台、ユーロ／円は 102 円台で推移しており前回会合時と比べてドル／円はほぼ横ばい、ユーロ／円はやや円安で推移している。また、株価は T O P I X で 750～760 程度ということで前回会合時と比べてほぼ横ばいという状況かと思う。足許、投資家のリスク回避姿勢はやや後退しているものの、これまで数か月間続いてきた円高・株安の傾向がさらに長期化あるいは深刻化するリスクについては、先程申し上げたとおり十分注意していかなければならず、今後の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。先程のラウンドで申し上げたとおり、海外経済の減速は長期化しわが国の景気持ち直しの動きは当面足踏みした状態が続く可能性が高まってきていると認識している。その結果、日本の成長率が明確に高まっていくタイミングは恐らく年明け以降に後ずれする可能性が相応に高いと考えている。そうした状況を踏まえると、やはりこのタイミングを捉えてもう一段の強力な追加緩和を行う必要性は高いと考えている。追加緩和を行うことによって現下の下押し圧力を全て相殺することはできない訳であるが、しかし資産買入れを強化することによって長めの金利と各種のリスク・プレミアムの低下に働きかけ、より幅広く金融環境を改善していくといったことを通じて、景気、物価に意味のある下支え効果を期待する、あるいは発揮し得るというように私自身考えている。特に、前半で申し上げたような内需の今後の動向、つまり堅調な設備投資計画や個人消費を今後腰折れさせないことが極めて重要だと思う。そういう意味でも、今後の回復の動きを確実にするという観点から、もう一段思い切った形での追加緩和、基金の増額を行うことが必要

と考えている。

具体案であるが、次の5点ほどポイントがあろうかと思う。第一に、増額する基金の規模であるが、思い切った額として10兆円規模の資産買入れを行うことが適切だと思う。第二に、資産買入れの中身についてであるが、これまでの主要なツールである国債、すなわち長期国債と短期国債を中心とすることが適切かと考えている。第三に、買入れの期間であるが、現行の基金の運営では来年6月末までとなっているが、それを例えばさらに半年間程度延長して、より長い期間資産買入れにコミットすることを通じて国民に安心感を与えることが非常に重要だと思う。第四点であるが、長期国債の買入れについてはこれまで1~2年ゾーンを中心に札割れが数回発生してきたという状況を考えると、増額するこのタイミングを捉えて長国の入札の下限金利も撤廃し、今後の買入れ、基金の積み上げを確実なものとする 것도併せて行うことが重要だと思う。最後に第五の論点であるが、増額する資産としてETFやJ-REITといったリスク性資産を含めるかどうかについても検討余地が私自身あると考えている。もし仮に、来年1年間、国債買入れということだけではなく、たとえ少額でもETFなどの買入れが併せて実施されるということになると、長めの金利と各種のリスク・プレミアムに働きかける、そしてより幅広く金融環境の改善を促すという国債買入れの効果波及メカニズムを補強するという効果が、来年1年間も期待されるということになる。元々、包括緩和は量的な緩和と質的な緩和のハイブリッド政策のパッケージとして効果を最大限に追求するというものが狙いであったと理解しているので、そういった点からも、この点について検討する余地はあるのではないかと思う。もともと、そう申し上げたうえであるが、リスク量や経済情勢判断などから今はそこまで必要ない、あるいはそのタイミングではないという判断もあり得るかと思う。もし仮にそういったご意見が今回の検討の結果大勢ということであれば、この点については私自身の今後の検討課題として、今回は論点の指摘にとどめておきたいと考えている。以上、基金の増額について意見を申し上げた。金融市場調節方針については、現状どおり「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」ということで良いと思う。

最後に、成長基盤支援の資金供給について、昨日執行部の報告にあったとおり本則、ABL特則、小口特則それぞれに資金供給が実施された。とりわけ小口特則は、今回から資金供給の単位が 100 万円単位に引き下げられ、貸付先数も 27 先と広がりを見せている。また、貸出先の分野でも医療・介護、起業、事業再編、農林水産など本則では必ずしも上位ではなかった分野にも広がりをみせており、新しい資金ニーズに肌理細かく対応できているといった様子が窺われる。執行部におかれては、こういった小口化によって事務手続き上ご苦勞も多いかと思うが、是非今後もの確な実務執行にご尽力頂きたいと思う。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いする。

西村副総裁

まず金融環境の点検であるが、前回会合以降の金融データ、金融関係のビジネスサーベイをみても大きな変化はなく、既に他の委員が述べられたとおりなので、繰り返しを避けたいと思う。前回同様、金融環境は緩和した状態にあるという表現がもっともふさわしいと思う。

次回会合までの金融政策運営方針は、無担保コールレートの誘導目標については現状維持が望ましいと考えている。そのうえで、第一ラウンドで申し上げたように、現在、展望レポートの経済・物価見通しのメインシナリオに比べて足許下振れしており、先行き大きく後ずれするリスクが高まっていることを勘案する必要があると思う。前は、リスクが増大しているように見えるものの今後の推移をみる必要があるというように申し上げた訳だが、輸出、鉱工業生産、そして消費の状況を見ている限り、下振れ、後ずれリスクは差し迫っていると判断せざるを得ない。この判断を皆さんと共有できるならば、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長

経路に復していくというモメンタムを維持するためには、資産買入等の基金の規模を拡大する形で金融緩和を強化する必要があると考えている。前回会合同様、実体経済に現れた向かい風の強さを考えると、思い切った形の金融緩和が望ましいと考える。それによって、メインシナリオの後ずれの程度をできるだけ小さくし、景気・物価ともに従来のシナリオにできるだけ沿う形に持っていくことが可能になると考えている。

次に、どの程度が思い切った緩和といえるかは判断の分かれるところであるが、過去の政策変更の幅とその効果を勘案すると10兆円程度が望ましいと考える。その内訳については、働きかけようとする市場の規模やリスクの所在に依存すると思うので、執行部の説明を求めたいと思う。さらに、資産買入れを確実にを行うために残存する入札下限金利を撤廃することが望ましいと考えている。さらに、こうした入札下限金利撤廃で結果的に長期金利が下がるならば、それも金融緩和の効果をもたらすはずであるということは確認しておきたいと考える。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

先程申し上げたように、成長見通し、物価見通しについて、これまでのシナリオの見直しを要する状況となってきている。各委員から話が出ているが、私もこの状況変化に対応して、ここで前倒しで一段の緩和実施を要するものと判断する。

既にイールドカーブはかなりの低位にあり、ここから一段の引き下げのためには、現行の長期国債買入れに対して設定している0.1%の下限レートを撤廃する必要があると考える。また、併せて基金の買入枠を増額して本行の強い緩和の意思を明確にするとともに、さらなる緩和圧力を形成することが適当であると考えている。先程より各委員から金額の目途、買入対象、買入期間等について種々提案があったが、特に考え方について異論はない。

オペの円滑運営、あるいは市場との関係など種々勘案する要素があると思うので、増額の明細等については執行部においてたたき台を提示して頂きたいと思う。

なお、金融市場については、全体として緩和が浸透した状態にあるものの、企業金融について一部業種にストレスがかかっている。特に電機セクターについては、規模も大きく、裾野も広いことから、雇用面を含め実体経済への波及効果も大きく、今後の推移、展開について特段の注意が必要と思うので特に申し添える。

最後に次回会合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考えている。以上である。

白川議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

前回会合以降、本行シナリオ対比で内外経済動向や物価が下振れている現状に鑑み、今会合で金融緩和を一段と強化すべきであると考えている。理由は三点ある。①本来であれば10月末の展望レポートでシナリオを点検し、景気・物価見通しをマークダウンしたうえで行動するのが一般的な順序であろうが、内外経済の先行き不透明感が増す中、それでは遅きに失する可能性があること、②市場は本行が10月末までに行動を起こすことを大方織り込んでおり、緩和のタイミングが後ずれすればそれだけ効果が減殺される可能性があること、③米FRBが無期限のMBS購入によりガイダンスを強化するなど一段の金融緩和を進める中、仮に本行が今回緩和を見送れば、為替市場で円高圧力が強まるなど、景気・物価が望ましい経路に復するうえで好ましくない市場の反応を招く可能性があることである。

具体的な緩和の措置としては、先程来意見が出ているとおりであり、大筋で同じである。資産買入基金を増額することが望ましいと考える。買入れる資産は、市場へのインパクトを考慮して長期国債と短期国債をそれ

ぞれ5兆円、合計10兆円増額することとし、増額完了の目途は来年の12月末とすることが望ましいと思う。この場合、国債残高の積み上げのペースは来年に関しては現状とほぼ変わらないと思うが、強力な金融緩和を推進する期間が来年末まで伸びることになる。増額完了のタイミングを伸ばし、事実上ガイダンスを強化するということは緩和効果を強めることにも繋がるというように思う。

また、長期国債買入れを着実に進めていく観点から、長期国債の応札下限金利の撤廃も同時に行うことが望ましいと思う。前回会合以降も同買入れでは札割れが頻発している。今後も札割れが起こると年末に近づくとつれ、一回当たりの買入額を増やす必要があるということで、オペレーションの負担が強まるリスクがある。こうした点を勘案すると、早めに下限金利を撤廃し、目先の目標である年末24兆円の達成の確実性を高めるということが適当であると考えます。

なお、次回会合までの金融調節方針については、これまでの方針を維持することが適当であると思う。

以上が今回会合で決定すべきと考える措置であるが、やや長いスパンで考えると、こうした基金の増額だけでは、景気・物価が望ましい経路に復するのに十分ではない可能性があるというように思う。足許では、こうした措置によりやや長めの金利低下を促しつつ緩和効果の浸透を図ることが重要だが、前回会合で申し上げたとおり、基金の増額が先行きの経済・物価に波及する経路が必ずしも明確でない中、「中長期的な物価安定の目途」の達成をより確実なものとするためには、やや長いスパンでは新たな対応が必要になるということ念頭に置きたいと思う。

具体的には、前回会合で申し上げたとおりであり、名目ゼロ金利制約下で緩和効果を強めるために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になるのではないかと思う。その方策の一つとしては、ゼロ金利制約下で物価安定を図るうえで、繰り返しになるが、やはり為替レートが一つの鍵になるということを強調したいと思う。円安への修正が起これば資産市場のセンチメントは好転し、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」の達成に寄与すると思う。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いうように言及されており、国際社会における円相場の認識に変化の兆しもみられる。通貨政策は財務省の所管であるということは承知しているが、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姿勢をみせれば、市場に建設的なメッセージを発信できるのではないかと考える。以上である。

白川議長

木内委員お願いします。

木内委員

金融市場の環境については、特に状況に変化はないということである。金融政策対応についてであるが、本行による当面の金融政策運営上、重要なのは景気・物価情勢が下振れていることへの対応である。これに関連して、注意しておかなければならないと思うのは、本行の景気・物価判断が実態と比べて楽観的に過ぎる、その結果として適切な金融政策が実施されていないのではないか、政策対応が後手に回っているのではないかといった観測、つまりビハインド・ザ・カーブのリスク、そうした観測が広がってきているということである。これは日銀の政策の信認を低下させ、また家計・企業あるいは金融市場の景況感を悪化させることなどを通じて、景気の下方リスクをさらに高めかねない問題、懸念ではないかと思っている。こうした観点から、このタイミングで本行が景気・物価の下方リスクを十分認識しており、それに最大限の注意を払っているといった趣旨のメッセージを従来以上に明確に強く打ち出すことが必要であると思っている。本行のメインシナリオに対して景気・物価調整が下振れるといったリスクがさらに強まる局面と判断される場合には、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に、ためらうことなく適切な措置を果敢に講ずることが極めて重要であるということは前回申し上げた点で

ある。景気・物価情勢については、様子見姿勢を維持できる時間的猶予は、かなり小さくなったと考えている。

政策運営に関して、以下の三点にも留意したいと思う。一点目であるが、これは既に話が出ているが、国債入札における札割れ頻発への対応である。札割れの頻発は資産買入れを通じて間断なく金融緩和を進めていくことの妨げになるほか、金融市場においては、当該資産買入れが予定通りに進捗しないことへの懸念が広がり、金融政策運営に対する信認低下を通じて、政策効果を減じる惧れもある。こういった点を考えると、買入れをより確実に行うために下限金利の引き下げを検討すべきではないかと思っている。

二点目は為替動向である。海外の中銀の金融政策にも関連して、足もとで為替の動きがやや不安定になってきている。企業の想定を上回る円高が進行した場合は、マインドの下振れを通じて实体经济に対してさらなる下押し圧力となる懸念がある。為替円高については、日本経済、海外経済の先行きを巡るダウンサイド・リスクが高まっている現状では、輸出や企業収益を下押しし、企業のマインドの悪化、ひいては設備投資や個人消費にネガティブな影響を与えかねないため、本行としては、為替相場動向について、先行きの景気・物価への影響を注意深く点検したうえで、適切に対応すべきであると思っている。

三点目であるが、欧米ではリスク回避傾向から主要国国債など安全資産への資金シフトが大きく進む一方で、いわゆる search for yield、あるいは search for return の志向が強まっており、例えば、北欧など相対的に高金利の国の通貨が買われたり、米国などではジャンクボンド、ハイイールド債、社債など一部のリスク資産に、やや過熱気味に資金が集中するという傾向がみられている。米国では、ハイイールド社債の金利は歴史的にみても非常に低い水準に低下しているほか、発行額も高水準に達している。イギリスでは、サブプライムの住宅ローン担保証券が大きく買われ、その利回りが大きく低下するといった現象もみられている。つまり、金融市場ではリスクを回避する傾向が強まると同時に、特定の市場において過



度にリスクを取る動きも強まっているということであると思う。こうした資金が将来巻き戻される過程で金融市場が動揺し、実体経済や金融システムに悪影響が及ぶリスクについては、本行としては今後も十分注意しておく必要があると思う。例えば、世界経済が想定以上に改善して、欧米の金融緩和が金融市場のリスク回避傾向を大きく後退させるということになると、歴史的な低水準にある主要国の国債利回りが急速に上昇するというリスクがある。逆に、景気情勢が予想よりも悪化する、あるいは金融政策に対する前向きな期待が剥落することで、例えばハイイールド社債の金利スプレッドが一気に拡大するという可能性も一方である。つまり双方向にリスクが併存した状況であるという点に注意が必要であると思う。

最後であるが、以上の各点を総合的に勘案した場合の政策対応ということであるが、今回、このタイミングで追加の緩和策が適切ではないかと考えている。資産買入等の基金の10兆円程度の増額、それと長期国債の買入れにおける入札の下限金利撤廃の二つを、組み合わせて実施するのが妥当ではないかと考えている。金融市場調節方針については、現状維持が妥当と考えている。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

まず金融環境であるが、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が、詳細は省略する。

この間、金融資本市場の動きをみると、長期金利は、米国金利の動きにつれて振れを伴って推移したが、前回会合以降の期間を通じてみれば概ね横ばいとなっており、短期国債利回りも、0.1%からの下方乖離幅は引き続き限定的となっている。この間、為替市場では、ドル／円は米国の金融緩和期待を受けて円高方向の動きとなった後、発表後は介入警戒感や中国反日デモの影響懸念等もあり、取り敢えず前回会合時をやや上回る円安方

向の動きとなっており、ユーロ／円もリスク回避姿勢の後退からユーロ高で推移している。株価については、足許では米欧につれて幾分上昇し、9,100円台を回復している。ここにきて、欧州債務問題を巡る国際金融資本市場の緊張は幾分和らいでいるが、足許の為替は、ドルに対しては上下双方向に神経質な地合いとなっている。こうしたもとで、今後、米国経済に対する見方が悲観に振れる場合などには、米国金融緩和の影響とも相俟って円高方向への圧力がかかりやすいと考えられ、これが企業や家計のマインド面に与える影響には十分な注意が必要である。

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、まず、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、物価安定のもとで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と取り組んでいくことが極めて重要だと申し上げてきた。そうした認識のもと、これまでも強力な金融緩和を間断なく進めてきているが、さらなる対応が必要なタイミングではないかと思う。既に皆様が色々触れられたので詳述は避けるが、わが国経済・物価の状況は、持ち直しの動きにやや変調がみられる重要な局面に差し掛かっており、私もここで先行的に思い切って金融緩和を一段と強力に推進し、金融面から景気回復の動きをしっかりと後押ししていくとの強いメッセージを発することが極めて大事だと思う。そのためには、基金をさらに増額してやや長めの市場金利の低下を促し、市場や家計・企業のマインドに力強く働きかけることが有意義であると考えている。具体的には、緩和措置の効果とコスト、さらには運用面等も十分勘案し、買入期限を2013年末まで延長したうえで、まだ市場に余裕がある国債をインパクトのある規模として10兆円程度買い増すとの案に賛成である。この場合、長短金利差の縮小を通じた金融機関の収益力への影響等にも配慮して、短期国債、長期国債、それぞれ5兆円程度のバランスが適切かと考えるが、執行部の意見もよく聞きたいと思う。なお、基金による国債買入れの位置付けを引き続き丁寧に説明していくこと

が重要であると思う。

次に、資産買入等の基金の運営状況について触れたいと思う。直近の残高は 60 兆円強にまで積み上がっているが、年末までの期落ち分を考慮すると、あと 32 兆円程度買入れを行う必要があり、一層の運用努力が求められる。このうち長期国債については、7 兆円強を年末までに買い入れる必要があるが、運用面での工夫にもかかわらず、足許、札割れが相応にみられている。先行きも国際的な低金利環境が続く場合には、予定残高の達成が難しくなることも考えられ、私もこの段階で、短期国債と同様に、長期国債買入れの入札下限金利の 0.1% を撤廃することが適当ではないかと考えている。見直しに際しては、買入残高の達成と市場機能の維持を両立させていくことが大事であるが、短期国債の経験を踏まえると、入札下限金利を撤廃しても落札レートが 0.1% を大きく下回ることにはならないのではないと思う。なお整合性の観点から、社債買入れおよび、執行部判断ではあるが長国輪番オペについても下限金利を撤廃する方向で良いと考える。こうした対応を採りつつ市場での資金ニーズや金利形成の動きもよくみたく、市場の資金余剰感を背景に札割れが頻発し運用が難しくなっている固定金利オペについても、運用面で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だと思う。以上である。

白川議長

政策対応に入る前にまず金融環境であるが、金融環境は日本銀行の強力な金融緩和があつて、緩和した状態が続いている。昨日執行部から説明があり、先程石田委員からも具体的な言及があつた特定セクター——電機セクター——でのストレスということについては、ミクロの問題として意識しておく必要があると思う。次回決定会合までの無担保コールレートの誘導目標は現状維持ということであつたと思う。

前半のラウンドで議論したように、中間評価で示した経済・物価の見通しをここで下方修正する必要があるというのが全員の判断であつた。マイナーな修正であれば、ある程度纏まって展望レポート、あるいは中間評価

の時に対応するという判断はあり得ると思うが、今回の場合には基本シナリオであるので、そういう意味ではそのシナリオの変更に合わせてここで思い切った政策対応を採るとというのが整合的、合理的な反応であると思う。具体的な数字などについては、10月末の展望レポートに向けてさらに包括的、体系的な検討作業を行っていく必要があるが、しかしわれわれとして望ましい経済・物価の姿を実現していくためにベースとなる政策対応をしていくことが求められると思う。われわれは従来どういう判断を示していたのか、もう一度ここで要約すると、景気の先行きについて、やや長めにみれば、国内需要が底堅さを維持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いう判断を行ってきた。消費者物価の前年比については、徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度以降遠からず1%に達する可能性が高いと判断してきた。先程議論したようなわれわれ自身の経済・物価の見通しからすると、このシナリオはこのままでは実現しない、つまりルールを踏み外す可能性があり、その可能性をできるだけ小さくし、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏み外さないように、一段の緩和をした方が良いということであったというのが、私なりのサマリーである。

具体的には資産買入等の基金の規模を拡大してはどうかということであった。基金の増額の具体的な中身について、詳細な金額イメージを出された方もあるし、執行部の説明を聞いてから判断をしたいという方もあったが、いずれにせよ、短期国債と長期国債合わせて10兆円程度というご意見が多かったように思う。また、こうした買入れを確実に行うために長期国債の買いオペの下限金利の撤廃を行うべきであるというご意見であったというように思う。宮尾委員からは、ETFあるいはREITの買入れの増額についても検討してはどうか、この点については皆さんの意見を聞いたうえで判断するということがあったが、この点についても後から議論したいと思う。買入れの完了時期は、長期国債の買入れの時期を来年12月末までに延ばすことが事実上の時間軸効果を強めることにもなるのではないかというご意見があったと思う。

こうしたことについて具体的な議論を進める前に、日本銀行のリスク許容度やあるいは市場規模からみた各種金融資産への買入余地について、まず執行部から説明をお願いしたいと思う。

内田企画局長

リスク許容度、あるいは市場規模等からみた買入余地という二点のご質問であるので、長期国債、短期国債の順に数字を申し上げながらご説明申し上げたい。まず長期国債であるが、先程来の議論であると一応5兆円増額というご意見が多かったと思うので、数字は取り敢えずそれで仮置きさせて頂き説明する。5兆円増額した場合の前提となる買入額のイメージから申し上げるが、現在の枠のもとでも来年1月から6月にかけては長期国債を買っていくが、ネット5兆円買入れを予定している。ネット5兆円であるので、ひと月当たりになると8,000億円となる。これに既往で買った分の償還が、この1~6月は大体月当たり2,000億円あるので、片道ベースでは月当たり1兆円という買入れが既に決まっているという状況にある。期限については色々あったが、仮に1~6月に5兆円追加するということになる、1兆円にさらに8,000億円がのるので1兆8,000億円か1兆9,000億円、2兆円弱の買入れを行うことになる。それから議論の中に半年延ばしてということがあったので、1~6月は変えずに来年7月から12月で5兆円増やすというケースになると、この期間のネットの買入額は今申し上げたとおり同じであるが8,000億円ということになる。償還は後になるほど当然多くなり、この期間は大体7,000億円と試算されている。従って、月当たりフローでは1兆5,000億円程度買入れる計算になる。当然のことながら、12月にして頂いた方がフローの買入額は均されることになる。

以上を前提にして市中現存額との関係であるが、この買入れが市場で可能かということをストックとフローで申し上げる。まずストックベースについては、昨日門間理事からご説明したこととダブるが、残存1~3年の長期国債の本行保有分を除いた市中に残っている額は110兆円である。本

行保有分は輪番で買っている分も合わせて 29 兆円、保有比率は 21%というのが今の現状である。そこに 5 兆円加えるということであるので、ストック上は可能と思われる。またフローの面では、2 年債の新規発行が月当たり 2.7 兆円あるので、先程申し上げたフローであれば買入可能と考えられる。従って、買入完了時期は 6 月でも 12 月でも可能であるが、12 月の方がより平準化されるということであろうと思う。次にリスク量である。長期国債のリスク量は残存年限によって異なるが、保守的に一番長い 3 年物をベースに計算すると 1 兆円当たり 46 億円、5 兆円であれば 230 億円という計算になる。本行の自己資本の中で吸収可能というように考えられる。以上が長期国債である。

同じようなベースで短期国債について申し上げるが、短期国債 5 兆円増額の場合ということあるが、増額した場合の買入れイメージについては、現行の枠のもとでは今年の年末に終わるので来年以降はネットでは増額はない。従って、1~6 月に増やすということであれば、ネット 5 兆円の増額ということなので月当たり 8,000 億円ずつ増えていくということになる。償還額は買い入れるものが短いか、長いかにによって全く異なり計算をしてもあまり意味がないので申し上げない。ネットで 8,000 億円ずつ増やすということになるということである。それを前提にして市中現存額との関係であるが、まずストックで申し上げると市中の現存額は 124 兆円、本行の保有額は現在 7 兆円であり、保有比率は 5%である。フローでみると月当たり 30 兆円程度の新規発行があるので、こちらについてはストック、フローとも買入れには全く問題ないというように考える。リスク量であるが、短期の資産であるのでリスク量は、計算上は大きな数字にはならない。仮に一番長い 1 年という計算をしても、1 兆円当たり 10 億円程度、5 兆円で 50 億円ということである。同じく資本との関係では吸収可能と考えている。取り敢えず以上である。

白川議長

今の説明に対して、まず、技術的な点でご質問があればそれを受け付け

て、その後、政策的な議論をしたいと思う。技術的な質問があればお願いする。

#### 宮尾委員

短国の買入れであるが、1～6月に増額するとして、毎月の償還のイメージをもう少し具体的に教えて頂きたい。どんどん償還が来るのか、週何回とか、月何回とかどの位のペースで買っていくのか、どのようなイメージを持って置くと良いか。

#### 門間理事

内田企画局長が申し上げたように、今後どのようなものが買えるかによるので、全く想像がつかないに近いが、敢えて申し上げると、足許は3か月が相当入ってきており、実際この1か月位に買っているもののうち9割位が3か月である。従って、最悪のケースとして、残高のほとんどが3か月になってしまうと考えた場合、5兆円を来年の前半で積み増すとすると、来年の6月末における残高が14.5兆円になる。もし、全て3か月で繰り返していくとなると、グロスで29兆円買わなければならない。そうすると、6で割って1か月当たり大体5兆円位買うことになり、週当たり1兆円強位買っていかないとならない。これは最悪の場合であり実際はそれ以下になるので、先程申し上げたように、フローが30兆円あることから考えると、全く問題ないということかと思う。

#### 山口副総裁

宮尾委員がおっしゃったことと関係するが、ETFとJ-REITのリスク量について教えて頂きたい。

#### 内田企画局長

まず、ETFであるが、リスク量は時価相当額の約50%と考えて頂ければと思う。従って、買った金額の半分になる。それから、J-REIT

は同じベースで34%、1/3とお考え頂ければと思う。因みに、J-REITについては、リスク量だけでなく大口保有の5%ルールに抵触しないことを前提にしているので、今、市中にはわれわれが買えるAA以上の銘柄が3.1兆円ある。その5%であるので、1,500億円位が買える訳であるが、今の枠が1,200億円であるので、現状であれば、市中残存のレベルからして拡大の余地があまりないことを念頭に置いて頂く必要があるかと思う。

白川議長

先程の基金の増額の中身等について、議論していきたいと思う。皆さんが増額した方が良いと言われ、10兆円というイメージであった。金額について、まだ明示的に言われてない方を含めてその辺の意見と、それから宮尾委員からETF、J-REITについて他の方のご意見を伺いたいとの話もあったので、その辺を中心にご自由にご発言をお願いします。

白井委員

ETFについては、私も考えたが、三つの視点から今回は取り止めた。一つは、今、説明があったようにリスク量が大きいため、私達の買入余地も少ないので、今回はどうかと思った。二つ目は、株は売却しなければ残高が減らない。国債や短国と性質が違うので、そこは慎重にみなければならぬと考えた。三つ目は、株式市場や金融市場が非常に不安定な状況であれば、株を直接買うことは可能であると思うが、今はかなり落ち着いているので、もう少し不安定化した時に使った方が効果があるのではないかと思う。多分、そういう意識もあって、他の中央銀行も、基本的に株に関しては、金利を通して働きかけるようにしているのではないかと思う。

白川議長

短国を5兆円、長国を5兆円とすることについては、皆さん宜しいか。それから、論点としてあるETF、J-REITについては、リスク量との関係、市場機能への影響に関して先程説明があった。そのうえで、現在



のリスク性資産の市場をどのように評価するのかで決まってくるが、われわれ自身はE T F、J－R E I Tを必要な局面で買ってきたし——世界の中央銀行で買っているのは日本銀行だけだと思う——、現に買っている訳である。限られた自己資本を有効に、最も効果的なタイミングで使っていくことを考えた場合、そこは少し慎重に考えても良いのではないかという議論もあり得るし、安心感を与えるという宮尾委員の議論もあり得ると思う。追加的なご意見はあるか。

#### 佐藤委員

私は、長国と短国に関して、5兆円ずつ合計10兆円と先程申し上げた。E T FとJ－R E I Tについては、敢えて申し上げなかった。なぜ申し上げなかったかと言うと、やはり10兆円というところにマーケットに対するメッセージ性があり、本行の決意表明になるかと思う。そうしたことを踏まえたうえで、それではE T FとJ－R E I Tがどの位の規模で買えるかと言うと、いくら頑張ってみても、10兆円に対して端数にしかならない訳である。そういった意味では、このタイミングで敢えてそうした端数を付けて中途半端に出すよりは、本当に必要になった時に備えて、温存しておくことも一つの考え方だと思った。

#### 白川議長

買入完了時期についても、多くの方が言及されたが、この辺も含めて何かないか。

#### 佐藤委員

買入完了時期に関しては、12月末という意見が多かったと思う。先程の繰り返しになるが、12月末への延長はガイダンスを強めるという意味でも、望ましいのではないかと思う。F e dが、無期限のM B S購入、F F レートを2015年末まで現状水準で据え置くというメッセージをはっきりと出しているのに対して、本行の資産買入基金の終了のタイミングが来

年半ばということであれば、F e dが出しているガイダンスに比べて本行のガイダンスが弱いという印象をマーケットに与える可能性がある。12月末までの延長は、オペレーション負担を軽減する点からも、ガイダンスを強化するという点からも望ましいと思う。

#### 白川議長

議長という立場上皆さんの意見を聞いてからの方が良いかもしれないが、私自身も、先程申し上げた景気・物価に関する見通しの修正を考えると、ガイダンスの期間は12月末までが適切だと思う。F e dとの比較でどちらが積極的かについては、私自身は何とも言えないと思っている。F e d自身は、2015年までゼロ金利を続けると言っている訳ではなく、あくまで「現在の景気・物価見通しを前提にして」ということである。彼等もどくらい「それは条件付きである」、つまり「これはコミットメントではない」と言っており、敢えて言えば、それは彼等の予測を言っているに過ぎない。その予測をコミットメントと解釈する程度において、マーケットはそれを歓迎することになるのだろうが、決してコミットしている訳ではない。その点、日本銀行の方は、消費者物価の見通しと関連付けているので、敢えて言えば、私自身は日本銀行の方が強い——ここは意見の違いがあるかもしれないが——と思っている。無期限という点についても、日本銀行は一昨年秋に包括緩和を始め、完了の時期は定めているが、これまでも完了の時期、金額について、それぞれ拡張してきている。そこはそれぞれの国で最適な方法を追求しているということだと思う。従って、どちらが積極的かについては、何とも言えないという感じがする。

#### 佐藤委員

F e dのガイダンスは、正確にはガイダンスではなくて、単なる予測であることは誠にそうだと思う。その一方で、彼等は労働市場の見通しにも触れており、労働市場に関しては、著しく弱い状態が続くと言っている。そういった労働市場の見通しが、彼等のガイダンスを補強していると思う。

### 白川議長

そういう意味では、まさに経済の見通しが政策を規定している。つまり、カレンダーではなく、どのような景気や物価——雇用を含めて——の見通しを持っているかであり、その点において、私は、日本銀行とF e dで、必ずしもF e dの方が強いとは言えないと思う。今は日本にとって重要な状況であり、物価や景気に応じて情報発信していくことが重要だと思っている。

### 佐藤委員

少し先の話になるが、来年6月末あるいは来年12月末に資産買入れを達成した後の姿がどうなっていくのかが、われわれを含めてマーケット参加者が一番分からないところだと思う。その後も残高を維持していくのか、あるいはマチュリティのある資産に関してはマチュリティが来るのに従って自然と落ちていくことを待つのか、その辺りの姿もガイダンスという観点から早めにクリアにしておく必要があるように思う。

### 山口副総裁

いつの段階でクリアにするのか——クリアにするとは、その後どのような対応を採るのかという意味であるが——については、足許と先行きの金融経済に関する情勢判断を踏まえて、金融緩和政策をどのようにしていくのかに依拠している。従って、われわれの情勢判断が確定しない段階では、どのような形で残高を調整していくかについて、われわれとしても語りようがない。勿論、金融緩和を後退させるとなった時には、残高を落としていくといったような大雑把な物言いはできなくはないが、そのような情報は、マーケットにとって意味のあるものとも思えない。日本銀行が行う蓋然性の高い政策措置をマーケットが期待しているとすれば、われわれの金融経済情勢についての見方がバックにないと、そうした情報発信はできない。今の段階ないしそう遠くない将来にそれができるかどうかについて、

私は必ずしも自信がない。

#### 佐藤委員

おっしゃるとおり、そこは経済・物価の見通しに依存すると思う。今回はまだ決まってないが、前回までは資産買入基金の終了は6月末と比較的早期の段階で終わるため、終了した後の姿について、その間に展望レポート等で点検する必要があるが、ガイダンスの混乱を避けるという点でも、私達自身がある程度指針を示しておくことは有益ではないかと思った。これは個人的な見解である。

#### 石田委員

今のところ、その指針については、1%が展望できるまで強力な金融緩和を推進していくということだから、そちらの方でヘッジがかかっていると私は思う。期日に近くなった段階で展望できなければ、基金を止めて他のことをするにしろ、緩和策はやっていくことはコミットしていると思う。

#### 白川議長

佐藤委員がおっしゃったように、今回、何かを決めようということではなく、佐藤委員が今の段階で考えていることということでご意見があった。その後、若干の議論があった。これらは先々意識していくとして、本題に戻して、今回のアクションについて、追加的なご意見はないか。ないようであれば、一旦このような形で纏めて良いかどうかを、皆さんに確認したいと思う。そのうえで、また幾つかの論点があると思う。

第一に、資産買入等の基金を70兆円程度から80兆円程度に10兆円程度増額する。基金の増額に当たり、買入れの対象は短期国債と長期国債とし、それぞれ5兆円程度を割り当てる。第二に、基金増額の完了時期であるが、前半に議論した経済・物価見通しの下方修正を踏まえると、来年12月末を目処に完了する。このうち、本年末で積み上げ完了の予定となっていた短期国債については、切れ目なく来年前半に買入れ、6月末を目処

に完了する。長期国債は、来年前半の積み増しが既に決まっているので来年7月から12月末に買い入れる。これは、事実上の時間軸効果がここで発生するという整理だと思う。第三に、長期国債の増額に当たっては、買入れをより確実に行うため、現在、年0.1%に設定している当該買入れにおける入札下限金利を撤廃する。これにより、長期国債の買入れを円滑に行うことができると考えられる。同時に、同じ長期の資産である社債の買入れについても——言及がなかったと思うが——、私としては入札下限金利を撤廃することが適当ではないかと思う。以上の三点で整理をしたが、このような整理で宜しいか。

委員（全員）

異議なし。

白川議長

このように整理したうえで、これをどのように表現するかは、また後から対外公表文のところで議論したいと思う。先程、佐藤委員から意見があったが、金融政策を考えていくうえでの論点がまだ幾つかあると思う。いつも議論していることなので、そう多くの時間を使って議論する訳ではないが、皆さんの議論を聞きながら、何点か言及した方が良いと思ったことがある。

一つは、前回もご発言があったが、佐藤委員から、為替に働きかけてはどうかとのご意見があった。為替介入というか、為替レートを誘導することを目的とした外貨の買入れについては、佐藤委員ご自身がおっしゃっていたように、これは財務省の所管であるが、この点について、財務省と日銀が協力してはどうかとのご意見であった。しかし、このこと自体は財務省の所管であり、現在の法律の解釈になってくるので、後で政府代表の方——藤田副大臣——からご意見を頂戴する時に、外債の購入について、政府としてどのように考えているのか、ご意見を承れればと思う。

それから、金融的な不均衡について、木内委員から search for yield

の話があった。前半の議論でも、金融的な不均衡の話が多少あった。世界経済を見渡した場合、低成長が長く続くのかもしれない——そうではないかもしれないが——中で、中央銀行の金融政策はどの国も目一杯拡大している。その中で、何か不均衡が蓄積していくのではないかという問題意識は、このところ高まっていっているように思う。ただ、勿論これが直ちに噴出する訳ではないが、事の性質上、時間をかけて少しずつ蓄積していく。これは、勿論、今回のテーマではないが、われわれ自身がまさに金融政策を考えていくうえで、第1の柱、第2の柱と併せて常に点検を行っていく点だと思う。このところ、第1の柱というか、第2の柱であっても、比較的短めのリスク要因の点検に時間を多く割いている感じがする。これは頻繁にする話ではないが、特に金融的な不均衡の点検、第2の柱に基づく体系的な点検は大事なプラクティスである。これは、執行部にお願いするということではなく、われわれ自身の意見表明においても、そうしたことを意識して、一応その面も大丈夫であることを確認しながらの作業が必要だと感じている。

それから、もう少し広く言えば、金融緩和政策の効果とコスト、限界をどのように考えるのかという話にもなってくるが、振り返ってみると、包括緩和を始めた時は35兆円で、今回は80兆円まで増えてくる。金額の増え方には、われわれ自身が段々麻痺してくるが、相当な規模で増えてきている。その中身もリスク性資産を含めて買ってきている訳である。今回、ジャクソンホールでのコンファランスでも、バーナンキ議長が多くの時間を割いたのは、一つは労働の問題であるが、もう一つは金融政策のコスト・ベネフィット・アナリシスだった。国によって整理の仕方は違うが、バーナンキ議長の整理を聞いていると、日本銀行の整理と基本的に同じだと思う。つまり、金融市場の機能に与える影響、金融システムの安定に対する影響、それから将来のエグジットが難しくなってくるのではないかと、そのことによって中央銀行の政策に対する信認が低下するのではないかと、という話、それから、財務の健全性の話であった。われわれ自身は常にこのようなことを点検しながらやってきているが、これも毎回毎回点検していく

話ではないが、こうしたことも意識しながら、しかし最終的には中央銀行としては、中央銀行の持っている手段を使って、どのような形で副作用、コストをミニマイズしながら、ネットの効果を追求していくかということになってくると思う。そのようなプラクティスもやはり必要だと思う。

それから、これもこのところの議論にやや影響され過ぎているかもしれないが、ジャクソンホールのコンファランスで、B I Sのカルアナ総支配人が、金融政策のスピルオーバーとフィードバックの重要性をずいぶん強調していた。つまり、先進国の中央銀行はこれだけの金融緩和を行ってきいて、一つ一つの中央銀行は自らの置かれた状況に照らして最適な政策をやっているが、世界の経済は相当程度そこで決まってくる訳であるから、全体として中央銀行は何をやっているのかということも同時に意識しなければならない。それが波及していくスピルオーバーと自らに跳ね返ってくるフィードバックということで、これによって色々な面で問題が起きているように思う。QE2にしても、QE3にしてもその働くチャネルを考えると、多分、米国以外のセクターで何がしかのプラスを生み出し、それが米国に帰ってくるので、何がしかのプラスがあるのだろうが、しかしその蓄積がどのようになっていくのかが重要だと思う。そういう意味で、繰り返しになるが、こうしたことは毎回毎回の決定会合で議論する話ではないが、そうしたことのない政策論はある種軽い議論になってしまうと思う。本質的な議論として常に意識しながら、そのうえで中央銀行は毎回毎回どのように判断していくかを実践的に考えていくということだと思う。

#### 白井委員

先程、佐藤委員がIMFの報告書に言及して、円が少し高過ぎるので安くすべきだとおっしゃった。確かに円は少し高過ぎるかもしれないが、そのIMFの報告書に関しては少し慎重にみないといけないと思っている。最近のその報告書では、具体的に日本がどうだとは言及していないが、そのアプローチをみると、基本的な結論として、日本と米国とユーロ圏は通貨が高過ぎるのでもっと安くなるべきだ、中国とドイツ——ドイツを個別

にすればだが——は、もっと通貨が高くなるべきだとなっている。恐らく、それは佐藤委員が考えている結論と少し違うのではないかと思う。どうして、日本とドイツを除くユーロ圏と米国の通貨がもっと安くなるべきかという、彼等のアプローチは、経常収支の今の状態と規範的な、ノーマティブな経常収支の乖離をみて、日本と米国とユーロ圏はもっと経常収支が改善して良いというのである。日本の場合も、今、経常収支の黒字が2%であるが、もっと黒字になるべきだというのである。その背景が何から来ているかと言うと、基本的には、その乖離の差は財政ギャップが大きいということである。要するに、日本も米国もドイツ以外のユーロ圏も、財政が悪過ぎるので、それをもっと適切な水準に持っていくことができれば、経常収支がもっと黒字になって改善するということが背景にあるので、基本的には財政問題である。財政問題が改善すれば日本の経常収支ももっと黒字になる、今はそれができていないので、その差があるという結論である。従って、それは為替の問題というより財政の問題だと思う。分析は非常におもしろいが、為替水準の妥当性を言う時に使える議論なのか疑問が残った。だから、もしかすると円は高過ぎるかもしれないが、それについて、IMFの研究に言及するのは少し慎重になった方が良く、私は個人的に思っている。

佐藤委員

それは対日4条報告書か。

白井委員

そうである。政策ギャップを用いていて、先進国に明らかに相当するのは財政だけである。他は資本規制をどうするかとか、外準が大き過ぎるかとか、医療制度をもっと改善するかということなので、先進国に関しては、言っていないが財政ギャップしかない。そこからくるから、日本も米国もユーロ圏も、もっと経常収支を改善できるはずだというのである。結論がそのようになる背景がそこにあると言っている。



佐藤委員

しかし、経常収支が拡大すれば——黒字が拡大すれば——、もっと円高になるのではないか。

白井委員

彼等は、今の経常収支よりも、もっと経常収支を拡大するために円安に持っていくべきだという議論である。報告書をお読み頂ければと思うが、私の解釈はそうである。おもしろい内容から結論が出ているので、私自身は少しどうかなと思っているところである。今までのアプローチとは変えた訳である。今までIMFがやっていたアプローチは、三つのモデルを使い、そこでの日本に対する結論は、高過ぎる、低過ぎる、中間という結論が出ていて、均して日本に対してはバランスが取れているということであった。やり方をがらっと変え、今言ったようなアプローチに変えて、その結果として、もっと経常収支を黒字にできるので円安にという結論になっている。

白川議長

他の論点についてはどうか。

宮尾委員

先程、木内委員からもご指摘のあった search for yield であるが、ご指摘のとおり、先進国の金融緩和については、リスク・プレミアムあるいは資産価格に過度に、実力以上に働きかけると、後々望ましくない影響を及ぼすリスクがあることを十分考えなければならないということは、そのとおりだと思う。一方で、意味のあると言うか、プロダクティブなと言うか、われわれの考えているように長めの金利を下げ、各種のリスク・プレミアムに働きかける時に、過度な形でなく生産的な形でリスク・プレミアムを低下させ資産価格に働きかけるケースもあり得ると思う。どのような

場合がプロダクティブで、どのような場合がバブルかの区別はなかなか難しいが、いずれにしてもわれわれの緩和効果あるいはトランスミッションが、不確実性がある中で、追求すべきメカニズムとして意味のあるプロダクティブなリスク・プレミアムへの働きかけもあると私自身は思っている。そのような状況がどのような状況であるかは、しっかり議論しないとならないが。一応その点だけ、申し上げた。

木内委員

今の話であるが、私が申し上げたのは、主に海外の話である。日本国内で言うと、昨日報告もあったが、REITの市場に若干そのようなリスクがあるかもしれないが、全般的に言うと、日本では過度にリスクを取っているという動きはないと思う。だから、それに配慮して金融緩和をためらうという趣旨では全然ない。私が今後の政策対応で注意すべきと申し上げたのは、もう少し将来の話で、そういった資金の巻き戻しのような動きになった場合には、それが日本の経済とか物価の下押し圧力になってくるリスクも考慮しながら政策を打つ必要があるということである。今回の政策決定と直接関係した議論ではなく、今回の緩和策をためらうべきだという趣旨では全くない。

それから、昨日申し上げたが、少し気になるのは、通常であれば景気情勢も良くなって、リスクテイクの動きが出てくるのであれば、主要国の国債の利回りが上がってくることによって、過度にリスクマネーが供給されないような流れになるが、そうではなく、依然として主要国の金利が非常に低い中で、ひずみが蓄積していつているのではないかという点が、非常に気掛かりであるということを申し上げた。

白川議長

他にないようであれば、先程、纏めた件については、後ほど金融市場調節方針と併せて採決を行いたいと思う。執行部は、基本要領の改正案の作成の後、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

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、宜しくお願いする。

藤田財務副大臣

先程の外債の件は宜しいか。それも含めてか。

白川議長

財務省の所管とのことであつたので、私自身が答えるのもどうかと思つた。別にそのことについて言及して頂くということだけでは勿論ない。

藤田財務副大臣

分かつた。ではまず、今回の発言である。ご承知のとおり、社会保障・税一体改革関連法案が可決・成立した。

今回の一体改革は、社会保障の安定財源の確保に加え、財政健全化の第一歩を踏み出すものであり、政府は今後も財政健全化を目指して全力で取り組んでいく。

政府は、先般、平成 25 年度予算の概算要求を取り纏めた。平成 25 年度予算については、既存の歳出予算全体の見直しを行うとともに、先般閣議決定された「日本再生戦略」を踏まえ、重点分野に予算配分を重点化することでわが国経済の成長を促進すると同時に、中期財政フレームに規定された歳出の大枠 71 兆円を遵守するとしている。

わが国経済について、政府は、先週金曜日の月例経済報告において基調判断の 2 か月連続の下方修正を行った。すなわち、足許については、「世界景気の減速等を背景として、回復の動きに足踏みがみられる」とし、また、先行きのリスクについては、「世界景気のさらなる下振れや金融資本市場の変動等が、わが国の景気を下押しするリスクとなっている」としている。

中でも、急速な円高の進行・高止まりは、景気を下振れさせる重大なリスクとなるものであり、政府としては、引き続き緊張感を持って市場動向

を注視し、必要な時には断固たる措置をとる方針である。

日本銀行におかれても、わが国経済の状況が厳しさを増していることに加え、急速な円高の進行など景気の下振れリスクが高まっていることを踏まえ、機を逸することなく適切な行動を取って頂くことが重要と考えている。

その意味で、本日提案されている金融追加緩和策及び長期国債の下限金利の撤廃という政策は、時宜を得た適切な対応と高く評価する。

もとより、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。

今後とも引き続き、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」との基本方針のもと、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、内外の経済・金融資本市場等の動向をしっかりと見極めつつ、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。

白川議長

為替の件については、非常に難しいテーマなので、もしよければ、10月初めに次回決定会合があるので、日銀法上の解釈も含めて——財務省としては、中での検討を踏まえて国会でも大臣が答弁されているが——、次回の会合で言って頂いても結構である。副大臣のご都合の良い方で結構である。

藤田財務副大臣

一般的に言って、日本銀行の政策のことについては、政府の方からコメントする立場に……。

白川議長

日本銀行の政策ではなくて、為替介入、外債の購入の方である。

藤田財務副大臣

従って、コメントすることは差し控えたいと思うが、基本的に為替介入そのものについては、この政府——財務省——が担当ということになっているという認識はしている。

白川議長

他に、この件については宜しいか。それでは、内閣府の大串博志大臣政務官宜しく願います。

大串内閣府大臣政務官

わが国の景気は、世界景気の減速等を背景として、輸出・生産が弱含むなど、回復の動きに足踏みがみられる。先行きについても、当面は弱めの動きが見込まれ、世界景気のさらなる下振れや金融資本市場の変動による景気下振れリスクがあるため、警戒レベルを引き上げて注視する必要があると思っている。また、物価については、下落テンポは緩和しているものの、緩やかなデフレ状況にある。

去る8月30日、日本銀行にもオブザーバーとして参加して頂いている閣僚級の「デフレ脱却等経済状況検討会議」を開催した。デフレ脱却に向けて、政府は、日本銀行と一体となってしっかり取り組んでいくことを確認した。政府は、「日本再生戦略」に盛り込んだ、デフレ脱却に向けた様々な政策を強力に推進し、成長力を強化していきたいと考えている。

日本銀行におかれても、こうした政府の取り組みと歩調を合わせて、引き続き金融政策面からの最大限の努力をお願いしてきているところである。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り、金融資産の買入を着実に進めるとともに、デフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和

を継続するということを期待したい、ということをおれまでも申し上げてきておるところである。

また、米国をはじめ海外の金融政策の影響を含め、わが国の景気下振れリスクに対し、適切に対応をして頂きたいというのが私達の考えであって、その観点から申し上げて、本日ご提案のあった金融緩和策については、時宜を得たものと考えている。いずれにしても、繰り返しになるが、日本銀行におかれては、引き続き、デフレ脱却が確実となるまでの強力な金融緩和を継続して頂くように期待するところである。以上である。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場方針等に関する議案の取り纏めと採決に入りたいと思う。最初に金融市場調節方針の議案、二つ目に「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案、三番目に、以上に関する記述を含めた金融政策運営に関する対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの三つ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

それでは四つ資料があるが、最初一枚が金融市場調節方針、次の二つが基金運営に関する規程類である。最後に公表文である。まず金融市場調節方針の決定について読み上げさせて頂き、その後、残りの二つということやらせて頂ければと思う。

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

続いて、次の二つの資料を使って、基金の増額及び入札下限金利の撤廃についての規程的な対応について申し上げる。資料1と書いてある方をご覧頂ければと思う。今回、基金の増額及び下限の撤廃に伴い、四つの規程の変更が必要になる。最初に資料1であるが、これは「資産買入等の基金運営基本要領」ということで全体を統括するものになっている。改正箇所であるが、2頁目の一番上のところ、買入れと貸付けを別々書いているので、買入残高の方を45兆円から55兆円と変えることになる。これに伴い、貸付けと合わせて80兆円ということになる。内訳であるが、イ、のところは利付国債があつて、こちらを34兆円とする。それからロ、の国庫短期証券を14.5兆円とする。附則であるが、この改正は本日から実施するということである。それが一つ目。

二つ目は資料2であるが、国債等の買入れに関する基本要領である。4頁目が改正箇所である。7. 買入方式というところだが、今、利付国債と国庫短期証券で買い方が違っており、いわゆる短国の方は下限金利がない形に書いている。こちらに合わせるということなので、利付国債の部分を単純に落とすということで、買入方式を一本化することになる。買入価格の決め方がそれに連動しているので、同様に4頁から5頁にかけて、同じように利付国債の分を落とすということになる。この改正については、本日から実施するということである。

続いて三本目、資料3であるが、コマーシャル・ペーパー及び社債であるが、全く同様である。9頁目、同じく買入方式がCPと社債で変わっているが、これをCPに合わせるということで、買入方式と買入価格それぞれについて社債の部分を落とすということで下限を撤廃することになる。10頁目のところで、これも本日から実施する。

それから資料4であるが、それに伴う業務方法書の変更である。こちらについては、3のところだが、「四十五兆円」と書いてあるところを「五十五兆円」に変更、それから利付国債のところを「三十四兆円」、国庫短期証券のところを「十四兆五千億円」とそれぞれ金額を訂正する。買入方式のところは、13頁の一番上のところに、買入価格と書いてあるが「買

入れの価格は、金融市場の情勢を勘案して定める」とだけ書いてあり下限等細かいことは書いてないので、業務方法書については下限金利の撤廃に伴う変更はない。15 頁は、この変更は本日から実施するということである。

以上が内容であり、そのことを反映した改正案がその次にある「「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件」である。読み上げは省略させて頂く。今申し上げた内容をいわゆる見え消しの形式で作ったものということで、こちらを採決に付させて頂くということである。

以上を前提とする三つ目の議決事項として公表文である。読み上げさせて頂く。「2012年9月19日。日本銀行。金融緩和の強化について（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、金融緩和を一段と強化する観点から、資産買入等の基金につき、以下の決定を行った（全員一致／賛成○反対○）。(1) 資産買入等の基金を70兆円程度から80兆円程度に10兆円程度増額する。基金の増額に当たり、買入れの対象は短期国債（5兆円程度）および長期国債（5兆円程度）とする。資産買入等の基金の増額は、2013年12月末を目途に完了する。このうち、短期国債の増額は2013年6月末を目途に完了する。長期国債の増額は2013年12月末を目途に完了する。これにより、本年末時点および2013年6月末時点における基金の規模は、それぞれ65兆円程度（従来通り）、75兆円程度（5兆円程度増額）となる。(2) 長期国債の買入れをより確実にを行うため、当該買入れにおける入札下限金利（現在、年0.1%）を撤廃する。社債の買入れについても同様とする。
2. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定した（全員一致／賛成○反対○）。
3. 海外経済は、減速した状態がやや強まっている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退しているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。
4. わが国の景気をみると、本年前半は堅調な内需を背景に高めの成長を実現してきたが、上述の海外経済の状況を反映し、持ち直しの動きが一服



している。この間、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっているが、既往の原油価格の下落が下押し要因となっている。こうしたもとで、当面、景気は横ばい圏内の動きにとどまるとみられ、消費者物価の前年比はゼロ%近傍で推移するとみられる。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は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要である。

5. こうした景気・物価情勢を踏まえ、日本銀行は、資産買入等の基金を10兆円程度と大幅に増額するとともに、資産の買入れを着実に進めるための措置を講じることが適当と判断した。これらによる一段と強力な金融緩和の推進は、長めの金利やリスク・プレミアムへのさらなる働きかけを通じて、企業や家計等の金融環境をより緩和的にする。本日決定した金融緩和の強化は、これまでの措置の累積的な効果と相まって、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくことを確実なものにすると考えられる。

6. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的な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、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。別紙は読み上げを省略させて頂く。

最後に公表文について、若干ポイントだけを申し上げる。1. のところは今纏めて頂いたことを文章にただけである。2. のところもそのとおりである。3. 以下であるが、「海外経済は、減速した状態がやや強まっている」ということで、昨日、本日のご議論を踏まえて、月報よりはやや強い表現としている。それから国際金融資本市場については、前回までは「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」としていたが、この部分は「神経質」という状況が多少後退したということであるので、このような表現としている。ただ、引き続き今後の市場等の展開には十分注意が必要というところは維持するということである。次に4. であるが、「持ち直しの動きが一服している」としている。昨日の段階で「緩やかになっている」という月報案を提出させて頂いたが、こちらは更に一段下げる形で「一服」という表現を使っている。消費者物価のゼロ近傍は変わらないが、「既往の原油価格の下落が下押し要因となっている」という部分を付け加えている。それから先行きについては、「当面」というところを語る形になっているが、「当面、景気は横ばい圏内の動きにとどまるとみられ」ということであって、こちらは先程の議論を踏まえて、少し弱めの表現ということだが、「横ばい圏内」ということにさせて頂いている。リスク要因だが、前段の世界経済については、これまでの表現と変わっていない。欧州、米国、新興国の三つを書いている。その後、「金融・為替市場動向の景気・物価への影響」というところを書き加えている。5. については、波及経路について、最初の文章で、行ったこと、すなわち増額と下限の撤廃の二つの措置を行ったということを説明し、その次の文章でそのことが長めの金利、あるいはリスク・プレミアムへの更なる働きかけを通じて、企業や家計等の金融環境に緩和的な影響を与えているという第一段階を書き、その後、そのことが累積的な効果と相俟って、物価安定のもとでの持続的なパスに復していくことを確実にするという狙いを書いているということである。6. については、前月までの表現を変えていない。簡単であるが、以上である。

白川議長

ただ今の説明、あるいは議案に対して、ご意見、ご質問等願います。

山口副総裁

細かい話であるが、敢えて申し上げます。公表文の1. (1) の2段落目、

「資産買入等の基金の増額は」から始まるところだが、その3行目に「これにより、本年末時点および2013年6月末時点における基金の規模は、それぞれ65兆円程度（従来通り）、75兆円程度（5兆円程度増額）となる」とあるが、80兆円にするとということであるとすると、75兆円で文章が切れてしまうのは、何とも理解しにくい。ここは、「これにより、本年末時点、2013年6月末時点および2013年12月末時点における基金の規模は、それぞれ65兆円程度（従来通り）、75兆円程度（5兆円程度増額）、および80兆円程度（5兆円程度増額）となる」というように、80兆円まで書き込んだ形で締めた方が、分かりやすいのではないか。皆様のご意見を伺いたい。

石田委員

「80兆円程度」というのは「80兆円程度（5兆円程度増額）」か。

内田企画局長

カッコはなくて良い。

山口副総裁

そこはカッコはなしで良い。

西村副総裁

私も読んだ時に全く同じことを思った。その方が良いと思う。

森本委員

私も賛成である。

白川議長

他にないか。

宮尾委員

言葉の問題なので強い意見ではないが、公表文の4.の2行目のところで、「上述の海外経済の状況を反映し、持ち直しの動きが一服している」という「一服している」というところの表現だが、他の言い回しもあるかと思う。今日の議論を聞いていて、私も含め何人かの方が足踏みした状態にある、足踏み感のようなことを言っていたので、これは好き嫌いというかワーディングの問題かもしれないが、足踏みした状態にある、足踏みした状態となっている、という表現はどうかとも思う。同じ意味であり修正の必要がないということであれば、それで良いが。

石田委員

「一服」は、止まって煙草を一本吸っているということ。

宮尾委員

何か、安心して一服みたいな。

木内委員

「足踏み」は政府が使っている。

宮尾委員

そうなのか。そういう伝統的な使い分け方があるなら良い。

白井委員

内閣府は、「回復の動きに足踏みがみられる」と言っている。

白川議長

私は、「一服」の方が良いと思う。確かにバーバルに表現する時に、足踏みとか勿論色々あると思うが、今の状況の、ポーズということを考えた場合に、私は「一服」の方が良いと思うし、それから、今度逆にその文章

が違った時に、そのこと自体が詮議の対象になってくる。そういう意味で、伝統かどうか別にして、認識は同じだが、ワーディングとしては「一服」の方が適切だと思う。

佐藤委員

英語では、「一服」は「pause」だが、「足踏み」はどういう言葉になるのか。やはり「pause」ではないか。

宮尾委員

認識が同じであれば結構である。

西村副総裁

また細かいところだが、「それぞれ 65 兆円程度（従来通り）、75 兆円程度（5 兆円程度増額）、および 80 兆円程度（5 兆円程度増額）となる」のところだが、カッコは全部取ってしまっても良いのではないか。要らないのではないか。

山口副総裁

足して 10 にならない。

白川議長

「それぞれ 65 兆円程度、75 兆円程度、80 兆円程度となる」のほうが良い。

内田企画局長

それでは、読み上げさせて頂く。「資産買入等の基金の増額は、2013 年 12 月末を目途に完了する。このうち、短期国債の増額は 2013 年 6 月末を目途に完了する。長期国債の増額は 2013 年 12 月末を目途に完了する。これにより、2012 年 12 月末時点、2013 年 6 月末時点および 2013 年 12 月末時点における基金の規模は、それぞれ 65 兆円程度、75 兆円程度および 80

兆円程度となる」。

石田委員

「本年末時点」は「2012年12月末時点」に変えたのか。

内田企画局長

三つならべて、そこだけ「本年」というのも変なので変えたい。

白川議長

最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針、次に「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件、最後に、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府からの出席者におかれては、採決の間、退席をお願いします。

[12時24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

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

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して頂きたい。次に、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件」である。  
採決の結果は賛成 9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合後、適宜執行部より対外公表することとする。執行部は、先程の金融市場調節方針、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件」の採決の結果を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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。採決の結果は賛成 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。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29分政府からの出席者入室]

全員一致である。

#### VI. 議事要旨（8月8、9日開催分）の承認

白川議長

最後に、8月8、9日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

議事要旨の承認である。採決の結果は賛成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、24日月曜日の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、10月4、5日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理を宜しく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時44分である。

白川議長

解禁時刻が12時44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願います。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39分閉会)

以 上