

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年8月9日（14:00～16:44）

8月10日（9:00～12:23）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省	木下康司	大臣官房総括審議官（9日）
	池田元久	財務副大臣（10日）
内閣府	梅溪健児	政策統括官（経済財政運営担当）（9日）
	平岡秀夫	内閣府副大臣（10日）

（執行部からの報告者）

理事	井戸清人
理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳（9日、10日 10:29～12:23）
企画局長	櫛田誠希
企画局政策企画課長	加藤 毅（9日、10日 10:53～12:23）
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	大谷 聡
企画局企画役	一上 響

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、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7月14、15日開催分の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは木下康司大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児政策統括官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

最初に金融調節、金融・為替市場動向からお願いする。

外山金融市場局長

それでは、まず金融調節の運営実績についてであるが、図表1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.090～0.105%と概ね誘導目標水準近傍で推移した。一部外銀が調達訓練を実施した7月28日に、レートが0.105%となったほかは、0.09%台での推移となった。なお、当座預金残高は16～18兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は

で推移した。次に、図表1-2、日銀当座預金の保有状況をご覧頂く。7月積み期全般において、地銀の超過準備が漸減してきた一方で、外銀はなお多額の超過準備を保有していた。欧州のストレステストの公表を挟ん

で、既に円転地合いが薄れつつあったが、厚めのドル手許資金を元手に裁定機会を捉えた円転を実行した本部等からの回金がみられていた。8月に入り、積み期後半になると、税揚げにより地銀の超過準備がさらに減少する一方、円転地合いのさらなる後退から外銀の超過準備も少しずつ減少してきている。一方、都銀は7月末にかけて、本行が資金供給額を一段と切り上げていた中であっても、平準化されたペースでの積み進捗を維持してきた。ただし、8月入り後は一部都銀の預貸が上振れし、やや積み進捗ペースが速まってきたため、本行はやや資金供給額を絞り込む調整を実施している。

図表1-3、2010年4月積み期以降の短期金利で、GCレポ・レートのスポンネ物をご覧頂くと、0.105~0.115%で推移した。従来、最大の出し手であった都銀が、資金運用を国債や短国に傾ける中であっても、本行が金利入札型共通担保オペのオファーを増やす局面に入ってきたことや、短国へのニーズが強い中、証券会社の在庫も軽く、証券会社のレポ市場における資金調達ニーズが低下し、逆に証券会社自身の資金放出が活発となったことから、レートは低水準で推移した。

図表1-4、1-5、無担保コール市場残高をご覧頂くと、引き続き低水準で推移している。翌日物については、税揚げを経て地銀が少しずつ調達に乗り出しているが、ターム物については、都銀上位行の調達ニーズが低下する一方、系統地銀が資金放出を抑制していることから、取引が減少している。

図表1-6、最近のオペ結果の推移をご覧頂くと、7月中旬入り以降、財政要因が不足超に振れる時期に入ったため、金利入札型共通担保オペによる資金供給をほぼ毎日実行する等、短期オペ残は増加してきている。これにつれて、落札決定レートも低下してきており、金利入札型共通担保オペが効果的に資金偏在を均している姿が改めて確認された。固定金利型共通担保オペは、残高が約20兆円のままロール・オーバーしてきているが、応札倍率は概ね6~7倍となっている。国債買現先オペは、7月15日を最後にオファーを実施していない。レポ・レートが低位安定しているタイミ

ングを捉え、リーマン・ショック直後から毎日続けてきたオファーを停止した。市場からは規則的なオファーが安心感を与えているという声もあったが、日々のオペ結果で市場の地合いが明らかになったところで漸く取引が始まるといった自律性の欠如も目立つようになってきたため、毎日のオファーを打ち切ることにした。レポ・レートが極めて落ち着いていることから、本措置は冷静に受止められている。また、市場参加者は従前よりも幾分早めに資金調達ないし運用に乗り出すようになってきている。最後に、米ドル資金供給オペであるが、前回決定会合以降のオファーはない。8月分は明日実施する予定である。5月実施分の期日となる今回も、ECBが3か月物のオペを見送ったため、本行単独での実施となる。なお、1週間物については、ECB、BOE、SNBともに9月末までオファーを継続する方針と聞いている。

次に、最近の金融・為替市場の動向であるが、図表2-1、短期金利はいずれも低位横這いであって、ユーロ円や短国のレートについては、前回決定会合以降全く変化がない。短国の発行額は、昨年同期に比べて8月は月中で5兆円程度減少するという中、資金余剰感から需要は旺盛である。短国については、海外勢も円転地合いとなる局面を捉えて購入してきている。図表2-2、TIBOR、LIBOR、ユーロ円レート（3か月物）の推移であるが、TIBORがこのところ下げ渋ってきているが、

を越えた局面以外での低下が鈍ってきている。CP発行レート（3か月物）については、発行額は相変わらず低迷しており、レートは弱含みで推移している。図表2-3、LIBOR-OISを主要通貨についてご覧頂くと、まず、ドルは欧州のストレステストの公表が無難に経過したこと等を眺めながら、MMFの資金放出姿勢が軟化して、LIBORが低下してきている。一方、ユーロであるが、図表2-4、7月の初めに1年前に打った1年物のオペの期日があり、当座預金の残高が大きく減少したこともあり、LIBORは上昇を続けてきている。ただ、足許は上昇が一服してきている。ドル転コスト対ドルLIBORスプレッド（3か月物）の推移であるが、ドル市場の落ち着きを受けて円転地合いが徐々に緩んで

きている。一方、ユーロ圏地合いの修正は一服しており、図表 2-4、これは E O N I A が、このところ積みが順調に進捗してきたことで低下してきていることと、整合的な動きになっている。なお、E C B による国別与信残高の推移であるが——7 月の数字はイタリアしか出ていないが——、これと先程の E C B によるターム別資金供給オペ残高の推移と併せてご覧頂くと、ストレステストも無難に経過したことで、優良な銀行については、かなり市場調達に乗り換えてきているが、下段にあるような国の銀行については、E C B のオペに対する依存をなお強めていることで二極化が顕著になってきている。

図表 2-6、長期金利の推移についてご説明する。まず、米国の金利であるが、7 月半ば以降予想を下回る経済指標の公表が続いたこと、あるいは 7 月 14 日の F O M C の議事要旨で、F e d が景気をかなり慎重にみているということで、これにつれて金融緩和が長期化するのではないかとといった期待が生まれたことを受けて、長期金利が大きく低下してきている。前回の決定会合頃までは、全般に期待インフレ率が低下してきたことで、フォワード・レートに分解してみると、各年限が低下してきたが、前回決定会合以降の動きとしては、中期ゾーンまでのフォワード・レートが顕著に低下してきており、F e d の金融緩和継続期待が足許で出ているという姿である。ドイツの長期金利であるが、ギリシャ情勢等を受けた逃避買いでレートが大きく低下してきたが、前回決定会合前後辺りから少し歯止めが掛かった情勢になっている。これはヨーロッパの場合には、期待インフレ率がかなり安定していることがアンカーとなっている。ただ、先週末の雇用統計の発表を受けて、さらにレートは足許では低下してきている。日本のレートであるが、8 月 4 日には、7 年振りに 10 年物金利で 1% を割る水準にまで低下してきている。海外の金利につられた動きであるが、市場参加者の目線も下がってきており、都銀の想定レンジもそれまでの 1.05 ~ 1.35% だったものが、0.9 ~ 1.2% 程度へ低下してきている。こちらもゾーン別に分解してみると、これまでは中期までの金利の低下が目立っていたが、足許、長いゾーンのフォワード・レートも順々に低下し始めると

ということで、中期までの金利がかなり潰れてきて、さらにキャリーを取れるゾーンを伸ばしていくという動きが少しずつみられ始めている。図表 2-7、イールド・カーブも全体的に低下してきている。市場参加者が注目する債券利回りの変動要因も海外金利が少し膨らんでいる。図表 2-9、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移であるが、まず、米欧ではスプレッドは縮小傾向にあり、起債も回復してきている。これは欧州のストレステストが無難に経過したことと、米国で発表された企業収益がまずまずであること、さらに昨年 12 月にパブリック・コメントに付されたものに比べると、自己資本比率規制が幾分緩い内容になりそうであったこと、ゴールドマン・サックス証券が和解したことが材料となり、全般にスプレッドが縮小してきている。日本では、消費者金融銘柄が一時かなりワイド化していたが、こちらにも買い戻され、スプレッドが若干縮小している。発行市場でも、B B B 格の起債が先送りされていた銘柄も含めて回復してきている。

図表 2-11、株式相場の推移であるが、米欧では持ち直している。欧州のストレステストを経過したことのほか、企業決算、欧州での比較的好調な経済指標、先程申し上げたバーゼル規制といったことも材料となっている。これに引き換え、日本の株価は一進一退を続けている。海外の株高もあるが、為替の円高が進行したこと、あるいは幾つかの大型の増資が実行・発表され、これが足枷となっている。この間、主体別売買動向で、直近値をご覧頂くと、海外投資家が 7 月の最終週では買越しに転じている。一方で個人は引き続き売越しを続けている。

図表 2-13、主要為替相場の動向であるが、前回決定会合以降の債券相場と同じような状況であり、米国は、経済指標、F O M C の議事録、あるいは F e d の高官の発言を受けて、実効為替レートが低下してきている。欧州は、一頃大きく低下してきたが、欧州の経済指標がまずまずであったこと、あるいはユーロ金利が上昇してきていること、ストレステストを無難に経過してきたことを材料に上昇してきている。円については、日米金利差が大きく縮小してきている中で、円が買われる動きが続いている。図

表 2-15、クロス円取引の動向であるが、大きな動きはない。ポンドについて若干上昇しているが、第 2 四半期の GDP が予想比を上振れたことによるものである。

最後に、図表 2-16、エマージング、コモディティ市場の動向をご覧頂くと、いずれの指標も、この間、リスクオンの局面となり上昇してきている。コモディティ価格の中で、ここには分解していないが、穀物がロシアの禁輸措置等もある中で、ドル資金が流入してきていることから、小麦に限らず大きく上昇してきているのが特徴である。

以上、マーケットを纏めてみると、国際資本市場全体としては、ストレステストを無難に通過したことや企業決算を好感して、リスクオンの流れになったが、米国景気の先行き不透明感や、F e d の金融緩和への期待が強まって、債券価格が上昇した。これが日米金利差を縮小させ、為替円高を進めた結果、日本株が流れに乗れないという展開となっている。先週末の雇用統計を受けて、F e d の金融緩和の期待が強まってきているが、市場に聞いてみたところ、債券の積み増しを予想している市場関係者は少数であり、景気の見方に関する表現を後退させるなど、何らかの形でコミットメントを強める施策が打出されるのではないかとの見方が多いようである。我が国の短期金融市場は落ち着いているが、株・為替・債券・クレジット各市場は、目先、米国の景気見通しや金融政策に振らされる展開を見込む向きが増えている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

米国の経済状況もしくは金利動向についてであるが、足許の長期金利——中期ゾーン——あるいは 2 年債金利等が非常に低い水準に迫っていて、その背景として景気回復の減速が懸念されている。現在の長期金利の水準 2.8% や 2 年債金利 0.5% 等は、過去 3 か月位ずっと切り下げてき

ているが、この傾向が今後も続くのか。今のこの金利の低さは行き過ぎで、いわゆるバブルであり、国債が買われ過ぎているのか、あるいは将来のファンダメンタルズを反映したある種正当な動きとみて良いのか、その辺りの感触について教えて頂きたい。

#### 外山金融市場局長

まさにファンダメンタルズがどう展開していくかに関わっている。元々、当局あるいはマーケットの一部に、これだけ大きなショックを経て、暫く停滞が続くだろうという見方はあったが、かなり好調な改善をこれまでのところみてきていたために、そうした見方が少し後退していた。しかし、ここに来て勢いが少し鈍ってきた。それにつれて、特に物価上昇率が大きく低下するのではないかといった懸念がかなり現実味を帯びてきたので、マーケットの中では、これまでの強気を大きく修正する動きが現れてきている。まさにそれが行き過ぎなのか、そうでないのかについては、今後の物価上昇率、成長率がどのように実態的に展開していくかにかかっていると思う。先週の雇用統計もそうであったが、これから毎月毎月出る重要な指標について、マーケットが大きく注目しているといった動きが続いていくと思う。

#### 亀崎委員

少し気になるのは、前回の会合で1.0%を割り込むことはないだろうということであったが、一時的ではあったが割り込んだ。過去の運用部ショックやVaRショックの前の2002年後半——かなりどんどん突っ込んでいくような状況——と類似点が少なくないという金融市場局のレポートを読んだが、この先どうなるのか。同じようなゾーンの債券がずっと買われていくのか。また、同じ一つのゾーンの債券に偏った場合、動きが反転する時に凄くショックで大きく振れるので、それが金融市場の不安定に繋がっていくということ、この先どのようにみていくのか。最後におっしゃったのが、債券をどんどん積み増していく話は聞かれないという

ことであったが、その辺はまだ入り口にあるのかもしれないし、これから先はそうはなかなかならないという蓋然性が高いのか、その辺について教えて頂きたい。

外山金融市場局長

亀崎委員がおっしゃったように、外形的に 2002 年頃の動きと足許の動きが似ているところが多いが、一方で金融機関の収益が足許ではそれほどマーケット部門にプレッシャーをかけていないこと、リスク管理が前回の反省を経てかなり精緻化されてきていること等、差別化できる要素もある。この辺がどうせめぎ合って展開していくかである。足許では、ご指摘のように大きく一方向でポジションが積み上がっていることはないが、段々 5 年ゾーン位までの金利が大きく外されていって、10 年ゾーン位までのところはかなり買い圧力が高まってき始めたと思うので、こういった動きがさらに今後も強まっていく状況が暫く続くと、特に日本の場合は、ゾーン毎に投資家の構成がかなり偏って存在していることもあり、それぞれのゾーンで同じようなリスク管理の手法あるいは投資基準といったものに基づいた行動が行われていることも考えられるので、警戒すべき程度は段々高まったと思われる。ただ、目先すぐに崩れるといったことを予想している訳ではない。

中村委員

今の関連であるが、中期から長期——5 年から 10 年位——、さらに 20 年という上の方もかなり上がっている。一方、米国をみると、30 年は上がっているがそれほどでもない。このように、日本の場合、長い金利まで同じような動きをしているのは、どのように考えたら良いか。

外山金融市場局長

これは、都銀の一部行がそうであるが、中期ゾーンまでは、足許の経済の今後の展開、あるいは日本銀行の金融政策があるので、ある程度リスク

をそれほど大きく見込むことなく買っていけるが、10年ゾーン位になると、今後どう展開していくか分からないので、なかなかリスクを取れない。ただ、一方で20年ゾーンになると——ここはマーケットの特殊性もあるが——、生保が、規制の強化もあり、かなり安定的に負債と資産のマッチングを進めようと、安定的に淡々と購入を進めてきているゾーンに当たる。そういう安定的なアンカーとなり得る投資家がいるということで、都銀の一部も安心して買っていけるゾーンに需要が集まってきているとみている。

須田委員

もう少し聞きたいのでお伺いするが、マーケットは凄く勝手というか浮気なので、今は、ソブリン・リスクの話が米国の問題に変わってしまった。他方で、日本の今の政局のもとで、財政再建についてマーケットはどうみているのか。それはもう忘れられたのか。それについての敏感層は、その部分に関してはどうみているのか。

外山金融市場局長

一時期、参議院選挙の前に、菅首相が財政再建に傾斜したようなご発言を繰り返されたことが、政府が発表した中期フレーム等とも相俟って、安心感を呼んだということで、国債を買い進めてきたことはある。ただ、選挙が終わって、政府の措置としてこれからどうなるか分からないが、現実的な動きが、これから財政再建を軽んじたような財政運営に逆に展開していくことは想定しがたい。先行きどうなるかは分からないが、一旦醸成された財政再建に対する期待が、一旦そこでとどまっている形にはなっているのだろうと思っている。

須田委員

あともう一点、調節について、固定金利オペが6~7倍でずっとこのところ安定していることをどう捉えておけば良いか。取る側は本当はもっと

取りたいと思っているのか、この程度で良いと思っているのか。その辺の  
感じを教えてください。

外山金融市場局長

いつも満額応札してくるところは決まっている。都銀や短資会社、一部  
証券会社がそうである。こうしたところは恒常的に資金を取っていかなけ  
ればならないこともあるが、日銀の補完当座預金制度を使えるので、取っ  
ても損はないということで、担保がある限り入れてきている。毎回毎回、倍率  
が多少とも動くのは、信託銀行と地銀が入れてきたり、入れてこなかったり  
といったことがあるからである。地銀が3月末に財政のお金が出てから、か  
なり資金繰りに余裕ができて——貸出先がなかなか発掘できないことと  
も相俟ってのことだが——、そういった中で応札が少し鈍ってきていた感  
じであったが、足許にきて税揚げが何回か入り、コール・マーケットにも  
最近顔を出すようになってきており、またパラパラと固定金利オペにも応  
札がみられ始めてきている。先行きもこのような感じで多少は動くことが  
あるかもしれないが、大きく安定的に取ってきているところが動かない以  
上は、ある程度の応札は今後も見込まれるものと思われる。

須田委員

満額で出しているところは、それだけ取れたらそれに越したことはない  
と思っているのか。

外山金融市場局長

按分率もこの程度だろう、と見込んできているのだと思う。

野田委員

このところ毎回お聞きしているが、短期金融市場について伺う。金利入  
札オペをほぼ連日行えるようになったことで、落札レートも相当落ち着い  
ているが、この動きは、暫くはこの位安心して——落ち着いて——みてい

られるのか。6月はかなり厳しかったが、暫くとはどの位なのか。その辺の見通しを聞かせて欲しい。

外山金融市場局長

1年のうちで、6月が一番厳しい時期である。今年は3月についてもかなり厳しい運営を迫られた。財政が余剰に振れる時には、我々から打てるオペの金額が少なくなってしまうが、次に多少財政のお金が出てくるとすれば9月ということになる。ただ、6月に比べればその額は小さく、恐らく9月の期末で28兆円位の共通担保を残せるのではないかと考えている。そのうち、20兆円は固定金利オペであり、残る8兆円程度はマーケットの地合いに応じてかなり上下することになると思うが、その程度は打てると思う。6月に比べれば余裕があると思う。ただ、長い目でみると、やはり長国の残高が段々と増えてきているので、また来年の3月、6月になるとさらに状況は厳しくなり——シミュレーションをしている訳ではないが——、こうした局面では、どの程度打てるかによってマーケットの地合いも決まってくると思う。

山口副総裁

三つ質問がある。一つ目は、日本の株式市場で外国人投資家が買いを入れてきているようであるが、そのバックグラウンドは何か。二つ目は、国際局長に聞いた方が良いかもしれないが、米国で株価が比較的堅調な一方で、長期金利は低下している。この相矛盾する動きをどう説明したら良いか。三つ目は、このところの為替の動きを踏まえると、最近の円高地合いとコモディティ価格の上昇はどのように整合的に理解したら良いか。

外山金融市場局長

まず、最初に株のご質問であるが、買越しになった週があると言っても、それほど大きく目立って——昨年の後半から今年の初め位にかけてのような勢いで——買ってきているという訳ではない。ただ、外国人投資家の

中で、本邦企業の企業決算等を見て、それによってかなり選別的に買いを入れてきている動きがみられているということだと思う。それから、株価と債券相場についてであるが、色々な見方があるかもしれないが、マーケットから聞かれている声としては、株の方がやや短期的に動くといった一般的な性向があること、次に、足許の動きとしては、米国の企業業績が特に新興国の改善に支えられているところがあり、こういったところを取り込んでいること。例えば素材やエネルギー・セクターが特に上昇していることからみても、そういう動きがあるのではないか。三点目は、金融相場的な状況というか、米国の景気の先行き全体についてかなり不透明感が高まってきている中で、Fedが金融緩和を長期化するのではないかと、さらに追加的に緩和するのではないかとといった思惑が生まれてきていて、これが株式相場を押し上げているといったこともある。最後の円高とコモディティの上昇は、なかなか難しいご質問である。全体のリスクオン、リスクオフの観点からすると、リスクオンの流れになる時には、これまでであれば円が売られて、コモディティが買われたが、足許の為替市場ではやはり金利差がテーマになっているので、そういった中で、円についてはリスクオン、リスクオフの流れとは逆に買われてきてしまっている。こういふことで、コモディティの動きとは分かれてしまっているということではないかと思っている。キャリートレードについて申し上げますと、コモディティというよりも、ユーロやオーストラリアドル等といった通貨に対してドルと円とでどちらがパフォーマンスが良いかということボラティリティや金利差で計測してみると、足許にきて、急速にドルをベースとするキャリートレードがかなり有利になってきている。ただ、実際にドルキャリー取引が、ニューヨーク連銀等に聞いてみても目立って増えていることが窺われている訳ではないので、金利差も含めて材料になっているものの、それが元で大きくコモディティを振らせている、といったことではないのではないかと考えている。

野田委員

先程の米国の金利の低下であるが、名目成長が今後相当落ちてくることを中長期的に織り込んでいるが、短期的には企業業績の方を先取りしている。言ってみれば、株価がある種先行きの企業の長期的な収益を睨んで動くとする、株価もいずれ少し頭を押さえられてくるという説明に繋がるということで良いのか。それとも何か特殊に長期金利に下方バイアスが短期的に働いているのか。非常に難しいところとは思うが。

雨宮理事

今日は日米の長期金利に関するご質問が沢山あった。最近の特徴点として、日米ともに長期金利が下がる中で、この1か月位で姿が違ってきている点が挙げられる。インプライド・フォワード・レートについて中味を期間別に分類してみると、日本は長期ゾーンが下がっているのに対して、米国は中期ゾーンまで下がっている。これを敢えて解釈すると、米国の場合には、恐らく数か月前までは大きな流れとしてある程度経済の回復には時間がかかるという見方で段々下がってきた。足許、中期までの下がり方という点で言うと、今年前半の出口論議にみられるようなやや強硬化した見方が少し変わってきて、F e dの緩和期待に繋がっているが故の低下という性格が強いように思う。日本はそれと対照的で、むしろ金融政策期待というよりは、キャリーを取るために長いものに買いが及んでいるということである。それぞれのリスク要因に多少違いがあるとすれば、日本の場合は、長いものに投資しても大丈夫かというリスク要因、米国の場合には、取り敢えずF e dの金融政策緩和期待をより重くみた低下がこの後どういう格好になるか、という違いがあると思う。そういう意味では、米国の株価については、F e dの緩和期待が長期金利の低下と小じっかりとした株価の両方に作用しているということなので、それが違う展開になると、両方に逆作用を及ぼすリスクはあるとみている。

## 亀崎委員

ほとんどの期間で、米国の株価が上がれば日本の株価も上がるという鏡のような形であったものが、昨年9月以降それから今の局面では、米国と日本で株価の動きが離れている。これは、日米の長期金利の差が縮小すると、日本の株価が米国と一緒に上がらず、離れていくということか。やはりそういう意味では、今、F e dの金融緩和とおっしゃったが、それが円高に繋がる——円高になると大体日本の株価が下がる——、そういう動きが大きく出てきているのではないか。

## 雨宮理事

長くみると、金利差と為替は、関係がある時期と関係がない時期がある。ご案内のとおり、昨年の秋口はむしろ3か月物金利で為替が議論された。それに対して、足許は2年物の金利差が脚光を浴びている訳である。そういう意味では、米国の長期金利が中期ゾーンをベースに下がってきていることを考えると、F e dの金融政策に対する期待が作用しているので、株価の支えになっている。ところが、為替市場は中期ゾーンの金利差に着目するようになっていたので、それが円高に作用している。多分、短期的に言うと、そういうメカニズムが働いているのだろうと思う。ただし、いつもマーケットの着目点は時期によって変わるので、これが続くかどうかはまだ分からない。

## 白川議長

先程のV a Rショックの話であるが、長期金利の動きをみる時、ファンダメンタルズに立脚した説明と、投資家の行動に立脚した説明と、局面毎に色々な説明があり得ると思う。先日の金融市場局によるF e dの説明にもあったし、あるいは先程外山金融市場局長がおっしゃったが、今は、V a Rショックの時とは違って、金融機関の市場部門への収益プレッシャーがそう強い訳ではないので、無理なポジションの積み上げは、取り敢えずそこまではしていない。そうは言っても——説明の中にも多少出ていた

が——、収益が取れるところまで買い向かって行くコースを歩いていくようにもみえる。金融機関の収益プレッシャーが仮に強くないとしても、長期ゾーンについて、足許に出ている動きは、拍車がかかってくるとみておいた方が良いのか。次の決定会合までにとということではなく、向こう半年、一年について、我々はどのようにみておけば良いのか。仮に今の局面が2002年だとすれば、2003年の6～8月のことも一方で意識しないといけな  
いと思うが、どのような感じなのか。

#### 外山金融市場局長

確かに金融機関は、長期金利がこれだけ低下してきて、評価益を中心に相当達成してきていると思う。ただ、手許に資金があまりにも潤沢にあり、私共の成長基盤強化の貸出等もあるが、なかなか新規の貸出に結び付かない。かつターム物の金利も相当潰れてきてしまっている中で、結局運用先  
というとな債しかないということになり、収益をどうしても得ようということではないが、消極的にそこを買いに行かざるを得ないという説明をするところが結構目立っている。それを正当化するためにと  
いう訳ではないが、例えばALMの管理、リスク管理を行う時に、流動性預金について、これまでわりと慎重にみていたものを、安定的に長期の資産に合わせられる負債だ  
という見解を下して、リスクを取りに行っている先も幾つかある。

#### 白川議長

もう一点別の質問であるが、ユーロのLIBORをみると、ここのところじりじり上がってきている。こちらの方は、銀行間のカウンターパーティ・リスクを反映しているというよりも、EONIAレートが足許はまだ少し下がっているが結局は上がるだろうということで、先行きの政策金利  
というか、オーバーナイト金利が結局上がっていくという見通しを反映して上がっていると考えて良いのか。

外山金融市場局長

然り。

白川議長

他にご質問はないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

次に、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済の現状評価についてご報告する。席上お配りした「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】をご覧頂きたい。前回会合以降の動きを振り返った場合の特徴点として、一つ目は、金融面で最大の焦点となった欧州のストレステストが大きな混乱もなく終了したということである。欧州系金融機関に関する不透明感が低下し、銀行間市場やクレジット市場の緊張感が幾分和らいでいるほか、社債発行も欧州信用不安が広がる前の水準近くまで回復している。企業の資金調達環境も一頃に比べて改善している。それから、欧州信用不安により鈍化していた新興国への資金流入ペース、こちらの方も回復し始め、これによって新興国の株価は上昇している動きがみられる。一方で、実体経済については、前回以降に公表された指標は、一頃と比べ回復のペースが減速したことを示す指標がみられるようになっている。

以下、資料に沿って、実体経済指標について主なポイントをチェックさせて頂きたいと思う。図表1、米国経済については、引き続き緩やかに回復しているとみている。1. 実質GDPについては、4～6月の成長率が公表された。前期比年率で+2.4%となった。市場予想は+2.6%であるので、近い数字であったが、第1四半期から第2四半期の坂ということでは、第1四半期が遡及改定によって+3.7%、前が+2.7%で+1%ポイント押し

上げられていて、それで第2四半期が+2.4%であるので、流れとしては米国経済が減速した姿が明らかになった。この減速の主な背景としては、在庫投資のプラス寄与の縮小、それから輸入の大幅な増加に伴う純輸出のマイナスの寄与の拡大である。次に、個別の指標をみると、まず、個人消費については、雇用環境の改善が捗々しくないことから、回復ペースが足許緩やかなものになっている。3. 実質個人消費は、4~6月まで緩やかな増加を続けている。もっとも2. 可処分所得の増加と比べて、個人消費の増加は緩やかであったため、4. 貯蓄率は、前期から上昇する形——6.3%から6.4%——になっている。なお、今回のGDPは年次改定があり、個人消費が下方改定された。可処分所得は上方改定であるので、貯蓄率の水準は大幅に——2%近く——上方修正という形になっている。このほか、足許では、7. 消費者コンフィデンスの7月は50.4と、先行きの雇用や景気に対する見方が慎重化したことから幾分低下した。幾分というか、2か月の動きとしては、62、54、50であるから、低下しているという形になっている。次に、住宅関連についても低調な姿に変わりはない。8. 住宅着工は、均してみると引き続き低水準で推移しているといえる。9. 住宅価格は少し動き、+0.5%となっているが、4、5月については、税控除の期限前の駆け込みで上昇している部分があるので、基調としては横這い圏内の動きにとどまっているとみてよいかと思う。次に、設備投資については、10. 非国防資本財受注をみると、機械投資が、景気後退を機に先送りされた投資案件の実施等で増加を続けている。建設投資も、一頃と比べマイナス幅を縮小させているので、設備については、全体として緩やかに増加しているという評価である。こうした中、生産をみると、12. ISM製造業は、引き続き50は上回っているが、足許では3か月連続で低下している。内訳をみると、新規受注が2か月連続で低下し、先行きの生産の減速を示唆している。次に、雇用については、先週金曜日に雇用統計が発表された。雇用調整が全般的に捗々しくない姿が改めて確認されている。15. 非農業部門雇用者数については、上の方は例の国勢調査の要因が入っているので、それを除いた民間部門でみると、7月の増加幅は7.1万人で、市場予想が

9.0万人であったので、これを2万人下回っているということである。それから、前月の6月もかなり大幅に——8.3万人から3.1万人に——下方改定され、雇用の回復ペースが緩慢なものとなっていることが改めて確認された。こうした中、失業率は、7月も9.5%と高水準横這いで推移している。恒久的なレイオフ比率は既往ピークに達している。雇用環境は依然として厳しい状態にあると言えるかと思う。米国の最後に、物価面であるが、16. コアCPIは、このところ+1%を割り込んで+0.9%である。総合ベースでも、これはエネルギー価格の動きの影響なので少し割り引く必要はあるが、足許では+1.1%と、約1%まで低下している。これは、多分、7月は少し戻るとは思う。この間、長期のインフレ期待は安定しているが、経済に減速感がみられ始めていることもある。当面、ディスインフレーション圧力がかかり続けるものと考えて良いかと思う。

次に、ユーロエリアをみたい。図表 2-1、ユーロエリアの経済指標については、まず、個人消費など内需が弱めの動きを続けているが、輸出がユーロ安の影響もあって堅調に推移している姿に変わらない。これまでのところ、財政問題の実体経済の下押し効果は未だはっきりとは確認できていない。もっとも、最近では競争力のあるドイツの好調さと、緊縮財政下にある周辺国の景況感の格差が一段と開きつつあることが、特徴点として挙げられる。2. ユーロエリアの域外向け輸出は、5月までのデータを均してみた場合は、増加を継続ということである。より足許の動きを確認するために、3. 輸出受注PMIをみても、足許幾分低下しているが、依然50台の半ばの水準——55.4——を維持している。輸出の増加基調に大きな変化は足許までないとみて良いと思う。こうした中で、9. 鉱工業生産、10. 製造業PMI、いずれも製造業の生産が引き続き緩やかながら増加していることを示している。一方、内需関連は、個人消費について、6. 小売は依然弱めの動き、それから7. 新車登録台数も多少凸凹しているが減少傾向ということである。なお、8. 消費者コンフィデンスは、足許では幾分改善しているが、これも内訳をみると、ドイツで大きく改善する一方で、その他の多くの国では引き続き低水準と、こういう濃淡がはっきりしている姿に

なっている。物価面については、12. C P I 総合の前年比は、足許 7 月では、エネルギー価格が上がる局面ということで、+1.7%に上昇しているが、コア C P I の前年比は、相当落ち着いた形で+0.9%と、こちらの方でも物価低下圧力が根強く作用しているとみてよいかと思う。

次に、図表 2-2、英国の経済指標を簡単に確認する。1. G D P の 4~6 月の前期比年率は+4.5%と、前期の+1.3%から伸びを拡大させている。輸出の増加傾向、それから個人消費の持ち直しを受けた動きである。こうした中で、7. 製造業 P M I は 50 台後半で推移している。英国経済は、これまでのところ緩やかに回復し、回復のモメンタム維持と判断している。もっとも、先行きについては、減速する可能性もちらほらみられる。例えば、3. 輸出受注 P M I をみると、足許では、50 近傍まで低下している。英国の輸出の約半分がユーロエリア向けであること、ポンドが足許対ユーロで上昇していることから、この先は、輸出の増勢が鈍化していく可能性が高いとみている。

次に、新興国経済をみたいと思う。アジアについては、基調としては、高成長を続けている姿に変わりはない。ただ、足許では、幾分減速する動きもみられ始めている。図表 3-1、中国については、1. 実質 G D P の前年比は、4~6 月が+10.3%と、1~3 月の+11.9%から幾分プラス幅を縮小させたが、高めの成長を続けている姿に変わりはない。もっとも、足許では、さすがに減速感がみられてきている。例えば、2. 工業生産は、6 月に伸びを縮小させている。内訳をみると、不動産との関連が強い鉄鋼業での減速が目立っている。4 月中旬に導入した不動産取引抑制策の影響が出ているとみられる。また、3. 製造業 P M I も依然 50 は超えているが、7 月まで 3 か月連続で低下をみている。内訳をみると、受注や生産が低下している。不動産取引抑制策に加えて、このところの自動車販売の鈍化などの影響も出ているとの見方である。この間、5. 固定資産投資は、これまでのところ高い伸びを続けているが、今後は不動産投資が減速することで、伸びの縮小が明確化すると見込まれる。このように、当面は中国経済の減速感が強まる展開となる見通しであるが、4. 小売売上が示すように、中国

では所得水準の向上を背景とした個人消費の増加基調は、しっかりしていると思われる。加えて、経済の減速が予想以上に大幅になるという懸念が今後出てきた場合には、当局がスピーディーに政策転換を図る可能性も高いとみている。従って、基調としては、今後も中国経済は目先高めの成長を維持していくことは可能であるとみている。

他のアジア諸国については、インドは高めの成長が続いているが、4. 卸売物価は+10.6%と、さらに伸びを高めている。こうした中、インド準備銀行は、7月下旬に月内二度目の利上げを実施した。図表3-2、NIEs、ASEANについては、足許までの指標をみると、輸出と生産の増加基調は維持されているほか、内需も増加傾向を維持している。着実に回復している姿に変わりない。もっとも、先行きについては、これまでGDPの伸びを高める方向に作用してきたコンポーネントのうち、一つは在庫投資であるが、増勢が鈍化する見込みがかなり強くなってきた。もう一つは、韓国と台湾の新規輸出受注PMIで、液晶パネルの中国向け輸出の減速などから、足許低下している。こうしたことから、目先輸出の増勢は鈍化していく可能性が高いとみておいた方が良いと思う。そうした中で、物価面であるが、図表3-3(5)に韓国、台湾、タイ、インドネシアを挙げているが、アジア諸国全体としてみると、物価情勢についてはこれまでのところ通貨高が輸入物価の上昇抑制を通じてインフレを抑制しているという形で良いと思うが、少し気になることがちらほら出てきている。例えば、インドネシアの場合は、7月は+6.2%である。インドネシアのインフレ・ターゲットは5%±1%、上限が6%であるので、僅かであるがターゲットの上限を超えている。今後、生産要素の稼働水準が高まっていくことが継続する場合、インフレ上昇圧力は一段と強まることは、リスクとして引き続き考えておく必要があると思う。

以上が説明だが、最後に、国際経済全体の評価について、国際局の観点から総括させて頂きたいと思う。まず、米国については、在庫投資の増勢鈍化などから減速感が出ている。雇用環境の改善も依然捗々しくなく、個人消費の回復ペースも足許緩やかなものにとどまっている。こうした中で、

バーナンキ議長が「経済見通しは異例なほど不確実」と述べたことなどから、米国経済の減速感が意識され、市場関係者やエコノミストの米国経済の見方は下振れしているように窺われる。しかしながら、国際局としては、予ねてよりバランスシートの調整圧力の影響を重視していた。民間予測という意味では、いつも下限のところをずっと安定的にみてきたつもりである。そうした観点からみると、今回公表された経済指標は、私共の標準シナリオの範囲内の動きということで、バンピーな回復過程における弱めの動きが出た局面と捉えて良いと私共は思っている。一方、欧州については、この1か月の指標の動きをみる限り、思ったほど悪くなかったというのが率直な印象である。ユーロ安のドイツ経済の押し上げ効果が強めに出ていることが一番の要因である。そうした中で、堅調な動きを続けるドイツと、その他の国のコントラストがより明確になってきているのが気になる点である。ユーロ安の追い風を受けたドイツが、どれだけ今後ユーロ圏経済を引っ張っていくことができるかがチェックポイントになると思う。そして、緊縮財政の影響は、今年よりもむしろ来年から本格的に出てくるものである。欧州経済の先行きはそう平坦なものではないとの見方は変えていない。最後に、アジアでは、このところ中国の不動産取引抑制策の影響で、減速傾向が出てきていることはご承知のとおりである。それから、NIEs、ASEANでは在庫投資のプラス寄与が縮小して、ある程度減速してきていることも想定内の動きと考えている。

以上の各地域に対する総合評価として、私共としては、世界経済はばらつきを伴いながら下期に減速するが、緩やかな回復基調を続ける、というこれまでの標準シナリオに基本的に変化がないと考えている。ただし、足許の減速感が予想以上に広がることはないかどうか注意深くみていきたいと思う。また、同時にアジアやラ米といった新興国への資金流入に再び勢いがつき始めたもとの、これらの地域における景気過熱、あるいはビハインド・ザ・カーブ・リスクにも引き続き注視していきたいと考えている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

米国についてずっと気にしていた貯蓄率の話だが、貯蓄率が2%も上方修正されて、それをどうみるかだ。人によるが、貯蓄率が高まったから、バランスシート調整がその前に進んでいたということで、これはプラスの材料とみる人もいる。でも、今回、年次の改定によって足許の成長率が下振れていることから、これから先を慎重にみようという見方もある。この改定について、どうみておけば良いか。

大野国際局長

非常に大きな修正だったので、その解釈は難しいということで、意見はおっしゃったとおりが分かれると思う。私共としては、須田委員が最後の方でおっしゃった、手前が下がってしまったために、実は景気の足取りというか、経済の足取り自体が思ったほど強くなかったということが言える。さらに、足許の月次の数字が幾つか出てきて、米国経済に対する少し弱い見方が増えてはきているが、同時にGDPの下方改定もそれなりの効果があったのではないかと思っている。ポジティブかどうかだが、足許、従来思っていたよりもGDPの伸びが良くなかった訳であるから、貯蓄率が少し上がって、それに伴って家計のバランスシート調整が進んでいたというには、少し無理があるのではないかと思っている。むしろ、改定に伴って、貯蓄率は3%とか4%ではなくて、5%、6%だったということは、私共を含めて、やはりそういうことだったのかという感じで、少し見方が分かりやすくなったという印象を持っている。

西村副総裁

その点だが、今度のGDPの改定は支出面からの改定であるな。今まで大きな問題であったのが、生産面からのGDPの動きと支出面からのGD

Pの動きがかなり乖離していたということであった。それがどの程度解消したかが私にはよく分からない。後でも良いから、もしそれについての情報があれば少し教えて頂きたい。

大野国際局長

承った。

西村副総裁

それから次に、少し気になるのは中国である。中国の消費財小売売上高で、固定資産投資などが若干下がっている影響はみられるものの、消費が比較的強いことはそのとおりだと思う。ただ、2008年はこれが+21%あった訳である。それからすると——勿論 2009年は非常に落ちた訳であるが——少し下がっているようにみえることの評価と、またよく言われていることではあるが、都市に比べると、農村の消費の伸びがやはり弱い。弱いと言っても、実は相当高いのだが、比較の問題として弱い。逆に言えば、その面である種の需要増の限界みたいなものがあるのかどうか。それについて、農村部の消費の弱さを比較的強調する人もいるので、その点についての評価を少しお聞きしたい。

大野国際局長

小売高総額のパーセンテージで言った場合、2割位だったものが、今は17%、18%と、10%台の後半ということであると、国全体としてみた場合、どこかに弱いところが出てきているのではないかと思うが、アネクドータルな情報あるいは北京事務所からの情報も踏まえると、この18%レベルといった数字は、リーマン・ショック後の回復過程においては、かなりしっかりしたものであるというように評価している。それから、農村部については、勿論地域によってばらつきがあるかもしれないが、やはり例の賃上げの話みたいなものもあるように——内陸部と沿海部との間の物凄く大きな格差は歴然としているが——、内陸部の方の所得水準は相当程度底上

げされているといった動きはしっかりと進んでいるので、そういった面からの消費に対する下支え要因として期待できるのではないかとみている。

須田委員

もう一度先程の話なのだが、その他の修正としてPCEがあるが、2003年の頃もコアのPCEデフレーターが後でかなり上方修正された。デフレ懸念と言っていたのに上方修正されたため、もしこの数字を知っていたらそこまで緩和していなかったのにとという議論もあった。今回、上方修正されているということが持つ意味は、今のところは大したことがないともて良いか。つまり、デフレ懸念と思っていた時に、数字が少し上振れたということで、考えを少し変えることに繋がることはあまり考えなくて良いか。

大野国際局長

過去のPCEデフレーターが、むしろ逆に下方修正されたのであれば、今は一部に相当デフレ的なことを懸念する論者が増えつつあるので、影響もあったと思うが、半年前、1年前のPCEデフレーターが少し上がったことについては、マーケットも含めてそれほどインパクトは少なく、平静に受止められていると思う。ただ、それにもかかわらず、足許から先行きについての期待インフレ率について、議論が急速に高まり始めている状況ではないかと思う。

須田委員

それは、ある意味、ポテンシャル・グロースが変わらないのであれば、今実質成長率が下がってしまったからギャップが拡大したという議論もあまりないのか。

大野国際局長

あまりない。

須田委員

それもないのか。

大野国際局長

然り。

中村委員

米国経済について、今の姿は想定した範囲内ということだが、先週出た雇用統計の数字は、やはりそういった経済の実態と整合的なのか。あるいは、最近、ジョブレス・リカバリーということが言われている。経済が成長してもなかなか雇用が増えない。日本でも若干そう言われているが、この雇用の状況は今の経済に大体合っているのか。そうではなくて、やはり実態に比べれば、かなりビハインドで、回復が遅れているのか。あるいは、物凄い失業者がいて、これはある程度回復しても時間がかかりそうだが、雇用の状態と経済の実態をどのようにみているか。

大野国際局長

少し説明の仕方が難しくなるかもしれないが、国際局でみていたジョブレス・リカバリー——雇用は、漸くピックアップして、その後も企業が相当リストラの努力を継続している中では、そんなに簡単には戻らない、非常に緩やかではないかといったところ——から見ると、幅の範囲内ではある。一方、一部わりと強気の見方をしていたマーケットの関係者——特に今年の前半位には、わりと順調に回復するのではないかという見方をしていた方々も少なくなかったと思うが——、そういう見方の人達にとっては、やはり少し失望感が強かったのではないかという気がする。先行きについてどうみているかを申し上げると、非常に緩やかに雇用がボトムを打ったのは良いと思うが、そこから先の回復ペースがなかなかそう急速に増える状況にはまだないのではないかと思っている。従って、我々の見方である米国経済のバンピーな動きの中においては、今回の雇用統計の回復ペース

はある意味で止むを得ないというか、そういう意味では、米国経済の回復の見通しに対しては整合的な動きという見方をしている。

野田委員

失業期間が僅かながらも——0.何か月だが——久し振りに改善したことインプリケーションについては、今のところ何とも言えないということで宜しいか。今までずっと、ことある毎に、Fedは、失業期間、失業期間と言っていた。

大野国際局長

勿論、暗い材料ではなくて、むしろ明るい材料であるが、暗いものが多い中で、それほど注目されていないということだと思う。

野田委員

3月位から少し雇用が回復しているので、それが何となく遅れて僅かながらも出てきているのかなという感じがしないでもない。3月、4月と良くて、5月、6月、7月とあまり良くはないが、その辺が累積的に少し影響している感じがする。ただ、今後もこの位の低レベルだと、とても縮まらないだろうという見方を私はしている。

大野国際局長

然り。回復の方向に向かっているので、そういう明るい材料が少しずつ出てくることは極めて自然なことだと思う。そういう意味で、失業期間の話もあると思う。ただ、全体としては回復と言いながら、別の少し悪いような数字もある。例えば、恒久的なレイオフ比率、つまり一時帰休ではなく、本当に辞めさせてしまう比率は、これはまだ少し足許では悪化している。だから、緩やかな回復の中で、少しずつ良い材料は増えてくると思うが、まだ、悪めの材料も同時に出てきているということをもみても、米国の雇用情勢については、厳しい状況が続いているとみて良いかと思う。

## 亀崎委員

その減速感についてだが、先程のFRB議長の「unusually uncertain」という発言で、何かマーケットが非常に敏感になったような気がする。私は7月21日の議会証言を読んでみた。これでは、最初の方で「2010年は3%ないし3.5%、2011年には3.5%、4.5%。マジョリティではダウンサイド・リスクはある。失業率は2012年末までに7%ないし7.5%」と、ちゃんと「ダウンサイド・リスクがマジョリティである」と言っている。ただ、ずっと後の方で「今まで採った非伝統的なメジャーをエグジットしていく」、そのくだりにおいて初めて「しかしながら注意深くやらなければいけない」と、なぜならば「Economic outlook remains unusually uncertain.」と、こういう流れで言っているので、私は、メイン・ストーリーはここにあると思う。これは、やはりこういう施策をやる時は、直ぐにエグジットするべきではないと、こういう文脈で出た言葉なので、ここに引っ張られるのはどうかと思う。そのため、色々資料をみてみたら、設備投資も良いし、それから自動車販売だってまあまあだし、鉱工業生産だって良いし、という中で、先程の話のように減速感が出てきたが、我々の方で考えていた米国のこれからの緩やかな回復を、これ以上変えるような状況ではないと感じた。ただ、マーケットは、欧州のストレステストの結果がまあまあ良かったところに、この言葉「unusually uncertain」が出てきたために、非常に何かペシミスティックになったという感じを持っている。

## 野田委員

それは、私も同感である。私のプアな英語力からみても、こここのところは全体に extraordinary と unusual が、何となく対語のように出てきていて、そこを強調したいが故に unusual が出てきたような気がしないでもない。unusual というのは、結構前から色々なところで使っている。然程 unusual でなくても。我々の語感が違うのかと思ったが、母国語とする人

達も非常に反応したので、少し驚いている。

須田委員

その部分は、その前のミニッツにもしっかり書いてある。そこでは反応しなくて、ここで反応している。FOMCでやった議論を、アウトルックで、非常に不確実である、unusual に不確実であるといった話を、そのまま言っているだけなので、そこは悲観と楽観の間で、私は、過剰な悲観論に少し傾き過ぎているということではないかと思っている。

亀崎委員

片方では「very uncertain forecast」と。だから、色々なことを言っている中で…。

須田委員

それは、ずっと言っている…。

亀崎委員

言っているが、この中に一つ出てきたので、ここに何か新しいフレーズをみつけて飛び付いたということである。

中曽理事

中央銀行のコミュニティでも、実は大体同じような見方をしている。この部分は特に新しいことは言った訳ではなく、特に後段の出口のコンテキストの中で出てきた部分なので、流れとしては非常に自然ではないかという見方を、中銀コミュニティでもしている人達が多い。それ故、その部分のそのフレーズだけに飛び付いてマーケットが反応したことについて、やや当惑しているというのが実態に近いのではないか。ただ、マーケットがそれ自体を織り込んでしまっているので、今、非常に動きにくくなってしまっている。そういう意味でも困っているということなのではないか。

## 宮尾委員

マーケットの過剰反応ということと言うと、少し繰り返して恐縮であるが、もし、今後の米国経済の成長見通しが、来年、再来年と大方の予想どおり3%程度の成長が実現するとすると、今の長期金利の2.8%はどう考えたら良いのか。実質GDPの成長率は巡航速度で3%と、インフレ率は1~2%であると思うが、そうすると今のレベルはかなり低過ぎるという解釈も成り立つと思う。もし、このレベルを正当化するとすると、来年以降の実質GDPの成長率はもう少し下振れさせて2%程度となり、日本型の長期停滞を心配する声に繋がる。このために、今回の雇用統計の解釈では、悲観的な見方とメインシナリオを維持するというある種楽観的な見方とに、本当に今分かれているのだと思う。改めてお聞きするのだが、今の長期金利の水準なり、先程出た中期ゾーンがぐっと潰れてきているという辺りも含めてなのだが、今後の米国経済の先行きの見方と今の金利動向をどう整合的に考えれば良いか。

## 大野国際局長

マクロのバランスでみて、その切り口からみた場合のGDPの成長率は大体3%と私共はみているし、Fedはもう少し高い。もう一つは、ノミナルというか、インフレのところだが、ここは相当ばらついていると思う。私達は、かなりデフレ圧力は継続的に続くのではないかとみているが、それでも——GDPデフレーターだと少し議論が難しいので——CPIのコアでみた場合に、今は0.9%で、これはもう少し下がってもおかしくないが、そうかといってマイナスということは普通はあり得ないと思う。コンセンサス見通しも幅が今相当広くなっていて、コアCPIについては、下は0.67%位から上は1.34%位、それも少しずつ切り下がっているが、大体1%位である。それで、長期金利がどうかということである。成長率と物価見通しという観点からみた場合に、長期金利の水準がどうかについては判断が……。

須田委員

その部分については、先程お話があったように、短中期が潰れているから、それを除いた後の期間で長期的にどう考えているかをみないと分からない。例えば、5年から先のもっと長い期間の金利をどう皆が考えているかをみていかないと分からない。短期、中期が政策で潰れているということであるなら、全体の10年物がそのまま10年の平均ということではない。実際問題として、今の長期金利に織り込まれている部分が、どれだけ真の長期のポテンシャル・グロースとインフレ率を反映しているのかというのは、なかなか難しいと思う。

白川議長

議論の方はまた後です。今の宮尾委員の質問に対する大野国際局長の方の答えがまだ終わっていなかったのです。

大野国際局長

非常に難しい。

中曾理事

水準評価というのは、凄く難しいと思う。確かに今、中期のところまで、少し楽観過ぎた景気の見方が剥落する形で、やや強めに買い圧力として出ているのではないかという気がする。一方で、インフレ期待自体は、アンカーをされているし、フォワード・レートを見ると、恐らくスロープ自体は多少緩やかにはなっているが、長いところまで大きく潰れている感じではない。つまり、出口というタイミングからすると、来年の後ろ位にずれのような姿になっていると思うので、何と云うか、長い目でみた景気の大きな姿は、そんなに変わっていないのではないかという気がする。とすると、やはり少し行き過ぎた楽観論が修正される、その中で先程言った「unusually uncertain」という言葉に乗っかるような形で、やや短いと

ころは潰れ過ぎているという気が、個人的にはする。

須田委員

少し違う話を宜しいか。エマージングについて、インフレ懸念があるが、通貨高でインフレが少し抑えられているという話があった。他方で、本当かどうか知らないが、韓国が市場介入したという話がニュースで流れていた。通貨高を良い動きとしてエマージング諸国が許容しようというよりは、やはり輸出のことを考えて、自国通貨が通貨高になるとどうしてもそれを阻止しようという動きが出てくる、と考えておいた方が良いか。

大野国際局長

少なくとも、過去においてはそういう動きが非常に広範であったと思う。今回の局面についても、完全には確認できないが、先程おっしゃった国であるとか、他のアジアの諸国については、為替介入を行っていることは随分報じられているし、恐らくそうだと思う。ただし、これだけ各国において物価についても心配され始めている状況になって、私の印象としては、多くの当局が為替介入を輸出の競争力を維持するためにどんどん行うというよりも、今、元々少し輸出の調子がいいので、むしろそれは受入れながら、マクロ経済の一つとして通貨高を利用するという意識に、良い意味で転換し始めているのではないかと思う。ただし、韓国と——非常に複雑な方程式の中ではあるが——中国の2か国については、為替の介入とそれがもたらす物価上昇というか過剰流動性の問題に、より気を付けなければいけないと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、事前にお配りしている資料－4の参考計表でご説明したいと思う。図表6、実質輸出であるが、太い線、右端の4～6月がご覧のように大きく伸びている、数字で申し上げますと+9.5%である。1～3月よりも伸びが高まっている。ただし、細い線の実質輸入も4～6月は+6.5%と伸びている。このため、差し引きをした実質貿易収支——下段の太い線——は増加を続けているが、来週月曜に公表される4～6月のGDPに対する純輸出の寄与度を試算してみると、1～3月に比べれば、プラスの寄与度はやや小さくなる可能性が高いとみている。それから、今月は月次の動きにも注意しておきたいと思う。図表7で、6月単月の数字をご覧頂くと、実質輸出計で前月比-0.3%と、僅かではあるが減少している。昨年3月から15か月連続で増加を続けてきて、今次回復局面で初めてマイナスになった。元々想定されていたことではあるが、足許潮目に変化しつつあり、輸出はこれまでの急速な増加トレンドから、より持続可能な巡航速度へ移行しつつあると考えている。因みに、実質輸出の7～9月へのゲタは僅かに+0.1%と横這いであるので、そのことも踏まえると、四半期ベースでは、7～9月にはっきりと減速が出てくる可能性が高いと思っている。この足許の状況を地域別にご覧頂くと、EU向けが6月は-8.9%と大きく落ちているが、これはその前の大きなプラスの反動もあると思う。むしろ、基調的にみて注目される変化は、輸出の5割以上を占めている東アジア向けが5月+1.4%、6月-1.0%と、足許伸びなくなってきているということである。四半期ベースでも第2四半期は+4.9%と、なおしっかりとした伸びではあるが、次第に減速してきている。特に中国向けは足許2か月連続でマイナスになっており、4～6月の全体で見ても+2.4%まで減速している。中国向けのうち、自動車関連と中間財は4～6月全体でもマイナ

スになっている。やはり中国経済は、春頃までの非常に速いペースでの成長から足許は減速してきているという状況が、日本からの輸出にもそのまま表れているということかと思う。ミクロ情報でも、自動車や鉄鋼、化学辺りは既に2~3か月前から軽度の調整局面になっているが、それに加えて、足許ではテレビの在庫が地場メーカーを中心に過剰気味になっているという話も聞かれている。液晶パネルなど部品を供給している台湾メーカーが、一部ではあるが、7~9月は軽度の生産調整に入るという話も聞かれている。そうした中国、アジアの動きが7~9月の日本の輸出に表れてくると考えられるので、輸出はやはり7~9月は減速という可能性が高いと思う。こうした調整はいずれも一過性のものとみられ、例えば足許だが、非鉄金属の市況が多少反発しているとか、それから鉄鋼のアジア市況も底をつけた可能性が指摘されている。しかし逆に、いかなる減速局面も一旦始まると、それが行き過ぎる、あるいは長引くというリスクは付き物である。ミクロ情報でも、少し長い目でみた新興国の強さを疑う声はないものの、当面年末辺りまでの状況については、米欧の動向も含め、海外経済全般に不透明感が強いという見方が、先月よりも幾分増えてきている印象である。それから、為替円高の影響にも注意が必要と考えられる。

輸出は以上だが、輸入についても簡単にみておく。図表12、実質輸入の計をご覧頂くと、6月は前月比+1.1%、第2四半期全体では+6.5%と比較的高い伸びになっている。下段の財別をご覧頂くと、第2四半期は全般に増えているが、特に伸びが大きいのが消費財+11.3%、情報関連+10.1%である。テレビ及び多機能端末を含めたパソコンなどが好調である。輸入は4~6月に想定以上に増えたという印象である。輸出入関連は以上である。

次に図表13、設備投資関連である。上段の先行指標のうち機械受注は新しい数字は出ていない。明後日に6月分が出るが、5月をご覧のように前月比-9.1%と大幅に減少しているので、反動でどの位戻るのかが注目される。建築着工は、6月分は+3.6%と若干の増加であるが、四半期では-19.4%と、非製造業を中心に1~3月の反動が出た。ただ、鉱工業に

については、6月に東芝のフラッシュメモリ工場とみられる大型案件が出たこともあり、4～6月の反動は幾分小さくなっている。均してみれば緩やかな増加基調とみても良いような姿になっている。同時指標の資本財総供給であるが、除く輸送機械ベースでご覧頂くと、4～6月は+2.7%である。4～5月の段階における-0.1%よりは良くなっており、これは4～6月のGDPにとってはささやかなグッドニュースと言えると思う。今月はもう一つ、一番下の政策投資銀行の設備投資計画が出ている。2010年度について全産業で+6.8%、うち製造業が+8.9%、非製造業が+5.5%と、いずれも3年振りに増加する計画になっている。この調査の対象企業は大企業であるので、ご参考までにその上にある6月短観の大企業と比べて頂くと、短観では全産業+4.4%に対して、政策投資銀行の方が+6.8%と強めである。特に製造業において、短観よりも強い度合いが大きくなっている。元々、短観の大企業・製造業については少し元気がないかなという印象であったので、今回政策投資銀行の方でももう少し元気がある数字が出てきているということで、それはそれで良いのだが、どちらが正しいかは正直に申し上げてよく分からない。ただ、いずれにしても、2010年度の設備投資が増加するという方向性については、また一つ証拠固めができてきたと言える。なお、この調査は設備投資の中身についてもある程度詳しく聞いているので、簡単に特徴を申し上げておく。まず、製造業については、キーワードは環境・省エネルギー関連ということであり、具体的には、太陽電池、エコカー関連、LED関連などが増えている。それ以外に、IT関連の能力増強もみられている。非製造業については、サービスの安定供給のためのインフラ整備が中心であり、具体的には、電力、鉄道、それから携帯の基地局などが増加する見通しである。設備投資は以上である。

大企業の企業収益について、図表18で確認しておきたい。上段が野村証券調べによる上場企業(連結ベース)の経常利益の見通しであるが、2010年度はご覧のようにかなりの増益が見込まれていて、一度大きく落ち込んだ製造業も2010年度は2003年度並みまでは回復しそうな雰囲気になってきている。中段がその予想の修正状況であって、細い線が2010年度であ

る。ご覧のように、製造業を中心に上方修正されてきているが、極く足許については上方修正の動きが止まってきている感じがある。実は、この資料配付後にもう一月分予想が伸びていて、製造業はこの後ほんの僅かであるが下方修正、非製造業はほんの僅かに上方修正、全体で横這い圏内という動きになっている。先月末から今月初めに出てきた4~6月の決算発表でも、4~6月の好決算にもかかわらず、通期見通しは据え置き、あるいは上方修正しても足許の分だけという予想が多かったと思う。年度下期について、企業は慎重にみているという印象である。企業部門は以上である。

図表 21、家計関連である。GDP統計の需要側からの推計に一部使われるのが、太い線の家計調査<除く住居等>、それから実線の家計消費状況調査であるが、いずれも4~6月はかなりのマイナスで着地している。振れの大きい統計であるから、実態がここまで悪いとは思にくいし、現に供給側の統計は緩やかな増加を続けているが、この需要側の統計の弱さが少し勝っているので、4~6月のGDP個人消費は幾分マイナスになる蓋然性が高いとみている。販売統計の方で耐久消費財であるが、このところ横這い圏内で推移している。図表 22、各種の指標についても総じて横這い圏内で推移している。細かくみると、コンビニが足許若干上向きである。デザート類などの商品力が評価されているという模様であるが、持続性についてはよく分からない。百貨店は6月が弱い動きになっているが、これは中元セール開始時期が今年は7月にずれ込んだ先が多かったために、食料品を中心に落ちているということであり、7月は幾分挽回していると聞かれている。ただし、これまで意外に底堅かった高額商品、すなわち宝飾品や絵画については、7月は悪化したとも聞かれている。単月の振れの可能性もあるが、百貨店筋では株価低迷等の影響を多少懸念している状況である。サービス関連では、旅行——太い線——が持ち直し基調がはっきりとしている。夏の予約も好調と聞かれている。他方、外食は一進一退で、足許は若干弱めの動きである。次の図表 23 であるが、この図表上は特に変わっていないが、一番下の景気ウォッチャーで先程新しい数字が出たのでご紹介させて頂く。家計動向関連の景気ウォッチャーであるが、こ

の図表上では太い線の景気の現状判断D Iは右端が 46.2 という数字だが、これに続く 7 月が 49.4 ということで、3.2 ポイント改善をしている。ただし、細い線の先行き判断D Iは右端 47.8 の後 7 月は 46.2 と、こちらは 1.6 ポイント悪化をしている。足許の改善については、猛暑効果がコメントで入っている。また先行きの悪化については、エコカー補助の終了といったことも言われている。このように、個人消費は全般に足許強弱の動きが入り混じっているが、4~6 月のGDP個人消費は小幅マイナスとなる可能性が高い。ただ、それはそれで統計の振れの部分もあると思うので、判断としては、引き続き持ち直し基調ということで良いと思っている。以上が個人消費であり、次の住宅は特に大きな動きはなくて、特に申し上げることもないので、説明を省略する。

図表 26、鉱工業生産である。6 月の前月比が-1.5%と比較的はっきりとしたマイナスになって、マーケットではネガティブ・サプライズであったようだが、この程度のマイナスは我々の想定どおりであって、どちらかと言えば、マイナス幅がむしろ若干小さくて済んだというイメージである。この結果、4~6 月の生産は前期比+1.4%と概ね想定どおり、強いて言えば心持ち上振れて着地している。1~3 月の+7.0%に比べると急減速であるが、季節調整の歪みを修正した実勢で見れば、1~3 月が+4.0%程度であり、4~6 月は+3.0%程度へと緩やかに減速しているというイメージである。在庫であるが、6 月末在庫が 3 月末に比べて 3.4%増加していて、出荷の伸び+1.5%を上回っている。その結果、在庫率が足許は上がっている。この在庫の増加は、寄与度でみて一番大きいのは情報通信機械であり、具体的には、テレビやパソコンの新商品投入に伴う前向きの在庫増と聞かれている。後ろ向きの意図せざる在庫の増加が起きている訳ではないと、取り敢えずマイクロ情報では聞かれている。生産については、この先 7~9 月は、4~6 月に大きく伸びた電子部品・デバイスの増加ペースが鈍化する一方で、4~6 月に一旦減少した自動車が、国内の駆け込み需要の影響で増加する見通しである。7~9 月全体では、実勢ベースで 4~6 月よりもやや減速して+2%台半ば位と予想している。これが前月段階では+3%

前後と申し上げていたので、若干の下方修正をしている。その背景は、鉄鋼を中心にアジア向け輸出に軽度の調整が生じそうなことと、一部自動車メーカーで半導体の調達不足から 7 月に減産を余儀なくされているという、その二点である。ただ、まだ 7 月の実績も出ていないので、予想の不確実性は大きい。輸出の調整がもう少し大きくなって、生産の下振れが起こるリスクがある一方で、国内の猛暑効果でエアコンや飲料等が上振れる可能性があるのと、両面みている。その先の 10～12 月については、エコカー補助終了の影響がもろに出る。国内販売の急減をある程度輸出で補っても、自動車の生産は前期比 1 割以上減少しそうであり、それに伴って、関連する業界の生産も下押しされると予想される。それらを踏まえて、生産全体では 10～12 月は実勢ベースで 2% 台半ばの減少と我々は予想している。ただし、この予想でも海外経済が総じて順調な展開を辿るということが前提であり、海外情勢や為替相場の不透明感への言及が多くなっている今の産業界の雰囲気やストレートに受止めれば、10～12 月は今申し上げた数字よりも下振れるというリスクの方を、若干強めにみておくべきかもしれない。なお、以上申し上げた見通しは実勢ベースだが、季節調整の歪みが 7～9 月を押し下げて 10～12 月を今度は押し上げる方向に動くので、公表される統計はもっと緩やかな変動になり、4～6 月の実績 +1.4% の後、7～9 月は概ね横這い、10～12 月は小幅の減少というイメージになる。生産は以上である。

次に、図表 31、雇用関連である。太い線の失業率が 6 月分は 5.3% となって、これで 4 か月連続で 0.1% ポイントずつ上昇している。一方、細い線の有効求人倍率が、6 月分は 0.52 倍となり、こちらは少しずつ改善している。ただ、これもレベルがまだかなり低く、過剰雇用が残るために、求人がなかなか活発化しにくい状況に引き続きあると判断している。次に、図表 32 の太い線の雇用者数だが、足許の状況はほとんど変わらない。今年に入ってマイナス幅がかなり縮小したが、その後は足踏みである。図表 33、名目賃金であるが、右端が変則四半期の 6～8 月の頭、6 月分だけが入っている。これだけみると、白い部分の特別給与を中心にプラス幅が順

調に拡大しているかのようにみえるかもしれないが、6月は特別給与のウェイトが特に高い月である点に注意が必要である。この後、7月、8月が入って3か月全体で評価すれば、この白い部分のプラスは薄まって、大分小さくなると考えられる。加えて、灰色部分の所定外給与についても、所定外労働時間の前年比伸び率が低下傾向に転じているので、プラス寄与がこの後も縮小する可能性が高いとみられる。この間、所定内給与については、足許は変化がない。このようにきっちりみていくと、賃金も明確に上昇に転じたとはまだ言いにくい段階にあると判断している。以上のように、雇用・賃金については、一頃に比べれば厳しさの程度は和らいでいるが、足許は改善方向の動きに足踏み感がみられる。この後、生産やGDPの増加ペースは鈍化するとみられるので、雇用・賃金面でのはっきりとした改善は、やはりまだ暫くの間は期待しにくい状況が続くと考えられる。雇用関連は以上である。

次に、物価であるが、企業物価指数は前回会合以降、新しい数字が出ていなくて、7月分が出るのは明後日になるので、本日は消費者物価だけご覧頂きたいと思う。図表 42、太い線の総合（除く生鮮食品）は6月が前年比 $-1.0\%$ 、細い線の総合（除く食料およびエネルギー）で前年比 $-1.5\%$ になっている。これをさらに高校授業料を除いたベースでみると、図表 44、上段の太い線が総合（除く生鮮食品・高校授業料）で、細い線が総合（除く食料およびエネルギー・高校授業料）になるが、いずれもマイナス幅が縮小傾向にある。6月は、食料工業製品とかその他財のような細々したものが、結構多い項目でマイナス幅が若干縮小したことが恐らく影響して、一番下の上昇・下落品目の比率も漸く若干上向きになっている。ただし、先行きはなおあまり楽観できない。図表 43 をご覧頂きながら先行きを展望したいと思う。④石油製品の列であるが、直近の6月の総合（除く生鮮食品）への寄与が $+0.47\%$ ポイントになっているが、足許ガソリン価格が軟調になってきているので、このプラス寄与が7月以降は $+0.3\%$ ポイント前後で推移する可能性が高いとみている。このため、取り敢えず7月はそれが効いて総合（除く生鮮食品）の数字は、6月の $-1.0\%$ から7

月は-1.1%位へと、マイナス幅が若干拡大すると予想をしている。総合（除く食料およびエネルギー）の6月の-1.5%も、実はラウンドの関係で若干マイナス幅が縮小している面もあるので、この後は、そう簡単にマイナス幅は縮小していかない。場合によっては、若干の揺り戻しが起こる可能性も否定できないと思っている。実際、1か月早く出ている東京の動きをみても、基調的なマイナス幅の縮小というのは非常に緩やかである。勿論、10月以降はたばこ税の引き上げという押し上げ要因があるが、消費者物価の実力ベースでのマイナス幅の縮小というのは、極めて緩やかにしか今後は展開していかない可能性が高いとみている。これまでもそのようにみている訳だが、その判断を変えるような材料が出てきていないということである。

以上、今月の状況を簡単に振り返っておくと、まず、輸出は増加を続けているが単月では伸びは止まってきており、四半期でもこの先7~9月は伸びの鈍化がはっきりしてくると展望される。それに伴って、生産も増加を続けているが、自動車の駆け込み需要やその反動などを均して基調的にみれば、本年後半の生産増加ペースはかなり緩やかになるとみられる。この間、ここまで企業収益は順調に回復してきているが、そこから先の設備投資あるいは家計部門への波及は、なお限定的なものにとどまっている。海外経済というメイン・エンジンが減速局面に入りつつあり、自律回復へのトランスミッションもまだはっきりと作動していない状況なので、景気全体の判断をなかなか一歩前に進めにくい状況にある。今のところ、7月中間評価自体の標準的な見通しを維持するということが妥当と考えられるし、2011年度まで展望すると、新興国が想定以上に強く推移するという可能性も引き続き残るので、上振れ、下振れの可能性をどちらも同じようにみておくという、リスクは上下対称であるということで良いと思う。しかし、もう少し短期的に目先3か月、6か月という期間については、海外経済、為替動向などによっては下振れる可能性の方を、若干強めにみておくべきかもしれないと思っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

今後を見通すうえで為替動向がやはり気になる。その為替動向が日本経済にもたらすチャンネルとして、どれを一番重視しておいたら良いか。勿論、一つは貿易があると思うが、もう一つはマインドであるとか企業収益であるとか。マインドというのは非常に測りにくいと思うが、どういう心構えをしていたら良いかということについて、何かあればお願いしたい。

門間調査統計局長

基本的には輸出だと思う。輸出が実際にもし減速が明確にならない、ないしは意外と強いということであるならば、マインドもあまり腰折れない可能性が高いと思うので、やはり輸出のところにどういう数字が出てくるかが一番大きなポイントになると考えている。今、企業収益への影響を考えると、輸出の量だけではなく、輸出の換算の影響がどうかも当然問題になってくるので、名目の輸出がどうなるかがポイントだと思う。この前の企業決算で、ユーロ／円の方は大体 110 円前後にまで為替の想定を修正しているのだが、ドル／円については 90 円位がまだ結構多い。若干修正しても 87～88 円というところが多くて、85 円だと多少想定対比円高過ぎるという感じに、企業からするとなると思う。それ位になった時の輸出への影響と企業収益への影響がポイントになると思う。

宮尾委員

その輸出の影響について、実質実効レートでみると、今それほど高い水準ではない——かつてと比べるとであるが——という議論にもなり得るかと思うし、もう一つ追加であり得る議論は、例えばドル／円レートが一定であったとして、アジアの通貨が徐々にではあっても切り上がってくれば、相対的に対アジアということと言うと、逆に円が安くなるという議論

も可能ではないかと思ったりする。勿論、それはアジア通貨の動向に依存するが、その辺も含めて、もし何かあれば——実質実効レートの話も含めて——お願いする。

#### 門間調査統計局長

図表 11 に実質実効レートがある。確かに、レベル的には今のレベルが円高かと言うと、過去のレベルと比べてもそうではない。ただ、足許の変化が一番重要なので、そういう意味で、足許の変化はちょっといやらしい変化をしていると受止められているということかと思う。それから、対アジア通貨ということと言うと、先程もご議論になっていたが、やはり中国と、とりわけむしろ韓国である。中国はどちらにしてもあまり変動しないだろうという見方が強いのだが、韓国はもう既に二年前に比べてウォン安円高になっているし、足許も折に触れてウォン安方向に振れる傾向がある。従って、その辺りは、特に電機メーカーは韓国と相当競合するので、かなり神経質になっている。また、これからは新興国向けのインフラ等でも、為替——対ウォンとかその辺り——も多少意識に入ってくると思うので、実はアジア通貨とは言っても、結局ウォンがどうなるのかが、多くの産業界の方々が一番気にされているところである。そこは必ずしも円安にどんどん行くという感じにはなっていないということかと思っている。

#### 野田委員

非常にこれはプリミティブな話で、円高というと、すぐそういう議論になる。焦点がそこだけに当たってしまう。この辺は、もう少し何か円高のメリットにも目を向ける必要があると私は予ねてから思っている。

#### 門間調査統計局長

そこは非常に苦しいと思う。部分的には勿論メリットはある。当然、輸入財が安くなるということで、実はその輸入が7月に入ってから結構強くて、もしかすると円高の影響もあるかもしれないと思っている。それは

それで、ある種分業構造が、より低コストの物を利用するという方向に進化していくということなので、その点はメリットがあるが、今の日本はやはり純輸出の伸びでかなり景気が支えられているので、そこが薄まってくることは景気への当面のリスクが大きいとみるのが自然だと思う。正直言って、例えばモデルなどをまわしても、円高は必ず日本経済を悪化させる方向に働くので、部分的に良いところ取りして色々言っても、トータルでやはり円高は短期的にはデメリットが大きいのではないかという議論には、なかなか対抗できる有力な材料はないと申し上げざるを得ない。

須田委員

4～6月のQEがどうなるかをパーツパーツでお話しして頂いたが、トータルでみたらどの程度なのか。

門間調査統計局長

元々+0.7%位と予想していたが、それ対比では、少し下振れそうな感じである。個人消費が若干のマイナス、純輸出は+0.4～+0.5%位のプラスであるが、設備投資などは若干のプラスにとどまる感じなので、トータルで恐らく+0.4～+0.5%位ではないかとみている。因みに、マーケットの平均でも大体+0.5～+0.6%位である。従って、それほどは違わないと思っている。いずれにしても+0.5%前後、年率で+2.0%位という辺りが、一番蓋然性が高いと思っている。ただ、注意事項として、2次QEについては、法人季報が4～6月の段差もあって結構暴れるので、9月の数字をみないと、なかなかピクチャーが決まらないという面もあることをご留意頂きたい。

須田委員

輸出は減速しているということであるが、輸入が増えていることについて、円高かもしれないという話はあった。一方で、輸入の方はエコポイントといった家電などの政策効果もある。円高効果によって予想以上に増え

る状態が続いていくと考えているのか。

#### 門間調査統計局長

まだそこは完全に分析し切れていない。先程輸入が7月に入ってからも増えていると申し上げたのは上中旬の数字であるが、これが随分増えている。ただ、中身がまだ分からないので、何がどういう理由で増えているのか、その辺りは月の数字全体が明らかになってからもう少し分析してみたい。取り敢えず先程4~6月のところでご覧頂いたように、足許強いのはご指摘のあったパソコンとかテレビとかそういうものである。そこは、まだ個人消費はエコポイントが年末まで続くので、かつ地デジ対応が一年を切ったということで、実は先程の景気ウォッチャーの中でも、一部ではあるが、地デジ対応向けの需要が増えているという話も出てきている。これから地デジ対応をする人は低価格の物を買う人が恐らく多いので、多分輸入品である。そういうところで輸入が増えていくというトレンドが結構強くなる可能性があるので、その辺は円高の影響だけではなくて、最終需要との対応関係もみていきたいと思っている。

#### 山口副総裁

先程、国際局長は「世界経済全体については概ね我々が見通したとおりだ」という評価をしていた。そういう中で、日本経済について、門間調査統計局長の言い振りは、ニュアンスとしては多少弱めに振れつつあるというように受止めた。それは、どういう考えによるのか。

#### 門間調査統計局長

まず、2011年度までの大きなピクチャーは、我々も基本的に見方を変えていないとご理解頂きたい。そのうえで、目先3~6か月位のところについて、多少下振れリスクがあるのではないかと申し上げた。そこは、恐らく世界全体と違うところが二つあって、一点はやはり為替である。先程からご議論になっている為替があるということと、もう一点は、4~6月

までの日本の輸出が非常に強かったことである。その中身として、電子部品関連やそれに関わる一般機械などが非常に強かったので、それはさすがに強過ぎたのではないかという訳で、その反動が日本に関しては出る可能性が高いということである。現に、電子部品は非常に強かったが、今回お配りした図表 10 の情報関連輸出をご覧頂くと、中段の世界半導体出荷の 4~6 月のところで、アジア向けが急速に伸び率が低下してほぼゼロになっている。これは、4 月の時はもっとずっと伸びていたのだが、5 月、6 月と急速に縮小して、足許はかなり伸びが低下している。この大きな変化が、当面、日本の輸出環境としては多少調整色を強める方向に働くとみている。

野田委員

1~3 月、4~6 月辺りの輸出が当初想定していたより相当上振れた。それのある種反動という見方をしたのだが、そういう見方で良いのか。

門間調査統計局長

基本はそれで良い。反動であるから、基本的には小幅の調整でとどまって、7~9 月に一旦減速するが、10~12 月以降はまた基本的に巡航速度で行くとみている。ただ、そこは先程申し上げたように、一旦減速が始まると、それが長引くリスクは常にあるので、そこが年内一杯位は、今の産業界の声をそのまま申し上げると、不透明感が強いということに尽きる。元々電子部品関連で言われていたのは、最終商品——パソコンとかテレビとか携帯電話とか——の伸びの予測に比べて、足許の部品の出方がやたら強いという話があって、どうもその調整が若干入り始めている可能性がある。ただし一方で、そういう IT セット関連はそうなのだが、インフラ関連とか光通信関連とか、極く普通の白物家電に使われるパワー半導体とか、そういうものは意外とまだ部品が足りないという話も聞かれる。従って、いわゆるパソコン、携帯系の部品が多少調整に入るというのと、一方で、そういうもう少し極く普通の白物とか重電関連の部品が足りないということと両方あるので、まだそれほど悲観的にみる必要はないが、多少その

調整が入る可能性が高いと今はみている。

白川議長

先程の円高が日本の企業に与える影響のルートだが、輸出という面でのルートを考える時に、よくある議論として、昔に比べるとグローバルなサプライチェーン・ネットワークが発展しているとか、あるいはそれとほぼイコールかもしれないが、色々とところに生産拠点を持っているので、輸出については為替の動きをみながらどこで生産するかも併せて考えていく、大きな流れをみるとそういった体制に変化していると思う。それをメカニカルに言うと輸出数量の為替レートの弾力性に影響してくるという仮説にはなる訳だが、ある程度 10 年単位で括ってみた時に、そういった為替レートの弾力性は変化していると日本の場合言えるのかどうか、そこはどうみれば良いか。

門間調査統計局長

長期的にというよりも、時期によって非常に測り方が難しい。プラザ合意とか、93～94 年に大きく円高になった場合の反応の仕方と、そうでない時の反応の仕方はプロポーショナルではないので、なかなか正確に測り切ることは難しい。印象としては、それほど変わらないのではないかとみている。例えば、アネクドータルには、今おっしゃったように世界に生産拠点を持っているということで、為替の変動に対して生産の拠点を移動させるというレスポンスが早くなっている面がある。現に、自動車などでも、円高になると直ぐにアジアの工場で日本向けの商品も作るということが起きていて、7月は恐らく自動車の輸入も結構入ってくるのではないかと思う。そういうことが起き始めているので、どちらかと言うと、レスポンスが早まる、つまり弾力性が高まる方向で動いているのではないかと想像はしているが、なかなか明確に計測し切ることは今のところ難しい。

白川議長

これは別に明日の決定会合に必要という訳ではないが、輸出量の関数をはじいてローリングで推定してみて、その係数がどうなっているのかをいつか教えて頂きたい。

門間調査統計局長

承知した。

西村副総裁

一般に言われていることは、現地生産が進むと、現地生産量は基本的に——勿論、動かすこともあるが——フラットに、つまり動かさないようにしておくだろう。そうすることで、生産を効率化することができるからである。そうすると、どうしても変動部分は最終的にはバッファーとしての日本に来る形になる。従って、輸出関数を推計する時は、為替の動き等の影響も線型の単純なものではなくて、リッジ・リグレッションか何かで、大きく変動した場合にもロバストな形の推計をしないと、信頼できる推計は難しいのではないか。

門間調査統計局長

それは、私が申し上げたなかなか難しいということのまさにコアの部分である。現地生産が進行していく時も、その過程において、一旦資本財が出るとか、生産初期の段階では中間財か何かが出るとか、そういうフェーズによっても変わってくる。そのフェーズが、その局面局面でまた違うのである。前回の局面と今回はまた違ったりするので、そこを自由度が少ないデータから明確に計測するのはなかなか難しいが、単純なローリング・リグレッションはできるので、それでどの位のことが言えるのかは検証できるかと思う。

白川議長

単純と言っても、勿論多少幾つかの変数はコントロールして欲しい。

門間調査統計局長

勿論、ベスト・エフォートでさせて頂く。

野田委員

かつて円高抵抗力を強めるのだということできっとやってきた。

門間調査統計局長

従って、企業としては円高抵抗力は強まっている。円高になったら、海外で生産をして日本で売るので、企業としては抵抗力は強まっているが、日本のGDPに対してどうかと言うのと、また話は違ってくる。

野田委員

マクロの話とは違うということであろう。ただ、そこがなかなかすばつと説明し切れてないというか、実勢として皆が「円高だ、円高だ」と騒ぐのは、多分世の中の実勢に合っているのだろうが、為替に対する抵抗力を強めるために、これまで色々企業が努力し、あるいは我が国経済も色々構造改善をやってきたわりには、相変わらず変わらない。

門間調査統計局長

そこは、大企業の方は抵抗力が強まっていると私は思う。むしろ、円高になった時に一番声が聞かれるのは、中小の下請けである。大企業は海外で作れば良いので、ある意味では問題はない。やはり国内での発注が減ることによって、中小の下請けが円高は大変だという声がずっと強いのである。その部分の構造調整がなかなか進まないということは、そこからの声が基本的に変わらないということに繋がっている可能性が高いと思う。

中村委員

グローバルな購買体制が進化し、色々なパーツを色々なところから輸入している。従って、国内のパーツ・メーカーも、もろに海外とコンピートさせられている。これで競合できれば良いが、できなければ「海外から買う、もう少し下げろ」というところに段々追い込まれているみたいである。

門間調査統計局長

以前ほど系列がはっきりしていないこともある。市場の中での大企業、中小企業のネゴシエーションになってくるので、そこはやはりそういうむしろ底辺のところの方が、円高に対して声が上がりやすい構造がずっと残っているのではないかという感じがする。

亀崎委員

海外における設備投資の傾向は、顕著に出ている。先程の政投銀であるが、製造業は国内設備投資に対する海外設備投資の割合が昨年 42.0%で今年は 57.2%であり、自動車は 111.7%、非鉄金属などは 96.0%となっている。そうすると、設備投資を増やす計画は先程も出てきたが、どこで増やすかと言うと、これは海外である。しかも、これには中小企業はなかなか付いていけない。現地のサプライ能力も高まってきているからである。こうなってくると、設備投資は増やすのだが、実際は海外で増やしていく傾向が強くなっているので、現在持ち直しに転じつつある設備投資が本当に増えていくのかは、先程の数字ではどちらか分からないが、良い方を取っていた。統計の取り方であるな。

門間調査統計局長

然り。対象企業が微妙に違ったりする。

亀崎委員

その傾向というのは、やはり気になる。

門間調査統計局長

その数字自体は、昨年と一昨年——2008年と2009年——の海外投資が凄く落ちているので、前年との比較で言うと、海外だけ凄く増えている感じになるが、トレンドでみると緩やかに海外投資比率が上がっている、そのトレンド線上に一応あると我々はみている。

亀崎委員

なるほど。

野田委員

私もグラフで回帰線を引いてみたが、やはりそれをはっきり超えているということとは言えない。

門間調査統計局長

然り。むしろ過去2年間、非常に海外が落ちた。海外の方がむしろプロシクリカルなので、非常に景気循環に対して反応しやすいという面があると思う。

野田委員

今おっしゃったように、2008年、2009年落ちたから跳ね上がっている。この跳ね上がっていること自体は、やはり我々の足許の然程強くないモメンタムの回復力の中では、やはり影響はそう小さくはないという理解の仕方もあるな。

門間調査統計局長

然り。小さくないと思うし、現に国内では政策投資銀行が8%位、短観でも3%位であるので、足して2で割れば5%位増える訳である。この回復局面で一年目で5%位増えるのは、そんなものかという数字でもあるの

で、取り敢えずゆっくりとした回復に今年度も入っていくのではないかと、国内についてもみていいと思う。

#### 須田委員

海外の設備投資についてであるが、日本企業の場合、国内での競争が厳しいという理由で、海外に出るのが進まないということもある。つまり、もう少し寡占化していれば、国内でもある程度収益が得られるから、喜んで海外にも出ていけるのだが、国内の景気が少し良くなってくると、国内でのシェアを確保しておきたいので、言っているわりには海外に出るのは嫌なのではないか。例えば、リーマン・ショックの時には急に皆海外に行こうとしたのに、今回、少し景気が良くなると、もう海外に出るのは止めるという企業の声が聞こえてくるという話を伺った。そのように、国内できちっと収益をある程度持つておくために、そちらに注視しなければいけないので、海外は少し手薄になるといった企業行動はあるのか。

#### 門間調査統計局長

それはあると思う。企業は、勿論、収益第一主義ということによって、海外先行という基本的なところは変わらないが、やはり同時に社会的責任ということも相当意識して行動している企業も多いので、できれば国内雇用を有効に使いたいという気持ちはあると思う。リーマン・ショック直後は大幅に落ちて——絶望的なところまで落ちて——しまったので、さすがにあの時は国内はもうだめだと思ったが、その後、意外とV字回復できたので、これだったら行けるかもという雰囲気になんか始めている状況である。これが、どれ位本当に長期的に意味ある戦略を国内で作り上げていけるのかはまだ分からないが、取り敢えずできる部分は国内でやってみようという気持ちも芽生えてきている。そのバランスとして、先程申し上げたような国内と海外の投資振り分けになっているということだと思う。

## 白川議長

短期的な景気の動向やGDPに直結するような話では全くないということは認識しているのだが、しかし長い目でみると大事だと思う話は、日本企業によるM&Aである。円高の場合は、一般論で言うと、少なくとも——日本のGDPがどうか分からないが——海外の色々な案件を手掛けやすくなっていくことは、一般的に認識されている。また、この後の金融環境にも関係するが、企業は非常にキャッシュリッチになってきており、取り敢えず手許資金はある。そういう意味で前から手掛けたい案件について、最後に何がプッシュするかを考えた時に、そういう金融環境はやはりプッシュする一つの要因だと思う。最近発表された関西のM&Aも、案件自体は勿論前からあるのだろうが、ああいう形で最後に決着するのは、やはり一つのエポックという感じもする。M&Aの案件は、世の中に出たものしかなかなかみえにくいのが、今その辺はどのように動いていると考えれば良いのか。あまり大して動いていないのか、その辺はどうみているか。

## 門間調査統計局長

これは、ミクロの話を知ると、必ず多くの企業が良い案件があればいずれ買いたいということをおっしゃる。そのためにもキャッシュを貯めておきたいと、必ずそうおっしゃるのだが、なかなか良い案件がないのかどうか知らないが、なかなかアクティブになっていかないという現実も一方ではある。あるいは、日本企業同士のM&Aにしても、全てがなかなか上手くいく訳でもないなど、やはりM&Aにはお金の面だけではなく、様々なハードルがあるということも現実だと思う。まず一つは、やはりM&Aは、そもそも非常に生産要素を組み替えてドラスティックに新規分野を開拓していくという意味では良い手段だが、それだけにリスクもやはり高いということである。そのリスクをしっかりとマネジメントできるようなノウハウとかガッツがないとなかなかできないという面があるというのが一点。あと、調整コストというのは相当馬鹿にならないので、M&Aをして、その後、社内融合とか社内文化の浸透とかをやっていく時に、なかなかそ

こも、これも鶏と卵なのであるが、これまでの実績が少ないが故にかもしれないが、そのノウハウの蓄積が十分ではないということがある。また、特に日本企業同士だとなかなか調整が進みにくい文化があるということが、どうも障害になっているという印象を受けている。従って、勿論金融環境そのものはプラス方向に効いていると思うが、なかなかそれで今目立ってM&Aが円高とも相俟ってアクティブになっていく方向かと言うと、そこまではまだ動きがみえていないというのが実態である。

野田委員

ただ、一頃に比べ、マイクロ情報は随分増えた。

門間調査統計局長

意識はある。

野田委員

ついこの間までは、それどころではなかったのだろうが。

白川議長

他にご質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

楡田企画局長

それでは「金融環境の現状評価」参考計表【追加】でご説明する。最初に、図表 2、インフレ予想である。3~10 年後までのインプライド・フォワード・レート of 推移をご覧頂くと、長期金利のイールド・カーブのフラット化が進むもとの、このところ低下しており、足許は 1.4% の水準にある。

このほか、事前にお配りした計表では1～3年後までの短期のインプライド・フォワード・レートを掲載しているが、これについてはほぼ横這い圏内の動きになっている。ここで、3～6年後までと、7～10年後までの2期間に分けてグラフを書いてみると、7～10年後のインプライド・フォワード・レートの低下がより顕著である。1.4%との比較で言うと、VaRショック前のインプライド・フォワード・レートが非常に低下した時期——2003年の6月であるが——は0.58%の水準だった。インプライド・フォワード・レートの低下をどのように理解するかと言うと、これはご承知のように、インプライド・フォワード・レートは、概念的には予想インフレ率と成長期待、それにリスク・プレミアムによって決まると考えられる。今から申し上げる点を踏まえると、インプライド・フォワード・レートのこの低下は、リスク・プレミアムの低下によってもたらされている可能性が高いと、今のところは考えている。まず一点目であるが、現在は、緩やかに景気が回復する中でインフレ率のマイナス幅も縮小しているという局面である。経済・物価情勢からは予想インフレ率、あるいは成長期待が下振れしているとはなかなか考えにくい。それと、また別の予想インフレ率の下振れを示唆するサーベイも出ていないといったことも言えようかと思う。二点目は、ある種、国際金融市場全体で投資家のリスク・アペタイトが回復してきている。これは欧州のストレステスト等を受けて——そういう動きが先程も報告されていたが——国内投資家の旺盛な債券投資事情が色々なマイクロ・ヒアリングやデータ等から窺われるということかと思う。こうしたことを考えると、やはりリスク・プレミアムの低下の部分が、何がしかこういったインプライド・フォワード・レートの低下に寄与していると考えるのが妥当かと思っている。ただ一方で、インプライド・フォワード・レートは、過去やや長い目で見ると、下段に予想インフレ率の推移も同じ期間で載せているが、大筋としては予想インフレ率の大きな動きと似通った動きをしていることも事実である。予想インフレ率の低下を反映している可能性も排除できないと思うので、今後、投資家の投資行動の観点、インフレ予想の両面から、この点については注意して

みていく。下段の予想インフレ率は、コンセンサス・フォーキャスト——通常は今後3年間の平均、今後5年間の平均、今後10年間の平均であるが——を今後3～10年の平均という格好で数値を計算し直したものである。インプライド・フォワード・レートと同じ期間の予想という格好で置き直したものであるが、多少の変動はあるものの、インプライド・フォワード・レートの動きに概ね添った動き——足許までのところは安定的に推移している——である。以上がインフレ予想の点である。

次に、図表3、資金調達コスト関連である。貸出約定平均金利については、短期（除く交付税特会向け）は前月に比べて幾分低下する一方、長期はスプレッドの厚いノンリコースローンのリファイナンスということで、若干上昇しており、新規総合では、除く交付税特会向けで若干上昇している。ただ、今申し上げたノンリコースローン等の要因を除けば、これまでの緩やかな低下傾向が続いているということから変わりはないと考えている。中段のスプレッド貸出のスプレッドであるが、短期はほぼ横這いである。長期については、これもノンリコースローンが若干出ているということで、計数的にはスプレッドは若干上昇している。下段のCP発行レートと社債発行レートであるが、CPについては、スプレッドは概ね前月から横這いで推移、発行レートも低位横這いで変化はない。社債スプレッドについては、A格が6月の+0.51%から7月は+0.31%に低下している。これは、REIT債が7月にはなかったという影響があるので、こうした要因を除けば、実勢はほぼ横這いの推移ということで、社債についても、A格以上はこれまでの動きが横這い圏内で続いていると思っている。こうした動きを受けて、図表4、企業の総資金調達コストは、月々多少の振れを伴いながらも、緩やかに低下している動きが続いている。

続いて、図表5、民間部門の資金調達であるが、上段の民間部門総資金調達は、7月が-2.6%と、前月の-2.5%から幾分マイナス幅が拡大しているが、ほぼ横這いの推移である。寄与度をご覧頂くと、銀行・信金・外銀計の貸出のマイナス寄与が縮小する一方で、直接市場調達のうち、社債のプラス寄与が若干減少するというところで、この両者の要因によってほぼ

横這い、もしくは若干のマイナス幅拡大という動きになっている。中段の民間銀行貸出及びCP・社債の発行残高であるが、銀行貸出計は、6月の-1.9%から7月は-1.7%と、全体としてマイナス幅が小幅縮小した。ただ、これは季調済でみると、ほぼ横這い推移であり、昨年プラス幅が徐々に減少する局面で前年の裏が出る格好でマイナス幅が縮小しているということで、実勢はほぼ-2%弱の地合いが続いている。CP・社債計の残高は、当月は-0.5%となった。CPは一部運転資金需要等を背景にマイナス幅を縮小させる一方、社債のプラス幅が縮小した関係で、全体では若干のマイナスということである。ただ、国内公募社債の発行額をご覧頂くと、7月も7,510億円と、社債については、金利低下の中で償還資金を金利が安い時に前倒し調達するという動きもあって、相応の規模が発行されている。このうち、5月後半以降やや様子見姿勢があったBBB格についても、7月は890億の発行であった。この点について、当月はやや纏めて、次の図表6でご覧頂く。図表6のBBB格社債の発行環境——(1) BBB格の流通スプレッド——は、全銘柄ベースの流通利回りと国債流通利回りとの乖離の推移をみたものである。ご承知のとおり、欧州のソブリン問題がクローズアップされた5月後半以降、このBBB格の社債については、慎重姿勢のもとで、取引及び発行額が停滞していた——投資家の様子見姿勢が強かった——が、当月については、外国人投資家比率の高い消費者金融銘柄を中心に流通利回りも低下してきている。右の消費者金融、投資法人債除くベースでスプレッド——少し集計する先を変えているため、左のグラフとは平行ではないが——をみると、7月は83bpである。これを過去の水準と照らしてみると、そこそこ——当月だけの要因もひょっとしたら入っているかもしれないが——スプレッドが縮小してきていると思う。パリバ・ショック前の2007年7月が81bp位であったが、過去2000年代に入って一番BBB格の流通スプレッドが縮小した時点は2005年辺りで、その時は50bp弱まで縮小していた。いずれにせよ、7月の流通スプレッドの数字は大分低下してきたと評価できると思う。(2)の発行銘柄をご覧頂くと、7月は、これまで起債を延期していたサッポロホー

ルディングス、鹿島建設が発行するというもののほか、永谷園が初めて発行するというものも含め、5銘柄が発行されている。以上、このスプレッドの推移あるいは起債環境、ここには出ていないが社債の発行金利自体が銀行借入金利と乖離幅が縮小してきていること、こういうことを踏まえると、発行環境自体は大分改善してきたことが確認できる状況になったというのが当月の判断である。

続いて、図表7、企業金融関連である。中段の金融機関の貸出態度をみると、中小企業（日本公庫）については、ほぼ横這いであった。当月は小企業（日本公庫）の4～6月の数字が出ており、1～3月の-19.4%ポイントから4～6月は-16.1%ポイントに大分改善している。この水準感を、過去に遡ってみると、大体2003年の下期の水準位まで改善しているということである。資金繰りDIも、中小企業の日本公庫と商工中金の7月の数字は横這い圏内で区々の動きが続いているが、小企業（日本公庫）の4～6月をご覧頂くと、1～3月の-36.0%ポイントから4～6月が-27.3%ポイントと、かなりはっきりと改善した姿が出てきている。この資金繰りDIとある種非常に平行に動いているものに業況判断DIがある。資金繰りDIの変化については、業況判断DIと中段の借入れ容易度の2変数で、マルチコリニアリティを排除しながらリグレッションしてみると、業況判断と借入れ容易度の改善によって、ほぼ中小企業の資金繰り判断の改善を説明できる状況であるので、この資金繰りDIの改善は小企業の業況がある種平行に改善してきていることも示唆している。この点が、日本公庫の調査でも明確になってきているということである。これを図でご覧頂くと、図表9であるが、(1)の企業からみた金融機関の貸出態度のうち、日本公庫の小企業——薄い線——の水準は、大体2003年の下期の水準にあたる。(2)の資金繰りも、時々調査によって振れがあるが、現在の水準は2003年の冬頃の水準まで改善してきている。こうしてみると、4～6月の時点までで、小企業も含めて、概ね2003年の水準まで企業金融の判断の水準は改善してきているということかと思う。図表8は、7月のローン・サーベイで、(2)の貸出運営スタンスと(3)の利鞘設定について一言付言したい。まず、黒

い太実線は中小企業向けの貸出運営スタンスであるが、積極化超幅が幾分拡大する——小幅改善する——という姿である。それと、利鞘設定のところは、格付け上位先、中位先、下位先と信用度に応じて分かれているが、格付け上位先についてはこれまでの利鞘が縮小する、この利鞘縮小超幅がさらに拡大する方向ということである。格付け下位先は、これまでは利鞘が拡大するところが多く拡大超になっていたが、拡大超幅がゼロになっている。この貸出運営スタンスと利鞘設定の両者を併せて考えると、金融機関の貸出ボリュームを確保したいといった意欲が、今回のサーベイにも出ているとみている。

最後に、図表 10、マネー関連指標である。上段のマネタリーベースであるが、7月は若干伸びを高めている。背景は、日本銀行券の発行高が伸びを若干高めたこと、それと日銀当座預金の伸びが高まったことである。中段のマネーストックであるが、M1が伸び率を若干高めた一方、M2、M3、広義流動性は伸び率を若干低めた。この要因であるが、M1は、現金通貨と預金通貨の両方とも伸びを高めている。背景は、子ども手当の支給——6月に3,500億円——が7月の平残で出てきている。また、企業の流動性預金の高止まりの動きが出た。定期預金は、企業が取り崩して当座の資金需要に対応しているので、残高は伸びを若干低めているが、流動性預金は手許を潤沢にするということでむしろ当月は伸びを高めている。こういうことがM1の増加の背景になっている。

なお、本日の午後公表された指標として、企業倒産関連の数字がある。これは口頭で申し上げる。倒産件数は、引き続き前年比大幅マイナスが続いている。7月の倒産件数は1,066件、前年比-23.1%であった。負債総額も2,753億円、前年比-25.8%と引き続き前年を大幅に下回る推移が続いている。このうち、資本金別内訳で見ると、1,000万円未満の個人企業の倒産が漸く6月に前年比マイナスになったが、これが7月についても-15.9%ということなので、あらゆる資本金の階層をとっても前年比マイナスが続くということになってきている。これが特徴点である。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

西村副総裁

図表2の(3)と(4)の見方を教えて頂きたい。スケールは同じと考えて良いか。そうすると、最近、急速に下がってきたところが、予想インフレ率の7月の調査と繋がっているとみて良いか。

楡田企画局長

このコンセンサス・フォーキャストは、年に2回——4月と10月——しかない。直近は4月であるから、現実にはこの急速に低下しているインプライド・フォワード・レートのもとで、予想インフレ率がどうなっているかは、データ上は得られていない。

須田委員

BBB格の社債については、かなり普通の状態に戻ってきたということであったと思うが、小企業の方はまだそういう判断はできないということであるか。小企業についての企業金融関連で、資金繰りなり、貸出態度の動きは、まだ…。

楡田企画局長

「まだ」とまではみていないが、多少振れる部分もあるので。事後的にみるとこの4~6月の調査では、小企業についても資金繰り判断、借入れ容易度とも、ほぼ2003年レベルまで、中小企業などとパラレルに改善してきたということではある。総じてという部分の見極めは、少し振れのある数字でもあるので、この4~6月の計数だけで判断するというよりも、もう少し慎重にここはみても良いかなと思っている。

須田委員

データとして四半期データがあるから、みようと思えばそういうところまでもう少しみていくという感じであるな。

櫛田企画局長

そうである。それと、ここでは日本公庫で代表させて小企業をみているが、他にここに載せていない小企業や零細企業のヒアリング情報等も含めながら、ここはみても良いかなということである。

白川議長

他にご質問はないか。

宮尾委員

民間部門の総資金調達について、図表5であるが、イメージで結構なので教えて頂きたい。2009年の平残が625兆円ということで、それぞれ内訳があって、この中には短期的な資金調達、長期の資金、あるいは銀行貸出なら運転資金、設備資金と分かれて入っていると思うが、短期の資金調達と長期の資金調達と両方入っているということで宜しいか。その場合、625兆円が今の日本経済全体の総借入額だとすると、どの位のイメージが長期なのか——長期と言っても雑駁で恐縮であるが——、もし分かれば後日でも構わないので教えて欲しい。

櫛田企画局長

これは後日ということで宜しいか。少し調べてみる。

雨宮理事

ストックベースであれば、銀行貸出は長短半々出ていて、あとは社債を長期に入れて計算することになる。ただ、宮尾委員のご質問が、借入れコストがフローでどのように動いているかを判断する時に、頭の中でウエイ

トを合成して考えたいということであれば、4頁の総資金調達コストに書いてあることが参考になる。每期毎期のフローの調達という意味では、CPの発行が2か月強で20兆円弱なので、大体月10兆円である。かつ、新規の貸出約定平均金利でみると、大体、短期7兆円、長期11兆円というウエイトになるので、頭の中で色々なコストを合算して、実際の企業のフローの資金調達コストを考える時には、CPと短期の借入金利と長期の借入金利を大体同じウエイトで合算して、それに社債を少し付け加えるというイメージで考えると、大体統一できる。

宮尾委員

ちょうど、1対1対1みたいな感じであるな。了解した。

白川議長

他にご質問はないか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、最後に金融経済月報の概要について、報告をお願いします。

関根調査統計局経済調査課長

それではお手許のA3の表で、私から実体経済・物価についてご説明させていただきます。まず左側の2010年8月をご覧頂くと、全く下線がない。ただ、右側をご覧頂くと、先月との比較では表現を落としたということで下線部が二つあるので、それを順を追ってご説明させていただきます。まず一つ目であるが、「企業収益や企業の業況感は引き続き改善しており」という部分については、いつも短観が出た時にこの表現を入れているので、今月は短観月でないということで表現を落としている。もう一つ、先行きの各論のパラグラフである。「輸出や生産は、増加ペースが次第に緩やかになっていくとみられるが」の「次第に」を落としている。これは、先程の門間調査統

計局長のご説明にあったように、4～6月でみれば輸出や生産はしっかり増えているが、7～9月になってくると減速が明確化してくるであろうということなので、わざわざ「次第に」と言わなくてもいいのではないかとということで削除した。私からは以上である。

#### 加藤企画局政策企画課長

続いて、金融面についてご説明させて頂く。まず、最初の段落、市況についてご説明する。前回の会合時は、為替——円／ドル——が大体88円前後、長期金利——10年物の利付国債の金利——が大体1.1%前後、株価については、日経平均が9,600～9,700円程度という水準であった。従って、これを記述すると、先月と同じ表現になる。

金融環境についても、全体としての評価は前月から変わっていない。各論については、右側の上から4行目、CP・社債市場のところ、先月は「総じてみれば」という言葉が入っていたが、これを今月は外してはどうかと思っている。こちらは先程榎田企画局長からご説明したように、BBB格——低格付け社債——の発行環境も改善してきており、これらを含めて良好な発行環境になっていると判断できるので、「総じてみれば」を取ってはどうかと思っている。

また、本日、マネーストックが公表されたことに伴って、一部表現を変えたいと思っている。一番下のところで「前年比3%程度の伸び」と書いてあるが、本日公表の数字では+2.7%であったので、「3%程度」というところを「2%台後半」としたいと考えている。私からは以上である。

#### 白川議長

ご質問はないか。

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

(16時44分中断、10日9時00分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に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7月14、15日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは池田元久副大臣、内閣府からは平岡秀夫副大臣である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入る。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。発言の順番だが、本日は、山口副総裁、宮尾委員、須田委員、野田委員、西村副総裁、中村委員、森本委員、亀崎委員の順番である。それでは、山口副総裁をお願いする。

山口副総裁

最初に、国内の景気・物価情勢だが、昨日の執行部の整理に特に違和感はない。景気の現状に関する総括判断としては、「海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある」という前回会合での判断を踏襲することで良いと思う。先行きについても、海外経済の改善が続く中で、緩やかに回復していくということだろう。物価に関しては、消費者物価の前年比

は、基調的にみると、下落幅は縮小を続けている。先行きも、基調としては、下落幅の縮小が続くと考えている。我々の国内経済見通しとそれにまつわるリスク要因については、前回の決定会合で纏めたところである。今、これらを修正しなければならない理由はないと認識している。ただ、内外の金融資本市場では、世界経済等に関し、幾つかのことが指摘されている。我々のリスク評価に関連することとしては、主に以下の四つが挙げられると思う。一つは、米国の景気回復ペースの鈍化、二つ目が、欧州経済に関する悲観論の後退、三つ目が、中国経済の成長減速、四つ目が、国内景気の先行き後退、である。以下では、今述べた四点について、改めて整理しておきたいと思う。

まず、米国の景気回復ペースの鈍化であるが、前回決定会合以降公表された経済指標をみると、コンフィデンス指標を含めた個人消費関連、雇用関連等を中心に、弱めのものが目立った。そのうえに、バーナンキ議長の「経済見通しは異例なほど不確実」との議会発言がことさらに注目されたこともあって、金融市場において、米国の景気回復ペースの減速懸念がにわかに高まっている状況である。しかしながら、公表された経済指標自体は驚くほど悪いものではなかったと認識している。バーナンキ議長の発言にしても、リーマン・ショック以降、米国景気の先行きに異例なほどの不確実性がつきまとうこと自体は我々にとっては当然の認識であり、その指摘に格別の違和感はなかった。従って、米国景気の先行きに関する我々の判断、すなわち家計などのバランスシート調整圧力が重石となって、回復のペースは緩やかなものにとどまらざるを得ないが、回復の道筋が途切れることはないという判断をここで見直す必要はないと考えている。勿論、市場が発するメッセージに対しては常に謙虚に耳を傾けなければならないとは思っている。

二つ目が、欧州経済に関する悲観論の後退である。欧州経済については、ストレステストが大きな波乱を呼ぶことなく経過したことで、一時広がっていた先行きへの悲観論はかなり後退している。銀行間市場での緊張感は和らいできている。CDSプレミアムは縮小しており、特に欧州系金融機

関のプレミアムの縮小幅は大きめとなっている。低格付け社債のスプレッドも小幅に縮小している。株価も上昇している。しかし、ストレステストは、ややシニカルに言うと、あくまでも当局によって制御されたテストである。金融システムの破綻といったようなドラスティックなテスト結果が出ることはそもそもあり得ない。トリシェ総裁がストレステストの結果を大成功と評するのについては、政治的な配慮があるとはいえ、やや違和感を覚えるというのが率直なところである。いずれにしても、現実の景気展開と金融機関の収益動向などに関して、ストレステストの結果を踏まえた市場のチェックが、この先シビアに行われることになるかとみている。こうしたチェックに欧州の金融システム全体が耐えられるのかどうか、この辺りは、ストレステストというイベントを越えた欧州経済にとって、引き続き大きな課題ということだと思ふ。欧州経済の元々の脆弱性と各国間のばらつきの大さき、先行きの緊縮財政の負のインパクトなどを考えると、景気の先行きについては、悲観論は後退したとはいえ、なお慎重にみておく必要があると思っている。

三点目が、中国経済の成長減速であるが、中国の景気については、元々過熱を如何にコントロールすることができるか、それによって持続的な成長パスに円滑に着地していけるかが鍵とみていた。我々としては、そのための政策当局の適切な舵取りを予て期待していたところである。従って、不動産取引抑制策等引締め方向への政策転換の結果として、経済のスピード調整が生じることは、少なくとも方向としては望ましいことであるとみている。問題は、むしろ、そうした舵の切り換えによって、適切なスピード調整が行えるかどうかということである。先進国へのキャッチアップ過程にある中国経済において、政策当局が経済のポテンシャルを把握し、それとの関連で実際の成長スピードを的確に制御していくことは至難の技ではないかと思ふ。先進国の金融緩和のスピルオーバー効果も与件として踏まえなければならぬうえに、政治的にはオーバーキルへの配慮が特に欠かせないとなれば、益々困難を極めると言わざるを得ない。中国経済については、この先若干のスピード調整は続くにしても、引き続き上

振れのリスクを念頭に置いておくべきではないかと思っている。

四点目が、国内景気の先行き後退についてである。国内経済については、輸出と生産が減速している。輸出は、6月の数字をみると、前月対比小幅のマイナスとなっている。今回の景気回復局面では、初めての減少ということである。この先は、これまでの速い増加ペースへの反動もあって、減速傾向が明確化しそうな情勢である。生産も、この夏場以降、猛暑による押し上げ効果があるとはいえ、伸び率鈍化の可能性が高まっている。特に秋から年末にかけては、財政面からの支援も減衰してくるだけに、生産は、自動車の落ち込みなどを中心に減少に転じる可能性が小さくないと思っている。こうした輸出と生産の減速を背景にして、景気全体の回復ペースも一時的にせよ鈍化する公算が大きいとみている。こうした回復スピードの調整自体は、これまでのペースが速過ぎたことを考えると当然のことであり、我々の想定範囲内と言って良いと思っている。ただ、このところ市場で言われている国内景気の後退懸念は、大枠としての緩やかな景気回復という我々のシナリオさえも崩れかねないといった慎重論だけに、違和感があるというのが正直なところである。勿論、最近の円高方向での為替相場の動きが我が国経済にどのように影響してくるのか、この秋以降の財政面からの支援の後退が実際にどの程度耐久財消費を減少させることになるのか、といった辺りに大きな不透明要素があることは事実である。これらが企業マインドをさらに慎重化させる可能性も含め、我々としては、注意深くみていく必要があるだろう。また、このところ失業率の反転上昇が続いていること、雇用者数の回復にも足踏みがみられることなど、雇用・所得環境の改善にブレーキがかかりつつあることにも目が離せない。国内民需の自律回復メカニズムが十全に作動するには至っていないもとの動きだけに、自律回復のメカニズムが動き出すにはなお時間を要するということになるのかもしれない。

以上のとおり、内外金融資本市場における最近の推移は、基本的には、我々が既に予想していたこと、あるいは望ましいと考えていた動きを、むしろ新しい展開、ないし好ましからざる動向と捉えたうえでの推移となっ

ているようにみている。従って、我々の世界経済及び国内経済に関する現状と先行き見通し、それにまつわるリスク評価をここで修正する必要はないと基本的には考えている。ただし、我が国経済については、輸出と生産がこれまでハイペースで増加してきただけに、この先その反動が出そうなこと、国内民需の自律回復の動きが広がりを持つにはなお暫く時間がかかりそうなこと、などの点に関しては、下振れリスクとは別に留意しておくべき事項ではないかと考えている。

最後に、最近の円高の動きについて簡単に触れておきたいと思う。円相場の推移を振り返ってみると、少なくともこの10年位は、世界経済の浮沈と軌を一にしてきたように思う。世界経済が大きく後退し、それに比べれば日本経済が優位というように市場から評価されると、円が買われ円高になり、逆の場合には円安になるという経験則が成り立つように思われる。こうした経験則に照らすと、最近の円高は、先程来述べてきたようなマーケットの世界経済についての評価が、集約的に表現されたものとみて良いと思っている。従って、マーケットの認識に行き過ぎや誤認があり、その結果としての為替相場の動きということであれば、そうした相場動向はいずれは修正されるはずと考えるのが合理的である。勿論、市場が常に合理的に反応するとは限らない一方で、我々の情勢判断も常に正しいとは言えない以上、為替相場が発するメッセージにもしっかりと注意を傾けて聞く必要があることは言うまでもない。この場合、近年の経験則を踏まえると、世界経済全体がこの先どのように推移していくのかについて、周到に見通しを行っていくことがまずは基本になるように思う。為替相場が円高になると、輸出面を中心に景気へのインパクトを測る癖が我々にも身に付いている訳である。もとより、こうしたインパクトの把握自体重要ではあるが、むしろ、為替相場のよってきたる本質的な所以をきっちり捉えることの方が、我が国経済への影響を分析するうえでは、第一義的に重要ではないかと考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

それでは、経済・物価情勢の現状認識から申し上げる。前回7月の決定会合以降に公表された経済指標を点検すると、米国及び我が国経済においては、足許景気の減速を示唆する指標がみられるが、一方で新興国経済の高成長を背景に、なお底堅い回復基調が継続しているとみている。欧州経済については、総じてみれば緩やかな景気回復が続いており、先月下旬に金融機関のストレステスト結果が公表されたことを受けて、金融市場も落ち着きを取り戻しつつあるように窺われる。もっとも、新興国の中で、これまで高成長を続けてきた中国経済を中心に、減速を窺わせる経済指標も出始めている。また、米国経済についても雇用・所得の回復が緩やかで、先行きの低成長懸念や、それを背景とした円高傾向が続いているということから、これらの諸点が我が国経済に与える影響について、引き続き慎重に見極めていく必要があるというように思う。

それでは、まず、海外経済について各地域の状況を見る。米国経済だが、先月と同じく、総じて緩やかながらも底堅い回復基調が続いているとみている。もっとも、足許では先程申し上げたように回復の遅れを示唆する指標が出てきている。本年第2四半期の実質GDP成長率は、前期比年率で+2.4%と、その前の四半期の+3.7%から低下した。内訳をみると、個人消費については+1.6%と緩やかな回復にとどまっているものの、設備投資については+17%と高い伸びとなっており、最終需要でみると前期並みの水準を維持している。個人消費関連では、消費者コンフィデンスは弱めの動きとなっている中で、貯蓄率が上昇しつつあり、消費行動の慎重さが窺われる。一方、設備投資については、企業収益が好調さを維持しているもとの、非国防資本財受注は堅調な増加基調を維持している。また、雇用・所得面だが、注目された7月の雇用統計において、非農業部門雇用者数は民間部門で小幅ながらも増加したほか、週平均労働時間や時間当たり賃金

が上昇し、失業者の平均失業期間も若干だが短縮した。非常にゆっくりとではあるが、雇用・所得環境は改善してきているということだと思う。今後も好調な企業収益が家計部門の雇用や賃金へと最終的に波及するという基本メカニズムは維持されるものとみている。そう申し上げた一方で、先行きの成長ペースについては、来年以降も3%程度の成長が維持されるというメインシナリオの見通しと、雇用回復のさらなる遅れや成長期待の低下などから2%程度の成長にとどまるという見方とで、判断が分かれている。現在のところ、私自身としては前者のメインシナリオを維持しているが、後者の見方については、バーナンキFRB議長の「経済見通しは異例なほど不確実」という議会証言、それをきっかけとして強まった追加緩和期待、そして中長期金利の一段の低下といった動きと整合的なようにも窺われる。その意味で、米国の今後の景気回復ペースがメインシナリオよりも遅くなるリスクは相応に強まってきていると私自身考えている。併せて、景気減速が懸念される中で、州レベルを含めた財政支出抑制の動向についても注意が必要であると考えている。

続いて、欧州経済だが、国ごとのばらつきはあるが、総じてみれば、持ち直し基調が続いている。雇用面では失業率が引き続き10%前後で高止まりし、個人消費など内需は弱めの動きが継続している。一方で、域外への輸出は引き続き増加基調を維持しており、それを背景に生産面でも緩やかな増加基調が続いている。この間、金融市場では、7月下旬に金融機関のストレステスト結果及び国債保有残高が公表され、その内容は欧州銀行セクターの透明性及び健全性向上に繋がることとして概ねポジティブに受け止められており、金融市場はある程度落ち着きを取り戻してきている。英国経済だが、引き続きポンド安を背景とした輸出拡大を起点として、個人消費や雇用・所得環境が改善するなど緩やかに回復してきている。

続いて、アジアを中心とした新興国経済だが、内需、外需ともに堅調で、高めの成長を維持している。中国経済については、輸出の拡大が続く中で、設備投資、個人消費とも堅調な増加基調が続いている。生産は、不動産取引抑制策の影響などを受けて、足許やや減速しているが、それは一時的な

減速とみられ、また持続的成長を維持するという観点では、むしろ望ましい調整であると認識している。インド経済やNIEs、ASEAN諸国の経済においても、中国の足許の減速等を受けて一部の国で輸出や生産面で若干の減速の兆しが窺われるが、総じてみればIT関連の輸出主導で着実に回復・拡大基調を辿っているとみている。

一方、我が国経済についてだが、引き続きメインシナリオに沿って、自律的回復へ向けた歩みを続けていると判断される。すなわち、新興国経済の高い成長などを背景に輸出が増加基調を維持し、実勢ベースでみた生産も増加を続けている。また、企業収益の改善を背景に、日本政策投資銀行の設備投資計画調査が3年振りに前年比プラスに転ずるなど、設備投資も緩やかな持ち直し基調にある。個人消費も、需要側の統計など一部に軟調な指標がみられるものの、総じて持ち直しの基調が続いている。雇用・所得環境については、有効求人倍率の上昇基調やボーナスの下げ止まりなど、厳しさを残しつつも足許緩やかな改善を続けている。先行きについては、各種対策が順次終了することや、新興国経済の減速などから年後半にかけて回復ペースが鈍化するものの、基本的には現在の基調を維持するものとみている。ただし、先程も申し上げたように、米国経済の今後の成長ペースが下振れるリスクが相応に強まっており、我が国の経済・物価動向への影響については十分注意していく必要があると考えている。最後に、物価についてであるが、消費者物価指数は、需給ギャップの縮小を背景として、生鮮食品を除くベース、食料・エネルギーを除くベースともに、前年比マイナス幅が縮小する基調が維持されている。

このように、我が国経済は、中国を中心とした新興国の高成長と米国の底堅い回復基調を背景に、自律的回復に向けた歩みを続けていると総括できると思うが、先行きのリスクについては、主として新興国経済の上振れと米国経済の先行き見通しに関する下振れの両方向に着目している。

まず、新興国の上振れリスクについては、中国経済の成長が足許一旦は減速する一方で、マクロ政策の対応の遅れや資本流入などから、その後、より一段と高い成長パスを描くという上振れリスクについて、相応にみて

おく必要があり、この点のリスク評価は、先月の点検と変化はない。

一方で、下振れリスクである米国経済の見通しと、それを受けた為替相場の今後の動向には重大な関心を持っている。現在のところ、我が国及び米国経済の先行き見通しについては、これまでのメインシナリオを維持している。一方で、この間、3%を割り込むまで低下した米国長期金利の動向をみると、それは期待成長の低下というファンダメンタルズの変化、またその結果として追加緩和期待を反映したものという解釈も成り立つ。為替レートについても、日米金利差縮小を背景として円高傾向が続いている。従って、米国の成長率低下懸念と持続的な円高というリスクはより強まっているとみられ、私としては、上下のバランスで申し上げると、下振れリスクをより意識をしているというように考えている。以上である。

白川議長

それでは、須田委員お願いします。

須田委員

最初に総括判断だが、前回会合以降公表された指標は概ねメインシナリオに沿った展開となっているとみている。4～6月期も+2%程度の成長を実現できた模様だが、消費や設備投資の自律的な回復力はまだ不十分であり、前月と同じ表現で良いと思う。市場では、バーナンキ議長の議会証言やセントルイス連銀総裁の発言、米国実質GDPや雇用統計などを受けて、米国経済の先行きに対する慎重な見方や追加緩和策に対する思惑がやや強まっているが、それまでの市場の見方が楽観的だったこともあり、振り子が反対方向に少し振れ過ぎていると、私自身は冷静に受止めている。むしろ海外経済を巡っては、足許では、最大のイベント・リスクとみられていたストレステストを無難に通過したことや、バーゼル規制の緩和方向での合意、米国でのSECとGSとの和解、金融規制改革法の可決などから、ギリシャ問題発生後高まっていた不確実性が幾ばくか低下し、下振れリスク、とりわけテール・リスクは低下したとみている。一方、国内に関

しては、耐久財を中心とする各種対策効果の反動や、IT関連財の韓国、台湾における供給増が需給バランスの悪化を通じて国内に波及してくるリスクなど、引き続き不透明感の強い状態が続いている。従って、展望レポートで指摘した上振れ、下振れ要因を引き続き意識しつつも、差し当たってのリスク・バランスは、海外経済については消費を中心とした私の慎重なメインシナリオのもとではほぼニュートラル、国内経済については引き続き年度後半にかけての下振れリスクを意識している。以下では、こうした点を念頭に置きながら、前回会合以降公表された経済指標をみていきたいと思う。

まず、米国だが、先月の中間評価の見通しに反映させた私自身の米国経済に対する慎重な見通しに照らせば、GDPや雇用統計の結果自体は特に違和感のあるものではなかった。私にとってサプライズだったのは、年次改訂によって過去の個人消費が下振れ、貯蓄率が大きく上振れたことである。この改訂によって、今後バランスシート調整のための貯蓄の上方修正の必要性は小さくなったとみている。また、7月の雇用統計についても、元々ジョブレス・リカバリーを想定していることに加え、労働時間や賃金は伸びているし、ISMの雇用指数も50を上回って堅調に推移しているため、メインシナリオへの影響はないとみている。この間、月次指標をみても、小売売上高、自動車販売、消費者コンフィデンスは個人消費が緩やかなペースで増加していることを示しているほか、ISM指数や非国防資本財受注も、生産や機械投資が引き続き増加していることを裏付けている。もっとも、失業期間の長期化、州・地方政府の雇用カットや賃下げラッシュ、個人破産の増加、ネガティブ・エクイティ比率の高止まりなど、個人消費を取り巻く環境は引き続き脆弱と言わざるを得ない。また、住宅市場でも、住宅価格指数はほぼ下げ止まったとは言え、差し押さえ物件や空き家の多さが引き続き価格下落圧力として作用するもとで、なかなか横這い圏内から脱することができないほか、商業用不動産の低迷、税控除措置終了に伴う中古住宅販売の大幅減など、依然として不透明感の強い状態が続いている。このような消費や住宅市場を巡る不確定要素や州・地方政府の財政赤

字問題が、米国経済や物価に対する私の慎重な見通しをさらに下振れさせることにならないか、注意深く点検していきたいと思っている。

ユーロエリアについては、懸案事項であったストレステストがひとまず無難な結果に終わり、欧州金融株が上昇に転じたほか、欧州周辺国の国債の対ドイツ国債スプレッドやドルLIBOR-OISスプレッドも縮小傾向を辿っている。また、南欧の大手銀行が3か月物のドル資金調達が可能になったとの声も聞かれている。この間、ユーロ圏景況感指数や製造業PMI、輸出受注PMI、消費者コンフィデンスといった経済指標も、ドイツが牽引する形で市場予想を上回る堅調な結果となった。新興国、資源国については、これまでの見方に変わらない。引締めの影響が出ている中国が、果たして適度なスピード調整で終わるのか、思いのほか大きく落ち込むのか、注意深くみていく必要がある。また、韓国や台湾のIT関連財の増産にも注意が必要である。液晶パネルなど中国向け出荷の増勢が鈍化する中で、予期せぬ在庫の積み上がりに繋がるようなことになれば、グローバルな需給悪化を通じて国内へも悪影響が及ぶ可能性がある。

我が国の経済に目を転じると、緩やかに回復しつつあるという大きな絵に変わらない。ただし、足許の動きを仔細にみれば、幾つかの指標で増勢鈍化傾向がややはっきりと窺われ始めている。まず、6月の実質輸出だが、中国向け減少を主因に16か月振りのマイナスとなった。生産についても、ミクロ調査から、実勢ベースで10~12月ははっきりとしたマイナスとなる見込みである。GDPベースの個人消費についても、4~6月期は小幅ながら5四半期振りにマイナスとなりそうである。足許は猛暑効果や自動車販売の駆け込み需要があるし、ボーナスや子ども手当の効果も期待できる。今のところ、海外経済の成長が続くもとで、回復の基調自体は崩れないとみているが、グローバル競争を背景とする企業の賃金抑制姿勢、若手の就業機会の減少によるスキル蓄積不足や二極化現象といった構造要因がある中で、対策の反動、IT関連財を巡る調整圧力の台頭などから、自律回復への移行が遅れる可能性には引き続き留意が必要である。

最後に、これまで指摘しなかったリスク要因について、追加的に述べて

おきたいと思う。まず、国際金融資本市場の帰趨に関するリスクである。ストレステストという一つの峠は越えたが、そのこと自体が欧州諸国の財政問題や金融機関のバランスシート問題を解決させる訳ではない。財政再建が欧州の実体経済に及ぼすリスクなどには引き続き留意が必要である。また、米国でも金融機関による国債購入が増加しており、長いタームについては需要超過が今後も続くと思われるが、足許では米国長期金利の低下が進んでいる。ファンダメンタル・レートがどの程度か定かではないが、米国経済を巡って楽観、悲観が大きく動く中で、その反動リスクとそれが国内金利へ与える影響も気になる。なお、この点については、後半にもう少し詳しく述べたいと思う。

さらに、新興国、資源国の政策運営がビハインド・ザ・カーブに陥ることによって、また、緩和を続ける先進国から余剰資金が流入することによって、バブルが生じるリスクも引き続き意識している。我が国でも、金融を含む拡張的なマクロ政策が必要以上に長期に亘って維持されると、経済・物価を不安定化させる何らかの不均衡の蓄積に繋がる惧れがある。また、ゾンビ企業を存続させ、構造変化への取組みが遅れることによって、我が国経済の生産性が高まらず、結果として中長期的な成長期待が下振れてしまうリスクも、引き続き指摘しておきたいと思う。

足許では、為替円高のリスクも無視できない。為替レートは輸出入業者でその影響がプラスマイナス逆である一方、円高は交易条件の改善による所得増、輸出主導型経済の転換、グローバルなM&Aの促進など、様々なメリットもあるので、必ずしも円高そのものが日本経済にとってのリスクだとは思っていないが、円高恐怖症がある中で、為替の急な変動が企業や家計の行動を萎縮させる可能性があるため、注意が必要である。また、市場との対話を間違えると、為替が政策変更を求める催促相場になったり、金融資本市場が為替の変動に呼応して政策変更を織り込むことになるリスクがある。為替レートは、全ての国がそれぞれ望ましいと考えるレートを実現することはできないので、各国が自国通貨安を意図すると、緩和競争になりかねない。それは新たなバブルを引き起こす可能性がある。また保

護主義に繋がりがねない。まずは、山口副総裁がおっしゃったように、円高の理由とその影響をじっくり分析する必要があると思っている。

物価についてはこれまでどおりだが、グローバルにデフレ懸念が議論されることで期待インフレが下振れるリスクや、ロシアの早魃による小麦価格の上昇など、天候不順による上振れリスクも指摘しておきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すると、前回会合以降利用可能になった経済指標、調査結果等は、我が国経済が引き続き緩やかに回復しつつあることを裏付けるものであった。しかしながら、これまで比較的しっかりと増加を続けてきている輸出や生産が、国内民間需要へ波及していく動きが今後一段と強まるかどうかの確信は得られなかった。

先行きについては、一つに、世界的に在庫復元が一巡し、新興国経済の急速な回復ないし拡大の速度が一部に政策効果もあって巡航速度へと徐々に調整されていくことから、我が国の輸出の増加ペースが鈍化していくこと、また、国内の各種対策が完了することにより、生産の増加ペースは一時的に鈍化するとみている。ただ、こうした流れは前回会合で点検した展望レポートの見通しから大きく外れるものではない、ということも付け加えておきたいと思う。

国際金融資本市場からみていく。欧州の金融機関に対するストレステストの結果は、事前に一部で心配されていたような混乱を招くこともなく、マーケットではむしろ好感を持って消化されたとみている。前提条件の幾つかについて、批判的な声も多かったが、金融機関のソブリン債の保有に関する情報の開示などによる透明性の向上がそれ以上にポジティブに評価されたということであろう。いずれにしろ、欧州の銀行システムの信認

回復に向けて着実なステップを踏んでいるということを素直に評価したいと思う。もっとも、欧州諸国の財政問題の本質的な解決には時間を要する中で、後で述べるように、米国の景気動向に対する不透明感も意識されつつあることなどから、投資家は質と流動性への逃避姿勢を大きく緩めている訳ではない。

世界経済だが、新興国・資源国経済の力強い成長に牽引される形で、緩やかな回復を続けているという姿に変わりない。まず、米国経済であるが、4～6月期の実質GDP事前推計値は、前期比年率+2.4%と2期連続で伸び率が縮小した。このほか公表された経済指標をみると、まず7月の雇用統計であるが、民間部門の雇用者数が7万1,000人増になり、6月も大幅に下方修正された。5月以降は緩やかなというよりは、むしろささやかな増加にとどまっている。こうした雇用情勢を反映してか、個人消費は、増加ペースが緩んでいることを示唆するハード・データが多かったようである。消費者コンフィデンスも、コンファランス・ボード、ミシガン大学ともに比較的大きく低下した。一方で、企業分野をみると、企業収益が好調に推移する中で、6月の航空機を除く非国防資本財受注は比較的高い増加モメンタムを維持し、非居住用建設支出の減少テンポの低下と相俟って、今後、設備投資の増加が続くことを示唆している。生産面では、7月の製造業のISM指数は、生産活動の拡大と縮小の境を示す50をしっかりと上回っている。3か月連続で低下しているが、これは、在庫復元の一服を示唆するものと受止めている。このように、経済指標は総じて言えば、米国経済の回復のモメンタムの緩やかな弱まりを示唆するものであるが、これは私のこれまでの想定の範囲内にとどまると評価している。この間、7月21日のバーナンキ議長の議会証言における「経済見通しは異例なほど不確実」との発言もあり、市場は先行きの景気減速に対する警戒感と追加金融緩和への期待感を強めたようである。これについては、私は、今春までのどちらかと言えば行き過ぎた楽観からの修正過程にあるという評価をしている。

次に、ユーロ圏であるが、国ごとのばらつきと、輸出競争力の高いドイ

ツがユーロ安の恩恵を最も多く享受する姿が目立ってきているが、全体としては持ち直しているという姿に変わりはない。ストレステストの結果公表後は、金融市場ははっきりと改善しており、一旦再び厳格化した銀行の貸出基準も緩和方向に戻るものと見込まれ、ユーロ経済を巡る下振れリスクは相応に縮小したと考えている。

中国経済をみると、4～6月期の実質GDPは、前年比+10.3%と二桁台の成長が続いた。前期比ベースの成長率が再び非公表となり、風速の弱まり度合いは不明ではあるが、7月の製造業PMIが低下しており、足許も減速が続いているようだ。これは、主として4月に中国政府が導入した不動産取引抑制策の効果が出たものとみているが、差し当たっては、高めの成長からより持続可能な成長パスへの調整過程と捉えておきたいと思う。

NIEs・ASEAN経済は、IT需要の拡大を受け、輸出が総じて増加を続ける中、個人消費や設備投資も増加基調を辿っている姿に基本的には変わりはない。

次に、我が国経済である。6月の実質輸出は、前月比-0.3%と16か月振りのマイナスとなった。地域別にみると、これまで高めの伸びを続けてきた中国向けがさすがに鈍化しつつある。先行きは、海外経済の改善が続くもとで、増加基調は続くものとみているが、在庫復元の効果減衰等から増勢は鈍化するものともみている。設備投資では、日本政策投資銀行が公表した設備投資計画調査において、大企業の2010年度の設備投資計画が製造業、非製造業ともに3年振りにプラスとなり、全産業で前年比+6.8%となった。6月短観の結果よりもやや良い数値であるが、過去の動きをみる限り、この計画を実績が下回る傾向もみられており、設備投資の評価自体を上方修正するほどの内容ではなかったとみている。ところで、同調査では海外における設備投資計画を公表しているが、これをみると、製造業の2010年度計画における海外設備投資の国内設備投資に対する比率が57.2%と過去最高になった。この比率は、2005年度の54.8%をピークに2009年度の42%まで漸減し、今年度はそこから一気に57.2%まで駆け上

がったものである。ただ、2008、2009年度の急落を勘案すると、この動きを過去のトレンドから上方に乖離したものであると断ずるのは早計だとみている。個人消費は、4～6月期は1～3月期の反動と株価軟調による逆資産効果などから、冴えない結果となりそうであるが、足許は、アネクドータルな情報によれば猛暑の効果など持ち直しの動きが続いている。10月以降は耐久消費財消費を支えてきた政策が終了していき、需要先食いの反動が現れる蓋然性も高いと思う。雇用者所得は所定外労働時間の増加と夏季賞与も製造業を中心に4期振りにプラスとなったことなどから前期比小幅のプラスの動きとなっているが、企業は先行きに対する慎重姿勢を緩めておらず、雇用の過剰感が残り続ける中で、基本的には人件費抑制スタンスが続くものと考えられる。消費の自律的な回復力については現時点でも引き続き慎重にみざるを得ないと思う。以上の需要動向を映じた生産であるが、季節調整の歪みを再調整してみると、増勢は幾分鈍化しながらも、増加基調は続いている。今年度前半までは前期比プラスを続ける蓋然性が高まっているが、その先は、輸出の増勢が鈍化していくことや裾野の広い自動車関連業種でエコカー補助終了に伴う比較的大きな減産がどうやら避けられそうにもない。生産は増勢を一服させる見通しとなっている。

最後に、物価について述べる。6月のCPIをみると、高校授業料の無償化の影響を除くベースでみたコアCPI、あるいは10%刈り込み平均の前年比下落幅はともに縮小した。昨年前半からの需給ギャップのマイナス幅縮小の影響がタイムラグを経て相応に顕現化していると受止めている。昨年10～12月期と今年1～3月期は、GDPは年率で5%程度の成長がみられたことから、需給ギャップの観点だけからは1年のタイムラグを経た今年度後半もデフレ圧力の緩和が続くとみて良いのではないかとみている。4月の展望レポートの見通しに概ね沿った動きと評価している。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

## 西村副総裁

前回会合以降の金融経済データを概括すると、前回会合から情勢判断の明確な変更を示すようなハード・データはなかったと考えている。金融経済情勢を動かすメカニズムとしては、月報概要の判断、つまり、まず足許では、海外経済の改善を起点として緩やかに回復しているという判断、そして先行き不確実性は高いが、上振れ・下振れリスクがほぼバランスする形で緩やかに回復していくという見通しは、足許までのデータの総合的な判断としては適切であると考えている。しかし、この見方を今大きく変更すべきハード・データがある訳ではないが、今後の変調の可能性を示唆する兆しの、さらに兆しのようなものがある。こうした兆しのようなものが今後広がっていくと、場合によっては家計や企業の中長期的成長期待が思ったように伸びず、逆に再び下振れする可能性もある。この点を留意点として、以下で説明したいと思う。

このところ、私自身の見通しは三つの前提に立っていた。第一に、実物経済面では、欧米経済はバランスシート調整の進捗から弱く推移するものの、バランスシート調整のない新興国経済は比較的力強いということ、第二に、国際金融資本市場も比較的安定し、リスク・テイキングも回復すること、第三に、各国政策も大きな変化はなく、景気回復を粘り強く下支えするというスタンスを維持するということ、である。そのもとで、短期的には凸凹はあるものの、少し長期的にみれば、ゆっくりとした形で為替水準の調整も進み、さらには中国の極端な所得分配不平等を是正する形での賃金上昇が次第に世界的な製造業価格水準に影響を及ぼし、日本においてもデフレ傾向の解消をもたらしつつ、やがて経済活動水準の上昇に繋がるという判断、希望であった。展望レポートや中間評価で示されたメインシナリオは、強弱の差に微妙なニュアンスはあるものの、大体こうした見方に沿っていたと私は理解している。そして直近の実体経済をみると、欧米経済の回復モメンタムの弱さも、過熱対策と言える中国の引締め気味経済運営に象徴される新興国経済の強さも、この見方にほぼ沿った形で推移し

ており、サプライズはない。これに対して、世界でのいわゆる「市場の見方」は、我々の見方と必ずしも符合していなかった点に注意する必要がある。まず、今年前半は我々の見方に比べて「市場の見方」は楽観的過ぎたと思われる。逆に年央からは、「市場の見方」は我々の見方に比べ悲観的傾向を強めているようで、特にその傾向は米国で鮮明である。付け加えれば、欧州についても、楽観から悲観へそしてまた若干の揺り戻しという大きな揺れがみられ、揺れの大きさは米国と同様である。単に「市場の見方」が我々の見方の周りを大きく揺れ動くということであるならば、揺れ動く「市場の見方」が収斂していくのを待っていれば良いということになる。しかし、注意しなければならないのは、企業や家計の予想形成、そして足許の消費・投資行動が、この「市場の見方」に実は大きく依存しているという点である。さらには、その結果として、各国の政策、特に米国のそれが、こうした「市場の見方」のスイングと共鳴しているようにみえる点が大変気がかりである。「市場の見方」の揺れは米国において著しいものがある。昨年来から国際局の見通しにあったように、バランスシート調整の大きさから考えれば、今年前半の消費の回復の持続性には疑問を持ち、また住宅価格の明確な反転は難しいと考えるのは自然であったと思われる。しかし、現実には「市場の見方」は比較的はっきりした景気回復を先取りしようとしたものであったと思う。これに対し6月末から欧州金融市場の不安定化に加え、雇用情勢が捗々しく回復しないことから、今後は悲観側に傾いていると思う。企業業績の回復等からリスク資産の市場への資金流入は止まった訳ではないが、しかし、一段の金利低下が起きている。そのため、特にドル/円については、キャリートレード、つまり金利差のストーリーに大きく依存する形で、円高方向への為替の動きが出てきている。このような「市場の見方」のスイングが日本経済に影響を及ぼす点について、慎重にみていく必要があると思う。というのも、為替水準の動き——これはトレンドの動きだが——に付随する製造業、非製造業を含めた事業拠点の海外移転の動きは、不可逆——イリバーシブル——な形で日本経済の成長に影響を与えるからである。ここで不可逆とわざわざ言うのは、この後、

また為替が反転しても、既に出て行ってしまった生産拠点、人的資本は一般的には直ぐには元には戻らないということであり、恒久的なダメージを与えてしまう可能性があるからである。勿論、この裏には、先程須田委員が言われたM&Aのこともあるが、これとの間の時間的なラグのことも考えなければならない。実際、足許では家計・企業行動に関する変調の兆しの兆しのようなものが若干頭をもたげているように思える点がある。それがこうした世界の「市場の見方」の変化に呼応した注意すべき事象なのかそうでないのか、慎重に見極めていかなければならないと思う。

私自身は物価の動きを注意してみているが、CPI（除く生鮮）の上昇率をみると、このところ数か月間は私の予想比、若干上振れて推移しており、これはデフレ脱却のモメンタムを示すものであるとみていた。特に、ガソリンや灯油の価格においてそれがみられた。従来、原油価格が下がり円高が続くとなるとコストが下がり、そのため価格競争が起こっていたが、このところそうした動きがなかった。つまり競争が緩んでおり、これは需要の回復の強さを示していたと考えられる。しかし、この1~2週の間——1~2週間なので判断するのは難しいが——再び下落傾向が戻りつつあるような動きになっている。

消費も猛暑効果があるものの、これも1~2週間のことなのだが、高額品の売れ行きの伸びが急低下しているとのヒアリング結果があるとのことであった。また、生産のヒアリング予想からみると、IIPの不自然な季節調整、これは本当に困ったことだが、この影響を除いた実勢ベースでみて、7~9月が前月の予想からみて若干の下方修正、10~12月の生産がマイナスとの予想となっている。景気ウォッチャー調査も現状判断はとても良く、過去の回復期に比べても遜色ない水準に戻っているが先行きは家計・企業動向ともに若干の伸び悩みがみられる。勿論、大きい落ち込みの後に急速な回復があり、それが巡航速度の回復に戻る過程でモメンタムが低下するという事は自然なことなので、過度に神経質になる必要はないと思うが、先行き変調の兆しの可能性もあり、気になるところである。このため今後の推移によっては、「市場の見方」の下振れによって、家計や

企業の中長期的成長期待が思ったように伸びず、逆に再び下振れする可能性にも注意する必要があると考えている。

最後に、物価であるが、実は7月以降は、暫く物価のデフレ傾向の改善の度合いが足踏みする形になると思う。その後、再び回復は元に戻るのだが、やはりここで注意しなくてはならないのが、来年8月頃になると考えられているC P Iの基準改定の影響についてである。特に、この基準改定の影響が我々の見方とどのように繋がってきたのか、そしていくのかということについて、市場に対してどのように伝えていくか、コミュニケーション・ポリシーの観点から、周到な検討が今後必要になるという点を指摘しておきたい。因みに、C P I（除く生鮮）で、現行の2005年基準ラスパイレス指数に比べて、ラスパイレス連鎖の指数は前年同月比で現在大体0.5~0.6%ポイントほど低く出ている。これはバイアスと言われているものの極く一部である。これについては、今後十分な検討とコミュニケーション・ポリシーについて検討をする必要があると考えている。以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

前回会合以降、主として米国で市場予想を下回る経済指標が幾つか公表されたほか、バーナンキF R B議長が米国経済の先行きについて慎重な発言をしたことが、景気が一段と減速するとの見方や追加の金融緩和策への期待に繋がり、ドル安、債券高が進んだ。米国10年物国債金利は3%を下回る水準まで低下しており、経済の先行きに対する警戒感が一段と高まっているようである。もっとも、これまでに公表された経済指標を点検すると、リーマン・ショック後に急激に落ち込んだ世界経済が回復から巡航速度に移行していく過程で減速感が出ているものと考えられ、緩やかな回復基調を辿っている状況に変わりはないようである。この間、米国の金

融規制改革法や欧州金融機関のストレステストの結果が、事前に市場関係者が危惧していたほど厳しいものでなかったことから、市場は幾分落ち着きを取り戻しており、エマージング諸国の株価や原油価格といった一部のリスク性資産価格に持ち直しの動きもみられる。もっとも、我が国の10年物国債金利が7年振りに1%を下回ったほか、為替も企業の想定レートを超えて円高が進むなど、金融市場は緊張感の高い状況が続いている。

続いて、海外の経済情勢についてだが、米国では、第2四半期の実質成長率が公表されたが、2期連続で成長率が鈍化した。多岐に亘るバランスシート調整には時間を要することに加え、金融機関の信用仲介機能が十分でないもとでは、景気回復のペースは緩やかなものとならざるを得ない。リーマン・ショック後の大幅な在庫削減に続く在庫復元の動きが一巡しつつあることを勘案すると、第2四半期の成長率は然程違和感のある水準とは思われない。今回のGDPの年次改訂により、これまで統計が示唆していた個人消費の動向、すなわち消費者信用残高が減少し失業率が高いもとでも、可処分所得の伸び以上に消費が増加するといった姿が、バランスシート調整が進む中で、貯蓄率を高める方向に家計が動いている姿に修正されたのではないかと考えられる。この改訂により、これまでの個人消費の回復の持続性に対する懸念が軽減され、緩やかながらも自律的な景気回復を消費が下支えしていくというシナリオの蓋然性を高めたとも考えられる。ただ、雇用環境や住宅市場の改善が捗々しくないことなどを勘案すると、景気回復のペースが一段と緩やかなものとなる懸念が出てきたようにも思われる。

ユーロ圏については、ドイツ経済がユーロ安にも支えられて堅調さを維持していることなどから、域内での格差は拡大しつつあるものの、全体では緩やかに持ち直しているようである。これまでのところ、欧州のソブリン問題による混乱が实体经济の下押しとはなっていないようだが、先行き個人消費の回復力が弱い中で、ソブリン問題の再燃や各国が過度に緊縮財政を進めた場合、ユーロ圏全体の景気持ち直しにどのような影響が出てくるのか、注意深くみていく必要がある。欧州金融機関のストレステストの

結果については、個別行の情報開示が進んだことに加え、ソブリンが破綻しないとの前提は欧州当局が金融システムの安定を暗にコミットしたとも受止められたことが好感されたのだと思う。もっとも、各国の財政再建の実現性に対する懸念は引き続き強く、各国国債の対ドイツ国債スプレッドの縮小は小幅なものにとどまっており、金融市場の緊張感を払拭するには至らなかったようである。

中国経済については、前回会合日に公表された4～6月の実質GDP成長率やその他の指標をみると、経済は引き続き高めの成長を続けている。もっとも、持続可能な成長とするために、政府がこれまで導入した不動産取引抑制策をはじめとする各種施策の効果が顕現化してきたことなどから、減速感が出てきている。一部には、こうした施策の効果が経済を過度に下押しし、高成長を大きく損なうのではないかと警戒する向きもあるが、政府高官の発言をみても、高めの経済成長を堅持する姿勢に変化はない。また、当局は高成長達成のための、多様な政策手段を保持しており、当面は高めの経済成長の基調が大きく崩れるとは考え難いようである。

続いて、国内経済についてだが、6月の輸出や生産は前月比減少に転じたものの、新興国・資源国の高成長を背景に経済が回復しつつある。先行きについては、これまで内需を支えてきた財政政策が剥落した後、民間需要の自律的回復に至るまでの間、景気が一旦踊り場的な状況に陥る可能性もあるが、海外経済の成長や企業業績の回復に支えられ回復基調は継続すると思われる。設備投資については、大企業を対象とした日本政策投資銀行の調査でも、全産業で3年振りにプラスとなる計画となっており、持ち直しに転じつつある。また、同調査では2010年度の製造業の伸び率は、国内投資に対しアジアを中心とした海外での投資が大幅に伸びており、既に野田委員も述べられたように、旺盛な海外の需要に対しては現地生産拡大により対応する傾向が高まっているようである。大手の自動車メーカーは、既に各国での需要予測や為替動向をみながら世界各国に展開した拠点の生産計画を柔軟に調整できる体制を整備したとの話も聞かれており、生産拠点シフトの動きも含め、引き続き企業のグローバル戦略とその国内経

済への影響について注意してみていく必要がある。個人消費は、雇用者所得の伸びもあり持ち直し基調を続けているが、耐久消費財にかかる各種対策の効果が薄れていくほか、先行きに対する不透明感が強いことなどから、改善のペースは緩やかなものにとどまると考えられる。失業率は4か月連続で上昇しているが、新規求人、有効求人倍率、一人当たり名目賃金等は改善しており、必ずしも雇用環境の悪化を示唆している訳ではない。

物価についてだが、6月の国内企業物価が国際商品市況の影響を受けて3か月前比の伸び率が低下しているが、高校授業料無償化の影響を除いた消費者物価（除く生鮮食品）の基調は引き続き下落幅を縮小させている。ただし、為替円高の影響や中国をはじめとする新興国経済の伸び率の減速に伴い、国際商品市況の上昇ペースが幾分低下する可能性もあり、先行き物価の下落幅縮小が弱まる惧れがあることには注意する必要がある。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

海外経済、国内経済に関する基調判断については、前回会合時から特段の変更はない。ただ、リスク認識については若干だが変更している。まず、海外情勢である。欧州の信用不安については、既に皆様が言及されているので詳細なコメントは避けるが、私もストレステストの結果の公表は、欧州金融システムへの不安感の緩和、ひいては国際金融資本市場全体を覆っていた不透明感の後退に一定の効果があつたと評価している。しかし、今回の公表により欧州の金融経済を巡る先行き不透明感が一挙に払拭された訳ではないし、当然ながら欧州諸国が信用回復のために財政赤字削減に取り組まなくてはならない点にも変わりはない。基調判断ということでは、欧州経済はばらつきを伴いながらも輸出を主力として持ち直しており、先行きもその傾向が続くとみている。ただ、回復過程での重石やリスクとし

て、今後本格化する緊縮的な財政政策の影響を注意深く意識しておく必要があると思う。

次に、米国経済だが、第2四半期のGDP成長率が市場予想を下回り、また前の期より縮小する中、減速感が台頭している。今回のGDP統計では、全体の約7割を占める個人消費において、第1四半期の伸び率が下方修正され、第2四半期はさらに低い伸びにとどまり、消費者コンフィデンスも若干低下している。厳しい雇用情勢からの回復は遅れ、家計支出は先行き不透明である。また、住宅着工が2か月連続で減少するなど、住宅投資が低調に推移する等の懸念材料もある。一方で、上向きの動きや可能性もある。第2四半期のGDP統計や非国防資本財受注からは、企業収益が改善する中、企業は設備投資にある程度前向きとなっていることが窺われる。特にGDP統計の設備投資は、第1四半期年率+7.8%、第2四半期+17.0%と、大幅な伸びとなった。リーマン・ショックで先送りしていた分が一気に出た影響が大きいという見方もあるが、機械投資、情報化関連投資、構造物投資がバランス良く増加しているのも事実なので、今後の動向をウォッチしていきたいと思う。また、欧州のストレステスト結果から、米国個人消費の下押し要因の一つと考えられてきた逆資産効果が和らぐことも期待できるように思う。こうした材料を踏まえての私なりの米国経済の見方だが、第2四半期のGDP統計では純輸出の寄与度が前期の-0.3%ポイントに対して-2.8%ポイントと大きく、これが先行き継続するか否かを見極める必要があり、強弱双方の材料を注意深く点検していく必要もある中で、緩やかな回復として想定しているバンド内であり、基調判断を下振れさせるものではないと思っている。ただ、今後も財政による需要喚起は手詰まり感が強く、これまでの景気刺激策も下半期から剥落する部分が多く、全体ではむしろマイナスに寄与すると見込まれる情勢でもあるので、下振れリスクへの注視を怠らないようにしたいと思う。

中国に目を転じると、第2四半期のGDP成長率は+10.3%と、前期の+11.9%から若干減速した。この動きをどうみるかだが、10%超の成長率は十分に高いし、製造業PMIも3か月連続で悪化したとはいえ、依然

50 を上回っている。また、不動産取引抑制策の影響が顕在化しつつある点に関しても、今後効果が出過ぎるリスクはあるものの、差し当たり当局の狙いどおりの成果が出ているとみられる。当面、固定資産投資や生産の減速感も出ると思われるが、個人消費の増加基調等によって高めの成長を維持しながら、中国経済はソフトランディングしていくとみて良いと思っている。

以上を総合すると、海外経済は全体として緩やかな回復を続けており、先行きもその基調を維持していくとみられる。これ自体は前回会合時と同じだが、リスク認識は多少異なる。第一に、米欧におけるバランスシート調整の帰趨など、先進国経済の下振れリスクに留意する必要性が増しつつあると感じている。第二に、新興国経済の上振れリスクについては、潜在需要の強さはあるものの、各国当局が経済成長の巡航速度入りを目指した施策を打出し、その効果が顕在化しつつある中、これまでに比べれば多少比重が軽くなっていくように思う。

こうした中での我が国の経済だが、海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつあるとみている。まず実質輸出をみると、全体では増加を続けているが、主力の東アジア向けの増勢が鈍化している。先行きも新興国向けがある程度ペースダウンすることは避けられないと思うが、生産・所得・支出の好循環のもと、新興国、資源国経済の拡大は続くと思われる。このため輸出の増加基調は続くと思っている。次に、設備投資をみると、資本財総供給が引き続き増加したほか、日本政策投資銀行の調査でも今年度計画は強めになっている。一方で、建築着工床面積（民間非居住用）は依然として底這いの状況にある。また7月の主要銀行貸出動向アンケート調査では、企業の資金需要が引き続き低調であることが示されたが、特に中堅・中小企業向けについては、その最大の要因は設備投資の減少となっている。このように強弱両方の動きがみられる中、設備投資の基調判断は、緩やかに持ち直しつつある、と据え置きたいと思うが、先行きについては、前回同様に若干下振れの可能性を警戒しておいた方が良いと考えている。というのも、仮に今後米国経済の減速感が強まると、為替円高の進行と定

着が予想され、それは株価の不安定化と相俟って、企業マインドに影を落とすことになると思われるためである。海外移転も含め、企業マインドの動向には十分注意を払いたいと思う。次に、雇用・所得環境だが、和らぎつつあるが引き続き厳しい状況にあり、そのもとでは、個人消費がしっかりとした足取りで自律回復していくという状況には至っていない。生産については、鉱工業生産指数の増加テンポが鈍化しており、今後の国内外での景気刺激策の効果の減衰を考えれば、ある程度のペースダウンは仕方ないと思うが、輸出増加を主因に増加基調を辿るとの見通し自体に変わりはない。なお、生産に関連して一点だけ、エコカー補助の打ち切りによる下振れリスクについて申し上げる。自動車産業の我が国鉱工業生産におけるウエイトは、川上や裾野の業界まで含めると大雑把に4割前後とみているが、足許では生産台数の約半分が国内販売なので、やや大胆ではあるが、我が国生産の2割程度がエコカー補助打ち切りのリスクに晒されていると考えられる。駆け込みの反動減がどれほどのものか、自動車業界は需要の増減に対して生産をファインチューニングできるか、ここはしっかり注視していきたいと思う。

以上の状況を纏めると、我が国経済は緩やかに回復しつつあり、先行きも、各種対策の効果の減衰の影響を吸収しながら、回復傾向を辿るとみられる、との基調判断に変わりはない。以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

国際金融市場は、欧州銀行のストレステストをひとまず大きな波乱なく通過したが、一方、FRB議長が米国の景気見通しを「異例なほど不確実」と表現するなど、市場では米国経済の先行き不透明感が高まっており、依然としてリスク回避的となっている。そうした中でも、世界の实体经济は緩やかな回復を続けており、今後も基本的にはこうした動きが続くものと

考えている。

各国・地域別にみると、米国経済は、4～6 月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%と 2 期連続で伸び率を縮小させたが、緩やかな回復には変わりがないと思っている。すなわち、減速の主たる理由は在庫投資のプラス寄与縮小と輸入の大幅増加にあるが、一方、個人消費は緩やかに増加、設備投資は加速、住宅投資は税控除終了前の駆け込み需要からリフォーム等を中心にプラスに転じ、また政府支出も増加した。しかし、市場予想を下回った 7 月の非農業部門雇用者数にみられるような雇用環境や住宅価格の緩やかな改善のもと、今後の消費動向が懸念される。また、FRB議長が景気不透明感を指摘し、日本時間の今夜に開催されるFOMCでの追加緩和観測も浮上する状況である。従って、今後についてはメインシナリオとしては景気の緩やかな回復を考えながらも、下振れリスクを意識する必要があると思っている。

ユーロエリア経済は、輸出と生産の増加が続いており、全体としては持ち直している。銀行ストレステストの結果については批判的な見方もあるものの、透明性向上に向けた前進であり、市場もその点はポジティブに受止めているように思われる。今後は、各国の景気の下支えと財政再建に向けた動き、この両者のバランスが重要で、どちらに偏っても金融市場の不安定化を招く可能性があり、その場合の実体経済への悪影響も意識せざるを得ない。そのため、今後も景気の緩やかな持ち直しは続くと思うが、市場のコンフィデンス維持を図りながらナローパスを進まざるを得ず、リスクの大きい展開だと考えている。

中国経済は、このところ減速を示す指標が増えてきてはいるものの、高成長が続いている。現在は、強過ぎる不動産需要や地方政府のインフラ需要に対し、政府が一定のブレーキを踏みながらスピード調整をしている状況であり、今後は幾分減速しながらも、所得水準の向上に伴い増加基調を辿る個人消費を背景に、高成長は維持されるものと思う。ただ、不動産市場の過熱抑制策が効き過ぎないかについては、注意すべきだと思う。また、先週、人民銀行の周行長が指摘していたように、地方政府のファイナンス

の問題や、エネルギー効率向上のための規制が与える影響も気になるところではある。

N I E s ・ A S E A N 経済は、輸出をはじめ、個人消費や設備投資も増加基調を辿っており、着実に回復している。今後は、中国の減速を受けて輸出が鈍化する可能性はあるが、内需主導で景気は拡大基調を辿るものと思う。

日本経済は、海外経済の改善、就中、新興国の高成長や政策効果に支えられた輸出や生産の増加を背景に、引き続き回復しつつある。6月の実質輸出や生産は弱めであったが、基調は変わっていないと考えている。その他の需要項目の状況も先月と大きくは変わっておらず、景気の現状判断の表現を変える必要はないと思う。今後、現在の日本経済を牽引している要因のうちの輸出は、海外の在庫復元ペースの鈍化やIT関連需要の増勢鈍化などから、増勢が鈍化する可能性があるのではないかと思う。また、耐久財消費は9月末のエコカー補助金の終了後に落ち込む可能性が高いと思う。ただ、海外経済の緩やかな回復が続くもと、企業収益の改善が続き、現在持ち直しに転じつつある設備投資は一層その動きが明確になってくるものと思う。このことは、6月の政投銀の大企業調査の結果が短観よりも良く、今後の上積みが可能で期待できるものだったことから期待できると考えている。また、雇用者所得の増加、子ども手当の効果などから、個人消費は底堅い動きを続けるものと思う。なお、私は4月決定会合においては、なお下振れ要因をより気にしなければならない状態であると発言していた。また、7月決定会合では、今後は需要増加のペースが鈍化すると発言していたが、現時点ではそのとおりになってきたと考えている。

物価情勢について、まず、国際商品市況は再び緩やかに上昇している。中国需要の変化を受けた鉄鉱石等原料価格の動向、ロシアの干魘がもたらす小麦価格の動向、インドや中国の集中豪雨による穀物価格全般の動向など、気になる要素もあるが、総じてみれば、新興国の高成長継続見通しもあって、上昇傾向は続くものと思う。こうした中、企業物価指数も足許で前年をやや上回る水準となっており、今後も強めの動きが続くものとみて

いる。C P I (除く生鮮食品)は、6月も前年比マイナス幅が縮小し、-1.0%となった。前年比プラスの品目数からマイナスの品目数を引いた値は-208、比率にして-39.7%ポイントと、既往最大となった先月の-234、-44.7%ポイントよりも縮小し、価格下落の広がりにも歯止めが掛かったようにもみられる。

今局面における消費者物価は、商品市況変動の影響を除けば、概ね需給ギャップの動きに沿って動いてきたが、今後についても、需給ギャップが縮小を続けるとの想定のもと、前年比マイナス幅の縮小は続くものと思う。一方、現在牛丼の値下げ競争の再燃が話題となっているほか、先日訪問した地方のスーパーからは200円を切る弁当販売の計画が聞かれた。足許ではガソリン価格も下落している。このようなデフレ的な動きを引き続き多々耳にするため、予断を持たずに注意していきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは私の方から、皆さんのご意見を総合しながら、自分自身の考えを若干申し述べたいと思う。まず、足許の景気の判断であるが、前回、我々は基調判断として、新興国経済の高成長や世界的な情報関連需要の拡大などを背景に緩やかに回復しつつある、という判断を行った訳であるが、今日、皆さんのご議論を聞いていると、大勢そうした判断に立っておられると受止めた。私自身もそのように思っている。そう申し上げたうえで、数字に即して、足許の輸出・生産の動きを特に前回との比較でみた場合、確かに季節調整の関係で実勢の評価自体が難しくなっているが、多少スローダウンしている感じはあると思う。その背景であるが、市場で関心が高まっている欧米経済、就中、その米国経済の減速の影響というより、中国等の東アジア向けの輸出が鈍化している影響ということになる。ただ、これも多くの方が言及されたように、中国については、景気の拡大が非常に急ピッチであるから、むしろ適切な政策によって、これを持続可能なスピードにもっていくことが大事な課題な訳である。そうした流れの中で、さすがにその成長のスピードが足許鈍化しているということである。いず

れにせよ、その足許の輸出・生産の動きは、主として中国等に対する輸出の動きを反映しているというように思う。

国内では、エコカーあるいはエコポイントをはじめとする政策的な刺激策の効果が徐々に減衰してきているということだと思う。ただ、こうした展開自体は、4月に作成した展望レポートの見通しにおいて、我々自身が十分にそれを想定している訳である。そういう意味で、今展開している姿が、展望レポートのメインシナリオとの関係で、そこから乖離してきているという感じではなかった。若干ニュアンスの差はあるが、メインシナリオについてみると、これは想定範囲だったというように思う。この先、展望レポートの期間中を考えた場合、極く足許の動きは別にして、今日の議論で、特にメインシナリオについて、今大きく見方を変える必要があるということではなかったと私自身は受止めた。ただ、後からまた触れるが、様々な動きが出ているので、先々について注意が必要である。下振れリスクを意識しながら経済を注意深く点検していく、そうした構えが必要だと、すなわち、今その下振れリスクが非常に大きくなったというよりは、そういう構えが大事だと、私自身は受止めた。ただ、これもまた後から議論して頂きたいと思う。

私自身が展望レポートのメインシナリオを、現時点で大きく変更する必要がないと考えていることを、もう少し敷衍して申し上げたいと思う。まず、海外経済であるが、欧米経済の回復力の弱さは、これは我々自身が予てから強調していることである。我々自身はバブル崩壊後、バランスシート調整の厳しさは身をもって経験しているから、それだけに、これまでも欧米経済について、当該国の中央銀行あるいは国際機関から出てくる予測に対して、いつも違和感を感じている。あまり対外的にあからさまに「それは強過ぎる」と言うことは控えているが、しかしずっと違和感を感じていて、我々自身の展望レポートの見通しは、常にそうした慎重な見方に立ってきた。これはスタッフの予測であるが、毎回展望レポートを作成する前、あるいは中間評価の前に国際局が出してくる見通しについて、スタッフによる欧米経済の見通しを改めて昨日も点検してみたが、他機関の

予測の下限よりもさらに我々の方が下だという、そういう慎重な見方を立てている。そういう意味で、今マーケットで俄かに米国経済について悲観論が出てきていることに対し、やや戸惑いを感じるというか、元々そうだったのではないかという感じもする。ただ、さは然りながら、その心理の変化、それ自体がまた経済の変化をもたらす可能性もあるので、そういう意味での慎重な注意は必要であるが、欧米経済について我々は慎重にみていたということである。

それから、中国をはじめ新興国については、むしろ景気の過熱が心配だということだと思う。瞬間的に経済が拡大することではなく、持続的に経済が拡大して欲しいという思いを当事国もそれから我々自身も持っているが、そういう観点からすると、これを適切にコントロールする限り、若干のスローダウンはむしろ景気回復の持続性からすると望ましい動きだと思っている。そういう意味で、これを下振れリスクと考えるのか、あるいは景気が長く拡大する可能性が高まったと考えるのか、それは多分微妙なところであろうと思う。

欧州であるが、今のところ緩慢な持ち直し基調に変化はないと自分自身は受止めている。前回会合以降のデータはむしろやや強かったという感じがするが、基調的には、様々なバランスシート調整の影響を受けて、回復のテンポは緩やかだろうと思う。足許、欧州域内での格差が拡大してきていることが目立っているように思う。

多くの方が触れたストレステストであるが、先程、山口副総裁が触れたが、ストレステストについては多少シニカルな気分というのを私自身も持っている。去年の米国のストレステストもそうであるが、ある程度その性格は、当局が行うストレステストである以上、その結果大きな危機が発生するというものは多分ないのであろうし、ある程度は現実的に、しかしある程度は楽観的にという要素が元々ある性格のものであろう。そういう意味で、ストレステストがそういう性格のものであるということ自体は、皆ある意味で分かっている、しかしそのうえで、この6月、7月と欧州のストレステストに対する関心が非常に高まっていた。そのストレステスト

を取り敢えず市場がどのようにこなしたのかという観点からみると、ひとまず無事に通過して、市場の反応も概してポジティブであった。それはそれとして、これは野田委員がおっしゃったが、そのまま素直に受止めた方が良いのかなと思うが、ただ、そのことによって、欧州の抱えている基本的な問題が、ここで解決したという訳ではもとよりないという、そういう評価なのかなと思う。そういう意味で、例えば前月との比較でみた場合に、ひとまず欧州の金融市場に漂っていた不安材料のうち、何がしか解消したということは、これは一つの変化であろうと思う。ストレステストの前提について、色々な議論はできるが、多くのコメントが出ているように、詳細なデータが公表されたことによって、いわば投資家がホームメイドのストレステストができるようになったということの意義がやはり大きいと思う。そういう意味で、当局がどのようにこれをある種プロパガンダとして使うかどうかとは別に、投資家がこれをどう評価していくのかが大事であり、マーケットの反応を注目している。

国内であるが、前回との比較でみると大きな変化はなかった。想定範囲だなという感じがする。改めて、設備投資であるが、「持ち直しに転じつつある」というこれまでの評価で良いと思う。ただ、分かっているのは、設備投資はなかなか目立っては増加しない、回復のテンポはやはり弱いと感じる。既に過去のことであるが、4～6月の決算見通しは元々かなり保守的に作られていたから、予想された姿ではあるが、かなりの上方修正であったと思う。収益が増加していき、それから需給ギャップも徐々に縮小していくことを考えると、設備投資は目覚ましくはないが、徐々に増加していくというこれまでのシナリオを変えることはないだろうと思う。

企業が足許で懸念している一番大きな材料は、一つは、海外経済であるが、もう一つは、円高であることは言うまでもない。円高については、多くの方が触れたように、短期的には輸出あるいは収益を通じて下押し要因であることは、そのとおりだと思っている。その点は、十分に認識しておく必要があると思うが、これもまた多くの方が言及されたように、この円高の影響を評価する時には、やはりバランス良く評価していく必要がある

と思う。その時の金融環境がどうか、あるいは海外の経済環境がどうか、つまりどういう文脈の中で、どういう環境の中で、この円高が生じているのかということだろうと思う。円高それ自体を捉えてみてということではなく、全体の中で評価していく必要があると思う。それからもう一つ、バランス良くみていく必要があるということに、実質実効為替レートでみた場合、円／ドルでみた為替相場の動きとはかなり違ったイメージになっていくことは冷静に認識する必要がある。そうは言っても短期的には、ノミナルの動きと実質実効の動きにかなり近いところは勿論あるが、円相場がピークを付けた 1995 年の相場水準に今回接近していくかどうかという感じのコメントが出ている一方で、我々はずっと日本のデフレの問題を議論してきている訳である。改めて、1995 年から現在に至るまで、消費者物価指数でみて、日米が今どういうレベルにあるのかをみると、1995 年の 1 月を 100 とすると、日本は 97.1 位まで下げてデフレということであるが、一方米国は 144.1 ということである。従って、15 年間でみると 50% 程度の差があるということである。このことは名目為替レートが一定であれば、その分実質為替レートは円安化しているということである。そういう意味で、我々は、ノミナルの方だけみて議論しがちであるが、他方でデフレ問題も議論している。しかし、その両者を併せて議論することが比較的少ないという意味でのバランスの悪さが、やはりあるのだと思う。これは円相場の影響を決して過小評価するのではなく、冒頭も申し上げたように影響があり得るものであるが、ただ、バランス良くみていく必要があると思う。それから、須田委員がおっしゃったように、情報発信上もバランス良く経済への影響を捉えて評価し、そのうえで政策的な情報発信をしていく必要があると思う。

次に、個人消費であるが、これも「持ち直し基調が続けている」という基調判断を変える材料はなかったと受止めた。多少、これは議論のために、この点をどのように考えるかということで、エコカー、エコポイントが終わった後の反動の大きさをどのように評価するかということであるが、自動車のあれだけの伸び、あるいは電化製品のあれだけの伸びを考えると、

当然打ち切られた後の反動減は大きいと思う。それ自体は全くそのとおりでと思うが、消費全体を考えた場合、その影響をどの程度だと考えるのかということである。改めて、耐久消費財消費は、勿論政策の影響を最も受けた訳であるが、耐久消費財が大きく伸びて、その反面で耐久消費財以外が低迷しているという事実をみると、勿論パイが全く一定という訳ではないが、耐久消費財が伸びる分だけ、それ以外の分が落ちるというメカニズムが働いていると思う。そういう意味で、その反動減が丸々消費全体の反動減では必ずしもなくて、つまり、その需要先食いという意味でのインターテンポラルな代替と、それから同時点間の代替、つまりイントラテンポラルな代替をどのように考えるのか。多分、常識的に考えて、その先食いの要素はやはり大きいと思うので、ネットでみてもかなり消費への影響があると思うが、多少、ここもバランス良く点検していく必要があると個人的には思っている。

まだ若干申し上げたいことはあるが、時間が少しオーバーしそうなのでここで止めて、議論したいと思う。足許米国、欧州それから中国と、それぞれ色々なイベントがあったので、日本銀行自身の景気の判断、就中、メインシナリオとリスクについて、どういう評価なのかが、今日の記者会見でも当然一番大きな関心であると思うので、追加的にご意見があれば願います。

#### 須田委員

この問題を考える時に、私は参考の数字としても、成長率をかなり落としているから——かなり下を這っていて——、それをもとに上振れ、下振れと言っている。かつて、例えば宮尾委員は、初めの頃かなり米国経済について強いことをおっしゃっていたから、そこを出発点として下振れと言ったら、私からみたらひょっとしたら上振れかもしれない。その対話の難しさを凄く感じている。下振れと言った時に、本当にシナリオが下振れてしまうというのならば伝わりやすいが、下振れてもメインシナリオの中に入っている——私自身がそうで、かなり慎重にみてもメインシナ

リオの範囲内、つまり、傾きは上向いている、これから先一時的な振れはあっても景気は回復していくというシナリオを持っている——ならば、外との対話が凄く難しくなると思う。聞いていても、下振れの話をして聞くと、はて私よりどうなるか、私の方に近付いているのか、もっと下がっているのかということがなかなかみえない。これは対話していく時に、下手したらバーナンキ議長の発言に対して我々が凄く感じたのと同じようなリスクを抱えているなどと思いながら皆さんの話を聞いていた。

#### 野田委員

4月に我々が議論し、7月にもチェックしたように、リスクそのものは、確かにそれ自体がそう大きく変化している訳ではない。ただ、よく言われるように、特に6月以降の欧州問題、あるいは米国のスローダウンをサジェストするようなものが出ると、そこに少し我々の意識が向いているということは言える。ただ、では4月、7月でみたようなリスク——本質的な見方——に何か変化があったかと言うと、必ずしもそうではないのかなと思う。そういう意味からすると、あまり今の時点で上下どちらに比重が変化したかをはっきりさせるほどの大きな変化はない。元々、非常に微妙なものである、このリスク・バランスというものは。それをはっきり表明していくほど相当大きな何か変化があった、あるいは我々のリスク認識に対する——本質そのものに対する——、あるいはメカニズムそのものに対する見方に変化があったということはないと思う。そういう意味で、私もレベル感はともかくとして、どちらかと言うと、一部推定であるが、須田委員に近いところで慎重に先行きをみているから、そういう面から言っても、今の須田委員のご意見は、私もそのような感じかなと思う。

#### 須田委員

私自身は、リスク・バランスは、今、不確実性が大きくて、どうも評価できないというのが現状である。海外については、私は、今回はメインシナリオを下げているので、リスク・バランスはバランスしていると思って

いるが、国内については、年度後半にかけて下振れリスクを意識しているものの、より長い目でみて、かなり不透明感が高くて、どちらか分からないと思っており、リスク・バランスはトータルでどうなのだろうと少し図りかねている。それで、ずっとこここのところ、全体としてのリスク・バランスについては、私は言及を避けている。

#### 野田委員

私もずっと分からないから——自分の気持ちの中で微妙に変化していることは何となく感じているが、外に向かって言うほど変化しているかと言うと自信がないから——、リスク・バランスについては、極力言及を避けている。

#### 中村委員

米国経済の緩やかな回復は変わらないと思うが、どういうスピードで回復していくかを推し量るのが難しい。何か少し長くと言うか、トレンドとして非常に緩やかな回復だし、トレンドが変わらないとしても、それがどれ位なのか。例えば今の自動車の販売とか、家の販売、それから雇用の改善も遅々として進まない。悪くはなっていないのだが。その辺を推し量るのが非常に難しいという感じがする。

#### 亀崎委員

今回の局面で、景気が物凄く落ち込んだ後の我々のシナリオを描く時に、では何がそれを引っ張って戻していくかと言うと、やはり海外経済——輸出——、それから政策効果が大きかった。これを想定する時に、では海外経済はずっとそのように高くいくのかと言うと、そうは思わないで、やはり巡航速度へと減速する、それから政策効果も落ちてくる、というように、そういうものを全部シナリオに織り込んでいた訳である。私が、7月の時点で需要増加のペースが鈍化すると申し上げていたのは、このように、現在の景気の牽引役は輸出であり、それから政策であったからである。日本

の個人消費をみていると、ほとんど岩盤のようであって、上がった、下がったと動く時は、天候要因であったり、イベントが主たる要因である。通常はあまり大きく動かない。そういう中で、エコカーの補助金だとか、こういう政策が非常に大きく効いてきたので、その反動が出てくるだろうと思っていた。そういう意味においては、元々のシナリオどおりにきていると思う。私は元々そうやって、一時的には、恐らく 10 月以降来年初めにかけて、若干踊り場的なところがあるだろう、しかし、将来に至っては、巡航速度にまた戻って回復に繋がっていくだろうとみていた。昨日の門間調査統計局長の「短めには下振れ、2011 年まで見通すとシナリオどおり」というお話と、私は相当同じである。しかし、特にこのところの円高が、確かに実質実効為替レートでは、日本の経済競争力——価格競争力——が付いてきたと思うが、名目実効為替レートでは、もうほとんど最高水準のところに来ている。これをみると、今の企業収益は非常に改善してきたが、企業経営者達は、先行きは不透明なことが多いと言っている。であるから、私はこのまま円高がどんどん進むような状況は非常に注意しなければならない、下振れリスクを大きくしていくというように考えている。

#### 宮尾委員

成長率について、私の理解がもしかしたら間違っているかもしれないのだが、まずメインシナリオとして、執行部ないし国際局が提示していた米国経済の見通しに関して言うと、3%程度の堅調な成長をメインシナリオとしておいて、それを4月の段階では考えていたし、7月の段階でもそれをメインシナリオと考えて、現時点でもそれをメインシナリオと考えている。ただ、7月の再点検の段階でそういう見方と若干下振れるもう少し低めの成長率もみないといけないのではないかということで、リスク・バランス・チャートでいうと、下振れの方をよりウェイトを付けた形で申し上げた。他のリスクについては、変更がなかったので、私自身の分布図で言うと、若干の下振れリスクを反映している。

それで、今日の皆様方の議論をお聞きして感じたのは、例えば、国際局なり執行部が元々慎重な米国経済の見方をしていたという場合に、それでもメインのシナリオは、例えば米国経済3%で、若干振れがあるその幅の一番下限のところ为实现するかもしれないというご説明だったかと思う。私の理解は、メインのシナリオが、例えば3%成長でずっと続くと言うのと、2%成長で続くと言うのとでは、そこはやはり影響が違ふ。中心値が2%で米国経済が成長していくということであれば、やはりそれはファンダメンタルズ面での影響で、今の長期金利の低下に織り込まれているという解釈が成り立つと思う。米国のF e dの追加緩和ともそれで整合的になると思っている。そういう意味から申し上げますと、私自身は7月の点検で、その二つの米国経済の見通しの3%と、実は2%ではなくて2.5%位であったのだが、その二つのメインシナリオとリスクシナリオを持っていて、今、若干下振れた——そこからさらにもう少し将来の見通しについて、下振れるパスも別のリスクシナリオとしてあるかもしれないということで、若干下振れを強めた——という認識である。それから、当然インプリケーションとして、やはり為替レートに影響を及ぼしてくるということである。

#### 須田委員

円高について、少し教えて頂きたい。今、一番どこがコストが低いかで、どんどん生産拠点をシフトさせる、電機などについても、本当に数か月単位で生産は移動できるという話を聞いたことがある。ただ、国内から海外——海外の中はまた違ふが——について、そう簡単にシフトできるのか。昨日もあったが、やはり国内の雇用を守る——社会的な責任——という意識を企業の方は持っておられるから、国内から出ていくのはそう簡単ではないのではないか。そして、実際に、円高でどんどん海外に出ているかという、もう円高云々というより、成長率が違い過ぎることが外に出る大きな理由だと思う。勿論、円高も一つの大きな要因だろうが。もう為替レートが戻ろうが、何をしようが、外に行くのだというのが今の企業のスタンスだと思っている。国内と海外の移動の容易さということについて

て、企業の方はどのように考えておられるのか。そういうことについて教えて頂ければと思うのだが。

#### 中村委員

全てを知っている訳ではないが、やはり国内の需要に対しては国内の生産で対応し、海外市場については日本から輸出するのか、あるいはアジア等の海外生産拠点からの出荷とするのかは、為替とかをみながら、1か月単位ではできないだろうが、最適な生産拠点に振っていくということまで行われているようである。少し特殊な例だと思うが、日産自動車はマーチのタイからの輸入に踏み出した。ただ、国内生産については、やはり新規の研究開発等の技術的な問題があるので、須田委員がおっしゃるように、国内の需要が減っている訳であるから、新規の投資はなかなか難しいのだろうが、マザー工場までを海外にシフトさせることまでは考えていないようである。一方、部品については、海外の生産拠点の進展に伴い、海外での現地調達比率が引き上がりつつあり、現地調達部品の質も急速に向上してきているようである。某自動車メーカーでは、中国製の部品を国内でテストで使ってみたら問題ないと分かり、国内の下請けに対して、中国製と同じ価格での納品ができなければ輸入品に切り換えると言ったとの話も聞かれた。

#### 西村副総裁

先程、森本委員から日本の自動車業界が生産に占める比率の話があった。自動車業界は裾野が広いが、それはどういうことかと言うと、アセンブラは、ある意味ではほんの少しなのである。あとは、その下なのである。その下が、上が出て行くと、付いて行けるか行けないかという問題になるが、それには、実は長期的な為替水準の動きが大きく影響してくる。だから、先程も言ったように、やはりイリバーシビリティの問題——不可逆性の問題——が重要となる。つまり、一旦出たら戻ってこない。特に、昔は出ないと言われていた金型が最近はどんどん出始めて、もう海外の方が良い金

型ができているということも言われている。そういうものが出てきた時に、実は為替の問題は——長期的な為替の問題であるが——非常に強い形で影響が出てくるのである。それを、やはり無視することはできなくて、逆に言えば、それに対応するように内側に産業をどうやって作るかだが、そのことに関しては、あまり上手く行っていない。その上手く行っていない一つの理由は、大企業そのものが——この間、色々なレポートがあったが——日本のいわゆるベンチャーの小企業の技術を使わないというようなことが、実は大きな影響として出ている訳である。そういうようなものこそ変えていかなければいけない。これは、この段階の話ではなくて、もっと先の話なのだが。でも、そういったことを頭に入れて話をしないと、やはり非常にふわっとした議論になってしまうのではないかと思っている。

#### 須田委員

だから、今のお話も、先程の中村委員のお話も含めて、やはり下請けというか、結局、昨日の門間調査統計局長の話にもあったが、為替レートで一番影響を受けるのは中小企業であると。

#### 西村副総裁

実は米国も同じ問題を抱えている。米国のSMEは——数字を忘れたが——雇用の大半を占めている。であるから、どういう形のアウトソーシングがSMEで起こるか、またはインソーシングになっていくかで、とても大きな影響が出てくる。つまり、為替の問題は即雇用の問題に影響してくると私は思っている。

#### 亀崎委員

かつては、系列企業がワンセットで連れ立って出ていったが、現在では、現地の生産比率を高めなければいけないとか、あるいは現地の技術レベルが向上して、現地での生産が可能という状況になってきたため、変わっている。こうなってくると、海外に出られる大企業よりも、海外に出られな

い中小企業の方が非常に打撃が大きい。裾野の広い自動車産業などでは、特にそうである。

#### 野田委員

1980年代の半ば以降の最初の円高局面で、中小企業は円高対応をどうしたか言うところ——ちょうど私は、1980年代の後半に品川区、大田区辺りの町工場の中小企業の方々と取引に上がっていたが——、大きく分けて、一つは、海外に——あそこは電機の街であるから、名前は言わないが、大手の一次、二次、三次位まであって、二次、三次位が集中している訳であるが——一次下請けが出ていくのに引っ張られて付いて行くというのが、かなりのウエイトを占めていた。それに付いて行けない人は、大体工場をマンションなどに変えてしまう、そういう動きがあった。今回の円高局面で、昨年以降の動きをみていると、やはり付いて行けない。そもそも体力が相当疲弊してきているという面があって、付いて行けないというところが確かにあって、それは昨日の門間調査統計局長の話に繋がる。集団で行くというのも確かにあったが、個別で見ると、まだ体力が残っていて、そういう資源——人にしろ、資金にしろ——があったということははっきり言えると思う。

#### 中村委員

先程、亀崎委員も言われたが、やはり現地の色々な部品の質とか、そういうものが物凄く上がってきているので、以前は、やはり日本から持っていかなければどうしようもなかったが、代替できるということを色々なところで経験してしまった。

#### 白川議長

先程の情報発信の話というか、中央銀行が景気についてどのように物を言うかというのは、日本銀行だけではなくて、今Fed自身も「unusually uncertain」という言葉の後の反応にやや戸惑っている面も多分あるのだ

ろうと思う。この不確実性とかリスクとかについて議論する時に、正確に何を念頭に置いているのかを考えた場合——こういう分類学にあまり意味があるかどうか分からないが——、四つ位類型があるように思っている。我々自身が内部で議論する時、あるいは外向きに情報発信する時に、自分自身がどういうことを言っているのかをやはり認識しておく必要があると思っている。必ずしもこれから申し上げる四つの類型は、排他的な関係にある訳ではないが、一つは、そもそもどのような経済理論モデルなり、あるいは考え方で、現状なり先行きを判断すべきかという、そのモデル自体が、人によって大きく異なっているということだと思う。今、米国では、インフレを心配するグループが沢山あり、他方でデフレを心配するグループがいる。確かにそういう人を全部足し合わせてみて確率分布みたいなものを描くと、何か平均値が出てくるかもしれないが、その平均値にあまり意味があるように思えない。最近、特に米国の学者の中でのかなり感情的なまでの議論をみていると、要するに、モデルが全く違う中で、最後は、平均で議論している訳である。そういう意味で、四つの類型の一つ目は、多分、西村副総裁がおっしゃるナイト流の不確実性になってくると思われるが、モデル自体が、人によって全く異なっているケース。それから、二つ目は、一人の人、あるいは一つのグループ——例えば、決定会合でもそうであるが——の中で平均値が低下する、あるいは上昇していくのも、上振れ、下振れという言葉で表現しているケースも多い。これは、要するに、メイシナリオの平均値の修正であるが、先日のバーナンキ議長の議会証言の後の部分ではなくて、冒頭の部分はこのことを言っていた。つまり、一次のモーメントであるが、それを言っていた訳である。それから、三つ目は、そうではなくて、分布の広がりというか、分散の拡大というか、確度の低下というか、要するに、先行きが読みにくいという感じだと思う。バーナンキ議長が議会証言の最後に言った「unusually uncertain」は、そういう文脈の中で、このことを言ったのだと思う。それから、四つ目は、三つ目と別に矛盾する訳ではないが、要するに、極端なケース、つまり起こる確率は小さいが、起きた場合は大変であるという——それはインフレ

であっても、あるいはデフレ・スパイラルでもそうだろうが——、そうしたテール・リスクのことを言っているケースである。それが、時として上振れとか、下振れという言葉で言われている訳である。しかも、今申し上げた四つの類型にさらに時間の要素が加わってくると、つまり目先はこうだという話と、それから展望期間の期間中は、という話がある。そういう意味で、実は下振れとか、上振れという場合、多分、必ずしも皆同じことと言っている訳ではないのだと思う。ただ、我々自身がそういう分類学をして、こうだと決めても、これまた始まらないとは思ふ。私自身は、金融政策は少し長い目でみて政策をやっていく以上、展望レポートあるいはその後の中間評価も含めて、少し長い先の期間を展望した場合の基本的なメインシナリオ、メカニズムが変化したのかしていないのかということがまず大事な情報発信であると思う。これは、今日の議論をする限り、そのシナリオは今とは変わっていないということだと自分自身は受止めた。ただ、先程言った読みにくいという意味で、不確実性は勿論ある訳であるし、それから、そもそも理論モデルについても色々な考え方があるだろう。ただ、我々自身に大事なことは、今足許起きている様々な現象に対して、あり得べきリスクに対して、我々自身が鈍感でなく、そういうことがメインシナリオに影響していくのではないかという可能性も含めて、常に点検していく姿勢はしっかりみせないで、やはりこれはコミュニケーション上大きな失敗になるのだと思う。それをどういう言葉で表現していくかは技術の問題なのだろうが、そうしたことが、当面は大事かなと思う。次回以降の決定会合でも、今日ここで出てきた色々な下振れの可能性、米国経済もそうであるし、それから政策的な措置が終わった後の効果の剥落もそうであるが、そうしたことも含めて丹念に点検していくという姿勢をしっかりと維持していくことが重要だと思った。

#### 西村副総裁

その点について、一点付け加えたいと思う。「unusually uncertain」と言った途端に、ナイト流の不確実性の見方に立てば、ナイト流の不確実性

が高まるというように捉えられる。それからどちらかと言うと、グリーン  
спан流のいわゆるリスク・マネジメントの考え方でいうリスクという形  
に捉えられる。つまり、非常にテール・リスクが大きい、その時に何かし  
なければいけないというように捉えられる。多分、そういう捉え方をされ  
たのではないかという気がする。それは、良い面もあるのだが、悪い面も  
ある。先程言ったように、つまり本来言っているつもりとは違うものにな  
ってしまう可能性があるということである。そういう点で、先程白川議  
長がおっしゃった、下振れリスクに注意していく構えを明確にしていく、  
つまり丁寧に我々はみているのだということ、要するに、どんな小さなリ  
スクでも、もしかしたらそれが非常に大きな影響をもたらすことがあると  
するならば、それをきちんとみているのだという構えをみせていき、必要  
であれば、それに対する対応をしていくという構えが、やはり重要な点で  
あると思う。これは我々の2つの柱の基本的な考え方に繋がる話であるし、  
そういう形でやはり情報発信していくのが、今一番コンシステントな形で  
はないかと考えている。

#### 野田委員

今、鈍感でないということ、常にチェックしているのだということから  
すれば、例えば円高がこここのところまた復活してきて、それをもって下振  
れリスクという議論があるが、これ自体を白川議長がおっしゃったそれだ  
けで捉えるのではなく、やはり色々な評価をバランス良く捉えるというこ  
とであるな。その観点で言えば、例えば今の円高の水準——ノミナルな水  
準——そのものは、確かに去年の11月後半のドバイ・ショックの頃の水  
準に近い、ないしはそれを上回っているが、企業を取り巻く環境という意  
味で捉えると、我々の評価自体も当時は「厳しさを残しつつも」というこ  
とを言っていたが、今はとにかく一方的に「緩和方向の動きが続いている」  
ということになる。それから、企業収益そのものが、あの当時のレベルを  
100としたら、足許、2010年度の見通しは——こういう数字計算は幾つか  
あるので、もう一回検証する必要があるが、私がざっくり検証したところ

では——全産業ベースで1.8倍位になっている。それから、為替の先行きに対する見通しも、短観ベースで言えば、12月に91円ちょっとでみていたのが、足許の6月の短観では90円そこそこであり、足許のアネクな情報では80円台に突入しているというようなことをやはり総合的にみていく、そういうことをきちっと世の中に説明していく、ということが、我々が鈍感でないということの証なのである。そういうことではないかと感じたので、敢えて発言した。

#### 須田委員

私も、為替レートについては、少しきちっと考えなければいけないと思う。例えば、資源価格が投機的に凄く上がってしまった時は、企業の方も含めて、交易条件の悪化を少し抑えられるという意味では、円高になると良かったとプラスに考えることもあるだろう。もうずいぶん前になるが、1977年とか1978年の円高の時に、円高メリットを活かせと言った議論が高まった。当時インフレが高い国が多くて、通貨高は物価を抑えてくれるということで好循環を生むとされ、そしてその時は、悪循環とは、通貨安でインフレが高まるということだった。悪循環の国——イタリアとか米国が含まれている——がそれを断ち切るには強い引締め政策を採らなければいけなかった訳で、日本からみていて厳しいなと思った時期もあった。だから、その時々で、やはり為替レートの評価は全然違うが、どうも日本では円高がプラスになっている人は黙っているから、どうしても困った人だけが大きな声を出して、そして円高は大変だということ——実体経済に対するマイナス効果も勿論分かっているうえでのことなのだが——、少し恐怖症が強過ぎる。そして、これまでも円高で不況になるということを言われて、それで緩和政策を採ったらインフレになってしまったことも。円高不況と言われた時に、本当にどの程度の不況が起こったのか、常にとは言わないが緩和政策を採り過ぎたこともやはりあったので、もう少し皆が冷静に考えて、しっかりとこの問題を捉えてくれるようになると良いと思う。

野田委員

全く同感である。

白川議長

他にご意見はないか。

西村副総裁

一点だけ宜しいか。全然違う話なのだが、エコカーである。これは重要な点で、エコカーの打ち切りの効果はどうなのかということである。私も見通しが全く付かないが、エコカーの効果で、漸く過去のトレンドに戻ってきていることに注意する必要がある。それまで、強烈に落ちたのを、漸く元に戻していたのである。そこでエコカーが切れた時に元に戻ってしまうとなると、これは大変なことに実はなる訳で、そのところの判断が難しい。私は、然程落ちないのではないかと考えているが、この点については、気を付けてみていかなければいけないと私自身は考えている。これは、単純に政策効果が切れるというより、もっと大きな、実は今後の日本の自動車産業及びその販売に関しての重要ないわば岐路にさしかかったところと言えるので、やはり注意してみていかなければいけないと考えている、という点を一つ加えておきたい。

亀崎委員

車歴 13 年超の廃車インセンティブなど、新たな需要の掘り起こしによる部分もあるから——ずっと乗るつもりだったのに、補助金が出るから買い替えたという部分もあるから——、そのままそっくり全部反動が出るとは私も思っていない。その分は、どうせもうそろそろ、という買替えを前倒しした訳ではないから。だから、その分については、需要先食いの反動が出るようなものとは思わないが、やはり政策効果の反動は出てくるだろうと思う。

白川議長

特にないようであれば、このラウンドは、これで一旦閉じて、再開は11時5分としたいと思う。

(10時54分中断、11時05分再開)

白川議長

それでは、当面の金融政策運営等に関する討議に移りたいと思う。

#### IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。それでは、山口副総裁から願います。

山口副総裁

金融環境について簡単に述べたいと思う。企業金融周りということ而言うと、企業の資金調達コストは低下傾向を続けている。銀行からの借入金利は、長短ともに低下している。社債の発行環境は、低格付け社債も含め良好と評価し得るところまできたように思う。従って、企業収益が回復する中であって、低金利の持つ金融緩和効果はさらに強まってきていると評価して良いと思う。

金融政策についてであるが、経済・物価情勢を踏まえると、引き続き現在の誘導目標水準を維持することが適当であると思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員願います。

## 宮尾委員

それでは、金融環境並びに金融政策に対する意見を申し上げる。まず、我が国の金融環境であるが、総じて緩和方向の動きが続いているという執行部の判断に異存はない。まず、6月短観で確認されたように、企業サイドからみた金融機関の貸出態度は改善の動きが続いているし、この間出た新しい指標としては、小企業についても資金繰りの改善傾向が確認されている。またBBB格の流通スプレッドが縮小するなど社債の発行環境も改善している。資金調達コストの面でも、社債発行金利や貸出金利は低下傾向にあるなど、これに関しても総じて緩和方向の動きが継続している。一方、ドルLIBORや為替スワップ市場のドル調達プレミアムも、落ち着いており、我が国金融機関の外貨資金繰りに混乱はみられていない。こうした金融環境並びに、先に述べた経済・物価情勢の検討を踏まえると、次回決定会合までの金融市場調節方針に関しては、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持するとともに、やや長めの金利のさらなる低下を促す手段を継続することを通じ、引き続き緩和効果の浸透を図っていくということが適当であると考えている。

そう申し上げたうえで、先程述べたように、下振れリスクとして米国経済の減速懸念が強まっているという私自身の認識を踏まえると、現在の円高傾向が持続する可能性を念頭に置きつつ、それが顕現化した時のメインシナリオに及ぼす影響や、あるいはまた今後の政策対応などについて、しかるべきタイミングで検討を始めることが重要ではないかというように考えている。仮に、現在の円高傾向が、米国のやや長い目でみた成長期待の低下を反映した持続的なものだとすると、その我が国経済への影響もそれだけ持続的となり、政策対応の考え方についても、より長期的な視点が必要となってくると思われる。以上を申し上げる。

そして最後に、成長基盤強化支援に関して、現在1回目の資金供給に向けて準備が進められているが、一言申し上げる。オペ先に選定した74先をみ

ると、このうち約7割が地方銀行、第二地銀、信金といった地方の金融機関となっていて、参加先には広がりが見られる。また、各先が主体的に公表している取り組み方針等をみると、自らの顧客基盤や地域などの特性に応じて、成長基盤強化に向けた取組みを検討しているようにも見受けられる。今後、こうした取組みを通じて、地方を含めて我が国経済が活力を取り戻し、潜在成長率や生産性の向上に繋がっていくということが期待される。先月も申し上げたが、執行部におかれては、我々の提供する資金がその趣旨に沿って効率的に活用されるよう、しっかりと運用して頂くよう重ねてお願いする。以上である。

白川議長

それでは、須田委員お願いする。

須田委員

我が国の金融市場動向について、前回会合以降の動きを象徴する出来事として、長期金利の低下と円高が挙げられる。我が国の長期金利は米国睨みの展開となっているが、市場では、ストレステストが無難に通過したことや、バーナンキ議長やブラード総裁の発言もあって、米国景気減速懸念や利上げ期待の一段の後退などから、米国の10年国債は昨年4月以来約1年振りに2.8%近傍まで低下し、引き続き下げ余地を探っているように窺われる。投資家の注目は、欧州のソブリンから、米国経済の日本化に移りつつある。今のところ、そうした見方はマジョリティではないが、そうした中、ユーロドル金先のフォワード・レート・カーブが大きく下方シフトする一方、2年国債の流通利回りが初めて0.5%割れとなり、最近2年国債の日米金利差を材料視する傾向の強い為替市場では円高が進行した。これを受けて、我が国株価の上値が抑えられ、日本の長期金利にも低下圧力がかかっている。

こうした長期金利の低下に関しては、前回会合でも議論があったように、金融機関のリスク管理の改善、市場部門への収益プレッシャーが強くない

ことなどから、今のところ長期金利が反転急騰するということは生じないだろうとみている。しかし、米国発の金利上昇が伝播してくるリスクも否定できない中、1%割れとなった後に急騰を演じた過去 2 回の局面——1998 年、2003 年——と比較して、現在は状況が違うから大丈夫と本当に言い切れるものではなく、引き続き予断を許すべきではないと考えている。今後さらなる長期金利の大幅低下が発生しないか、短期のボラティリティの水準低下と並行して、ある程度継続的な投資家のロング・ポジションの積み上がりがみられないかなど、オーバーシュートのきっかけとなり得る材料をしっかりとみていきたいと思う。米国でも、金融市場が荒れると Fed 頼みという期待が根付いてしまったとの指摘もあるが、長期金利が急騰すれば日本銀行が買入れを増額すれば良いではないか、といったモラルハザードを生まないためにも、市場の国債投資が行き過ぎないように、金融機関に対してリスク管理の重要性をしっかりと訴えていく必要があるということ、今回も改めて申し上げておきたいと思う。

他方、我が国の短期金融市場や企業金融周りは落ち着いている。前者については、むしろ市場機能の低下の方が気になる。後者については、社債の BBB 格についても発行環境は良好といえる状況になっていることだけ、述べておく。

以上みてきたように、足許の金融経済・物価情勢は我々のメインシナリオに概ね沿った展開となっており、金融政策運営に当たっては、極めて緩和的な金融環境を維持し、物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰を粘り強くサポートしていくことが極めて重要である、と引き続き判断している。そのもとで、次回決定会合までの政策運営方針については、現状維持が適当だと考える。執行部におかれては、内外市場動向に幅広くアンテナを張り巡らし、市場機能へも配慮しつつ潤沢な資金供給を行い、誘導目標金利を維持するよう、引き続き肌理細かな調節を行って頂きたいと思う。

さて、バーナンキ議長は、先般の議会証言で、日本がデフレに陥った背景として、6月の金融懇談会での私のスピーチと同様に、生産性や労働力が低下し、潜在成長率が低く、銀行システムが長期的に問題を抱えている

点を指摘した。バーナンキ議長はかつて日本にヘリコプター・マネー政策を提案していたが、今回のようなデフレ診断のもとでは、持続的なデフレ環境から脱出するには、サプライサイドも重要ということになる。何度も申し上げているように、オールジャパンで日本の将来についての危機感を共有し、それぞれが努力することが必要である。日本銀行は成長基盤強化支援資金供給を開始することで問題提起をしたが、この思いを途切れさせてはならないと思っている。

米国では、今回の信用緩和策の結果として負債サイドで1兆ドルにも及ぶ超過準備が発生したが、実際、米国で今起こっていることは、そのような超過準備のもとで、貸出の減少、マネーストックの増勢鈍化、デイスインフレである。そのため、ウォーシュ理事のようにF e dのボードメンバーの中からも、「異例の資産保有がマクロ経済へ与える効果はあまり大きくなく、金融市場に与えた効果もあまりはっきりしない」との指摘が聞かれている。ウォーシュ理事も述べているように、新たな政策を導入する際には、市場機能の劣化、政府債務のマネタイゼーションとの見方、民間購入者の締め出し、中央銀行の信認低下というコストを、マクロ経済にとっての利益の増加が上回るのかを慎重に吟味しながら、その時その時で最も適切だと判断できる政策を選択しなければならない。それは非常に難しいことなのだが、日々悩みながらそのように努力しているのだということを、地道に諦めないで丁寧に説明し続けていくことが重要である。

翻って、我が国の金融政策を巡る議論はどうか。私の印象としては、デフレ局面になると、決まって「マネーを増やさない日本銀行が悪い。なぜインフレーション・ターゲティングをしないのか」といった金融政策責任論が盛り上がるということが繰り返されているように思う。当座預金残高ターゲットという量的緩和は、金融市場の安定には貢献したが、实体经济を刺激するほどの明瞭な効果は窺われていないというのが暫定的な評価であり、また、マネタリーベースを増やせば物価が上昇するという単純な貨幣数量説に基づく政策提言の信憑性に大きな疑問を投げかけたとみている。最近の米国の経験も、そのような考え方のサポート材料になるとみ

ている。なお量を増やしていけばゼロ金利であっても為替レートを通じて効果があるという見方については、円／ドルレートについては、2年債の金利差に焦点を当てたり、3か月のLIBOR格差が注目されたり、場合によってはリザーブに目が向いたり様々だが、量的緩和政策を採用して以降今日まで、月ベースでマネタリーベースと為替レートについてグレンジャーの因果性テストを試みると、統計上有意ではないとの結果が出てくる。もっとも、それ以前の問題として、金融政策運営を為替レート・コントロールに割り当てると、誤った政策判断に繋がるリスクが高いということは言うまでもない。

インフレーション・ターゲティングに関しても、採用国、非採用国それぞれが工夫を重ねることによって、お互いの運営の枠組みが近付いてきているとの認識が不足しているようである。それを採用すれば期待インフレが安定すると言われるが、最近のバンク・オブ・イングランドのMPC議事要旨には、中期的なインフレ期待の見通しの不確実性が高いとの記述がみられることから分かるように、そう簡単ではなさそうである。政策手段が十分でない場合にはなおさらである。今日ではそれを採用しても、様々な不均衡が蓄積している場合には、足許の物価からインプライされる政策とは異なる政策を行うことも大いにあり得るが、その場合、却って説明が難しくなることもある。「中長期的な物価安定の理解」を念頭に、「2つの柱」に基づく政策運営は、インフレーション・ターゲティングの良い所を取り込むとともに、問題点を解決すべくそれを進化させた独自の枠組みであり、現時点で最適な枠組みとみているが、日本銀行批判者には、Fedのように、まずはこの枠組みをしっかりと理解しようという姿勢がみられないのは寂しい限りである。我々の枠組みはIMFミッションにフレキシブル・インフレーション・ターゲティングと評されたことがあるが、人によってはそのような評価が可能となるほど、運営上の違いはあまりないというのが実態である。批判者の本音は、枠組み云々よりも、「物価安定の理解」のレンジが低過ぎるということなのかもしれないが、インフレにして通貨の購買力を下げることで財政ファイナンスをすることが目的の一つであ

るとすると、国民は大きく反発するだろうし、財政節度に対する疑念も生じる。経済は実験ができないが、様々な内外の経験を真摯に学びつつ、信認を維持することの重要性を意識しながら、政策を議論する必要性を大いに感じている。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

まず金融環境から述べたいと思う。間接金融からみると、民間銀行貸出は、企業の外部資金需要が後退している中で、引き続き前年を下回っている。こうした資金需要のもとで、直接金融市場では、5月以降起債を見合わせていた銘柄の多くが起債を果たすなど、発行環境は再び改善している。また、改善が遅れていた中小企業の中でも、小企業の資金繰りについては、4～6月期は比較的是っきりと改善が進んだことが日本公庫の調査で確認された。以上のように、我が国の金融環境は、緩和方向の動きが続いているという評価で良いと思う。

次に、世界経済が緩やかな回復を続けるもとで、我が国経済も回復傾向を辿る、という中心的な見通しに対するリスク要因について、前半パートでも議論されたが、敢えて二つほど申し上げたいと思う。欧州にまつわる下振れリスクについては、第一に、財政緊縮化に伴う総需要抑制、第二は、ソブリン・リスクにより金融システムの脆弱性が高まり、金融と実体経済の負の相乗作用が再燃するリスクというものを前回会合で指摘した。後者については、前半でも申し上げたように、欧州ストレステストが無難に消化されたことで、短期的には相応に縮小したとみている。これも繰り返しになるが、さは然りながら、欧州諸国の財政問題が本質的に解決されていないもとで、引き続き最も注視すべきリスクであることに変わりはない。グローバルなIT関連商品に関しては、需給バランスが短期間で大きく崩れるリスクについても前回会合で指摘したところである。前半パートのN

I E s ・ A S E A N 経済に関して、I T 需要の拡大を受け、輸出が総じて増加を続けていると指摘した。しかし、国別に仔細にみると、台湾だが、鉱工業生産指数が 4~6 月期には前期比でマイナスに転じ、7 月の新規輸出 PMI は 48.4 と、50 を 15 か月振りに下回った。現に昨日発表の 7 月の輸出は、4~6 月のトレンドからみて増加率が大きく低下している。短期的な振れの可能性も否定できないが、台湾の輸出に占める I T 関連財のウエイトが極めて大きいだけに、世界の I T 関連需要動向に対する懸念材料として指摘しておきたいと思う。

次に、このところの長期金利の低下について、一義的には金融機関のリスク管理の観点ということになるだろうが、ここで付言しておきたいと思う。足許の一旦 1% を割り込むような長期金利の低下は、極めて緩和的な金融環境のもとで、銀行の預貸差の拡大による債券需給のタイト化と景気の一時的な減速懸念が長期金利の低下要因として近似しているということで、2003 年夏の V a R ショックに至る途上の 2002 年後半の金利低下局面を髣髴とさせている。今後、長期金利がさらに大幅に低下するかどうかについては、市場では否定的な見方に振れることが多いのも事実である。当時との違いとして、一つに、投資家及び金融機関の運用担当者にとって V a R ショックの記憶が未だ残っていることに加えて、当時ほど銀行の収益環境は悪くないので、保有資産のデュレーションを長期化させるプレッシャーが大きくないこと、二つに、金利リスク管理自体が V a R ショックの経験も経て高度化していることなどが指摘されている。もともと、この度の金融危機に至るまでの幾つかの局面で、我々は「今回はこれまでとは違うのだ——This time is different——」という言葉を何度も聞かされたことを忘れてはならない。また、今回の金利低下局面でも、市場参加者、特に大手銀行の同質性と同調性が観察されており、一旦、現実は何らかのショックが発生した場合には、同調性がより短期集中的に巻き戻し方向に働くというのも過去の経験である。予断を持たずに注意を払っていく必要があると考えている。

最後に、金融政策運営について述べる。前半で述べたとおり、実体経済、

物価ともに前回会合で点検した展望レポートの見通しに概ね沿う形で推移している。先程述べたことをはじめとする様々なリスク要因を踏まえれば、金融政策については現在の方針を維持することにより、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することを金利政策面からしっかり支えることが重要である。すなわち、一つに、ブロードな意味での金融市場調節方針として、潤沢かつ弾力的な資金供給を行うことにより、短期金融市場において、やや長めの金利を含め、極めて低水準の金利を維持し、このことを通じて極めて緩和的な金融環境を維持していくこと、二つに、ディレクティブとしての次回会合までの金融市場調節方針として、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促すこと、がそれぞれ適当であると考えられる。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁をお願いします。

西村副総裁

国内金融市場については、月報概要の金融面の評価に違和感はない。概してみれば主要投資家が国内にいる各市場では落ち着いた動きとなっているのに対して、海外投資家のフロー面での比重が無視できない市場では、国際金融資本市場の影響を受け、やや神経質な動きとなっている。短期金融市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は誘導目標水準近辺で安定的に推移しており、G Cレポ・レート（スポネ物）も0.1%前後で安定している。ターム物の金利をみても短期レートは極めて安定的に推移している。ただ、銀行間取引は低調であり、T I B O Rの低下もゆっくりとしているが、C Pの発行環境は好調を維持している。主要通貨の調達環境も、各市場の動向に応じた形でそれなりに安定的に推移していると考えている。債券市場では、日本国内の需給環境に加えて、海外金利の低下が注目されており、そのもとで長期・超長期金利が低下し、イールド・カーブがフラット化した。長期金利の低下が目立っており、先程もご指摘が

あったが、2003年に最終的にVaRショックをもたらした長期金利の低下の2002年末の取っかかりの状況に似ていることが指摘されている。今後、先程ご指摘もあったように、当時と同じような種類の歪みが蓄積される可能性、今これをファイナンシャル・インバランスと言うのかどうか分からないが、そのインバランスには注意が必要であろうと考えている。クレジット市場をみると、流通市場では高格付け社債の対国債スプレッドの低位安定が続き、低格付け社債についても、流動性は低いものの、気配値を基に作られる売買参考統計値から判断するとスプレッドが縮小傾向にある。これを背景に、発行市場は堅調で、BBB+格も発行条件でみて、もはやリーマン・ショック以前に近い水準の起債状態に戻っているとも言える。海外投資家の比重の大きいCDS市場でのCDSプレミアムも、海外市場につれる形で低下している。

資金のアベイラビリティをみると、前回同様緩和傾向が続いている。中小企業については、7月の数字に凸凹があるが、特に小企業について先程もご指摘があったが、日本公庫小企業資金繰りDIは足許比較的大きなマイナス幅の縮少となった。元々大きく振れる指標であり——前回、これは元々大きく振れる指標だから単純に考えてはいけないと言った手前何とも言いがたいが——、今後の推移をみななければならないが、大変エンカレッジングであると考えている。

次に、次回決定会合までの金融市場調節方針について述べたいと思う。日本経済は、足許経済活動の想定比はやや強めであるものの、金融経済情勢の討議で述べたように、先行きのリスクは大きく、また一部気になる兆候も現れている。今までの動きは、大きく落ち込んだ底からの回復であり、景気のサイクルに沿った動きに過ぎない部分が多いことにはやはり注意しておく必要がある。人口の減少、高齢化の進展に十分対応できず、アジアへのものづくり能力の移転等が進む中で、世界経済に対する市場の見方の変化や国際金融資本市場の動向によっては、企業、家計の中長期的な成長期待に依然下振れのリスクがつきまわっていると思う。成長基盤強化のための資金供給スキームのもとでの各金融機関の取組みは、このスキ-

ムの意図に沿った深さ、広がり次第にみせつつあるというのは大変エンカレッジであるが、このスキームも始まったばかりであり、新しい動きの効果は今後慎重に評価していく必要があると思う。従って、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するため、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくためには、次回決定会合までの金融市場調節方針は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」現在の金融政策を維持することが望ましい。同様に、こうした方針のもとで、長めの金利低下を促す措置も現状を維持するのが望ましいと考えている。以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

まず、金融情勢等について述べたいと思う。既に複数の委員が触れられたが、最近、世界的に長期金利が低下しているが、我が国では、10年物金利だけでなく、20年超の金利も相対的に大きく低下している。米国経済の回復ペースが減速していることを材料に低下している米国長期金利につられる形で低下しているが、民間企業の資金需要が低迷する中で、運用難に陥った金融機関が国債買入れを進めたことも大きく影響しているようである。現状の金融機関が抱えている金利リスク量は、2003年のVaRショック時に比べて限定的なことや、各金融機関のリスク管理能力が高度化し、財務体力も強化されていることなどから、足許では金利の反転リスクには対応可能と考えられるが、引き続き金融機関をはじめとする投資家の動きを注意してみていく必要がある。

国内の企業金融を取り巻く環境をみると、企業の資金需要が弱い中で、多くの金融機関は運用難に陥っており、優良貸出先に対しては、貸出条件を一段と緩和させているようである。この間、金融市場での混乱や発行金利が低下する中で、起債を延期していたBBB格社債が起債を再開したほ

か、投資家の旺盛な投資需要を背景に、新たにB B B格社債を起債する発行体がみられるなど、発行環境は良好な状況にある。資金繰りについても、総じてみれば、企業業績の回復に伴い改善の動きが続いている。なお、中小企業、小企業の資金繰りについては、日本政策金融公庫の調査では、大企業に比べて改善のテンポが緩やかなものとなっているが、改善をしている。ただし、小企業については、地域密着型の内需産業が中心となるため、対象としている国内市場の需要が減少傾向にあり、業績と景気との連動性が低くなっており、事業の継承問題を含め、構造的な問題を抱えている。従って、資金繰り面からの支援だけでは、一時凌ぎにしかならない状況に陥っている小企業も少なくなく、金融の問題だけでは解決できないことには留意が必要である。

海外の金融市場では、不安定な動きがみられる中で、我が国の短期金融市場は、本行の潤沢な資金供給のもと、このところ上昇圧力がかかりやすかったG Cレポ・レートや、やや長めの金利を含めて極めて落ち着いた状況が続いている。固定金利型共通担保オペの残高が積み上がっているため、機動的な金融調節を行いにくいほか、市場参加者の資金偏在を起こしやすくする局面があるなど、金融市場局の負荷が重くなっているが、市場には一定の緩和効果を与えていると思われる。ドル安に伴い、為替市場は不安定な動きとなっている。不安定な為替動向は輸出産業を中心に企業収益に影響を与えるだけでなく、企業の成長期待を減衰させ、回復基調にある我が国経済の阻害要因となるリスクには注意が必要であり、前半のパートでも既に討議されたが、円安の背景等を十分に注視していく必要がある。次回会合までの金融市場調節方針は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することを積極的に支えるために、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であり、現状維持とすることが適当だと思う。

最後になるが、成長基盤強化支援策について若干述べたいと思う。最近、先進国経済の成長ペースが一段と緩慢となるリスクが高まりつつあることなどを背景に、米国などではデイスインフレ状態が長期化するとの指摘

を目にするようになった。セントルイス連銀のブラード総裁は「FOMCが長期間に亘りFF金利を例外的に低い水準とする可能性が高いことにコミットしている状況は、却ってインフレ期待の低下、ひいてはデフレに繋がる」と主張しており、その処方箋として国債買入れによる量的緩和策を提言している。我が国の経験からすれば、資金需要が低迷し、金融仲介機能が低下している中では、流動性の供給を増やすなどの施策だけでは、デフレから脱却することは考えにくいと思う。このため、我が国においては、本行が物価の安定に向けて金融面からの貢献を行うとともに、各経済主体が様々なイノベーションや地道な努力を積み重ねて内外の需要を創出し、生産性向上を反映した中長期的な所得増加期待を高めていくことが肝要だと思う。この観点からは、成長基盤強化を支援するための資金供給の対象先が大手行だけでなく、地銀、第二地銀、信用金庫など74先に幅広く広がり、第1回の資金供給に向けて47先が個別投融资実績確認依頼書を提出していることは、当措置の導入の趣旨に沿う動きと評価できる。我が国の金融機関は、リスクに見合った貸出スプレッドがなかなか得られないこともあり、総じて優良先に対しては積極的に融資する一方、業況不芳先や新規の事業資金に対しては極めて慎重な融資姿勢での対応となっている先が少なくないと言われている。しかしながら、今回の措置をきっかけに、金融機関は新たな視点で案件を掘り起こす動きにも繋がっているようであり、民間企業からは「当初、当措置に批判的であった銀行が、制度が具体化されるに従い、意外なほど盛り上がっている」との話も聞かれた。成長基盤強化対応のみならず、事業や経営に対する審査能力をさらに高め、金融の仲介機能を強化し、資金需要を喚起するための契機ともなることを期待したいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

## 森本委員

国内の金融環境については、執行部報告と同様、緩和方向の動きが続いているとみている。金融環境は前回会合時から特段の変更はないが、念のため申し上げますと、短期金融市場は、本行による潤沢な資金供給のもと、資金調達に対する安心感が定着しており、金利も、ターム物を含めて低水準で安定的に推移している。企業金融をみても、CP、社債の発行環境は良好な状態にあるほか、貸出金利は長短市場金利の動きを受けて低下基調となっている。貸出残高は前年割れが続いているが、主要銀行貸出動向アンケート調査の結果からも分かるように、この背後には資金需要の低迷がある。こうした中、企業の資金繰りは総じてみれば改善の動きが続いている。日本公庫が四半期ごとに行う調査では、小企業の資金繰りDIも2期連続で上昇したことが目に付くところである。

一方で、言うまでもないが、当面、国債市場と為替市場の動向は十分注意してみていく必要があると思う。長期国債に関しては、一時的に7年振りの高値まで買い進まれたが、何らかのショックから揺り戻しが生じて、それが過去の経験にもかかわらず万が一加速すると、国債保有残高を膨らませている金融機関のリスク許容度が低下する。また為替市場については、7月の雇用統計によって米国雇用情勢の厳しさが確認された後も一本調子の円高にはなっていないが、今後、日米金利差や米国経済の減速などが意識されて為替円高が進行したり、円高が定着したりすれば、輸出企業を中心に企業マインドに対して少なからぬ影響を及ぼすと考えられるので、その推移をしっかりと注視していく必要がある。

こうしたもとの、次回までの金融市場調節方針であるが、前半で検討した経済・物価情勢を併せて考えると、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると思う。先行きの政策運営についても、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、引き続き中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があり、金融政策運営に当たっては、今後とも、極めて緩和的な金融環境を維持していく

ことが重要であると思っている。

最後に、成長基盤強化に向けた資金供給について申し上げる。相当数の個別投融資実績確認依頼書が提出されたとのことで、まさに、民間金融機関が成長基盤強化に向けた取組みを進めるうえでの呼び水とするという、所期の目的を果たせるのではないかと期待している。取組み方針の要件において例示された資金使途の中では、私は特に地域再生という切り口に注目している。宮尾委員、中村委員からもコメントがあったが、今回の措置に対し、地域金融機関からの手応えは大変大きく、地場主要産業を対象としたファンドを設定する動き等がみられている。地方の疲弊が叫ばれて久しい今日であるが、地域経済全体の底上げを兼ねて成長基盤が強化されるのであれば、こうした再生モデルを確立することの意義は非常に大きいと思われる。このため、強い期待を込めて地域金融機関の取組みを見守っていくつもりでいるが、同時に各支店の手応え等も聞きながら、呼び水効果を高めるような実績公表方法等を検討することも、一考に値するのではないかとと思っている。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

国内の金融環境は、金利の面でも、資金のアベイラビリティの面でも、全体として緩和方向の動きが続いている。ただ、円相場は、米国景気の先行き不透明感の高まりによるドル売りを受けて、対ドルを中心に上昇している。株価は、好調な企業収益にもかかわらず、米国景気の不透明感や円高の進行などから不安定な動きとなっている。これ以上、円高や株安が進めば、景気の足腰は次第に強くなっているとはいえ、輸出関連企業の収益へのインパクトは大きいと、十分な警戒が必要である。長期金利は、改善方向にある景気や物価とは関係なく低下し、10年新発国債金利は2003年以来7年振りに一時1%を割った。現時点で、ことさら問題視する

必要があるとは思わないが、銀行がこの先さらにヘッジなしに長期国債を買い進めていくようだと、急な反転下落が生じた際の損失額が大きくなり、金融仲介機能の毀損、ひいては景気の悪化に繋がりがねないため、注意すべきと思う。

金融政策については、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するという目的のため、極めて緩和的な金融環境を維持していかなければならない。従って、金融市場調節の方針としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0.1%に維持すべきだと考える。固定金利オペ等、その他の施策も現状を維持すべきだと考える。

次に、日本経済の成長基盤の強化に資する新たな施策については、全国の多くの金融機関が様々な取組みを掲げ、4～6月における投融資実績と借入希望を寄せてきていることは、所期の目論見どおりに推移しているものと評価している。また、米国FRB議長が日本のデフレの理由について潜在成長率の低さを指摘したが、本施策に関する各方面からの反応からは「デフレ脱却のためには成長基盤の強化が必要である」との認識が深まりつつあると期待できるのではないかと思う。ただ、ある地方の金融機関のトップからは、本施策について「貸付金利が預金金利と比べて有利でない」とか、「既に資金は余剰であり本行が期待するような効果は得られない懸念がある」とか、ネガティブな反応を聞いた。リスク資産を増やしたくない気持ちは分かるが、預金吸収のための支店網維持のコストを考えれば、0.1%でも一定の魅力はあること、本行は少しでも前向きな気持ちを起こす呼び水としての効果に期待していることなど、本施策の意味合いが、金融機関経営者にも今ひとつ浸透していない面もあるのではないかとも感じた。そのため、本施策の魅力や目的については、引き続き丁寧にアピールしていく必要があるのではないかと思う。

なお、金融政策運営に当たっては、引き続き以下の点に留意する必要があると思う。まず、国際的な金融面の動きである。このところ、ストレステストを無難に通過した欧州に代わって、米国の景気不透明感の強まりが

金融市場を不安定にしている。これが市場の大きな混乱に繋がるとは思っていないが、今局面でもリーマン・ショック時と同様、金融と実体経済の負の連鎖が生じないかも含め、注意していく必要がある。

次に、各国の金融・財政政策の動向である。欧州周辺国の財政再建に向けた動きは、今のところ順調に進捗しており、市場も好感しているように思う。これら以外の各国においても、財政健全化は重要課題であるが、適切な情報開示を行い、市場のコンフィデンスを維持しながらそれを進めるべきだと思う。金融政策については、新興国、資源国が正常化を進める一方、先進国では一段の緩和観測すら聞かれる状況となっている。こうした状況は、先進国から新興国、資源国への資金フローの強いインセンティブとなっており、両地域ともに、金融政策の効果を狙いどおり発揮しにくくしているのではないかと思う。こうした状況が続けば、両地域の経済や政策に過度な負担がかかり、新たな問題を引き起こす可能性も考えられるため、その影響については、十分注意を払っていく必要があると考える。以上である。

白川議長

まず、次回決定会合までの金融政策運営方針であるが、全員、無担保コールレートの誘導目標を現状維持ということで、私自身もそう思っている。金融政策の基本運営スタンスは、これまでも繰り返し言っていることであるが、日本銀行として、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要なことだと認識しており、そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。金融政策の運営に当たっては極めて緩和的な金融環境を維持していく考えである。多くの方が成長基盤強化支援の融資について触れられた。まだ第一回の資金供給はなされていないが、私の印象だと、前回の決定会合以降の変化でみても、以前と比べるとポジティブな受止め方がじわりじわりと広がっているなという感じがする。勿論、これだけで日本経済の成長基盤が固まるということはないが、しかし我々自身の問題提起という意味

においてはエンカレッジな方向であるという、多くの方のコメントに私も同感する。そのように申し上げたうえで、我々がこの政策、この措置に込めた色々な思いなどを正確に情報発信していく努力はもっともっと必要だと思う。成長基盤強化支援については、第一回の資金を実際に供給するそのタイミングの前後で、この措置に即した情宣物が必要だと思う。それから、その背後にある生産性を高めていくことが大事であるということ、色々な形を通じてさらに言っていく必要があると思う。先程、須田委員から、バーナンキ議長の日本のデフレに関する診断として、生産性が低下していることの影響を指摘した発言のご紹介があったが、私がみるところ、最近そういう発言が以前に比べると大分増えてきたなという感じがする。先程も少し触れたが、今米国の学者の間で、随分米国のデフレを巡って議論をしている。先だって、クルーグマンとロゴフの論争をみていて、ロゴフは日本のデフレについて、その文脈の中でやはり生産性の問題のことを随分強調していて、ロゴフ自身も以前と比べて随分変わっていったなという感じがする。私自身もロゴフとそういう話を随分議論したが、ああいうのをみていると、多分色々現実に日本で起きたこと、それから米国で現に起きたこと、そういうのを突き合わせながら、少しずつその感じも変わってきているのかなと思う。勿論これが多数説ではないと思うが、こういう努力はしていく必要があるなと思った。

それから、金融環境の面であるが、前回我々は「緩和方向の動きが続いている」と判断したが、前回会合以降もそうした動きが続いていると思った。特に言及すべきこととしては、CP・社債市場、就中、その社債市場の良好な発行環境であるが、従来、BBB格の社債については相対的に改善が出遅れていて、それが少しずつ少しずつ改善していった訳であるが、極く足許の動きをみると、流通スプレッドの低下、それから一時期止まった起債が再開され、それと同時に発行銘柄が広がり、新規銘柄も登場してくるということであるし、それから社債発行金利と銀行貸出金利の乖離幅が縮小しているということで、随分と状況が改善してきたなという感じがする。

それから市場の動向でいくと、第一ラウンドでは、円相場について、円高が金融環境、景気面に与える影響について十分に意識しておく必要があるという話があったが、このラウンドでは、長期金利についての話が多かったと思う。短期の金利は、この1か月間で大きく変化した訳ではなく、極めて低水準で推移したが、長期金利はこの1か月間で明らかに低下した訳で、これはやはり金融環境を緩和させる方向に働いていると思う。この長期金利の低下を手放しで喜んで良いかどうかはまた別であるが、しかし即物的に金融環境が緩和方向に向かったのか、あるいは引締め方向に向かったのかという時に、長期金利は金融緩和を強める方向に作用したということだと思う。多くの方が言及されたが、長期金利の低下が、2003年夏のVaRショックというような道に繋がっていくのかどうか、そこに懸念を表明された。確かに、今回と前回との違いという面で見ると、銀行の収益プレッシャーがかつてほど強くないということで、その面から金利が下がっていくという圧力が働きにくいと言えるであろうし、それからリスク管理も以前に比べると高度化したと言えるであろう。しかし、やはり野田委員がおっしゃったように「This time is different.」というメンタリティーは直ぐに広がるけれども、しかし、その人間性はそんなに変わるものではないと思う。仮に日本の金融機関が「different」であっても、そういう機会があれば必ず誰かが、そういうポジションを取ってくるはずであり、そういう意味では、長期金利の低下が行き過ぎると、将来、VaRショックのようなことが起こり得る可能性も意識しておいた方が良いと受止めた。取り敢えず以上である。追加的な論点提起があったら願います。

#### 西村副総裁

成長基盤については、以前と比べたら随分良くなったとは思いますが、今後これを含めてどういうものが出てくるのか、どの時点でどういう形でアカウンタビリティーを確保していくのかというのは結構難しい。実際をみると、時間を経ることによって少しずつ変わってきているように思う。

だから、どの時点でどういう形で明らかにしていくのが良いのかは難しいという気が若干してきた。悪い方向にではなく、良い方向に向かっているので、それは良いことなのだが、この点については将来的にも少し考えた方が良く思っている。ただし、良い方向に向かっていることはエンカレッジだと思っている。

#### 白川議長

前回、前々回の会合でもアカウントビリティーを確保していく必要があるという皆さんの意見であったし、私自身もそう思っている。決定会合で決定する案件ではないが、執行部の方で最終的にこの制度を実施する時に、あるいはその後どういう形での説明を考えているのか、今考えていることを説明して頂きたい。

#### 雨宮理事

また改めてご相談申し上げるが、8月末に実際に貸出を実行する場合には、実際の貸出実行枠あるいは貸出の対象金融機関といったデータは最低限発表する必要があると考えている。一方で、あまりマイクロデータや個別企業に入り込むと別の問題があるし、逆に、意図的に競争を促進するような格好でも、あくまでも自主性を重んじるという考え方を踏まえると、何か採点表を持ってくるのも非常に良くない。こうしたことを考えると、例えばであるが、元々発表した分野についてどの程度の貸出があったかとか、そういう大きなセミマクロというか、マクロの計数は発表する、それに加えて分野等を中心としてどのような分野で利用されているのか、どの分野でニーズがあったのかというような内容を発表していけば、この制度の意図や使われ方がそれなりにアカウントビリティーをもって公表できるのではないかということは今考えている。それに併せて、この間、総裁、副総裁、審議委員方が情報発信してきた日本のデフレ問題の基本的な考え方から元々この制度は始まっている。従って、媒体はまだ考え中であるが、この間研究してきた日本経済の長期的な成長の推移やその背景等に結び

付いて、この制度の位置付けがクリアになるもの——バックグラウンドの説明として使えるようなもの——を何らかの格好で出したいと考えている。ただし、これはまだ考え中なので、また改めてご相談したいと思っている。以上である。

#### 亀崎委員

もっと理解を深めるという意味で、そのデータの他にもう少し策を練らないと、あの二枚の紙ではなくて。あの二枚の紙は要領であるな。

#### 雨宮理事

そのとおり。それは、媒体として色々——正副総裁の講演、審議委員の講演、レビュー等のペーパー、あるいは公表物の裏に何か付けるものなど——あるので、そこはまた考えさせて頂きたい。

#### 須田委員

それはそれで良いと思うが、もう一つ、思ったよりも例えばベンチャーとかにお金がなかなか流れない。エクイティが欲しいのだろうというような部分には、一体どこにネックがあるのかについて事実をもっと知らせたい。こういうことを幅広く知らせるために、何か日銀が協力できないものか。これからもっと証券化をやって、それを担保にという話もあるが、そういう部分だけではなくて、どういう中小企業等にお金が流れないのか。Fedは、中小企業にどうやったらお金が流れるかを何十回も色々勉強しているということが議事要旨などにも出ている。その問題をもう少し、問題点が分かるような格好で良いのだが、外に出せるようなことにならないのか、勉強したいという思いもある。

#### 雨宮理事

今、須田委員がおっしゃった問題意識は、委員あるいは我々も含めて、ずっとこの間研究してきて、実際に例えば日本の生産性をどう考えるかと

というのは、東大との共同研究等でも、続けてペーパー等々で訴えかけてきていることだと思う。なかなかこれは乾坤一擲で解決策が出るということではないので、一方で例えばアカデミアとの共同研究の成果を訴えつつ、政策運営面で我々の施策は今回のもので終わるのではない、証券化等々の施策も含めてまだオープンであるということを両方言いながら、問題を提起、喚起していく。このように学術的なりサーチと政策の態度との両方で問題を提起していくことを地道に続けていくということが基本になると思う。

#### 山口副総裁

銀行や証券会社などとの意見交換は相当必要なのではないかと思う。今は8月末にスタートする第一回目の貸出に注力すべき時期だと思うが、その後は、先程、須田委員がおっしゃったように、何らかのネックがあるとするとそれは何なのか、それを克服していく手立てはあるのかといった点について、真剣に考えていく必要がある。こうしたことは放っておくと進まないものである。従って、我々としてやる気を前面に出しながら、金融界、証券界をリードしていくという姿勢が必要ではないかと、私自身は思っている。

#### 野田委員

リードするという意味からいくと、調査統計局のマイクロ・ヒアリングなどをみていると、理解が進んでいるところとほとんど関心がないところがまだある。一方だけ読むと、3兆円の枠ではとても足りないという意見もある中で、もう少し上手く、一回実績を出したうえで、そこで今おっしゃったようなことも含めて広く情宣する。その情宣の狙いも、まだまだ実は浸透していないという意識をもう少し持ちつつやっていくことが必要なのではないかと感じている。

白川議長

そういう意味では、金融機関それから一般事業会社、それも中央だけではなく地方も含めて、色々な情宣活動をしていきたいと思うので、これは企画局あるいは関係している金融機構局、金融市場局だけではなく、調査統計局も含めて、そういうパイプをもっともっと太くしていきたいと思っている。今日はこれ以上ここで議論する訳ではないが、しっかり考えていくようお願いする。

他にご意見はないか。ないようであれば、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。池田財務副大臣宜しくをお願いする。

池田財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、景気は着実に持ち直してきており、自律的回復への基盤が整いつつあるが、失業率が高水準にあるなど依然として厳しい状況にある。先行きについても、米国、欧州を中心とした海外景気の下振れ懸念、国際的な金融情勢の動向、デフレなどのリスクが存在するほか、雇用情勢の悪化懸念が残るなど、民需主導の力強い成長経路に復帰するための基盤は依然として脆弱である。「新成長戦略」においては、デフレの終結がマクロ経済運営上の最重要課題との認識のもと、2011年度中に消費者物価上昇率をプラスにするとともに、速やかに安定的な物価上昇を実現し、デフレを克服することを目指している。引き続き、「新成長戦略」を推進し、需要・雇用の創出効果の高い政策・事業を重視し、需給ギャップの解消を目指していく。先般、閣議決定をした「平成23年度予算の概算要求組替え基準」においても、この「新成長戦略」に掲げる施策や国民生活の安定・安全に資する施策等に対し、「歳出の大枠」約71兆円の範囲内で、重点的・戦略的に予算措置を講ずることとしている。日本銀行におかれても、デフレ克服が極めて重要な課題であるとの認識を政府と共有し、「きわめて緩和的な金融環境を維持していく考え」を示されている。デフレ克服が政府と日本銀行の共通の政策目標であるとの認識のもと、引き続き、政府と緊密に連絡し、十分な意思疎通を図りながら、適切かつ機動的

な金融政策運営を行っていくことにより、デフレ克服をはじめ、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。

白川議長

それでは、内閣府の平岡副大臣お願いします。

平岡内閣府副大臣

政府としては、我が国の景気は着実に持ち直してきており、自律的回復の基盤が整いつつあるが、失業率が高水準にあるなど依然として厳しい状況にあると認識している。一方、米国や欧州を中心として世界経済の先行きに不確実性があり、また、金融資本市場の変動のリスクもある。こうしたことが日本経済に与える影響には留意が必要である。物価については、6月の消費者物価指数は高校無償化の影響-0.5%程度を含め、前年同月比-1.0%と、16か月連続で前年比の下落が続いている。また、内閣府の経済見通しの年央試算でも、依然デフレ状況が続くと見込んでいる。政府は、「新成長戦略」に基づき、デフレによって抑えられている需要の回復を喫緊の課題として、需給ギャップの解消を目指す政策努力を行う。来年度予算編成においても、デフレ脱却や雇用拡大などに重点を置いた「平成23年度予算の概算要求組替え基準」を先月決定したところである。政府は、デフレの終結をマクロ経済運営上の最重要課題と位置付け、2011年度中に消費者物価上昇率をプラスにするとともに、速やかに安定的な物価上昇を実現することを目指している。日本銀行が展望レポートで描いている物価上昇率の姿は、政策委員の「中長期的な物価安定の理解」に依然として届いていない。日本銀行においては、成長基盤の強化を支援する取組みを進めて頂いているが、今後とも引き続きデフレ脱却が政府と日本銀行の共通の政策目標であることを強く認識し、政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政策運営を行うことを期待する。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

[事務局より議案配付]

櫛田企画局長

それでは、議長案を説明させて頂く。「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、0.1%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」。次に、対外公表文である。1. は、今申し上げた議案が通ると、そのままここに記載するということで、現状、ここの変更はない。2. は我が国の景気の現状認識、3. は先行きの中心的な見通しの記述であるが、今日のご議論を踏まえると、この現状の認識及び先行きの見通しについては、ほぼ前回までの表現で委員方の認識は揃っていたと思う。2. の3行目「企業収益や企業の業況感は引き続き改善しており、」は、短観が発表された時に、その結果を踏まえて記述したもので、先月は記述したが、当月はこれを削除してはどうかと思う。4. は、先月、展望レポートの中間評価をしたが、当月は中間評価の月ではないので、この4. を削除してはどうか。5. は4. とし、リスク要因の番号を繰り上げたうえで、一部、次のように修正する案を出させて頂いている。本日も、リスク認識全体として、上振れ要因と下振れ要因、国際金融面での下振れリスクについて、大勢の認識は変わらなかったと思う。この点、「一部欧州諸国における財政・金融状況を巡る動きが」と先月は記述していた。ただ、ここは、欧州のストレステスト等を踏まえたうえで、その緊張感が何がしか緩和したが、ここは引き続きリスク要因としては残るという評価であった。そのうえで、本日のご議論では、為替市場や様々な金利の動き、株式市場の言及もあった。発端は、市場におけ

る米国の景気認識が国際金融資本市場に様々な動きをもたらしていて、その影響をどう考えるかというご議論であったと思う。そうした市場で注視されている米国経済の下振れリスク等を一応読み込む格好で「などが」として、先月までの「国際金融や世界経済に」を、もう少し市場の動きに注目しているというニュアンスをきちんと出す観点から、「国際金融資本市場の動きを通じて内外の経済に」と変えてはどうか。5. は、金融政策の考え方である。これは基本的に変わらないということだったので、修正なしということかどうか。これが公表文案である。

白川議長

ご質問、ご意見はないか。

野田委員

2. の修正について、確かに、当月は短観月ではないが、企業収益は足許も決算発表が繰り返して出てきているので、これを残してもあまり違和感がない。今、我が国の景気をみるうえで、やはり企業のマインド、企業収益のレベル感が相当重要な要素になっている。業況感は、確かに業況判断DIで判断するということなのだが、企業収益は、必ずしも短観だけではないので、そこは残してもそんなに違和感がない。むしろ残した方が良いと個人的には思うのだが、如何か。

白川議長

皆さん、如何か。

須田委員

これが入るとすると、短観月以外で企業収益・・・。

野田委員

企業の業況感は、なかなか判断材料がないと思うが、設備投資を語るに

は、やはり企業収益は相当重要な要素になる。「生産は増加を続けている」から「設備投資は持ち直しに転じつつある」というのは、随分おかしい。何でという話になる。企業収益を残した方が良い。

須田委員

それは分かるが、収益が出るのもやはり期間が…。

野田委員

過去の例で言うと、確かにそうではあるが。今の状況を語るのには、やはり企業収益は相当重要なので、それがないと、何だか輸出と生産だけか、という感じになってしまう。

山口副総裁

問題は、これを常に語り続けるのかどうかである。

野田委員

これまで、企業収益と企業の業況感にかかる記述はずっとセットできていたのだな。

櫛田企画局長

基本的には、決算は3か月ごとということ、法人季報や短観で纏めて確認できていたということではある。

野田委員

そういうことであれば、敢えてこれ以上は言わない。

櫛田企画局長

考え方として、企業収益の3か月ごとの動きを受けて、ずっと記述するのだという考え方がなくはないかとは思いますが。

白川議長

私自身も強いポジションがある訳ではないが、野田委員がおっしゃったことは自然だなと思う。我々が言うのも変だが、業況感で一番代表的なデータはやはり短観だろうから、それはやはり四半期ごとだと思う。企業収益の方は、今、四半期決算の開示が進んでいるし、そういう意味では、短観月も含めて、いつも連続的に出てきているということになるので、企業収益は機械的に四半期ごとというのも何か変だなという感じがする。自分自身は拘りはないし、強い意見がある訳ではないが、皆さんがカンファブलである案に私は賛成するというので、せめて皆さんがどういう感じかということをして……。

須田委員

どうやって修正していくのかが少し気になる。

山口副総裁

来月、具体的にどうするのかという話である。

野田委員

私はちょっと、見直しのメソロジーまで考えずにものを言ったきらいはあるので、特に拘るつもりはないが、今の感じとしては、繰り返し申し上げるように、企業収益というのは我々のお尻をぐっと支えてくれているという気がするので、敢えて申し上げた次第である。

白川議長

他の方はどうか。特にご発言のない方は、現状のままで良いのではないかという理解で良いか。

中村委員

どうやって測るのか、どういう手法で測るのかという問題がある。

西村副総裁

企業収益が全般に動いている時は良いのだが。まだらになったりすると、また大変に…。

白川議長

それを言うと他もまだらなのだが、ただ、これ自体はどちらかと言うと、ある程度定番でやっていくことでもあり、皆さんが取り敢えずこういうフレームワークの中で説明していくということについて、ある程度の合意があった方が良く思う。従って、今日、皆さんがどういう感じをお持ちかということで、議長としては判断をしたいと思う。いずれにしても、記者会見では、企業収益には勿論言及するつもりであるし、実際この春先以降、何が一番目立って変化したかと言うと、やはり企業収益が一番目立って変化したというのは、言うまでもないことだと思う。その企業収益について、一切言及がないというのも、どこか不自然だなという感じもするので、せめて、それは記者会見で言及するというようにするが、野田委員はそれで宜しいか。

野田委員

宜しい。結構である。問題提起をさせて頂いたが、最終的にはこの原案に賛成する。

白川議長

他にご意見はないか。

それでは、議長提案の最終案が纏まったので、最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後対外公表文の採決を行う。誠に申し訳ないが、政府からの出席者をご退室をお願いする。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 9、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

採決の結果は、全員一致であった。

VI. 議事要旨（7月14～15日開催分）の承認

白川議長

最後に、7月14、15日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮

りをする。お手許に配付している議事要旨案については、ご異議はないか。ないようであれば、採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は13日金曜日の8時50分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、9月6、7日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者

限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橋政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は12時28分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時28分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時23分閉会)

以 上