

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年9月6日（14:00～16:29）

9月7日（9:00～12:34）

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（6日）
池田元久 財務副大臣（7日 9:21～12:34）
内閣府 梅溪健児 政策統括官（経済財政運営担当）（6日）
津村啓介 大臣政務官（7日）

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	櫛田誠希
企画局政策企画課長	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局経済調査課長	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	西崎健司
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。本日の議事進行であるが、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 8 月 9、10 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。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向についてお願いします。

外山金融市場局長

それでは、お手許の資料に即して金融調節の運営実績と最近の金融・為替市場の動向についてご説明申し上げます。先週の臨時決定会合の際にご説明申し上げなかったところについては、8 月の定例会合以降の動きについて申し上げますが、基本的には先週の臨時決定会合以降の動きについて申し上げます。まず、図表 1-1、無担保コールレート(オーバーナイト物)は

0.090～0.095%と概ね誘導目標水準近傍で推移した。当座預金残高は 15～17 兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は で推移した。図表 1-2、日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、引き続き地銀、外銀を中心に大きめの超過準備が保有されている。特に外銀については、円転地合いとなったタイミングを捉え、潤沢な手許米ドル資金を円に転換して鞘抜きしようとする行動が目立っている。金利引き下げの可能性を視野に積み進捗を遅らせていた一部都銀については、臨時決定会合以降、積みみを積極化させ、足許では平準化されたペースに戻っている。図表 1-3、G C レポ・レート（スポネ物）は 0.105～0.125%で推移した。臨時決定会合後は、月末要因が剥落したことに加え、一部外証が金利引き下げ期待でターム物での調達を翌日物に切替えていた動きも収まったことから、レートは落ち着きを取り戻している。図表 1-6、オペ運営について申し上げる。財政が資金不足を拡大する時期に当たっていることから、本行オペにより潤沢な資金を供給しており、足許の金利入札型共通担保オペの残高は 17～18 兆円台と高水準となっている。もっとも、21 日に予定される国債償還で資金需給が一時的に余剰方向に振れることや、固定金利型共通担保オペにより長めの資金ニーズが十分満たされていること等を踏まえ、ターム物は、T+1物で 1～3 週間、T+2物で 1 か月前後と概して短めとしている。固定金利型共通担保オペであるが、3 か月物は週 2 回、1 回当たり 8,000 億円でオファーしているが、追加緩和期待が高まったこともあり、応札倍率は回を重ねるごとに低下してきている。9 月 3 日オファー分は 4.37 倍まで低下した。都銀・短資からは概ねコンスタントな応札があるが、その他の業態、とりわけ証券の応札が減少している。また 6 か月物は 9 月 1 日に初回分をオファーしたが、応札倍率は 3.82 倍となった。米ドル資金供給オペは、明日 9 月 7 日にオファーする予定である。E C B は 1 週間物に絞ってオファーを続けているが、9 月末までに打ち切る可能性が出て来っており、そうなればスイス中銀、バンク・オブ・イングランドも追随するとみられている。なお、成長基盤強化を支援するための資金供給は、8 月 31 日にオファーし、同日 47 先に対し 4,625 億円を供給すると公表した。

続いて、市場動向についてご説明する。図表 2-1、短期金利であるが、ユーロ円レート、短国レートについては、追加緩和観測で既に 8 月末にかけてレートが低下してきており、臨時決定会合以降は小動きとなっている。図表 2-2、ターム物レートの推移で T I B O R、L I B O R、ユーロ円レートの 3 か月物と、今回、6 か月物を掲げている。8 月の定例決定会合以降の動きでみると、T I B O R は 3 か月物、6 か月物ともに約 2bp 低下している。また L I B O R は 3 か月物、6 か月物ともに 1bp 程度低下している。このうち T I B O R は臨時決定会合以降の下げ幅が大きくなっているのに対し、L I B O R は臨時決定会合までに概ね今申し上げた分の低下をみている、との違いがある。図表 2-3、C P 発行レート（3 か月物）であるが、ほぼ横這いで推移している。図表 2-4、ターム物レートの推移の中で L I B O R - O I S 等であるが、まずドルとユーロの L I B O R そのものについては、ドルの L I B O R は低下テンポが鈍化している。これは、4、5 月位に大きく上昇した前の水準にまで概ね戻ってきたといったことで、低下テンポが鈍化をしているとみている。また、ユーロの方は逆にここまで上昇を続けてきたが、上昇の一服をみている。E C B が政策理事会において金額無制限の供給オペの延長を決めたが、これが正式に決定される前からそのような決定がなされるであろうとの期待もあり、落ち着いた動きに変わってきている。ドル転コスト対 L I B O R のスプレッドであるが、ドルの L I B O R は今申し上げたように低下をしてきているので、ドル転コスト自体は、ほぼ横這いである。ドル L I B O R が下がっている中ではあるが、なかなか円転地合いあるいはユーロ転地合いが改まらない情勢が続いている。図表 2-5、フォワード・レートの動向であるが、臨時決定会合前に利下げ期待が出ており、レートが低下しているが、その直前にそうした期待が一旦解消された。ただ足許では、先行きにおける金利の低下期待が少しではあるが頭をもたげている。図表 2-6、長期金利であるが、米国においては景気の先行きに対する懸念が強まって低下をしてきたが、足許は予想比良好な指標、特に 9 月 1 日の I S M 製造業指数や 9 月 3 日の雇用統計を好感して落ち着いている。ただ、引き続き指標に大き

く振れやすい神経質な相場展開であろうと思う。このほか、欧州の金利全般も同じような動きをしているが、周辺国の国債金利の対独国債スプレッドについては、高い水準ではあるが、この間入札がますます堅調であったといったようなこともあり、幾分縮小をみている。日本であるが、このような欧米金利の動きの中で、都銀が半期末を前に益出しの動きを強めており、特に20年債は大きく金利の上昇をみている。図表2-7に市場参加者が注目する債券利回り変動要因というのがあるが、8月分は為替動向及び短期金利、金融政策に対する注目が高まっており、いずれも金利低下方向に寄与をしている。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、この辺は臨時決定会合の際には申し上げなかったが、米欧においては、景気減速懸念の中でも高格付物を中心としてスプレッドは横這いで推移していた。これは株が下落する中で投資を債券に振り向ける動きがあったこと、それから今回調整があったが、急激なリスク回避が大きく進んだということではなかったということが反映されているとみている。一方、日本においては、消費者信用銘柄のタイト化により、全体でもスプレッドはやや縮減している。発行市場は8月——夏場——に一服していたが、今月に入り再び活発化している。また、サムライ債市場についても欧州系金融機関を中心に起債を窺う動きが目立ってきている。

図表2-11、株式相場の推移であるが、米国ではISM製造業指数、雇用統計といった期待を上回る統計が出たことから米景気の先行き懸念がやや後退した。米株価は上昇し、VIXは低下している。我が国においては、臨時決定会合以降、材料出尽くし感もあり一旦売られたが、米株の持ち直しや為替が比較的安定して推移したことから盛り返している。図表2-12、主体別売買動向であるが、8月の後半、海外投資家が3週連続で売り越しとなっているが、株価の下げ幅の割にはあまり売り越し幅は大きくなっておらず、株価がグローバルに急激に調整をしたという訳ではなかったということが反映されているとみている。最後に為替市場であるが、全体としてはリスク回避姿勢がやや緩和しドルが減価する一方、ユーロが増価している。円は若干増価している。この中で、ドル/円レートについて

ては若干切り下がった形となっている。先週金曜日の日本時間夜中に雇用統計が出てドル／円は一旦 85 円 23 銭まで上昇したが、その後 I S M非製造業で期待を下回る結果となると、直ぐにまた 84 円 40 銭前後に戻すという展開となっている。株と為替と動きがやや区々となっているが、これは為替市場においては少しドル／円が高くなると、本邦輸出勢や海外投資家が待ち受けているといった動きがある。それとともに、今回長期債の中でも 10 年物等は金利が大きく上がった訳であるが、2 年債の金利は然程上昇しなかったということで 2 年物の内外金利差が然程変わっていないことも背景にあらうとみている。図表 2-14、通貨オプション、先物市場の動向の中で、リスク・リバーサル動きであるが、臨時決定会合以降、ドル・プット・オーバーは幾分縮小している。円高が大きく昂進する懸念はそれほど強くないという見方もできるが、市場からは介入の警戒感もあると聞いている。

最後に、図表 2-16、エマージング、コモディティ市場の動向であるが、全般的に臨時決定会合以降はリスク回避姿勢が緩和して、通貨、株価とも上昇をみている。ただ、原油については米国における在庫がバケーション・シーズンでガソリンを使う時期であったにもかかわらず積み上がったままとなっており、弱い動きとなっている。臨時決定会合の際に白川議長からご質問のあったブラジルの通貨であるが、基本的には、ファンダメンタルズが良好ということに加えて、ペトロbras という国営石油会社が 9 月 3 日に最終的には発表した、日本円で約 5.5 兆円の増資を行うという発表をして、これが発表前からリアル買いの思惑を呼んでいたこともあったということである。私の方からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

新しく始めた 6 か月物の固定金利オペの倍率が 3.82 倍とおっしゃった

が、この倍率をどう評価するのか。

外山金融市場局長

3か月物の倍率が段々と低下してきており、最初8倍前後、その後も暫く6~7倍位で安定をしていたのであるが、足許4倍台の前半ということになっており、基本的には資金をかなり潤沢に供給してきたということであるが——都銀・短資等はそれでも淡々と応札をしてくれている訳であるが——証券会社、信託、地銀辺りはこれ以上積み上げても超過準備に積むだけである、あるいは国債を買おうにもかなりレートが低下していて妙味がなくなってきたことから応札しないところも段々と出てきている。それから、マーケットで言われているのは、6か月ということになると——3か月でもそうなのであるが——、ことによると日本銀行が政策金利を引き下げるのではないかというリスクもみているということでもある。

須田委員

利下げを織り込んでいるということの影響の大きさを知りたいのだが、その辺はよく分からないということか。例えば、利下げ期待が収まったら倍率が少し戻るのか、あるいはその程度の金利のものだともういらないと思っているのか。うまく0.1%で調達して、短国運用で少しでも利鞘を取ることが可能になれば、入札に応じる可能性もあると思うのだが、その利鞘もないということだと、主に金利が下がるということを想定しているから倍率が落ちているのか。そうではなくて、もうお腹いっぱいなのか、というその辺の判断が知りたいのだが。

外山金融市場局長

私自身もなかなか識別するのが難しく、そのような所々の要素を総合的に、それぞれの相場の見通しあるいは担保繰りといった事情の中で、それぞれ考えた結果、今のような入札倍率になっているということである。おっしゃるように、先行きそれぞれの要素がどのように動けば倍率が高ま

るとか低まるとかは言える訳であるが、それが全体としてどの程度なのかは確たることを申し上げることはなかなか難しいと思う。

亀崎委員

6か月物は3か月物と比べて低いとは言え、ある意味では3.8倍はあった。それから3か月物だけでみても前はもっと高かったのが下がってきているが、4.5倍位はある。確かに下がってきているが、これだけの倍率があるということは、それはそれなりにと思うが。

外山金融市場局長

それは勿論である。それなりに資金需要が残っているということだと思う。

雨宮理事

金融機関からみると、6か月の資金繰りの安定化という意味では6か月は使い勝手の良い部分があるのだが、一方で6か月を固める訳であるから、今、全般に運用難の中で6か月の金をどう使うかということを考えてみると、3か月物に対して6か月物の方が倍率は低くなるということは十分あり得ると思う。従って、例えば3か月物の標準形が今6倍だとすると、使い勝手という観点からは、それより若干低いところに落ちる。そこに今は先行きの金利低下予想みたいなものも混ざってさらに下がるということだと思う。そうは言っても、亀崎委員がおっしゃったように3.8倍であるので、こういう言い方をすると何だが、3.8倍しかないと言われることはないという気もする。

中村委員

3か月物と6か月物で応札した金融機関の面子の大きな違いとか特色とかはあるのか。

外山金融市場局長

それは、それほどはない。やはり都銀・短資はそれぞれ両方とも積極的に応需しているということであり、6か月物の方が倍率が低いのは——証券会社等が3か月物についても段々応札を少なくしている訳であるが——6か月物についてはさらに消極的ということだと思う。やはり担保が6か月だと安定的に供給できるかということとか、そもそも証券会社の場合は在庫ファイナンスの為の資金が必要な訳であるが、それが6か月間固定しても良いのかということになると、なかなか難しいということだろうと思う。

野田委員

12頁の追加緩和の効果であるが、昨年12月、今年3月と比べて当然小さくなる、相対的に限定的にとどまるという見方をしていたが、事前の織り込みも含めて考えて、全体としてどういう評価をすれば良いか。まだ1回目の実行から1週間であるから何とも言えないが、恐らくかなり事前の織り込み、言ってみればアナウンスメント効果というのが相当に効いているので、今後の影響はそう大きくはないのだろう、実行につれて引き下がってくることはあまり見込めないのではないかと個人的には思っているが、その辺は如何であるか。

外山金融市場局長

昨年12月も今年3月も、アナウンスをして暫く経ってから少しずつ下がっていった。特に3月については、決定会合の時にはそれほど大きくは動かなかったが、3月末以降、
を過ぎてから、テンポ良く4月の半ば位にかけて下がっていったということもあり、今回たまたま半期末を前にこのような決定が行われたということであり、決定の前にある程度下がったあるいは決定以降にさらに下がったというところもあったが、本格的に下がり得るのは恐らく9月末以降ということではないかとみており、その時点にかけての景気情勢あるいは政策に対する期待のあり方

が大きく実際のレートに寄与してくるのではないかと考えている。

野田委員

期が明けてからという、そこはあまり関係ないのか。

外山金融市場局長

を越えるので、そこから下げやすくなるということだ
と思う。

須田委員

ということは、会合後で 2bp 下がったという話で、1~2bp 程度しか下がらないものだと思っていたが、もう 2bp 下がったのならもっと下がる可能性があるということか。

外山金融市場局長

金先のレートなどからみる限りでは、さらなる低下を主要市場は見込んで
いるということだと思う。

須田委員

様々な金利と株価と為替レートの関係であるが、先程おっしゃったように、
債券についても為替への関心が凄く強まっており、株価と為替レートの関係も通常
以上に相関が高まっていると思われるのだが、為替とその他の資産価格との関係は
どのようにみることができるのか。それぞれ様々な要因によって決まるから、それは
その時々状況に依存するといえれば良いのか。何か特徴があれば。

外山金融市場局長

それぞれのマーケットは、テーマとする材料をその都度変えていくので、
須田委員がおっしゃるように、足許は債券市場、株式市場がそれぞれ為替

をかなり気にしている動きと言っても良いだろうと思う。前回の臨時決定会合で宮尾委員からご質問頂き、特に株に対する為替要因あるいは米国の株価要因というものを年初からの累積という形で分析してみたのだが、前回の回答と違うような結果となり恐縮ではあるが、やはり足許は為替の要因の方がかなり大きく効いているということであり、既往最高値に近づく中で、為替の日本経済全体に対する影響が投資家心理の中で大きなウエイトを占めてきているということなのだろうと思っている。

亀崎委員

主体別売買動向での取扱いそのものが、規模が凄く小さくなっており、企業とか個人の将来へのコンフィデンス、それから、為替のほかにやはり政治の混迷が非常に大きく響いているのではないかという気がする。取扱い自体が相当細くなっているな。

外山金融市場局長

マーケット参加者の中には、民主党の代表選挙が行われるということもあり、それまでなかなか動きにくいといったような向きもある。

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

それでは、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申し上げます。海外経済・国際金融の現状評価の追加資料をご覧頂きたい。説明に入る前に一言申し上げたい。今回世界経済の判断を、私共では「減速しつつも回復

を続けている」とさせて頂いた。世界経済の減速の背景は大きく分けて二つある。一つ目は、先週月曜日の臨時会合でもご説明したように、このところ米国経済の減速が明確になりつつあるということである。4～6月のGDP改訂値は+1.6%であり、前期の+3.7%から大きく伸びを縮小させている。足許では個人消費の増加ペースが緩やかなものにとどまっているほか、雇用の回復も捗々しくない。住宅関連でも弱い動きが続いている。二つ目は、新興国についても一頃と比べて減速の動きが窺われるということである。中国では不動産取引抑制策の影響等から生産が減速しているほか、このところ輸出の増勢も鈍化してきている。また、NIEs、ASEANは着実な回復を続けているが、足許では世界的な在庫投資の増勢鈍化等を受けて、輸出や生産の伸びが一頃と比べ縮小している。こうした動きは、これまで国際局が考えてきたシナリオに概ね沿ったものではある。しかしながら、最近の動きを受けて各種マーケットのセンチメントが悪化している。こうしたことが世界経済に与える影響について、今後特に注意を払っていきたいと思っている。

それでは、各地域別の動きについてご説明する。先週月曜日にも説明させて頂いたが、その時は特に米国を中心にご説明した。このため、本日は臨時会合以降に公表された指標、そして臨時会合では十分にご説明できなかった欧州・アジアの指標についてみていきたいと思う。

初めに米国経済である。まず、個人消費関連であるが、実質個人消費をみると、7月は+0.2%と増加した。均してみると、4～6月の+0.5%という伸びからは幾分、0.3%ポイント鈍化している。雇用環境の改善が捗々しくないもとの、増加ペースは緩やかなものにとどまっている。この間、実質可処分所得は、7月は-0.1%と概ね横這いとなっている。ここには、国勢調査に伴う臨時就業者への給与支払いが終了したこと、失業保険法案が一時的に失効したことが影響している。所得が横這いの中で、消費が緩やかに増加した結果、家計貯蓄率が5.9%と小幅低下している。その他の個人消費関連指標をみると、自動車販売はこれまでと変わらず年率1,100万台というペースをやや上回る水準で推移している。また、消費者コン

フィデンス指数は、8月は53.5で、小幅ではあるが上昇している。均してみれば横這い圏内の動きと言える。住宅関連をみると、ケース・シラー住宅価格指数は、6月の数字ではあるが、足許上昇はしているが、この期間については住宅減税の期限切れに伴う駆け込み需要で多少押し上げられているという見方ができるので、基調としては、足許を含めて横這い圏内の動きとみておいて良いと思う。次に設備投資についてであるが、非国防資本財受注の7月の値は、小幅に上方修正されたが、依然-7.2%である。内訳をみると、前期に大きく増加した発電施設、鉱業の反動が出てきている。次に、ISM製造業は足許小幅上昇し、56.3と50台半ばを維持している。製造業の生産は緩やかな増加を続けているとみられる。一方、ISM非製造業は、50はキープしたものの51.5で先月から幾分低下している。活動自体は緩やかな回復を維持という見方をしている。最後に、先週金曜日に公表された雇用統計であるが、雇用者数については、国勢調査等の要因を除いた民間部門でみると、8月の増加幅は+6.7万人となった。先月の+10.7万人よりは縮小したが、事前予想は+4万人程度であったので、予想対比では上振れた格好である。また、6月、7月についてもそれぞれ3万人程度の上方改訂であった。業種別の内訳をみると、製造業の増加幅が足許縮小し、その一方でサービスは増加ペースを維持するという形になっている。この間失業率は、9.6%と市場予想どおりであり、労働参加率の上昇を背景に小幅に上昇している。以上を踏まえると、今回の雇用統計はこれまでご説明してきたとおり、米国の雇用環境の改善ペースが緩やかなものにとどまっているということを示している。市場予想を上回ったということで、このところの雇用に関して悲観的になっていた市場の見方は幾分和らいだとみている。米国は以上である。

次に、ユーロエリアである。前回の定例会合以降、公表された経済指標は、予想以上に堅調と言って良いかと思う。実質GDPをみると、4~6月は前期比年率で+3.9%と、高めの成長となった。国別にみると、ドイツが前期比年率+9.0%と、東西ドイツ統合以来最大の伸びである。その他の国をみると、フランスは前期比年率+2.5%と、まずまず前期から伸

びを高めている。その一方で、ここには書いていないが、いわゆる周辺諸国、特に財政問題を抱えるギリシャでは、 -5.8% と前期の -3.1% からマイナス幅を拡大するなど、ドイツと周辺国との格差はさらに拡大している。次に、個人消費関連では、小売売上は7月 $+0.1\%$ と横這い圏内の動きとなっている。消費者コンフィデンスは、このところ小幅に改善しているが、こちらも国別でみると、特にドイツは大きく改善している。ドイツ頼みの改善と言える。この間、失業率は、ユーロエリア全体では 10.0% と高水準横這いの動きとなっているが、国別でみるとドイツが低下傾向である一方、スペインやアイルランドでは依然上昇が続いている。物価面では、CPIは、一部の国でのVAT税率の引き上げ、ユーロ安の影響等からコアベース、総合ベースのいずれも足許前年比のプラス幅が小幅ながら拡大している。もっとも需給関係は依然緩和した状況にあるので、CPIの伸びに対して引き続き低下圧力が作用し続けるとみて良いかと思っている。

次に、英国である。GDP第2四半期は $+4.9\%$ 、速報値は $+4.5\%$ であったので、 $+0.4\%$ ポイント上方修正ということで、3期連続のプラス成長が改めて確認された。今回判明した内訳をみると、輸出がポンド安の影響から増加しているほか、個人消費も増加するなど、4~6月については内外需ともに堅調であったと言える。もっとも、先行きについては、製造業輸出受注PMIが一頃と比べると幾分低下している。輸出の増勢もやや鈍化する可能性が強いとみられる。また、消費者コンフィデンスは、足許小幅に上昇したが、均してみると財政の緊縮化方針等から小幅低下となった。さらに、住宅市場ではコンフィデンスの悪化、銀行の貸出態度の厳格化が需要を下押ししているようである。住宅価格は、足許、前年比では横這い圏内の動き、前月比でみると多少マイナスという感じも出てきている。

次に、新興国経済である。まず、中国であるが、幾分減速しつつも高めの成長を続けていると判断している。減速が最も明確になっているのは、生産である。政府の不動産取引抑制策の影響等から鋼材、木材といったところを中心に伸びが縮小している。こうした減速感は、製造業PMIが一頃と比べて低下していることから窺われる。また、このところ海外経済

の減速から輸出の増勢が鈍化しており、そのことも生産の減速に繋がっているとみられる。もっとも、内需については、小売売上が堅調に推移しているほか、固定資産投資も不動産投資が減速しつつあるが、なお前年比+20%を超える高い伸びを維持している。全体としてみると、中国経済は依然高めの成長を続けていると言って良いと考えている。他のアジア諸国については、インドは4~6月のGDPが前年比+8.8%と引き続き高めの成長を続けている。NIEs、ASEANについても4~6月のGDPが出揃ったが、デモの影響から大幅に減速したタイを除くと、いずれの国も堅調な成長を続けている。もっとも、より足許をみると、輸出は海外経済の減速を受けて増勢が鈍化しているようである。IT関連も液晶パネルの中国向け輸出の減速などから一頃と比べて伸びを縮小させている。先行きについては、韓国と台湾の輸出受注PMIが目先の輸出の増勢鈍化が続く可能性が高いという姿を示している。こうした中で生産の増勢も鈍化しているが、内需については個人消費、設備投資ともに増加基調を続けている。NIEs、ASEAN経済全体として回復を続けている姿には変わらない。先行きについても、在庫投資、輸出の増勢鈍化から減速はするが、海外からの資金流入も継続していること等も踏まえると、基調としてはこうした地域、エマ諸国——含む中国——の景気拡大に向けた動きは続くものと判断している。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

米国の今回の雇用統計を受けてどう考えるかであるが、一時は総悲観とも言うべき悲観的な論調が強かったが、今回の結果は、二番底懸念といったものがかなり後退したという受止め方がされている。その一方で、まだ残るのは、長期金利が2.7%程度と幾分上昇したものの、低成長ディスインフレが継続するのではないかという見方がある。失業率も今回は若干上

方修正もあったが、基本的に非常にゆっくりとした非常に緩やかな回復であり、構造的失業なのではないかという見方もある。低成長というのは潜在成長率を下回る成長だということであり、2%程度の低成長が続くのではないかという懸念がまだ根強く残っているのではないかと思うが、それについてどのように考えたら良いのかということが一つ。それと若干関連するが、今のご説明になかったが、労働生産性のデータが図表1にあるとおり-1.8%ということで、今回の雇用統計の発表と同時に下方修正された。これまで、バーナンキ議長の講演にもあったように、労働生産性は順調に回復してきたが、今回マイナス幅がさらに高まったということで、先程の構造失業あるいはグロース・リセッション——いわゆる低成長——とも併せて、生産性の鈍化が非常に気になるところである。特に足許の生産性の低下が何か心配するような現象として捉えるべきかどうかということについて教えて頂きたい。

大野国際局長

一番目の低成長に対する懸念であるが、恐らくこの1か月、バーナンキ議長の議会発言以降、非常に先行きに対する不安が高まった。実際に出てきたデータも弱かったことからすると、今回の雇用統計が多くの市場関係者が思っていたものよりはましだったということで、先行きに対する不安が幾分和らいだということではあるが、まだまだ市場のセンチメントとしては米国経済の先行きに対する不安が色濃く残っているということだと思う。それに対して私共の見方としては概ねシナリオに沿ったという言い方をしているが、特に雇用との関係においては、いわゆるジョブレス・リカバリーであるといった、非常に鈍い雇用の回復過程を前提とした、しかもバランスシート調整をこなしながら米国経済が今後回復の足取りを探っていかなければならないという道筋については、見方を変えていないということである。ただ、市場のセンチメントの悪化ということについては、場合によってはこの1か月の悪い指標に少し大きく影響を受けているのかという気はするが、これはこれから先の1~2か月をみて判断してい

きたいと思う。二番目の労働生産性については、説明を端折ってしまったが、図表7、米国のユニット・レーバー・コストでお示ししているが、労働生産性がずっとマイナスできたものが、少し上の方向に向いてきている。こうした動きについては、企業はあれだけ賃金カットをしてくる中で、雇用もカットし、その結果として、労働生産性等についてもポジティブな動きがあったと思うが、そういった雇用の調整については恐らく相当限界に近い部分にきているということで、今後労働生産性の改善が続くかと言うと、なかなか難しいのではないかと、そこは慎重にみておいた方が良く思っている。

野田委員

労働投入がそんなに変わらないで、これだけGDPの成長率が落ちているので、一時的には生産性上昇の圧力を失っているということだろう。

西村副総裁

今の宮尾委員の構造失業率の関係で追加的にお聞きしたい。BLSの失業のところで、アベレイジ・デュレーションが6月までは次第に伸びていたのが、7月、しかも8月はかなり下がった。これについて色々な議論があり、例の失業保険の延長がなくなったことがある。もしそうだとすると、その人達が退出した後、再参入して再び失業して再びレス・ザン・ファイブ・ウィークに入ってきているようなこともあるのではないかと思っただ、そこも必ずしも大きくなっていないので、若干数字が分かりにくいところがある。何か情報があれば教えて頂きたい。もう一点は、イギリスである。住宅価格が下がり始めているということと、それまで小売の売上数量が非常に堅調であったということがある。アメリカでは逆資産効果から——バランスシート調整という形から——消費が弱いのだが、イギリスは消費が強いというのは、一つは逆資産効果があまりないのかもしれないが、それでもかなりの低下があったにもかかわらず、これだけ小売が強かつ住宅価格の低下も少ないというのは何か理由があるのかということについて

教えて頂きたい。一つの仮説は、イギリスの市場は、実は外国人の影響が非常に大きい。特にロンドンでそうであるが、良く言われているのは、ロシア人が買うか買わないかによって値段が変わってくるという話もあるので、逆に言うと、このところ少し下がってきはじめたというのは、その辺の海外の動き、ロシア、中東の人達の流入が少し減っている、もしくは彼等の変調がきているのかという気がしないでもないで、その辺の情報があれば教えて頂きたい。

大野国際局長

一つ目の平均失業期間であるが、西村副総裁がおっしゃったとおり、8月は7月の34.2週から33.6週に0.6週短期化している。これは勿論グッド・ニュースではあるが、これは同時に、期間別に四つ位の統計があるのだが、その中で一番長い27週以上のシェアが4%位であろうか、かなり低下している。この有力な見方としては、先程西村副総裁がおっしゃったことと同じであるが、いわゆるナインティナインナーズ——99週間を一杯使った人達——が、リーマン・ショック以降、99週間という1年と約11か月強であるので、一昨年の10月に入ってきた人達がこの8月で権利を消失するという形で退出を余儀なくされている可能性があると思う。すなわち、99週間職を求めたが、結局駄目であったということであり、これは雇用のマーケットとしては良いことではない。これは無視し得ない影響があるのではないかと私共はみているので、平均失業期間の0.6週間短縮の何割かは、この要因によって割り引いて考えなければいけないと思う。恐らく、99週間全部使ってしまうという人達が出ていくという効果は、これから何か月か続く可能性がある。もう一つ、英国の個人消費は非常に難しい部分があると思う。ただ、消費だけでなく、英国の経済自体が第1四半期位から大分持ち直しているということからすると、それまでのポンド安の要因、輸出といったところからの波及効果が強かったのではないか、そこから所得支出に向ける部分が何がしかあったのではないかと思われる。それからもう一つ、これも西村副総裁がおっしゃったとおり、

ロンドン等の消費は非常に多国籍化しているので、これは勿論ポンド安の影響を受けて海外の国籍の人達、海外からのお金をもらってロンドンで仕事をしている人達、そういった方々によって消費が底支えされているという部分もあるかと思う。ただ、全体としてそうした傾向、英国経済の消費の堅調が続くかどうかということについては、まだまだ安心してはいられないのではないかと思っている。

須田委員

米国の成長についてであるが、雇用統計が出た後にシンクタンク系の人達が出した成長率見通しがかなり下方修正されているのをみると、どうなのかと思う。悲観論が少し修正されたとしても、まだ数値が下方修正される。以前説明があったように、1.6 という数値に占める純輸出・輸入が異例の大きさであるという点については、マーケットはあまり関心を持っていないとみて良いのか。

大野国際局長

第2四半期のGDPがかなり落ちてしまった大きな要因として、須田委員がおっしゃった輸入の急増というのがある。輸入について数字が多少イレギュラーな動きをしてしまったのではないかという点については、バーナンキ議長のテンポラリーでスペシャル・ファクターによる部分であるという発言はあったが、どういうことかという背景やヒントは全くない。恐らく季調や色々な振れがあるものについて上手く修正されていないということは、米国のアナリスト、プロの方達は非常に関心を持っているようであるが、通常のマーケットの関係者については、中身は分かりにくいこともあり、必ずしもそこに注目している訳ではないと思う。ただ、我々は経済をみていくうえで、その要因は相当重視している。恐らく第2四半期の輸入の急増という部分は、ひょっとするとリバイスによって今後変わってくる可能性もあるし、そうでないとしても第3四半期、第4四半期については、これまでのドルの相場の大きな流れを踏まえた場合には、第2四

半期のリバイスではないにしても第3四半期、第4四半期に対しては、米国の純輸出はそれなりのポジティブな要因としてみておいて良いという見方をしている。

亀崎委員

輸入の内訳をみると、工業用原材料や資本財、自動車関連等消費財は幅広い。このことは、私はむしろ米国経済の内需の強さではないかと思っている。ただ、それは必ずしも雇用に良い影響を及ぼす訳ではない。むしろ大事なのは輸出であり、オバマ政権が5年間で倍増ということだが、今のドルが安いことをみると、今回は輸入が輸出を上回っているが、米国の輸出の動きはこれから非常に大きな要素になっていくのではないかと。先日レクチャーを受けた五大金融危機と今次局面の米国経済をみると、輸出だけが過去よりも大幅に上向き、速いスピードで回復している。このことをみると、今後国内の個人のバランスシート調整等色々と時間がかかるのであろうし、雇用も変わるであろうが、輸出はこのように過去とは違った動きをしてきて、しかも政策支援もあるので、ここは注目してみたいと思っている。特に中国は非常に元気が良く、高めの成長を維持するようでもあるので。

大野国際局長

全くおっしゃるとおりだと思う。外部環境として一番過去と違うということ言えば、中国、エマージングが、少しは減速しているものの需要自体として非常に拡大しているので、そこが米国経済の離陸を助ける大きな鍵を握るものと思っている。

須田委員

もう一点、雇用統計は良いのだが、ISMの非製造業の指数が予想より悪かったということでマーケットも両方に反応していたようであるが、この51.5というのはどう評価したら良いのか。下がっている中身がどうい

うものであるかを教えて欲しい。

大野国際局長

I S Mの中身までは分析し切れている訳ではないが、51.5というのは、極めて微妙なところである。50を超えていれば、拡大とみても良いので、それは良いのだが、非製造業の51.5の中で少し心配なのが雇用で、かなりぎくしゃくする統計であるが、48.2と今月は50を割っているので、それが心配材料である。新規受注等についても非製造業については、具体的な数字で言うと56から52という感じで落ちてきているので、全体としての拡大に少しブレーキがかかるという姿をみてとれるところが、市場なども心配してみているようである。

須田委員

これは、緩やかな回復とは、まだ……。

大野国際局長

緩やかな回復とはまだ整合的な範囲内の動きである。

野田委員

そもそも今頃言い出すような話ではないが、製造業指数と非製造業指数では、従来、製造業指数を随分と重視してきたが、米国経済では非製造業のウエイトの方が従来から大きい。最近になって非製造が少し注目されてきたという印象を受けているが、その辺は何かあるか。現時点での評価に関係ない話で申し訳ないが。

大野国際局長

米国の場合は、非製造業のウエイトが最も大きいので。

野田委員

我々の取り上げ方というのは何かと製造業が多かった。

大野国際局長

サプライ側からみるか、需要者側からみるかで言うと、ISMの場合は、業者——例えば、スーパーマーケット等——である。この統計でアメリカの指標をチェックする時には、色々と出入りしたり、みにくいなど中が分からないので、ISMを評価する場合は、どうしても製造業の方を重視する。消費の方が色々な消費関連の小売のデータ等が多かったと思うが、ただ、このISMの非製造業の指数も非常に利用価値の高いものとなっている。

西村副総裁

カバレッジか何かがISMに関してはあるのか。製造業はかなりカバレッジが大きいと思うが、非製造業はあまりカバレッジがありそうにもないような気がする。

大野国際局長

そのとおりである。相当アンケート等を寄せ集めてやっていると思うが、そんなに高いことはないと思う。

中村委員

米国の消費についてであるが、自動車はほぼ1,100～1,200万台を横這っている感じである。住宅もそうである。一方、それ以外の一般消費は強くはないが、そこそこ底堅いということなのか、あるいはこれから景気によっては、もっと押していくということなのか。一般消費については難しいとは思うが、どのように見通しているのか。

大野国際局長

消費自体については、今年の終わり、今年の初めについては随分健闘していたという評価である。多分、それは今の時点においても的確であると思うが、あれだけGDPが下方修正されてしまったので、あんなには強くなかったのかと思う。その中で、例えば個別の自動車や住宅は、政策的な効果が剥落するということもあり、足許相当力強さが欠けている段階であると思う。もう一つ、小売売上高（除く自動車、ガソリン、建築資材）をみても、第1四半期ではリバウンドのような形で戻っているが、その後第2四半期、第3四半期は、+0.4%、0.0%で、消費自体はそれなりに堪えているが、所得環境、雇用環境が厳しい中では、なかなか迫力が一歩も二歩も欠けた状態が続かざるを得ないということではないかと思う。

中村委員

消費は6月までは緩やかな伸びであったが、足許の海上のコンテナの荷動きが増えている。これは一般消費がそこそこ底堅いとの証左とも考えられるが。

大野国際局長

最終消費での荷動きがそれなりに保っているという部分があるとは思いますが、生産活動の方が多少なりとも健闘を続けているので、ひょっとすると企業活動や設備投資が消費活動に比べればもう少し強く、その関連の荷動きが絶え間なく続いているという説の方が何となく有力という気がしている。

中村委員

バーナンキ議長も個人消費を期待しているみたいなので。

大野国際局長

12月のクリスマス商戦については再来週位になると統計アンケートが

始まるようである。今のところ非常に慎重な見方がアネクドータルに聞こえているにとどまっている。

中村委員

ドイツについてであるが、第2四半期でユーロ安という恩恵を受けているということで非常に高い伸びだが、これから暫くはドイツ経済が強いついことか。為替問題以外にもドイツ経済の強さの特殊要因が他にも何かあるのか。

大野国際局長

南欧諸国と決定的に違うのは、リーマン・ショックの前の段階でドイツの経済にとってそう大きなイン・バランスはなかったということだと思う。勿論、銀行セクター、特に州立銀行等についての問題はあったが、ドイツの消費者が多大な債務を負っていた訳ではないし、ドイツの国内において不動産のバブルがあった訳ではない。そういった中で、金融面ではECBを中心とした極めて緩和的な政策が行われた。さらに今年以降、ユーロが相当程度減価したという二つの緩和効果が、バランスシート調整の必要がなかったドイツにとっては相当の追い風となって働いているという見方はできると思う。

野田委員

年率で+9%というのは凄いことである。長続きするというのもなかなか考えにくい。そういう意味でいくと、前期比という意味では第3四半期、第4四半期はここまで突出した伸びにはならないだろう。また、ユーロ全体で年率+3.9%であるのでこれも大きいですが、これも少し縮むとみた方が自然であろう。

大野国際局長

勿論そういうことだと思う。大体イメージとしては、今年の春位までド

ドイツのGDPの今年の予測では+2%いくかいかないかであったが、それが最近では+3%位までいけるかもしれないという姿だと思う。その好調なドイツ経済——ドイツの+2%と+3%では少し幅があるが——を入れて、全体としてユーロで+1.1%とか+1.3%とかで、その裏には南欧諸国が0%台であったり、場合によってはギリシャを中心にマイナス成長という非常に斑模様が強いという経済の回復過程が予想されるということである。

西村副総裁

ドイツの輸出は、域外輸出か、域内輸出か。

大野国際局長

これは域外である。

白川議長

中曾理事は先週G20D（G20 代理会議）に行かれたが、個々の国はともかくとして、世界経済あるいは主要国の政策について特に印象に残ったことはあるか。

中曾理事

大体今の議論と整合的であるが、全体の議論は世界経済がどうなるのだろうかということに当然関心が高い。イメージとしては、恐らく2010年初位の経済の見通しに戻っているのではないかと。つまりWEO等をも初夏にかけて大きく上方修正されているが、結局それは元に戻った。言い換えれば、緩やかな回復シナリオは崩れていないが、ただし幾つかのウィークネスがみえてきていて、一つは金融システムの脆弱性、それから財政再建から来るフィスカル・ドラッグ、この辺が弱い部分として意識されていて、それが2010年初位の見通しに戻っていったということではないかと理解した。ただ、そうは言ってもモデレート・リカバリー・シ

ナリオ自身を崩していないのは、ダブルディップは暫く想定しなくても良いのではないかと、つまり今度は強さの背景として幾つかあるのではないかとと言われていて、大きく整理すると、一つは企業部門で、大企業の収益性は全世界的にみて維持されていること、それから何よりも先進国の金融緩和が企業の資金調達環境を良好なものに維持していること、そして三つ目に、特にアジアのエマの好調さは基本的に維持されていることがあるので、ダブルディップは取り敢えず想定しなくても良いのではないかと。従って、政策面の課題としては、先進国の需要のリバランスと言っていたと思うが、つまりエマから先進国への需要のシフトというそのダイメンションと、公的セクターから民間セクターへのデマンドのリバランスが必要であり、一貫性がある整合的な政策が必要ではないかといった感じであった。それから他に印象に残ったのは、米国の先日の金融政策についてである。米国の説明を自分なりに理解すると、こういうことかと思う。先程の外山金融市場局長の説明にもあったように、国債金利がこの間かなり急速に低下したので、住宅ローンの借換えが思いのほか進んだ。これが結果的にMBSの期前償還が思ったよりも大きくなったということだったと思う。Fedは、少なくとも対外的には、MBSの買切政策についてはストック効果を重視するのだと言っていたので、これを放置すれば償還が増えた分だけストック効果——マイナスの効果——が出てしまうので、引締め効果を放置していると受止められ兼ねないので、バランスシートを維持する観点から、償還分については国債に再投資することにしたという説明であった。当面の政策については多くの説明はなかったが、米国についても大きなリカバリー・プロセスの中になおあると言っているのも——これはバーナンキ議長の証言と整合的であるが——、シグニフィカント・ディタリオレーションがあれば緩和政策は考えるけれども、という印象であった。

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、次に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、最初に席上でお配りしている資料－4の追加分で設備投資及び企業収益についてご説明をしたいと思う。図表1、〈法人企業統計・設備投資〉、法人企業統計をご覧頂きたい。4～6月の設備投資の前期比であるが、+6.4%と比較的しっかりした増加になった。法人企業統計の設備投資が前期比プラスになったのは、8四半期振りである。特に、製造業が前期比+11.5%と大きく増加している。非製造業も+4.1%の増加である。図表2、企業規模別、製・非製造業別の4セクター・グラフであるが、それぞれ太い線が設備投資であって、ご覧のようにどのセクターも4～6月は増加している。どちらかと言うと、(2)、(4)の中堅中小企業の方の持ち直しが幾分はっきりしている感じにみえる。ただ、法人企業統計は、特に中小企業については、毎年4～6月のところでサンプルが変わるので、このセクターの動きについては幅を持ってみておいた方が良いと思う。なお、細かい線のキャッシュ・フローであるが、(1)製造業大企業については、4～6月が減少している。この系列は、我々が季節調整をかけているのだが、生産と同じことが起きている。つまり、リーマン・ショックにより、季節調整が歪んでしまって、10～12月、1～3月辺りが高めに出過ぎている可能性が高いとみている。従って、実勢としては、1～3月までがもう少し緩やかに、しかし直近の4～6月も含めてキャッシュ・フローの改善が続いていると判断をしている。季節調整は、いずれ修正を検討したいと考えているが、今回は間に合わなかった。いずれにしても、キャッシュ・フローの回復振りに比べると、設備投資の持ち直しが極めて緩やかであるという点は明白だと思う。

それでは、次に図表4をみて頂いて、先行指標であるが、(1)の機械受注は先日ご説明したので省略する。次の7月分の機械受注が明後日8日に

出るので、注目したいと思う。(2)の建築着工であるが、7月分がこちら
は出ていて、非製造業を中心に7月は増加している。小売業などで大型案
件の着工があった模様である。恐らく単月の振れという面が大きいと考え
られるので、基調的にみれば下げ止まりははっきりしてきているが、明確
に持ち直し始めたとまではまだ断定できないという段階だろうと思っ
ている。それから、図表7であるが、(1)が野村証券調べによる8月上旬時
点における年度の連結ベース経常利益の見通しであって、①製造業の2010
年度は、数字で申し上げると、前年比+90.6%の増益予想になっている。
これの為替の前提が、対ドルで89円、対ユーロで113円ということであ
って、今の為替水準であると今後下方修正がされていく可能性がある。因
みに、対ドル、対ユーロとも5円ずつ円高という前提——今日の相場位に
なるが——にすると増益率が1割強縮小する、すなわち、今の9割増益が8
割弱の増益になると野村証券では試算している。一方で、この8月上旬
時点の予想には、4~6月の非常に良かった決算が完全には織り込まれて
いない模様であって、その分上方修正の余地もないとは言えない。い
ずれにしても為替相場が今位の水準であると、この先海外経済自体が大崩
れしない限りは、2010年度は大幅増益という基本的な姿は恐らく変わら
ないと思う。上期が思い切り増益で下期がやや厳しいというバンピーな
形ではあるが、基調としては増益基調ということで宜しいかと思う。

次に、事前に配付している資料集の中の資料-4、経済活動の現状評価
の参考計表で、残りの指標についてご説明をしたい。まず図表1、GDP
については、前回簡単にご説明したが、若干の補足をさせて頂きたいと思
う。(2)にあるように、1次速報段階での4~6月のGDPは、前期比
+0.1%へと急減速であった訳である。しかし、先程の法人企業統計の設
備投資、同じく法人企業統計の在庫の情報が、今週末9月10日公表予定
の2次速報に反映される。我々の試算では、1次速報の+0.1%という数
字は+0.4%程度まで上方修正になるのではないかというふうに見ている。
ただし、とりわけ在庫の部分は、いくら法人企業統計の情報を使っても、
正直申し上げてGDP統計にどう反映されるのか難しい部分がある。季節

調整に乱れが若干生じているということも余計に試算を難しくしている。従って、今の+0.4%という試算値については、幅を持って聞いておいて頂きたい。ただし、先日申し上げたように、1次速報の+0.1%というのが景気の実態をかなり過小評価しているだろうという判断は、その後も変わらない。因みに、その後需給ギャップを計算してみたが、1~3月が-4.3%、4~6月が-3.7%であって、4~6月は0.6%ポイントの改善である。ご案内のように、需給ギャップはGDP統計からではなくて、稼働率や雇用関連の指標から作成している。今現在の潜在成長率はゼロ%にほぼ近いとみているので、GDP以外の情報から判断すれば、4~6月の成長率は実は+0.5~+0.6%であったというふうにするのが妥当かと思う。2次速報が実際にどうなるかは不確実性が大きいですが、願わくは、そういう景気実態に近い数字になって欲しいものであるというように思っている。GDPは以上である。

実質輸出であるが、図表6で、これも前回一応ご説明したが若干補足をする。まず、太い線の実質輸出の7月分が4~6月対比で+2.5%と、減速はしているが増加を続けている。それから、細い線の輸入の方もやはり減速しつつ増加を続けている。ネットでは(2)の太い線、実質貿易収支であるが、7月は4~6月対比で幾分プラスになっている。次の図表7の(1)の地域別であるが、第3四半期の列で7月の4~6月対比の数字を向け先別に確認して頂くと、米国向けが+9.6%と自動車や資本財部品を中心に強い数字が続いている。ただし、自動車の現地販売情勢等からみて、この7月の数字は少し出来過ぎの感があるので、この後米国向けは減速していく可能性が高いように思う。EU向けも、7月の4~6月対比は+1.3%と、4~6月の高い伸びの後しっかりとした動きが続いている。中国向けも+5.0%と堅調である。単月で見ると、5月、6月とマイナスが続いた後、7月は+7.7%と伸びていて、傾向的にみれば減速してきてはいるが、急ブレーキがかかっているという感じでもない。一方、その他向けは、第3四半期は+0.3%と伸び率が大きく落ちている。ただし、これはオセアニア向けの船舶などによる振れの影響が大きいとみている。以上、一つ一つ

みていくと、強過ぎる動きや弱過ぎる動きがあるが、全体として概ね想定していた範囲の減速局面に入ってきているというようにみている。先行きについても、これまでに比べてスピードは大分緩やかになるが、輸出の増加自体は続くとみている。ただし、海外経済の減速の程度や円高の影響などを巡って、不確実性が高まっている。因みに、ミクロ情報で聞かれている円高の影響としては、中東向けの自動車で欧州勢とか韓国勢に負けている、あるいは、工作機械、プラント・エンジニアリングなどの受注で主に欧州勢に競り負けているといった話が聞かれている。これらがどの程度この後の輸出の数字に表われてくるかは正確には分からないが、注意をしてみていく必要がありそうである。それから、輸入の方も簡単にみておく。図表 13 の第 3 四半期の列をみて頂くと、実質輸入全体で、4～6 月対比 +2.4%と減速しつつ増加が続いている。(1) の地域別をみると明らかであるが、東アジアからの輸入、とりわけ中国からの輸入が 4～6 月に急増し、恐らくはその反動で 7 月は大きく減速している。テレビ、スマートフォン、スレート型 PC などの動きを反映したものと思われる。実際、(2) の財別では、消費財と情報関連で 4～6 月の急増とその後の減速が目立っている。先行きについては、内需や国内生産は決して強くはないが、円高の影響も何がしか出てくると思うので、緩やかな輸入の増加が続くとみられる。因みに、これは純粹に円高の影響という訳ではないのだが、自動車メーカーの一部では、国内販売用の量産車種をタイで生産して輸入するという動きが 7 月から出てきている。輸入は以上である。

次に、図表 21、家計部門、個人消費であるが、(1) の太い線、家計調査の消費水準指数（除く住居等）の 7 月分が回復しているということは、先週の会合で申し上げた。そして、もう一つの需要統計である細い線の家計消費状況調査の支出総額も、4～6 月の数字を申し上げると前期比 -1.9%というところで止まっているが、それに続く 7 月分が出ていて、4～6 月対比 +0.8%で、7 月は持ち直しに転じている。小売業販売額も 4～6 月若干減少の後、7 月は再び増加している。いずれも 4～6 月が弱かったことの反動プラス猛暑の影響が出ているとみている。(2) の耐久消費財

であるが、家電販売額も、7月は、テレビ等が堅調に推移する中で、猛暑でエアコンが押し上げに効いている模様である。さらに乗用車であるが、8月分は、グラフが間違っている訳ではなくて、補助金終了前の駆け込み需要が出ている。若干補足しておくとして、8月は、例年ディーラーはお盆休み等を取るのので、販売台数がかなり落ちる月である。そういう元々原計数が小さな月にプラス方向にせよマイナス方向にせよ特殊要因が加わると、季節調整後の数字では、その特殊要因の分もうんと増幅されて計算されてしまうという、テクニカルな要因も効いている。つまり、間違いではないが若干ミスリーディングな面はある。9月も駆け込み需要は続くと思うが、恐らく途中で補助金の予算が切れると思われるし、9月は8月とは逆に例年車を売る月であるから、特殊要因もむしろ縮小されて季節調整される。従って、9月は、8月対比で季調後の数字は若干か幾分か低下するとみられる。勿論、いずれにしても相当な駆け込みが出ていることは事実であるので、当然10月以降は大きな反動が予想される。自動車業界では、従来からの見立てどおり3割位は減少するという覚悟は決めている模様である。図表22(1)の一番上の線、コンビニが好調である。デザートなどの商品性が評価されていることに加えて、7月はアイスクリームなどに猛暑効果が出ている。黒い太い線の百貨店であるが、7月はある程度回復したが、中身として高額商品は低調であった。8月の状況に関するヒアリング情報でも、高額商品は低調を続けている模様であって、株安の影響ではないかという声が多い。8月も下旬辺りになると秋物の出足不調ということで、猛暑が幾分逆風になり始めている模様である。(2)の外食であるが、7月、これも猛暑の押し上げがあった模様である。ファストフード店に涼みに来た人が多いというように聞かれている。以上、個人消費は、7~9月はエコカー補助終了前の駆け込み需要に猛暑効果が加わって、想定していた以上に強くなる可能性が出てきている。ただ、個人消費が基調的にみて強くなってきているという感じはなく、株安の影響も出ている可能性が高いので、各種の押し上げ要因が一気に剥落してくる秋以降の状況については、若干懸念される場所である。個人消費は以上である。

次に、図表 25、住宅であるが、(1) の住宅着工、太い実線の総戸数の 7 月が年率 77.2 万戸であって、4~6 月対比+1.5%と増加である。(2) のマンション販売も、極く緩やかであるが持ち直しているように見受けられる。このように住宅投資は、基調的にみて方向としては上向きになりつつあるが、そのスピードは極めてゆっくりであって、この先も当面は回復に弾みが付く可能性はあまり大きくないと考えている。

住宅は以上で、次に、図表 26 の生産で、鉱工業生産の 7 月であるが、前月比+0.3%になっている。8 月、9 月の予測指数もそれぞれ小幅のプラスになっている。ただ、季節調整の歪みによって実勢が分かりにくくなっているため、実勢ベースのイメージでミクロ情報に基づく 7~9 月、10~12 月の見通しを申し上げたいと思う。まず、7~9 月であるが、実勢ベースで 2%強の増加、10~12 月は逆に 2%台前半の減少とみている。7~9 月は、自動車の駆け込み需要やエアコン、飲料などの猛暑効果もあって、それなりにプラスになるが、10~12 月については、逆にその反動が出るという予想である。因みに、10~12 月の自動車の生産は 1 割程度減少し、それが関連業界にも影響を与える可能性が高いとみている。駆け込みとか猛暑効果などに伴うぎくしゃくを均して基調的にみれば、生産の減速傾向が次第にはっきりしつつあるということである。これは、内需の持ち直しの動きが鈍い一方で、先程申し上げたように、輸出がこれまでの力強い増加から減速局面に入ってきているためである。そうした輸出の動きを受けて減速しつつある業種は、電子部品・デバイス、一般機械、それから鉄鋼等素材全般といった辺りである。なお、今申し上げた実勢ベースの生産の見通しに対して、公表統計では季節調整の歪みが、7~9 月はマイナス方向、10~12 月はプラス方向に働くので、公表統計ベースで申し上げると、7~9 月、10~12 月ともにゼロ%台後半~1%程度という辺りの減少をみている。ただし、今申し上げた見通しは、この目先の 7~9 月も含めて、まだかなり不確実性が残っている。特に、10~12 月は相当柔らかい見通しである。海外経済や円高の影響如何によっては下振れの可能性がある。ただし、話を聞いている感じでは、企業も先行きに自信が持てないために取

り敢えずやや保守的にみていて、海外経済の減速をかなり織り込んでいるという感じもある。その意味では、今申し上げた見通しから逆に上振れるという可能性も相応にあるということも併せて申し上げておきたいと思う。生産は以上である。

それでは、次に図表 31、雇用関連である。(1) の太い線の失業率であるが、7 月が 5.2%である。4 か月連続上昇してしまっただけ、漸く若干低下してくれた。細い線の有効求人倍率については、極く緩やかな上昇傾向を辿っている。それから、図表 32、(1) の太い線、雇用者数の前年比は、7 月は若干のプラスに転じている。細い線の毎勤ベースでも、緩やかな改善傾向にあるとみられないこともない。ただし、この後 10~12 月は、生産が実勢ベースで一旦減少するとみられることや、雇用調整助成金の受給者数が減少傾向にあるとは言え、なお 120 万人程度、就業者に対して 2%位残存しているということ踏まえると、雇用情勢は、厳しさが一頃に比べて和らいでいるという程度であって、明確な改善に至るにはまだ時間がかかりそうである。次に図表 33 であるが、(1) の賃金についても状況は似たり寄ったりであって、変則四半期の 6~7 月の白い部分の特別給与、夏季賞与は、プラスで着地しそうである。しかし、この後、灰色部分の所定外給与のプラス幅は今後縮小していくとみられることや、所定内の方はまだ若干足許もマイナスである。そういったことを踏まえると、賃金についても、明確な改善にはまだ時間がかかりそうである。雇用・所得環境は以上である。

次に、物価関連である。図表 36 の (1)、一番上の黒い線が国際商品指数であるが、5 月のピークから反落して、概ね横這い圏内で推移をしている。極く最近では、(2) の銅とか穀物などに反発の動きもみられているが、世界経済を巡る不透明感が強い中で、原油などを含めた商品市況全体としては方向感があまりはっきりしていない状況にある。こうした商品市況の動きを受けて、国内企業物価であるが、図表 39 (2) の<月次>、3 か月前比のグラフをご覧頂くと、7 月分が下落に転じている。為替・海外市況連動型、つまり石油製品や非鉄金属を中心に下落している。国際商品市況

自体は横這い圏内であるが、為替が円高気味であることや、10～12月は鉄鋼がやや値下げになりそうであるので、国内企業物価全体として、今暫くは、どちらかと言えば軟調な地合いで推移する可能性が高いとみている。最後に消費者物価で、先日、実績の部分は申し上げたが、当面の見通しを申し上げたいと思う。図表43の総合（除く食料およびエネルギー）は、7月分は-1.5%となっているが、最近の動き方や消費者物価（東京）の8月実績等を踏まえると、この後も今暫くこの-1.5%位から大きくは変わらないのではないかとこのようにみている。食料・エネルギーの部分については、④の石油製品のプラス寄与が、7月の+0.30%ポイントからこの後さらに縮小していく一方、⑤の電気代とか⑥のガス代は、タイムラグの関係で目先はまだプラス幅が幾分拡大していくというようにみられるので、これらが概ね相殺し合う。従って、総合（除く生鮮食品）全体で、7月は-1.1%であった訳であるが、8月、9月も-1.1%ないし-1.0%位で推移し、10月にたばこ税の引き上げで-0.7～-0.8%までマイナス幅が縮小するというイメージを持っている。今のところ7月中間評価時点の概ね想定どおりに推移しているし、先程申し上げたように、GDPはともかく、需給ギャップ自体は4～6月も順調に改善しており、その面でも特に下振れは生じていないと考えている。いずれにしても、消費者物価は、中長期的な予想物価上昇率に引き寄せられるように改善していくと想定している2011年に入った辺りからが、本当の勝負になるとみている。

以上、本日申し上げたことを四点に簡単に纏めておく。第一に、輸出、生産は増加を続けているが、そのペースの鈍化が確認されつつある。第二に、駆け込み需要や猛暑効果に目を奪われずに冷静に国内民間需要の状況を見ると、自律回復へと向かう動きは決して途切れてはいないが、引き続き緩やかだと思う。以上を踏まえると、第三に、今月も景気全体として緩やかに回復しつつあるという状況にあり、7月中間評価との関係では、GDP成長率自体はともかくとして、景気の実態としては、概ね想定範囲か若干下振れか、やや微妙なところにあると判断している。第四に、海外経済の減速の度合いや円高の影響などを巡り、先行きの不確実性は大きい

ということを申し上げて、私からは以上とさせて頂く。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

図表 23 の消費者コンフィデンスは、今のこの局面においてやや意外なような気もしない訳でもないが、いずれも非常に改善している。この辺はどう解釈されるか。

門間調査統計局長

まず、第一に、ちょうど今はタイミングが悪くて、これからばらばらと色々な指標が出てくる段階なのである。今ここに書かれているのは、ほとんどが7月の上旬～中旬位を対象にした指標であって、一番直近のものでも景気ウォッチャー調査の7月下旬のものであるので少し古い。恐らく、今日、生活不安度指数が出るのではないかと思うので、これは後で確認したいと思う。それから、景気ウォッチャー調査は明後日出てくるので、その辺りで8月に入ってからの方が状況が少し分かってくるということかと思う。そのうえで、7月まで改善しているというのは、やはりボーナスが若干増えているとか、それも含めて雇用情勢が一頃に比べれば厳しさが和らいできている、というのが一番基本的な背景なのではないかと考えている。

野田委員

個人消費は、エコカーの反動や猛暑の反動を調整して考えて、先程おっしゃった若干懸念されるということなのか。それとも、エコカーとかの反動があるから若干懸念されるのか、どちらか。

門間調査統計局長

反動は、これは想定していたものなので仕方ないと思うが、ちょうどそ

ういうタイミングで、例えば円高が継続することによって、株安も継続するということになると、秋以降ボーナスは若干増えたけれども色々客観情勢は厳しいのではないかと、こういうことが起こるかどうかわからないが、夏に意外に使い過ぎてしまったというように思う人がいるかもしれない。例えば、電気代などは秋位に請求書が来る訳である。エアコンとかでこんなに使ったのかと思って、秋以降は少し節約しなければいけないという気持ちになったりすることもあるので、ある種反動は反動なのだが、消費者心理面からその反動が少し増幅されるという可能性もないとは言えない。そういうことも含めて若干懸念されるということである。

野田委員

そういう意味では、基調的な動きに若干の今の時期の上振れというか、当初比上振れの反動を懸念すると、予ねて期待していたよりも若干悪いという感じか。

門間調査統計局長

そうである。ただ、悪いとは言っても、7～9月そのものが少し上振れ気味という感じがするので、7～9月、10～12月と併せてみると下振れたようになるかもしれないが、やはり10～12月のところは、モメンタムがちょうど下がる時に株安とか円高の影響が来る可能性があって、そこが少し心配だということである。ただ、逆のことを申し上げると、自動車業界も10月以降全く手を拱いている訳でもない。10月に直ぐ販促を打ってもあまり反応はないのではないかと、そこは多少諦め気味なのだが、やはり10～12月、それから1月位までを展望すると、新車の投入とか、新しい環境車の投入とか、販促も段々打っていくというようにも聞かれている——その辺りである程度冷静に消費者の需要を喚起していくという動きも出てくると思うので——、あまり10月の数字だけで一喜一憂しないで、少し長い目で状況を見ていく必要があると思っている。

野田委員

いずれにしても、物凄く先行きがみえにくくなっていることは間違いがない。

門間調査統計局長

そうである。

野田委員

本当に、どの辺の目線でいって良いのかというのは、全くみえなくなっているという気がして、敢えて質問した。

須田委員

自動車の販売は、10月について3割という…。

門間調査統計局長

それが、明確にユニバーサル・フォーマットで聞いている訳ではなく、皆さん感覚で話しているのである。なので、なかなか難しいのだが、我々の翻訳した感じとしては、7～9月に対して10～12月が3割位落ちるのではないかというイメージである。恐らく、9月、10月はもっと下がってくると思う。

須田委員

それでも生産の方は1割程度だということは、どういうイメージなのか。

門間調査統計局長

そもそも生産のうち国内販売分は半分位で、残りは輸出分である。そこで半分均される。かつ、輸出については、なるべく国内販売の上下動を平準化すべく、7～9月は輸出を抑え気味にして、10～12月は輸出を実勢よりも少し強めにするという事を考えているみたいである。一つは、7～9

月に結構在庫を減らしておくことと、もう一つは、1～3月の海外需要の分を若干10～12月に前倒しで輸出をすることを考えているようである。これは、多少リスクな面があって、年明け以降の海外需要が悪いと在庫が溜まってしまうリスクがあるのだが、とにかくこの大きな変動を均すにはそういうことをするしかない、というのが今の自動車メーカーの苦しい胸の内である。

須田委員

海外の在庫の動きは注意してみなければならないということだな。意図したものか意図しないものかよく分からないということだろうから。それからもう一つ設備投資なのだが、持ち直しに転じつつあるというところは、まだ依然として評価が変わらないが、どうなったら持ち直しているという状況になるのか。

門間調査統計局長

どうなったらというのは、なかなか事前にはお答えしにくいのだが、もう少し気持ちとしても、どの指標をみても明らかに上向きだという感じが出てくるということなのである。確かに、今回法人季報は少し良かったのだが、申し上げたように、4～6月のところはサンプルの断層があるので、特に今回上がっているのは中小企業なのである。少し怪しいなという感じがしなくもない。むしろ供給サイドの方のデータからすると、厳密に言うと、2次QEは、その部分だけについては若干下方修正なのではないかというような感じも持っているので、あまり設備投資に関連する指標は、全部良くなってきているという感じでもない。やはり、今一番気になっているのは、機械受注が、4～6月のところで回復モメンタムのレベルが低いのに少し切れてきている感じがあるので、明後日の7月の数字を皮切りに、今後の動向をかなり注目したいと思っている。その辺も少し見極めていかないと、なかなか今の時点ではっきりと持ち直しているとまでは申し上げる自信がないということである。ミクロ情報では、例えば、自動車関連の

工作機械とか色々な製造装置などについては、稼働率は今は結構上がっているのだが、これがどの位 10 月以降落ちるのか、その辺りを見極めないと、なかなか自動車メーカーとか関連の企業も新しい機械の発注ができないのではないかという声が多い。逆に言うと、そこであまり落ちないということが確認できると、老朽化している部分もあるし、それなりに稼働率も上がってきているので、意外とその後出てくるのではないかという声もある。であるから、産業界、そういう設備関連業界についても、まさに設備投資の出方というのを今見極めている最中であって、その辺りも今後数か月間で状況が多少クリアになってくるのではないかというようにみている。

山口副総裁

門間調査統計局長の見方からすると、国内景気についての先行きの見通しとそれに纏わるリスク・ファクターは、上下バランスしている状況なのか。それとも、少しずつ下振れリスクが強まっているとみておくべきか。その辺はどうみているか。

門間調査統計局長

今のところは、7月の中間評価をベースラインとすると、多少下振れ気味のウエイトの方が高まっているという感じはある。これは、ある種マクロ的にも当然であって、7月中間評価の時の為替相場の前提、あるいは株価の状況と比べて今下振れている訳であるから、その心理面の影響をある程度みるのが妥当な見方だと思う。ただ、そうは言っても、足許までのところ、ハードデータで下振れが明確に確認されている訳でもないので、そこは緩やかながらもゆっくりと自律回復の方向に向かっていると、そこはまだ崩れていないということであるので、まさに最後に申し上げたように、概ね想定の範囲内か若干の下振れか微妙な段階であると私はみている。

亀崎委員

前日も10月以降の落ち込みは考えていた訳だが、それは同じだと。ただ、先程おっしゃった株安、円高の定着は予想しなかったところであるから、その影響であるな。

門間調査統計局長

そうである。一番大きいのはその部分である。

野田委員

先程の設備投資に返って申し訳ないのだが、法人季報の前期比+6.4%というのは、想定していたよりは高いという意味で比較的しっかりという理解であるのか。それとも、これまでがなかなか戻らなくて、持ち直しの前後の辺りをうろうろしていたことからすると、実績として大きかったと理解して良いのか。

門間調査統計局長

どちらかと言えば、前者である。プラスになるとは思っていたが、そのなり方が少し大きいなど。それには恐らく統計の振れもあるのではないかという気持ちも多少持ちながら、そう判断しているので、実態はここまで良くないのではないかというのが、言外にある私の判断である。

白川議長

企業マインドだが、確か別の文脈でも門間調査統計局長がおっしゃっていたような記憶もあるのだが、足許、企業マインドが弱くなったとみるのか、あるいは、単なる分類学かもしれないが、取り敢えずコンサバティブに、保守的に物を言って色々な報告をしているということか。その両者は、勿論無関係ではないのだが、企業マインドをどのようにみておけば良いか。

門間調査統計局長

少し長い目でみた企業の見方というのは、あまり変わっていないような気がする。典型的に言うと、やはり4～6月、あるいは年度の上期全体を通じてかもしれないが、実績としてここまでの企業収益は完全に上振れなのである。非常に良かった訳である。であるから、年度で物事を考える経営者としては、これで、下期は貯金がたっぷりできたという印象なのである。であるから、下期は多少慎重な計画でいっても当初の年度計画は達成できるという感じがあるものであるから、ここで敢えて下期突っ張った計画を立てなくても、年度計画との関係では、慎重に考えておいた方が良いかというような印象なのである。であるから、その意味では、年度の計画はクリアできそうである。それから、中長期的にもあまりピクチャーが変わっていないという意味では、マインドはあまり変わっていないと思うが、そうは言っても、やはりここ1、2か月の海外経済を巡るマーケットの動きには、どうしても企業経営者としては敏感にならざるを得ない部分があって、とりわけこの円高がいつまで続くのか、さらに加速するのか、その場合に影響はどうかということについて、やはり当然不安心理は多少出てきているというのが、色々お話をしている時の印象である。

野田委員

決算発表で業績予想の話を書く時、予想比プラスだった貯金の話は一切せずに、先行きの不安だけを誰もが言うので、先行きのマインドが相当悪化しているように見えるが、個別に聞いてみると、内心、下期も通じていけば当初考えていたよりも余程良いので、内心はうはうはだという先は少なくはない。

門間調査統計局長

そうなのである。

野田委員

私が色々聞く限りにおいては、その辺が、外への出方と少し違う部分があると最近感じているが。

亀崎委員

上方修正はしないままでおこうと、こういうことなのである。どちらかと言うと…。

中村委員

下方修正はしたくない。

亀崎委員

そうである。下方修正はない。

野田委員

下方修正まではないだろうという話であるな。

中村委員

先行きについてというか。

亀崎委員

普通であれば、上方修正しても良い位の数字が結構出ているのだが、先程の少し先をみるとどうかなということだから、このままにしておこうと。

西村副総裁

ただ、2011 年度を相当不安に思っている。それをどの位ファクター・インするかは、やはり我々の問題だと思う。

白川議長

それからもう一点。先程、需給ギャップについて数字が改善しているという話があった。要素に分解すると——今の計算をどのようにやっているか正確には良く知らないが——、勿論、投入要素は設備と労働だから稼働率が改善しているということなのだろうが、実際推計上、どれが効いているということなのか。

門間調査統計局長

稼働率は上がっていたはずなのだが……。

白川議長

設備稼働率が上がっているという……。

門間調査統計局長

それから、稼働率は非製造業はないが、実は法人企業景気予測調査、いわゆる政府短観と言われている統計の非製造業の設備判断D Iで代用しているのだが、これも改善している。あとは、極く僅かであるが就業率ギャップで、若干ではあるが雇用が季調済みで増えているということである。

白川議長

主として設備関連という感じか。

門間調査統計局長

そうである。一番大きいのは、製造業ないし非製造業の稼働率、設備のところが一番大きい。

関根調査統計局経済調査課長

労働時間の方も少し改善している。

門間調査統計局長

若干であるが。

白川議長

分かった。

中村委員

今年の 10～12 月の落ち込みという話があるが、これは自動車の駆け込み需要や若干猛暑効果の反動が主因と考えられるが、それ以外のファクターはあるか。

門間調査統計局長

それ以外のファクターは、まさにそこはせめぎ合いなのだと思う。株とか為替の前提によるが、そこがあまり良くなかった場合に、そこから来る下押し効果と、それからじわじわと強まりつつある自律回復の動きと、そのせめぎ合いで決まってくるフェーズになってくるので、まさに 10～12 月辺りは一番判断が難しい局面になってくるのではないかと思っている。ただ、やはり一番大きいのは、10～12 月位における海外経済そのものの減速がどの位本当に急に減速するのか、あるいは意外に持ち堪えるのか、その辺りだと思う。そこは、特に欧米のクリスマス商戦に向けて、どの位の強気でものを作り込んでいくのかというアジアの国々の状況が一番日本の輸出に効いてくるので、その辺りがどの位の感じになっていくのかということを見極めていきたいと思っている。

白川議長

他にご質問はないか。

宮尾委員

企業マインドのことで、先程も少し話に出た 2011 年度にかけてのことなのだが、追加資料では、今年度の企業収益は、想定よりも 5%円高が続くと大体大雑把にみて 1 割強の減少だということである。この推計は、来年度以降も妥当性があると考えて宜しいのか。あるいは、来年度以降についての円高が企業収益に与える影響等について、何かあったら教えて欲しい。

門間調査統計局長

比較静的に言えば、全くそうである。プロポーショナルに来年度以降も使えるのだが、やはりこういう円高になるとそれに対して企業行動の方も段々対応していくので、本当にそう言って良いかどうかは微妙である。

宮尾委員

むしろ縮小するかもしれないということか。

門間調査統計局長

円高でも収益が上がる体制に段々変えていくという行動が 1 年もあれば起きてくるので。ただ、比較静的に言えば、それはおっしゃるとおりプロポーショナルに考えるということだと思う。

宮尾委員

あと、純輸出に対する影響に関しても同様の質問なのだが。

門間調査統計局長

我々のモデルでは、大体 10%の名目実効レートの円高で、実質 GDP に対して 0.4%である。そのうち、純輸出が 0.3%位なので、そこそこのオーダーである。かつ、これは 1 年目ほどではないが、2 年目以降もタイムラグを引いてそれなりの影響があるので、2011 年度に対しても影響が

あるということになる。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、次に金融環境に移りたいと思う。

楡田企画局長

それでは「金融環境の現状評価」参考計表に基づいて、前回定例会合以降公表されたデータを中心に説明させて頂く。最初に、インフレ予想、図表1の(2)消費動向調査が出ている。家計の1年後の予想インフレ率は、6月が+0.8%、7月が+0.9%と小幅上昇であるが、概ね横這い圏内の動きであった。続いて、図表2の(1)ESPフォーキャスト調査が出ている。8月調査をみると、エコノミストのインフレ予想は7月調査から概ね横這いであった。年度の数字を申し上げると2010年度が-0.9%、2011年度が-0.1%、因みに、インフレ率がプラス転化になるのは2012年の第1四半期で、+0.1%であった。(3)インプライド・フォワード・レートの推移であるが、短中期はほぼ横這い圏内の動きであった。中長期については、長期金利の動きを映じて一旦低下した後、最近では8月上旬と概ね同水準、ないしは若干上回る水準まで上がってきている。

図表3、図表4であるが、政策金利水準を実体経済活動あるいは物価との関係で見ると、インフレ率の下落幅が縮小傾向を辿っていることなどを背景に、引き続き引締め度合いは縮小傾向を辿っている姿に変化はない。

続いて、図表5の資金調達コスト関連である。まず、貸出約定平均金利は、短期、長期ともに7月は低下している。その結果、総合は除く交付税特会向けで1.329%と既往ボトムの水準である。これまでのボトムは2010年5月で、1.350%であった。このボトムを下回る水準になっている。7

月のスプレッド貸出のスプレッドの動きは、短期、長期ともに今月は低下している。CP、社債のスプレッド、発行金利の推移であるが、8月のCP発行スプレッドは7月から概ね横這いの動きであった。8月の社債スプレッドの動きであるが、個別の銘柄要因を除いた実勢では、総じて横這い圏内の動きという評価で良いかと思っている。この間、中期国債金利が幾分低下しているので、社債の発行金利自体は実勢では幾分低下してきている。これらを踏まえた図表 6、総資金調達コストの推移であるが、(1)の企業の総資金調達コスト7月分は0.865%で、既往ボトムである2006年1月の0.883%を下回る水準となってきた。

次に、図表 10、企業の資金調達コストを収益性との対比でみたグラフであるが、今、調査統計局からも説明があったが、今回の4~6月の法人季報でも企業収益が傾向としては改善しているという中で、ROAは平均支払金利を大幅に上回っており、現在の低い資金調達コストが持つ金融緩和効果度合いは強まりつつあるという姿に変化はない。先程、季調等の問題で多少法人季報の動きに不連続があるという説明があったが、この表で1期伸ばすとROAの水準は、法人季報ベースだと1~3月は2.93であったが、今回の4~6月の法人季報をそのまま使うと3.48ということで、ROAの水準も上がっているということである。ただこれは、季調の問題も含めて、多少数字については幅を持ってみておく必要があるかもしれない。

続いて、図表 11、資金調達量の関係である。ここは上段、中段の数字は新しいものが出ていないので、下段の国内公募社債、転換社債、株式の発行額のところをご覧頂きたい。8月の公募社債発行額は2,910億円と7月までの高水準の発行額と比べると、その反動もあってやや低水準となっている。また、調達環境の改善を背景に、このところA格企業の起債の増加から本年入り後伸びを高めていた社債の発行残高であるが、前年比で見ると、このところ残高自体は伸び率が低下傾向になってきている。ただ、新聞紙上等でも出ているが、調達環境が非常に良くなっているので、30年債発行の動きであるとか、引き続き今の好環境を用いて社債を発行しようという動きは続いているということかと思う。この間、BBB格社債で

あるが、当月は150億円ということでゴルフ場運営主体が新たに起債したほか、5月後半以降起債を見送っていた先の起債再開の動きもあるということで、起債環境は着実に改善を続けているということかと思う。9月に入ってもBBB格社の社債発行計画が幾つか公表されているということで、引き続き好環境のもとでの発行が続いているということである。その下の株式調達額の8月については、資源開発に関連した大型案件があったことから、5,305億円と大幅増加となっている。

続いて、図表17の金融機関の貸出態度と資金繰りDIである。金融機関の貸出態度については、8月は日本公庫調査の中小企業の指標が改善したほか、企業の資金繰りについては、日本公庫調査、商工中金調査とも、8月はDIが改善している。

続いて、図表22、マネー関係指標である。これについてはマネタリーベースのところだけ数字が出ている。口頭で数字を申し上げると、8月のマネタリーベースの平残前年比は+5.4%、平残は98.4兆円であった。日本銀行券発行高の前年比が+1.2%、貨幣流通高が-0.3%、日銀当座預金が+32.7%である。8月の銀行券発行高前年比は+1.2%と、夏季賞与の増加あるいは猛暑効果等で若干前月に比べて伸び率が高まった。それと、計数的には前年との坂の関係で、前年比の伸び率が若干押し上げられたということかと思っている。

以上、前回定例会合以降の計数を中心に説明したが、纏めてみると、一点は、TIBORなどのターム物金利あるいは貸出金利等が緩やかに低下傾向を続ける中で、企業の資金調達コストは低下傾向が続いているということ、これを実体経済活動あるいは物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるが、企業収益との対比ではその効果は強まりつつあるということ、金融機関の貸出態度は改善しており、CP、社債市場でも良好な発行環境が続いていること、この間、企業の資金繰りも総じてみれば改善の動きが続いているということであり、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ことに変化はない。

続いて、今日お手許に配付させて頂いた『成長基盤強化を支援するた

めの資金供給』について」について、簡単にご説明させて頂く。本日、第一回目の貸付実行日で、8月31日に貸付実施の通知等を行っている。貸付予定総額は4,625億円、貸付先数は47先であった。民間金融機関における取組み等について説明させて頂きたい。(1)業態別対象先数であるが、第一回目の資金供給に向けて、第一回公募手続きによって対象先に選定された先、これがこの表の第一回選定分と書いてある66先である。6月22日に一旦第一回分は締め切った訳であるが、その後も対象先として応募してきている金融機関は多数あり、8月末の時点で25先が新たに対象先となっていて、8月末の段階で、この66と25を足した91先が対象先ということである。その後も、対象先となるべく準備している先があるように聞いているので、広がりを持ちつつあるということかと思う。取組み方針における投融資対象分野としてどういうものがあるかというのを纏めたものが(2)である。これは取組み方針において、ここで書いてある分野を投融資プログラムの対象として選択している金融機関の数を足し上げたものである。一金融機関で幾つかのプログラムを持っているところもあるので、金融機関の数よりは多いが、これで見ると、左の方から、医療・介護、環境エネルギー、高齢者向け事業、この辺りが投融資対象分野としては多い。また、一番右にその他とあるが、これは例示した18分野以外に、これは地域金融機関に多いのであるが、地場主要企業を対象にファンド等を組んで横断的な取組みをするプログラム、すなわち、必ずしもこの18分野のどれかに属するというより、もう少し横断的に対応する、あるいは地域の特性に応じて対応するようなプログラムがその他に分類されている。個別投融資の実績をみると、まず(1)は個別投融資の分野がどうなっているかということである。これは左の方から分野ごとに、金額が高いものから並べているが、一番多かったのが環境エネルギー分野で、1,125億円であった。その右のその他は975億円である。これは先程申し上げた地域金融機関等において、地場の主要企業など例示された18分野のどれかというよりはもう少し違った側面での対応で、その他として申請しているものである。その右は、社会インフラ整備、医療・介護、これが

それぞれ 554 億円、548 億円ということで続いている。中段の個別投融資の金額別分布は、1 件当たりの金額を纏めたものである。この円グラフの全体、1,342 件というのが今回のトータルであり、一番多かったのが 0.1 億円以上 1 億円未満で、全体の 7 割を占めている。1 件当たりの平均金額は 3.6 億円であった。次いで多いのが 1 億円以上 5 億円未満で、これは全体の 2 割であった。(3)個別投融資の期間別分布は、それぞれ貸出の期間がどうなっているかを纏めたものである。一番ウエイトが高かったのが、4 年超 10 年以下で 804 件、全体の約 6 割を占めた。その次に多いのが、10 年超 20 年以下でこれが大体 2 割位あった。全 1,342 件の平均期間は 8.2 年であった。以上が、この第一回融資の特徴点である。この段階で暫定的にこれをどう評価するかということであるが、ご覧頂いたとおり幅広い業態の金融機関が参加しているということ、そのもとで顧客基盤あるいは地域性などの特性を反映した幅広い分野が対象になっていることから、金融機関の積極的な取組みを得て、まずは順調な滑り出しをしたというように評価しても良いのではないかと考えている。二つ目は、先程申し上げたように、対象となる金融機関の増加が継続しているということ。その中で取組みとしては新たな専用ファンドであるとか、投融資制度を新たに新設する先がみられている。このように、この制度のもとで期待した呼び水効果も次第に発揮されつつあるといったところが暫定的な評価である。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

呼び水効果といった時に、何を具体的に想定しているのか。

榎田企画局長

厳密に計数で言うのは難しいが、例えば、先程申し上げた我々の貸付期

間というのは、1年ごとの貸付けで3回のロール・オーバーが可能、そうすると4年間のファンディングについては制度上期待できる訳であるが、この投融資の期間をご覧頂いても、日本銀行の制度だけに頼るのではなく、それを前提にもう少し積極的な取組みとして長期間の新たな制度、ファンドを作りながら融資を実行していること、あるいは今回の本行の貸付実績自体は4,625億円であったが、一回目の対象となっている融資はもう少し大きな金額であったが、そのうちの4,625億円を申し込んできていることなど、この制度をベースに広がりのある金融機関行動がみられているというところは呼び水効果が発揮されつつあると一応評価をしても良いのではないかと考えている。

須田委員

これをやって、やはりもう少し改善した方が良いという声というのは聞こえているのか。

榎田企画局長

今、一件当たり対象金額が1,000万円以上であるが、それをもう少し小さくできないかという声はある。そういった声も含め、これは実際の実務との関係もあるので、この制度の運用を通じて、こういった希望なり声があるのか集めてみたいと考えている。

野田委員

個別金融機関の名前は良いのだが、多分、大手行が大きく申し込んで実行したと思うが、確か一行当たりの限度は1,500億円程度だったと思うのだが。

榎田企画局長

1,500億円である。

野田委員

これに対してどのような感じだったのか。

雨宮理事

必ずしも大手行が全部使い切った訳ではなく……。

野田委員

勿論そうであろう。

櫛田企画局長

大手行4先で、4先最大のリミットは1,500億円かける4で6,000億円になるが、今回の第一回目で4,600億円強であるので……。

野田委員

合計であるな。

櫛田企画局長

合計である。今回4,600億円強の第一回目の貸付実績のうち、大手行が相応の割合ということであるが、必ずしも大手行だけということではない。

野田委員

全体が3兆円に対して、5,000億円弱であるから1/6、大手行で言うと1/4を消化したということであるから、大手行の方がやはりウエイトが高い。

櫛田企画局長

そういう意味では、そうである。

野田委員

そういう理解で良いのだな。

白川議長

今の質問に関連するのだが、実際の申し込みは金融機構局が受付けている訳であるが、国際関係理事として参加頂いている山本理事が金融機構局を担当しているので、金融機関の全体としての取組み姿勢であるとか、あるいは直接の担当ではないが金融政策を考えていくうえで注意すべき事項であるとか、何か気が付く感想のようなものがあったら教えて頂きたい。

山本理事

特に、今何か留意すべき点ということではないが、大手行では、本部の設定したファンドに対して営業店から引き合いや打診が非常に多く、7～9月分というか、3か月後のところはかなり大きな金額になっていく可能性がある。先程、話題に出ていた一行当たりの金額も、かなり上限に近付いていく可能性がありそうだという感触を聞いている。地方銀行の方は、今活発にファンドを創設しているということであり、かなり活発に新たな兆候が起こってきていると認識している。

白川議長

分かった。

中村委員

融資期間が平均8.2年ということであるが、金融機関は顧客に対してはもっと長期にコミットしているということであるか。

楡田企画局長

そうである。今回の実績1,342件の一件当たりの平均期間が8.2年ということであるので、相当長い期間の貸付けをやっているということである。

野田委員

コミットベースというよりは、むしろ実行ベースということであるか。

櫛田企画局長

実行ベースでということである。

宮尾委員

先程の個別投融資のその他のところであるが、具体例はお答え頂けるのか。それは難しいのか。

櫛田企画局長

地元の主要産業となっている、例えば造船ならば造船のようなどころのある種近代化というか成長基盤の強化のような、地元の産業構造にフォーカスしたような取組みなどがあったと間接的に聞いている。

西村副総裁

件数と融資額からすると、その他というのは比較的大きなものが入っている感じである。それは、先程言った地域関連のものが大きいと…。

櫛田企画局長

多いように聞いている。

須田委員

この取組みに対して少しはプラスの評価も増えてきたと思っていたら、最近また中央銀行の矩を越えているといった記事を時々みるが、実際に実施している確認作業や、あるいは支店と地域の人達が対話するうえで、そういうようなことがないようにという注意は相当しっかりやっているということで大丈夫か。

櫛田企画局長

当初、これは金融機関の自主性を最大限尊重して幅広い取組みを支援するのだという説明の中で、実際には金融機関とは金融機構局、支店が取組み方針や個別の実績の確認の作業をしている訳であるが、この制度の考え方の趣旨をきちんと踏まえて、我々の実務が進むように色々な形で注意しているので、今のところそういった面で、この制度の運用上留意しないとイケないことが出てきているとか、そういった話は聞いていない。まずは順調に滑り出しているのではないかと私自身は思っている。

須田委員

とすると、これは本当に全国運動に繋げていかななくてはイケない。実務上難しいと思うが、本当に頑張って頂きたいと思う。

野田委員

今のその他のところの説明というのは、もうこれは既に今日新聞発表はしたのか。特に何かその点については。

櫛田企画局長

その他は多いだけに、もう少しブレイク・ダウンするなり具体的に公表することは検討できないかという声はあったように聞いている。ただ一方で、これは段々個別の取組みの話になってくるので、どこまでそれを公表するのかというのは、そのバランスをどう取るかということである。そういった声があったということは踏まえて考えたいとは思う。二番目に大きいので何らかの工夫はできないかというのは、自然な疑問でもある。どこまで対応できるかについては、金融機構局なり、実際にやっているところとも相談しながら、工夫の余地があれば今後考えていくということかと思っている。

野田委員

老婆心として申し上げますと、我々は金融機関の自主性を大きく打出して、そここのところは尊重すると言っているが、それは成長分野、基盤強化というところとある種両刃的な問題がある。ここは、私もあまり細かく調べた方が良いのか調べない方が良いのか、聞いた方が良いのか聞かない方が良いのか、というのは本当に悩んでいる。当初、我々がしっかり決めて自主性と言った以上、やはりそこは本制度を育てていくための大きな柱なのだと自信を持って説明するしかないと感じている。これは意見であるが。

亀崎委員

特に、先程の話で、件数に比して金額が大きい、一件当たりの金額がかなり大きいということは、何か特徴が、モデルがあるような気がして、それは逆に言うとヒントにもなり得るな。その他の件数が物凄く多くてこの金額であったら、色々なものであろうと思うが、非常に少なくて金額が張っているということは何か特徴のあるモデルがあるのかなとも思う。例えば、地方の地域再生ファンドのようなものでの企業支援とかであれば金額が大きいのであろうから。

西村副総裁

ただ、地域再生は別にある。

亀崎委員

そうすると…。

雨宮理事

地元のリーディング・インダストリーに単純に金を付けるというよりは、あるプログラムを作って再建し、近代化させ、地元の成長の主翼を担うように作り変えようというプログラムのもとで起きているようなことが多

いように聞いている。地元のリーディング・インダストリーに、ある特定の地銀が大きなポーションで使おうとしているということだろうと思う。

亀崎委員

そういう動きは、全国の地域が頑張らねばならない、稼がなくてはいけない中で、そうか、自分たちもやろうではないか、という広がりがあれば、これは良いヒントになる。

雨宮理事

ただ、その場合に難しいのは基礎産業であるので、そこが上手く本当に成長に結び付くのだということを説明してもらう必要がある。銀行は銀行で自分でファンドを設定してそれを公表する以上、単にぼやっと基礎産業に貸しているのではない、新しいファンドを作り色々な人を呼び込んで組成しているのだということを、彼ら自身が証明せざるを得ない状況になっている。そこで上手くバランスが取れるというメカニズムも働くようには思う。

山口副総裁

まだスタートしたばかりで気が早いかもしれないが、3兆円という枠について、これでは足りないという声は既に出てきているのか。

山本理事

現時点で出てきているということではないが、大手行に限って言えば1,500億円という枠を使い切る可能性はある。かなり早い段階で使っていく可能性がある。

野田委員

私は6月に決める前にそのことを申し上げたので、もっと気が早かった。今日のこの数字をみると、やはりそうだったのかという思いは改めてして

いる。

白川議長

先程、実体経済の方で、エコカーとか需要先食いということを議論した。今回の場合、これもまだ一回目でしかないし、これから経験を積まないと評価できない訳であるが、ある程度、企業と金融機関の関係で、将来こういうのがあるなという資金需要を、この制度があるからと、ぐっと言わば前取りしたという部分と、それからネットで膨らんだ部分と、両方ある。多分その見極めが難しいのであろうが、いずれにせよ、今のところ需要先食いという声はないということか。

櫛田企画局長

そうである。

白川議長

分かった。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

次に金融経済月報の概要の報告に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

私の方から実体経済・物価であるが、私のパートは細かいことを含め、今月色々と変わったところがある。順を追って説明させて頂く。

まず、現状の総括判断だが、「緩やかに回復しつつある」という評価自身は変わっていない。ただ、先月をご覧頂くと「海外経済の改善を起点として」にアンダーラインを付してあるが、ここの部分を削除している。この意味は、先程の国際局長のご説明にあったが、海外経済全体として減速しつつあるので、そのような時に敢えて「海外経済の改善を起点として」

という言葉をキープしておく必要性もないだろうということで、この部分を落とした。続いて、現状の各論のパラグラフだが、アンダーラインの最初の「輸出や生産は、一頃に比べ増加ペースが鈍化しているが、増加を続けている。」については、先程の調査統計局長からのご説明にあったとおりである。それから個人消費であるが、「持ち直し基調を続けており、とくに最近では猛暑の影響や耐久消費財の駆け込み需要がみられる。」と、猛暑や駆け込み需要について言及している。

先行きについての総括判断であるが、これも「緩やかに回復していくと考えられる」という判断自身は変わっていないが、「改善の動きが一時的に弱まるものの」を新たに加えている。これは目前に迫ってきている10～12月を強く意識したフレーズである。

続いて、各論のパラグラフである。色々線が引かれているが、ここについてのポイントは、先月まで輸出と生産を一つの塊として、国内民間需要ということで設備投資と個人消費を一つの塊という形で説明させて頂いた。このところをブレイク・ダウンしたということである。具体的には、右側をご覧頂くと、先月までは「輸出と生産は、増加ペースが緩やかになっていくとみられるが」、「増加基調を続ける」という形で書いてあり、国内民間需要も一つの塊として書いてある。先程申し上げた猛暑の影響や駆け込みの反動などを考えると、これは生産とか個人消費に強く出てくるので、こういった形で一つに固めていくのは難しいということで書き分けた。具体的には、左側を読み上げさせて頂くと、「輸出は、海外経済の改善が続くもとの、当面そのペースは緩やかながら、増加を続けるとみられる」。続いて、設備投資だが、「企業収益が改善基調にあるもとの、設備投資は徐々に持ち直しの動きがはつきりしていくとみられる。もっとも、設備過剰感が残ることなどから、当面、そのペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。個人消費は、猛暑効果の剥落やエコカー補助の終了などから一時的に弱めとなる可能性が高いが、均してみれば持ち直し基調を続けるとみられる」。公共投資については、「減少を続けるとみられる」で変わりはない。「そうしたもとの、生産は、耐久消費財を中心に一時的に弱めの

動きとなるものの、均してみれば増加基調をたどると考えられる」ということである。

最後に、物価であるが、C G P I の 7 月の実績で 3 か月前比がマイナスとなったので、「弱含みとなっている」という形にしている。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。まず金融環境については、先程、企画局長よりご説明したとおり、総括判断、各論の判断とも先月から変わっていないので、月報についても特に修正をしていない。1 段落目はマーケットの状況であるが、まず 2 行目、「ターム物金利は弱含んでいる」にアンダーラインを引かせて頂いている。先程も説明があったが、8 月初の会合時点から比べると、短期国債の利回りや T I B O R 等幅広い金利が幾分低下しており、ターム物金利については「弱含んでいる」という表現が適切と考えている。

それ以外の市況であるが、為替については、円の対ドル相場は 8 月初の会合時点が大体 85 円の半ばであったので、それに比べれば「上昇している」と記述してある。株価については、これも 8 月初の日経平均は 9,500 円位であったので、この資料提出時点では「株価は下落している」と記述させて頂いている。現在、9,300 円に上がってきているので、明日の状況次第では多少この表現の修正が必要になるかもしれないと考えている。長期金利であるが、例えば 10 年の利付債でみると 8 月初の会合時点が 1.01 ~ 1.03% 位であった。現在 1.185% となっており、資料提出時点では「長期金利は、前月と概ね同じ水準となっている」と記述させて頂いていたが、こちらは「長期金利は、上昇している」と修正が必要かもしれないと思っている。従って、明日も今日と大体同じような市況だと、「この間、」から後の表現については、「円の対ドル相場」の後に「金利」を続けて書いて、「前月と比べ、円の対ドル相場および長期金利は上昇しているが、株価は下落している」と表現してはどうかと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はないか。

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

(16時29分中断、7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8月9、10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、池田元久副大臣が出席される予定であるが、会議のため遅参されると伺っている。内閣府からは、津村啓介大臣政務官である。会合中のご発言は、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します。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。このラウンドでは、最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番であるが、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、山口副総裁

の順番である。それでは、宮尾委員、宜しくお願いする。

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。8月30日に臨時決定会合を開催し追加緩和を行った背景には、米国経済の先行きに関する不確実性がこれまで以上に高まり、我が国経済の景気・物価見通しの下振れリスクが一段と拡大したという情勢判断があった。その後、公表された米国の経済指標をみると、雇用統計など幾つかの指標で事前予想を上回り、一時の総悲観という状況からは改善した。一方で、米国経済が2%程度のやや長期的、構造的な低成長に陥るのではという見方は依然払拭されておらず、その見方が正しければ、現在のメインシナリオで想定している以上の円高が持続することになる。それは、メカニズムとしては、純輸出や企業収益、株価や物価に対する下押し圧力として持続的に作用していくものと予想される。従って、我が国経済の見通しにとって、下振れリスクをより強く意識すべき状態は継続しているものとみている。

それでは、海外経済について各地域の状況を見る。米国経済であるが、緩やかながら底堅い回復基調が続いているとの見方を現在維持しているが、今申し述べたように、やや長期の低成長に陥るリスクが高まっているとみている。この間に公表された経済指標を点検すると、個人消費は伸びが鈍化し、設備投資については、先行指標となる資本財受注が大きく減少している。住宅投資については、新築、中古住宅販売ともに大幅に減少し、これまで増加を続けてきた輸出も、海外経済の減速を背景に足許鈍化し、輸入の増加と相俟って、純輸出のマイナス幅が拡大している。一方で、生産面では、7月の鉱工業生産は自動車等を中心に拡大し、8月のISM製造業景況感指数は事前予想を上回って改善した。注目を集めた雇用統計でも、8月の民間部門の雇用者数が事前予想を上回って増加し、過去2か月分も上方修正された。市場では米国経済の二番底懸念が後退し、一時2.4%台まで低下していた米国10年債金利は2.7%台まで反発した。もっとも、民間雇用の増加は月10万人以内の範囲にとどまっており、新規失業保険

申請者数も 50 万件程度の高水準で推移するなど、雇用の改善は極めて緩やかなペースにとどまっている。非製造業 I S M 指数も低下し、企業のリストラ過程で上昇してきた労働生産性も 4~6 月期にマイナスに転じ、足許大幅に下方修正されるなど、今後の回復の弱さを示す指標も少なくない。物価については、コア C P I が前年比+1%を若干下回る水準で推移している。

米国の先行きであるが、新興国をはじめとする海外経済の減速に加え、年末までに所得税減税等の景気対策が一部終了することから、来年初にかけてさらに減速していく見通しにある。もっとも、その後は新興国経済の成長率が再び高まり、その恩恵は米国経済にも及ぶと予想している。問題は、来年以降 3%前後の経済成長というメインシナリオが達成できるかどうかである。一時の悲観論は後退したものの、回復の脆弱性は依然示唆されている。オバマ大統領が現在打出しているインフラ整備をはじめとする景気対策も、実現の見通しは不透明である。このように、米国経済については低成長やデシインフレが長期化するリスクが高まっており、来年以降の米国の成長見通しを下方修正する必要があるかどうか、私自身慎重な検討を始めたところである。今後の動向を十分に注視していきたいと考えている。

欧州経済であるが、輸出が大きく伸びたドイツを中心に、実質 G D P が高めの成長となるなど、国ごとのばらつきはあるものの、総じてみれば緩やかに回復している。個別の経済指標をみると、雇用面では失業率が引き続き 10%前後で高止まりしている中で、個人消費は弱めの動きとなっているほか、消費者コンフィデンスの改善も緩やかなものにとどまっている。一方、域外輸出は引き続き増加基調を維持しており、それを背景に、生産面でも増加基調が続いているほか、製造業 P M I も 2007 年平均を上回る 50 台後半で推移している。こうした中、欧州では再び金融市場が混乱するリスクが頭をもたげており、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン等の国債の対ドイツ国債スプレッドが、5月のピーク時並みの水準に達している。このことは、今後の財政のリファイナンスのほか、幅広く

影響を及ぼす可能性があり、その動向には注意を必要とする。

英国経済は、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。

アジアを中心とした新興国経済は、まず中国経済については、輸出が海外での在庫復元の一巡を背景に減速してきているほか、不動産取引抑制策の影響などから生産活動も緩やかな拡大となっている。しかしながら、内需関連は、個人消費、設備投資ともに高めの伸びを続けており、全体としては、なおしっかりとした拡大基調を維持している。足許の減速も持続的成長を維持するという観点では望ましい調整であると認識している。インド経済やN I E s、A S E A N諸国の経済においても、輸出の減速は窺われるが、個人消費や設備投資は引き続き堅調であり、総じてみれば引き続き着実な回復、拡大基調を辿っている。

一方、我が国経済についてであるが、対ドルでの円高、株安が企業収益やマインド面に与える影響が懸念される状況にあるが、現時点では、メインシナリオに沿った動きであり、自律的回復のメカニズムは途切れていないものと判断している。すなわち、輸出については、これまでの高い伸びを支えてきた東アジア、新興国向けが、同地域の景気減速を背景に足許伸びが鈍化しているが、なお拡大基調は維持している。実勢ベースでみた生産も、緩やかに鈍化してきてはいるものの増加を続けている。内需では、設備投資について、法人企業統計で設備投資が前期比で大幅に増加するなど、好調な企業収益を背景に緩やかな持ち直し基調を維持している。個人消費は、G D Pベースでは本年4~6月期は概ね横這いとはなったものの、7月に入ってから、猛暑を背景に飲食関連やエアコンなど幅広く売上高の増加がみられた。自動車販売は、エコカー補助終了前の駆け込み需要から8月は大きく増加するなど、全体として持ち直し基調が続いている。住宅投資についても、新設住宅着工戸数が2か月連続で増加したほか、首都圏新築マンションの成約率が7割を維持するなど、下げ止まっている。雇用・所得環境については、依然厳しさは残るものの、有効求人倍率や失業率には足許改善の兆しが窺われるほか、雇用者所得も夏季賞与の増加を背

景に前年比プラスとなっているなど、緩やかな改善を続けている。

物価についてであるが、消費者物価指数は、コアベースでみて、前年比マイナス幅の緩やかな縮小傾向が続いており、これまでの需給ギャップの改善を背景として、今後もこの基調が維持されていくものと考えている。

先行きについてであるが、海外経済が減速する中で、我が国経済は、エコカー補助制度の終了や猛暑効果の剥落などによる消費の減速、アジア新興国向けを中心とする輸出の減速から、年度後半にかけて回復スピードが鈍化するものとみられる。もっともその後は、中国をはじめとする新興国経済が一時的な調整を経て再び高い成長を確保していくとみられ、それを背景に欧米経済も基本的な回復基調は維持されているものと考えている。そうした前提のもとで、我が国経済は、輸出の増加が継続していくものとみられ、それを起点に、設備投資や個人消費といった内需項目についても改善の動きが波及し、自律的な成長経路に復する経路を辿っていくというメインシナリオは基本的に維持されていると現在認識している。

しかしながら、先程申し上げたとおり、米国経済の低成長が長期化するというリスクが高まる中で、それが顕現化した場合には、足許の円高と我が国の株安が同時に継続する可能性がある。過去数年間の市場動向を概観すると、対ドルでの円高と株安がリンクしているように窺われる。我が国の株式市況の軟調な地合いが継続すれば、企業や家計におけるマインドの悪化、成長期待の低下等を通じて設備投資や消費が抑制され、自律的な成長経路への復帰とデフレからの脱却が遅れ、それがまた株安を正当化するという負の循環に陥るリスクもある。ただし、こうした為替相場と我が国の株式市況との関係については、今後変化していく可能性もある点には注意が必要である。来年以降、再び新興国経済の成長が加速し、また欧州経済の回復も緩やかながら堅調に推移していく場合には、仮に対ドルレートで円高が継続しても、クロス円レート——つまり、ドル以外の通貨に対する円レート——は、円安方向に動く可能性があり、その場合には実効ベースでみた円高は抑制され、純輸出や株価への影響も限定的となる可能性がある。また、円高の企業収益へ及ぼす影響であるが、民間の試算によれば、

現在のドル安、ユーロ安水準が仮に続いた場合に、今年度製造業の経常利益は1割強の減少となるが、それでも全体では前年比8割増の経常利益が確保されるという見通しがある。従って、現在の水準から仮に対ドルでもう一段の円高が進んだとしても、相応の増益が維持されることになる。このように対ドルでの円高に対する企業部門の耐久力は相当程度高まっており、その意味では、ドル/円の下落が株安に直結するような近年の動きは行き過ぎとみることもできる。今後、ドル/円レートと株価のリンクが弱まれば、米国の低成長を背景とした円高が仮に持続する場合でも、我が国の景気見通しの下振れは小幅にとどまる可能性もあると考えられる。私からは以上である。

白川議長

それでは、須田委員お願いします。

須田委員

最初に総括判断だが、前回定例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。輸出や生産は、内外の政策効果の剥落や在庫調整の進捗で、早晩、増勢が鈍化すると想定していたので、現在の減速は想定範囲内の動きとみている。緩やかに回復しつつある、との判断を維持した執行部案に違和感はない。

市場では、依然として米国の景気減速の程度に関心が集まっているが、アイルランド問題の再燃がユーロ圏の一部周辺国に関する懸念を改めて意識させたこともあって、リスク回避姿勢が高止まる中、円が強含みやすい地合いが続いている。主要国の長期金利は低下基調を辿っており、株価は基本的に軟調に推移している。そうした中、円高の影響もあって、日本の株価は欧米対比弱めの動きが続いている。

この間、米国については、FedがFOMC声明文で、景気見通しの下方修正や、償還MBS元本を米国債に再投資する方針を示したことなどから、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強まっ

た。その後公表された指標が、新規失業保険申請件数やフィラデルフィア連銀製造業景況感指数、住宅販売件数、耐久財受注など、予想よりもかなり悪かったこともあって、二番底懸念など先行き悲観論がかなり広がった。私はそれを過度の悲観論に陥っているとみてきたが、バーナンキ議長が、8月27日の講演において、2011年にかけて成長が持ち直す条件が揃っていると指摘したことに加え、その後公表された指標も、第2四半期GDP暫定推計値、ISM製造業景況感指数、新規失業保険申請件数、雇用統計など予想比上振れの指数が相対的に多く出され、二番底といった過度の悲観論は解消されつつある。

以上を踏まえた、差し当たりのリスク・バランスについては、引き続き、海外経済は、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、国内経済は、年度後半の下振れリスクを引き続き意識している。以下では、そうした点を念頭に置きながら、前回定例会合以降公表された経済指標を中心にみていきたいと思う。

まず、米国については、既に述べたこと以上に指摘しておきたいことはない。ただ、経済成長の減速スピードについては、4～6月の実質GDPは輸入の急増について説明がつかないため、均してみればもう少し緩やかな減速となるとみている。これまで指摘してきた消費や住宅市場を巡る不確定要素などが、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ようなことにならないか、引き続き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、ユーロ安のもと、ドイツの成長に支えられる形で、全体としてみれば緩やかに回復している。ただ、周辺国では、アイルランド問題の再燃をきっかけに国債の対ドイツ国債スプレッドに再び拡大圧力がかかるなど、不安定な地合いとなっている。現時点では、市場参加者の間でパニック的なリスク回避姿勢がみられる訳ではないが、引き続き市場動向には注意が必要と思う。

中国では、高めの成長を続けているが、海外経済の減速や不動産取引抑制策、エネルギー効率の悪い企業の工場閉鎖策の影響などから、輸出、固

定資産投資を中心に幾分減速している。なお、引締め効果が行き過ぎて失速することを懸念する声もなくはなかったが、足許ではPMIが改善したほか、8月の自動車販売がディーラーの販売奨励策で大幅増となるなど個人消費も全体として堅調に推移し、失速懸念の声は小さくなっている。また、台湾や韓国でも、足許の輸出や新規輸出受注PMIから、輸出の増勢鈍化が続く可能性が高いとみている。

懸念材料の一つであるITサイクルについては、中国での液晶テレビの在庫増から韓国や台湾で液晶パネルの生産調整が行われているようだが、今のところ調整は局所的なものにとどまっている。世界のパソコンの今年の出荷台数が下方修正される動きがみられるほか、米国のクリスマス商戦も気になる。世界経済が減速している中、IT関連全体でみて、小さな生産調整で済むかどうか注意してみたいと思う。

我が国の経済に目を転じると、輸出の増加ペースが鈍化する一方で、猛暑効果やエコカー減税の駆け込み需要増を背景に消費に強めの動きがみられる。4～6月の実質GDPの1次速報値は、大きく落ち込んだが、法人季報から上方修正が自然だと思っている。従って、経済成長の減速の程度は足許まではそれほど大きくないとみている。問題は年度後半である。たばこの増税前の駆け込みもあるのでこれも含めて消費に反動がどの程度出てくるのか定かではないが、年度後半の生産については、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。それにIT関連財の調整が加わるとより大きな落ち込みになる可能性がある。設備投資については、増加が示された法人季報では中小企業のサンプル替えの影響を斟酌する必要があることや、円高あるいは為替の先行き不透明感が国内の設備投資抑制に繋がる可能性があるため、持ち直しの動きについて、もう少し様子を見る必要があるようである。

先行きについては、今のところ、海外経済の成長が続くもとで、回復の基調自体は崩れないとみているが、グローバル競争を背景とする企業の賃金抑制姿勢や二極化現象といった構造要因がある中で、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だと思っている。

最後に、グローバルに経済の減速が明らかになって、現時点で特に気になるリスクを幾つか述べておきたいと思う。第一に、財政政策についてである。先進国では需給ギャップがまだ大きい状況だが、民間の自律的回復力が弱いところで財政のサポートが切れると経済が失速する可能性がある一方、サポートに追われて財政再建に道筋を付け国民の信認を確保する作業が先送りされると、市場から激しい攻撃を受け、金利上昇と厳しい経済調整を余儀なくされる可能性もある。財政債務の大きい日本にとって、特に気になる点である。第二に、先進国のデフレーション圧力の強まりについてである。経済が減速し、大きな需給ギャップがなかなか縮まらないという状況が続くと、物価に下方圧力がかかり、デフレーションあるいはデフレ懸念があると騒がれれば騒がれるほど、期待インフレも低下することが想定される。ただ、物価の先行きは景気減速の程度と持続性に加え、資源価格や為替レートなどにも影響を受けるので、遠い先ほど見通すのは簡単ではない。不確実が高い時に物価安定をピンポイントで捉えると、市場との対話が難しくなるのではと懸念している。最後に、マーケットの動き、とりわけ円高悲観論がもたらすリスクである。円高は経済が過熱している時には好ましいと受止められる可能性があるが、経済が減速している時には悲観論が強くなり、経済が自己実現的に下振れるリスクがある。例えば輸出製造企業を中心に102社を対象に経済産業省が行った「円高の影響に関する緊急ヒアリング」では、円高の影響による大変さが伝わってくる。他方、帝国データバンクが8月19日から31日まで行った意識調査——有効回答企業数は1万1,578社であるが——では、円高が悪影響という回答が36.7%、影響はないというのが34.9%、好影響が6.9%、分からないが21.5%ということになっている。この二つを比べただけでも円高の持つ影響についての印象はかなり異なると思う。輸出企業にのみに耳を傾けるのではなく、日本全体で円高の影響を考えて発信しないと、マインドに悪影響が出てきて、結局は自分の首を絞めることになりかねない。またこれも前回申し上げたことだが、直接に通貨の切り下げ競争はできないので、緩和政策で自国の通貨高を阻止しようとする緩和競争に繋がり、そ

れは新たなバブルを引き起こすリスクがあると考えている。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

8月30日の臨時決定会合以降の動きを中心に述べたいと思う。臨時会合以降、日が浅いこともあり、新たに利用可能になった経済指標や情報は然程多くないが、足許の金融経済情勢について改めて総括すると、我が国経済は引き続き緩やかに回復しつつあると評価している。これまで比較的しっかりと増加を続けてきていた輸出や生産は、足許、増勢が幾分鈍化しているが、こうした動きは、一つに、世界的に在庫の復元が一巡したこと、二つに、新興国経済が緩和政策の調整効果等もあって、改善の速度を幾分減速しつつあるということを反映したものであり、これまでの見通しから大きく外れるというものではない。先行きについては、輸出、生産の増勢鈍化を受けて、景気の増勢は一時的に鈍化するものとみられるが、基調としては緩やかな回復を維持するとの見方も変わりはない。こうした見通しを巡るリスクについては、臨時会合以降は、米国経済の先行きについて過度の悲観論は和らぎつつあるが、基本的には下振れ方向をより意識せざるを得ない状況が続いていると判断している。

国際金融市場から簡単にみても、米国の市場は、経済指標の動きに敏感に反応する状況が続いており、為替、株価、長期金利は不安定な動きが続いている。欧州市場については、アイルランドの銀行支援問題を受け、周辺国の国債の対ドイツ国債スプレッドが再び拡大するなど、ソブリン・リスクを再び意識した動きとなっている。5月頃の動きと比べるとマイルドなものではあるものの、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、こうした動きには注意が必要であるということが改めて確認された。

世界経済に目を転じると、新興国・資源国経済のなお力強い成長に牽引

される形で、緩やかな回復を続けている姿に変わりはない。そのペースは鈍化しているものの、その減速のメカニズムは、これまで私が想定していたものであり、減速の程度もその範囲内の動きとみている。

米国経済であるが、新たに公表された経済指標はどちらかと言えば市場予想を上回るものが多く、景気後退といった行き過ぎた警戒感を何がしか緩和させたようであるが、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というものを示すものであったと思う。すなわち、7月の実質個人消費は、極く緩やかな増勢を何とか維持しているが、消費者コンフィデンス指数は、7～8月で均すと4～6月の水準からはっきりと低下している。また、8月の民間部門の雇用者数は6万7,000人の増加にとどまり、雇用の回復の鈍さを示した。生産面では、8月のISM指数が、製造業では4か月振りに上昇したが、非製造業では逆に2か月振りに低下した。中でも、両指数の中身とともに、先行性のある新規受注が傾向的に低下し続けているということに注目をしている。

ユーロ圏については、国ごとのばらつきを伴いつつも、ドイツの回復が突出しており、全体としては緩やかに回復している。

中国経済については、持続可能な成長パスへの調整過程を緩やかに辿ってきたと評価している。製造業PMIが、8月には前月対比で上昇したが、これをもって減速に歯止めが掛かったということを示すものであるかどうかは、もう少し他の指標もみなければならぬと考えている。

NIEs、ASEAN経済は、輸出や生産の増勢がやや鈍化しているが、先進国からの資本流入が続くもとで、内需が増加基調を辿っており、着実な回復を続けている。

次に、我が国経済について述べる。先週末発表された4～6月期の法人季報で、設備投資額は前期比+6.4%と9四半期振りのプラスに転じた。設備投資が持ち直し方向に転じていることが改めて確認された訳ではあるが、そのモメンタムは企業収益の急速な回復振りに比べるとはっきりと弱いと言える。機械投資の先行指標である機械受注は増加テンポをむしろ落としていて、先行きの本格的な持ち直しには依然として心許ないものが

ある。なお、臨時会合前に公表された4～6月期の実質GDP成長率の1次速報は、この法人季報により少なくとも設備投資は上方修正されそうである。

個人消費については、7月の家計調査による実質消費が前月をやや下回ったが、四半期ベースではプラスの動きとなっているし、足許は、アネクドタルな情報を踏まえると、猛暑の効果などで持ち直しの動きが続いているようである。また、自動車販売も、エコカー補助終了前の駆け込み購入の動きがはっきりとみられている。ただし、10月以降はこれらの反動が現れる蓋然性が高く、個人消費は一時的に収縮する姿となることは避けられそうにない。

雇用、所得に関するデータは概ね前月並みであり、雇用情勢は、引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる、という判断で変わりはない。従って、消費の自律的な回復力についての先行き慎重な見方も変わらない。

生産をみると、7月の鉱工業生産指数は、前月比+0.3%と増加したが、四半期ベースでみると増加額ははっきりと低下している。季節調整の歪みを調整すれば、増勢は緩やかな鈍化にとどまっていると捉えているが、実質輸出の増勢が暫く鈍化していくことや、国内民需も先に述べたような状況が見込まれるということから、生産は一時的に弱めの動きとなるものとみている。

最後に、物価について述べる。7月のCPIをみると、高校授業料の無償化を除くベースでみたコアCPIは、前月からマイナス幅を小幅拡大したが、10%刈り込み平均の前年比の下落幅は縮小した。需給バランスが徐々に改善し、下落幅が縮小していくという基調は変化していないと受止めている。金融環境については、後半で述べたいと思う。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

前回定例会合以降のデータをみると、上下に振れがみられ、変化は小さな変化が積み重なる形となっている。しかし、データの累積的な方向性をみると、下振れリスクの増加という段階を超えて、メインシナリオの先行き部分の下振れを示唆するものになりつつあるというのが、私自身の見方である。目にみえる変化があり、ショックの明らかな時は下すべき判断は分かりやすいものがある。しかし、上下変動が小さく、ある種の安定がみられる時でも、不確実性の高まりがある時は、変動の累積がある閾値を超えると、ちょうど過飽和状態からの相転移のように、不連続に変化する可能性がある。従って、不確実性が高い状況では、足許のある種の安定に引きずられるとウィッシュフル・シンキングに陥る危険性があることには注意する必要があると思う。注意すべきは、ゆで蛙状態にならないということだろうと思っている。

まず、世界経済の見通しについて述べ、それを受けて国際金融情勢の状況について言及し、最後に、日本経済の見通しについて述べたいと思う。時間がないので、物価情勢については、次のラウンドで言及したいと思う。

端的に申し上げると、世界経済に下振れの蓋然性が増加している。米国経済で雇用情勢、住宅市場を中心にバランスシート調整からくる下振れ要因が顕在化しつつあり、欧州経済も輸出の好調に支えられたドイツとそこそこのフランスを除くと、状況は必ずしも改善していない。これに対し、バランスシート調整がなく、政策効果の大きかった新興国は、足許の強さを維持しており、欧米経済とのデカップリングの状態にあるが、欧米経済にかなりの下押しが顕在化すると、その影響を受けリカップリングとならざるを得ないと考えている。それは、新興国への輸出に依存しつつある欧米経済の回復をさらに遅らせる可能性がある。

米国であるが、臨時会合で言及したとおり、雇用情勢の改善が事実上止まり、住宅市場が既に底と言われながら再悪化し、大きな重石となっている。新しいデータでは、先週金曜日の雇用統計だが、失業率は 9.6%と、

前月比0.1%ポイント上昇した。さらに、U6と呼ばれる、働く意志があるものの職探しをしなかった者や、不本意ながらパートタイム雇用に甘んじていた者を含むいわゆる不完全雇用率は、0.2%ポイント増加して16.7%と、昨年8月の16.8%に近い水準に戻り、5~7月の改善傾向が反転した。金曜日の雇用統計では、民間雇用者数増加幅は市場予想よりも良かった訳だが、より安定的に推移する傾向のある水曜日発表のADP雇用者数は減少した。ケース・シラーの6月の住宅価格指数は、前月比上昇したが、当該指数は3か月の移動平均で駆け込み需要が顕在化した時期を含んでおり、今後駆け込み需要の反動からケース・シラー指数も低下が予想されている。加えて、よりメイン・ストリームの住宅の価格を表すFHFAのパーチェスオンリー指数は、今月は前月比低下しており、また前年同月比もマイナスである。今後の住宅価格の軟調、それを通じた負の資産効果がじわじわと効いてくる可能性は否定できない。特に雇用と住宅価格との相関を考えると、ダブルディップとは言わないまでも想定比深めに長めに沈滞状況が続く蓋然性は高いと思われる。さらには、特に商業用不動産市場で金融機関や当局がファイヤーセールを避けるという理由で資産の処分を先送りしているという話も報道されており、これが真実だとすると、もしソフトパッチが長引いたり、ダブルディップになったりすると、金融市場にも再び影響が出てくるかもしれない。より根源的には、潜在成長率が目立って低下している可能性が出てきていることである。この点で長期利率の顕著な低下に注意したいと思う。Fedが参考にすると言われている5イヤー・5イヤー・フォワードのインフレーション・コンペンセーションレートは、最近下がったが2%台前半であるし、またコアPCEインフレ率の低下は、1%前半で下げ止まっている。とすると、長期利率の急速な低下は長期実質利率、ひいては潜在成長率の低下を示唆する可能性がある。実質潜在成長率をみるうえで、重要な情報を持つ労働生産性上昇率をみると、対前年同期比でこれまでの高い上昇から低下に転じているのが目立つ。もっとも、現在、均してみた長期利率の動きは、同じく均してみた株価水準の動きとあまり整合的ではなく、やがては株価水準の

動きと整合的な水準へ労働生産性上昇率ともども長期的に調整される可能性もある。しかし逆に株価水準が長期利子率に鞅寄せされる可能性もあり、この場合は潜在成長率の目立った低下が顕在化することになってしまう。

欧州について、ユーロ圏で、足許、コア国、特にドイツの輸出増に依存した好調振りが目立つ。しかし、それは周辺国の弱さと表裏の関係にあり、今後に予断が許されない。この点、特に金融危機に対して果敢な対処を行い、評価の高かったアイルランドの状況は気になるところである。果敢な資本投入とインターナル・デバリュエーションが住宅バブル崩壊後の回復に対して従来プラス評価されていたのが、金融と実体の負の相乗作用が顕在化し始め、マイナス要素に転じつつあるように見える。これは、我々がこの十数年経験したことと重なる。アイルランドの今後の推移は、他の周辺国経済の経済回復、最終的には欧州経済の回復の道筋をみる点で重要な点だと考えている。

次に、好調な新興国であるが、政策効果に加え、全般的な世界経済の回復、想定比上振れの欧米諸国の回復に依存していると考えていた。内需の政策依存度を考えると、自力で世界経済回復のエンジンたり得るとは考えにくいところがある。端的に言えば、欧米経済とのデカップリングは最終的にはあり得ないと考えておく必要があると思う。

その際に、中国経済の動向には、その世界経済に占める比重の高まりから特に注意を払わなければならないと考えている。中国経済の短期利益追求を取る行動様式から、変化に対する動きは極めて急速で、極端に走る可能性が高い点は要注意である。特に、その国際商品市況に及ぼす影響の見極めは重要である。さらに、あまり今まで話題になっていないが、地政学リスクにも十分な注意が必要であると考えている。米中間の貿易を中心とした摩擦激化、その影響も考えておかなければならない。様々な保護貿易主義的な動きは将来のリスクというよりも、現在顕在化しつつあると行って良いと思う。これは、米国と中国の双方にリスクがあり、しかも相乗作用がある。加えて、イランの核開発を巡る中東の地政学リスクが従来に比

しても高まっているということにも注意しなければならないと思っている。

こうした世界経済での不確実性の高まりに対し、国際金融市場での投資家行動が、データの出方に応じてリスクオフとリスクオンの間をさまぐるしく行き来する展開になっている。その中で、欧州ソブリン・リスク、米国経済低迷リスクが目立つ展開から、相対的に金融市場が安定し、流動性の高い円に対する需要が高まりやすい状況にある。特に、他地域においてパフォーマンスの良いアジアの主要な通貨が事実上ドル・ペッグされており、かつ流動性に劣るために、円に調整圧力が集中しがちである。加えて、過去の相関関係に依存するとみられる取引、プログラム取引もどうも増加しているように思われる。そのためドル金利の低下から、金利差に注目する円買いが進んでいる。

日本経済の状況であるが、足許は決して悪くない。4～6月1次QEは、伸び率が前期に比べて大きく低下したが、在庫投資の仮推計部分が推計方法の変更から過小になっているのではないかという疑いがあること、また法人企業統計で設備投資が1次QE対比で強かったことから2次QEはかなりしっかりした上方修正の可能性がある。さらには、7～9月は、7月、8月は猛暑効果に加えて、エコカーの期限切れを前にした強烈的な駆け込み需要から消費が強いことから、しっかりした成長が期待される。しかし、問題はその先である。特に、最近の円高傾向が定着すると、輸出企業のセンチメントの急速な悪化の蓋然性が高まる。さらには、日本の財政の持続性に対する不安心理が抜けていない。さらに、政治情勢の行方にも不確実性が高いということは否定できない。そのため、長期的な設備投資や住宅投資を現在決断するには大きな不安が残る。つまり、先行きに大きな不安、そしてその不安が、時間が経つにつれて実態化しつつあるというのが現状である。従って、本来、輸入型の企業、内需関連企業にとっては、円高はプラス要因となり、輸出企業のマイナス要因を打ち消す効果が期待されるのであるが、逆に不安心理から内需が収縮する可能性を否定できない。足許、ハードデータや公表サーベイ・データでは、上述した不安心理が内

需関連に大きく影響を及ぼしていることを明確に示すものはまだない。しかし、前回会合に説明した下振れの兆しは、その後も大きくなっているように思われる。前回会合では、高額消費の伸び悩み、そして足許物価上昇モメンタムが若干小さくなっていることを述べた。その下振れの兆しは、前回会合後の消費に関するヒアリング、また消費者物価指数の動きにも依然としてみられる。

今回は、さらに二点、追加的に気になる兆しを説明しておきたいと思う。第一に、不動産市場の動向である。このところ、中古市場や新築市場においても特に首都圏を中心にセンチメントの大幅な回復があり、先行きに期待が持たれた。しかしながら、8月末の段階で販売現場のセンチメントを示すデフュージョン・インデックスをみると、回復モメンタムに陰りがみられる。悪化方向に変化したというよりは、好転のモメンタムが弱くなったという程度であるが、過去にこの指標はかなりの先行性があったということを考えると、注意してみていきたいところである。第二に、自動車需要について、駆け込み需要の想定に比べた大幅な大きさである。8月新車登録台数は前年同月比 50%近い増加と記録的な増加となった。駆け込み需要がこれだけ多いということは、消費者が価格に極めてセンシティブに再びなっていることを示しているのかもしれない。とすると、駆け込み需要後の落ち込みが、従来考えていたよりも大きくかつ持続したものになる可能性があるため今後の推移をみていく必要があると考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

主要国の第2四半期のGDPが公表されているが、世界のGDPの4～6月期の実質成長率は1～3月期対比でプラス幅を縮小させており、先行きの米国をはじめとする世界経済の減速に対する警戒感が強まっている。

この減速は、リーマン・ショックによる金融危機後に急激に落ち込んだ世界経済が、各国の財政支援策もありV字型の回復から水平飛行に移行する過程でのスピード調整であり、世界経済が緩やかな回復基調を辿っている状況に変わりはないと思う。しかしながら、水平飛行への移行時期や巡航速度の水準については、先進国と新興国の間では大きな差異が発生している。その要因は、リーマン・ショック前までに蓄積されていた過剰消費や過剰債務等の様々な歪みの大きさの違いによるものであり、多くの先進国では多岐に亘るバランスシート調整問題を抱えており、先進諸国の経済回復ペースは緩やかなものとならざるを得ないと思う。市場予想を下回る様々な経済指標の発表を受けて、米国をはじめとする世界の景気減速懸念を背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まり、消去法から安全通貨として円買いが進み、為替、株式、債券市場では不安定な展開が続いている。

海外経済についてだが、米国では第2四半期実質GDP成長率の第二回推計値が公表され、米国経済は、2期連続で成長率が縮小し、景気回復ペースが減速していることが明らかとなった。これは主として、リーマン・ショック以降の在庫復元の動きが一服したことと輸入の増加によるものだが、そうした中で設備投資及び個人消費の相対的な底堅さが注目される。7月の米国太平洋岸の主要港であるロサンゼルス、ロングビーチでの輸入コンテナの取扱高は前年比+25.9%増となっており、4か月連続で二桁台の伸びとなり、8月に入ってもアジアから北米向けのコンテナ貨物の荷動きは引き続き増加傾向にあるほか、米国内の鉄道による一般貨物輸送量も増加基調を維持している。高額資産である住宅や自動車の購入を抑制し、家計のバランスシート調整を行いながら、生活必需品を中心とした一般消費については資金を振り向ける堅実な家計が増大している兆しなのか、今後の推移を見守りたいと思う。多岐に亘るバランスシート調整を進めている中であって、雇用環境や住宅市場の改善は極めて緩やかなものにとどまっているが、FOMCが予想しているように、緩和的な金融環境のもとで輸出や消費に支えられ、2011年に向けて成長が上向くと考えられる。しかしながら、雇用環境の回復の遅れや、住宅価格の更なる下押し、輸出

環境の悪化等による景気のダウンサイド・リスクには注意が必要である。

ECBは、先週末に外需が欧州景気を支えているとして、ユーロ圏経済の予測を上方修正した。足許では、ユーロ圏にも支えられ、ドイツなどの経済規模の大きな国を中心に、想定以上の成長となっているが、域内での格差は拡大しつつあり、全体では緩やかに持ち直していると想定される。もっとも、この間、アイルランドの国債の格下げは、欧州周辺諸国のソブリン問題や欧州金融機関の資金繰り懸念が継続案件であることを改めて喚起させ、ユーロは下落している。先行き、欧州ソブリン問題の再燃、財政再建着手に伴う景気回復モメンタムの後退、中長期的にみた欧州金融システムの脆弱性のリスクがあり、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、注意深くみていかなければならない。

中国経済については、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等の効果が顕現化し、減速感が出てきている。これは、これまでの急激な回復ペースに対する政策的なスピード調整であり、引き続き高めの成長を続けることに変わりはない。一部ではこうした措置が、経済成長を過度に下振れさせることを懸念する向きもあるが、8月の製造業PMIは若干改善しており、政府が高めの経済成長を堅持する姿勢に変化は窺われない。こうしたことから、中国経済は、難しい経済運営を求められているが、これまでの増勢を減速させつつも高めの経済成長を続ける可能性が高いと思う。

続いて、国内経済についてだが、8月16日に発表された第2四半期実質GDP成長率は前期比大幅減速となっている。先週公表された4~6月期の法人企業統計の内容からも、ある程度幅を持ってみる必要があり、我が国の経済は新興国・資源国向けを中心とした輸出増加に支えられて緩やかに回復しつつあり、先行きについても、外需の増大に伴う民間需要が自律的な回復トレンドに復し、我が国経済は全体として緩やかな回復基調を維持する、との判断を変更する必要はないようである。ただし、米国を中心とした海外経済のダウンサイド・リスクの高まりや、円高を背景に、エコカー補助金の駆け込み需要急増の反動など、財政措置の効果が減衰した

後、回復のペースが想定以上に減速する可能性には留意が必要である。

設備投資については、先週発表された4～6月期の法人企業統計では久しぶりに前期比増加に転じたが、企業収益が改善する中、徐々に持ち直しに転じつつある。しかしながら、我が国企業は、アジアを中心とする新興国市場の旺盛な需要に対しては海外生産の拡大により対応する傾向が高まりつつあり、先行きへの不透明感が強く、過剰設備を抱えている国内での設備投資には、慎重なスタンスを維持しているようである。足許の為替円高がそうした傾向を加速させる動きには、国内経済への影響等を含め、注意してみていかなければならない。

個人消費は、ボーナスや所定外給与の増加など、このところの雇用者所得の伸びや猛暑効果もあって、持ち直し基調を続けている。しかしながら、エコカー補助金の駆け込み需要や猛暑効果の反動などもあって、今後の持ち直しペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いと思われる。

雇用環境は、失業率が高い水準で推移している中、一部には改善の動きもみられるが、企業はリーマン・ショック後のトラウマもあり、新規採用には極めて慎重であり、回復ペースは非常に緩やかと思われる。

最後に、物価動向については、7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弱い動きとなり、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）は、前月並みのマイナス圏内での横這いの動きとなっている。こうした中、経済全体が緩やかな回復を辿るとの見通しのもと、消費者物価の前年比は、需給バランスが緩やかに改善することなどから、マイナス幅を縮小していくと思われる。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

景気の基調判断だが、執行部とほぼ同様の見方をしている。リスク認識

については、下振れリスクに、より注意する必要があると考えている。海外情勢をみると、注目される米国経済については、一部に市場予想を上回る指標も出ているが、景気刺激策の効果が減衰する中、足許減速傾向がみられ、回復の足取りは予想より弱々しいとみられる。一方、ユーロ圏を追い風とした欧州経済は緩やかに回復しており、新興国を代表する中国経済は幾分減速しつつも依然高めの成長を続けている。こうした中での我が国の景気だが、政策効果の剥落等から回復のペースが一時的に緩やかになるものの、堅調な輸出等に支えられ、緩やかに回復していくものと考えている。

それでは、まず簡単に海外情勢に触れたいと思う。米国だが、4～6月のGDPが下方改訂され、足許減速懸念が強まった。注目の雇用統計は市場予想を若干上回り、ISM製造業景況指数等の明るい指標等もあるが、総じてここ最近の諸指標は回復ペースの鈍化を示している。個人消費では、小売売上高や自動車販売において回復感が窺われない。同じ家計部門ということでは、住宅販売の水準が住宅減税の駆け込みの反動などから大幅に切り下がった。また、設備投資に関しては、7月の非国防資本財受注が、前期に部分的な特殊要因はあるものの、高い伸びからマイナスに転じた。このように、米国に関しては、景気刺激策の効果が減衰し、雇用環境の改善の足取りも依然鈍いもとで、バランスシート調整の課題は重く、過剰債務を抱える経済主体は、債務返済を優先し消費や投資を抑制し続けているという実態が今回一層明確になったということであると思う。この間、株式市場は予想を下回る経済指標に過敏に反応した。このところ値を戻してはいるが、一頃に比べれば水準は切り下がっているのも、目先はそれによる逆資産効果が懸念される。また景気刺激策も下半期から剥落する部分が多く、さらなる下振れリスクへの注視を怠らないようにしたいと思う。従来より小粒とはいえ、新たに刺激策を打出す動きもあるし、基本的には、先行きは輸出等を中心に緩やかに回復するとみて良いと思っているが、そうしたリスクには注意したいということである。

欧州経済は、ドイツ等での輸出の伸びを主因に、ばらつきを伴いながら

も緩やかに回復している。8月のPMIは、製造業、サービス業とも若干低下したとはいえ、優に50を上回っている状況であり、今後も回復が続くものとみている。しかし、米国と同様のバランスシート問題を抱えているうえ、金融資本市場も警戒を怠れない状況が続いている。

新興国のうち中国は、巡航速度による成長過程へのシフトに向け、安定した展開をみせているとの印象である。過熱抑制策後も、当局の狙いどおりの動きとなっているとみられる。すなわち、不動産価格指数は頭打ちとなっているし、7月のマクロ指標をみても、輸出、小売売上総額、固定資産投資、工業生産等、いずれも高い伸びではあるが、プラス幅は若干縮小している。中国以外の東アジア地域でも内需が強さを保っているため、東アジアの新興国全体として、まさに安定成長経路を辿っていくと思う。

こうした中、我が国の経済をみると、輸出、生産の増加基調に支えられ回復過程にあるが、今後エコカー補助の終了やここにかけての円高傾向等の影響から、下期にかけて一時的に回復ペースは鈍化するものと思われる。その後は、海外経済の改善が続くもとの生産・所得・支出のサイクルも徐々に働き、緩やかに回復していくものとみている。

まず、実質輸出だが、前期比+9.5%もの高い伸びとなった4~6月の後にもかかわらず、7月は+2.5%のプラスを確保した。内訳をみると、中国向けは高めの伸びを示したし、また、米国向けやEU向けも意外に健闘している。増加テンポは鈍化するにしても、輸出の底堅さは持続し、我が国経済を支えていくとみられる。

次に、設備投資だが、4~6月の機械受注は前期比横這いとなっている。電力統計をみても、生産能力を示す大口契約電力は、東電でみると2009年3月以来17か月連続で前年割れとなるなど、企業の投資マインドは依然慎重であることが窺われる。私は、企業が潤沢な手許資金を温存する中で、潜在的な国内投資案件は相応に積み上がっていると思っている。例えば、リーマン・ショック以降先送りされてきた更新投資や将来をにらんだ環境対策投資などである。問題は、国内投資に踏み切らせるように企業の背中を押す力が働いてこないことで、急激な円高の進行や株価の不安定化

等は一步前に踏み出そうとする気持ちを押しとどめる要素となり得る。先週打出された本行並びに政府の対応が契機となって企業の慎重な姿勢に変化がみえてくるかどうか、期待を込めて注視していきたいと思っている。

雇用・所得環境に関しては、7月は、失業率、有効求人倍率ともに改善し、雇用者所得も前年比プラスで推移するなど、限界的には持ち直しの動きがみられるが、水準としては引き続き厳しいと言わざるを得ない。こうした中で個人消費をみると、猛暑効果などもあって一応持ち直し基調にあると考えられる。しかし、その先もしっかりとした足取りで自律回復していくかどうか、なお不透明感が残る。

こうした中、生産は基本的には増加基調を辿ると見込まれるが、7月は減速を乗り越えて減産となった業種が16業種中10業種に上るなど、既に相当ばらつきが出ている点に留意し、今後注意深くウォッチしていきたいと思う。例えば、鉄鋼でみると、4月以降4か月連続の減少をみており、7月は-5.1%もの減少幅である。これは7月の大口電力需要において、鉄鋼の前年比プラス幅が+38.9%から+25.2%へと大幅に縮小したこととも合致しており、中国における需給引緩みや国内建設投資の不振等によるものと考えられ、ここ暫くの間続くことが懸念される。

なお、消費者物価指数についてだが、横這い圏内での動きとなっているが、やや長い目でみれば、需給ギャップの改善等によって前年割れ幅が徐々に縮小するとの見通しに変わりはない。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

まず国際金融市場だが、米国景気の不透明感やアイルランドの債務不安などを背景としたリスク回避的な動きと、それを牽制する政策当局の動きに反応する動きがせめぎ合い、不安定な動きとなっている。こうした動きが実体経済に与える下押し圧力は気になるが、今のところ、世界の実体経

済は、先進国も新興国も、全体として減速しつつあるものの回復を続けており、地域によってはより下振れリスクを意識する必要があるが、全体のメインシナリオとしては、今後とも減速しつつあるものの回復を続けるという基調が維持される可能性が高いとみている。

各国・地域別に述べると、米国経済はこれまでの在庫復元のペースが落ちたことなどから、4～6月期の実質GDPが前期比年率で+1.6%と減速している。また、7月入り後の景気指標も、新規失業保険申請件数の増加傾向や新築・中古の住宅販売件数の大幅減少など、今回の景気悪化の主要因である雇用や住宅セクターの改善が然程進んでいないことを示している。雇用や住宅の改善の遅れは、米国経済の最大の牽引役である個人消費の足枷となるため、今後の二番底を懸念する声も聞かれたりもしたが、民間部門雇用者数の緩やかな増加傾向や、住宅着工、住宅価格の緩やかな改善基調には変化はない。従って、今後の下振れリスクをより意識する必要があるものの、米国経済の緩やかな回復基調が崩れたとはみしていない。

ユーロエリア経済は、引き続き輸出と生産が増加し、また内需も持ち直していることから、全体として緩やかに回復している。特にドイツの実質GDPは前期比年率+9%と、統一後の20年間で最大の伸びを記録し、財務大臣が「この上振れはまだ奇跡とは言えないが、XLか、XXLサイズの上振れだ」と、洋服のサイズになぞらえた軽口を叩くほど好調である。もっとも、周辺国の財政悪化問題は重くのしかかっている。足許ではアイルランドについて、銀行支援のための財政負担が不安視されて国債スプレッドが上昇し、格付けが引き下げられた。また、それ以外の各国でも、景気下支えと財政再建の双方に目配りしながらの難しい経済運営が続いている。従って、ドイツと周辺国との成長格差が目立ってきているものの、全体としてみれば今後も景気の緩やかな回復は続くと思う。ただ、経済成長率格差が域内に大きく存在する中での金融政策の運営は、相当難しいものになると考えられることもあり、引き続き下振れリスクは大きいと考えている。

中国経済は、輸出や固定資産投資を中心に幾分減速してきたが、足許で

も高めの成長とみている。こうした景気の減速を受けて、当局は、今後不動産市場の過熱抑制策に一定の成果が得られたことが明確になった場合、あるいは米国経済の不透明感の高まりが輸出に与える影響が懸念される場合などには、加速している物価動向に注意を払いながらも、景気の再浮揚を図ることもあるのではないかと考えられる。また、農村部の所得水準向上を主因に、これまで続いてきた都市部と農村部における所得格差の拡大にも歯止めが掛かりつつあり、全体として所得水準が向上してきていることから、個人消費も堅調さを持続するものとみられる。従って、今後とも持続可能な範囲での高めの成長を維持するものと思う。

N I E s、A S E A N経済は、世界経済の減速を受けて輸出や生産の増勢が幾分鈍化しているが、個人消費や設備投資の増加基調が続いており、着実に回復している。今後は、景気の牽引役が内需に移行しつつ、景気は拡大基調を辿るものと思う。

日本経済は、輸出や生産の増勢は鈍化しているものの、引き続き緩やかに回復しつつある。4～6月期の実質GDPは、今週末に公表される2次速報でも減速を示すものと思うが、7～8月の指標をみると、海外経済の回復持続や国内の猛暑効果、夏季ボーナスの下げ止まりの効果などから、実質輸出や生産、小売業販売、家計消費支出などが前月比プラスとなったほか、エコカー補助金の終了前の駆け込みから新車登録台数が前年比+40%を上回る大幅増加となっている。また、雇用関連指標も改善している。このように、足許では景気の基調変化を窺わせるものはない。ただ、今後は、海外の在庫復元ペースやIT関連需要の増勢の鈍化などを受け、輸出の増勢は鈍化するものと思われる。また、エコカー補助金が今月末に終了し、駆け込み需要の反動が大きく出てくるとみられることなどから、個人消費全体としても弱めの動きとなる可能性が高いと思う。従って、10～12月期にはこれまでの改善の動きが一時的に弱まるものとみている。とはいえ、その後は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いて設備投資の持ち直しがより明確になってくるほか、雇用者所得の増加や子ども手当の効果などから、個人消費は再び持ち直すものと考えら

れる。

物価情勢については、国際商品市況は再び下落している。しかし、総じてみれば、新興国の力強い成長が持続するとの見通しもあって、上昇傾向は続くものと思う。こうした中、企業物価指数は国際商品市況の動きを反映し、足許ではやや弱含んでいるが、先行きは次第に強めの動きとなっていくとみている。ただし、円高の下押し圧力については留意が必要である。C P I（除く生鮮食品）は、7月は、ガソリン価格の上昇率低下を主因に前年比マイナス幅が-1.0%から-1.1%へと拡大した。しかし、8月には電気代やガス代が上昇するとみられることなどから、このまま再びマイナス幅が拡大していくとは考えていない。また、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、今局面で最も大きなマイナスをつけた5月の-234に対して6月は-208、7月は-196と初めて2か月連続で縮小しており、価格下落の広がりにも歯止めが掛かっているように見受けられる。先行きも、景気が緩やかな回復へと向かうとみられるもと、需給ギャップの縮小が見込まれるうえ、7月の消費動向調査における今後の物価下落を見込む人の割合が幾分低下するなど、デフレマインドの広がりも確認されないことから、C P Iの前年比マイナス幅の縮小傾向は続くものと考えられる。ただし、牛丼やハンバーガーなど販売競争の激化による値下げに加え、円高を理由としたガソリンの値下げや大手スーパーのセールなどの報道も増えている。こうしたことから、C P Iのマイナス幅縮小が順調には進まないリスクも幾分高まっているものと思う。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

ラストバッターなのでポイントだけ簡単に述べたいと思う。

まず、米国経済だが、米国経済はこれまでのところ緩やかな回復を続けている。先行きも回復の道筋は途切れまいだろうとみられる。ただし、先

行きを巡る不確実性は高まっていると思う。バランスシート調整圧力が経済の重石となっているため、経済主体の支出活動には常に下振れリスクがつきまとうとみられる。

次に、欧州経済だが、この1か月で判明した経済指標は明るいものが多かったとみている。既往のユーロ安がドイツなどの輸出や生産を押し上げて、所得や支出を下支えしているようにみられる。ECBは2010年の経済見通しを上方修正している。もっとも、先月表面化したアイルランド問題は、改めてバランスシート調整問題の根深さを浮き彫りにしたように思う。ECBの強気の経済見通しや政策スタンスとこうした調整圧力の継続とを、どのように整合的に理解したら良いのか、やや悩ましいところである。

中国経済についてみると、持続的な成長パスに向けて軌道修正が図られつつあるように窺われる。ただ、個人消費の堅調振りに現れているように、経済の足腰は依然としてしっかりしているとみられる。

実体経済は以上にして、国際金融資本市場について簡単に申し上げると、米国経済を中心とした不確実性の高まりを背景として、株式市場、債券市場、為替市場、いずれにおいても不安定な動きが継続している。

次に、国内景気であるが、「緩やかに回復しつつある」という現状判断を継続するということが良いと思う。ただ、その中身については変化がある。これまでの回復を牽引してきた輸出・生産の増勢鈍化がはっきりしている。その一方で、個人消費については、猛暑効果や耐久消費財の駆け込み需要が明確に確認されている状況だと思う。このような変化を踏まえると、これまで対外公表文の総括判断には「海外経済の改善を起点として」という記述を付けてきた訳だが、「海外経済の改善を起点として」という記述は落とす方が自然であるように思っている。

先行きだが、景気回復の動きが、年度下期に一時的とはいえ、弱まる可能性が高まっていると思う。個人消費に一時反動が出るが見込まれるほか、輸出は海外経済の減速から、当面緩やかな伸びにとどまる可能性が高いとみられる。そうしたもとで、生産は一旦は減少に転じる公算が大きい

い。もっとも、個人消費は一時的な需要増とその反動減を均してみれば、雇用・所得環境の動きに応じて持ち直していくと考えられる。また、海外経済の減速にしても、このところ不確実性が高まってはいるが、基本的には潜在成長率並みの巡航速度に復していくプロセスと捉えられる。従って、より長い射程距離でみると、我が国経済が回復傾向を辿るという基本シナリオは維持されるとみている。ただ、一時的にせよ景気回復のモメンタムが弱まることが見込まれ、下振れリスクが強まってきている状況にあっては、先行きへの警戒心は強めざるを得ない。米国経済を中心とする不確実性の高まりや、これを受けた円高方向での為替相場の動き、あるいは株式市場の軟調さが、この先我が国経済にどのように影響してくるのか、企業マインド面も含めて引き続き注意深くみていく必要があると思う。

最後に、物価だが、最近の消費者物価の動きは概ね想定どおりと評価している。先行きも、景気の回復に伴い下落幅が縮小していくだろうと思っている。ただし、円高が輸入物価の変動を通じて、消費者物価に対して下押し要因として作用する可能性は小さくない。この点は注意してみていく必要がある。私からは以上である。

白川議長

ほぼ一週間前に、臨時とはいえ金融政策決定会合をしたので、元々一週間前と今回で大きく判断が変わる訳ではないが、改めて皆さんのお話を聞きながら私なりに総括すると、景気は緩やかに回復しつつあるということと、それから下振れリスクの方により注意して景気をみていく必要があるという点において共通していたと思う。もうこれで終わっても良いのだが、なかなか普段感じることを十分に言えないこともあるので、皆さんがおっしゃったことをなぞる面も多いのだが、幾つかの点を申し上げたいと思う。

輸出・生産だが、減速というか鈍化をしている。統計の歪みもあって実勢は読みにくい訳だが、やはり一頃に比べて鈍化をしてきているということである。ただ、この鈍化自体は我々自身が予ねて予測していたことであって、サプライズがあるという訳ではないが、鈍化してきているという

ことである。

それから設備投資については、収益の改善を背景に持ち直しに転じてきているということだと思う。今回、法人企業統計で9四半期振りに増加に転じたという訳である。勿論、中小企業のサンプルの振れという可能性はあるが、しかし法人季報それ自体は設備投資の持ち直し傾向を裏付けるものだと思う。ただ、改めて機械受注をはじめとして色々な設備投資関連指標をみると、設備投資の回復テンポはやはり緩やかだなという感じは深くしている。

個人消費については、持ち直し基調を続けている。特に最近では、猛暑の影響や耐久消費財の駆け込み需要が目立っているということである。問題はそうした要因を除いた基調的な消費であるが、これは何と云っても雇用・所得環境がポイントである。この面では引き続き厳しい状況にあるが、その程度は幾分和らいでいるという評価であったと思う。

我々自身が意識している先行きのリスクをどう考えるかということについて、幾つか話を申し上げたい。先行きの経済を考えると、ハードデータでみている限り、これまでの標準シナリオを大きく変えるという材料は今出ている訳ではないが、しかし色々出てきている新たな動きをみると、先行きの下振れリスクを意識した方が良いということである。その時に日本銀行自身がバランス良く点検していくことが非常に大事だと思う。これは最近の米国経済指標、あるいはエコノミストの見方が、本当にこの春の楽観からこの夏にかけて超悲観、それで足許また改善している。それをみるにつけ、中央銀行までが右往左往してはいけないということである。基本的なシナリオがどうなっていくのか、そしてそれについて、標準シナリオとリスク・シナリオを冷静に点検していくことが必要だと思う。ポイントは、海外経済と円高ということになると思う。私なりの感想を幾つか申し上げたい。米国経済については、夏場にかけて弱い材料が相次いで、極端な悲観論が広がったが、さすがにそういう極端な悲観論はやや後退してきているということだと思う。我々の判断としては、減速すれども後退せずということだと私は思う。ただ、不確実性が高いということには勿論

変わりはない。バランスシートの調整というか、アメリカ人はどちらかと言うとバランスシートの修復、リペアーという言葉をよく使っているようだが、そのバランスシートのリペアーには時間がかかるということだと思う。ただ、この点については、我々自身にとっては別にサプライズではなくて、それはそうでしょうということで我々自身はずっとみてきたと思う。

欧州については、多少パズリングなところがあるが、予想以上に健闘しているということだと思う。抱えている本質的な問題自体は厳しいと思うが、ユーロ安とやはり新興国経済が強いということもあってか、予想以上に健闘していると思う。それから金融面でみても、確かにギリシャ、アイルランドの国債金利は再び上昇している訳だが、他方でいつも問題が起きてくる震源であるファンディング・マーケットなどの資金市場という面からみると、これは随分改善してきたということも、また一方の事実だと思う。これもバランス良くみていく必要があるなという感じがする。

それから中国だが、政策効果から今減速をしているということだと思う。ただ、この減速それ自体は、行き過ぎない限りは、景気の持続性からはむしろ望ましい動きだと評価できると思う。

それから円高だが、為替市場で現在起きていることをどういうふうにも理解するかが重要である。現在起きていることは、米国経済を中心に世界経済についての先行き不確実性が高まり、そのことを背景としてグローバル投資家のリスク・テイク意欲が後退しているということだと思う。その結果、安全通貨、安全資産への需要シフトがみられるということである。従って、8月の金融政策決定会合以降でみても、一番上がっている通貨はスイスフラン、円、それからドルもむしろ上昇グループに入っている訳であって、結局、相対的に安全な資産が買われている。その背景は世界経済の不確実性の高まりだと思う。いずれにせよ、円高が生じて、それが短期的には収益の下振れあるいは企業マインドに対して下振れ要因になっていくことについては注意してみていく必要があると思う。ただ同時に——ここもバランス良くみていく必要があるということだが——、今どちらかと言えばその円高のマイナス面ばかりが報道されているが、しかし一方で企業

はヘッジも勿論している訳であるし、それから円高メリットを活かす様々な努力もしている訳である。数年前は記録的な円安のもと、日本の企業が買収される危機感を日本の企業経営者が随分持った訳だが、現在は海外の企業を買収できるという絶好の局面でもある。また、そうした動きが出てくれば、それは行き過ぎた円高を抑制する要因にもなってくる訳である。それから、もう少し中長期的にみると、過去大きく円高が進んだ時に何が起きたかと言うと、短期的には企業マインドが冷える、しかしその後は、多くの場合は景気はむしろ大きく改善しているということである。今回そうなるということでは必ずしもないが、これは1971年のニクソン・ショック、1985年のプラザ合意、あるいは1995年の円高もそうだが、円高局面の後ほどどちらかと言うと景気が良い時が来ている。なぜそうかと言うと、一つは交易条件がやはり改善するという事だと思ふ。あるいは、内需企業にとってそれがプラスに働くということだと思ふが、そういう意味で、短期のマイナスと中長期のプラスをいつもバランス良くみていく必要があると思ふ。このことは日本銀行自身の情報発信上の留意点にも繋がってくる訳だが、我々自身、現在のこの円高について、その影響を十分注意深くみているという情報発信の一方で、悲観論だけが広がっていくことはやはり避けたいといけぬ。そのバランスをとった情報発信とバランスをとった景気・物価判断が必要だと思ふ。これは後程の政策の議論とも関連するが、バランスのとれた判断なり情報発信が必要だということを改めて強調したいと思ふ。以上である。

野田委員

最後の円高、為替の問題については、このところ円高がどんどん進んできて、現在に至るまでみると、マスコミあるいは閣僚の方々の論点になっているが、今、白川議長が整理されたような長期的な面からみたメリットやアドバンテージについて、やはりこのところ少し冷静に……。

白川議長

そうであるな。少しずつ戻ってきている。

野田委員

発言するというか、冷静な目でみて発言するというのが増えてきていて、これ自体は、非常に結構なことだと思う。確かに、我々の方からそういう発信も必要だが、どうも引かれ者の小唄ではないが、我々がそう言うと、何となく円高に対して腰が引けているというような受止め方をされるのは、予てからも——私がここで経験しない予てからも——あったようであるし、そののところについては確かにそのとおりののだが、言い方のタイミングを誤ると、逆に我々にとってネガティブなように受取られかねないということ、この1か月、2か月感じている。

白川議長

本当に難しいところで、マインドの悪化、行き過ぎた悲観論、それ自体によって景気が悪くなっていっていると、その結果、またさらにマインドが悪化するということになってきて、悪循環になっている。そういう意味で日本銀行自身の情報発信としては、今——これは前回もそうであったが——、下振れリスクを中心にみていくと言っていく必要があると思う。ただ、直前に議論した点もこれも全く触れないということではなくて、文脈をみながら言っていくことがやはり必要だと思う。

亀崎委員

こういう円高局面で大型買収を行うということが米国で起きたり、欧州で起きたりしている。これは、企業経営者は今はもうこの為替を所与のものとして考え始めて対応しているということなのだろうが、急に90円台が85円台になった時の一時的なマインドの悪化で、どういように対応していくかという問題は、やはりある。長期的にみたら、企業としては、やはりそれを前提として対応を考えていかざるを得ないということでは

あるが。

中村委員

足許、恐らく輸出企業とか大きな企業では、為替対策は既にある程度は終わっていると思う。それでも、目先為替によって利益が、何もしないのに1円の円高で30億円とか300億円が失われる。これだけの利益を出すには、物凄い苦勞をしなければならないのに、為替だけで飛んでしまう。これはやはりたまらないということで、企業経営者は、物凄く大変だ、大変だということを言うと思う。では、企業は何もやっていないかと言ったら、今のレベルでも様々な対策をやっている。だけど、それにしてもやはりあまりにもダメージが大きいということである。それから、世の中では円高不況とか、円高だから不況だとか、枕詞みたいになって、過度に悲観的な雰囲気が出ているような気がする。足許、実態の消費もそんなに良くないのだが、マスコミ等も良くない局面だけを取り上げる傾向があり、少しバランスを欠いているのではないかという感じはする。

須田委員

為替レートは大きく変動する、オーバーシュートするということがやはり困ることであって、ファンダメンタルズに見合った形で安定的に推移すれば、それは問題ないと思う。では、安定的に推移すると名目でどうかと言えば、私は円高だと思っている。だから、そもそも水準で議論されるところを少し止めないといけない。実質実効為替レートでみたら、長い目でみて実質実効為替レートは結構安定的である。名目で円高になってもそれ自体は全く問題ない。企業にとってみれば、為替レートが動く、あるいはこれから大きく円高になるかもしれないという懸念はよく分かる。だけど、先程、白川議長がおっしゃったように、円高の時期は結構景気が悪くなると言われ、円高不況と凄く騒がれて、そのために対策として金融政策も政府の政策もかなり採ったということがあって、やり過ぎて過熱に繋がったこともある。結果的に円高不況と言われて、本当に円高不況になっていな

いというのは、そのこのところのマインドを改善するためはかなり政策を動かしてしまっているというところもあると思っている。そして先程、私はアンケートに興味深いと思って言及したのだが、経済産業省だと輸出企業にしかアンケートを取らないから、大変だ、大変だと言うことになるのだが、帝国データバンクのように、企業全体でやったら円高の影響で悪化するというのが4割弱しかなくて、同じ程度が影響ないと言っているというのが現実だ。それから、円高の時はそうやって大変だという一方で、円安の時には反対に凄く収益が上がることになる。円安故に収益が増えていることが過度の強気に繋がって、収益を活用していくために過度の設備投資等に繋がってしまったということも現実には起こっている。やはり先程言ったようにファンダメンタルズに合った形で安定している——円高もいけないけど、円安もいけないという方向——というのが、中立的な言い方ではないかなと思う。

亀崎委員

かつて円安が115円を超えていこうとした時、経営者団体の多くの方は、これ以上の円安は困ると。えっと思ったのだが、どういうことかと言うと、それは、企業が努力しなくなる、為替だけで儲かってしまうと。おっしゃったように、こういう捉え方は報道されないのである。要するに、困るという声だけが非常に多く報道されている。先程のように輸出企業だけを取ってみれば、ああいった回答は当然である。やはり基本的なバランスを取ってみなければいけない。ただ留意すべきは、急激に少し動いた局面への対応というのをどう考えるかという問題なのではないかと思う。

白川議長

私自身、円高のメリットの方を強調したいという訳ではなくて、バランス良く言っていくということである。メインは円高に伴って企業マインドが悪化し、それが景気の下振れリスクに繋がるのではないかということについて、我々自身は十分認識していると言ったうえで、しかし、そのうえ

でという話であって、後者の方を別に強調したいという訳ではない。先程、森本委員がおっしゃっていたとおり、企業はキャッシュ・フローが非常に潤沢にあり、更新投資も環境関連投資も色々な案件が積み上がってきているように思うが、しかしこれだけ円高で、かつ円高で大変だという議論がある中で、やはり企業経営者は背中を押されにくいというのは、やはりそうだろうというように思う。

宮尾委員

先程、須田委員から、ファンダメンタルズに沿った動きであったら、そんなに大騒ぎする必要はないのではないかという趣旨のご発言があった。私もそうだと思うのだが、でもそれは結局持続的な為替レートの動きということであるので、我々の政策判断上、今後の経済見通し、景気、物価に持続的に影響を及ぼすという意味で、非常に慎重に点検していかなければいけない現象ではないかと思う。急激なオーバーシュートというのは、ある種また元に戻るもので、その対応というのは、ある意味楽である。逆に、今回私が強調しているように、米国の長期の低成長というのが背後にあると、円高が持続する可能性があり、やや懸念される。つまり、それは我が国の経済見通し、物価見通しに持続的に影響を及ぼすということが、そこから類推されるということである。そういう意味では、ファンダメンタルズに沿った動きであるからこそ、さらに先行き見通しの点検がより重要になってくるのではないかというように感じている。

須田委員

見通しを考えるうえでは、凄く長いのであればそうだが、2～3年という程度をみている時には、平均がどの位かということを考えればそれで良いと思うのだが。実効レートではどのようになるか分からないというようなこともおっしゃったが、アメリカの経済がおかしくなったら円高になると、ストレートに結び付けられるのはどうか。今みたいに、経済状況が悪くてリスクを取れないということになったら、今のアメリカだったら資金

が戻ってくるので、却ってドルが高くなってしまいうという見方もあり得る訳である。要するに、経済状況が良くなればドル安になって、悪くなったらドル高になるという、一つの考え方として、そういう議論がなされている訳である。米国経済がおかしくなったらドル安というのは、元々の考え方としてはよく分かる。ファンダメンタルズが強ければその国の通貨が強くなるものだと思うが、そういうリスク回避を巡って、少し異なる説明がされる中で、ストレートに結び付けられるのは、やはり実体経済が良ければその国の通貨が強くなるのだというようなことで説明されているということになるか。

宮尾委員

金利動向次第である。やはり、アメリカの経済…。

須田委員

それは、金利にも反映されるから。

宮尾委員

やはり低成長が続くとなると、金利動向に下押し圧力がかかる訳であり、その観点からドル安が持続するのではないかというのが、私がメインシナリオを描くうえでのロジックである。

西村副総裁

私は、実質実効だけみていくのは少し危険だと思っている。やはり各国のインフレ率の計り方も随分違うので、それだけでみてしまうのは、やはり私は問題だと思う。もう一つ、購買力平価の立場はやはりみる必要があって、私の現在の見方からすれば、長い目で見た時に、円とドル、円とユーロに関しては動きが激しいが、基本的にはパーの状態を行ったり来たりして、長期的にみれば大体パーの状態だということだ。アジアの新興国も、ある一部の国との関係でやはり大きな問題が生じていて、そこで調整

がされていないがために、我々のところに非常に大きな調整の圧力がかかってくるということは、やはり考えておかなければいけないことだと思っている。

須田委員

私もそう思う。本当は、調整しなければいけない。そして、彼らにとってもエマージングと先進国との通貨調整が望ましいのに、円とドルとユーロ…。

西村副総裁

須田委員がおっしゃっていたように、本来ならば一部の国と他の国との関係であるのに、なぜか先進国の間の話に転化してしまっているというのは根本的な問題だが、これは解決策が…。

山口副総裁

企業は韓国ウォンなどとの関係に、非常に関心を持っている。円／ドルという文脈で円高と言いながら、実は、円とウォンの関係を非常に意識しているという、多少ねじれた感じの評価になっている。

野田委員

もう少し言えば、ウォンに限らず人民元もそうだし、あと東南アジアの現地通貨に対する円高が、やはり企業にとって一番堪えている。実際の輸出競争、物の競争をしているのは、そこであるから。それは、色々な方から聞いてもひしひしと伝わってくる。

須田委員

その点では、私は、例えば輸出については、価格はその国の通貨で決めているから、数量はそのままであって、影響が及ぶのは、量よりも企業収益だと思っていた。しかし、韓国とかとの競争が凄く厳しいところだと、

マージンがないから、結局は価格転嫁しなければならないので、数量まで影響を受ける。だから、今韓国との競争に負けている話がよく聞かれるが、そういう必死な状況になって、マージンが下がっているところに、量もかなり調整するかもしれないということになると、円高がどういう影響を与えるかの分析は、その部分もあるので、本当に難しいなと最近感じている。それから、円高の背景に日本の経常黒字がある。かつて、日本の黒字が凄く批判された時、GDP比でこんなに高い黒字ではなかった。ホームバイアスがあれば、黒字で対外資産が増えていったら円高になるという調整が働く。過大な円高にならないための一つの方法は、黒字が減ることである。ただ、黒字が減ると財政の問題が厳しくなり、円安に大きく振れ得るという痛し痒しの問題を抱えており、そういう他とのバランスも考えていかなければならない問題が含まれているとは思う。

白川議長

為替レートをみていく時に、どうしても円／ドルレートを中心にみる訳であるが、先程来議論があったとおり、色々な要素を考えていく必要がある。二つある訳である。一つは、実質ベースでみて、つまり、企業の実質的な競争力でみてどうなのかということである。この点、日本銀行が発表している実質実効為替レートが、本当に実質ベースの動きを表しているのかについては、勿論統計であるから、あれ自体が100%信頼できる訳ではないと思うが、ただいずれにせよ、一方で我々はデフレのことを議論している訳であるから、物価上昇の較差を調整したベースで為替レートの動きがどうかということは、これは非常に大事な視点だと思う。もう一つは、実質実効の実効の方なのだが、これだけ新興国経済のウエイトが高まっていることを考えた場合に、これはウォンだけではなくて、色々な通貨について考える必要がある。米国経済について弱気感が広がっていき、米国経済が悪くなった場合に金融緩和をするかもしれないという予想が生まれると、その分新興国への資金流入が確実に増える。現実にも、新興国通貨全般に強い訳であるから、そういう意味で対ドルでの円高を相殺する動き

も一方で出てきている。にもかかわらず、世界経済でこれだけ新興国のウエイトが高まっていることを勘案した為替レートの見方や議論にはまだなっていない。そういう意味で、実質という面と実効という面の両方の面において、やはり引き続き対米中心の議論になっているなという感じがする。

須田委員

GDP変化の輸出の寄与をみると、先進国のウエイトは凄く低くて、新興国ないしその他の諸国のウエイトはかなり高いのに、やはり輸出の議論をする時は、どうしても過去と同じように、米国が、と議論しがちである。先進国と新興国経済がデカップリングするかどうかという問題はあるが、新興国の経済成長、しかもその内需の強さはしっかりみていく必要があると思う。

山口副総裁

先程、宮尾委員は、名目の円／ドルレートと株価との相関が非常に高いが、いずれそれは変わるかもしれないということをおっしゃった。それは、何をきっかけに起こると考えておられるか。

宮尾委員

やはり、円高が日本経済にとって必ずしもマイナスではないということが十分にマーケットなり何なりに伝わること、要するに企業収益がこれだけあるので、円高が必ずしも全体でみてネガティブではないということがちゃんと伝わるのが重要である。それが伝わることで、円高株安のリンクが途切れて欲しいというのが希望である。過去、2004年位より以前の円／ドルレートと株価というのは、結構無関係な動きをしていたが、日本経済が長期停滞からやや持ち直してきた外需依存が明確になった時期から、円／ドルレートと日本の株価の相関は非常に強くなっており、それが今も足許で起きている。私自身は、円／ドルレートにおける円高が株安に

直結していることが大きな問題の一つだと思っている。

白川議長

他にご意見はないか。それでは、ここで一旦終わって、再開を 10 時 45 分としたいと思う。

(10 時 34 分中断、10 時 45 分再開)

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは再開する。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等についてお一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同様である。では、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、我が国の金融環境並びに金融政策に対する意見について申し上げる。我が国の金融環境は緩和方向の動きが続いている。すなわち、資金市場の動きをみると、これまでに実施した緩和策の効果が浸透する形で低金利環境が継続している。こうした中で、先週の臨時決定会合で導入した 6 か月物の新型オペは順調にスタートし、ターム物金利が若干ではあるが低下するなど、緩和的な環境が一段と強化される形となっている。この間、長期金利は、米国債金利の推移に合わせる形で、10 年物国債金利で 1.2% 近傍まで反発している。金融機関の貸出態度であるが、中小企業向けでも緩和方向にあり、一方中小企業の資金繰りも改善している。そうした中で、金融機関による企業向け貸出約定平均金利は一段と低下し、調査開始以来の最低水準にまで達している。また、社債の発行企業をみると、A 格先で広がりが見られるなど、CP・社債の発行環境は引き続き良好な状況にある。また、株式市況であるが、米国経済の二番底懸念が後退する中で、米国株価が反発していることもあり、日経平均は 9,300 円台近くま

で値を戻している。為替市場であるが、円の対ドル相場でみた円高基調に変化はみられないが、対ユーロ等のクロス円でみると、これは昨日の段階で判断しているのだが、直近では円は反落しており、名目実効為替レートでは円安方向に動いている。その名目実効でみた円安への動きが足許の株高にも寄与していると考えられることもできる。そういった極く足許の動きだけをみると、ドル／円相場と株価の相関は低まっているようにもみられる。このような市場の動きを眺めると、先週の臨時決定会合で新型オペの導入を決定したことは、主要通貨に対する円の全面高、あるいは株安のさらなる進行による悲観論の台頭というものを幾分なりとも抑制し、マインド悪化の連鎖を断ち切る効果もあったように窺われる。

こうした金融環境並びに市場動向、そして先に述べた経済・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ついては、「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、臨時決定会合で導入した追加措置を含め、金融緩和効果の浸透を図っていくことが適当であるというように考える。

そう申し上げたうえで、もっともということなのであるが、前半で申し上げたとおり、米国経済のやや長い目でみた低成長リスクが現在強まっております、持続的な対ドルでの円高とそれを背景とした株安というものが今後また一層強まることになれば、我が国経済の見通しのメインシナリオの変更が必要となる可能性も出てくる。従って、先行きの経済・物価動向をより注意深く点検し、さらなる政策対応の必要性についても、より長期的な視点を持ちつつ、政策オプションの検討も含めて適時・適切に行動していくということが重要ではないかと考えている。

最後に、8月末に実施された第一回目の資金供給、成長基盤強化支援オペについて一言申し上げます。今回、総額3兆円の枠の15%に相当する4,600億円余りの資金供給が実行された。今回供給した47先は大手行から信金まで、業態、地域ともに広がりがみられる。また、資金供給の裏付けとなる金融機関の個別投融资の実績をみると、環境・エネルギーを筆頭に、社

会インフラ整備、医療・介護からコンテンツ、防災など多岐に渡っている。また、個別の投融资案件の貸出期間をみると、4年超の案件が8割を超え、平均の融資期間が8.2年となるなど、その趣旨に沿った長期の融資が実行されているとみられる。本制度は、民間金融機関の自主的な取組みを促す呼び水効果を発揮するものであり、ひとまず順調な滑り出しとなったというように感じている。そうした中で、投融资案件の中には、事前に当方から例示した成長分野に縛られない、その他分野の案件が相当額存在する。これは各金融機関の自主的な取組みの結果、例えば地域の経済特性に根ざした融資などが含まれると聞いている。今後、執行部におかれては、金融機関との対話を継続することにより、本制度による資金供給がその趣旨に沿ったものとなるよう努めて頂きたいというように思う。以上である。

白川議長

では、須田委員お願いする。

須田委員

金融環境については前回から特に付け加えることはないので省略し、それも含めて、以上みてきたように、足許の金融経済・物価情勢はメインシナリオに概ね沿った展開となっており、リスクについての判断も変えていない。従って、次回会合までの金融政策運営方針は現状維持が適当だと考える。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。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。

以下、今後の金融政策について少し述べておきたいと思う。一つは、動かない日銀というレッテルを返上する必要があるということである。私は前回も含めて何度も、これまでのシナリオを大きく変える必要があるとい

う判断に至った場合には、アグレッシブに行動する必要がある、そして大切なのはそのことを前もって人々に信じてもらっておくことであると述べてきた。F e dと日銀の現在の政策スタンスは決して大きく違わないと思っているが、残念ながら外の声を聞くと、そのようには捉えられていないように思う。私は、2011年度も物価見通しがマイナスであるなど経済・物価見通しについて慎重な見方をしているので、現時点では、経済も物価見通しも大きく変更する必要があるとは思っていないが、次回展望レポートでは2012年度までの見通しを新たに示す必要がある。インフレ率については、先程述べたように、先行きになるほど不確実性が高く、期待インフレ率の動きやそのアンカー力、為替レートや原油価格の想定、経済の減速の程度如何では、物価の変化率のプラス化がかなり後ずれする可能性も無視できない。そのような場合のために、持続的な物価下落問題の根本に働きかける質的な緩和政策をいつでも取り出せるように懐に持っておきたいと思っている。

それに加えて、私としては、デフレ対応という面から、改めて成長基盤強化支援のための政策に引き続き取り組んでいくことが重要と考えている。以前から申し上げていることであるが、日本が中長期に亘って持続的な物価下落に陥った背景には、成長力の趨勢的な低下とそれに伴う成長期待の低迷がある。少子高齢化、人口減少のもとでそれを克服することは至難の業であり、持続的な物価下落から脱却するためには、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、それぞれが生産性向上に向けて努力することが必要である。こうした状況のもと、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、そうした思いを途切れさせてはならないと思っている。幸い、成長基盤強化支援資金供給の第一回の貸付状況をみると、貸付先は、業態、地域という点でも広がりが見られ、多くの金融機関が今回措置の理念や狙いに沿って積極的に参加しているようであり、順調な滑り出しをみせている。他方で、既存借入れの単なる乗換えに使われるのではないかと、既存の貸出金利に低下圧力がかかりかねないといった声も依然として聞かれているほか、制度の成否を

貸付先数や貸出金の多寡で測ろうとする向きも依然としてみられるようである。もとより、本資金供給の狙いは、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になることにある。言い換えれば、本措置の趣旨は、金融機関が融資対象先との対話を深めて、情報共有を通じて新たな投資機会を見出すこと——これこそが目利きの力だと思うが——、そして、こうした金融機関の取組みを通じて、我が国経済の新陳代謝を促していくことにある。この点を踏まえ、既存借入れの単なる乗換えや既存貸出金利の低下は、本措置の趣旨に反することになるし、金融機関収益にも悪影響を及ぼすことになり、好ましいことではない。また、本措置を正しく評価するためには、幅広い観点からの評価が不可欠であることは勿論であるが、貸出量ではなく、むしろ資金の具体的な使われ方がポイントだと思う。昨日、企業への貸出期間や貸出額との関係で呼び水となっているとの説明があったが、呼び水としての重要性を今後も指摘し続けることが極めて重要だと思っている。

以上を踏まえ、執行部には、本措置の呼び水効果が最大限発揮されるよう、引き続き金融機関や企業とのコミュニケーションを密に行い、本措置の理念、趣旨や内容について丁寧な説明を行って頂くとともに、金融機関の取組みとその効果、問題点等について幅広くモニタリングして頂き、スキームの柔軟な見直しや外部への有効な情報発信に引き続き取り組んで頂きたいと思っている。以上である。

白川議長

では、野田委員お願いします。

野田委員

まず、追加金融緩和を決定した前回臨時会合以降の日本の市場動向から述べたいと思う。短期金融市場は、ターム物の金利の低下がみられているが、その低下幅はこれまでのところ小幅なものにとどまっている。昨日の金融市場局の説明にもあったが、今後、期末期初にかけてもう一段の低下

が期待されるところである。長期金利は、米国の追加金融緩和観測の後退により、極端なリスク回避姿勢が多少和らいだこともあり、一旦歯止めが掛かっている。日本の銀行による国債の利益確定売りも出て、長期金利はやや反発している。為替市場は、ドル／円レートが米国の経済指標の発表に敏感に反応する状況は変わらないが、それでも達観すれば 84 円台を中心にした狭いレンジ内の動きにとどまっている。株価は、米国株価につれて反騰しているが、円高が続く中でその勢いは弱く安値圏の動きとなっている。

こうした中で企業を取り巻く金融環境は、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さらに後退している中で、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も直接金融市場では、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動きが続いているし、中小企業の資金繰りについても改善が続いていることが確認された。このように、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。

ところで、成長基盤強化を支援するための資金供給の初回の貸付が実行された。貸付額は第一回目としては、私の期待を上回るものであり、順調なスタートを切ったと評価している。ただし、今次貸付実行に対する市場の関心、あるいはマスコミの関心は、目先の金融政策を巡る注目度に比べれば遥かに薄かったように感じる。本件は、我が国経済の根源的、構造的とも言える中長期的課題に対するチャレンジングな政策であるだけに、国民の正しい理解を広く促す努力を粘り強く継続することが重要であると考えている。

次に、次回会合までの金融政策運営について述べる。臨時会合後も、米国経済を中心とした不確実性は市場で強く意識されているところである。また、この不確実性の高まりを反映して、為替相場や株価は不安定な動きを続けている。こうした状況を踏まえれば、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面からしっかりと支えていくことが重要である。す

なわち、常々申し上げている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て、極めて低水準の金利を維持し、このことを通じて、極めて緩和的な金融環境を維持していくこと、また、ディレクティブとして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思う。

ところで、私共は、これまで展望レポートや会合後の声明文で、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ていく考えである、という明確な方針を発信し続けてきた。このいわゆるコミットメントは、ゼロ金利に限りなく近い政策金利、実質的なゼロ金利政策と言っても良いと思うが、これと私の予てから申し上げているブロードな意味での金融市場調節方針の継続実施による効果と相俟って、将来の金利経路に関する市場の期待形成に働きかけることを通じて、長期金利を押し下げるなどの一定の効果をもたらしたと評価して良いと考えている。

前回の臨時会合以降、米国経済を中心とした先行きを巡る不確実性の高まりを背景に、我が国経済の下振れリスクの高まりが本日も共有されたところである。今後新たなデータを入念に点検したうえで、仮にこうした下振れリスクが顕現化し、経済情勢が見通しより著しく悪化し、つれてデフレからの脱却までの道のりがより長くなる蓋然性が高まったと判断される場合には、その時点で必要とされる政策手段を適時果断に実行しなければならないと考えている。

私は、この際、本会合後の声明文で、このような経済・物価情勢の悪化に応じた適時・適切な政策対応方針を明示することで、前回臨時会合での追加緩和を補強し、ひいてはこれまでのコミットメントの効果を維持強化することができるのではないかと考えている。私からは以上である。

白川議長

では、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

国内金融市場については、月報概要金融面の評価に違和感はない。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、GCレポ・レートも安定している。臨時会合での金融緩和を受けてターム物の金利はTIBORが若干の低下をみた。6か月物固定金利オペの残高が今後積み上がっていくことから、ターム物金利水準に影響が出ていくものと期待している。債券市場では、全体的にみれば長期金利が低下傾向にあるし、前回会合以降、政治情勢をきっかけとして長期金利が上昇する局面が出てきているが、これの推移についてはこれからみていく必要があると思う。この点は、財政状況、そして政治情勢についての市場の感応度を示すものとして、注意が必要だと考える。特に現在のフローの需給状況だけでなく、将来の財政についての期待が市場を動かす重要な要因であるということも改めて示しているだけに十分な注意が必要であると考えている。クレジット市場の緩和状態にも大きな変化はない。資金のアベイラビリティをみても前回同様緩和傾向が続いている。

次に、物価情勢について二点ほど述べたいと思う。一つは実体要因、もう一つはテクニカルな要因である。しかし、いずれの要因でも、このまま有効な手立てなしでは物価下落の状況が従来の見通しよりも長く続く蓋然性が高いということの意味しているので、注意しなくてはならないと思っている。

第一には、足許の上昇モメンタムが弱まりつつある点に注意したいと思っている。年初来、景気の回復に従ってラグを伴いつつも、物価下落の程度は減少してきた。しかしながら、足許そのテンポが弱まってきているように見える。今後数か月は下落率がほぼ横這いという形で推移しそうである。これに加えて、今後景気回復のモメンタムが弱まると、円高による輸入物価の下落と相俟って、逆に物価下落が進んでしまうという方向に戻る可能性もある。10月には再び上昇のテンポが上がるが、これはたばこ増税という特殊要因の影響が大きい訳である。従って、景気回復のテンポが持続していかないと、物価情勢は今後我々の見通しに比べて下振れてい

く形になっていく。従って、今後の金融政策を考える際には、この点をしっかりと考慮しなければならないと思っている。

加えて、来年夏には 2010 年の C P I の基準改定がある。最近の物価動向の分布をみると、基準改定に起因する下方シフトの影響がかなり大きくなる可能性がある。そのため、現在の 2005 年基準に基づく見通しに比べて、物価下落の状態が長く続く可能性が高くなってしまう。現在の展望レポートでは、2005 年基準に基づいて、2011 年度に物価上昇率プラス転化の展望が拓けるという見通しを明らかにしている。しかし、2005 年基準での見通しどおりになったとしても、実は来年夏以降 2010 年基準に変わるため、新しい基準のもとでは 2011 年度に物価上昇率プラス転化はこのままでは達成できないことになる。つまり、2010 年基準で考えれば、2005 年基準でみている現在の物価見通しは、物価下落の大きさを過小評価していたことになる訳である。来年夏以降は 2010 年基準で考えるのが自然なのであるから、テクニカルな要因ではあるが基準改定の影響も十分に考慮に入れて、金融政策全般を考えていかなければならないと考えている。

次に、金融市場調節方針についてであるが、前回臨時会合でのさらなる金融緩和の効果をまず見極めていくのが必要であると考えている。従って、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、現状維持、すなわち「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」という現在の金融政策を維持することが望ましいと考えている。同様に、こうした方針のもとで、長めの金利低下を促す措置も現状を維持するのが望ましいと考えている。

加えて、金融経済情勢での討議で述べたように、実体経済の先行きは一段と厳しさを増している。さらに物価情勢についても、見通し比厳しくなりつつある。従って、今後とも金融情勢を含め経済・物価動向を注意深く点検し、目先の動きを超え、長いスパンでの見通しを持ちながら、フォワード・ルッキングに、適時・適切に、果敢に、柔軟な政策対応を行っていく必要があると考える。その際、政策が目先の動きに反応しているような間違った印象を与えないようにしないといけないと思う。加えて、亀崎委員

の最近のスピーチから借用させて頂ければ、十分にプロアクティブでなければならないと考えている。そして、現状の金融緩和の質、量を考えながら、予断を持たずに政策のツールキットを広げて、有効な政策を検討していく必要があると考えている。最近の報道、市場の見方は、政策委員会のこの基本的な精神に対する誤解、曲解もあるように思われる。従って、公表文にこうした趣旨の文章も盛り込むのが適切であると考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いする。

中村委員

金融環境と企業金融についてであるが、我が国の短期金融市場は、本行の潤沢な資金供給が続く中、先週の臨時会合で金融緩和の追加策が決定されたこともあり、緩和方向の動きが続いている。企業は業績改善に伴い、手許資金を積み上げており、資金需要も弱い中で、多くの金融機関は運用難に陥っており、約定金利の引き下げ傾向が続いているようである。CPの発行スプレッドも、低水準横這いの動きとなっている。また、社債発行スプレッドは、引き続き旺盛な投資家の需要を反映し、銘柄格差を除いたベースで見れば全体としては幾分縮小している。また、信用力の高い事業法人の中には、9月中旬に2%をやや上回る低い水準での期間30年の普通社債発行を計画する先もあり、足許の緩和的な金融環境の証左ともいえる。中小企業の資金繰りについても、8月の商工中金の調査では、中小企業の資金繰り判断DIは、改善傾向が継続している。また、政策金融公庫による中小企業を対象とした資金繰りに関する調査でも、小企業を含めて、総じて緩和的な金融環境が続いているようである。

成長基盤強化支援について、述べさせて頂きたいと思う。昨日の第一回目の貸付けが47先に対して実施されたが、案件の総数は1,342件となり、対象範囲の広がりを感じられる。また、貸付期間も本制度の最長4年を遥

かに超えて、平均期間が8.2年となっており、多くの金融機関が長期的な観点から独自の新規融資制度を制定しているようであり、本制度の趣旨に沿った動きとなっているようである。なお、対象先も66先から91先に拡大しており、新成長戦略の早期実施とともに成長基盤強化に向けた金融面からの支援のさらなる進展を期待したいと思う。また、複数の金融機関が共同で企業再生ファンドを立ち上げる動きもあるようだ。今回の措置が契機となり、金融機関の仲介機能の強化により、事業再生や事業の統廃合といった分野でも資金需要が喚起され、潜在成長率や生産性引き上げの金融面からの支援が拡充されることが望まれる。

臨時金融政策決定会合に関して若干述べたいと思う。先週の臨時金融政策決定会合において、既存の固定金利方式による共通担保資金供給オペに新たに期間6か月物を追加し、資金供給を大幅に拡大した。当該措置は、米国経済を中心に、先行きの不確実性の高まりから為替市場や株価が不安定な動きを続けており、我が国経済の下振れリスクに対し、金融緩和を一段と強化し、先取りの対処したものである。日本経済の回復へ向けての本行の取組み姿勢に対する国民の理解を深めることへの一助になったと思うが、導入後の市場に対する評価等については、今暫く市場の動向を見極める必要がある。一方、市場関係者やマスコミ関係者の一部は、「今回の措置は、政治の圧力や市場の催促に振り回されて日銀が動いたもので、タイミングを失い、内容的にも想定の範囲内で政策を小出しにした印象が強く、市場の関心は既に日銀の次の一手に向かっている」とか「欧米の中央銀行と比較して、日銀は対応が本気でなく及び腰であり、アリバイ作りをしているだけで、国民の痛みが分かっていない」として、日銀批判を強めている。考え方の相違や一部の市場関係者のポジション・トークは別として、本行の政策や方針に対する理解不足からの批判も少なくないようである。

日銀の金融政策の方針の決定が市場の催促や特定の圧力に振り回されているのではないかと、との懸念や誤解を国民が抱くような事態に立ち至ると、中央銀行の規律や自主性に対する国民の信頼と支持が毀損し、通貨の

価値や金融政策に対する信任を失いかねない。大変難しい課題ではあるが、日銀の金融政策に対する取組み姿勢や基本的な考え方等を一般国民に理解してもらえるように、分かりやすく説明するという地道な努力や工夫を引き続き続けるしか方法はないように思う。我々は、誤解を避けるために正確を期した慎重な記述や説明を心がけているが、一般国民にとっては、却って本行の意図や取組み姿勢に対する理解を難しくしている面があるとすれば、留意が必要である。また、複数の委員の方から、声明文に日銀の政策変更に対する基本的な考え方を記載してはという提案があったが、私も今回の声明文に、経済・物価情勢の大きな変化があった場合には必要に応じて適切な対応を行うという趣旨のことを記載することには賛成である。

最後に、金融市場調節方針について述べたいと思う。我が国の短期金融市場は、本行の潤沢な資金供給のもと、落ち着いた状況が続いている。6か月物が追加となり、固定金利型共通担保オペの残高が積み上がる中、機動的な金融調節が行いにくいほか、市場参加者間の資金偏在を起しやすくする面もあるなど、金融市場局の負担が一段と重くなっているが、引き続き緩和効果の浸透とともに短期金融市場の機能の維持を図ってもらいたいと思う。

次回会合までの金融市場調節方針は、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。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

多くの皆様の発言と重なるところがあって恐縮であるが、申し上げる。国内の金融環境は緩和方向の動きが続いている。執行部からの報告どおり、短期金融市場では、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、金利も低水準で安定的に推移している。また、臨時会合における金融緩和の強化の決定を受けて、やや長めのターム物金利は若干ではあるが低下している。

企業金融をみても、社債の発行環境は改善し続けているほか、7月の貸出金利（新規・総合＜除く交付税特会向け＞）は本年5月の既往ボトムを下回っており、この結果、7月の総資金調達コストは4年半前の2006年年初につけた既往ボトムを更新した。また、中小企業を対象とした8月の日本公庫や商工中金調査においても、金融機関の貸出態度判断D I、資金繰りD Iともに改善が続くなど、アベイラビリティも一段と緩んでいる。

一方、債券、株式、為替市場は、米国景気の減速懸念等を背景に振れの大きな展開となっている。長期国債の利回りは、僅か1週間前後の間に、一時0.9%割れまで急低下した後、利益確定売り等から1.1%台後半まで戻すといった、債券市場にしては些か荒れた展開となっている。ところで、今回の上げ相場には、2003年のV a Rショックの二の舞になりはしないかという不安がつきまとっている。その観点から申し上げると、ここ最近の値動きの中で、多少なりともポジション調整が進んだのではないかと考えている。次に、為替市場をみると、臨時会合開催に伴って一時的に円高が修正されたが、その後は元の水準近辺で一進一退の展開となっている。また、こうした為替の動きや米国株価の変動を受けて、我が国株価は不安定な動きを続けているのが実情である。急激な円高や株価の不安定化が企業マインド等を通じて実体経済に影響を与えるリスクに対し、今回、まさに先取りして、政府と歩調を合わせ、政策対応を決めた訳であるが、全体としてどのような影響を及ぼしていくか、米国経済の状況等を含め、今暫く冷静に見極めることが必要だと思っている。

こうしたもとの、次回までの金融市場調節方針であるが、経済・物価情勢も併せて考えると、「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、引き続き日本経済がデフレから脱却し、

物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があり、金融政策運営に当たっては、今後とも、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが重要であると思っている。

なお、成長基盤強化に向けた資金供給については、これも多くの皆様からご指摘あったが、一回目は47先に対して総額4,625億円を実行した。その対象は、環境をはじめ想定したほぼ全分野に満遍なく広がっており、今後の展開が注目されると思う。私は、このような中長期的な視野に立った成長力を向上させる施策も同じく重視していきたいと考えており、本スキームが十分に活用されるよう引き続き大いに期待しているところである。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員をお願いします。

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、足許の円高、株安傾向は、企業マインドを萎縮させる方向に働き、資金需要の一段の減退に繋がっているのではないかとみている。こうした中、本行としては、今後とも物価安定のもとでの持続的な成長経路への復帰に向け、最大限の努力を続けていくべきである。そこで、まずは金融市場調節の方針として、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を引き続き0.1%に維持すべきと考える。

先週、本行が発表した新たな施策、すなわち期間6か月の固定金利オペを導入し、その金額を10兆円としたことについては、円高・株安による経済主体のマインド悪化を通じた景気や物価の下振れリスクに対し、日本銀行が決然と対抗していく姿をみせた点において評価できると思う。また、本施策の公表後、通常粘着的なTIBORがやや低下しており、金利面か

ら景気を支える効果も現れ始めていると思う。このように、今後とも情勢変化に警戒を怠ることなく、本行として採るべき必要な措置はプロアクティブに講じていくことが重要だと考える。

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、昨日、第一回目の資金供給が実施された。資金供給に先立って提出された取り組み方針をみると、投融資の対象分野は、件数の多い方から医療・介護、環境・エネルギー、高齢者向け事業、農林水産業となっている。これらはいずれも、私が以前から金融経済懇談会等で、今後特に期待できる内需産業として指摘していた分野であり、本施策の後押しも期待したいところである。ただ、投融資対象分野は、件数で見れば、これらのみに偏っている訳ではないことも事実であり、金融機関が幅広く成長の芽を育てていこうとしている姿勢を確認できたことも良かったと思う。また、今回の供給金額は5,000億円足らずではあるが、今回実際に資金が出ることで、日本銀行が、日本経済の抱える本質的な問題点についてただ指摘するだけでなく、実際の行動で変えていく姿勢を改めて示した。本施策は、種々の批判も聞かれるところではあるが、こうしたことから次第に本行の意図するところが一段と浸透しつつあり、加えて本行が日銀レビューで詳細を公開したこともあって、今後、各経済主体の取組みの呼び水としての効果をしっかりと発揮し、実際の成長基盤の強化に繋がっていく可能性が高まっているものとみている。

なお、金融政策運営に当たっては、以下の点に留意する必要があると思う。まずは、国際的な金融面の動きである。このところ米国の景気不透明感の高まりが市場を不安定にしている。最近では、これが世界的な株安と円高をもたらし、日本の景気や物価の下振れリスク拡大にまで繋がった。このように、国際的な金融市場動向とその日本経済への影響については、様々な経路を想定しながら、引き続き警戒を怠らず丹念に確認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。先月のFOMCにおける保有MBS償還金を国債購入に充てるとの決定は、実際には景気ニュートラルにもかかわらず市場は追加緩和とみなし、米国金利の低下を

通じて円高ドル安が進行したため、日本への影響も無視できないほど大きなものとなった。このように、各国の政策の動きは、その実際の内容のみならず、打出し方などのコミュニケーション手法やそれを受けた市場やマスコミの反応などについても、本行の金融政策運営上、大変重要な注目点と言える。今後は、そうした点についても十分注意していく必要があると考えている。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

最初に、金融環境についてコメントしたい。国内市場の金利動向であるが、短期金融市場では、臨時会合を挟んで、TIBORなど長めの金利を中心に小幅ながら金利が低下している。企業金融周りで言えば、企業の資金調達コストは引き続き低下傾向を辿っている。7月の総資金調達コストは0.87%と既往ボトムの水準となった。貸出金利が既往ボトムまで低下してきていることが背景である。我々の強力な金融緩和による市場金利の低下が企業部門に確実に浸透してきているようにみられる。この間、企業収益をみると、先般の法人季報によって、その回復傾向が改めて確認された。低金利の持つ金融緩和効果が一段と強まってきていると理解している。社債市場では、低格付社債を起債する企業に裾野の広がりがみられるなど、良好な発行環境が継続中である。中小企業のアベイラビリティであるが、改善の動きが続いている。8月の資金繰りDIは、日本公庫調査、商工中金調査ともかなりはつきりと改善しており、その水準も前回景気回復局面の2004年当時の水準に復している。以上を踏まえると、執行部の「わが国の金融環境は、緩和方向の動きが続いている」という判断に違和感はない。

次に、金融政策についてであるが、前のラウンドでの経済・物価に関する情勢判断からすると、現在の調節方針を維持することで良いと認識して

いる。

最後に、先般の追加緩和措置に関連して一言述べておきたい。メディアでは、臨時会合後の為替市場、株式市場の動きを睨みながら、政策の効果について懐疑的な声も少なくない。こうした見方も念頭に置きつつ、我々としての政策に対する構えなどをしっかり説明していく必要があると思う。ポイントは四つある。

一点目は、臨時会合前後における為替市場、株式市場の動きの背景についてである。市場の不安定な地合いが続いている基本的な背景は、米国経済を中心に、先行きを巡る不確実性が高まっていることにある。従って、市場の時々の変動はともかくとして、市場の大きな流れ自体は、そうした不確実性の霧が多少とも晴れてくるかどうかにかかっている。こうした認識を是非人々に理解してもらいたいということを強く意識しながら説明していく必要があると思う。

二点目は、措置の意図についてである。臨時会合で決定した措置は、市場の変動そのものに焦点を当てたということではなく、あくまでも経済・物価見通しの下振れリスクにより注意が必要になっているとの判断に基づいて、前倒し的に実施したものである、ということである。この点をしっかり説明していく必要がある。

三点目は、措置の効果に関連してである。我々は、これまで強力な金融緩和を行ってきており、金利水準は、既に極めて低い水準にある。それでも、臨時会合後、ターム物金利は幾分弱含んでいる。これが企業の資金調達コストに浸透するには、まだ時間を要するが、措置は既に金融緩和のさらなる浸透に向けて貢献し始めていると理解して良いと思っている。そういう意味で、今回の措置は、政府の取組みとも相俟って日本経済の回復をより確かなものとするうえで、効果を発揮していくと理解している。

四点目は、当面の金融政策運営についてである。この点は、先行きの経済・物価動向を注意深く点検して、必要と判断される場合には適時・適切に政策対応を行っていくということに尽きる。勿論、先行きの経済情勢などが平坦でないことを考えると、どのような経済変動に対して、どのよう

な政策対応を図るかが、従来にも増して重要だと思っている。金融政策面での対応余力が限られてきているだけに、そうした意識を持つということの重要性は一段と増していると思う。中央銀行として行うべき対応、行うことのできる対応を慎重に見極めていく必要がある。いずれにせよ、先行きの景気動向などについて市場が極めて神経質になっている時でもあり、我々として当然の姿勢とはいえ、こうした姿勢を改めて明確に示すことは、市場の安定性を高めることに寄与するものと考えている。私からは以上である。

白川議長

まず、次回決定会合までの調節方針であるが、私も含めて全員現状維持である。それから、昨日執行部から報告があったが、我々自身関心を持っている成長基盤強化支援融資の第一回の資金デリバリーがあったので、その点についても多くの方からご意見の表明があった。一言で言うと、幅広い業態、幅広い地域から応募があり、個別の融資、投資の分野をみると、それぞれの金融機関の顧客基盤や地域性などの特性に応じて、幅広い分野が対象になっている。そういう意味で、まずは順調な滑り出しであったと思う。今回みても、地域銀行あるいは信用金庫を中心に申し込み参加金融機関がまた足許増えているし、本資金供給への参加を機に新たな専用ファンドやあるいは投融資制度を創設した金融機関も少なくない。そういう意味で、我々が狙いとした呼び水効果も発揮されつつあるように思う。我々としては、金融機関が自らの判断で行う多種多様な取組みをできるだけ幅広く後押ししたいという思いである。

それから、どの委員からもコミュニケーションについてのご発言があった。色々な論点があるが、ここでは一点に絞りたいと思う。景気について、我々は先行きの下振れリスクの方に注意をしているということを言っている訳だが、必要とされる場合には適時・適切な対応を採っていく、そういう構えにあるのだということ、もう少しコミュニケーション上明確にした方が良いということである。私自身もその点については全く同じ思い

である。臨時決定会合後の記者会見でも、必要とされる場合には適時・適切に対応するということは言ったが、あまり大きくは報道されていなかった。このことは、やはり大事なメッセージなので、しっかり言っていた方が良くとも思う。

改めて、今我々自身はどういう金融政策をやっているのか、どういう構えで金融政策をやっているのかということを考えてみる必要があると思う。これは色々な整理の仕方が可能だろうが、前回の臨時決定会合後の公表文で書いているように、大きく分ければ三つの柱だと思う。一つは、強力な金融緩和を推進していることである。これは、端的には長短の金利に反映される。二つ目は、金融市場の安定確保に万全を期していることである。今はリーマン・ショック直後とは違って、金融市場が動揺している訳ではないが、金融市場の安定確保は景気回復の基盤である。ここはなかなか忘れられがちのところではあるが、この点、欧米をみると、日本ほどにはまだ安定している訳ではないので、金融市場の安定をしっかりと確保していくというのは、これからも大事だと思っている。三つ目が、成長基盤の強化を支援していくという取組みである。こうした三つの取組みを現在行っている訳だが、今後ともこういうことにしっかりと取り組んでいく必要があると思う。それで、先程の適時・適切に対応するということについて情報発信していく時に、コミュニケーション上どういふことを我々が考えていないといけないのか、改めて自分なりに整理してみると、五つのポイントがあると思う。対外的にどういふふうにするかは別にして、我々自身が内部でこれから議論する場合の認識という意味で、五点ポイントを申し上げる。

まず、現在の日本経済が直面している厳しい経済の問題の背景を考えると、一つは、欧米を中心とするバランスシート調整の完了には時間がかかるという事実がある。もう一つは、日本経済固有の話であるが、生産性が低迷しているということである。この二つとも、解消するには時間が非常にかかる。欧米のバランスシート調整については、宮尾委員からも意見の開陳があったが、このバランスシート調整に時間がかかるということ

は、どの委員も認識している。欧米経済が立ちどころに回復する訳ではないということである。それから、生産性低迷の問題も昨日今日に始まった訳ではなく、この10年、20年の話である。従って、日本経済が直面している問題の中で、景気循環的な部分は別だが、我々が本当に苦勞している部分については残念ながら時間がかかるということは、一方で冷静に認識をしておく必要があると思う。そういう意味で、一点目は、今我々が直面している問題の性格を冷静に認識しておく必要があるということである。

二点目は、そうした中で金融政策ができること、できないことについても、しっかり認識しておく必要があるということである。多くの構造的な問題は、それ自体は金融政策では解決できない問題だと思う。それと同時に、中央銀行としてできることもあるので、その中央銀行としてできることが何なのか、できないことが何なのかということをしっかり認識したうえで、中央銀行として為し得る貢献を考え、行動していく必要があるという構えである。

三点目は、これは中央銀行として必要な対応は適時・適切に採るのだ、という安心感をしっかり国民あるいは市場に対して与えていくということである。これがないと不安心理が広がって、経済がさらに落ち込んでいく。そういう意味では、必要な場合には適時・適切に対応していくという情報発信は大事だと思う。

四点目は、その必要とされる場合という時の、その場合とは何なのかということである。これは勿論、必要とされる場合ということであって今特定する必要がある訳ではないが、同じような問題に今世界のどの中央銀行も直面している。翻ってみると、5月の欧州のギリシャ危機の時でも、ECBはどのように情報発信をするかということに悩んだ。8月には、米国で、景気について極端な悲観論が広がった中で、どういう情報発信をすべきかということに悩んだ訳である。米国の失業率をみると、直近が9.6%、FOMCの見通しでも向こう数年間相当に高い失業率が続くという状況である。米国の場合には、中央銀行の目的が二つあって、物価の安定と雇用の安定である。その雇用の面で明らかに高失業率が何年も続くという見

通しをF e d自身が出さざるを得ないという状況に今なっている。こういう状況はできるだけ早く改善していきたいという思いほどの中央銀行も同じであるが、その際、政策手段が限られていることも厳然たる事実である。財政の面からみると、どの国も財政発動の余地が大きくはないということだが、一方で必要な場合には財政も刺激措置を採っている。しかし、ソブリン・リスクの問題に現れているとおり、一方でこれはチェックもされている。金融政策にしても、各国とも短期金利はほぼゼロになっていて、大きな発動余地がないことは誰の目にも明らかである。しかし、そうした中でも必要な場合に対応すると言っており、その必要な場合とは何なのかということだが、F e dの答えは、抽象的な基準ではあるが、景気が大幅に悪化した場合としている。つまり、F e dの場合には、標準シナリオの実現時期が少しずれたという程度ではなく、大きく悪化した時に自分達に対応するということを言っている。政策の発動余地があまりないだけに、いわば効果的にそういうことを考える必要がある。ある意味で、必要な場合が頻繁に出るということは、多分、それはまた対応も効果的ではないということでもある。どういう場合が必要とされる場合なのかを一方で意識しながら、しかし必要とされる場合には我々として適時・適切に対応するのであるというメッセージを送っていくということだろうと思う。

五点目は、検討に当たって大事なことは、コストとベネフィットをバランス良く評価することだと思う。この面で、最近よく感じるのは、金融規制についてである。自分自身かなりの時間を金融規制の関係の国際会議に割いているので、その国際会議に出る度に感じるのは、金融規制の効果だけを取り上げて、金融規制強化を強く主張するという議論が少なからずある。確かに金融規制を強化していけば、金融機関の破綻は減ってくるかもしれない。しかし一方で、最終目的はマクロ経済の発展なので、マクロ経済とのバランスをとる必要がある。日本銀行は、海外の金融規制強化の議論に対して、もう少しバランスをとった議論をする必要があるのではないかということを行っている。欧米の当局をみると、今回大変な金融危機が起きて公的資金を投入したということがあるので、やはり当局として何か

アクションを採っているのをみせないといけないという行動原理になっている面がある。その結果として、我々の究極の目的であるマクロ経済の安定が、ややなおざりにされるのではないかという思いが多少ある。金融政策については、一方でベネフィットがあり、他方でコストがあり、それをきっちりと評価して、そのうえで必要な政策を適時・適切に行うということを書いていく必要があると思っている。以上、これは皆さんから出た意見という訳ではなく、私の今感じていることである。

野田委員

白川議長の最後の五つの整理というのは、まさに的を射たものだと思う。最後のコストとベネフィットの判断は、これは非常に難しい。この際、最近私が感じていることを申し上げると、常にこういった我々の政策の効果というのは、一つ一つで独立しているものではないということが一つある。色々なものをしてきたし、今やめている、蔵にしまっているものもある訳で、そういったものは別として、今やっている色々な政策が複合的に、あるいは総合的に効果を出しているということは事実であり、はっきりしている。その際、今後採り得るものは何なのか、蔵にしまっているものも含めて、それはやはり今やっていることとの関連、それから今の状況の変化に対してどうかということが重要だと思う。何が言いたいかということ、常に今やっているものは見直すということ、何かサムシング・ニューなものをやるということと同時に今やっていることを見直すということ、さらにもう一つは過去にやった、あるいは海外の中央銀行がやっている政策というのを今日的な視点で、すなわち状況の変化あるいは今ある状況の中で、改めてどういう効果あるいはそれに対するコストないしは潜在的なリスクがあるか、敢えて言えば、その潜在リスクに対して全く歯止めの策はないのかどうか、改めてそういった観点からも細部に亘って検討していったうえで、何ができるかを判断していかなければいけない。

白川議長

全く同感である。

須田委員

ある政策のコストとベネフィットは、その時の経済状況と過去にやった政策——それに上乘せすることになるのだが——によって全然違ってくるので、こういう情報発信をする時には、今はだめでもそれを蔵にしまっておくということではどんなものも排除しないということが大事なのだと思う。ただ、逆にそれをやり過ぎると、例えば金利は0.1%でもう下限であるのに——私はずっと下限だと思っているが——、これから先まだ下げることがあるのではないかという思いも市場にはまだ残っている部分もあって、これからの政策についてそういうふうに皆オープンにしていると、またそういうことが織り込まれたりする。とはいえ、どの程度の期間でみてあるいはどのような状況であればコストが勝ると言えるのかという点は凄く難しい。何に対してかという点については、実体経済については、私自身はそれほど大きく下振れるとは思っていないので、今まずデフレから脱却することが大事なのだとすると、やはり物価である。物価の問題は簡単に止血してどうにかなるものではなくて、やはり基本に働きかけるのが重要なので、そうした部分でしっかり対応ができるものがあつたらしたいと思う。どちらかと言うと、その基本のところに関心がある、そういう道具を持っていたいという思いがある。もし、一般的に下振れたということで政策をやっていくと、もう少し止血的な対応を求められたりすることもあるので、何に対してということも含めて、しっかりと考えて道具を揃えていく必要があるのだと今は思っている。

白川議長

あくまでも、その時置かれた経済の状況に即して、かつ一つ一つの政策手段であるので、全体として我々がどういう政策体系でやっているのか、その中でコストなりベネフィットなりを評価していくということだと思

う。

今回こういうことで、文章はまた後から議論するが、適時・適切に対応していくという趣旨の文章を出した時に、前回言ったことではあるが、今回声明文に載せると、これは具体的に何を意味するのかという質問が当然来る。記者会見では、必要な場合に適時・適切に対応を採るということ以上のことは勿論私も言うつもりもないし、個々にこれはこうだ、あれはああだということを行い始めると、それ自体が冷静な議論を逸脱するので、その面でもコミュニケーションは非常に大事だと思う。

西村副総裁

コスト・ベネフィットの説明は非常に難しいということだが、一つ一番大きな問題というのは、全て条件付きであり、現在の条件、過去の条件に依存しているのだが、一旦言ってしまうと、その条件付きのところは吹っ飛んでしまって、要するに条件のないアンコンディショナルなステートメントになってしまいがちで、我々も今までに経験がある。そういうことを考えた時に、コスト・ベネフィットの説明そのものも、経済学でいえばタイム・コンシステントとか動学的な整合性があるような、後で問題が生じないような上手い言い方をしなければいけないということが多分あるのだろうと思う。そういう意味で、透明性というのもロジックというのも、ある種のいわば一般的なロジックで説明していかないと、特定のロジックで説明すると、将来的に非常に厳しくなる。間違っていないが、上手く説明できないということになるので、その辺のところは、曖昧と言われるかもしれないが、やはり一般的なロジックで説明するという形にしていった方が良いと思う。

山口副総裁

今回新たにそうした文章をステートメントに入れた場合、マーケットがどう反応をするかは勿論読みにくいですが、日銀は言葉遊びをやっているという反応は十分あり得ると思う。その分マーケットはがっかりする一方、次

回決定会合ないし 10 月末の決定会合に向けて、どのような政策が決定されるのかについて、相当強い関心が生まれてくるだろうと思う。具体的な政策についての憶測がメディアに踊るということになるのではないか。我々は、9 月から 10 月にかけて情報発信の機会が非常に増えていく。そうした機会においては、基本的には——これは自戒を込めてであるが——、必要な場合には適時・適切に対応するという言い振りを貫き、それ以上のことは言わないということで徹底していく必要があるように思う。

須田委員

おっしゃるとおりだと思う。混乱を呼んでしまうと大変なので、是非、情報発信の機会のある方は。私はないので。

中村委員

これは基本的な話であるので、ずっと毎回入れていくということになる訳であるな。

白川議長

今は誰も日本経済の厳しさあるいは世界経済の厳しさを認識している。パッと効く万能薬があるとは勿論誰も思っていない。それにもかかわらず、何か必要な対応策というのが沢山あって、次から次へと出てくるといふふうに、そういう形で我々自身の情報発信をしてしまうと、実はこれは軽くなってしまふ。そうなると、本当に厳しい状況のもと、つまり経済が本当におかしくなっていく時に、いや我々は必要な対応を採るのだと言っても、その言葉なりそのアクション自体も実は意味が大いに減価してしまう。それが一番怖いと思う。今、何が一番我々にとって大事なのかということであるが、日本経済が本当に落ち込んでいくというのがやはり怖い訳で、いわば軽いノリの話ではないという感じがする。

野田委員

それは本当にそのとおりであるが、逆に、先程白川議長が整理されたように、適時・適切ということをきちっと国民が理解して、一朝ことあらば日本銀行は動くのだという、この信頼、信認、安心感、これらの方がその前にある訳なので、これらが途切れてしまえば、我々がどういうふうに対応していくかということは二の次になってしまう。ここの生命線というのを確保する、その意味で今回やっていく必要があるだろうと。それ以上のものでもないし、それ以下のものでもないということである。

白川議長

そういう意味では、先程山口副総裁が整理されていた今回の四つのポイントの中で、今の円高がどういう背景で生じているのかということであったり、あるいは先日の臨時会合の措置についても、要するに市況対策としてやっているのだと——円高が止まれば効果がある、止まらなければ効果がないと——いう受取り方があって、円高の動きに対して一つ一つ対応を採っていくことが適時・適切だという受取り方に往々にしてなってしまう。そういう意味での適時・適切ではないのだが、それも含めてコミュニケーションの問題である。

須田委員

難しいことである。

亀崎委員

前回の記者会見で、白川議長が、必要と判断される場合は適時・適切におっしゃっている。これは、ステートメントには入っていなかった。過去のステートメントをずっとみてみたのだが、2007年、ちょうど私が審議委員に就任した頃は、徐々に金利水準の調整を行うということがあった。その後、2008年の4～10月、この辺はちょうど経済が良かった時だが、「機動的に金融政策運営を行っていく」としている。その後悪くなって、10

月 31 日に金利引き下げをした。そこから 2009 年 10 月まで「最大限の貢献を行っていく」と、これは危機対応である。その後、同年の 11 月まで「粘り強く支援していく」としながら、12 月 1 日の臨時決定会合で措置を講じた時には「最大限の貢献を続けていく」とした。その後、また暫く「貢献を粘り強く続けていく」と言いながら、前回臨時決定会合をやって「最大限の貢献を粘り強く続けていく」としている。こういう変化があるのであり、かつて平坦で来ている訳ではない。それなりにやった時は「最大限やっていく」と言い、そうでない時は「粘り強く」と言っている。ただ今回、先程も申し上げたが、FRB の発表などをみていると思うのだが、やはり日本銀行は、今後とも能動的に、プロアクティブにやっていくのだという決意は示す必要があるのではないかと思う。前回もう既におっしゃっているので、それが注目を浴びなかったかどうかは別にして、市場に安定感を与えるという意味で、やはり今後とも毅然としてやっていくのだという文言を入れても、私はおかしくないと思う。

白川議長

他にご意見はないか。

中村委員

市場関係者もそうであるが、やはり最終的には一般国民が対象だと思う。そこに向かって、そういう視点を忘れないようにしないといけない。今はどうしても目先のことを考えてしまうが、本当の対象は国民だと思う。

野田委員

ただ、国民の考えというのはなかなか我々では分からない。やはり最後は、マスコミとかエコノミストの発信とか、場合によっては政治家の皆さんのご発言ということになる。そうは言っても我々は後ろに国民がいるということを意識しながら、そういう対象に、それぞれの方が少しずつご興味も関心も違いうだろうから、少しずつ使い分けながら発信していくという

ことだろう。中村委員のおっしゃる、後ろには国民がいるということを常に意識するという意味では同じだと思う。

白川議長

同じだと思う。要するに、後ろに国民がいるのだと。私自身記者会見で、確かに記者に向かって記者会見をしている訳だが、後ろに国民がいるのだということを常に忘れないように記者会見をやった方が良いのだと、有力記者OBがアドバイスしてくれて、確かにそうだといつも思っていた。後ろに国民がいると私は思っている。

他にないか。

宮尾委員

先程の適時・適切について、白川議長がご説明された五つのポイントであるが、コミュニケーションということと言うと、このポイントは非常に重要な整理だと思うし、このポイント自体は今後の情報発信の中で少しずつ含めて言っても良いということ为宜しいか。

白川議長

これは、別にそこまでのことではなくて、これから議論する時に私自身がそう感じるということであって、これ自体は別に決まったという訳ではないので、縛るつもりは勿論ない。ただ、次回以降、こういう問題を考えていく時に、常に私自身はこういうことが長年の経験からしてやはり大事ではないかというふうには思った。

宮尾委員

自分自身もそれは大事だと思った時には、それをしっかり踏まえながらということで、分かった。

白川議長

他にご質問はないか。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お願いする。池田元久財務副大臣お願いします。

池田財務副大臣

「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率を実現し、デフレを克服することを目指している。一方、我が国の経済情勢をみると、依然として厳しい状況にある。雇用情勢、特に新卒・若年者雇用の状況は厳しく、また多くの地域で厳しい状況が続くなど、自律的な回復基盤が未だ脆弱な中で、円高の進行・長期化や海外経済の減速懸念等があり、我が国景気の下振れリスクが強まっている。政府としては、こうした景気下振れリスクに対する機動的な対応及び「新成長戦略」の前倒しという二つの視点から、即効性があり、需要・雇用創出効果が高い施策を厳選して実施することとし、先般、「雇用」、「投資」、「消費」、「地域の防災対策」、「規制・制度改革」の5本柱からなる「経済対策の基本方針」を決定した。今後、この基本方針に沿って経済対策をしっかりと実行していきたいと考えている。日本銀行におかれても、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、政府の経済対策と連携し、先般開催された臨時の金融政策決定会合において、金融緩和の一段の強化を図るとともに、今後とも中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けていく方針を示されている。従って、日本銀行におかれては、今後の金融経済情勢に応じ、適切かつ機動的な金融政策運営を行って頂きたいと考えている。また、今コミュニケーションの話も出ていたが、最後に、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、津村内閣府大臣政務官お願いします。

津村内閣府大臣政務官

我が国の景気は、円高の進行・長期化や米国を中心とした海外経済の減速懸念等から、このところ下振れリスクが強まっている。物価については、7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-1.1%と17か月連続で前年比下落となるなど、デフレが続いている。デフレからの脱却は、政府における当面の経済運営の目標である。政府は、円高等による景気の下振れリスクに機動的に対応し、早期のデフレ脱却の実現に向けた基盤作りを行うため、経済危機対応・地域活性化予備費を活用した経済対策を9月10日に決定する。今後の景気・雇用動向を踏まえ、必要な場合には、補正予算の編成を含め機動的・弾力的に対応することとしている。日本銀行におかれては、デフレ脱却が政府と日本銀行の共通の政策目標であることを強く認識し、引き続き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によって早期のデフレ脱却を目指すとともに、経済を下支えされるよう期待する。以上である。

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・物価情勢等を含む対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。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]

楡田企画局長

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

る。対外公表文は、見え消しバージョンとそれを直したものを、両方お配りしているが、修正がみえる見え消しの方でご説明させて頂く。

1. のところは、今、議長案でご説明させて頂いた金融市場調節方針を記述したものである。2. であるが、本日の議論にもあったが、先月までの「海外経済の改善を起点として」について、「緩やかに回復しつつある」という判断自体は変わらないということであったが、「海外経済の改善を起点として」は現状に即すとこれは取っても良いのではないかというご議論だったと思うので、これを削除している。輸出・生産では、輸出・生産とも一頃に比べ、増加ペースが鈍化しているという話であったので、「輸出や生産は、一頃に比べ増加ペースが鈍化しているが」を挿入するとともに、先月まで入っていた背景の「新興国経済の高成長や世界的な情報関連財需要の拡大などを背景に」を削除している。新興国経済は、一部勢いが弱まっていること、また情報関連財についても一頃の勢いはないといったことを踏まえたご意見だったと思うので、ここは削除している。それから、設備投資は変わっていない。雇用・所得環境も同様である。個人消費だが、最近の動きとして、猛暑効果や耐久消費財の駆け込み需要といった点について皆さん言及されていたことを踏まえ、「個人消費は持ち直し基調を続けており、とくに最近では猛暑の影響や耐久消費財の駆け込み需要がみられる」と、最近の特徴を記述してはどうかというのがこの案である。3. 先行きの中心的な見通しについては変更ない。4. リスク要因である。景気については、上振れ要因のところ、先月までは「更なる強まり」とあったが、新興国・資源国の経済は、一頃の更なる強まりを上振れリスクと考えるよりも、「更なる」を取って「強まり」で良いのではないかということで、「更なる」を削除している。「一方で」というところの下振れリスクであるが、前回の臨時会合でも本日のご議論でも皆さんが指摘された、「米国経済を中心とする先行きを巡る不確実性の高まりと、これを背景とした為替相場や株価の不安定な動きが続くもとで、わが国経済の下振れリスクに注意が必要である」という文言を従来の文言に替えて入れている。物価面については、特段変更のご議論はなかったように思うので、ここは変更し

ていない。最後に、5.のところであるが、今もご議論があったところである。最初の課題の認識は「日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している」と変わっていない。「そのために」の後のところである。これは前回の臨時会合でも記述した文言であるが、「強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援を図ってきており、日本銀行としては、こうした中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく」、これは「いく」で切っている。一番最後に「方針」があるので、「方針」が二つ続くよりはここでは「続けていく」というところで切った方がよいということである。「金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである」と、これは前回までも記述していた。それで、最後のところだが、ただ今ご議論があった文章を挿入している。「日本銀行としては、先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、必要と判断される場合には、適時・適切に政策対応を行っていく方針である」と、こういった案を今考えている。

白川議長

ご意見はあるか。

須田委員

先程、山口副総裁がおっしゃったように、これが言葉遊びになってしまう可能性もあるということなのか。

山口副総裁

それは、全くの私の推測である。臨時会合後のメディアの受止め方などをみると、これを素直に受止めてくれるかどうか、少し分かりにくいところがある。捻じ曲げて受止めるようなこともあるかもしれないという推測をした。

亀崎委員

我々のスタンスとしては、従来と変わらない訳であるな。

白川議長

それをはっきりとステートメントで出した方が、コミュニケーション上良いだろうと。

亀崎委員

そういう意味では、「今後とも、日本銀行としては、先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、適時・適切に政策対応を」と、繋ぎからいっても、今急にというのではなく、従来もやっていたのだが今後ともという意味が必要かなという感じがする。それから、より明確にスタンスを打出すということであれば、「必要と判断される場合」というのは如何にも当事者意識を欠くような感じがして、一步引くような気がするので、むしろ「点検し、適時・適切に政策対応を採る」と言う方が、私はより明確ではないかというふうに、「今後とも」とそこと二点、そういう感じがする。

須田委員

これは、必要でない時もあるので。点検した結果、必要でないこともあるから……。

亀崎委員

必要と判断される場合というのは当然のことである。状況として、必要と判断されない時があるはずないのだから。これは、読んだ時に印象が一步引いているのである。やるのかやらないのかと、スタンスを示したり、すっきりと言うことが、むしろ機動的でも良いが、そこまでは言わない。ただ、必要と判断される場合というのは当然で、何となくまどろっこしくしているし、一步引いている印象を与える。必要と判断されるのは当然である。

白川議長

ご意見はあるか。

野田委員

「必要と判断される」というのは、ある意味非常に自然体である。受け身的というか。「必要と判断する」と言うかどうか。判断するのは我々なので。

白川議長

これは、どういう文章も文脈抜きに理解されないのだと思うが、文脈抜きに読んだ場合に、「必要と判断される場合には」という部分を除いた場合でも、「注意深く点検し、適時・適切に政策対応を行う」となるが、これもある意味で当たり前ではないかという議論になってしまう。そういう意味で、多分「必要と判断される場合には」があった方が逆に印象が良くなるという議論もあるし、逆にあった方が強くなると私自身の日本語の語感からすると、むしろあった方が本当にやる場合にはやるのだという感じになるかなど。これは日本語の語感の問題であって、論理的に答えが出る話ではないので、皆さんがどういうふうに受止めるかということなのだが。

山口副総裁

そういうことからすると、「必要と判断する」という能動形の方が良いのではないか。

白川議長

その方が良い。別に他の中央銀行を真似する必要もないのだが、F e dはどういうふうに表現しているのかと思って、昨日気になってみてみたら、F e dは「deemed necessary」と確か書いている。「deemed necessary, especially when」と書いて、経済が落ち込んだ時にはと書いてある。色々

な過去の表現があるが、F e dの文章をみながら、これも亀崎委員が先程おっしゃったように当たり前ではないかとも思いながら、しかしある文脈でこういうふうに言うと、ああいう受止められ方というかメッセージになるのだなと思った。

中村委員

「必要と判断する」ということにした場合、日銀が判断するのだというのが強く出るような感じがする。判断されるというのは、そういう意味では…。

亀崎委員

何か当事者意識がちょっと。主体的な感じがしない。

中村委員

判断は、日銀が判断するのだというのが強調になるのではないか。

白川議長

ただ、「必要と判断する場合」というのは、よりトートロジーの性格が強くなってくる。「必要と判断される」というのは、まさに経済状況が悪化して、その経済状況が当然日本銀行に対してこういうアクションを必要としてくるが、そういった時を「必要と判断される」としているのであって、これは受け身というのではなく、むしろ「必要とする」といった場合に、いや俺が必要だからやるのだという、ややむしろ逆の受止め方をされるのかなと私は思った。

亀崎委員

ただ、日本銀行としては、やはり日本銀行が判断するのではないのか。

白川議長

勿論そうである。そうではあるが、全てある行為は自分が必要と判断するから勿論やる訳だが、その時に、おっしゃる意味は良く分かるが、そのうえでどういうふうに表現した方がより効果的かという話である。

野田委員

そういう意味では、「日本銀行としては」というのがどうなのか。このパラグラフの最初で「日本銀行は」と言っていて「認識している」としている。それで今度また「日本銀行としては」というと、何かやはりしっくりこない。

白川議長

最後の「日本銀行としては」のところは、どちらかと言うと「日本銀行は」の方がいいか。

野田委員

やはり「日本銀行は」とすると…。

須田委員

「は」とすると、「必要と判断される」というのはおかしい。

白川議長

そうなった場合はそうである。

野田委員

多分、「必要と判断される場合には」というのは、本当はここは「適切な政策対応を行っていく」というのが述語なのである。ではあるが、この「日本銀行としては」というのがなんとなくぼやんとしている。「日本銀行は」でも良いのかなと思うが。その間にも、「日本銀行としては、こ

うした中央銀行としての」というのがある。

白川議長

3か所ある。

須田委員

段々込み入ってきたが……。

野田委員

政策をやるのはやはり我々なので、他の人がどう考えようともということがあるのか。

雨宮理事

3行目の「日本銀行としては」というのは落とすか。これは、頭が「日本銀行は」で、「日本銀行は、云々かんぬんと認識している。そのために、云々かんぬんを図ってきており、こうした中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく」ということで良いか。

白川議長

これは取って良いな。

須田委員

どれを取るのか。

野田委員

真ん中の、3行目と4行目のである。全部、日本銀行のことを言っていることは間違いない。

雨宮理事

最後に基本的なその態度を改めて確認する時に、もう一度「日本銀行」が出てくる。その時に、「としては」にしても「は」だけにしても、いずれにしても「される」と「する」はどちらでもありのような気がするが。

野田委員

いや、「日本銀行は」、「必要と判断する場合には」と、素直にと言っただけは少し言葉が悪いが、ストレートに表現した方が私は良いかなと思っている。

榎田企画局長

「される場合」というのは、やはり点検して経済の状況がそういう状況だということをインプライしている部分がある。「する」というのは日本銀行がするという判断のところだけのインプライが強くなると思う。

野田委員

そうであれば、「先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合は」とするのが良い。

白川議長

そうであるな。

山口副総裁

主語が違う。「必要と判断される場合には」というのは、情勢が必要と判断される場合には、ということである。

野田委員

その場合、「される」としたら、主語は「情勢が」であるな。

山口副総裁

従って、主語を統一しようとする、それは野田委員の言うとおりで
ある。しかし、それほど拘る話でもないように思う。ついでながらそういう
ことで文章を直すのであれば、下から3行目の「考えである」は要らない
のではないか。

楢田企画局長

「維持していく」であるか。

白川議長

そちらの方が、きっぱりした感じがする。語感ではあるが。

雨宮理事

考えとか方針というのは、一つのパラグラフの中で一つで良いかと。

山口副総裁

そういうことである。

野田委員

「いく」で止める訳であるな。

楢田企画局長

あと、先程亀崎委員がおっしゃった「今後とも」というのは。

野田委員

「今後とも」を入れると、逆に今回改めてわざわざ何か、先程の弄ぶと
いうような感じが個人的にはしている。

白川議長

気持ちとしては「今後とも」なのであるが、それがこうやって書くと、何も変わっていないという印象になってしまうので、私は「今後とも」はない方が良くと思う。

亀崎委員

そうすると、変わったという印象になるということか。

須田委員

変わったということである。いや、実態は変わらないのだが…。

白川議長

世の中の印象として、日本銀行が適時・適切に対応する構えがないのではないかというパーセプションがある時に、「今後とも」とすると全然変わっていないような印象になるからという話である。

亀崎委員

私の考えは、従来どおり…。

白川議長

勿論分かっている。

野田委員

せっかく今回、入れることの意味を考えた時に、何も変わってなかったら本当にそれこそ最初から当然のことなのだから入れなければ良いではないかという議論に、最初に戻ってしまう。

白川議長

亀崎委員の思いは私も共有するのだが、そのうえでどういう文章が効果

的かということなのだが。

須田委員

この思いが伝わってないから、ここに敢えて書くということか。

亀崎委員

従来もやってきたのだが、よりスタンスを明確にするということである。

須田委員

それが伝わっていないということを表していこうと。

櫛田企画局長

それでは、今ご議論があったものを通して読んでみる。「5. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。そのために、強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援を図っており、こうした中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく。日本銀行は、先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、必要と判断する場合には、適時・適切に政策対応を行っていく方針である」。

白川議長

「日本銀行としては」を「日本銀行は」とするのは良いのだが、先程の、「先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、必要と判断する場合には」というところで、拘る話ではないが、如何にもトートロジーになっていて、その意味では先程野田委員がおっしゃっていた「そのうえで、必要と判断される場合には」という方が、何か我々のメッセージがより効果的に伝わるのではないかと思ったが。

野田委員

それは先程のとおりである。

榎田企画局長

「先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで」…。

野田委員

「判断する場合」だな。

榎田企画局長

そこの最後の文章だけもう一度読んでみる。「日本銀行は、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要とする場合には」…。

雨宮理事

「必要と判断される」である。

榎田企画局長

失礼した。「される」であった。

白川議長

「される」である。

須田委員

「したうえで、必要と判断される」…。

白川議長

「点検したうえで、必要と」…。

野田委員

「判断する」であろう。私は「する」である。

須田委員

私は「される」である。

白川議長

別にこれは政策の根本ではないので、どちらが語感として良いかというだけであるが、皆さんどちらが良いか。意見を表明されていない方は。

森本委員

私は、「日本銀行は」というのは「適時・適切に政策対応を行っていく」の主語だと思っているので、「必要と判断される」というところは、山口副総裁が言われたように、情勢が「必要と判断される場合は」ということで、私はそちらで良いのではないかという気がしている。

宮尾委員

私であるが……。

白川議長

議長として、これは決定的なことではないので、そのうえで多数のところでやっているという感覚である。

宮尾委員

「日本銀行は」で良いと思うし、「注意深く点検したうえで」で良いと思う。「される」か「する」のところは、正直ちょっとニュートラルである。「判断する」の方がすっきりするかという気もするし、最初は「判断される」でいいかと思ったのだが、皆さんの議論を聞いて「する」の方がすっきりするのかなと思ったりもして、ここは申し訳ないが皆さんのご意

見に従う。

中村委員

私は、シンプルで分かりやすい方がやはり良いのかなと思う。「日本銀行は」として、「する」の方が、「される」と「する」のニュアンスの違いを世間一般がどれだけ読み取るかといったら、それほどはないと思うので、シンプルなのが良いのかなという感じである。

亀崎委員

私は、やはり「日本銀行が必要と判断する場合には」ということで。

西村副総裁

私は、物書きとしては、これは「判断される」とすべきと思う。言葉として、純粹な言葉として。別に、内容からのものではないのだが。

野田委員

白川議長が「判断される」と言っても、それは日本銀行によって判断されるのである。誰が判断するかである。

白川議長

完全に意見が割れている。

山口副総裁

議長がお決めになるのが良いのでは。

白川議長

これは別に議長が決めるというほどの話でもないのだが。そうであれば、どちらの方が本当に効果的かというのは、私の語感からすると、繰り返しになるが、「日本銀行は、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したう

えで、必要と判断される」という方が良いと思う。いずれにしても、判断するのは勿論日本銀行であるので、どこかで判断されたという訳では勿論ない。ここで言っている意味は、そういう意味ではなくて、そういうふうな経済情勢だということが我々の判断を決定付けるものだということなのである。そういうことで、これを最終版とする。

楡田企画局長

もう一度だけ、全部通して。

白川議長

もうよいのではないか。

楡田企画局長

もう宜しいか。

白川議長

それでは、ようやく最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者にはご退席頂きたい。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員
野田審議委員
中村審議委員
亀崎審議委員
宮尾審議委員
森本審議委員

反対：なし
棄権：なし
欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（8月9～10日開催分）の承認

白川議長

最後に、8月9、10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、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 10 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、10 月 4、5 日に開催する予定で
ある。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者
限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱
いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の
方々も含め、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理を宜しく願
いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 39 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時39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34分閉会)

以 上